

公司治理指標與價值創造關聯之實証分析-- 以台灣股市電 子、金融雙產業為例

¹歐陽豪

成功大學企業管理系博士班
崑山科技大學產業經營管理系

²許溪南

南台科技大學財務金融系

³曹惠婷

崑山科技大學產業經營管理系

⁴廖瑞芹

崑山科技大學產業經營管理系

聯絡人：曹惠婷

服務單位：崑山科技大學產業經營管理系

聯絡電話：0936670659

電子信箱：tsaosally@hotmail.com

摘要

本研究運用 E-VIEWS pool method 之 panel data 進行迴歸分析。透過主成份分析構成“股權結構”、“大股東行為”、“資訊揭露”與“獨立董事行為”等四個綜合指標探索對不同產業之公司價值衡量、創造與績效指標之影響為何。研究期間為 2001 年至 2003 年，樣本公司為電子產業 170 家與 25 家金融業，實證結果彙總如下：(1)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，內部董事對企業的營運及相關狀況較了解，較能增進效率及決策的正確性。(2)在台灣上市(櫃)電子業與金融業中，資訊透明度與企業價值存在顯著的正向關係。市場上對資本的爭奪非常激烈，企業可藉由資訊透明度，增加投資者信心，進而提昇公司價值。最後，本文亦對研究結果的意涵詳加討論。

關鍵字： 公司治理(Corporate Governance)、金融控股公司(Financial Holding Company)、杜賓 q(Tobin's q)、市場附加價值(Market value Added)、

An Empirical Analysis of Relationship between Components of Corporate Governance Index and Firm Value Creation: Evidence from Taiwan Electronic and Financial Industries

¹Hou Ou-yan

Department of Business Administration National Cheng Kung University and
Department of Industrial Management Kun Shan University of Technology

²Hsinan Hsu

Department of Finance
Southern Taiwan University of Technology

³Hui-ting Tsao

Department of Industrial Management Kun Shan University of Technology

⁴Jui-chin Liao

Department of Industrial Management Kun Shan University of Technology

Abstract

This study uses panel data of E-VIEWS pool method and principle component analysis (PCA) to construct 4 composite indexes (the ownership structure, behavior of the largest stockholder, information disclosure, and behavior of independent directors) to discuss the effect on firm value measurement, creation and performance in different industries. We collect 170 firms in electronic industry and 25 firms in financial industry listed on TSE in 2001-2003. The results are that from the standpoints of monitoring, the more independency of outside directors, the better of monitoring function, but from the standpoints of operation, inside directors have more knowledge and know-how of business operation and related condition and can raise the efficiency and make the correctly decision in operation. In Taiwan electronic and financial industries, information transparency has significantly positive contribution to firm value. Due to the fact that the capital market is competitive fiercely, business can increase the confidence of investors and firm value by information transparency. Finally, the implications of empirical results of this study are discussed.

Key words: Corporate Governance, Financial Holding Company, Tobin's q, Market Value
Added

1. 緒論

1997 年的亞洲金融風暴及之後陸續發生的公司財務危機與大型公司財務報表不實案件，讓投資者與證券主管機關體認到完善的公司治理機制是健全資本市場與吸引國際資金的主要關鍵之一，哈佛大學史勒佛（Andrei Shleifer）教授和芝加哥大學韋斯尼（Robert Vishny）教授（1997），將公司治理機制思考的方向解釋為「如何確保資金提供者的投資能夠獲得應有的報酬」¹。企業經理人可以透過增加董事會中獨立董事及監察人及完整、透明的資訊揭露，進而強化董事會結構與功能，加強投資人的信心，增強公司競爭力與全球化經營能力。

Jensen 和 Meckling (1976) 提出當股權分散時，經營者會為了追求自身效益極大，而採取提昇個人利益但降低公司價值的決策。Claessens, Djankov, Fan and Lang (2000) 的研究發現：由家族所控制且歷史悠久的公司，在持股權不隨時間而分散時，且大股東的控制權與現金流量權偏離程度升高時，公司的價值會降低。另外 Fan 和 Wong (2002) 也發現：控制股東在揭露財務訊息時會傾向自身的利益，且隨著控制權的增加或控制權與現金流量權偏離程度的增加，公司治理機制表現愈差。從上述結果我們發現，即使在大多數的先進經濟體系當中，公司治理機制的完備性仍稍嫌不足，為了讓公司治理機能更加完善，使控制權與現金流量之偏離情況減緩，並透過法律的程序的改善來降低控制股東侵占小股東權益是當前公司治理重要機制之一。Fuerst and Kang (2000) 的研究發現，內部人士、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。但是 Shleifer and Vishny (1986) 則認為，大股東在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資訊不對稱的問題，因此使公司價值增加。在國內相關文獻方面，翁淑育(2000) 發現當控制股東擔任董(監)事席位比率愈高，發生財務危機之機率愈高。由此可知，當控制股東亦為董事會成員時，由於同時身兼監督者與被監督者角色，故將無法適當發揮其應有的監督功能，因此，設立外部董事，才能有效的達到監理機制之執行。Klein (1998) 的研究強調董事會成員的專業能力與公司績效呈正相關。主要的原因是，選派專業管理者擔任董事會成員的優點在於他們具備專屬公司的知識，其可提升董事會決策制定的效能。再者，派任專業董事應可增加投資者對公司的向心力。Eisenberg (1975) 認為，由於外部董事扮演客觀與專家的角色，若要使董事會成為一個有效的監控機制，應讓外部董事佔有董事會大多數的席次。Weisbach (1988) 認為，由外部董事主導的董事會可藉由撤換能力較差的經理人來提昇公司的價值。過去的文獻對有關董事會中，內部董事及外部董事的持股對公司經營績效的影響，並無一致性的結論。而林宗得(2002) 與曾國華(2003) 則認為，資訊揭露（透明度）與企業價值存在顯著的正向關係；其中更提出，資訊的「質」遠比「量」更重要，也強調了資訊揭露與表達方式的重要性；意即，如果只是增加揭露資訊，有時反而可能淪為新任總經理的操縱工具。再者，一般的文獻對於次大股東的論點較為一致，如 Yeh and Lee (2002) 認為，若公司存在持股超過 5% 的次大股東時，且在董事會中具有一定程度影響力，將可對控制股東產生監督制衡的效果，預防控制股東為自身利益進行對公司不利的投資活動，

1. 詳見葉銀華、李存修、柯承恩（2002）

進而提昇公司價值，但在林玉霞（2002）研究中指出在台灣上市(櫃)公司中次大股東的監督功能，其實是微弱的。

本研究的目的是在於探討台灣上市(櫃)公司從 2001 年至 2003 年的公司治理與司價值創造間之關聯性。而公司治理的設計在於防止因經理人與股東間資訊不對稱的情形導致擁有優勢完整訊息的經理人侵占擁有劣勢不完整訊息之小股東的問題發生，進而保護小股東的權益；有效的公司治理機制可據此監督企業經營過程的透明度，以及規範公司內部有權利的人盡到善良管理人的責任。本研究以台灣股市中電子與金融兩大產業公司為樣本，進行實證分析，探討公司治理指標及其組成份子對於公司價值與績效之影響。希望透過此研究，幫助國內其他產業在建立公司治理機制時有一遵循模式，也希望各主管機關更有方向性地輔助國內企業落實公司治理機制。

本文的組織架構分為四大部份。第一部份為緒論，討論研究動機、目的，並針對與本研究相關的文獻進行探討，以作為研究設計之基礎。第二部份為研究方法與研究變數包括資料來源、研究變數的選取、公司治理指標的建構及分析的工具(包括相關分析、主成份分析與迴歸分析)。第三部份為研究結果與分析，就蒐集的資料進行系統性的分析，並提出合理解釋。最後，第四部份為結論。

2. 研究方法與研究變數

2.1 資料來源與選樣標準

2.1.1 樣本選取標準

以台灣上市(櫃)公司可取得公開資料之公司為研究樣本，研究期間為三年整(2001年-2003年)。排除非金融與電子二產業的公司，其原因為金融與電子股為國內股市中最具影響力的兩產業。為衡量股權結構(如相關人士持股權)、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。

2.1.2 資料來源

我們的主要資料包括各公司之會計比率，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 值，同時納入權益市價，資料取自「台灣易必得網站」²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)計算而得。而公司治理各項變數資料取自「公開資訊觀測站」之「公開報告說明書」；衡量公司規模之資料取自「各上市(櫃)金融公司之年報(annual reports)」。債信評等系統取自於「中華信用評等公司」；資訊揭露分數取自於「證券基金會」之「資訊揭露評鑑系統評鑑指標得分自評表」。同時計算價值創造-經濟附加價值 EVA 及市場附加價值 MVA，其資料取自「TEJ 台灣經濟新報資料庫」之「台灣財經資料庫」及「台灣證券交易所」之「資訊王資料庫」，配合公式(詳見 2.3)計算而得。³

2. 詳見台灣易必得網站(<http://www.twebid.com>)

3. 詳見公開資訊觀測站(<http://mops.tse.com.tw>)、台灣證券交易所(<http://www.sfi.org.tw>)、中華信用評等(<http://www.taiwanratings.com>)

依照上述樣篩選後，選取之樣本公司在 2001 至 2003 年期間共 195 家，其中電子業 170 家，金融業 25 家。

2.2 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。基本特性包括各變數的平均數、中位數、最小值、最大值與標準差等，表 1 至表 10 分別為金融業與電子業之各項變數之基本敘述統計量。(其中表 2 至表 4 因篇幅，故謹揭露不加以說明分析)

表 1、公司價值(Tobin's q)之敘述統計量

	樣本數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
銀行業	6	0.06	0.05	0.02	0.11	0.04
金控業	11	1.22	1.07	0.18	2.55	0.68
證券業	8	0.72	0.31	0.15	3.62	1.18
全體金融	25	0.78	0.42	0.02	3.62	0.90
光電業	25	1.30	1.04	0.36	3.56	0.87
電腦週邊	30	1.09	1.00	0.32	2.77	0.62
半導體	12	1.02	0.79	0.30	3.34	0.83
資訊通路	18	0.78	0.60	0.22	1.85	0.41
網路設備	18	1.20	0.90	0.30	7.42	1.60
IC 設計	19	2.10	1.74	0.40	5.38	1.43
資訊服務	11	0.62	0.63	0.31	0.85	0.18
印刷電路	20	1.02	0.80	0.79	1.48	0.39
連接器	8	1.69	1.46	1.20	2.39	0.63
被動元件	9	2.30	2.00	1.77	3.13	0.73
全體電子	170	1.66	1.34	1.27	2.36	0.61
全體樣本	195	1.53	1.26	1.21	2.1	0.50

資料來源：本研究整理

由表 1 可以發現，在各產業之 Tobin's q 的平均值以被動元件產業居首，IC 設計產業次之，分別為 2.30 及 2.10(中位數分別為 2.00 及 1.74)，最低為銀行業，為 0.06(中位數 0.05)；而金融業與電子業平均值分別為 0.78、1.66，兩產業平均值為 1.53。我們發現，兩者產業差距頗大，而各產業中比例之差距最小為銀行業(標準差 0.04)，差距最大為網路設備產業(標準差 1.60)。整體產業而言，在公司價值方面電子業大於金融業，此表示電子業因成長快速，股價較高，導致權益市場價值遠高於帳面價值，導致 Tobin's q 大於 1，反之金融業因過去幾年逾放比過高，在大幅打消呆帳下，使股價相對被壓抑，甚至低於其帳面價值，導致 Tobin's q 小於 1。

表 2、公司績效(ROA)之敘述統計量(%)

	樣本數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
銀行業	6	-0.63	-0.65	-1.87	0.63	1.25
金控業	11	0.19	0.57	-6.14	6.14	4.90
證券業	8	3.50	3.36	2.17	4.99	1.42
全體金融	25	1.05	1.69	-2.08	3.54	2.86
光電業	25	2.95	3.21	2.11	3.53	0.75
電腦週邊	30	3.83	3.81	3.21	4.47	0.63
半導體	12	1.64	2.25	-0.46	3.12	1.87
資訊通路	18	2.00	2.00	1.00	2.00	0.21
網路設備	18	2.11	1.95	1.80	2.57	0.41
IC 設計	19	3.57	3.42	2.62	4.67	1.03
資訊服務	11	3.00	2.63	2.24	4.13	1.00
印刷電路	20	5.25	7.86	4.89	9.13	2.17
連接器	8	12.14	13.35	9.01	14.06	2.73
被動元件	9	5.03	4.67	2.24	7.18	1.99
全體電子	170	3.92	3.92	3.61	4.23	0.31
全體樣本	195	3.55	3.61	3.15	3.90	0.38

資料來源：本研究整理

表 3、公司績效(ROE)之敘述統計量(%)

	樣本數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
銀行業	6	-7.71	-7.53	-37.6	22.01	29.81
金控業	11	0.94	4.85	-9.68	7.64	9.30
證券業	8	5.52	4.55	4.21	7.80	1.98
全體金融	25	0.33	2.82	-11.93	10.10	11.23
光電業	25	1.35	2.48	-1.56	3.12	2.54
電腦週邊	30	4.40	4.51	3.19	5.50	1.16
半導體	12	-6.1	-8.61	-11.51	1.81	7.01
資訊通路	18	1.00	1.00	1.00	2.09	0.61
網路設備	18	2.19	2.21	1.87	2.50	0.31
IC 設計	19	1.53	0.96	0.70	2.93	1.22
資訊服務	11	2.88	1.29	1.07	6.26	2.94
印刷電路	20	2.26	2.97	0.13	3.67	1.88
連接器	8	14.77	14.95	12.23	17.13	2.46
被動元件	9	1.79	0.82	-0.57	5.12	2.97
全體電子	170	2.34	2.18	2.14	2.71	0.32
全體樣本	195	2.08	2.26	0.33	3.66	1.67

資料來源：本研究整理

表 4、公司績效(EPS)之敘述統計量(%)

	樣本數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
銀行業	6	-0.68	-0.34	-2.59	0.89	1.77
金控業	11	0.26	0.71	-1.07	1.13	1.17
證券業	8	0.80	0.69	0.60	1.10	0.27
全體金融	25	0.21	0.59	-0.90	0.93	0.67
光電業	25	0.55	0.57	0.39	0.70	0.11
電腦週邊	30	0.82	0.81	0.72	0.92	0.10
半導體	12	-0.53	-0.52	-1.20	0.13	0.66
資訊通路	18	1.00	0.00	0.26	0.46	0.11
網路設備	18	0.38	0.37	0.30	0.48	0.09
IC 設計	19	0.62	0.60	0.55	0.71	0.08
資訊服務	11	0.45	0.22	0.20	0.92	0.41
印刷電路	20	48.33	48.29	47.29	52.92	1.07
連接器	8	44.12	45.01	41.61	29.18	2.20
被動元件	9	32.80	32.97	30.09	35.34	2.63
全體電子	170	0.57	0.58	0.54	0.59	0.02
全體樣本	195	0.52	0.59	0.36	0.63	0.14

資料來源：本研究整理

表 5、現金流量控制權之敘述統計量(%)

	樣本數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
銀行業	6	23.68	16.72	11.64	51.57	15.48
金控業	11	37.01	31.50	9.12	80.68	25.63
證券業	8	22.04	16.72	11.61	41.46	11.27
全體金融	25	29.02	19.58	9.12	80.68	20.33
光電業	25	30.91	25.11	11.41	99.44	23.04
電腦週邊	30	29.44	21.38	9.56	85.18	18.93
半導體	12	46.55	41.04	6.08	117.48	39.32
資訊通路	18	31.53	28.98	6.67	55.21	11.90
網路設備	18	21.71	19.43	6.79	40.00	10.34
IC 設計	19	24.96	20.71	6.98	51.90	13.01
資訊服務	11	29.59	26.86	7.02	99.58	26.89
印刷電路	20	29.34	28.16	9.84	62.37	13.49
連接器	8	29.42	23.67	17.86	63.26	14.44
被動元件	9	37.89	24.38	12.06	103.30	31.21
全體電子	170	30.21	25.83	6.08	117.48	20.78
全體樣本	195	30.06	25.11	6.08	117.48	20.68

資料來源：本研究整理

現金流量控制權的計算是將直接控制權和間接控制權加總而成，其中直接控制權係指登記在最終控制者名下的持股權；而間接控制權則是指登記在其他企業實體名下，可藉由轉投資來控制，實際上都是由同一最終控制者所控制。由表 5 可以發現，在各產業之現金流量控制權比例的平均值以半導體產業居首，被動元件產業次之，分別為 46.55% 及 37.89%(中位數 41.04%及 24.38%)，最低為網路設備產業，為 21.71%(中位數 19.43%)；在金融業與電子業平均值分別為 29.02%、30.21%，而兩產業平均值為 30.06%。由此可發現，兩者差距不大。而各產業中比例之差距最小者為網路設備產業(標準差 10.34%)，差距最大為半導體(標準差 39.32%)。整體產業而言國內確實存在有明顯股權集中現象，且普遍股東會設立許多名目投資公司藉由交叉持股或是金字塔結構等方式來控制上市(櫃)公司。此種情形也易產生大股東透過管理當局侵占小股東財富的權益代理問題。

表 6、董事會總人數之敘述統計量(人)

	樣本數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
銀行業	6	19.50	18.50	8.00	29.00	7.18
金控業	11	15.55	16.00	10.00	23.00	4.78
證券業	8	13.88	15.00	7.00	18.00	4.29
全體金融	25	15.96	17.00	7.00	29.00	5.50
光電業	25	9.28	9.00	6.00	14.00	2.03
電腦週邊	30	9.43	9.00	7.00	14.00	2.13
半導體	12	11.42	12.00	8.00	15.00	2.07
資訊通路	18	8.89	9.00	4.00	12.00	1.94
網路設備	18	9.50	9.50	7.00	15.00	2.28
IC 設計	19	8.89	9.00	7.00	12.00	1.52
資訊服務	11	8.18	8.00	5.00	10.00	1.66
印刷電路	20	8.50	8.00	5.00	12.00	1.76
連接器	8	9.50	10.00	7.00	12.00	2.00
被動元件	9	8.67	8.00	7.00	11.00	1.41
全體電子	170	9.21	9.00	4.00	15.00	2.02
全體樣本	195	10.08	9.00	4.00	29.00	3.53

資料來源：本研究整理

董事會效率與董事會大小（即規模）有很大的關係，高階經理人的決策會因董事會人數多寡影響決策的時效與品質。意即，當團體規模變大時，他們變的更沒效率，因為協調過程中無效率的缺點超過多人集思廣益的優點。由表 6 可以發現，在各產業之董事會大小(總人數)的平均值以銀行業居首，金控業次之，分別為 19.5 人及 15.55 人(中位數 18.5 人及 16 人)，最少為資訊服務產業，為 8.18 人(中位數 8.00 人)；在金融業與電子業平均值分別為 15.96 人、9.21 人，而兩產業平均值為 10.08 人。可發現，兩者差距頗大，金融業的董事會規模遠超過電子業，其可能原因為最近金融業趨於偏向集團化，其董事會規模也日漸擴大。而各產業中比例之差距最小者為被動元件產業(標準差 1.41 人)，差距最大為銀行業(標準差 7.18 人)。整體產業而言，董事會人數介於 9~11 人之間。在董事會大小會影響董事會品質的前提下，應視其公司規模大小及其業務產品需求定訂董事會成員人數。

表 7、最大股東擔任董事比率之敘述統計量(%)

	樣本數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
銀行業	6	13.51	9.58	0.00	42.86	16.15
金控業	11	22.95	14.29	0.00	66.67	24.44
證券業	8	5.58	0.00	0.00	22.22	8.49
全體金融	25	15.13	9.09	0.00	66.67	19.58
光電業	25	20.88	20.00	0.00	75.00	14.92
電腦週邊	30	18.00	20.00	0.00	83.33	16.89
半導體	12	21.54	14.29	9.09	44.44	14.31
資訊通路	18	16.05	14.29	0.00	55.56	15.21
網路設備	18	17.91	14.29	0.00	80.00	21.99
IC 設計	19	21.75	20.00	0.00	71.43	21.07
資訊服務	11	20.39	20.00	0.00	71.43	18.95
印刷電路	20	16.06	18.33	0.00	42.86	10.78
連接器	8	9.56	11.11	0.00	20.00	8.61
被動元件	9	13.56	16.67	0.00	20.00	8.29
全體電子	170	17.78	16.67	0.00	83.33	14.88
全體樣本	195	17.44	16.67	0.00	83.33	15.53

資料來源：本研究整理

由表 7 可以發現，在各產業中最大股東擔任董事比率的平均值以金控業居首，IC 設計產業次之，分別為 22.95% 及 21.75% (中位數為 14.29% 與 20%)，最少為證券業，為 5.58% (中位數 0%)；在金融業與電子業平均值分別為 15.13%、17.78%，兩者差距不大，但仍以電子產業中最大股東擔任董事比率較高。而各產業中最大股東擔任董事比率之差距最小為被動元件產業 (標準差 8.29%)，差距最大為金控業 (標準差 24.44%)。整體產業而言，最大股東在董事會中所佔比率相當高，顯示最大股東對於公司經營決策具有絕對一定程度的優勢主導地位。

表 8、最大股東擔任董事長或執行長(總經理)之敘述統計量(人)

	樣本數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
銀行業	6	0.50	0.50	0.00	1.00	0.55
金控業	11	0.55	0.00	0.00	2.00	0.82
證券業	8	0.50	0.00	0.00	2.00	0.76
全體金融	25	0.52	0.00	0.00	2.00	0.71
光電業	25	0.80	1.00	0.00	2.00	0.82
電腦週邊	30	0.73	1.00	0.00	2.00	0.78
半導體	12	1.33	1.00	0.00	2.00	1.37
資訊通路	18	0.39	0.00	0.00	2.00	0.61
網路設備	18	0.56	0.50	0.00	2.00	0.62
IC 設計	19	0.53	1.00	0.00	1.00	0.51
資訊服務	11	0.55	1.00	0.00	1.00	0.52
印刷電路	20	0.60	0.00	0.00	2.00	0.75
連接器	8	0.25	0.00	0.00	1.00	0.46
被動元件	9	0.89	1.00	0.00	2.00	0.78
全體電子	170	0.64	1.00	0.00	2.00	0.71
全體樣本	195	0.63	0.00	0.00	2.00	0.71

資料來源：本研究整理

本研究將最大股東擔任職位做為評估所有權與經營權分離的情況，同時兼任董事長與執行長時，以 2 表示；擔任其一，以 1 表示；否則設為 0。由表 8 可以發現，在各產業中最大股東擔任董事長或執行長(總經理)的平均值以半導體產業居首，被動元件產業次之，分別為 1.33 及 0.89(中位數皆為 1.00)，最低為連接器，為 0.25(中位數 0.00)；在金融業與電子業平均值分別為 0.52、0.64，而兩產業平均值為 0.63。兩者差距不大。此外由統計數據得知：所有權與經營權仍趨於集中，亦即公司的經營決策易被大股東所主導。而各產業中最大股東擔任董事長或執行長(總經理)之差距最小為連接器產業(標準差 0.46)，差距最大為半導體(標準差 1.37)。整體產業而言，大多數的公司之最大股東藉由參與管理來增強其對公司經營的主導權。

表 9、外部董事比率之敘述統計量(%)

	樣本數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
銀行業	6	9.54	8.15	0.00	26.67	10.24
金控業	11	14.30	14.29	0.00	33.33	11.89
證券業	8	15.90	8.89	0.00	76.92	25.63
全體金融	25	13.67	11.54	0.00	76.92	16.69
光電業	25	14.19	10.00	0.00	42.86	13.93
電腦週邊	30	18.01	20.00	0.00	37.50	11.11
半導體	12	17.10	21.11	0.00	38.46	15.92
資訊通路	18	23.57	23.61	0.00	62.50	17.68
網路設備	18	20.05	17.14	0.00	60.00	18.00
IC 設計	19	17.65	20.00	0.00	50.00	15.14
資訊服務	11	27.82	22.22	0.00	85.71	26.71
印刷電路	20	9.25	0.00	0.00	60.00	15.07
連接器	8	16.53	13.89	0.00	44.44	17.69
被動元件	9	3.81	0.00	0.00	20.00	7.69
全體電子	170	17.23	14.29	0.00	85.71	16.47
全體樣本	195	16.77	14.29	0.00	85.71	16.50

資料來源：本研究整理

設立外部董事係為能達成監控董事會的效果，由表 9 可以發現，在各產業中外部董事佔董事比例的平均值以資訊服務產業居首，資訊通路產業次之，分別為 27.82%及 23.57%(中位數 22.22%及 23.61%)，最低為被動元件產業，為 3.81%(中位數 0.00%)；在金融業與電子業平均值分別為 13.67%、17.23%，而兩產業平均值為 16.77%。此統計數據可知兩產業差距頗大，金融業之外部董事比率遠低於電子業，在金融控股公司成為金融業主流之際，允許金融業跨業經營也需提昇防火牆的機制。而各產業中，外部董事佔董事比例之差距最小為被動元件產業(標準差 7.69%)，差距最大為資訊服務(標準差 26.71%)。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，尚未能普及。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。

表 10、資訊揭露分數之敘述統計量

	樣本數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
銀行業	6	44.05	42.86	28.57	60.00	10.24
金控業	11	51.56	51.43	38.57	65.71	10.45
證券業	8	54.45	55.64	47.14	61.43	4.78
全體金融	25	50.68	51.43	28.57	65.71	9.49
光電業	25	44.54	48.57	21.43	67.14	11.44
電腦週邊	30	46.33	46.43	24.29	67.14	11.29
半導體	12	49.64	50.71	31.43	65.71	12.18
資訊通路	18	38.41	37.14	27.14	55.71	7.41
網路設備	18	42.06	40.00	21.43	64.29	12.09
IC 設計	19	46.09	48.57	28.57	64.29	10.46
資訊服務	11	40.52	40.00	27.14	55.71	9.22
印刷電路	20	39.07	34.29	22.86	62.86	11.36
連接器	8	36.96	37.86	24.29	47.14	8.17
被動元件	9	44.60	44.29	28.57	57.14	9.39
全體電子	170	43.22	41.43	21.43	67.14	11.02
全體樣本	195	44.18	42.86	21.43	67.14	11.10

資料來源：本研究整理

由表 10 可以發現，在資訊揭露系統自評表三大部份(共 73 題)；當中，全體樣本平均分數為 44.18 分(中位數 42.86 分)。在各產業中以證券業居首、其次為金控業，分別為 54.45 分及 51.56 分(中位數 54.64 分及 51.43 分)，最低為連接器，為 36.96 分(中位數 37.86 分)；而各產業中之差距最小為證券業(標準差 4.78 分)，差距最大為半導體(標準差 12.18 分)。另外，在金融業與電子業平均值分別為 50.68 分、43.22 分。由統計數據可知，金融業的資訊透明度平均而言略高於電子業，這是因為國內對於金融控股公司所要求之治理水準高於其他產業所致。在自評表評分過程中，我們可以發現在公司網站、公開資訊觀測站與年報之資訊揭露三部份，在公司網站之部份，差距最大(其中以台積電的 22 分居首，而有多家公司為 0 分)；由此可知國內公司除了在官方網站揭露有關產品之資訊外，應針對投資人所需之資訊加以補強。此外整體產業平值為 44.18 分(中位數 42.86 分)僅略超過一半之標準，顯示台灣上市(櫃)在各資訊揭露之觀念仍未普及，且實行尚不健全。

2.3 研究方法與假設

2.3.1 研究方法與變數定義

我們採用為 E-VIEWS 軟體中 pool method 之 panel data 進行迴歸分析(資料筆數為 $195 \times 3 = 285$ 筆)。應變數為公司價值衡量-Tobin's q(經產業及組織型態調整後的公司年度 q 值是以個別公司的 q 值減去產業或組織型態平均 q 值後的值)(firm q minus industry and

organizational type-mean)、公司價值創造- MVA 與公司績效指標，包括了 ROA、ROE 與 EPS。自變數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 W.T., Millar J.A and Schulman C. (2003) 經修正後之模型如下：

而應變數包括杜賓 q、ROA、ROE、EPS、MVA

$$\begin{aligned} \text{應變數} = & \beta_0 + \beta_1 MOP_{it-1} + \beta_2 MOP_{it-1}^2 + \beta_3 CEO - Chr_{it-1} + \beta_4 OWN_{it-1} + \\ & \beta_5 EVA_{it-1} + \delta_1 Index_{1,it-1} + \delta_2 Index_{2,it-1} + \delta_3 Index_{3,it-1} + \delta_4 Index_{4,it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1) \end{aligned}$$

式中，

MOP = 管理者持股權

MOP² = 管理者持股權之平方

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

OWN = 最大股東之持股權

EVA = 經濟附加價值

Index = 董事會組成之綜合指標

在公司治理指標上，我們採用主成份分析法 (principal components analysis) 來解決公司治理變數間的多重共線問題，因為在過去文獻上使用過之公司治理組成變數，範圍相當的廣泛，而彼此之間存在多重共線性，再加上不易觀察，結果失去參考價值。本研究採用指標方法的意圖即是避免治理變數間任何交互作用的影響。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

EVA 為強調公司應賺取超過資金成本的報酬來創造股東價值。股東價值的增加來自於企業經濟價值的創造，而企業的經濟價值則可經由獲利的增加、營運資金管理的改善或有效的專案投資而創造出來。本研究為適合台灣產業特性，則採用財務理論基礎之經濟附加價值。其公式如下：

$$EVA = NI - (MVE * \hat{R}) \quad (3)$$

式中，NI 為會計利潤

MVE 為權益市價

\hat{R} 為必要報酬率(依 CAPM 法， $\hat{R} = R_f + [E(R_m) - R_f] * \beta$)

R_f 為無風險利率

$E(R_m)$ 為二市場投資組合之預期報酬率

MVA 為股東權益的市場價值 (MVE) 與股東權益帳面價值 (BVE) 的差額，根據 Stewart (1994) 的說明：此乃因潛在的清算 (liquidation)、重整 (recovery)、再資本化 (recapitalization)、及接管 (takeover) 對公司市場價值設定一個下限 (sets a floor) 所致。若 EVA 為正，彼此間之關係較直接，市場評價是以報酬及成長潛力為基礎而非以清算或重整價值為基礎。

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 (MOP^2)、董事長兼執行長 (CEO-Chr) 和最大股東之所有權 (OWN) 及公司治理變數綜合指標等控制變數。公司治理綜合指標 (composite Index) 之篩取，是藉由主成份分析法將 13 個由公開說明書、年報中所揭露多種數量資訊之治理變數建構成四個指標，並用來探討對公司價值之影響，以及綜合指標各組成份子與公司治理指標間之關係、方向。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。

2.3.2 虛無假設 (Null hypothesis) :

管理當局參與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(4)式、(5)式所示，其中(4)是對整體迴歸解釋力之檢定，(5)式是對各控制變數及公司治理綜合指標個別之檢定：

Tobin's Q

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_6 = \delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = 0 \quad (4)$$

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

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

$$H_0: \beta_i = 0 \text{ or } \delta_j = 0; \quad i=1,2,\dots,6; j=1,2,3,4 \quad (5)$$

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

3. 結果與分析

3.1 公司治理指標的組成份子對公司價值之相關分析

表 11 為金融業之相關分析，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（股權結構）對 Tobin's q 有正向影響，其中現金流量權(+0.07)、現金流量控制權(+0.07)與次大股東持股權(+0.46)指出對股權結構指標及 Tobin's q 為正相關及正的貢獻；對 MVA 有正向影響，其中現金流量權(+0.554)、現金流量控制權(+0.554)、次大股東持股權(+0.584)指出對股權結構指標及 MVA 為正相關及正的貢獻；對 ROA 有正向影響，其中現金流量權(-0.132)、現金流量控制權(-0.119)、次大股東持股權(-0.063)指出對股權結構及 ROA 為負相關及負的貢獻；對 ROE 有負向影響，其現金流量權(-0.012)、現金流量控制權(-0.011)、次大股東持股權(-0.119)指出對股權結構與 ROE 為負相關及負的貢獻；對 EPS 正向影響，其次大股東持股權(+0.001)對股權結構與 EPS 為正相關且有正的貢獻，現金流量權(-0.10)及現金流量控制權(-0.01)對股權結構及 EPS 為負相關及負的貢獻。綜合指標二（大股東行為）對 Tobin's q 有正向影響，其中最大股東擔任董事比率(-0.06)、最大股東是否在董事會任職(虛擬變數)(-0.18)、最大股東擔任監察人比率(-0.12)與最大股東是否擔任董事長或總經理之職位(-0.29)均指出對大股東行為指標及 Tobin's q 有負相關及負的貢獻；對 MVA 有正向影響，其最大股東擔任董事比率(+0.367)、最大股東在董事會任職(虛擬變數)(+0.057)、最大股東擔任監察人(+0.278)、最大股東擔任董事長或總經理職位(+0.214)指出大股東行為指標與 MVA 有正相關及正的貢獻；對 ROA 有正向影響，其中最大股東擔任董事比率(-0.314)、最大股東在董事會任職(虛擬變數)(-0.329)、最大股東擔任監察人(-0.145)、最大股東擔任董事長或總經理職位(-0.393)指出對大股東行為及 ROA 為正相關及正的貢獻；對 ROE 有負向影響，其中最大股東擔任董事比率(-0.27)、最大股東在董事會任職(虛擬變數)(-0.29)、最大股東擔任監察人(-0.171)、最大股東擔任董事長或總經理職位(-0.301)指出對大股東行為為負相關，但對 ROE 有正的貢獻；對 EPS 有負向影響，其中最大股東擔任董事比率(-0.31)、最大股東在董事會任職(虛擬變數)(-0.29)、最大股東擔任監察人(-0.16)、最大股東擔任董事長或總經理職位(-0.36)指出對大股東行為為負相關，但對 EPS 有正的貢獻。綜合指標三（制衡與資訊揭露）對 Tobin's q 有正向影響，其中外部董事比率(+0.70)、資訊揭露分數(+0.13)與次大股東擔任董事比率(+0.46)，指出對制衡與資訊揭露指標及 Tobin's q 有正相關及正的貢獻；對 MVA 有正向影響，其中外部董事比率(+0.211)、資訊揭露之分數(+0.454)、次大股東擔任董事比率(+0.485)指出對制衡與資訊揭露指標及 MVA 有正相關及正的貢獻；對 ROA 有正向影響，其中資訊揭露分數(+0.068)、次大股東擔任董事比率(+0.161)，指出對制衡與資訊揭露指標與 ROA 有正相關與正的貢獻，外部董事比率(-0.08)對制衡與資訊揭露指標與 ROA 有負相關及負的貢獻；對 ROE 有正向影響，其中獨立董事比率(-0.192)、資訊揭露分數(-0.152)、次大股東擔任董事比率(-0.06)，指出制衡與資訊揭露指標與 ROE 有負相關及負的貢獻；對 EPS 有正向影響，其中資訊揭露分數(+0.10)與次大股東擔任董事比率(+0.19)對制衡與資訊揭露指標與 EPS 有正相關與正的貢獻，獨立董事比率(-0.08)對制衡與資訊揭露指標與 EPS 有負相關與負的貢

獻。

表 11、公司治理指標的組成份子對公司價值與績效之相關分析-金融產業

構 面	變數	與公司績效 q 關係、方向					指數、權重				
		q	MVA	ROA	ROE	EPS	q	MVA	ROA	ROE	EPS
(一) 股權結構											
現金流量權	正	正	負	負	負	0.07	0.554	-0.132	-0.012	-0.10	
現金流量 控制權	正	正	負	負	負	0.07	0.554	-0.119	-0.011	-0.01	
次大股東 持股權	正	正	負	負	正	0.46	0.584	-0.063	-0.119	0.01	
(二) 大股東行為											
最大股東擔 任董事比率	負	正	負	負	負	-0.06	0.367	-0.314	-0.27	-0.31	
最大股東在 董事會任職 (虛擬變數)	負	正	負	負	負	-0.18	0.057	-0.329	-0.29	-0.29	
最大股東擔 任監察人	負	正	負	負	負	-0.12	0.278	-0.145	-0.171	-0.16	
最大股東擔 任董事長或 總經理職位	負	正	負	負	負	-0.29	0.214	-0.393	-0.301	-0.36	
(三) 制衡與資訊揭露											
獨立董事比	正	正	負	負	負	0.70	0.211	-0.08	-0.192	-0.08	
資訊揭露之 分數	正	正	正	負	正	0.13	0.454	0.068	-0.152	0.10	
次大股東擔 任董事比率	正	正	正	負	正	0.46	0.485	0.161	-0.06	0.19	

表 12 為電子業之相關分析，綜合指標一（股權結構）對 Tobin's q 有正向影響，其中現金流量權(+0.041)、現金流量控制權(+0.041)均指出對股權結構指標及 Tobin's q 為正相關及正的貢獻，法人股東持股率(-0.074)指出對股權結構指標及 Tobin's q 為負相關及負的貢獻；對 MVA 有負向影響，其中現金流量權(+0.019)與現金流量控制權(+0.019)指出對股權結構指標及 MVA 為正相關及正的貢獻，法人股東持股權(-0.010)指出對股權結構指標及 MVA 為負相關及負的貢獻；對 ROA 有正向影響，其中現金流量權(+0.135)與現金流量控制權(+0.135)指出對股權結構指標及 ROA 為正相關及正的貢獻，法人股東持股權(-0.009)指出對股權結構指標與 ROA 為負相關及負的貢獻；對 ROE 有負向影響，其中現金流量權(+0.067)與現金流量控制權(+0.067)指出對股權結構指標與 ROE 有負

相關及負的貢獻，法人股東持股權(-0.111)指出對股權結構與 ROE 有負相關及負的貢獻；對 EPS 有負向影響，其中現金流量權(+0.079)與現金流量控制權(+0.079)指出對股權結構指標與 EPS 為正相關但有負的貢獻，法人股東持股權(-0.093)指出對股權結構指標與 EPS 為負相關但有正的貢獻。綜合指標二（大股東行為）對 Tobin's q 有負向影響，其中最大股東擔任董事比率(+0.013)、最大股東是否在董事會任職(虛擬變數)(+0.097)均指出對大股東行為指標有正相關，及 Tobin's q 有正的貢獻，而最大股東擔任監察人比率(-0.057)指出對大股東行為指標有負相關，並對 Tobin's q 有負的貢獻；對 MVA 有正向影響，其中最大股東擔任董事比率(+0.112)、最大股東在董事會任職(虛擬變數)(+0.062)、最大股東擔任監察人比率(+0.138)指出對大股東行為指標及 MVA 為正相關及正的貢獻；對 ROA 有負向影響，其中最大股東擔任監察人比率(+0.029)指出對大股東行為指標與 ROA 有正相關及正的貢獻，最大股東擔任董事比率(-0.04)與最大股東在董事會任職(虛擬變數)(-0.067)指出對大股東行為與 ROA 有負相關及負的貢獻；對 ROE 有負向影響，其中最大股東擔任董事比率(-0.066)、最大股東在董事會任職(虛擬變數)(-0.071)、最大股東擔任監察人比率(-0.028)指出對大股東行為與 ROE 有負相關及負的貢獻；對 EPS 有負向影響，其中最大股東擔任監察人比率(+0.024)指出對大股東行為指標為正相關但對 EPS 有負的貢獻，最大股東擔任董事比率(-0.05)與最大股東在董事會任職(虛擬變數)(-0.074)指出對大股東行為指標有負相關，但對 EPS 卻有正的貢獻。綜合指標三（專業與資訊揭露）對 Tobin's q 有正向影響，其中專業董事比(+0.017)、資訊揭露分數(+0.077)均指出對專業與資訊揭露指標及 Tobin's q 有正相關及正的貢獻；對 MVA 有正向影響，其中，資訊揭露分數(+0.175)指出對專業與資訊揭露指標與 MVA 有正相關及正的貢獻，專業董事比率(-0.09)指出對專業與資訊揭露指標及 MVA 有負相關及負的貢獻；對 ROA 有正向影響，其中專業董事比率(+0.047)與資訊揭露分數(+0.098)指出對專業與資訊揭露指標及 ROA 有正相關及正的貢獻；對 ROE 有負向影響，其中專業董事比率(+0.467)與資訊揭露分數(+0.113)指出對專業與資訊揭露指標有正相關，但對 ROE 有負的貢獻；對 EPS 有正向影響，其中資訊揭露分數(+0.140)指出對專業與資訊揭露指標及 EPS 有正相關和正的貢獻，專業董事比率(-0.015)指出對專業與資訊揭露指標及 EPS 有負相關及負的貢獻。綜合指標四（制衡行為）對 Tobin's q 有正向影響，其中獨立董事比(+0.069)、次大股東佔董事比率(+0.032)均指出對制衡行為指標及 Tobin's q 有正相關及正的貢獻；對 MVA 有負的影響，其中獨立董事比(-0.090)與次大股東佔董事比率(-0.016)指出對制衡行為指標及 MVA 有負相關但有正的貢獻；對 ROA 有正的影響，其中獨立董事比(+0.026)與次大股東佔董事比率(+0.041)指出對制衡行為指標與 ROA 有正相關及正的貢獻；對 ROE 有正的影響，其中獨立董事比(+0.081)指出對制衡行為指標及 ROE 有正相關及正的貢獻，次大股東佔董事比率(-0.073)指出對制衡行為指標及 ROE 有負相關和負的貢獻；對 EPS 有負的影響，其中獨立董事比(+0.028)指出對制衡行為指標有正相關，但對 EPS 有負的貢獻，次大股東佔董事比率(-0.099)指出對制衡行指標有負相關，但對 EPS 有正的貢獻。

表 12、公司治理指標的組成份子對公司價值與績效之相關分析-電子產業

構面	變數	與公司績效 q 關係、方向					指數、權重				
		q	MVA	ROA	ROE	EPS	q	MVA	ROA	ROE	EPS
(一) 股權結構											
現金流量權	正	正	正	正	正	0.041	0.019	0.135	0.067	0.079	
現金流量控制權	正	正	正	正	正	0.041	0.019	0.135	0.067	0.079	
法人股東持股權	負	負	負	負	負	-0.074	-0.010	-0.009	-0.111	-0.093	
(二) 大股東行為											
最大股東擔任董事比率	正	正	負	負	負	0.013	0.112	-0.04	-0.066	-0.05	
最大股東在董事會任職(虛擬變數)	正	正	負	負	負	0.097	0.062	-0.067	-0.071	-0.074	
最大股東擔任監察人比	負	正	正	負	正	-0.057	0.138	0.029	-0.028	0.024	
(三) 專業與資訊揭露											
專業董事比	正	負	正	正	負	0.017	-0.09	0.047	0.467	-0.015	
資訊揭露之分數	正	正	正	正	正	0.077	0.175	0.098	0.113	0.141	
(四) 制衡行為											
獨立董事比	正	負	正	正	正	0.069	-0.090	0.026	0.081	0.028	
次大股東佔董事比率	正	負	正	負	負	0.032	-0.016	0.041	-0.073	-0.099	

3.2 迴歸模型

在應變數為公司價值衡量、創造與公司績效指標之迴歸模型下，金融業及電子業結果分別如表 13 至表 17 所示：

表 13、Tobin's q 加入綜合指標之迴歸分析表

		金融業		電子業	
		係數 (t 值)	顯著性 (p-value)	係數 (t 值)	顯著性 (p-value)
	截距項	-288.214(-3.9784)	0.0002	-0.5191(-6.8997)	0.000
控制 變數	MOP	-8.4602(-4.4495)	0.000***	0.0541(8.6059)	0.000***
	MOP ²	0.1361(5.2141)	0.000***	-0.0009(-5.0504)	0.000***
	CEO-Chr	-179.073(-1.9023)	0.0615*	-0.3397(-7.9489)	0.000***
	OWN	10.7441(2.0147)	0.048**	-0.0048(-2.2705)	0.0236**
	EVA	14.7908(1.1982)	0.2351	-0.0058(-8.0335)	0.000***
綜合 指標	Index 1	0.6847(1.0478)	0.2985	0.0016(2.9351)	0.0035***
	Index 2	-8.9938(-3.7074)	0.0004***	-0.0066(-5.6679)	0.000***
	Index 3	8.1267(4.4626)	0***	0.0037(4.6360)	0.000***
	Index 4			0.0085(4.5751)	0.000***
	調整後 R ²	0.3667		0.3539	
	F 檢定	6.3564		31.9833	
	顯著性	0***		0***	

*顯著水準 10%，**顯著水準 5%，***顯著水準 1%

表 14、MVA 加入綜合指標之迴歸分析表

		金融業		電子業	
		係數 (t 值)	顯著性 (p-value)	係數 (t 值)	顯著性 (p-value)
	截距項	-0.101(-11.4978)	0.000***	0.8985(1.2562)	0.2096
控制 變數	MOP	-0.233(-0.7486)	0.4567	0.0243(0.2693)	0.7878
	MOP ²	0.1839(4.5643)	0.000***	-0.0069(-1.9788)	0.0484**
	CEO-Chr	-0.449(-6.1594)	0.000***	-0.7700(-1.5507)	0.1216
	OWN	0.25(0.3302)	0.7423	-0.0217(-0.8317)	0.406
	EVA	-0.782(-0.4364)	0.6639	-0.5050(-17.8211)	0.000***
綜合 指標	Index 1	0.597(6.2163)	0.000***	-0.0447(-5.4438)	0.000***
	Index 2	0.276(0.7334)	0.4659	0.2964(9.8090)	0.000***
	Index 3	0.881(4.1173)	0.0001***	0.0182(2.1012)	0.0361**
	Index 4			-0.2373(-13.5347)	0.000***
	調整後 R ²	0.9447		0.6336	
	F 檢定	158.877		98.8105	
	顯著性	0.000***		0.000***	

*顯著水準 10%，**顯著水準 5%，***顯著水準 1%

表 15、ROA 加入綜合指標之迴歸分析表

		金融業		電子業	
		係數 (t 值)	顯著性 (p-value)	係數 (t 值)	顯著性 (p-value)
	截距項	-1.1470(-1.3211)	0.191	2.6319(11.6650)	0.000
控制 變數	MOP	0.0819(1.7422)	0.0861*	-0.0061(-0.2663)	0.7901
	MOP ²	-0.0006(-1.0205)	0.3112	-0.0006(-1.3537)	0.1764
	CEO-Chr	-0.7012(-0.7034)	0.4843	0.1012(0.4989)	0.6181
	OWN	-0.3416(-3.7568)	0.0004***	0.0573(6.0553)	0.000***
	EVA	0.1469(0.6240)	0.5348	-0.0089(-4.6074)	0.000***
綜合 指標	Index 1	0.0025(0.1599)	0.8735	0.0035(1.5531)	0.121
	Index 2	0.1068(2.3277)	0.023**	-0.0374(-8.1380)	0.000***
	Index 3	0.0460(1.6722)	0.0992*	0.0091(3.7728)	0.0002***
	Index 4			0.0001(0.0243)	0.9806
	調整後 R ²	0.4188		0.7881	
	F 檢定	7.6656		5.9460	
	顯著性	0.000***		0.000***	

*顯著水準 10%，**顯著水準 5%，***顯著水準 1%

表 16、ROE 加入綜合指標之迴歸分析表

		金融業		電子業	
		係數 (t 值)	顯著性 (p-value)	係數 (t 值)	顯著性 (p-value)
	截距項	4.4089(1.5845)	0.1179	2.2626(6.9175)	0.000
控制 變數	MOP	-0.0309(-0.3473)	0.7295	0.0137(0.3409)	0.7333
	MOP ²	0.0010(1.0841)	0.2822	-0.0003(-0.2919)	0.7705
	CEO-Chr	-1.5752(-1.6893)	0.0959*	0.6467(1.9619)	0.0503*
	OWN	-0.2772(-1.7601)	0.083*	0.1399(8.9203)	0.000***
	EVA	-0.0135(-0.0839)	0.9334	-0.0155(-4.1325)	0.000***
綜合 指標	Index 1	-0.00221(-0.0693)	0.9449	-0.0073(-1.4324)	0.1526
	Index 2	-0.0736(-0.9707)	0.3352	-0.0602(-5.4098)	0.000***
	Index 3	0.0464(1.1585)	0.2508	-0.0014(-0.2906)	0.7673
	Index 4			0.00711(0.8045)	0.4214
	調整後 R ²	0.8614		0.4984	
	F 檢定	58.5008		57.2005	
	顯著性	0***		0***	

*顯著水準 10%，**顯著水準 5%，***顯著水準 1%

表 17、EPS 加入綜合指標之迴歸分析表

		金融業		電子業	
		係數 (t 值)	顯著性 (p-value)	係數 (t 值)	顯著性 (p-value)
	截距項	0.3500(1.0552)	0.2952	0.4903(6.51927)	0.000
控制 變數	MOP	-0.0085(-0.66488)	0.5084	0.0184(2.4343)	0.0153**
	MOP ²	0.0002(1.4504)	0.1517	-0.0004(-2.02449)	0.0435**
	CEO-Chr	-0.1883(-1.0429)	0.3008	0.0171(0.3268)	0.7439
	OWN	-0.0428(-1.6376)	0.1063	0.0175(6.7938)	0.000***
	EVA	-0.0281(-0.6250)	0.5342	-0.0031(-3.555)	0.0004***
綜合 指標	Index 1	0.0018(0.3513)	0.7265	-0.0011(-1.4658)	0.1433
	Index 2	-0.0097(-0.7534)	0.4539	-0.0091(-7.2956)	0.000***
	Index 3	0.0094(1.7389)	0.0867*	0.0008(1.0896)	0.2764
	Index 4			-0.0036(-2.1177)	0.0347
	調整後 R ²	0.5878		0.4848	
	F 檢定	14.1892		54.2218	
	顯著性	0.000***		0.000***	

*顯著水準 10%，**顯著水準 5%，***顯著水準 1%

整個 Tobin's q、MVA、ROA、ROE、EPS 模型在 $\alpha=1\%$ 的水準下均顯著，其中金融業之 Tobin's q、MVA、ROA、ROE、EPS 之調整後的 R² 分別為 36.67%、94.47%、41.88%、86.14%、58.78%；電子業分別為 35.39%、63.36%、78.81%、49.84%、48.48%。金融業中，以 MVA 之調整後 R² 最高，ROE 次之，Tobin's q 最低；電子業中以 ROA 之調整後 R² 最高，MVA 次之，其中兩產業之 MOP 方面，Jensen and Melking (1976) 認為管理者持有權與績效呈正相關，另外 Mehran (1988) 及 Claessens, Djankov, Fan, and Lang (1998) 等人的研究，亦指出管理者的持股比例與績效呈正相關，他們皆認為當管理者持有權愈多時，則因管理者的個人費用偏好而造成企業財富的損失將大部分由管理者自行分擔，所以管理者會在考量個人因素下，進而採取提昇公司價值的決策而非減損其個人財富之決策。此與本研究電子業在 Tobin's q、MVA、ROE、EPS 及金融業在 ROA 中價值衡量之結果相同；而金融業在 Tobin's q、MVA、ROE、EPS 則出現負向影響，歐陽豪、陳美鳳 (2003) 認為其原因可能是因為目前金融業處於走向集團化的方向，則管理者基於職位安全性之考量，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為所致。Jensen (1976), Mehran (1988) 主張 MOP² 對公司價值創造有正向影響與本研究金融業的 Tobin's q、MVA、ROE、EPS 之結果相同，而金融業之 ROA 與電子業之結果則剛好相反。在 CEO-Chr 方面，黃鈺光(1993)、魏早啟(1997)、楊慧玲(2000)、Patton and Baker (1987)、Rechner (1989) 等人研究，認為董事長兼任總經理對企業經營不利，

對績效呈負相關，與本研究之電子業對 Tobin's q、MVA 及金融業對 Tobin's q、MVA、ROA、ROE、EPS 之結果相同。但也有人研究指出由同一人擔任對企業經營較有利，如 Rechner and Dalton (1991)、張明峰(1991)，此與電子業中 ROA、ROE、EPS 之結果相同。而在 OWN 方面，根據 La Porta et al.(1999)、Claessens et al.(2000) 與 Lemmon and Ling (2001) 等之研究發現，控制股東所持有的股權與公司價值間成正向關係。此與本研究在金融業中對 Tobin's q、MVA 及電子業對 ROA、ROE、EPS 之結果相同。這是因為控制股東對公司的持股越高，則有較高的誘因監督管理者是否用心經營公司，並且較不會對公司進行財富侵佔，因此，對公司價值有正向的影響。但是如果控制股東入主公司的主要目的即是在於侵佔公司的財富，那麼擁有越多的主控權時，這個目的即容易達成，此與金融業對 ROA、ROE、EPS 及電子業對 Tobin's q、MVA 價值衡量之實証結果相符。此外，公司次大股東之存在與最大股東產生相互制衡，那麼公司的經營決策將較為允當，進而提昇公司價值，此與本研究中金融及電子雙產業實証結果相符。在 EVA 方面，Lehn and Makhija (1997) 也發現 EVA 對公司價值影響超過其他會計財務指標。張耿豪(1998) 實證分析結果指出 EVA 明顯優於其他會計指標，另外 Milunovich and Tseui (1996) 也提出同樣的分析結果，與本研究金融業對 Tobin's q、ROA 價值衡量與績效之結果相符。另外陳惠鈴(1997) 指出 EVA 對股票報酬的影響並不大，與本研究中電子業 EVA 對 Tobin's q、MVA、ROA、ROE 及 EPS 均呈負向影響之結果有類似之處。

在公司治理變數指標方面，綜合指標 1 (股權結構) 在 $\alpha=1\%$ 水準下顯著，分別對金融業之 MVA 及電子業之 Tobin's q 之公司價值有顯著的正向影響，原因是當股權集中在某些大股東時，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；但對電子業之 MVA 則為顯著之負向影響，其可能的原因是股東可透過利益輸送和掏空公司資產等方式，剝奪小股東的財富，即所謂的權益代理問題所致，股權結構在 Tobin's q 模式下，對兩產業均有正向影響，其中在金融業並不顯著，而電子業在 $\alpha=1\%$ 水準下顯著，其可能原因為，因大股東握有較多公司的股權，為避免大股東必須分擔公司虧損，大股東較不會因個人利益而做出不利公司價值之投資活動；在 MVA 模式下，在 $\alpha=1\%$ 水準下，對金融業有顯著正向影響，對電子業有顯著的負向影響，其可能原因為，國內近幾年金融業正面臨轉型，金融業愈走向集團化，許多金融公司之執行長為避免公司被併購，進而做出許多對公司價值有利之決策，而電子業卻因受到大環境景氣影響，使得許多電子公司之市場價值低於其帳面價值；在 ROA 模式下，對兩產業均有正向影響，但均不顯著；在 ROE 模式下，對兩產業均有負向影響，但均不顯著，在 EPS 模式下，對金融業有正向影響，對電子業有負向影響，但均不顯著。綜合指標 2 (大股東行為) 對兩產業之公司價值影響不一，其中對金融及電子業之 Tobin's q 模式下，在 $\alpha=1\%$ 水準下均有顯著的負向影響，其原因是因大股東為董事會內部成員，但在經營權與所有權未分離之情形下，在決策管理上，大股東即會有較多的誘因去從事自利的行為；在 MVA 模式下，大股東行為對兩產業均有正向影響，而對電子業在 $\alpha=1\%$ 水準下顯著，但金融業不顯著；而金融業及電子業之 ROA 模式分別在 $\alpha=5\%$ 、 1% 水準下有顯著的正向及負向影響；在 ROE 模式下，大股東行為對兩產業均有負向影響，但對金融業不顯著，對電子業在 $\alpha=1\%$ 水準下顯著；在 EPS 模式下，大股東行為對兩產業均有負向影響，但金融業

不顯著，電子業則在 $\alpha=1\%$ 下顯著。綜合指標 3 (專業與資訊揭露) 在 $\alpha=1\%$ 水準下，對金融與電子產業之 Tobin's q 有顯著正向影響；在 ROA 模式下，對金融業與電子業分別在 $\alpha=10\%$ 及 $\alpha=1\%$ 水準下有顯著正向影響，歐陽豪、陳美鳳 (2003) 指出其原因為企業可藉由資訊透明度，增加投資者信心，進而提昇公司價值。在 ROE 模式下，對金融業有正向影響，對電子業有負向影響，但均不顯著；在 EPS 模式下，對金融業及電子業均有正向影響，但只有金融業在 $\alpha=10\%$ 水準下顯著，對電子業不顯著；在 MVA 模式下，在 $\alpha=1\%$ 水準下，對金融及電子業均有顯著正向影響，其原因為，投資者對於企業的資訊揭露程度與對企業的專業信賴感會直接地呈現在股價上，進而影響到公司的價值，資訊揭露愈完整的公司，其公司價值亦愈高。在綜合指標 4 (制衡行為) 方面，王鼎立 (2002)，Lee et al. (1992)，Byrd (1992)，楊慧玲 (2000) 皆認為當外部董事握有多數董事會控制力的表決權股份時，對公司績效有正相關，與本研究電子業對 Tobin's q 在 $\alpha=1\%$ 水準下有顯著的正向影響相符，其表示公司可透過監督管理決策來保護股東的利益，以避免股東為了圖利自己，做出不利公司價值之決策；而對 MVA 則有顯著的負向影響，表示國內現有之整體上市(櫃)公司獨立董監事未能完全發揮功效，且次大股東無法有效地制衡大股東的行為，進而影響公司的價值創造，而對 ROA, ROE 有正向影響，對 EPS 有負向影響，但均不顯著。

4. 結論

根據國內外文獻探討與本研究實証結果發現，得知股權結構、最大(控制)股東行為、專業與資訊揭露及制衡行為，分別對公司價值存在著正、負顯著的關係。本研究之實証分析，得到下列結論：

在股權結構方面，我們採用現金流量權、現金流量控制權、法人持股率與次大股東持股率等各不同形態之持股率為變數來衡量與公司價值之關係，大致可觀察出一項趨勢，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)。由於國內企業大都屬家族企業，故管理者的決策適當與否與大股東利益息息相關，大股東同時兼任董事下有誘因監督管理者之行為，因而使公司價值提升，並減少自身權益受到損害。另外在機構投資者則與公司價值為負相關，可能原因是，國內散戶投資者佔多數，法人著重短期投資策略，同時在不易進入董事會情況下，較不易發揮其應有的監督功能。

在大股東行為方面，控制股東的董監席位比率與參與管理方面 (最大股東兼任董事長與執行長) 對不同產業之公司價值與績效呈現不一致的結果。其中對金融業 Tobin's q、ROE、EPS 為負相關，歐陽豪、陳美鳳 (2003) 指出其原因是因為公司即會有較多的誘因去從事自利及盈餘管理的行為；但對電子業為正相關與本研究預期的結果不一致，其原因可能係因為其較瞭解公司本身的內部資訊與營運問題，故在決策管理上也較有效率。但是如果控制股東入主公司的主要目的即是在於侵佔公司的財富，那麼擁有越多的主控權時，這個目的即容易達成，此與金融業實証結果相符。故公司次大股東席次與最大股東產生相互制衡，如此公司的經營決策將較為允當，進而提昇公司價值。

在專業與資訊揭露方面，本研究實証結果支持了公司治理品質因素與公司價值與績

效間為正相關的推論。資訊透明度與企業價值具有關聯性、企業要永續經營，就一定要提升競爭力，藉由提升資訊透明度與董事的專業性，創造企業價值，進而達到企業永續經營的目標。投資者對於接收到企業揭露資訊的完整性與對企業的信賴感會直接地反映在股價上，市場上對資本的爭奪非常激烈，可得知資訊揭露與表達方式對於公司價值創造的重要性，也顯示出公司治理品質中資訊揭露與董事的專業性的確可以加強投資人的信心，進而為公司增進價值。

在制衡行為方面，本研究結果支持增加獨立董事席次及次大股東對控制股東之制衡力與公司價值與績效為正相關的推論。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，因設立與公司不具利害關係的獨立董事，可藉重其客觀的立場，使其成為有效的公司治理機制，進而增加投資人信心，提昇公司價值。但因僅限於新上市(櫃)公司，尚未能普及。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。

5. 參考文獻

1. 王鼎立 (2002), 董事會結構與公司盈餘的傳遞效果, 東吳大學會計學系碩士論文。
2. 何里仁 (2003), 公司治理之資訊透明度與績效評核關聯性之研究, 逢甲大學會計與財稅研究所碩士論文。
3. 林玉霞 (2002), 台灣上市公司代理問題、公司治理與股東價值之研究, 中原大學會計學系碩士學位論文。
4. 林宗得 (2002), 資訊透明度對企業價值提昇之研究-以台灣上市電子資訊產業為例, 高雄第一科技大學財務管理所未出版碩士論文。
5. 黃鈺光 (1993), 我國上市公司董事會特性與經營績效之研究, 國立台灣大學會計研究所未出版碩士論文
6. 曾國華 (2003), 資訊透明度與企業價值判斷-以企業價值報告進行分析, 交通大學高階主管管理學程未出版碩士論文。
7. 陳惠鈴 (1997), 經濟附加價值與股票報酬關聯性之研究, 交通大學科技管理研究所未出版碩士論文。
8. 張明峰 (1991), 股權結構對公司績效影響之研究, 國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。
9. 張耿豪 (1998), 經濟附加價值資訊內涵之研究-以台灣上市公司為例, 交通大學未出版碩士論文。
10. 葉銀華、李存修、柯承恩 (2002), 《公司治理與評等系統》, 32-33, 台北, 商智文化事業股份有限公司
11. 翁淑育 (2000), 台灣上市公司股權結構、核心代理問題及公司價值之研究, 輔仁大學金融研究所未出版碩士論文。
12. 楊慧玲 (2000), 董事會結構及其變動對股東財富與經營績效影響之研究, 朝陽大

學企業管理研究所未出版碩士論文。

13. 歐陽豪、陳美鳳 (2003)，公司治理之組成因子-管理當局參與:大股東行為、股權結構對公司價值(杜賓 q 衡量)影響之實証分析，2003 中華企業評價學會論文研討會，新竹，第 45-51 頁。
14. 歐陽豪、陳美鳳、陳淑雅 (2004)，公司治理與權益價值，2004 年 21 世紀管理理論與實務研討會，彰化，第 174-197 頁。
15. 歐陽豪、陳美鳳、陳淑雅 (2004)，董事會組成與資訊揭露與公司價值創造之關聯實証，第一屆全國技專校院教師在職進修「公司治理」研討會，雲林。第 51-63 頁。
16. 歐陽豪、曹惠婷、廖瑞芹 (2004)，獨立董事比率與資訊揭露評價分數對公司治理價值與績效的實証分析—以金融控股公司為例，第一屆全國技專校院教師在職進修「公司治理」研討會，雲林，第 186-200 頁。
17. 魏早啟 (1997)，上市公司董監事特性與經營績效之研究，東吳大學會計研究所未出版碩士論文。
18. Byrd, J.W. and Hickman, K.A., 1992a. Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics* 32, 195-221.
19. Byrd, J.W. and Hickman, K.A., 1992b. The case for independent outside directors. *Journal of Applied Corporate Finance* 5 (3), 78-82.
20. Callahan W.T., Millar J.A and Schulman C. (2003), "An analysis of the effect of management participation in director selection on the long-term performance of the firm", *Journal of Corporate Finance* 9, 169-181
21. Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, and Lang, L. H. P. (1998), "Ownership Structure and Corporate Performance in East Asia," World Bank.
22. Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, and Lang, L. H. P. (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation," *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
23. Demsetz, H., Lehn, K., (1985), "The structure of corporate ownership: cause and Consequences." *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177
24. Eisenberg, M.A. (1975), "Legal Model of Management Structure in the Modern Corporation, Officers, Directors, and Accountants," *California Law Review* 63, 375.
25. Fan, Joseph P.H., and Wong T.J. (2000), "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asian," Working paper, Hong Kong University of Science & Technology.
26. Fuerst, O., and Kang S. H. (2000), 'Corporate governance, expected operating performance, and pricing,' Working paper, Yale School of Management, New Haven.
27. Hermalin, B.E., Weisbach, M.S., (1991) "The effects of board composition and direct incentives on firm performance." *Financial Management* XX, 101-112
28. Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976), "Theory of the Firm : Managerial Behavior,

- Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, Vol.3, 305-360
29. Klein, A. (1998), “Firm Performance and Board Committee Structure,” *Journal of Law and Economics* 41, 275-303
 30. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and Shleifer, A. (1999), Corporate ownership around the world, *Journal of Finance* 54: 471-517
 31. Lee, C., Rosenstein S., Rangan N., and Davidson W., 1992, Board Composition and Shareholder Wealth: The Case of Management Buyouts, *Financial Management*, 21, 58-72.
 32. Lemmon and Karl V. L. (2001), “Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asia Financial Crisis,” Working paper.
 33. Lehn, K. and Makhija, A. (1997) “EVA and MVA as performance measures and signals for strategic change,” *Strategy and Leadership*, v24 n3, 34-38.
 34. Mehran, H., (1988), “Executive Compensation Structure, ownership, and Firm Performance,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 293-315
 35. Milunovich, S., and Tsuei, A. (1996) “EVA in the computer industry,” *Journal of Applied Corporate Finance*, v9, 105-115.
 36. Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1998), “Management ownership and market valuation: an empirical analysis,” *Journal of Financial Economics* 20. 293-315
 37. Patton, A. and J.C. Baker, 1987, “Why won’t Directors Rock the Boat,” *Harvard Business Review*, Nov.-Dec., 10-18.
 38. Rechner P.L., (1989), “Corporate Governance: Fact or Fiction,” *Business Horizons* 32, 11-15
 39. Rechner P.L. and Dalton, D.R. (1991) “CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis,” *Strategic Management Journal* 12, 155-160
 40. Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1986), “Large shareholders and corporate control,” *Journal of political Economy* 94, 461-488.
 41. Stern, Stewart (1994), “EVA Round Table at Johnson and Johnson Headquarters”, *Journal of Applied Corporate Finance*.
 42. Weisbach, M.S. (1988), “Outside Directors and CEO Turnover,” *Journal of Financial Economics*, 431-460.
 43. Yeh, Y.H., and Lee, T. S. (2002), “Corporate Governance and Corporate Equity Investments: Evidence from Taiwan,” The 9th Global Finance Conference, Beijing, China.