

公司治理、公司績效與投資策略

Corporate Governance, Firm Performance, and Investment Strategy

高蘭芬 *Lan-Feng Kao*
國立高雄大學金融管理學系
Department of Finance,
National University of Kaohsiung

盧正壽 *Cheng-Shou Lu*
國立高雄應用科技大學財富與稅務管理系
Department of Wealth and Taxation Management,
National Kaohsiung University of Applied Sciences

黃冠智 *Kuan-Chih Huang*
國立中山大學企業管理學系
Department of Business Management,
National Sun Yat-Sen University

陳安琳* *An-Lin Chen*
國立中山大學企業管理學系
Department of Business Management,
National Sun Yat-Sen University

* 通訊作者：陳安琳，國立中山大學企業管理學系教授，80424 高雄市西子灣連海路70號企管系，Tel: 07-5252000 轉 4656，Fax: 07-5254698，email: anlin@mail.nsysu.edu.tw。並感謝鄭如軒與蕭琬琪擔任研究助理工作。

摘要

本研究建構一套適合台灣的公司治理評等指標，其中包括董監事會功能、股權結構以及介入股市情況等三項構面，藉以探討公司治理評等指標與公司績效之關聯性。本研究期間由 1996 年至 2007 年，扣除金融產業以及具有遺漏值之無效樣本，全體有效樣本為 5,631 個觀察值。研究結果顯示，不論是本研究最終建構之整合性公司治理評等指標，或是個別衡量構面(董監事會功能、股權結構以及介入股市情況)，皆與公司績效呈現顯著正向關係。更重要的是本文發現個別公司治理構面變數對於公司績效的效果係包含於整合性公司治理評等指標之中，也就是個別公司治理構面變數都只是部分而無法完整衡量公司治理。整合性公司治理評等指標才能得到更完整的公司治理衡量。最後，本研究也證明投資人可以利用整合性公司治理評等指標的資訊，藉由買進公司治理強的公司股票並賣出公司治理弱的公司股票來獲得超額報酬。

關鍵詞： 公司治理、公司治理評等指標、公司績效、零投資之投資組合

Abstract

This paper examines the relationship between corporate governance and firm performance. Besides the individual aspects (including the performance of the board of directors, ownership structure, and involvement of capital markets) of governance characteristics, a composite corporate governance index is built. We show the firms under stronger governance experience better performance than those under weaker governance leading to a positive relation between corporate governance and firm performance. More importantly, we demonstrate that the effect of individual aspect of corporate governance on firm performance is subsumed in the composite corporate governance implying that the composite corporate governance index can proxy for corporate governance more precisely.

Based on the composite corporate governance index, investors can earn abnormal return by longing firms with higher composite corporate governance index and shorting those with lower composite corporate governance index.

Keywords: corporate governance, corporate governance index, firm performance, zero-investment portfolio

壹、研究背景

經濟合作開發組織(The Organization for Economic Cooperation and Development, OECD)2004年發佈修正後公司治理的六項原則。一、確立有效公司治理架構基礎(Ensuring the Basis for an Effective Corporate Governance Framework)；二、股東權利與關鍵股權功能(The Rights of Shareholders and Key Ownership Functions)；三、公平對待股東(The Equitable Treatment of Shareholders)；四、利害關係人在公司治理中的角色(The Role of Stakeholders in Corporate Governance)；五、資訊揭露與透明度(Disclosure and Transparency)；六、董事會的職責(The Responsibilities of the Board)。

世界銀行 World Bank (1999) 將公司治理概略分為內部機制與外部機制兩大部份。公司治理內部機制：就狹義角度探討公司治理機制，公司治理可視為公司內部用以界定股東與負責經營之管理階層間的契約，此種股東與管理階層之間的契約關係，一般包含在公司法、證券交易法、上市上櫃規章，或者各公司章程文件中。而公司治理問題往往與股權集中程度有密切關係，公司股東可能為個人或是法人，而股權持有情況可能集中於少數股東手上，或者分散於一般投資人之間，公司經營管理階層也可能為未持股或者為持股比例相當低的專業經理人。在歐美國家中公司股權相當分散，缺乏明確的大股東，因此公司主要管理階層掌握公司決策的絕對主導權，因此公司治理機制便偏重在協助外部股東監督公司經理人。而在台灣企業股權集中情況相當明顯，在股權集中的情況下，由於股權集中於具有控制權的主要股東手上，因此公司治理機制便偏重於防範主要股東透過職權圖利自身利益，而造成其他小股東權益的損害，這正

是 Villalonga & Amit (2006) 所指出的第二代理問題(Agency problem II)。

公司治理外部機制:單靠公司治理之內部機制難以完全達成公司治理所預期的目標,仍需要外部環境與制度的進一步配合,方能強化整體公司治理機制效果。透過這些制度規範平衡管理階層的私利與股東大眾的利益,減少代理問題。而外部環境與制度包含了各種不同的法令規章、會計準則以及金融體系規範的建立。

亞洲金融風暴之後,造成亞洲許多國家經濟成長嚴重衰退,緊接著 2001 年至 2002 年之間,在美國爆發一連串的企業弊案,讓公司治理議題重新成為討論焦點。後續學者紛紛投入公司治理的研究 (Kao et al., 2004; Chen et al., 2007; Enriques & Volpin, 2007), 期許日後倘若再次面臨相關之挑戰,能夠具有更為妥善以及穩定社會經濟的因應之道。

在 1997 年亞洲金融風暴之後,對於 1990 年代的經濟榮景的泡沫化,響起了經濟崩壞的第一個警訊。而金融風暴事件,也突顯出亞洲企業家族化及集團化的經營,隱含財務資訊不透明的嚴重性。金融風暴事件造成許多亞洲國家經濟大幅衰退,學者也指出,東南亞國家公司的股權集中程度高於其他地區,而且公司治理機制不完善,是導致金融風暴的主要原因之一 (Claessens et al., 2000; Claessens et al., 2002; Fan & Wong, 2002)。而世界銀行針對東南亞各國所提出的復甦計畫,即要求必須重建公司治理機制。

近幾年來,台灣同樣也有許多上市櫃公司爆發財務危機(所謂地雷股公司),事件發生的主要原因為股市護盤、掏空公司或挪用公司資金、關係人往來、交叉持股、董監事及高階經理人經營不當等等。Chiou et al. (2002) 指出台灣企業發生財務危機的主要原因皆與公司治理具有高度關聯性,而近年來的博達案、訊碟案、力霸案等重大金融弊案的爆發,使得台灣公司治理問題再次被廣受關注,也顯示出台灣公司治理制度改革的必要性。

根據麥肯錫公司 (McKinsey & Company) 於 2000 年針對全球 200 家以上機構投資者進行調查研究,其中 75%的受訪者認為,董事會的表現與公司財務狀況同等重要或者更為重要。若是當兩家企業財務狀況相似之時,超過 80%的受訪者表示願意支付較高的價格,購買公司治理表現較佳的股票。以亞洲調查資料為例,受訪者所願意支付之溢價比率約在 20%至 30%之間。另外調查結果也發現,海外投資人普遍比本國投資人更在乎公司治理的重要性。麥肯錫公司於 2002 年再次進行同樣的調查,也獲得相同的結果。

Fan & Wong (2002) 以東亞八個國家為樣本進行研究,發現公司治理較佳

(最大股東現金流量愈大，或者投票權偏離現金流量權幅度愈小)的公司，盈餘與報酬關係愈強，亦即公司治理機制越佳者，投資人比較相信其財務報表的資訊，所以當盈餘增加的消息公佈時，股價漲幅也較大。因此，良好的公司治理機制可以提高企業價值以及強化盈餘資訊與股票報酬的關聯性。

基於資訊不對稱理論，公司治理機制是投資人進行投資決策時相當重要的考量因素。然而以往關於公司治理的相關研究，大多以公司股權結構角度切入，而未能考慮到公司治理完整面貌 (Chen et al., 2007)，難以翔實提供投資人有關企業公司治理優劣的明確指標。因此本研究希望進一步透過公司治理評等指標的研究，驗證公司治理評等系統與台灣企業之經營績效以及股票報酬之關聯性。對於投資人而言，本文提供一套能降低投資風險，獲得穩定報酬的一項公司治理評估指標；對於企業而言，則提供一項檢視指標，作為企業公司治理機制改善的評估標準，並改善企業公司治理與國際接軌，進而提昇我國企業的價值。

貳、相關文獻回顧

本研究所採用之公司治理評等架構上屬於公司層級之評估，因此僅針對公司之股權結構、董事會與監察人功能與特性等涉及股東權益與公司運作的相關機制進行探討。

一、股權結構、代理問題與公司績效

Jensen & Meckling (1976) 與 Jensen (1993) 提出的「利益收斂假說」(convergence of interest hypothesis)，認為當管理階層持股比例愈高的情況下，將使得管理階層利益與公司利益愈趨於一致，企業若發生損失時亦將損及管理階層利益，因此使得經營者有較大的誘因增進公司的經營績效。而 Singh & Davidson (2003) 則認為內部人持股比例與公司資產使用效率呈正相關，可以降低公司代理問題，符合「利益收斂假說」。

Jensen & Ruback (1983) 提出「利益掠奪假說」(entrenchment hypothesis)，

認為當管理者持有股份愈高時，因為具有足夠投票權或其工作保障性愈高將產生怠職的情況，或產生反接管行為(anti-takeover behavior)，導致公司經營績效變差。Fan & Wong (2002) 則發現上市公司中內部持股人比例與公司經營績效為負相關，符合「利益掠奪假說」。Florackis & Ozkan (2009) 也指出公司治理越強，越能夠有效降低經理人掠奪股東利益的情況。

Morck et al. (1988) 探討公司管理階層股權結構與市場價值關聯時，以董事會成員持股比例代表管理階層之持股比例。研究結果發現，董事會成員持股比率與公司價值並非為一單純線性關係，而是存在兩個轉折點。當董事會成員持股比率介於 0%至 5%之間時，董事會持股比率與公司價值呈正相關；當董事會成員持股比率介於 5%與 25%之間時，則呈現負相關；而當董事會成員持股比率高於 25%之後，則持股比率又與公司價值呈正相關。也就是說「利益收斂假說」與「利益掠奪假說」並不是誰對誰錯的問題，這兩個假說是否成立決定於經理人的持股高低。在經理人持股比率很低時，利益收斂假說較為適當；而在經理人持股比率高到一定的程度時，利益掠奪假說較為適當。如同 Claessens et al. (2002) 與 Fan & Wong (2005) 所言，東亞國家公司的股權集中，容易發生利益掠奪效果，台灣由於股權結構較為集中，所以台灣市場應該比較傾向於利益掠奪假說。

La Porta et al. (1999) 透過最終控制者(ultimate control)的概念，研究 27 個國家中股權結構型態後發現，多數國家上市公司之股權結構並不如美國上市公司一般具有普遍股權分散的情況，而是多數存在一最終控制者，通常利用金字塔結構(pyramid structure)以及交叉持股(cross-holding)的方式對上市公司進行控制，進而造成控制權(control right)與盈餘分配權(cash flow right)的偏離現象。過去研究發現，當股份控制權與盈餘分配權產生偏離現象時，將引發控制股東與小股東間的代理問題 (Claessens et al., 2000; Claessens et al., 2002; Faccio & Lang, 2002; La Porta et al., 2002; Yeh, 2005)。當股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大時，控制股東剝奪小股東權益的傾向就越強。

由於第二大股東(或是控制股東以外的最大股東)可視為監督公司經營者或者第一大股東的力量，Edwards & Weichenrieder (1999) 及 Davies et al. (2005) 指出外部大股東持股比例與公司價值具有正向關係。

二、董事會之功能與特性

Yermack (1996) 研究認為大規模的董事會比小規模的董事會沒有效率，相關研究則發現，當董事會規模越小則公司經營績效越好 (Hermalin & Weisbach, 2003; Andres et al., 2005)。但是 Mak & Li (2001) 認為，董事會人數對於公司經營績效的影響並不顯著。

Kosnik (1987) 與 Luan & Tang (2007) 指出，獨立董事相較於一般董事而言，比較不具有自利動機且具有較高的獨立性，因此能夠扮演客觀的監督角色，並認為應讓外部董事佔有董事會多數席次，以提升董事會的監督功能。

三、公司治理評等指標

葉銀華等 (2002) 以及 Chen et al. (2007) 考慮大股東正的誘因效果與負的掠奪效果、股權結構、董事會組成與大股東行為的特性，並據以建立台灣之公司治理評等指標。藉由所建立的單一指標來取代眾多的公司治理變數，可以避免不同的公司治理變所導致的結果不一致，或是不周延的情況。本文有別於葉銀華等 (2002) 以及 Chen et al. (2007)。首先，Chen et al. (2007) 在建立公司治理指標時，只考慮董事會結構與所有權結構，忽略了股東介入股市的程度也是影響公司治理的重要因素。而高蘭芬、邱正仁 (2002) 與 Kao et al. (2004) 則明顯指出，董監事股權質押在台灣公司治理中扮演重要的角色，因此本文乃增加股東介入股市因素，這有助於建立一個適合台灣企業的整合性公司治理指標；另外，本文與葉銀華等 (2002) 所採用的變數與構面類似，但比葉銀華等 (2002) 的變數少了一半，主要的考慮是變數愈多，資料的蒐集成本愈高，若可以利用較少的變數而達成相同的效果¹，將有助降低投資人對於資訊蒐集的成本，更可以發揮公司治理的功效。

¹ 所謂相當是相同的顯著水準(1%, 5%, 10%)。

參、樣本資料來源、變數定義與敘述統計分析

一、研究期間與研究樣本

本文研究期間為 1996 年至 2007 年共十二年的時間，以台灣股市中上市上櫃公司為研究樣本。由於台灣經濟新報資料庫(TEJ)中之公司治理資料庫，其樣本起始時間為 1996 年，1996 以前因為缺乏公司治理變數資料，並不列入樣本。而截止於 2007 年是為了避免金融海嘯事件所造成的特殊影響。由於大多數公司治理資訊，皆公佈於公司年報中，因此考量市場反應時間延遲效果的情況下，公司績效衡量變數皆為下一年度之衡量數據。

全體研究樣本中，考量金融保險業為管制性產業，其產業特性與其他產業差異較大，因此將其排除於研究樣本當中。同時為考量公司治理評等指標之計算，必須具有完整資料，資料不足者皆予以刪除，最終整體研究期間中所得全部樣本數為 5,631 個樣本觀察值(firm-year observations)。²

二、變數定義

本研究將公司治理構面分為董監事功能、股權結構以及介入股市情況等三項評量構面。以下定義上述三項構面以及公司經營績效與價值等變數：³

(一) 董監事會功能

1. 外部董事席次比率

Kosnik (1987) 認為獨立董事席次數目或是獨立董事佔全體董事之席次比率，與公司價值、經營績效和管理階層之行為具有關聯性。本研究所定義之外

² 1996-2007 原有觀察值(firm-year observations)18,734 筆，扣除金融業樣本 798 筆、扣除績效變數資料不齊全 7,586 筆，扣除公司治理變數資料不齊全 1,695 筆，最後樣本為 5,631。

³ 本文所採用的公司治理構面基本上是屬於葉銀華等 (2002) 所提出公司治理評等構面變數，然而，本研究試圖瞭解是否可以用較少的資料來達成公司治理指標的功能。因此，本文所使用的變數及構面比起葉銀華等 (2002) 所提出的變數及構面較少。本研究也完全依照葉銀華等 (2002) 所提出的 5 大構面 17 項變數重新計算公司治理指標，並據以衡量公司治理指標與公司績效的關係，所得的結果也支持本文的結論。為節省空間，上述結果並未在文中報導。

部董事席次為非最終控制者所能掌握之董事席次⁴，變數取得來源為 TEJ 公司治理資料庫中，控制持股與董監結構主表資料庫之資料，將全體董事席次數目扣除控制董事席次數目，再除以全體董監席次數目。計算公式如下：

$$\text{外部董事席次比率} = \frac{\text{全體董事席次數} - \text{控制董事席次數}}{\text{全體董事席次數}} \times 100 \quad (1)$$

2. 外部監察人席次比率

本研究所定義之外部監察人為非最終控制者所能掌握之監察人⁵，其變數取自 TEJ 公司治理資料庫中，控制持股與董監結構主表資料庫，將全體監察人席次數目扣除控制監察人席次數目，再除以全體監察人席次數目。計算公式如下：

$$\text{外部監察人席次比率} = \frac{\text{全體監察人席次} - \text{控制監察人席次}}{\text{全體監察人席次}} \times 100 \quad (2)$$

3. 席次盈餘偏離差

La Porta et al. (1999) 及 Claessens et al. (2000) 認為，當控制股東之投票權和現金流量權偏離時，控制股東剝奪小股東權益的可能性將提高。透過計算席次控制率與盈餘分配權之差距，用以作為大股東剝奪小股東權益可能性的衡量。其相關計算數據取自 TEJ 公司治理資料庫，計算公式如下：

$$\text{席次盈餘偏離差} = \text{席次控制率}^6 - \text{盈餘分配權}^7 \quad (3)$$

(二) 股權結構

1. 法人持股率

學者認為機構法人有監督其投資公司的足夠誘因，其持股比率與公司經營績效有正面相關性 (Pound, 1988; McConnell & Servaes, 1990)。TEJ 公司治理資

⁴ 最終控制者所控制之董事席次包含友好集團席次。

⁵ 最終控制者所控制之監察人席次包含友好集團席次。

⁶ 最終控制者所控制之董監席次/全部董監事席次。

⁷ 盈餘分配權，又稱現金流量請求權，即最終控制者所享有之盈餘分配權，公式=(直接盈餘分配權 + Σ 各控制鏈之間持股率乘積)。不含最終控制者之財團法人(基金會)之持股，且不含友好集團之持股，直接盈餘分配權=(家族個人持股% + 家族未上市公司持股%)。

料庫中所定義之法人包含有，政府機構持股、本國金融機構持股、本國信託基金持股、本國公司法人持股、本國其他法人持股、僑外金融機構持股、僑外法人持股以及僑外信託基金持股。

2. 次大股東持股率

Edwards & Weichenrieder (1999) 認為次大股東是最有能力與最終控制者抗衡的人，所以次大股東的持股比率越高，其監督效果越強。本研究以 TEJ 公司治理資料庫中的最大外部股東之持股比率，作為股東結構中之監督力量指標。

3. 股份盈餘偏離差

過去研究指出，當最終控制者之控制持股比率與盈餘分配權產生偏離時，則最終控制者剝奪小股東權益之傾向愈強 (Claessens et al., 2002; La Porta et al., 2002; Lemmon & Lins, 2003; Lins, 2003)。本研究使用 TEJ 公司治理資料庫中，各公司之控制持股比率扣除盈餘分配權所得之股份盈餘偏離差，作為衡量最終控制者剝奪小股東利益之傾向可能性指標。計算公式如下：

$$\text{股份盈餘偏離差} = \text{股份控制權}^8 - \text{盈餘分配權} \quad (4)$$

(三) 股東介入股市

1. 大股東質押比率

Kao et al. (2004) 指出，當公司大股東股份質押比率愈高，則公司績效愈差，因此本研究自 TEJ 股權結構資料庫中，取得公司大股東之股權質押比率情況，以作為公司治理衡量指標變數。

2. 轉投資公司家數

Yeh & Lee (2002) 指出當公司轉投資家數愈多，則愈有可能透過這些轉投資公司回頭購買公司股票以進行控制權之鞏固，進而損害公司其他股東利益與經營績效。因此本研究自 TEJ 資料庫中，取得各公司轉投資資料，以各公司轉投資持股達 50% 以上之轉投資家數，作為衡量公司治理評估指標之一。

⁸ 股份控制權，又稱投票權，係最終控制者所控制之持股率，公式=(直接持股%+間接持股%)，採 La Porta et al. (1999) 作法，以控制鏈最末端持股率為間接持股(不含友好集團持股)。

(四) 經營績效衡量指標

1. 資產報酬率(ROA)

資產報酬率代表公司運用資產去創造利潤的能力,同時衡量公司的獲利能力(純益率)以及資產使用效率(資產週轉率)。計算方式如下:

$$\text{資產報酬率 (ROA)} = \frac{\text{稅前息前盈餘(EBIT)}}{\text{平均總資產帳面價值}} \quad (5)$$

2. 股東權益報酬率(ROE)

股東權益報酬率代表公司運用股東權益而為股東所創造的利潤價值,呈現出公司為股東創造價值的能力強弱。計算方式如下:

$$\text{股東權益報酬率 (ROE)} = \frac{\text{稅後淨利}}{\text{平均股東權益}} \quad (6)$$

3. Tobin's Q

Lindenberg & Ross (1981) 表示, Tobin's Q 係指公司市場價值相對於其資產重置成本的比率,其作用在於反映市場上對企業所擁有的特殊資產所隱含企業成長機會的評估。而計算 Tobin's Q 之時,企業重置成本估算複雜且困難,因此 Chung & Pruitt (1994) 發展出一套利用基本財務及會計資訊,計算出近似於 Tobin's Q 之計算公式。計算方式如下:

$$\text{Tobin's Q} = (\text{公司市值} + \text{總負債帳面價值}) / \text{總資產帳面價值} \quad (7)$$

(五) 控制變數

1. 公司規模

McConnell & Servaes (1990) 指出公司規模明顯影響公司的價值,本研究計算公司股票市值取自然對數為公司規模變數。

2. 研發支出

Wernerfelt & Montgomery (1988) 提到研究發展支出有助於公司未來的現金流量,特別是研發支出可以提升公司的無形資產價值,明顯影響 Tobin's Q 的衡量。本研究以公司之研究發展費用除以年度銷售金額之比率為研發支出變數。

3. 負債比率

年底總負債除以總資產為負債比率。Agrawal & Knoeber (1996) 認為負債的使用可以降低公司代理問題，進而影響公司的績效。

三、公司治理評等指標

本研究之各評等指標變數係參考葉銀華等 (2002) 所建構之公司治理評等系統計算方式，將各衡量變數按照各公司表現數值由小到大進行排序，共分為十個等級，若是該公司治理變數與公司績效呈正向關係，則按照排序等級分別給予 1~10 分；反之，若是該公司治理變數與公司經營績效呈負向關係，則按照前述排序等級分別給予 10~1 分。然後，將所得各衡量指標分數依照各自不同之評估構面分組，將各評估構面所屬之衡量指標分數等權數相加後除以指標個數，可各自得到三項評估構面之綜合指標分數，再進一步將三項評估構面分數同樣依照等權數相加後除以構面數，即獲得本研究之整合性公司治理評等指標分數，詳如表一所示。

表一：公司治理變數評分順序及其依據

公司治理指標由三大構面的變數組成，各構面的組成變數分成 10 等份，分別給予 1~10 的分數，分數越高則定義為公司治理程度越高。評分順序 1~10 代表該變數越大，分數越大；而評分順序 10~1 代表該變數越小，分數越大。

衡量變數	評分順序	相關參考文獻
Panel A：公司治理構面組成變數		
董監事會功能		
外部董事席次比率 ^a	1~10	Fama (1980), Kosnik (1987), Schellenger et al. (1989)
外部監察人席次比率 ^b	1~10	葉銀華等 (2002)
席次盈餘偏離差 ^c	10~1	La Porta et al. (1999), Claessens et al. (2000)
股權結構		
次大股東持股率 ^d	1~10	Edwards & Weichenrieder (1999)
法人持股率 ^e	1~10	Pound (1988), McConnell & Servaes (1990)
股份盈餘偏離差 ^f	10~1	Claessens et al. (2002), La Porta et al. (2002),

衡量變數	評分順序	相關參考文獻
		Lemmon & Lins (2003), Lins (2003)
		介入股市情況
大股東股權質押比率 ^g	10~1	Yeh et al. (2001), Yeh & Lee (2002), Chen & Hu (2007)
公司轉投資家數 ^h	10~1	Yeh & Lee (2002)
Panel B：公司治理構面分數		
董監事會功能分數=(外部董事席次比率分數+外部監察人席次比率分數+席次盈餘偏離差分數)/3*10		
股權結構分數=(次大股東持股率分數+法人持股率分數+股份盈餘偏離差分數)/3*10		
介入股市情況分數=(大股東股權質押比率分數+公司轉投資家數分數)/2*10		
Panel C：整合性公司治理評等指標		
整合性公司治理評等指標=(董監事會功能分數+股權結構分數+介入股市情況分數)/3		
^a 外部董事席次比率=(全體董事席次數-控制董事席次數)/全體董事席次數		
^b 外部監察人席次比率=(全體監察人席次數-控制監察人席次數)/全體監察人席次數		
^c 席次盈餘偏離差=席次控制率-盈餘分配權		
^d 次大股東持股率=最終控制者以外之最大股東的持股比率		
^e 法人持股率=政府機構持股、本國金融機構持股、本國信託基金持股、本國公司法人持股、本國其他法人持股、僑外金融機構持股、僑外法人持股以及僑外信託基金持股之持股比率		
^f 股份盈餘偏離差=控制持股率-盈餘分配權		
^g 大股東股權質押比率=公司之前十大股東之總股權質押比率		
^h 公司轉投資家數=各公司轉投資持股達 50%以上之轉投資家數		

四、敘述統計分析

本研究所採用之公司治理構面各變數之敘述統計量，如附錄所示。考量台灣證券市場中，電子產業所占成交比例相當大，特別將全體樣本進一步區分電子與非電子公司進行敘述統計分析；並同時區分上市與上櫃公司進行敘述統計分析。

表二 Panel A 顯示，全體樣本在研究期間內之公司治理評等指標分數總平均為 60.36 分；而在董監事會功能構面上，全體樣本平均得分為 59.6 分；在股權結構構面上，全體樣本平均得分為 56.62 分；介入股市情況構面上，全體樣本平均得分為 67.1 分。Panel B 及 Panel C 指出，上櫃公司之公司治理評等結果並不劣於上市公司。就董監事會功能構面以及介入股市情況構面觀察，上櫃

公司樣本表現反而優於上市公司樣本表現。進一步針對上市公司以及上櫃公司兩組進行 t 統計檢定，檢定結果顯示，上市公司與上櫃公司之整合性公司治理評等指標得分具有顯著差異，顯著水準達 1%。顯示出上櫃公司之整合性公司治理評等指標分數明顯優於上市公司表現。Panel D 及 Panel E 顯示電子相關公司之公司治理評等表現略劣於非電子相關公司，僅在董監事會功能上，電子相關公司之評等分數優於非電子相關公司，主要原因或許在於電子相關產業多數仰賴專業之經營管理者進行管理，在專業管理者進入董監事會的情況下，使得董監事會當中所受到最終控制者所控制之席位數目相對少於非電子公司。進一步針對電子股與非電子股兩組進行 t 統計檢定，檢定結果顯示：電子股與非電子股平均得分具有顯著差異，達 1% 之顯著水準。由此檢定發現在台灣股票市場中，非電子股公司所獲得之公司治理指標分數顯著高於電子股公司之表現。

表二：公司治理構面分數敘述統計量

1996-2007 年台灣上市櫃公司，排除金融業或是樣本資料不齊全之樣本。公司治理評等指標、董監事會功能構面、股權結構構面、介入股市情況構面等分數之計算如表一所示。

Panel A:全體樣本					
	樣本數	平均數	最小值	中位數	最大值
整合性公司治理評等指標 ^a	5,631	60.36	18.75	61.25	96.25
董監事會功能分數 ^b	5,631	59.6	16.67	60	100
股權結構分數 ^c	5,631	56.62	10	56.67	100
介入股市情況分數 ^d	5,631	67.1	10	70	100
Panel B:上市公司					
整合性公司治理評等指標	4,122	59.2	18.75	60	96.25
董監事會功能分數	4,122	57.32	16.67	56.67	100
股權結構分數	4,122	57.04	10	56.67	100
介入股市情況分數	4,122	65.29	10	70	100
Panel C:上櫃公司					
整合性公司治理評等指標	1,509	64.4	21.25	65	96.25

董監事會功能分數	1,509	67.6	16.67	70	100
股權結構分數	1,509	55.16	16.67	53.33	100
介入股市情況分數	1,509	73.46	10	80	100
Panel D:電子業					
整合性公司治理評等指標	2,780	59.59	20	60	96.25
董監事會功能分數	2,780	62.26	16.67	63.33	100
股權結構分數	2,780	53.72	13.33	53.33	100
介入股市情況分數	2,780	64.41	10	70	100
Panel E:非電子業					
整合性公司治理評等指標	2,851	60.78	18.75	62.5	96.25
董監事會功能分數	2,851	58.1	16.67	60	100
股權結構分數	2,851	58.25	10	56.67	100
介入股市情況分數	2,851	68.61	10	75	100

^a 整合性公司治理評等指標=(董監事會功能分數+股權結構分數+介入股市情況分數)/3

^b 董監事會功能分數=(外部董事席次比率分數+外部監察人席次比率分數+席次盈餘偏離差分數)/3*10

^c 股權結構分數=(次大股東持股率分數+法人持股率分數+股份盈餘偏離差分數)/3*10

^d 介入股市情況分數=(大股東股權質押比率分數+公司轉投資家數分數)/2*10

肆、基本實證模型(Model specification)

本研究探討公司治理構面(董監事會功能、股權結構以及介入股市情況)及所形成之整合性公司治理評等指標對於公司績效之影響，主要模型如下：

$$Performance_{it} = \beta_0 + \beta_1 CG_{it-1} + \beta_2 CG_Index_{it-1} + \beta_3 RD_{it} + \beta_4 DA_{it} + \beta_5 MV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

其中， $Performance_{it}$ 為當期之績效衡量變數，包括資產報酬率(ROA)、股東權益報酬率(ROE)以及 Tobin's Q；而 CG_{t-1} 為前期公司治理構面變數，包括董監事會功能、股權結構以及介入股市情況； CG_Index_{t-1} 為前期整合性公司治理評等指標；控制變數 RD_{it} 為當期研發支出、 DA_{it} 為當期負債比率、 MV_{it} 為當期公

司規模變數。基於 panel data 的性質，本文依據 Petersen (2009) 的建議以群集標準誤(clustered standard error)調整 t 值，以避免 OLS 的結果有 t 值過大的現象。

透過本研究所建構之整合性公司治理評等指標，對於 1996 年至 2007 年之台灣上市上櫃公司企業績效，包含資產報酬率、股東權益報酬率、Tobin's Q 進行分析，藉以測試本文所建構之整合性公司治理評等指標對於公司績效的影響。

表三：公司治理評等與經營績效

單變量之公司治理評等指標與經營績效之關係。所有樣本依照整合性公司治理評等指標之值區分為三組：公司治理弱(整合性公司治理評等指標小於 30th 百分位)、公司治理中等(整合性公司治理評等指標介於 30th 與 70th 百分位)、公司治理強(整合性公司治理評等指標大於 70th 百分位)，並分別計算上述三組樣本的經營績效(ROA, ROE, Tobin's Q)

	整合性公司治理評等指標 ^a		
	小於 30 th 百分位	介於 30 th 與 70 th 百分位	大於 70 th 百分位
ROA(%) ^b	5.707	9.900	12.017
ROE(%) ^c	-3.580	4.705	9.497
Tobin's Q ^d	1.250	1.578	1.537

^a 整合性公司治理評等指標=(董監事會功能分數+股權結構分數+介入股市情況分數)/3

^b ROA=稅前息前盈餘/平均總資產帳面值

^c ROE=稅後淨利/平均權益帳面值

^d Tobin's Q=(公司股票市值+總負債帳面價值)/總資產帳面價值

伍、公司治理與經營績效

一、整合性公司治理評等指標對於企業經營績效之關聯性分析

本研究之整合性公司治理評等指標與各項評等構面(董監事會功能、股權結構以及介入股市情況)對於公司績效(資產報酬率、股東權益報酬率、Tobin's

Q 的影響，如表四~表六所示。

表四~表六分別為以資產報酬率、股東權益報酬率、Tobin's Q 為績效衡量進行迴歸分析。其中，資產報酬率、股東權益報酬率為會計盈餘績效衡量，主要探討公司在公司治理強或弱的環境下，公司經營績效的表現反應在公司財務報表的結果。通常由於公司在強有力的公司治理環境下，可以降低代理問題，提昇公司的經營績效，而使得公司可以獲致較好的財務績效。因此，在公司治理較強的環境下，本文預期公司會有較高的資產報酬率或股東權益報酬率。

另外，Tobin's Q 則是除了實現的經營績效結果反應外，還有投資人對於公司未來前景心理層面的預期。因為，在公司治理的堅強監督下，投資人對於代理成本的疑慮得以減弱或是消除，讓投資人對於公司未來的現金流量感到非常有信心，也就反應到公司的股價上，而 Tobin's Q 就是反應公司未來績效以及投資人心理因素的一種績效衡量指標。

由表四~表六的結果來看，本研究發現不論是反應當前經營績效的資產報酬率、股東權益報酬率或是反應公司未來機會的 Tobin's Q，公司治理構面(董事會功能、股權結構、介入股市情況)反應出公司治理程度強的公司，有較佳的績效表現。表四~表六也指出，不論是這三項公司治理構面單獨列為自變數(#1, #2, #3)或是一起列為自變數(#4)，各公司治理構面變數與公司績效呈現顯著的正相關。雖然#4 中各個公司治理構面的 t 值略小於#1, #2, #3 中之值，但都還達到顯著水準，顯見這三項公司治理構面並沒有彼此替代或是某一構面包含於(subsumed)另一構面的情況。

若將這三項公司治理構面結合為一整合性的公司治理評等指標，本文依然發現整合性的公司治理評等指標與公司績效之間存在顯著的正向關係。然而，值得注意的是，就單一的自變數而言，整合性的公司治理評等指標對公司績效影響的顯著性，明顯比其他單一之公司治理構面變數來得高(表四~表六中#1, #2, #3, #5 中，以#5 的公司治理自變數的 t 值最大)。可見整合各項公司治理構面所形成之整合性的公司治理評等指標，比單一之公司治理構面變數更能反應出公司整體的公司治理強弱，也就對於公司績效的影響更為明顯，這證明整合性的公司治理評等指標是比單一的公司治理構面更能衡量出公司所面臨的公司治理環境。⁹

⁹ 以 t 值大小來判定影響程度是比照 Loughran & Ritter (2000) 以及高蘭芬等 (2008) 的作法。

表四：公司治理與資產報酬率

公司治理與資產報酬率之迴歸分析。公司治理變數包括所有公司治理構面(董監事會功能、股權結構、介入股市情況)以及整合性公司治理評等指標，控制變數為研發費用率、負債淨值比以及公司規模。樣本期間為 1996~2007，括號中為參照 Petersen (2009) 調整群集標準誤後之 t 值。*, **, ***分別代表 10%, 5%, 1%之顯著水準。

	應變數：資產報酬率 ^a							
	#1	#2	#3	#4	#5	#6	#7	#8
截距項	-9.64*** (-11.57)	-1.49** (-2.27)	-12.62*** (-15.23)	-9.57*** (-11.56)	-18.06*** (-19.23)	-5.24*** (-8.25)	-1.21*** (-3.15)	-10.36*** (-14.21)
董監事會功能 ^b	0.10*** (11.88)			0.10*** (7.80)		0.08** (2.15)		
股權結構 ^c		0.04*** (4.34)		0.04*** (4.21)			0.01 (1.57)	
介入股市情況 ^d			0.11*** (15.10)	0.10*** (12.68)				0.04** (2.41)
公司治理指標 ^e					0.20*** (19.32)	0.18*** (15.24)	0.19*** (16.69)	0.20*** (14.91)
研發費用率 ^f	0.17*** (6.07)	0.24*** (4.74)	0.18*** (7.02)	0.18*** (6.10)	0.20*** (3.70)	0.19*** (5.12)	0.20*** (3.58)	0.18** (2.48)
負債比率 ^g	-0.03*** (-5.03)	-0.03*** (-4.47)	-0.03*** (-4.18)	-0.03*** (-5.02)	-0.03*** (-4.70)	-0.05*** (-2.98)	-0.04** (-2.47)	-0.04*** (-3.10)
公司規模 ^h	4.66*** (8.01)	3.31*** (10.64)	5.21*** (12.08)	5.45*** (8.08)	5.21*** (9.16)	4.52*** (5.41)	5.12*** (8.50)	4.98*** (6.12)
Adj-R ² (%)	19.39	13.43	24.46	25.92	24.61	24.87	24.70	24.92

^a 資產報酬率=稅前息前盈餘/平均總資產帳面值

^b 董監事會功能分數=(外部董事席次比率分數+外部監察人席次比率分數+席次盈餘偏離差分數)/3*10

^c 股權結構分數=(次大股東持股率分數+法人持股率分數+股份盈餘偏離差分數)/3*10

^d 介入股市情況分數=(大股東股權質押比率分數+公司轉投資家數分數)/2*10

^e 整合性公司治理評等指標=(董監事會功能分數+股權結構分數+介入股市情況分數)/3

^f 研發費用率=研究發展費用/年度銷售金額

^g 負債比率=總負債/總資產

^h 公司規模=公司股票市值之自然對數值

表五：公司治理與股東權益報酬率

公司治理與股東權益報酬率之迴歸分析。公司治理變數包括所有公司治理構面(董監事會功能、股權結構、介入股市情況)以及整合性公司治理評等指標，控制變數為研發費用率、負債淨值比以及公司規模。樣本期間為 1996~2007，括號中為參照 Petersen (2009) 調整群集標準誤後之 t 值。*，**，***分別代表 10%，5%，1%之顯著水準。

應變數：股東權益報酬率 a								
	#1	#2	#3	#4	#5	#6	#7	#8
截距項	-31.98*** (-11.78)	-22.58*** (-13.25)	-34.46*** (-13.83)	-31.22*** (-11.76)	-32.83*** (-37.21)	-6.58*** (-6.78)	-2.57*** (-3.12)	-8.49*** (-10.58)
董監事會功能 ^b	0.11*** (11.55)			0.11*** (9.36)		0.08** (2.15)		
股權結構 ^c		0.03*** (3.42)		0.02*** (2.76)			0.15* (1.67)	
介入股市情況 ^d			0.11*** (9.02)	0.10*** (8.36)				0.09** (2.08)
公司治理指標 ^e					0.21*** (12.62)	0.18*** (14.24)	0.18*** (16.21)	0.20*** (11.57)
研發費用率 ^f	0.24*** (4.24)	0.32*** (3.65)	0.26*** (4.28)	0.26*** (4.24)	0.28*** (10.92)	0.19*** (4.12)	0.19*** (3.48)	0.17** (2.38)
負債比率 ^g	0.02 (1.01)	0.02 (0.98)	0.04 (1.28)	0.02 (1.04)	0.03* (1.79)	-0.05*** (-2.58)	-0.05** (-2.14)	-0.04*** (-2.87)
公司規模 ^h	2.67*** (4.35)	4.18*** (3.96)	1.87** (2.17)	3.13*** (4.44)	-1.87*** (-5.96)	4.51*** (4.41)	5.11*** (7.12)	3.98*** (5.78)
Adj-R ² (%)	25.66	20.05	29.83	31.15	29.59	26.87	23.70	30.42

^a 股東權益報酬率=稅後淨利/平均股東權益

^b 董監事會功能分數=(外部董事席次比率分數+外部監察人席次比率分數+席次盈餘偏離差分數)/3*10

^c 股權結構分數=(次大股東持股率分數+法人持股率分數+股份盈餘偏離差分數)/3*10

^d 介入股市情況分數=(大股東股權質押比率分數+公司轉投資家數分數)/2*10

^e 整合性公司治理評等指標=(董監事會功能分數+股權結構分數+介入股市情況分數)/3

^f 研發費用率=研究發展費用/年度銷售金額

^g 負債比率=總負債/總資產

^h 公司規模=公司股票市值之自然對數值

表六：公司治理與 Tobin's Q

公司治理與 Tobin's Q 之迴歸分析。公司治理變數包括所有公司治理構面(董監事會功能、股權結構、介入股市情況)以及整合性公司治理評等指標，控制變數為研發費用率、負債淨值比以及公司規模。樣本期間為 1996~2007，括號中為參照 Petersen (2009) 調整群集標準誤後之 t 值。*, **, ***分別代表 10%, 5%, 1%之顯著水準。

	應變數：Tobin's Q ^a							
	#1	#2	#3	#4	#5	#6	#7	#8
截距項	-1.25** (-2.31)	-1.25*** (-2.61)	-0.60** (-2.43)	-0.81*** (-2.29)	-1.12*** (-2.61)	-0.98** (-1.99)	-1.11* (-1.71)	-0.97** (-2.11)
董監事會功能 ^b	0.01*** (2.96)			0.00* (1.67)		0.01 (1.58)		
股權結構 ^c		0.02*** (4.54)		0.02*** (3.98)			0.02* (1.92)	
介入股市情況 ^d			0.01*** (2.71)	0.01* (1.98)				0.00* (1.65)
公司治理指標 ^e					0.02*** (5.40)	0.01*** (3.12)	0.02*** (2.98)	0.02*** (3.00)
研發費用率 ^f	0.11*** (2.74)	0.12** (1.96)	0.11* (1.91)	0.11** (2.12)	0.11** (1.99)	0.09** (2.41)	0.10* (1.87)	0.10** (2.11)
負債比率 ^g	-0.51 (-0.89)	-0.21 (-1.03)	-0.41 (-1.18)	-0.51 (-0.83)	-0.48 (-1.25)	-0.45 (-1.00)	-0.51 (-1.21)	-0.49 (-1.11)
公司規模 ^h	0.58*** (2.64)	0.47 (2.74)***	0.57 (2.41)**	0.82*** (2.67)	0.66** (2.00)	0.61** (2.48)	0.60 (2.14)**	0.59 (2.17)**
Adj-R ² (%)	5.80	6.58	6.19	15.03	11.15	13.87	14.59	14.14

^aTobin's Q=(公司股票市值+總負債帳面價值)/總資產帳面價值

^b董監事會功能分數=(外部董事席次比率分數+外部監察人席次比率分數+席次盈餘偏離分數)/3*10

^c股權結構分數=(次大股東持股率分數+法人持股率分數+股份盈餘偏離分數)/3*10

^d介入股市情況分數=(大股東股權質押比率分數+公司轉投資家數分數)/2*10

^e整合性公司治理評等指標=(董監事會功能分數+股權結構分數+介入股市情況分數)/3

^f研發費用率=研究發展費用/年度銷售金額

^g負債比率=總負債/總資產

^h公司規模=公司股票市值之自然對數值

再則，本文也將各別公司治理構面變數與整合性的公司治理評等指標並列為自變數¹⁰，一起進行迴歸分析。研究發現，#6, #7, #8 之公司治理構面變數的 t 值明顯小於#1, #2, #3 相對應之公司治理構面變數的 t 值，也就是說單一公司治理構面對於公司績效的影響，在加入整合性的公司治理評等指標後，其顯著性下降，甚至由非常顯著變成不顯著的結果。上述結果意謂著各項公司治理構面無法完整呈現公司治理的全貌，而其效果則包含於整合性的公司治理評等指標之中。也就是說，整合性的公司治理評等指標才能完整反應出公司治理的程度，個別的公司治理構面都只是片面而不完整的公司治理。

二、零投資之投資組合測試(Zero-investment portfolio test)

表四~表六的結果明顯指出：整合性公司治理評等指標可以衡量公司治理的全貌，而與公司的績效有顯著的正向關係。如是之故，本文可以預期，如果投資人利用整合性公司治理評等指標的資訊，作為其投資決策之依據，那麼買進公司治理較佳公司之股票；而賣出公司治理較差公司之股票，應該可以獲致超額報酬。反之，若依據整合性公司治理評等指標所做的投資不能得到超額報酬，則上述公司治理指標對投資人而言，也就沒有好處。換句話說，這些公司治理指標也可能是不正確的衡量，或者公司治理與真正公司績效其實是沒有關係的。

為了解投資人是否可以利用整合性公司治理評等指標，並形成有利的投資決策，進而獲得超額報酬，本研究計算買進前一年度整合性公司治理評等指標高的公司股票，同時賣出前一年度整合性公司治理評等指標低的公司股票，藉以形成一個零投資之投資組合。

首先，本文將樣本公司按照前一年度(calendar year)整合性公司治理評等指標區分為三組，整合性公司治理評等指標小於第 30 百分位者，為公司治理差的公司；而整合性公司治理評等指標大於第 70 百分位者，為公司治理佳的公司。

零投資之投資組合係以簡單平均買進公司治理強公司的股票並賣出公司

¹⁰ 由於本文的整合性公司治理評等指標是公司治理構面的線性加總，若將所有的公司治理構面變數與整合性公司治理評等指標一起列為自變數，將產生共線問題。因此，不能將所有的公司治理構面變數與整合性公司治理評等指標全部列為自變數。

治理弱公司之股票，自 1996.01 至 2007.12 之月報酬並以 Fama-French 三因子模型(Fama & French, 1993) 計算這個零投資之投資組合的超額報酬(Jensen's alpha in Fama-French model)，所得的結果如下：

$$\begin{aligned} R_{pt} - R_{ft} &= 0.672 + 0.054(R_{mt} - R_{ft}) + 0.273SMB_t + 0.042HML_t + e_t \\ (t-value) &(2.48)** (2.12)** (3.78)*** (1.65)* \\ Adj - R^2 &= 22.38\% \quad N = 144 \end{aligned} \quad (9)$$

其中， R_{pt} 為零投資之投資組合在 t 月之報酬率； R_{mt} 為 t 月份之發行量加權股價指數報酬率； R_{ft} 為 t 月份之一年期定存利率； SMB_t 為 t 月份之規模因子報酬率； HML_t 為 t 月份之淨值市價比因子報酬率。

SMB_t 與 HML_t 之估計係以下列步驟進行：

1. 先將所有股票按照當年度六月底之市值(market value)之中位數與前一年度之淨值市價比(Book-to-market)之 30 百分位與 70 百分位，將全體股票分為六個投資組合(S/L, S/M, S/H, B/L, B/M, B/H)¹¹。
2. 計算規模大者(B/L, B/M, B/H)之平均股價報酬及規模小(S/L, S/M, S/H)之平均股價報酬；計算高淨值市價比者(S/H, B/H)之平均股價報酬及低淨值市價比(S/L, B/L)之平均股價報酬。
3. 規模小者之平均報酬減規模大者之平均報酬即為 SMB_t 之值；淨值市價比高之股票的平均股價報酬減去淨值市價比低之股票的平均股價報酬即得 HML_t 之值。

Fama-French 三因子模式的結果顯示，依據整合性公司治理評等指標所形成的零投資之投資組合，在調整了市場因素、規模因素與淨值市價比因素後，可以獲得 0.672% 的平均月超額報酬。很明顯的，本文的整合性公司治理評等指標確實可以幫助投資人獲得較佳的投資報酬，也代表這個整合性公司治理評等指標，在衡量公司治理的程度上並沒有失誤。

除了以整合性公司治理指標形成零投資之投資組合外，本研究也依董監事會功能分數、股權結構分數以及介入股市情況分數等三個公司治理構面，形成零投資之投資組合。本文依前一年度之特定公司治理構面分數，將樣本區分為三組，該公司治理構面分數小於第 30 百分位者，為公司治理差的公司；而該公司治理構面分數大於第 70 百分位者，為公司治理佳的公司。依董監事會功

¹¹ S 代表小規模、B 代表大規模、L 代表低淨值市價比、M 代表中淨值市價比、H 代表高淨值市價比。

能分數、股權結構分數以及介入股市情況分數所形成的零投資之投資組合分別為 R_{p1} 、 R_{p2} 及 R_{p3} 。其 Fama-French 三因子模型下之投資組合的超額報酬結果如下：

$$R_{p1t} - R_{ft} = 0.581 + 0.045(R_{mt} - R_{ft}) + 0.311SMB_t + 0.044HML_t + e_t$$

(*t*-value) (2.02)** (2.43)** (2.78)*** (1.75)*

$$Adj - R^2 = 22.42\% \quad N = 144 \quad (10)$$

$$R_{p2t} - R_{ft} = 0.619 + 0.053(R_{mt} - R_{ft}) + 0.304SMB_t + 0.042HML_t + e_t$$

(*t*-value) (2.16)** (2.37)** (3.79)*** (1.60)

$$Adj - R^2 = 20.21\% \quad N = 144 \quad (11)$$

$$R_{p3t} - R_{ft} = 0.577 + 0.049(R_{mt} - R_{ft}) + 0.332SMB_t + 0.045HML_t + e_t$$

(*t*-value) (1.75)* (2.60)** (3.75)*** (1.65)*

$$Adj - R^2 = 20.38\% \quad N = 144 \quad (12)$$

(10), (11), (12)三式的結果與(9)相比，本研究發現，以個別公司治理構面所形成的投資組合一樣可以獲得超額報酬，所得到的超額報酬分別為 0.581%、0.619%、0.577%的平均月超額報酬，上述超額報酬皆低於以整合性公司治理指標所形成的零投資組合。而就董監事會功能、股權結構以及介入股市情況等三個構面來看，似乎以股權結構功能最影響投資報酬，而介入股市情況最不影響投資報酬。

陸、結論

本研究參考世界銀行之公司治理架構以及 OECD 公司治理原則，作為基礎核心思想，結合過去許多學者之相關研究，嘗試建構一套適合於台灣證券市場之公司治理評等指標系統。並透過投資組合的報酬率衡量，以確認本文所建立的整合性公司治理評等指標，是否能夠適當的衡量公司所面臨的公司治理環境。

本文利用資產報酬率、股東權益報酬率以及 Tobin's Q 作為公司績效的衡

量，並發現公司治理構面變數(董事會功能、股權結構、介入股市狀況)以及整合性的公司治理評等指標與公司績效呈現顯著的正向關係。也就是說，公司治理越好的公司，其績效越高。而本研究也進一步發現，單一的公司治理構面並不能完整呈現公司治理的全貌，其對於公司績效的影響，其實是包含於整合性公司治理評等指標之中，顯示整合性公司治理評等指標比單一之公司治理構面，更能反應出公司整體的公司治理程度強弱。

除了績效衡量之外，本文更以零投資之投資組合報酬分析，檢驗投資人能否利用整合性公司治理評等指標的資訊，以形成投資決策。研究證明善用該項資訊能夠提升投資獲利，而且確認公司治理的效果不是因為規模因子或是淨值市價比因子所造成。最後，本研究建議後續研究可以利用整合性公司治理評等指標研究其他相關公司財務決策，例如發行股份募集資金、盈餘管理等。也希望藉由正確的公司治理衡量進一步促進公司的價值，確保投資人的利益。

參考文獻

- 高蘭芬、邱正仁，2002，「董監事股權質押對會計盈餘與股票報酬相關性之影響」，臺大管理論叢，13 卷 1 期：127~162。
- 高蘭芬、陳安琳、李韻梅，2008，「強力檢定新上市上櫃公司股票之長期報酬行為」，台灣管理學刊，8 卷 1 期：1~26。
- 葉銀華、李存修、柯承恩，2002，公司治理與評等系統，初版，台北：商智文化出版社。
- Agrawal, A. and Knoeber, C., 1996, "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 31, No. 3, 377-397.
- Andres, P. D., Azofra, V., and Lopez, F., 2005, "Corporate Board in OECD Countries: Size, Composition, Functioning, and Effectiveness," **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 13, No. 2, 197-210.
- Chen, A., Kao, L., Tsao, M., and Wu, C., 2007, "Building a Corporate Governance Index from the Perspectives of Ownership and Leadership for Firms in Taiwan," **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 15, No. 2, 251-261.
- Chen, Y. and Hu, S. Y., 2007, "The Controlling Shareholder's Personal Leverage and Firm Performance," **Applied Economics**, Vol. 39, No. 8, 1059-1075.

- Chiou, J., Hsiung, T., and Kao, L., 2002, "A Study of the Relationship between Financial Distress and Collateralized Shares," **Taiwan Accounting Review**, Vol. 3, No. 1, 79-111.
- Chung, K. and Pruitt, S., 1994, "A Simple Approximation of Tobin's Q," **Financial Management**, Vol. 23, No. 3, 70-74.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L. H. P., 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation," **Journal of Financial Economics**, Vol. 58, No. 1-2, 81-112.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., and Lang, L. H. P., 2002, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," **Journal of Finance**, Vol. 57, No. 6, 2741-2771.
- Davies, J. R., Hillier, D., and McColgan, P., 2005, "Ownership Structure, Managerial Behavior and Corporate Value," **Journal of Corporate Finance**, Vol. 11, No. 4, 645-660.
- Edwards, J. and Weichenrieder, A., 1999, "Ownership Concentration and Share Valuation: Evidence from Germany." Working paper, University of Cambridge.
- Enriques, L. and Volpin, P., 2007, "Corporate Governance Reforms in Continental Europe," **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 21, No. 1, 117-140.
- Faccio, M. and Lang, L. H. P., 2002, "The Ultimate Ownership in Western European Corporations," **Journal of Financial Economics**, Vol. 65, No. 3, 365-395.
- Fama, E. F. and French, K. R., 1993, "Common Risk Factors in the Returns on Stock and Bond," **Journal of Financial Economics**, Vol. 33, No. 1, 3-56.
- Fama, E. F., 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm," **Journal of Political Economy**, Vol. 88, No. 2, 288-307.
- Fan, J. P. H. and Wong, T. J., 2002, "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earning in East Asia," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 33, No. 3, 401-425.
- Fan, J. P. H. and Wong, T. J., 2005, "Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence from East Asia," **Journal of Accounting Research**, Vol. 43, No. 1, 35-72.
- Florackis, C. and Ozkan, A., 2009, "The Impact of Managerial Entrenchment on Agency Costs: An Empirical Investigation Using UK Panel Data," **European Financial Management**, Vol. 15, No. 3, 497-528.
- Hermalin, B. E. and Weisbach, M., 2003, "Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature," **Economic Policy Review**, Vol. 9, No. 1, 7-26.
- Jensen, M. and Meckling, W., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure," **Journal of Financial Economics**, Vol. 3, No. 4, 305-360.

- Jensen, M. and Ruback, R., 1983, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," **Journal of Financial Economics**, Vol. 11, No. 1-4, 5-50.
- Jensen, M., 1993, "The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems," **Journal of Finance**, Vol. 48, No. 3, 831-880.
- Kao, L., Chiou, J., and Chen, A., 2004, "The Agency Problems, Firm Performance and Monitoring Mechanisms: The Evidence from Collateralized Shares in Taiwan," **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 12, No. 3, 389-402.
- Kosnik, R. D., 1987, "Greenmail: A Study of Board Performance in Corporate Governance," **Administrative Science Quarterly**, Vol. 32, No. 2, 163-185.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A., 1999, "Corporate Ownership around the World," **Journal of Finance**, Vol. 54, No. 2, 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W., 2002, "Investor Protection and Corporate Valuation," **Journal of Finance**, Vol. 57, No. 3, 1147-1170.
- Lemmon, M. L. and Lins, K. V., 2003, "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis," **Journal of Finance**, Vol. 58, No. 4, 1445-1468.
- Lindenberg, E. B. and Ross, S. A., 1981, "Tobin's q Ratio and Industrial Organization," **Journal of Business**, Vol. 54, No. 1, 1-32.
- Lins, K., 2003, "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 38, No. 1, 159-184.
- Loughran, T. and Ritter, J. R., 2000, "Uniformly Least Powerful Tests of Market Efficiency," **Journal of Financial Economics**, Vol. 55, No. 3, 361-389.
- Luan, C. J. and Tang, M. J., 2007, "Where is Independent Director Efficacy?" **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 15, No. 4, 636-643.
- Mak, Y. and Li, Y., 2001, "Determinants of Corporate Ownership and Board Structure: Evidence from Singapore," **Journal of Corporate Finance**, Vol. 7, No. 3, 235-256.
- McConnell, J. J. and Servaes, H., 1990, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," **Journal of Financial Economics**, Vol. 27, No. 2, 595-612.
- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. W., 1988, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," **Journal of Financial Economics**, Vol. 20, No. 1-2, 293-315.
- Petersen, M. A., 2009, "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches," **Review of Financial Studies**, Vol. 22, No. 1, 435-480.
- Pound, J., 1988, "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight," **Journal of Financial Economics**, Vol. 20, No. 1-2, 237-265.
- Schellenger, M. H., Wood, D. D., and Tashakori, A., 1989, "Board of Director Composition, Shareholder Wealth, and Dividend Policy," **Journal of Management**, Vol. 15, No. 3, 457-467.

- Singh, M. and Davidson, W. N., 2003, "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms," **Journal of Banking and Finance**, Vol. 27, No. 5, 793-816.
- Villalonga, B. and Amit, R., 2006, "How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?" **Journal of Financial Economics**, Vol. 80, No. 2, 385-417.
- Wernerfelt, B. and Montgomery, C. A., 1988, "Tobin's q and the Importance of Focus in Firm Performance," **American Economic Review**, Vol. 78, No. 1, 246-250.
- World Bank, 1999, **Corporate Governance: A Framework for Implementation-Overview**, 1st, Washington, DC: The World Bank.
- Yeh, Y. H. and Lee, T. S., 2002, "Stock Returns and Volatilities under Market Segmentation: The Case of Chinese A and B Shares," **Review of Quantitative Finance and Accounting**, Vol. 18, No. 3, 239-257.
- Yeh, Y. H., 2005, "Do Controlling Shareholders Enhance Corporate Value?" **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 13, No. 2, 313-325.
- Yeh, Y. H., Lee, T. S., and Woidtke, T., 2001, "Corporate Governance and Performance: The Case of Taiwan," **International Review of Finance**, Vol. 2, No. 1, 21-48.
- Yermack, D., 1996, "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors," **Journal of Financial Economics**, Vol. 40, No. 2, 185-211.

附錄：公司治理構面變數之敘述統計量

變數	平均數	標準差	最小值	中位數	最大值
外部董事席次比率%	31.76	21.35	0.00	33.33	100.00
外部監察人席次比率%	54.19	36.07	0.00	50.00	100.00
席次盈餘偏離差%	38.21	25.41	-51.71	37.26	99.87
法人持股率%	34.53	21.45	0.00	31.06	98.85
次大股東持股率%	3.24	4.44	0.00	1.92	39.94
股份盈餘偏離差%	5.30	9.27	0.00	1.24	74.91
大股東質押比率%	13.32	22.37	0.00	0.00	100.00
轉投資家數	4.01	3.57	1.00	3.00	41.00

作者簡介

高蘭芬

國立高雄大學金融管理學系教授，國立成功大學會計學博士。主要研究領域為財務會計學及公司治理。其著作曾發表於中山管理評論、中華會計學刊、亞太管理評論、臺大管理論叢、輔大管理評論、管理與系統、證券市場發展季刊、經濟論文、Asia-Pacific Journal of Financial Studies、Asia Pacific Journal of Management、Canadian Journal of Administrative Sciences、Corporate Governance: An International Review、Emerging Markets Finance and Trade、Journal of Banking and Finance、Review of Quantitative Finance and Accounting 等。

E-mail: lanfeng@nuk.edu.tw

盧正壽

國立高雄應用科技大學財富與稅務管理系副教授，國立中山大學企業管理學系所(財務組)博士。主要研究領域為初次上市櫃公司股票(IPO)與公司治理。學術論文曾發表於中山管理評論、管理學報、管理與系統、Emerging Markets Finance and Trade、Review of Quantitative Finance and Accounting 等。

E-mail: cslu@kuas.edu.tw

黃冠智

國立中山大學企業管理學系碩士。

E-mail: meteo0123@hotmail.com

陳安琳

國立中山大學企業管理學系教授，美國愛荷華大學財務學博士。主要研究領域為初次發行市場及公司治理。其著作曾發表於中山管理評論、中國財務學刊(財務金融學刊)、交大管理學報、管理學報、管理評論、管理與系統、證券市場發展季刊、經濟論文、Asia-Pacific Journal of Financial Studies、Asia

公司治理、公司績效與投資策略

Pacific Journal of Management、Canadian Journal of Administrative Sciences、
Corporate Governance: An International Review、Economics Letters、Emerging
Markets Finance and Trade、Journal of Banking and Finance、Review of
Quantitative Finance and Accounting 等。

E-mail: anlin@mail.nsysu.edu.tw