

董事會特性與 IPO 異常現象

江淑貞*

摘要

本文以 2002-2015 年在台灣股市辦理 IPO 的 803 家公司為分析對象，討論忙碌董事會、董事特性對 IPO 長短期績效之影響。根據本文的實證結果顯示：忙碌董事會的存在，有助於降低初始報酬，並對長期績效有邊際顯著的正向影響。另外，在上市、上櫃的分群的分析結果則顯示：忙碌董事會、董事特性對短期績效的影響，在上市公司與上櫃公司並不相同。對上市公司而言，忙碌董事會的存在不但無法降低短期初始報酬，甚至對長期績效具顯著負向影響。反觀在上櫃公司部分，忙碌董事會的存在不但顯著降低短期初始報酬，也對長期績效有著顯著的正向影響。

關鍵詞：忙碌董事會、董事特性、IPO 異常現象

壹、前言

自從 2000 年安隆、世界通訊事件後，公司治理 (corporate governance) 開始受到重視。然而何謂公司治理？一般而言，公司治理機制包含的層面很廣，包括內（外）部股東、債權人、董監事等，都扮演很重要的角色。對於準

* 本篇論文感謝科技部計畫補助 (103-2410-H-030-031-)。通訊作者：江淑貞，輔仁大學企管系，24205 新北市新莊區中正路 510 號，Tel: 02-2905-3935，Fax: 02-2908-9219，E-mail: 054399@mail.fju.edu.tw。

備 IPO、IPO 初期的公司而言，大規模的外部股東（如外資等機構投資人、策略性投資人）才剛要引進，此時董事會則是公司治理的最重要機制。只是哪一種類型的董事會的組成才能發揮最有效率的公司治理呢？

一般文獻對於最適董事會特性^(註1)的討論，大多是針對上市多年的一般公司，鮮少針對 IPO 公司。然而最適董事會組合可能不是放諸四海皆準、只有一種模式(one-size-fits-all)。尤其準備 IPO 或 IPO 初期的公司通常是公司規模較小、較年輕的公司，相對一般大型、成熟的已上市公司，所作的有關最適董事會特性之推論，不一定適用於 IPO 公司。再者，對 IPO 公司而言，最重要的任務就是如何成功地辦理首次股票發行，而非只是極大化公司價值。在公司特性不同、追求目標差異下，不禁令人懷疑 IPO 公司的董事會結構是否與上市多年的一般公司相同？尤其 IPO 公司常見的異常現象，包括短期高初始報酬(initial return, 即所謂的蜜月效果)、長期績效不彰，會不會就是與董事會組成不同導致公司治理機制能否順暢運作有關？

針對「董事會特性如何影響 IPO 公司」的議題，過去文獻多以董事會規模、董事會獨立性、董事持股、控制股東所有權等為公司治理或董事會組成的代理變數。本文特別針對董事兼職情形（即忙碌董事會^(註2)）的影響予以討論，除此之外，本文也討論的董事的性別、專業性等。另外，不只針對 IPO 短期的初始報酬如何受董事會特性的影響，本文更將 IPO 公司長期績效不彰的現象一併納入分析。

由於 IPO 是第一次發行股票，如何發行、發行數量、承銷價格、如何引進各種特性投資人以達最適股權結構等決策，如果公司能有 IPO 相關經驗的董事，應該有助於公司 IPO 的股票發行。基於這種諮詢顧問(advisory)的原因，Field *et al.* (2013)發現：美國的 IPO 公司存在忙碌董事(busy board; 或謂多重董事 multiple board)的情形相當普遍，然而台灣呢？忙碌董事是扮演公司門神^(註3)，還是因為忙碌導致分身乏術的失職等負面角色，還是台灣 IPO 公司的董事也肩負提供承銷的諮詢顧問之正面功能呢？忙碌董事在台灣的 IPO 也是普遍存在嗎？或者，台灣的 IPO 其承銷相關事務完全仰賴承銷商，所以忙碌董事並不普遍呢？忙碌董事對於 IPO 的異常現象，如短期的初始報酬與長期績效不彰是否也是有關呢？

對於上述課題，本文以 2002^(註4)年-2015 年在台灣股市辦理 IPO 的 803

家公司為分析對象，討論忙碌董事會、董事特性對IPO長短期績效之影響。根據本文的實證結果顯示：忙碌董事會的存在，有助於降低初始報酬，並對長期績效有邊際顯著的正向影響。換言之對台灣的IPO公司而言，忙碌董事會是提供公司諮詢顧問、專業之正面功能，這個結果與Field *et al.* (2013)相似。另外，基於台灣上市、上櫃條件不同，上市櫃公司特性亦有所差異下，本文進一步區分兩群樣本加以分析。在分群的實證結果顯示：忙碌董事會、董事特性對短期績效的影響，在上市公司與上櫃公司並不相同。對上市公司而言，忙碌董事會的存在不但無法降低短期初始報酬，甚至對長期績效具顯著負向影響。反觀在上櫃公司部分，忙碌董事會的存在不但顯著降短期的低初始報酬，也對長期績效有著顯著的正向影響。本文推論由於上櫃條件不論是在公司年齡、公司規模、獲利情形，都較上市要求低，在公司初次上市、資訊不對稱時，上櫃公司聘任的忙碌董事，將更重視其諮詢、專業、品質保證的功能，使得上櫃公司忙碌董事會的存在，不但有利於短期初始報酬的降低，更能有效提升長期績效。

Field *et al.* (2013)是與本文最相近的文獻。Field *et al.* (2013)討論忙碌董事為何普遍存在於IPO公司，進而根據其實證結果發現：忙碌董事的存在對於IPO公司的績效有正面的影響。與Field *et al.* (2013)不同的是：本文的董事會組成因素除了有忙碌董事、董事年資、獨立董事、董事會規模外，還試圖增加董事性別、專業與董事持股等。在IPO績效變數方面，Field *et al.* (2013)並未著墨短期的蜜月效果，只有探討IPO長期績效^(註5)。然而，相較於美國股市的IPO初始報酬大約為10%上下，台灣的蜜月效果更是高達30-55%^(註6)，因此對於董事會特性如何影響蜜月效果、忙碌董事會是否可以降低蜜月效果，更是研究台灣IPO異常現象的重點。有鑑於此，本文同時探究IPO長短期異常現象如何受董事會組成之影響。就吾人所知，本文應該是首篇探討忙碌董事對IPO長短期異常現象間關係之研究。最後，台灣股市投資人散戶居多、公司股權與經營權結構也有美國的公司屬性有所不同。美國的忙碌董事多以具經營或管理其他公司經驗的實務界人士為主，台灣的股市因為家族企業比例偏高，使得忙碌董事有一定的比例是來自家族企業董事的兼任；另外，來自學界或政治界的董事，也佔台灣忙碌董事一定的比例。因此，在Field *et al.* (2013)針對美國IPO樣本的分析外，本文的討論

更可以提供不同屬性股市下，不同屬性的忙碌董事對於 IPO 公司的長短期績效是否都具有正面影響力。

本文共分為五部分。首先是前言，說明研究背景、動機與目的。第二部分是文獻探討。第三部分是研究方法，說明研究期間、變數定義與分析模型。第四部分是實證政結果。第五部分是結論。

貳、文獻探討

一、董事會組成與公司績效

(一) 忙碌董事（即董事兼職）與公司績效

同時擔任多家公司的董事被稱為忙碌董事(busy board, 或稱多重董事 multiple board, overboarded director)。基於每個人時間有限，同時兼職多家公司的忙碌董事最被質疑的是無法提供有效的監督(less effective monitors)；然而從另一個角度來看，能夠同時兼職多家公司的董事，也可能是因為本身擁有較高的能力與豐富的經驗，能夠提供公司極佳的諮詢與顧問(excellent advisor)。到底忙碌董事的存在是有助於公司績效的提升還是公司治理機制的降低？

對於忙碌董事持正面的論點與文獻有：

Fama and Jensen (1983)可說是最早討論董事兼職是否影響公司績效的重要文獻。Fama and Jensen (1983)認為能夠同時兼職多家公司董事者，代表其個人過往卓越的監督能力，所以忙碌董事的存在反而讓投資人認定是一優質的董事會。再者如 Coles and Hoi (2003), Brickley *et al.* (1999), Bugeja *et al.* (2009), Gilson (1989, 1990), Kaplan and Reishus (1990), and Fich and Shivdasani (2007)也都發現管理能力較佳的董事的確會被其他的公司要求擔任董事。

Arranz-Aperte and Berglund (2008)認為忙碌董事是基於董事個人的高能力，導致公司爭相聘之所致，並以 2002-2006 年 27 個歐盟國家 5135 家公司為分析樣本，分析每位董事的才能與公司績效之連動關係。根據其實證結果發現：忙碌董事的產生是因為該董事能力較高所致，所以忙碌包括董事並不會導致監督水準降低，忙碌董事反而有利公司績效的提升。

對於忙碌董事持中立的論點與文獻有：

雖然實務上對於忙碌董事有許多疑慮：認為時間、精力有限的情形下，同時兼任多家公司的董事恐有怠惰職務、公司間聯合詐騙(fraud)情事，因而對於董事兼任有許多規範^(註7)。Ferris *et al.* (2003)以 1995 年美國 3190 家公司為分析對象。在 29554 人次的董事中有 7193 人次為兼任 3 家（含 3 家）公司以上董事的多重董事（multiple director, 或稱忙碌董事），大約佔了 16%。根據 Ferris, Jagannathan, and Pritchard (2003)的實證結果顯示：董事兼職並不影響公司的績效，甚至公司第一次宣布董事會成員有忙碌董事時，市場反應的宣告效果還是正向的。再者，忙碌董事的存在也與公司的詐騙訴訟沒有關係。

Andres *et al.* (2013)以 2003-2006 年 133 家德國的公司為分析樣本，在董事會兼任部分，並非只以一般文獻所謂的忙碌董事(busy board; 即同時擔任三家公司董事者)分析，而是近一步計算公司間董事的社會連結(social network)。其實證結果發現：真正會影響公司績效是公司董事間的連結程度，公司間的董事連結越是密切，公司績效不但越差、董事薪水也較高。因而推論公司間的董事連結只會導致監督機制不彰。至於忙碌董事的比例高低，則不影響公司績效。

對於忙碌董事持負面的論點與文獻有：

Core *et al.* (1999)認為董事兼職只是徒增個人財富與私人利益，完全無助於公司績效之提升，並以 1982 年-1984 年美國的 205 家公司為分析樣本，發現「公司董事報償偏高」的情形與「忙碌董事的存在」有正向關係，因而推論忙碌董事的存在意味著公司治理機制不佳，因而導致董事的報酬浮濫。

Fich and Shivdasani (2006)以 1989 年-1995 年美國Forbes前 500 大公司為驗證對象，分析忙碌董事是否可以有效監督公司？其實證結果顯示：存在忙碌董事的公司不但公司價值較低、獲利性也較低、CEO 因公司績效不佳而更替的情形也較少。Fich and Shivdasani (2006)因而推論忙碌董事的存在意味著公司治理機制不佳。

林書平(2007)以 2005 年台灣電子公司為樣本，討論忙碌董事會對公司經營績效之影響，其實證結果顯示：忙碌董事會對公司績效有顯著負向影響；忙碌的外部董事比例和經營績效則無顯著影響；忙碌董事兼任總經理、專業背景、開會情況對資產報酬率皆有顯著影響；而忙碌董事聲譽對經營

績效則不具顯著影響。

(二) 董事持股、董事會規模、董事性別與公司績效

李馨蘋、莊宗憲(2007)以 1994 年至 2003 年間台灣上市公司資料探討股權結構、董事會規模與公司績效之關係。實證結果顯示內部人持股比例、董事會規模、機構法人持股比例與公司經營績效四者彼此間互相影響，具有內生效果。其中，董事會規模越大對公司績效具有顯著正向影響。

王祝三等人(2009)以 1996 年-2005 年台灣上市公司，驗證良好的公司治理是否可以提升公司績效？根據其實證結果發現：董事會規模越小、公司治理反而越佳；公司治理越佳的公司，的確在有形固定資產有關之資本支出可以發揮正面效益，進而提升公司價值。

Adams and Mehran (2012)針對美國 1986 年-1999 年 35 家曾經因為金融危機而被公開大額交易的銀行為研究對象，討論董事會組成如何影響其績效。根據其實證結果發現：董事會規模越大（即董事人數越多）、績效越佳；不過如果董事人數增加是因為來自各分行，則容易造成董事會運作的複雜度。另外，董事會的獨立性則不影響其績效。

Pathan and Faff (2013)同樣是探討美國銀行業的公司績效如何受到董事會組成的影響，根據 1997-2011 年 212 家公司的實證結果發現：董事會的性別才是影響績效的重要因素，2002 年以前，女性董事比例越高，績效越差；2002 年以後，尤其是金融危機期間（2007 年-2011 年），女性董事比例越高，績效則可有效提升。至於董事會的規模與獨立性與績效並無關係。

二、IPO 公司的董事會組成

首先在忙碌董事對 IPO 公司的影響：儘管實務上與某些文獻認為忙碌董事意味著無效率的監督，Field *et al.* (2013)認為對 IPO 公司而言，有經驗忙碌董事雖然無法有效監督公司，但對於「如何順利成功地發行股票，打響公司知名度」卻能提供絕佳的諮詢、顧問。因此在 Field *et al.* (2013) 1996 年-2008 年美國 1099 家的 IPO 公司中，將近 50% 以上的公司都是忙碌董事會；忙碌董事的存在不只對於 IPO 後一年的績效有正面的影響^(註 8)；存在忙碌董事的 IPO 公司在 IPO 後發生「下市」、「遭受不利的公司價值的收購」、「盈餘重編(*restate earnings*)」或「董事報價偏高」的不力情形也顯著較少。

至於獨立董事對於 IPO 公司的影響：Roosenboom (2005)認為獨立董事的存在與創投的參與是解決 IPO 公司代理問題的重要因素，然而 Roosenboom (2005)以法國的 IPO 公司為研究對象，發現管理階層（owner-manager, 例如內部董事）的影響力越大，獨立董事的比例就越低，使得董事會的監督機制降低。不過，此時若有創投的有效介入，則可降低此一負向影響。基本上，Roosenboom (2005)與 Baker and Gompers (2003)的研究方向與結論相當一致。

最後在董監事持股對於 IPO 公司的影響：Yeh *et al.* (2008)探討公司治理機制如何影響 IPO 公司的承銷價與初始報酬。Yeh *et al.* (2008)以董事會中的控制股東所有權、所有權與經營權偏離情形做為判斷公司機制優劣：當控制股東所有權（持股）越多、所有權與經營權偏離情形越低時，控制股東將更努力監督公司經營、創造公司價值，如此較佳的公司治理機制也得以在上市後吸引更多的投資人買進，因而使得初始報酬較大。比較 Yeh *et al.* (2008)，本文也是討論公司治理機制中董事會結構對於 IPO 異常現象的影響，然而在董事會結構的因素部分，本文主要是討論董事兼職、董事年資、獨立董事、性別、教育程度、每年董事會次數、董事會出席率等因素對於 IPO 長短期異常現象之影響，Yeh *et al.* (2008)則是強調控制股東扮演的角色如何影響 IPO 短期的初始報酬。

參、研究方法

本文的主軸在於引進公司治理機制中的董事會特性，以探討董事的兼職、性別、年資與董事規模等因素如何影響 IPO 公司短期的承銷價訂定與初始報酬、以及 IPO 後長期的績效表現。因此，本文先說明「董事結構」、「IPO 短期效率指標」、「IPO 長期績效」與相關控制變數的定義，接著介紹研究期間與樣本分布，最後說明研究模型。

一、變數定義

(一) IPO 公司長短期績效之定義

在短期績效指標，本文以初始報酬與淨初始報酬作為衡量 IPO 公司短期績效之代理指標，長期績效指標則以相對財富(relative wealth)為代理指標，個變數定義如下：

1. 初始報酬 (IR)：以漲跌停打開日之收盤價作為計算基礎，計算公式如下

$$\text{初始報酬}(IR) = \frac{IP - OP}{OP},$$

其中 IP 為上市後股價，承銷舊制下，上市後股價為漲跌打開日當天的收盤價；而在 2005 年之後的承銷新制下，上市後股價為上市第一天的收盤價。OP 為承銷價。

2. 淨初始報酬(NIR)：初始報酬扣除承銷期間大盤報酬率，計算公式如下

$$\text{淨初始報酬}(NIR) = IR - r_m$$

其中 r_m 為承銷期間之市場報酬。

3. 長期績效指標：本文參考 Ritter (1991)，計算上市後 1、2、3 年的相對財富 (wealth relatives) 分別為 WR(1)、WR(2)、WR(3)，其定義如下：

$$WR(n) = \frac{1 + \left(\prod_{t=1}^{12*n} (1 + r_{IPOs,t}) - 1 \right)}{1 + \left(\prod_{t=1}^{12*n} (1 + r_{m,t}) - 1 \right)}, n = 1, 2, 3.$$

其中 r_{IPOs} 為 IPO 個股上市後月報酬率， r_m 為對應之市場月報酬率。當 WR 越大，表示長期績效越佳。WR>1，表示 IPO 個股的表現優於大盤；WR<1，則表示 IPO 個股的表現比大盤差。

(二) 忙碌董事會、董事特性相關變數之定義

1. 忙碌董事會：該公司忙碌董事比例超過 1/3 則稱之（註 9）。

其中：忙碌董事是指該位董事當年度同時兼任 3 家（含 3 家）公司以上的董事。至於每位董事兼職家數是根據每年各家董事的姓名與學歷等是否相同，判斷該位董事是否同時兼任多家公司的董事。

2. 董事會規模：每家公司的董監事席次。

3. 女性董監事比例：每家公司女性董監事人數/每家公司董監事人數。

4. 董事年資： $\frac{\sum_{i=1}^n \text{董事年資}}{n}$ ，i 為第 i 家公司。

5. 董監事財務（會計、法律）專業人數：每家公司董監事中具有財務（會計、法律）專業席次。
6. 獨立董事比例：每家公司獨立董事人數/每家公司董事人數。獨立董事的判別則依「董監經理人學經歷」中職位敘述或獨立代碼。
7. 董監事持股：IPO 公司上市上櫃前一年之董監事持股比例。

（三）控制變數

1. 承銷方式：承銷方式為虛擬變數。若承銷方式為詢價圈購，則為 1，否則為 0。
2. 會計師聲譽：會計師聲譽為虛擬變數，若樣本公司上市上櫃前一年度的財務報表為前四大會計師事務所（安侯建業、勤業眾信、致遠與資誠）所簽證，則為 1，否則為 0。
3. 承銷商聲譽：承銷商聲譽為虛擬變數。若主辦承銷商在樣本公司上市上櫃前兩年的承銷金額佔有率在中位數以上，則為 1，否則為 0。
4. 承銷期間：承銷公告日到上市日之間的天數。
5. 中籤率：可中籤數量/總申購數。
6. 上市別：虛擬變數，上櫃公司為 1，上市公司者為 0。
7. 電子業：虛擬變數，電子公司為 1，非電子公司為 0。
8. 公司年齡：IPO 公司設立日期至初次上市上櫃日期之間的年數。
9. 公司規模：IPO 公司上市上櫃前一年底之總資產資料。
10. 負債比率：IPO 公司初次上市櫃時之負債除以股東權益。
11. 每股盈餘：IPO 公司初次上市櫃時之每股盈餘。
12. 年度：上市年度於 2002 年至 2015 年，依序為 0 至 13。

二、研究期間、資料來源與樣本分布

本文以 2002 年-2015 年在台灣股市辦理 IPO 的公司為樣本。有關董事組成的變數主要來自台灣經濟新報中的「董監事職責與專業度」各個子資料包括董監經理人學經歷、董監事職責與專業度等等。其中，「董監經理人學經歷」的資料期間是 2002 年-2015 年；「董監事出席狀況」的資料期間是 2006 年-2014 年（2014 年部分資料不全）；「董監事職責與專業度」的資料期間是 2006 年-2014 年（2014 年部分資料不全）。由於董監事出席、薪酬等

資料期間較短，因此本文未予討論，只討論董事會規模、兼職、年資、學歷、獨立性與持股等特性。另外，本文將TDR、第一上市^(註10)、金融股、不動產投資信託、上櫃轉上市等公司樣本予以刪除後，逐年樣本家數彙總於【表1】。

從【表1】可知：本文的樣本總計803家IPO公司，2004年前，每年IPO家數大多超過100家，2005年開始IPO當年的公司每年大約維持在50家左右。在董事會特性部分，每一年董事會規模大約都維持在10席左右。忙碌董事的比例則介於19.05%~28.27%，忙碌董事會則介於21.57%~39.47%，不論是個別的忙碌董事比例或是整體的忙碌董事會比例，都在2010年達到最高。至於董事會的獨立性方面，獨立董事比例介於16.05%~35.61%，值得注意的是2002年與2013年的獨立董事比例都不到20%，分別只有16.05%與18.05%。

表1 樣本分布

年度	IPO 家數	董事會規模	忙碌董事比例%	忙碌董事會%	獨立董事比例%
2002	135	9.50	20.77	31.11	16.05
2003	101	8.56	23.29	33.66	31.09
2004	98	8.69	22.23	32.65	34.86
2005	59	9.75	19.05	33.90	31.23
2006	44	9.95	23.66	22.73	35.61
2007	51	9.82	22.21	21.57	31.59
2008	36	9.50	19.25	22.22	29.61
2009	37	10.05	25.58	29.73	24.99
2010	38	9.89	28.27	39.47	26.46
2011	59	10.39	24.73	33.90	28.17
2012	47	10.02	27.63	34.04	27.14
2013	43	10.58	21.42	25.58	18.05
2014	35	10.34	19.14	22.86	27.95
2015	20	9.65	21.09	25.00	29.16
總計	803	9.59	22.56	30.26	27.41

三、研究模型

本文討論「董事會組成的差異是否與IPO的異常現象（包括短期的初始報酬及長期的績效不彰）有關？」。分析模型的應變數為初始報酬、淨

初始報酬與長期績效。主要自變數則是董事會特性相關變數；承銷相關變數、公司特性則為控制變數。其迴歸模式如下：

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \beta_4 X_{4i} + \varepsilon_i ,$$

其中

Y_i ：分別指上市承銷時之初始報酬、淨初始報酬與長期績效。

X_{1i} ：指董事會結構，包括董事兼職（例如忙碌董事會）、董事會規模、性別（例如女性董事比例）、年資、專業與否（有財務、會計、法務方面的專才的董事）。

X_{2i} ：指董事的其他特性，例如獨立董事比例、董監持股。

X_{3i} ：指承銷相關變數的向量，包括承銷方式、會計師聲譽、承銷商聲譽、承銷期間、與中籤率等。

X_{4i} ：指公司特質相關變數的向量，包括上市別、電子業、公司年齡、公司規模、負債比率、每股盈餘與年度等控制變數。

ε_i ：指誤差項。

肆、實證結果

一、敘述統計

首先，針對 IPO 長短期績效。從【表 2】的 Panel A 可知：台灣 IPO 的初始報酬平均仍高達 33.691%，考量（平減）同時間股市大盤報酬率的淨初始報酬亦有 28.269%，存在所謂蜜月效果。在長期績效部分，從 WR 的中位數皆小於 1、上市後越久 WR 越小看來，台灣的 IPO 的確存在長期績效不彰的情形。

接著，針對董事會特性。從【表 2】的 Panel B 可知：台灣 IPO 公司平均有 30.3% 具有忙碌董事會^(註 11)；每間 IPO 公司平均有 9.587 位董監事，女性董事比例約為一成，董事的平均年資為 5.124 年。至於專業董事方面，具有財務、會計專業方面的董事平均約為 1 位，但是具法律專業的董事比例則只有 0.3 位。換言之，公司比較偏向聘任具財務、會計專業的董事，對具法律背景的董事較不獲青睞。獨立董事比例大約 30%，董監持股平均約為

35.5%，超過 1/3。

最後，在控制變數部分。從【表 2】的 Panel C 可知：2002 年-2015 年 803 家 IPO 公司，採用詢價圈購的公司有 59%；IPO 的承銷會計師 82% 都是來自四大會計師事務所；同樣地，8 成以上的 IPO 公司都是找聲譽較佳的承銷商辦理承銷。至於 2002 年-2015 年的平均承銷天數則為 21.1 天。承銷天數越是近期、越是縮短，這是因為承銷相關程序一再修訂的越有效率所致。IPO 的中籤率相當低，平均數為 14.49%、中位數更只有 2.73%。這麼低的中籤率，應該是跟初始報酬平均高達 33.7% 有關。另外，高達 75% 的公司都為上櫃公司；電子業比例亦高達 74%；最後，IPO 公司的平均負債比率為 35.76%；IPO 上市時每股盈餘平均為 3.344 元。

表 2 敘述統計

Panel A: IPO 長短期績效					
	Q1	Q2 (中位數)	Q3	平均數	標準差
初始報酬%	2.703	20.93	44.309	33.691	61.696
淨初始報酬%	3.39	21.643	46.73	28.269	183.417
WR (1)	0.721	0.976	1.378	1.148	0.683
WR (2)	0.596	0.933	1.463	1.207	1.107
WR (3)	0.537	0.899	1.411	1.236	1.657
Panel B: 董事會特性					
	Q1	Q2 (中位數)	Q3	平均數	標準差
忙碌董事會	0	0	1	0.303	0.46
董事會規模	8	10	11	9.587	2.034
女性董事比例	0	0.1	0.167	0.108	0.118
董事年資	3.321	4.689	6.472	5.124	2.624
董監具財務專業人數	0	1	1	0.875	0.974
董監具會計專業人數	0	1	2	1.149	1.105
董監具法務專業人數	0	0	1	0.319	0.568
獨立董事比例	0.2	0.3	0.375	0.274	0.132
董監持股	22.418	31.73	44.375	35.497	17.718
Panel C: 控制變數					
	Q1	Q2 (中位數)	Q3	平均數	標準差
承銷方式	0	1	1	0.590	0.492
會計師聲譽	1	1	1	0.822	0.383
承銷商聲譽	1	1	1	0.836	0.371
承銷期間	13	17	29	21.108	8.878
中籤率	1.32	2.73	6.75	14.491	28.969
上市別	0	1	1	0.75	0.433
電子業	0	1	1	0.74	0.439
公司年齡	7.458	11.911	18.947	14.229	9.025
公司規模	17.365	18.243	18.913	17.648	2.133
負債比率%	23.88	34.63	48.06	35.764	15.771
每股盈餘元	1.5	2.71	4.28	3.344	3.193

二、迴歸分析

本文討論忙碌董事會等董事會特性如何影響 IPO 長短期績效。對 IPO 公司而言，忙碌董事的存在到底是諮詢、專業、品質保證的角色，可以有效降低短期的初始報酬、過度反應，並對長期績效有正面的幫助？還是忙碌董事

的分身乏術、缺乏有效監督，反而讓初始報酬攀高、長期績效不彰呢？

(一) 忙碌董事會、董事會特性與短期績效之關係

從【表 3】可知：忙碌董事會對初始報酬與淨初始報酬呈負向影響，顯著水準分別達 5% 與 10%，亦即忙碌董事會的存在確可以顯著降低短期的初始報酬；換言之，在短期方面，忙碌董事的存在是具有諮詢、專業、

表 3 忙碌董事會、董事會特性與 IPO 短期績效

	初始報酬		淨初始報酬	
	B	t	B	t
(常數)	120.703	3.611***	-28.648	-0.280
忙碌董事會	-10.289	-2.069**	-26.626	-1.751*
董事會規模	0.663	0.549	0.847	0.229
女性董事比例	-2.355	-0.127	51.137	0.901
董事年資	-0.358	-0.378	-1.391	-0.481
董監具財務經歷人數	0.668	0.291	5.624	0.801
董監具會計經歷人數	-3.081	-1.488	-12.520	-1.978**
董監具法務經歷人數	-0.508	-0.128	8.837	0.727
獨立董事比例	-62.287	-3.479***	-138.060	-2.522***
董監持股	0.117	0.903	-0.228	-0.575
承銷方式	21.697	2.557***	36.268	1.398
會計師聲譽	1.898	0.331	-5.566	-0.318
承銷商聲譽	0.018	0.003	-4.207	-0.226
承銷期間	-1.489	-2.929***	-1.403	-0.903
中籤率	-0.233	-2.886***	-0.002	-0.007
上市別	4.692	0.886	36.141	2.231***
電子業	-0.094	-0.017	-0.770	-0.047
公司年齡	-0.503	-1.732*	0.236	0.265
公司規模	-1.628	-1.384	6.259	1.740*
負債比率%	0.162	1.148	0.163	0.378
每股盈餘元	-0.298	-0.425	-0.974	-0.454
年度	已控制		已控制	
N	798		798	
Adj. R ²	0.065		0.015	
F	3.636***		1.563*	

註：*、**、***分別表示顯著水準達 10%、5%、1%。

VIF 皆小於 3.5，表示自變數間不具共線性。

品質保證的正面影響。至於其他董事特性方面，會計專業董事與獨立董事比例，都可有效降低初始報酬與淨初始報酬。

至於控制變數的影響部分，詢價圈購的 IPO 公司，初始報酬較高；承銷期間越長、中籤率越高、公司年齡越大，初始報酬越小；上櫃公司的淨初始報酬則顯著較高；公司規模越大，淨初始報酬則越大。

（二）忙碌董事會、董事會特性與長期績效之關係

從【表 4】可知：忙碌董事會的存在只對 WR (3) 具正向影響，顯著水準 10%；換言之，在長期方面，忙碌董事的存在只有些許邊際的正面影響。至於其他董事特性方面的變數，對長期績效幾乎都不具顯著影響力。

至於控制變數的影響部分，詢價圈購的 IPO 公司，長期績效顯著較佳；公司規模越大、承銷期間越長，都對長期績效具顯著的負向影響。中籤率則是對長期績效具顯著正向影響。

基於台灣上市、上櫃條件不同，上市櫃公司特性、訊息不對稱的情形可能有所差異，再加上先前的實證結果顯示：上市別對於 IPO 短期績效的影響明顯不同，因而本文將繼續分別針對上市公司、上櫃公司，討論忙碌董事會等董事會特性如何影響 IPO 短期績效（【表 5】）與長期績效（【表 6】）。

從【表 5】可知：忙碌董事會、董事特性對短期績效的影響，在上市公司與上櫃公司並不相同。就 Panel A 的上市公司而言，忙碌董事會的存在或其他董事特性，對短期績效都不具顯著影響力。反觀 Panel B 的上櫃公司，忙碌董事會的存在與獨立董事比例越高，則可顯著降低初始報酬與淨初始報酬。

表 4 忙碌董事會、董事會特性與 IPO 長期績效

	WR (1)		WR (2)		WR (3)	
	B	t	B	t	B	t
(常數)	1.527	4.090***	2.272	3.631***	2.380	2.235**
忙碌董事會	-0.051	-0.907	0.083	0.875	0.280	1.810*
董事會規模	0.009	0.626	-0.003	-0.117	0.002	0.063
女性董事比例	-0.116	-0.560	-0.145	-0.416	-0.042	-0.074
董事年資	0.004	0.344	0.016	0.896	0.028	0.931
董監具財務經歷人數	0.000	0.001	0.001	0.033	-0.012	-0.166
董監具會計經歷人數	0.018	0.769	-0.028	-0.704	-0.017	-0.264
董監具法務經歷人數	-0.027	-0.604	-0.029	-0.384	-0.064	-0.479
獨立董事比例	0.094	0.470	-0.043	-0.130	0.517	0.947
董監持股	0.000	-0.088	0.000	0.012	0.001	0.347
承銷方式	0.506	5.345***	0.656	4.109***	-0.123	-0.481
會計師聲譽	0.056	0.877	0.167	1.578	0.261	1.576
承銷商聲譽	-0.011	-0.152	0.104	0.868	0.255	1.157
承銷期間	-0.010	-1.741*	-0.006	-0.660	-0.020	-1.350
中籤率	0.001	0.710	0.005	3.056***	0.006	2.615***
上市別	0.080	1.339	0.130	1.290	0.108	0.617
電子業	-0.072	-1.180	-0.053	-0.504	-0.130	-0.755
公司年齡	-0.001	-0.425	0.001	0.123	0.004	0.397
公司規模	-0.013	-0.958	-0.076	-3.243***	-0.106	-2.341***
負債比率%	0.000	-0.073	0.000	0.057	0.003	0.722
每股盈餘元	-0.006	-0.760	-0.004	-0.291	0.009	0.408
年度	已控制		已控制		已控制	
N	778		737		638	
Adj. R ²	0.056		0.035		0.009	
F	3.176***		1.494*		1.322	

註：*、**、***分別表示顯著水準達 10%、5%、1%。

VIF 皆小於 3.5，表示自變數間不具共線性。

表 5 忙碌董事會、董事會特性與 IPO 短期績效：上市 vs. 上櫃

	Panel A：上市公司				Panel B：上櫃公司			
	初始報酬		淨初始報酬		初始報酬		淨初始報酬	
	B	t	B	t	B	t	B	t
(常數)	93.284	2.090**	-606.36	-1.57	138.717	3.301***	132.999	3.175***
忙碌董事會	-8.841	-1.378	-68.189	-1.228	-11.254	-1.743*	-12.343	-1.918*
董事會規模	-0.147	-0.095	4.353	0.325	1.013	0.641	0.934	0.593
女性董事比例	32.731	1.175	172.464	0.715	-14.793	-0.645	-14.3	-0.625
董事年資	-1.003	-0.798	-0.962	-0.088	-0.201	-0.164	-0.295	-0.243
董監具財務經歷人數	-2.972	-0.887	11.784	0.407	1.508	0.526	1.799	0.629
董監具會計經歷人數	-0.76	-0.268	-34.638	-1.411	-3.967	-1.511	-3.73	-1.425
董監具法務經歷人數	3.531	0.709	31.369	0.728	-1.645	-0.31	-1.583	-0.299
獨立董事比例	-31.059	-1.342	-321.321	-1.604	-70.6	-3.009***	-68.833	-2.943***
董監持股	0.091	0.582	-1.339	-0.991	0.123	0.695	0.144	0.813
承銷方式	16.171	1.276	121.408	1.107	22.18	2.096**	22.28	2.112**
會計師聲譽	-4.12	-0.452	-48.973	-0.621	3.399	0.478	2.548	0.359
承銷商聲譽	-1.347	-0.154	-34.422	-0.453	0.885	0.116	0.736	0.097
承銷期間	-1.161	-1.727	1.134	0.195	-1.711	-2.605***	-1.712	-2.614***
中籤率	-0.394	-3.257***	0.723	0.691	-0.189	-1.886*	-0.205	-2.045***
電子業	-3.214	-0.375	4.451	0.06	1.522	0.229	1.273	0.192
公司年齡	-0.297	-0.781	2.083	0.633	-0.629	-1.665*	-0.685	-1.817*
公司規模	-0.147	-0.092	34.846	2.520***	-2.151	-1.407	-1.612	-1.057
負債比率%	0.019	0.097	0.417	0.248	0.236	1.304	0.214	1.186
每股盈餘元	0.51	0.601	-1.916	-0.261	-0.923	-0.966	-1.105	-1.16
年度	已控制		已控制		已控制		已控制	
N	200		200		598		598	
Adj. R ²	0.084		-0.002		0.056		0.059	
F	1.923**		0.976		2.683***		2.860***	

註：*、**、***分別表示顯著水準達 10%、5%、1%。

VIF 皆小於 3.5，表示自變數間不具共線性。

在其他控制變數方面，影響力比較不同的變數有承銷方式、承銷期間、公司年齡與公司規模。對上市公司而言，中籤率越高（公司規模越大），初始報酬越低（淨初始報酬越高）；然而對上櫃公司而言，詢價圈購的 IPO 公司，初始報酬與淨初始報酬都顯著較高；承銷期間越長、中籤率越高、公司年齡越大，初始報酬與淨初始報酬都顯著較低。

表6 忙碌董事會、董事會特性與IPO長期績效：上市 vs. 上櫃

	Panel A：上市公司						Panel B：上櫃公司					
	WR(1)		WR(2)		WR(3)		WR(1)		WR(2)		WR(3)	
	B	t	B	t	B	t	B	t	B	t	B	t
(常數)	1.067	1.665*	1.259	1.109	0.958	0.487	1.8	4.021***	2.821	3.824**	2.247	1.842*
忙碌董事會	-0.227	-2.425***	-0.308	-1.826*	-0.215	-0.874	0.013	0.190	0.218	1.891*	0.479	2.526***
董事會規模	0.033	1.484	0.006	0.135	-0.059	-0.863	0.000	0.025	-0.007	-0.263	0.017	0.372
女性董事比例	0.107	0.265	0.149	0.207	0.740	0.696	-0.121	-0.496	-0.179	-0.441	-0.086	-0.129
董事年資	-0.021	-1.092	0.042	1.216	0.150	2.920***	0.008	0.603	0.006	0.260	-0.005	-0.131
董監具財務經歷人數	-0.084	-1.688*	-0.129	-1.469	0.111	0.826	0.021	0.674	0.038	0.734	-0.031	-0.364
董監具會計經歷人數	0.006	0.153	-0.015	-0.21	-0.034	-0.330	0.022	0.782	-0.028	-0.601	-0.006	-0.073
董監具法務經歷人數	0.018	0.245	-0.05	-0.378	0.083	0.345	-0.053	-0.930	-0.020	-0.216	-0.14	-0.888
獨立董事比例	-0.103	-0.307	0.179	0.296	1.072	1.226	0.128	0.512	-0.175	-0.426	0.371	0.552
董監持股	0.001	0.476	0.003	0.805	0.005	0.905	-0.001	-0.57	-0.001	-0.442	0.001	0.276
承銷方式	0.896	4.897***	0.881	2.627***	-0.043	-0.082	0.418	3.712***	0.619	3.333***	-0.175	-0.594
會計師聲譽	-0.013	-0.100	0.058	0.254	-0.208	-0.675	0.071	0.927	0.156	1.256	0.267	1.354
承銷商聲譽	-0.092	-0.705	-0.06	-0.251	0.170	0.432	0.004	0.052	0.110	0.786	0.197	0.754
承銷期間	0.006	0.642	-0.008	-0.503	-0.019	-0.815	-0.015	-2.102**	-0.003	-0.258	-0.012	-0.669
中籤率	0.000	0.131	0.000	0.154	-0.007	-1.633	0.001	0.684	0.006	3.316***	0.009	3.308***
電子業	-0.046	-0.366	0.144	0.64	0.447	1.297	-0.079	-1.100	-0.075	-0.623	-0.231	-1.149
公司年齡	-0.001	-0.100	0.003	0.306	-0.017	-1.256	0.000	0.018	0.001	0.220	0.011	1.001
公司規模	-0.019	-0.818	-0.028	-0.657	-0.024	-0.270	-0.012	-0.741	-0.098	-3.399***	-0.103	-1.928*
負債比率%	0.006	2.036**	0.006	1.129	0.011	1.437	-0.002	-0.787	-0.002	-0.557	0.000	0.077
每股盈餘元	-0.008	-0.631	-0.013	-0.588	-0.042	-1.376	-0.003	-0.291	0.004	0.228	0.029	1.010
年度	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
N	195	182	148	148	583	555	490	490	490	490	490	490
Adj. R ²	0.096	0.016	0.039	0.039	0.044	0.039	0.018	0.018	0.039	0.018	0.018	0.018
F	2.025***	1.15	1.378	1.378	2.353***	2.129***	1.519*	1.519*	2.129***	1.519*	1.519*	1.519*

註：*、**、***分別表示顯著水準達10%、5%、1%。
 VIF皆小於3.5，表示自變數間不具共線性。

最後，從【表 6】可知：忙碌董事會對長期績效的影響，在上市公司與上櫃公司也是截然不同。就 Panel A 的上市公司而言，忙碌董事會對 WR(1)、WR(2)具負向影響，顯著水準達 1%與 10%；換言之，忙碌董事會對上市公司的長期績效具顯著負向影響。反觀 Panel B 的上櫃公司，忙碌董事會的存在對 WR(2)、WR(3)具正向影響，顯著水準達 10%與 1%；換言之，忙碌董事會的存在對上櫃公司的長期績效卻是具顯著的正向影響。

針對【表 5】、【表 6】的結果，本文推論由於上櫃條件不論是在公司年齡、公司規模、獲利情形，都較上市要求低^(註 12)，在公司初次上市、資訊高度不對稱時，上櫃公司的資訊不對稱情形更是高於上市公司，使得上櫃公司在聘任的忙碌董事，將更重視其諮詢、專業、品質保證的功能，使得上櫃公司忙碌董事會的存在，不但有利於短期初始報酬的降低，更能有效提升長期績效。反之，上市公司可能挾其公司規模大、獲利高、公司能見度較佳，並未對忙碌董事賦予重任，更可能對於忙碌董事的聘任只流於形式^(註 13)，使得忙碌董事會的存在並未降低上市公司的短期蜜月效果，長期而言，忙碌董事會的存在更讓上市公司的績效不彰。

伍、結論

公司治理機制中的董事會特性對公司的經營一向扮演重要角色。尤其對於準備 IPO、IPO 初期的公司而言，IPO 是第一次發行股票，如何發行、發行數量、承銷價格、如何引進各種特性投資人以達最適股權結構等決策，如果公司能有 IPO 相關經驗的董事，應該有助於公司 IPO 的股票發行。基於此種考量，本文在「董事會特性如何影響 IPO 長短績效」的議題上，除了董事會規模、董事會獨立性、董事持股、性別、專業性外，特別針對董事兼職情形（即忙碌董事會）的影響予以討論。

本文以 2002 年-2015 年在台灣股市辦理 IPO 的 803 家公司為分析對象，討論忙碌董事會、董事特性對 IPO 長短期績效之影響。根據本文的實證結果顯示：忙碌董事會的存在，有助於降低初始報酬，並對長期績效有顯著正向影響。另外，在上市、上櫃的分群的分析結果則顯示：忙碌董事會、董事特性對短期績效的影響，在上市公司與上櫃公司並不相同。對上市公

司而言，忙碌董事會的存在不但無法降低短期初始報酬，甚至對長期績效具顯著負向影響。反觀在上櫃公司部分，忙碌董事會的存在不但顯著降低短期低初始報酬，也對長期績效有著顯著的正向影響。換言之對台灣的上櫃 IPO 公司而言，忙碌董事會提供公司諮詢顧問、專業之正面功能，這個結果與 Field *et al.* (2013) 相似。然而，忙碌董事會的存在並未降低上市公司的短期蜜月效果，長期而言，忙碌董事會的存在更讓上市公司的績效不彰。換言之，對上市 IPO 公司而言，忙碌董事會則是偏向忙碌導致分身乏術的失職等負面角色。

在後續研究建議與研究限制部分。對於忙碌董事會在上市 IPO 公司、上櫃 IPO 公司不對稱的影響，本文雖然從上市櫃申請條件不同、資訊不對稱的角度加以論述，然而更嚴謹的推論應該經過仔細的比較上市與上櫃忙碌董事的特質、能力、資格等條件，才能真正了解是否上櫃公司會為了降低資訊不對稱而更重視董事的諮詢、專業或品質保證等特性。最後，除了本文採用的董事獨立性、專業、年資、持股外，本文建議後續研究者可加入董事的背景，即：官員董事、學術界董事、家族企業董事^(註 14)或來自其他公司高管的董事^(註 15)。近年來海峽兩岸的台灣與中國，同時對於官員董事、學界董事的限縮多有討論，這方面的研究結果剛好可以提供相關的參考。

附 註

1. 董事會特性因素包括：董事會規模、內（外）部董事比例、董事會獨立性、董事兼職（其他公司董事）情形、性別、年資、專業、董事會每年開會次數、薪酬等。
2. 忙碌董事 busy board 或謂多重董事 multiple board。根據 Field, Lowry, and Mkrtychyan (2013) 的定義，董事會中若有半數以上的董事同時擔任三家（含三家）以上的公司董事即為忙碌董事會。
3. 公司聘任具政商關係連結的在職或離職政治官員為公司董事。
4. 台灣經濟新報(TEJ)有關董事特性的資料包括兼職、姓名（別）、年資等，是從 2002 年開始，因而本文的研究期間為 2002 年-2015 年。
5. IPO 後一年與後五年內部績效（以 market to book ratio 為代理變數）。
6. Liu and Ritter (2010) 針對美國在 2001 年~2008 年 IPO 公司為研究對象，得到平均初始報酬為 12%。本文針對台灣 2002-2015 年 IPO 公司為研究對象，得到平均初始報酬為 33.691%；Chan *et al.* (2017) 針對台灣 2005-2011 年 IPO 公司為研究對象，得到平均初始報酬為 55.32%。
7. 如 Council of Institutional Investors (1998) 就建議：全職董事不宜再兼任其他兩家以上公司的董事。建議對董事兼職有所規範的還有 National Association of Corporate Directors (1996), Institutional Shareholder Services (2009)。
8. IPO 後五年的績效則已與是否存在忙碌董事會無關。
9. 與 Field *et al.* (2013) 不同的是：本文的忙碌董事會是忙碌董事比例超過 1/3，Field *et al.* 則是以忙碌董事比例超過 1/2 才定義為忙碌董事會。這是因為 Field *et al.* 只針對有創投參與的 IPO 公司，所以忙碌董事比例較高。
10. 第一上市公司是註冊地在海外的外國企業來臺申請上市且為第一次掛牌者。
11. 其中忙碌董事之董事兼職計算是針對所有上市櫃公司，不是只有計算在 IPO 公司的董事任職。完整的董事兼職情形，請參見【附錄一】。
12. 根據櫃檯買賣中心之揭示：設立年限、實收資本額、獲利能力與股權分散的要求，申請上櫃的條件都比申請上市的條件來得寬鬆。換言之，申請上櫃公司的公司年齡較低、公司規模較小、獲利情況較差、股權較集中，粗略來說：上櫃 IPO 較上市 IPO 有更高的訊息不對稱。值得注意的是：申請上市櫃並未對董事會成員有不同要求，不論是申請上市或申請上櫃，都需具備兩席獨立董事、獨立董事需占全體董事的五分之一以上。上市櫃申請條件之比較可參見 http://www.tpex.org.tw/web/service/sotck_info/comparison/apply_comparison.php?l=zh-tw。
13. 從[附表 3]的單變量檢定得知：不管是忙碌董事人數、比例或忙碌董事會比例，上

市公司的董事都比上櫃公司的董事更加忙碌。

14. 如台塑集團的王永在同時擔任台塑、南亞、台化、福懋、南中石化、南科、台塑化等家族企業的董事。
15. 如 2014 年信昌化(2475)的獨立董事分別為雲朗觀光的總經理（盛治仁）、嘉利實業的總經理（賈子南）。

參考文獻

- 王祝三、莊雅雪、郭勁甫(2009)，「公司治理、投資與公司價值之關聯性」，*東吳經濟商學學報*，第六十六期，頁 69-114。
- 李馨蘋、莊宗憲 (2007)，「公司治理機制與公司績效之實證研究」，*東吳經濟商學學報*，第五十七期，頁 1-27。
- 林書平 (2007)，*忙碌董事會與忙碌董事對經營績效之影響*，文化大學會計研究所碩士論文。
- Adams, R.B., and H. Mehran (2012), "Bank board structure and performance: evidence for large bank holding companies." *Journal of Financial Intermediation*, 21, pp.243-267.
- Arranz-Aperte L., and T. Berglund (2008), "Are busy directors good or bad for firm performance?" *FMA European Conference*, Prague, 4 June 2008.
- Andres, C., Bongard, I., and M. Lehmann (2013), "Is busy really busy? Board governance revisited." *Journal of Business Finance & Accounting*, 40, No.9-10, pp.1221-1246.
- Baker, M., and P.A. Gompers (2003), "The determinants of board structure at the initial public offering." *Journal of Law and Economics*, 46, No.2, pp.569-598.
- Brickley, J., Linck, J., and J. Coles (1999), "What happens to CEOs after they retire? New evidence on career concerns, horizon problems, and CEO incentives." *Journal of Financial Economics*, 52, pp.341-377.
- Bugeja, M., Rosa, R.D.S., and A. Lee (2009), "The impact of director reputation and performance on the turnover and board seats of target firm directors." *Journal of Business Finance and Accounting*, 36, pp.185-209.
- Coles, J., and C. Hoi (2003), "New evidence on the market for directors: board membership and Pennsylvania Senate Bill 1310." *Journal of Finance*, 58, pp.197-230.
- Core, J., Holthausen, R., and D. Larcker (1999), "Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance." *Journal of Financial Economics*, 51, pp.371-406.
- Council of Institutional Investors, (1998), *Core policies, positions and explanatory notes*, Washington, DC.
- Fama, E., and M. Jensen (1983), "Separation of ownership and control." *Journal of Law and Economics*, 26, pp.301-326.
- Ferris, S., Jagannathan, M., and A. Pritchard (2003), "Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments." *Journal of Finance*, 58, pp.1087-1111.
- Fich, E., and A. Shivdasani (2006), "Are busy boards effective monitors?" *Journal of Finance*, 61, pp.

689-724.

- Fich, E., and A. Shivasani (2007), "Financial fraud, director reputation, and shareholder wealth." *Journal of Financial Economics*, 86, pp.306-336.
- Field, L.C., Lowry, M., and A. Mkrtchyan (2013), "Are busy boards detrimental?" *Journal of Financial Economics*, 109, No.1, pp.63-82.
- Gilson, S. (1989), "Management turnover and financial distress." *Journal of Financial Economics*, 25, pp.241-262.
- Gilson, S. (1990), "Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default." *Journal of Financial Economics*, 27, pp.355-387.
- Institutional Shareholder Services. (2009), US governance policy.
- Kaplan, S., and D. Reishus (1990), "Outside directorships and corporate performance." *Journal of Financial Economics*, 27, pp.389-410.
- Liu, X., and J.R. Ritter (2010), "Economic consequences of IPO spinning." *Review of Financial Studies*, 23, No.5, pp.2024-2059.
- National Association of Corporate Directors. (1996), Report of the Blue Ribbon Commission on director professionalism.
- Pathan, S., and R. Faff (2013), "Does board structure in banks really affect their performance?" *Journal of Banking and Finance*, 37, pp.1573-1589.
- Ritter, J. R. (1991), "The long-run performance of initial public offerings." *Journal of Finance*, 46, pp. 3-27.
- Roosenboom, P. (2005), "Bargaining on board structure at the initial public offering." *Journal of Management Governance*, 9, pp.171-198.
- Yeh, Y.H., Shu, P.G., and R.J. Guo (2008), "Ownership structure and IPO valuation--evidence from Taiwan." *Financial Management*, 37, No.1, pp.141-161.

【附錄一】董監事兼職之概況

從【附表 1】可知：每一年董監事大約有 13000~23000 人次，大約有一半的人次都只有擔任一家公司的董監事。至於文獻上稱同時兼職 3 家公司的忙碌董事，每年大約有 4000~5000 人次。

附表 1 董監事兼職情形

單位：人次

	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	Total
19席										19					19
18席											18				18
17席												17	17		34
16席		16		16	16	16			16	16					96
15席	45	15	30	45	15		15			15	15	15			210
14席	42	28	84	56	56	56	14	28	14						378
13席	39	91	26	39	91	91	65	13	26	13	13		13	13	533
12席	48	60	72	36	24	72	24	24	24	12	24	12	12	12	456
11席	44	88	66	77	99	55	77	77	33		22	44			682
10席	140	80	80	90	60	120	120	60	70	80	60	50	90	100	1,200
9席	162	153	162	126	90	99	117	81	81	81	117	99	99	63	1,530
8席	152	128	152	152	184	192	168	112	120	144	176	184	200	152	2,216
7席	203	231	210	294	252	224	245	161	238	196	224	217	294	217	3,206
6席	330	324	408	390	348	444	378	396	366	468	384	402	366	282	5,286
5席	415	560	485	600	650	570	675	660	615	535	645	625	690	615	8,340
4席	808	976	1,024	1,008	1,032	1,008	1,040	1,036	1,084	1,216	1,196	1,276	1,224	1,088	15,016
3席	1,389	1,479	1,653	1,779	1,674	1,716	1,758	1,788	1,920	1,998	2,022	1,998	2,091	1,743	25,008
BB	3,817	4,229	4,452	4,708	4,591	4,663	4,696	4,436	4,607	4,793	4,916	4,939	5,096	4,285	64,228
2席	2,762	3,226	3,526	3,682	3,846	3,878	3,858	3,960	4,066	4,170	4,270	4,274	4,408	3,970	53,896
1席	6,871	7,767	8,513	9,437	10,961	12,740	12,588	12,374	12,554	12,992	13,144	13,439	13,522	12,611	159,513
Total	13,450	15,222	16,491	17,827	19,398	21,281	21,142	20,770	21,227	21,955	22,330	22,652	23,026	20,866	277,637

註：BB為busy board忙碌董事，指同時兼任3家（含3家）公司以上的董事。

若以人數來看董事兼職的分布，2002年-2015年逐年彙總如【附表2】。從【附表2】可知：每一年董監事大約有9000~16000人，大部分的人都只有擔任1-2家公司的董監事，同時兼職3家公司的忙碌董事則每年大約有900~1300人，大約占全部董監事的1/10。

附表2 董監事兼職情形

單位：人數

(人數)	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	Total
19席										1					1
18席											1				1
17席												1	1		2
16席		1		1	1	1			1	1					6
15席	3	1	2	3	1		1			1	1	1			14
14席	3	2	6	4	4	4	1	2	1						27
13席	3	7	2	3	7	7	5	1	2	1	1		1	1	41
12席	4	5	6	3	2	6	2	2	2	1	2	1	1	1	38
11席	4	8	6	7	9	5	7	7	3		2	4			62
10席	14	8	8	9	6	12	12	6	7	8	6	5	9	10	120
9席	18	17	18	14	10	11	13	9	9	9	13	11	11	7	170
8席	19	16	19	19	23	24	21	14	15	18	22	23	25	19	277
7席	29	33	30	42	36	32	35	23	34	28	32	31	42	31	458
6席	55	54	68	65	58	74	63	66	61	78	64	67	61	47	881
5席	83	112	97	120	130	114	135	132	123	107	129	125	138	123	1,668
4席	202	244	256	252	258	252	260	259	271	304	299	319	306	272	3,754
3席	463	493	551	593	558	572	586	596	640	666	674	666	697	581	8,336
BB	900	1,001	1,069	1,135	1,103	1,114	1,141	1,117	1,169	1,223	1,246	1,254	1,292	1,092	15,856
2席	1,381	1,613	1,763	1,841	1,923	1,939	1,929	1,980	2,033	2,085	2,135	2,137	2,204	1,985	26,948
1席	6,871	7,767	8,513	9,437	10,961	12,740	12,588	12,374	12,554	12,992	13,144	13,439	13,522	12,611	159,513
Total	9,152	10,381	11,345	12,413	13,987	15,793	15,658	15,471	15,756	16,300	16,525	16,830	17,018	15,688	202,317

附表 3 上市櫃公司董事兼職情形之比較

	上市 IPO			上櫃 IPO			檢定	
	N	平均值	中位數	N	平均值	中位數	T	Z
忙碌董事人數	201	3.224	3.000	602	1.892	2.000	7.158***	-7.044***
忙碌董事比例	201	0.318	0.286	602	0.195	0.167	7.028***	-6.783***
忙碌董事會	201	0.448	0.000	602	0.254	0.000	4.915***	-5.170***

註：檢定為上市IPO與上櫃IPO兩母體平均數之T檢定與無母數之Mann-Whitney U 檢定的Z統計量。
 虛無假設與對立假設分別為 $H_0: \mu_{\text{上市IPO}} - \mu_{\text{上櫃IPO}} = 0$ 、 $H_1: \mu_{\text{上市IPO}} - \mu_{\text{上櫃IPO}} \neq 0$ 。*、**、***分別表示顯著水準達10%、5%、1%。

Board Characteristics and IPO Anomalies

Sue-Jane Chiang*

Abstract

We explore how busy board and board characteristics affect IPO anomalies which are short-term initial return and long-term performance, using the sample of 803 IPOs in Taiwan in the period of 2002-2015. Our empirical results indicate that busy board play different role between OTC and TSE. Busy board can reduce initial return and enhance long-term performance for OTC IPO firms, while busy board has no effect on initial return and results in long-term underperformance for TSE IPO firms.

Keywords: Busy Board, Board Characteristics, IPO Anomalies

* Associate Professor, Department of Business Administration, Fu Jen Catholic University. I gratefully acknowledges financial support from the Ministry of Science and Technology, Taiwan (103-2410-H-030-031-). Corresponding author: Sue-Jane Chiang, Department of Business Administration, Fu Jen Catholic University, No. 510, ZhongZheng Rd. Xinzhuang, Dist., New Taipei City 24205, Taiwan. Tel: +886-2-2905-3935, Fax: +886-2-2908-9219. E-mail addresses: 054399@mail.fju.edu.tw (S-J. Chiang).
