

董監事股權質押與公司治理之研究

Share Collateralization by Directors and Corporate Governance

陳安琳 *Anlin Chen*

國立中山大學企業管理學系
Department of Business Management,
National Sun Yat-Sen University

高蘭芬* *Lanfeng Kao*

國立高雄大學金融管理學系
Department of Finance,
National University of Kaohsiung

陳怡凱 *Yi-Kai Chen*

國立高雄大學金融管理學系
Department of Finance,
National University of Kaohsiung

陳煒鈺 *Wan-Yu Chen*

國立高雄大學金融管理學系
Department of Finance,
National University of Kaohsiung

* 通訊作者：高蘭芬，國立高雄大學金融管理學系教授，地址：811 高雄市楠梓區高雄大學路 700 號，電話：07-5919592，傳真：07-5919329，Email: lanfeng@nuk.edu.tw。

摘要

本研究探討董監事股權質押是否造成公司控制股東與小股東之間的代理問題。本研究也探討，對於高質押的公司而言，扣除股權質押後的董監事實際持股對績效的影響是否顯著高於董監事名目持股。實證結果發現：(1)董監事股權質押比率與控制股東盈餘席次偏離程度有關。(2)董監質押比率越高的公司，其信用風險也越高，且監察人缺乏獨立性的情形也越嚴重。(3)對高質押公司而言，扣除質押股數後的董監事實際持股比率才是董監事監督能力的適當衡量。

關鍵詞：董監事股權質押、控制股東、公司治理

Abstract

This study explores how director share collateralization induces agency problems between the controlling shareholders and the minority shareholders. This study also examines if the effect of directors' real ownership defined as their nominal ownership subtracting their share collateralization on firm performance dominates that of nominal ownership for firms with high director share collateralization. Our empirical results show that director share collateralization exaggerates the deviation between cash flow rights and share controlling rights. Firm credit risk increases and supervisor independency decreases with director share collateralization. Finally, for firms with high director share collateralization, directors' real ownership instead of the nominal ownership is a suitable measure for the monitoring power from directors and supervisors.

Keywords: Share Collateralization, Controlling Shareholders, Corporate Governance

一、研究動機與目的

董監事股權質押在台灣為相當普遍的現象，從表 1 可看出在 1997 年至 2007 年，全體上市櫃公司董監事股權質押比率平均都在 8%以上，其中以 1998 年的 13.870%最高。從 1998 年以來，台灣上市櫃公司平均董監事股權質押比率持續下降，尤其是 2001 年之後，平均質押比率開始落到 10%以下。推測其下降原因可能是，1998 至 2000 年台灣爆發本土型金融風暴，數十家公司接連發生財務問題(包括東隆五金、禾豐集團、國揚實業、台中企銀、順大裕等上市櫃公司)，當時這些地雷股公司普遍存在高質押的現象，使得董監事股權質押的問題受到資本市場及金融機構的關注，對董監事持股質押行為產生抑制效果。

在各產業平均董監事股權質押的概況方面，從表 1 可看出電子業為所有產業中董監事股權質押比率最低的產業(勤益、台達電、日月光、台積電、英業達、華碩、廣達等等公司，其董監事股權質押比率幾乎每年皆為 0%)，然而也仍然有公司董監事股權質押比率高達 99.06%(翔準)。而化學生技業的中纖，其董監事股權質押比率也曾達 100%。在所有產業當中，又以水泥工業的董監事股權質押平均比率達 32.62%為最高，其中幸福水泥的董監事股權質押比率最高，幾乎皆在八成以上。而塑膠工業的台達，甚至董監事股權質押比率皆曾達 100%，汽車工業的三陽，董監事股權質押比率也幾乎都在六成以上，甚至在 2001 年高達九成，其中又以塑膠工業董監事股權質押比率超越九成的公司最多(華夏、亞聚、台達、台苯及國喬)。

過去對董監事股權質押的研究探討重點大部份在於董監事股權質押與財務危機的相關性，以及董監事股權質押與公司績效的相關性，其大部分的實證結果皆指出董監質押比率對公司績效會產生顯著的負面影響，也可能導致公司發生財務危機 (Kao et al., 2004; Lee & Yeh, 2004; Chen & Hu, 2007)。如 Lee & Yeh (2004) 實證結果中發現董監事股權質押比率愈高的公司，公司下一年度發生財務危機的機率將會提高，董監事股權質押可以納入財務危機模型以預測事後發生財務危機的機率。

股權質押原本為董監事的個人行為，在所有權與控制權分開的情況下，股權質押應與公司的經營無關，然而所有權與控制權分離的股權結構並不適用台灣。Yeh & Lee (2001) 實證結果發現台灣上市公司大多為控制家族所掌握，亦即 La Porta et al. (1999) 所指的控制股東型態，使得董監事質押與公司的經營

產生連結。董監事質押後未來如果無法還款，則持股將被銀行斷頭賣出，當董監事實際上已經把對公司的出資額部分套現出來，實質出資額降低，對公司的治理會產生負面影響。而企業以股票質押套現雖然未違反現有法令規定，卻可能增加企業經營的不穩定與授信銀行的風險。

表 1 台灣上市櫃公司各年度、各產業董監事股權平均質押情形(1997 年~2007 年)

Panel A 各年度平均 (%)		Panel B 各產業平均 (%)			
年度	Mean	產業	Mean	產業	Mean
1997	10.553	電子工業	5.296	橡膠工業	15.726
1998	13.870	化學生技	6.560	建材營造	16.242
1999	11.750	電機機械	8.726	食品工業	16.541
2000	11.088	油電燃料	10.014	電器電纜	17.279
2001	9.976	觀光事業	11.646	鋼鐵工業	17.914
2002	9.476	造紙工業	13.585	貿易百貨	18.592
2003	8.574	航空運輸	14.209	塑膠工業	21.405
2004	8.627	紡織纖維	14.683	汽車工業	22.123
2005	8.486	其他產業	15.308	水泥工業	32.620
2006	8.275	玻璃陶瓷	15.354		
2007	8.251				

註：變數定義：董監質押比率(Pledge) $(\%) = \text{當年底董監事質押股數} / \text{當年底董監事持股數}$ 。

過去對董監事股權質押的研究探討重點大部份在於董監事股權質押與財務危機的相關性 (熊大中，2000；洪昕琳，2006)、董監事股權質押與公司績效的相關性 (高蘭芬，2002；楊淑昭，2005)，以及董監事股權質押對財務報導品質的影響 (Kao et al., 2004; Lee & Yeh, 2004; Chen & Hu, 2007; 高蘭芬，2002；林美鳳等，2009)，大部分的實證結果皆指出董監質押比率對公司績效會產生顯著的負面影響，也可能導致公司發生財務危機。

以往的研究幾乎都是將董監質押比率與其他控制股東代理問題(控制股東持股、控制股東投票權與現金流量權的偏離、董監事內化程度等)一起放入模型，探討這些變數對公司績效或財務報導品質的影響，但忽略這些變數之間的關係。儘管大部分實證研究支持董監事股權質押會降低公司績效，但對於董監

個人財務行為何以連結到企業績效，則直接歸因於代理問題，但卻未明確衡量肇因於何種代理問題。董監事股權質押行為為董監個人理財行為，董監事質押後仍保有公司股份所有權，因此對績效的影響並不像其他控制股東代理問題變數影響那麼直接，除非可以發現董監事股權質押後加深其控制權或介入管理程度愈高，才能說明董監事股權質押對外部小股東的負面影響。因此本研究第一個目的探討董監股權質押是否造成控制股東與小股東之間的代理問題提高，所探討的代理問題包括公司控制股東控制權與現金流量權的偏離、公司信用風險與監察人內部化。

本研究的第二個目的探討，相較於董監事名目持股比率，扣除質押股權之後的董監事實際持股比率是否為董監事監督意願與能力較適當的衡量。儘管以往研究發現董監持股愈高，其監督經理人的誘因愈大，且其利益與小股東利益越趨一致，使得公司績效越好 (Jensen & Meckling, 1976; Dalton & Kesner, 1987; Oswald & Jahera, 1991; Beasley, 1996)，但對於高質押公司而言，名目持股可能無法反映董監個人利益與企業結合程度。如果實證結果發現扣除質押之後的實質持股率才是董監監督能力較適當指標，建議政府應該限制董監事個人質押程度。

本研究實證結果發現，董監事股權質押愈高的公司，控制股東盈餘分配權與席次控制權的偏離程度愈大、企業信用風險會越高，且監察人也越不獨立。換言之，公司董監質押比率提高之後，造成盈餘席次偏離程度擴大、公司的信用風險增加與監察人內部化加深之代理問題。實證結果也發現，對於高質押公司而言，相對於董監事名目持股率，扣除質押比率之後的實際持股率，是董監事監督意願與能力更適當的衡量。董監事將持股大量質押後，儘管名目持股未改變，但其監督意願已大幅降低。投資人不可忽視董監事質押行為對公司治理的負面效果。

本研究是第一篇探討董監事質押對公司控制股東控制權與現金流量權的偏離、公司信用風險與監察人內部化的文章，可以有助於釐清董監事質押後透過何種代理問題的嚴重化而影響公司的績效，也提供更合理的證據，建議主管機關對董監事股權質押予以限制。其次，本研究也主張，相較於名目持股比率，扣除質押後的董監事實際持股是董監事監督意願與能力的較佳衡量。儘管楊淑昭 (2005) 也發現扣除質押的淨持股比率與公司績效正相關，但其研究也支持未扣除質押的名目持股比率也與公司績效正相關，因此無法直接看出採用扣除質押的實際持股比率的優點。本研究則是進一步依質押比率高低區分樣本，提

供證據證明對於高質押比率公司，名目持股比率與公司績效無關，投資人考慮董監事持股比率對公司績效的影響時，不能忽略董監事其持股是否有質押。

二、相關文獻與研究假說建立

(一)、董監事股權質押所引發的代理問題

有別於傳統 Jensen & Meckling (1976) 所提出經理人與股東之間的代理問題，Shleifer & Vishny (1997)、La Porta et al. (1999)、Claessens et al. (2000) 以及林宛瑩、許崇源 (2008) 指出當控制權與現金流量權偏離程度越大，控制股東越會追求自身利益極大化，越可能侵害小股東的財富，公司的控制股東與小股東之間的代理問題會越嚴重，使公司價值降低。Claessens et al. (2002) 針對東亞國家的上市公司進行研究，實證結果顯示最終控制者的現金流量權愈大，公司的市價淨值比愈高；最終控制者的股份控制權與現金流量權偏離程度愈大，公司的市價淨值比卻愈低。當股份控制權與現金流量權偏離程度愈大時，控制股東剝削小股東的情況會愈嚴重，會加劇公司的代理問題。

國外的研究強調現金流量權與控制權偏離程度造成控制股東與小股東之間的代理問題。國內的研究也指出董事會的控制席次是影響代理問題的重要因素，台灣以董事會席次控制權較股份控制權更能描繪經營者對公司之實質掌控力 (陳錦村、黃佩玲，2001；高蘭芬等，2006)。而當董監事藉由董監席次達成提高控制力的目標，可以影響公司決策，做出對自己有利的決定，進而剝削小股東，使公司產生代理問題。過去實證結果大部分也支持盈餘與席次控制權偏離程度的擴大，會降低公司績效 (Lee & Yeh, 2004; 林瑞青等，2005；林宛瑩、許崇源，2008)。Dechow et al. (1996) 指出，席次控制權代表企業最終控制者對重大決策之實質影響力，而盈餘分配權衡量最終控制者之出資比例，兩者間之關係則代表最終控制者對企業經營損益承擔之程度與其經營主導權力間之落差程度。若出資低於控制力之落差愈大，表示企業內部治理先天機制愈弱，企業之治理環境愈差，公司發生財務報導不實之可能性也愈高。顯現盈餘與席次控制權偏離程度愈大，控制股東與外部股東之間的代理問題愈嚴重。林

宛瑩、許崇源 (2008) 認為在台灣董事會席次控制權與盈餘分配權的偏離是造成控制股東與小股東之間代理問題的重要原因。Lee & Yeh (2004) 實證結果同樣也發現控制股東擔任董事席位比率愈高、投票權偏離現金流量權比率愈大的公司，其下一年度發生財務危機的機率將會提高。所以，現金流量權與控制權的偏離是衡量控制股東與小股東之間代理問題的重要變數。因此，本文在控制股東與小股東之間的代理問題衡量上，同時採用盈餘與股份控制權偏離以及盈餘與席次控制權偏離。

以往實務的經驗發現，董監事將其股權質押可能與下列動機有關：1.投機目的（取得資金護盤、炒作股票或併購其他公司）。2.投資目的（公司有投資機會但因債務契約限制已無法再增加借款）。3.現金增資目的（質借舊股取得資金買新股避免股權被稀釋）。也有董監事為了擴張公司規模或取得目標公司的控制權，因其個人或家族資金有限，就以股票質押取得大量資金，投資其他（未）上市櫃公司或投資公司的股票，藉此達到入主特定目標公司或提高對目標公司控制權的目的。當董監事是控制家族一員，且其質押目的主要與取得更多控制權有關，則董監事股權質押可能就會產生亞洲國家常見的現金流量權與控制權偏離的問題。因此本研究前兩個假說首先探討董監事股權質押是否會造成現金流量權與控制權偏離程度提高。

Chiou et al. (2002) 與 Kao et al. (2004) 認為董監事股權質押會造成公司績效不佳的現象是代理問題所造成，但是他們缺乏明顯的衡量代理問題。本文則是利用現金流量權與控制權的偏離以及席次控制權與盈餘分配權的偏離作為代理問題的明確衡量，進而探討董監事股權質押是否真的引發代理問題，或是與代理問題無關。若實證結果發現，董監事股權質押行為會提高控制股東盈餘分配權及控制權的偏離程度，或是席次控制權與盈餘分配權偏離程度，代表以往研究所發現董監事高質押對公司績效的傷害，與董監事股權質押提高公司的代理問題有關，則政府對上市櫃董監質押的揭露要求與限制也有合理的基礎。相反的，如果董監事質押行為與控制權及現金流量權偏離程度，或是席次控制權與盈餘分配權偏離程度無關，顯示質押並不會增加控制股東與小股東的代理問題，實證上所發現質押與績效之間的負相關可能是另有原因，而並非肇因於更高內外部股東之間的代理成本。

本研究首先探討兩種盈餘控制權偏離的問題：(1)盈餘與股份控制權偏離¹

¹ 盈餘分配權就是文獻中的現金流量權，因為我們的資料取自 TEJ，而 TEJ 將現金流量權的欄位名稱定義為盈餘分配權，所以我們也就沿用 TEJ 的名稱。TEJ 公司治理

及(2)盈餘與席次控制權偏離。董監事持股質押屬於個人借款行為，並不需要揭露其借款用途，因此無法透過公開資訊觀測站等官方統計獲得相關訊息，僅能透過實證研究探討其可能的目的。

董監事質押比率提高後，是否造成盈餘與股份控制權偏離加重，本研究認為不管董監事持股質押後是否買入更多自身公司股票，答案都是不會的。當董監事將股權質押之後，儘管實際出資額因質押而降低，但質押股票仍同時保有股利分配權與投票權，因此盈餘分配權與股份控制權偏離程度應該不會因為董監事股權質押而擴大。而倘若董監事將質押而來的資金用於購入自身公司的股票中，盈餘分配權與股份控制權會同時增加，因此，盈餘與股份控制權偏離程度也不會因為董監事股權質押而擴大，故董監事股權質押行為與盈餘和股份控制權偏離程度應無顯著關係²。基於上述推論，我們提出假說一 A：

假說一 A、董監事股權質押比率高低不改變公司盈餘與股份控制權偏離程度。

相反的，因為，席次是整數，一個原本沒有席次，但是擁有 5% 股份的股東，可能因為控制權增加 1%，盈餘分配權也同時增加 1% 之後而擁有一個席次，其持股比率由 5% 提升到 6%，但是席次由 0 提升到 1。所以當董監事質押股票後買入更多自身股票或集團企業股票，藉由較高持股可望取得更多的董監席次，且席次增加的幅度會高於股份增加的幅度，例如若持股 15% 可取得 15% 的席次，但當持股成為 25% 時，因影響力大幅增加，取得董監席次可能遠高於 25%，造成盈餘與席次控制權的偏離加大。換言之，除非董監事質押後完全未將質押所得資金買入公司股票（因此不會增加盈餘分配權與席次控制權），只要將質押資金全數或部分買入更多公司股票，因為席次控制權增加的速度高於盈餘分配權增加的速度，就會造成公司盈餘與席次控制權偏離程度加重，也就是會出現董監事股權質押比率越高，公司盈餘席次偏離程度預期會越大的現象。基於上述推論，我們提出假說一 B：

假說一 B、董監事股權質押比率越高，公司盈餘與席次控制權偏離程度越大。

董監事雖然可能將其持股質借所得的金額投入公司的投資活動而提高公

資料的變數名稱請參見 TEJ 網頁 <http://www.tej.com.tw/webtej/doc/cga.htm>。

² 如果董監事股權質押發生在兩種盈餘控制權偏離之後，那麼我們的推論就無法成立。所以，我們也驗證前期盈餘控制權偏離程度與本期董監事持股質押的關係，發現前期盈餘控制權偏離程度與本期董監事持股質押並沒有關係，也就沒有這個疑慮。

公司的績效，但是 Chiou et al. (2002) 與 Kao et al. (2004) 指出董監事持股質借後所得的金額大都不是投入公司的投資計畫，而是作為私人用途，例如增加個人的持股比率或是作為其他投資之用。只要董監事持股質借所得的金額不是投入公司的投資活動，就相當於董監事已經撤回部份投資於公司的資金(cash out)，由於董監事實際投資於公司的投資金額因為股權質押借款而降低，將使得董監事更不在意公司所面臨的風險，進而使公司的信用風險程度增加。另一方面，董監事在持股質借後，一旦公司的股票價格下跌，將可能面臨銀行追繳保證金或是增加質押的股數，而對於公司決策有影響力的董監事就可以動用公司的資源進場護盤，甚至採取 NPV 不佳的投資計畫 (Chiou et al., 2002)，如此一來，也將使得公司的信用風險因其監事持股質押比率提高而增加。

台灣經濟新報自 1995 年起，對台灣企業進行信用評等，計算各企業信用風險指數(Credit Risk Index)。我們利用 TEJ 之企業信用風險指數作為公司信用風險的衡量，並提出假說二：

假說二、董監事股權質押比率越高，公司信用風險越高。

董監事持股質借所得的金額一旦用來增加董監事本人在公司的持股比率，代表董監事可以以較少的實質持股取得較多的監察人席次或是更有能力掌握監察人的選舉，或是影響監察人的決策。因此，董監事持股質押比率會造成監察人內部化的情形更加嚴重，使得監察人的功能降低，也是造成公司代理問題提高的原因。因此我們提出假說三：

假說三、董監事股權質押比率越高，公司監察人獨立性越差。

綜合上述，因為控制股東盈餘與席次控制權的偏離、企業信用風險上升，與監察人缺乏獨立性都會使得公司控制股東與小股東之間的代理問題更加嚴重，若本研究實証結果支持上述三個假說，也就是董監事股權質押比率愈高，則盈餘與席次控制權的偏離程度愈高、公司的信用風險愈大，且監察人的獨立性愈低，則可推論，以往研究所發現董監事質押對公司績效的負面影響，應與代理成本增加有關。

(二)、董監事名目持股率與實質持股率的差異

當董事會的持股愈大，董事之財富會與公司之營運狀況息息相關，在自身

利益與公司合而為一的情況下，董事會盡力去監督管理當局之行為，由於董事發揮其監督的功能，管理階層亦較不可能從事利己卻對公司有害之情事，而會致力於提高公司之績效，所以董事會持股比例應與公司價值會呈正相關。大部分文獻也支持董監事持股比率越高對公司監督制衡力量越強，公司價值與績效也較佳 (Jensen & Meckling, 1976; Leland & Pyle, 1977; Dalton & Kesner, 1987; Oswald & Jahera, 1991)。

不過當董監事將其持股質押後，其實際出資額部分已套現出來，在此情況之下，以往研究發現的董監事名目持股比率與公司績效的正相關可能已不存在。本研究的第二個目的將探討對高質押公司而言，董監事名目持股是否仍是衡量董監事監督力量的適當指標。如果不是，那麼扣除質押比率之後董監的實際持股是否為較適當的衡量指標。當董監事將股權質押之後，實際出資額會降低，其監督與制衡力量意願可能下降，因此本研究預期扣除質押比率後的董監實質持股比率是監督意願較佳的衡量。董監事持股質押高到一定的比率後，才有明顯的實質持股與名目持股的差異，如果質押比率不夠高，名目持股基本上接近實質持股，所以名目持股對於公司績效的影響與實質持股對於公司績效的影響相當。但當持股質押比率高時，則只有實質股對於公司績效有影響，名目持股則沒有。基於上述推論，我們提出假說四：

假說四、對高質押公司而言，董監事名目持股比率與公司績效無關，但扣除質押後之實際持股比率與公司績效成正相關。

三、實證模型與變數定義

(一)、董監事質押引發的代理問題

為檢測假說一到三，本研究採用下列模型：

$$EF_DEV_{jt} = a_0 + a_1 \times PLEDGE_{jt} + \sum_m a_m \times Control\ Variable_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

$$ES_DEV_{jt} = b_0 + b_1 \times PLEDGE_{jt} + \sum_m b_m \times Control\ Variable_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (2)$$

$$CR_{jt} = c_0 + c_1 \times PLEDGE_{jt} + \sum_m c_m \times \text{Control Variable}_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (3)$$

$$S_IN_{jt} = d_0 + d_1 \times PLEDGE_{jt} + \sum_m d_m \times \text{Control Variable}_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (4)$$

其中因變數包含假說一至三中所說的代理問題衡量指標：(1) EF_Dev：控制股東盈餘股份偏離比³（=盈餘分配權/股份控制權），(2) ES_Dev：控制股東盈餘席次偏離比⁴（=控制股東盈餘分配權/席次控制權），(3) CR：台灣經濟新報所計算之企業信用風險指數(Taiwan Corporate Credit Risk Index, TCRI)，此變數作為企業信用風險的代理變數，以及(4) S_IN：監察人是否為控制股東所控制（監察人是否內部化）⁵，此變數作為監察人獨立性的代理變數。PLEDGE代表董監事股權質押比率（=董監事質押股數/董監事持股數）。以上資料均取自台灣經濟新報資料庫。

EF_Dev與ES_Dev兩者比值越小，代表控制權與盈餘分配權偏離程度越嚴重，控制股東與外部小股東之間的代理衝突愈大。本研究認為董監質押與盈餘股份偏離程度無顯著相關，故預期迴歸式(1)中PLEDGE的係數應不顯著；然而若董監質押會加深盈餘席次的偏離程度，則預期迴歸式(2)中PLEDGE的係數應顯著為負。在企業信用風險部份，本研究對企業信用風險(CR)的定義是依據TEJ信用風險指標，企業信用風險分為9等，其中1至4等為低度風險；5、6等為中度風險；7至9等為高度風險；D為企業已發生違約或倒帳（本研究將此類設為第10等）。CR愈大表示財務結構愈不健全，若董監事質押會使企業信用風險提高，則預期(3)中CR對PLEDGE的迴歸係數顯著為正。S_IN為虛擬變數，當S_IN = 1，代表公司監察人受控制股東所控制，監察人缺乏獨立性；當S_IN = 0，代表公司監察人不受控制股東控制，監察人具獨立性。若董監事質押會造成監察人的獨立性降低，則預期(4)式logistic迴歸模型中S_IN對PLEDGE的迴歸係數顯著為正。

³ 盈餘股份偏離比%(EF_Dev)：盈餘分配權/股份控制權。該比率越小越偏離。其中盈餘分配權又稱現金流量請求權，最終控制者之（直接盈餘分配權+Σ各控制鏈之間持股率乘積）；股份控制權又稱投票權，即最終控制者之（直接持股率+間持股率），TEJ 資料庫係採 La Porta et al. (1999) 作法，以控制鏈最末端持股率為其間接持股。

⁴ 盈餘席次偏離比%(ES_Dev)：盈餘分配權/席次控制權。該比率越小越偏離。其中席次控制權為最終控制者控制之董監事席次/全部董監事席次。

⁵ 監察人若有下列情況之一，則 TEJ 判定為監察人內部化：(1)親屬關係。(2)若監察人的學經歷背景，為從集團所屬公司出身，則易受控制股東控制。(3)報章雜誌刊載彼此關係密切友好。

(1)-(4)式中的控制變數包括常見的所有權結構變數—董監事持股、大股東持股、經理人持股及機構法人持股。理論上董監事、大股東、經理人與機構法人持股愈高，監督公司決策的意願與能力皆提高，應可有效降低公司代理問題，避免公司作出傷害公司價值的行動或決策，減低盈餘股份偏離與盈餘席次偏離程度。但當上述所有權與控制股東所有權集中有關，也可能產生不利公司績效的掠奪效果(entrenchment effect)，反而使得盈餘股份偏離與盈餘席次偏離程度加大。而以往研究也支持，所有權結構對債信風險及監察人獨立性有顯著影響 (Bhojraj & Sengupta, 2003)。 (1)-(4)式中也納入常見的公司特性變數—負債比率、系統風險與公司規模，以控制公司特性對四個因變數的影響。

此外，(1)式與(2)式中也納入當年發布財測次數、財報重編次數、週轉率與分析師每股盈餘預測誤差作為控制變數，在財務預測次數方面，公司發布的財務預測代表公司遠景，為公司依據公司未來計劃及經營情況，對未來經營成果及現金流量所做之估計。公司發布財務預測次數越多，公司從事盈餘管理行為會較少 (陳蕃旬、蘇裕惠，2001)，公司的公司治理也可能較佳，預期財務預測次數越多其盈餘股份與偏離程度越小⁶。林宛瑩等 (2004) 指出公司在正常營運之下，財報重編次數與盈餘股份偏離程度無關，但在營運不佳時，兩者存在正相關；而徐中原 (2006) 則發現盈餘股份偏離及盈餘席次偏離程度皆與市場流動性正相關。在分析師預測誤差方面，以往研究支持控制股東投票權與盈餘分配權偏離愈大、控制股東掌握的董監席次比率愈高，分析師預測誤差會愈大 (陳瑞斌等，2006)。

(3)式與(4)式中也納入董事會規模、獨立董事比率及董事長與經理人分治三個變數作為控制變數，後兩者與董事會的獨立性有關，以往研究支持董事會規模與信用評等有顯著負相關 (林欣慧，2007)，也支持董事會獨立性與公司信用評等正相關 (Ashbaugh-Skaife et al., 2006)。

(二)、董監事名目持股與實質持股對公司績效的影響

假說四探討對於高質押公司，相較於董監事的名目持股率，扣除董監事質押比率之後的實質持股率是否是衡量董監事監督意願更適當的變數。為檢測假

⁶ 台灣自民國 94 年採用自願性財務預測後，上市櫃公司自願揭露財務預測的公司家數大幅降低。因此以財測次數當作控制變數，應該對 2005 年以前比較有幫助。由於此研究期間為 1997~2007 年，大部分的樣本期間在 2005 年以前，因此將本研究將當年發佈財測次數作為控制變數。

說四，本研究採用下列模型：

$$\text{Performance}_{jt} = \gamma_0 + \gamma_1 \times \text{DS_OWN}_{jt} + \sum_{s=1}^S \gamma_s \times \text{Control Variable}_{jt}^s + \varepsilon_{jt} \quad (5)$$

$$\text{Performance}_{jt} = \rho_0 + \rho_1 \times \text{RealDS_OWN}_{jt} + \sum_{v=1}^V \rho_v \times \text{Control Variable}_{jt}^v + \varepsilon_{jt} \quad (6)$$

其中因變數Performance包括三個常見的績效變數—(1) 資產報酬率(ROA)：稅後息前淨利/總資產、(2) 股東權益報酬率(ROE)：稅後淨利/股東權益。(3) Tobin's Q，Tobin's Q為衡量公司市場績效常用之指標，然而在計算Tobin's Q時，必須知道公司資產的重置成本(Replacement Cost)，因此項目無法取得，故本研究以Proxy Q取代，定義為(公司普通股權益市值+負債帳面價值)/資產帳面價值。董監名目持股比率(DS_OWN)為董監事持股數除以公司總股數；董監實質持股比率(RealDS_OWN)定義為董監事持股數扣除董監事實質押股數後除以總股數。

以往研究發現的董監事持股比率愈高，其自身利益與公司價值關聯性愈大，董監事有動機監督管理當局，使得董監事持股與公司績效存在正相關(Jensen & Meckling, 1976)。但對高質押公司而言，董監事名目持股已經無法代表董監自身利益與企業績效的關連性，扣除質押比率之後董監事實際持股應是較適當的衡量指標。若假說四成立，則以高質押公司為樣本時，預期(5)式中 γ_1 不顯著異於零，但(6)式中 ρ_1 應顯著大於零，代表對高質押公司而言，名目董監持股率與公司績效無關，而董監實質持股比率與公司績效會存在顯著正相關。相反的，對低質押比率的公司而言，董監事名目持股與實際持股差距不大， γ_1 與 ρ_1 應同時顯著為正。

(5)式與(6)式中的控制變數包括大股東持股比率(ST_OWN)、經理人持股比率(MA_OWN)、機構法人持股(IN_OWN)、董事會規模(BOARD)、獨立董監比率(INDEP)、代表董事長與總經理是否分治的虛擬變數(SEPARATE)、本益比(PE)、週轉率(TURNOVER)、負債比率(DEBT)、系統風險(BETA)與公司規模(LogMV)。

一般而言大股東持股比率、經理人持股比率與機構法人持股比率越高，公司績效會越佳。而在董事會規模方面，過去研究則有不同論點，Yermack (1996)與Singh & Davidson (2003)皆認為董事會規模與公司績效為負向關係；而呂春網 (2004)則認為董事會規模與公司績效無關。在獨立董監比率對公司的影響

方面，過去研究指出外部董事對公司有監督與制衡的功能，可增進公司經營績效 (Weisbach, 1988; Byrd & Hickman, 1992)。而在董事長與總經理分治方面，Rechner & Dalton (1991) 認為總經理與董事長獨立才能有效地監督高階經理人，才能減輕經理人持股的代理問題。過去研究也指出當總經理同時兼任董事長或董事時，董事會對總經理的監督能力降低，代表內部治理機制越差 (Boyd, 1994; Core et al., 1999)。然而Brickley et al. (1997) 認為經理人兼任董事長，可以建立較清楚強烈的領導權，使得董事會與管理階層的溝通更順暢。Palmon & Wald (2002) 則發現，在控制公司規模後經理人兼任董事長較適合小公司；而CEO與董事長分別由兩人擔任較適合大公司。

在本益比對公司績效的影響方面，Lev (1992) 認為本益比發生變動顯示公司價值有錯誤評價之可能，其研究以本益比遞增代表公司績效成長，而本益比反轉驟減代表市場低估公司價值。國內外有許多文獻皆曾探討過本益比效果，然而對於本益比效果的影響沒有一定的結論。而在衡量市場流動性的週轉率方面，Biddle & Saudagaran (1991) 與Lang et al. (2003) 與皆認為市場流動性與公司績效為正向顯著關係；最後，此部份同樣也納入常見的公司特性變數—負債比率、系統風險與公司規模，以控制公司特性對公司績效的影響。

四、實證結果分析

(一)、樣本選擇與敘述統計量

本研究範圍以台灣上市櫃公司為研究對象，研究期間從1997年至2007年，共計11年。資料取自公司年報、台灣經濟新報資料庫、公開資訊觀測站等等，考量金融保險業之營業性質及財務結構較為特殊，將其排除在研究樣本之外。另外，考慮到樣本可能存在有極端值，我們也針對EF_Dev、ES_Dev、ROE、ROA、Tobin's Q、PLEDGE、RealDS_Own以及DS_Own進行極端值的處理，並刪除樣本偏離其平均數三倍標準差以外之值，以避免樣本極端值對於結果造成影響。

表2為本研究樣本的敘述統計量，控制股東盈餘股份偏離比 (EF_Dev =盈餘

分配權/股份控制權)與盈餘席次偏離比(ES_Dev =盈餘分配權/席次控制權)其平均比率分別為82.40%與44.66%。兩個比率皆小於一,表示平均而言控制股東的盈餘分配權都小於所取得的控制權,尤其盈餘席次偏離更為嚴重。而樣本公司信用風險(CR)平均約為5.07,至於監察人內部化程度(S_IN)平均則為0.71,表示樣本公司中監察人受控制股東所控制的比率高達71%。而績效衡量變數的資產報酬率(ROA)、股東權益報酬率(ROE)與Tobin's Q則分別為7.98%、13.04%與1.09。

而董監事股權質押比率(Pledge)整體樣本平均約為8.32%⁷,其差異從0%到63.87%,各公司之間差異相當大,可見有些公司董監質押情形相當嚴重。而董監事實際持股比率(扣除質押後的持股比率,RealDS_OWN)與董監事名目持股比率(DS_OWN)平均各為22.35%與24.11%,整體樣本差異並不大。在公司所有權結構變數方面,大股東持股比率(ST_OWN)、經理人持股比率(MA_OWN)、機構法人持股比率(IN_OWN)平均分別為16.35%、1.97%與35.39%⁸。而董事會規模(BOARD)平均為9.67席,其中獨立董事比率(INDEP)平均約12.29%,至於董事長與經理人分治(SEPARATE)的平均比率為0.70,表示約有七成的樣本公司有此情形。

在控制變數部分,當年發布財測次數(FIN_UPDATE)、財報重編次數(FR_UPDATE)方面,其平均分別為0.52與0.03。衡量資訊不對稱的分析師每股盈餘預測誤差(EPS_ERROR)與本益比(PE)平均分別為0.59與32.99;衡量流動性的股票週轉率(TURNOVER)為237.72%。而負債比率(DEBT)與系統風險(BETA)則分別為42.82%與0.83。平均公司規模(Log MV)為9.64。

⁷ 我們原本希望能以控制股東的持股質押比率來進行本文的相關研究,但是 TEJ 資料只能提供公司董監事的持股質押,因為法令上明文規定公司董監事必須揭露其持股質押的資料。由於沒有資料庫可以提供控制股東的持股質押資料,我們不得已改採董監事持股質押比率來代替控制股東的持股質押,這個做法與 Chen & Hu (2007) 相同。

⁸ 表 2 敘述統計量中,機構法人持股最大值高達 100%,此為不繡鋼的上櫃公司唐榮,唐榮公司在 2006 年時其股東為經濟部與台銀等官股公司,故才會有此現象產生。

表 2 敘述統計量

	個數	平均數	標準差	最小值	Q1	Median	Q3	最大值
EF_Dev (%)	3634	82.40	24.11	3.88	72.96	94.03	99.86	100.00
ES_Dev (%)	3634	44.66	31.40	0.65	20.37	38.11	61.88	156.47
CR	3634	5.07	1.36	1.00	4.00	5.00	6.00	9.00
S_IN	3634	0.71	0.44	0	0	1.00	1.00	1.00
ROA (%)	3634	7.98	5.20	-9.66	4.28	7.08	10.88	26.23
ROE (%)	3634	13.04	8.89	-15.09	6.54	12.01	18.53	43.61
Tobin's Q	3634	1.09	0.62	0.08	0.63	0.93	1.42	3.35
Pledge (%)	3634	8.32	14.64	0	0	0	10.85	63.87
RealDS_OWN (%)	3634	22.35	12.21	2.38	13.09	20.09	29.10	64.18
DS_OWN (%)	3634	24.11	12.12	3.91	14.84	21.91	30.96	64.95
ST_OWN (%)	3634	16.35	10.35	0	9.49	15.15	21.97	75.03
MA_OWN (%)	3634	1.97	2.95	0	0.13	0.79	2.50	28.78
IN_OWN (%)	3634	35.39	21.05	0	18.03	32.69	50.16	100.00
BOARD	3634	9.67	2.96	4.00	8.00	9.00	10.00	32.00
INDEP (%)	3634	12.29	15.97	0	0	0	30.00	62.50
SEPARATE	3634	0.70	0.45	0	0	1.00	1.00	1.00
FIN_UPDATE	3634	0.52	0.80	0	0	0	1.00	4.00
FR_UPDATE	3634	0.03	0.28	0	0	0	0	7.00
EPS_ERROR	3634	0.59	2.02	0	0.16	0.34	0.58	92.00
PE	3634	32.99	144.20	1.98	10.68	14.55	22.19	5091.10
TURNOVER (%)	3634	237.72	209.89	0.00	80.95	180.25	336.39	1461.26
DEBT (%)	3634	42.82	14.86	2.26	32.20	43.73	53.85	94.74
BETA	3634	0.83	0.56	-4.01	0.58	0.84	1.07	24.77
Log MV(百萬元)	3634	9.64	0.56	8.35	9.23	9.57	9.96	11.41

註：變數定義：**盈餘股份偏離比%(EF_Dev)**：盈餘分配權/股份控制權。該比率越小越偏離。**盈餘席次偏離比%(ES_Dev)**：盈餘分配權/席次控制權。該比率越小越偏離。**TEJ信用風險指標(Taiwan Corporate Credit Risk Index)(CR)**：TCRI 愈大表示財務結構愈不健全，或會計資訊品質愈差。係依企業的信用風險高低分為9等，其中1至4等為低度風險；5、6等為中度風險；7至9等為高度風險；D為企業已發生違約或倒帳(本研究令為第10等)。**監察人內部化(S_IN)**：公司監察人是否受控制股東所控制。當S_IN=1，代表公司監察人受控制股東控制；當S_IN=0，代表公司監察人不受控制股東控制。**資產報酬率(ROA)**：稅後息前淨利/總資產。**股東權益報酬率(ROE)**：稅後淨利/股東權益。**Tobin's Q (Proxy Q)**：為衡量公司市場績效常用之指標，然而在計算Tobin's Q時，必須知道公司資產的重置成本(Replacement Cost)，因此項目無法取得，故本研究以Proxy Q取代，定義如下：(公司普通股權益市值+負債帳面價值)/資產帳面價值。**當期董監質押比率(Pledge)**：當年底董監事質押股數/當年底董監事持股數。**董監實際持股比率(RealDS_OWN)**：董監持股比率-董監質押股數/總股數。**董監持股比率(DS_OWN)**：董監事持股數/總股數。**大股東持股比率(ST_OWN)**：大股東持股數/總股數(交易所公佈之資訊,交易所定義持股10%以上(不包括10%)者為大股東)。**經理人持股比率(MA_OWN)**：公司內部經理人或集團經理人持股數/總股數。**機構法人持股比率(IN_OWN)**：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+僑外信託基金持股。**董事會規模(BOARD)**：董事會人數。**獨立董監比率(INDEP)**：獨立董監席次/董監席次*100%。**董事長與經理人分治(SEPARATE)**：董事長沒有兼任總經理，若是令為1，若否則令為0。**更新財務預測**：a. 財測次數(FIN_UPDATE)：當年發布財測次數。b. 財報重編次數(FR_UPDATE)：當年度財報重編次數。**分析師每股盈餘預測誤差(EPS_ERROR)**：ABS(每股盈餘首次預測值-實際每股盈餘/每股盈餘首次預測值)。**本益比(P/E)**：收盤價/最近4季合計之每股常續性淨利。需搭配財報發布時間，目前更新方式為每年6/1、10/1、及12/1更新常續性淨利資料，首次上市需滿一年的次一年度1/1始計算。**流動性：週轉率(TURNOVER)**：成交量/流通股數*100%。**負債比率(DEBT)**：負債總額/資產總額*100%。**風險(BETA)**：各公司的系統風險， $y = \beta_0 + \beta_1 x + e$ 最小方法；x為大盤，y為個股， β_1 即為beta值。**公司規模(LogMV)**：公司市值取對數。

(二)、相關係數表

表3列示變數間的相關係數，從該表初步可以得知董監事股權質押(PLEDGE)與盈餘席次偏離比(ES_Dev)、公司信用風險(CR)、資產報酬率(ROA)、股東權益報酬率(ROE)、Tobin's Q、董監事實際持股比率(RealDS_OWN)、董監事名目持股比率(DS_OWN)、大股東持股比率(ST_OWN)、經理人持股比率(MA_OWN)、獨立董事比率(INDEP)與公司財測次數(FIN_UPDATE)皆呈負向關係。而與其他變數，盈餘股份偏離比(EF_Dev)、監察人內部化(S_IN)、機構法人持股比率(IN_OWN)、董事會規模(BOARD)、董事長與經理人分治(SEPARATE)、財報重編次數(FR_UPDATE)、分析師預測誤差(EPS_ERROR)、本益比(PE)、股票週轉率(TURNOVER)、負債比率(DEBT)、系統風險(BETA)與市值(Log MV)則為正向關係。

(三)、質押所引發的公司代理問題

表4探討假說一至三中所述對企業績效有負面影響的公司代理問題，驗證是否當年度董監事質押比率較高(Panel A)或上一年度質押比率較高(Panel B)，會擴大盈餘股份偏離與盈餘席次偏離程度、提高公司信用風險，以及使監察人獨立性較差。Panel C則同時納入當年度與上一年度董監事質押比率。

考量樣本資料同時存在橫斷面與時間序列特性，本研究採用 Petersen (2009) 的方法來調整迴歸估計之 t 值，以避免 t 值被高估的現象。表4 Panel A 欄(1)、欄(2)列示董監事當期股權質押對同期兩種盈餘與控制權偏離的影響。欄(1)中董監事當期質押比率(Pledge_t)的係數皆不顯著異於零，顯示當期質押對同期盈餘股份偏離比(EF_Dev)無顯著影響，符合本研究假說一 A。相反的，欄(2)中董監事當期質押比率(Pledge_t)對盈餘席次偏離比(ES_Dev)的迴歸係數為 -0.154，達 1%之顯著水準，表示當期董監事股權質押比率上升會造成盈餘席次偏離程度加大，符合本研究假說一 B。當董監事質押股票後，若買入更多自身或集團企業股票，會藉由較高持股取得更多的董監席次，且席次增加的幅度會高於股份增加的幅度，造成盈餘與席次控制權的偏離加大。由此可知控制股東盈餘席次偏離程度擴大是董監事股權質押之後，公司控制股東與小股東之間的代理問題惡化的結果。

而由表4 Panel A 欄(3)可看出，董監事當期質押比率(Pledge_t)與公司信用風險(CR)為正向顯著關係，表示董監質押比率愈高，公司信用風險愈高，結果

表 3 變數之間相關係數

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.	14.	15.	16.	17.	18.	19.	20.	21.	22.	23.	24.	
1.EF_Dev	1																								
2.ES_Dev	0.49	1																							
3.CR	0.12	0.16	1																						
4.S_IN	-0.03	-0.11	-0.13	1																					
5.ROA	0.01	0.09	-0.31	-0.06	1																				
6.ROE	0.00	0.08	-0.27	-0.05	0.91	1																			
7.Tobin's Q	-0.02	0.03	-0.35	-0.07	0.66	0.55	1																		
8.Pledge	0.02	-0.17	-0.03	0.12	-0.15	-0.14	-0.12	1																	
9.RealDS_OWN	-0.07	0.43	0.00	0.08	0.05	0.05	0.03	-0.38	1																
10.DS_OWN	-0.06	0.42	-0.00	0.11	0.01	0.02	-0.00	-0.13	0.95	1															
11.ST_OWN	0.16	0.38	0.03	0.05	0.04	0.05	0.01	-0.03	-0.10	-0.12	1														
12.MA_OWN	-0.39	-0.13	0.04	-0.16	0.12	0.12	0.09	-0.13	0.03	0.00	-0.07	1													
13.IN_OWN	-0.23	-0.03	-0.33	0.25	0.11	0.15	0.14	0.06	0.19	0.23	0.24	-0.20	1												
14.BOARD	-0.18	-0.16	-0.17	0.11	-0.09	-0.09	-0.08	0.02	0.02	0.02	-0.10	-0.07	0.16	1											
15.INDEP	0.01	0.25	0.10	-0.15	0.23	0.24	0.16	-0.23	0.04	-0.01	0.06	0.15	-0.05	-0.08	1										
16.SEPARATE	-0.13	-0.10	-0.08	0.03	-0.06	-0.03	-0.06	0.04	0.00	0.02	-0.01	-0.02	0.12	0.16	-0.05	1									
17.FIN_UPDATE	0.02	0.03	0.05	-0.00	0.05	0.04	0.07	-0.00	0.09	0.09	-0.05	0.09	-0.04	-0.03	-0.09	-0.06	1								
18.FR_UPDATE	-0.04	-0.03	0.00	0.01	-0.01	-0.00	0.00	0.01	-0.01	-0.01	-0.02	0.01	0.02	0.06	-0.02	0.01	0.07	1							
19.EPS_ERROR	-0.01	-0.05	0.07	0.01	-0.08	-0.08	-0.03	0.05	-0.05	-0.05	-0.02	-0.02	-0.00	-0.00	0.00	0.02	0.01	0.01	1						
20.PE	-0.02	-0.04	0.07	0.02	-0.14	-0.15	-0.02	0.03	-0.02	-0.02	-0.04	-0.00	0.00	-0.05	-0.01	-0.00	-0.00	0.06	0.06	1					
21.TURNOVER	-0.07	-0.28	0.04	-0.03	0.05	0.06	0.16	0.04	-0.30	-0.31	-0.25	-0.02	-0.15	-0.00	-0.04	0.01	0.02	0.08	0.04	0.04	1				
22.DEBT	0.00	-0.03	0.19	0.06	-0.30	-0.00	-0.37	0.11	-0.05	-0.01	-0.04	0.08	0.00	-0.01	0.08	0.00	0.02	0.06	0.00	-0.00	-0.00	1			
23.BETA	-0.11	-0.21	-0.07	0.02	-0.00	0.01	0.04	0.02	-0.16	-0.12	-0.01	-0.01	-0.04	0.08	0.00	0.00	0.02	-0.00	0.00	0.04	0.01	0.35	0.02	1	
24.LogMV	-0.19	-0.33	-0.67	0.23	0.18	0.21	0.31	0.19	-0.17	-0.14	-0.04	-0.15	0.48	0.25	-0.18	0.11	-0.06	0.03	0.01	-0.00	0.13	0.06	0.22	0.22	1

註：變數定義：盈餘分配權/股份控制權。該比率越小時越偏離。該比率越小時越偏離。該比率越小時越偏離。
 TEJ：變數定義：盈餘分配權/股份控制權。該比率越小時越偏離。該比率越小時越偏離。該比率越小時越偏離。
 度風險；7 至 9 等為高度風險。D 為企業已發生違約或倒帳(本研究令為第 10 等)。監察人內部化(S_IN)：公司監察人是否受控股東所控制。當 S_IN = 1 代表公司監察人受控股東所控制；當 S_IN = 0，代表公司監察人不受控股東所控制。資產報酬率(ROA)：稅後息前淨利/總資產。股東權益報酬率(ROE)：稅後淨利/股東權益。Tobin's Q (Proxy Q)：為衡量公司市場價值常用之指標。然在計算 Tobin's Q 時，必須知道公司資產的重置成本 (Replacement Cost)，因此項目無法取得，故本研究以 Proxy Q 取代，定義如下：(公司普通股權益市價+負債帳面價值)/資產帳面價值。單位：千元。當期董監質押比率(ST_OWN)：大股東持股份數/總股份數(交易所公佈之資訊，交易所定義持 10% 以上(不包括 10%)者為大股東)。董監質押比率(MA_OWN)：公司內部經理人持股份數/總股份數。大股東持股份數(IN_OWN)：(政府機構持股份+本國金融機構持股份+本國公司法人持股份+國外金融機構持股份+國外法人持股份+國外信託基金持股份) / 總股份數。董監質押比率(BOARD)：董事會人數。獨立董監比率(INDEP)：獨立董監持股份/總股份數。董事長與經理人分治(SEPARATE)：董事長沒有兼任總經理，若是令為 1，若否則令為 0。更新財預測：a. 財測次數(FIN_UPDATE)：每年發布財測次數。b. 財報重編次數(FR_UPDATE)：每年度財報重編次數。分析師每股盈餘預測誤差(EPS_ERROR)：ABS(每股盈餘首次預測值-實際每股盈餘/每股盈餘首次預測值)。本益比(P/E)：收盤價/最近 4 季合計之每股常規性淨利。需搭配財報發布時間，目前更新方式為每年 6/1、10/1、及 12/1 更新常規性淨利資料。首次上市需滿一年的次一年度 1/1 始計算。流動性：週轉率(TURNOVER)：成交量/流通股數*100%。負債比率(DEBT)：負債總額/資產總額*100%。風險(BETA)：各公司的系統風險，y = b₀ + b₁x + e。最小平方方法。x 為大盤，y 為個股，b₁ 即為 beta 值。公司規模(LogMV)：公司市值取對數。

亦符合本研究假說二。當董監事以股票質押套現後，會增加企業經營的不穩定與授信銀行的風險。

此外，由表4 Panel A 欄(4)可看出，董監事當期質押比率(Pledge_t)與監察人內部化(S_IN)為正向顯著關係，表示董監質押比率愈高，公司監察人內部化愈嚴重，結果亦符合本研究假說三。董監事將股權質押之後，可將其質押而來的資金強化自身對公司的控制力，若其目的是為了提高在公司的控制力以圖利自身，則會藉由控制監察人以左右公司的決策，使監察人有不獨立的現象產生，使監察人獨立較低，成為董監事股權質押之後，代理問題更加嚴重。

表4 Panel B將自變數董監事當期質押比率(Pledge_t)改為上期董監質押比率(Pledge_{t-1})，以檢測董監事股權質押比率的提高，是否會造成下一年度的兩種偏離程度加深、公司信用風險增加，與監察人獨立性降低。Panel B與Panel A的迴歸結果相似，且兩模型的解釋能力相近，主要的原因是當期質押比率(Pledge_t)與上期董監質押比率(Pledge_{t-1})兩者的相關性高達0.81。綜合表4結果，不論是董監事上一年度或本年度的股權質押，皆會擴大盈餘席次偏離程度、提高公司信用風險與加深監察人內部化情形，進而造成公司代理問題。

表4 Panel C則將董監事當期質押比率(Pledge_t)與上期董監質押比率(Pledge_{t-1})同時納入模型中。由欄(1)可得知，不論是上期質押比率(Pledge_{t-1})或當期董監質押比率(Pledge_t)對盈餘股份偏離比(EF_DEV)皆沒有顯著關係，與之前結論一致。而欄(2)結果顯示，董監事上期質押比率(Pledge_{t-1})與當期質押比率(Pledge_t)對盈餘席次偏離比(ES_Dev)的迴歸係數皆顯著小於零，同樣與前述研究結論一致。

而從表4 Panel C 欄(3)可得知，不論是當期質押比率(Pledge_t)或上期質押比率(Pledge_{t-1})皆會對公司的信用風險(CR)造成影響，然而當期質押比率(Pledge_t)的影響會較上期質押比率(Pledge_{t-1})較為強烈。欄(4)則顯示當期質押比率(Pledge_t)與上期質押比率(Pledge_{t-1})皆與監察人內部化(S_IN)為正向顯著關係，其中又以上期質押比率(Pledge_{t-1})的影響較為強烈，顯示雖然質押在當年度與下一年度皆會造成監察人內部化(S_IN)的代理問題，但其影響在下一年度比同年度更明顯，當年度質押提高對公司造成的傷害在下一年度才會反應。

表 4 質押對公司治理因素的影響

表 4 探討假說一至三中所述對企業績效有負面影響的公司治理因素，驗證是否當年度董監事質押比率較高(Panel A)或上一年度質押比率較高(Panel B)，會擴大盈餘股份偏離與盈餘席次偏離程度、提高公司信用風險與使監察人獨立性較差。Panel C 迴歸式同時納入當年度與上一年度董監事質押比率。應變數為 S_IN 時係採用 Logistic regression。括號中之數值為調整 Petersen (2009) 後之 t 值，*，**，***分別代表 10%，5% 以及 1%之顯著水準。

Panel A 當期質押對各代理問題的影響

	EF_Dev (1)	ES_Dev (2)	CR (3)	S_IN (4)
(常數)	125.748*** (7.68)	75.403*** (4.86)	21.400*** (25.74)	-0.792*** (-3.37)
Pledge _t	0.009 (0.20)	-0.154*** (-3.72)	0.005*** (2.80)	0.002*** (3.30)
DS_OWN	-0.016 (-0.25)	1.290*** (18.46)	-0.009*** (-3.68)	0.004*** (4.37)
ST_OWN	0.431*** (7.62)	1.441*** (23.74)	-0.000 (-0.15)	0.002*** (3.34)
MA_OWN	-3.780*** (-19.86)	-1.943*** (-11.75)	-0.022*** (-2.79)	-0.013*** (-2.97)
IN_OWN	-0.393*** (-9.94)	-0.367*** (-9.16)	0.000 (0.12)	0.001** (2.51)
FIN_UPDATE	1.731*** (3.95)	0.709 (0.77)		
FR_UPDATE	-2.462 (-1.62)	-0.732 (-0.72)		
EPS_ERROR	-0.266 (-1.11)	-0.203** (-2.00)		
TURNOVER	-0.007** (-2.33)	-0.003 (-1.23)		
BOARD			0.005 (0.40)	0.007** (2.31)
INDEP			-0.000 (-0.10)	-0.002*** (-2.96)
SEPARATE			-0.077 (-1.30)	
DEBT	0.025 (0.60)	-0.011 (-0.26)	0.021*** (9.52)	0.000 (1.19)
BETA	-2.108 (-1.48)	-1.564 (-1.63)	0.173 (1.42)	0.012 (0.98)
LogMV	-2.794 (-1.60)	-6.747*** (-4.26)	-1.780*** (-17.92)	0.124*** (4.96)
R ² /Pseudo R ²	31.72%	49.35%	53.18%	12.35%

Panel B 上期質押對各代理問題的影響

	EF_Dev (1)	ES_Dev (2)	CR (3)	S_IN (4)
(常數)	125.570*** (7.69)	73.990*** (4.82)	21.420*** (26.00)	-0.780*** (-3.34)
Pledge _{t-1}	0.003 (0.06)	-0.171*** (-4.07)	0.005*** (2.76)	0.002*** (3.55)
DS_OWN	-0.017 (-0.27)	1.288*** (18.27)	-0.009*** (-3.65)	0.004*** (4.46)
ST_OWN	0.430*** (7.62)	1.445*** (23.45)	-0.000 (-0.22)	0.002*** (3.32)
MA_OWN	-3.783*** (-19.69)	-1.957*** (-11.74)	-0.022*** (-2.81)	-0.013*** (-2.96)
IN_OWN	-0.393*** (-9.95)	-0.367*** (-9.10)	0.000 (0.12)	0.001** (2.55)
FIN_UPDATE	1.735*** (3.96)	0.648 (0.71)		
FR_UPDATE	-2.461 (-1.61)	-0.849 (-0.85)		
EPS_ERROR	-0.264 (-1.11)	-0.212** (-2.14)		
TURNOVER	-0.007** (-2.33)	-0.003 (-1.21)		
BOARD			0.005 (0.42)	0.007** (2.33)
INDEP			-0.000 (-0.12)	-0.002*** (-2.92)
SEPARATE			-0.080 (-1.36)	
DEBT	0.025 (0.60)	-0.009 (-0.20)	0.021*** (9.51)	0.000 (1.17)
BETA	-2.113 (-1.47)	-1.630* (-1.65)	0.174 (1.42)	0.013 (1.05)
LogMV	-2.768 (-1.59)	-6.589*** (-4.21)	-1.782*** (-18.09)	0.122*** (4.92)
R ² /Pseudo R ²	31.72%	49.50%	53.16%	12.40%

Panel C 上期質押與當期質押對各代理問題的影響

	EF_Dev (1)	ES_Dev (2)	CR (3)	S_IN (4)
(常數)	125.627*** (7.67)	73.874*** (4.80)	21.422*** (25.90)	-0.780*** (-3.33)
Pledge _t	0.018 (0.40)	-0.038* (-1.76)	0.003* (1.87)	0.000* (1.74)
Pledge _{t-1}	-0.011 (-0.22)	-0.142*** (-2.58)	0.002* (1.65)	0.001*** (3.07)

董監事股權質押與公司治理之研究

	EF_Dev (1)	ES_Dev (2)	CR (3)	S_IN (4)
DS_OWN	-0.017 (-0.26)	1.287*** (18.33)	-0.009*** (-3.63)	0.005*** (4.46)
ST_OWN	0.431*** (7.59)	1.443*** (23.52)	-0.000 (-0.17)	0.002*** (3.32)
MA_OWN	-3.781*** (-19.75)	-1.961*** (-11.82)	-0.022*** (-2.77)	-0.013*** (-2.94)
IN_OWN	-0.393*** (-9.95)	-0.367*** (-9.12)	0.000 (0.11)	0.001** (2.53)
FIN_UPDATE	1.727*** (3.95)	0.663 (0.73)		
FR_UPDATE	-2.470 (-1.63)	-0.831 (-0.83)		
EPS_ERROR	-0.266 (-1.10)	-0.207** (-2.05)		
TURNOVER	-0.007** (-2.32)	-0.003 (-1.22)		
BOARD			0.005 (0.42)	0.007** (2.33)
INDEP			-0.000 (-0.04)	-0.002*** (-2.87)
SEPARATE			-0.079 (-1.33)	
DEBT	0.025 (0.60)	-0.008 (-0.19)	0.021*** (9.49)	0.000 (1.15)
BETA	-2.114 (-1.47)	-1.628* (-1.65)	0.174 (1.42)	0.013 (1.05)
LogMV	-2.780 (-1.59)	-6.565*** (-4.17)	-1.783*** (-18.01)	0.122*** (4.89)
R ² /Pseudo R ²	31.72%	49.51%	53.21%	12.43%

註：各變數定義：**盈餘股份偏離比(%) (EF_Dev)**：盈餘分配權/股份控制權。本研究所用，比率越小越偏離。**盈餘席次偏離比(%) (ES_Dev)**：盈餘分配權/席次控制權。本研究所用，比率越小越偏離。**TEJ 信用風險指標(Taiwan Corporate Credit Risk Index)(CR)**：TCRI 愈大表示財務結構愈不健全，或會計資訊品質愈差。係依企業的信用風險高低分為 9 等，其中 1 至 4 等為低度風險；5、6 等為中度風險；7 至 9 等為高度風險；D 為企業已發生違約或倒帳(本研究令為第 10 等)。**監察人內部化(S_IN)**：公司監察人是否受控制股東所控制。當 S_IN = 1，代表公司監察人受控制股東控制；當 S_IN = 0，代表公司監察人不受控制股東控制。**上期董監質押比率(Pledge_{t-1})**：上一年底董監事質押股數/上一年底董監事持股數。**當期董監質押比率(Pledge_t)**：年底董監事質押股數/年底董監事持股數。**董監實際持股比率(RealDS_OWN)**：董監持股比率－董監質押股數/總股數。**董監持股比率(DS_OWN)**：董監事持股數/總股數。**大股東持股比率(ST_OWN)**：大股東持股數/總股數(交易所公佈之資訊,交易所定義持股 10% 以上(不包括 10%)者為大股東)。**經理人持股比率(MA_OWN)**：公司內部經理人或集團經理人持股數/總股數。**機構法人持股比率(IN_OWN)**：(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+僑外信託基金持股)/總股數。**更新財務預測**：a. 財測次數(FIN_UPDATE)：當年發布財測次數。b. 財報重編次數(FR_UPDATE)：當年度財報重編次數。**分析師每股盈餘預測誤差(EPS_ERROR)**：ABS(每股盈餘首次預測值-實際每股盈餘/每股盈餘首次預測值)。**流動性：週轉率(TURNOVER)**：成交量/流通股數*100%。**董事會規模(BOARD)**：董事會人數。**獨立董監比率(INDEP)**：獨立董監席次/董監席次*100%。**董事長與經理人分治(SEPARATE)**：董事長沒有兼任總經理，若是令為 1，若否則令為 0。**負債比率(DEBT)**：負債總額/資產總額 *100%。**風險(BETA)**：各公司的系統風險， $y = \beta_0 + \beta_1 x + e$ 最小平方方法；x 為大盤，y 為個股， β_1 即為 beta 值。**公司規模(LogMV)**：公司市值取對數。

(四)、董監事名目持股與實質持股對公司績效之影響

表5比較各質押比率下，董監事名目持股率(DS_OWN)與實質持股(RealDS_OWN)的差異。可以看出隨著質押比率愈高，兩者的差異也愈來愈大。

表 5 各質押比率下，董監事名目持股(DS_OWN)與實質持股(RealDS_OWN)的差異

質押比率分組	個數	平均數	標準差	最小值	最大值
0%-10%					
DS_OWN (%)	2692	25.18	12.21	5.03	64.18
RealDS_OWN (%)	2692	24.98	12.18	5.02	64.18
10%-20%					
DS_OWN (%)	313	21.48	11.25	3.91	58.82
RealDS_OWN (%)	313	18.31	9.63	3.26	52.87
20%-30%					
DS_OWN (%)	202	25.18	11.65	3.92	64.95
RealDS_OWN (%)	202	24.98	8.84	3.06	51.93
30%-40%					
DS_OWN (%)	195	19.66	10.31	5.27	50.62
RealDS_OWN (%)	195	12.83	6.72	3.40	32.36
40%-50%					
DS_OWN (%)	132	22.15	12.12	5.14	62.99
RealDS_OWN (%)	132	12.23	6.71	3.00	34.18
50%-60%					
DS_OWN (%)	75	22.78	11.65	5.89	53.10
RealDS_OWN (%)	75	10.28	5.41	2.55	25.79
60%-70%					
DS_OWN (%)	24	17.94	11.36	6.10	39.98
RealDS_OWN (%)	24	6.78	4.25	2.38	15.40

表6比較全部樣本與高質押比率樣本(質押比率30%或40%以上的公司)⁹，其董監名目持股(DS_OWN)與實際持股(RealDS_OWN)對績效影響的差異。Panel A 為全部樣本公司其董監事名目持股(DS_OWN)與實際持股(RealDS_OWN)對績效(ROA與ROE)的影響；Panel B與Panel C分別為質押比率在30%以上與40%以上樣本公司的結果。另由於衡量公司績效的Tobin's Q會將市場上投資者的反應考慮其中，其衡量方式異於ROA與ROE，故本研究將其結果另列於Panel D。

Panel A (全部樣本)中欄(1)至欄(4)的結果均顯示，在全部樣本中董監事不論是名目持股(DS_OWN)亦或實質持股(RealDS_OWN)，皆對ROA與ROE有顯著正向關係。該結果顯示，一般而言，不管是董監事的名目持股或實際持股率，兩者都能反映董監事的監督意願。

然而對高質押公司而言，結果卻不然。Panel B (質押比率在30%以上之樣本公司)的欄(1)與欄(3)均顯示，董監事名目持股(DS_OWN)與ROA及ROE沒有顯著相關，而欄(2)與欄(4)的結果均支持，董監事實質持股(RealDS_OWN)對ROA與ROE呈現正向顯著的關係，可見對於高質押比率的公司而言，董監事實際持股愈高，則代表公司實際經營績效的ROA與ROE會愈高。Panel C (質押比率在40%以上之樣本公司)結果與Panel B (質押比率在30%以上之樣本公司)類似，該結果皆隱含董監事名目持股(DS_OWN)並無法真正代表其對公司的制衡與監督力量，其真正可以讓董監事將自身利益與公司相結合的誘因，必須視其扣除質押部分的實際持股比率(RealDS_OWN)而定。當董監事實際持股越多，董監事實際出資額較多，對公司的營運與績效會更加重視，董監事也才能真正發揮對公司制衡與監督的力量，進而提升公司績效。

然而在Panel D的迴歸結果中，整體而言不論董監名目持股比率(DS_OWN)或實際持股比率(RealDS_OWN)對於衡量績效變數的Tobin's Q，皆呈現正向顯著關係，隱含儘管高質押公司董監事名目持股無法反映董監的監督意願，市場

⁹ 30%或40%是一種主觀的(arbitrary)選定，我們的論點是董監事持股質押高到一定的比率後，才有明顯的實質持股與名目持股的差異，如果質押比率不夠高，名目持股基本上接近實質持股，所以名目持股對於公司績效的影響與實質持股對於公司績效的影響相當。但當持股質押比率高時，則只有實質股對於公司績效有影響，名目持股則沒有。而當我們分別以20%與10%為分界點時，在低質押與高質押公司名目持股與實質持股對公司績效都有影響，顯示20%與10%並不能適當的區分出董監事高質押與低質押持股，所以才用30%或40%。如果以45%作為區分，我們也是得到在高質押公司只有實質股對於公司績效有影響的結果。

表 6 董監名目持股與實際持股對績效的影響

Panel A, B 與 C 探討董監事名目持股與實際持股對公司績效 (ROA 與 ROE) 的影響, Panel A 包含全部樣本公司, 樣本數為 3634 筆。Panel B 僅包含質押比率在 30% 以上公司, Panel C 僅包含質押比率在 40% 以上公司, 樣本數分別為 426 筆及 231 筆。Panel D 將績效變數改為 Tobin's Q, 括號中之數值為調整 Petersen (2009) 後之 t 值, *, **, *** 分別代表 10%, 5% 以及 1% 之顯著水準。

Panel A (全部樣本)

	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROE	(4) ROE
(常數)	-14.928*** (-6.65)	-15.935*** (-6.97)	-34.749*** (-8.25)	-37.062*** (-8.84)
DS_OWN	0.031*** (3.04)		0.057*** (3.41)	
RealDS_OWN		0.042*** (3.99)		0.081*** (4.56)
ST_OWN	0.027** (2.19)	0.029** (2.39)	0.044* (1.93)	0.051** (2.20)
MA_OWN	0.200*** (4.75)	0.196*** (4.59)	0.389*** (4.91)	0.381*** (4.75)
IN_OWN	0.008 (1.03)	0.006 (0.80)	0.024* (1.70)	0.019 (1.40)
BOARD	-0.222*** (-5.78)	-0.223*** (-5.80)	-0.385*** (-5.54)	-0.387*** (-5.57)
INDEP	0.080*** (8.57)	0.078*** (8.37)	0.147*** (8.42)	0.144*** (8.24)
SEPARATE	-0.405* (-1.89)	-0.392* (-1.85)	-0.680* (-1.81)	-0.654* (-1.75)
PE	-0.004*** (-4.39)	-0.004*** (-4.43)	-0.008*** (-3.66)	-0.008*** (-3.70)
TURNOVER	0.001* (1.83)	0.002* (1.95)	0.003* (1.82)	0.003** (1.98)
DEBT	-0.108*** (-14.79)	-0.107*** (-14.47)	-0.007 (-0.63)	-0.005 (-0.42)
BETA	-0.639 (-1.39)	-0.634 (-1.39)	-1.018 (-1.36)	-1.004 (-1.36)
LogMV	2.835*** (11.08)	2.917*** (11.27)	4.877*** (10.05)	5.062*** (10.54)
R-square	26.76%	27.09%	19.93%	20.41%

Panel B (質押比率在 30% 以上之樣本公司)

	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROE	(4) ROE
(常數)	-15.514*** (-2.88)	-15.845*** (-3.15)	-33.528*** (-3.02)	-35.050*** (-3.45)

董監事股權質押與公司治理之研究

	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROE	(4) ROE
DS_OWN	0.006 (0.36)		-0.010 (-0.26)	
RealDS_OWN		0.018*** (2.79)		0.011** (2.12)
ST_OWN	0.021 (1.15)	0.022 (1.22)	0.055 (1.47)	0.060 (1.64)
MA_OWN	0.187** (2.17)	0.183** (2.13)	0.322* (1.73)	0.316* (1.68)
IN_OWN	0.023** (2.53)	0.022** (2.32)	0.065*** (3.05)	0.061*** (2.84)
BOARD	-0.179*** (-3.26)	-0.180*** (-3.22)	-0.342*** (-3.99)	-0.342*** (-3.89)
INDEP	0.030** (2.21)	0.030** (2.22)	0.059* (1.93)	0.060* (1.95)
SEPARATE	-0.666 (-1.38)	-0.683 (-1.41)	-0.656 (-0.66)	-0.713 (-0.71)
PE	-0.007*** (-3.20)	-0.007*** (-3.16)	-0.016*** (-3.28)	-0.016*** (-3.26)
TURNOVER	0.004*** (4.60)	0.004*** (4.61)	0.008*** (4.07)	0.008*** (4.12)
DEBT	-0.058*** (-3.68)	-0.058*** (-3.68)	0.014 (0.53)	0.014 (0.51)
BETA	-1.855*** (-4.26)	-1.864*** (-4.19)	-2.375*** (-2.35)	-2.335** (-2.23)
LogMV	2.602*** (5.04)	2.629*** (5.41)	4.436*** (4.09)	4.562*** (4.54)
R-square	26.85%	26.90%	22.02%	22.01%

Panel C (質押比率在 40%以上之樣本公司)

	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROE	(4) ROE
(常數)	-22.071*** (-3.65)	-23.931*** (-3.84)	-44.595*** (-3.66)	-48.558*** (-3.91)
DS_OWN	-0.000 (-0.04)		-0.029 (-0.76)	
RealDS_OWN		0.029** (1.96)		0.010** (2.17)
ST_OWN	0.023 (0.67)	0.028 (0.81)	0.053 (0.81)	0.065 (0.97)
MA_OWN	0.158 (0.85)	0.154 (0.84)	0.239 (0.57)	0.237 (0.57)
IN_OWN	0.019 (0.95)	0.014 (0.72)	0.072* (1.76)	0.062 (1.50)
BOARD	-0.161** (-2.53)	-0.161** (-2.51)	-0.331*** (-2.84)	-0.327*** (-2.77)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROA	ROA	ROE	ROE
INDEP	0.044 (1.52)	0.046 (1.57)	0.098* (1.78)	0.102* (1.83)
SEPARATE	0.084 (0.10)	0.049 (0.06)	1.338 (0.75)	1.263 (0.72)
PE	-0.008*** (-4.34)	-0.008*** (-4.47)	-0.019*** (-4.30)	-0.018*** (-4.45)
TURNOVER	0.004*** (3.34)	0.004*** (3.38)	0.005*** (2.59)	0.006*** (2.68)
DEBT	-0.063*** (-3.38)	-0.063*** (-3.39)	-0.000 (-0.03)	-0.000 (-0.03)
BETA	-2.352*** (-2.94)	-2.340*** (-2.88)	-2.586 (-1.33)	-2.485 (-1.26)
LogMV	3.325*** (5.01)	3.485*** (5.14)	5.575*** (4.26)	5.907*** (4.44)
R-square	34.08%	34.23%	30.59%	30.45%

Panel D

	Tobin's Q					
	全體樣本		質押比率 30%以上		質押比率 40%以上	
(常數)	-2.992*** (-6.77)	-3.077*** (-7.19)	-3.401*** (-4.43)	-3.265*** (-4.66)	-4.245*** (-4.64)	-4.235*** (-4.99)
DS_OWN	0.005*** (3.39)		0.005** (2.12)		0.006* (1.78)	
RealDS_O WN		0.006*** (4.12)		0.007** (2.26)		0.011** (2.00)
ST_OWN	0.003** (2.43)	0.003** (2.51)	0.004* (1.71)	0.004 (1.50)	0.007*** (2.72)	0.006** (2.55)
MA_OWN	0.023*** (5.11)	0.023*** (4.91)	0.050*** (2.61)	0.050*** (2.60)	0.063** (2.20)	0.062** (2.11)
IN_OWN	0.000 (0.31)	0.000 (0.21)	0.003*** (2.75)	0.003*** (3.07)	0.001 (1.03)	0.001 (0.95)
BOARD	-0.029*** (-5.76)	-0.029*** (-5.77)	-0.026*** (-3.26)	-0.027*** (-3.25)	-0.025** (-2.40)	-0.026** (-2.38)
INDEP	0.008*** (6.82)	0.008*** (6.48)	0.002 (1.38)	0.002 (1.28)	0.004* (1.68)	0.004* (1.69)
SEPARAT E	-0.060* (-1.73)	-0.058* (-1.69)	-0.076 (-1.11)	-0.073 (-1.06)	-0.126 (-0.99)	-0.127 (-1.00)
PE	-0.000 (-1.08)	-0.000 (-1.04)	-0.000 (-1.04)	-0.000 (-0.95)	-0.000 (-0.21)	-0.000 (-0.18)
TURNOV ER	0.000*** (4.15)	0.000*** (4.27)	0.001*** (5.15)	0.001*** (5.12)	0.001*** (6.30)	0.001*** (6.40)
DEBT	-0.016*** (-17.88)	-0.016*** (-17.68)	-0.009*** (-5.07)	-0.009*** (-5.02)	-0.010*** (-4.49)	-0.010*** (-4.43)
BETA	-0.088* (-1.71)	-0.088* (-1.71)	-0.437*** (-4.97)	-0.450*** (-5.09)	-0.534*** (-4.55)	-0.550*** (-4.55)

董監事股權質押與公司治理之研究

	Tobin's Q					
	全體樣本		質押比率 30%以上		質押比率 40%以上	
LogMV	0.489*** (9.48)	0.496*** (9.74)	0.487*** (5.52)	0.475*** (5.77)	0.589*** (5.73)	0.590*** (6.04)
R-square	36.97%	37.29%	45.63	45.36%	49.33%	49.35%

註：各變數定義：**資產報酬率(ROA)**：稅後息前淨利/總資產。**股東權益報酬率(ROE)**：稅後淨利/股東權益。**Tobin's Q (Proxy Q)**：為衡量公司市場績效常用之指標，然而在計算Tobin's Q時，必須知道公司資產的重置成本(Replacement Cost)，因此項目無法取得，故本研究以Proxy Q取代，定義如下：(公司普通股權益市值+負債帳面價值)/資產帳面價值，單位：千元。**董監持股比率(DS_OWN)**：董監事持股數/總股數。**董監實際持股比率(RealDS_OWN)**：董監持股比率-董監質押股數/總股數。**大股東持股比率(ST_OWN)**：大股東持股數/總股數(交易所公佈之資訊,交易所定義持股10%以上(不包括10%)者為大股東)。**經理人持股比率(MA_OWN)**：公司內部經理人或集團經理人持股數/總股數。**機構法人持股比率(IN_OWN)**：(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+僑外信託基金持股)/總股數。**董事會規模(BOARD)**：董事會人數。**獨立董監比率(INDEP)**：獨立董監席次/董監席次*100%。**董事長與經理人分治(SEPARATE)**：董事長沒有兼任總經理，若是令為1，若否則令為0。**本益比(P/E)**：收盤價/最近4季合計之每股常續性淨利。需搭配財報發布時間，目前更新方式為每年6/1、10/1、及12/1更新常續性淨利資料，首次上市需滿一年的次一年度1/1始計算。**流動性：週轉率(TURNOVER)**：成交量/流通股數*100%。**負債比率(DEBT)**：負債總額/資產總額*100%。**風險(BETA)**：各公司的系統風險， $y = \beta_0 + \beta_1 x + \epsilon$ 最小平方方法；x為大盤，y為個股， β 即為beta值。**公司規模(LogMV)**：公司市值取對數。

上大部分的投資人並沒有意識到董監事將其股權質押對公司所造成的影響，這代表市場上的投資人只要看到公司董監事持股提高就以為公司董監事的利益與本身的利益較為一致，而對於公司的未來較有信心，也就反映在公司的股價上，使得Tobin's Q提高，這是天真(naïve)的現象，可見台灣的投資人大部份是天真(naïve)的散戶，而不是精明(sophisticated)的機構投資人。

在控制變數部分，整體而言大股東持股比率(ST_OWN)與經理人持股比率(MA_OWN)皆與公司績效成顯著正相關，符合Jensen & Meckling (1976) 的利益收斂假說，亦即當管理者持股愈多時，會將自身利益與股東利益緊密結合，可增加公司績效。當然也有可能是因為公司的績效良好，而使得大股東及經理人願意增加持股以獲取利益 (Chou et al., 2007)。而Shleifer & Vishny (1997) 也指出當公司所有權愈集中，公司所有者會有較大的誘因及力量監督公司的營運，會增加公司價值。在董事會規模(BOARD)方面，董事會規模(BOARD)與公司績效呈顯著負向關係。顯示當公司董事會規模過大可能會降低董事會的效率性、失去對公司的制衡與監督效果，因而降低公司績效。

在衡量市場流動性的股票週轉率(TURNOVER)方面，整體而言其與公司績效呈正向顯著關係，代表市場流動性越高的公司，其公司績效會較佳。而在負債比率(DEBT)與公司系統性風險(BETA)方面，整體而言負債比率(DEBT)

與公司系統性風險(BETA)皆與公司績效呈顯著負向關係。當負債比率過高代表公司需負擔龐大的利息支出，公司系統性風險過高代表公司易受經濟不景氣的影響，公司皆越有可能發生財務危機，兩者對公司績效皆有負面影響。在公司市值(Log MV)方面，公司市值(Log MV)與公司績效皆呈顯著正向關係，代表市值越大的公司其公司績效會較佳。

五、更多的測試

(一) 考慮董監事股權質押與四個代理問題變數的內生性問題

本文所探討董監事股權質押對盈餘與盈餘與股份控制權偏離(EF_Dev)、盈餘與席次控制權偏離(ES_Dev)、信用風險(CR)、監察人內部化(S_IN)的影響均為單向關係。考量到董監事質押可能與這四個代理變數可能存在內生性(endogeneity)的問題，本研究在這一節進一步考慮內生性，將董監事股權質押與四個代理問題相關變數(盈餘與股份控制權偏離、盈餘與席次控制權偏離、信用風險、監察人內部化)視為內生變數，採兩階段迴歸分析法進行檢測，實證結果列示於表 7，所得結果與原先實證結果一致，支持原假說：質押比率不影響盈餘與股份控制權偏離(假說一 A)，但質押比率愈高，會造成盈餘與席次控制權偏離愈大(假說一 B)、信用風險愈高(假說二)、監察人獨立性愈低(假說三)。

表 7 2SLS 迴歸處理董監事股權質押與四個代理問題相關變數

(盈餘與股份控制權偏離 EF_Dev、盈餘與席次控制權偏離 ES_Dev、信用風險 CR、監察人內部化 S_IN)的內生性問題

	EF_Dev	Pledge _t	ES_Dev	Pledge _t
(常數)	96.940*** (17.02)	-64.733*** (-12.72)	27.982*** (3.88)	0.261 (0.05)
Pledge _t	0.100 (0.42)		-0.724** (-2.39)	

董監事股權質押與公司治理之研究

	EF_Dev	Pledge _t	ES_Dev	Pledge _t
EF_Dev/ES_Dev		0.132*** (6.99)		-0.208*** (-15.81)
DS_OWN	0.068 (0.49)		0.961*** (5.45)	
ST_OWN	0.489*** (7.74)		1.327*** (16.62)	
MA_OWN	-3.721*** (-21.70)		-2.351*** (-10.85)	
IN_OWN	-0.452*** (-14.22)		-0.378*** (-9.41)	
FIN_UPDATE	1.744*** (3.71)		1.539*** (2.59)	
FR_UPDATE	-2.434** (-2.09)		-0.883 (-0.60)	
EPS_ERROR	-0.298* (-1.71)		-0.059 (-0.27)	
TURNOVER	-0.009*** (-3.46)		-0.013*** (-3.96)	
DEBT		0.101*** (6.26)		0.096*** (5.79)
BETA		-0.045 (-0.10)		-2.124*** (-4.65)
LogMV		6.002*** (13.14)		1.559*** (3.13)
R ²	31.52%	6.12%	41.99%	10.52%

	CR	Pledge _t	S_IN	Pledge _t
(常數)	3.430*** (6.91)	-729.328*** (-10.24)	0.269** (2.32)	-51.889*** (-10.34)
Pledge _t	0.111*** (5.15)		0.010** (1.99)	
CR / S_IN		33.599*** (9.71)		-6.696*** (-2.92)
DS_OWN	0.066*** (5.89)		0.007*** (2.67)	
ST_OWN	0.033*** (7.17)		0.002** (2.28)	
MA_OWN	0.019 (1.40)		-0.011*** (-3.85)	
IN_OWN	-0.035*** (-12.86)		0.003*** (4.83)	
BOARD	-0.028** (-2.50)		0.011*** (4.35)	
INDEP	2.562*** (6.06)		-0.186* (-1.90)	

	CR	Pledge _t	S_IN	Pledge _t
SEPARATE	-0.138** (-1.98)			
DEBT		-0.644*** (-7.51)		0.114*** (6.75)
BETA		-7.028*** (-5.79)		-0.616 (-1.38)
LogMV		62.301*** (10.41)		6.292*** (10.07)
R ² /Pseudo R ²	8.37%	3.43%	9.70%	4.91%

註：各變數定義：**盈餘股份偏離比%(EF_Dev)**：盈餘分配權/股份控制權。本研究所用，比率越小越偏離。**盈餘席次偏離比%(ES_Dev)**：盈餘分配權/席次控制權。本研究所用，比率越小越偏離。**TEJ 信用風險指標(Taiwan Corporate Credit Risk Index)(CR)**：TCRI 愈大表示財務結構愈不健全，或會計資訊品質愈差。係依企業的信用風險高低分為 9 等，其中 1 至 4 等為低度風險；5、6 等為中度風險；7 至 9 等為高度風險；D 為企業已發生違約或倒帳(本研究令為第 10 等)。**監察人內部化(S_IN)**：公司監察人是否受控制股東所控制。當 S_IN = 1，代表公司監察人受控制股東控制；當 S_IN = 0，代表公司監察人不受控制股東控制。**上期董監質押比率(Pledge_{t-1})**：上一年底董監事質押股數/上一年底董監事持股數。**當期董監質押比率(Pledge_t)**：年底董監事質押股數/年底董監事持股數。**董監實際持股比率(RealDS_OWN)**：董監持股比率－董監質押股數/總股數。**董監持股比率(DS_OWN)**：董監事持股數/總股數。**大股東持股比率(ST_OWN)**：大股東持股數/總股數(交易所公佈之資訊,交易所定義持股 10% 以上(不包括 10%)者為大股東)。**經理人持股比率(MA_OWN)**：公司內部經理人或集團經理人持股數/總股數。**機構法人持股比率(IN_OWN)**：(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+僑外信託基金持股)/總股數。**更新財務預測**：a. 財測次數(FIN_UPDATE)：當年發布財測次數。b. 財報重編次數(FR_UPDATE)：當年度財報重編次數。**分析師每股盈餘預測誤差(EPS_ERROR)**：ABS(每股盈餘首次預測值-實際每股盈餘/每股盈餘首次預測值)。**流動性：週轉率(TURNOVER)**：成交量/流通股數*100%。**董事會規模(BOARD)**：董事會人數。**獨立董監比率(INDEP)**：獨立董監席次/董監席次*100%。**董事長與經理人分治(SEPARATE)**：董事長沒有兼任總經理，若是令為 1，若否則令為 0。**負債比率(DEBT)**：負債總額 / 資產總額 *100%。**風險(BETA)**：各公司的系統風險， $y = \beta_0 + \beta_1 x + \varepsilon$ 最小平方法；x 為大盤，y 為個股， β_1 即為 beta 值。**公司規模(LogMV)**：公司市值取對數。

(二) 假說一、二及三的檢測，控制變數改採董監事實際持股比率

從表 2 及表 5 發現董監事實際持股比率與董監事名目持股比率存在差異性，為了讓假說一、二及三的檢測更具周延性，本研究另外以董監事實際持股比率代替名目持股率當作迴規模型(1)到(4)的控制變數，實證結果列於表 8。表 8 延續表 4 Panel A，與表 4 的差異在於將自變數中董監事持股變數由名目持股(DS_OWN)改為實際持股比率(RealDS_OWN)。表 8 與表 4 Panel A 相同，驗證是否當年度董監事質押比率較高(Panel A) 會擴大盈餘股份偏離與盈餘席次偏離程度、提高公司信用風險與使監察人獨立性較差。比較表 4 Panel A 與

表 8 發現，無論採用董監事實際持股比率或名目持股率，均得到相同結論，假說一、二、三均獲得支持¹⁰。

表 8 當期質押對各代理問題之影響

本表延續表 4 Panel A，與表 4 的差異在於將自變數中董監事持股變數由名目持股 (DS_OWN)改為實際持股比率(RealDS_OWN)。應變數為 S_IN 時係採用 Logistic regression。括號中之數值為調整 Petersen (2009) 後之 t 值，*，**，***分別代表 10%，5% 以及 1%之顯著水準。

	EF_Dev (1)	ES_Dev (2)	CR (3)	S_IN (4)
(常數)	126.962*** (7.77)	79.086*** (5.02)	21.373*** (25.71)	-8.792*** (-5.57)
Pledge _t	0.001 (0.02)	-0.138*** (-2.91)	0.003* (1.75)	0.002*** (4.15)
RealDS_OWN	-0.033 (-0.47)	1.345*** (17.25)	-0.010*** (-3.75)	0.034*** (4.78)
ST_OWN	0.426*** (7.58)	1.345*** (23.64)	-0.000 (-0.12)	0.002*** (3.34)
MA_OWN	-3.781*** (-19.83)	-1.940*** (-11.89)	-0.022*** (-2.79)	-0.066*** (-3.16)
IN_OWN	-0.390*** (-9.87)	-0.352*** (-8.79)	0.000 (0.05)	0.011** (2.51)
FIN_UPDATE	1.757*** (3.96)	0.652 (0.73)		
FR_UPDATE	-2.475 (-1.64)	-0.604 (-0.56)		
EPS_ERROR	-0.267 (-1.11)	-0.252** (-2.24)		
TURNOVER	-0.007** (-2.36)	-0.003 (-1.20)		
BOARD			0.005 (0.41)	0.064** (2.33)
INDEP			-0.017 (-0.10)	-1.338*** (-3.16)
SEPARATE			-0.080 (-1.34)	

¹⁰ 表 4 Panel B 探討上一期質押的對各代理問題的影響，Panel C 則同時納入當期質押與上一期質押的影響。這部分也同樣做了對應檢測，僅將控制變數由名目持股率改為實際持股率，結果仍不改變表 4 Panel B 與 C 結果所得到的結論。因節省篇幅，表 8 僅列出當期質押對各代理問題的影響。

	EF_Dev (1)	ES_Dev (2)	CR (3)	S_IN (4)
DEBT	0.024 (0.58)	-0.007 (-0.18)	0.021*** (9.51)	0.005 (1.33)
BETA	-2.126 (-1.49)	-1.563 (-1.58)	0.173 (1.42)	0.053 (0.61)
LogMV	-2.872* (-1.65)	-7.310*** (-4.55)	-1.776*** (-17.86)	0.795*** (4.70)
R ² /Pseudo R ²	31.73%	48.61%	53.15%	12.99%

註：各變數定義：**盈餘股份偏離比%(EF_Dev)**：盈餘分配權/股份控制權。本研究所用，比率越小越偏離。**盈餘席次偏離比%(ES_Dev)**：盈餘分配權/席次控制權。本研究所用，比率越小越偏離。**TEJ 信用風險指標(Taiwan Corporate Credit Risk Index)(CR)**：TCRI 愈大表示財務結構愈不健全，或會計資訊品質愈差。係依企業的信用風險高低分為 9 等，其中 1 至 4 等為低度風險；5、6 等為中度風險；7 至 9 等為高度風險；D 為企業已發生違約或倒帳(本研究令為第 10 等)。**監察人內部化(S_IN)**：公司監察人是否受控制股東所控制。當 S_IN = 1，代表公司監察人受控制股東控制；當 S_IN = 0，代表公司監察人不受控制股東控制。**上期董監質押比率(Pledge_{t-1})**：上一年底董監事質押股數/上一年底董監事持股數。**當期董監質押比率(Pledge_t)**：年底董監事質押股數/年底董監事持股數。**董監實際持股比率(RealDS_OWN)**：董監持股比率－董監質押股數/總股數。**董監持股比率(DS_OWN)**：董監事持股數/總股數。**大股東持股比率(ST_OWN)**：大股東持股數/總股數(交易所公佈之資訊,交易所定義持股 10%以上(不包括 10%)者為大股東)。**經理人持股比率(MA_OWN)**：公司內部經理人或集團經理人持股數/總股數。**機構法人持股比率(IN_OWN)**：(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+僑外信託基金持股)/總股數。**更新財務預測**：a. 財測次數(FIN_UPDATE)：當年發布財測次數。b. 財報重編次數(FR_UPDATE)：當年度財報重編次數。**分析師每股盈餘預測誤差(EPS_ERROR)**：ABS(每股盈餘首次預測值-實際每股盈餘/每股盈餘首次預測值)。**流動性：週轉率(TURNOVER)**：成交量/流通股數*100%。**董事會規模(BOARD)**：董事會人數。**獨立董監比率(INDEP)**：獨立董監席次/董監席次*100%。**董事長與經理人分治(SEPARATE)**：董事長沒有兼任總經理，若是令為 1，若否則令為 0。**負債比率(DEBT)**：負債總額 / 資產總額 *100%。**風險(BETA)**：各公司的系統風險， $y = \beta_0 + \beta_1 x + \varepsilon$ 最小平方法；x 為大盤，y 為個股， β_1 即為 beta 值。**公司規模(LogMV)**：公司市值取對數。

六、結論與建議

根據本研究實證結果，當公司董監事上期質押比率或當期董監質押比率較高，公司盈餘席次偏離程度會越大；公司董監事上期質押比率或當期董監質押比率越高，其信用風險會越高、監察人內部化情形也越嚴重。代表公司董監質押比率提高之後，會藉由擴大盈餘席次偏離程度與股份席次的偏離程度、增加公司的信用風險與加深監察人內部化等代理問題而降低公司績效。符合本研究假說一、假說二與假說三。

實證結果也發現，對於高質押的公司而言，實際持股對公司 ROA 與 ROE

的影響為正向且顯著，其迴歸解釋能力也較董監事名目持股高，可見扣除質押比率後的董監實際持股比率是監督意願較佳的衡量。當董監事實際持股越多，董監事實際出資額較多，對公司的營運與績效會更加重視，董監事也才能真正發揮對公司制衡與監督的力量，符合本研究假說四。然而對於衡量績效變數的Tobin's Q 方面，不論名目持股或實際持股皆與其呈現正向顯著關係，隱含市場上大部分的投資人並沒有意識到董監事將其股權質押對公司所造成的負面影響，可見台灣的投資人大部份是天真(naïve)的散戶，而不是精明(sophisticated)的機構投資人。

董監事股權質押借款屬於董監事個人理財行為，因此主管機關對其限制很少，僅在上市櫃公司董監事手冊中規定定期申報義務：內部人應於每月五日前，將「上月份」持有股數變動及設解質情形，向公司申報；公司應於每月十五日前，彙總辦理申報。換言之，主管機關對董監事質押的要求僅限於揭露，而沒有任何限制。本研究發現董監事質押的確提高公司的代理成本，包括現金流量權與席次控制權的偏離、信用風險變高與監察人獨立性降低的，因此建議主管機關對董監事股權質押行為加諸一些限制。

對於未來的研究，我們建議在資料可以取得的情況下，進一步的探討董監事質押取得資金之用途對於公司績效與代理問題的影響。另外，目前的研究集中於公司董監事持股質押對於公司的影響，並沒有研究從放款銀行的角度來討論公司董監事持股質押的相關議題，建議後續研究可以增加對於放款銀行的績效、或是放款銀行對於公司績效與代理問題的影響。

參考文獻

- 呂春綢，2004，我國獨立董監制度與公司績效關係研究，台北大學會計系研究所碩士論文。
- 林宛瑩、許崇源，2008，「台灣集團企業之控股型態及公司治理衡量指標之研究與建議」，交大管理學報，28 卷 1 期：269~312。
- 林宛瑩、許崇源、戚務君，2004，盈餘透明度、控制權偏離與財務報表重編，討論稿，國立政治大學會計學系。
- 林欣慧，2007，公司治理與負債資金成本之關係，中原大學會計學系碩士論文。
- 林美鳳、金成隆、林良楓，2009，「股權結構、會計保守性與信用評等關係之研究」，台大管理論叢，20 卷 1 期：289~329。

- 林瑞青、柯承恩、蔡彥卿，2005，由集團企業之業務連結與公司治理觀點探討公司績效決定因素，討論稿，銘傳大學會計學系。
- 洪昕琳，2006，董監事質押與持股比率對財務危機之影響－以台灣上市公司2001~2005年為例，朝陽科技大學財務金融系碩士論文。
- 徐中原，2006，最終控制股東結構與股票市場績效之關聯性，中興大學會計學研究所碩士論文。
- 高蘭芬，2002，董監事股權質押之代理問題對會計資訊與公司績效之影響，國立成功大學會計學系博士論文。
- 高蘭芬、陳振遠、李焮慈，2006，「資訊透明度及席次控制權與現金流量權偏離對公司績效之影響－以台灣電子業為例」，臺灣管理學刊，6卷2期：81~104。
- 陳瑞斌、劉立倫、翁慈青，2006，「公司治理與分析師預測誤差／離散性關係之研究探討」，台灣金融財務季刊，7卷3期：53~93。
- 陳錦村、黃佩玲，2001，「從股權結構與核心代理觀點評析公營銀行民營化的實際成效」，公營事業評論，2卷3期：69~89。
- 陳薔甸、蘇裕惠，2001，財務預測準確度：財務預測更新與盈餘管理，討論稿，東吳大學會計所。
- 楊淑昭，2005，董監事淨持股與公司經營績效關聯性之研究，逢甲大學經營管理所碩士在職專班論文。
- 熊大中，2000，我國企業財務危機與董監股權質押關連性之研究，國立成功大學會計學系碩士論文。
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., and LaFond, R., 2006, "The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 42, No. 1, 203-243.
- Beasley, M. S., 1996, "An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud," **The Accounting Review**, Vol. 71, No. 4, 443-465.
- Bhojraj, S. and Sengupta, P., 2003, "Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors," **Journal of Business**, Vol. 76, No. 3, 455-475.
- Biddle, G. C. and Saudagaran, S. M., 1991, "Foreign Stock Listings: Benefit, Cost, and the Accounting Policy Dilemma," **Accounting Horizons**, Vol. 5, No. 3, 69-80.
- Boyd, B. K., 1994, "Board Control and CEO Compensation," **Strategic Management Journal**, Vol. 15, No. 5, 335-344.
- Brickley, J. J., Coles, J. L., and Jarrell, G., 1997, "Leadership Structure, Separation the CEO and Chairman of Board," **Journal of Corporate Finance**, Vol. 3, No. 3, 189-220.
- Byrd, J. W. and Hickman, K. A., 1992, "Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids," **Journal of Financial Economics**, Vol. 32, No. 2, 195-221.
- 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. R., Hsiung, T. C., and Kao, L., 2002, “A Study of the Relationship between Financial Distress and Collateralized Shares,” **Taiwan Accounting Review**, Vol. 3, No. 1, 79-111.
- Chou, S. C., Wu, C., and Chen, A., 2007, “Control or Invest: Understanding the Complex Interests of Managerial Ownership,” **Studies in Economics and Finance**, Vol. 24, No. 3, 188-206.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L. H. P., 2000, “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporate,” **Journal of Financial Economics**, Vol. 58, No. 1-2, 81-112.
- Claessens, S., Fan, J. P. H., Djankov, S., and Lang, L. H. P., 2002, “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings,” **Journal of Finance**, Vol. 57, No. 6, 2741-2771.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., and Larcker, D. F., 1999, “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance,” **Journal of Financial Economics**, Vol. 51, No. 3, 371-406.
- Dalton, D. R. and Kesner, I. F., 1987, “Composition and CEO Duality in Boards of Directors: An International Perspective,” **Journal of International Business Studies**, Vol. 18, No. 3, 33-42.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., and Sweeney, A. P., 1996, “Causes and Consequences of Earnings Manipulation: an Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC,” **Contemporary Accounting Research**, Vol. 13, No. 1, 1-36.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976, “Theory of the Firms, Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure,” **Journal of Financial Economics**, Vol. 3, No. 4, 305-360.
- Kao, L., Chiou, J. R., 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, 389-401.
- 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.
- Lang, M. H., Lins, K. V., and Miller, D. P., 2003, “ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross-Listing in the U.S. Improve a Firm’s Information Environment and Increase Market Value?” **Journal of Accounting Research**, Vol. 41, No. 2, 317-345.
- Lee, T. S. and Yeh, Y. H., 2004, “Corporate Governance and Financial Distress: Evidence from Taiwan,” **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 12, No. 3, 378-388.
- Leland, H. E. and Pyle, D. H., 1977, “Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation,” **Journal of Finance**, Vol. 32, No. 2, 371-387.
- Lev, B., 1992, “Information Disclosure Strategy,” **California Management Review**, Vol.

- 34, No. 4, 9-32.
- Oswald, S. L. and Jahera, Jr. J. S., 1991, "The Influence of Ownership on Performance: An Empirical Study," **Strategic Management Journal**, Vol. 12, No. 3, 218-228.
- Palmon, O. and Wald, J. K., 2002, "Are Two Heads Better than One? The Impact of Changes in Management Structure on Performance by Firm Size," **Journal of Corporate Finance**, Vol. 8, No. 3, 213-226.
- Petersen, M. A., 2009, "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches," **Review of Financial Studies**, Vol. 22, No. 1, 435-480.
- Rechner, P. L. and Dalton, D. R., 1991, "CEO Duality and Organizational Performance: A longitudinal Analysis," **Strategic Management Journal**, Vol. 12, No. 1, 155-160.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W., 1997, "A Survey of Corporate Governance," **Journal of Finance**, Vol. 52, No. 2, 737-783.
- Singh, M. and Davidson, III. W. N., 2003, "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms," **Journal of Banking and Finance**, Vol. 27, No. 5, 793-816.
- Weisbach, M. S., 1988, "Outside Directors and CEO Turnover," **Journal of Financial Economics**, Vol. 20, No. 1-2, 431-460.
- Yeh, Y. H. and Lee, T. S., 2001, "Corporate Governance and Performance: the Case of Taiwan. ", **Proceedings of the Seventh Asia Pacific Finance Association Annual Conference**, Shanghai, China.
- Yermack, D. L., 1996, "Higher Market Valuation for Firms with a Small Board of Directors," **Journal of Financial Economics**, Vol. 40, No. 2, 185-211.

作者簡介

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 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

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、會計評論、中華會計學刊、亞太管理評論、台大管理論叢、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: anlin@mail.nsysu.edu.tw

陳怡凱

國立高雄大學金融管理學系副教授，美國德瑞索(Drexel)大學財務學博士。主要研究領域為銀行管理及公司治理。其著作曾發表於管理評論、會計評論、Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, Corporate Ownership & Control, Asian Journal of Management and Humanity Sciences 等。

E-mail: chen@nuk.edu.tw

陳 焯 鈺

國立高雄大學金融管理管理學系碩士。

E-mail: wanyustar2009@hotmail.com