

董事會特性和財務主管特質之關聯

戴怡蕙*

摘要：過去有關於董事會與高階經營團隊關聯性研究的對象大都聚焦在總經理，較少探討高階經營團隊其他成員，近年刊登在 TSSCI 期刊上的文獻亦無以財務主管為探討對象。然而，文獻指出財務主管的重要性與日俱增，且法令規定財務主管的聘任、解任都須經董事會通過，因此本文研究董事會特性與財務主管特質之關聯性探討。本研究探討董事會下列三項特性對於財務主管特質之影響：(1)公司董事兼任其他公司董事家數；(2)董事們的會計背景；(3)財務主管兼任董事。本研究實證結果支持本研究假說，如果公司董事兼任其他公司董事家數較多，則該公司財務主管是外部財務主管的可能性較高；且如果董事們較高比重具備會計背景，則財務主管也具備會計背景的可能性較高。此外，若財務主管兼任董事，則此位財務主管被解任的可能性較低。本研究實證結果可以補充國內有關於「財務主管」研究之不足。

關鍵詞：董事會、高階經營團隊、財務主管、解任

* 銘傳大學會計學系副教授

本文作者感謝主編及兩位匿名審查委員的寶貴意見。

107 年 01 月收稿

109 年 02 月接受

五審接受

DOI: 10.6675/JCA.202005_21(1).04

The Relationship between Board Characteristics and CFO Characteristics

Yi-Hui Tai*

Abstract: Most prior studies on the relationship between the board and top management team (TMT) has focused on the chief executive officer or board of directors rather than other members in the TMT. Literature published in TSSCI journals during the past 10 years, did not focus on the chief financial officer (CFO). However, the literature points out the increasing importance of CFO, and the law stipulates that appointment and dismissal of CFO must be approved by the board of directors. Therefore, this study aims to explore the relationship between the characteristics of CFO and those of the board of directors.

This study examines the following three characteristics of the board of directors affect the characteristics of the CFO: (1) the number of other companies in which directors of the company are serving concurrently as their directors; (2) the directors' accounting background; (3) the CFO serving simultaneously as board director. The empirical results of this study support the hypotheses that the greater the number of directors holding other companies' directorship, the higher the probability that the existing CFO originates from outside the company. Moreover, the higher the proportion of company directors with an accounting background, the greater the likelihood that the CFO also has an accounting background. Finally, if the CFO is also serving as board director, the existing CFO is less likely to be dismissed. The empirical results of this study can supplement deficiencies in extant literature on the subject of CFO.

Keywords: board, top management team, CFO, dismissal

* Associate Professor, Ming Chuan University

The author gratefully acknowledges comments by the editor and two anonymous referees.

Submitted January 2018

Accepted February 2020

After 5 rounds of review

DOI: 10.6675/JCA.202005_21(1).04

壹、前言

文獻指出董事會的監督功能對於解決所有權與經營權分離所產生的利益衝突是重要的 (Johnson, Daily, and Ellstrand, 1996; Daily, Dalton, and Cannella Jr., 2003; Adams, Hermalin, and Weisbach, 2008)。依據 Fama and Jensen (1983) 及 Jensen and Meckling (1976) 所提出的代理理論，董事會需要代理股東來監督高階經營團隊 (top management team, TMT) 的營運表現。除此之外，台灣公司法第 29 條規定：「公司得依章程規定置經理人，其委任、解任及報酬，依下列規定定之。但公司章程有較高規定者，從其規定：1. 無限公司、兩合公司須有全體無限責任股東過半數同意。2. 有限公司須有全體股東過半數同意。3. 股份有限公司應由董事會以董事過半數之出席，及出席董事過半數同意之決議行之」。因此，若以台灣上市櫃公司為研究樣本，除非公司章程有較高規定者，否則和代理理論觀點相符，係由「董事會」來監督 TMT。董事會日常的 TMT 監督行為包括選任 TMT、解任 TMT、獎酬 TMT 及覆核 TMT 營運策略執行情況 (Johnson et al., 1996; Hillman and Dalziel, 2003)，另一方面，TMT 負責公司日常決策執行，故對公司的經營良莠是有關鍵影響力的 (Knight, Pearce, Smith, Olian, Sims, Smith, and Flood, 1999; Carpenter, Pollock, and Leary, 2003; Collins and Clark, 2003)。因此，探討董事會和 TMT 之間的關聯性對學術研究及實務界公司治理運作來說都是具有意義的 (Johnson et al., 1996; Haynes and Hillman, 2010)。

過去有關於董事會與 TMT 之間的研究大部分都是在探討總經理 (Chief Executive Officer, CEO)，較少探討其他 TMT 成員 (Dalton, Daily, Ellstrand, and Johnson, 1998; Halebian, Kim, and Rajagopalan, 2006; Combs, Ketchen Jr., Perryman, and Donahue, 2007)。國內近 10 年刊登在 TSSCI 期刊上，並探討台灣上市櫃公司總經理相關議題的文章主要分為兩大類：1. 和總經理薪酬相關，例如：洪玉舜與王泰昌 (2008)、李佳玲、史雅男與蔡宜伶 (2011)、陳玉麟 (2012)、王曉雯、陳欣妤與吳佩珊 (2013)、戴怡蕙 (2017)；2. 和總經理替換相關，例如：歐陽豪 (2009)、張力、林翠蓉、侯啟娉與馬文利 (2010)、林穎芬、洪晨桓與陳羽甄 (2011)、戴怡蕙 (2017)。然而台灣近 10 年內並沒有刊登在 TSSCI 期刊上的文章係探討台灣上市櫃公司總經理以外的其他 TMT 成員。反觀國外研究，如：Menz (2012) 及 Uhde, Klarner, and Tuschke (2017) 都建議學術界著手研究 TMT 中除了總經理以外的其他成員，其中 Menz (2012) 更進一步指出財務主管¹ (在國外文獻中稱為財務長—Chief Financial Officer, CFO) 具有研究潛力。

¹ 我國法律用語並無「財務長」一詞，而僅有「財務主管」一詞，和國外研究將財務主管稱為財務長 (Chief Financial Officer, CFO) 用語並不同。

過去有些文獻，如：Zorn (2004)、Uhde et al. (2017)將財務主管（CFO）稱為第二把交椅（second-in-command），也有文章，如：Feng, Ge, Luo, and Shevlin (2011)將財務主管（CFO）稱為看門狗（watchdogs），可見財務主管（CFO）對於公司策略執行、股東權益保障、資產保管及財務報表允當表達之重要性（Mian, 2001）。再者，財務主管（CFO）通常也被視為影響公司會計與財務功能運作的關鍵職務（Baxter and Chua, 2008）。此外，財務主管（CFO）除了傳統的會計與財務角色外，也會參與公司策略發展、不同策略間的評估及最終策略選擇（Zorn, 2004; Indjejikian and Matějka, 2009; Meyer-Doyle, 2012; Huang and Kisgen, 2013），因此有不少研究提出，財務主管（CFO）對於公司價值的創造是有助益的（Zorn, 2004; Higgins and Gulati, 2006）。更甚者，有些研究報告更認為財務主管（CFO）是在公司內部具有部分制衡總經理權力的TMT成員（Goodman and Hirsch, 2010）。另一方面，實務界也因為一些大型財務弊案的發生，例如：安隆（Enron）、世界電信（Worldcom），而加重了財務主管（CFO）對於公司必須承擔的責任（Collins, Masli, Reitenga, and Sanchez, 2009; Burks, 2010）。此外，實務上也有不少財務主管（CFO）晉升為總經理的例子。例如：西門子（Siemens）的財務主管（CFO）—Joe Kaeser及百事可樂（PepsiCo）的財務主管（CFO）—Indra Nooyi；又如國內台積電財務主管（CFO）—張孝威先生轉任至台灣大哥大擔任總經理。

彙總前述討論可知，財務主管（CFO）這個角色在公司的重要性與日俱增，對於公司是否可以永續經營具有關鍵影響性（Uhde et al., 2017），此外，董事會對於財務主管（CFO）的監督投入預期也會增加，因為董事會與財務主管（CFO）間的互動頻率因財務主管（CFO）承擔的責任加重而大幅增加（Fahlenbrach, Low, and Stulz, 2010）。然而，過去僅有少量國外研究係以財務主管（CFO）為研究對象，且探討議題大多侷限在財務主管（CFO）的傳統功能，例如：編製財務報表的會計功能，且也僅探討財務主管與董事會中特定人員，如：審計委員會成員的關聯性研究（Uhde et al., 2017）；另一方面，若以財務主管（CFO）為研究對象但不探討前述議題的，並不多見，可以概分為三類研究。分別為：(1) Mian (2001)、Arthaud-Day, Certo, Dalton, and Dalton (2006)、Agrawal, Silberstein, Cooper, Srivastava, and Ramakrishnan (2009)及Mergenthaler, Rajgopal, and Srinivasan (2012)探討財務主管（CFO）離職的原因；(2) Carter, Lynch, and Zechman (2009)、Zamora (2009)、Burks (2010)探討財務主管（CFO）薪酬相關議題；(3) Meyer-Doyle (2012)、Huang and Kisgen (2013)探討財務主管（CFO）對於公司績效之影響。而與本文最攸關的研究為Kaczmarek, Kimino, and Pye (2012)，該篇研究以英國1999年至2008年350家公司為研究樣本，探討董事會特質對於公司績效之影響，並考量忙碌董事、財務長任期、總經理薪酬結構與董事會中非執行董事比重之調節效果。該篇研究指出董事會中的提名委員會可以影響財務長任期長短，然而該篇研究並沒有進一步探討董事會其他特質對於財務長任期抑或是財務長其他特質之影響。因此本研究實證結果可以補充有關於董事會特性與財務主管特質之間關聯性文獻的不足。

簡言之，過去國內外財務主管（CFO）相關研究幾乎都沒有探討董事會特性對於財務主管（CFO）特質之影響，而在公司治理領域的研究中又著重瞭解董事會這個組織對於高階經理人之影響性（Zahra and Pearce, 1989）。除此之外，已經有文獻，如：Gore, Matsunaga, and Yeung (2011)及 Uhde et al. (2017)提出，過去文獻經常忽略財務主管（CFO）在公司決策制定過程中的關鍵角色。再者，對於董事會來說選任一位適任的財務主管（CFO）與解任一位不適任的財務主管（CFO）都是公司營運成功的關鍵要素之一（Graham and Harvey, 2001）。因此，本研究以探討董事會特性，或稱為董事社會網絡（social network）對於財務主管特質之影響為研究主旨²。除此之外，本研究參考過去探討董事會特性的文獻，例如：Uddin and Gillett (2002)、Adams et al. (2008)、Johnson, Schnatterly, and Hill (2013)、Krause, Semadeni, and Cannella Jr. (2013)、Westphal and Zajac (2013)、Bedard, Hoitash, and Hoitash (2014)、Uhde et al. (2017)，而選擇探討董事會下列三項特性對於財務主管特質之影響：(1) 公司董事兼任其他公司董事家數；(2) 董事們的會計背景；(3) 財務主管兼任董事。而本研究實證結果支持本研究所有假說。此外值得注意的是：本研究並非探討董事特性、財務主管特質與公司績效之關聯性，因此本研究主旨並不是探討怎樣的董事會特性會選出怎樣的財務主管，而這樣的財務主管又是對公司績效有助益還是負面影響。換言之，本研究僅探討董事會特性與財務主管特質之間的關聯性，至於因為這樣的董事會特性而選出的財務主管究竟是對公司績效是否有提升效果，則留待後續研究繼續探討，因為不同結構的組織會適合採用不同的管理模式，當管理模式越適合公司組織型態時，公司績效表現會更好（王文英，2007；Colpan, 2008；Isobe, Makino, and Montgomery, 2008），因此同樣一種財務主管特質，例如：本研究假說 1 討論的外部財務主管，究竟是對公司績效有提升效果抑或是沒有，則需要再發展後續的假說，礙於篇幅限制，留待後續學者繼續研究，而本文的貢獻則在於作為國內財務主管（CFO）研究的開端。

本研究以 2010 年至 2015 年的上市櫃公司為研究樣本。本文先以模型 1 測試與選任財務主管相關的兩項議題－外部財務主管及財務主管是否具備會計背景，接續再探討解任財務主管議題。除此之外，本研究也以 Winsorize 方式來解決極端值問題，且本研究所有迴歸模型中之 standard errors 均經由 clustered robust standard errors 進行修正，並在敏感性分析中進行多項董事特徵的考量，及以 Heckman 兩階段估計法去除樣本自我選擇偏誤，最後再以兩階段工具變數法（two-stage instrumental variable approach）來控制變數的內生性問題。

本文實證結果具一致性，彙總研究發現如下：(1) 若公司董事兼任其他公司董事家數較多，則該公司由外部人擔任財務主管的可能性也較高；(2) 董事們較高比重具

² 台灣的「公開發行公司年報應行記載事項準則」並沒有規範公開發行公司財務報表上要揭露財務主管的薪酬，因此本研究無法進行財務主管薪酬相關研究。

備會計背景，則財務主管也具備會計背景的可能性也較高；(3)若財務主管兼任董事，則此位財務主管被解任的可能性較低。本文的研究貢獻有下列幾項。首先，財務主管（CFO）在企業的地位日趨重要（Hambrick, 2007; Menz, 2012; Uhde et al., 2017），然而和財務主管（CFO）相關研究卻仍少見，尤其在台灣，近 10 年並沒有研究係以財務主管（CFO）為研究對象而刊登在 TSSCI 期刊上。因此，本研究的實證結果恰可以補充國內文獻的不足，並作為未來財務主管（CFO）相關研究的開端，此為本研究最核心的貢獻。除此之外，本研究的第二項貢獻在於：本研究探討董事會特性，或稱為董事社會網絡對於財務主管特質之影響，因此本研究的實證結果可以給予實務界若干啟示。例如：本研究發現當公司董事兼任其他公司董事家數較多時，則較會選任外部財務主管（CFO）。除此之外，本研究也發現董事們是否具備會計背景也會影響財務主管（CFO）人選是否具備會計背景。最後，本研究發現擔任董事的財務主管（CFO）較不易被替換。因此，若公司董事兼任其他公司董事家數較多、董事們也具備會計背景、及公司存在財務主管擔任董事，則可預期該公司的財務主管較會是外部財務主管，且財務主管具備會計背景的可能性較高，及財務主管被換掉的可能性較低。再者，本研究的第三項研究貢獻係本研究的實證發現也可以給予主管機關一些回饋意見。財務主管（CFO）主要掌管公司的財務運作、負責企業資金調度、決定投資方向及風險管理等，而財務主管（CFO）對外的主要職責就是將公司的經營情況透過財務報表提供給投資人，讓投資人瞭解公司的實際運作情況。因此，財務主管（CFO）之適任與否確實會影響一家公司的營運，甚至會影響證券市場的有效性，故藉由本研究結果發現董事會特性（公司董事兼任其他公司董事家數、董事們的會計背景、財務主管兼任董事）都會影響財務主管（CFO）的特質，因此在制定公司治理相關規範時，主管機關也需考量這些規範對於董事會特性的影響，進而影響財務主管的特質。

本文研究架構說明如下：第壹節為研究動機、目的及貢獻外，第貳節則是文獻回顧與研究假說發展、第參節說明研究設計、第肆節為實證結果、第伍節則提出本文之結論、未來研究建議與研究限制。

貳、文獻回顧與研究假說發展

不同研究所定義的董事會特性也不同（Zahra and Pearce, 1989; Finkelstein, Hambrick, and Cannella, 2009）。然而，和財務主管（CFO）相關的研究大多忽略董事會特性之影響（Hambrick, 2007; Menz, 2012; Uhde et al., 2017），過去和財務主管特質及董事會特性關聯性研究中最攸關的研究係 Kaczmarek et al. (2012) 探討董事會中的提名委員會對於財務主管任期之影響。然而，在該篇研究中並沒有探討其他董事會特性對於財務主管任期之影響。因此本研究參酌過去和董事會特性相關的文獻，及台灣資料取得的可行性，決定探討(1)公司董事兼任其他公司董事家數；(2)

董事們的會計背景；(3)財務主管兼任董事，這三項董事會特性和財務主管特質之關聯性。相關假說發展論述如下。

Mizruchi (1996)及 Mol (2001)發現董事的連結性 (board connectedness) 可以讓董事們更了解產業趨勢、市場現況及法規變動，亦即董事們可以透過董事的連結性提供公司更攸關的意見 (Mol, 2001; Nicholson, Alexander, and Kiel, 2004)。董事的連結性對於公司及董事自身最大的助益就是減少資訊不對稱程度 (information asymmetry)，而董事的連結性來自於董事的社會網絡資本。依據方世榮、黃瓊瑤與陳育成 (2010) 研究的定義，所謂社會網絡係指一組節點 (Nodes) 的集合，而每一個節點代表一位網絡成員 (Actor)，所有節點透過特定的連結形式會形成特定的社會關係。而每位網絡成員在社會網絡中的位置 (Position) 會影響其行為，並決定可以取得的資源的質與量 (Gulati, 1998)。因此，董事的社會網絡資本會影響董事會特性。換言之，每位董事的不同社會連結會影響每位董事具備的知識抑或是解讀資訊的思考邏輯 (Nahapiet and Ghoshal, 1998; Sundaramurthy, Pukthuanthong, and Kor, 2014)。舉例而言，公司某位董事如果也在其他公司擔任董事，則會產生與其他公司董事間的連結性，因此可以增加該位董事自身的價值 (Pfeffer, 1972)，並增加其特定知識 (Burt, 1980)。因此，如果董事們在其他公司也有擔任董事，則可以透過與其他公司董事們間的連結、介紹而認識其他財務、會計專家，此時較容易有機會找到外部財務主管 (Uhde et al., 2017)。除此之外，董事們的社會資本，也可以減緩資訊不對稱程度 (Mol, 2001; Nicholson et al., 2004)，幫助董事們更有能力判斷該位財務主管是否適任。因此，本研究認為如果公司董事兼任其他公司董事家數越多，則會增加公司董事的社會網絡資本，此時透過與其他公司董事們間的連結而認識的外部財務主管人選也會增加，故董事們選任外部財務主管的可能性會提高。據此，本研究提出假說 1 如下。

H1：若公司董事兼任其他公司董事家數越多，則公司財務主管是外部財務主管的可能性越高。

過去文獻指出董事會是否能夠有效運作，取決於董事會成員的特質，包括教育程度、經驗、態度或信念是否和公司所需要的特質一致 (Zahra and Pearce, 1989; Johnson et al., 1996; Adams et al., 2008)。而董事會的特性也會影響財務主管的選任 (Uhde et al., 2017)。除此之外，人力資源理論 (human capital theory) 也認為個人的專業會影響資訊的解讀 (Becker, DeGroot, and Marschak, 1964; McDonald, Westphal, and Graebner, 2008; Johnson et al., 2013)，例如：具有會計背景的專家如果擔任董事成員，則比較能夠考核財務主管有關於會計方面的績效表現，如財務報表是否符合會計準則編制。再者，接續假說 1 的推論，董事們可以藉由董事的社會網路資本而產生董事的連結性，而董事的連結性可以減少資訊不對稱程度。因此當董事會成員具備會計專業背景時較會和審計委員會產生連結性，此時董事們可以藉由和審計委員會的連結而降低經理人進行盈餘管理或舞弊事件發生的機率 (DeFond,

Hann, and Hu, 2005; Krishnan, Wen, and Zhao, 2011; Wang, Xie, and Zhu, 2015)，亦即董事會成員透過和審計委員會的連結而提升自我的財務、會計相關監督能力 (Coles, Wang, and Zhu, 2015)。故本研究認為當董事會成員具備會計背景的比重越高時，因為自身的會計專業特性而越有能力和其他會計相關單位，例如：審計委員會進行連結而提升自身的會計監督能力。因此當董事會成員具備會計背景的比重越高，越會選任具備會計專業背景的人選擔任財務主管，因為董事會後續監督上會較有效率。據此，本研究提出下列假說。

H2：若董事會成員具備會計³背景的比重越高，則該公司財務主管也具備會計背景的可能性越高。

董事的連結性可以降低董事的資訊不對稱程度，而讓董事會有能力更正確的評估經理人績效、進而產生聘任或解任的決策 (Schoorman, Bazerman, and Atkin, 1981; Hwang and Kim, 2009; Fracassi and Tate, 2012; Coles, Daniel, and Naveen, 2014)。然而，董事會監督高階經理人的有效性會受董事會運作型態的影響 (Zahra and Pearce, 1989)；而會影響董事會運作型態的因素，包括董事會開會頻率、每年開會總次數及與 TMT 之間的互動性等 (Zahra and Pearce, 1989; Tuggle, Schnatterly, and Johnson, 2010)。換言之，董事會成員和 TMT 成員之間是否有私下交情，抑或者前述兩種身分是否重疊，亦即是否同一人同時具備 TMT 成員及董事身分都會影響董事會監督此位高階經理人的有效性，進而影響該位 TMT 成員被替換的可能性高低 (Uhde et al., 2017)。例如：Bedard et al. (2014)就發現當財務主管的權力越大、影響公司的程度越深時（包含擔任董事），此時財務主管被解任的可能性較低，即使董事會瞭解該位財務主管並非是最適合公司的人選。再者，人力資源相關研究，如 Johnson et al. (2013)及行為學相關研究，如 Westphal and Zajac (2013)也都發現財務主管的權力會影響財務主管被替換的可能性。亦即當財務主管對於董事會的影響力越大時，財務主管被解任的可能性會下降 (Krause et al., 2013)，因此本研究認為當財務主管也擔任公司董事時，會因為該位財務主管的權力大，而使得該位財務主管被解任的可能性下降。據此，本研究提出假說 3 如下。

H3：若財務主管也同時擔任公司董事，則財務主管被解任的可能性會下降。

參、研究設計

一、樣本與資料來源

考量全球金融風暴對於財務主管特質之影響及本研究變數資料取得的可行性⁴，本研究以 2010 年至 2015 年的上市櫃公司為研究樣本。茲將樣本篩選過程列示於

³ 若將會計專業改為「財務」專業，會因為「財務」兩個字包含範圍廣，造成本研究所有樣本公司的財務長都具備「財務」專業，而使得後續迴歸分析無法進行。

⁴ 全球金融風暴開始於 2007 年底、2008 年初，並因為 2008 年 9 月的雷曼兄弟 (Lehman Brothers)

表 1。首先，本文先從 TEJ 資料庫選取每年年底上市、上櫃公司資料，依序 2010 年為 1,662 家、2011 年為 1,664 家、2012 年為 1,666 家、2013 年為 1,673 家、2014 年為 1,681 家、2015 年為 1,682 家，接續再刪除遺漏變數值的樣本公司共 5,372 筆觀察值，最後共取得 4,656 筆觀察值，約占原始樣本的 46%。

表 1 樣本篩選過程

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	合計
原始樣本（每年年底上市、上櫃公司家數）	1,662	1,664	1,666	1,673	1,681	1,682	10,028
-步驟 1：刪除該樣本公司無揭露財務主管年資資料	(1)	(3)	(5)	(12)	(20)	(21)	(62)
-步驟 2：刪除該樣本公司無揭露最終控制者持股比率資料	(255)	(195)	(149)	(114)	(70)	(35)	(818)
-步驟 3：刪除該樣本公司無揭露次大股東持股率資料	(12)	(17)	(16)	(21)	(21)	(24)	(111)
-步驟 4：刪除該樣本公司無法計算 Tobin's Q	(42)	(42)	(42)	(43)	(43)	(42)	(254)
-步驟 5：刪除該樣本公司無揭露解任財務主管資料	(46)	(57)	(45)	(30)	(42)	(35)	(255)
-步驟 6：刪除該樣本公司無法判斷是否選任外部財務主管 ⁵	(289)	(546)	(643)	(758)	(757)	(879)	(3,872)
最終樣本	1,017	804	766	695	728	646	4,656
最終樣本(%)	61%	48%	46%	42%	43%	39%	46%

倒閉而達到頂峰，後續也發生多家大型金融機構倒閉，一直至 2009 年中才結束金融風暴。本研究為避免全球金融風暴對於樣本公司財務主管特質的影響，因此將研究期間起點訂於 2010 年。除此之外，本篇文章從 2017 年 3 月中開始撰寫，此時 TEJ 資料庫尚未更新 2016 年財務長學經歷資料，因此本研究期間止於 2015 年 12 月 31 日。

⁵ 本研究蒐集樣本公司是否由外部人擔任公司財務主管的方法係將財務主管姓名對照 TEJ 資料庫中公司「親屬與總說明」欄。其中「親屬與總說明」欄中有出現財務主管姓名者共有 4,656 筆資料，若「親屬與總說明」欄位中有揭露財務主管和公司的親屬關係，則視為內部財務主管，反之若「親屬與總說明」欄位中沒有揭露財務主管和公司的親屬關係，則視為外部財務主管。此外，若財務主管姓名沒有出現在「親屬與總說明」欄中，則本研究無法判斷該位財務主管係屬於內部財務主管抑或是外部財務主管，此時本研究刪除此筆資料，共計刪除 3,872 筆資料。

二、實證模型

(一)假說 1 及假說 2 之檢測

因為假說 1 及假說 2 都是在探討財務主管的選任，因此本研究以模型 1 來同時測試假說 1 及假說 2。然而，在測試假說 1 時，將應變數—CFO 定義為：公司是否由外部人擔任財務主管（OCFO），若公司由外部人擔任財務主管，則 OCFO 設為 1；反之，則取 0。此外，因為假說 1 提出：「若公司董事兼任其他公司董事家數越多，則公司財務主管是外部財務主管的可能性越高。」若假說 1 成立，則模型 1 的公司董事兼任其他公司董事家數（FIRM）的估計係數將顯著為正。再者，當模型 1 在測試假說 2 時，將應變數—CFO 定義為：公司的財務主管是否具備會計背景（ACFO），若公司的財務主管具備會計背景則 ACFO 設為 1；反之，則取 0。因為假說 2 提出：「若董事會成員具備會計背景的比重越高，則該公司財務主管也具備會計背景的可能性越高。」，故若假說 2 成立，則模型 1 的董事會成員具備會計背景比重（ACC）的估計係數將顯著為正。茲將模型 1 列示如下。

$$\begin{aligned} CFO_t = & \beta_0 + \beta_1 FIRM_t + \beta_2 ACC_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 LEV_t + \beta_5 TOBINQ_t \\ & + \beta_6 SOD_t + \beta_7 IND_t + \beta_8 SOCD_t + \beta_9 RESTATE_t + \beta_{10} D_t \\ & + \sum_{2010}^{2014} \beta_{11} YEAR_t + \beta_{12} INDUSTRY_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

(二)假說 3 之檢測

本研究以模型 2 來測試假說 3。假說 3 提出：「若財務主管也同時擔任公司董事，則財務主管被解任的可能性會下降。」因此當模型 2 中的財務主管同時擔任公司董事（DIRECTOR）顯著為負，則支持假說 3。除此之外，如同 Bedard et al. (2014) 研究發現當財務主管的權力越大，影響公司的程度越深時，此時財務主管被解任的可能性較低，因此本研究如果以績效表現較差抑或是財務報表品質較差的公司，亦即應該要替換掉財務主管的公司為研究樣本，更能確信是否因為該位財務主管也同時擔任公司董事，而降低該位財務主管被解任的可能性。因此本文原先計畫以樣本中有發生財務報表重編的公司作為測試樣本，並再次檢視財務主管同時擔任公司董事（DIRECTOR）的估計係數是否顯著為負；然而，本研究樣本中有發生財務報表重編者僅有 172 筆觀察值，因此當本文作者將資料匯入 SAS 進行 Logistic 迴歸分析時，會出現「Validity of the model fit is questionable」的錯誤資訊，因此本研究改以觀察財務主管同時擔任公司董事（DIRECTOR）與公司績效指標—Tobin's Q (TOBINQ) 及與財務報表品質較差代理變數—財務報表重編（RESTATE）之交乘項來探討當公司績效不佳或財務報表品質較差時，財務主管兼任董事者被解任之可能性相較於未兼任者是否較高。換言之，若模型 2 的財務主管同時擔任公司董事（DIRECTOR）與公司績效指標—Tobin's Q (TOBINQ) 之交乘項估計係數顯著為正，且財務主管同時擔任公司董事（DIRECTOR）與財務報表品質較差代理變數—財務

報表重編 (*RESTATE*) 之交乘項估計係數顯著為負時，則更加證實假說 3 提出的論點：「若財務主管也同時擔任公司董事，則財務主管被解任的可能性會下降。」茲將模型 2 列示如下。

$$\begin{aligned}
 DCFO_t = & \beta_0 + \beta_1 DIRECTOR_t + \beta_2 DIRECTOR_{t-1} \times TOBINQ_t \\
 & + \beta_3 DIRECTOR_{t-1} \times RESTATE_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 LEV_t \\
 & + \beta_6 TOBINQ_t + \beta_7 SOD_t + \beta_8 IND_t + \beta_9 SOCD_t \\
 & + \beta_{10} CONTROL_t + \beta_{11} SSHARE_t + \beta_{12} RESTATE_t \\
 & + \beta_{13} TENURE_t + \beta_{14} D_t + \sum_{2010}^{2014} \beta_{15} YEAR_t + \beta_{16} INDUSTRY_t + \varepsilon_{2t}
 \end{aligned} \quad (2)$$

三、變數定義

(一)應變數

本研究共有三項應變數，分別為外部財務主管 (*OCFO*)、會計背景財務主管 (*ACFO*) 及解任財務主管 (*DCFO*)。因為是否(1)為外部財務主管；(2)為具備會計背景財務主管及(3)解任財務主管都只有兩種可能性：是及否，因此本研究以名義尺度的方法來定義前述三項應變數。若樣本公司有發生(1)外部人擔任財務主管；(2)財務主管具備會計背景及(3)解任財務主管，則 *OCFO*、*ACFO*、*DCFO* 設為 1，否則設為 0。首先，本研究判斷外部財務主管的方法係將財務主管姓名對照 TEJ 資料庫中公司「親屬與總說明」欄，若「親屬與總說明」欄位中有揭露財務主管和公司的親屬關係，則視為內部財務主管，反之若「親屬與總說明」欄位中沒有揭露財務主管和公司的親屬關係，則視為外部財務主管⁶。再者，會計背景財務主管係指具有會計專業或會計相關工作經驗 (Sultana and Van der Zahn, 2015) 的財務主管，例如：會計學系畢業、擔任過會計系老師、擔任過會計師、擔任過查帳員、擔任過內部稽核、擔任過會計長的財務主管。此外，如果公司當期發生財務主管解任事實⁷，則解任財務主管 (*DCFO*) 設為 1，反之設為 0。最後，因為三項應變數都是名義尺度變數，因此本研究參酌過去文獻，如：Geiger and Raghunandan (2002) 及 Geiger, Raghunandan, and Rama (2006)，以 Logistic 迴歸模型來測試假說 1 至 3。

⁶ 本文作者亦嘗試以「是否由公司內之員工出任作為內部與外部財務主管之區分標準」。然而，此種判斷標準會出現偏誤，因為主管機關只規範經理人的學經歷必須要公告，倘若該位財務主管原本不是擔任該公司的經理人而是擔任公司的員工，則前一年度的經理人學經歷公告資料中不會查詢到該位財務主管，抑或是該位財務主管前一年度是擔任公司的兼職工作，如財務顧問，此時該位財務主管的學經歷上也可能沒有揭露此項兼職的工作。換言之，因為法規上只規定公司要揭露經理人的學經歷且沒有明文規定每位經理人需要揭露那些學經歷，因此非常有可能會有遺漏資料或跨公司間揭露標準不一致之問題。故基於經理人公開揭露的學經歷資訊很有可能遺漏與偏誤，因此本研究不以「是否由公司內之員工出任作為內部與外部財務主管之區分標準」；而選擇採用「TEJ 資料庫中與公司的親屬關係是否有揭露作為辨別內部與外部財務主管的依據」。

⁷ 公司若發生經理人替換而公告的原因大多為下列幾種：內部調動、離職、跳槽、退休、去世、暫代。然而，本文作者無從判別前述替換原因是因為經理人自願的還是被迫的，因此無法分開探討財務主管是自願離職抑或是被迫離職。

(二)自變數

本研究共有三項自變數，分別為公司董事兼任其他公司董事家數 (*FIRM*)、董事會成員具備會計背景比重 (*ACC*)、財務主管同時擔任公司董事 (*DIRECTOR*)。依序說明如下。

1. 公司董事兼任其他公司董事家數 (*FIRM*)

本研究先列出每位董事兼任其他公司董事的家數，然後再將家數加總，即可求得公司董事兼任其他公司董事總家數，又本研究為了去除每家樣本公司董事總人數較多（少），而造成高（低）估公司董事兼任其他公司董事家數，因此將公司董事兼任其他公司董事家數 (*FIRM*) 定義為：公司董事兼任其他公司董事總家數/董事人數。

2. 董事會成員具備會計背景比重 (*ACC*)

DeFond et al. (2005)、Krishnan and Visvanathan (2008)及 Sultana et al. (2015)將「具備會計背景」定義為：具會計專業或會計相關工作經驗，例如：會計學系畢業、會計系老師、會計師、查帳員、財務主管、內部稽核、會計長。因此，本研究逐一調查每位樣本公司的董事背景，若具會計專業或會計相關工作經驗則定義為具備會計背景，然後再將董事會中有具備會計背景的董事人數除以董事會的董事總人數，即可求得董事會成員具備會計背景比重 (*ACC*)。

3. 財務主管同時擔任公司董事 (*DIRECTOR*)

若公司的財務主管也同時擔任公司董事，則 *DIRECTOR* 設為 1，反之設為 0。因為本研究假說 3 係探討，若財務主管也同時擔任公司董事，則財務主管被解任的可能性會下降。所以財務主管同時擔任董事必須發生在此位財務主管被解任之前，因此模型中的自變數-財務主管同時擔任公司董事 (*DIRECTOR*) 為 *t*-1 期資料，而應變數—解任財務主管 (*DCFO*) 為 *t* 期資料。

(三)控制變數

1. 模型 1—選任財務主管模型（測試假說 1 及假說 2）

Engel, Hayes, and Wang (2003)、Chi and Wang (2009)及 Zhang, Gao, Guan, and Jiang (2014)的研究指出，高階經理人的替換和公司結構因素相關，例如：當公司規模越大，負債比越低，且績效表現越好時，高階經理人越不會被公司替換 (Finkelstein and Hambrick, 1996; Cheng, Li, and Tong, 2008)，而當高階經理人越不會被替換時，新的經理人就越不會被選任，因此本研究實證模型中加入公司規模 (*SIZE*)、公司負債比 (*LEV*)、及公司的 Tobin's Q 數值 (*TOBINQ*) 三項控制變數。再者，Brunello, Graziano, and Parigi (2003)、Kato and Long (2006)及 Fan, Wong, and Zhang (2007)研究

指出董事會結構也會影響高階經理人被替換的可能性，而舊的經理人被替換，才會有新的經理人被選任，因此本研究參考前述文獻，在模型中加入董事會人數(*SOD*)、獨立董事占董事席次百分比(*IND*)、最終控制者董事席次(*SOCD*)三項控制變數。另一方面，當公司內部出現財務或會計問題，也就是財務報表品質較差時，例如：人員舞弊或盈餘操弄，此時財務主管被更換的機率會增加(Agrawal et al., 2009; Collins et al., 2009; Feng et al., 2011)，而替換舊的財務主管後，也會新聘新的財務主管，因此財務報表品質較差時，會增加新的財務主管的聘任機率，而本研究參考過去文獻，例如：薛敏正、林嬋娟與林秀鳳(2008)，以財務報表重編(*RESTATE*)來代理財務報表品質，並將此項變數新增至模型中。

最後，本研究新增三項控制變數：上市櫃別(*D*)、年度別(*YEAR*)及產業別(*INDUSTRY*)來控制上市櫃、年度及產業之影響性。

2. 模型 2—解任財務主管模型(測試假說 3)

依據 Engel et al. (2003)、Chi and Wang (2009)及 Zhang et al. (2014)的研究，當公司規模越大，負債比越低，且績效表現越好時，高階經理人越不會被公司替換(Finkelstein and Hambrick, 1996; Cheng et al., 2008)，因此本研究實證模型中加入公司規模(*SIZE*)、公司負債比(*LEV*)、及公司的 Tobin's Q 數值(*TOBINQ*)三項控制變數。除此之外，Brunello et al. (2003)、Kato and Long (2006)及 Fan et al. (2007)研究指出董事會結構也會影響高階經理人被替換的可能性，因此本研究參考前述文獻，在模型中加入董事會人數(*SOD*)、獨立董事占董事席次百分比(*IND*)、最終控制者董事席次(*SOCD*)三項控制變數。另一方面，公司的股權結構也會影響高階經理人被替換的可能性，因為當控制股東的股權比重越高時，越有權力決定高階經理人的替換(Shleifer and Vishny, 1986; Volpin, 2002)，故本研究加入最終控制者持股率(*CONTROL*)這項控制變數；相反的，當次大股東的股權比重較高時，控制股東對於高階經理人替換的影響性也會下降(Hoskisson, Johnson, and Moesel, 1994; Fan et al., 2007)，故本研究也加入次大股東持股率(*SSHARE*)這項控制變數。

另一方面，當公司內部出現財務或會計問題，也就是財務報表品質較差時，例如：人員舞弊或盈餘操弄，此時財務主管被更換的機率會增加(Agrawal et al., 2009; Collins et al., 2009; Feng et al., 2011)，而本研究參考過去文獻，例如：薛敏正等人(2008)，而以財務報表重編(*RESTATE*)來代理財務報表品質，並將此項變數新增至模型中。除此之外，當財務主管在公司的年資越久，越不容易被解任(Baxter and Chua, 2008)，因此本研究也在模型中新增財務主管工作年資(*TENURE*)這項控制變數。

最後，本研究新增三項控制變數：上市櫃別(*D*)、年度別(*YEAR*)及產業別(*INDUSTRY*)來控制上市櫃、年度及產業之影響性。本研究也將模型 1 及模型 2 的變數定義彙總於表 2 中。

表 2 變數定義彙總表

變數	變數名稱	變數定義
<i>CFO</i>	財務主管	測試假說 1 時，將 <i>CFO</i> 定義為：公司是否由外部人擔任財務主管 (<i>OCFO</i>)。測試假說 2 時，將 <i>CFO</i> 定義為：公司的財務主管是否具備會計背景 (<i>ACFO</i>)。
<i>OCFO</i>	外部人擔任財務主管	公司是否由外部人擔任財務主管 (<i>OCFO</i>)，若公司由外部人擔任財務主管，則 <i>OCFO</i> 設為 1；反之，則取 0。
<i>ACFO</i>	財務主管具備會計背景	公司的財務主管是否具備會計背景 (<i>ACFO</i>)，若公司的財務主管具備會計背景，則 <i>ACFO</i> 設為 1；反之，則取 0。
<i>DCFO</i>	解任財務主管	公司是否解任財務主管 (<i>DCFO</i>)，若公司發生財務主管解任事實，則 <i>DCFO</i> 設為 1；反之，則取 0。
<i>FIRM</i>	公司董事兼任其他公司董事家數	公司董事兼任其他公司董事總家數/董事人數
<i>ACC</i>	董事會成員具備會計背景比重	董事會中有具備會計背景的董事人數/董事會的董事總人數
<i>DIRECTOR</i>	公司財務主管兼任公司董事	若公司的財務主管也同時擔任公司董事，則 <i>DIRECTOR</i> 設為 1，反之設為 0。
<i>SIZE</i>	公司規模	總資產取自然對數
<i>LEV</i>	公司負債比	總負債/總資產
<i>TOBINQ</i>	公司的 Tobin's Q 數值	(權益市值+總負債帳面值)/總資產帳面值
<i>SOD</i>	董事會人數	董事會人數
<i>IND</i>	獨立董事占董事席次百分比	獨立董事人數/董事會總人數
<i>SOCDD</i>	最終控制者董事席次	控制股東控制的董事席次/總董事席次
<i>RESTATE</i>	財務報表重編	公司發生財務報表重編，則設為 1；反之，則取 0。
<i>CONTROL</i>	最終控制者持股率	採 La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (1999)做法，以控制鏈「最末端」持股率所計算之股份控制權（投票權）；也就是「最終控制者」所能控制之持股率（不含友好集團持股）。
<i>SSHARE</i>	次大股東持股率	次大股東持股率
<i>TENURE</i>	財務主管工作年資	財務主管工作年資
<i>D</i>	上市櫃別虛擬變數	上市公司為 1，上櫃公司為 0。
<i>YEAR</i>	年度別虛擬變數	本研究期間為 2010 年至 2015 年，樣本公司在 <i>t</i> 年度設為 1，否則為 0，共六個年度，設立五個虛擬變數。
<i>INDUSTRY</i>	產業別虛擬變數	依據證交所產業分類標準，共可以分為 30 類 ⁸ 。

⁸ 交易所產業分類代碼（自 2007 年 7 月起上市及上櫃公司採用統一的產業分類碼），共有下列 30 種：01 水泥工業、02 食品工業、03 塑膠工業、04 紡織工業、05 電機機械、06 電器電纜、21 化學

肆、實證結果

一、研究假說檢定

(一)敘述統計值

茲將模型 1 及模型 2 的敘述統計值列示於表 3。透過表 3 可發現，公司由外部人擔任財務主管（OCFO）的平均值為 0.927，顯示約有 90% 的公司係由外部人擔任財務主管。而公司的財務主管具備會計背景（ACFO）的平均值是 0.519，顯示約有一半樣本公司的財務主管具備會計背景，而董事會成員具備會計背景的比重（ACC）平均值約 0.085，顯示約有 9% 的董事會成員具備會計背景。除此之外，財務主管同時擔任公司董事（DIRECTOR）的平均值為 0.119，顯示約有 12% 的財務主管也擔任公司董事；而公司解任財務主管（DCFO）平均值也約為 0.118，顯示約有 12% 的財務主管在當年度被解任。公司董事兼任其他公司董事家數（FIRM）平均值為 0.595。再者，最終控制者持股率（CONTROL）平均值約為次大股東持股率（SSHARE）平均值的 4 倍。而上市櫃別（D）平均數為 0.569，表示樣本中約有 6 成樣本公司屬於上市公司。

(二)相關係數

茲將模型 1 及模型 2 的 Pearson 相關係數列示於表 4。由表 4 可以發現公司由外部人擔任財務主管（OCFO）與公司董事兼任其他公司董事家數（FIRM）呈現顯著正相關，初步推論假說 1 成立。再者，公司的財務主管具備會計背景（ACFO）與董事會成員具備會計背景的比重（ACC）也呈現顯著正相關，初步推論假說 2 成立。除此之外，公司解任財務主管（DCFO）與財務主管同時擔任公司董事（DIRECTOR）呈現負相關，但不具顯著性，因此假說 3 可能不成立。雖然相關係數分析和假說 1 及 2 相符，但仍需以迴歸方式控制其他變數之影響效果，才能更了解董事會特性和財務主管特質之間的關聯性，因此本研究下一節將進行迴歸分析。

(三)迴歸分析⁹

工業、22 生技醫療（原 07 之化學生技業於 2007 年 7 月拆分為化學工業與生技醫療兩類）、08 玻璃陶瓷、09 造紙工業、10 鋼鐵工業、11 橡膠工業、12 汽車工業、24 半導體業、25 電腦及週邊設備業、26 光電業、27 通訊網路業、28 電子零組件業、29 電子通路業、30 資訊服務業、31 其他電子業（原 13 之電子工業於 2007 年 7 月拆分為半導體等八類）、14 建材營造、15 航運、16 觀光、17 金融、18 貿易百貨、23 油電燃氣、19 綜合、20 其他、80 管理股票（由櫃買中心管理）。

⁹ 本研究變數存在若干極端值，例如：由表 2 可觀察到公司的 Tobin's Q 數值（TOBINQ）的最大值為 38.07。因此本文作者以 Winsorize 方式處理極端值，並重新檢定假說 1 至假說 3。本研究參酌 Garvey and Milbourn (2003)，將變數分佈前後 1% 的數值以極端值取代（此即為 Winsorize）。亦即本研究將變數分配在前後 1% 以外之數值設定為 1% 與 99% 的數值。而本研究以 Winsorize 方式處理極端值後，所發現的實證結果和正文一致，仍舊是支持假說 1、假說 2、假說 3。其中，將應變數—CFO 定義為：公司是否由外部人擔任財務主管（OCFO）時，模型 1 的公司董事兼任其他公司董事家數（FIRM）的估計係數顯著為正（Wald p value < 0.0001），而將應變數—CFO 定義為：

因為本文的研究期間長達六年，本研究為了控制同一家公司在研究期間內可能出現多筆觀察值所導致序列相依，以及同期不同公司間的異質變異資料特性，本研究迴歸模型中之 standard errors 均經由 clustered robust standard errors 進行修正(廖益興、高儷華與單騰笙，2018；Peterson, 2009; Gow, Ormazabal, and Taylor, 2010)。除此之外，模型 1 及模型 2 的應變數，分別為公司由外部人擔任財務主管(OCFO)、公司的財務主管具備會計背景(ACFO)及解任財務主管(DCFO)。因為前述三項應變數都是名義尺度變數，因此本研究以 Logistic 迴歸模型來測試假說 1、2 及 3。茲將模型 1 及模型 2 的實證結果列示於表 5。

表 3 模型變數之敘述統計值 (N=4,656)

Variable	Mean	Median	StdDev	Maximum	Minimum
OCFO	0.927	1	0.260	1	0
ACFO	0.519	1	0.500	1	0
ACC	0.085	0	0.119	0.857	0
FIRM	0.595	0.400	0.659	4.571	0
SIZE	6.665	6.572	0.659	9.391	4.254
LEV	0.414	0.416	0.180	0.977	0.005
TOBINQ	1.272	0.960	1.297	38.070	0.040
SOD	6.957	7	1.918	27	4
IND	0.213	0.286	0.175	0.667	0
SOCDD	0.558	0.571	0.216	1	0
CONTROL	0.302	0.279	0.185	0.931	0
SSHARE	0.073	0.063	0.047	0.400	0.005
RESTATE	0.037	0	0.189	1	0
TENURE	7.948	7	5.589	35.750	0
D	0.569	1	0.495	1	0
DCFO	0.118	0	0.322	1	0
DIRECTOR	0.119	0	0.324	1	0

變數定義如下：OCFO：若公司由外部人擔任財務主管，則設為 1；反之，則取 0。ACFO：若公司的財務主管具備會計背景，則設為 1；反之，則取 0。ACC：董事會成員具備會計背景的比重，董事會中有具備會計背景的董事人數/董事會的董事總人數。其中「具備會計背景」定義為：具會計專業或會計相關工作經驗，例如：會計學系畢業、會計系老師、會計師、查帳員、財務主管、內部稽核、會計長。FIRM：公司董事兼任其他公司董事家數。SIZE：總資產取自然對數。LEV：負債比，總負債/總資產。TOBINQ：Tobin's Q 數值，(權益市值+總負債帳面值)/總資產帳面值。SOD：董事會人數。IND：獨立董事占董事席次百分比。SOCDD：最終控制者董事席次百分比，控制股東控制的董事席次/總董事席次。CONTROL：最終控制者持股率。SSHARE：次大股東持股率。RESTATE：公司發生財務報表重編，則設為 1；反之，則取 0。TENURE：財務主管工作年資。D：上市櫃別。上市公司為 1，上櫃公司為 0。DCFO：若公司解任財務主管，則設為 1；反之，則取 0。DIRECTOR：若財務主管同時擔任公司董事，則設為 1；反之，則取 0。

公司的財務主管是否具備會計背景(ACFO)時，模型 1 的董事會成員具備會計背景的比重(ACC)的估計係數是 1.2909、Wald p value=0.0003。除此之外，模型 2 的財務主管同時擔任公司董事(DIRECTOR)的估計係數則顯著為負(Wald p value=0.0610)。因此剔除極端值的影響後，實證結果仍舊支持假說 1、假說 2 及假說 3，故本研究正文實證結果具參考性。

表 4 模型各變數之 Pearson 相關係數 (N=4,656)

Variable	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
1. <i>OCFO</i>	1																
2. <i>ACFO</i>	0.534**	1															
3. <i>ACC</i>	0.082**	0.090**	1														
4. <i>FIRM</i>	0.031**	-0.073	-0.053**	1													
5. <i>SIZE</i>	0.073**	0.034**	-0.010	0.406	1												
6. <i>LEV</i>	0.034**	-0.026**	-0.043**	0.029**	0.477**	1											
7. <i>TOBINQ</i>	0.061**	0.083**	0.044**	0.018	0.082**	-0.104**	1										
8. <i>SOD</i>	0.108**	0.079**	0.085**	0.503	0.102**	-0.047**	0.078**	1									
9. <i>IND</i>	0.044**	0.140**	0.170**	0.040**	0.013	-0.058**	0.125**	0.229**	1								
10. <i>SOC</i>	0.155**	0.046**	0.063**	0.006***	0.226**	0.088**	-0.013	0.322**	-0.245**	1							
11. <i>CONTROL</i>	0.071**	0.050**	0.096**	-0.021**	0.088**	0.050**	0.070**	0.208**	0.137**	0.411**	1						
12. <i>SSHARE</i>	0.074**	0.079**	0.104**	-0.039**	0.051**	0.025**	0.122**	0.198**	0.146**	0.250**	0.556**	1					
13. <i>TENURE</i>	-0.267**	-0.098**	-0.044**	-0.044	0.103**	0.032**	-0.073**	0.005	-0.145**	0.124**	-0.045**	-0.081**	1				
14. <i>RESTATE</i>	-0.020	-0.048**	0.025	0.046*	0.089**	0.060**	0.008	0.049**	0.009	0.022	0.008	-0.008	0.006	1			
15. <i>D</i>	0.009	-0.080**	-0.060**	0.019	0.186**	0.074**	-0.115**	0.142**	-0.206**	0.186**	0.023*	-0.029**	0.122**	0.032*	1		
16. <i>DCFO</i>	0.015	0.087**	0.026*	0.002***	-0.008	0.018	0.031**	0.064**	0.049**	0.032**	0.027**	0.051**	-0.278**	0.013	-0.036**	1	
17. <i>DIRECTOR</i>	0.120**	0.079**	0.079**	-0.117	0.053**	0.017	0.005	0.048**	-0.070**	0.138**	0.028**	0.014	0.215**	0.014	0.053**	-0.015	1

1. 變數定義請見表 2。

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

本研究在測試假說 1 時，將應變數—*CFO* 定義為：公司是否由外部人擔任財務主管（*OCFO*），此時模型 1 的公司董事兼任其他公司董事家數（*FIRM*）的估計係數顯著為正（Wald p value<0.0001），顯示公司董事兼任其他公司董事家數越多，則由外部人擔任財務主管的可能性越高，故支持假說 1。本項實證結果也和過去文獻，如：Pfeffer (1972)、Burt (1980)及 Uhde et al. (2017)觀點一致，表示當公司某位董事如果也在其他公司擔任董事，則會產生與其他公司董事間的連結性，亦即如果董事們在其他公司也有擔任董事，則可以透過與其他公司董事們的連結、介紹而認識其他財務、會計專家，此時較容易有機會找到外部財務主管。

測試假說 2 時，本研究將應變數—*CFO* 定義為：公司的財務主管是否具備會計背景（*ACFO*），此時模型 1 的董事會成員具備會計背景的比重（*ACC*）的估計係數是 1.1379、Wald p value<0.0001，因此董事會成員具備會計背景的比重（*ACC*）的估計係數顯著為正，支持假說 2：若董事會成員具備會計背景的比重越高，則該公司財務主管也具備會計背景的可能性越高。本項發現也和 Uhde et al. (2017)及人力資源理論觀點相符，因為前述文獻提出董事會的特性會影響財務主管的選任，且董事個人的專業會影響資訊的解讀，所以如果具有會計背景的專家擔任董事成員，則比較能夠考核財務主管有關於會計方面的績效表現。因此當董事會成員具備會計專業背景時，較會選擇由具備會計專業背景的人選擔任財務主管，以利後續董事會監督上的有效性。除此之外，模型 2 的財務主管同時擔任公司董事（*DIRECTOR*）的估計係數則顯著為負（Wald p value=0.0109），支持假說 3，顯示若財務主管也同時擔任公司董事，則財務主管被解任的可能性會下降。再者，也可以觀察到財務主管同時擔任公司董事（*DIRECTOR*）與公司績效代理變數—Tobin's Q （*TOBINQ*）的交乘項估計係數顯著為正（Wald p value=0.0603）且財務主管同時擔任公司董事（*DIRECTOR*）與財務報表品質較差代理變數—財務報表重編（*RESTATE*）之交乘項估計係數顯著為負（Wald p value=0.0415），此兩項發現更加支持若財務主管也同時擔任公司董事，則財務主管被解任的可能性會下降。因為當公司績效表現—Tobin's Q 下降，理當解任該位主管，然而實證卻發現若該位財務主管也同時擔任公司董事時，反而該位財務主管被解任的可能性下降（因為 *DIRECTOR*×*TOBINQ* 的估計係數顯著為正）。除此之外，當財務報表品質較差—*RESTATE* 為 1 時，應該要解任該位主管，然而實證數值卻顯示若該位財務主管也同時擔任公司董事時，反而該位財務主管被解任的可能性下降（因為 *DIRECTOR*×*RESTATE* 的估計係數顯著為負）。前述兩點發現和人力資源理論及行為學相關研究，如：Krause et al. (2013)、Westphal and Zajac (2013)及 Bedard et al. (2014)一致，顯示當財務主管的權力越大、影響公司的程度越深時，此時財務主管被解任的可能性較低，即使董事會瞭解該位財務主管並非是最適合公司的人選。

至於控制變數的部分，也和過去文獻相符。首先，依據 Engel et al. (2003)、Chi and Wang (2009)及 Zhang et al. (2014)的研究發現，高階經理人的選任與解任和公司

結構因素相關，當公司規模越大，高階經理人越不會被公司替換，因此解任與選任的機率會較低，而本研究實證模型 1 及 2 中的公司規模（*SIZE*）的估計係數顯著為負，恰符合文獻觀點。除此之外，Brunello et al. (2003)、Kato and Long (2006)及 Fan et al. (2007)研究也指出董事會結構會影響高階經理人被選任或解任的可能性，因此本研究參考前述文獻，在模型中加入董事會人數（*SOD*）、獨立董事占董事席次百分比（*IND*）、最終控制者個人董事席次（*SOCD*）三項控制變數。前述三項控制變數的估計係數在部分模型中都具顯著性。另一方面，當模型 1 的應變數定義為：會計背景財務主管（*ACFO*）時，公司發生財務報表重編（*RESTATE*）的估計係數顯著為負（Wald p value=0.0070），顯示當公司發生財務報表重編機率越高時，公司的財務主管具備會計背景的可能性也較低；然而在模型 2 中，財務報表重編（*RESTATE*）的估計係數不具顯著性，此點發現也間接支持假說 3 所提出的觀點：「若財務主管也同時擔任公司董事，則財務主管被解任的可能性會下降。」因為當公司發生財務報表重編時，理當換掉負責編製財務報表職責的財務主管，但從實證結果發現財務報表重編（*RESTATE*）的估計係數在模型 2 中不具顯著性（Wald p value=0.4211），支持若財務主管也同時擔任公司董事，則財務主管被解任的可能性會下降。再者，財務主管工作年資（*TENURE*）的估計係數在模型 2 中顯著為負，顯示如同 Baxter and Chua (2008)研究中的觀點：當財務主管年資越長時，越不容易被替換。最後，當模型 1 的應變數定義為：會計背景財務主管（*ACFO*）時，上市櫃別（*D*）的估計係數顯著為負（Wald p value<0.0001），顯示上市公司選任具備會計背景的財務主管的可能性較上櫃公司低。

二、敏感性分析

本文研究主題著重董事社會網絡資本對於財務主管特質影響的探討，因為是基於董事社會網絡資本來探討董事連結性對於財務主管特質之影響，因此所考量的董事特徵就應儘可能包括其網絡資本的可能影響範圍並以層次分析的方式來進行檢測。因此本文在敏感性分析一節中，循序分析下列連結因子對於財務主管特質之影響，亦即本研究會求出下列四項¹⁰連結因子數值，然後再依序帶入模型1中，作為 *FIRM* 的數值。換言之，本研究欲探討哪些連結因子會對公司由外部人擔任財務主管（*OCFO*）造成影響。茲將四項連結因子列示如下：

¹⁰ 本研究原本還有探討下列五項連結因子，但因為資料不可得抑或是變數數值重覆，故不進行後續迴歸分析，茲說明如下。首先，本研究探討下列兩項連結因子，但因為這兩項連結因子在樣本期間都沒有觀察值，因此無法進行迴歸分析，而這兩項連結因子分別為：1. 會計背景董事（曾）兼任其他公司財務主管之公司家數；2. 會計背景董事（曾）兼任其他公司財務主管之董事人數。除此之外，也因為樣本期間同一位董事在同一家公司中並無同時擔任法人董事及自然人董事的情況，因此本研究預計探討的三項連結因子：1. 董事兼任其他公司董事之董事席次數；2. 會計背景董事兼任其他公司董事之董事席次數；及 3. 會計背景董事（曾）兼任其他公司財務主管之董事席次數，也因為變數數值和 1. 董事兼任其他公司董事之公司家數；2. 會計背景董事兼任其他公司董事之公司家數；及 3. 會計背景董事（曾）兼任其他公司財務主管之公司家數的三項數值相同，因此也不再進行後續的迴歸分析。

(1)董事網絡：

- a. 董事兼任其他公司董事之公司家數
- b. 董事兼任其他公司董事之董事人數

(2)會計背景董事網絡：

- a. 會計背景董事兼任其他公司董事之公司家數
- b. 會計背景董事兼任其他公司董事之董事人數

其中(1)a. 董事兼任其他公司董事之公司家數是正文迴歸分析所使用的數值，因此本研究在敏感性分析中探討其餘三項連結因子。此外，如同正文的討論，本文為了去除每家樣本公司董事總人數較多（少），而造成高（低）估公司董事兼任其他公司董事家數、人數的影響，因此將公司董事兼任其他公司董事總家數、總人數除以董事人數。

由本研究的實證結果可以發現，不論將模型1的公司董事兼任其他公司董事家數（*FIRM*）定義為四項連結因子的任何一種，其估計係數都顯著為正，而估計係數及 Wald *p* value 依序為：0.4724 (Wald *p* value<0.0001)、0.8312 (Wald *p* value<0.0001)、1.0096 (Wald *p* value=0.0019)、0.3119 (Wald *p* value<0.0001)。故透過本節的敏感性分析，更加提升本研究支持假說1的證據力。

三、處理因果倒置問題（reverse causality problem）

本研究假說3為：「若財務主管也同時擔任公司董事，則財務主管被解任的可能性會下降。」所以財務主管同時擔任董事必須發生在此位財務主管被解任之前，因此模型2中的自變數-財務主管同時擔任公司董事（*DIRECTOR*）為 *t*-1 期資料，而應變數-解任財務主管（*DCFO*）為 *t* 期資料，故不會產生應變數-解任財務主管（*DCFO*，*t* 期資料）反過來影響自變數-財務主管同時擔任公司董事（*DIRECTOR*，*t*-1 期資料）。然而，模型1的應變數-外部財務主管（*OCFO*）與自變數-公司董事兼任其他公司董事家數（*FIRM*）及模型1的應變數-會計背景財務主管（*ACFO*）與自變數-董事會成員具備會計背景比重（*ACC*）可能存在互為應變數及自變數之內生性問題。換言之，本文的實證結果有可能係因為越會選任外部人擔任財務主管的公司越有可能發生公司董事兼任其他公司董事、抑或是越會選任具備會計背景財務主管的公司其董事會成員中具備會計背景的比重越高。因此本研究參酌文獻如：戴怡蕙、曾智揚與柯承恩（2015）文中處理因果倒置問題的方法，將模型的自變數-公司董事兼任其他公司董事家數（*FIRM*）及董事會成員具備會計背景比重（*ACC*）設為 *t*-1 期資料，而應變數-外部財務主管（*OCFO*）及會計背景財務主管（*ACFO*）設為 *t* 期資料，在此種變數期間設定下，不會產生應變（*t* 期資料）-外部財務主管（*OCFO*）及會計背景財務主管（*ACFO*）反過來影響自變數（*t*-1 期資料）-公司董事兼任其他公司董事家數（*FIRM*）及董事會成員具備會計背景比重（*ACC*）。而本節實證結果顯示公司董事兼任其他公司董事家數（*FIRM*）及董事會成員具備會計背景比重（*ACC*）的估計係數及 Wald *p* value 分別為：0.4711 (Wald *p* value<0.0001)及 1.1272 (Wald *p* value<0.0001)，故處理因果倒置問題後，實證結果仍舊支持假說1及假說2。

表5 模型1及模型2主要迴歸結果 (N=4,656)

應變數 Variable	OCFO Parameter Estimate	ACFO Parameter Estimate	DCFO Parameter Estimate
<i>Intercept</i>	7.7233 (<0.0001)***	1.188 (0.0045)***	-0.4405 (0.4810)
<i>FIRM</i>	0.4724 (<0.0001)***	-0.1942 (0.0001)***	-
<i>ACC</i>	0.6515 (0.2785)	1.1379 (<0.0001)***	-
<i>DIRECTOR</i>	-	-	-0.6017 (0.0109)**
<i>DIRECTOR</i> $\times$ <i>TOBINQ</i>	-	-	0.2534 (0.0603)*
<i>DIRECTOR</i> $\times$ <i>RESTATE</i>	-	-	-0.2534 (0.0415)**
<i>SIZE</i>	-0.5911 (<0.0001)***	-0.2475 (0.0003)***	-0.3552 (0.0002)***
<i>LEV</i>	0.6432 (0.088)*	-0.7614 (<0.0001)***	0.5401 (0.0553)*
<i>TOBINQ</i>	0.0789 (0.3470)	0.0986 (0.0039)***	-0.0857 (0.0933)*
<i>SOD</i>	-0.0641 (0.0355)**	0.0243 (0.1752)	0.0193 (0.4841)
<i>IND</i>	0.4541 (0.3309)	0.7053 (0.0018)***	0.1945 (0.5689)
<i>SOCD</i>	-0.2716 (0.4449)	0.3374 (0.0619)*	0.2491 (0.3865)
<i>RESTATE</i>	-0.2911 (0.303)	-0.4587 (0.0070)***	0.1894 (0.4211)
<i>CONTROL</i>	-	-	-0.4066 (0.2003)
<i>SSHARE</i>	-	-	1.8740 (0.0895)*
<i>TENTURE</i>	-	-	-0.9371 (0.0411)**
<i>D</i>	-0.2552 (0.1271)	-0.3186 (<0.0001)***	-0.0071 (0.9487)
<i>YEAR</i>	YES	YES	YES
<i>INDUSTRY</i>	YES	YES	YES
X^2	21.003***	22.073***	23.133***
Pseudo R^2	0.2585	0.2468	0.2698

1. 變數定義見表 2。

2. 括弧內的數值為 Wald p value，且 *** 表示達 1% 的顯著水準；** 表示達 5% 的顯著水準；* 表示達 10% 的顯著水準。

四、處理樣本自我選擇偏誤問題

由表 1 樣本篩選過程可發現，若財務主管姓名沒有出現在「親屬與總說明」欄中，則本研究無法判斷該位財務主管係屬於內部財務主管抑或是外部財務主管，此時本研究會刪除此筆資料，合計共刪除 3,872 筆資料，約占總樣本的 38.61%。此舉將造成本研究樣本產生自我選擇偏誤（self-selection bias）。本研究為因應樣本自我選擇偏誤的問題，而採用 Heckman (1979) 兩階段估計法校正之（廖益興等人，2018；Chaney, Jeter, and Shivakumar, 2004; Behn, Choi, and Kang, 2008; Li, 2009）。

在誤差項為標準常態分配的假設下（ $\varepsilon \sim N(0,1)$ ），影響可否估計出該位財務主管係屬於內部財務主管抑或是外部財務主管之關係可以透過 Probit 模型估計之，而關於 Heckman Probit selection equation，即模型 3、模型 4 的變數說明如下。首先，模型 3 的自變數包含模型 1 原本的 10 個控制變數及工具變數—債務資金成本（*DEBTR*）和家族企業（*FAMILY*）¹¹；而模型 4 的自變數則包含模型 2 原本的 13 個控制變數及工具變數—家族企業（*FAMILY*）。而本研究選擇以家族企業（*FAMILY*）作為模型 4 的工具變數，係因為根據過去文獻如：王文英（2007）、Colpan (2008)、Isobe et al. (2008) 都指出公司的決策受到整體環境的影響，且不論是外在或內在的因素都會影響公司決策，因此董事會成員的組成（包含財務主管是否同時擔任公司董事），亦即模型 2 的自變數—財務主管同時擔任公司董事（*DIRECTOR*）也會受到家族與非家族企業之影響；然而，並沒有文獻指出家族企業或非家族企業較會解任財務主管（*DCFO*），故本研究以家族企業（*FAMILY*）作為模型 4 的工具變數。

若第二階段估計式中 *IMR_D* 係數（Heckman's λ ）顯著，則代表模型 1 及模型 2 的 outcome equation 的殘差項和模型 3 及模型 4 的 selection equation 的殘差項確實具有關聯性，並已控制住財務主管係屬於內部財務主管抑或是外部財務主管的樣本自我選擇偏誤的影響。除此之外，財務主管係屬於內部財務主管抑或是外部財務主管樣本之選擇偏誤經過矯正後，在 Heckman model 第二階段中（即模型 1 及模型 2），便須處理因加入 Heckman's λ 所產生之 standard error 應修正的問題。本研究參考過去文獻，如徐美與陳明郎（2011）、廖益興等人（2018）及 Wooldridge (2010) 的作法，本研究採拔靴法（bootstrap）估計其標準誤。茲將模型 3 及模型 4 列示如下：

$$\begin{aligned} CFO_D_t = & \beta_0 + \beta_1 SIZE_t + \beta_2 LEV_t + \beta_3 TOBINQ_t + \beta_4 SOD_t + \beta_5 IND_t + \beta_6 SOCD_t \\ & + \beta_7 RESTATE_t + \beta_8 D_t + \sum_{2010}^{2014} \beta_9 YEAR_t + \beta_{10} INDUSTRY_t + \beta_{11} DEBTR_t \\ & + \beta_{12} FAMILY_t + \varepsilon_{3t} \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} CFO_D_t = & \beta_0 + \beta_1 SIZE_t + \beta_2 LEV_t + \beta_3 TOBINQ_t + \beta_4 SOD_t + \beta_5 IND_t + \beta_6 SOCD_t \\ & + \beta_7 CONTROL_t + \beta_8 SSHARE_t + \beta_9 RESTATE_t + \beta_{10} TENURE_t + \beta_{11} D_t \\ & + \sum_{2010}^{2014} \beta_{12} YEAR_t + \beta_{13} INDUSTRY_t + \beta_{14} FAMILY_t + \varepsilon_{4t} \end{aligned} \quad (4)$$

¹¹ 有關工具變數的說明請見「五、内生性議題分析」一節內容。

其中，除了下列三項變數，其餘變數定義請見模型 1 及模型 2 說明。

CFO_D = 可判斷該公司財務主管係屬於內部財務主管抑或是外部財務主管的樣本設為 1，其餘設為 0。

DEBTR = 債務資金成本，(利息費用+資本化利息支出)/負債總額。

FAMILY = 家族企業虛擬變數，若樣本公司為家族企業則設為 1，其餘設為 0。

本研究將採用 Heckman 兩階段估計法所得到的實證結果列示於表 6。由表 6 可觀察到，三條迴歸式的 *IMR_D* 係數都顯著異於 0，代表樣本自我選擇偏誤的問題確實存在，然而已於實證模型內加以控制。除此之外，也可發現採用 Heckman 兩階段估計法所得到的實證結果和正文相同，都是支持假說 1 (估計係數=0.0652; Wald *p* value<0.0001)、假說 2 (估計係數=1.1452; Wald *p* value<0.0001) 及假說 3 (估計係數=-0.6022; Wald *p* value=0.0132)，顯示本文實證結果考量樣本自我選擇偏誤議題後仍具一致性。

表 6 模型 1 及模型 2 採用 Heckman 兩階段估計法迴歸結果 (N=4,656)

應變數	<i>OCFO</i>	<i>ACFO</i>	<i>DCFO</i>
Variable	Parameter Estimate	Parameter Estimate	Parameter Estimate
<i>Intercept</i>	6.1254 (0.032)**	4.321 (0.0956)*	-1.4563 (0.4023)
<i>FIRM</i>	0.0652 (<0.0001)***	-0.1857 (0.0033)***	-
<i>ACC</i>	0.4987 (0.1263)	1.1452 (<0.0001)***	-
<i>DIRECTOR</i>	-	-	-0.6022 (0.0132)**
<i>DIRECTOR</i> × <i>TOBINQ</i>	-	-	0.2465 (0.0653)*
<i>DIRECTOR</i> × <i>RESTATE</i>	-	-	-0.2575 (0.0403)**
<i>SIZE</i>	-0.5874 (<0.0001)***	-0.2563 (0.0001)***	-0.3545 (0.0011)***
<i>LEV</i>	0.7011 (0.095)*	-0.7423 (<0.0001)***	0.5558 (0.0413)**
<i>TOBINQ</i>	0.0712 (0.4196)	0.0975 (0.0031)***	-0.0893 (0.0945)*

表 6 模型 1 及模型 2 採用 Heckman 兩階段估計法迴歸結果 (N=4,656) (續)

應變數 Variable	OCFO Parameter Estimate	ACFO Parameter Estimate	DCFO Parameter Estimate
<i>SOD</i>	-0.0633 (0.0311)**	0.0255 (0.1613)	0.0183 (0.4913)
<i>IND</i>	0.5320 (0.3423)	0.7152 (0.0021)***	0.1953 (0.5746)
<i>SOCD</i>	-0.2589 (0.4421)	0.3344 (0.0653)*	0.2433 (0.3818)
<i>RESTATE</i>	-0.2954 (0.2896)	-0.4516 (0.0078)***	0.1903 (0.4321)
<i>CONTROL</i>	-	-	-0.4789 (0.2323)
<i>SSHARE</i>	-	-	1.8749 (0.0902)*
<i>TENTURE</i>	-	-	-0.9344 (0.0412)**
<i>D</i>	-0.2519 (0.1203)	-0.3142 (<0.0001)***	-0.0082 (0.9512)
<i>YEAR</i>	YES	YES	YES
<i>INDUSTRY</i>	YES	YES	YES
<i>IMR_D</i>	0.3516 (0.0429)**	0.4021 (0.0413)**	0.5063 (0.0329)**
X^2	22.365***	23.998***	24.296***
Pseudo R^2	0.2689	0.2542	0.2758

1. 變數定義見表 2。

2. 括弧內的數值為 Wald p value，且***表示達 1%的顯著水準；**表示達 5%的顯著水準；*表示達 10%的顯著水準。

五、內生性議題分析

本研究模型 1 的應變數—外部財務主管 (OCFO) 與自變數—公司董事兼任其他公司董事家數 (FIRM) 及模型 1 的應變數—會計背景財務主管 (ACFO) 與自變數—董事會成員具備會計背景比重 (ACC) 可能存在互為應變數及自變數之關聯性。因此，為了解決應變數與自變數互為相關的內生性議題，本研究採用兩階段工具變數法重新進行假說 1、2 的檢測。

所謂兩階段工具變數法，係指當自變數 (X) 會影響應變數 (Y)，且應變數 (Y) 也會反過來影響自變數 (X) 時，兩階段工具變數法建議找出一個工具變數 $-I$ ，此項工具變數 (I) 和自變數 (X) 相關，但卻和應變數 (Y) 無關，此時在第一階段時會先估計出每一家樣本公司的自變數估計數 (X)，然後在第二階段時，再將每一家樣本公司的自變數估計數 (X) 取代每一家樣本公司的自變數 (X) 後，再重跑迴歸並進行假說檢定。

Ferris, Jagannathan, and Pritchard (2003) 和 Fich (2005) 研究結果發現：公司規模越大，則公司對外部資源的需求也越強烈，此時越需要更多的外部資源或更多的人脈關係，因此在董事會中會引進更多兼任其他公司的董事。此外，過去文獻，如：倪衍森與陳冠宇 (2005)、張元與葉清雄 (2014)、Stein (2002)、Berger, Frame, and Miller (2005)、Chong, Lu, and Ongena (2013)、Borisova, Fotak, Holland, and Megginson (2015)、Liu, Li, and Huang (2018)、都發現公司規模和債務資金成本呈顯著負相關。彙總前述討論，公司規模會影響公司董事兼任其他公司董事家數 ($FIRM$)，而公司規模又和債務資金成本呈顯著負相關，因此本研究推論債務資金成本 ($DEBTR$) 會影響公司董事兼任其他公司董事家數 ($FIRM$)。然而，過去並沒有文獻發現債務資金成本 ($DEBTR$) 和外部財務主管 ($OCFO$) 相關，因此本文選擇以債務資金成本 ($DEBTR$) 作為公司董事兼任其他公司董事家數 ($FIRM$) 的第一項工具變數。再者，Harris and Shimizu (2004)、Fich and Shivdasani (2006) 和 Jiraporn, Singh, and Lee (2009) 研究指出，公司的董事若兼任太多其他職務，例如：擔任多家公司董事，則會產生公司治理薄弱的現象。而國內不少研究發現，如果公司是家族企業，由於控制股東已經掌握公司控制權，使得公司治理機制較差 (廖秀梅、李建然與吳祥華，2006；蘇淑慧、呂倩如與金成隆，2009；湯麗芬，2010；陳俞如與謝存瑞，2011)。換言之，因為家族企業的公司治理機制比其他企業還薄弱，因此家族企業所適合的公司董事兼任其他公司董事家數應該和其他企業不同，故家族企業會影響公司董事兼任其他公司董事家數。然而，並沒有文獻指出家族企業或非家族企業較會聘任外部財務主管 ($OCFO$)，故本研究也新增以家族企業 ($FAMILY$) 作為公司董事兼任其他公司董事家數 ($FIRM$) 的第二項工具變數。

黃玉麗與沈中華 (2009) 研究指出，當信評機構發現銀行從事盈餘管理時，會給予較差之信用評等，使得債務資金成本增加，換言之，債務資金成本較高的組織，較有可能為了降低資金成本而進行盈餘管理。再者，若董事會中存在財務、會計背景董事，則會因為董事會對於財務報表編製程序與品質較有監控能力而提升董事會監督職能 (鄭宏哲、蘇淑慧與呂倩如，2013；Klein, 2002)，此外，鄭宏哲等人 (2013) 和 DeFond et al. (2005) 也發現由具備會計專業的董事出任審計委員會，會因為會計專業而有助於審計委員會提升財務報表品質。彙總前述討論，本研究認為債務資金成本較高的組織，較有可能進行盈餘管理，故此時較需要董事會成員具備會計背景，

以提升財務報表品質監控能力，故債務資金成本 (*DEBTR*) 會影響董事會成員具備會計背景比重 (*ACC*)。然而，過去並沒有文獻提出公司的財務主管是否具備會計背景 (*ACFO*) 和債務資金成本 (*DEBTR*) 高低具關聯性，因此本研究亦以債務資金成本 (*DEBTR*) 作為董事會成員具備會計背景比重 (*ACC*) 的第一項工具變數。再者，Ashbaugh-Skaife, Collins, and LaFond (2006) 發現，在控制了企業的其他特質後，較佳的公司治理會使得企業獲得較佳的評等等級，而較佳的評等等級會讓組織的債務資金成本減少 (黃玉麗與沈中華，2009)，亦即若組織的公司治理機制較差，則債務資金成本會提高，此時較有可能進行盈餘管理，故在此種情況下，需要董事會中存在更多的財務、會計背景董事，因為財務、會計背景董事對於財務報表編製程序與品質較有監控能力 (鄭宏哲等人，2013；Klein, 2002)。此外，國內不少研究，如：湯麗芬 (2010) 與陳俞如與謝存瑞 (2011) 都發現，如果公司是家族企業，則公司治理機制會較無效。換言之，因為家族企業的公司治理機制比其他企業還薄弱，因此家族企業的董事會成員中，所需要的具備會計背景比重應比其他企業高，故家族企業會影響董事會成員具備會計背景比重 (*ACC*)。然而，並沒有文獻指出家族企業或非家族企業較會聘任會計背景財務主管 (*ACFO*)，故本研究也新增以家族企業 (*FAMILY*) 作為董事會成員具備會計背景比重 (*ACC*) 的第二項工具變數。

參酌文獻，如：廖益興等人 (2018)，適當工具變數的條件必須符合工具變數聯合檢定及 overidentification test 的要求。因此本研究針對模型 5 及模型 6 的 2 個工具變數—債務資金成本 (*DEBTR*) 及家族企業 (*FAMILY*) 進行聯合檢定其迴歸係數是否異於 0，結果顯示達 1% 顯著水準，數值分別為：107.15 (0.000)^{***} 及 138.42 (0.000)^{***}。此外，也進一步經由工具變數 overidentification test 發現 X^2 值 (Prob) 分別為：1.131 (0.769) 及 1.771 (0.562)，並未達顯著水準，顯示模型 5 及模型 6 所納入的工具變數並無 overidentification 問題。

本文以模型 5 及模型 6 作為第一階段模型。其中模型 5 及模型 6 的自變數都包含模型 1 原本的 10 個控制變數及工具變數—債務資金成本 (*DEBTR*)、家族企業 (*FAMILY*)。首先，本文先求取每一家樣本公司的公司董事兼任其他公司董事家數估計數 (*FIRM*) 及董事會成員具備會計背景比重估計數 (*ACC*)，然後再將前述估計數取代模型 1 的公司董事兼任其他公司董事家數 (*FIRM*) 及董事會成員具備會計背景比重 (*ACC*) 後，再重跑模型 1 並重新進行假說檢定。本文參酌黃玉麗、沈中華與林昆立 (2012)、張元與葉清雄 (2014) 及 Francis, Khurana, and Pereira (2005) 的變數定義，以公司當年度的利息費用加上利息資本化之金額，除以負債總額之比率，來衡量公司的債務資金成本 (*DEBTR*)。茲將第一階段的模型 5 及模型 6 列示如下，變數定義請見模型 1、2、3、4 的說明。

$$\begin{aligned}
FIRM_t = & \beta_0 + \beta_1 SIZE_t + \beta_2 LEV_t + \beta_3 TOBINQ_t + \beta_4 SOD_t + \beta_5 IND_t \\
& + \beta_6 SOCD_t + \beta_7 RESTATE_t + \beta_8 D_t + \sum_{2010}^{2014} \beta_9 YEAR_t + \beta_{10} INDUSTRY_t \\
& + \beta_{11} DEBER_t + \beta_{12} FAMILY_t + \varepsilon_{5t}
\end{aligned} \quad (5)$$

$$\begin{aligned}
ACC_t = & \beta_0 + \beta_1 SIZE_t + \beta_2 LEV_t + \beta_3 TOBINQ_t + \beta_4 SOD_t + \beta_5 IND_t \\
& + \beta_6 SOCD_t + \beta_7 RESTATE_t + \beta_8 D_t + \sum_{2010}^{2014} \beta_9 YEAR_t + \beta_{10} INDUSTRY_t \\
& + \beta_{11} DEBTR_t + \beta_{12} FAMILY_t + \varepsilon_{6t}
\end{aligned} \quad (6)$$

本研究在第二階段時，會將第一階段計算出的公司董事兼任其他公司董事家數估計數（*FIRM*）及董事會成員具備會計背景比重估計數（*ACC*）帶入模型 1 中，以取代公司董事兼任其他公司董事家數（*FIRM*）及董事會成員具備會計背景比重（*ACC*），並再重新進行迴歸分析。而本研究以兩階段工具變數法求得的公司董事兼任其他公司董事家數（*FIRM*）及董事會成員具備會計背景比重（*ACC*）的估計係數（Wald *p* value）依序為：估計係數=0.6532 (Wald *p* value<0.0001)及估計係數=1.0674 (Wald *p* value<0.0001)，顯示本文實證結果考量模型 1 可能存在應變數及自變數之間互為關聯性的內生性問題後，實證結果仍舊支持假說 1、假說 2，故本研究正文實證結果具參考性。

六、額外分析

本文推論若 *DIRECTOR* 與 Tobin's Q 的交乘項係數為正，則支持本研究的假說 3；然而，*DIRECTOR* 與 Tobin's Q 的交乘項係數為正的推論有兩派推論方式，一種是本文作者的論點：「當公司績效較差，亦即 *TOBINQ* 數值較低時，若此時公司財務主管也兼任公司董事時，也就是 *DIRECTOR* 是 1 時，此時應變數—財務主管解任（*DCFO*）的機率預期也會較低，所以 *DIRECTOR* 與 *TOBINQ* 之交乘項估計係數應該是正的。」另一種論點則是：「當財務主管同時擔任公司董事時，公司市場績效愈好（即 Tobin's Q 值愈高），反而愈會提高財務主管可能被替換掉的機率。」而本文為了確認本研究樣本沒有存在第二種論點：「當財務主管同時擔任公司董事時，公司市場績效愈好（即 Tobin's Q 值愈高），反而愈會提高財務主管可能被替換掉的機率。」本文作者在本節中以 Tobin's Q 排序，取最高四分位樣本公司作為績效表現較好的公司，然後重跑模型 2。實證結果發現 *DIRECTOR* 與 *TOBINQ* 之交乘項估計係數並沒有顯著為正（Wald *p* value=0.1162），因此本研究樣本並沒有存在第二種論點所述的情況。

伍、結論、研究建議與限制

根據台灣公司法第 29 條規定，上市櫃公司除非公司章程有較高規定者，否則和代理理論觀點相符，係由「董事會」來監督 TMT，而董事會日常的 TMT 監督行為包括選任 TMT、解任 TMT、獎酬 TMT 及覆核 TMT 營運策略執行情況（Johnson et al.,

1996; Hillman and Dalziel, 2003)。過去有關於董事會與 TMT 關聯性的研究大部分都是在探討總經理，較少探討其他 TMT 成員 (Dalton et al., 1998; Halebian et al., 2006; Combs et al., 2007)。除此之外，如果以國內近 10 年刊登在 TSSCI 期刊上的文章為範疇，並沒有任何一篇研究係探討財務主管 (CFO)，且國外研究，如：Menz (2012) 及 Uhde et al. (2017) 都建議學術界著手研究 TMT 中除了總經理以外的其他成員，尤其 Menz (2012) 的研究更直接指出「財務主管 (CFO)」具研究潛力。另一方面，藉由國內外的研究回顧亦可發現財務主管對公司的重要性也是與日俱增，又依據台灣公司法規定財務主管的聘任、解任、獎酬都須經董事會通過，因此財務主管與董事會間的關聯性具學術與實務上的研究意義。故本研究以探討董事會特性或稱為董事社會網絡對於財務主管特質之影響為研究主旨；然而，礙於篇幅限制，本研究並沒有進一步探討特定董事會特性所形成的特定財務主管特質對於公司績效之影響。

本研究參考過去探討董事會特性的文獻，例如：Johnson et al. (2013)、Krause et al. (2013)、Westphal and Zajac (2013)、Bedard et al. (2014) 及 Uhde et al. (2017) 而選擇探討董事會下列三項特性：(1) 公司董事兼任其他公司董事家數；(2) 董事們的會計背景；(3) 財務主管兼任董事。本研究先測試選任財務主管相關的兩項議題—外部財務主管及財務主管是否具備會計背景，接續再探討財務主管解任議題。此外，本研究以 Winsorize 方式來處理極端值，且本研究迴歸模型中之 standard errors 均經由 clustered robust standard errors 進行修正，並以 Heckman 兩階段估計法及兩階段工具變數法重新進行實證檢測，並在敏感性分析中也進行多項董事特徵的考量。本研究實證結果支持本研究所有假說，且本研究實證結果具一致性。本研究發現(1)如果公司董事兼任其他公司董事家數較多，則公司較會由外部人擔任財務主管；(2)如果董事們較高比重具備會計背景，則財務主管也具備會計背景的可能性較高；(3)若財務主管兼任董事，則此位財務主管被解任的可能性較低。

而本研究的貢獻有下列兩項。第一項貢獻、也是本研究最重要的貢獻係：「本研究實證結果可以補充國內有關於財務主管研究之不足，並作為未來財務主管相關研究的開端」。近期的研究，如：Uhde et al. (2017) 指出財務主管在企業的地位日趨重要；然而，國內外有關於財務主管的研究並不多見，尤其在台灣，近 10 年並沒有研究係以財務主管為研究對象而刊登在 TSSCI 期刊上。因此，本研究的實證結果可以補充國內「財務主管」文獻不足，並開啟「財務主管」研究之門。而本研究的實證結果也可以給予實務界及主管機關若干啟示為本研究第二項貢獻。首先，本研究發現當公司董事兼任其他公司董事家數較多時，則公司較會由外部人擔任財務主管。再者，本研究也發現董事們的會計背景也會影響財務主管人選的會計背景。最後，本研究發現擔任董事的財務主管較不易被替換。因此建議公司在建置公司治理架構抑或是主管機關在制定公司治理相關法規時，也需考量這些公司治理架構及法規對於董事會這三項特性的影響，進而影響到財務主管的特質。

表 7 模型 2 迴歸結果—以 Tobin's Q 排序，取最高四分位樣本公司進行 (N=1,164)

應變數 Variable	DCFO Parameter Estimate
<i>Intercept</i>	-0.6372 (0.6455)
<i>DIRECTOR</i>	-0.5852 (0.0914)*
<i>DIRECTOR</i> × <i>TOBINQ</i>	0.3416 (0.1162)
<i>DIRECTOR</i> × <i>RESTATE</i>	-0.8089 (0.0897)*
<i>SIZE</i>	-0.2044 (0.0912)*
<i>LEV</i>	0.5423 (0.0553)*
<i>TOBINQ</i>	-0.0987 (0.0911)*
<i>SOD</i>	0.0254 (0.4310)
<i>IND</i>	0.2012 (0.5644)
<i>SOCD</i>	0.2432 (0.3803)
<i>RESTATE</i>	0.1845 (0.4365)
<i>CONTROL</i>	-0.4011 (0.2042)
<i>SSHARE</i>	1.8735 (0.0842)*
<i>TENTURE</i>	-0.9324 (0.0419)**
<i>D</i>	-0.0074 (0.9436)
<i>YEAR</i>	YES
<i>INDUSTRY</i>	YES
X^2	15.032***
Pseudo R^2	0.1639

1. 變數定義見表 2。

2. 括弧內的數值為 Wald p value，且 *** 表示達 1% 的顯著水準；** 表示達 5% 的顯著水準；* 表示達 10% 的顯著水準。

本研究也提出下列三項研究建議：(1)本研究以台灣資料來進行董事會特性與財務主管特質關聯性的研究。本文建議後續學者可以再進一步探討亞洲其他國家的情況，並將結果進行多國比較。(2)本研究係探討董事會特性是否會影響財務主管特質，如同文獻指出，目前TMT的研究幾乎都只探討總經理（CEO），因此建議後續研究也可以進行TMT其他成員的探討，例如：營運長、業務總監、稽核主管、研發長等。(3)本研究為國內首篇探討董事會特性或稱為董事社會網絡與財務主管特質關聯性的文章，建議後續學者繼續探討甚麼樣的董事會特性會選任出甚麼樣特質的財務主管，而具備這些特質的財務主管又如何影響公司績效。

另一方面，本文的研究限制如下：本研究的變數資料取自 TEJ 資料庫抑或是逐本翻閱樣本公司的財務報表而人工統計資料，因此若公司的真實財務數字和公司揭露的數字不同，抑或是公司揭露的財務主管資訊與實際財務主管資訊不同，本研究將無從判別，此為實證研究的共同限制。

參考文獻

- 方世榮、黃瓊瑤與陳育成，2010，證券市場之社會資本探討：社會網絡觀點，臺大管理論叢，第21卷第1期：309-342。
- 王文英，2007，策略與目標成本制關係之探索性研究—透過國內兩企業之比較個案，交大管理學報，第27卷第2期：203-248。
- 王曉雯、陳欣妤與吳佩珊，2013，研發支出與總經理薪酬—公司控制與成長機會對抑止管理性投機之影響，管理評論，第32卷第1期：39-62。
- 李佳玲、史雅男與蔡宜伶，2011，總經理薪酬與績效衡量及不確定性之配適度對公司營運績效的影響，組織與管理，第4卷第2期：39-77。
- 林穎芬、洪晨桓與陳羽甄，2011，家族與非家族企業之總經理替換與相對績效的關聯—以台灣上市公司為例，管理評論，第30卷第3期：25-47。
- 洪玉舜與王泰昌，2008，績效衡量指標在總經理股票誘因薪酬之相對重要性分析，會計評論，第46卷：1-29。
- 倪衍森與陳冠宇，2005，負債成本與財務變數之關連性研究—以台灣上市傳統產業為例，企業管理學報，第64期：53-78。
- 徐美與陳明郎，2011，臺灣不同族群薪資差異的世代變遷，臺灣經濟預測與政策，第42卷第1期：39-74。
- 張力、林翠蓉、侯啟娉與馬文利，2010，所有權型態、經理人行為與總經理異動關係之實證研究，台灣管理學刊，第10卷第2期：149-169。
- 張元與葉清雄，2014，忙碌董事、風險承擔與債務資金成本，兩岸金融季刊，第2卷第3期：1-54。
- 陳玉麟，2012，企業策略、非財務績效衡量與總經理薪酬：電子業證據，會計評論，第54期：117-150。
- 陳俞如與謝存瑞，2011，集團內部所有權與分子企業盈餘管理：國際多角化與家族連結之影響，管理學報，第28卷第1期：65-80。
- 湯麗芬，2010，家族企業特質與盈餘品質之關聯性，當代會計，第11卷專刊：371-410。
- 黃玉麗、沈中華與林昆立，2012，政治關聯（係）與債務資金成本，管理學報，第29卷第2期：155-185。
- 黃玉麗與沈中華，2009，盈餘管理對銀行債務資金成本之影響—信用評等觀點，管理學報，第26卷第6期：599-623。
- 廖秀梅、李建然與吳祥華，2006，董事會結構特性與公司績效關係之研究—兼論台灣家族企業因素的影響，東吳經濟商學學報，第54期：117-160。
- 廖益興、高儷華與單騰笙，2018，產業專精之查核是否能減緩企業之財稅差異？經

- 濟論文叢刊，第46卷第1期：125-178。
- 歐陽豪，2009，外部公司治理機制、相對績效與金融機構總經理更迭關聯之實證研究，台灣金融財務季刊，第10卷第1期：29-80。
- 鄭宏哲、蘇淑慧與呂倩如，2013，董事會特性暨會計師產業專精於權益資金成本之研究，會計審計論叢，第3卷第2期：27-59。
- 戴怡蕙，2017，股份控制權和盈餘分配權的偏離程度會影響以績效為基準的考核制度誘因效果嗎？會計評論，第65期：1-43。
- 戴怡蕙、曾智揚與柯承恩，2015，內部董事超額薪酬和公司未來績效：隱性合約觀點之實證研究，臺大管理論叢，第25卷第2期：149-180。
- 薛敏正、林嬋娟與林秀鳳，2008，董事會特性與財務報表重編，交大管理學報，第28卷第2期：73-103。
- 蘇淑慧、呂倩如與金成隆，2009，家族公司與盈餘品質關係之研究：所有權、管理權與控制權，臺大管理論叢，第19卷第S2期：35-70。
- Adams, R. B., B. E. Hermalin, and M. S. Weisbach. 2008. The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. Working paper, Ohio State University.
- Agrawal, P., A. Silberstein, B. F. Cooper, U. Srivastava, and R. Ramakrishnan. 2009. Asynchronous view maintenance for VLSD databases. Paper presented at the 2009 ACM SIGMOD International Conference on Management of data, ACM.
- Arthaud-Day, M. L., S. T. Certo, C. M. Dalton, and D. R. Dalton. 2006. A changing of the guard: Executive and director turnover following corporate financial restatements. *Academy of Management Journal* 49 (6): 1119-1136.
- Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins, and R. LaFond. 2006. The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics* 42 (1-2): 203-243.
- Baxter, J., and W. F. Chua. 2008. Be(com)ing the chief financial officer of an organisation: Experimenting with Bourdieu's practice theory. *Management Accounting Research* 19 (3): 212-230.
- Becker, G. M., M. H. DeGroot, and J. Marschak. 1964. Measuring utility by a single-response sequential method. *Systems Research and Behavioral Science* 9 (3): 226-232.
- Bedard, J. C., R. Hoitash, and U. Hoitash. 2014. Chief financial officers as inside directors. *Contemporary Accounting Research* 31 (3): 787-817.
- Behn, B. K., J. H. Choi, and T. Kang. 2008. Audit quality and properties of analyst earnings forecasts. *The Accounting Review* 83 (2): 327-349.
- Berger, A. N., W. S. Frame, and N. H. Miller. 2005. Credit scoring and the availability,

- price, and risk of small business credit. *Journal of Money, Credit, and Banking* 37 (2): 191-222.
- Borisova, G., V. Fotak, K. Holland, and W. L. Megginson. 2015. Government ownership and the cost of debt: Evidence from government investments in publicly traded firms. *Journal of Financial Economics* 118 (1): 168-191.
- Brunello, G., C. Graziano, and B. M. Parigi. 2003. CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case. *Journal of Banking and Finance* 27 (6): 1027-1051.
- Burks, J. J. 2010. Disciplinary measures in response to restatements after Sarbanes-Oxley. *Journal of Accounting and Public Policy* 29 (3): 195-225.
- Burt, R. S. 1980. Cooptive corporate actor networks: A reconsideration of interlocking directorates involving American manufacturing. *Administrative Science Quarterly* 25 (4): 557-582.
- Carpenter, M. A., T. G. Pollock, and M. M. Leary. 2003. Testing a model of reasoned risk-taking: Governance, the experience of principals and agents, and global strategy in high-technology IPO firms. *Strategic Management Journal* 24 (9): 803-820.
- Carter, M. E., L. J. Lynch, and S. L. Zechman. 2009. Changes in bonus contracts in the post-Sarbanes-Oxley era. *Review of Accounting Studies* 14(4): 480-506.
- Chaney, P. K., D. C. Jeter, and L. Shivakumar. 2004. Self-selection of auditors and audit pricing in private firms. *The Accounting Review* 79 (1): 51-72.
- Cheng, P., J. L. Li, and W. H. Tong. 2008. What triggers top management turnovers in China? *Journal of Contemporary Accounting and Economics* 4 (1): 50-87.
- Chi, W., and Y. Wang. 2009. Ownership, performance and executive turnover in China. *Journal of Asian Economics* 20 (4): 465-478.
- Chong, T. T., L. Lu, and S. Ongena. 2013. Does banking competition alleviate or worsen credit constraints faced by small- and medium-sized enterprises? Evidence from China. *Journal of Banking & Finance* 37 (9): 3412-3424.
- Coles, J. L., A. Y. Wang, and C. Zhu. 2015. Director network and CEO turnover. Working paper, University of Utah.
- Coles, J. L., N. D. Daniel, and L. Naveen. 2014. Co-opted boards. *Review of Financial Studies* 27 (6): 1751-1796.
- Collins, C. J., and K. D. Clark. 2003. Strategic human resource practices, top management team social networks, and firm performance: The role of human resource practices in creating organizational competitive advantage. *Academy of Management Journal* 46 (6): 740-751.
- Collins, D., A. Masli, A. L. Reitenga, and J. M. Sanchez. 2009. Earnings restatements, the Sarbanes-Oxley act, and the disciplining of chief financial officers. *Journal of*

- Accounting, Auditing and Finance* 24 (1): 1-34.
- Colpan, A. M. 2008. Are strategy-performance relationships contingent on macroeconomic environments? Evidence from Japan's textile industry. *Asia Pacific Journal of Management* 25 (4): 635-665.
- Combs J. G., D. J. Ketchen Jr., A. A. Perryman, and M. S. Donahue. 2007. The moderating effect of CEO power on the board composition-firm performance relationship. *Journal of Management Studies* 44 (8): 1299-1323.
- Daily, C. M., D. R. Dalton, and A. A. Cannella Jr. 2003. Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review* 28 (3): 371-382.
- Dalton, D. R., C. M. Daily, A. E. Ellstrand, and J. L. Johnson. 1998. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal* 19 (3): 269-290.
- DeFond, M. L., R. N. Hann, and X. Hu. 2005. Does the market value financial expertise on audit committees of boards of directors? *Journal of Accounting Research* 43 (2): 153-193.
- Engel, E., R. M. Hayes, and X. Wang. 2003. CEO turnover and properties of accounting information. *Journal of Accounting and Economics* 36 (1-3): 197-226.
- Fahlenbrach, R., A. Low, and R. M. Stulz. 2010. Why do firms appoint CEOs as outside directors? *Journal of Financial Economics* 97 (1): 12-32.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-325.
- Fan, J. P., T. J. Wong, and T. Zhang. 2007. Politically connected CEOs, corporate governance, and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics* 84 (2): 330-357.
- Feng, M., W. Ge, S. Luo, and T. Shevlin. 2011. Why do CFOs become involved in material accounting manipulations? *Journal of Accounting and Economics* 51 (1-2): 21-36.
- Ferris, S. P., M. Jagannathan, and A. C. Pritchard. 2003. Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *Journal of Finance* 58 (3): 1087-1111.
- Fich, E. M. 2005. Are some outside directors better than others? Evidence from director appointments by fortune 1000 firms. *The Journal of Business* 78 (5): 1943-1972.
- Fich, E. M., and A. Shivdasani. 2006. Are busy boards effective monitors? *Journal of Finance* 61 (2): 689-724.
- Finkelstein, S., and D. Hambrick. 1996. *Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations*. Mason, OH: South-Western Educational Publishing.

- Finkelstein, S., D. Hambrick, and A. A. Cannella. 2009. *Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards*. Oxford: Oxford University Press.
- Fracassi, C., and G. Tate. 2012. External networking and internal firm governance. *Journal of Finance* 67 (1): 153-194.
- Francis, J. R., I. K. Khurana, and R. Pereira. 2005. Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world. *The Accounting Review* 80 (4): 1125-1162.
- Garvey, G., and T. Milbourn. 2003. Incentive compensation when executives can hedge the market: Evidence of relative performance evaluation in the cross section. *The Journal of Finance* 58 (4): 1557-1582.
- Geiger, M. A., and K. Raghunandan. 2002. Auditor tenure and audit reporting failures. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 21 (1): 67-78.
- Geiger, M. A., K. Raghunandan, and D. V. Rama. 2006. Auditor decision-making in different litigation environments: The private securities litigation reform act, audit reports and audit firm size. *Journal of Accounting and Public Policy* 25 (3): 332-353.
- Goodman, M. B., and P. B. Hirsch. 2010. *Corporate Communication: Strategic Adaptation for Global Practice*. NY: Peter Lang.
- Gore, A. K., S. Matsunaga, and P. E. Yeung. 2011. The role of technical expertise in firm governance structure: Evidence from chief financial officer contractual incentives. *Strategic Management Journal* 32 (7): 771-786.
- Gow, I. D., G. Ormazabal, and D. J. Taylor. 2010. Correcting for cross-sectional and time-series dependence in accounting research. *The Accounting Review* 85 (2): 483-512.
- Graham, J. R., and C. R. Harvey. 2001. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics* 60 (2-3): 187-243.
- Gulati, R. 1998. Alliances and networks. *Strategic Management Journal* 19 (4): 293-317.
- Haleblian, J. J., J. Y. J. Kim, and N. Rajagopalan. 2006. The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: Evidence from the U.S. commercial banking industry. *Academy of Management Journal* 49 (2): 357-370.
- Hambrick, D. C. 2007. Upper echelons theory: An update. *Academy of Management Review* 32 (2): 334-343.
- Harris, I. C., and K. Shimizu. 2004. Too busy to serve? An examination of the influence of overboarded directors. *Journal of Management Studies* 41 (5): 775-798.
- Haynes, K. T., and A. Hillman. 2010. The effect of board capital and CEO power on strategic change. *Strategic Management Journal* 31 (11): 1145-1163.

- Heckman, J. J. 1979. Sample selection bias as a specification error. *Econometrica* 47 (1): 153-161.
- Higgins, M. C., and R. Gulati. 2006. Stacking the deck: The effects of top management backgrounds on investor decisions. *Strategic Management Journal* 27 (1): 1-25.
- Hillman, A. J., and T. Dalziel. 2003. Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review* 28 (3): 383-396.
- Hoskisson, R. E., R. A. Johnson, and D. D. Moesel. 1994. Corporate divestiture intensity in restructuring firms: Effects of governance, strategy, and performance. *Academy of Management Journal* 37 (5): 1207-1251.
- Huang, J., and D. J. Kisgen. 2013. Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics* 108 (3): 822-839.
- Hwang, B. H., and S. Kim. 2009. It pays to have friends. *Journal of Financial Economics* 93 (1): 138-158.
- Indjejikian, R., and M. Matějka. 2009. CFO fiduciary responsibilities and annual bonus incentives. *Journal of Accounting Research* 47 (4): 1061-1093.
- Isobe, T., S. Makino, and D. B. Montgomery. 2008. Technological capabilities and firm performance: The case of small manufacturing firms in Japan. *Asia Pacific Journal of Management* 25 (3): 413-428.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Jiraporn, P., M. Singh, and C. I. Lee. 2009. Ineffective corporate governance: Director busyness and board committee memberships. *Journal of Banking and Finance* 33 (5): 819-828.
- Johnson, J. L., C. M. Daily, and A. E. Ellstrand. 1996. Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management* 22 (3): 409-438.
- Johnson, S. G., K. Schnatterly, and A. D. Hill. 2013. Board composition beyond independence: Social capital, human capital, and demographics. *Journal of Management* 39 (1): 232-262.
- Kaczmarek, S., S. Kimino, and A. Pye. 2012. Board task-related faultiness and firm performance: A decade of evidence. *Corporate Governance: An International Review* 20 (4): 337-351.
- Kato, T., and C. Long. 2006. Executive turnover and firm performance in China. *The American Economic Review* 96 (2): 363-367.

- Klein, A. 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33 (3): 375-400.
- Knight, D., C. L. Pearce, K. G. Smith, J. D. Olian, H. P. Sims, K. A. Smith, and P. Flood. 1999. Top management team diversity, group process, and strategic consensus. *Strategic Management Journal* 20 (5): 445-465.
- Krause, R., M. Semadeni, and A. A. Cannella Jr. 2013. External COO/presidents as expert directors: A new look at the service role of boards. *Strategic Management Journal* 34 (13): 1628-1641.
- Krishnan, G. V., and G. Visvanathan. 2008. Does the SOX definition of an accounting expert matter? The association between audit committee directors' accounting expertise and accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research* 25 (3): 827-858.
- Krishnan, J., Y. Wen, and W. Zhao. 2011. Legal expertise on corporate audit committees and financial reporting quality. *The Accounting Review* 86 (6): 2099-2130.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance* 54 (2): 471-517.
- Li, C. 2009. Does client importance affect auditor independence at the Office level? Empirical evidence from going-concern opinions. *Contemporary Accounting Research* 26 (1): 201-230.
- Liu, P., H. Li, and S. Huang. 2018. Bank competition and the cost of debt: The role of state ownership and firm size. *Applied Economics Letters* 25 (13): 951-957.
- McDonald, M. L., J. D. Westphal, and M. E. Graebner. 2008. What do they know? The effects of outside director acquisition experience on firm acquisition performance. *Strategic Management Journal* 29 (11): 1155-1177.
- Menz, M. 2012. Functional top management team members: A review, synthesis, and research agenda. *Journal of Management* 38 (1): 45-80.
- Mergenthaler, R., S. Rajgopal, and S. Srinivasan. 2012. CEO and CFO career penalties to missing quarterly analysts forecasts. Working paper, University of Iowa.
- Meyer-Doyle, P. 2012. How do firms become good acquirers? Managerial learning and the acquisition capability of firms. *Academy of Management* 1: 1-1.
- Mian, S. 2001. On the choice and replacement of chief financial officers. *Journal of Financial Economics* 60 (1): 143-175.
- 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.
- Mol, M. J. 2001. Creating wealth through working with others: Interorganizational relationships. *Academy of Management Executive* 15 (1): 150-152.

- Nahapiet, J., and S. Ghoshal. 1998. Social capital, intellectual capital, and the organizational advantage. *Academy of Management Review* 23 (2): 242-266.
- Nicholson, G. J., M. Alexander, and G. C. Kiel. 2004. Defining the social capital of the board of directors: An exploratory study. *Journal of Management and Organization* 10 (1): 54-72.
- Peterson, M. A. 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies* 22 (1): 435-480.
- Pfeffer, J. 1972. Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly* 17 (2): 218-228.
- Schoorman, F. D., M. H. Bazerman, and R. S. Atkin. 1981. Interlocking directorates: A strategy for reducing environmental uncertainty. *Academy of Management Review* 6 (2): 243-251.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1986. Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy* 94 (3): 461-488.
- Stein, J. C. 2002. Information production and capital allocation: Decentralized versus hierarchical firms. *The Journal of Finance* 57 (5): 1891-1921.
- Sultana, N., and J. L. W. M. Van der Zahn. 2015. Earnings conservatism and audit committee financial expertise. *Accounting and Finance* 55 (1): 279-310.
- Sundaramurthy, C., K. Pukthuanthong, and Y. Kor. 2014. Positive and negative synergies between the CEO's and the corporate board's human and social capital: A study of biotechnology firms. *Strategic Management Journal* 35 (6): 845-868.
- Tuggle, C. S., K. Schnatterly, and R. A. Johnson. 2010. Attention patterns in the boardroom: How board composition and processes affect discussion of entrepreneurial issues. *Academy of Management Journal* 53 (3): 550-571.
- Uddin, N., and P. R. Gillett. 2002. The effects of moral reasoning and self-monitoring on CFO intentions to report fraudulently on financial statements. *Journal of Business Ethics* 40 (1): 15-32.
- Uhde, D. A., P. Klarner, and A. Tuschke. 2017. Board monitoring of the chief financial officer: A review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review* 25 (2): 116-133.
- Volpin, P. F. 2002. Governance with poor Investor protection: Evidence from top executive turnover in Italy. *Journal of Financial Economics* 64 (1): 159-160.
- Wang, C., F. Xie, and M. Zhu. 2015. Industry expertise of independent directors and board monitoring. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 50 (5): 929-962.
- Westphal, J. D., and E. J. Zajac. 2013. A behavioral theory of corporate governance: Explicating the mechanisms of socially situated and socially constituted agency.

- Academy of Management Annals* 7 (1): 607-661.
- Wooldridge, J. M. 2010. *Econometric Analysis of Cross-Section and Panel Data*, 2nd ed., Cambridge, MA: MIT Press.
- 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 (2): 291-334.
- Zamora, V. L. 2009. Do managers benefit from superior forecasting? Working paper, Seattle University.
- Zhang, M., S. Gao, X. Guan, and F. Jiang. 2014. Controlling shareholder-manager collusion and tunneling: Evidence from China. *Corporate Governance: An International Review* 22 (6): 440-459.
- Zorn, D. M. 2004. Here a chief, there a chief: The rise of the CFO in the American firm. *American Sociological Review* 69 (3): 345-364.

