

第肆章 實證結果分析

本章主要報導本研究的樣本與資料結構、公司治理評等指標的建構與測試。

第一節 敘述性統計分析

一、 衡量指標變數資料

首先，表 4-1 列示本研究於建構上市公司之公司治理評等指標時，所採各項衡量變數之敘述性統計資料，包括衡量股權結構構面的盈餘股份比與專業機構投資者持股率；衡量董事會職責構面的盈餘席次比、外部董事席次比率、外部監察人席次數與外部董監持股率；衡量財務透明度構面的盈餘管理幅度、盈餘平穩化程度與財報重編率；以及衡量股東權益構面的資產報酬率、權益報酬率與每股盈餘。以下簡要敘述 4 項構面之各衡量變數資料。

1. 股權結構構面

衡量股權結構構面的 2 項變數資料中，盈餘股份比的平均數（中位數）為 86.50% (100%)，顯示大部分的最終控制者在盈餘分配權與股份控制權的偏離程度並不高。專業機構投資者持股率的平均數（中位數）為 4.05% (0.75%)，且至少有 25% 的樣本公司是完全無專業機構投資者股東。

2. 董事會職責構面

衡量董事會職責構面的 4 項變數資料中，盈餘席次比的平均數（中位數）為 32.17% (25.69%)，表示樣本公司之最終控制者所能掌控的董監席次比率平均約為其持股比率的 3 倍 (4 倍)，顯見最終控制者實際出資與其所能掌握之決策權間存在很大的偏離。衡量外部董監事相關的變數中，外部董事席次比率的平均數（中位數）為 28.97% (28.57%)，顯示約有過半之樣本公司其外部董事席次比率低於 30%。換言之，樣本公司之最終控制者平均掌控超過 2/3 的決策權。外部監察人席次數之平均數（中位數）為 1.33 席 (1

席)，且至少有 25% 的樣本公司，並未設置外部監察人，監察人所能發揮的監督功效可能有待商榷。外部董監持股率之平均數（中位數）為 5.85% (3.04%)，且至少有 25% 的樣本公司，其外部董監持股率不到 1%。

3. 財務透明度構面

衡量財務透明度構面的 3 項變數資料中，盈餘管理幅度的平均數（中位數）為 15.00% (7.78%)，盈餘平穩化程度的平均數（中位數）為 -0.13 (-0.17)，財報重編率的平均數（中位數）則為 1.05% (0%)，若以最大值 33% 來看，代表樣本公司在過去 3 年來，一共重編了 4 季的季報。

4. 股東權益構面

衡量股東權益構面的 3 項變數資料中，樣本公司的資產報酬率平均數（中位數）為 5.57% (5.52%)，且約有 75% 之樣本公司其資產報酬率超過 2.23%。權益報酬率的平均數（中位數）為 2.53% (4.68%)，且約有 25% 之樣本公司其權益報酬率低於 -0.90%。每股盈餘的平均數（中位數）為 0.80 元 (0.66 元)，同時約有 75% 之樣本公司其每股盈餘低於 1.83 元。

表 4-1 衡量指標變數敘述性資料

構面	變數	平均數	標準差	最小值	Q1	中位數	Q3	最大值
股權	盈餘股份比(%)	86.50	27.42	2.66	95.28	100	100	100
結構	專業機構投資者持股率(%)	4.05	9.61	0	0	0.75	4.55	85.32
董事會 職責	盈餘席次比(%)	32.17	25.71	0.13	13.05	25.69	44.48	172.62
	外部董事席次比率(%)	28.97	21.28	0	14.29	28.57	42.86	93.33
	外部監察人席次數	1.33	1.03	0	0	1	2	4
	外部董監持股率(%)	5.85	7.64	0	0.51	3.04	8.13	42.89
財務 透明度	盈餘管理幅度(%)	15.00	33.21	0.01	3.38	7.78	15.05	449.6
	盈餘平穩化程度	-0.13	0.47	-1.11	-0.47	-0.17	0.21	1.01
	財報重編率 (%)	1.05 [#]	4.24	0	0	0	0	33
股東 權益	資產報酬率(%)	5.57	7.69	-28.26	2.23	5.52	10.17	51.02
	權益報酬率(%)	2.53	19.29	-176.4	-0.90	4.68	12.05	66.10
	每股盈餘(元)	0.80	2.40	-9.19	-0.11	0.66	1.83	26.79

盈餘股份比=最終控制者之(盈餘分配權/股份控制權)；
 盈餘席次比=最終控制者之(盈餘分配權/董監席次控制權)；
 盈餘管理幅度為可裁量性應計項總和除以營業收入淨額；
 盈餘平穩化代表的是過去 10 年間總應計項目之變動與營運活動淨現金流量變動間的相關係數，通常為負值，愈小代表盈餘平穩化的程度愈高；
 財報重編率為過去 12 季以來，重編季報數除以 12；
 權益報酬率=稅後淨利/平均股東權益；
 每股盈餘=(稅前淨利-特別股股息)/加權平均股本。

#在 2000 年到 2002 年間，有發生重編一季季報以上的樣本公司計有 41 家。

二、 樣本資料

依據前述樣本篩選程序，共計 523 家上市樣本公司，由於樣本數過大，無法逐一系列示各樣本公司之衡量指標變數，因此將 523 家樣本公司依循台灣證券交易所之產業類別加以分類，並將產業代碼 23、24 與 30 之電子工業性質公司合併為電子工業類（計 206 家），以及產業代碼 98、99 之企業合併為綜合其他類，共分為 18 個主要產業別，表 4-2 列示樣本公司之產業分佈。表 4-2 顯示，電子工業類樣本公司計有 206 家(39.39%)為最多，紡織纖維業 50 家 (9.5%)次之，汽車工業類 4 家(0.7%)為最少。接著依據表 4-2，以下針對個別產業平均數，簡要敘述公司治理評等 4 項構面之衡量變數。¹

1. 股權結構構面

衡量股權結構之變數中，盈餘股份比的平均數為 86.50%，以玻璃陶瓷產業之 100%為最高，造紙工業之 72.87%為最低。專業機構投資者持股率的平均數為 4.05%，以綜合其他產業之 7.37%為最高，建材營建產業之 0.62%為最低。

從盈餘股份比來看，除了造紙工業外，盈餘股份比低於 80%的產業還有橡膠工業產業 (77.53%)與貿易百貨產業 (73.33%)，顯示此 3 類產業最終控制者的股份控制權與盈餘分配權之偏離較大。另外，從專業投資機構者持股率來看，可以發現平均持股率超過 5%的產業，除了綜合其他產業之外，尚有化學生技產業、電子工業產業以及貿易百貨產業，其持股率分別為 6.74%、5.46%以及 5.81%，亦為專業機構投資者投資之產業偏好。

2. 董事會職責構面

衡量董事會職責構面變數中之盈餘席次比的平均數為 32.17%，以觀光事業之 45.59%為最高，造紙工業產業 18.04%為最低。外部董事席次比的平

¹ 表 4-2 中所列各產業衡量變數的平均數值，皆為簡單算數平均數，因此，部分產業之衡量變數的平均數，可能受同產業內其他公司偏離數值所影響，尤其是在產業內樣本公司家數偏低的情況下，影響將更為明顯。以水泥業之平均盈餘管理幅度為例，由於建台水泥公司在 2002 年之盈餘管理幅度為 449.6%，因此拉高整體水泥業之平均盈餘管理幅度。若將建台公司排除，則水泥業之平均盈餘管理幅度則將從 66.53%降至 11.79%。

均數為 28.97%，以電機機械產業之 39.07% 為最高，玻璃陶瓷產業之 7.14% 為最低，超過 30% 的產業尚包括電子工業產業 (34.27%)。外部監察人席次數的平均數為 1.33 席，以電機機械產業之 1.83 席為最高，以貿易百貨產業之 0.45 席為最低，超過 1.5 席的產業尚包括電子工業產業 (1.76 席)。外部董監持股率的平均數為 5.85%，以汽車工業產業之 18.61% 為最高，玻璃陶瓷產業之 0.15% 為最低。

比較盈餘席次比與盈餘股份比可以明顯看出，最終控制者以席次控制權衡量之偏離程度，遠大於以股份控制權衡量之偏離。另外，除了汽車工業以外，電機機械工業之外部董監持股率為 11.23% 亦超過 10%。相關持股明細資料進一步顯示，此兩類產業中之多數企業，皆與外國技術廠商進行策略聯盟，並獲得外國技術廠商不低的股權投資，故其平均數較其他產業為高。除上述兩類產業以外，其餘產業的平均外部董監持股率皆低於 10%。整體而言，多數產業的外部董事席次比率均未達 1/3，同時有半數產業的外部監察人席次平均亦不達 1 人，顯示我國上市公司中，外部的監督制衡力量尚嫌不足。

3.財務透明度構面

衡量財務透明度構面之變數中，盈餘管理幅度的平均數為 15.00%，以水泥工業之 66.53% 為最高，觀光事業產業之 3.15% 為最低。盈餘平穩化程度的平均數為 -0.13，以玻璃陶瓷產業之 0.12 為最高 (程度最小)，建材營建產業之 -0.47 為最低 (程度最大)。財報重編率的平均數為 1.05%，以汽車工業產業之 6.25% 為最高，以水泥工業、塑膠工業、化學生技、玻璃陶瓷、造紙工業與鋼鐵工業等 6 類產業之 0.00% 為最低。

就盈餘管理幅度而言，以水泥工業為最高，玻璃陶瓷、建材營建與航運業產業次之，顯示此 4 類產業之平均應計項目變動幅度較大。其中，建材營建業之盈餘平穩化程度亦為最大，顯示建材營建業之財務透明度可能較為不佳。

4.股東權益構面

衡量股東權益構面之變數中，資產報酬率的平均數為 5.57%，以汽車工業產業之 8.63% 為最高，建材營建產業之-2.33% 為最低。權益報酬率的平均數是 2.53%，以橡膠工業產業之 11.05% 為最高，建材營建產業之-16.78% 為最低。每股盈餘的平均數是 0.80 元，以汽車工業產業之 2.28 元為最高，建材營建產業之-1.13 元為最低。

比較資產報酬率與權益報酬率可以顯示，當資產報酬率較高時，代表公司應用融資而來的資金可能較無效率，對股東權益不利；反之，當權益報酬率較高時，則代表公司應用融資而來的資金之效率較高，對股東權益較為有利。以總平均數來看，資產報酬率高出權益報酬率達 3.04% (5.57%-2.53%)，顯示就整體樣本而言，公司舉債之資金成本大於其相對應之報酬，對股東較為不利。

表 4-2 產業別樣本資料

公司治理評等構面		股權結構		董事會職責				財務透明度			股東權益		
產業別 (產業代碼前二碼)	公司 家數	盈餘 股份比 (%)	專業機構 投資者持 股率(%)	盈餘 席次比 (%)	外部董 事席次 比率(%)	外部 監察人 席次數	外部董 監持股 率(%)	盈餘管 理幅度 (%)	盈餘 平穩化 程度	財報 重編率 (%)	資產 報酬率 (%)	權益 報酬率 (%)	每股 盈餘 (元)
水泥工業 (11)	8	84.08	4.71	29.06	19.02	1.13	5.27	66.53	-0.08	0.00	1.29	-2.97	-0.47
食品工業 (12)	22	90.48	4.77	29.13	17.76	0.55	5.41	7.34	-0.05	1.45	3.67	-0.68	0.13
塑膠工業 (13)	21	84.61	3.44	27.34	25.04	0.95	5.81	5.93	-0.08	0.00	6.25	4.62	0.82
紡織纖維 (14)	50	89.70	1.24	30.79	21.20	0.96	6.61	11.90	-0.06	0.66	2.92	-3.65	-0.14
電機機械 (15)	30	87.39	1.40	35.69	39.07	1.83	11.23	11.68	-0.08	2.20	5.72	4.80	0.91
電器電纜 (16)	15	95.53	1.01	33.68	29.56	1.13	6.36	12.17	0.00	1.67	1.86	-9.46	-0.06
化學生技 (17)	29	91.91	6.74	40.80	29.95	1.24	4.75	7.66	-0.09	0.00	6.85	6.60	0.97
玻璃陶瓷 (18)	6	100.00	1.66	28.33	7.14	0.50	0.15	37.26	0.12	0.00	-0.50	-8.36	-0.63
造紙工業 (19)	7	72.87	0.88	18.04	22.35	0.86	3.50	6.06	0.05	0.00	1.81	-3.72	-0.16
鋼鐵工業 (20)	22	94.37	1.99	29.37	27.33	1.05	5.96	8.39	-0.09	0.00	7.18	4.25	0.78
橡膠工業 (21)	9	77.53	3.05	25.64	9.43	0.89	3.25	10.46	-0.02	1.89	7.96	11.05	1.51
汽車工業 (22)	4	89.17	1.26	30.88	25.36	1.25	18.61	10.76	-0.19	6.25	8.63	8.83	2.28
電子工業 (23、24、30)	206	83.21	5.46	30.46	34.27	1.76	5.23	14.83	-0.17	0.88	7.43	6.62	1.49
建材營建 (25)	29	92.71	0.62	35.55	27.92	1.00	3.59	46.37	-0.47	1.97	-2.33	-16.78	-1.13
航運業 (26)	16	90.28	3.00	42.96	23.49	0.69	7.47	20.44	-0.17	3.06	4.79	2.74	0.53
觀光事業 (27)	6	81.87	1.22	45.59	21.69	0.67	2.93	3.15	-0.12	2.83	5.26	3.57	0.56
貿易百貨 (29)	11	73.33	5.81	26.13	21.70	0.45	3.51	6.63	-0.12	1.45	4.20	-0.48	0.25
綜合其他 (98 99)	32	86.94	7.37	30.40	29.38	1.28	8.09	8.59	-0.09	1.03	8.00	5.17	0.87
合計/平均.	523	86.50	4.05	32.17	28.97	1.33	5.85	15.00	-0.13	1.05	5.57	2.53	0.80

盈餘股份比=最終控制者之(盈餘分配權/股份控制權)；
 盈餘席次比=最終控制者之(盈餘分配權/重監席次控制權)；
 盈餘管理幅度為可裁量性應計項總和除以營業收入淨額；
 盈餘平穩化代表的是過去 10 年間總應計項目之變動與營運活動淨現金流量變動間的相關係數，通常為負值，愈小代表盈餘平穩化的程度愈高；
 財報重編率為過去 12 季以來，重編季報數除以 12；
 權益報酬率=稅後淨利/平均股東權益；
 每股盈餘=(稅前淨利-特別股股息)/加權平均股本；

專業機構投資者持股率僅包括國內外金融機構與專業信託投資基金持股的部分；
 外部董事與監察人定義為非最終控制者所掌握之席次；

第二節 LISREL 模式分析

一、 整體模式配適度評估

首先檢測 LISREL 整體模式配適度，以評估理論模式與實際顯現結果之差距，並進一步分析結構模式與衡量模式之結果。在評估 LISREL 模式的整體配適度指標方面，本研究採用 c^2 、NCI、GFI、AGFI、RMR、RMSEA、NFI 以及 CFI 等 8 項判定指標，以評估採用 LISREL 模式之整體配適度，表 4-3 彙總各項配適度判定指標之評估結果。

表 4-3 LISREL 模式整體配適度評估結果

指標 [#]	判定標準 (期望數值)	實得數值
c^2	不顯著 (愈低愈好)	161.43 (p<0.0001)
NCI = c^2 / df	3	3.51
GFI	0.9	0.9543
AGFI	0.9	0.9224
RMR	0.1	0.0574
RMSEA	0.1	0.0693
NFI	0.9	0.9169
CFI	0.9	0.9385

c^2 ：卡方值
 GFI：配適度指標
 RMR：平均殘差平方根
 NFI：模式基準合適尺度
 # 有關各項指標所代表的意義，請參考本研究表 3-1。

NCI：標準化卡方值
 AGFI：調整後配適度指標
 RMSEA：RMR 估計量
 CFI：模式比較合適尺度

由表 4-3 可知，大部分的配適度判定指標皆達到期望數值。其中，代表樣本總變異能被模式解釋部分的 GFI 值，與調整自由度後的 AGFI 值，皆大於 0.9；代表模式推估後剩餘殘差的 RMR 值與 RMSEA 值，亦分別小於 0.1；另外代表模式基準合適尺度的 NFI 值，與比較合適尺度的 CFI 值，也都大於 0.9，顯示本研究所建構之 LISREL 模式的配適度良好。另外，雖然 c^2 約為 161.43，且達 p-value<0.0001 顯著水準，顯示模式中無法被解釋的殘差可能過多。惟在 LISREL 模式中， c^2 通常會隨著樣本的數目而波動，當樣本數愈大時， c^2 也會隨著增加而變大，因而在大樣本的資料中， c^2 較不適合用來作為 LISREL 模式配適度的判定指標 (周文賢 2002)。NCI 值則

是在調整自由度後，可以用來取代 c^2 的判定指標，本研究模式的 NCI 值約為 3.51，接近期望數值 3。

二、結構關係模式分析

在整體 LISREL 模式配適度良好的情況下，本研究進一步分析在結構模式中，各潛伏變數間的關係，亦即本研究所建構公司治理評等指標各構面間之關係。表 4-4 列示各項結構關係模式之參數估計與檢定統計量。

表 4-4 LISREL 結構模式評估結果

結構關係	參數估計	檢定統計量 (t-statistic)
股權結構對董事會職責	2.1302	4.2915****
董事會職責對財務透明度	0.8586	2.9217***
董事會職責對股東權益	0.7001	2.7834***
財務透明度對股東權益	2.1538	7.3783****

*：表示達 0.1 顯著水準； **：表示達 0.05 顯著水準；
 ：表示達 0.01 顯著水準； *：表示達 0.001 顯著水準；

表 4-4 顯示，股權結構構面對董事會職責構面的參數估計值為 2.1302，其解釋能力達到 0.001 顯著水準。董事會職責構面對財務透明度構面以及股東權益構面的參數估計值分別為 0.8586 與 0.7001，其解釋能力分別達到 0.01 顯著水準。至於財務透明度構面對股東權益構面的參數估計則為 2.1538，亦達到 0.001 顯著水準的解釋能力。

如同第參章所述，用以建構公司治理評等指標之構面共包括股權結構、董事會職責與財務透明度 3 個構面，並加入以資產報酬率、權益報酬率和每股盈餘所衡量之股東權益，以計算股權結構、董事會職責與財務透明度 3 個構面之權重。根據理論、文獻及實務規範，公司治理評等指標之建構邏輯為股權結構影響董事會職責，董事會職責影響財務透明度與股東權益，而財務透明度愈高，代表對於股東權益的保障也會愈大。由於股東權益構面僅代表「果」的部分，因此在計算公司治理評等各個構面占整體指標之權重時，並未將股東權益納入。

另外，在 LISREL 模式中，各潛伏變數間之參數估計代表該變數在結

構中之影響力。因此，藉由上述 4 項參數估計，可以決定公司治理評等指標各構面之權重，亦即：

股權結構構面：董事會職責構面：財務透明度構面

= 2.1302 : (0.8586+0.7001) : 2.1538

= 2.1302 : 1.5587 : 2.1538

經過前述計算，股權結構構面之權重約佔公司治理評等指標結構之 36%，而董事會職責構面與財務透明度構面則分別有 27% 與 37% 之權重。綜合本研究結構模式之相互關係，整理如圖 4-1 所示。

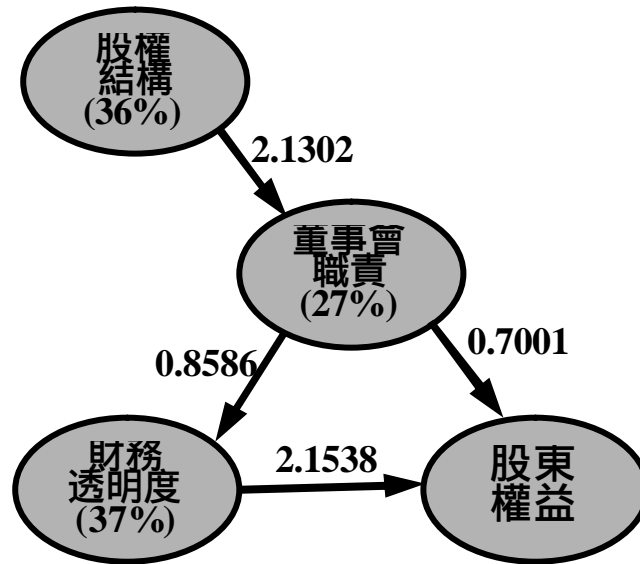


圖 4-1 公司治理評等指標構面之結構關係模式

三、 衡量模式分析

於分析結構模式關係及決定公司治理評等指標各構面之權重後，表 4-5 分析各構面下之衡量模式（即各個衡量變數與其所對應之潛伏變數間的關係）。

根據表 4-5，衡量股權結構構面之盈餘股份比與專業機構投資者持股率兩項指標，其參數估計值分別為 0.9594 與 0.9469，且皆達到 0.1 的正向顯著水準。依據兩者之參數估計值，兩者在衡量股權結構構面之比重約各為 50%：50%。衡量董事會職責構面的 4 項指標則皆達到 0.001 的正向顯著水

準，依據其個別的參數估計，得出其等在衡量董事會職責構面之比重分別約為 14%：35%：29%：22%。

在財務透明度構面部分，由於盈餘管理幅度與財報重編率愈高，代表財務透明度愈低，為了方便解釋其衡量關係，因此本研究利用 1-盈餘管理幅度與 1-財報重編率，分別代表盈餘未管理幅度與財報未重編率，當這兩項數值愈大時，代表財務透明度愈高。而盈餘平穩化程度則是代表總應計項目之變動與來自營運活動之淨現金流量變動間的相關係數，當其值愈大時代表盈餘平穩化的程度愈小，財務透明度愈高。根據衡量結果顯示，盈餘未管理幅度、盈餘平穩化程度與財報未重編率對財務透明度構面的參數估計為 1.2004：0.7206：0.3768，分別達到 0.01 以及 0.05 的正向顯著水準，對衡量財務透明度構面的比重分別約為 52%：31%：17%。

表 4-5 LISREL 衡量模式評估結果

評等構面	衡量指標	參數估計	檢定統計量 (t-statistic)
股權	盈餘股份比	0.9594	1.6885*
結構	專業機構投資者持股率	0.9469	1.6454*
董事會 職責	盈餘席次比	0.9151	5.6381****
	外部董事席次比率	2.3632	18.1977****
	外部監察人席次數	1.9237	14.7112****
	外部董監持股率	1.4587	11.1539****
財務 透明度	1-盈餘管理幅度	1.2004	3.0097***
	盈餘平穩化程度	0.7206	2.6562***
	1-財報重編率	0.3768	1.6621**
股東 權益	資產報酬率	0.9784	9.7961****
	權益報酬率	0.9286	9.7164****
	每股盈餘	0.9555	9.7613****

*：表示達 0.1 顯著水準； **：表示達 0.05 顯著水準；
 ：表示達 0.01 顯著水準； *：表示達 0.001 顯著水準；

圖 4-2 整理繪示結構模式與衡量模式之分析結果，以及衡量各構面之相關指標間之權重關係。

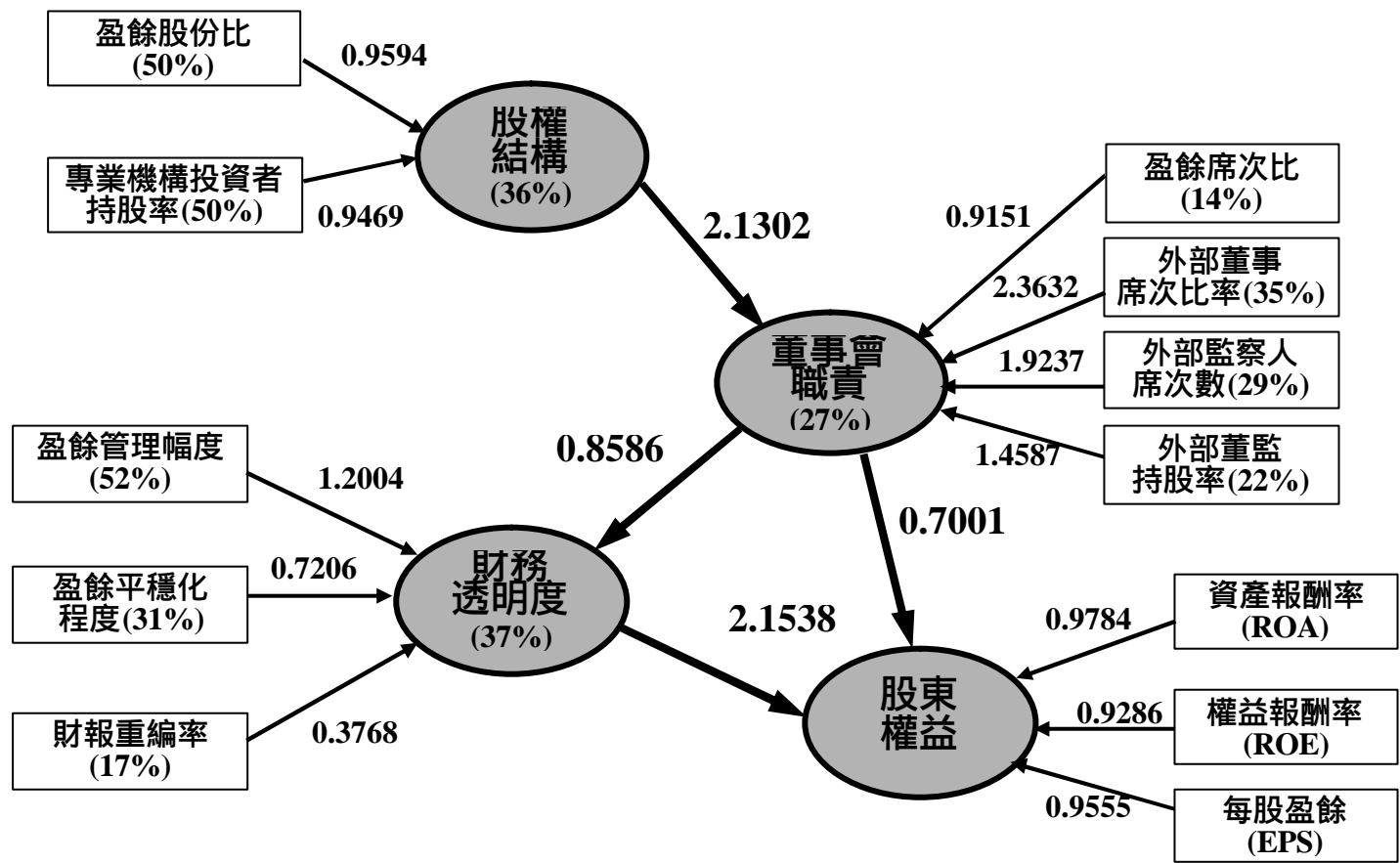


圖 4-2 公司治理評等指標構面之線性結構關係圖²

² 如同第參章所述，股東權益構面係本研究為計算公司治理評等指標各構面權重時所採用，其衡量變數並未列入本研究公司治理綜合評等指標之計算。

四、 公司治理評等指標計算

在分析完 LISREL 模式之結構關係模式與衡量模式的結果後，於計算公司治理評等指標前，必須先依照各個樣本公司在各衡量指標變數下的表現，給予 1-10 分之評量，有關此部分的評分標準，整理如表 4-6 所示，以下分別簡要說明各衡量指標之評分標準：

- (1)將所有樣本公司之各個衡量指標，按照數值由大到小依序排列，分別找出第 52 名的數值(前 10% 樣本公司之臨界值)，以及第 472 名的數值(後 10% 樣本公司的臨界值)之後，計算兩臨界值之總差異，再平均分成 8 個區間，加上前 10% 與後 10% 的 2 個區間，由大到小分別給予落在各個區間內之樣本公司 10-1 的分數。

以盈餘席次比衡量指標為例，盈餘席次比第 52 名之樣本公司為 67.98%，第 472 名之樣本公司則為 6.06%，兩者差距為 61.92%，除以 8，即每個區間之間距為 7.74%，因此，當某一樣本公司之盈餘席次比大於 67.98% 時，其在此項衡量指標的得分即等於 10 分。當樣本公司的盈餘席次比落在 60.25% 到 67.97% 時，則在此項衡量指標得到 9 分，以此類推，當盈餘席次比小於 6.06% 時，則得到 1 分。盈餘未管理幅度 (1-盈餘管理幅度)以及盈餘平穩化程度，亦依此類推。

- (2)當第 52 名或第 472 名之數值有多家樣本公司並列時，則統一給予 10 或 1 的評分，其他評分 9 到 2 的間距，則如同(1)所述，計算評分 10 與評分 1 樣本公司衡量指標的臨界值之總差異，平均分成 8 等分給予評分。以盈餘股份比衡量指標為例，達到 100% 的樣本公司，即最終控制者之盈餘分配權等於其股份控制權者，一共有 376 家，分別給予 10 的得分。當盈餘股份比小於 34.53% 時，則給予 1 分，其於則依照 8.18% 的間距分別給予樣本公司 9 到 2 之評分。機構投資者持股率 外部董事席次比率，以及外部董監持股率，亦依此類推。
- (3)當衡量指標的數值間距未能達到至少 10 個間距時，本研究將依數值由大到小排列，分別給予 10、9、... 等分數，直到最小衡量指標數據的一組。以外部監察人席次數衡量指標為例，在所有 523 家樣本公司中，給予擁有最多外部監察人席次數為 4 席的樣本公司 10 分 (4 家)，給予擁有 3 席外部監察人的樣本公司 9 分 (71 家)，以此類推到沒有擁有任何 1 席外部監察人的樣本公司 6 分 (136 家)。財報未重編率 (1-財務重編率)亦依照此項評分方式衡量。

表 4-6 公司治理評等指標評分表

變數 評分	盈餘股份比 (%)	機構投資者 持股率(%)	盈餘席次比 (%)	外部董事席 次比率(%)	外部監察 人席次數	外部董監持 股率(%)	1-盈餘管理幅 度(%)	盈餘平穩 化程度	1-財報 重編率(%)
10	100 (376)	10.59~85.32 (52)	67.98~172.6 (52)	57.14~93.33 (61)	4 (4)	16.08~42.89 (52)	98.68~99.99 (52)	0.48~1.01 (52)	100 (482)
9	91.80~99.99 (22)	9.25~10.58 (9)	60.25~67.97 (19)	49.99~57.13 (33)	3 (71)	14.06~16.07 (12)	95.34~98.67 (121)	0.31~0.47 (54)	92 (26)
8	83.62~91.79 (15)	7.93~9.24 (8)	52.60~60.24 (30)	42.85~49.98 (55)	2 (151)	12.06~14.05 (16)	92.02~95.33 (93)	0.16~0.30 (45)	83 (6)
7	75.44~83.61 (10)	6.61~7.92 (19)	44.77~52.59 (28)	35.71~42.84 (69)	1 (161)	10.06~12.05 (22)	88.70~92.01 (81)	0.01~0.15 (55)	75 (7)
6	67.26~75.43 (10)	5.29~6.6 (25)	37.03~44.76 (47)	28.57~35.70 (65)	0 (136)	8.06~6-.05 (31)	85.38~88.69 (42)	-0.14~0.00 (49)	67 (2)
5	59.08~67.25 (8)	3.97~5.28 (28)	29.29~37.02 (53)	21.43~28.56 (22)		6.06~8.05 (33)	82.06~85.37 (29)	-0.29~-0.15 (65)	
4	50.90~59.07 (10)	2.65~3.96 (28)	21.55~29.28 (74)	14.29~21.42 (89)		4.06~6.05 (58)	79.74~82.05 (22)	-0.44~-0.30 (65)	
3	42.72~50.89 (5)	1.33~2.64 (56)	13.81~21.54 (80)	7.15~14.28 (16)		2.06~4.05 (72)	75.42~78.73 (21)	-0.59~-0.45 (44)	
2	34.54~42.71 (15)	0.01~1.32 (123)	6.07~13.80 (88)	0.01~7.14 (2)		0.06~2.05 (174)	72.10~75.41 (10)	-0.74~-0.60 (42)	
1	2.66~34.53 (52)	0 (175)	0.13~6.06 (52)	0 (111)		0~0.05 (53)	-349.61~72.09 (52)	-1.11~-0.75 (52)	
間距	8.18	1.32	7.74	7.14	1.00	2.00	3.32	0.15	8.00

估計出各個樣本公司在各衡量指標上之得分後，配合由 LISREL 模式中之結構關係模式與衡量模式所得到的各構面與各衡量指標之權重加以計算，則可得出各樣本公司之評分。表 4-7，列示產業別各項評等指標之平均得分。以下針對表 4-7，分別就公司治理綜合評等指標，以及股權結構、董事會職責與財務透明度 3 個構面作簡單的說明。

1. 公司治理綜合評等指標

表 4-7 顯示，所有樣本公司在 9 項衡量指標所組成之公司治理綜合評等指標的平均得分為 61.73 分（總分 100 分），其中以綜合其他產業之 65.89 分為最高，化學生技產業 64.97 分次之，電機機械產業則以 63.51 分排名第 3。另外，建材營建產業以 51.04 分為產業中最低，造紙工業產業則以 57.93 分排名次低。

2 股權結構構面

就股權結構構面而言，所有產業的加權平均得分為 21.25 分（總分 36 分），其中以綜合其他產業以 23.51 分最高，造紙工業產業 15.69 分為最低。在盈餘席次比方面，所有產業原始平均得分為 8.38 分（總分 10 分），以玻璃陶瓷產業之 10 分為最高，造紙工業產業之 6.57 分為最低。在專業機構投資者持股率方面，所有產業原始平均得分為 3.42 分（總分 10 分），以綜合其他產業之 4.66 分為最高，建材營建產業之 1.83 分為最低。

3 董事會職責構面

就董事會職責構面而言，所有產業的加權平均得分為 15.05 分（總分 27 分），其中汽車工業以 18.13 分為最高，玻璃陶瓷業 9.72 分為最低。在盈餘席次比方面，所有產業的原始平均得分是 4.66 分（總分 10 分），以觀光事業產業之 6.33 分為最高，造紙工業產業之 2.86 分為最低。在外部董事席次比率方面，所有產業的原始平均得分為 5.45 分（總分 10 分），以電機機械產業之 6.77 分為最高，玻璃陶瓷產業之 2.17 分為最低。在外部監察人席次數方面，所有產業的原始平均得分為 7.33 分（總分 10 分），以電機機械

產業之 7.83 分為最高，貿易百貨產業之 6.45 分為最低。在外部董監持股率方面，所有產業的原始平均得分為 4.03 分（總分 10 分），以汽車工業產業之 9.50 分為最高，玻璃陶瓷產業之 1.50 分為最低。

4. 財務透明度構面

就財務透明度構面而言，所有產業的加權平均得分為 25.43 分（總分 37 分），其中以造紙工業產業之 29.53 分為最高，以建材營建業 17.42 分為最低。在盈餘管理幅度方面，所有產業的原始平均得分為 6.77 分（總分 10 分），以觀光事業產業之 8.67 分為最高，建材營建產業之 3.93 分為最低。在盈餘平穩化程度方面，所有產業的原始平均得分為 5.54 分（總分 10 分），以玻璃陶瓷產業之 7.17 分為最高，建材營建產業之 3.41 分為最低。在財報重編率方面，所有產業的原始平均得分為 9.87 分（總分 10 分），其中，得到滿分 10 分的一共有水泥工業、塑膠工業、化學生技、玻璃陶瓷、造紙工業與鋼鐵工業等 6 項產業，汽車工業 9.25 分為最低。

表 4-7 產業別之公司治理評等指標

產業別 (產業代碼前二碼)	股權 結構 (36%)	盈餘 股份比 (18%)	專業機構 投資者持 股率 (18%)	董事會 職責 (27%)	盈餘 席次比 (4%)	外部董 事席次 比率 (9%)	外部 監察人 席次數 (8%)	外部 董監 持股率 (6%)	財務 透明度 (37%)	盈餘 管理 幅度 (19%)	盈餘 平穩化 程度 (12%)	財報 重編率 (6%)	公司治理 綜合評等 指標 (100%)
水泥工業 (11)	21.60	7.75	4.25	13.76	4.50	4.13	7.13	4.25	23.98	5.75	5.88	10.00	59.34
食品工業 (12)	21.52	8.77	3.18	12.72	4.50	3.77	6.55	3.82	29.19	8.50	5.95	9.82	63.43
塑膠工業 (13)	20.83	8.10	3.48	13.89	4.29	4.90	6.95	3.67	28.77	8.29	5.86	10.00	63.49
紡織纖維 (14)	19.48	8.66	2.16	13.83	4.66	4.32	6.96	4.18	26.77	7.22	5.92	9.92	60.08
電機機械 (15)	19.44	8.47	2.33	17.81	5.23	6.77	7.83	5.60	26.26	7.00	5.93	9.73	63.51
電器電纜 (16)	20.76	9.33	2.20	14.94	4.73	5.40	7.13	4.13	25.34	6.20	6.40	9.80	61.04
化學生技 (17)	22.10	8.93	3.34	15.38	5.41	5.76	7.24	3.72	27.50	7.66	5.79	10.00	64.97
玻璃陶瓷 (18)	22.80	10.00	2.67	9.72	4.17	2.17	6.50	1.50	26.95	6.50	7.17	10.00	59.47
造紙工業 (19)	15.69	6.57	2.14	12.71	2.86	4.57	6.86	3.29	29.53	8.14	6.71	10.00	57.93
鋼鐵工業 (20)	21.11	9.18	2.55	14.33	4.14	5.27	7.05	3.82	26.77	7.23	5.86	10.00	62.20
橡膠工業 (21)	20.00	7.33	3.78	11.24	4.00	2.44	6.89	3.22	26.34	6.78	6.33	9.78	57.59
汽車工業 (22)	19.35	8.25	2.50	18.13	4.75	5.25	7.25	9.50	24.68	6.75	5.25	9.25	62.15
電子工業 (23、24、30)	22.20	8.14	4.19	15.99	4.43	6.22	7.76	4.02	24.40	6.35	5.33	9.89	62.59
建材營建 (25)	19.49	9.00	1.83	14.13	4.76	5.21	7.00	3.24	17.42	3.93	3.41	9.76	51.04
航運業 (26)	21.49	8.69	3.25	14.34	6.13	4.56	6.69	4.06	24.87	6.81	5.13	9.63	60.70
觀光事業 (27)	17.70	7.67	2.17	13.57	6.33	4.33	6.67	3.00	29.07	8.67	5.67	9.67	60.33
貿易百貨 (29)	19.15	6.82	3.82	12.90	4.27	4.64	6.45	3.09	27.90	7.91	5.82	9.82	59.95
綜合其他 (98 99)	23.51	8.41	4.66	15.66	5.34	5.53	7.28	4.53	26.72	7.31	5.75	9.88	65.89
Avg.	21.25	8.38	3.42	15.05	4.66	5.45	7.33	4.03	25.43	6.77	5.54	9.87	61.73

註 1：各構面下之衡量指標，包括盈餘股份比、專業機構投資者持股率、盈餘席次比、外部董事席次比率、外部監察人席次數、外部董監持股率、盈餘管理幅度、盈餘平穩化程度以及財報重編率，皆為各產業之原始平均得分，其等括號內之數值代表各衡量指標占整體公司治理評等之比重。

註 2：各構面之產業平均得分，包括股權結構構面、董事會結構構面與財務透明度構面，以及公司治理綜合評等指標，皆為已透過各項指標權重加權計算而得。

註 3：以水泥業為例，其股權結構構面之 21.60 分，係=(盈餘股份比平均 7.75 分*0.18+專業機構投資者持股率平均 4.25 分*0.18)*10，有關董事會職責構面與財務透明度構面之計算則以此類推。待 3 項構面之得分計算出來後，加總起來即等於公司治理綜合評等指標之得分。

第三節 迴歸模式分析

一、公司治理評等指標與公司經營績效間之關聯性

透過公司治理評等指標對 2002 年度及 2003 年 1-6 月經營績效之分析，以測試公司治理評等良窳對公司當期及未來期間經營績效間的關聯性。

1. 公司治理評等指標與公司當期經營績效間之關聯性

表 4-8 彙總以公司治理綜合評等指標及各構面獨立指標 (包括股權結構、董事會職責與財務透明度)對 2002 全年度經營績效 (以資產報酬率及權益報酬率衡量)之迴歸分析結果。

表 4-8 公司治理評等指標與公司當期經營績效間之關聯性 (2002/12)

Model	Model 1-1	Model 1-2	Model 1-3	Model 1-4
Model 1-1 : ROAC=	$\beta_0 + \beta_1 TCGI + \beta_2 DA + \beta_3 RD + \beta_4 LNA +$			
Model 1-2 : ROAC=	$\beta_0 + \beta_1 OS + \beta_2 BR + \beta_3 FT + \beta_4 DA + \beta_5 RD + \beta_6 LNA +$			
Model 1-3 : ROEC=	$\beta_0 + \beta_1 TCGI + \beta_2 DA + \beta_3 RD + \beta_4 LNA +$			
Model 1-4 : ROEC=	$\beta_0 + \beta_1 OS + \beta_2 BR + \beta_3 FT + \beta_4 DA + \beta_5 RD + \beta_6 LNA +$			
Intercept (?)	-9.943 (0.0255)**	-19.232 (<0.0001)****	-6.387 (0.5512)	-13.320 (0.2419)
TCGI (+)	0.184 (<0.0001)****		0.204 (0.0018)**	
OS (+)		0.001 (0.9744)		0.067 (0.5115)
BR (+)		0.461 (<0.0001)****		0.418 (0.0127)**
FT (+)		0.289 (<0.0001)****		0.275 (0.0161)**
DA (-)	-0.154 (<0.0001)****	-0.155 (<0.0001)****	-0.591 (<0.0001)****	-0.591 (<0.0001)****
RD (-)	-0.205 (0.0059)**	-0.221 (0.0023)**	-0.505 (0.0007)****	-0.519 (0.0041)**
LNA (+)	0.697 (0.0084)**	1.110 (<0.0001)****	1.389 (0.0295)**	1.698 (0.0102)**
F-statistic	29.24 (<0.0001)****	26.79 (<0.0001)****	42.18 (<0.0001)****	28.73 (<0.0001)****
R-Square	0.1842	0.2376	0.2457	0.2504
ADJ.R-Square	0.1779	0.2287	0.2399	0.2417

ROAC 與 ROEC 代表公司 2002 年全年的經營績效；TCGI 代表本研究公司治理評等指標；
 OS 為股權結構構面指標；BR 為董事會職責構面指標；
 FT 為財務透明度構面指標；DA 為負債比率=總負債/總資產；
 RD 為研發費用佔營收淨額比率；LNA 為總資產取自然對數；
 ()中為 P-value；
 *：表示達 0.1 顯著水準； **：表示達 0.05 顯著水準；
 ：表示達 0.01 顯著水準； *：表示達 0.001 顯著水準。

表 4-8 顯示，迴歸整體模式之總檢定 F 統計量分析，Model 1-1 Model 1-4 的 F 統計量至少均大於 26.79，且皆達 0.001 顯著水準，代表 Model-1 Model-4 各模式配適度良好。

就調整後 R-Square 分析，以權益報酬率為應變數之迴歸結果，模式解釋力均達 0.2399 以上。以資產報酬率為應變數之迴歸分析亦顯示，模式解釋能力亦介於 0.1779 0.2376 之間。兩種應變數之分析結果顯示，公司治理評等指標對於權益報酬率的解釋能力較高。另外，分析結果亦顯示，無論以資產報酬率或權益報酬率為應變數，個別之公司治理評等構面均較單一綜合評等指標可以提供更高的模式解釋能力。

此外，表 4-8 亦顯示，公司治理綜合評等指標與資產報酬率及權益報酬率均呈現正相關，且分別達到 0.001 與 0.01 的顯著水準，與預期方向相符合。分析個別之公司治理評等構面指標，股權結構構面與經營績效呈現正相關，係數符合預期，惟未達顯著水準。財務透明度構面和董事會職責構面則與經營績效呈正相關，符合係數預期方向且至少達 0.05 顯著水準。此結果隱喻，相對於股權結構指標而言，財務透明度和董事會職責對公司經營績效有更高的關聯性。

參考葉銀華等人 (2002) 納入之控制變數則顯示，無論是對資產報酬率或是權益報酬率，負債比率與研發比率對公司當期之經營績效皆呈顯著負相關，而公司的總資產與公司當期經營績效則是呈顯著正相關。

2. 公司治理評等指標與公司未來經營績效間之關聯性

表 4-9 報導公司治理綜合評等指標以及各構面獨立指標(包括股權結構、董事會職責與財務透明度)對 2003 年 1-6 月資產報酬率及權益報酬率之迴歸分析結果。表 4-9 顯示，四個模式之整體模式總檢定 F 統計量均至少大於 16.47，且皆達 0.001 的顯著水準，代表各模式皆顯著。就調整後 R-Square 分析，無論是公司治理綜合評等指標或是單獨構面指標對於資產報酬率之模式解釋力，均達 0.1730 以上；對於權益報酬率的模式解釋能力

則介於 0.1431 到 0.1608 之間，顯示公司治理評等指標對於公司未來之資產報酬率的解釋能力較高。此外，以資產報酬率或權益報酬率為應變數之分析均顯示，將個別之公司治理評等構面自綜合評等指標獨立出來，可以提供更高的模式解釋能力。

表 4-9 公司治理評等指標與公司未來經營績效間之關聯性 (2003/06)

Model	Model 2-1	Model 2-2	Model 2-3	Model 2-4
Model 2-1 : ROAF=	$0 + {}_1\text{TCGI} + {}_2\text{DA} + {}_3\text{RD} + {}_4\text{LNA} +$			
Model 2-2 : ROAF=	$0 + {}_1\text{OS} + {}_2\text{BR} + {}_3\text{FT} + {}_4\text{DA} + {}_5\text{RD} + {}_6\text{LNA} +$			
Model 2-3 : ROEF=	$0 + {}_1\text{TCGI} + {}_2\text{DA} + {}_3\text{RD} + {}_4\text{LNA} +$			
Model 2-4 : ROEF=	$0 + {}_1\text{OS} + {}_2\text{BR} + {}_3\text{FT} + {}_4\text{DA} + {}_5\text{RD} + {}_6\text{LNA} +$			
Intercept	(?) -3.634 (0.0977) *	-5.478 (0.0186) **	-3.205 (0.6291)	-8.932 (0.2035)
TCGI	(+) 0.057 (<0.0001) ****		0.095 (0.0185) **	
OS	(+)	0.018 (0.3813)		0.003 (0.9640)
BR	(+)	0.105 (0.0023) ***		0.334 (0.0013) ***
FT	(+)	0.084 (0.0003) ****		0.100 (0.1566)
DA	(-) -0.091 (<0.0001) ****	-0.091 (<0.0001) ****	-0.264 (<0.0001) ****	-0.264 (<0.0001) ****
RD	(-) -0.060 (0.1026)	-0.062 (0.0938) *	-0.376 (0.0007) ****	-0.400 (0.0003) ****
LNA	(+) 0.439 (0.0008) ****	0.520 (0.0001) ****	0.687 (0.082) *	0.951 (0.0197) **
F-value	28.30 (<0.0001) ****	19.97 (<0.0001) ****	22.80 (<0.0001) ****	16.47 (<0.0001) ****
R-Square	0.1794	0.1884	0.1497	0.1608
ADJ.R-Square	0.1730	0.1790	0.1431	0.1510

ROAF與 ROEF代表公司在 2003年 1-6月的經營績效；
TCGI代表本研究公司治理評等指標；
OS為股權結構構面指標； BR為董事會職責構面指標；
FT為財務透明度構面指標； DA為負債比率=總負債/總資產；
RD為研發費用佔營收淨額比率； LNA為總資產取自然對數；
()中為 P-value；
*：表示達 0.1 顯著水準； **：表示達 0.05 顯著水準；
：表示達 0.01 顯著水準； *：表示達 0.001 顯著水準。

此外，表 4-9 亦顯示，公司治理綜合評等指標對 2003 年 1-6 月之資產報酬率以及權益報酬率均呈顯著正相關（分別達到 0.001 與 0.05 的顯著水準）。另外，針對單獨評等構面之分析顯示，董事會職責構面在 Model 2-2

與 Model 2-4 中，其係數均符合預期，與經營績效呈現正相關，且達 0.01 的顯著水準；財務透明度構面則僅與資產報酬率呈顯著正相關（達到 0.001 顯著水準）。至於股權結構構面，則無論在 Model 2-2 或 Model 2-4 中，雖然係數均為正，符合預期，惟並未達顯著水準。

參考葉銀華等人 (2002) 納入之控制變數則顯示，無論是對資產報酬率或是權益報酬率，負債比率與公司半年後之經營績效皆呈顯著負相關，而公司的總資產與公司半年後之經營績效則皆呈顯著正相關。至於研發比率的部分，則是以對權益報酬率解釋力較高，分別達到 0.001 之負向顯著水準。

二、公司治理評等指標與公司價值間之關聯性

此處報導公司治理評等良窳與公司價值及成長性（以 Tobin's q 衡量）間之關聯性。

1. 公司治理評等指標與公司當期價值間之關聯性

表 4-10 列示公司治理綜合評等指標及個別構面指標（股權結構、董事會職責與財務透明度）對 2002 年底 Tobin's q 值之迴歸分析結果。表 4-10 顯示，Model 3-1 與 Model 3-2 之整體模式總檢定 F 統計量分別為 15.57 與 10.55，皆達 0.001 顯著水準，表示 Model 3-1 與 Model 3-2 模式顯著。分析調整後 R-Square 可以得知，無論是以公司治理之綜合評等指標或個別構面指標，對 Tobin's q 之模式解釋力，均達 0.0990 以上。將個別之公司治理評等構面自綜合評等指標中獨立出來，會微量減弱模式之解釋力。

分析自變數與應變數間之關係顯示，公司治理綜合評等指標之係數為正且達 0.001 顯著水準，表示公司治理評等愈佳，公司之當期價值愈高。此外，分析個別之公司治理評等構面指標則顯示，股權結構構面、董事會職責構面與財務透明度構面之係數為正且分別達 0.1、0.05 與 0.01 顯著水準，其中以財務透明度構面與公司價值間之關聯性為最高。

參考葉銀華等人 (2002) 納入之控制變數則顯示，研發比率與公司總資產對公司當期的價值皆呈顯著正相關，而負債比率則皆呈顯著負相關。

表 4-10 公司治理評等指標與公司價值間之關聯性

Model 3-1 : Tobin's q C = $\beta_0 + \beta_1 TCGI + \beta_2 DA + \beta_3 RD + \beta_4 LNA$					
Model 3-2 : Tobin's q C = $\beta_0 + \beta_1 OS + \beta_2 BR + \beta_3 FT + \beta_4 DA + \beta_5 RD + \beta_6 LNA$					
Model 3-3 : Tobin's q F = $\beta_0 + \beta_1 TCGI + \beta_2 DA + \beta_3 RD + \beta_4 LNA$					
Model 3-4 : Tobin's q F = $\beta_0 + \beta_1 OS + \beta_2 BR + \beta_3 FT + \beta_4 DA + \beta_5 RD + \beta_6 LNA$					
Model		Model 3-1	Model 3-2	Model 3-3	Model 3-4
Intercept	(?)	0.250 (0.4300)	0.130 (0.6999)	0.243 (0.4162)	0.134 (0.6744)
TCGI	(+)	0.008 (<0.0001)****		0.008 (<0.0001)****	
OS	(+)		0.006 (0.0604)*		0.006 (0.0275)**
BR	(+)		0.011 (0.0230)**		0.012 (0.0111)**
FT	(+)		0.010 (0.0030)***		0.010 (0.0028)***
DA	(-)	-0.004 (0.0018)***	-0.004 (0.0018)***	-0.005 (0.0001)****	-0.005 (0.0001)****
RD	(+)	0.025 (<0.0001)****	0.025 (<0.0001)****	0.023 (<0.0001)****	0.023 (<0.0001)****
LNA	(+)	0.033 (0.0824)*	0.038 (0.0520)*	0.036 (0.0396)**	0.042 (0.0246)**
F-value		15.57 (<0.0001)****	10.55 (<0.0001)****	18.39 (<0.0001)****	12.41 (<0.0001)****
R-Square		0.1073	0.1093	0.1243	0.1261
ADJ.R-Square		0.1004	0.0990	0.1176	0.1159

Tobins' q C 代表 2002 年底公司價值； Tobins' q F 則代表 2003 年 6 月底公司價值。
 TCGI 代表本研究公司治理評等指標； OS 為股權結構構面指標；
 BR 為董事會職責構面指標； FT 為財務透明度構面指標；
 DA 為負債比率=總負債/總資產； RD 為研發費用佔營收淨額比率；
 LNA 為總資產取自然對數； () 中為 P-value；
 * : 表示達 0.1 顯著水準； ** : 表示達 0.05 顯著水準；
 *** : 表示達 0.01 顯著水準； **** : 表示達 0.001 顯著水準。

2. 公司治理評等指標與公司未來價值間之關聯性

表 4-10 列示以 Model 3-3 與 Model 3-4，探討公司治理綜合評等指標及個別構面指標（股權結構、董事會職責與財務透明度）與 2003 年 6 月底 Tobin's q 值關聯性之分析結果。表 4-10 顯示，Model 3-3 與 Model 3-4 模式之總檢定 F 統計量分別為 18.39 與 12.41，皆達 0.001 顯著水準，表示 Model 3-3 與 Model 3-4 模式顯著。

分析調整後 R-Square 可以得知，無論是公司治理之綜合評等指標或個別構面指標對 Tobin's q 之模式解釋力，均達 0.1159 以上。將個別公司治理

評等構面自綜合評等指標中獨立出來，會微量減弱模式之解釋力。

分析個別自變數與應變數間之關聯性顯示，本研究所建構公司治理綜合評等指標之係數符合預期方向為正，且達 0.001 顯著水準，表示公司治理愈佳之公司，其公司未來價值會愈高。分析個別評等構面指標則顯示，股權結構構面與董事會職責構面之係數為正且達 0.05 顯著水準，財務透明度構面係數亦為正並達 0.01 顯著水準。分析結果顯示，個別之公司治理評等構面亦具有解釋公司價值之能力。

參考葉銀華等人 (2002) 納入之控制變數則顯示，研發比率與公司總資產對公司未來價值都是呈現顯著正相關，而負債比率則皆呈顯著負相關。

三、公司治理評等指標與投資人投資風險間之關聯性

此處分析公司治理評等指標與投資人投資風險 (TCRI 信用評等) 間之關聯性，以及對於公司未來是否被列為財務危機公司之預測能力。

1. 公司治理評等指標與公司當期投資人投資風險間之關聯性

表 4-11 報導公司治理綜合評等指標及個別構面指標 (股權結構、董事會職責與財務透明度) 對投資人投資風險 (以 TCRI 信用評等衡量) 之複迴歸分析結果。表 4-11 顯示，Model 4-1 與 Model 4-2 之整體模式總檢定 F 統計量分別為 202.38 與 146.58，皆達到 0.001 的顯著水準，表示 Model 4-1 與 Model 4-2 模式顯著。分析調整後 R-Square，則無論是公司治理之綜合評等指標或個別構面指標對 TCRI 之模式解釋力，均達 0.6594 以上。此外，分析結果亦顯示，將個別之公司治理評等構面自綜合評等指標中獨立出來，可以提高模式的解釋力。

分析自變數與應變數間之關係顯示，公司治理綜合評等指標對 2002 年底 TCRI 評等之參數估計值為 -0.026，符合預期方向且達 0.001 顯著水準。亦即，本研究建構之公司治理綜合評等指標與公司當期之 TCRI 信用評等呈現顯著負相關，表示公司治理評等愈佳之公司，其當期 TCRI 評等愈低 (愈佳)，而信用評等愈好，投資人之投資風險即較低。

表 4-11 公司治理評等指標與公司當期投資人投資風險間之關聯性

Model	Model 4-1	Model 4-2
Intercept (?)	11.153 (<0.0001)****	11.422 (<0.0001)****
TCGI (-)	-0.026 (<0.0001)****	-0.022 (0.0018)***
OS (-)		-0.050 (<0.0001)****
BR (-)		-0.016 (0.0385)**
FT (-)	0.054 (<0.0001)****	0.054 (<0.0001)****
DA (+)	0.044 (0.0003)****	0.045 (0.0001)****
ADRD (+)	-0.873 (<0.0001)****	-0.885 (<0.0001)****
LNMV (-)	0.285 (0.0068)***	0.258 (0.0145)**
LNy (+)		
F-value	202.38 (<0.0001)****	146.58 (<0.0001)****
R-Square	0.6627	0.6667
ADJ.R-Square	0.6594	0.6621

TCRIC 代表 2002 年底 TEJ 之信用評等指標，分為 1-9 級，級數愈低代表債信評等愈高，第 10 級則被定義為已經發生財務危機；
 TCGI 代表本研究公司治理評等指標； OS 為股權結構構面指標；
 BR 為董事會職責構面指標； FT 為財務透明度構面指標；
 DA 為負債比率=總負債/總資產； ADRD 為廣告費用與研發費用佔營收淨額比率；
 LNmv 為市值取自然對數； LNY 為至 2002 年之成立年數取自然對數；
 ()中為 P-value；
 *：表示達 0.1 顯著水準； **：表示達 0.05 顯著水準；
 ：表示達 0.01 顯著水準； *：表示達 0.001 顯著水準。

另外，分析個別公司治理評等構面指標之結果顯示，股權結構構面、董事會職責構面與財務透明度構面對 TCRI 之參數估計值分別為-0.022、-0.050 及-0.016，且分別達到 0.01、0.001 與 0.05 的顯著水準，顯示公司治理各構面愈佳之公司，其公司當期 TCRI 信用評等會愈低（愈佳），公司之信用評等愈好，投資人之投資風險即較低。其中，董事會職責構面與投資人投資風險間的關聯性為三構面中最高。

參考翁淑育 (2000)納入之控制變數則顯示，所有控制變數皆至少達

0.05 顯著水準，其中負債比率、廣告研發支出比率及公司成立年數與當期 TCRI 值皆呈顯著正相關，而公司市值則是呈顯著負相關。

2. 公司治理評等指標與公司未來投資人投資風險間之關聯性

表 4-12 報導公司治理綜合評等指標及各構面獨立指標（包括股權結構、董事會職責與財務透明度）對投資人投資風險（以 TCRI 信用評等衡量）之 Logistic 迴歸分析結果。其中，Model 5-1 與 Model 5-2 對於財務危機公司的定義為在 2003 年 6 月底被 TCRI 評為第 9 級與第 10 級之公司；Model 5-3 與 Model 5-4 則僅視 2003 年 6 月底被 TCRI 評為第 10 級者為發生財務危機之公司。以下分別探討公司治理評等指標對上述兩項不同定義財務危機之預測能力。

(1) 以 2003 年 TCRI 第 9 級與第 10 級視為發生財務危機之預測

表 4-12 顯示，Model 5-1 與 Model 5-2 的 Logistic 迴歸模式總檢定統計量，Wald's c^2 分別為 75.484 與 74.870，且達到 0.001 的顯著水準，代表模式皆顯著。代表模式預測能力的 Concordant Ratio 分析顯示，無論是以公司治理綜合評等指標或是以各單獨構面指標對 TCRI 之 Logistic 迴歸模式而言，模式之正確預測能力均達 93.90%，且是否將個別公司治理評等構面自綜合評等指標獨立出來，對 Concordant Ratio 並無太大影響。

分析個別自變數對應變數之影響顯示，公司治理綜合評等指標對 2003 年 6 月底發生財務危機公司之參數估計值為 -0.048，且 Wald's c^2 達到 0.001 的顯著水準，表示公司治理評等愈佳之公司，其公司發生財務危機的可能性愈低。此結果顯示，本研究所建構之公司治理綜合評等指標或可作為預測公司未來發生財務危機之指標。另外，個別公司治理評等構面指標之分析亦顯示，股權結構構面、董事會職責構面與財務透明度構面，對於發生財務危機公司之參數估計值分別為 -0.033、-0.093 以及 -0.046，雖然皆符合預期呈現負向關係，但只有董事會職責構面達到 0.05 顯著水準，表示董事會職責構面評等愈佳之公司，其未來發生財務危機的可能性較低。

參考翁淑育 (2000)納入之控制變數則顯示,除了 Model5-2 中的公司成立年數之外,其他控制變數皆至少達 0.1 的顯著水準。其中負債比率、廣告研發支出比率及公司成立年數與發生財務危機的機率皆呈顯著正相關,而公司市值則是呈顯著負相關。

表 4-12 財務危機機率與公司治理評等指標間之關聯性

Model 5-1 : TCRI9=		$\beta_0 + \beta_1 \text{TCGI} + \beta_2 \text{DA} + \beta_3 \text{ADRD} + \beta_4 \text{LNMV} + \beta_5 \text{LNY} +$			
Model 5-2 : TCRI9=		$\beta_0 + \beta_1 \text{OS} + \beta_2 \text{BR} + \beta_3 \text{FT} + \beta_4 \text{DA} + \beta_5 \text{ADRD} + \beta_6 \text{LNMV} + \beta_7 \text{LNY} +$			
Model 5-3 : TCRI10=		$\beta_0 + \beta_1 \text{TCGI} + \beta_2 \text{DA} + \beta_3 \text{ADRD} + \beta_4 \text{LNMV} + \beta_5 \text{LNY} +$			
Model 5-4 : TCRI10=		$\beta_0 + \beta_1 \text{OS} + \beta_2 \text{BR} + \beta_3 \text{FT} + \beta_4 \text{DA} + \beta_5 \text{ADRD} + \beta_6 \text{LNMV} + \beta_7 \text{LNY} +$			
應變數		財務危機機率 (0 : 正常 ; 1 : 危機)			
自變數		Model 5-1	Model 5-2	Model 5-3	Model 5-4
Intercept	(?)	-0.687 (0.090)	-0.049 (0.004)	-5.108 (2.699)	-3.180 (0.901)
TCGI	(-)	-0.048 (7.733) ***		-0.070 (7.878) ***	
OS	(-)		-0.033 (1.389)		-0.030 (0.639)
BR	(-)		-0.093 (4.342) **		-0.201 (8.254) ***
FT	(-)		-0.046 (2.592)		-0.070 (2.938) *
DA	(+)	0.128 (60.723) ****	0.129 (58.716) ****	0.136 (40.205) ****	0.140 (37.333) ****
ADRD	(+)	0.081 (5.336) **	0.086 (5.232) **	0.113 (6.077) **	0.114 (5.156) **
LNMV	(-)	-0.998 (22.408) ****	-1.002 (22.380) ****	-0.734 (7.753) ***	-0.7504 (7.918) ***
LNY	(+)	0.763 (2.844) *	0.649 (1.9054)	1.266 (3.470) *	0.931 (1.598)
H ₀ :Beta = 0					
Wald's χ^2		75.484	74.870	50.748	48.526
P-value		<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001
Concordant Ratio		93.90%	93.90%	96.80%	97.30%
TCRI9代表該公司在 2003 年 6 月之 TEJ 信用評等指標為第 9 與第 10 級 ;					
TCRI10則代表該公司在 2003 年 6 月被評為第 10 級,即被定義為已經發生財務危機 ;					
TCGI 代表本研究公司治理評等指標 ; OS 為股權結構構面指標 ;					
BR 為董事會職責構面指標 ; FT 為財務透明度構面指標 ;					
DA 為負債比率=總負債/總資產 ; ADRD 為廣告費用與研發費用占營收淨額比率 ;					
LNMV為公司市值取自然對數 ; LNY為至 2002 年之成立年數取自然對數 ;					
()中為 Wald χ^2 值 ;					
* : 表示達 0.1 顯著水準 ; ** : 表示達 0.05 顯著水準 ;					
*** : 表示達 0.01 顯著水準 ; **** : 表示達 0.001 顯著水準。					

(2)以 2003 年 TCRI 第 10 級視為發生財務危機之預測

表 4-12 報導 Model 5-3 與 Model 5-4 的 Logistic 迴歸模式總檢定統計量 Wald's χ^2 分別為 50.748 與 48.526，皆達 0.001 顯著水準，表示 Model 5-3 與 Model 5-4 模式顯著。模式預測能力 Concordant Ratio 顯示，無論是公司治理綜合評等指標或是各構面指標對 TCRI 之正確預測結果分別達 96.80% 與 97.30%。此外，將個別公司治理評等構面自綜合評等指標獨立出來，有助於提昇正確預測能力。

分析個別自變數與應變數間之關係顯示，公司治理綜合評等指標對 2003 年 6 月底發生財務危機公司之參數估計值為-0.070，且 Wald's χ^2 達到 0.01 的顯著水準，表示公司治理評等愈佳之公司，其公司發生財務危機的可能性愈低。此結果隱喻，本研究所建構之公司治理綜合評等指標或可作為預測公司未來發生財務危機之指標。

此外，分析個別評等構面指標顯示，股權結構構面、董事會職責構面與財務透明度構面之係數估計值分別為-0.030、-0.201 以及-0.070，符合預期皆呈現負向關係，但只有董事會職責構面與財務透明度構面分別達到 0.01 與 0.1 的顯著水準，顯示董事會職責構面與財務透明度構面評等愈佳之公司，其公司未來發生財務危機的可能性較低。

參考翁淑育 (2000)納入之控制變數則顯示，除了 Model 5-4 中的公司成立年數外，其他控制變數皆至少達 0.1 的顯著水準。其中負債比率、廣告研發支出比率及公司成立年數與發生財務危機的機率皆呈顯著正相關，而公司市值則是呈顯著負相關。