

強制設置獨立董監事與新股折價關 聯性之研究

邱垂昌*

國立彰化師範大學會計學系

張裕任

明新科技大學國際企業學系

郭麗雪

國立豐原高級商業職業學校商業經營科

摘要

我國上市(櫃)審查準則規定公司至少需設立二位獨立董事及一位獨立監察人，且至少有一位獨立董事和獨立監察人必須具有財務或會計背景。過去文獻甚少從「獨立性」角度探討公司治理與新股折價之關聯性。本研究將以此議題為中心，運用代理理論與資訊不對稱理論，探討獨立董監事之設置、會計師背景獨立董事與獨立監察人多寡等公司治理因素與承銷價被低估情形之關係。本研究以 2000 至 2003 年期間上市櫃之 IPOs 公司共 405 家為研究樣本。實證結果顯示：(一)獨立董事佔董事會席位比率與 IPOs 公司承銷價被低估情形有顯著負向關係，獨立監察人人數與折價幅度之關係則較不確定；(二)會計師背景獨立董事佔董事會比率與 IPOs 公司折價幅度，並無顯著關聯性存在；(三)會計師背景之獨立監察人人數與 IPOs 公司承銷價被低估情形，並無顯著關係。

關鍵詞：獨立董事、獨立監察人、新股折價、資訊不對稱理論

*作者由衷感謝三位匿名評審的評論與寶貴意見。

The Relation of Mandatory Set-Up of Independent Director and Supervisor with IPOs Underpricing

Chei-Chang Chiou

Department of Accounting
National Changhua University of Education

Yu-Ren Zhang

Department of International Business
Minghsin University of Science and Technology

Li-Hsueh Kuo

Department of Business Affairs
National FengYuan Senior Commercial Vocational High School

Abstract

With a sample of 405 initial public offerings (IPOs) in Taiwan Stock Exchange, this paper empirically investigates whether the mandatory set-up of independent directors and supervisors help explain the magnitude of IPOs underpricing. The results show that there is a negative and significant correlation between the engagement of independent directors and the underpricing of IPOs. However, the relation between the engagement of independent supervisors and the underpricing of IPOs is uncertain. In addition, the proportion of independent directors with CPA background to all directors and the number of independent supervisors having CPA backgrounds do not significantly affect the underpricing of IPOs.

Keywords: *Independent directors, Independent supervisors, IPOs underpricing, Information asymmetry theory.*

壹、緒論

本研究之主旨首在探討證期局實施強制設立獨立董監事制度¹，是否與新上市上櫃 (initial public offerings；以下簡稱 IPOs) 公司股票之承銷價被低估 (或稱為新股折價) (underpricing) 情形有所關聯²；其次，探討擁有會計師背景之獨立董事佔董事會席位比率，是否與承銷價被低估幅度有關係；最後，探討會計師背景之獨立監察人人數與承銷價被低估幅度之關聯性。

新上市櫃公司股票多有超額報酬，一些學者藉由利用新股折價以減低資訊不對稱 (information asymmetry) 問題之觀點提出解釋³，如 Baron (1982) 與 Chua (1995) 即以承銷商與發行公司間資訊不對稱來詮釋，Bae and Levy (1990) 以承銷商對企業價值之不確定性解釋新股折價⁴；Rock (1986) 與 Beatty and Ritter (1986) 則以贏家的詛咒 (winner's curse) 說明投資人之間亦有存在資訊不對稱，導致發行公司必須折價發行。而 Grinblatt and Hwang (1989)、Allen and Faulhaber (1989)、Welch (1989) 與 Chemmanur (1993) 則從投資大眾與發行公司間資訊不對稱來詮釋，認為公司與潛在投資人間會有資訊不對稱，此時，企業可能接受以大幅折價主動做訊息傳遞，以降低一般資訊不對稱。金成隆、林修葳與洪郁珊 (2003) 則認為會計資訊不對稱亦是造成新股折價原因之一。由此可知，資訊不對稱問題是承銷價可能被低估的重要考量之一。為減低新股之資訊不對稱問題，現有文獻大都以訊號發射理論 (signaling theory) 解釋⁵，如內部人持股 (Leland and Pyle 1977)、折價 (Grinblatt and Hwang 1989；Allen and Faulhaber 1989；Welch 1989)、承銷商信譽 (Carter and Manaster 1990；Paul and Josh 1999；林象山 1995)、簽證會計師聲譽 (Beatty 1989；Menon and Williams 1991)、舉債額度 (James and Wier 1990；林象山、霍熾榮與王郁雯 1998)。由上述文獻可知資訊不對稱愈嚴重，則新股折價幅度愈大，承銷價愈無法正確反應出企業價值。因此，如能解決資訊不對稱問題，承銷價被低估情形應可減緩。我國政府規定 IPOs 公司從 2002 年 2 月底以後申請上市上櫃都必須至少設立二位獨立董事及一位獨立監察人，其立意在強化公司治理機制，希

¹ 我國目前有關獨立董監事之規定係於「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則」中規範，凡自 2002 年 2 月 22 日初次申請上市或自 2002 年 2 月 25 日初次申請上櫃之公司，其董事會至少應設置五人以上之董事，且獨立董事不得少於二人；監察人應至少設置三人，其中獨立監察人不得少於一人。

² 承銷價低估之幅度，如法國為 4%，加拿大為 5% 至 8%，美國為 12%，馬來西亞為 167% (Jog 1997)，上海 A 股為 289% (Mok and Hui 1998)，我國則為 42% (林象山等 1998)。

³ 就資訊不對稱之核心觀念應用至新股上，過去文獻以承銷商、投資大眾與發行公司三者之資訊不對稱提出不同論點，其中投資大眾與發行公司間之資訊不對稱問題常以訊號發射理論解釋。

⁴ Bae and Levy (1990) 利用選擇權賣權賣方所要求之權利金計算模式，解釋為何承銷商訂定承銷價格時會要求折價，因為新股未來價值的不確定性會增加賣權買方利益，故身為賣方的承銷商會要求折價。

⁵ 訊號發射理論之發展係用以解決資訊不對稱問題。Leland and Pyle (1977) 指出企業主是最瞭解公司未來價值的人，若企業主有顯著高的股份而放棄其他投資機會，此項機會成本是十分昂貴的，這意謂公司的真正價值很高，使其願意保留其股權，而經由企業主要留在公司之權益比例傳遞訊息給投資大眾，因此市場投資人可將較高企業主持股比率視為良好的投資專案訊號。

望與公司無利益衝突之獨立董監事能本著公平正義之立場監督公司，以減少代理問題（agency problem）及降低代理成本（agency cost），並能降低投資大眾與發行公司間的資訊不對稱⁶。因此，公司設立獨立董監事，可能使投資人認為公司治理品質較佳，進而降低代理問題及資訊不對稱問題，因而與新股承銷價被低估情形有所關聯；另外，獨立董監事可能透過其專業、經驗及與外界之關係（如擔任其他公司董事職位、現任或曾任會計師或律師事務所或管理諮商公司等專業公司之合夥人、為前任或現任立法院或內閣成員、或商業協會之成員），或良好的公司治理品質，而提高發行公司與新投資人及承銷商之議價能力，因而使其與承銷價被低估情形有所關聯，此一議題目前國內仍無文獻探討。

我國企業不論是否已上市櫃，其中不少是屬於家族企業型態，董監事及管理階層有血親或姻親關係者比比皆是，造成監督機制和經營權並非完全獨立，董、監事形同虛設，不健全的監理制度亦受到國際的批判，因而使我國投資環境在國際評比每況愈下。如 1999 年瑞士洛桑國際管理學院對世界競爭力的報告中指出，台灣由 1998 年的 16 名滑落至 18 名，表現最差的 20 個項目及退步的 4 個項目中，即有一項是「公司董監事功能不彰」，故改善董監事制度將有助於我國企業提昇國際形象。另外，在 1997 年亞洲金融風暴造成許多國家經濟成長大幅衰退時，有文獻指出東亞國家公司的股權集中程度高於其他地區，且公司治理機制不完善，是導致金融風暴主因之一。而世界銀行針對東亞各國公司部門所提的復甦計劃，即是基於必須重建公司治理機制；其中強化董事會的獨立性，成為東亞各國改革的重要目標之一（葉銀華與何幸芳 2003）⁷。

有鑑於此，證期局乃於 2002 年 2 月起推動「上市櫃公司獨立董事、獨立監察人制度」，規定未設獨立董監事者不予申請上市櫃（請參閱本文註 1），並於 2003 年 1 月底實施「證券商公司治理實務守則」，強化董監事職能，以提昇公司治理機制⁸⁹。受此規範下，企業內部治理機制應能發揮功效，減少資

⁶ 獨立董監事之監督功能已發揮的一個明顯的例子為上市公司台達電。2003 年 10 月底智邦科技突然宣佈因為北美子公司虧損擴大，導致第三季每股虧損 3.78 元，股價立刻暴跌，讓外資法人心生警惕，認為係欠缺合併財務報表的財務透明度與準確度，所暴露出的風險，港商里昂證券台灣區總經理陳斌即提及：「缺乏透明度的資本市場，肯定會成為外資大加撻伐對象」。在此事件中，即顯示出揭露半年報合併報表之重要性，然而，肯揭露半年報合併報表之上市公司少之又少，台達電是少數幾家願意揭露者之一。根據台達電財務長指出，此乃「獨立董監事」嚴格要求資訊需公開透明，公司才決定如此做（經濟日報/27 版/證券市場，2003/12/29）。

⁷ 其中包含新加坡、香港、韓國、中國等，皆陸續要求所有上市公司必須至少設置兩席以上或 1/3 的獨立董事。而這些國家在里昂證券於 2002 年針對東亞各國採行國際一般公認會計原則的評分，得分皆優於或等於台灣（葉銀華與李存修 2003）。

⁸ 為了強化台灣的改革速度，行政院特別成立「改革公司治理專案小組」，針對台灣上市櫃公司應採哪種獨立董監制度與公司治理相關政策進行研擬。其中包含葉銀華在內的許多學者亦為此專案小組委員之一。

⁹ 在 2002 年實施獨立董監制度初期，為了減少改革的層面與必要性，並未擴及所有上市上櫃之公開發行公司及未公開發行公司，僅針對初次申請上市櫃公司規範（葉銀華與李存修 2003）。但其最終目標仍是擴及所有上市櫃公司，因此，2006 年 1 月證交法乃修正增訂第十四條，規定我國之公開發行公司將納入「獨立董事」、「審計委員會」等新制，並預計於 2007 年 1 月正式實施。

訊不對稱之風險。為了因應國際潮流和改革長久以來董、監事功能不彰之陋習，我國首先對申請新上市櫃公司要求至少須設二位獨立董事和一位獨立監察人，其立意自然在強化董事會與監察人職能，希盼獨立董監事能對公司策略或業務發揮監督效果¹⁰。雖然有企業曾懷疑此規定之效果，因為美國的 Enron 公司有不少的外部董事，依然發生重大的會計醜聞，但在此案中可瞭解其外部董事獨立性並不足（14 名董事中有 7 位和公司簽有諮詢合約，不是有業務往來，即是有贈與關係，連負責監督公司財務的三位監察委員小組成員，也赫然在列），故我國強調「獨立」之重要性（請參閱附錄）。因此，藉由引進獨立董監事是否可提升監督機能，發揮董事會及監察人的預期效益，以減低代理問題及強化公司治理機制，並減少 IPOs 公司與承銷商及新投資人間之資訊不對稱，或至少可傳遞公司治理品質較佳之訊息給新投資人或承銷商，而提高公司之議價能力，因而使 IPOs 公司承銷價被低估情事較不嚴重？為本研究欲探討之第一個問題。

為探究新股承銷價被低估情形是否與獨立董監事之設立有所關聯，首先必須先瞭解過去獨立董監事已發揮了哪些功能。就獨立董監事之功能發揮上，過去國內已有許多文獻初步驗證獨立董監事與公司價值之關聯性是存在的。如邱垂昌與莊俊銘（2004）實證指出獨立董事及獨立監察人席位皆與公司資訊透明度及公司價值呈正向關係。葉銀華與何幸芳（2003）實證指出公司資訊不對稱較嚴重者，會傾向聘任獨立董監事，向市場發出願意接受監督的訊號；另外，聘任獨立董監事比率較高之公司，也易維持較高市場價值，顯示獨立董監事亦具有監督效果存在。邱垂昌與黃文燕（2006）實證指出公司設立獨立董事，具有監督效果，可提昇公司價值；另外，公司價值較高之公司，亦較會自願設立獨立董事，以傳遞公司體質良好之訊息給投資人。陳業寧、邱顯比與洪雲萍（2004）指出即使企業經營者可以賄賂獨立董事，聘任獨立董事仍可降低企業經營者道德危險的問題；另外，當企業經營者與投資人存在資訊不對稱時，企業經營者可藉著聘任獨立董事的動作來彰顯自己不求私人利益的特質。陳振遠、張智堯、王蘭芬與李文智（2005）指出外部董事比例愈高，愈能發揮監督功能，進而提昇公司價值。

再者，以往文獻亦指出獨立董監事對於強化公司治理及降低關係人交易是有幫助的。如葉銀華、蘇裕惠、柯承恩與李德冠（2003）實證指出當公司聘任獨立監察人行使對控制股東監督時，會降低控制股東利用關係人交易來謀取私利的可能性。Solomon, Lin, Norton and Solomon（2003）指出台灣外部董事對於強化台灣公司治理制度與改善對股東之責任，扮演著極重要之角色。由此可知，國內獨立董監事之存在確實對強化公司治理、提高公司資訊透明度、降低關係人交易與提升公司價值等有發揮一些功能。然而，對於獨立董監事是否藉

¹⁰ 葉銀華與李存修（2003）文中指出獨立董事之任務在於評估公司高階管理者的經營效能，並參與決定公司的策略擬定；而獨立監察人是針對公司業務與財務有監察權。

由強化公司治理品質，進而能提高公司議價能力或降低資訊不對稱問題，因而使 IPOs 公司承銷價被低估情況較不嚴重，卻甚少研究著墨¹¹。

另外，Morck, Shleifer and Vishny (1988) 指出董事會功能職責是否能發揮亦受到董事專業知識之影響。而我國證期局也訂定獨立董事、監察人進修規定，要求獨立董事、監察人應於輔導期間進修法律、財務或會計專業知識，每年達三小時以上，且取得相關證明文件，並納為承銷商輔導項目之一。另外，亦規定二位獨立董事中至少有一位必須具有財務或會計背景。因此，獨立董事是否具有財務會計專業知識，似乎是證期局相當重視的一項要件。故董事會中具有會計師實務背景之獨立董事比率愈高，是否可強化公司治理機制，發揮董事會應有之職責？另一方面，我國規定申請上市櫃公司必須至少設置一位獨立監察人，且至少一位獨立監察人必須具有財會背景。因此，不少公司聘任執業會計師或財會學者擔任監察人，而會計師比起學者，額外擁有查核財務報表及輔導公司申請上市櫃之實務經驗，所以當獨立監察人具有會計師之背景時，是否能透過其專業知識及技能，對公司業務發揮更大監督效果，或因其實務經驗而與外界關係密切，而提高其與新投資人或承銷商之議價能力，因而使承銷價被低估情形較不嚴重？為本研究欲探討之第二個問題¹²。

實證結果顯示，獨立董事佔董事會比率與新股上市之折價幅度呈顯著負相關，表示獨立董事佔董事會席位愈多，則新上市公司承銷價被低估之情形愈不嚴重；此結果之原因可能有三：一為獨立董事有發揮其監督效果，因而使承銷價被低估情形較不嚴重；二為雖然獨立董事對承銷價之訂立並無監督效果，但可能透過其專業、經驗及與外界之關係（如擔任其他公司董事職務、為會計師或律師事務所等專業公司之合夥人、或為民意代表或內閣或商業協會之成員），而提高發行公司與新投資人或承銷商之議價能力，因而使公司承銷價被低估情形較不嚴重；三為對投資人而言，獨立董事愈多之新上市櫃公司，在某種程度上可能亦代表著其公司治理品質愈好，此類公司愈能受到投資人之信任，認為公司應能確實傳遞其真實價值之訊息給投資人，因此其資訊不對稱較低，承銷價之訂立亦較能反映公司真實價值，故而其承銷價被低估情形較不嚴重。而獨立監察人人數與新股承銷價被低估情形之關聯性實證結果，則並不確

¹¹ 就法令有無明確規定獨立董監事是否負有降低新股折價的職責而言，雖然政府要求申請上市櫃公司設置獨立董監事制度，並無明確地規定獨立董監事負有降低新股折價的職責；然而，為強化獨立董監事之功能，法令卻有規定對於公司有重大影響之事項（如申請上市櫃及承銷價訂立等等應皆為重大事項），獨立董事是有權提供意見的，獨立董事如有反對或保留意見者，亦必須列入會議紀錄；而獨立監察人更有權監督公司業務之執行（如上市上櫃公司治理實務準則第二十五條、第三十三條、第四十六條）。換言之，上述法條之立意在於利用獨立董監事意見之表達與監督，強化獨立董監事對重要議案之參與及監督，以保障股東權益。

¹² 證交所指出，鑑於上市公司獨立董監事之主要現職（如是否為會計師）、主要經歷（如是否具有財會專業背景）及兼任其他公司董監事等情形，為市場投資人急欲了解資訊之一；因此規範股票初次上市公司首次應輸入上述資訊外，另為要求資訊的及時性及正確性，另外要求上市公司也須於每月 15 日前將其資訊輸入股市公開資訊觀測站（經濟日報/27 版/證券市場，2003/12/24）。由上述新聞顯示，投資人確實對於獨立董監事制度及獨立董監事專業背景有相當程度之重視。

定。另外，具有會計師背景之獨立董事佔董事會比率，與折價幅度並無顯著關聯性。實證結果亦顯示，聘任執業會計師為公司獨立監察人時，新股折價幅度並未顯著較小。本研究為排除極端值之影響，另使用十分位數方法進行測試，結果仍與原始實證結果相同。另再使用調整新股折價期間市場行情後之折價幅度進行測試，結果亦與原始實證結果一致。最後，再以扣除 SARS 之特殊經濟事件後之樣本測試，結果顯示若沒有 SARS 等特殊經濟事件之影響，獨立監察人人數與新股承銷價被低估幅度具有顯著負向關聯性。

本研究對於學術界及實務界有以下幾點貢獻。一為以往 IPOs 相關議題之研究，甚少從公司治理角度探討資訊不對稱與新股折價之關聯性，少數文獻亦僅慮及董事會組成或股權結構及其特性與新股折價之關係（如 McBain and Krause 1989；Higgins and Gulati 1999；Certo, Covin, Daily and Dalton 2001；Filatotchev and Bishop 2002）；其中 Higgins and Gulati（1999）及 Filatotchev and Bishop（2002）探討非執行董事（nonexecutive）與承銷價被低估之關聯性，然而，其文中的非執行董事皆指與公司有關聯（affiliation）之非執行董事，而非與公司無任何關聯的外部（或獨立）董事；Certo et al.（2001）則將內部董事（為公司幹部）佔董事會比率納入其探討總經理亦是公司創立者與新股折價之關係的控制變數¹³，而且結果亦顯示此一變數與新股折價並無顯著關聯性；上述相關文獻皆無從外部（或獨立）董監事角度探討公司治理與新股折價幅度之關係，亦即並未從「獨立性」角度（請參考附錄）探討公司治理與新股折價之關聯性。本文探究設立獨立董監事與新股折價之關聯性，實證結果支持過去文獻指出公司治理與新股折價具有顯著關聯性的論述，而且額外指出「獨立性」在公司治理之角色。因此，本文對學術界的貢獻為以與過去（國外）文獻不同角度（亦即從董監事「獨立性」之角度）及不同資本市場環境下探討並驗證公司治理與新股折價之關係¹⁴，研究結果可以作為未來學術界研究有關公司治理角色或承銷價被低估原因之參考。其次，過去學術界有關獨立董監事的研究，對於「獨立性」之定義為模糊（主要原因係當時法令並無明確規範獨立董監事之範圍），本研究依法有據定義獨立董監事，可提供未來相關研究者之參考。最後，本文對實務界的貢獻為，本研究結果顯示聘任獨立董事與新股折價具有顯著關

¹³ 此篇文章所提及的內部董事係指目前為公司幹部的董事，因此其文章中所提的外部董事包含兩類：一類為與公司有關聯的外部董事，一類為與公司無關聯的外部董事（請參考本研究附錄之說明）。如同本研究附錄之說明，與公司有關聯的外部董事之獨立性並不足，因此其性質似乎反較接近內部董事，而本研究定義的獨立董事僅包含與公司無關聯之外部董事，而且其獨立性之定義更嚴格，因此，Certo et al.（2001）所探討內部董事比率與新股折價之關聯性，與本研究探討的獨立董事比率與新股折價之關係，兩者有存在差異性。

¹⁴ 本研究之對象為台灣資本市場上市櫃公司，而 Higgins and Gulati（1999）、Certo et al.（2001）及 Filatotchev and Bishop（2002）等文獻係以美國及英國等資本市場上市公司為對象。根據 Leuz, Nanda and Wysocki（2003）調查 31 國資本市場特性及公司治理環境，其將各國資本市場分為三個群集，其中包含美國及英國均被歸類到第一個群集，其特性為大資本市場、低股權集中度、高投資者保護、高揭露水準、強制的法規及低盈餘管理等；而台灣則被歸類為第二個群集，其特性為較小的資本市場、較高的股權集中度、較低的投資者保護、較低的揭露水準、較弱的法規及較高的盈餘管理等。基於不同資本市場特性及不同公司治理環境下，公司治理與新股折價之關係可能會存在有不同的結果，此亦為本研究對此領域文獻發展的貢獻之一。

聯性，表示 IPOs 公司聘任獨立董事之舉動，可能在強化公司治理上，有其一定的幫助，進而能降低代理問題或資訊不對稱問題，或在與新投資人及承銷商之議價能力上能有效提高，因而使公司折價幅度能較低；然而，獨立監察人與新股折價之關係則不確定。獨立董監事之背景則與新股折價無顯著關聯性。上述研究結果可作為強制設立獨立董監事的法令實施成果之檢討及改進的依據。

本文共分六節，後續各節如下：第二節為觀念性架構與研究假說，第三節介紹研究方法，第四節進行實證結果與分析，第五節作敏感性分析，第六節提出結論。

貳、觀念性架構與研究假說

一、觀念性架構

初次上市櫃公司其承銷價是否受到獨立董監事之影響，與兩者之決定先後順序有所關聯，故本研究簡略介紹我國公司上市櫃之程序：

- (一) 程序一（申請公開發行）：向證期局辦理公開發行並獲得核准。
- (二) 程序二（輔導申報）：承銷商向證券交易所（以下簡稱證交所）或櫃檯買賣中心（以下簡稱櫃買中心）申報輔導計畫、承銷商逐月申報輔導成效、開始輔導後三個月內承銷商審查不宜上市櫃條款、跨年度六個月內重新評估不宜上市櫃條款、證交所或櫃買中心不定期抽檢輔導情形、備妥申請書件、向證交所或櫃買中心申請上市櫃備查函、證交所或櫃買中心書面及實地審查（是否有不符合上市櫃條件，其中一項即是審查公司是否有設置二位獨立董事及一位獨立監察人）、辦理意見徵詢、獲得證交所或櫃買中心備查證明及向證交所或櫃買中心正式提出申請。
- (三) 程序三（申請審查）：證交所或櫃買中心審議委員會通過申請案、證交所或櫃買中心董事會通過、辦理股票集保及相關補正事項及證期會核備。
- (四) 程序四（公開承銷）：公司與承銷商決定承銷價格及銷售辦法並向證期局核備、舉行業績發表會、辦理公開銷售、洽證交所或櫃買中心掛牌日期及股票正式開始掛牌交易。

由上述可知，申請上市櫃公司必須先設置獨立董監事¹⁵，經證交所或櫃買中心審議通過，且向證期局核備之後，公司才能與承銷商擬定承銷價。因此，獨立董監事可能與承銷價制定有關。

¹⁵ 雖然本研究亦不排除聘任獨立董監事係強制性之規定，初次申請上市或上櫃之公司可能僅為通過申請條件，而依照規定聘任獨立董監事；然而，獨立董監事亦極有可能參與公司承銷價之訂定，因為承銷價之訂定係公司與承銷商在考量許多情況共同議定之結果。另外，由本文中提及我國上市櫃程序，可知承銷價之訂定是在申請通過後才由公司與承銷商共同決定，而獨立董監事之選任則在申請前即需完成，況且申請審查過程亦需一段時間。由此可知，公司承銷價訂定極有可能在公司申請通過後才由公司（董事會）與承銷商共同議定。而由研究者細查本研究樣本，鑑於法令規定，有相當多的公司在申請上市或上櫃前許久即已聘任獨立董監事。再者，由本研究註 16 可知，獨立董監事確實有善盡董事會開會責任，並經常提供意見。依此推論，獨立董監事與承銷價之訂立可能有關。

根據上市櫃審查準則之規定，初次申請上市櫃公司必須至少聘任一位具有財會專業背景（如會計師實務查帳經驗）之獨立董事，而且文獻亦指出董事之專業背景對其是否能扮演稱職的董事角色，也有相當影響（Fama and Jensen 1983; Morck et al. 1988）；另外，Cochran, Wartick and Wood（1984）及Mehran（1995）亦指出若董事愈有專業素養與經驗，則在監督與決策上會愈有效率且能提升決策品質，對於經營績效會有正面貢獻。因此，若獨立董事具有會計師實務專業背景，應更能憑其專業能力有效監督公司。另一方面，執業會計師比學者或單純只擁有財會背景者，具備查核的實務經驗，更明瞭公司的財務報表是否確實反應公司的實際狀況，故當公司願意聘任執業會計師擔任獨立監察人時，除能有效監督公司以降低代理問題外，更意謂著公司自認為財務報表已按照經濟事實編製，正確表達公司財務及營運狀況。此外，對投資大眾而言，公司聘任執業會計師為獨立董監事，如同公司發射出「訊號」一般，讓投資大眾對此類型公司更加信任，認為公司所釋放相關訊息正確性較高，其財務報表亦為可靠，欺瞞大眾的可能性大為降低。基於上述推論，公司聘任執業會計師擔任獨立董事及獨立監察人，應可發揮監督功能及有效降低資訊不對稱，進而降低新股上市承銷價被低估之情形。

據此，本文將以上述論點為基礎，並配合資訊不對稱理論、訊號發射理論及代理理論，探討新上市櫃公司設置獨立董監事及董監事背景與承銷價低估情形是否有顯著關聯性，俾瞭解承銷價未能完全反映公司實際價值之原因，以及強制設立獨立董監事等法令實施之成果。

二、研究假說

根據訊號發射理論中提及，公司與投資大眾存有資訊不對稱，故投資大眾對於公司真實價值(或未來現金流量)之資訊應比公司少。因此，公司為了吸引潛在投資大眾加入，必須釋放出相關訊號。Grinblatt and Hwang（1989）與Allen and Faulhaber（1989）認為發行公司與投資大眾間存在資訊不對稱，公司為了將其未來現金流量折現值(公司真實價值)之私有訊息傳達予投資人，可能接受以大幅折價主動做訊息傳遞，以降低資訊不對稱問題。由此可知，資訊不對稱問題是解釋承銷價被低估的重要依據之一。

依據Barnea, Haugen and Senbet（1980）之論點，資訊不對稱係屬於代理問題的範疇。為解決代理問題進而降低資訊不對稱，過去國外研究皆認為外部董事是不可或缺的因素。Patton and Baker（1987）及Zahra and Pearce II（1989）指出沒有適當的董事會組成（譬如無外部董事），董事可能無法幫助公司達成其目標。Pfeffer and Salancik（1978）更認為外部董事對監控公司資源有決定性幫助。Fama and Jensen（1983）提出可透過董事會之設置解決代理問題，同時認為外部董事可提昇董事會的控制功能，且外部董事亦比內部董事更能保障一般股東的權益；Morck et al.（1988）、Huson, Parrino and Starks（2001）與Singh and Davidson III（2003）發現董事會功能的強弱與董事會的組成有關，其研究結果

皆顯示，就監督的角度而言，外部董事的獨立性比高，比較可以發揮監督的功能；Beasley (1996) 實證發現，外部董事能有效監督管理階層所編製的財務報表，提高財務報表的可靠性，因而可以減少資訊不對稱之問題。由此推論，我國獨立董事比外部董事更具獨立性(請參閱附錄)，對於監督公司以減少代理問題，並降低資訊不對稱現象應更有助益¹⁶。因此，應能減低新股承銷價被低估之問題。

另根據訊號發射理論，新股折價被當成是傳遞公司真實價值或未來現金流量的一種訊息傳遞方式(Grinblatt and Hwang 1989; Allen and Faulhaber 1989)。而公司聘任獨立董監事應可視為另一種訊號傳遞方式。Rosenstein and Wyatt (1990) 實證指出當公司宣告額外聘任外部董事，公司股價會有顯著正向反應。Byrd and Hickman (1992) 發現併購之投標公司擁有至少50%的外部董事席次，在併購宣告日其異常報酬會比其他投標者高。由上述文獻可知，外部董事之設立對於公司價值具有正面貢獻。

另外，McBain and Krause (1989) 研究指出，IPOs的價格決定在於發行公司與承銷商之間的協商，以及市場上對於其股票需求情況的結果而定。Certo et al. (2001) 的研究更指出，投資人對於IPOs公司品質之評估，會考慮到非執行董事(nonexecutive directors)之經驗及其與外界之關係。Higgins and Gulati (1999) 指出當董事會成員與外部聯繫愈強，則傳遞公司品質之訊號更強，也愈能吸引聲譽較佳之承銷商。Provan (1980) 亦指出當非執行董事與更多外界組織有關係，可以提供IPOs公司更多與承銷商及投資人議價力量。Filatotchev and Bishop (2002) 實證亦顯示IPOs公司非執行董事愈多，對承銷商及新投資人具有較高之議價能力，其承銷價被低估會較不嚴重。由此可知，董事會成員愈多樣化(如擁有更多不同領域之非執行董事或與外界之聯繫愈強)，愈可能透過各種管道提高其與新投資人或承銷商之議價能力，因而使其承銷價被低估情形較不嚴重。

因此，IPOs公司由外界聘任與公司無任何關聯的獨立董監事，除了可能發揮幫助投資人監督公司之效果外，在某種程度上亦代表公司治理良好，或其額外的專業、經驗及多樣化的外界關係(如擔任其他公司董監事職位、現任或曾任會計師或律師事務所或管理諮商公司等專業公司之合夥人、為前任或現任立法院或內閣成員、或商業協會之成員)，都能幫助IPOs公司發射正向訊息給承銷商與新投資人，以提高公司對承銷商與新投資人之議價能力或使其更能精確估計公司真實價值，進而使承銷價被低估之幅度較小。

¹⁶ 根據 2003 年 7 月底台灣證券交易所問卷調查上市公司之結果指出，獨立董監事出席董事會情況，以「每次出席」及「經常出席」者居多，分佔設立獨立董監事上市公司的 70%及 64%，另獨立董監事「經常提供」其專業意見作為公司決策的參考者，亦佔 61% (經濟日報/11 版/證券期貨投資，2003/10/05)。由此可知，目前國內之獨立董監事有確實執行監督公司之責任，並發揮其專業能力監督公司營運。

基於上述，資訊不對稱、獨立董監事與承銷價被低估之間應有所關聯性，本研究乃建立下列假說（採用對立假說）：

H1：強制設立獨立董監事後之IPOs公司的折價幅度，比以前未強制設立獨立董監事之IPOs公司的折價幅度較小。

H2：IPOs公司之獨立董事佔董事會席位比率愈高，其新股折價幅度愈小。

H3：IPOs公司之獨立監察人人數愈多，其新股折價幅度愈小。

Fama and Jensen (1983)、Morck et al. (1988) 與Beasley (1996) 指出董事會功能的強弱與董事會的組成有關，且引進外部董事可以有效提昇公司的監督機制。另外，公司所聘任之外部董事如具有專業背景時，董事更能游刃有餘，執行其職務，降低代理問題。Fama and Jensen (1983) 指出公司董事會之職能分兩種型態：一則為決策管理職能，包含公司長期策略制訂及投資與融資之決定；二則決策控制職能，包含高階管理者之雇用、解聘、決策之監督及薪資獎勵之決定等。Beasley (1996) 認為以決策控制職能較重要，因為它包括董事會需有效地監督財務報表之品質，以及溝通予公司外部使用者。而有會計師實務查帳背景之董事更能有效監督財報品質。其文中亦指出聯邦存款保險機關 (Federal Deposit Insurance Corporation) 要求大保險機構之審計委員會必須有財會實務背景之成員。Cochran et al. (1984) 及Mehran (1995) 亦指出若董事愈有專業素養與經驗，則在監督與決策上會愈有效率且能提升決策品質，對於經營績效會有正面貢獻。Porter and Gendall (1998) 利用問卷調查紐西蘭審計委員會之重要屬性，問卷結果指出其中二項重要屬性為對公司事業之專業背景與審計及會計實務知識（如會計師）。

過去許多實證研究亦指出具有財會實務背景或財會專家之董事，可以幫助提升審計委員會之監督績效。Kalbers and Fogarty (1993) 研究發現在監督財務報表品質上，財會專家扮演著重要角色。Beasley, Carcello, Hermanson and Lapedes (2000) 與Rainsbury (2004) 都發現審計委員會若包含財會實務背景之專家成員，會更積極發揮監督功能，舞弊之財務報導也會因此更少。McDaniel, Martin and Maines (2002) 則指出若董事會擁有財會背景專家，會舉發更多非經常性項目之問題，也更會遵循財務會計準則及符合外部審計人員之要求。Rainsbury (2004) 以紐西蘭公司為對象，指出獨立董事具有財會背景者，更可能成為審計委員會之成員。

許多法令規範亦要求獨立董事必須具有財會背景或經驗，如BRC (Blue Ribbon Committee) (1999) 考慮審計委員會成員中具有財會實務專業背景及專家為一項重要屬性。Sarbanes-Oxley Act (2002) 亦要求由董事所組成用以幫股東監督公司的審計委員會之成員必須包含財會專家。Michigan Business Corporation Act (1989)、NZX (New Zealand Exchange) rules (2003) 及我國

上市（上櫃）審查準則（2003）等法令¹⁷，亦要求獨立董事必須具有財會背景或經驗。而會計師非但為財會專家，更具有實務查帳經驗，應更具有監督公司之能力，或傳遞給投資人之訊號為董事會監督機制應愈好。

Filatotchev and Bishop (2002) 指出 IPOs 公司可能策略性地聘任非執行董事，以彌補執行董事在經驗、專業及與外界關係 (external contacts) 上之不足。另亦指出非執行董事佔董事會比率愈多，憑其經驗、專業及與外界豐富的關係可以使公司對承銷商及新投資人具有更高之議價能力，因而使公司承銷價被低估較不嚴重。在 Filatotchev and Bishop (2002) 文中所指的非執行董事與外界之關係，其中一項即為現任或曾任會計師或律師事務所或管理諮商公司等專業公司之合夥人，主要係因許多會計師與承銷商之關係密切，或其在投資人心中具有監督公司之超然獨立性特質，因而能提高 IPOs 公司與承銷商或新投資人之議價能力。因此，可進一步減低承銷價被低估之幅度。依此觀念認知，獨立董事係由公司向外界聘請，若所聘請之獨立董事具有會計師背景，應可以提高 IPOs 公司與承銷商或新投資人之議價能力，進而使其承銷價被低估情形較不嚴重。

另外，我國證期局規定設立二位獨立董事中至少需有一位是會計或財務專業人才。若此財會專家具有會計師背景，由於其具有豐富的查帳經驗，可能運用其專業知識幫助提升財務報表品質，使得投資大眾及承銷商對於公司營運狀況會有更深層之瞭解，減少資訊不對稱之干擾，因而使得承銷價更能反映出公司真正之價值。

依據上述推論，本研究預期獨立董事具有會計師實務專業背景，應更能降低公司、承銷商與新投資人間之資訊不對稱，或提升 IPOs 公司與承銷商或新投資人之議價能力，因而使新股折價幅度較不嚴重，因此發展下列假說（採用對立假說）：

H4：會計師背景獨立董事佔董事會比率愈高，新股折價幅度愈小。

根據葉銀華與李存修 (2003) 之解說，台灣監察人的職權主要是監督公司業務之執行，並得隨時調查公司業務及財務狀況，查核簿冊文件，並得請求董事會或經理人提出報告。並且，有關內部稽核報告及追蹤報告，應儘速交付公司監察人查閱。綜合而言，監察人主要的功能是監督董事會與經理人，促使其履行對公司應負的忠實與注意義務。而「上市上櫃公司治理實務守則」規定為尊重監察人的職權，審計委員會開會時，宜邀請獨立監察人列席。葉銀華與李存修 (2003) 亦指出在股權結構集中的環境，亦需要有獨立董事與獨立監察人來代表眾多小股東的利益，監督最大股東與高階管理者。另外，在競爭日益激烈的環境中，這些獨立董事，因為其客觀的地位與具備專業知識，可協助公司策略發展與經營方針的擬定及監督；而獨立監察人，則可藉由其專業知識，進

¹⁷ NZX 定義財會專家為具有財務或會計相關學經歷，或會計師協會成員。

行監督公司策略運作。另外，Yeh, Lee and Woidtke (2001) 指出，台灣上市公司普遍存在控制股東，且利用名目投資公司持有公司股權，派任法人代表擔任董事、監察人，增加對公司的控制能力，造成董事會、監察人功能不彰。因此強化董事會、監察人之獨立性與專業性，成為公司治理的重要課題（葉銀華與何幸芳 2003）。

上述文獻說明獨立監察人在監督公司運作上之重要性。以往文獻如Beasley et al. (2000)、Kalbers and Fogarty (1993) 與Rainsbury (2004) 等研究亦發現在監督財務報表品質上，會計師等財會專家扮演著重要角色。執業會計師具備有相當豐富之審計實務經驗且皆為對監督財務報表品質有相當專業知識之財會專家，因此若獨立監察人為執業會計師，可以幫助監督公司提升財務報表品質，以減少IPOs公司與承銷商及新投資人之資訊不對稱問題，使其承銷價更能反映公司真實價值。

另外，我國法令規定至少要有一位獨立監察人，且必須具有財務或會計背景，有些公司任用之獨立監察人是執業會計師，投資大眾與承銷商可能相信會計師會為了保護自己的聲譽而堅守崗位，發揮監理職責（如對財務報表品質之監督），如此一來非但能有效制止代理問題及資訊不對稱問題，亦可能經由提升財務報表品質而提高IPOs公司與承銷商或新投資人之議價能力，減少公司折價幅度。遂發展本研究第五個假說為：

H5：會計師背景之獨立監察人人數愈多，新股折價幅度愈小。

參、研究方法

一、實證模式與變數衡量

為測試獨立董監事及其背景對新股折價幅度之影響，本研究之實證模式如下：

$$\begin{aligned}
 UP_i = & a_0 + a_1 IDD_i + a_2 IDS_i + a_3 IDDCPA_i + a_4 IDSCPA_i + a_5 LNASSET_i \\
 & + a_6 DIRECTOR_i + a_7 MANAGER_i + a_8 LARGEHOLDER_i + a_9 OTHERINST_i \\
 & + a_{10} FOREIGN_i + a_{11} DE_i + a_{12} UWEP_i + a_{13} CPAR_i + a_{14} LB_i + a_{15} LBDOLLAR_i \\
 & + a_{16} EXCHG_i + a_{17} DEP_i + a_{18} RATIO_i + a_{19} BULL_i + a_{20} DISTR_i + a_{21} IPOSIZE_i \\
 & + a_{22} INDU_i + a_{23} FAGE_i + \varepsilon_i
 \end{aligned} \tag{1}$$

模式（1）中各變數的意義分別說明如下：

1. 應變數： UP_i （新股折價幅度）

本研究援用馬黛與胡德中（2003）、Filatotchev and Bishop（2002）及Chemmanur and Paeglis（2005）對於新股折價幅度之計算方式，如下式所示：

$$UP_i = \frac{P_{i1} - P_{i0}}{P_{i0}}$$

其中 P_{i1} ：新股 i 停止漲停板當日的收盤價， P_{i0} ：新股 i 承銷價。

例如，海韻電子在 2002 年 12 月 26 日上櫃時的承銷價 \$38，但掛牌首日收盤價為 \$35.4 跌破承銷價，按照上述公式 P_{i1} 即為 \$35.4， P_{i0} 為 \$38。

2. 自變數

(1) 解釋變數

IDD_i （獨立董事比率）與 IDS_i （獨立監察人人數）

我國上市（上櫃）審查準則規定 IPOs 公司必須設立至少二席獨立董事及一席獨立監察人。本研究預期若 IPOs 公司設立獨立董監事人數愈多，則由於代理問題及資訊不對稱問題降低，或公司治理品質提高，公司與承銷商及新投資人之議價能力提高，會使其承銷價被低估之幅度降低。因此，IPOs 公司獨立董監事人數與其折價幅度呈負相關。由於董事會之運作方式係採合議制，對監督公司重大策略之決定係經由開會決議，各董事皆擁有相同投票權，因此獨立董事對重大策略之影響程度會受到董事會規模所影響，故獨立董事變數衡量方式為 $IDD_i = \text{獨立董事人數} / \text{董事會人數}$ 。另依公司法之規定，監察人職權之行使方式為單獨行使制，各監察人皆能單獨行使監察權，對公司重大業務之監督可以各自進行，行使監察權並不會受到監察人規模之影響，故獨立監察人變數以獨立監察人人數衡量之。

$IDDCPA_i$ （執業會計師背景獨立董事比率）

公司聘雇的獨立董事若具有會計師背景，對公司的營運及相關狀況能更加瞭解（亦即其專業性愈高），並有能力隨時掌握資本市場所需要訊息，減少資訊不對稱之問題，能使承銷價反映出公司的實際價值。本研究透過公開說明書中列示之獨立董監事學經歷背景，以判定其是否具有會計師背景。衡量方式為 $IDDCPA_i = \text{具有會計師背景獨立董事人數} / \text{董事會人數}$ 。預期其與新股折價幅度呈負相關。

$IDSCPA_i$ （執業會計師背景之獨立監察人人數）

若獨立監察人具有會計師身份，會計師為顧及其超然獨立之身份地位，會善盡監理職能，可減少資訊不對稱之問題，進而降低新股折價幅度。衡量方式為獨立監察人背景是執業會計師之人數。預期其與新股折價幅度呈負相關。

(2) 控制變數

$LNASSET_i$ （公司規模）

Logue (1973) 認為公司規模愈大，其體質愈健全，公司與承銷商的談判力也愈強，承銷價被低估的程度相對較小。新上市櫃股票之報酬決定於承銷價

之高低，然而規模愈大的公司，其上市後超額報酬較規模小的公司還來得低，據而推論規模愈大之公司，承銷價被低估之情形愈不嚴重。Chemmanur and Paeglis (2005) 指出IPO承銷價低估與公司規模之關係可能為非線性，本研究援用其衡量方式，以公司資產總額取自然對數值衡量之¹⁸。預期其與折價幅度呈負相關。

$DIRECTOR_i$ (董監事持股比率)、 $MANAGER_i$ (經理人持股比率)、 $LARGEHOLDER_i$ (大股東持股比率)

Leland and Pyle (1977)、Keasey and McGuinness (1992) 及 Filatotchev and Bishop (2002) 認為，新股折價係代表發行公司內部人與原有股東將財富直接移轉給新投資人，為降低新股折價之情況發生，公司內部人可能以公司治理較佳 (如內部人或原股東保留股權) 之方式，發射公司價值很高之訊號給新投資人，以降低資訊不對稱之情況，因此新股之折價幅度會較小。本研究定義公司內部人與原股東包含董監事、經理人及持股5%以上股東等。預期其與折價幅度呈負相關。

$OTHERINST_i$ (其他機構投資人持股比率)、 $FOREIGN_i$ (外國機構投資人持股比率)

Certo et al. (2001) 及 Filatotchev and Bishop (2002) 指出，新股折價係代表發行公司原股東 (如機構投資人) 將財富直接移轉給新投資人，因此，原股東會設法降低新股折價幅度，以免損失財富。本研究定義機構投資人包含其他機構投資人 (包含政府機構、金融機構與其他法人) 及外國機構投資人等。預期其與折價幅度呈負相關。

DE_i (負債比率)

James and Wier (1990) 與林象山等 (1998) 認為發行公司會因舉債而降低事前風險的不確定性，減少承銷價被低估的程度。因此，透過向外舉債時，可以藉由債權人傳遞公司信譽之訊息，以及債權人之監督，可以降低內部股東、投資大眾及公司管理者之代理成本，因此折價幅度會較小。然而負債比率亦可視為公司風險程度之衡量 (馬黛與胡德中 2003)，當公司風險愈大時，投資人往往要求較高的折價以為補償。因此，負債比率與承銷價被低估可能有顯著相關，但過去文獻實證結果兩者相關方向卻不一致。負債比率的衡量方式為總負債/資產總額。

$UWEP_i$ (承銷商商譽)

Nueberger and La Chapelle (1983) 及林象山 (1995) 認為當承銷商的信譽較佳，其所承銷的IPOs公司折價幅度比較小。此變數的衡量方式係參考

¹⁸ Chemmanur and Paeglis (2005) 對此變數之原始衡量方式有三項：資產總額取對數值、資產總額及資產總額取平方值。然而，本研究測試結果，資產總額、資產總額取平方值與IPOs發行規模具有高度共線性問題，因此，本研究僅保留資產總額取對數值。

Chemmanur and Paeglis (2005) 之方法，以 1 加承銷商市佔率後取對數值衡量之。承銷商市佔率之衡量方式為樣本期間某個承銷商之總承銷金額除以樣本期間總 IPOs 發行金額。預期其與折價幅度呈負相關。

$CPAR_i$ (會計師商譽)

Beatty (1989) 與 Menon and Williams (1991) 認為公司會透過審計人員的選擇來暗示公司的價值，因此所選擇的會計師聲譽愈佳，則表示公司的價值愈高，且聲譽佳的會計師進行簽證，同時也在傳遞企業不確性風險較小。此變數之衡量方式為虛擬變數，如是四大會計師事務所簽證者為 1，否則為 0¹⁹。預期其與折價幅度呈負相關。

LB_i (銀行貸款)、 $LBDOLLAR_i$ (銀行貸款總金額)

林象山等 (1998) 研究指出如果公司有向銀行貸款，則銀行為了確保如期回收，會扮演監督該公司經營者的角色，因而減少代理問題，因此此變數與折價幅度應呈負相關。其衡量方式有二：一為虛擬變數，有銀行貸款者為 1，否則為 0。二為有銀行貸款者，其貸款總金額。

$EXCHG_i$ (上市或上櫃公司)

金成隆等 (2003) 指出上櫃公司資訊不對稱會較上市公司嚴重。其衡量方式為虛擬變數，上櫃公司為 1，上市公司為 0。預期其與折價幅度呈正相關。

DEP_i (折舊佔銷貨收入比率)

金成隆等 (2003) 利用折舊佔銷貨收入比率作為未入帳無形資產的代理變數，認為折舊佔銷貨收入比率愈大，表示未入帳無形資產愈少，因此折價幅度較小。衡量方式參考金成隆等 (2003) 之作法，為 IPOs 上市或上櫃前兩年與當年共三年之平均折舊除以平均銷貨收入淨額，其與折價幅度應呈負相關。

$RATIO_i$ (中籤率)

Lin and Fok (1997) 認為當投資大眾看好公司未來上漲的前景時，中籤率愈低，應與折價幅度呈負相關。

$BULL_i$ (市場行情)

Lin and Fok (1997) 及金成隆等 (2003) 皆指出市場行情處於空頭時，新上市櫃公司受到大盤影響，資本市場不活絡，造成折價幅度較小。為配合折價期間個股報酬率之計算方式，本研究將市場行情變數以 IPOs 公司上市櫃至停止漲停日期間之報酬率衡量之。亦即

$$BULL_i = \frac{I_{i1} - I_{i0}}{I_{i0}}$$

¹⁹ 國內原先有五大會計師事務所，2002 年時勤業和眾信會計師事務所合併，和資誠、安侯建業、致遠合稱四大會計師事務所。

其中 I_{i1} ：新股 i 停止漲停板當日的大盤收盤指數， I_{i0} ：新股 i 上市櫃前一日的大盤收盤指數。

$DISTR_i$ (配售方式)

在本研究期間之IPOs公司配售方式可採用一部份競價拍賣 (auction)，一部份公開抽籤 (fixed price)，亦可全部採公開抽籤方式。Benveniste and Wilhelm (1990) 指出公開競標過程，承銷商會釋放所蒐集的訂價資訊給投資人。馬黛與胡德中 (2003) 實證發現有競價拍賣之IPOs公司折價較僅公開申購之IPOs公司折價低。徐燕山與徐政義 (2004) 發現競價拍賣的標單平均價格與上市後之初期報酬具有顯著正向關係。因此，本研究預期部分採競價拍賣方式比全部採公開抽籤方式之折價幅度會較小。此變數之衡量方式為虛擬變數，一部份競價拍賣，一部份公開抽籤者為1；全部採公開抽籤者為0。

$IPOSIZE_i$ (IPOs發行規模)

Baron and Holmstrom (1980) 指出承銷商為減少成本損失，會有壓低承銷價之傾向。馬黛與胡德中 (2003) 指出當IPOs發行規模愈大時，承銷商所承受之壓力也愈大，為了降低其風險，承銷商傾向於壓低承銷價，則其折價會愈大。因此，本研究以IPOs公司籌集資金總金額衡量之，並預期IPOs發行規模與折價幅度呈正相關。

$INDU_i$ (產業)

不同產業之發行公司其股價表現會有所不同。馬黛與胡德中 (2003) 指出一般而言，台灣電子產業較受到市場投資人青睞，因此，當發行公司為電子產業，IPOs折價會較大。本研究以虛擬變數衡量產業因素，若產業為電子業為1，非電子業為0。

$FAGE_i$ (公司年齡)

以往以許多探討IPOs折價之文獻都將公司年齡當作控制變數 (Certo et al. 2001; Filatotchev and Bishop 2002)。公司年齡被視為控制變數主要係因過去文獻發現設立較久之公司，在IPO前後之財務績效皆比設立年數較短之公司好 (Ritter 1998)。因此，公司年齡對IPO承銷價訂立會有影響 (Certo et al. 2001)。

二、樣本選取與資料來源

1. 研究對象及期間

證期會於2002年2月19日修正公布「上市(櫃)審查準則」，規定自2002年2月22日初次申請上市或自2002年2月25日初次申請上櫃之公司至少需有二位獨立董事及一位獨立監察人。因此，本研究以2002年2月22日至2003年12月31日期間申請上市櫃且受此法令規範之IPOs公司共126家為研究樣本，並取法令規範前2000年始之IPOs公司為對照樣本進行分析。

2. 樣本篩選過程

本文研究樣本及對照樣本之篩選過程為：1. 公營事業民營化之新上市櫃公司，其配售股權情形受外在因素影響甚多，故排除於研究樣本之外；2. 樣本必須可在台灣經濟新報資料庫及其他資料來源蒐集到完整資料；3. 考慮公司資訊在市場上揭露之程度，必須符合為「初次在公開市場上發行之股票」，因此刪除由上櫃轉上市之公司；4. 在強制設立獨立董監事前有些公司為強化公司治理已自願設立獨立董監事者，亦排除於對照樣本之外；5. 部分公司於2002/2/22強制法令規範前即已申請上市櫃，故不強制設立獨立董監事，但其正式上市櫃係在2002/2/22之後，為避免干擾研究結果，故予以排除。

基於前述選取過程，總共蒐集 2000 年至 2003 年底已上市（櫃）公司共 405 家樣本資料進行研究²⁰²¹。年度別樣本分配是以成功掛牌上市櫃年度為區分點。年度別及產業別分配樣本表列示如表一及表二。

表一 年度別樣本分配表

年度別	2000	2001	2002	2003	全體樣本
樣本家數	83	95	130	97	405
樣本比例	21%	23%	32%	24%	1

表二 產業別樣本分配表

產業別	產業代碼	樣本量	樣本比例	強制前	強制後
食品	42	1	0.3%	1	0
紡織纖維	14(44)	5	1.2%	4	1
電機機械	15(45)	11	2.7%	8	3
電器電纜	(46)	1	0.3%	1	0
化工生技醫療	17(41,43,47,51,65)	27	6.7%	19	8
鋼鐵	(50)	4	1%	4	0
橡膠	21(51)	4	1%	4	0
電子	23,24,30(32,49,52,54,61,62,66,80)	309	76.3%	205	104
營造建材	25(55)	10	2.5%	9	1
運輸	(56)	2	0.5%	2	0
觀光	(57)	1	0.3%	1	0
百貨貿易	(59)	2	0.5%	1	1
其他	99(89)	28	6.9%	20	8
全體樣本		405	1	279	126

產業代碼欄位中括號外（內）之數字代表上市（櫃）產業別代碼。樣本比例欄位中之比例係以樣本量欄位之數字除以全體樣本數（405 家）。強制前及強制後欄位分別代表法令規定強制設置獨立董監事前與後之樣本量，其中強制前共 279 家，強制後共 126 家。

²⁰ 原始樣本共 473 家，排除公營事業民營化 2 家，自願設立獨立董監事 18 家，強制前即已申請但強制後才上市櫃 41 家，資料不全 7 家，最後樣本為 405 家。其中強制前樣本為 279 家，強制後樣本為 126 家。

²¹ 由於本研究著眼於強制設立獨立董監事法規執行成效，故強制前樣本期間之樣本僅包含沒有設立獨立董監事者（不包含自願設立獨立董監事者），以排除自願設立獨立董監事樣本對研究結果產生之干擾；然而，在強制後法令規定必須設立獨立董監事之樣本中，卻又有可能發生有些公司縱使在沒有法令強制規定下，亦可能自願設立獨立董監事，這些公司在現狀下並無法從樣本中區分開來，此為本研究之限制。

3. 資料來源

本研究變數中，獨立董監事、會計師背景獨立董事佔董事會比率、會計師背景之獨立監察人人數、內部人持股比率、銀行借款、產業及公司年齡是從個別公司的「公開說明書」與「台灣經濟新報資料庫」中抄錄、統計並加以整理；上市櫃的承銷價、承銷商市佔率、中籤率、配售方式與發行規模等資料是取自中華民國證券商業同業公會的「承銷資料報表」；公司規模、折舊費用、銷貨收入、簽證會計師、個股收盤價、負債比率、市場加權指數等資料是取自「台灣經濟新報資料庫」再彙集而成。

肆、實證結果與分析

一、平均數差異性檢定

藉由獨立樣本 t 檢定與 Mann-Whitney 無母數檢定對樣本公司的平均數進行檢測，比較強制設置獨立董監事公司的折價幅度及未設置獨立董監事公司的折價幅度是否有顯著差異。由表三得知，強制前平均折價幅度為 0.3716，強制後平均折價幅度為 0.0754，平均數差異性檢定結果顯示強制後折價幅度顯著小於強制前 ($t=8.488$, $p<0.01$; $z=6.329$, $p<0.01$)，支持 H1。此結果表示強制設立獨立董監事後的 IPOs 公司折價幅度顯著低於強制前 IPOs 公司之折價幅度。然而，此結果可能非來自於 IPOs 公司強制設立獨立董監事之影響，故文後將再以迴歸予以測試。

表三 強制設立獨立董監事前後新股折價幅度平均數差異性檢定

折價幅度	強制前樣本 平均數	強制後樣本 平均數	強制前樣本 vs. 強制後樣本差異檢定			
			獨立樣本 t 檢定		Mann-Whitney 檢定	
			t 值	p 值	z 值	p 值
UP	0.3716	0.0754	8.488	0.000***	6.329	0.000***

UP 為折價幅度，其計算方式為： $UP=(P_1-P_0)/P_0$ ，其中 P_1 為新股停止漲停板當日的收盤價， P_0 為新股承銷價。強制前樣本數為 279 個，強制後樣本數為 126 個，強制前後樣本的劃分點為 2002 年 2 月法規以後申請上市櫃者為強制後樣本，否則為強制前樣本；***、**及*分別代表 p 值小於 0.01、0.05 及 0.1 (雙尾檢定)。

二、強制設置獨立董監事及其背景對承銷價低估之影響

1. 敘述性統計

表四列示出迴歸式 (1) 樣本公司各變數的敘述性統計。折價幅度 (UP)，在強制前平均數為 0.3716，中位數為 0.1857，強制後平均數 0.0754，中位數為 0.0043，顯示強制前後之樣本分配皆為右偏，表示有少數樣本折價幅度較大。強制後獨立董事佔董事會比率 (IDD) 平均數為 0.3145，獨立監察人人數 (IDS) 平均為 1.1746，顯示受強制規範之 IPOs 公司獨立董監事之規模皆不大；另外，會計師背景獨立董事佔董事會比率 (IDDCPA) 為 0.0317，亦不太大，而會計

師背景之獨立監察人人數 (IDSCPA) 之平均數為 0.1667，表示樣本中獨立監察人為執業會計師者並不多。公司規模 (LNASSET)、內部人 (董監事、經理人、大股東) 持股比及機構投資人 (外國機構投資人、其他機構投資人) 持股比，在強制前後平均數皆大於中位數，顯示樣本皆為右偏。負債比率 (DE)，在強制前平均數為 0.3900，強制後平均數為 0.3520，顯示對照公司平均舉債比率較樣本公司顯著為高。承銷商商譽 (UWEP) 在強制前平均數為 0.0118，強制後平均數為 0.0157，顯示強制後樣本公司愈偏向由承銷商商譽佳者承銷，但兩者未達顯著差異。會計師商譽 (CPAR) 為虛擬變數，強制前平均數為 0.7742，強制後平均數為 0.8889，代表新上市櫃公司為傳遞公司高品質之訊息，會偏向由四大會計師事務所簽證，而且強制後樣本公司比強制前對照公司更偏向由商譽較佳的會計師簽證。

銀行借款 (LB)，在強制前平均數為 0.6559，強制後平均數為 0.5，顯示強制後樣本公司有向銀行融資者比強制前對照公司相對較少。折舊費用佔銷貨比 (DEP)，在強制前平均數為 0.0434，中位數為 0.0204，強制後平均數為 0.0384，中位數為 0.0182，代表樣本分配都呈現右偏。上市或上櫃公司 (EXCHG) 為虛擬變數，在強制前後平均數各為 0.6953 及 0.7302，代表樣本中大多數為上櫃公司。中籤率 (RATIO)，在強制前平均數為 0.2218，中位數為 0.0292，強制後平均數為 0.3752，中位數為 0.0971，代表有些公司的中籤率極大，且強制後顯著高於強制前。強制前後市場行情 (BULL) 平均數由 -0.0008 變成 -0.0041，顯示強制前後之市場行情變化未有顯著差異。配售方式 (DISTR) 強制前後之中位數皆為 0，顯示大部分 IPOs 公司皆僅利用公開申購方式發行。IPOs 發行規模 (IPOSIZE) 強制前平均數為 815.976，強制後為 230.222，顯示強制前之發行規模較強制後大，但未達顯著水準。

2. 相關性分析

表五為迴歸式中各變數之相關分析。由表中可清楚知道折價幅度與獨立董事比率 (IDD) 及獨立監察人人數 (IDS) 皆呈顯著負相關 ($p < 0.01$)，顯示公司有設立獨立董監事，其折價幅度較小。另外，會計師背景獨立董事比率 (IDDCPA) 與折價幅度為顯著負相關 ($p < 0.05$)，顯示會計師背景獨立董事比率愈高，新上市櫃公司折價幅度愈低。會計師背景之獨立監察人人數 (IDSCPA) 與折價幅度亦呈顯著負相關 ($p < 0.05$)，說明會計師背景獨立監察人人數愈多，新股上市之折價幅度較低。然而，上述結果仍需進一步以迴歸在控制其他變數下進行分析。在控制變數方面，折價幅度與公司規模、內部人及機構投資人持股比率之相關性皆未達顯著水準。折價幅度與負債比率呈顯著正相關 ($p < 0.05$)，顯示公司負債比率愈大，折價幅度愈大，與 Rock (1986) 及馬黛與胡德中 (2003) 之結果一致。銀行貸款與折價幅度呈顯著正相關 ($p < 0.05$)，說明有向銀行舉債之公司，其折價幅度較大，與林象山等 (1998) 之結果一致。中籤率與折價幅度呈顯著負相關 ($p < 0.01$)，說明中籤率愈高，公司折價幅度

愈小，與 Lin and Fok (1997)、馬黛與胡德中 (2003) 及金成隆等 (2003) 之結果一致。自變數間相關性對於後續迴歸分析是否產生共線性 (multicollinearity)，將採用變異數膨脹因素 (variance inflation factors，以下簡稱 VIF) 進行檢測共線性問題。

3. 多元迴歸分析

(1) 檢視 H2 及 H3

表六列示迴歸式 (1) 實證結果。由於迴歸式中之獨立董事比率與獨立監察人人數之 VIF 值為 5.888 與 6.041，雖然文獻指出 VIF 小於 10 仍是可接受之共線性不嚴重之範圍 (Kleibaud, Kupper and Muller 1988)，但本研究結果仍考量其 VIF 較高，故分別呈現此兩個變數合在一起及分開執行之迴歸結果；兩個變數分開後之迴歸分析的 VIF 均小於 3，代表迴歸式共線性問題並不嚴重。因此，表六之迴歸結果分為三部分：一為迴歸式放入獨立董事比率及獨立監察人人數之結果，二為迴歸式放入獨立董事比率之結果，三為迴歸式放入獨立監察人人數之結果。

在單獨放入獨立董事比率之迴歸結果中，獨立董事比率 (IDD) 的迴歸係數為 -0.6812， $p < 0.001$ ，達相當顯著水準，顯示獨立董事佔董事會比率與折價幅度呈顯著負相關，表示當 IPOs 公司之獨立董事在董事會中規模愈大，則其折價幅度較低，支持 H2。就經濟意涵而言，此結果顯示在董事會人數同為 9 人之公司，若公司聘任之獨立董事為 1 人，其折價幅度會較沒有聘獨立董事之公司低約 7.57%。另外，在單獨放入獨立監察人人數之迴歸結果中，獨立監察人人數 (IDS) 的迴歸係數為 -0.1718， $p < 0.001$ ，亦達相當顯著水準，顯示獨立監察人人數與折價幅度呈顯著負相關，表示當 IPOs 公司之獨立監察人愈多，則其折價幅度較低，支持 H3。就經濟意涵而言，此結果顯示當公司聘任一位獨立監察人，其折價幅度會比沒有聘獨立監察人之公司低約 17.18%。然而，在放入獨立董事比率及獨立監察人人數之迴歸結果中，獨立董事比率 (IDD) 的迴歸係數為 -0.4691， $p < 0.01$ ，達統計顯著水準，而獨立監察人人數 (IDS) 的迴歸係數為 -0.0645， $p > 0.1$ ，未達統計顯著水準。就經濟意涵而言，表示在董事會人數同為 9 人之公司，若公司聘任之獨立董事為 1 人，其折價幅度會較沒有聘獨立董事之公司低約 5.21%；而獨立監察人則與新股折價幅度無顯著關係。

表四 強制設置獨立董監事前後與承銷價低估之敘述統計量

變數	強制前樣本(n=279)			強制後樣本(n=26)		
	平均值	標準差	中位數	最大值	最小值	平均數
UP	0.3716***	0.5145	0.1857	2.47	-0.25	0.0754
IDDD	0***	0	0	0	0	0.3145
IDS	0***	0	0	0	0	1.1746
IDDCPA	0***	0	0	0	0	0.0317
IDSCPA	0***	0	0	0	0	0.1667
LNASSET	14.1994**	0.9846	13.9865	19.99	12.49	31.9286
DIRECTOR	39.2176	16.8907	37.5	97.18	0.68	38.1519
LARGEHOL	37.1204	20.306	34.71	97.18	0	37.8576
MANAGER	12.0982	11.3402	8.25	61.2	0	11.7672
OTHERINST	28.4836	21.4529	24.57	98.71	0	27.9609
FOREIGN	3.8694*	8.8544	0.12	63.69	0	5.9023
DE	0.3900**	0.1522	0.3896	0.7901	0.0505	0.3520
UWEP	0.0118	0.0148	0.0101	0.2043	0.00002	0.0157
CPAR	0.7742***	0.4189	1	1	0	0.8889
LB	0.6559***	0.4759	1	1	0	0.5000
LBOLLAR	439.965	2,250,158	42,000	26,660,016	0	857,593
DEP	0.0434	0.0627	0.0204	0.4558	0.0005	0.0384
EXCHG	0.6943	0.4611	1	1	0	0.7302
RATIO	0.2218***	0.3618	0.0292	1	0.0019	0.3752
BULL	-0.0008	0.0597	-0.0059	0.2522	-0.2733	-0.0041
DISTR	0.0502**	0.2187	0	1	0	0.0079
IPOSIZE	815.976	9168.58	139.32	153,182.33	19.5	230.222
INDU	0.7312**	0.4441	1	1	0	0.8254
FACE	14.4659	8.554	13	44	2	14.1746

UP為新股折價幅度，其計算方式為：UP=(P₁-P₀)/P₀，其中P₁為新股上市後首日收盤價，P₀為新股發行價。IDD為獨立董事佔董事會比率，IDS為獨立監察人佔董事會比率，IDDCPA為會計師背景獨立董事佔董事會比率，IDSCPA為獨立監察人背景是執業會計師之比率，LNASSET為公司規模，衡量方式為公司資產總額取對數值，DIRECTOR為董事會成員平均年齡，MANAGER為經理人持股份比，LARGEHOLDER為持股份比，OTHERINST為其他機構投資人持股份比，FOREIGN為外國機構投資人持股份比，DE為負債比率，衡量方式為總負債資產總額，UWEP為承銷商商譽，以研究期間承銷商市佔率加1後取對數值衡量之，CPAR為會計師商譽，以虛擬變數衡量，如是四大會計師事務所簽發者為1，否則為0，LB為銀行貸款，衡量方式為總負債資產總額，衡量方式為銀行貸款金額，DEP為折舊佔銷貨收入比率，衡量方式為折舊銷貨收入淨額，EXCHG為上市或上櫃公司，以虛擬變數衡量，上櫃公司為1，上市公司為0，RATIO為中籤率，BULL為市場行情，衡量方式為IPOs公司折價期間之大強弱調率，DISTR為配售方式，衡量方式為虛擬變數，一部份公開抽籤者為1，全部公開抽籤者為0，IPOSEIZE為發行規模，以百萬元為單位，INDU為IPOs公司所屬產業，屬於電子產業者為1，屬於其他產業者為0，FACE為公司成立年數，強制前樣本數為279個，強後樣本數為126個，涵蓋期間範圍為2000年-2003年，強前與強後變數差異檢定方法，若為屬量變數使用t檢定，若為屬質變數使用Mann-Whitney檢定，* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01, H₀: 各變數強制前後樣本平均數=各變數強制前樣本平均數。

表五 強制設置獨立董監事及其背景與承銷價被低估之相關性分析

	UP	IDD	IDS	IDDCPA	IDSCPA	LNASSET	DIRECTOR	MANAGER	LARGEHOLDER
UP									
IDD	-.293***								
IDS	-.28***	.904***							
IDDCPA	-.123**	.372***	.39***						
IDSCPA	-.122**	.323***	.389***	.208***					
LNASSET	.0002	-.172***	-.144***	-.07	-.034				
DIRECTOR	.018	-.036	-.032	-.04	-.068	.188***			
MANAGER	.071	.029	.002	.054	.001	-.261***	.108**		
LARGEHOLDER	-.043	.035	.009	-.032	-.063	.095	.681***	.18***	
OTHERINST	-.059	-.024	-.03	-.106**	-.064	.408***	.321***	-.439***	.347***
FOREIGN	-.058	.121**	.11**	.041	-.04	.068	.078	-.106	.061
DE	.12**	-.123**	-.108**	-.054	-.02	.328***	.067	.046	.107**
UWEP	-.07	.091	.067	-.036	-.038	.124**	.187***	-.057	.219***
CPAR	-.013	.126**	.14***	-.033	.057	.039	.049	-.022	.066
LB	.102**	-.159***	-.136***	-.028	-.063	.21***	-.027	-.04	-.01
LBDOLLAR	-.065	-.087	-.083	-.037	-.035	.463***	.05	-.131***	.043
DEP	-.039	-.037	-.027	-.034	-.069	.349***	.099	-.175***	-.014
EXCHG	-.089	.063	.038	-.035	-.045	-.445***	-.049	.134***	-.027
RATIO	-.311***	.166***	.159***	.055	.147***	.06	-.035	-.009	.07
BULL	.001	-.033	-.032	-.012	-.012	-.041	-.017	-.043	.015
DISTR	.042	-.096	-.104**	-.05	-.046	.161***	.055	-.029	.019
IPOSIZE	-.032	-.037	-.036	-.016	-.013	.327***	.174***	-.056	.155***
INDU	.045	.097	.093	.021	.053	.06	-.044	.026	-.146***
FAGE	-.012	-.022	-.009	.024	.051	-.094	-.004	.092	.117**

由上述實證結果可知，公司聘任獨立董事比率與其新股折價幅度呈顯著負向關係。此結果之原因可能有三：一為獨立董事有發揮其監督效果，因而使承銷價被低估情形較不嚴重；二為雖然獨立董事對承銷價之訂立並無監督效果，但可能透過其專業、經驗及與外界之關係（如擔任其他公司董事職務、為會計師或律師事務所等專業公司之合夥人、或為民意代表或內閣或商業協會之成員），而提高發行公司與新投資人或承銷商之議價能力，因而使公司承銷價被低估情形較不嚴重；三為對投資人而言，獨立董事愈多之新上市櫃公司，在某種程度上可能亦代表著其公司治理品質愈好，此類公司愈能受到投資人之信任，認為公司應能確實傳遞其真實價值之訊息給投資人，因此其資訊不對稱較低，承銷價之訂立亦較能反映公司真實價值，故其承銷價被低估情形較不嚴重。依據 Welch (1989) 提出因資訊不對稱問題，造成投資大眾無法正確評估公司真實價值，公司乃利用訊號發射，亦即「折價」發行方式以吸引大眾投資。當公司設置獨立董事時，能改善資訊不對稱之情形，使得公司較不需依賴折價發行吸引大眾青睞。因此，有聘任獨立董事之公司，其折價幅度會較沒有聘任獨立董事之公司為低。

表五 強制設置獨立董監事及其背景與承銷價被低估之相關性分析 (續)

	OTHERNS	FOREI	DE	UWEP	CPAR	LB	LBDOLL	DEP	EXCHG	RATI	BULL	DISTR	IPOSIZE	IND	PAGE
UP															
IDD															
IDS															
IDDCPA															
IDSCPA															
LNASSET															
DIRECTOR															
MANAGER															
LARGEHOLDE															
OTHERINST															
FOREIGN	-0.055														
DE	-0.003	-0.069													
UWEP	.156***	.017	-0.065												
CPAR	.093	.148***	-0.077	.006											
LB	-0.04	-0.05	.318**	-0.052	-0.08										
LBDOLLAR	.214***	.044	.154**	-0.029	-0.075	.841***									
DEP	.19***	.036	-0.083	.111**	-0.037	.288***	.32***								
EXCHG	-.199***	-.156***	.016	-.115**	-.147**	-.086	-.143***	-.045							
RATIO	-0.036	-0.008	.05	.022	-0.033	-0.009	.065	.072	.012						
BULL	-0.016	-0.003	-0.008	-0.013	.048	.057	-0.005	.019	-0.042	-0.032					
DISTR	.074	-0.064	-0.012	.084	.062	-0.003	.015	.061	-.189***	-.085	-.065				
IPOSIZE	.172***	-0.019	-0.035	.448***	.096	-0.054	-0.005	.131***	-.445***	.09	-.002	.216***			
INDU	.136***	.245***	-0.103*	-0.018	.229***	-.084	-0.042	-.064	-.057	-.223**	-0.015	.049	.217***		
PAGE	-.203***	-0.003	.141**	-0.062	-.207**	.092	-.138***	-.159**	.055	.02	-.026	-.088	-.059	-.286*	

本表之變數定義與轉學考表四之變數說明。表中量化資料使用 Pearson 相關係數分析；質性資料使用 Spearman 等級相關係數分析。***及**分別代表 p 值小於 0.01、0.05。

然而，公司聘任獨立監察人是否與其新股折價幅度有關係，實證結果並不確定。在同時放入獨立董事比率及獨立監察人人數之迴歸結果中，獨立監察人人數與新股折價並無顯著關係，而在單獨放入獨立監察人之迴歸結果中，獨立監察人人數則與新股折價呈顯著負向關係。此結果顯示同時放入獨立董監事等兩個變數的迴歸結果，可能因獨立董事比率與獨立監察人人數之高度共線性問題而導致估計係數顯著性被低估。然而，由於在本研究中，凡是有設立獨立董事之公司亦必定有設立獨立監察人（請參考註 1 說明），反之亦然；因此，在本研究現有資料下，對獨立監察人與新股折價之關係並沒有確切的結論。此一問題需留待未來研究再進一步探討。

(2) 檢視 H4 及 H5

另由表六可知會計師背景獨立董事比率（IDDCPA）在三個迴歸結果的迴歸係數分別為-0.3354、-0.3859、-0.3886， $p>0.1$ ，皆未達顯著水準，顯示其與折價幅度未呈顯著相關，未能支持H4。此結果與過去文獻如Filatotchev and Bishop（2002）指出IPOs公司可能策略性地聘任具有相當實務經驗與專業能力之非執行董事，以便能在與承銷商及新投資人議價時貢獻其專業能力之認知不一致。這似乎意謂著具有會計師背景之獨立董事，並沒有比其他背景之獨立董事，在與承銷商議價作出更大的貢獻；而會計師背景之獨立董事與其他背景之獨立董事，在投資人心中也無感覺有所差異。因此，會計師背景之獨立董事與新股折價幅度並無顯著關係。

我國監察人制度功能成效不佳，主因是以往監察人與董事間具有密切關係，導致監察人未善盡其責，發揮其監督的職責，但如今已要求申請上市櫃公司至少要有一位獨立監察人且其中至少一位必須具備財會背景。根據以往文獻 Fama and Jensen（1983）中提及董事名聲能有效降低代理問題與資訊不對稱，H5 係針對獨立監察人背景是執業會計師是否與新股折價幅度有關聯進行測試，會計師行業為一重視聲譽之行業，獨立監察人若為會計師，則會計師為維護自我聲譽應會嚴格監督公司及承銷價之訂定²²。表六之實證結果顯示執業會計師背景之獨立監察人人數（WDCPA）的迴歸係數分別為-0.0305、-0.0477、-0.0206， $p>0.1$ ，皆未達顯著水準，並未支持 H5。此結果顯示公司聘用執業會計師擔任獨立監察人，與其承銷價被低估之情況並無顯著關聯。此原因可能係樣本中之獨立監察人大部分皆為執業會計師或財務及會計相關領域之學者，執業會計師雖然較具有審計實務經驗，然而，相較之下，財會學者在財會、產業及財經法律上之知識並未比執業會計師差，因而在監督承銷價訂立或受投資人信任上，執業會計師並未較好。

²² 本文僅針對獨立董監事背景是會計師進行探討，而未針對獨立董監事背景是學者進行探討，係因執業會計師具備查核及輔導公司上市櫃等實務經驗，因此對於公司的資訊是否可靠及應對那些方面更加關切注意等，更具完整先備知識，故本文只針對執業會計師進行研究。

(3) 檢視控制變數

由表六可知公司規模 (LNASSET) 與折價幅度 (UP) 之關係未達統計顯著相關水準，表示公司規模與折價幅度並無顯著相關。在內部人持股比率方面，董監事持股比率 (DIRECTOR)、經理人持股比率 (MANAGER) 及大股東持股比率 (LARGEHOLDER) 等皆與折價幅度未達顯著相關。在機構投資人持股比率方面，其他機構投資人持股比率 (OTHERINST) 及外國機構投資人持股比率 (FOREIGN) 等皆與折價幅度未達顯著相關。

負債比率 (DE) 與折價幅度呈相當顯著正相關 ($p < 0.01$)，與 Rock (1986) 及馬黛與胡德中 (2003) 之研究結果一致，表示當公司財務風險愈高，投資人往往要求較高的折價以為補償，因此其折價幅度愈大。承銷商商譽 (UWEP) 與折價幅度呈顯著負相關 ($p < 0.1$)，與 Nueberger and La Chapelle (1983) 及林象山 (1995) 之實證結果一致，顯示當承銷商的信譽較佳，其所承銷的 IPOs 公司折價幅度會較小。會計師商譽 (CPAR)、銀行貸款 (LB)、與折舊費用佔銷貨收入比例 (DEP) 皆與折價幅度未達顯著相關。銀行貸款金額 (LBDOLLAR) 與折價幅度呈顯著負相關 ($p < 0.05$)，此結果與林象山等 (1998) 之研究結果一致，顯示當公司向銀行貸款金額愈高，則銀行會較重視此項貸款，為了確保如期回收，銀行會較積極扮演監督該公司經營者的角色，因而減少代理問題，進而能降低折價幅度。上市或上櫃虛擬變數 (EXCHG) 與折價幅度呈顯著負相關 ($p < 0.05$)，與預期方向相反，顯示樣本期間上市折價幅度較上櫃為大，與金成隆等 (2003) 之實證結果相反，有待進一步驗證。中籤率 (RATIO) 與折價幅度呈顯著負相關 ($p < 0.01$)，與 Lin and Fok (1997)、馬黛與胡德中 (2003) 及金成隆等 (2003) 之結果一致，表示當市場投資人熱烈參與抽籤，則中籤率愈低，且由於投資人熱烈參與抽籤，使得新股上市後漲幅較大，則其折價幅度會變大。

市場行情 (BULL) 與折價幅度呈顯著正相關 ($p < 0.05$)，與 Lin and Fok (1997) 及金成隆等 (2003) 之結果皆一致，表示投資人在市場行情好時對於 IPOs 公司較樂觀，在市場行情差時則較悲觀，因此在市場行情好時，投資人在看好 IPOs 公司後市下願意購買而使其漲幅較大，因而使折價幅度加大。配售方式 (DISTR) 及 IPOs 發行規模 (IPOSIZE) 並未與折價幅度呈顯著負相關。產業虛擬變數 (INDU) 與折價幅度則呈顯著正相關 ($p < 0.05$)，顯示台灣投資人對於電子產業確實有較偏好的傾向，因此對屬於電子業之 IPOs 公司較踴躍購買，使得其蜜月期較長，因此折價幅度也較大，此結果與馬黛與胡德中 (2003) 之實證結果一致。公司設立年數 (FAGE) 與折價幅度無顯著相關。

表六 強制設置獨立董監事及其背景對承銷價被低估之迴歸分析 (n=405)

$$\begin{aligned}
 UP_i = & a_0 + a_1 IDD_i + a_2 IDS_i + a_3 IDDCPA_i + a_4 IDSCPA_i + a_5 LNASSET_i \\
 & + a_6 DIRECTOR_i + a_7 MANAGER_i + a_8 LARGEHOLDER_i + a_9 OTHERINST_i \\
 & + a_{10} FOREIGN_i + a_{11} DE_i + a_{12} UWEP_i + a_{13} CPAR_i + a_{14} LB_i + a_{15} LBDOLLAR_i \\
 & + a_{16} EXCHG_i + a_{17} DEP_i + a_{18} RATIO_i + a_{19} BULL_i + a_{20} DISTR_i + a_{21} IPOSIZE_i \\
 & + a_{22} INDU_i + a_{23} FAGE_i + \varepsilon_i
 \end{aligned}$$

變數名稱	預期符號	獨立董監事		獨立董事比率		獨立監察人人數	
		迴歸係數	p 值	迴歸係數	p 值	迴歸係數	p 值
Constant		1.0161	0.023**	1.0181	0.023**	0.9779	0.029**
IDD	—	-0.4691	0.006***	-0.6812	0.000***		
IDS	—	-0.0645	0.116			-0.1718	0.000***
IDDCPA	—	-0.3354	0.310	-0.3859	0.249	-0.3886	0.243
IDSCPA	—	-0.0305	0.488	-0.0477	0.269	-0.0206	0.659
LNASSET	—	-0.0526	0.118	-0.0527	0.117	-0.0497	0.139
DIRECTOR	—	0.0006	0.709	0.0005	0.746	0.0008	0.615
MANAGER	—	0.0001	0.949	0.0002	0.916	-5.10E-05	0.982
LARGEHOLDER	—	0.0003	0.868	0.0003	0.838	0.0001	0.941
OTHERINST	—	-0.0018	0.169	-0.0018	0.173	-0.0020	0.147
FOREIGN	—	-0.0017	0.294	-0.0017	0.292	-0.0019	0.254
DE	?	0.4768	0.009***	0.4780	0.009***	0.4758	0.009***
UWEP	—	-0.9234	0.066*	-0.9204	0.061*	-1.0318	0.054*
CPAR	—	0.0541	0.297	0.0505	0.327	0.0562	0.279
LB	—	0.0256	0.581	0.0230	0.619	0.0325	0.482
LBDOLLAR	—	-1.49E-08	0.038**	-1.48E-08	0.039**	-1.50E-08	0.037**
EXCHG	+	-0.1569	0.012**	-0.1563	0.012**	-0.1603	0.010**
DEP	—	0.0832	0.832	0.0819	0.834	0.0738	0.852
RATIO	—	-0.2917	0.000***	-0.2915	0.000***	-0.2981	0.000***
BULL	+	1.1115	0.038**	1.1118	0.038**	1.1179	0.037**
DISTR	—	0.0383	0.814	0.0421	0.796	0.0347	0.830
IPOSIZE	+	1.34E-06	0.410	1.32E-06	0.414	1.51E-06	0.354
INDU	+	0.1118	0.016**	0.1137	0.014**	0.1053	0.020**
FAGE	—	-0.0012	0.648	-0.0012	0.642	-0.0011	0.656
Adjusted R ²		0.1897		0.1907		0.1875	
F 值		5.0818	0.000***	5.2942	0.000***	5.2069	0.000***

本表變數請參考表四之變數說明。強制前樣本數為 279 個，強制後樣本數為 126 個，涵蓋期間為 2000~2003 年。t 統計量係使用 White (1980) 測試及調整異質變異數後之值。由於獨立董事比率與獨立監察人人數兩個變數的 VIF 分別為 5.888 與 6.041，雖小於一般認定超過 10 為嚴重共線性的標準，但仍具有稍微嚴重的共線性問題，故本研究結果分別呈現此兩個變數合在一起及分開執行之迴歸結果；兩個變數分開後之迴歸分析的 VIF 均小於 3，代表迴歸式共線性問題並不嚴重。***、**及*分別代表 p 值小於 0.01、0.05 及 0.1。

伍、敏感性分析

一、極端值之檢測

由敘述性統計結果可知本研究樣本有些許極端值存在，為測試本研究實證結果是否受到極端值之影響，本節另將應變數與自變數都使用十分位數重新執行迴歸式，並透過最小平方法估計其迴歸係數（金成隆等 2003）。迴歸式（1）在運用十分位數執行等級迴歸結果下，實證結果仍不變，顯示本研究結果不會受到極端值之影響，結果尚屬穩健（robustness）。

二、調整後折價幅度

本研究原始模式控制新股上市櫃期間之市場行情，係採用控制變數方式。本研究另採用調整後折價幅度控制市場行情，亦即將應變數之衡量方式由調整前折價幅度（其衡量方式為 $UP_i = (P_{i1} - P_{i0}) / P_{i0}$ ），改為調整後折價幅度（其衡量方式為 $UP_{ia} = (P_{i1} - P_{i0}) / P_{i0} - (I_{i1} - I_{i0}) / I_{i0}$ ）。迴歸結果如表七所示。由此表可知，使用控制變數方式或調整後折價幅度方式控制新股上市櫃期間之市場行情，其結果並無差異。

三、扣除 SARS 等特殊經濟事件期間之樣本

2003 年 2 月爆發非典型肺炎（SARS），影響全球經濟發展，連帶影響資本市場活絡情形，故股市持續一段時間低迷情況；為瞭解 SARS 等特殊經濟事件對於研究結果是否有重大影響，故將 2003 年 2 月至 2003 年 5 月 SARS 發生期間上市上櫃共 24 筆樣本予以排除，再重新檢測其實證分析是否有重大變化。實證結果如表八所示。其中加入獨立董事比率及獨立監察人人數之迴歸結果顯示，獨立董事比率與獨立監察人人數皆與新股折價幅度呈顯著負相關（ $p < 0.05$ ），若與原始迴歸結果比較，表示若沒有 SARS 等特殊經濟事件之影響，獨立監察人人數與新股折價幅度呈顯著負相關。

陸、結論

本研究是以強制設置獨立董監事之首次申請上市櫃公司為研究對象，探討獨立董監事之設置、比率多寡及其背景等因素與 IPOs 公司折價幅度之關聯性。本研究著眼於法令推動獨立董監事之設置下，首次申請上市櫃公司必須設立獨立董監事席次，使公司監理機制能確實發揮其功效，或強化公司治理，以減少資訊不對稱之問題，進而使承銷價低估情事較不嚴重。因此，本研究結果可以作為主管機關對強制設立獨立董監事之法令實施成果進行檢討與改進。

實證結果顯示，獨立董事佔董事會比率與新股上市之折價幅度呈顯著負相關，表示獨立董事佔董事會席位愈多，則新上市公司承銷價被低估之情形愈不嚴重；此結果之原因可能有三：一為獨立董事有發揮其監督效果，因而使承銷價被低估情形較不嚴重；二為雖然獨立董事對承銷價之訂立並無監督效果，但可能透過其專業、經驗及與外界之關係（如擔任其他公司董事職務、為會計師或律師事

務所等專業公司之合夥人、或為民意代表或內閣或商業協會之成員），而提高發行公司與新投資人或承銷商之議價能力，因而使公司承銷價被低估情形較不嚴重；三為對投資人而言，獨立董事愈多之新上市櫃公司，在某種程度上可能亦代表著其公司治理品質愈好，此類公司愈能受到投資人之信任，認為公司應能確實傳遞其真實價值之訊息給投資人，因此其資訊不對稱較低，承銷價之訂立亦較能反映公司真實價值，故而其承銷價被低估情形較不嚴重。而獨立監察人人數與新股承銷價被低估情形之關聯性實證結果，則並不確定。另外，具有會計師背景之獨立董事佔董事會比率，與折價幅度並無顯著關聯性。實證結果亦顯示，聘任執業會計師為公司獨立監察人時，新股折價幅度並未顯著較小。本研究為排除極端值之影響，另使用十分位數方法進行測試，結果仍與原始實證結果相同。另再使用調整新股折價期間市場行情後之折價幅度進行測試，結果亦與原始實證結果一致。最後，再以扣除 SARS 之特殊經濟事件後之樣本測試，結果顯示若沒有 SARS 等特殊經濟事件之影響，獨立監察人人數與新股承銷價被低估幅度具有顯著負向關聯性。

本研究對於學術界及實務界有以下幾點貢獻。一為以往 IPOs 相關議題之研究，甚少從公司治理角度探討資訊不對稱與新股折價之關聯性，少數文獻亦僅慮及董事會組成或股權結構及其特性與新股折價之關係(如 McBain and Krause 1989; Higgins and Gulati 1999; Certo et al. 2001; Filatotchev and Bishop 2002)；其中 Higgins and Gulati (1999) 及 Filatotchev and Bishop (2002) 探討非執行董事 (nonexecutive) 與承銷價被低估之關聯性，然而，其文中的非執行董事皆指與公司有關聯 (affiliation) 之非執行董事，而非與公司無任何關聯的外部 (或獨立) 董事；Certo et al. (2001) 則將內部董事 (為公司幹部) 佔董事會比率納入其探討總經理亦是公司創立者與新股折價之關係的控制變數，而且結果亦顯示此一變數與新股折價並無顯著關聯性；上述相關文獻皆無從外部(或獨立)董監事角度探討公司治理與新股折價幅度之關係，亦即並未從「獨立性」角度 (請參考附錄之說明) 探討公司治理與新股折價之關聯性。本文探究設立獨立董監事與新股折價之關聯性，實證結果支持過去文獻指出公司治理與新股折價具有顯著關聯性的論述，而且額外指出「獨立性」在公司治理之角色。因此，本文對學術界的貢獻為以與過去 (國外) 文獻不同角度(亦即從董監事「獨立性」之角度)及不同資本市場環境下探討並驗證公司治理與新股折價之關係，研究結果可以作為未來學術界研究有關公司治理角色或承銷價被低估原因之參考。其次，過去學術界有關獨立董監事的研究文獻，對於「獨立性」之定義皆甚為模糊 (主要原因係當時法令並無明確規範獨立董監事之範圍)，本研究依法有據定義獨立董監事，可提供未來相關研究者之參考。最後，本文對於實務界的貢獻為，本研究結果顯示聘任獨立董事與新股折價具有顯著關聯性，表示 IPOs 公司聘任獨立董事之舉動，可能在強化公司治理上，有其一定的幫助，進而能降低代理問題或資訊不對稱問題，或在與新投資人及承銷商之議價能力上能有效提高，因而使 IPOs 公司折價幅度能較低；然而，獨立監察人與新股折價之關係則不確定。獨立董監事之背景則與新

股折價無顯著關聯性。上述研究結果可作為強制設立獨立董監事的法令實施成果之檢討及改進的依據。

對於未來研究建議方面，我國強制設置獨立董監事的推行時間，迄今已兩年多，受限於時間和樣本等因素，只單純探討此事件與公司承銷價之關係，然而未來可進一步探討此事件對公司長期績效是否有助益。

表七 強制設置獨立董監事及其背景對承銷價被低估之迴歸分析（調整後折價幅度）

$$\begin{aligned}
 UP_{ia} = & a_0 + a_1 IDD_i + a_2 IDS_i + a_3 IDDCPA_i + a_4 IDSCPA_i + a_5 LNASSET_i \\
 & + a_6 DIRECTOR_i + a_7 MANAGER_i + a_8 LARGEHOLDER_i + a_9 OTHERINST_i \\
 & + a_{10} FOREIGN_i + a_{11} DE_i + a_{12} UWEP_i + a_{13} CPAR_i + a_{14} LB_i + a_{15} LBDOLLAR_i \\
 & + a_{16} EXCHG_i + a_{17} DEP_i + a_{18} RATIO_i + a_{19} DISTR_i + a_{20} IPOSIZE_i \\
 & + a_{21} INDU_i + a_{22} FAGE_i + \varepsilon_i
 \end{aligned}$$

變數名稱	預期符號	獨立董監事		獨立董事比率		獨立監察人人數	
		迴歸係數	p 值	迴歸係數	p 值	迴歸係數	p 值
Constant		1.0199	0.023**	1.0220	0.023**	0.9819	0.028**
IDD	—	-0.4701	0.006***	-0.6823	0.000***		
IDS	—	-0.0645	0.114			-0.1721	0.000***
IDDCPA	—	-0.3332	0.310	-0.3837	0.249	-0.3864	0.243
IDSCPA	—	-0.0311	0.475	-0.0483	0.258	-0.0212	0.647
LNASSET	—	-0.0528	0.117	-0.0530	0.116	-0.0499	0.138
DIRECTOR	—	0.0006	0.672	0.0006	0.709	0.0008	0.577
MANAGER	—	0.0001	0.949	0.0002	0.916	-5.37E-05	0.981
LARGEHOLDER	—	0.0002	0.881	0.0003	0.850	8.57E-05	0.957
OTHERINST	—	-0.0019	0.167	-0.0018	0.171	-0.0020	0.145
FOREIGN	—	-0.0017	0.296	-0.0017	0.294	-0.0019	0.256
DE	?	0.4750	0.009***	0.4762	0.009***	0.4739	0.009***
UWEP	—	-0.9301	0.065*	-0.9271	0.060*	-1.0391	0.052*
CPAR	—	0.0542	0.296	0.0505	0.326	0.0562	0.278
LB	—	0.0264	0.573	0.0238	0.610	0.0333	0.475
LBDOLLAR	—	-1.50E-08	0.036**	-1.48E-08	0.037**	-1.51E-08	0.035**
EXCHG	+	-0.1577	0.011**	-0.1572	0.011**	-0.1612	0.009***
DEP	—	0.0826	0.833	0.0813	0.835	0.0731	0.853
RATIO	—	-0.2912	0.000***	-0.2910	0.000***	-0.2976	0.000***
DISTR	—	0.0357	0.826	0.0395	0.808	0.0319	0.843
IPOSIZE	+	1.38E-06	0.396	1.36E-06	0.401	1.55E-06	0.341
INDU	+	0.1118	0.016**	0.1136	0.014**	0.1052	0.020**
FAGE	—	-0.0012	0.643	-0.0012	0.636	-0.0011	0.650
Adjusted R ²		0.1769		0.1779		0.1747	
F 值		4.9182	0.000***	5.1322	0.000***	5.0417	0.000***

本表變數請參考表四之變數說明。強制前樣本數為 279 個，強制後樣本數為 126 個，涵蓋期間為 2000~2003 年。t 統計量係使用 White (1980) 測試及調整異質變異數後之值。***、**及*分別代表 p 值小於 0.01、0.05 及 0.1。

表八 強制設置獨立董監事及其背景對承銷價被低估之迴歸分析(扣除 SARS 期間樣本)

變數名稱	預期符號	獨立董監事		獨立董事比率		獨立監察人人數	
		迴歸係數	p 值	迴歸係數	p 值	迴歸係數	p 值
Constant		1.0640	0.023**	1.0686	0.023**	1.0379	0.026**
IDD	-	-0.3621	0.046**	-0.6713	0.000***		
IDS	-	-0.0954	0.038**			-0.1819	0.000***
IDDCPA	-	-0.3482	0.336	-0.3931	0.295	-0.4034	0.264
IDSCPA	-	-0.0361	0.453	-0.0643	0.167	-0.0238	0.636
LNASSET	-	-0.0558	0.109	-0.0562	0.106	-0.0537	0.122
DIRECTOR	-	0.0008	0.600	0.0007	0.652	0.0010	0.530
MANAGER	-	-4.63E-05	0.984	0.0002	0.929	-0.0003	0.900
LARGEHOLDER	-	5.20E-05	0.975	0.0002	0.930	-7.93E-05	0.962
OTHERINST	-	-0.0019	0.153	-0.0019	0.161	-0.0020	0.134
FOREIGN	-	-0.0016	0.344	-0.0016	0.344	-0.0017	0.311
DE	?	0.4956	0.008***	0.4969	0.008**	0.4970	0.008***
UWEP	-	-0.9220	0.076*	-0.9153	0.068*	-1.0003	0.066*
CPAR	-	0.0553	0.289	0.0504	0.330	0.0573	0.272
LB	-	0.0233	0.629	0.0195	0.685	0.0286	0.550
LBDOLLAR	-	-1.46E-08	0.045**	-1.43E-08	0.047**	-1.46E-08	0.045**
EXCHG	+	-0.1641	0.011**	-0.1632	0.011**	-0.1668	0.009***
DEP	-	0.1008	0.800	0.0990	0.802	0.0955	0.811
RATIO	-	-0.2961	0.000***	-0.2905	0.000***	-0.3040	0.000***
BULL	+	1.1239	0.037**	1.1216	0.037**	1.1311	0.036**
DISTR	-	0.0360	0.825	0.0418	0.797	0.0327	0.840
IPOSIZE	+	1.47E-06	0.373	1.42E-06	0.387	1.62E-06	0.327
INDU	+	0.1081	0.023**	0.1114	0.019**	0.1029	0.027**
FAGE	-	-0.0011	0.679	-0.0012	0.642	-0.0010	0.706
Adjusted R ²		0.1810		0.1811		0.1809	
F 值		4.7473	0.000***	4.9192	0.000***	4.9157	0.000***

本表迴歸式請參考表六，變數請參考表四之變數說明。強制前樣本數為 279 個，強制後樣本數為 104 個，涵蓋期間為 2000~2003 年。t 統計量係使用 White (1980) 測試及調整異質變異數後之值。***、**及*分別代表 p 值小於 0.01、0.05 及 0.1。

附錄 我國與美國對「獨立性」規範之差異

過去美國在證券法上，並無對外部董事資格做明文規範（朱日銓 2000）。然而，學者、美國董事協會、聯邦證券管理委員會及密西根州公司法，曾提出若干認定標準，這些標準雖非強制要求，卻也提供外部董事資格要件的重要參考。根據王文宇（1997）及朱日銓（2000）整理，可將外部董事定義為不兼任公司經理人，不實際執行公司業務，且與公司經營者無利害關係，但具有相當的操守、經驗與能力，足以監督公司經營者的董事。然而，這些要件係供參考之用，並無正式法令強行要求。另外，聶齊桓（1983）及王志誠（1998）亦指出就外部董事之獨立性而言，外部董事可細分為：「有關聯的外部董事（affiliation directors）」與

「無關聯的外部董事 (non-affiliation directors)」。有關聯之外部董事係指董事雖未兼任公司經理人，不實際執行公司業務，但該董事與公司具有相當程度的關聯性，例如，該董事為公司法律顧問、上游或下游廠商、代理商、客戶或離職幹部等，Enron 公司之部分外部董事即屬此類。許多研究指出此種有關聯之外部董事與公司仍有利益關係，故無法固守其獨立性 (Patton and Baker 1987; Gilson 1990; Shivdasani 1993)。而無關聯之外部董事則實質上與公司無任何關聯。Shivdasani (1993) 亦指出美國 NYSE 公司有 74% 之審計委員會至少有一位為有關聯的外部董事。由此可知在 2001 年爆發企業醜聞前，美國資本市場對外部董事之獨立性要求並無實質強制規範。而在 2001 年爆發許多企業如 Enron 醜聞後，使得部分學者提倡必須對「獨立董事」重新定義 (Gordon 2002)，美國國會亦因此而頒訂沙班尼斯/歐克斯利法 (Sarbanes-Oxley Act of 2002)，對獨立董事之獨立性資格作了明確且強制規定。由此可知，Enron 案前之美國公司外部董事，顯然其對獨立性認定並無強制規範要求。

而我國也於 2002 年 2 月開始對公司設立獨立董監事作強制規定，根據有價證券上市上櫃審查準則之規定，新上市上櫃公司必須設立至少二席獨立董事及一席獨立監察人，否則不允許上市櫃。其對獨立性之要求有下述幾項：1. 董事會成員不得少於五人，且其彼此間具有配偶、二親等以內之直系親屬、三親等以內之旁系親屬、同一法人之代表人或關係人等關係之人數不得超過三分之二，否則即視為缺乏獨立性。2. 獨立董事之獨立性規範如下：應具有五年以上商務、法律、財務或公司業務所需工作經驗之自然人，且不得與申請公司或其關係企業有下列關係：(1) 申請公司之受僱人，或其關係企業之董事、監察人或受僱人。(2) 直接或間接持有申請公司已發行股份總數百分之一以上之自然人股東，或持股前十名之自然人股東。(3) 前二點所列人員之配偶或其二親等以內之直系親屬。(4) 直接持有申請公司已發行股份總數百分之五以上法人股東之董事、監察人或受僱人，或持股前五名法人股東之董事、監察人或受僱人。(5) 與申請公司有財務或業務往來之特定公司或機構之董事、監察人、經理人或持股百分之五以上之股東。(6) 為申請公司或關係企業提供財務、商務、法律等服務、諮詢之專業人士、獨資、合夥、公司或機構團體之企業主、合夥人、董事 (理事)、監察人 (監事)、經理人及其配偶。(7) 兼任其他公司之獨立董事或獨立監察人超過五家以上。而獨立監察人之規定則除了監察人人數不得少於三人，且其相互間，或與現任各董事之一，不得具有配偶、三親等以內之直系親屬、四親等以內之旁系親屬、同一法人之代表人或關係人等關係，否則即視為缺乏獨立性之規定等規定，與獨立董事有些許差異外，其獨立性之認定皆與獨立董事相同。由上述規範可知我國規範之獨立董監事資格認定在於強調不與公司或公司董事、經理人有關係，相較於過去美國之外部董事，我國之獨立董事更強調「獨立性」之重要性。

參考文獻

- 王文宇，1997，美國金融機構之管理與監控—以董事會之職權與責任為中心，柯芳枝教授六秩華誕祝賀論文集，台北：三民書局。
- 王志誠，1998，論公司員工參與經營之制度—以股份有限公司經營機關改造為中心，國立政治大學法律研究所博士論文。
- 朱日銓，2000，論我國公司治理內部監控模式之改造—以外部董事與外部監察人制度之選擇為中心，國立台北大學法學系碩士論文。
- 金成隆、林修葳與洪郁珊，2003，無形資產、新股折價與內部人持股關係之研究，會計評論，第36期：25-53。
- 林象山，1995，承銷商信譽對新上市股票之影響，中國財務學刊，第3卷第1期：119-143。
- 林象山、霍熾榮與王郁雯，1998，銀行貸款與新股折價與公司價值的關係，管理學報，第15卷第2期：271-293。
- 邱垂昌與莊俊銘，2004，獨立董監事、公司資訊透明度與公司價值關聯性之研究，2004會計理論與實務研討會論文集，國立政治大學會計系。
- 邱垂昌與黃文燕，2006，自願設立獨立董事、公司資訊透明度、審計品質與公司績效關聯性之研究：代理理論 vs. 訊號發射理論，2006 台灣財務金融學會年會暨財務金融保險不動產學術研討會論文集，世新大學管理學院。
- 徐燕山與徐政義，2004，IPO 競價拍賣中投資人標單的資訊內涵：以台灣為例，財務金融學刊，第12卷第1期：27-52。
- 馬黛與胡德中，2003，承銷配售機制之決定及其對IPO折價之影響：競價拍賣、詢價圈購與公開申購，財務金融學刊，第11卷第1期：1-40。
- 陳振遠、張智堯、王蘭芬與李文智，2005，應用Ohlson會計評價模型探究公司治理之價值攸關性—以台灣上市公司電子業為例，臺大管理論叢，第15卷第2期：123-142。
- 陳業寧、邱顯比與洪雲萍，2004，獨立董事與公司治理：政府應該要求所有上市櫃公司聘任獨立董事嗎？證券市場發展季刊，第16卷第4期：1-36。
- 葉銀華與李存修，2003，台灣之獨立董監制度的改革—政策性建議，會計研究月刊，第213期：66-85。
- 葉銀華與何幸芳，2003，獨立董監的趨勢、疑慮與實地調查，會計研究月刊，第213期：86-93。
- 葉銀華、蘇裕惠、柯承恩與李德冠，2003，公司治理機制對於關係人交易的影響，證券市場發展季刊，第15卷第4期：69-106。

- 聶齊桓，1983，美國公司管理與經營責任立法之研究，東吳大學法律研究所碩士論文。
- 經濟日報，2003.12.24，證券市場（27 版）。
- 經濟日報，2003.12.29，證券市場（27 版）。
- 經濟日報，2003.10.05，證券期貨投資（11 版）。
- Allen, F., and G. R. Faulhaber. 1989. Signaling by underpricing in the IPO Market. *Journal of Financial Economics* 23(August): 203-323.
- Bae, S. C., and H. Levy. 1990. The valuation of firm commitment underwriting contracts for seasoned new equity issues: Theory and evidence. *Financial Management* 19(Summer): 48-59.
- Barnea, A., R. A. Haugen, and L. W. Senbet. 1980. A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretical framework. *Journal of Finance* 35(December): 1223-1234.
- Baron, D. P. 1982. A model of the demand for investment banking advising and distribution. *Journal of Financial Economics* 37(September): 955-976.
- Baron, D. P., and B. Holmstrom. 1980. The investment banking contract for new issues under asymmetric information: Deregulation and the incentive problem. *Journal of Finance* 35(December): 1115-1138.
- Beasley, M. S. 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review* 71(October): 443-465.
- Beasley, M. S., J. V. Carcello, D.R. Hermanson, and P. D. Lapedes. 2000. Fraudulent financial reporting: Consideration of industry traits and corporate governance mechanisms. *Accounting Horizons* 14(December): 441-454.
- Beatty, R. P. 1989. Auditor reputation and the pricing of initial public offering. *The Accounting Review* 64(October): 693-709.
- Beatty, R. P., and J. R. Ritter. 1986. Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics* 15(January-February): 213-232.
- Benveniste, L. M., and W. J. Wilhelm. 1990. A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environments. *Journal of Financial Economics* 28(November-December): 173-207.

- Blue Ribbon Committee (BRC). 1999. *Report and recommendations of the Blue Ribbon Committee on improving the effectiveness of Blue Ribbon Committee*. New York Stock Exchange and National Association of Securities Dealers.
- Byrd, J., and K. Hickman. 1992. Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics* 32(October): 195-221.
- Carter, R., and S. Manaster. 1990. Initial public offerings and underwriter reputation. *Journal of Finance* 45(September): 1045-1067.
- Certo, T. S., J. G. Covin, C. M. Daily, and D. R. Dalton. 2001. Wealth and the effects of founder management among IPO-stage new ventures. *Strategic Management Journal*, Special Issue 22(June-July): 641-658.
- Chemmanur, T. J. 1993. The pricing of initial public offering: A dynamic model with information production. *Journal of Finance* 48(March): 285-304.
- Chemmanur, T. J., and I. Paeglis. 2005. Management quality, certification, and initial public offerings. *Journal of Financial Economics* 76(May): 331-368.
- Chua, L. 1995. A re-examination of the costs of firm commitment and best efforts IPOs. *Financial Review* 30(May): 337-365.
- Cochran, P. L., S. L. Wartick, and R. A. Wood. 1984. The average age of boards and financial performance, revisited. *Quarterly Journal of Business & Economics* 23(Autumn): 57-63.
- Fama, E. F., and M. C., Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26(June): 301-325.
- Filatotchev, I., and K. Bishop. 2002. Board composition, share ownership, and 'underpricing' of U.K. IPO firms. *Strategic Management Journal* 23(October): 941-955.
- Gilson, S. C. 1990. Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default. *Journal of Financial Economics* 27(October): 355-387.
- Grinblatt, M., and C. Y. Hwang. 1989. Signaling and the pricing of new issues. *Journal of Finance* 44(June): 393-420.
- Gordon, J. N. 2002. What Enron means for the management and control of the modern business corporation: Some initial reflections, *Working Paper No. 203*. <<http://www.lae.columbia.edu/law-economicstudies/abstract.html#203>>.

- Higgins, M. C., and R. Gulati. 1999. Getting off to a start: The effects of upper echelon affiliations on prestige of investment bank and IPO success. *Working Paper*, Harvard Business School.
- Huson, M., R. Parrino, and L. Starks. 2001. Internal monitoring mechanisms CEO turnover: A long term perspective. *Journal of Finance* 56(December): 2265-2297.
- James, C., and P. Wier. 1990. Borrowing relationship, intermediation, and the cost of issuing public securities. *Journal of Financial Economics* 28 (November-December): 149-171.
- Jog, V. 1997. The climate for Canadian initial public offerings. In: Halpern, P., (Ed) *Financing Growth in Canada*, University of Calgary Press: 357-401.
- Kalbers, L. P., and T. J. Fogarty. 1993. Audit committee effectiveness: An empirical investigation of the contribution of power. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 12(Spring): 24-49.
- Keasey, K., and P. McGuinness. 1992. An empirical investigation of the role of signaling in the valuation of unseasoned equity issues. *Accounting and Business Research* 86(Spring): 133-142.
- Kleibbaum, D. G., L. L. Kupper, and K. E. Muller. 1988. *Applied Regression Analysis and Other Multivariate Methods*. 2^d ed. Boston, Mass: PWS-Kent, 210.
- Leland, H. E., and D. H. Pyle. 1977. Information asymmetries, financial structure and financial intermediation. *Journal of Finance* 32(May): 371-387.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. D. Wysocki. 2003. Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics* 69(September): 505-527.
- Lin, T. H., and R. C. W. Fok. 1997. The information content of IPO price adjustment. *International Journal of Finance* 52: 650-667.
- Logue, D. 1973. On the pricing of unseasoned equity issues. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8(January): 91-103.
- McBain, M. L., and D. S. Krause. 1989. Going public: The impact of insider's holdings on the price of initial public offering. *Journal of Business Venturing* 4(November): 419-428.
- McDaniel, L., R.D. Martin, and L. A. Maines. 2002. Evaluating financial reporting quality: The effects of financial expertise vs. financial literacy. *The Accounting Review*, Supplement 77(Supplement): 139-167.

- Mehran, H. 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 38(June): 163-184.
- Menon, K., and D. D. Williams. 1991. Auditor credibility and initial public offerings. *The Accounting Review* 66(April): 313-332.
- Michigan Business Corporation Act. 1989. <<http://www.michiganlegislature.org/documents/mcl/pdf/mcl-act-284-of-1972.pdf>>.
- Mok, H. M. K., and Y. V. Hui. 1998. Under-pricing and aftermarket performance of IPOs in Shanghai, China. *Pacific-Basin Finance Journal* 6(November): 453-474.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20 (January-March): 293-315.
- New Zealand Exchange Limited. 2003. NSX listing rule amendments: Corporate governance.<http://www/nzx.com/externalwebsire/regulated/listed_issuer/lr_changes_corpgov.pdf>.
- Nueberger, B. M., and C. A. La Chapelle. 1983. Unseasoned new issue price performance on three tiers: 1975-1980. *Financial Management* 12(Autumn): 23-28.
- Patton, A., and J. C. Baker. 1987. Why do not directors rock the boat? *Harvard Business Review* 65(November-December): 10-18.
- Paul, G., and L. Josh. 1999. Conflict of interest in the issuance of public securities: Evidence from venture capital. *Journal of Law and Economics* 42(April): 1-28.
- Pfeffer, J., and G. R. Salancik. 1978. *The External Control of Organizations: A Resource-Dependence Perspective*. New York: Harper & Row.
- Porter, B. A., and P. J. Gendall. 1998. Audit committees in private public sector corporates in New Zealand: An empirical investigation. *International Journal of Auditing* 2(March): 49-69.
- Provan, K. 1980. Board power and organizational efficiency among human service agencies. *Academy of Management Journal* 23(June): 221-236.
- Rainsbury, E. 2004. Audit committee membership- A New Zealand perspective. *Pacific Accounting Review* 16(December): 45-69.
- Ritter, J. R. 1998. Initial public offerings. *Contemporary Finance Digest* 2: 5-30.
- Rock, K. 1986. Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics* 5(January-February): 187-212.

- Rosenstein, S., and J. Wyatt. 1990. Outside directors, board independence and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics* 26(August): 175-191.
- Sarbanes-Oxley Act of 2002. 2002. Washington D. C. Congress. <<http://commdocs.house.gov/reports/107/h3763.pdf>>.
- Singh, M., and W. N. Davidson III. 2003. Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking and Finance* 27(May): 793-816.
- Shivdasani, A. 1993. Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics* 16(January-July): 167-198.
- Solomon, J. F., S. W. Lin, S. D. Norton, and A. Solomon. 2003. Corporate government in Taiwan: Empirical evidence from Taiwanese company directors. *Corporate Governance* 11(July): 235-248.
- Welch, I. 1989. Seasoned offering, imitation costs, and the under-pricing of initial public offerings. *Journal of Finance* 44(June): 421-449.
- White, H. 1980. A heteroscedasticity-consistent covariance matrix estimator and direct test for heteroscedasticity. *Econometrica* 48(May): 817-838.
- Yeh, Y. H., T. S. Lee, and T. Woidtke. 2001. Family control and corporate governance: Evidence for Taiwan. *International Review of Finance* 2(March-June): 21-48.
- Zahra, S. A., and J. A. Pearce II. 1989. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management* 15(June): 291-334.