

## 公司治理評量有效性之研究

### Study on the Effectiveness of Corporate Governance Assessment

李坤璋 Kuen-Chang Lee<sup>1</sup>

陳勝源 Shen-Yuan Chen<sup>2</sup>

王海華 Hai-Hua Wang<sup>3</sup>

#### 摘要

本研究主要在探討中華公司治理協會「公司治理制度評量」的有效性，利用樣本公司與配對公司之間的比較，進行分析經營績效與董事會相關變數的討論。實證結果發現，通過「公司治理制度評量」之樣本公司相較於評量前的經營績效方面有顯著下降的現象，可能為了經營安全而犧牲部分獲利。另外，在董監持股方面也有顯著下降的情況，只有在獨立董事席次上才有顯著的增加。反觀配對公司，在評量前後經營績效則沒有顯著下降。但是，比較樣本公司與配對公司發現，樣本公司的績效指標是顯著高於配對公司的。迴歸分析結果則顯示，評量前與後的董事持股比與董事質押比對績效指標呈現顯著的負相關，顯示其對公司的經營績效可能有負向影響；但監事持股比對部分的經營績效指標反而有顯著的正面影響。另外，外資持股對於 ROA、ROE 及 EPS 等績效指標，均有顯著的正向影響，顯示外資持股與經營績效確實有顯著正向關聯性。

**關鍵字：**公司治理制度評量、經營績效、董事會特性、外資持股

#### Abstract

This study plans to investigate the validity of TCGA's assessment system of corporate governance. Comparing the sample companies and matched companies, to analyze the firm performance and the variables of the board of directors. The empirical findings revealed that sample companies pass the measurement system of corporate governance has worse performance than pass the measurement before, that might suggest sample companies want to operate safely and sacrifice some benefit. Besides, the shares owned by the directors and supervisors decrease significantly, but the number of independent directors has increase significantly. For the matched companies, the firm performance has no significant difference between before the measurement and after the measurement. But the performance indexes of the

---

<sup>1</sup>東吳大學會計系助理教授(聯絡地址：台北市中正區貴陽街一段 56 號，聯絡電話：02-2311-1531 分機 2590，E-mail: [kc@scu.edu.tw](mailto:kc@scu.edu.tw))。

<sup>2</sup>台北商業技術學院財務金融系教授。

<sup>3</sup>台北商業技術學院財務金融系碩士生。

sample companies are higher than the matching companies. The results indicate that the ratio of the shares owned by the directors and the pledged shares ratio of directors' shareholdings are negative correlation with performance indexes that might mean they have a negative effect on the firms' performance. However, the ratio of the shares owned by the supervisors is positively associated with partial performance indexes. In addition, the shares owned by the foreign institutional investors is positively associated with performance indexes like ROA、ROE and EPS, that indicates the shares owned by the foreign institutional investors has a positive effect on the firm performance.

**Keywords:** Assessment System of Corporate Governance, Firm Performance, Board of Directors Characteristics, Foreign Ownership.

## 壹、緒論

由於近年來台灣地雷股風暴頻傳，如 2003 年太電案、2004 年博達案、2007 年力霸案，許多不良管理的公司一次又一次的讓投資人血本無歸，不僅傷透國內股民們的心，更降低外國人來台灣投資的意願。故公司治理的重要性益發受到國人的重視，盼望能有個效率與紀律並重的投資市場。但除了透過法規及專業守則建立公司內部的治理架構之外，最有效的方法是有能夠反映企業在公司治理執行狀況與成效的評量資訊，以利投資者從事投資決策。有鑑於此，社團法人中華公司治理協會推出「公司治理制度評量」制度，並於 2005 年 7 月 8 日發表，以「CG6001 公司治理制度評量」為名正式啟動，接受台灣上市上櫃公司報名參加，為合乎亞洲公司治理潮流並兼顧台灣公司治理特性的認證(中華公司治理協會，2008)。

利用「公司治理制度評量」來檢測一家公司，如同人去醫院接受健康檢查一般，不僅能診斷公司經營體質、改善營運，更能提升企業公司治理成果知名度與吸引國內外投資人青睞的重要指標。透過公司治理評量，提高資訊透明度與降低投資風險、資訊蒐集成本，有利維持公司長期經營運作。美國著名投資家 Warren Buffett 曾在 1980 年代末，宣告波克夏的 5 項購併條件，其中的第三項「良好的管理團隊」即是注重公司治理的概念。櫃買中心更為了增加上櫃公司參加公司治理制度評量的誘因，2008 年上半年度推出以當年度上櫃年費全額抵減評量費用、2008 年下半年度至 2010 年度抵減上櫃年費半額之鼓勵措施，並持續延長補助期間至民國 2012 年底，截至目前為止，已有 119 家的上櫃公司通過評量。

有鑑於 2008 年金融海嘯的影響，信用評等機構如美國標準普爾、穆迪等公司評等都遭到投資人的懷疑，信用評等是否真能有效區分出有評等與未評等的差別、評等是否具有意義、受評公司的經營績效有何變化?此時就成為了一項有趣的議題。本研究旨在探討內容如下，通過中華公司治理協會之「公司治理制度評量」的公司在通過評量的前後其經營績效是否會有顯著差異。「公司治理制度評量」是否有效區分通過評量公司與配對公司，其彼此之間是否有顯著的差異，通過評量公司是否具較佳的經營績效。此外，亦利用董監

事持股、董監事質押、外資持股等公司治理(Corporate Governance)變數做為比較的依據，並針對公司治理對公司經營績效的影響來做進一步的實證。

本研究各章節之敘述如下：第二章為影響公司治理變數之因素與文獻探討。第三章為研究方法部分，包括資料的處理方式、分類及選取配對公司之方式，所採用研究方法之詳細說明。第四章為實證結果與分析，說明研究對象、特性、資料來源與處理結果，探討中華公司治理評量之有效性。第五章則為研究結果與建議。

## 貳、文獻探討

### 一、公司治理的起源與定義

現代公司治理理論或可追溯至美國 1930 年代，當時美國大型股份有限公司中，股權結構相當分散，當管理階層僅持有少數股份且股東因過於分散而無法監督公司之經營時，管理階層極有可能僅為自身利益而非基於股東最大利益考量來利用公司資產，產生了經營權與所有權分離的問題。是以如何在公司所有者與經營者間建構一制衡機制，以調和兩者利益，並防範衝突發生，乃公司治理需面對之核心課題。在亞洲則自 1997 年金融風暴以後，鑑於經營者之不當行為致投資人、債權人或利害關係人權益受損害，學者及國際組織提出應強化經營者責任之公司治理紀律與效能訴求。再加上國際知名投資機構為加深各國對公司治理體系之重視，故將推行公司治理，列為選股的重要評估指標，因此各國政府紛紛參考經濟合作與發展組織(簡稱 OECD)、世界銀行(World Bank)及歐盟組織(簡稱 EU)等發表之原則，推動公司治理(中華公司治理協會，2008)。

公司治理的定義方面，OECD (2004) 提出新公司治理原則如下：公司治理架構應與法令規章一致，並明確規範不同監督、立法及執行單位之權責，以促使市場更透明更有效率；保障股東權益並有利於股東權益之行使；確保能公平對待所有股東，包括小股東及外國股東，所有股東其權益受侵害時應能獲有效救濟方式；藉由法律或透過共同協議以確立利害關係人的權利，並鼓勵公司和利害關係人間在在創造財富、工作及健全財務等方面積極合作；確保即時且正確揭露任何攸關公司的重大資訊，包括財務狀況、經營績效、股權概況及公司治理等；確保公司董事會的策略性指導、董事會對管理階層有效的監督以及董事會對公司及股東應負的責任。Huang and Chan (2009)則定義台灣良好公司治理標準為：(1)內部股東高於中位數；(2)機構投資人高於中位數；(3)設有獨立董事；(4)沒有家族控股；(5)CEO 沒有在董事會擔任董事。

### 二、股權結構與代理問題

Jensen and Meckling(1976)指出當公司所有人與經營者分離時，經營者將追求自身最大利益，而不是追求股東的最大價值，認為公司治理目的即在於防止此代理問題。Jensen and Ruback (1983) 研究利益掠奪假說，發現若股權越集中於董事會，隨著持股越大，職位越受保障，往往會產生一些反接管行為，其支出行為偏好越嚴重，公司績效越差。Morck,

Shleifer, and Vishny(1988)認為股權集中度與公司價值為非線性關係，而是會隨股權集中度而有所不同，當公司股權集中度為 5%~25%時，公司股權集中度越高將降低公司價值，但在公司股權集中度小於 5%與大於 25%時，公司股權集中度越高，則公司價值越高。劉綠萍(2003)以民國 1998 年至 2002 年間上市公司為研究對象，研究董監事持股質押之代理問題對公司價值的影響，結果發現，董監事持股質押加劇了控制股東與外部股東之間的代理衝突問題，也發現董監事持股質押對公司價值具有顯著性的負面效果。Bhagat and Bolton(2008)則認為董事持股、董事與經理人分離對於公司的經營績效有正向關係。

對於有金字塔結構、交叉持股產生的代理問題，李焮慈(2004)研究台灣電子業上市公司控制股東的代理問題。實證顯示國內電子業具有控制權與現金流量權偏離的情形。同時，電子業上市公司亦利用金字塔結構與交叉持股的方式增強控制權，顯然國內電子業仍存在代理問題。最後發現若公司藉由金字塔結構、交叉持股及其他方式使控制權與現金流量權偏離程度加大者，其代理問題將愈嚴重，公司價值愈低。公司可提升資訊透明度，降低控制股東與小股東資訊不對稱之代理問題，以增加公司價值。

### 三、公司治理與外資持股

有關公司治理與外資持股的討論，陳昱夫(2007)探討公司治理因素是否跟外資投資有關係，指出低負債比、大股東持股比率越高或家族持股比例越高、設有獨立董事的公司，有助於提高外資持股比率。提供台灣上市公司，如欲吸引外資，可從增設獨立董事席次及提高公司揭露程度方面發展。張裕任(2008)結果顯示外資針對台股投資會把投資安全性列為重要考量，以確保資金可以順利取回，偏好持有獲利性較佳的公司。公司管理者持股比重增加，外資在其投資組合中會給於較高之權重，此結果支持利益收斂原則，但當管理者持股超過 60%，管理者持股比率越高的公司，外資持股比重反而越低，此結果支持掠奪假說。董監質押與外資持股呈顯著負相關，表示外資不願持股董監質押高的公司。楊美娥(2012)研究本國民營金控公司，實證外資比重提升，促使經營績效提昇，且外資持股比率與 ROA 具有明顯正向關係。

### 四、公司治理與經營績效

Bauer, Gunster, and Otten (2004)研究 300 家歐洲最大的企業發現，公司價值與公司治理品質有正相關性，但在調整不同的國家因素後，相關性有變弱的情況產生。Bistrova and Lace(2012)研究 2007 年至 2010 年共 118 家的中東歐企業，研究結果反駁過去認為好的公司治理品質可以提高公司財務績效。發現除了股東權益比率外，沒有其他常用的財務比率可被提升。

關於中華公司治理協會推出的公司治理制度評量，黃馨嬋(2010)研究 2005 年至 2009 年間，通過中華公司治理制度評量的公司。實證結果發現，通過評量的公司，其經營績效顯著於優於配對公司。認為此評量確實能提供投資人充足的資訊，做為投資的參考。

## 參、研究方法

### 一、變數之定義與衡量

#### (一) 財務比率部分

本研究參考 Huang and Chan(2009)、黃馨燁(2010)，選取數個代理經營績效的變數(如 ROA、ROE 等)和控制變數，詳細內容如下：

1. 營業資產報酬率(ROA)： $\{ \text{近 4 季營業利益} / [(\text{流動資產} + \text{固定資產} - \text{短期投資}) + (\text{去年同期流動資產} + \text{去年同期固定資產} - \text{去年同期短期投資})] \} * 2 * 100 (\%)$ 。
2. 淨值報酬率(ROE)： $(\text{繼續營業部門純益} / \text{平均股東權益總額}) * 100 (\%)$
3. 每股盈餘(EPS)：按當期之加權平均股數計算，而不採用追溯調整後之股數。
4. 當季季底 P/B(PB)：當季季底市值除以季底淨值。
5. 負債比率(DB)： $(\text{負債總額} / \text{資產總額}) * 100 (\%)$ 。

#### (二) 董事會特性與股權結構

本研究參考 Bhagat and Bolton(2008)及劉綠萍(2003)，挑選董事會結構、董監事持股、董監事質押等相關公司治理變數作為討論；以陳昱夫(2007)為基準探討外資持股的相關研究；參考李焮慈(2004)，挑選金字塔結構、交叉持股、控制權與盈餘股份偏離比等相關變數進行研究。綜合上述文獻，本研究選取之相關變數詳細內容如下：

1. 獨立董事席次(IND)：獨立董事之人數 (已包含在董事總人數中)。
2. 董監席次(DAS)：月資料，公開資訊觀測站。
3. 最終控制者個人持股%(FIN)：月資料，TEJ 整理。
4. 董事持股%(DSH)： $(\text{董事持股數} \div \text{總股數}) * 100 (\%)$ 。
5. 監事持股%(SSH)： $(\text{監事持股數} \div \text{總股數}) * 100 (\%)$ 。
6. 董事質押%(DPL)： $(\text{董事質押股數} / \text{董事持股數}) * 100 (\%)$ 。
7. 監事質押%(SPL)： $(\text{監事質押股數} / \text{監事持股數}) * 100 (\%)$ 。
8. 大股東持股%(BSH)： $(\text{大股東持股數}(\text{TSE}) \div \text{總股數}) * 100 (\%)$ 。
9. 董事兼任占經理人比例(DUA)：董事兼任公司內部經理人之席次數佔全體董事席次百分比，不包含配偶、子女等。
10. 交叉持股結構(CRO)：公司與所屬同一集團旗下之其他公司彼此相互持股(所謂交叉持股，又稱相互持股或交互持股，交叉持股是指在不同的企業之間互相參股，以達到某種特殊目的的現象)。
11. 金字塔結構(PYR)：最終控制者透過集團旗下上市(櫃)公司持有集團旗下他公司股份(金字塔持股結構指公司實際控制人通過間接持股形成一個金字塔式的控制鏈實現對該公司的控制。在這種方式公司控制權人控制第一層公司，第一層公司再控制第二層公司，以此類推，通過多個層次的公司控制鏈條取得對目標公司的最終控制權)。

12. 外國法人持股比率(FIS)：僑外金融機構持股+僑外法人持股+僑外信託基金持股。
13. 盈餘股份偏離比(ESB)：股份控制權/席次控制權
14. 經理人持股%(MAS)：(經理人持股數÷總股數)×100(%)

## 二、研究方法

本研究將採敘述性統計，說明參加評量的公司分佈情況，並了解各研究變數的情形。使用 t 檢定分析通過「公司治理制度評量」的公司在通過的前後經營績效是否會有顯著差異、通過評量的公司是否較配對公司具有較佳的經營績效與報酬等。接續則採用多元迴歸分析，探討董監事持股、董監質押比與外資持股和經營績效的關聯性，所建構模型如下：

$$Y_i = b_0 + b_1IND + b_2DAS + b_3FIN + b_4DSH + b_5SSH + b_6DPL + b_7SPL + b_8BSH + b_9DUA + b_{10}CRO + b_{11}PYR + b_{12}FIS + b_{13}ESB + b_{14}MAS + b_{15}DB \quad (1)$$

其中， $Y_i$  代表各經營績效變數 ROA、ROE、EPS 及 PB；IND 為獨立董事席次；DAS 為董監席次；FIN 為最終控制者個人持股比率；DSH 為董事持股比率；SSH 為監事持股比率；DPL 為董事質押比；SPL 為監事質押比；BSH 為大股東持股比率；DUA 為董事兼任占經理人比例；CRO 為交叉持股結構，有此情況的公司其值設為 1，未有此情況者設為 0；PYR 表金字塔結構，有此情況的公司其值設為 1，未有此情況者設為 0；FIS 為外國法人持股比率；ESB 表示盈餘股份偏離比率；MAS 為經理人持股比率；DB 為負債比率。

## 三、研究期間與樣本選取

本研究對象為通過社團法人中華公司治理協會「公司治理制度評量」所認證之台灣上市櫃公司，研究樣本期間為 2005 年 7 月 1 日至 2013 年 3 月 31 日(CG6001 至 CG6007)，研究樣本共計 167 筆，內含 122 家企業。研究樣本相關變數資料來源皆透過 TEJ 台灣經濟新報資料庫與公開資訊觀測站取得。

至於如何替通過評量企業尋找配對公司，挑選方法如下：首先選取 TSE 產業分成上市和上櫃，再選相同產業類別之公司；由於評量申請條件為公司宜設有獨立董事，故以頒證日期前一年當範圍選取無設立獨立董事且非樣本公司為主；並利用股本大小做為公司規模，取股本相對接近的公司做為對照；配對為一家對一家，彼此樣本不重複配對，最後所挑選出的對照筆數共計 120 筆。但是有部分公司並不進行配對比較，原因如下：中華電、台灣大、遠傳無其他相似之公司可以做對照；其他類股公司例如信義房屋沒有相關上市之公司能進行配對，彼此之間差異過大，配對分析時可能產生偏誤；金融類股皆有設立獨立董事，不符合選取對照之標準；不具有獨立董事之公司樣本數不足時的公司不比較。

## 肆、實證分析與結果

### 一、敘述性統計分析

本研究樣本蒐集了 167 筆通過評量的資料，對照資料筆數則為 120 筆，總計 122 家上市櫃公司參與評量，至 2013 年 3 月 31 止，共有上市 48 家次(佔全體樣本 29%)與上櫃 119 家次(佔全體樣本 71%)通過評量，可見櫃買中心為增加上櫃公司參加公司治理制度評量的誘因，推出以當年度上櫃年費全額抵減評量費用之鼓勵措施相當奏效。此外，研究樣本在不同產業間的分佈情形。我們發現電子零件產業占總樣本 17.7%為最高，顯示通過評量之公司大多為電子零件產業，其次為半導體產業占總樣本 14.16%。

由表 1 敘述統計表中可發現，通過評量的公司資產報酬率平均數為 11.90%、淨值報酬率平均數為 8.70%，最大值與最小值彼此之間的差異性很大。

表 1 敘述統計表

變數	平均數	標準誤	中間值	眾數	標準差	最小值	最大值
營業資產報酬率	11.90	0.43	10.55	13.74	12.13	-33.74	76.45
淨值報酬率	8.70	0.34	7.92	4.32	9.40	-58.62	72.78
每股盈餘	1.95	0.08	1.54	0.75	2.28	-5.04	19.14
當季季底 P/B	2.23	0.06	1.81	1.55	1.60	0.48	19.21
獨立董事席次	2.22	0.03	2.00	2.00	0.87	0.00	5.00
董監席次	10.41	0.08	10.00	10.00	2.33	5.00	19.00
最終控制者個人持股%	7.85	0.33	4.95	0.00	9.32	0.00	54.91
董事持股%	22.25	0.50	18.83	26.49	14.06	2.58	74.45
監事持股%	4.44	0.31	1.69	0.00	8.56	0.00	71.70
董事質押%	8.41	0.65	0.00	0.00	18.13	0.00	92.48
監事質押%	7.20	0.75	0.00	0.00	20.92	0.00	99.89
大股東持股%	17.40	0.30	16.44	0.00	8.31	0.00	54.55
董事兼任占經理人比例	21.77	0.49	20.00	28.57	13.74	0.00	61.12
交叉持股結構	0.13	0.01	0.00	0.00	0.33	0.00	1.83
金字塔結構	0.24	0.02	0.00	0.00	0.43	0.00	1.00
外國法人持股%	10.95	0.57	2.89	0.00	15.86	0.00	75.08
盈餘股份偏離比	71.77	1.04	85.22	0.00	28.91	0.00	100.00
經理人持股%	2.25	0.10	1.24	0.00	2.88	0.00	17.47
負債比率%	39.25	0.75	37.11	22.71	20.92	4.78	94.83

## 二、公司治理品質與經營績效分析

本節將先進行樣本公司通過評量的前3年、前2年、前1年、當年、次年與次2年進行t檢定分析比較，探討評量的前後對公司的治理變數是否有所改變。再進行配對公司在樣本公司評量時間前後變化的探討，最後進行樣本公司與配對公司之間的比較，研究公司治理評量是否能有效區別出通過公司與配對公司。

### (一) 樣本公司與配對公司的自我比較

首先，將討論樣本公司自我比較之結果，結果顯示，樣本公司通過次年與通過當年的比較、通過次2年與通過當年的比較發現，各項變數並無顯著不同。另外，樣本公司通過當年與前1年的比較、通過次年與前1年的比較及通過次2年與前1年的比較發現，樣本公司淨值報酬率於通過後均有顯著降低的現象，其他績效相關變數和公司治理變數則並無顯著不同。

但是，透過樣本公司通過當年與前2年的比較、通過當年與前3年的比較、通過次年與前2年的比較、通過次年與前3年的比較、通過次2年與前2年的比較及通過次2年與前3年的比較，卻均發現類似的結果，如表2所示。通過評量後的樣本公司於各項經營績效變數，如營業資產報酬率、淨值報酬率、每股盈餘及當季季底P/B均較評量前顯著下降，董事持股%、監事持股%和經理人持股%亦呈顯著下降的情形，僅有獨立董事席次有顯著增加的情況。

綜上所述，樣本公司的自我比較發現，通過評量當年與前後1年間，公司經營績效和公司治理變數並沒有顯著的差異。但拉長比較期間後，通過「公司治理制度評量」的樣本公司在通過的前後具有顯著差異，在評量後經營績效略遜於評量前。而董事、監事、經理人的持股在評量後有顯著下降的情況，獨立董事席次則有增加的現象。

其次，在配對公司自我比較方面，除了配對公司通過當年與前3年的比較、通過次年與前3年的比較、通過次2年與前3年的比較，於經營績效變數、獨立董事席次及監事持股有顯著差異變化外，在其他對應的各個時間點前後的比較，各變數均沒有顯著的差異。

比較結果指出，樣本公司在通過評量後的經營績效有顯著下降的情況；配對公司經營績效相較於樣本公司，只有在拉長比較期間時才看得出經營績效的變化，其餘各時間點前後，各變數則無顯著差異。



表 2 樣本公司通過當年與前 2 年的自我比較

變數	平均數	變異數	t 值	p-value
營業資產報酬率	9.49	133.74	-3.42	p<0.01
	14.60	147.17		
淨值報酬率	6.73	55.22	-3.54	p<0.01
	10.49	87.00		
負債比率%	38.34	441.95	-0.33	0.37
	39.24	450.98		
每股盈餘	1.60	3.84	-2.50	0.01
	2.26	5.09		
當季季底 P/B	1.97	1.25	-3.05	p<0.01
	2.68	5.53		
獨立董事席次	2.34	0.74	2.48	0.01
	2.07	0.76		
董監席次	10.42	6.01	-0.58	0.28
	10.59	5.76		
最終控制者個人持股%	6.90	62.10	-0.63	0.26
	7.58	81.91		
董事持股%	19.89	156.80	-1.66	0.05
	22.65	190.86		
監事持股%	3.40	37.92	-2.18	0.02
	5.82	116.50		
董事質押%	10.48	416.52	0.81	0.21
	8.47	361.45		
監事質押%	8.61	534.13	0.43	0.33
	7.44	417.66		
大股東持股%	17.57	67.13	0.39	0.35
	17.16	69.16		
董事兼任占經理人比例	21.23	174.47	-0.60	0.27
	22.26	202.76		
交叉持股結構	0.15	0.12	-0.03	0.49
	0.15	0.12		
金字塔結構	0.25	0.18	-0.21	0.42
	0.26	0.19		
外國法人持股%	12.50	303.15	0.02	0.49
	12.46	261.82		
盈餘股份偏離比	72.47	834.28	0.20	0.42
	71.74	816.27		
經理人持股%	1.89	6.68	-1.91	0.03
	2.60	10.38		

註：各變數第一列數值為樣本公司當年資料，第二列為樣本公司前 2 年資料，觀察值個數為 126 筆。

## (二) 樣本公司與配對公司評量前後年討論

本研究針對樣本公司與配對公司通過評量前 3 年、通過評量前 2 年、通過評量前 1 年及通過評量當年的互相比較發現，通過評量的公司在營業資產報酬率、淨值報酬率、每股盈餘、當季季底 P/B、獨立董事席次、董監席次、外國法人持股%、經理人持股%都顯著

高於配對公司；在負債比率、董事兼任占經理人比例、交叉持股結構、金字塔結構則顯著低於配對公司，相關結果如表 3 所示。至於在通過評量次年及通過評量次 2 年之樣本公司與配對公司比較方面，其結果如表 4 所示，發現通過評量的公司在營業資產報酬率、淨值報酬率、每股盈餘、當季季底 P/B、獨立董事席次、董監席次、外國法人持股%亦顯著高於配對公司；在董事兼任占經理人比例、交叉持股結構、金字塔結構則是顯著低於配對公司的。

依據以上結果可知，通過評量的樣本公司在評量前的經營績效就已優於配對公司，而且通過評量後的樣本公司經營績效仍是優於配對公司。樣本公司與配對公司在董監持股部分在評量的前後沒有顯著的不同，表示公司治理評量並不顯著影響董監持股。在交叉持股結構、金字塔持股結構方面，配對公司都有顯著高於樣本公司的跡象，表示公司治理評量在此方面確實具有分辨的效果。在外國法人持股方面，研究發現通過評量的樣本公司在各年的比較之下皆高於配對公司，有顯著較高的持股比例，此論點支持張裕任(2008)認為外資偏好持有獲利性較佳且資訊揭露較透明的公司，以確保資金可以順利取回。

### 三、迴歸分析實證結果

本節將討論公司治理變數與公司經營績效的關聯性，其中主要探討董事與監事持股、董事與監事質押及外資持股是否對公司經營績效有顯著影響。

本研究分別針對通過評量前和通過評量後進行迴歸分析，發現無論是通過評量前亦或通過評量後，其迴歸分析結果均大致雷同，詳細結果如表 5 所示。董事質押比對 ROA、ROE、EPS 及 P/B 值均有顯著的負向影響，顯示董事質押比增加會降低公司經營績效，公司經營不善，董事缺乏資金時，將降低投資人對公司的投資意願。董事持股比率亦對各項經營績效指標呈現顯著負相關，此結果與俞海琴、周本鄂(1994)實證結果相符合，董事持股比例與經營績效呈負相關，支持 Jensen and Ruback (1983) 所提出的利益掠奪假說。但是，監事持股對於部分經營績效指標反而有顯著的正面影響，表示監事持股增加可能可以提升部份的經營績效。外資持股對於 ROA、ROE 與 EPS 都有顯著的正面影響，外國法人持股比對經營績效確實有顯著的正面關聯性。

表 3 樣本公司與配對公司評量當年的比較

變數	平均數	變異數	t 值	p-value
營業資產報酬率	9.33	110.99	4.72	p<0.01
	1.05	175.94		
淨值報酬率	6.85	58.82	3.00	p<0.01
	-0.52	501.35		
負債比率%	34.65	195.37	-2.23	0.01
	39.76	293.52		
每股盈餘	1.68	4.64	4.22	p<0.01
	0.54	2.09		
當季季底 P/B	1.97	1.17	2.49	0.01
	1.49	2.16		
獨立董事席次	2.14	0.64	25.76	p<0.01
	0.00	0.00		
董監席次	10.12	5.70	3.89	p<0.01
	8.87	4.03		
最終控制者個人持股%	7.28	63.60	-0.98	0.16
	8.45	67.86		
董事持股%	19.43	135.17	-0.43	0.33
	20.20	156.88		
監事持股%	2.77	17.71	-1.86	0.03
	4.44	57.04		
董事質押%	8.38	291.01	0.80	0.21
	6.46	242.54		
監事質押%	8.00	536.49	1.75	0.04
	3.06	209.78		
大股東持股%	16.07	55.70	-1.78	0.04
	18.58	129.32		
董事兼任占經理人比例	22.42	193.57	-3.46	p<0.01
	30.84	356.46		
交叉持股結構	0.15	0.12	-3.12	p<0.01
	0.34	0.22		
金字塔結構	0.20	0.16	-2.18	0.02
	0.34	0.22		
外國法人持股%	9.63	279.11	2.69	p<0.01
	4.51	58.28		
盈餘股份偏離比	72.56	708.30	-0.44	0.33
	74.29	734.72		
經理人持股%	2.28	7.67	1.92	0.03
	1.60	4.13		

註:各變數第一列數值為樣本公司當年資料,第二列為配對公司當年資料,觀察值個數為 93 筆。

表 4 樣本公司與配對公司評量次 2 年的比較

變數	平均數	變異數	t 值	p-value
營業資產報酬率	9.35	70.68	2.61	0.01
	2.70	260.77		
淨值報酬率	6.48	51.14	2.65	p<0.01
	-0.21	273.26		
負債比率%	34.23	266.62	-0.95	0.17
	37.40	302.32		
每股盈餘	1.57	4.36	3.03	p<0.01
	0.35	3.95		
當季季底 P/B	1.85	0.72	2.86	p<0.01
	1.34	0.89		
獨立董事席次	2.17	0.52	18.18	p<0.01
	0.09	0.14		
董監席次	9.87	3.77	2.85	p<0.01
	8.81	3.33		
最終控制者個人持股%	8.26	90.38	0.47	0.32
	7.42	70.33		
董事持股%	17.88	144.26	-1.15	0.13
	20.96	220.75		
監事持股%	2.01	3.09	-1.40	0.08
	2.98	21.80		
董事質押%	8.88	378.95	1.48	0.07
	4.38	92.64		
監事質押%	5.58	318.79	1.93	0.03
	0.68	8.58		
大股東持股%	15.67	51.81	-0.52	0.30
	16.59	113.92		
董事兼任占經理人比例	25.44	188.08	-1.31	0.10
	29.78	369.82		
交叉持股結構	0.17	0.13	-1.42	0.08
	0.28	0.20		
金字塔結構	0.14	0.12	-2.34	0.01
	0.33	0.21		
外國法人持股%	7.83	235.54	2.30	0.01
	2.77	12.19		
盈餘股份偏離比	72.17	820.09	-0.07	0.47
	72.58	817.72		
經理人持股%	2.08	7.13	0.97	0.17
	1.61	4.98		

註:各變數第一列數值為樣本公司次 2 年資料,第二列為配對公司次 2 年資料,觀察值個數為 51 筆。

表 5 評量後公司治理變數與公司經營績效之關聯性

變數	ROA	ROE	EPS	P/B
截距	12.8720 (2.4855)**	5.8461 (1.4291)	2.5134 (2.6564)***	3.0608 (6.6601)***
獨立董事席次	2.4286 (2.6057)***	1.0097 (1.3713)	0.0559 (0.3283)	0.2890 (3.4938)***
董監席次	-0.2881 (-0.8214)	-0.0755 (-0.2725)	0.0610 (-0.9516)	-0.0857 (-2.7524)***
最終控制者個人持股%	0.3021 (2.9042)***	0.1434 (1.7443)*	0.0388 (2.0393)**	0.0168 (1.8165)*
董事持股%	-0.2628 (-3.7942)***	-0.0912 (-1.6671)*	-0.0286 (-2.2593)**	-0.0261 (-4.2486)***
監事持股%	0.4632 (2.9672)***	0.2157 (1.7491)*	0.0601 (2.1062)**	0.0194 (1.3969)
董事質押%	-0.1096 (-2.7471)***	-0.0634 (-2.0125)**	-0.0180 (-2.4635)**	-0.0087 (-2.4615)**
監事質押%	-0.0230 (-0.7020)	-0.0045 (-0.1739)	-0.0038 (-0.6390)	0.0023 (0.8040)
大股東持股%	-0.2491 (-2.3075)**	-0.2038 (-2.3896)**	-0.0469 (-2.3758)**	-0.0141 (-1.4677)
董事兼任占經理人比例	-0.0176 (-0.3102)	0.0075 (0.1681)	-0.0191 (-1.8431)*	-0.0010 (-0.1945)
交叉持股結構	-2.2446 (-0.9661)	-0.7366 (-0.4014)	-0.6151 (-1.4492)	-0.4687 (-2.2735)**
金字塔結構	5.2784 (2.3877)**	2.2142 (1.2679)	0.1930 (0.4778)	0.8563 (4.3648)***
外國法人持股%	0.1415 (2.5235)**	0.1011 (2.2829)**	0.0200 (1.9562)*	0.0068 (1.3565)
盈餘股份偏離比	0.0234 (0.8421)	0.0155 (0.7043)	-0.0011 (-0.2173)	0.0007 (0.2840)
經理人持股%	0.0381 (0.1184)	-0.0453 (-0.1782)	-0.0010 (-0.0167)	-0.0317 (-1.1081)
負債比率%	-0.0669 (-1.8835)*	0.0168 (0.6001)	-0.0064 (-0.9860)	-0.0106 (-3.3568)***
Adj_Rsquare	0.1438	0.0263	0.0420	0.1784

註：樣本筆數為 282 筆，各變數的第一列數值為回歸所估計的  $\beta$  係數，第二列為 t 值，\*\*\*、\*\*、\*，分別表示達 1%、5%及 10%之顯著水準。

## 伍、研究結論與建議

本研究結果發現，通過中華公司治理協會「公司治理評量」之樣本公司相較於評量前的經營績效方面有顯著下降的現象，可能是為了經營安全導致犧牲部分獲利。另外，在董監持股方面也有顯著下降的情況，只有在獨立董事席次上才有顯著的增加。反觀配對公司，在評量時間的前後經營績效卻沒有顯著下降。但是在營業資產報酬率、淨值報酬率、每股盈餘、當季季底 P/B 等經營績效指標的表現，無論是通過評量前或通過評量後，配對公司均仍略遜於已通過評量的公司；同時在交叉持股結構、金字塔持股結構方面，配對公司都有顯著高於樣本公司的跡象，表示公司治理評量在此方面確實具有分辨的效果。關於外國法人持股方面，研究發現通過評量的樣本公司在各年的比較之下皆高於配對公司，有顯著較高的持股比例，顯示外資偏好持有獲利性較佳且資訊揭露較透明的公司，以確保資金可以順利取回。

迴歸分析結果則顯示，評量前與後的董事持股比與董事質押比對績效指標呈現顯著的負相關，顯示其對公司的經營績效可能有負向影響；但監事持股比對部分的經營績效指標反而有顯著的正面影響。另外，外資持股對於 ROA、ROE 及 EPS 等績效指標，均有顯著的正向影響，顯示外資持股與經營績效確實有顯著正向關聯性。

## 參考文獻

- 李焮慈(2004)，「資訊透明度、金字塔結構、交叉持股與市場價值」，國立高雄第一科技大學財務管理所，未出版之碩士論文。
- 俞海琴、周本鄂(1994)，「台灣地區上市公司董監事、關係人持股比率和公司托賓 Q 關係之研究」，*管理評論*，13(1)：79-98。
- 張裕任(2008)，「安全性、資訊不對稱、公司治理與外資持股偏好之關連性」，台灣大學會計學研究所，未出版之博士論文。
- 陳昱夫(2007)，「公司治理能幫助公司吸引外資投資嗎」，國立中山大學財務管理學系研究所，未出版之碩士論文。
- 黃馨燁(2010)，「公司治理品質、經營策略對經營績效之影響-以通過中華公司治理協會公司治理評鑑之上市櫃公司為例」，國立臺北大學企業管理學系，未出版之碩士論文。
- 楊美娥(2012)，「外資持股及董事持股質押比率與金控公司經營績效關聯性探討」，國立台灣大學經濟研究所，未出版之碩士論文。
- 劉綠萍(2003)，「董監事股權質押的代理問題與公司價值關聯性之研究」，國立臺北大學企業管理學系，未出版之博士論文。
- Bauer, R., Gunster, N. and Otten, R. (2004), "Empirical evidence on corporate governance in Europe." *Journal of Asset Management* 5(2) : 91-104.

- Bhagat S. and Bolton, B. (2008), "Corporate governance and firm performance." *Journal of Corporate Finance* 14 : 257–273.
- Bistrova, J. and Lace, N. (2012), "Corporate governance influence on Firms' financial performance in CEE countries." *International Scientific Conference, Business and Management* 7 : 11-16.
- Huang, H. H. and Chan, M. L. (2009), "The influence of corporate governance on corporate performance and value after changing the CEO: Evidence from Taiwan." *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 38(6) : 915-950.
- Jensen M. C. and Meckling W. H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal of Financial Economics* 3(4) : 305-360.
- Jensen, M. C. and Ruback, R. S. (1983), "The market for corporate control." *Journal of Financial Economics* 11 : 5-50.
- Shleifer, A. and Vishny R. W. (1988), "Management ownership and market valuation." *Journal of Financial Economics* 20: 595–612.