

摘要

本研究目的在於探討公司治理變數與公司價值之間的關聯。本研究利用 E-VIEWS 軟體中之 pool method 對 panel data 進行複迴歸實證分析，研究期間與樣本為 2001-2003 年 50 家傳統產業，包括塑膠產業 6 家、電機產業 11 家、紡織產業 10 家、化學產業 11 家、食品產業 5 家及運輸產業 7 家，並將公司治理變數透過因素分析中之主成份分析建構成(一) 大股東控制權、(二) 次大股東行為、(三) 獨立董監與資訊揭露等三個綜合指標，另加上六個控制變數探討其與傳統產業之公司價值、績效間的關係，實證結果如下：在 $\alpha = 1\%$ 水準下，大股東控制權對 ROA、ROE、EPS 均有顯著的負向影響；大股東控制權對 Tobin' s q 亦有負向影響，但不顯著。這表示，大股東擔任董監事比率愈高及持股率愈高時，愈有誘因為保障自我利益，而進行對公司不利的投資活動。在 $\alpha = 1\%$ 水準下，次大股東行為對 Tobin' s q、ROA 和 EPS 有顯著的正向影響；在 $\alpha = 5\%$ 水準下，次大股東行為對 ROE 有顯著正向影響。其可能原因為，若次大股東擔任董事比率愈高，相對於大股東，對於管理階層所產生的監督效能愈好，且次大股東對於大股東能夠產生制衡，預防大股東為了自我利益而做出侵占小股東財富的行為。在 $\alpha = 1\%$ 水準下，獨立董監與資訊揭露對 Tobin' s q、ROE 和 EPS 有顯著負向影響；獨立與評價分數對 ROA 亦有負向影響，但不顯著。最後，本文亦對研究結果之意涵詳加討論。

關鍵字： 公司治理、傳統產業、杜賓 q

目錄

摘要.....	1
第一章 緒論	
1.1 研究動機.....	4
1.2 研究目的.....	4
1.3 研究架構.....	4
1.4 研究流程.....	5
第二章 文獻探討	
2.1 公司治理.....	6
2.2 公司治理機制.....	24
第三章 研究設計	
3.1 資料來源與選擇標準.....	27
3.2 敘述統計分析.....	27
3.3 研究方法與假說.....	31
第四章 研究結果	
4.1 公司治理指標的組成份子對公司價值之相關分析	34
4.2 迴歸模型	36
第五章 結論	39
參考文獻	41

圖表目錄

圖 1-1 研究流程	5
表 1. 公司價值與績效指標統計表	28
表 2. 獨立董事占全體董事比率（單位：%）	29
表 3. 專業管理占全體董事比率（單位：%）	29
表 4. 資訊揭露分數統計表（單位：分）	30
表 5. 最大股東擔任董事比率（單位：%）	30
表 6. 次大股東擔任董事比率（單位：%）	31
表 7. 公司治理指標的成份變數對公司價值衡量指標之相關 分析	35
表 8. 公司價值與績效指標加入綜合指標之迴歸分析表	37

第一章 緒論

1.1 研究動機

1997 年亞洲金融風暴之後，東亞各國的公司治理問題頓時成為國際組織關切的焦點，隨著現代企業面臨的環境日趨激烈，專業分工和對外籌資的需求促使傳統企業股權由過去集中在少數大股東的閉鎖型公司經營型態產生改變。[Yeh, Lee and Woidtke (2001)]研究台灣的股權結構指出，台灣的公司股權集中並由家族控制的型態更為明顯。1998 年台灣陸續出現上市公司財務危機事件後，亦引發主管機關對於公司治理機制的重視，2002 年證券主管機關即要求 2002 年後申請上市（櫃）之公司都要聘任二席獨立董事與一席獨立監督人。此外我國科技大廠的家數與傳統產業家數比為 0.5%：99.5%；而其產值比為 40%：60%。台灣之生命力是在傳統產業之中小企業，其研發創新、創業人才及 e 化世代現場管理技術是促使其轉型的主要原因。在傳統產業中，原物料股，如鋼鐵業、塑化業，最近幾年業績大好，一度成為市場中之主流。

1.2 研究目的

本研究目的在於探討台灣上市（櫃）公司自 2001 年至 2003 為止，施行公司治理機制對於傳統產業公司價值與公司績效所產生的影響與關聯。目前台灣實行公司治理機制作法，無非是藉由提升公司治理水準，建立市場信心，以提升國家經濟績效表現。

1.3 研究架構

第一章 緒論

簡述研究背景與動機、研究範圍、研究目的、研究架構及流程。

第二章 文獻探討

針對與公司治理相關之理論及實證文獻進行整理與分析。

第三章 研究設計

闡述研究選取變數、資料之收集及研究方法、假設及限制。

第四章 研究結果

依據實證結果，分析在此研究範圍及研究設計下，對研究目的之解釋能力。

第五章 結論與建議

總結研究之結論，並對未來研究方向提供建議。

1.4 研究流程

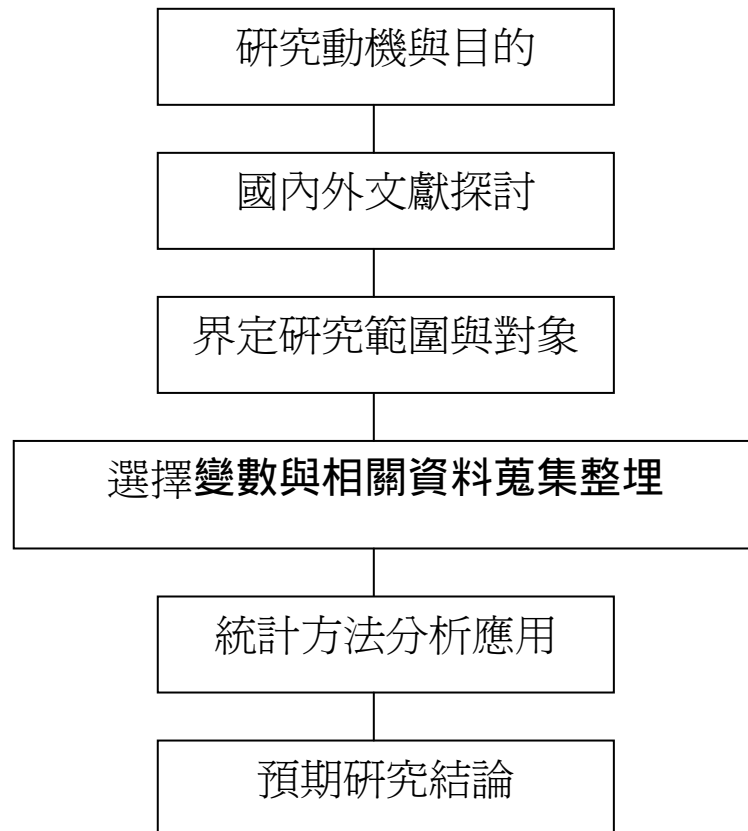


圖 1-1 研究流程

第二章 文獻探討

2.1 公司治理

公司治理是指公司控制權在利害關係人之間的分配。當所有權與經營權分離，便產生代理問題，而公司治理機制就是用來降低投資人與管理階層的利益衝突，以消除會阻礙公司價值成長的因素。以下就是學者提出的公司內外部治理機制與公司價值的相關性研究文獻做回顧。

2.1.1 特定公司治理機制與公司價值的關係

一、股權結構與公司治理

股權結構也就是公司的所有權結構，是指公司股權類型及比例配置的結構，其與公司治理機制的關係密切。因為公司的內部治理安排，如董事會結構、管理人員股權財務激勵等，都是公司內部權力配置的結果，而股權結構正是對公司內部權力配置的直接反映；同時，公司的一些外部治理措施，如控制權市場，實際上也是以公司的股權結構為前提條件，不同的股權結構會導致控制權市場不同的運作方式。

Jensen & Meckling(1976)將股東分為兩類，一是公司內部股東，主要是指持有股票的董事會成員及公司管理階層；二是公司外部股東。一般而言，公司可考慮透過增加內部人持股，使其與外部股東利益趨於一致；或增加外部股東持股以提高外部股東監督管理階層誘因，透過這二種方法來降低雙方的資訊不對稱 (Asymmetric Information) 及代理成本 (Agency Cost)，並提昇公司價值。因為依據 Jensen & Meckling(1976)提出的利益收斂假說 (Convergence of Interest Hypothesis)，和 Lel & Pyle(1977)提出的信號傳遞假說，皆認為由於公司內部人與外部股東間存在資訊不對稱，所以當內部人持有股數愈多時，管理當局的決策行為會比較審慎合理，而與外部股東的利益趨於一致；或透過正面訊息放射 (positive information signaling)，使外部持資人認為公司的價值低估而買入公司股票，提昇公司股價，如內部人持股比例與公司價值間成正向關係。雖然，Demsetz(1983)和 Jensen & Ruback(1983)提出職位據守假說 (Entrenchment Hypothesis)，認為基於職位安全性的考量，當內部人持股達到一定的比例後，往往會產生一些反接管行為 (Anti-takeover Behavior)，

為鞏固自己的權利而反對一些對公司有價值的購併案及股權收購行動，使公司價值降低。Fama(1980)、Fama & Jensen(1983)甚至提出公司的價值會取決於發達的外部管理機制（如管理人力市場），或內部董事會監督機制的運作，而與股權結構無關。Stulz(1988)則從接管的投票權競爭角度，推導出內部人持股比例與公司價值之間存在單調遞增的關係，亦即公司價值在內部人持股比例低時，兩者成正向關係，但當內部人持股比例高時，兩者則成負向關係，而Morck, Shleifer & Vishny(1988)；McConnell & Servaes(1990)及Hermalin & Weisbach(1991)的實證研究也支持其推論，但Himmelberg et al.(1999)的研究卻顯示兩者之間不存在顯著的統計關係，認為公司內部人持股比例和公司價值同屬外生變數，共同受公司契約環境因素的影響而Demsetz(1983)提出的股權結構內生理論，則認為公司最終的股權結構必然是股東之間理性選擇的均衡結果，Demsetz & Lehn(1985)的實證顯示：公司規模、股票報酬變異與產業特性會影響公司的股權結構，而公司經營績效與股權集中度的關係並不顯著，但在各產業間有顯著差異。Demsetz & Villalonga(2001)更進一步提出實證，認為公司績效會影響股權結構，最明顯的例子有二，一是管理層收購，一是股票選擇權計劃。

至於外部人股權安排與公司價值的關係研究則是始於“Berle & Means”命題，依據該命題可得：股權集中的公司價值優於股權分散的公司。儘管其命題的真正意義在於指出由於股權分散成現代公司的基本特徵，因此股東－管理者之間的利益衝突成為公司首要的代理問題，同時也是公司治理的核心問題，但是根據近年一些學者如La Porta et al.(1999)、Claessens et al.(2000)、Faccio & Lang(2002)的研究，在現實經濟社會中“Berle & Means”命題並不成立，大多數國家公開發行公司的股權結構並不是完全分散的，而是大部分呈現集中的特點，對此，Shleifer & Vishny(1997)曾明確指出：在大多數國家的大型公司內部，基本的代理問題並不是由Berle & Means所指出的外部投資者和管理者間的衝突，而是外部投資者與控制性股東之間的衝突。誠如Shleifer & Vishny(1986)所認為，大股東相較於股權分散且持股比例低的散戶，較有監督管理階層的誘因，且有能力可以承擔監督管理階層的成本與接管的費用支出。甚至某些情況下直接參與經營管理，有效解決了外部股東與內部管理階層之間的資訊不對稱問題，因此使公司價值增加。而Gomes(2000)也指出，較高的股權

集中度可以向市場傳遞大股東願意建立並維護不侵害小股東權益的良好聲譽。但 Demsetz(1985) & LaPorta et al.(1999)卻認為，在缺乏外部監督，或者外部股東類型多元化的情況下，控制股東可能以其他股東的利益代價來追求自身利益。此時，股權分散型公司的績效和市場市價要優於股權集中型公司。控制股東侵害小股東利益的手段多種多樣，例如買回證券、資金轉移、利用移轉訂價進行內部交易等，鑑於這些手段的非公開性，Johnson et al.(2000)具象地將其稱之為“隧道策略”(tunneling)。

Holderness & Sheehan(1988)比較了美國 114 家擁有絕對控制股東的公司與股權分散公司二者的經營績效，結果顯示並不存在顯著差異；Edwards & Weichenrieder(1999)以德國公司為研究對象，發現第二大股持股比例的增加會增加公司股票價值，這可能是來自於第二大股東對管理階層的監督效果，或是第二大股東對第一大股東的監督效果。

Lins(2000)對 22 個新興市場公司股權結構進行的實證研究顯示，新興市場普遍具有股權集中的特點，且隨著大股東控制權和現金流量請求權的增加，公司價值呈上升趨勢，特別是在大股東處於絕對控股地位的情況下，公司價值明顯優於其他公司。此外研究中還發現，樣本中超過 2/3 的公司具有家族控制的特點，而且這些家族普遍同時佔據管理職位，這些公司較多採用控制權與現金流量請求權分離的機制，這種機制一旦被過分使用，將導致公司價值的下降；Fueerst & Kang(2000)的研究則發現，內部人、外部董事持股比例與公司經營績效及公司價值成正相關，但控制股東的存在，則會使公司市場價值降低，表示控制股東有可能會發生侵害其他股東利益的行為。也就是說，當公司採取將股權結構適度集中的治理機制時，公司會有效益；然而在高度集中的股權型態下，有可能會發生大股東基於私利剝削其他股東的問題。

二、董事會設置與決策系統建構

Fama(1980) & Williamson(1983)認為董事會機制可以用來紓解代理問題。Fama & Jensen(1983)指出董事是代表股東和潛在投資人，成為經營管理階層的監督機構，並將公司的決策過程分為四個步驟，分別是決策的發起、核准、執行及監督，通常由管理階層負責決策的發起與執行，由董事會負責核准與監督，並透過誘因相容(incentive compatible)制度的設計鼓勵決策管理階層的努

力執行政策及董事會的盡力監督。

此外，Fama(1980)、Fama & Jensen(1983)、Williamson(1983) & Morck et al.(1988)則認為董事會功能的強弱與董事會的組成有關。就監督的角度而言，外部董事的獨立性較高，較可發揮監督的功能；但就公司經營的觀點來說，內部董事對企業的營運及相關狀況較瞭解，較能增進效率及決策的正確性。

Williamson(1983)提出「替代性假說」(Substitution Hypothesis)，認為董事會的功能與市場接管功能之間具有替代性，在管理人力市場功能較無法發揮的地方，董事會將扮演更重要角色。Fama(1980)更強調董事會的主要優點在於其是成本較低的監督管理機制。

但美國較近期的實證文獻，卻多顯示董事會結構與公司經營績效或價值並無關聯性。Hermalin & Weisbach(1991) & Yermack(1996)都指出公司經營績效與外部董事比例無關；Agrawal & Knoeber(1996)甚至認為美國公司使用太多的外部董事，外部董事比例與公司價值無關；而 Klein(1998)的研究則強調董事會成員的專業能力，認為內部董事似乎較外部董事更具專業能力，內部董事佔投資及財務委員會的席次比例與公司績效正相關，Bhagat & Black(1999)，利用長期水平時間測試，重新檢驗董事會結構與公司經營績效的關聯性研究，也並未發現董事會結構與公司未來的績效及股票的報酬有明確關係。雖然 Millestein & MacAvoy(1998)的研究中發現，公司治理制度較好的公司(包括聘用較高比例的外部董事)，平均績效較高，然而 Huson, Parrino & Starks(2001)的研究顯示，在 1971 年至 1994 年間，儘管董事會外部董事的比例提高，內部人持股比例增加，並強化其他公司內部監督機制，但公司績效並未因此提升。

三、資本市場激勵與管理激勵計畫

Demsetz(1983)提出透過資本市場激勵，將管理階層的薪酬與公司績效相連結，有助於提高公司價值，Mehran(1995)也認為是由高階主管薪酬，董事會組成與股權結構同時決定公司價值，而其研究結果則顯示，高階主管薪酬的確會影響公司績效與價值，但大股東及外部董事持股則與公司價值無關。

四、公司控制權市場

Jensen & Ruback(1983)認為，公司控制權市場可以約束管理階層的行爲，

因其若行為失當，將遭致其他公司收購而使管理階層失去工作；資本市場的效率性可避免主理人因資訊不對稱所遭受的各種損失，即代理人將獨自承擔所有因行為偏差產生的代理成本，Oviatt(1988)也認為，機構投資人較能監督管理階層，故機構投資人持股愈多，代理成本較低，公司可享有較高價值。但 Bhagat, Black & Blair(1998)的實證研究卻顯示外部次大股東持股與公司經營績效無關，此不同於其後 Edwards & Weichenrieder(1999)以德國公司為研究對象的實證結論。而 Black(1998) & Karpoff(1998)的研究也顯示出機構法人的影響力(股東行動主義)並不會對公司績效造成影響。

五、影響股東權利的相關法規

Jensen & Ruback(1983)實證出併購行為會增加公司價值，所以公司為反接管行為而存在的相關規定，會因代理成本的增加而減損公司價值。Borokhovich et al.(1997)的研究顯示，在採取反接管措施後，CEO 增加享有了高於市場平水準的薪酬。

Gompers, Ishi & Metrick(2001)探討公司治理與股價的關係，其藉由與公司反接管和股東權利相關的規範，整理出 24 個有關公司治理的指標，以 1500 多家美國公司為樣本，實證出公司治理最佳的 10%公司，較最差的 10%公司能獲取顯著較高的超額報酬。

2.1.2 公司全面治理實務與公司價值的關係

Agrawal & Knoeber(1996)研究了為降低公司股東和管理階層代理問題所使用的七種治理機制：內部人持股比例、機構投資者、外部大股東、外部董事、融資政策、管理人力市場及公司控制權市場與公司績效、價值的關係，研究發現，以個別治理機制與公司績效分別作迴歸時，內部人持股比例、外部董事、融資政策及公司控制權活動與公司績效有關，但當所有機制包含於單一迴歸時，內部人持股比例卻與公司績效價值無關。

而美國近期有關公司治理機制與公司價值的關聯性實研究，除 Gompers et al.(2001)的實證研究外，大部份都顯示無關或僅有很微弱的關係，一方面固然是對於公司治理優劣、公司績效表現好壞評估方式不盡相同，另一方面，也由於在美國因為相關的公司治理法規完備，一般公司的公司治理品質水準都相

當，故使公司治理相較於產業環境、總體因素、管理能力等影響公司價值創造的其他因素而言，只對公司價值產生很小的影響(Black, 2001)。Black(2001)認為在法規制度較不完善的轉型及開發中國家，由於個別公司可在公司整體治理實務上做較大區隔，故會對公司價值造成較明顯的影響，其以俄羅斯一家投資銀行發展的公司治理指標，針對俄羅斯 21 家上市公司所做實證研究結果也支持其推論。

而在近年國際投資評等機構紛對各國資本市場進行公司治理的評等服務工作後，更陸續有針對不同國家間，公司全面治理實務與公司績效價值的相關實證研究出現。

Klapper & Love(2002)利用公司治理評等資料對新興市場 14 個國家進行的研究指出，法規制度環境較差的國家，其平均的公司治理水準較低，而公司治理品質與公司經營績效及價值正相關，特別是在對投資人保護較不完善的國家，個別公司的治理實務良窳對公司價值的影響更為顯著，亦即個別公司可藉由強化公司治理實務增進公司經營績效與價值。Durnev & Kim(2002)則試圖透過簡單模型的建立探求在不同法律保護程度的國家間，影響公司治理品質的決定因素，其認為擁有愈多獲利投資機會，愈依賴外部融資，股權愈集中的公司會採取較高品質的治理實務，資訊也較透明。

2.1.3 董監事因素與公司價值

股權結構與公司價值的關係主要有兩種論點，包括代理理論（即利益收斂假說）及公司控制（即鞏固地位假說）。

代理理論－利益收斂假說（the convergence-of-interests hypothesis）

與訊息傳本論點認為所有權結構與公司價值呈現正向相關，即所有權結構集中度愈高，則公司價值愈能提升。Jensen & Meckling(1976)兩位學者首先提出代理理論（agency theory），認為當所有權與經營權逐漸分離之後，經營者會為了追求本身的效用極大，而利用個人職位進行特權消費或者採用次佳的投資決策，使得公司的價值降低，因此，當經營階層的持股比例下降時，其更會利用公司資源以提高本身的效用，導致公司的價值降低。相對地，若股權愈集中於經營者手中，則其不當行為所造成的後果大部分必須自行承擔，故其決策時會考慮到股東利益的極大化，使得公司價值得以提高。

另一方面，Lel & Pyle(1977)提出了訊息傳遞假說 (signalling hypothesis)，即由於發行公司與投資人間存在著訊息不對稱，因此經營者可藉由其所持有的股權比例來傳達公司的價值給外部的投資人。他們認為經營者擁有公司未來現金流量期望值的內部訊息，此為投資人所不知，一旦經營者預期公司未來的現金流量愈大，則其會保留較多的持股比例，因此，經營者的持股比例愈高即代表公司的價值愈高，兩者之間呈現正相關。Kesner(1987), Oswald & Jahera(1991)均支持內部董監事的持股比例與公司績效間呈現正相關。

一、公司控制－鞏固地位假說 (the entrenchment hypothesis)

Jensen & Ruback(1983)指出經營者為了本身職位安全性的考量，可能會反對一些對股東有利的議案，因此，若股權愈集中於經營者，則會使得經營者的行為獲得更大的保障，進而降低公司的價值。而 Stulz(1988)則從收購市場 (takeover market) 的觀點來看管理階層的持股比例對公司價值的影響。Stulz認為當管理階層所持有的股權比例很大時，通常會反對非善意的收購行為 (hostile takeover)，使得股權收購的達成機率下降，甚或無法收購，導致公司的價值下降。

此外，Pound(1988)曾針對機構投資者對委託書爭奪的影響提出了三種看法，其中包括：1、效率監控假說 (the efficient-monitoring hypothesis)，此假說認為機構投資者擁有較多的專業知識及人才，能比小額的投資者更有效地對公司的管理階層做監控，因而預測機構投資者的持股比例與公司價值間呈現正相關。2、利益衝突假說 (the conflict-of-interest hypothesis)，此假說認為機構投資者與公司間尚有其他業務上的往來關係，基於此，機構投資者為避免影響到與公司間管理階層的關係，故會傾向支持現任的管理者並迎合其行為，由此可見，若機構投資者的持股比例增加，則反對者愈不容易採行委託書的對抗，機構投資者便無法發揮其監督的功能，顯示機構投資者與公司價值間呈現負相關。3、策略聯盟假說 (the strategic-alignment hypothesis)，此假說認為機構投資者與公司的管理階層彼此合作可以互蒙其利，因此兩者會進行並維持策略性的聯盟，而如此一來，機構投資者同樣無法發揮監督的作用，故機構投資者的持股比例與公司價值間呈現負相關。針對台灣的控制股東問題，國內有許多研究探討控制股東 (董監事) 因素對企業價值與績效的影響，

所探討的控制股東因素包括董監事持股比率、董監質押比率、董事長是否兼任總經理、控制股東是否為家族型態、董事會規模、最大家族持股比率等。在董監持股的影響方面，大部分的研究支持董監事持股與企業績效呈正相關或與財務危機發生的可能性呈負相關（例如，葉銀華、邱顯比，民 85；陳宏姿，民 90；王嘉穎，民 89；邱正仁等，民 91），但也有少數研究發現董監事持股與公司績效呈負相關或無關，基本上，台灣的研究支持代理論點，認為董監事持股愈高，愈能有效降低代理成本，所以公司會有較好之績效。

相對於董監事持股與績效關係之研究，董監事持股質押與績效關聯性的相關論文相當缺乏，目前國內所見這方面的文獻大多集中在亞洲金融風暴之後，研究的動機多與地雷股公司都具有董監事持股高質押的特性有關，研究重點包括探討董監事質押比率與財務危機的關係，以建立財務危機預警模型（王嘉穎，民 89；邱正仁等，民 91），以及董監事持股質押比率與公司經營績效的關係（許加昂，民 89；陳宏姿，民 90；Chen & Hu，2001），但並未有一定的結論，儘管大部分的研究認為董監事股票質押比率與公司經營績效呈現負相關（楊麗弘，民 89；陳宏姿，民 90；邱正仁等，民 91）或對危機發生的機率有預測能力（翁淑育，民 89；王嘉穎，民 89；邱正仁等，民 91）；但相反的，許加昂（民 89）之實證結果並未發現持股質押與經營績效具關聯型。而 Chen & Hu(2001)在其分析性研究中推導出對投資機會較多的企業而言，董監事股權質押行為會增加公司風險，在市場好的時候，控制股東的個人質押與公司績效呈正相關，但在市場不好的時候，質押與公司績效呈負相關。

2.1.4 會計資訊的資本市場研究

資本市場的研究包含兩個主要領域，一是透過事件研究法（event study）探討會計事件的宣告是否具有資訊內涵，另一則是進行相關性研究（association study）檢定財務報表數字是否反映影響股價的資訊。Ball & Brown(1968)以及 Beaver(1968)是最早的會計資本市場研究的文獻，透過事件研究提出會計盈餘宣告具有資訊內涵的證據。Ball & Brown(1968)也透過相關性研究指出會計盈餘宣告可以捕捉部分反映在同期股價報酬的資訊。除了 Ball & Brown(1968)以及 Beaver(1968)，其他事件研究的例子包括：Ball et al.(1991)與 Amir & Lev(1996)。Ball et al.(1991)研究季盈餘宣告期間公司股票的風險

與超額報酬變化，與以往的研究設計不同，他們在估計超額報酬時，允許事件期間的風險每日不同，以了解是否事件期間所觀察到的超額報酬變化是風險變動所致，而不是真正盈餘宣告的效果。其研究結果發現，在控制風險增加之後，宣告期間仍存在超額報酬，顯示季盈餘資訊具有資訊內涵。此外 Ball et al. 也發現，在控制風險增加之後，超額報酬隨著公司規模增加而增加，但增加的速率遞減。而 Amir & Lev(1996)檢驗電信公司 (cellular companies) 財務 (會計) 資訊與非財務資訊對投資人的價值攸關性 (value-relevance to investors)，研究發現，若個別來看財務與非財務資訊，財務資訊本身 (盈餘、帳面價值與現金流量) 與證券的評價無關；相反的，非財務指標，如公司規模 (作為成長的代理變數)，具有高度的價值攸關性。不過，如果同時與非財務資訊一起考慮，盈餘對股價則仍具有解釋能力，也就是財務資料與非財務資料具有互補性。

至於相關性研究則除了 Ball & Brown(1968)，還包括 Beaver et al.(1980)、Collins & Kothari(1989)、Easton et al.(1992)、Dechow(1994) & Dhaliwal et al.(1999)。Collins & Kothari(1989)探討造成盈餘與證券報酬相關性存在橫斷面 (cross-sectional) 及跨期間 (intertemporal) 差異的因素。其分析指出盈餘反應係數與無風險利率及系統風呈負相關，而與成長及盈餘持續性呈正相關。Collins & Kothari 在這篇研究中建議未來進行相關性研究時方法上的改進，由於資訊環境與以往出現差異，傳統相關性研究以會計年度來衡量報酬的方式會嚴重低估價格變動與盈餘變動的相關性，因此 Collins & Kothair 建議報酬的衡量期間對相關性的影響，Easton et al.(1992)發現盈餘與報酬的相關性會隨著報酬的衡量期間拉長而增強。而 Dechow(1994)& Dhaliwal et al.(1999)則是探討以會計盈餘作為公司績效的衡量是否優於其他會計資訊。如果會計盈餘與股價報酬的相關性高於其他會計資訊與報酬的相關性，則認為會計盈餘衡量公司績效的能力優於其他會計資訊。Dhaliwal et al.(1999)發現綜合淨利 (comprehensive income) 與報酬的相關性以及預測未來現金流量的能力並不優於淨利 (net income)。Dechow(1994)則是比較會計盈餘與現金流量何者較適合作為公司績效的衡量，由於績效衡量期間愈短以及公司營運週期愈長，應計項目的重要性增加，因此在這些情況下，由於盈餘數字包含應計項目，故盈餘衡量公司績效的能力優於現金流量。

1980 年代以來，許多的研究開始探討哪些因素會影響盈餘資訊與股價的關係的強弱，也就是盈餘反應係數的研究 (earnings response coefficient research)，探討的因素包括公司規模(Freeman, 1987)、盈餘的不確定性(Imhoff & Lobo, 1992)、盈餘持續性(Kormendi & Lipe, 1987)及公司股價報酬的 Beta 值(Collins & Kothari, 1989; Easton & Zmijewski, 1989)等。Freeman(1987) 探討會計盈餘與證券報酬的相關程度是否存在規模差異，結果發現對相同程度的未預期盈餘，小公司的累積超額報酬大於大公司的累積超額報酬。而 Imhoff & Lobo(1992)則是檢驗分析師盈餘預測的不確定性（作為事前盈餘不確定性的代理變數），對未預期盈餘與未預期報酬之間關係的影響。結果發現，事前的盈餘不確定性會影響盈餘的資訊內涵，當事前的盈餘不確定性下降，每一單位的盈餘資訊對未預期的股價變動有更大的效果。而事前盈餘不確定性很高的公司，盈餘宣告期間股價並沒有系統性的變動。Kormendi & Lipe(1987)探討每一家公司盈餘的時間序列是否影響盈餘反應係數大小，實證結果支持盈餘的持續性越高則盈餘反應係數愈大。

至於公司系統風險對於盈餘反應係數的影響，Collins & Kothari(1989) 發現盈餘反應係數與系統風險呈負相關。另一系列盈餘資訊與股價相關性的研究則是與公司治理 (corporate governance) 有關，這些研究探討各治理機制的差異如何影響盈餘資訊與股價變動的關係。目前許多文獻支持盈餘資訊與價格的關係存在顯著的國家差異 (cross-country differences) (Alford et al., 1993; Ball et al., 2000)，例如 Ball et al.(2000)發現習慣法 (Common law) 國家盈餘資訊與價格的關係較強的原因是投資人對及時財務會計資訊需求較大。然而，La Porta et al.(1998)則是認為由於習慣法國家對小股東的保護較強，可降低公司內部人 (insiders) 剝奪外部股東的風險，並進而降低權益資金成本。因此，可預期其盈餘資訊與價格的關係會較強。Bushman & Smith(2001) 也預期當股東的財富不會輕易為公司內部人所剝奪時，公司當期盈餘的增加導致未來預期歸屬於少數股東的現金流量向上修正的幅度會較大。先前的研究也支持 Bushman & Smith 的預期，例如，法律對投資者權利 (investor' s rights) 的保護可以降低權益資本的成本 (Lombardo & Pagano, 1999)、增加價值/現金流量的乘數與 Tobin' s Q(La Porta et al., 2000)，以及增加報酬—盈餘資訊迴歸式的解釋力 (Ali & Hwag, 2000)。此外，Mork et al.(2000)也發現

法律對投資者權利保護較弱的國家，其公司特有資訊反映到股價的程度較差（less firm-specific information is impounded in stock prices）。除了影響到股價之外，各國治理機制的差異也會影響股票市場的流動性，因為投資人必須有相當程度確認經理人不會剝奪投資人所投資的資金才會願意對公司進行投資（Levine, 1997）。

2.1.5 控制股東（家族）與外部股東的代理衝突

最近一些研究發現所有權集中對公司價值可能會帶來負面影響，例如，Shleifer & Vishny(1997)、La Porta et al.(1998)、Morck et al.(2000)及 Claessens et al.(2000)。這些研究探討大股東與小股東的利益衝突，認為當大股東有效控制公司，其政策可能導致少數股東權益被剝奪。至於大股東與小股東權益的衝突可能來自直接的剝奪，例如控制股東藉由不發放股利讓自己更富有，或者移轉利益給其所控制的其他公司，也可能透過間接選擇對公司而言非利潤極大化的方案。傳統代理理論假設公司股權分散於各小股東間，而控制權集中在經理人手中（Jensen & Meckling, 1976）。不過許多研究質疑這個股權分散假設的有效性，例如：Shleifer & Vishny(1986)、Morck et al(1988)、La Porta et al.(2000)。La Porta et al.(1999)研究在世界 27 個所得較高經濟體之大企業的股權結構發現，除非是在股東保護非常健全的經濟體，只有非常少的企業是股權非常分散的（widelyheld），相反的，這些企業一般都是被家族（family）所控制，而這些控制股東對企業的控制權通常超過其現金流量權，其控制權的取得基本上是透過金字塔結構（pyramids），並參與管理。

La Porta et al.(1999)建議在研究控制股東經濟體時，不可忽略控制股東剝奪小股東權益的誘因及機會，這種控制股東對小股東的剝奪將影響到小股東購買公司股票的意願，也就影響到公司的價值。相較於在股權分散的經濟體主要的代理問題來自於經理人與股東之間的代理衝突，在存在控制股東（家族）的經濟體中，學者關心的代理問題是外部投資人與可以控制經理人之控制股東之間的衝突（例如：Shleifer & Vishny(1986)、Shleifer & Vishny(1997)、Morck et al.(1988) & La Porta et al.(2000)）。La Porta et al.(1999)研究在世界 27 個所得較高經濟體之大企業的股權結構發現，大部分的企業都是被家族（family）所控制，而這些控制股東（家族）透過金字塔結構、交叉持股

與參與管理使其對企業的控制權通常超過其現金流量權，而控制權（投票權）與現金流量權的偏離使得控制股東有剝奪小股東權益以圖利個人的誘因。La Porta et al.(1999)他們也發現在東亞公司中，控制權的取得不需仰賴取得絕對多數的股份，因為在這些東亞國家中，只擁有 20%就成為控制股東的比率相當高。Shleifer & Vishny(1997)提到在許多的金字塔結構，管理階層可能隱匿（abscond）公司的錢，而管理階層對資金的奪取（expropriation）不限於挪用現金，還包括其他形式，例如移轉計價（transfer pricing）。管理者可以個人名義設立獨立公司，然後將其經營公司的產品以低於售價出售給該獨立公司。

Claessens et al.(2000)檢驗九個東亞國家所有權與控制權分開的情況，結果發現金字塔結構（pyramid structures）與交叉持股（cross-holdings）使得投票權（voting rights）通常超過其現金流量權，而所有權與控制權分離的現象在家族控制公司（family-controlled firms）與小公司特別明顯。超過三分之二的公司為單一股東所控制。管理權與所有權分開很少見，股權未分散的公司中約有 60%其經理人與控制股東家族有關。在東亞顯著的公司財富集中在少數家族。國內李德冠（民 90）的研究也發現，當控制股東控制權與現金流量權偏離程度愈大（控制股東愈有動機侵占小股東的財富），關係人間之股權交易、關係人營業外的收入與關係人銷貨交易比率愈高。當公司高層為家族所組成時，控制股東通常對於公司有緊密的控制。而公司與公司之間控制權的連結在 10%以上而未超過 20%時，這個集團公司的關係是比較鬆散的。Claessens et al.(1999)指出：在西歐及東亞國家，集團中公司如果是被同一個股東或家族所控制時，小股東利益為大股東所剝奪的機率大為提高；但是在美國，這個集團公司剝奪小股東的情況則不明顯。通常，集團公司可以透過集團公司之間不公平的交易條款來達到財富移轉的功能。La Porta et al.(1999)也指出經營權與所有權的分離對大股東較為有利。Claessens et al.(1999)發現在東亞國家的集團公司中，經營權與所有權的分離程度與公司績效（以 Tobin's Q 為衡量）呈現負相關。Faccio et al.(2001)指出經營權與所有權的分離程度與公司股利發放呈現負相關。代表在公司金字塔結構下外部股東的利益明顯受到系統性的剝奪。

La Porta et al.(1999)將公司分成兩類：股權分散公司（widely-held

corporation)與存在最終所有者的公司(corporation with ultimate owner)。股權分散的公司定義為一定公司中沒有任何的股東擁有 10%以上的控制權(另一種分類方式是以 20%作為控制權的分界點),而最終所有者進一步分成四類:一、持有大量股份的個人或家族;二、政府單位;三、金融機構;四、公司法人。根據 Claessens et al.(2000)的研究,在其樣本中,若以擁有 20%投票權來定義最終控制,則 1996 年台灣上市公司只有 26.2%是股權分散的公司,而 48.2%公司其最終控制為家族,而有 2.8%政府為最終控制者,5.3%為股權分散的金融機構所控制,17.4%為股權分散的公司所控制。若以擁有 10%投票權來定義最終控制,1996 年台灣上市公司當中只有 2.9%為股權分散的公司,最終控制者為家族者高達 65.6%,而最終控制分別為政府,股權分散之金融機構與股權分散之公司者分別是 3.0%、10.4%與 18.1%。Claessens et al.(2000)也發現在台灣企業成立時間愈早,其控制權集中度愈高。

根據 Yeh & Lee(2001)的研究,台灣上市公司有 76%為家族控制,而其董事會有 66.45%為控制家族完全掌。針對台灣的控制股東經濟,國內有一些研究探討控制股東與董監事因素對企業價值與績效的影響,所探討的控制股東因素包括董監事持股比率、董監股權質押比率、董事長是否兼任總經理、控制股東是否為家族型態、董事會規模、最大家族持股比率等。企業經營績效的衡量包括會計指標與 Tobin' s Q。董監事對於公司的績效有兩種不同的影響:一、董監事可以監督公司管理階層的行爲,使得公司的績效得以提升;二、董監事可能剝奪公司其他小股東的利益而使得公司的績效變差。以往的研究大都指出董監事具有監督功能,可以有效監督公司的經理人。然而當董監事可以控制經理人時,經理人的作為將以董監事的利益為依歸,而非以外部股東的利期為依歸。因此,董監事的存在依然可能可以監督公司經理人的行爲,但是董監事的存在也可能形成對少數股東的剝奪。我們在研究公司董監事的角色時,不可忽略董監事所存在的潛在剝奪行爲。世界銀行(1999)的公司治理報告與 OECD(1999)所發布公司治理的原則均指出董事會為公司治理制度的核心,國外相關研究發現董事會的結構會影響董事會的公司治理功能(Fama, 1980)。

不過台灣的企業普遍存在控制股東(家族),而董事會也經常為控制家族所掌控(Yeh & Lee, 2001),董事會能否發揮法律所賦予的監督權令人懷疑,相關研究結果也顯示,除了董監事持股比率與公司經營績效或市值呈現正相關外

(王嘉穎, 民 89; 陳宏姿, 民 90), 董事會的組織結構(包括規模、董事長是否兼任總經理、外部董事、外部監察人及法人席次比率)與企業的經營績效並不存在一致性顯著關係(王嘉穎, 民 89; 陳宏姿, 民 90)。台灣的董監事機制不僅監督角色不彰之外, 當董事會為控制家族所掌控時, 董監事成為另一代理問題的來源。我國企業於 1998 及 1999 年財務危機公司不斷的爆發, 其中原因除受外在亞洲金融風暴的影響, 不可諱言的我國企業卻也有許多內在因素所引起的, 東隆五金與萬有紙業的董監事掏空資產, 中精機與國產車控制股東挪用公司資金護盤, 都引起國內金融風暴。而國內董監事特性相關研究大部分支持董監事個人質押比率愈高或愈偏好高槓桿的財務操作, 則企業發生財務危機的機率愈大(邱正仁等, 民 91; 翁淑育, 民 89; 王嘉穎, 民 89)。

2.1.6 董監事股權質押與經營績效

質押也是控制股東或管理當局增強控制權的方法之一。控制股東為了維持或增強其在公司的控制權, 必須有足夠的資金, 但個人或一個家族的資金有限, 以個人資金來維持或增強有其限制, 先前所提到金字塔結構就是東亞國家上市公司普遍用來增強控制的方法之一, 在台灣另一個增強控制權的方法就是質押, 也就是控制家族或股東以他持有的公司股票作擔保, 向金融機構借款來買進自己公司或控制集團更多的股票。如同金字塔結構, 質押也是控制股東增強控制的工具之一, 因此也會造成所有權與控制權偏離加重。質押的代理問題在實務上受到廣泛的討論, 但相較於金字塔結構, 很少有學術研究探討質押所引發代理問題對公司價值的影響。相對於董監事持股比率與公司績效的研究, 董監事持股質押與績效關聯性的相關論文較為缺乏, 目前國內這方面的研究大多集中在亞洲金融風暴之後, 探討財務危機公司與董監事質押的相關性, 以及董監事質押比率與公司經營績效的關係, 並未有一定的結論。儘管大部分的研究認為董監事股票質押比率與公司經營績效呈現負相關(楊麗弘, 民 89; 陳宏姿, 民 90; 邱正仁等, 民 91)或對危機發生的機率有預測能力(翁淑育, 民 89; 王嘉穎, 民 89; 邱正仁等, 民 91), 但相反的, 許加昂(民 89)之實證結果並未發現持股質押比率與經營績效具關聯性。

而 Chen & Hu(2001)在其分析性研究中推導出對投資機會較多的企業而言, 董監事股權質押行為會增加公司風險, 在經濟景氣好時(in a good time)控制股東的個人質押行為與公司績效呈正相關;但在經濟景氣差時(in a bad time)

質押與公司績效會呈負相關。這些研究結果出現差異的原因可能與董監事持股質押目的具多重性以及股票質押的代理問題在空頭市場較嚴重有關。在質押目的的多重性方面，從實務的經驗發現，質押的動機大抵可分為三類：投資目的（有投資機但公司已無法再增加借款）、投機目的（護盤或炒作股票）與現金增資目的（質借舊股取得資金買新股避免股權被稀釋）。由於董監事持股質押的目的有多重性，董監事個人持股質押有利於或有害於公司經營端視質押的目的而定。例如，如果董監事持股質押的目的是炒作股票或護盤，可能利用其控制權犧牲小股東的利益以取得個人利益，使得董監事持股質押與公司績效為負相關。但如果董監事持股質押目的係為了提升公司投資政策的效率性，以避免公司自有資金不足而放棄好的投資機會，則董監事質押不見得會傷害公司績效。

Chen & Hu(2001)以投資機會較多的公司為樣本，發現儘管質押使得公司的風險提高，但經濟景氣好時，董監事股權質押與公司績效會呈正相關，因為股權質押允許控制股東在景氣佳時在不必犧牲所有權的況下取得資金投資在有利的方案。其次，股票質押的代理問題在空頭市場較嚴重。不管事前質押目的有利於或有害公司績效，當股市進入空頭，股價下跌使得質押股票之董監事面臨財務壓力，剝奪外部股東可能性會增強（控制股東與外部投資人間的代理衝突加大），因而降低公司績效。相反的在多頭時期，董監事股權質押與公司績效會與董監事質押的目的有關，而董監事股權質押及股價走趨的關係會反映投資人預期董監事質押的目的。因此以往研究的結果受到其所研究樣本期間不同影響，基本上研究期間在金融風暴發生之後，基本上支持質押與經營績效及財務績效成反向關係。

2.1.7 公司控制監督機制

公司控制機制是指規範公司經理人或控制股東，而使經理人或控制股東能以投資人的利益為依歸的機制。控制機制包括內部機制及外部機制兩種。內部機制指的是管理當局的誘因計劃（incentive plan），董監事的監督機能，以及內部就業市場機制（internal labor market）等，以誘使公司經理人從事對股東有利的行為。而外部機制指的是來自外部股東或債權人的監督、產品市場的競爭、外部就業市場（external labor market）以及證券相關之法令規定等，這些外部機制可以保護外部投資人免於受到公司內部人的剝奪（Bushman &

Smith, 2001)。然而在台灣由於沒有任何法令規定對於公司董監事的持股質押行為有所規範，而只是提醒投資人要關心公司董監事的持股質押，在這種情況下來自資本市場對董監事持股質押行為的監督就更形重要了。

2.1.8 機構投資人的監督機能

從理論的角色來看，Shleifer & Vishny(1986)認為大股東會基於自己本身的利益而監督公司的經理人。Shleifer & Vishny(1986)將大股東的存在視為一種監督機制，可以有效的監督經理人的行為，對公司的經營效率有所幫助，因而可以提升公司的價值。Agrawal & M&elker(1990)，Bathala et al.(1994) & Seetharaman et al.(2001)都支持機構投資人具有監督公司經理人的說法，他們都認為機構投資人在監督管理階層的行為上扮演著非常重要的角色，而可以有效的降低公司的代理衝突。Grossman & Hart(1980)認為只有持股較多的股東 (large shareholder) 才有誘因來進行監督或其他高成本的控制活動，因為大股東從監督所增加的報酬才能彌補監督成本，而所有的股東都會受惠於這些活動，即使他們並沒有支付監督成本 (Shleifer & Vishny, 1986)。因此我們預期法人股東的持股比重愈高愈有誘因從事監督。在過去 15 年「股東行動主義」 (shareholder activism) 在美國金融市場逐漸形成。股東行動主義的重點在於投資人將焦點放在其投資組合中績效不彰的公司，施壓給這些公司的管理者改善績效，以增加股東價值。美國 SEC' s Shareholder Proposal Rule 14A-8 允許股東提案，要求納入委託書並在股東大會中表達。這種委託書程序提供股東一個正式的機制來關心公司治理問題，使得公司的績效得以提昇。而隨著機構投資人的持有公司股份的比重在 1980 年代及 1990 年代初期快速增加，機構投資人在股東行動主義中所扮演的角色近來受到關注 (Gillan & Starks, 2000)。Agrawal & M&elker(1990)檢驗持有較多股數之股東 (large shareholder) 是否在公司經理人提出反接管修正 (antitakeover charter amendments) 提案時積極扮演監督經理人的角色，還是僅僅是被動的投票者 (passive voters)，其結果顯示機構投資人的持股比率與各種型態反接管修正提案宣告期間股東財富變化有顯著正相關，這與 Shleifer & Vishny(1986)所主張的若公司存在持股較多之股東對經理人能有較佳的監督的「主動監督假說」 (active monitoring hypothesis) 一致。Jarrell & Poulsen(1987)也得到類似的結論，其結果發現

提出對股東較不利修正提案的公司其機構投資人的持股較低。

2.1.9 債權人的監督機能對代理衝突的影響

在經營權與所有權分離的經濟體系下，代理衝突源自於決策與風險分攤的分離（the separation of decision-making & risk-sharing），並認為公司股東在有限責任的條件下，如果公司經營獲利，那麼股東可以跟著獲利，但是如果公司經營蒙受損失，則股東可以因為有限責任的保護而不必完全負擔經上的損失。因此，股東所承擔的風險相對較其利益來得低，所以公司股東會傾向風險性投資（opportunistic benefits），而且也會傾向消費更多的額外報酬（perquisite）。這種現象，Jensen & Meckling(1976)稱之為權益的代理成本（agency cost of equity）。有許多文獻指出債權人可以有效降低公司的代理衝突，而且很多實證研究都支持負債的存在可以提升公司的價值。Grossman & Hart(1982)指出負債可以迫使公司經理人消費較少的額外報酬，而使公司的經營更有效率，因為負債增加公司的破產機率，破產機率的提高會威脅到經理人的控制權，以及其信譽。所以，負債會使得經理人更戰戰兢兢的經營公司，而且破產的發生會損及經理人的聲譽，這也不利於經理人在就業市場中的地位（Fama, 1980）。所以負債可以降低代理衝突，而提高公司的經營績效。

但是，負債太高也會造成負債的代理問題。而負債的代理問題主要是風險的移轉（risk shifting）。所謂負債的風險移轉是指負債較高的公司會傾向風險程度較高的投資方案，股東在投資風險性投資方案時，如果投資案成功，則股東可以獲得大部份的投資利益。但是假若投資案失敗，股東的損失卻是有限的，相反地，債權人在面對風險性的投資計劃案時，則承擔投資風險，但卻無法獲得風險溢酬（risk premium）。而權益代理問題及負債代理問題的取捨問題也造就了公司最適資本結構的存在。總而言之，代理理論認為負債可以降低公司的代理問題，也就增加公司的價值。

Jensen(1986)也有類似的看法。Jensen(1986)認為負債可以降低公司經理人對於公司現金流量的控制權，因為負債迫使公司經理人必須有足夠的現金得以給付負債之本息，否則就有破產的危險。而為了確保公司能夠有足夠的現金流量來支應負債之所需的本息支付，公司經理人則必須考慮到投資案是否能夠有足夠的現金流量，而不能一味地追求高風險之投資方案。Jensen(1986)指出

當公司擁有的現金流量超過投資在有利潤方案所需要的現金流量（也就是持有自由現金流量）時會產生潛在的代理問題，經理人透過接受淨現值為負的邊際投資計畫導致過度投資，造成公司價值的降低。將這些現金流量釋出給投資人可以降低代理問題，並建立價值極大化的投資政策。

2.1.10 股利政策的監督機能

Miller & Modigliani(1961)曾指出股利政策與公司的價值無關。公司是否發放股利，或是股利發放高低本身不會影響到公司的價值。但是 Miller & Modigliani(1961)的說法讓學者對於公司為要發放股利感到相當好奇。傳統上對於公司為什麼要發放股利的解釋是認為股利可以當作一種訊息，以傳遞公司價值的資訊給予投資大眾。當公司發放股利時，代表公司在告訴投資大眾，公司管理階層對於公司未來的現金流量感到樂觀，所以發放股利。因此股利的發放會改變投資大眾對於該公司價值的看法（Miller & Rock, 1985; Ambarish et al., 1987）。但是，DeAngelo et al.(1996)則指出，當期股利的改變對於公司未來的盈餘成長並沒有預測能力，可見 DeAngelo et al.(1996)並不認為股利的發放與公司未來現金流量有所關聯。

股利政策一直是財務學上爭論的主題之一，財務學者發展不同的理論嘗試來解釋為何公司發放或不發放股利會影響股價。其中一個普遍的觀點是代理理論（例如：Rozeff(1982) & Easterbrook(1984)），也就是股利可以有效降低管理當局與股東之間的代理成本，進而提昇股價。因為支付大額股利降低經理人可以自由支配的內部現金，這迫使公司必須尋求更多的外部資金，當公司尋求成本較高的外部資金時，必須通過資本市場對新資金的檢驗，可以降低經理人選擇次佳投資（suboptimal investment）的可能性（Easterbrook, 1984）。因為來自外部資金提供者的監督也可以確保經理人依照外部股東的利益來決策，因此股利支付應可以作為監義的替代變數（proxy variable）。Lehn & Poulsen(1989)所定義的自由現金流量為折舊前的營業所得扣除利息費用、所得稅、特別股股利及普通股股利。監督經理人的工具。Rozeff(1982)也發現對於存在控制股東之公司，股利可以降低經理人與少數股東之間的代理成本，進而影響股價。

另外，Jensen(1986)、Fluck(1999) & Gomes(2000)指出股利政策可以降低

公司內部股東與外部股東之間的代理衝突。如果公司的盈餘並沒有以股利的方式發放給股東，而被保留在公司裡，那麼內部股東或經理人將可以有更多的資源來從事個人花費，或者是投資對於公司不是很有利，但是對個人卻有利的投資計劃。因此，外部股東會偏好公司發放股利而非將盈餘保留在公司裡，這樣的說法主要是認為自由現金流量（free cash flow）容易導致浪費或是沒有效率的投資，因而會損及外部股東的利益。

2.2 公司治理機制

公司治理機制包括：CEO 的薪酬－績效敏感性（CEO' s pay-performance sensitivity）、董事會的特徵（board of director characteristics）、CEO 的年齡（CEO' s age）以及大股東所握有的股權（equity ownership by blockholders）。

2.2.1 CEO 的薪酬－績效敏感性

實證的研究皆證明了，在 1980 年代，公司的績效與公司業務範圍內多角化的程度為負相關（Morck et al., 1990; Lang & Stulz, 1994; John & Ofek, 1995）。一個對於公司層級的多角化所造成的較低報酬的可能論點是管理者的代理，該論點認為 CEO 無法將非相關的業務範圍經營的像單一或相關部門一樣的有效率；所以，公司無法從公司層級的多角化創造價值，但投資者可以在金融市場透過投資組合的多角化來創造價值。

而管理者的報酬與股東財富之間的關係在財務文獻中被妥善地證實。Jensen & Murphy(1990b)認為，付給單一管理者的薪酬水準，對於解決 CEO 與公司股東之間的代理問題並不是很重要；最重要的是薪酬與績效關係的強度。也就是說，為了說服 CEO 去極大化股東的財富，董事會應該要建立一個以績效或股票價格為導向的薪酬契約。藉由許多機制，薪酬政策可以提供增加價值的誘因而增進 CEO 的績效；這些機制可以分成獎金、薪資、股票選擇權以及以績效為基礎的解雇行動。

另外，CEO 除了可以領取依照薪酬審查委員會所同意直接配發的股票外，也可以購買銀行所持有的股權；股票所有權將 CEO 的誘因而與股東財富做了連結（亦即，CEO 擁有股票後，會設法使公司價值極大化，則股東財富便跟著極大化）

(Jensen & Murphy, 1990a,b; Palia, 2000; Brown & Maloney, 1998)。

2.2.2 董事會

在財務文獻中有不少反對的聲浪在質疑董事會組成(內部董事與外部董事)的效力。相信董事會是公司治理中非常重要的一個要素的人認為，若董事會大多數是由外部人士所組成的話，會較容易去監督及控制管理者(Dunn, 1987)；外部董事不僅獨立於公司的管理者，也可以帶給公司更多更廣的其他產業的經驗(Firstenberg & Malkiel, 1980; Vance, 1983)。Weisbach(1988), Byrd & Hickman(1991) & Bhagat et al.(1994)發現，事實上，大多數為外部人士的董事會比大部分為內部將外部董事的比例與財富績效及股東財富做連結(Brickley et al., 1994; Byrd & Hickman, 1991; Subrahmanyam et al., 1997; Rosenstein & Wyatt, 1990)；這些研究皆發現，當外部董事擁有顯著較多的董事席次時，會有較高的股票報酬。

關於董事會的現今結構的評論家認為，管理階層的薪酬契約以及在資本市場的外部力量可以有效的監督管理者；因此，這些評論家認為董事會沒有存在的必要，特別是沒有必要透過外部人士來重複此監督過程(Mace, 1986; Demsetz, 1985)；而Hermalin & Weisbach (1991)發現董事會的組成方式對公司價值沒有顯著的影響。在一些研究(例如：Agrawal & Knoeber, 1995; Yermack, 1996; Bhagat & Black, 1996)中則發現，董事會中外部人士的比例越高則對公司價值會有越顯著的負向影響。在董事會的組成與公司價值有衝突的證據下，我們無法預測董事會的組成方式與銀行收購的宣告期間異常報酬之間的關係。

先前的研究已經發現，董事會的規模對公司價值在統計上有顯著的影響。Jensen(1993)認為，較小的董事會在監督 CEO 的行為上會較有效，而較大的董事會因為較強調“禮貌和禮儀”而使得 CEO 較容易去操控。Yermack(1996)在各產業公司的抽樣中發現，董事會的規模與 Tobin's Q 之間有反向的關係，並認為大規模的董事會較小規模的董事會沒有效力。因此，我們預期出價銀行的董事會規模與宣告期間的異常報酬會有反向關係。

2.2.3 CEO 的年齡

CEO 的年齡可能會決定他／她管理公司的有效性。研究顯示，公司中的高

階管理者如果經驗不足的話，會限制其管理的有效性，因為該高階管理者必須花時間去了解這間公司（Bacon & Brown, 1973; Alderfer, 1986）。事實上，豐富的經驗與抵抗支付贖金（Kosnik, 1987, 1990）及財務績效有關（Brown & Maloney, 1998）。這些論文認為，銀行的 CEO 年紀越大的話，便會越了解該銀行與銀行業的生態，便越有能力在收購的期間代表銀行的股東去做協商。

2.2.4 大股東所擁有的股權

Shleifer & Vishny(1986)發現，大股東（投入大量財富於某一公司的股東）可能會比只投入小部份財產於公司中的董事會更有動機去監督管理者；McConnell & Servaes(1990)也發現了與此假設相同的證據。因此，若存在著會積極監督管理者行為的大股東，將會減低以薪酬－績效為基礎的薪酬契約的需要。然而，Hubbard & Palia(1995b)發現，在製造業收購中，擁有出價收購者大量的普通股股權對於宣告期間異常報酬沒有影響。再者，這個變數的內容不會改變管理者擁有的所有權對異常報酬的影響。

需要注意的是，最適的治理機制會因不同的公司及隨著時間的經過而改變。例如，Jensen & Murphy(1990)主張採用高度的薪酬－績效制度是很好的，但其他人（例如，Haubrich, 1994）卻證實了，以觀察到的敏感性與基本的主理人－代理人模型是一致的。另一個例子是，銀行傾向於擁有大規模的董事會：董事們在關於製造業的收購中時常扮演著非常重要的角色；因此，雖然先前的文獻已經對治理機制的趨勢有一定的看法，但對於銀行業而言，最理想的（價值極大化）治理趨勢在此次研究的期間還是有可能改變的。

第三章 研究設計

3.1 資料來源與選取標準

3.1.1 樣本選取標準

本研究樣本公司以 2001 年至 2003 年間曾發布公開說明書之上市(櫃)傳統產業公司為研究對象，為衡量大股東持股權，如現金流量控制權及董事會成員相關資訊等變數，並避免研究結果解釋上的混淆，會計年度非屬曆年制者，不列入研究對象。在研究期間內有上(下)市公司、資料遺失或不齊全(如無發行公開說明書)之公司，本研究將之刪除，以避免研究結果的偏差。最後選取之樣本公司為 50 家，分別為台灣證券交易所上市及上櫃之申請及已經核准營運之塑膠產業 6 家、電機產業 11 家、紡織產業 10 家、化學產業 11 家、食品產業 5 家及運輸產業 7 家。

3.1.2 資料來源

我們的主要資料來源為「TEJ 台灣經濟新報資料庫」之「台灣財經資料庫」；為了計算杜賓 q (Tobin' s q) 值，同時納入權益市價，資料取自「台灣易必得網站」³及「TEJ 台灣經濟新報資料庫」之「台灣財經資料庫」的股價及流通在外的股數，再配合公式(詳見 2.3.1)計算而得。而公司治理各項變數資料取自「公開資訊觀測站」⁴之「公開報告說明書」；衡量公司規模之資料取自「各上市(櫃)公司之年報 (annual reports)」。資訊揭露分數取自於「證券基金會」⁵之「資訊揭露評鑑系統評鑑指標得分自評表」。

3.2 敘述統計分析

本研究利用敘述統計分析，以了解不同產業在不同變數上的基本特性。表 1 至表 6 分別為各產業之各項變數之基本敘述統計量。

3. 詳見台灣易必得網站 (<http://www.twebid.com>)

4. 公開資訊觀測站(<http://mops.tse.com.tw>)

5. 台灣證券基金會 (<http://www.sfi.org.tw>)

表 1、公司價值與績效指標統計表

	樣本數	Tobin's q		ROA (%)		ROE (%)		EPS (元)	
		平均值	標準差	平均值	標準差	平均值	標準差	平均值	標準差
塑膠業	6	1.35	0.29	4.21	2.59	3.86	5.05	0.87	0.88
電機業	11	1.09	0.56	5.45	3.58	5.94	4.99	1.01	0.9
紡織業	10	0.8	0.29	3.32	3.14	-84.86	282.81	0.24	1.65
化學業	11	1.38	1.34	5.09	4.19	6.16	5.93	0.98	1.03
食品業	5	0.68	0.31	2.93	2.38	2.11	3.28	0.37	0.42
運輸業	7	0.97	0.33	3.22	2.74	1.83	5.29	0.27	0.75
全體樣本	50	1.07	0.73	4.23	4.33	-13.38	126.31	0.66	1.08

由表 1 可知，在各傳統產業之 Tobin's q 平均值中以化學業為首，塑膠業次之，分別為 1.38 和 1.35，食品業為最低，為 0.68，全體產業平均值為 1.07。我們發現，塑膠業的差距最小（標準差 0.29），差距最大的為化學業（標準差 1.34）。全部產業而言，2001-2003 年之間，各傳統產業的表現尚可。各產業之 ROA 平均值以電機業為首，化學業次之，分別為 5.45% 和 5.09%，食品業最低，為 2.93%，全體產業平均值為 4.23%。我們發現，食品業的差距最小（標準差為 2.38%），差距最大的為化學業（標準差為 4.19%）。各產業之 ROE 平均值以化學業為首，電機業次之，分別為 6.16% 和 5.94%，紡織業最低，為 -84.86%，全體產業平均值為 -13.38%。我們發現，食品業的差距最小（標準差 3.28），差距最大的為紡織業（標準差 282.81）。在 2001-2003 年間，紡織業的表現最不盡理想。各產業之 EPS 平均值以電機業為首，化學業次之，分別為 1.01 元和 0.98 元，紡織業為最低，為 0.24 元，全體產業平均值為 0.66 元。我們發現，食品業的差距最小（標準差 0.42），差距最大的為紡織業（標準差 1.65）。整體而言，因台灣加入 WTO 之故，許多勞力密集的傳統產業，如紡織業受到很大的衝擊，使得紡織業在 2001-2003 年間的表現差異很大。

表 2、獨立董事占全體董事比率（單位：%）

	樣本數	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
塑膠業	6	3.89	0	16.67	0	6.8
電機業	11	39.21	33.33	100	0	32.03
紡織業	10	14.55	19.09	42.86	0	14.29
化學業	11	10.09	9.09	33.33	0	11.32
食品業	5	1.82	0	9.09	0	4.07
運輸業	7	8.57	0	60	0	22.68
全體樣本	50	15.6	3.33	100	0	22.75

由表 2 可知，各產業獨立董事占全體董事比率以電機業為首，紡織業次之，分別為 39.21%（中位數 33.33%）和 14.55%（中位數 19.09%），食品業最低，為 1.82%（中位數 0%），全體產業的平均值為 15.6%。我們發現，食品業的差距最小（標準差 4.07%），差距最大的為電機業（標準差 32.03%）。整體而言，各產業聘任獨立董事的情形並不普遍，有些公司甚至無獨立董事。

表 3、專業管理占全體董事比率（單位：%）

	樣本數	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
塑膠業	6	14.58	12.50	37.50	0	16.61
電機業	11	28.25	28.57	100	0	30.36
紡織業	10	20.85	7.14	112.50	0	35.04
化學業	11	12.58	0	80	0	25.08
食品業	5	0	0	0	0	0
運輸業	7	23.85	25	33.33	11.11	9.08
全體樣本	50	18.24	9.17	112.50	0	25.52

本研究之專業管理表示與各產業相符之專業人士。由表 3 可知，各產業專業管理占全體董事平均值以電機業為首，紡織業次之，分別為 28.25%（中位數 28.57%）和 20.85%（中位數 7.14%），食品業最低，為 0%（中位數 0%），全體產業平均值為 18.24%（中位數 9.17%）。我們發現，食品業的差距最小（標準差 0%），紡織業的差距最大（標準差 35.04%）。各產業聘任專業董事的差距甚大，電機人才充斥市場，電機業的專業人士較易聘得；因台灣教育體系以

升學主義掛帥，使得台灣食品人才較不被重視，使得食品業較不易聘得專業人士。

表 4、資訊揭露分數統計表（單位：分）

	樣本數	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
塑膠業	6	26.90	28.57	31.43	20	5.06
電機業	11	34.16	34.29	44.29	21.43	6.68
紡織業	10	34	33.57	42.86	24.29	7.12
化學業	11	30.78	31.43	42.86	20	6.59
食品業	5	32.86	32.86	38.57	27.14	4.16
運輸業	7	37.14	37.14	57.14	22.86	11.64
全體樣本	50	32.8	32.14	57.14	20	7.51

由表 4 可知，各產業資訊揭露分數平均值以運輸業為首，電機業次之，分別為 37.14 分（中位數 37.14 分）和 34.16 分（中位數 34.29 分），塑膠業最低，為 26.9 分（中位數 28.57 分），全體產業平均值為 32.8 分（中位數 32.14 分）。我們發現，食品業差距最小（標準差 4.16 分），運輸業差距最大（標準差 11.64 分）。各產業資訊揭露的程度都相當平均，但均不足。

表 5、最大股東擔任董事比率（單位：%）

	樣本數	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
塑膠業	6	6.67	0	33.33	0	13.33
電機業	11	9.71	11.11	20	0	8.63
紡織業	10	10.16	7.14	27.27	0	11.14
化學業	11	32.50	20	100	9.09	31.71
食品業	5	12	0	40	0	17.89
運輸業	7	39.82	33.33	100	0	35.30
全體樣本	50	18.89	14.29	100	0	24.53

由表 5 可知，各產業最大股東擔任董事比率之平均值以運輸業為首，化學業次之，分別為 39.82%（中位數 33.33%）和 32.5%（中位數 20%），最低為塑

膠業，為 6.67%（中位數 0%），全體產業平均值為 18.89%（中位數 14.29%）。在各產業中差距最小的為電機業（標準差 8.63%），差距最大的為運輸業（標準差 35.3%）。我國傳統產業最大股東擔任董事的比率相差非常懸殊，尤以運輸業最為明顯。

表 6、次大股東擔任董事比率（單位：%）

	樣本數	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
塑膠業	6	1.68	0	5.56	0	2.63
電機業	11	9.59	10	14.29	0	3.99
紡織業	10	6.17	8.33	12.50	0	5.49
化學業	11	5.80	7.69	12.50	0	5.70
食品業	5	5.36	0	14.29	0	7.36
運輸業	7	3.83	0	14.29	0	6.56
全體樣本	50	5.89	6.79	14.29	0	5.63

由表 6 可知，各產業次大股東擔任董事比率之平均值以電機業為首，紡織業次之，分別為 9.59%（中位數 10%）和 6.17%（中位數 8.33%），最低為塑膠業，為 1.68%（中位數 0%），全體產業平均為 5.89%（中位數 6.79%）。各產業中差距最小的為塑膠業（標準差 2.63%），差距最大的為食品業（標準差 7.36%）。我們發現，國內次大股東擔任董事之比率均未超過半數，使得國內次大股東的制衡能力無法完全發揮。

3.3 研究方法與假說

3.3.1 研究方法與變數定義

我們採用為 E-VIEWS 軟體中之 pool method 對 panel data 進行複迴歸分析（資料筆數為 $50 \times 3 = 150$ 筆）。應變數為公司價值衡量指標-杜賓 q (Tobin's q)（經各別產業平均數調整後的公司年度 q 值 ($q_{it} - q_{It}$)，亦即是以個別公司的 q 值 (q_{it}) 減去各產業平均 q 值 (q_{It}) 後的值) (firm q minus each industry type-mean)、資產報酬率 (ROA)、股東權益報酬率 (ROE)、每股盈餘 (EPS)。

自變數中包含各不同型態之持股權及參與管理等控制變數。另加入公司治理指標來描述應變數和自變數間的因果關係及影響方向。我們的變數討論與預測模型類似 Callahan., Millar and Schulman (2003)及歐陽豪、曹惠婷、廖瑞芹 (2003) 經修正後之模型如下：

$$\begin{aligned} \text{應變數} &= \beta_0 \\ &+ \beta_1 \text{SIZE}_{it-1} + \beta_2 \text{BE/ME}_{it-1} + \beta_3 \text{MOP}_{it-1} + \beta_4 \text{MOP}_{it-1}^2 + \beta_5 \text{CEO-Chr}_{it-1} + \\ &\quad \beta_6 \text{OWN}_{it-1} + \delta_1 \text{Index}_{1,it-1} + \delta_2 \text{Index}_{2,it-1} + \delta_3 \text{Index}_{3,it-1} + \delta_4 \text{Index}_{4,it-1} + \delta_5 \text{Index}_{5,it-1} \\ &+ \varepsilon_{it} \quad (1) \end{aligned}$$

式中，

應變數包括杜賓 q、ROA、ROE、EPS

SIZE 表公司規模（股東權益市場價值取對數）

BE/ME 表權益帳面價值對權益市場價值比

MOP 表管理者持股權

MOP2 表管理者持股權之平方

CEO-Chr 表董事長兼執行長(或總經理)；若同一人，CEO-Chr=1，否則為 0

OWN 表最大股東之持股權

Index 表公司治理變數組成之綜合指標

在公司治理指標上，我們採用逐步迴歸的方式來解決公司治理變數間的多重共線問題，經由不斷的嘗試，刪除彼此相關性高的變數，使整體迴歸模型的解釋力達到最高。而我們使用 Tobin' s q 作為公司價值的衡量指標。價值衡量指標—Tobin' s q 在 Demsetz and Lehn (1985) 以及 Mork, Shleifer, and Vishny (1998) 的研究開始，就已經被用來研究公司治理。Hermalin and Weisbach (1991) 曾表示，超過 1 的 q 表示市場視公司內部組織為特別的好，或預期代理成本特別小。

Tobin' s q 的公式原為業主權益與負債的市場價值除以總資產的重置成本，但由於負債的市價與總資產的重置成本不易取得，本研究在估計 q 時，分子部

分以「普通股市場價值+負債帳面價值-流動資產」替代公司價值，而以公司總資產帳面價值取代分母總資產的重置成本。其公式如下：

$$q = (MVE + Debt) / TA \quad (2)$$

式中，

MVE 為公司股價乘上流通在外普通股股數；

TA 為資產帳面價值；

Debt 為公司短期負債淨值，加上長期負債的帳面價值，並扣除流動資產。

迴歸模型中之其它自變數包括：以管理者的持股權 (MOP)、管理者持股權平方(MOP2)、董事長兼執行長 (CEO-Chr)、最大股東之所有權 (OWN) 和經濟附加價值(EVA)及公司治理變數等控制變數。此外，將 CEO-Chr 視為一虛擬變數 (dummy variable)，如果為同一人，則此變數設為 1，不同人時，則此變數為 0。

3.3.2 虛無假設(Null hypothesis)：

本研究的虛無假設如下：管理當局參與公司管理之綜合指標與公司長期的價值衡量指標(或價值創造指標，公司會計績效)無關。

拒絕虛無假設，表示以數理方法結合之獨特指標會影響以經不同產業及組織形態平均值調整之 Tobin's q、MVA、ROA、ROE、EPS 所測量的公司價值或公司績效。正式來說，虛無假設如(5)式、(6)式所示，其中(5)是對整體迴歸解釋力之檢定，(6)式是對各控制變數及公司治理綜合指標個別之檢定：

A. 整體迴歸式之檢定

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_6 = \delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = 0 \quad (5)$$

$$H_a: \beta_i \neq 0; \quad i=1,2,\dots,6$$

$$\delta_j \neq 0; \quad j=1,2,3,4$$

B. 各控制變數及公司治理綜合指標個別之檢定

$$H_0: \beta_i = 0 \quad \text{or} \quad \delta_j = 0; \quad i=1,2,\dots,6; j=1,2,3,4 \quad (6)$$

$$H_a: \beta_i \neq 0 \quad \text{or} \quad \delta_j \neq 0$$

第四章 研究結果

4.1 公司治理指標的組成份子對公司價值之相關分析

表 7 為傳統產業綜合指標、組成份子與公司價值及績效指標之相關分析，其中相關係數欄為公司治理指標的組成份子及其個別對應之 Pearson 相關係數。Pearson 相關係數大小表示組成份子對指標之貢獻，(±)號表貢獻是正向還是負向。綜合指標一（大股東控制權）對 Tobin' s q 有負向影響，其中現金流量控制權 (0.082) 和董監事持股權 (0.082) 對大股東控制權指標及 Tobin' s q 有正相關及正的貢獻，最大股東擔任監察人比率 (-0.075) 及最大股東擔任董事比率 (-0.071) 對大股東控制權指標及 Tobin' s q 有負相關及負的貢獻。綜合指標一（大股東控制權）對 ROA 有負向影響，其中現金流量控制權 (0.049)、董監事持股權 (0.055) 和最大股東擔任董事比率 (0.016) 對大股東控制權指標及 ROA 有正相關及正的貢獻；最大股東擔任監察人比率 (-0.198) 對大股東控制權指標及 ROA 有負相關及負的貢獻。綜合指標一（大股東控制權）對 ROE 有負向影響，其中現金流量控制權 (0.051)、董監事持股權 (0.067) 和最大股東擔任董事比率 (0.112) 對大股東控制權指標及 ROE 有正相關及正的貢獻；最大股東擔任監察人比率 (-0.356*) 對大股東控制權指標及 ROE 有負相關及負的貢獻。綜合指標一（大股東控制權）對 EPS 有負向影響，其中現金流量控制權 (0.084)、董監事持股權 (0.096) 及最大股東擔任董事比率 (0.07) 對大股東控制權指標及 EPS 有正相關及正的貢獻；最大股東擔任監察人比率 (-0.274) 對大股東控制權指標及 EPS 有負相關及負的貢獻。最大股東擔任監察人比率對 Tobin' s q、ROA、ROE 及 EPS 均為負向影響，其可能原因為，大股東擔任監察人的比率愈高，由於同時身兼監督者與被監督者的角色，而無法有效發揮其應有的監督功能，且有較大的誘因為確保自我利益而侵害小股東的權益。

綜合指標二（次大股東行為）對 Tobin' s q、ROA、ROE 及 EPS 均有正向影響，其中次大股東持股率 (0.28*) 與次大股東擔任董事比率 (0.17) 對次大股東行為指標及 Tobin' s q 有正相關及正的貢獻；次大股東持股率 (0.232) 與次大股東擔任董事比率 (0.183) 對次大股東行為指標及 ROA 有正相關及正的貢獻；次大股東持股率 (0.057) 對次大股東行為指標及 ROE 有正相關及正的貢獻；次大股東擔任董事比率 (-0.055) 對次大股東行為指標及 ROE 有負相關及負的

貢獻；次大股東持股率（0.163）與次大股東擔任董事比率（0.088）對次大股東行為指標及 EPS 有正相關及正的貢獻。

綜合指標三（獨立董監與資訊揭露）對 Tobin' s q、ROA、ROE 及 EPS 均有負向影響，其中資訊揭露評價分數（-0.132）、獨立董事比率（-0.103）與獨立監察人比率（-0.08）對獨立董監與資訊揭露指標與 Tobin' s q 有負相關及負的貢獻；資訊揭露評價分數（-0.067）、獨立董事比率（-0.115）與獨立監察人比率（-0.017）對獨立董監與資訊揭露指標及 ROA 有負相關及負的貢獻；資訊揭露評價分數（0.022）對獨立董監與資訊揭露指標及 ROE 有正相關及正的貢獻；獨立董事比率（-0.019）與獨立監察人比率（-0.396*）對獨立與評價分數指標及 ROE 有負相關及負的貢獻；資訊揭露評價分數（-0.102）、獨立董事比率（-0.063）與獨立監察人比率（-0.158）對獨立董監與資訊揭露指標及 EPS 有負相關及負的貢獻。

表 7. 公司治理指標的成份變數對公司價值衡量指標之相關分析

構面	變數	與公司價值關係、方向				Pearson 相關係數			
		q	ROA	ROE	EPS	q	ROA	ROE	EPS
綜合指標一：大股東控制權									
	1.現金流量控制權	正	正	正	正	0.082	0.049	0.051	0.084
	2.董監事持股權	正	正	正	正	0.082	0.055	0.067	0.096
	3.最大股東擔任監察人比率	負	負	負	負	-0.075	-0.198	-0.356*	-0.274
	4.最大股東擔任董事比率	負	正	正	正	-0.071	0.016	0.112	0.07
綜合指標二：次大股東行為									
	1.次大股東持股率	正	正	正	正	0.28*	0.232	0.057	0.163
	2.次大股東擔任董事比率	正	正	負	正	0.17	0.183	-0.055	0.088
綜合指標三：獨立董監與資訊揭露									
	1.資訊揭露評價分數	負	負	正	負	-0.132	-0.067	0.022	-0.102
	2.獨立董事比率	負	負	負	負	-0.103	-0.115	-0.019	-0.063
	3.獨立監察人比率	負	負	負	負	-0.08	-0.017	-0.396*	-0.158

4.2 迴歸模型

由表 8 可知，杜賓 q 、ROA、ROE 及 EPS 四個迴歸模式中，在 $\alpha = 1\%$ 水準下顯著，調整後 R^2 分別為 74.15%、65.48%、47.72% 和 43.18%。在 6 項控制指標中，在 $\alpha = 1\%$ 水準下，公司規模 (SIZE) 對 Tobin' s q 、ROE 和 EPS 有顯著正向影響；對 ROA 有正向影響，但不顯著。這表示當公司的規模愈大，較易發揮規模經濟的優勢，往往經營績效表現較佳。在 $\alpha = 1\%$ 水準下，帳面價值對市場價值比 (BE/ME) 對 Tobin' s q 有顯著的負向影響；在 $\alpha = 10\%$ 水準下，對 EPS 有顯著負向影響；對 ROA 和 ROE 均有負向影響，但不顯著。歐陽豪、許溪南、陳淑雅、陳美鳳 (2004) 研究 160 家電子業，認為權益帳面價值比率大，表示市場權益價值小、帳面價值大，會導致杜賓 q 下降。在 $\alpha = 10\%$ 水準下，董事長兼執行長 (CEO-Chr) 對 Tobin' s q 有顯著負向影響；在 $\alpha = 1\%$ 水準下，對 ROA 和 EPS 有顯著負向影響；對 ROE 有正向影響，但不顯著。Kesner and Dalton (1987) 認為，董事長兼執行長容易造成董事會被管理階層所支配，妨礙董事會監督功能。管理者持股權 (MOP) 對 Tobin' s q 有正向影響，但不顯著；在 $\alpha = 1\%$ 水準下，對 ROA、ROE 和 EPS 有顯著正向影響。Morck et al., (1988) and McConnell and Servaes (1990) 研究發現，在較低管理者所有權水準下，管理者所有權的增加會使管理者的利益和股東的利益較緊密的結合，因此會有較高的公司價值；但較高的管理者所有權水準下，管理者所有權的增加使得管理者有較多的利益剝削行為，因此會有較低的公司價值。在 $\alpha = 10\%$ 水準下，管理者持股權平方 (MOP²) 對 Tobin' s q 有顯著負向影響；在 $\alpha = 1\%$ 水準下，對 ROA、ROE 和 EPS 均有顯著負向影響。最大股東持股率 (OWN) 對 Tobin' s q 、ROE 和 EPS 有正向影響，對 ROA 有負向影響，但均不顯著。若股權集中於某些大股東時，則他們基於本身的利害關係，亦會有較大的誘因去監控管理者的行為。La Porta et al. (1999), Claessens et al., (2000), Joseph and Wang (2000) and Lemmon and Lins (2001) 研究發現，控制股東所持有的現金流量權與公司價值間成正向關係。

在公司治理指標中，在 $\alpha = 1\%$ 水準下，綜合指標一 (大股東控制權) 對 ROA、ROE 及 EPS 均有顯著負向影響；綜合指標一 (大股東控制權) 對 Tobin' s q 亦有負向影響，但不顯著。此與 Jensen, Solberg and Zorn (1992) 研究結果：公

司價值與董事會持股比率之間具有負相關相符；此外，葉銀華、邱顯比（1996）支持董監事持股與企業績效呈正相關或與財務危機發生的可能性呈負相關。大股東擔任董監事的比率愈高，愈有可能剝奪其他小股東的利益而使得公司的績效變差，且當董監事可以控制經理人時，經理人的作為將以董監事的利益為依歸，而非以外部股東的利益為主。歐陽豪、曹惠婷、廖瑞芹（2004）認為大股東為董事會內部成員，在經營權與所有權未分離的情形下，在決策管理上，大股東會有較多的誘因去從事自利的行為。

在 $\alpha = 1\%$ 水準下，綜合指標二（次大股東行為）對 Tobin' s q、ROA 及 EPS 有顯著正向影響；在 $\alpha = 5\%$ 水準下，綜合指標二（次大股東行為）對 ROE 有顯著正向影響。次大股東持股率及擔任董事的比率愈高，對於大股東的制衡效果愈好，可以預防大股東為自我利益而從事對公司不利的決策及操弄行為，進而使其他小股東的利益受損。次大股東持股愈多，相對降低大股東持股率，而對大股東產生制衡行為。

在 $\alpha = 1\%$ 水準下，綜合指標三（獨立董監與資訊揭露）對 Tobin' s q、ROE 及 EPS 有顯著負向影響；對 ROA 亦有負向影響，但不顯著。理論上，董事會可解決管理權與所有權分離所產生之問題；然而，在現實環境中卻有許多限制，例如：董事會需要即時、攸關且正確的營運與財務資訊，才能有效監督並評估績效；但是，董事會獲得的資訊流量、應有的專業監督與評價績效能力，相較於總經理等管理人員，卻是弱勢；這將影響董事會功能的有效發揮。杜玉振、黃荃、林容竹（2001）指出，台灣上市公司之獨立董事，通常其持股較內部董事少，或為管理者所挑選具酬庸性質，無法有效監督或保持超然立場，台灣上市公司獨立董事的監督權，遠不如內部董事的管理權。歐陽豪、曹惠婷、廖瑞芹（2003）研究 11 家金融控股公司，認為投資人對於公司所揭露資訊的程度會反映在股價上，資訊揭露愈完整的公司，其股價愈高，此於本研究結果不符。資訊揭露的完整性往往操縱在管理者手上，常常管理者為提昇公司股價而揭露較多正面資訊給投資人，資訊揭露程度即成為管理者為確保自己利益的手段之一，最後，使得投資者的利益受到嚴重影響。

表 8. 公司價值與績效指標加入綜合指標之迴歸分析表

	Tobin's q		ROA		ROE		EPS		
	係數	顯著性	係數	顯著性	係數	顯著性	係數	顯著性	
	(t 值)	(p-value)	(t 值)	(p-value)	(t 值)	(p-value)	(t 值)	(p-value)	
截距項	-2.1268	0****	4.0182	0.1700	-39.0961	0.0082****	-1.9642	0.0016****	
SIZE	0.1434	0****	0.1046	0.5432	2.6280	0.0016****	0.1794	0****	
BE/ME	-0.0011	0****	-0.0016	0.4834	-0.0036	0.7739	-0.0010	0.0520*	
控制 變數	CEO-Ch r	-0.0823	0.0829*	-2.6637	0****	0.7471	0.4676	-0.5000	0.0002****
	MOP	0.0073	0.1512	0.2698	0****	0.5164	0.0003****	0.0565	0****
	MOP ²	-0.0001	0.0993*	-0.0025	0****	-0.0052	0.0047****	-0.0004	0.0023****
	OWN	0	0.9577	-0.0006	0.4679	0.0004	0.8723	0.0002	0.3755
綜合 指標	Index 1	-0.0476	0.1450	-1.4211	0.0004****	-3.7612	0.0036****	-0.4363	0****
	Index 2	0.1139	0.0004****	1.5795	0****	1.8013	0.0174**	0.3954	0****
	Index 3	-0.1044	0****	-0.1902	0.4562	-2.1558	0.0003****	-0.1805	0.0013****
解釋 能力	調整後 R ²	0.7415		0.6548		0.4772		0.4318	
與統 計量	F 檢定 顯著性	48.5006		32.3971		16.1121		13.5799	
		0****		0****		0****		0****	

*顯著水準 10%，**顯著水準 5%，***顯著水準 1%

第五章 結論

根據過去國內外文獻及本研究結果，得知大股東控制權、次大股東行爲和獨立董監與資訊揭露等三個綜合指標，分別對公司價值與績效存在著正、負顯著的關係。本研究得到下列結論：

在大股東控制權方面，我們採用現金流量控制權、董監事持股權、最大股東擔任監察人比率和最大股東擔任董事比率等變數來衡量對公司價值與績效之關係，大致可看出，大股東占董事會的席次愈高及公司股權愈集中，對於公司的價值與績效愈不利。董事會是公司股東監督管理者的代表，然而，若大股東擔任董事會的席次愈高，大股東愈有誘因爲圖利自己，而做出傷害其他小股東的權益的行爲，並且，管理者亦可能以董監事的利益爲依歸來訂定決策，進而忽略其餘小股東的利益，使得公司的股價、資產報酬及小股東的權益均受到影響。此與歐陽豪、許溪南、曹惠婷、廖瑞芹（2004）研究 170 家電子業和 25 家金融業研究發現，控制股東的控制權是決定公司價值和投資的重要因素之一，也就是說在控制股東持有公司較多的控制權下，公司價值會愈高，也會有較高的投資意願(比率)之結果不符，其可能原因爲，在我國傳統產業中，控制股東在公司擁有的權力愈大，愈容易讓投資人產生不信任感，致此，使得公司價值與績效均下降。

在次大股東行爲方面，次大股東持股率與次大股東擔任董事比率與公司價值與績效有正向影響，表示當次大股東擔任董事可以對大股東產生制衡的效果，當次大股東的持股比率與擔任董事比率愈高，透過監督及制衡大股東行爲，可提昇公司之經營績效，公司的績效越高將會反映在股價上，進而讓次大股東產生回饋的效果，然而，Bhagat, Black and Blair (1998)研究卻顯示次大股東持股率與公司績效無關，此與本研究結果不符。林玉霞（2002）研究中指出在 1998-2000 年台灣上市(櫃)公司中 163 家非金融產業公司次大股東的監督功能，其實是微弱的。次大股東存在於董事會當中，藉由監督公司投資效率，加強公司內部治理制度，以達到效率之目的。本研究與歐陽豪、許溪南、曹惠婷、廖瑞芹（2004）研究 170 家電子業和 25 家金融業指出，次大股東對控制股東之制衡力與公司價值與績效爲正相關的推論相符。但就我國的董事會而言，容易

令人有球員兼裁判的感覺，尤其是在股權集中情況下，較難發揮監督與制衡的功能。

在獨立董監與資訊揭露方面，資訊揭露評價分數與獨立董監事皆對公司價值與績效產生負向影響。雖然資訊揭露程度愈完整，愈能增加投資者的信心，但常常管理者爲了自我利益，將資訊揭露成爲掌控自我利益的手段之一。歐陽豪、陳美鳳、陳淑雅（2004）研究 157 家電子業發現，資訊揭露分數與公司價值與績效呈顯著的正相關，個別公司可藉由改善公司治理實務品質，來增進公司價值，此是驅使公司願意採較高水準治理機制的關鍵，也是政策上推動公司治理改革的重要依據。理論上，董事會可解決經營權與所有權分離所產生之問題；然而，現實環境中卻有許多限制，例如：董事會需要即時、攸關且正確的營運與財務資訊，才能有效監督並評估績效；但是，董事會獲得的資訊流量、應有的專業監督與評估績效能力，相較於總經理等管理人員，卻是弱勢；這將影響董事會功能的有效發揮。就我國的董事會而言，容易令人有球員兼裁判的感覺，尤其是在股權集中情況下，更難發揮監督與制衡的功能。我國主管機構台灣證券交易所要求 2002 年 1 月以後上市公司需設置 2 席獨立董事與 1 位獨立監察人的制度，但因僅限於新上市(櫃)公司，尙未能普及。使得現有之整體上市(櫃)公司獨立董監事機制未能完全發揮功效，進而影響公司的價值創造。

參 考 文 獻

一、 期刊：

1. 王健安，「公司治理的模式與評估」，台灣金融財務季刊，第3輯第3期，頁159-187，民國91年。
2. 柯承恩，「我國公司監理體系之問題與改進建議(上)(下)」，會計研究月刊，第173、174期，民國89年4、5月。
3. 吳迎春，「公司治理的迷思」，天下雜誌第77期，民國91年3月1日。
4. 黃銘傑，公司監控與監察人制度改革論—超越「獨立董事」之迷思，國立臺灣大學法學論叢，第廿九卷第四期，頁159-208，民國89年。
5. 蘇裕惠、葉銀華，「強化公司管治機制之探討」，主計月報第521期，民國88年5月。
6. 蘇裕惠，「由公司監理之角度思考企業價值報導體系之強化」，會計研究月刊第193期，民國90年12月號，p68~72。
7. 「我國公司治理」，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，民國90年。
8. 陳曉珮、高儀慧，「資訊揭露及透明度評鑑趨勢(二)評鑑一年一次以觀測站資訊為主」，經濟日報，民國92年4月13日。
9. 陳錦烽，「提昇資訊透明度與市場效率」，經濟日報，民國92年5月3日。
10. Dobrzynski, J. H. Report Calls for Forecasting Corporate Board. Wall Street Journal. November 12, 1996.
11. Berglof, E., 1997, "A Note on the Technology of Financial Systems," in Klaus J. Hopp & Eddy Eymeersch (EDS.) "Comparative Corporate Governance," Berlin, Walter D. Gruyter, 151-164.
12. Berle, A. & G. C. Means, 1932, "The Modern Corporation & Private Property," New York: MacMillan.
13. Black, B., 1998, "Shareholder Activism & Corporate Governance in the United States," in Peter Newman ed., *The New Palgrave Dictionary of*

- Economics & the Law*, vol.3, 459-465.
14. Black, B., 2001, "The Corporate Governance Behavior & Market Value of Russian Firms" *Emerging Markets Review*, 2, 89-108.
 15. Borokhovich, K., Brunarski, K., & Parrino R., 1997, "CEO Contracting & Antitakeover Amendments," *Journal of Finance*, 52, 1495-1517.
 16. Demsetz, H. & K. Lehn, 1985, "The Structure of Corporate Ownership: Causes & Consequences," *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
 17. Edwards, J. & Weichenrieder, A, 1999, "Ownership Concentration & Share Valuation: Evidence from Germany." (CESifo Working Paper No 193).
 18. Faccio, M., & L. H. P. Lang, 2002, "The Separation of Ownership & Control: An Analysis of Ultimate Ownership in Western European Corporations," *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.
 19. Fama, E. F. & M.H. Miller, 1972, *The Theory of Finance*, Holt, Rinehart & Winston, New York.
 20. Huson, M., Parrino, R., & Starks, L., 2001, "Internal Monitoring Mechanisms & CEO Turnover: A Long Term Perspective," *Journal of Finance* 56, 2265-2297.
 21. Johnson, S., P. Boone, A. Breach, & E. Friedman, 2000, "Corporate Governace in the Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics* 58, 141-186.
 22. Klapper, Leora F. & Inessa Love, 2002, "Corporate Governance, Investor Protection & Performance in Emerging Markets," World Bank Policy Research working paper 2818.
 23. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes. A. Shleifer. & R. W. Vishny, 2000, "Investor Protection & Corporate Governance," *Journal of Financial Economics* 58, 3-27.
 24. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes. A. Shleifer. & R. W. Vishny, 2002, "Investor Protection & Corporate Valuation," *Journal of Finance* 57,

1147-1170.

25. McKinsey & Company, June 2000, "Investor Opinion Survey."
26. Millstein, Ira & Paul MacAvoy, 1998, "Active Board of Directors & Performance of the Large Publicly Traded Corporations," Columbia Law Review, vol. 98.
27. Morck, R., A. Shleifer, & R. W. Vishny, 1988, "Management Ownership & Market Valuation: an Empirical Analysis," Journal of Financial Economics 20, 293-315.
28. Organization for Economic Co-operation & Development, 1999, "OECD Principles of Corporate Governance." Oviatt, B. M., 1988, "Agency & Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship, Incentives for Congruent Interests," Academy of Management Review, 13, 214-225.
29. Prowse, S., 1998, "Corporate Governance: Emerging Issues & Lessons from East Asia," Responding to the Global Financial Crisis-World Bank mimco.
30. Yeh, Y. H., T. S. Lee & T. Woidtke, 2001, "Family Control & Corporate Governance: Evidence for Taiwan," International Review of Finance 2, 21-48.
31. Yermack, D., 1996, "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors," Journal of Financial Economics 40, 185-211.

二、 書籍：

1. 杜榮瑞、姜家訓、顏信輝譯，Shyam Sunder 著，「會計與控制系統(Theory of Accounting & Control)」，台北市：遠流，民國 89 年。
2. 葉銀華、李存修、柯承恩，「公司治理與評等系統」，民國 91 年 11 月，商智出版社。

三、 學位論文：

1. 丁立平，「公司治理、會計資訊與公司價值關係之研究」，國

- 立台灣大學會計學研究所碩士論文，民國 92 年 6 月。
2. 石青平，「論公司之管控」，東海大學法律學系碩士論文，民國 90 年 6 月。
 3. 呂紹石，「財務危機企業預測模型之研究－以我國上市櫃公司為例」，銘傳大學管理科學研究所碩士在職專班碩士論文，民國 91 年。
 4. 林育雅，「我國上市公司董事會特性與盈餘操縱現象之研究」，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文，民國 83 年。
 5. 林培杰，「我國公司監控制度之研究」，銘傳大學法律研究所碩士論文，民國 89 年。
 6. 徐翠梅，「公司董監在企業監控問題中職務角色之研究」，國立中山大學管理學院高階經營碩士學程專班碩士論文，民國 91 年 6 月。
 7. 張峻萍，「公司監理與經營績效之關係」，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文，民國 88 年。
 8. 蕭天厚，「企業財務危機因素認知之研究－從公司監理角度之探討」，台灣大學會計學研究所碩士論文，民國 89 年 6 月。