

董監事結構、董監事連結與經營績效之關係 研究

RELATIONSHIP AMONG BROAD STRUCTURE, INTERLOCKING DIRECTORS AND PERFORMANCE

黃營杉

台北大學企研所教授

梁富梅

台北大學企研所博士候選人

Ing-San Hwang

Department of Business Administration, Professor

National Taipei University

Fu-Mei Liang

Department of Business Administration, PhD. Candidate

National Taipei University

摘要

董事會是公司治理中最重要的一環，而董事會中的外部董事因為沒有實際參與公司運作，在監督效率上優於內部董事，且豐富的外部資源，可透過董監事連結為公司帶進經營所需資源，進而減少交易成本，提升經營績效。國內此方面的研究相當少，因此，本研究以國內 93 年上市電子產業為研究對象，利用多元迴歸分析，探討董監事結構對董監事連結以及經營績效的影響，並分析董監事連結的中介角色。研究結果發現台灣電子產業董監事連結行為不及美國及新加坡，且連結對象傾向產業內之企業。此外，董監事結構的確影響經營績效；董監事連結在董監事結構對經營績效間扮演部分中介角色；且不同的連結行為對績效有不同的影響。

關鍵字：董監事結構、代理理論、資源依賴理論、董監事連結

ABSTRACT

A company's board of directors is at the core of corporate governance. Outside directors of the board are not involved in the management of the company, and, therefore, they play effective monitors of senior managers. Besides, outside directors bring in rich external resources by interlocks that allow the company access to productive resources, information and reducing transactional cost. Literature on the interlocking directorates is very few. We adopt 2004 data on 279 Taiwanese public electronic firms to construct multi regression models and exam the relationship among board structure, interlocks, and firm performance. The result finds that Taiwanese electronic firms have less interlocks than America and Singapore, while the interlocks of Taiwanese electronic firms are more likely occurred in the same industry. In addition, the results demonstrate that board structure is positively related to firm performance. The mediating role of interlocks between the relationship of board structure and firm performance is significant. Different kinds of interlocks effect firm performance differently.

Key words: Board Structure, Agency theory, Resource dependence theory, Interlocking directorates

壹、緒論

一、研究動機

自美國 2001 年爆發了震驚社會的恩龍案以來，引起世界各地對公司治理的廣泛討論，包括經濟合作暨發展組織（Organization for Economic Cooperation and Development，簡稱 OECD）、世界銀行（World Bank）、太平洋經濟合作理事會（Pacific Economic Cooperation Council，簡稱 PECC）等國際知名機構，均以其為主要討論主題。而國內亦在八十七年以來陸續爆發上市公司財務危機，其中除公司本身經營不善外，亦不乏公司負責人掏空公司之案例，波及層面甚廣，嚴重影響投資人之權益，因此更突顯出公司治理之重要性。因此，國內在八十七年證期會即開始向國內公開發行公司宣導公司治理之重要性，並陸續推動獨立董事、獨立監察人的制度，制定符合國情之「上市上櫃公司治理實務守則」，規定九十一年後新上市上櫃公司並須有兩名獨立董事與一名獨立監察人，希望藉此引導國內強化公司治理，提升國際競爭力。

董事會代表公司股東監督高階管理者行為及其績效，以保護權益資本及股東利益，在企業經營上，扮演著策略、服務、及資源依賴的角色（Zahra & Pearce, 1989），可說是公司治理中最重要的一環。一個好的公司治理制度應該提供適當的誘因鼓勵董事會以及管理當局追求公司股東最大利益，以有效分配公司資源。依據我國公司法第二百零二條規定：「公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之。」所以，董事會不僅是企業決策的核心，賦有控制與監督企業運作的職責，還兼具提高企業的政治影響力（Pfeffer & Salanick, 1978）。

過去許多研究證實董事會組成結構與董事會的功能強弱有關，進而影響企業績效（Zahra & Pearce, 1989；Dalton, Daily, Ellstrand, & Johnson, 1998）。根據代理理論，當企業經營權與所有權分離時，董監事可代表股東的權益來監督管理者，而外部董事不但具備豐富的外部資源，可為企業帶進所需的資源，增加企業經營績效，而且監督效率也優於內部董事。此外，隨著企業規模越來越大，營運的事務也越來越多元繁雜，組織與外部之間的互動也將擴大。此時，資源依賴理論主張，當企業發現無法在內部創造所需資源時，便會尋求外部資源，藉由建立企業間的關係以增加公司的經濟實力（Pfeffer & Salanick, 1978）。而企業間的往來可透過董監事連結建構跨組織關係（interorganizational relations），進而影響其他企業的經營決策，以獲得企業經營所需的資源，減少交易成本，降低環境的不確定性（Schoorman, Bazerman, & Atkin, 1981）。而董監事連結（interlocking directorates）也是各企業間合作或協調方式中，最有彈性且最簡單的方法之一。

國內探討董監事與經營績效關係之研究相當多，但多局限於組織內部的議題，針對董監事連結（interlocking directorates）所引起之跨組織關係的相關研究卻寥寥可數。而國外有關跨組織的董監事連結研究則相當多，許多研究發現董監事結構會影響董監事連結的數目（Gulati & Westphal, 1999；Phan, Lee, & Lau, 2003），亦有許多學者在資源依賴觀點下提出董監事連結會增加企業經營績效（Mizruchi, 1996；Phan et al., 2003）。因此本研究以國內上市電子產業為研究對象，綜合代理理論與資源依賴理論之觀點，首先嘗試探討董監事連結所產生之中介效果，並分析董監事結構對經營績效所產生之直接效果與間接效果。期有助於提供證期會近年來推動獨立董監成效及解釋公司法第 209 條有關「競業禁止」條款之參考。

貳、文獻探討

一、公司治理的意義

Shleifer and Vishny (1997) 將公司治理定義為如何確保資金提供者可以回收其投資的制度；柯承恩 (2000) 則認為公司治理主要是保障公司資金提供者應有權益的制度；而根據證期會 (2003) 對公司治理的定義，可將分為狹義定義及廣義定義。狹義的公司治理主張其範圍僅限於股東與經營管理階層間之委託關係，亦即將重點放在董監事之機制設計及功能上。而廣義的公司治理則認為應納入利害關係人 (stakeholder) 於公司治理中所扮演之重要角色，如員工、客戶、供應商、債權人等。經濟合作暨發展組織 (OECD) 針對公司治理提出涵蓋五個領域之原則，包括確保股東權益、股東受到公平待遇、保障公司利害關係人之利益、資訊揭露及透明性、及強化董事會的責任，依此五個領域來管理公司經營，降低經營風險追求公司利益極大化並回饋股東。

世界銀行也在 1999 年提出公司治理架構，分別從內部機制的公司角度與外部機制的公共政策角度兩個層面來探討。內部機制而言，公司治理係指公司在符合法律與契約的規範中，建立促成公司價值最大化的機制，公司的決策機構 (即董事會) 須顧及股東以及各種利害關係人的意義，以創造公司長遠利益。而從外部機制的公共政策而言，公司治理係指社會應要求企業善盡責任，建立市場規範機制，提供公司誘因與機制。

因此，如同世界銀行之定義，公司治理機制主要分成內外兩部分。內部機制的核心在於董事會，董事會的責任則在確保公司的永續經營，並監督負責公司經營的管理當局，唯有健全的董事，才能發揮公司治理的功能並有效降低代理問題。而 Zahra and Pearce (1989) 認為不適當的董事會結構，將使董事無法協助公司獲取預期目標。因此以下就董事會結構探討相關法令規定。

二、董事會結構

根據 Zahra and Pearce (1989) 分析，董事會主要可分為結構與程序。「結構」係指董事會規模及董事組成；「程序」則指董事會之決策過程。其中「結構」與董事會獨立性有著密切關係，Johnson, Daily, and Ellstrand (1996) 回顧 Zahra and Pearce (1989) 以後有關測量董事會之文獻指出，研究者測量董事會之結構時，目的在測試董事會之獨立性，亦即董事會受經營者之掌控程度，因此除了衡量董事會規模外，特別強調三個董事會組成，即內部董事、外部董事及外部非獨立董事 (affiliated directors 或 gray directors) 之比例。

(一) 董事會規模

根據公司法第 192 條之規定：「公司董事會，設置董事不得少於三人，由董東會就有行為能力之人選認之」，且同法第 216 條規定：「公司監察人由股東會中選任之」。在九十年十一月公司法修法前，我國對於董事及監察人身分之要求仍須具備股東資格，但為賦予公司選任董監事有較大彈性空間，遂修訂公司法，放寬董事與監察人之選任資格條件，得由不具股東資格之人選擔任，此舉對於獨立董監制度之推動，頗為重要。此外，台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第 9 條規定：「申請上市公司之董事會成員不得少於五人，監察人不得少於三人」。因此，根據「公司法」及「台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」之規定，上市公司必須要有五位以上的董事及三位以上的監察人。

(二) 董事會組成

國內外一般將董事會分成內部董事及外部董事。內部董事係指由公司重要幹部擔任之董事，因此就監督角色而言，在做決策時較無法客觀表達立場，使得監督功能及績效評估之客觀性受到質疑。若董事會內部董事比率過高，則較無法有效滿足其資源依賴、經營諮詢服務與控制監督的角色 (Daily & Dalton, 1994)，畢竟內部董事較無法像外部董事擁有價值性的外部資源。而外部董事沒有實際參與公司業務執行，因此在董事會扮演重要監督管理的角色，可解決股東與管理者之代理問題 (Fama & Jensen, 1983)，有效董事會應該有較大比例之外部董事成員 (Zahra & Pearce, 1989；Dalton et al., 1998)。Bhagat and Black (1999) 則再將外部董事又分成外部非獨立董事 (affiliated directors 或 gray directors) 及獨立董事，其中外部非獨立董事係指公司前任員工、公司員工親屬、或與公司有業務往來或提供顧問諮詢服務之董事，並認為內部董事、外部非獨立董事及獨立董事分別具有不同的專業背景，可以從不同的角度貢獻自己的才華與專業技術，達到集思廣益之綜效，故一個理想的董事會需要包含這三種類型的董事。

而根據證期會的分類，公司之董事會應包括執行業務董事及非執行業務董事，其中非執行業務董事尚可區分為獨立董事及其他非執行業務董事。由於上市、上櫃公司係向大眾募集資金，故台灣證券交易所與證券櫃檯買賣中心分別對董事會之獨立性有特殊之規定。證期會自 1998 年起即開始向國內公開發行公司宣導公司治理的重要性，也陸續推動獨立董事、獨立監察人的制度，並規定自 2002 年起新申請上市櫃公司必須具備兩名獨立董事及一名獨立監察人。其中獨立董監資格之認定在上市審查準則第九條、其補充規定第十七條有詳細之規定。

三、相關理論

(一) 代理理論

Jensen and Meckling (1976) 首先提出代理理論，並定義如下：「由一位或一位以上的主理人 (Principal) 雇用並授權給另一位代理人 (Agent) 代其行使某些特定行動，彼此間所存在的契約關係」。Eisenhardt (1989) 認為代理理論建立在「人類自利行為模式」之假設，認為每個人均在追求以最小付出，獲取個人最大化效益，因此主理人與代理人兩者目標不一致，使得彼此之間產生利益衝突。

因此 Jensen and Meckling (1976) 認為當所有權與經營權逐漸分離之後，經營者會在自我利益極大化的動機驅使下，採取違背公司利潤極大化的行為，如利用個人職位進行特權消費或者採用次佳的投資決策，使得公司價值降低。故當經營階層的持股比例下降時，其更會利用公司資源以提高本身的效用，導致公司價值的降低。相對的，若股權集中於經營者手中，則其不當行為所造成的後果大部分必須自行承擔，故其決策時會考慮到股東利益的極大化，使得公司價值得以提高。

而董事會之主要功能在於監督經營者行為，用以保護所有權人以及所有股東之利益。根據代理理論，若董事會由外部董事掌控，因無直接受雇於公司，能夠獨立於管理者，相對較能發揮監督控制功能，以改善公司經營績效。

(二) 資源依賴理論 (Resource Dependence Theory)

資源依賴理論認為組織是一個開放系統，而非只強調內部運作效率的封閉系統。其目的在於確保組織與外界之間資源交換的穩定，以合乎外界環境或組織的期望與要求，並達到組織的效能 (effectiveness)。該理論視董事會為企業與環境的重要介面，可以及時提供經營者資訊，獲取關鍵性資源，並提升公司在社會之合法地位，且幫助公司改善經營績效 (Pfeffer & Salancik, 1978)。

Ulrich and Barney (1984) 整理各學者的觀點後，認為資源依賴理論主要建立在三個重要假設上：(1)組織是由內部與外部的聯盟 (coalitions) 所組成。(2)環境中擁有稀少、同時對組織生存影響極大的資源，不過在獲取資源時，必須同時面對環境中的不確定性 (uncertainty)。(3)組織在環境中追求兩個目標：掌握控制資源以及減少本身對其他組織的依賴。只要達成任一目標，將影響組織間的交換關係，並影響組織的權力結構。

當組織的資源愈缺乏，或與外部交換的資源愈集中、交換具有相互牽連時 (interconnected)，組織與其他組織的相互依賴與衝突就會增加，不確定性隨之增高，

進而可能威脅到組織的生存（莊正民、朱文儀與黃延聰，2001）。而此時，資源依賴理論主張，企業組織爲了確保各項資源不虞匱乏，且爲了提高在環境中的權利地位，會運用合併、合資、或董事會連結等策略活動，當合併、合資等連結組織的方式不能運用時，董事會連結即是一個很好的方法（Pfeffer & Salancik, 1978）。Daily and Dalton（1994）與 Daily（1995）也認爲董事會的資源依賴角色，是小公司或家族企業成功之重要因素，其中董事會組成與規模常被作爲資源依賴之代理變數。謝錦堂（2003）亦支持此論點，研究中認爲董事會規模、外部董事的比例及董監事連結均可作爲資源依賴角色之表徵。此外，Boyd（1990）以及 Hillman, Cannella, and Paetzold（2000）研究中指出，環境不確定性高的企業傾向於聘任資源豐富的外部董事加入公司董監事；Mizuchi（1996）亦指出，外部董事與連結董事均會增加企業的財務績效。因此，增加董監事規模、外部董事以及董監事連結皆能管理資源依賴的問題。

四、董監事結構與經營績效之關係

（一）董監事規模與經營績效之關係

根據代理理論，Zahra and Pearce（1989）及 Lipton and Lorsch（1992）均認爲董事會規模將左右董事會功能的發揮，規模越大時，組織的複雜性越高，管理階層企圖成功掌控董事會運作，使董事會流於徒具形式的橡皮圖章之可能性也越小，因此公司績效越好；而 Bacon（1973）的研究則認爲，較多的董事會人數可以容納不同專業領域的專家，彼此集思廣益，可以做出經過全盤考量的高品質決議。此外，資源依賴理論視董事會爲企業與環境的重要界線，可以及時提供外部環境經營資訊，董事會規模較大者，董事之背景與經驗的異質性較大，因而能夠協助公司取得重要資源，實踐其資源依賴角色（Pfeffer & Salancik, 1978）。不過，也有文獻持不同立場：Jensen（1993）認爲，董事會規模過大時，組織內部易生派系，在整合不同意見方面不易達成，反而使決策效率變差；Yermack（1996）則主張董事會規模較小時，管理者的績效誘因與解雇威脅較大，故董事會監督力量較強；而國內也有研究發現董事會規模與公司價值之間具反向關係或無顯著關係（陳銘嘉與邱素津，2006；廖秀梅，2004），但洪榮華、陳香如與王玉珍（2005）發現董事會規模對績效的關係，在不同的績效指標下有不同的結果。本文則依據代理理論與資源依賴理論，推論董事會規模愈大，則監督力量愈大，且所能獲得之外部資源也愈多，進而影響經營績效。據此，本研究提出以下假設：

H1a：企業董監事規模越大，則經營績效越好。

（二）外部董監事（獨立董監事與外部非獨立董監事）與經營績效之關係

除了擴大董事會規模，藉由董事跨組織關係或其不同的背景長才，以掌握環境變動所帶來的威脅及機會外，聘任資源豐富的外部董事亦可為企業帶進所需的資源，進而增加董事會功能或企業經營績效（Wan & Ong, 2005；Hanson & Song, 2006）。Peng（2004）研究中亦發現，外部非獨立董監因具豐富的外部資源，故與經營績效顯著正相關。國內相關研究亦多支持獨立董事的功能，葉銀華、邱顯比與莊銘煌（1999）研究中建議增加公司獨立董監，將可增加公司績效；廖秀梅（2004）、陳銘嘉與邱素津（2006）研究中發現獨立董監或外部非獨立董監皆與公司績效正相關。當然文獻中也有不同之研究結果，Agrawal and Knoeber（1996）發現外部董事比例與公司績效間為顯著負項關係，他們解釋外部董事係因政治因素所聘用的，只能當成政治力的代理變數，無法提升公司績效。洪榮華、陳香如與王玉珍（2005）發現外部董事對績效的關係，在不同的績效指標下有不同的結果。綜觀言之，文獻對外部董監事（獨立董監事與外部非獨立董監事）與企業績效之關係，大多支持正向關係。據此，本研究提出以下假設：

H1b：企業獨立董監事比例越高，則經營績效越好。

H1c：企業外部非獨立董監事比例越高，則經營績效越好。

五、董監事連結

董監事連結意指組織內之董監事同時在其他組織內擔任董監事（Pennings, 1980），亦即兩家公司現任董監事同時在雙方的董事會上擔任職務（Phan et al., 2003）。組織可透過董監事連結來控制或監督其他組織，並增加資訊的取得，降低環境不確定性，以提高組織的經營績效（Pennings, 1980）。

（一）董監事連結行成之原因

Bazerman and Schoorman（1983）整理了許多學者的看法，提出了四個董監事連結的原因：

1. 管理控制模式（the management control model）：許多公司的管理者經常會聘用支持其經營策略的外部人士擔任外部董事，如此管理者可充分決定公司的經營，而外部董事只能為公司提供消極的建言、批評與增加公司的聲譽，因此董事會形同橡皮圖章（rubber stamp），連結董事沒有降低環境不確定性的任何策略意涵（Koenig, Gogel, & Sonquist, 1979）。
2. 財務控制模式（the financial control model）：因為企業對財務需求有增無減，使得企業逐漸依賴金融機構，而企業本身逐漸失去獨立性。所以就財務控制模式而言，企

業爲了有穩定的資金來源，會與財務機構建立連結，進而使財務機構能監視其所貸款企業的營運，以確保其資金安全（Koenig et al., 1979）。

3. 階級領導模式（the class hegemony model）：組織間的董監事連結使企業領導者能同時佔有許多具影響力的位置，他們能更有效地促進本身與其聯盟整體在經濟或社會上的利益。而 Penning（1980）亦認爲，社會中存在一群經濟或政治的精英，這群精英將支配整個經濟或政治的決策，亦即精英理論（elite theory）。
4. 資源依賴或互惠模式（the resource dependent or reciprocity model）：企業爲了降低環境之不確定性，便藉由合併、合資、或董監事連結等方式，使得連結雙方均能獲利。Schoorman et al.（1981）便認爲，連結雙方在連結前會先進行理性評估，當雙方均能平等的互惠時，才建立連結。而雙方利益將透過以下四點來達成：垂直連結、水平連結、知識與專家取得、及聲望取得。

董監事連結形成之原因除了以上四項外，Zajac 於 1988 年又提出了個人進階模式（the personal advancement model），認爲個人之所以會在公司擔任董事或監事，主要是基於個人在經濟上的動機、對聲望的追求、及事業上的成就動機所使然。

（二）董監事連結之對象

Gulati and Westphal（1999）將董監事連結之對象區分爲產業內連結與產業外連結，茲分述如下：

1. 產業內連結（Intra-industry interlocks）

產業內連結係指公司之董監事同時在相同產業內其他公司擔任董監事。Burt（1983）認爲，相同產業的企業在競爭最劇烈的情境下，利用組織間董事會連結的頻率最高。這些相互依賴的競爭者透過董監事連結，增加彼此溝通的機會以互蒙其利，因此有助於公司管理競爭的不確定性。

2. 產業外連結（Inter-industry interlocks）

產業外連結係指公司之董監事同時在不同產業之其他公司擔任董監事。Gulati and Westphal（1999）和 Zajac and Westphal（1996）皆認爲產業外連結將使公司獲得多角化的資源與訊息，而 Burt（1983）則發現企業在不同產業的交易對象若享有很大的影響力時，該企業組織透過董事會連結方式來規避此限制的可能性越大。

劉韻僖（2002）研究中發現雖然董事會的連結不見得能直接提高企業組織的獲利

能力，但企業組織傾向將不同的董事會連結關係交相運用，形成一個產品交易以外的社會市場結構，成員在此網絡結構發展相互的關係，而且交換或分享與企業運作有關的訊息。

六、董監事結構、董監事連結與經營績效之關係

Zajac and Westphal (1996) 認為董監事結構代表著企業之間訊息的流通。當企業董事會的規模越大，企業可向外部取得的資源也就越多，所以更有可能藉由董事與監事的人脈而向外連結至其他企業 (Pennings, 1980; Boyd, 1990; 楊子江, 1987; 劉韻僊, 2002; Ong, Wan, & Ong, 2003)。而董監事結構裏常用的指標除了董監事規模外，外部董事比例也是常使用的指標 (Daily & Schwenk, 1996)。階級領導 (class hegemony) 理論主張外部董事會增加董監事連結的數目，因為外部董事是社會中的一群精英 (elite)，這群上層階層為了自身的利益，便利用董事會連結同時佔有許多具影響力的位置，精英之間彼此結識，以支配整個經濟或政治的決策，因此而增加連結的數目。Dooley (1969) 就以美國前 250 家大企業的董監事連結做研究，發現組織越大，董監事連結程度越強，另外也主張內部董事越多，則董監事連結程度越少。Phan et al. (2003) 在新加坡 191 家企業的研究結果亦顯示，企業外部董事比例與董監事連結數成顯著正相關。因此，董監事結構的確會影響企業的董監事連結數 (Gultati & Westphal, 1999)。據此，本研究提出以下假設：

H2a：企業董監事規模越大，則董監事產業內及產業外連結程度越高。

H2b：企業獨立董監事比例越高，則董監事產業內及產業外連結程度越高。

H2c：企業外部非獨立董監事比例越高，則董監事產業內及產業外連結程度越高。

有關公司間之董監事連結對績效之影響，實證上主要可分為兩種結果。階級領導理論認為連結是為了精英自身的利益，利用董事會連結，以便整合公司的利益至上層階級的利益 (Bazerman & Schoorman, 1983)，因為階級領導是社會現象而非經濟現象，所以董監事連結只會影響精英個人的利益而不會對公司經營績效產生影響 (Phan et al., 2003)；資源依賴理論則認為董事會連結是為了降低外部環境不確定，增加獲取組織外部的資源，所以在資源依賴理論下董監事連結會增加企業經營績效 (Mizuchi, 1996; Phan et al., 2003; Ong et al., 2003)。因後者的觀點獲得較強的實證研究支持，而階級領導理論所得到的支持相對有限 (Zahra & Pearce, 1989)，故本研究採資源依賴理論的觀點，提出以下假設：

H3a：企業的產業內董監事連結程度越高，則經營績效越好。

H3b：企業的產業外董監事連結程度越高，則經營績效越好。

根據前述假設之推論，許多學者在代理理論及資源依賴理論下，提出董監事結構會影響企業績效（Zahra & Pearce, 1989；Peng, 2004；Hanson & Song, 2006）及董監事連結的數目（Gultati & Westphal, 1999；Phan et al., 2003；Ong et al., 2003），而董監事連結也會增加企業經營績效（Mizruchi, 1996；Phan et al., 2003）；若前述 H1、H2、及 H3 皆成立，則董監事連結在董監事結構與績效間扮演中介效果，董監事結構不但對企業績效具直接效果，亦透過董監事連結而對企業績效產生間接效果。

Phan et al. (2003) 在探討董監連結對績效之影響時，發現董監事結構為董監連結數之重要前置因素（antecedents），其中外部董事與董監連結數呈正相關，而董監連結又對績效產生正相關。又由於 Baron and Kenny (1986) 認為，在探討中介變數時，比較實際的目標是尋找可以顯著影響自變數與依變數間的中介變數，而非可以完全消除自變數與依變數間的關係。所以本研究也預期董監事連結會在董事會結構與績效間扮演部分中介效果。本研究依據上述分析提出下列假設。

H4：董監事連結（產業內連結、產業外連結）扮演董監事結構與經營績效間的部分中介變數。

參、研究設計

一、研究分析架構

本研究依據之前所探討的文獻，建立研究架構，分析董監事結構、連結董事與公司經營績效之間的關聯性，其研究架構圖示 1。

二、變數衡量

(一) 董監事結構部份

本研究將董監事結構分成(1)董事會規模：各樣本公司董監事總人數；(2)獨立董監比率：獨立董監佔全體董監事席次比率；(3)外部非獨立董監比率：指外部非獨立董監席次佔全體董監事席次的比例。在董事會成員組成上，國外文獻普遍分類為獨立董事（independent directors）、外部非獨立董事（affiliated or gray directors）、內部董事（inside directors）三類（Weisbach, 1988；Bhagat & Black, 1999）。本研究依上市審查

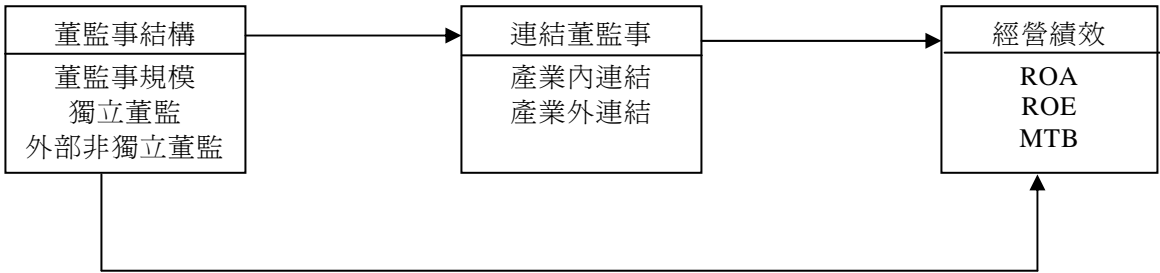


圖 1 研究架構

準則補充第 17 條之定義，外部董監事係指不實際參與公司業務執行，且與公司控制者無二親等關係之董監事。而外部董監事又分成獨立董監與外部非獨立董監，其中獨立董監須同時具備獨立性與勝任能力之資格，且不能為法人之代表，其餘則為外部非獨立董監事，包括自然人股東、法人股東、與公司或關係企業有業務往來或提供財務、商務或法律等服務諮詢者或公司之法人代表等。

(二) 董監事連結部分

由於企業連結的外部組織相當多，其間的規模差異很大，因此本研究將連結行為限制於上市公司電子產業與其他上市公司間的連結。透過企業規模的適當限制，可以減少連結對象間的規模差異，也較容易取得公信力較佳的公司董監事資料。本研究以兩個指標來衡量董監連結的程度，分別為(1)產業內連結：公司董監事所連結的電子產業公司次數。(2)產業外連結：公司董監事所連結的其他產業公司次數。在組織間（interorganizational）關係觀點下，董監事連結代表公司對外資源豐富性的指標，因此本研究所衡量的連結為公司之間的連結次數（firm interlocks），若 A、B 兩家公司即使有兩位以上相同之董監事，連結數仍為 1（Gultati & Westphal, 1999；Phan et al., 2003）。考慮到建構效度（construct validity），本研究亦同時計算董監事個人層級之間的連結總次數（individual interlocks），即董監事成員同時擔任同產業或其他產業公司董監事的次數，發現與本研究所採用組織層級的衡量指標（產業內連結與產業外連結）高度相關（相關係數皆為 0.99， $p < 0.01$ ）。此外，有些企業在建立董監事連結時，並非派任公司的董監事出任其他企業的董監事，而是由該企業的高階主管出任（Gultati & Westphal, 1999；Phan et al., 2003），其發揮的功能與雙方均為董監事並無太大差異，因此本研究的董監事連結亦包括高階主管連結。

(三) 經營績效部分

為避免單一公司績效指標可能造成的偏誤，本文同時採用會計指標與市場指標重複驗證，以增加實證結論的穩健性（robustness）（洪榮華、陳香如與王玉珍，2005；廖秀梅，2004）。在會計指標方面，本研究分別採用股東最關心的股東權益報酬率（ROE）及公司管理階層最關心的資產報酬率（ROA），但可能受到會計衡量上的扭曲，因此加入融入股價因素的市價淨值比（MTB）。此外，為排除短期異常狀況，且因一般董監事任期為三年，故本研究以三年（2002-2004）平均值為經營績效之衡量值。

（四）控制變數

本研究依據過去實證研究，將企業規模、負債比率、以及公司歷史加以控制。(1) 企業規模：本研究以資產總額取自然對數作為衡量指標。根據美國學者的研究（Mintz & Schwartz, 1985；Pennings, 1980；Burt, 1980）都認為資產大小是預測董監事連結行為最有效的指標，因此本研究將資產大小加以控制。(2) 負債比率：即負債帳面價值/資產帳面價值。代表企業對外部資金的依賴程度，根據 Jensen and Meckling（1976）的代理理論，當負債比率愈低，則企業的資本結構較健全，對債權人的保障愈大，因此會有較高的公司價值。(3) 公司歷史：公司歷史以其創立年數為衡量指標，根據 Phan et al.（2003）的研究，公司歷史也會影響到董監事連結，因為考慮台灣企業的特性，歷史越悠久的公司，越傾向家族企業，而 Burt（1980）研究發現家族控制的企業其董事會連結較低。

三、研究樣本

電子產業因所面臨的環境不確定性較高，再加上近年來隨著產業結構的調整，電子產業的蓬勃發展，主要技術與資本之結合，漸漸擺脫家族企業色彩，故電子產業較其他產業更重視公司治理，因此本研究所探討的對象是 93 年度在台灣證券市場掛牌的上市電子業，並將 93 年度發生停止買賣或已終止上市櫃等公司剔除，國營企業因法人股東主要由政府構成，其所指派董監事代表可能同時兼具內外部董事身分的性質，在衡量外部董事時為避免發生困擾，本研究亦將其排除在外。最後符合條件之實際樣本為 279 個觀測值。

因所有上市公司都必須在年報中採用詳細統一格式揭露董監事是否符合獨立性標準及董監事親屬關係等資訊，故本研究首先由台灣證交所公開資訊觀測站，下載 93 年度上市公司電子產業之年報，利用其中所揭露的三等親屬內關係列表及其他董監事資料，蒐集上述董監事連結及外部董事之詳細資訊；此外，關於企業規模、外部資金需求、董監事規模及經營績效等變數，則取自台灣經濟新報資料庫（TEJ）。

四、分析方法

本研究以多元迴歸分析，在控制可能影響的變數後，以迴歸係數及 p 值來判斷自變數對應變數解釋能力的強弱，並做迴歸基本假設檢定，以更深一層探討董監事結構、董監事連結與績效的關係。

肆、資料分析結果

一、研究變項的敘述統計和相關係數

表 1 為研究變項的敘述統計和相關矩陣。由 Pearson 相關係數可發現，獨立董監比及產業內連結皆對績效呈現正相關，董監事規模、以及外部非獨立董監比皆對產業內及產業外連結呈現正相關，而控制變數的企業規模也對連結行為呈現正相關，負債比率對公司績效呈現負相關，公司歷史則對連結行為及績效呈現負相關。

二、董監事結構、董監事連結與經營績效之關係

除了相關分析，本研究在控制企業規模、負債比率與公司歷史三個變數後，進行多元迴歸分析，驗證董監事結構、董監事連結以及經營績效之間的關係，亦即研究假設 (H1a~c; H2a~c; H3a~b)。另外，評估迴歸模型的共線性衡量指標為 VIF，當 VIF 大於 10 者則判定存在高度共線性的問題，本研究的 VIF 檢查顯示最高為 1.747，顯示模式之共線性問題已排除。此外，D-W 值介於 1.672 與 2.137 之間，顯示誤差項無自我相關現象，符合獨立性要求。

在董監事結構與績效方面，由表 2 之模式 1~3 可知，董監事規模與三種績效指標皆不據統計顯著性，即董監事規模對公司績效所產生之影響並不如本研究所預期，故未支持假設 1a；此外，為了評估目前證期會積極推動獨立董監事制度的預期成效，本研究將外部董監席次比率區分為獨立董監與外部非獨立董監兩個變數，從實證中看出，獨立董監比對三個績效指標皆為顯著正相關，支持假設 1b，而外部非獨立董監比對績效雖為正向，但卻不顯著，無法支持假設 1c，由此可知企業聘任獨立董監的確可發揮監督管理當局的功能，提高董事會的品質及效率，進而增進公司績效。

在董監事結構與董監事連結方面，由模式 6 及模式 7 可知，董監事規模與產業外連結顯著正相關，與產業內連結雖呈正相關但不顯著，故假設 2a 得到部分支持。而

表 1 變數之敘述性統計及相關矩陣

變數	平均數	標準差	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1.董監事規模	9.42	2.04										
2.獨立董監比	16.17	15.77	.07									
3.外部非獨立董監比	47.18	22.28	-.06	-.59**								
4.ROA	7.52	8.96	.04	.24**	-.15*							
5.ROE	9.16	18.51	.09	.24**	-.14*	.87**						
6.MTB	1.81	0.97	.06	.21**	-.10	.80**	.59**					
7.產業內連結	2.26	2.95	.20**	.04	.14*	.24**	.20**	.28**				
8.產業外連結	0.77	1.36	.25**	.00	.10	.08	.13*	.03	.29**			
9.企業規模	6.80	0.54	.32**	-.11	-.01	.04	.14**	.03	.28**	.35**		
10.負債比率	40.41	15.21	-.04	-.02	.08	-.43**	-.40**	-.22**	-.08	-.01	.06	
11.公司歷史	29.85	8.90	-.10	-.19**	-.05	-.23*	-.13*	-.30**	-.34**	-.20**	-.02	.04

*:p<0.05 (2-tailed); **:p<0.01 (2-tailed); n=279 資料來源：本研究整理

表 2^a 董監事結構、董監事連結、經營績效之迴歸分析

依變數 \ 自變數	模式 1	模式 2	模式 3	模式 4	模式 5	模式 6	模式 7	模式 8	模式 9	模式 10
	ROA	ROE	MTB	ROA	MTB	產業內連結	產業外連結	ROA	ROE	MTB
董監事結構：										
董監事規模	-.046	-.017	-.010	-.060	-.018	.089	.133**			
獨立董監比	.218**	.276***	.170*	.196**	.147*	.142*	.083			
外部非獨立董監比	.007	.059	.005	-.028	-.030	.223**	.155*			
董監事連結：										
產業內連結				.154**	.212**			.147*	.098	.208**
產業外連結				.007	-.083			-.005	.043	-.088
控制變數：										
企業規模	.103*	.198**	.063	.060	.032	.266***	.314***	.025	.119*	.014
負債比率	-.432***	-.409***	-.213***	-.416***	-.194**	-.098*	-.026	-.416***	-.392***	-.197**
公司歷史	-.172**	-.055	-.254***	-.128*	-.208**	-.278***	-.156*	-.163**	-.069	-.236**
R ² 增量				.018	.037					
偏 F 值				3.556*	6.158*					
R ²	.281	.251	.160	.299	.196	.229	.188	.254	.206	.170
調整 R ²	.265	.235	.141	.278	.173	.212	.170	.241	.191	.155
F 值	17.684***	15.209***	8.622***	14.401***	8.251***	13.491***	10.492***	18.609***	14.124***	11.188***
D-W 值	1.672	1.7	1.841	1.704	1.861	2.137	2.114	1.71	1.689	1.792
n	279	279	279	279	279	279	279	279	279	279

註 1：^a表內數字為標準化迴歸係數

註 2：*:p<0.05; **:p<0.01; ***:p<0.001 資料來源：本研究整理

獨立董監比則與產業內連結顯著正相關，與產業外連結雖呈正相關但不顯著，故假設 2b 亦得到部分支持。至於外部非獨立董監比對產業內與產業外連結皆呈現顯著正相關，假設 2c 得到支持。由此可知，董監事成員愈多，企業連結至不同產業的董監也就愈多，而其中外部非獨立董監因具備豐富的外部資源，故外部非獨立董監數的比例愈高，不論是產業內或跨產業的董監事連結數皆能增加。

而董監連結與經營績效方面，由模式 8~10 可知，產業內連結對會計指標 ROA 及市場指標 MTB 為顯著正相關，而產業外連結則與三個績效指標皆不顯著，故假設 3a 得到部分支持，而 3b 則不成立。此實證結果可從董監事連結功能的兩種不同觀點來討論。資源依賴理論認為企業為了降低環境不確定性，便透過水平或垂直連結，使得連結雙方均能獲利。而階級領導理論則認為企業精英透過董監事連結而同時佔有許多影響力的位置，進而支配政治或經濟決策，以增加私人利益。國內電子產業的特殊生態為垂直分工，上中下游緊密結合，彼此之間互利共生，成為環環相扣的供應鏈，故產業內連結較符合資源依賴理論。而產業外連結因無法為企業增加綜效，再加上連結是為了鞏固精英的社會影響力與私利，故無法增加公司的經濟效益。Bresser and Harl (1986) 則認為當連結行為帶來的非預期效果大於預期效果時，如企業因合作使得個別企業在做決策時自主性降低，則董監連結反而降低企業經營績效。

三、董監事連結的中介效果

在董監連結所扮演的中介角色方面，本研究進行三階段迴歸分析，決定是否滿足 Baron and Kenny (1986) 所提的中介變數成立之三條件。以下說明董監事連結為中介變數的分析三步驟：

- (一) 表 2 之模式 6 與模式 7 滿足中介的第一個條件，亦即自變數（董監事結構），對中介變數（董監連結）有顯著的影響。其中除了董監事規模對產業內連結不顯著及獨立董監比對產業外連結不顯著外，其餘董監事結構對產業內或產業外連結皆有顯著的影響，故條件一成立。
- (二) 表 2 之模式 8、模式 9、及模式 10 進行第二個條件的檢定，亦即中介變數（董監事連結），對依變數（ROA、ROE、及 MTB）有顯著影響。其中產業內連結對 ROA 及 MTB 有顯著的影響，故條件二也成立。
- (三) 模式 1、模式 3、模式 4 與模式 5 為檢驗中介變數的第三個條件，在模式 4 與模式 5，董監事結構與中介變數同時進入模式，其必須具備的條件是，中介變數（董監事連結）必須顯著影響依變數（ROA 及 MTB），而且董監連結扮演部份中介時，模式 4 與模式 5 中自變數的標準化係數應分別小於模式 1 與模式 3 的標準化係數；董監連結扮演完全中介時，模式 4 與模式 5 中自變數的標準化係數應該變成

不顯著。

由於三個績效指標中，連結行為與 ROA 及 MTB 顯著相關，故以 ROA 及 MTB 代表績效指標以驗證中介角色。在績效指標為 ROA 時，比較模式 1 與模式 4，偏 F 值為 3.556 ($p < 0.05$)，董監連結對經營績效的解釋能力增加 1.8%；而在績效指標採用 MTB 時，比較模式 2 與模式 5，偏 F 值為 6.158 ($p < 0.05$)，董監連結對經營績效的解釋能力增加 3.6%。其中，產業內連結對經營績效 (ROA 及 MTB) 有顯著正相關 (標準化係數分別為 0.154 及 0.212)。受中介效果影響，獨立董監比雖為顯著，但其對績效之影響力已降低，而董監事規模與外部非獨立董監比仍不顯著且係數已降低。由此可知董監連結在董監事結構對經營績效上扮演部份中介角色，故支持假設 4。

四、控制變數對董監事連結與經營績效的影響

至於控制變數對董監事連結與經營績效的影響，企業規模與董監連結呈現顯著正相關，顯示當企業規模愈大，為了降低外部環境的影響，公司與環境的連結會隨著組織規模擴大而增加 (Mintz & Schwartz, 1985; Pennings, 1980; Burt, 1980)。其次，負債比率與經營績效呈現顯著負相關，顯示當負債比率過高，利息費用除了會減少公司盈餘外，其稅盾效果會使經理人傾向選擇高風險專案，而降低公司的績效 (Morck, Shleifer & Vishny, 1988)，因此負債比率愈低，企業的資本結構也愈健全，對債權人的保障愈大，因而有較高的公司價值 (Jensen & Meckling, 1976)。而公司歷史與董監連結呈現顯著負相關，此亦符合本研究的預期，公司歷史愈悠久，愈傾向家族企業，因此企業間連結程度愈低 (Burt, 1980)。

伍、結論及後續研究方向

一、結論

近年來雖然探討公司治理之研究相當豐富，但董監連結的議題卻相當少，且在董監連結的研究方面，之前國內的研究多著重在影響董監連結之成因 (劉韻僖, 2002)，而本研究首先嘗試探討董監連結在董監結構與經營績效中所扮演的中介角色，期將有助於提供證期會近年來推動獨立董監成效及解釋公司法第 209 條有關「競業禁止」條款之參考。

本研究利用台灣 279 家上市的電子產業董監事資料，發現整體電子產業的平均連

結次數為 3.03 次，此數據不到美國製造業平均董監事連結 8.8 次的一半（Mintz & Schwartz, 1981），也比新加坡企業的平均連結 6.6 次少（Phan et al., 2003），顯示台灣電子產業的連結現象不若美國與新加坡，而此結果反映出國內法令環境對企業董監事連結的影響，因為國內公司法對於企業董事的競業禁止與類似雙方代理行為皆有所限制。此外，75%的董監事連結是產業內連結，此產業內連結的現象明顯高於美國企業產業內連結之 12.5%（Dooley, 1969）以及新加坡企業產業內連結之 23.4%（Phan et al., 2003）。其中主要的原因除了美國有採取法律行動禁止水平連結外，國內電子產業亦傾向在同業之間建立水平連結或垂直連結。水平連結能夠協助企業應對競爭者之不確定性；而垂直連結則藉由與上下游供應鏈建立連結，在垂直分工下，降低交易成本。因此不論水平或垂直連結都能因此獲得更好的資訊，透過企業之間相互結合，提升彼此之競爭力。

以往大部份文獻均認為在資源依賴理論下，企業透過連結行為可以增加對資源及資訊的獲取，進而增加企業經營績效。但本研究經由細分產業內連結與產業外連結，發現不同連結行為與績效的關係並不一致，此主要因國內電子產業緊密垂直與水平合作的特殊生態，故產業內連結對績效有顯著的正面影響，產業外連結則不一定。

此外，在董監事結構中，獨立董監對績效有顯著的正向直接效果，顯示獨立董監的確可以在董事會成員間形成良性制衡，發揮監督管理者的功能，提高董事會的決策品質及效率，進而增進公司經營績效；除了直接效果，獨立董監更可透過董監事產業內連結的中介影響，進而對公司績效產生間接效果。而董監事規模與外部非獨立董監比則對董監連結有顯著直接正向影響，故企業可藉由增加外部非獨立董監事的席次，增加企業的外部資源，並透過產業內的董監連結，與同業間產生共生互利的模式，進而增加企業績效。因此，董監連結在董監事結構與經營績效關係上扮演部份中介效果，而其中產業內連結的中介效果大於產業外連結。

二、理論貢獻

本研究綜合代理理論與資源依賴理論，實證探討董監事結構、董監事連結與經營績效之關係。其中代理理論強調董事會之獨立性，Zahra and Pearce（1989）認為較大的董事會規模與外部董事成員，使董事會能擁有多樣性專業背景之董事，也較不容易被經營者掌控，進而提升企業經營績效。本研究發現，雖董事會規模與外部非獨立董監事對經營績效影響不顯著，但獨立董監事的確與經營績效顯著正相關，此符合代理理論對獨立性之重視。

在資源依賴理論部分，該理論視董事會為企業與環境之重要界線，不論是董事會規模、外部董事或董監事連結，皆可作為資源依賴理論的表徵（謝錦堂，2003），協助企業取得重要資源，降低外部環境之不確定性，並提升公司績效。本研究發現，獨立董監事及產業內連結皆對經營績效有顯著的直接效果，而獨立董監事還透過產業內連結之中介角色，對經營績效具間接效果，故資源依賴理論亦得到支持。

三、管理意涵

首先，由本研究結果得之，董事會規模與外部非獨立董監對績效而言並不顯著，但獨立董監的確與績效顯著正相關，故董事會之「質」較「量」來得重要，尤其是董事會的獨立性攸關公司經營績效，獨立董監因無直接受雇於公司，也與公司沒有個人或專業關係，相對而言較能以超然立場及專業能力，提供經營者許多建言，並有效監督管理者，以提高董事會成效與企業經營績效。故證期會近年來推動的獨立董監成效亦得到支持。

其次，研究發現並非所有連結行為皆與績效相關，因台灣電子產業傾向建立緊密的垂直與水平合作，故只有相同產業內的連結行為，能提升企業經營績效。此結果說明了連結行為必須加以適當的管理，才能發揮預期效果。

四、研究限制與後續研究

在進行獨立董事與外部非董事的身分界定時，由於定義過於僵化，有時會發現符合外部非獨立董監事資格的董監事，實為家族集團但非二等親以內的成員或為彼此有商業往來關係之其他企業的互派董事，這類董事名義上雖為外部非獨立董事但實質上卻擁有內部董事的特質，礙於規定仍須歸為外部非獨立董事，可能對實證結果產生偏差。此外，雖證期會規定必須揭露董監事兼任其他公司職務之資訊，但仍有許多公司未充分揭露，本研究只能透過年報交叉比對，以得到更完整的董監事連結資訊。

有關連結行為與績效之關係，將來若能克服如何區分連結行為之強弱、方向，並納入非財務績效指標，則應能獲得更理想的結論。此外，本研究只討論靜態的董監連結情況，至於加入時間縱斷面以探討破裂後連結重建或新建立的動態連結，則是將來研究上努力的方向。

參考文獻

一、中文部分

1. 柯承恩(2000),我國公司監理體系之問題與改進建議(上),會計研究月刊,173,80-81。
2. 洪榮華、陳香如與王玉珍(2005),公司內部治理機制與公司績效之關係—股權結構與董事會特性的觀點,輔仁管理評論,12(3),23-40。
3. 莊正民、朱文儀與黃延聰(2001),制度環境、任務環境、組織型態與協調機制—越南台商的實證研究,管理評論,20(3),123-151。
4. 證券暨期貨市場發展基金會(2003),公司治理,台北:證券暨期貨市場發展基金會。
5. 陳銘嘉與邱素津(2006),公司治理機制與公司價值之研究,興國學報,5,35-51。
6. 楊子江(1987),策略性組織關聯與事業風險及財務報酬之研究—大型企業董監事連結類型的比較分析,政治大學企管研究所未出版博士論文。
7. 廖秀梅(2004),董事會結構特性與公司績效之關聯性研究—探討台灣家族控制企業因素的影響,台北大學會計學研究所未出版博士論文。
8. 葉銀華、邱顯比與張銘煌(1999),基金經理人更換、董事會組成與績效之研究,證券市場發展,11(1),25-60。
9. 劉韻僖(2002),上市公司董事會連結之研究,管理學報,19(5),901-926。
10. 謝錦堂(2003),董事會的功能構造與結構特徵,全國律師,7(9),76-87。

二、英文部分

1. Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 31, 377-397.
2. Bacon, J. (1973). Corporate directorship practice: member and committees of the board. NEW YORK: The conference board.

3. Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: conceptual, strategic, and statistical consideration. Journal of Personality and Social Psychology, 51(6), 1173-1182.
4. Bazserman, M. H., & Schoorman, F. D. (1983). A limited rationality model of interlocking directorates. Academy of Management Review, 8(2), 206-217.
5. Bhagat, S., & Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. The Business Lawyer, 54, 921-963.
6. Boyd, B. (1990). Corporate linkages & organizational environment: a test of the resource dependence model. Strategic Management Journal, 11(6), 419-430.
7. Bresser, R. K., & Harl, J. E. (1986). Collective strategy: vice or virtue? Academy of Management Review, 11(2), 408-427.
8. Burt, R. S. (1980). Cooptive corporate actor networks: A reconsideration of interlocking directorates involving American manufacturing. Administrative Science Quarterly, 25, 557-582.
9. Burt, R. S. (1983). Corporate Profits and Cooptation: Networks of Market Constraints and Directorate Ties in the American Economy. New York: Academic Press
10. Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1994). Bankruptcy and corporate governance: the impact of board composition and structure. Academy of Management Journal, 37(6), 1603-1617.
11. Daily, C. M. (1995). The relationship between board composition and leadership structure and bankruptcy reorganization outcomes. Journal of Management, 21(6), 1041-1056.
12. Daily, C. M., & Schwenk, C. (1996). Chief executive officers, top management team, and boards of directors: congruent or countervailing forces? Journal of Management, 22, 185-208.
13. Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. Strategic Management Journal, 19, 269-290.

14. Dooley, P. C. (1969). The interlocking directorate. American Economic Review, 59, 314-323.
15. Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. Academy of Management Review, 14(1), 57-74.
16. Fama, E. E., & Jenson, M. C. (1983). Separation of ownership and control. Journal of Law and Economics, 26, 301-325.
17. Gulati, R., & Westphal, J. D. (1999). Cooperative or controlling? The effects of CEO-Board relations and the content of interlocks on the formation of joint ventures. Administrative Science Quarterly, 44, 473-506.
18. Hanson, R. C., & Song, M. H. (2006). Corporate governance and asset sales: the effect of internal and external control mechanisms. The Financial Review, 41, 361-386.
19. Hillman, A., Cannella, A., & Paetzold, R. (2000). The resource dependence role of corporate directors: strategic adaptation of board composition in response to environmental change. Journal of Management Studies, 37, 213-255.
20. Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3, 305-360.
21. Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control system. Journal of Finance, 148, 831-880.
22. Johnson, J. L., Daily, C. M., & Ellstrand, A. E. (1996) Boards of directors: a review and research agenda. Journal of management, 22(3), 409-438.
23. Koenig, T., Gogel, R., & Sonquist, J. (1979). Models of the significance of interlocking corporate directorates. American Journal of Economics and Sociology, 38, 173-186.
24. Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. Business Lawyer, 48, 1992, 59-77.
25. Mintz, B., & Schwartz, M. (1981). Interlocking directorates and interest group formation. American Sociological Review, 46, 851-869.
26. Mintz, B., & Schwartz, M. (1985). The power of American business. Chicago: University of Chicago Press.

27. Mizruchi, M. S. (1996). What do interlocks do? An analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates. Annual Review of Sociology, 22, 271-298.
28. Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. Journal of Financial Economics, 20, 293-315.
29. Ong, C. H., Wan, D., & Ong, K. S. (2003). An exploratory study on interlocking directorates in listed firms in Singapore. Corporate Governance, 11, 322-334.
30. Peng, M. W. (2004). Outside directors and firm performance during institutional transitions. Strategic Management Journal, 25, 453-471.
31. Pennings, J. M. (1980). Interlocking Directors. Jossey-Bass Inc.
32. Pfeffer, T. J., & Salancik, G. R. (1978). The External Control of Organizations. New York: Harper & Row.
33. Phan, P. H., Lee, S. H., & Lau, S. C. (2003). The performance impact of interlocking directorates: the case of Singapore. Journal of Managerial Issues, 15(3), 338-352.
34. Schoorman, F. D., Bazerman, M. H., & Atkin, R. S. (1981). Interlocking directorates: A strategy for reducing environmental uncertainty. Academy of Management Review, 6, 243-251.
35. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. Journal of Finance, 52, 737-783.
36. Ulrich, D., & Barney, J. B. (1984). Perspectives in Organizations: Resource dependence, Efficiency, and Populations. Academy of Management Review, 9(3), 471-482.
37. Wan, D., & Ong, C. H. (2005). Board structure, process and performance: evidence from public-listed companies in Singapore. Corporate Governance, 13(2), 277-290.
38. Weisbach, M. S. (1988). Outsider directors and CEO turnover. Journal of Financial Economics, 20, 431-460.
39. Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. Journal of Financial Economics, 40, 185-211.

40. Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. Journal of Management, 15, 291-334.
41. Zajac, E. J. (1988). Interlocking directorates as an interorganizational strategy: a test of critical assumptions. Academy of Management Journal, 31(2), 428-438.
42. Zajac, E. J., & Westphal, J. D. (1996). Director reputation, CEO-Board power, and the dynamics of board interlocks. Administrative Science Quarterly, 41, 507-529.

2006年06月01日收稿

2006年09月28日初審

2007年01月31日複審

2007年03月14日接受