

國立政治大學

商管專業學院碩士學位學程

碩士學位論文

上市公司持股成數規定對績效影響之探討

The Effect of Rules for Board Members  
Shareholdings on Firm Performance

指導教授：林宛瑩

研究生：陳彥銘

民國一〇一年十月

## 謝 誌

就讀政大，創造了這輩子最難忘的經驗。就像是夢想產生器，告訴你什麼是夢想，如何追尋夢想，如何循著追逐夢想的軌跡，實踐你的夢想，找到你的人生。

本論文得以順利完成，就像追逐夢想般，血淚交織終嘗甜美果實。首先感謝恩師林宛瑩教授，從擬訂題目、建立架構、蒐集資料、建立觀念到字字斟酌斧正，無不悉心指導，使得成果得以完整呈現。宛瑩老師學術與實務兼備，人生歷練豐富，論文之外亦像朋友一般，言談中常過了時間而不覺，讓學生一生受用不盡，特別是老師專注投入的精神，不禁令人折服與讚嘆。

同時要感謝我的父親與母親，沒有你們的愛護也沒有今天的我；感謝我的丈母娘及太太婉婷，謝謝你們的體諒與支持得以完成夢想；謝謝我國中的好友楊鴻煒，沒有你幾乎無法完成；以及感謝國中好友陳冠宇、張肇均的支持及鼓勵；感謝研究所同學君龍、哲楷、頂恩，你們給予了信心與決心，讓我充滿動力；感謝穎菁那段時間的一起奮鬥努力，革命情感就此建立；感謝景閔學長的胡蘿蔔與棒子的砥礪與鼓勵；感謝支持我的家人弟弟盈達、柏宏及外公外婆、舅舅舅媽們，背後給予的支持使我力量無限。

謹以一顆感恩的心，感謝所有在我生命中幫助過、陪伴過我的人，更感謝老天爺，人生是一段追逐夢想的旅程，一路上有你們，歡笑總會克服苦難，謝謝你們。

陳彥銘 謹誌于

國立政治大學 AMBA

2012 年 10 月

## 摘要

過去相關文獻從公司治理的角度、股權結構的角度、所有權與經營權分離及代理問題的角度等等來探討董監事持股對公司經營績效的關係，而與其他研究不同者，本研究係從董監持股成數差異數的角度，分析董監持股與公司經營績效的關係。

本研究以 2005 年到 2011 年在台灣證券交易所上市之一般產業公司為研究樣本，在控制公司治理與公司特性相關變數，以資產報酬率、股東權益報酬率、每股盈餘 EPS 衡量公司績效，探討董監持股與規定持股成數之差異數對公司績效之影響。實證結果發現，董監事持股成數超過規定持股成數之公司，其公司經營績效較佳。分析結果可能表示，董監持股比例高，因為其自身的財富與公司財務運作之結果關係密切，監督管理者的動機會較強，而使得公司表現較佳，支持董監事持股比例高於公開發行成數規定之公司，其經營績效較佳之研究假說。換言之，本研究發現符合立法者期望透過較多之董監持股，增強其對公司努力經營及監督管理之動機，以達到提升公司經營績效之目的。

關鍵詞：公司治理、股權結構、董監持股、公司績效

## Abstract

Most previous studies focus on the effect of ownership structure on firm performance. Different from studies from other countries, the institutional setting in Taiwan concerning minimal board members shareholdings required by the “Rules and Review Procedures for Director and Supervisor Share Ownership Ratios at Public Companies (the Rules henceforth)” provides a unique research opportunity to examine the effect of the Rules on firm performance.

Based on a sample of general industry firms listed in Taiwan Stocks Exchange over the period of 2005 to 2011, this study investigates whether companies with board members holdings more shares than required shareholdings by the Rules have better firm performance. This study employs return on assets, return on common stockholders’ equity and earnings per share as measures for firm performance, and difference in shareholdings over the required shareholdings as the primary explanatory variable. After controlling for governance related and firm characteristic related variables, the empirical results indicate that firms with positive differences in board ownership from the required shareholdings by the Rules have better performance. This empirical evidence implies that the legislative purpose of the Rules—enhance firm performance through the alignment of ownership interest— is supported.

Key Words: Corporate Governance, Ownership Structure, Board Members Shareholdings, Firm Performance

## 目錄

第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的與研究問題.....	4
第三節 研究架構.....	5
第二章 文獻探討.....	6
第一節 公司治理基本意涵.....	6
第二節 公開發行公司董監持股比例相關規範及其沿革.....	10
第三節 董監持股與經營績效相關文獻.....	18
第三章 研究設計與方法.....	35
第一節 研究假說.....	35
第二節 實證模型與變數衡量.....	36
第三節 研究期間、資料來源與樣本選取.....	40
第四章 實證結果與分析.....	41
第一節 資料敘述統計分析.....	41
第二節 解釋變數相關係數分析.....	44
第三節 迴歸結果分析.....	49
第五章 結論與建議.....	55
第一節 結論.....	55
第二節 建議.....	57
參考文獻.....	58

## 表目錄

表 2-1 公開發行公司董監持股成數表 .....	14
表 2-2 董監事持股與公司經營績效之關聯性 .....	26
表 3-1 公開發行公司董監持股成數表-舊法 .....	37
表 3-2 公開發行公司董監持股成數表-新法 .....	37
表 4-1 研究變數之敘述統計量 .....	41
表 4-2 Pearson 相關係數矩陣 .....	46
表 4-3 Spearman 相關係數矩陣 .....	48
表 4-4 董監持股差異數與資產報酬率 ROA 之關聯性 .....	49
表 4-5 董監持股差異數與股東權益報酬率 ROE 之關聯性 .....	51
表 4-6 董監持股差異數與每股盈餘 EPS 之關聯性 .....	53



# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

一直以來，政府對公司治理的重點即強調在「人」，如董事會為公司治理的核心、股東行動主義等。相關司法院的判例、判決都指出，股份有限公司或公開發行公司的「人」，其所持有的股份成數對於公司經營有一定的影響，故有證券交易法第二十六條的規定。台灣從 2005 年起，就不斷的從法制面著手，加強對公司治理面向的規範。例如，2005 年公司法部分修正條文公布，第一百七十七條之一規定為解決上市櫃公司同日召開股東會，造成大部分小股東喪失自身權益，更為提升公司治理與資訊透明，健全市場發展故採行通訊投票。又如，證券交易法第十四條之二增加獨立董事；以及為使股東積極參與公司經營，於公司法第一百七十二條之一准許股東擁有股東提案權等等，希望能從各種角度及面向，讓「人」能對公司之經營管理上有一套健全的遊戲規則，使公司治理更加完備。

2008 年，司法院大法官第六三八號解釋文<sup>1</sup>公布後，將處罰違反證券交易法第二十六條董監事最低持股的規定視為違憲。亦即，對公司現有董監事持股不足法定成數而未湊足法定成數的處罰視為違憲。也就是說，董監事持股須達一定成數的規定雖不違憲，若據以用罰則處罰則是違憲。司法院大法官的如此解釋，對董監最低持股成數的規定形同虛設。新修正的證券交易法第二十六條及相關法令規定即不再對上市櫃公司董監事持股不足的董監事若無達成最低持股比例有任何的罰則，是否取消上市櫃公司董監事最低持股成數的限制，成為法學界討論焦點。部分學者認為持股的規定不符合國際潮流，應該廢除最低董監持股規定(劉連煜 2007)；部分學者質疑，強制企業所有權與經營權結合是否真能達成立法原意，且最低持股規定標準是否為最適比率，以及實務執行上是否公允等，均有檢

---

<sup>1</sup>司法院大法官第六三八號解釋：中華民國八十六年五月十三日修正發布之公開發行公司董事、監察人股權成數及查核實施規則第八條：「全體董事或監察人未依第四條及第五條規定期限補足第二條所定持股成數時，依證券交易法第一百七十八條第一項第四款規定處罰全體董事或監察人（第一項）。董事或監察人以法人身份當選者，處罰該法人負責人；以法人代表人身份當選者，處罰該代表人（第二項）。」其第一項及第二項後段規定，乃就違反主管機關依證券交易法第二十六條第二項所定之公開發行公司董事、監察人股權成數及查核實施規則，而應依八十九年七月十九日修正公布之證券交易法第一百七十八條第一項第四款規定處罰時之處罰對象及違反行政法上義務之人為多數時之歸責方式所為之規定，涉及人民權利之限制，並無法律依據或法律具體明確之授權，與憲法第二十三條規定之法律保留原則尚有未符，應於本解釋公布之日起六個月內失其效力。

討之必要(賴英照 2005)。部分學者指出，董監持股比例與公司經營好壞沒有必然因果關係而應該廢止；但另有學者主張，依據 Jensen and Meckling(1976)的利益收斂假說(convergence-of-interest hypothesis)，董監事持股越集中，對公司的經營績效越好，而主張應該不能廢止最低董監持股規定等等。

司法院大法官會議解釋公布了第六三八號解釋，時值金融海嘯之際。此解釋表面上是關係到公開發行公司的董監事持股規定不符合法定成數處罰與否的法律意見，背後卻影響著公開發行公司中公司派、市場派、投資人及關係人等各方利益的角力。公司經營企業，在創造價值的過程中，會產生諸多的成本與風險。在實際的企業經營中，管理階層與公司的股東、內部關係人與外部關係人間均可能存在著資訊不對稱的情形。此種資訊不對稱的存在，可能導致經營者與各利害關係人間利益不一致的現象，也提供機會，讓經營管理階層可以從中謀取利益。當各方利益有嚴重的利害衝突時，公司經營企業就必須付出龐大的成本來解決這個利害衝突，使各方利益趨於一致。

法者，國家所以布大信於天下。國內針對董事與監察人（以下簡稱董監事）最低持股成數的規定，從立法的本意來看，當初係為能合理管理證券市場，穩定企業經營，使股票證券能流通。換言之，規定公司之董監事持有本公司一定成數股票，是要加強董監事與公司之間休戚與共的關係，增強其經營公司的信念，在經營公司時，才不會只以個人利益或少數利益而損失了公司利益致使公司或相關關係人受有損失。

金融海嘯後，台灣整體的經濟環境、證券金融市場遠不如預期中的樂觀。台灣因為市場小，容易為國際情勢如全球需求疲軟、經濟狀況復甦不佳影響，或為國內政經環境的變遷、天災人禍如選舉、政策法令更迭或地震風災等等影響，面臨著諸多的不確定性，加上對岸中國大陸的人為因素控制，內外交織下，公司或企業是否能秉持初衷經營，實有賴於經營者的智慧。

對投資人來說，2011年下半年起國內企業面臨著另一波的挑戰。其時二次風暴儼然成型，台灣的產業深受影響，無薪假、裁員、通貨膨脹、物價上漲，尤其近日歐美債信衝擊、政府奢侈稅等政策、股匯市跌幅巨大，使得台灣的一般投資大眾財富大幅縮水。對於那些大財團、跨國企業或上市櫃公司，有機會時，錢是大把大把的賺，危機出現時卻也是積極採取各種措施甚至是由政府出資幫助度過困難。然而一般小老百姓卻因位處於整個經濟市場的弱勢，資金與資訊都非常缺乏，每每成為市場上資金的提供者。也就是說台灣對於投資人保護的機制並不完備，不管是主動提供或是被動保護，隨隨便便就會把辛苦所賺的錢貢獻出去。

股匯市對一般投資人想要投資賺錢來說，在付諸行動前勢必要做大量的功



課，包含企業的本質與企業的投資價值都必須好好分析研究，然而台灣的政經與投資環境俱與歐美各國不同，加上民俗風情與投資習慣的不同，不能完全以歐美各國的規定或習慣強加於台灣之上。又台灣大多數企業習慣上都是以家族企業的形勢出現，雖然可以從公開資訊中例如政府及其相關網站、各上市櫃公司網站或年報等來看出經營狀況，但是由於中華民族大都有相對於西方比較不同的地方，那就是只有在為自己利益時才會比較盡心盡力，故以上市櫃公司來說，另外一個明顯的指標-大股東或經營者持有其公司的股份多寡，也是斷定該上市櫃公司值不值得投資的方法之一。

大股東或經營者用小錢開大車玩大權，把公司帶入衰敗之路的例子屢見不鮮，很多的情況都是大股東或董監事早早大幅減低持股程度，在股價崩盤前已脫手中持股，最後受傷最大的就是那些投資散戶。有名的例子像是 2004 年時下市的太平洋電線電纜，董監事賣掉將近七成的股票卻牢牢控制著董事會營運，公司虧錢自己反而不會虧錢，這樣的公司大股東或經營者的心態難保不會有二心。在典型的股權與經營控制權不一致的情況下，加上缺乏有效的公司治理或監督的機制，對於那些董監事實際上是有從事不法行為相當程度的誘因。

具平面媒體(朱紀中 2005)<sup>2</sup>統計 2002 年 5 月到 2005 年 5 月的上市櫃公司中，有 75%的董監事持股比率降低，其中有 25%的公司董監持股比率降低達到 3 成以上，相當於 290 家上市櫃公司。這當中雖然多數的董監事持股符合證交所規定的最低門檻，但在檢視董監持股大幅滑落公司的財務報表時，卻可以發現那些公司本業的營業利益率超過一半呈現衰退，平均衰退幅度 3 年來達 15.5%，同時間全部的上市櫃公司營業利益率卻是上揚 28.2%。

董監持股的效益究竟為何？董監持股是否符合利益一致的假說，可以提高董監事效能的發揮，進而影響公司的經營績效？國內主管機關對董監持股成數之規定是符合國際潮流的投資人權益保障措施，抑或是無法回歸市場機制不合時宜的規定？台灣的政經與投資環境俱與歐美各國有所不同，民俗風情與投資習慣亦有不同，國外的學術發現是否可以推論於台灣？均為值得探討的議題。有別於其他研究分析董監持股對經營績效的關聯性，本研究探討董監持股成數規定（以董監持股超過規定成數之差異持股比率衡量）對於公司經營績效的影響。

---

<sup>2</sup> 朱紀中，2005 年 7 月 18 日，新無產專政，商業周刊，第 921 期

## 第二節 研究目的與研究問題

本研究以一般產業上市公司為研究對象，探討「公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則」所規定的持股成數級數與經營績效間之關係，針對國內法律界對該規定應存應廢之討論，提供實證分析結果以為參考。

股權結構與經營績效之文獻指出，內部人士（包含董監事）的持股比例對公司經營績效的影響可歸類為四種，包括：（1）持股比例愈高公司經營績效愈好呈正相關的利益收斂假說(Jensen and Meckling 1976)；（2）持股比例愈高反使公司經營績效愈不佳呈負相關的利益掠奪假說(conflict of interest hypothesis, Jensen and Ruback 1983；Demsetz 1983)；（3）持股比例與經營績效呈非單調線性關係，為持股比例 0%~5%符合利益收斂呈現正相關，持股比例 5%~25%符合職位固守的負相關，持股比例在 25%以上符合利益收斂呈正相關的假說(Morck, et al. 1988)；以及（4）董監事持股比例與公司經營績效無相關的市場效率假說(Fama1980)等四種。

本論文從國內對董監最低持股成數之規定，瞭解國內上市公司董監持股與最低成數之相符情形，探討其對經營績效之影響，以進一步瞭解係符合何種假說。一方面期望本論文之研究結果可對國內探討股權結構與經營績效關聯性之文獻有所增補，另一方面亦希望提供社會投資大眾一個可供決策參考的指數，降低投資人的投資風險，並讓公開發行公司的經營者包含股東及董監事均能有所警惕。

### **第三節 研究架構**

本論文研究架構分述如下：

#### **第一章 緒論**

說明本論文研究之背景與動機、研究的目的與問題及研究架構。

#### **第二章 文獻探討**

介紹法所規定的公司治理意涵、制度上立法理由及探討相關實證研究結果。

#### **第三章 研究設計與方法**

針對本研究之研究問題，在第二章文獻探討的基礎上發展出相關的研究假說，進一步說明實證模型與變數衡量，再就研究期間、資料來源與樣本選取做說明。

#### **第四章 實證結果與分析**

先針對實證分析作結果之說明，並探討研究的結果是否支持假說。

#### **第五章 結論與建議**

綜合前章實證分析之結果，就公司治理及投資人保護面提出建議，並說明研究的限制與未來研究建議。

## 第二章 文獻探討

本章首先就法所規定的公司治理基本意涵說明，接著由母法到子法，從公司法、證券交易法的規定到公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則，說明法律之實質規定，再針對司法院相關判例判決呈現法界實務上的意見，最後探討董監事持股比例與公司經營績效之相關實證研究。

### 第一節 公司治理基本意涵

本節就公司在法律上的基本意涵，以及立法者如何看待公司治理，做一概略說明。

#### 一、公司之成立及公司股東

公司設立，係以營利為目的，並依照公司法組織、登記、成立之社團法人。法人，在民法中有規定分為社團法人及財團法人兩種。所謂社團法人指的是人的集合體之意，又分為營利的社團法人及非營利的社團法人兩種形式，營利之社團法人如公司等屬之；非營利之社團法人如扶輪社、同鄉會屬之。財團法人，皆以公益為目的，為財產之集合體，如基金會、私立學校或紀念醫院皆屬之。公司既是社團法人，表示為人的集合體，又以營利為目的，表示這些人聚在一起最終是以賺錢為目的。人與人聚在一起經營一個組織，靠著組織的流程活動及行為，換取有形的財物，這中間所涉及的事物是相當複雜，所以必須依靠大家所共同承認的觀念、章程、合約或法律來形成一套遊戲規則，讓大家能遵照共同的遊戲規則做營利行為。

在公司法四種公司成立的形式中，都是由股東所組成，對股東並規定有相關之權利義務及責任。無限公司與兩合公司少有實際實務上之出現，有限公司於實際運作上較為單純，值得深入探討的為股份有限公司中的股東與實際上公司運作的權利義務關係。既然都是由股東所組成，代表著我們似乎可以將股東視為是公司的核心。而身為公司的核心，表示大家都是應該朝著同一目標或是用同一精神來經營公司，只要公司獲利情況良好，則股東本身也可以獲利。然而各股東間其實充斥著各種衝突，肇因於股東間有大股東小股東之分、股東間也有身兼經營者的情形，所有權與經營權的立場不同，更是造成大家利益無法一致的原因。

制度上股東若要參與經營，則可用董事之身分進入公司參與，但是不管是股東或是董事，公司法設計之機制上都是以程序為主，也不會要求董事必須具備股東身分，更不能以董事不具有股東身分來解任董事。依公司法之規定，股東可以

為公司的負責人，董事也可以是公司的負責人，股東必須實際上繳納股款為公司之資本額，在特定的情形下，股東召開股東會議，由股東們來決定對於公司會有影響之事務。只要是公司之負責人就應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，如有違反致公司受有損害，負損害賠償責任。公司負責人對於公司業務之執行，如有違反法令致他人受有損害時，對他人應與公司負連帶賠償責任。

股份有限公司應該由兩人以上為發起人，發起人就大家所認定股份總數及金額按股繳足股款，按此來說發起人應為股東之一，但股東不限只有發起人才可以為股東。於此同時，股東應該召開會議並選任董事及監察人，是為創立會。在股份有限公司創立之最初，設有第一道關卡防止董監事為自己之利益致公司之不受利益，規定在公司法第一百四十六條，也就是董監事如有由發起人當選，且與自身有利害關係者，應該為確實之調查，包含股數與股款之間是否合理、以現金以外之財產抵繳股款之標準是否合理、應歸公司之負擔設立費用及發起人得受之報酬是否合理等等皆應確實調查，並在公司受有損害之際，公司得向發起人請求損害賠償。對於公司之設立若不能成立時，發起人對於公司設立時之行為及其所需之費用，均應負連帶責任，且對於公司設立之事項，如有怠忽其任務致公司受有損害時，應對公司負連帶賠償責任，若對於公司設立登記前所負債務，登記後亦應負連帶賠償責任。

股份有限公司之股東對於公司之責任，以繳清其股份之金額為限，此乃公司法第一百五十四條所明定。股東會，由董事會召集之，股東有權利也有義務參股股東會，股東會得選任或解任董監事、變更公司章程、決定公司之解散合併等。持有已發行股份總數百分之一以上之股東得以書面向公司提出股東常會議案。而繼續一年以上持有已發行股份總數百分之三以上股份股東，得以書面提議，請求董事會召集股東臨時會，是為股東的提案權。股東會之決議，除公司法另有規定外，應有代表已發行股份總數過半數股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之。公司之股東每一股有一表決權。

股份有限公司組成後，有四類型的人與公司的價值息息相關，那就是股東、經營管理者、董事及其他利害關係人。公司法有規定，公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，如有違反而導致公司受有損害，或執行公司業務時，因違反法令而使他人受有損害，應負賠償責任。經理人也是如此，在執行業務時使公司受有損害，應負損害賠償責任。相同的董事會中的董事，在為使公司受有損害之行為時，也有相關的規定，並應負相關責任。

也就是說在面對公司相關的利害關係人時，公司內部的相關治理人責任，其實是必須忠於執行業務及盡善良管理人的注意義務。相同的，股東也必須盡相當的責任，但由於資訊的不對稱、地位的不對稱及行使權利的不對稱，導致股東在

股東會時，常無法充分明確自由的表達意志，這時候公司就應該主動提供健全的機制，使得小股東或機構投資人有參與公司治理的管道，這樣才是一個良性的循環，使得公司能推動永續發展。

## 二、公司之董監事

董事會的經營判斷是公司治理中重要一環，原因乃在董事會決策係面對內外各自不同的經營狀況，而由董事集思廣益，共同作出當下最符合公司利益之判斷，然因公司經營環境瞬息萬變，非外界所得知悉，故董事享有其決策係在充分資訊基礎、基於善意且善意相信該決定係以公司最佳利益所為之推定，除非依特定事實足認董事於決策時缺乏獨立性、非基於善意或非出於合理商業目的外，不應推翻上開之推定。而在自由的經濟體制下，任何的商業行為不管是對內或對外都不應該限制其自由，也就是說市場自有其應有的機制，前提是我們是在一個體制完備，在環境人才、政治經濟、法令規章及經理人應有的企業治理觀念都完善的情形下，才可以完全以市場機制決定。然而整個社會是漸漸演進的，不可能一步到位，所以這之間或許有些必要之惡，讓政府以法令規章來管理，這樣可以讓整體的社會有正向的循環，以政府來誘導使之能更趨於社會大眾所符合的期待及利益。

董監事是公司內部與公司不可分割之利害關係人，董監事所為之行為是否就代表全體股東之利益，還是基於其個別利益的考量而做出的決定，又或者在董監事與董監事利益衝突、董監事與股東利益衝突、董監事與公司利益衝突等等不同的情況下，如何可以做出最符合多數人認為期待應有作為的決定，是股份有限公司經營管理上要注意且難以周延防範的。經濟學者更衍生出如利益收斂假說(Jensen and Meckling 1976)、掠奪性假說(Jensen and Ruback 1983；Demsetz 1983)等學說。

又董監事是由股東所選任，理論上來說董監事也應是股東之一，若如本節一開始所述，股東出資最終之目的是想從中獲取利益，賺取財物，則可推論董監事應該也是想獲取利益為主。然若董監事個人在公司持股比例上不足時，公司在做盈餘分配時，按股份比例分配勢必只有少數分配在上面。又董監事酬勞如果過分不合理，董監事持股比例雖然不足卻又可以正大光明坐擁高薪，會不會給予董監事錯誤之觀念反正只要賺錢就好而犧牲其他股東利益，則對公司營運定會有影響。

前述過程有提到公司法原則上規定股份有限公司董監事不需為該公司的股東，以公司法第一百九十二條第一項之規定即可知道，有行為能力之人股東會就可選任為董事。但其第二項另有規定公開發行股票之公司，董監事合計持股比例

須符合法律規定，也就是說雖然某些董監事不需持有公司股票但某些董監事就必須為該公司之股東，故證券交易法第二十六條規定，全體董監事持股將不能少於一定成數。證券交易法第二十六條對於董監事持有記名股票數額有最低成數之規定如下：「凡依本法公開募集及發行有價證券之公司，其全體董事及監察人二者所持有記名股票之股份總額，各不得少於公司已發行股份總額一定之成數。前項董事、監察人股權成數及查核實施規則，由主管機關以命令定之。」

因此，依據證券交易法第二十六之規定，而有公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則之產生，並訂定有相關的罰則出現，例如公開發行公司董事監察人股權成數查核實施規則修正前第八條，以及證券交易法第一百七十八條等罰則。



## 第二節 公開發行公司董監持股比例相關規範及其沿革

本節將介紹相關法令規定如公司法第一百九十二條第二項、第一百九十七條、第二百二十七條；證券交易法第二十六條；公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則第二條。次就大法官釋字第六三八號解釋作一說明，最後提出實務上相關的判例見解作為探討。

### 一、公司法之相關規範

公司法第一百九十二條第二項規定：「公開發行股票之公司依前項選任之董事，其全體董事合計持股比例，證券管理機關另有規定者，從其規定。」本項乃2001年新增訂，立法理由根據立法院公報第九十卷第五十一期院會紀錄，是為了配合證券交易法第二十六條規定對董監事持股須達一定成數之規定，增訂此項。由於是配合證券交易法，本研究認為法也是為了維持前後一慣性，才不會讓人無所適從。

公司法第一百九十七條於1966年7月5日作全文修正，修正後規定董事經選任後，應向主管機關申報，其選任當時所持有之公司股份數額，在任期中不得轉讓其二分之一以上，超過二分之一時，其董事當然解任。同時第二項規定董事在任期中其股份有增減時，應向主管機關申報並公告之。2001年10月25日又就原條文做部分修正，修正後規定董事經選任後，應向主管機關申報其選任當時所持有之公司股份數額；公開發行股票之公司董事在任期中轉讓超過選任當時所持有之公司股份數額二分之一時，其董事當然解任。第三項規定董事在任期中其股份有增減時，應向主管機關申報並公告之。最後一項規定董事任期未屆滿提前改選者，當選之董事，於就任前轉讓超過選任當時所持有之公司股份數額二分之一時，或於股東會召開前之停止股票過戶期間內，轉讓持股超過二分之一時，其當選失其效力。

比較前後修法條文可知，重點規定在公開發行股票公司及以選任當時所持有之股份總數為主。因1966年公司法修正及1968年4月30日證券交易法公布施行以來，為保障投資人政府責成行政院金融監督管理委員會為主管機關管理監督，需要一套適合時宜的規範，祈使台灣能在公平公正的條件下，促使產業及經濟發展。台灣經濟成長奇蹟自西元1960到1999年之間，於期間經濟的快速成長使得台灣的產業結構不停的快速轉變，像是1960年代的各加工出口區的設置，1970年代的十大建設，既有投資場地又有基礎建設，加之1970年代中期至1980年代末短短十五六年期間，國家又有科技發展計畫等，工業技術研究院及若干高科技產業應運而生，投資環境既成則吸引大量資金及人才，政府對於經濟成長奇



蹟的主體—各公司企業的管制必須訂定一套遊戲規則，如此才不至於成為經濟成長過程中人治的缺點。

從公司法第一百九十七條前後修正的條文，除與證券交易法第二十六條配合規定外，依其立法意旨亦可以看出為何要如此修正：「按本條立法本旨係董事經選任後，若許其將持有股份隨意轉讓，必易使其無心於業，影響公司業務經營；惟實務上常有公司於董事任期屆滿前提前改選，則自選任時至就任此一期間轉讓股份，或於股東會召開前之過戶閉鎖期間轉讓持股之情形，現行條文均未予規範，顯有缺失，爰增訂第三項。」此所謂之第三項就是董事在任期中其股份有增減時，應向主管機關申報並公告之。

按理公司本以營利為目的，股東出資就是希望獲得合理的報酬率。但股東不必然一定為公司董事或實際經營者，中間就會產生董事到底是就個人的私利還是就公司整體的利益而為公司經營行為的矛盾。立法的本意在於若是董事個人持有公司的股份，則至少董事個人會就自己擁有的部分為打算，但董事個人若可以任意就其所持有股份轉讓買賣，則比較可能無心在實際公司經營的業務上，而著重於自己本身私利的獲利上。另外為何單就公開發行股票公司上來做規定，實是因為公開發行股票公司較之一般中小企業影響層面深且廣，證券交易及投資人利益必須加以更多保障，所以就公開發行股票公司來做規定。

相同的，對於監察人的規定也準用之，自公司法第二二七條可以看出：「第一百九十六條至第二百零八條之一、第二百十四條及第二百零五條之規定，於監察人準用之。但第二百十四條對監察人之請求，應向董事會為之。」故由此可知監察人相關規定等同於董事準用之。

## 二、證券交易法之相關規範

證券交易法自 1968 年 4 月 16 日制定以來經過一次修正。1988 年修改前舊有法條規定：「凡依本法公開募集及發行有價證券之公司，其章程應分別訂明全體董事及監察人二者所持有記名股票之股份總額，各不得少於公司股份總額一定之成數。前項成數，由主管機關以命令定之。」成後為現行第二十六條：「凡依本法公開募集及發行有價證券之公司，其全體董事及監察人二者所持有記名股票之股份總額，各不得少於公司已發行股份總額一定之成數。前項董事、監察人股權成數及查核實施規則，由主管機關以命令定之。」

查其修正前後之說明可得知：「一、第一項現行規定全體董事及監察人二者所持記名股票之股份總額各不得少於公司股份總額一定之成數，須訂明於公司章程。致主管機關於調整該項成數時，部分發行公司即以章程未修正，不便通知補足，影響主管機關管理之時效，爰刪除『章程應分別訂明』等字；又依公司法第

一百五十六條第二項，公司股份得分次發行，爰將『股份總額』修正為『已發行股份總額』。二、第二項酌作文字修正。」也就是說以章程來明定時，可能會因為章程未修正，影響了主管機關的管理，索性直接拉高於法所規範的層級，由法律作規範，也避免公司於中間有操弄的可能。

攤開立法院在審查當初行政院送審的證券交易法草案委員會議事紀錄可得知，審議委員對於管理證券市場本著兩項原則「一是希望穩定企業經營中心，一是希望股票暢通。本條規定，對這兩項原則大致是符合的……」這裡所指的本條指的就是證券交易法第二十六條。於其時，委員意見指出「……係規定公司董監事應持有本公司之記名股票不得少於一定成數，以加強董監事與公司之關係，使他們關心公司之業務，並藉以增強其經營信念。每一公司其經營者本身一定要持有一定成數之股份，這樣，他們才能與公司休戚相關，榮辱與共。」可想見的是當初委員的原意係從穩定企業經營的角度，透過政府相關機制促使企業能重視公司經營管理，而非只為謀取私利。

另審議委員於審議委員會當時亦有提到「本條所規定之成數，是由主管機關以命令定之。此一成數，非固定不變，而是由主管機關斟酌實際情形，訂定出一適當之標準。此種規定，不是我國所僅有，其他國家<sup>3</sup>，也有這樣的規定。」也是因為如此，故有後續的「公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則」。

### 三、公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則之相關規範

公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則乃依據母法證券交易法第二十六條規定之授權，於1974年8月訂定發布，其間配合相關法規修正及實務運作歷經十二次修正。由於公開發行公司全體董事及監察人持股成數之級距自1989年修正後均未變動，所以在2008年的修改時，增加級距以符合現代企業資本額狀況。現行法條第二條規定：「公開發行公司依其實收資本額分為下列級距，其全體董事及監察人所持有記名股票之股份總額，各不得少於公司已發行股份總額之下列成數。但依第二款至第八款計算之全體董事或監察人所持有股份總額低於前一款最高股份總額者，應按前一款之最高股份總額計之」。相關規定說明如下：

---

<sup>3</sup> 立法院第三十九會期經濟、財政、司法三委員會第八次聯席會議紀錄的委員會議事為1967年召開，當時英國公司法允許公司章程規定個別董事應持有最低股數，若未持有足夠的公司股份時應在期限內補足。

- 一、公司實收資本額在新臺幣三億元以下者，全體董事所持有記名股票之股份總額不得少於公司已發行股份總額百分之十五，全體監察人不得少於百分之一·五。
- 二、公司實收資本額超過新臺幣三億元在十億元以下者，其全體董事所持有記名股票之股份總額不得少於百分之十，全體監察人不得少於百分之一。
- 三、公司實收資本額超過新臺幣十億元在二十億元以下者，其全體董事持有記名股票之股份總額不得少於百分之七·五，全體監察人不得少於百分之〇·七五。
- 四、公司實收資本額超過新臺幣二十億元在四十億元以下者，全體董事持有記名股票之股份總額不得少於百分之五，全體監察人不得少於百分之〇·五。
- 五、公司實收資本額超過新臺幣四十億元在一百億元以下者，其全體董事持有記名股票之股份總額不得少於百分之四，全體監察人不得少於百分之〇·四。
- 六、公司實收資本額超過新臺幣一百億元在五百億元以下者，其全體董事持有記名股票之股份總額不得少於百分之三，全體監察人不得少於百分之〇·三。
- 七、公司實收資本額超過新臺幣五百億元在一千億元以下者，其全體董事持有記名股票之股份總額不得少於百分之二，全體監察人不得少於百分之〇·二。
- 八、公司實收資本額超過新臺幣一千億元者，全體董事持有記名股票之股份總額不得少於百分之一，全體監察人不得少於百分之〇·一。

此外，公開發行公司選任之獨立董事，其持股不計入前項總額；選任獨立董事二人以上者，獨立董事外之全體董事、監察人依該條前二項比率計算之持股成數降為百分之八十。公開發行公司已依法設置審計委員會者，不適用有關監察人持有股數不得少於一定比率之規定。且除金融控股公司、銀行法所規範之銀行及保險法所規範之保險公司外，公開發行公司選任之獨立董事超過全體董事席次二分之一，且已依法設置審計委員會者，不適用前二項有關全體董事及監察人持有股數各不得少於一定比率之規定。

依據公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則第二條，國內公開發行公司董監事持股成數彙整如表 2-1 所示。

表 2-1 公開發行公司董監持股成數表

公司實收資本額 新台幣(元)	董監事持股成數占全體股份總數比例	
	董事	監察人
3 億元以下	15%	1.5%
3 億~10 億	10%	1%
10 億到 20 億	7.5%	0.75%
20 億到 40 億	5%	0.5%
40 億到 100 億	4%	0.4%
100 億到 500 億	3%	0.3%
500 億到 1000 億	2%	0.2%
1000 億以上	1%	0.1%

就 2008 年的修正說明更有提到為因應司法院大法官會議 2008 年 3 月 7 日第六三八號解釋，檢討修正關於處罰對象及違反行政法上義務之人為多數時之歸責方式等規定。也因為此六三八號解釋，即在修正相關規定後，金管會對於公開發行公司全體董事及監察人持股有未達法定成數之監理，用一些其他方式如強化資訊揭露等配套措施替代行政處分，督促各該公開發行公司之董事及監察人全體維持一定成數持股，以期達到穩定證券市場交易及維護投資人權益等目標(陳柏榕 2008)。

由前述可知，政府有鑑於現行的經濟環境及企業的經營型態與 1970、1980 年代差距甚鉅，現在的企業為達經濟規模，經營方式已不斷朝國際化、集團化，致公司資本額大幅成長，為了符合目前企業資本規模狀況，增加持股成數級距，也使持股成數計算方式更為明確並簡化，並且我國股票市場上多數為散戶交易，一般投資人希望董監事持股維持一定比例以示對公司經營之向心力，增加投資人信心，就公司治理及投資人保護的角度來看，立意實為良善。

#### 四、大法官釋字第六三八號解釋

按證券交易法與公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則之目的依大法官釋字第六三八號解釋，主要在強化董監事對於公司之向心力，藉以穩定公司之經營，進而保障投資人之權益，此等規定對於有意積極參與公司經營之人或有正面意義，惟就無意繼續參與公司經營之人則顯無必要。釋字第六三八號解釋文如下：「中華民國八十六年五月十三日修正發布之公開發行公司董事、監察人股權成數及查核實施規則第八條：『全體董事或監察人未依第四條及第五條規定期限補足第二條所定持股成數時，依證券交易法第一百七十八條第一項第四款規定處罰全體董事或監察人（第一項）。董事或監察人以法人身份當選者，處罰

該法人負責人；以法人代表人身份當選者，處罰該代表人（第二項）。』其第一項及第二項後段規定，乃就違反主管機關依證券交易法第二十六條第二項所定之公開發行公司董事、監察人股權成數及查核實施規則，而應依八十九年七月十九日修正公布之證券交易法第一百七十八條第一項第四款規定處罰時之處罰對象及違反行政法上義務之人為多數時之歸責方式所為之規定，涉及人民權利之限制，並無法律依據或法律具體明確之授權，與憲法第二十三條規定之法律保留原則尚有未符，應於本解釋公布之日起六個月內失其效力。」

也就是說公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則踰越了證券交易法第二十六條所規定授權的範圍，所以舊有的公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則的罰則違憲，因此失其效力。在此需注意的是，本文以為釋字第六三八號解釋所指的是「罰則」部分違憲，但是就「董監最低持股」的規定部分並沒有說明是違憲。

因此公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則於 2008 年 5 月 20 日又修正取消了處罰的規定。而證券交易法新修正後的條文也僅就違反主管機關依其第二十六條第二項所定公開發行公司董事、監察人股權成數及查核實施規則有關通知及查核之規定而有罰則，對於董監最低持股的規定至此並無罰則可言。以下列舉數個判例以為說明。

## 五、相關判例及見解

下舉數個判例說明法界人士對董監持股的看法。由以下列相關判決、判例來看，董監持股的最低規定似乎為法界所認同。

### （一）最高行政法院八十九年度判字第一九四八號

民國 89 年最高行政法院八十九年度判字第一九四八號謂「且查證券交易法第二十六條之立法意旨在規定發行公司全體董事、監察人持有股份總額不得少於公司股份總額之一定成數，以增強其經營理念，健全公司資本結構，並防止其對該公司股票作投機性買賣，致影響證券交易及投資人利益。」由此可知最高行政法院見解認為將董監事持股以一個基本成數規範能防止公司治理之不利益情事發生，似乎能肯定董監持股最低規定之效用。

### （二）台北高等行政法院九十一年度訴字第四三九七號

民國 91 年台北高等行政法院九十一年度訴字第四三九七號判決謂「凡依本法(證券交易法)公開募集及發行有價證券之公司，其全體董事及監察人二者所持有記名股票之股份總額，各不得少於公司已發行股份總額一定成數，並沿用至今。其立法意旨，即在使董事、監察人持有一定之股份，使之對公司產生休戚相

關，利害與共之觀念，以增進經營績效，並防止對本公司股票作投機性買賣，致影響證券交易及投資人利益。由此可知，本法條係藉持有股數之途徑，以約束公司董事、監察人之行為，並達到健全公司資本結構、穩定市場之目的。縱然部分學者對於前開規定有不同見解，惟實務上當公司經營不善時，大股東常有大量出脫持股情形，基此，以限制董監事持股成數作為增強董監事經營信念、健全公司資本結構、防止公司股東投機買賣等政策指標，確曾發揮相當之管理效果。」由此可看出台北高等行政法院之見解相當肯定董監持股最低成數的管理效果

### （三）最高行政法院九十三年判字第一一七五號

民國 93 年最高行政法院九十三年判字第一一七五號對於證券交易法第二十六條立法意旨及公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則做了說明：「證券交易法第二十六條之立法意旨在規定發行公司全體董事、監察人持有股份總額不得少於公司股份總額之一定成數，以增強其經營理念，健全公司資本結構，並防止其對該公司股票作投機性買賣，致影響證券交易及投資人利益。而證券交易法第一百七十八條第一項第四款之立法意旨，係在有效執行發行公司全體董事、監察人持股成數不足或改選等之管理，並參照稅捐稽徵法第四十五條等規定之立法例，增訂得連續處罰直至辦理為止之規定以加強管理，均以全體董事、監察人為規範對象，自不因其身分而有所差別。

按證券交易法第二十六條規定董事、監察人應持有成數股份之立法目的既為增強董事、監察人對公司之向心力，則法人股東依公司法第二十七條第二項規定，由其指派之代表人當選為公司之董事、監察人時，其實際執行公司業務者實為該代表人而非法人本身或其負責人，故為課賦代表人預促法人股東持有成數股份之義務，並避免法人股東變相以代表人充數各席董事、監察人，達到逃避重罰目的。被上訴人於查核實施規則第八條第二項訂定：『法人之代表人當選者，處罰該代表人』，藉之達到貫徹證券交易法第二十六條之立法目的，進而保障投資人之權益，並落實行政罰維持行政秩序之目的，即無不當。」由本最高行政法院判例可知公司法第二十七條法人董監也應比照一般董監事之規定，以符合證券交易法第二十六條立法本意。

### （四）最高行政法院九十九年判字第一二九八號

另從民國 99 年最高行政法院九十九年判字第一二九八號裁判可知：「……證券交易法第二十六條之立法目的，原在於避免因公司全體董事或監察人之股權成數少於法定標準，易發生恣意妄為，而損及投資人權益，乃課予在任董事或監察人負補足之義務，以增強其經營理念，用以健全公司資本結構，並防止投機性之股票買賣，影響證券交易之秩序。」

法所強調的是穩定的且必須是合理及連續性的，不管是 2000 年還是 2010 年，不管是裁判判例還是大法官解釋，都是在捍衛一個中心價值，那就是健全公司資本結構，保護投資人權益。其主因在於隨著經濟體制的發展，社會的進步及所產生的問題越來越複雜，需要讓公司的利害關係人都能清楚知道我們有確認一套規則，不能為你個人的利益而造成他人的不利益。



### 第三節 董監持股與經營績效相關文獻

董監持股與經營績效相關文獻一般從利益收斂假說、掠奪性假說、市場效率假說探討其關聯性。其中，利益收斂假說(Jensen and Meckling 1976)認為，股權結構與公司績效呈正相關，也就是當股權愈集中於管理者，管理者的支出偏好行為所造成的企業財富損失大部分會由管理者自己承擔，正因如此管理者行為會較為合理化。利益掠奪假說(Jensen and Ruback 1983)認為，股權結構與公司績效呈負相關，主張的是董監事持股比例與公司之經營績效或企業價值呈負相關。市場效率假說(Fama 1980)認為，股權結構與公司績效無關，資本市場有效率且具有外部管理機制時，因公司股價可以充分地反映出公司的績效，則外部管理機制會運用各種壓力迫使公司依照管理者的績效來給予報酬，所以只要市場能促使公司依照經營績效來決定管理者薪資，則管理者會努力使公司績效最大化。另外尚有結合利益收斂假說及掠奪性假說兩者，依不同的董監持股比例而有不同效果，學者(Morck, et al. 1988)研究發現持股比例在 0%~5%時，與經營績效呈現正相關，符合利益收斂假說，持股比例在 5%~25%時，與經營績效呈現負相關，符合利益掠奪性假說，持股比例超過 25%時，又與經營績效呈現正相關，符合利益收斂假說。

故從董監持股與經營績效之相關研究結果顯示，二者間存在正向、負向、非單調線性關係及無關連性四種關係，然而董監最低持股是否有其規定之必要，又其規定成數到底多少才適合，接下來先從現有的實證研究整理作一歸納，來看董監最低持股與公司經營績效到底有無關連，是否董監持股越多，經營績效越好。

#### 一、董監持股與經營績效存在正向關聯性

邱毅、張訓華(1991)針對台灣上市企業所發行的 1989 年度公開說明書為樣本資料，以涵蓋 12 種產業的 119 家上市公司做橫斷面研究來探討股權結構、董事會組成與企業財務績效之間關連性，以股權集中度、依不同程度百分比的董事會持股比例、重要管理者持股比例、法人機構持股比例等作為股權結構之代理變數。採用會計利潤(AP)與每股盈餘(EPS)為財務績效衡量指標，使用多元迴歸分析與二階段線性、非線性模型分析，實證結果董事會持股比例對企業財務績效無顯著關聯性，即董事會持股比例高低，不影響企業財務績效，只有在董事會超過 40%時，對企業財務績效具有正面影響效果。

楊慧玲(2000)以民國 81 至 87 年間台灣上市公司所選任的董事會為研究樣本，藉由公開說明書、公司年報與台灣經濟新報資料庫的資料蒐集，共得 667 個有效樣本，並採用事件研究法、兩母體平均數差的 t 檢定、相關分析與迴歸分



析等研究方法對樣本資料加以分析。探討台灣上市公司董事會結構及其變動對董事會改選所造成短期股東財富變化與長期經營績效的影響。並由董事長是否身兼總經理、董事會規模、董事會持股比率、外部董事人數及外部董事持股比率等五個構面進行各個分組樣本間的比較，且以市場模式所計算之平均超常報酬率來表示事件期間股東財富的變化，而經營績效指標則包括平均相對資產報酬率及平均相對股東權益報酬率兩者。實證結果顯示董事會持股比率對短期股東財富與長期經營績效的影響呈顯著的正相關，且董事會持股比率增加的公司對長期經營績效的影響顯著較董事會持股比率減少的公司佳。

陳宏姿(2001)蒐集 1999 年底之所有上市公司共 406 家公司為樣本，針對董監事結構與企業經營績效關聯做研究，以敘述統計、相關係數及多元迴歸進行分析，企業經營績效的衡量指標為會計指標(ROA)與財務指標 Tobin's Q，控制變數為公司規模、負債比例及成長機會，實證結果發現董監事持股比例與會計指標(ROA)呈現正相關。

何里仁(2003)引用標準普爾公司 2002 年評定資訊透明度之模式，探討資訊透明度及其他公司治理變數與企業經營績效間之關係。研究以 2000 年 225 家上市電子公司，ROA、ROE、EPS 為企業經營績效指標，進行複迴歸分析，以 OLS 最小平方法、t 檢定和無母數 M-W 檢定分析研究結果顯示，不論以總資產報酬率(ROA)、權益報酬率(ROE)、或每股盈餘(EPS)作為績效衡量指標，董監事持股比例與績效則呈顯著正相關，結果支持利益收斂假說，當董事會掌管了大部分的股權，有較大的誘因做好一個有效的監督者，降低公司的代理成本並促進公司的經營績效。

陳迪(2003)探討董事會、監察人特性與公司績效之關聯，以敘述性統計分析、迴歸分析，選取 2001 年台灣證券交易所上市公司 500 家，公司經營績效變數採用每股盈餘(EPS)、每股經常利益、稅後資產報酬率(ROA)、稅後權益報酬率(ROE)，董監事特性變數為董事、監察人持股比例等，控制變數為經理人持股比例、公司規模、成立年數、產業特性等。實證結果董監事持股比率與公司績效的四個變數至少皆達 5%的顯著正向關係，代表董監事持股比例越高，因其自身財富與公司財務牽連越深，監督管理者的動機越強進而使公司績效表現較佳。

王繼和(2004)以台灣上市櫃電子公司為樣本，研究期間為 1997 年至 2002 年，採用 Panel Data 資料分析及迴歸分析方法來做實證分析，以 EPS、ROA、ROE 為公司績效衡量變數比較經理人持股比例、董監事持股比例、大股東持股比例、機構法人持股比例等，所有樣本共 1404 個觀察值，實證結果發現台灣上市櫃電子公司董監事持股比率與公司績效呈現顯著正向關係，且在多數結果中呈現先增後減之倒 U 型關係，隱含著一最適董監持股比例存在。

陳麗娟(2004)以台灣上市(櫃)公司中的紡織業及電子業為樣本，紡織業擷取 53 家，電子業擷取 170 家，使用敘述性統計分析、變異數分析及複迴歸分析就兩大產業交叉比較，針對董事會組成、股權結構及關係人交易三大構面來探討其與公司績效之關聯性，將 EPS、ROA 及銷售成長率做為公司績效衡量指標，以供制定公司治理機制之參考。研究結果在股權結構方面，也就是管理者持股比率的部分，電子業較支持職位據守假說。董監事持股比率對公司績效具有顯著的正向影響，機構投資人持股比率對公司績效具有顯著的負向影響。至於大股東是否能成為良好的監督者，似乎還需視大股東本身的道德操守而定。

黃小玉(2004)以台灣上市電子工業 189 家為研究對象，蒐集 2000 年至 2002 年之資料進行迴歸分析，研究公司治理內部機制之相關議題，如所有權集中程度及董監事會組成，分別用每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率及 Tobin's Q 比率，作為公司績效的衡量指標，所有權集中程度、董監事會規模、董監事持股比例、常務董監事占董監事會席次比例及獨立董監事占董監事會席次比例為變數，探討公司治理與公司績效間之關係，研究結果顯示，董監事持股比率愈高、獨立董監事席次比例越高，則公司績效愈好。

林宗輝(2004)分析從 1998 年到 2003 年間台灣各上市上櫃公司 190 家公司財報及公開說明書等，自行整理建構公司治理相關變數資料，以下期股東權益報酬率為因變數，所整理的五十多個公司治理變數為自變數，使用迴歸分析法中的逐步排除法，找出對外來公司績效有顯著預測能力的公司治理變數，實證結果顯示，不論採取何種績效變數及公司下期績效變數是否已調整成整產業平均數，在董監事持股比例變數部分，其係數顯著為正，顯示董監持股比例愈高，其未來績效愈好，與公司下期績效成顯著正相關。

陳惠如(2006)以 1996 年至 2004 年間台灣上市公司資料進行實證觀察，分析各種變數對管理者薪酬、管理者持股比例與公司價值的影響。該研究使用追蹤型資料之二階段最小平方法(2SLS)來分析橫斷面與混合時間數列的資料，經由 F-test、LM test 與 Hausman test 之驗證，顯示各模型均適用於固定效果模型為實證分析的依據。該研究認為管理者持股比例、公司價值與管理者薪酬之間確實存在著內生性，實證結果管理者持股比例愈高、管理者薪酬愈多、負債比例愈高、創新能力愈強、資產成長率與固定資產成長率愈高，則公司價值愈高。

林淑芬(2006)用證券交易所掛牌之上市電子業公司作為對象，樣本期間自 2002、2003、2004 年會計年度結束十二月底，刪除資料不完整及全額交割公司，共 279 家公司，了解三年來設立獨立董監實際席次情形及董事會規模，透過實證研究的方式，分析董事會規模、董監事持股比例、獨立董監事設立、獨立董事席次比例、獨立監事席次比例、董監事機制整體與淨值報酬率(ROE)之關聯性，進

而了解獨立董監事設立機制與經營績效之關聯性。經實證的結果發現董監事持股比例與企業經營績效呈正相關。另外董事會規模、董監事持股比例、獨立董事席次比例、獨立監察人席次、獨立董監事機制比例整體與經營績效呈正相關。

洪昕琳(2006)研究董監事持股比率與董監事質押對公司財務危機之影響及驗證公司的經營績效是否受董監股權質押與持股率的影響。該研究選取從 2001 年到 2005 年間 40 家上市而發生財務危機的公司，再與正常公司中相同產業、經營類型相同及經濟規模相似的公司採取配對方式後，蒐集企業危機發生前一年的財務比率資料與前三年的資料，以 Logit 迴歸模型及聯立方程式分析，研究結果發現，經營績效呈現正報酬，董監持股比率愈高愈能有效降低代理成本，其發生公司財務危機的機率也相對降低。

馮政武(2006)以台灣上市、上櫃食品業公司為對象，研究期間為 2002 年至 2004 年，以單一年度財務資料完整的公司均予納入，所得之樣本公司為 22 家，其中上市公司為 20 家，上櫃公司 2 家。探討台灣上市櫃食品業公司在公司治理機制的導入程度與經營績效良窳的關聯性，再探討公司治理衡量變數對食品業經營績效之重要影響程度，最後針對食品業之公司特性，探討是否存在兩兩變數之交互作用，對公司績效有顯著影響之情形。研究者根據股權結構、董(監)事組成、管理型態、大股東介入股市等四個構面共九項變數，與公司之經營績效變數，ROA、ROE、EPS 進行迴歸分析，探討公司治理衡量變數與經營績效變數間之關聯性。研究結果發現：董監事持股比率與經營績效呈正相關。

廖秀梅、李建然、吳祥華(2006)探討台灣上市公司董事會結構特性與公司績效之間關係，並考量台灣特殊家族控制型態，是否會影響兩者之關係，藉以了解董事會結構之良窳是否攸關公司的經營價值。研究 2001 及 2002 年 725 個觀測對象做迴歸分析，實證結果顯示，在非家族控制企業，發現全部董監事持股比率與公司績效呈現的正向關係，主要是由內部董監事持股所造成的，意謂著當內部董監事持股比率愈高時（但不要超過 25%），與外部投資人間之利益愈趨於一致，代理成本愈小，公司的績效愈佳，符合利益收斂假說。另外，外部董監事席次比率應超過 20%（但不超過 50%），才能在董事會發揮影響力，此時公司績效會隨著外部或獨立董監事席次比率增加而上升。因此，外部或獨立董監事的設立，的確能提升公司績效，尤其是非常需要具有管理經驗或法律背景專業知識之外部（或獨立）董監事監督董事會之運作。

侯承邵(2006)研究上市櫃公司之董監事結構與公司經營績效之間的關係，以 2004 年在台灣所有上市櫃公司為樣本，排除金融保險與證券等行業特性與管制環境不同的產業、資料錯誤不詳者、發生財務危機者、國營事業或政府直接投資者、變數位於平均數正負三倍標準差之外者、2004 起新上市櫃公司，最後符合

的共 1131 個觀測值，選取 ROA、ROE、EPS、MTB 作為公司績效變數，董監事結構如持股比例等為控制變數，用多變量迴歸模型研究分析，實證結果顯示對公司經營績效有顯著正面影響的是董監事持股比率，代表的意義為是因為可以減少代理成本。

魏雅君(2007)，在線性結構方程模式探討公司治理與財務結構對績效之影響的研究中，運用探索性因素分析萃取具代表性之財務比率，並運用線性結構方程模式之兩階段驗證性因素分析探討公司治理、財務結構及績效間之關聯性。然而由於財務樣本多半具有非常態之特性，該研究運用拔靴複製法增加樣本，以獲得收斂參數解。實證結果驗證經營績效與管理者持股比率、機構法人持股比率、董監事持股比率及董監事人數比均呈現正向關係。

王淑芬(2008)以國內 14 家金控公司為實證對象，採用 2001 至 2007 年共 333 筆季資料為分析樣本，以迴歸分析探討公司治理表現、經營績效與機構投資人持股比例三者構面之關聯性，希冀實證結果能夠作為政府與企業，在制定相關決策與制度時的重要參考依據。研究以 EPS、ROA、ROE 為財務績效衡量指標；以 30、90、180 天市場績效為市場績效指標，董監持股比例、大股東持股比例、經理人持股比例為股權結構指標；機構投資人持股指標為外資持股比例、投信持股比例、自營商持股比例等等。其研究結果指出董監事持股比例與短期市場績效、外資與投信持股比例為負相關，而與中長期市場績效和自營持股比例為正相關。

林妙雀、顏怡音、陳雪芳(2008)蒐集 2000 年到 2006 年之上市公司之公司治理資料，利用多元適應性雲形迴歸(MARS)篩選出對企業價值最具影響之變數，分別為與董監事會特性有關之獨立董事席次與全部監事席次，以及與股權結構有關之監事持股比例、大股東持股比例、本國金融機構持股比例等，再以縱橫資料分析公司治理對企業價值之主效果，以及財務健全度之干擾效果來研究公司治理與財務健全度對企業價值的影響。實證結果獨立董事席次以及全部監事席次愈多、監事持股比例、大股東持股比例、本國金融機構持股比例及本國自然人持股比例愈高，對企業價值會產生顯著正向之影響。

楊忠偉(2008)主要以台灣上市(櫃)觀光旅館業為研究對象，利用資料包絡分析法(DEA)計算樣本觀光旅館業的經營績效；其次，利用 Tobins' Q 迴歸分析，探討公司治理各項管治機制是否會對觀光旅館經營績效造成影響。該研究以董事會人數(規模)、董監事持股比例、經理人持股比例、董監事質押比例及董事長與總經理是否為同一人等五項管制機制為變數，總資產、公司年資、分支機構數及年度虛擬變數為控制變數，分析結果顯示，董監事持股比率與經營績效呈現正向且顯著之影響，經理人持股比率亦呈正向且顯著之影響，表示董監事及經理人持股比率愈高，可提高觀光旅館經營效率。

莊嘉建、呂佩蓉(2008)針對 2002 年到 2006 年共五年的上市電子業公司，排除金融保險及不完整之資料共 1555 個觀察值，採用迴歸分析內部人持股比例、大股東持股比例、法人機構持股比例、董監事質押比例，以及關係人交易等變數對公司財務績效之影響。該研究使用 Tobin's Q 作為公司財務績效的代理變數，其餘變數為公司規模、董事會規模、關係人應收應付帳款比例、公司與關係人之資金融通與保證比例等。實證結果內部持股人對公司績效之影響符合利益收斂假說呈現顯著正相關。

吳玉邸(2009)以 2003 年 8 月到 2009 年 6 月止公開資訊觀測站內揭露之董事持股成數未達法定成數之上市公司為研究對象配對分析，用資產報酬率(ROA)、股東權益報酬率(ROE)、每股盈餘(EPS)與市價淨值比(MTB)四種指標為衡量績效指標，對董事持股未達法定成數、董事持股未達法定成數期間、董事持股未達法定成數程度與企業經營績效之關係加以探討，採多變量迴歸方式進行實證研究，實證結果發現董事持股達到法定最低成數與否、董事持股未達法定成數時間長短、董事持股未達法定成數程度高低與會計績效均呈現顯著負相關，意謂著當董事持股比例未達法定成數時，表示其持股偏低，與外部投資人利益存有潛在利益衝突，代理成本愈大，公司經營績效愈差，與利益收斂假說論點相符，故以法令強制董事最低持股成數規定確實有存在之必要性。

王元章、張椿柏(2011)從核心代理問題的角度探討股權結構，董事會特性對公司價值之影響，針對 1996 年到 2007 年共 11 年的上市櫃家族企業為研究對象，將董監事持股比率納入模型探討其對公司價值的影響。公司價值衡量指標採會計績效指標的 ROA 與市場績效指標的 Tobin's Q 兩種，控制變數考慮公司規模、負債比率、研究發展費用率及產業別四項，用迴歸分析之方式做實證研究。結果顯示董監事持股比率與公司價值呈現正向顯著關係，與 Berle and Means(1932)所提出的觀點相符，認為當董事的持股比率愈高時，會更有效率地去監督管理者，降低經理人與股東間的代理問題，進而增加公司的價值。

## 二、董監持股與經營績效存在負向關聯性

俞海琴、周本鄂(1994)探討台灣地區上市公司股權結構與公司 Tobins' Q 之間關係，針對 1987 年到 1991 年所有上市公司，排除金融保險及官股公司，共 619 個觀測值，分別看各個不同身分的公司內部人士持股比例不同對公司經營績效有何影響。採用的是迴歸分析及共變數分析法，變數為股權結構中不同人持股比例，經營績效用 Tobins' Q，並將產業別納入共變數處理，以消除產業因素對經營績效可能之影響。實證結果在消除產業因素後顯示董監事持股比例與公司經營績效呈顯著負相關。

陳美華、洪世炳(2005)藉由里昂證券(CLSA)2001年、2002年對台灣個別上市公司既有的公司治理平等資訊，針對台灣市場進行評估而選樣的上市公司為主，扣除上櫃公司及金控公司，共39家，績效以ROA、ROE、股票價格、股票修正後年報酬率為指標，控制變數為內部人持股比例、機構持股比例等，利用縱橫資料分析法(Panel Data)，探討股權結構是否影響公司治理品質，以及分析公司治理品質、股權結構是否會影響公司績效。研究結果在內部人持股比例中，經理人持股比例及董監事持股比例與財務績效(ROA、ROE)呈現顯著負相關，其與市場績效(股價)之關係不顯著，而大股東持股比例與財務績效(ROA、ROE)之關係不顯著，與公司市場績效(股價)呈現顯著正相關。

李馨蘋、莊宗憲(2007)在探討公司治理機制與公司經營績效之實證研究中，以1994年至2003年十年間台灣上市公司3647筆資料進行實證觀察，分析各種變數對內部人士持股比例高低、機構法人持股比例等股權結構、董事會規模與公司經營的影響。採用的資料為橫斷面與混合時間數列的資料，經由F-test、LM test與Hausman test之驗證顯示模型一、二、三與四均適用於固定效果模型為實證分析的依據，並重新建立內部人士持股比例高低、機構法人持股比例、董事會規模對公司價值影響力的聯立方程式。實證結果顯示內部人持股比例、機構法人持股比例、董監事持股質押比例、負債比例、公司規模與公司經營績效呈顯著負相關，表示內部人持股比例愈高、機構法人持股比例愈高、董監事持股質押比例愈高、負債比例愈高、研發費用率愈高、公司規模愈大則公司經營績效將變差。另外亦顯示出內部人持股比例與公司經營績效呈顯著負相關，但內部人持股比例平方項與公司經營績效呈無相關中可得知內部人持股比例與公司經營績效為並非為非線性相關。

### 三、董監持股與經營績效呈現非單調線性關係

Morck, et al.(1988)結合了利益收斂假說及掠奪性假說，發現持股比例在0%~5%時，與經營績效呈現正相關，符合利益收斂假說，持股比例在5%~25%時，與經營績效呈現負相關，符合掠奪性假說，持股比例超過25%時，又與經營績效呈現正相關，符合利益收斂假說。

張簡麗萍(2005)為探討探討內部人持股比例與公司經營績效間是否存在系統性及非單調線性的關係，供未來修法的參考依據，以2000年至2004年上市櫃公司共192家，897筆觀察值，用普通最小平方法迴歸模型、分段式迴歸模型，及聯立方程式模型進行實證分析，並檢視電子業與非電子業間是否存在顯著差異。實證結果，內部人持股比例對公司經營績效之影響並非單調的線性關係，呈現遞增但趨緩的關係。當內部人持股比例介於5%~25%的區間時，內部人持股比例對公司經營績效呈現顯著的正向影響，符合利益收斂假說的論點。至於公司

經營績效對內部人持股比例則沒有顯著的影響力。若分別就電子業與非電子業樣本之各模型實證結果來看，內部人持股比例與公司經營績效間之關聯性大致上與全部樣本之實證結果相符。但電子業樣本的實證結果顯示，當內部人持股比例超過 25%時，內部人持股比例對公司經營績效呈現不顯著的負向影響力。然而，非電子業樣本卻無此負向影響力的實證結果出現。其研究實證結果大致上是支持我國相關法規的立法旨意，亦即將經營權與所有權作一定程度的結合，以降低代理成本，進而促進公司經營績效，保障股東權益。

洪榮華、陳香如、王玉珍(2005)從股權結構與董事會特性的觀點來看公司內部治理機制與公司績效之關係。其針對 1995 至 2000 年間在台灣證券交易所上市公司，刪除金融保險、官股占 50%以上、已下市或列為全額交割股等公司，包括高科技產業 119 個、傳統產業 358 個共 477 個觀察值，用 ROE、ROA、EPS、Tobin's Q 與 proxy Q 五種代理變數代表公司績效，自變數為公司規模、負債比率、董監酬勞、董事會規模、領導結構、風險等。先以產業特性分群進行單變量分析，再依統計檢定決定採用固定效率或隨機效果模型進行估計，實證結果當內部人持股率上升時，因管理據守關係，使公司績效下降，待持股率上升至某水準時，因與股東利益的結合，再使公司績效上升，即內部人持股率和公司績效間呈先降後升的非線性關係。

#### 四、董監持股與經營績效無顯著關聯性

林茂陽(2001)，以 1997、1998、1999 三個年度的新民營銀行做銀行董監事持股比例對銀行經營績效影響之探討，包括萬通銀行、華信銀行、台新銀行、大安銀行、中華銀行、中興銀行、大眾銀行、泛亞銀行、亞太銀行、萬泰銀行、安泰銀行、遠東銀行、聯邦銀行、富邦銀行、玉山銀行等 15 家，排除公銀及公銀改民銀之銀行及其他資料不全之年度，以簡單線性迴歸分析作驗證，取流動性指標、安全性指標、收益性指標、效率性指標、成長性指標、資本適足性指標、及資產組合指標等為變數，實證結果「利益收斂假說」似乎不適用於台灣的金融業，在台灣之銀行董監事持股比例與其經營績效無關。

黃璟琦(2002) 針對民國 1996 年至 2000 年之上市公司進行研究，共得 249 上市公司 1245 個觀察值，來探討上市公司董監事持股、持股質押、市值與經營績效關聯性利用資產報酬率、股東權益報酬率、稅後淨利率、每股盈餘及市場性指標市值對帳面價值比及本益比等六項，透過時間橫斷混合資料處理方法及時間序列變量動態分析進行驗證。實證結果並未發現董監事持股比例與公司經營績效具關聯性。表示利益收斂及利益掠奪等假說均不支持。

謝士偉(2005)探討我國金控公司董監事、外資及官股持股比率與經營績效的

關係。資料區間為 2001 年至 2004 年我國金控公司的年報，以迴歸統計資料分析顯示我國金控公司經營績效與董監事持股比率、外資持股比率、官股持股比率的關係並不顯著，該研究認為原因可能有三：一、「利益收斂假說」學說現象是不存在的，股權愈集中於董監事的手中，董監事的支出偏好行為所造成的企業財富損失大部分也許仍由董監事自己承擔，但不必然會使管理績效提昇，金控公司價值增加。股權愈集中，對於金控公司的價值與績效不必然有正面的影響。二、因金控公司豐厚的資本資產與財務槓桿操作而產生代理問題，董監事的實際投資金額過低，再加上金融機構高財務槓桿比率的操作，如此容易產生「代理問題」。三、股權稀釋效果使得金控公司股本過於龐大造成股權相對的分散而稀釋了金控公司經營績效與董監事、外資及官股持股比率之間的關係。

吳佳慧(2006)從金融機構角度來研究公司治理之股權結構及董監事會特性與經營績效的關聯性，以 1999 年至 2004 年 6 年間的上市上櫃金融機構為研究對象共 35 家 132 個樣本，利用多元迴歸的實證模型來探討金融機構股權結構及董監事會特性與經營績效之關聯性，以 ROA、ROE、EPS、員工貢獻度作為經營績效衡量之指標，實證結果發現董監事持股比例與金融機構經營績效間的關聯性，與該研究之預期不符合，不論係數為正或負，皆十分不顯著，而因其係數方向不一致且未達顯著水準，不能證明董監事持股比例與金融機構經營績效間的關聯。

陳俊雄(2009)從特定產業的公司來看董監事持股對公司經營績效的影響。該研究以 19 家的台灣上市櫃電子連接器公司為對象，研究 2004 年到 2007 年 4 年共 76 個觀察值，透過橫斷面(各家連接器廠商)及時間序列資料之縱橫資料(panel data)進行驗證，採用隨機效果模型及普通最小平方法進行迴歸實證分析，自變數為董監事持股比率、成立年資、資本額、技術層次、GDP、國際銅價，經營績效採用會計指標總資產報酬率、股東權益報酬率及每股盈餘 3 項。研究結果發現董監事持股對於被解釋變數 ROA、ROE、EPS 均沒有顯著相關性，既不支持利益收斂假說，也不支持利益掠奪假說。

表 2-2 彙整上述與董監持股及經營績效相關之文獻如下。

表 2-2 董監事持股與公司經營績效之關聯性

關聯性	學者	自變數	績效變數	研究結論
正相關	邱毅、張訓華(1991)	股權集中度、依不同程度百分比的董事會持股比例、重要管理者持股比例、法人機構持股比例等	採用會計利潤(AP)與每股盈餘(EPS)為財務績效衡量指標	實證結果董事會持股比例對企業財務績效無顯著關聯性，即董事會持股比例高低，不影響企業



				財務績效，只有在董事會超過40%時，對企業財務績效具有正面影響效果。
	楊慧玲(2000)	董事會股權結構	平均相對資產報酬率及平均相對股東權益報酬率	董事會持股比率對短期股東財富與長期經營績效的影響呈顯著的正相關，且董事會持股比率增加的公司對長期經營績效的影響顯著較董事會持股比率減少公司佳。
	陳宏姿(2001)	公司規模、負債比例及成長機會等	ROA、Tobin's Q	實證結果發現董監事持股比例與會計指標(ROA)呈現正相關。
	何里仁(2003)	董事會規模、董監持股比例、	ROA、ROE、EPS	董監事持股比例與績效則呈顯著正相關，結果支持利益收斂假說
	陳迪(2003)	董事、監察人持股比例、經理人持股比例、公司規模、成立年數、產業特性等	每股盈餘(EPS)、每股經常利益、稅後資產報酬率(ROA)、稅後權益報酬率(ROE)	實證結果董監事持股比例與公司績效的四個變數至少皆達5%的顯著正向關係，代表董監事持股比例越高，因其自身財富與公司財務牽連越深，監督管理者的動機越強進而使公司績效表現較佳。
	王繼和(2004)	經理人持股比例、董監事持股比例、大股東持股比例、公司規	EPS、ROA、ROE	實證結果發現台灣上市櫃電子公司董監事持股比率與公司績效呈

		模、負債比例等		現顯著正向關係
	陳麗娟(2004)	董事會組成、股權結構、關係人交易	EPS、ROA 及銷售成長率	董監事持股比率對公司績效具有顯著的正向影響
	黃小玉(2004)	所有權集中程度、董監事會規模、董監事持股比例、常務董監事占董監事會席次比例及獨立董監事占董監事會席次比例為變數	每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率及Tobin's Q 比率	研究結果顯示，董監事持股比率愈高、獨立董監事席次比例越高，則公司績效愈好
	林宗輝(2004)	董事會規模、董事兼任經理人比例、董監事持股比例、董監事持股質押比例、公司成立年限、產業別、超額關係人應收(付)帳款比例、董事長是否兼任總經理等	市值淨值比、Tobin's Q、股東權益報酬率(ROE)、資產報酬率(ROA)、每股盈餘	實證結果顯示，不論採取何種績效變數及公司下期績效變數是否已調整成整產業平均數，在董監事持股比例變數部分，其係數顯著為正，顯示董監持股比例愈高，其未來績效愈好，與公司下期績效成顯著正相關
	陳惠如(2006)	公司規模、創新能力、負債比例等	Tobins' Q(公司價值)	管理者持股比例愈高、管理者薪酬愈多、負債比例愈高、創新能力愈強、資產成長率與固定資產成長率愈高，則公司價值愈高
	林淑芬(2006)	董事會規模、董監事持股比例、獨立董監事設立、獨立董事席次比例、獨立監事席次比例等	淨值報酬率(ROE)	董監事持股比例與企業經營績效呈正相關。

	洪昕琳(2006)	董監事持股比例	每股盈餘、股東報酬率、存貨周轉率、總資產報酬率等	研究結果發現，經營績效呈現正報酬，董監持股比例愈高愈能有效降低代理成本，其發生公司財務危機的機率也相對降低。
	馮政武(2006)	股權結構、董(監)事組成、管理型態、大股東介入股市等	ROA、ROE、EPS	董監事持股比例與經營績效呈正相關
	廖秀梅、李建然、吳祥華(2006)	董監事股權結構、公司規模、負債比例、無形資產投入比例	ROA、ROE	在非家族控制企業，發現全部董監事持股比例與公司績效呈現的正向關係
	侯承邵(2006)	董監事結構如持股比例等	ROA、ROE、EPS、MTB	實證結果顯示對公司經營績效有顯著正面影響的是董監事持股比例，代表的意義為是因為可以減少代理成本。
	魏雅君(2007)	公司治理面之管理者持股比例	財務比例-獲利能力、償債能力、經營能力	經營績效與管理者持股比例、機構法人持股比例、董監事持股比例及董監事人數比均呈現正向關係。
	王淑芬(2008)	股權結構	EPS、ROA、ROE	董監事持股比例與短期市場績效、外資與投信持股比例為負相關，而與中長期市場績效和自營持股比例為正相關。
	林妙雀、顏怡音、陳雪芳(2008)	董事會席次、獨立董事席次、全	Tobin's Q	實證結果獨立董事席次以及全部

		部監事席次、監事持股比例、大股東持股比例、本國金融機構持股比例、董監事質押比例等		監事席次愈多、監事持股比例、大股東持股比例、本國金融機構持股比例及本國自然人持股比例愈高，對企業價值會產生顯著正向之影響。
	楊忠偉(2008)	董監事持股比例、總資產、公司年資、分支機構數及年度虛擬變數等	Tobins' Q	董監事持股比率與經營績效呈現正向且顯著之影響，經理人持股比率亦呈正向且顯著之影響，表示董監事及經理人持股比率愈高，可提高觀光旅館經營效率。
	莊嘉建、呂佩蓉(2008)	公司規模、董事會規模、關係人應收應付帳款比例、公司與關係人之資金融通與保證比例等	Tobin's Q	實證結果內部持股人對公司績效之影響符合利益收斂假說呈現顯著正相關
	吳玉郎(2009)	董監事持股質押比例、董事總人數、監察人總人數、獨立董事席次比例、負債比例、研究發展支出比例、成長機會等	資產報酬率(ROA)、股東權益報酬率(ROE)、每股盈餘(EPS)與市價淨值比(MTB)	結果發現董事持股達到法定最低成數與否、董事持股未達法定成數時間長短、董事持股未達法定成數程度高低與會計績效均呈現顯著負相關，意謂著當董事持股比例未達法定成數時，表示其持股偏低，與外部投資人利益存有潛在利益衝突，代理成本愈大，公司經營績效愈

				差，與利益收斂假說論點相符，故以法令強制董事最低持股成數規定確實有存在之必要性。
	王元章、張椿柏(2011)	公司規模、負債比率、研究發展費用率及產業別等	ROA、Tobin's Q	結果顯示董監事持股比率與公司價值呈現正向顯著關係，與 Berle and Means(1932)所提出的觀點相符，認為當董事的持股比率愈高時，會更有效率地去監督管理者，降低經理人與股東間的代理問題，進而增加公司的價值。
負相關	俞海琴、周本鄂(1994)	內部人士持股比例	Tobins' Q	董監事持股比例與公司經營績效呈顯著負相關
	陳美華、洪世炳(2005)	內部人持股比例、機構持股比例等	績效以 ROA、ROE、股票價格、股票修正後年報酬率為指標	研究結果在內部人持股比例中，經理人持股比例及董監事持股比例與財務績效(ROA、ROE)呈現顯著負相關，其與市場績效(股價)之關係不顯著
	李馨蘋、莊宗憲(2007)	內部人持股比例、股利支付率、研發費用率、廣告費用率、公司規模、負債比例等	市值與帳面價值比	實證結果顯示內部人持股比例、機構法人持股比例、董監事持股質押比例、負債比例、公司規模與公司經營績效呈顯著負相關，表示內部人持股

				比例愈高、機構法人持股比例愈高、董監事持股質押比例愈高、負債比例愈高、研發費用率愈高、公司規模愈大則公司經營績效將變差。另外亦顯示出內部人持股比例與公司經營績效呈顯著負相關，但內部人持股比例平方項與公司經營績效呈無相關中可得知內部人持股比例與公司經營績效為並非為非線性相關。
非單調線性相關	張簡麗萍(2005)	內部持股人比例、公司規模、資本支出比例、研究發展費用比例等	資產報酬率 (ROA)	實證結果，內部人持股比例對公司經營績效之影響並非單調的線性關係，呈現遞增但趨緩的關係。當內部人持股比例介於 5% ~ 25% 的區間時，內部人持股比例對公司經營績效呈現顯著的正向影響，符合利益收斂假說的論點。
	洪榮華、陳香如、王玉珍(2005)	公司規模、負債比率、董監酬勞、董事會規模、領導結構、風險	ROE、ROA、EPS、Tobin's Q 與 proxy Q 五種代理變數代表公司績效	實證結果當內部人持股率上升時，因管理據守關係，使公司績效下降，待持股率上升至某水準時，因與股東利

				益的結合，再使公司績效上升，即內部人持股率和公司績效間呈先降後升的非線性關係
無顯著相關	林茂陽(2001)	董監事持股比例	流動性指標、安全性指標、收益性指標、效率性指標、成長性指標、資本適足性指標、及資產組合指標	實證結果「利益收斂假說」似乎不適用於台灣的金融業，在台灣之銀行董監事持股比例與其經營績效無關
	黃環琦(2002)	董監事持股比例、董監事股票質押比例、上市公司相對市值	資產報酬率(ROA)、股東權益報酬率(ROE)、稅後淨利率(MARGIN)、每股盈餘(EPS)及市場性指標市值對帳面價值比(MBR)及本益比(PER)等六項	實證結果並未發現董監事持股比例與公司經營績效具關聯性。表示利益收斂及利益掠奪等假說均不支持
	謝士偉(2005)	董監事持股比例、外資持股比例、官股持股比例	資產報酬率(ROA)、股東權益報酬率(ROE)、每股盈餘(EPS)、年終收盤股價	實證結果我國金控公司經營績效與董監事持股比例、外資持股比例、官股持股比例的關係並不顯著
	吳佳慧(2006)	公司規模、逾放比率、總資產周轉率、內部人持股比例等	以 ROA、ROE、EPS、員工貢獻度作為經營績效衡量之指標	實證結果發現董監事持股比例與金融機構經營績效間的關聯性，與該研究之預期不符合，不論係數為正或負，皆十分不顯著，而因其係數方向不一致且未達顯著水準，不能證明

				董監事持股比例與金融機構經營績效間的關聯
	陳俊雄(2009)	董監事持股比例、成立年資、資本額、技術層次、GDP、國際銅價	ROA、ROE、EPS	董監事持股比率與公司經營績效無顯著關聯性

資料來源：本研究整理

由表 2-2 之彙總資料可知，在董監事持股比例與經營績效實證研究中，有正相關也有負相關，也有呈現非單調線性關係甚或無所關連者，當然研究結果並不全然一致的原因有可能為產業別、取樣年分、取樣對象或是研究方法不同等等，我們不能據以斷定董監持股最低之規定要或不要，或是要規定多少成數，本研究即欲探討公開發行公司董監事持股達到法令規定最低成數要求及未達要求時與公司經營績效間的關聯性。





### 第三章 研究設計與方法

本章以前章文獻為基礎，就董監最低持股與公司經營績效之關聯性發展相關假說及說明實證模型。本章共分為三節，第一節於上章基礎上發展出相關的研究假說，第二節進一步說明實證模型與變數衡量，第三節再就研究期間、資料來源與樣本選取做說明。

#### 第一節 研究假說

根據本研究前揭研究目的與文獻探討，董監事持股的比重在上市公司中所扮演的角色其實深具指標性意義，上市公司的經營績效也深受其影響，董監事應該是最清楚現在及未來營運的人，所以董監事持股所傳達出的訊息，可使外部人或投資大眾判斷公司目前與未來營運的狀況，因為公司的經營者願意持有公司相當比例的股權，可以解釋對公司的未來前景看好，相對為樂觀，相反的若是公司的經營者總是利用機會或事件出脫手中持股，可以想見其對公司未來並不樂觀，或者是個人本身有財務等問題，較無心放在公司經營上而注重個人利益取得。根據 Jensen and Meckling (1976)所提出的利益收斂假說，股權結構與公司績效呈正相關，也就是當股權愈集中於管理者，管理者的支出偏好行為所造成的企業財富損失大部分會由管理者自己承擔，正因如此管理者行為會較為合理。而許多文獻(陳麗娟 2004；陳惠如 2006；王淑芬 2008；楊忠偉 2008；魏雅君 2007；楊慧玲 2000 等)實證結果亦發現同樣的結果。綜上所述本研究假設董監事持股比例與經營績效為正相關，亦即董監事持股比例愈高，公司經營績效愈好，形成研究假說 H1：

**H1：董監事持股比例高於公開發行成數規定之公司，其公司經營績效較佳。**

本研究認為政府單位在制定任何相關法律時，尤其是與人民民生息息相關的法律，應該已經衡量公平與利益，也許不是對最大多數人來講是適合的法案，但以國情政經民俗風情來說卻是好的，故就公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則來看，本研究假設其符合利益衡平，也就是公開發行公司依其實收資本額所分的八個級距，就其全體董事及監察人所持有記名股票之股份總額之最低成數，對大多數的上市公司來說是正確的，故本研究將用該規則的八個級距用相同測試方法來進行驗證。

## 第二節 實證模型與變數衡量

本研究經公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則之規定實證探討董監事持股比例與公司經營績效的關聯性。具體來說，本研究分別就公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則的成數級數予以探討，相關 OLS 實證模型敘述如下。

$$PERF_{i,t} = \alpha + \beta_1 BSSHDIF_{i,t} + \beta_2 INDBSTR_{i,t} + \beta_3 INDSSTR_{i,t} + \beta_4 BPLDG_{i,t} + \beta_5 SPLDG_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 RD_{i,t} + \beta_9 PERF\_LAG_{i,t} + \varepsilon$$

其中，*PERF* 為經營績效，分別以資產報酬率 *ROA*、股東權益報酬 *ROE* 及每股盈餘 *EPS* 三種定義衡量；*BSSHDIF* 為董監事持股成數差異數；*INDBSTR* 為獨立董事席次比率；*INDSSTR* 為獨立監察人席次比率；*BPLDG* 為董事持股質押比例；*SPLDG* 為監察人持股質押比例；*SIZE* 為公司規模；*LEV* 為負債比例；*RD* 為研發費用投入比率；*PERF\_LAG* 為前一期經營績效。

### 一、被解釋變數

本研究參考廖秀梅、李建然、吳祥華(2006)、黃小玉(2004)、林宗輝(2004)、陳迪(2003)、吳玉郎(2009)以資產報酬率(*ROA*)、股東權益報酬率(*ROE*)、每股盈餘(*EPS*)作為公司經營績效指標。資產報酬率(*ROA*)是公司利用公司的總資產為股東所創造的利潤，資產報酬率與該公司前期相比或與同業間同期相比，愈高表示該公司運用資源產生淨利的能力愈強；股東權益報酬率(*ROE*)是公司利用股東權益為股東所創造的利潤，股東權益報酬率與各上市公司前期相比，愈大表示投資人所獲得的利潤愈高，該公司獲利能力愈強；每股盈餘(*EPS*)則是每股所能創造的稅後盈餘是多少，通常每股盈餘愈高，代表該公司獲利愈高。

以下依序說明本研究所採三項經營績效指標之定義：

#### (一)資產報酬率(*ROA*)

資產報酬率 = [稅後淨利(損) + 利息費用 \* (1 - 所得稅稅率)] / 平均總資產

#### (二)股東權益報酬率(*ROE*)

股東權益報酬率 = 稅後淨利(損) / 平均普通股東權益淨額

#### (三)每股盈餘(*EPS*)

每股盈餘=(稅後淨利-特別股股利)/普通股加權平均流通在外股數

## 二、解釋變數：董監事持股成數差異數(BSSHDIF)

本研究在探討董監事持股比例與公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則成數規定之關係對公司經營績效的影響，假設董監事持股比例高於公開發行成數規定之公司，其差異越大，則公司經營績效越佳，意即探討持股的變化對公司經營績效的影響，故以董監事持股成數差異數為研究之對象。

公司董事監察人股權成數及查核實施規則於 2008 年 5 月 20 日修法，本文研究從 2005 年到 2011 年之 7 個年度，故 2005 年到 2008 年底之上市公司適用於修改前舊法規定，舊法規定如表 3-1 所示。

表 3-1 公開發行公司董監持股成數表-舊法

公司實收資本額 新台幣(元)	董監事持股成數占全體股份總數比例	
	董事	監察人
3 億元以下	15%	1.5%
3 億~10 億	10%	1%
10 億到 20 億	7.5%	0.75%
超過 20 億	5%	0.5%

又 2009 年至 2011 年底之上市公司適用於新法，新法規定如表 3-2 所示。

表 3-2 公開發行公司董監持股成數表-新法

公司實收資本額 新台幣(元)	董監事持股成數占全體股份總數比例	
	董事	監察人
3 億元以下	15%	1.5%
3 億~10 億	10%	1%
10 億到 20 億	7.5%	0.75%
20 億到 40 億	5%	0.5%
40 億到 100 億	4%	0.4%
100 億到 500 億	3%	0.3%
500 億到 1000 億	2%	0.2%
1000 億以上	1%	0.1%

董監事持股成數差異數(BSSHDIF) = 董監事持股比例 - 公開發行成數規定董監事持股比例

其中，公開發行成數規定之成數以表 3-1、3-2 為準；董監事持股比例則為董監事年底持有股數/年底流通在外普通股股數。

### 三、控制變數

在控制變數方面係參考過去文獻，考慮獨立董事席次比率、獨立監察人席次比率、董事持股質押比例、監察人持股質押比率、公司規模、負債比例、研發費用投入比率、前一期公司經營績效，分述如下。

#### (一) 獨立董事席次比率(*INDBSTR*)

獨立董事強調的是獨立性與專業性，既不是公司一定持股比例的大股東，也不在公司內部任職，更非公司營運相關的關係人，是為獨立判斷及提供客觀意見的董事。林淑芬(2006)、吳玉邸(2009)、林妙雀、顏怡音、陳雪芳(2008)等皆採取獨立董事席次比例來看公司績效的關聯性。其計算是如下：

$$\text{獨立董事席次比率} = \text{獨立董事席次} / \text{全體董事席次}$$

#### (二) 獨立監察人席次比率(*INDSSTR*)

獨立監察人代表著公司經營及管理受到高度的監督，較原公司監察人更能確保監理機制運作得宜，故公司經營績效也會愈好。林淑芬(2006)、吳玉邸(2009)等皆採取獨立監事席次比例來看公司績效。其計算如下：

$$\text{獨立監察人席次比率} = \text{獨立監事席次} / \text{全體監事席次}$$

#### (三) 董事持股質押比率(*BPLDG*)

參考李馨蘋、莊宗憲(2007)等文獻研究，董監事持股質押之行為會增加公司風險，因為通常董監事持股質押比例高之公司，其經營階層多醉心於金錢遊戲中，少專注於公司本業經營，使公司承擔不必要且過多的風險。其計算如下：

$$\text{董事持股質押比率} = \text{期末董事持股質押股數} / \text{期末董事持股股數}$$

#### (四) 監察人持股質押比率(*SPLDG*)

參考李馨蘋、莊宗憲(2007)等文獻研究，同樣考量董監事持股質押之行為會增加公司風險，因通常董監事可透過股票質押取得所需資金，且為降低股價下跌引來的風險常會挪用公司資金以為護盤，企業發展因此會面臨較高風險。其計算如下：

$$\text{監察人持股質押比率} = \text{期末監察人持股質押股數} / \text{期末監察人持股股數}$$

#### (五) 公司規模(*SIZE*)

參考 Demsetz and Lehn(1985)、廖秀梅、李建然、吳祥華(2006)、莊嘉建、呂佩蓉(2008)、王元章、張椿柏(2011)等，文獻研究認為公司規模對經營績效的影

響，可由營運、行銷、財務三方面來看，公司規模愈大，在此三方面越能達到規模經濟，市場談判力增加，獲得較大的舉債能力，進而提升了公司價值。公司規模之計算方法如下：

$$\text{公司規模}=\text{Log}(\text{總資產})$$

#### (六) 負債比率(*LEV*)

參考 Jensen and Meckling (1976)、Morck et al. (1988)、洪榮華、陳香如、王玉珍(2005)、李馨蘋、莊宗憲(2007)等，負債比例是衡量一間公司資本結構的重要指標，說明公司體質之健全程度。舉債過高時，由於槓桿因素關係，風險也提高。負債比例有正反兩面，文獻研究認為利息費用會減少公司盈餘，也會因稅盾效果使經營者選擇高風險專案，而降低公司績效。也有認為舉債使管理者接受市場監督，減少了浪費資金動機，進而使公司績效提升。該變數之計算方式如下：

$$\text{負債比率}=\text{總負債}/\text{總資產}$$

#### (七) 研發費用投入比率(*RD*)

一般來說，研究發展費用率愈高代表潛在投資機會愈大，致使公司價值上升，Morck, Shleifer, and Vishny.(1988)的研究就發現，研究發展支出愈高，表示公司投資於無形的資產愈多，未來愈具有成長潛力，進而增進公司價值，另參考吳玉邸(2009)、張簡麗萍(2005)、李馨蘋、莊宗憲(2007)，本研究之衡量方式如下：

$$\text{研究發展費用率}=\text{研究發展費用}/\text{營業收入淨額}$$

#### (八) 前一期公司經營績效(*PERF\_LAG*)

李宗輝(2004)的研究發現，在其所建立的公司治理績效預測指標，經實證測試結果顯示與當期及未來公司績效呈顯著正相關，且從其實證結果看出，不論公司下期績效變數是否已調整產業平均數，董監事持股比例與公司下期績效皆呈現顯著正相關。故本研究認為公司前期經營績效會影響當期經營績效，分別將 *ROA*、*ROE* 及 *EPS* 之前期績效 *ROA\_LAG*、*ROE\_LAG* 及 *EPS\_LAG* 納入控制。

### 第三節 研究期間、資料來源與樣本選取

#### 一、研究期間

由於 2008 年 5 月 20 日行政院金融監督管理委員會發布新修訂的公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則，將其第二條成數重新修訂，本研究採取以該規則修正前後比較方式，故將研究期間從修法前 2005、2006、2007、2008 年 4 個年度，比較 2008 年之後的 2009、2010、2011 年 3 個年度，共 7 年期間。

#### 二、資料來源

本研究所採董監事持股資料取自台灣經濟新報(TEJ)公司治理資料庫，ROA、ROE、EPS 取自 TEJ 財務資料庫。

#### 三、樣本選取

以 2005 年到 2011 年間的所有在台灣證券交易所上市之公司 6335 家為樣本資料，排除政府特許行業如金融保險業、證券業，扣掉變數值遺漏的 676 家及下市的 252 家資料，最後取得所有共 5307 家為樣本資料。

## 第四章 實證結果與分析

依據本研究之研究架構與研究假設，本章節會先就研究變數做敘述統計分析，次討論樣本公司各研究變數之間相關係數關係，三就研究假設之董監持股差異數與資產報酬率、股東權益報酬率及每股盈餘三者之間有何關聯性作探討，希望藉此了解符合法所規範的公司比對其經營績效是否合理。

### 第一節 資料敘述統計分析

本節就各個研究變數間做一觀察，表 4-1 列示各項研究變數之敘述統計。

表 4-1 研究變數之敘述統計量(n=5,307)

variable	mean	p50	p25	p75	sd	max	min
ROA	3.582	4.640	0.560	9.060	10.949	38.880	-66.260
ROE	4.310	8.080	0.620	15.890	25.755	65.280	-172.750
EPS	1.534	1.200	0.050	2.940	3.186	14.980	-8.780
BSSHDIF	15.477	11.170	4.690	21.710	14.988	94.500	-14.330
INDBSTR	12.122	0.000	0.000	28.571	15.823	75.000	0.000
INDSSTR	7.631	0.000	0.000	0.000	16.888	100.000	0.000
BPLDG	9.901	0.000	0.000	10.430	19.706	100.000	0.000
SPLDG	8.125	0.000	0.000	0.000	22.051	100.000	0.000
RD	3.587	1.191	0.065	3.484	14.214	518.955	0.000
LEV	45.318	44.500	30.050	56.730	22.585	203.120	5.300
SIZE	15.602	15.515	14.655	16.379	1.481	21.272	10.356
ROA_LAG	3.930	4.900	0.690	9.520	11.111	38.880	-66.260
ROE_LAG	4.658	8.420	0.660	16.950	26.039	65.280	-172.750
EPS_LAG	1.565	1.250	0.060	3.020	3.194	14.980	-8.780

連續變數均經雙尾 1%溫賽化處理。ROA:資產報酬率；ROE:股東權益報酬率；EPS:每股盈餘；BSSHDIF:持股成數差異數；INDBSTR:獨立董事席次比率；INDSSTR:獨立監察人席次比率；BPLDG:董事持股質押比率；SPLDG:監察人持股質押比率；RD:研發費用比率；LEV:負債比率；SIZE:資產取自然對數；ROA\_LAG:前一期資產報酬率；ROE\_LAG:前一期股東權益報酬率；EPS\_LAG:前一期每股盈餘。單位為%

表 4-1 報導，被解釋變數績效中 ROA 之平均值為 3.582，中位數為 4.640，最大值為 38.880，最小值為-66.260，標準差為 10.949。ROE 平均值為 4.310，中位數為 8.080，最大值為 65.280，最小值為-172.750，標準差為 25.755。至於 EPS，其平均值為 1.534，中位數為 1.200，最大值為 14.980，最小值為-8.780，標準差

為 3.186。

解釋變數董監事持股成數差異數(BSSHDIF)平均值為 15.477，中位數為 11.170，最大值為 94.500，最小為-14.330，標準差為 14.988。中位數表示超過一半的樣本公司其董監合計持股低於 11.170%以下，以第一四分位數來看，數值為 4.690，可知至少有百分之七十五以上的公司其董監事持股成數符合法律規範。

就控制變數中之公司治理變數而言，獨立董事席次比率(INDBSTR)平均值為 12.122，中位數為 0，最大值為 75.000，最小值為 0，標準差為 15.823，表示超過一半以上樣本公司沒有獨立董事。獨立監察人席次比率(INDSSTR)平均為 7.631，中位數為 0，最大值為 100，最小值為 0，標準差為 16.888，第一四分位數、中位數及第三四分位數都為 0，表示有超過四分之三以上樣本公司並未設置獨立監察人。

董事持股質押比率(BPLDG)平均值為 9.901，中位數為 0，最大值為 100，最小值為 0，標準差為 19.706，表示有公司董事將其所有持股質押也有公司董事完全沒有將持股質押，且超過一半以上樣本公司的董事沒有將其持股質押借貸。

監察人持股質押比率(SPLDG)平均值為 8.125，中位數為 0，最大值為 100，最小值為 0，標準差為 22.051，第一四分位數、中位數及第三四分位數皆為 0，表示有公司監察人將其所有持股質押也有公司監察人完全沒有將持股質押，且超過四分之三以上樣本公司的監察人沒有將其持股質押借貸。

公司特性之控制變數中，研發費用比率(RD)平均值為 3.587，中位數為 1.191，最大值為 518.955，最小值為 0，標準差為 14.214，第三四分位數為 3.484，可以看出百分之七十五的公司投入的研發費用比率在平均以下，而平均比對中位數會如此之高，應是少數公司投入超高比率的研發費用所導致。

負債比率(LEV)平均值為 45.318，中位數為 44.500，最大值為 203.120，最小值為 5.300，標準差為 22.585，表示有公司負債已經超過資產 2 倍可能導致公司經營績效不好資產負債完全不能平衡。另外有超過一半的公司負債比與平均差異不大。

公司規模(SIZE)平均為 15.602，中位數為 15.515，最大值為 21.272，最小值為 10.356，標準差為 1.481，平均數與中位數差異不大，表示樣本公司的分布尚稱對稱分配。

績效變數中，ROA 之前一期資產報酬率(ROA\_LAG)平均值為 3.930，中位數為 4.900，最大值為 38.880，最小值為-66.260，標準差為 11.111。前一期股東權益報酬率(ROE\_LAG)平均值為 4.658，中位數為 8.420，最大值為 65.280，最



小值為-172.750，標準差為 26.039。前期每股盈餘(EPS\_LAG)平均值為 1.565，中位數為 1.250，最大值為 14.980，最小值為-8.780，標準差為 3.194。資料表示，每股盈餘與資產報酬率、股東權益報酬率一樣，平均而言，前期經營績效優於當期的經營績效。



## 第二節 解釋變數相關係數分析

所謂相關係數分析乃衡量二變數間關係強度的分析技術，可藉此判斷出變數間的相關程度，也可了解各變數之間是否存在共線性問題，本研究採 Pearson 的相關係數矩陣及 Spearman 的相關係數矩陣來探討各變數間關聯性。Pearson 相關係數一般取值於正負 1 之間，正值表示兩個變數變化方向相同，判定為正相關，負值表示兩個變數間變化方向相反，判定為負相關。相關係數絕對值愈接近 1，表示相關程度愈大，愈靠近 0，表示相關程度愈小。Pearson 相關係數分析優點是可以明確知道兩者之間相似程度，但若遇到有些數值平均值正好相同時，可能會無法求出正確值。Spearman 相關係數，主要測量兩等級變項間關係的強弱，因為只考慮數值的大小順序且無持續性，較不會受極端值及資料分佈狀況的影響，其相關係數與 Pearson 同為在正負 1 之間，為正 1 時屬完全之正相關，為負 1 時屬完全負相關，等於 0 時屬完全無相關。本研究為強化 Pearson 相關係數可靠性，相同之變數另做 Spearman 相關係數分析，使各變數間之分析有更強的證據證明。兩個相關係數的絕對值在 0.7 以上屬於高度相關，0.4 以下為低度相關，在 0.41~0.69 間為中度相關。另外在相關係數矩陣中 P-Value 在小於或等於 0.05 下判定為顯著，餘則為不顯著。

表 4-2 為 Pearson 相關係數矩陣，表 4-3 為 Spearman 相關係數矩陣。從表 4-2 可看出，ROA 與 ROE、EPS、的相關係數為 0.75 及 0.82 屬高度正相關且相當顯著。ROA 與前一期 ROA 及前一期 EPS 屬中度正相關且相當顯著。ROA 與董監持股成數差異數、獨立董事席次比率、獨立監察人席次比率、公司規模及前一期 ROE 屬低度正相關且相當顯著。ROA 與董事持股質押比率、研發費用比率及負債比率為低度負相關且相當顯著。ROA 與監察人持股質押比率為低度負相關且不顯著。

ROE 與 EPS 屬中度正相關且相當顯著。ROE 與董監持股成數差異數、獨立董事席次比率、獨立監察人席次比率、公司規模、前一期 ROA、前一期 ROE、前一期 EPS 為低度正相關且相當顯著。ROE 與董事持股質押比率、監察人持股質押比率為低度負相關且不顯著。ROE 與研發費用比率、負債比率為低度負相關且相當顯著。

EPS 與前一期 EPS 相關係數為 0.71 屬高度正相關且相當顯著。EPS 與前一期 ROA 屬中度正相關且相當顯著。EPS 與董監持股成數差異數、獨立董事席次比率、獨立監察人席次比率、公司規模、前一期 ROE 屬低度正相關且相當顯著。EPS 與董事持股質押比率、監察人持股質押比率、研發費用比率、負債比率為低度負相關且相當顯著。

由上可知在被解釋變數 ROA、ROE、EPS 與解釋變數董監持股成數差異數間，都屬低度正相關且相當顯著。而被解釋變數與控制變數獨立董事席次比率、獨立監察人席次比率、公司規模、前期 ROA、前期 ROE、前期 EPS 均屬低度正相關且相當顯著。另外被解釋變數與控制變數董事持股質押比率、研發費用比率、負債比率皆為低度負相關且為相當顯著，只有在監察人持股質押比率處為低度負相關但不顯著。



表 4-2 Pearson 相關係數矩陣

	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>EPS</i>	<i>BSSHDIF</i>	<i>INDBSTR</i>	<i>INDSSTR</i>	<i>BPLDG</i>	<i>SPLDG</i>	<i>RD</i>	<i>LEV</i>	<i>SIZE</i>	<i>ROA-LAG</i>	<i>ROE_LAG</i>
<i>ROE</i>	0.75	1											
	0.00												
<i>EPS</i>	0.82	0.67	1										
	0.00	0.00											
<i>BSSHDIF</i>	0.10	0.05	0.09	1									
	0.00	0.00	0.00										
<i>INDBSTR</i>	0.12	0.07	0.18	-0.02	1								
	0.00	0.00	0.00	0.09									
<i>INDSSTR</i>	0.10	0.08	0.11	0.02	0.47	1							
	0.00	0.00	0.00	0.22	0.00								
<i>BPLDG</i>	-0.08	-0.02	-0.11	-0.10	-0.13	-0.08	1						
	0.00	0.11	0.00	0.00	0.00	0.00							
<i>SPLDG</i>	-0.02	-0.01	-0.05	-0.06	-0.13	-0.06	0.39	1					
	0.18	0.52	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
<i>RD</i>	-0.16	-0.12	-0.09	-0.05	0.12	0.07	-0.05	-0.04	1				
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00					
<i>LEV</i>	-0.38	-0.16	-0.28	-0.07	-0.11	-0.04	0.19	0.06	-0.11	1			
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00				
<i>SIZE</i>	0.27	0.27	0.28	0.06	-0.11	-0.05	0.15	0.16	-0.15	0.09	1		
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
<i>ROA_LAG</i>	0.64	0.48	0.57	0.07	0.14	0.11	-0.06	0.00	-0.14	-0.34	0.30	1	
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.98	0.00	0.00	0.00		
<i>ROE_LAG</i>	0.11	0.02	0.06	-0.01	0.02	0.02	0.01	0.01	-0.03	-0.14	0.06	0.11	1
	0.00	0.21	0.00	0.51	0.12	0.27	0.69	0.67	0.07	0.00	0.00	0.00	
<i>EPS_LAG</i>	0.55	0.43	0.71	0.07	0.19	0.11	-0.09	-0.03	-0.06	-0.26	0.30	0.76	0.07
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

連續變數均經雙尾 1% 溫賽化處理。各變數之首行為相關係數值，次行為 p-值。*ROA*: 資產報酬率；*ROE*: 股東權益報酬率；*EPS*: 每股盈餘；*BSSHDIF*: 持股成數差異數；*INDBSTR*: 獨立董事席次比率；*INDSSTR*: 獨立監察人席次比率；*BPLDG*: 董事持股質押比率；*SPLDG*: 監察人持股質押比率；*RD*: 研發費用比率；*LEV*: 負債比率；*SIZE*: 資產取自然對數；*ROA-LAG*: 前一期資產報酬率；*ROE\_LAG*: 前一期股東權益報酬率；*EPS\_LAG*: 前一期每股盈餘。單位為 %

表 4-3 報導 Spearman 相關係數矩陣。表 4-3 Spearman 相關係數分析結果顯示，ROA 與 ROE、EPS、前一期 ROA 為高度正相關且為相當顯著。ROA 與前一期 ROE、前一期 EPS 屬高度正相關且為相當顯著。ROA 與董監持股成數差異數、獨立董事席次比率、獨立監察人席次比率、公司規模屬中度正相關且相當顯著。ROA 與研發費用比率屬低度正相關但不顯著。ROA 與董事持股質押比率、負債比率屬低度負相關且相當顯著。ROA 與監察人持股質押比率屬低度負相關但不顯著。

ROE 與 EPS 屬於高度正相關且相當顯著。ROE 與前一期 ROA、前一期 ROE、前一期 EPS 屬中度正相關且相當顯著。ROE 與董監持股成數差異數、獨立董事席次比率、獨立監察人席次比率、公司規模屬低度正相關且相當顯著。ROE 與董事持股質押比率、研發費用比率、負債比率屬低度負相關且相當顯著。

EPS 與前一期 ROA、前一期 ROE、前一期 EPS 屬高度正相關且相當顯著。EPS 與董監持股成數差異數、獨立董事席次比率、獨立監察人席次比率、公司規模屬低度正相關且相當顯著。EPS 與董事持股質押比率、負債比率為低度負相關且相當顯著。EPS 與監察人持股質押比率、研發費用比率屬低度負相關但不顯著。

由此可知，在被解釋變數 ROA、ROE、EPS 間與解釋變數董監持股成數差異數屬於低度正相關且相當顯著。被解釋變數與控制變數獨立董事席次比率、獨立監察人席次比率、公司規模屬於低度正相關且相當顯著；與控制變數董事持股質押比率負債比率屬低度負相關且相當顯著；與控制變數監察人持股質押比率屬低度負相關但不顯著；與控制變數研發費用比率有為低度正相關或低度負相關，其中有為顯著也有不顯著之結果；與控制變數前一期 ROA、前一期 ROE、前一期 EPS 基本上來說皆為高度正相關且相當顯著。

表 4-3 Spearman 相關係數矩陣

	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>EPS</i>	<i>BSSHDIF</i>	<i>INDBSTR</i>	<i>INDSSTR</i>	<i>BPLDG</i>	<i>SPLDG</i>	<i>RD</i>	<i>LEV</i>	<i>SIZE</i>	<i>ROA-LAG</i>	<i>ROE_LAG</i>
<i>ROE</i>	0.94	1											
	0.00												
<i>EPS</i>	0.94	0.93	1										
	0.00	0.00											
<i>BSSHDIF</i>	0.09	0.08	0.10	1									
	0.00	0.00	0.00										
<i>INDBSTR</i>	0.16	0.15	0.18	-0.07	1								
	0.00	0.00	0.00	0.00									
<i>INDSSTR</i>	0.13	0.13	0.13	-0.02	0.50	1							
	0.00	0.00	0.00	0.12	0.00								
<i>BPLDG</i>	-0.07	-0.05	-0.06	-0.08	-0.17	-0.11	1						
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
<i>SPLDG</i>	-0.02	-0.02	-0.01	-0.03	-0.15	-0.08	0.42	1					
	0.09	0.15	0.28	0.01	0.00	0.00	0.00						
<i>RD</i>	0.02	-0.03	-0.01	-0.13	0.29	0.17	-0.09	-0.10	1				
	0.10	0.05	0.47	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00					
<i>LEV</i>	-0.32	-0.15	-0.21	-0.02	-0.08	-0.02	0.14	0.05	-0.28	1			
	0.00	0.00	0.00	0.11	0.00	0.27	0.00	0.00	0.00				
<i>SIZE</i>	0.17	0.22	0.29	0.05	-0.13	-0.07	0.26	0.22	-0.17	0.20	1		
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
<i>ROA_LAG</i>	0.70	0.65	0.70	0.06	0.21	0.15	-0.05	-0.02	0.08	-0.30	0.21	1	
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.26	0.00	0.00	0.00		
<i>ROE_LAG</i>	0.68	0.66	0.71	0.07	0.21	0.16	-0.04	-0.01	0.03	-0.18	0.26	0.97	1
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.46	0.04	0.00	0.00	0.00	
<i>EPS_LAG</i>	0.67	0.65	0.75	0.08	0.22	0.15	-0.05	-0.01	0.04	-0.20	0.32	0.94	0.96
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.56	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

連續變數均經雙尾 1% 溫賽化處理。各變數之首行為相關係數值，次行為 p-值。*ROA*: 資產報酬率；*ROE*: 股東權益報酬率；*EPS*: 每股盈餘；*BSSHDIF*: 持股成數差異數；*INDBSTR*: 獨立董事席次比率；*INDSSTR*: 獨立監察人席次比率；*BPLDG*: 董事持股質押比率；*SPLDG*: 監察人持股質押比率；*RD*: 研發費用比率；*LEV*: 負債比率；*SIZE*: 資產取自然對數；*ROA-LAG*: 前一期資產報酬率；*ROE\_LAG*: 前一期股東權益報酬率；*EPS\_LAG*: 前一期每股盈餘。單位為%

### 第三節 迴歸結果分析

表 4-4、表 4-5、表 4-6 為以資產報酬率 ROA、股東權益報酬率 ROE 及每股盈餘 EPS 為被解釋變數之 OLS 實證迴歸模型分析結果。表 4-4 報導以資產報酬率 ROA 為被解釋變數做 OLS 迴歸分析結果。

表 4-4 董監持股差異數與資產報酬率 ROA 之關聯性(n=5,307)

Variable	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
<i>BSHDIF</i>				0.0284***
				0.0002
<i>INDBSTR</i>			0.0078	0.0092
			0.3365	0.2602
<i>INDSSTR</i>			0.0318***	0.0311***
			0.0000	0.0001
<i>BPLDG</i>		-0.0120*	-0.0100	-0.0082
		0.0752	0.1424	0.2277
<i>SPLDG</i>		-0.0094*	-0.0082	-0.0073
		0.0723	0.1183	0.1638
<i>RD</i>	-0.0696***	-0.0701***	-0.0740***	-0.0727***
	0.0002	0.0002	0.0002	0.0002
<i>LEV</i>	-0.1001***	-0.0983***	-0.0985***	-0.0974***
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>SIZE</i>	0.7487***	0.7963***	0.8264***	0.8063***
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>ROA_LAG</i>	0.5424***	0.5402***	0.5320***	0.5311***
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>YEAR_D</i>	0.6592***	0.6395***	0.9854***	0.9900***
	0.0017	0.0023	0.0000	0.0000
<i>_CONS</i>	-5.7267***	-6.3343***	-7.2646***	-7.4794***
	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000
<i>R<sup>2</sup>_adj</i>	0.4867	0.4876	0.4901	0.4915
<i>F-stat</i>	299.0997	217.6862	172.7721	157.9723
<i>Prob &gt; F</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

\*\*\*, \*\* 分別代表 p-value < 10%, 5%, 1%。連續變數均經雙尾 1% 溫賽化處理。ROA: 資產報酬率; BSHDIF: 持股成數差異數; INDBSTR: 獨立董事席次比率; INDSSTR: 獨立監察人席次比率; BPLDG: 董事持股質押比率; SPLDG: 監察人持股質押比率; RD: 研發費用比率; LEV: 負債比率; SIZE: 資產取自然對數; ROA-LAG: 前一期資產報酬率; YEAR\_D: 若年度大於 2008 年, 則為 1, 否則為 0。單位為%

Model 1 僅探討研發費用比率、負債比率、公司規模、前一期 ROA 等控制變數。Model 2 為加上控制變數董事持股質押比率及監察人持股質押比率，Model 3 再加入控制變數獨立董事席次比率及獨立監察人席次比率，Model 4 則再加入解釋變數董監持股成數差異數，其中調整後判定係數  $R^2$  數值分別為 0.4867、0.4876、0.4901、0.4915，且各模型的解釋能力均達顯著水準。

Model 1 迴歸結果顯示，研發費用比率(係數-0.0696，P-value 0.0002)、負債比率(係數-0.1001，P-value 0.0000)與 ROA 呈顯著負向關係，表示雖然研究發展費用比率愈高代表公司投資於無形的資產愈多，潛在投資機會愈大，未來愈具有成長潛力，進而使公司價值上升，但在研發當期費用化的會計原則下，將降低公司當期經營績效；而負債比例愈高可能因利息費用影響，會減少公司盈餘，也會因稅盾效果使經營者選擇高風險專案，而降低公司績效。另外，公司規模(係數 0.7487，P-value 0.0000)、前一期 ROA (係數 0.5424，P-value 0.0000)與 ROA 呈現顯著正向關係，表示公司規模愈大，會因為規模經濟的影響，使公司經營績效愈佳；而前一期的公司經營績效也會影響下一期的經營績效，前期經營績效佳，下一期績效也較佳。控制年度效果變數 *YEAR\_D* 顯示，平均而言，2008 年後之公司經營績效較佳。

Model 2 納入董事持股質押比率(係數-0.0120，P-value 0.0752)及監察人持股質押比率(係數-0.0094，P-value 0.0723)，其與 ROA 呈現顯著負向關係，表示董監持股質押比率愈高會讓公司承擔的風險提高。表示董監之財務壓力可能形成公司經營管理層之風險，而導致公司經營績效的變差。

Model 3 再加上獨立董事席次比率(係數 0.0078，P-value 0.3365)及獨立監察人席次比率(係數 0.0318，P-value 0.0000)，就獨立董事席次比率與 ROA 間呈現不顯著正相關，表示雖獨立董事強調的是獨立性與專業性，既不是公司一定持股比例的大股東，也不在公司內部任職，更非公司營運相關的關係人，是為獨立判斷及提供客觀意見的董事，但對於公司經營績效實際上的效果雖為正相關卻不顯著，不一定能發揮期待的功能。然就獨立監察人席次比率而言其與 ROA 間呈現顯著正相關，代表著公司經營及管理受到高度的監督，較原公司監察人更能確保監理機制運作得宜，故公司經營績效也會愈好。

Model 4 最後加入解釋變數董監持股成數差異數(係數 0.0284，P-value 0.0002)，呈現顯著正相關，表示如果董監持股成數高於法定成數規定，則公司的經營績效愈好。此結果符合立法者期望透過董監持股愈多，愈能增強其對公司的向心力，產生與公司休戚與共之關係，最終達到提升公司經營績效的目的。

表 4-5 報導以股東權益報酬率 ROE 為被解釋變數之 OLS 模型迴歸分析結果。



表 4-5 董監持股差異數與股東權益報酬率 ROE 之關聯性(n=5,307)

Variable	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
<i>BSHDIF</i>				0.0348
				0.1078
<i>INDBSTR</i>			0.0023	0.0038
			0.9039	0.8403
<i>INDSSTR</i>			0.0771***	0.0761***
			0.0000	0.0000
<i>BPLDG</i>		-0.0230	-0.0187	-0.0165
		0.1939	0.2969	0.3566
<i>SPLDG</i>		-0.0268*	-0.0246*	-0.0236
		0.0693	0.0935	0.1090
<i>RD</i>	-0.1096***	-0.1106***	-0.1167***	-0.1151***
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>LEV</i>	-0.0857***	-0.0814***	-0.0800***	-0.0784***
	0.0012	0.0023	0.0028	0.0034
<i>SIZE</i>	1.8606***	1.9673***	2.0055***	1.9759***
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>ROE_LAG</i>	0.5142***	0.5131***	0.5083***	0.5087***
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>YEAR_D</i>	1.3333**	1.2925**	2.1491***	2.1579***
	0.0144	0.0177	0.0003	0.0003
<i>_CONS</i>	-23.4027***	-24.7913***	-26.4436***	-26.6473***
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>R<sup>2</sup>_adj</i>	0.3441	0.3450	0.3470	0.3473
<i>F-stat</i>	101.7964	77.8176	64.5804	59.2360
<i>Prob &gt; F</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

\*\*\*, \*\* 分別代表 p-value <10%, 5%, 1%。連續變數均經雙尾 1% 溫賽化處理。*ROE*: 股東權益報酬率; *BSSHDIF*: 持股成數差異數; *INDBSTR*: 獨立董事席次比率; *INDSSTR*: 獨立監察人席次比率; *BPLDG*: 董事持股質押比率; *SPLDG*: 監察人持股質押比率; *RD*: 研發費用比率; *LEV*: 負債比率; *SIZE*: 資產取自然對數; *ROE-LAG*: 前一期股東權益報酬率; *YEAR\_D*: 若年度大於 2008 年, 則為 1, 否則為 0。單位為 %

表 4-5 中, Model 1 僅探討研發費用比率、負債比率、公司規模、前一期 ROE 等控制變數。Model 2 為加上控制變數董事持股質押比率及監察人持股質押比率, Model 3 再加入控制變數獨立董事席次比率及獨立監察人席次比率, Model 4 則再加入解釋變數董監持股成數差異數, 其中調整後判定係數  $R^2$  數值分別為 0.3441、0.3450、0.3470、0.3473, 且各模型的解釋能力均達顯著水準。

Model 1 之迴歸結果顯示，研發費用比率(係數-0.1096，P-value 0.0000)、負債比率(係數-0.0857，P-value 0.0012)與 ROE 呈顯著負向關係，亦表示雖然研究發展費用比率愈高代表公司投資於無形的資產愈多，潛在投資機會愈大，未來愈具有成長潛力，進而使公司價值上升，但對當期費用化的原則下會影響公司經營績效愈差；而負債比例愈高可能因利息費用影響，會減少公司盈餘，也會因稅盾效果使經營者選擇高風險專案，而降低公司績效。另外公司規模(係數 1.8606，P-value 0.0000)、前一期 ROE(係數 0.5142，P-value 0.0000)與 ROE 呈現顯著正向關係，表示公司規模愈大，會因為規模經濟的影響，使公司經營績效愈佳；而前一期的公司經營績效影響下一期的經營績效，下一期也會愈佳。控制年度效果變數 *YEAR\_D* 顯示，平均而言，2008 年後之公司經營績效較佳。

Model 2 加入了董事持股質押比率(係數-0.0230，P-value 0.1939)及監察人持股質押比率(係數-0.0268，P-value 0.0693)，其與 ROE 呈現不顯著負向關係，亦表示董監事持股質押比率愈高會讓公司承擔的風險提高，少專注於公司本業而注重股票價值高低，會導致公司經營績效的變動而愈來愈差，但其效果不顯著。

Model 3 再加上獨立董事席次比率(係數 0.0023，P-value 0.9039)及獨立監察人席次比率(係數 0.0771，P-value 0.0000)，就獨立董事席次比率與 ROE 間呈現不顯著正相關，表示雖獨立董事強調的是獨立性與專業性，既不是公司一定持股比例的大股東，也不在公司內部任職，更非公司營運相關的關係人，是為獨立判斷及提供客觀意見的董事，但對於公司經營績效實際上的效果雖為正相關卻不顯著，不一定能發揮期待的功能。而就獨立監察人席次比率而言其與 ROE 間呈現顯著正相關，代表著公司經營及管理受到高度的監督，較原公司監察人更能確保監理機制運作得宜，故公司經營績效也會愈好。

Model 4 則加入解釋變數董監持股成數差異數(係數 0.0348，P-value 0.1078)，呈現單尾顯著正向關係。分析結果表示，董監持股成數高於法定成數規定之公司，其經營績效較佳，只是顯著性較 ROA 降低，僅達單尾顯著水準。換言之，在單尾顯著水準下，董監持股高於持股成數規定仍然符合立法者期望透過董監持股多，較能增強其對公司的經營管理動機，產生與公司休戚與共之利益一致關係，進而達到提升公司經營績效的目的。

表 4-6 報導以每股盈餘 EPS 為被解釋變數之 OLS 模型迴歸分析結果。表 4-6 中，Model 1 也是僅探討研發費用比率、負債比率、公司規模、前一期 EPS 等控制變數。Model 2 為加上控制變數董事持股質押比率及監察人持股質押比率，Model 3 再加入控制變數獨立董事席次比率及獨立監察人席次比率，Model 4 則再加入解釋變數董監持股成數差異數，其中調整後判定係數  $R^2$  數值分別為 0.5544、0.5560、0.5576、0.5582，且各模型的解釋能力均達顯著水準。

表 4-6 董監持股差異數與每股盈餘 EPS 之關聯性( n=5,307)

Variable	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
<i>BSHDIF</i>				0.0055**
				0.0128
<i>INDBSTR</i>			0.0034	0.0037
			0.1285	0.1016
<i>INDSSTR</i>			0.0067***	0.0065***
			0.0026	0.0032
<i>BPLDG</i>		-0.0053***	-0.0048***	-0.0045***
		0.0017	0.0043	0.0078
<i>SPLDG</i>		-0.0026**	-0.0023*	-0.0021*
		0.0327	0.0615	0.0825
<i>RD</i>	-0.0092***	-0.0093***	-0.0103***	-0.0100***
	0.0006	0.0005	0.0002	0.0002
<i>LEV</i>	-0.0133***	-0.0126***	-0.0126***	-0.0124***
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>SIZE</i>	0.1323***	0.1514***	0.1614***	0.1578***
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>EPS_LAG</i>	0.6860***	0.6807***	0.6718***	0.6710***
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>YEAR_D</i>	0.2870***	0.2796***	0.3529***	0.3538***
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>_CONS</i>	-1.0899***	-1.3317***	-1.6016***	-1.6457***
	0.0038	0.0005	0.0001	0.0000
<i>R<sup>2</sup>_adj</i>	0.5544	0.5560	0.5576	0.5582
<i>F-stat</i>	547.7744	396.2915	315.5098	283.9439
<i>Prob &gt; F</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

\*\*\*, \*\* 分別代表 p-value < 10%, 5%, 1%。連續變數均經雙尾 1% 溫賽化處理。EPS: 每股盈餘; *BSSHDIF*: 持股成數差異數; *INDBSTR*: 獨立董事席次比率; *INDSSTR*: 獨立監察人席次比率; *BPLDG*: 董事持股質押比率; *SPLDG*: 監察人持股質押比率; *RD*: 研發費用比率; *LEV*: 負債比率; *SIZE*: 資產取自然對數; *EPS\_LAG*: 前一期每股盈餘; *YEAR\_D*: 若年度大於 2008 年, 則為 1, 否則為 0。單位為 %

Model 1 迴歸結果顯示, 研發費用比率(係數-0.0092, P-value 0.0006)、負債比率(係數-0.0133, P-value 0.0000)與 EPS 呈顯著負向關係。與表 4-4、4-5 同, 也代表雖然研究發展費用比率愈高代表公司投資於無形的資產愈多, 潛在投資機會愈大, 未來愈具有成長潛力, 進而使公司價值上升, 但當期費用化下會降低公司經營績效。而負債比例愈高可能因利息費用影響, 會減少公司盈餘, 也會因稅

盾效果使經營者選擇高風險專案，而降低公司績效。另外公司規模(係數 0.1323，P-value 0.0000)、前一期 EPS(係數 0.6860，P-value 0.0000)與 EPS 呈現顯著正向關係，表示公司規模愈大，會因為規模經濟的影響，使公司經營績效愈佳；而前一期的公司經營績效也會影響著下一期的經營績效，使得前期經營績效愈好，下一期也會愈佳。控制年度效果變數 *YEAR\_D* 顯示，平均而言，2008 年後之公司經營績效較佳。

Model 2 加入了董事持股質押比率(係數-0.0053，P-value 0.0017)及監察人持股質押比率(係數-0.0026，P-value 0.0327)，其與 EPS 呈現顯著負向關係，同樣表示董監事持股質押比率愈高會讓公司承擔的風險提高，少專注於公司本業而注重股票價值高低，會導致公司經營績效的變動而愈來愈差。

Model 3 再加上獨立董事席次比率(係數 0.0034，P-value 0.1285)及獨立監察人席次比率(係數 0.0067，P-value 0.0026)，就獨立董事席次比率與 EPS 間呈現不顯著正相關，同樣表示雖獨立董事強調的是獨立性與專業性，既不是公司一定持股比例的大股東，也不在公司內部任職，更非公司營運相關的關係人，是為獨立判斷及提供客觀意見的董事，但對於公司經營績效實際上的效果雖為正相關卻不顯著，不一定能發揮期待的功能。而就獨立監察人席次比率而言其與 EPS 間呈現顯著正相關，也代表著公司經營及管理受到高度的監督，較原公司監察人更能確保監理機制運作得宜，故公司經營績效也會愈好。

Model 4 則加入解釋變數董監持股成數差異數(係數 0.0055，P-value 0.0128)，呈現顯著正相關，結果與表 4-4 之 ROA 相同，顯示董監持股成數愈高於法定成數規定，則公司的經營績效愈好，符合立法者期望透過董監持股愈多，愈能增強其對公司的向心力，產生與公司休戚與共之關係，達到提升公司經營績效的目的。

綜合以上實證分析結果，發現到董監事持股成數差異數愈大，與公司經營績效呈現正相關關係，表示董監持股比例越高，因為其自身的財富與公司財務運作關係較密切，監督管理者的動機較強，會促使公司績效表現較佳，支持本研究假說 H1，董監事持股比例高於公開發行成數規定之公司，其公司經營績效越佳。

## 第五章 結論與建議

本研究以上市公司為研究對象，探討上市公司董監持股對公司經營績效的影響，並就公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則規定做一實證上的驗證，以分析董監持股成數差異數是否愈高於法律規定，公司經營績效愈佳。

### 第一節 結論

本研究為了驗證法律所規範的董監事持股成數規定是否符合利益衡平，也能配合台灣國情與政經民俗風情，使上市公司的利害關係人，在面對與自己息息相關的規定時，能適應而有所依據。過去相關文獻從公司治理的角度、股權結構的角度、所有權與經營權分離及代理問題的角度等等來探討董監事持股對公司經營績效的關係，而與其他研究不同者，本研究最大貢獻乃從董監持股成數差異數的角度，來看董監持股與公司經營績效的關係。

就法的基本意涵、基本規範及政府長年以來對於上市公司董監事持股的政策來看，法所強調的是穩定的且必須是合理及連續性的，不管是 2000 年還是 2010 年，不管是裁判判例還是大法官解釋，都是在捍衛一個中心價值，那就是健全公司資本結構，保護投資人權益。其主因在於隨著經濟體制的發展，社會的進步及所產生的問題越來越複雜，需要讓公司的利害關係人都能清楚知道我們有確認一套規則，不能為你個人的利益而造成他人的不利益。所以為強化董監事對於公司之向心力，藉以穩定公司之經營，進而保障投資人之權益，故規定董監持股不得少於一定成數。

從董監持股成數規定來看，舊有規則對於董事及監察人持股所帶來的資金壓力，相對而言是較大的。由於現代的企業型態、規模與經濟環境、態勢皆與以前的年代差異甚大。政府在 2008 年從原本四個持股成數級距增加為八個持股成數級距，對於規模相對大的公司而言，政府的此項規定，勢必減輕董事及監察人持股的資金壓力。

本研究以 2005 年到 2011 年共 7 年的期間，針對所有在台灣證券交易所上市之公司共 5307 家樣本資料，刪除資料不完整之公司，並排除政府特許行業如金融保險業、證券業，假設董監事持股比例愈高於公開發行成數規定之公司，其公司經營績效越佳來分析董監事持股與公司經營績效關係，以敘述統計分析、相關係數探討、OLS 迴歸分析，被解釋變數為資產報酬率 ROA、股東權益報酬率 ROE、每股盈餘 EPS，解釋變數為董監持股成數差異數，控制變數為獨立董事席次比率、獨立監察人席次比率、董事持股質押比率、監察人持股質押比率、研發

費用比率、負債比率、公司規模、前一期資產報酬率、前一期股東權益報酬率及前一期每股盈餘。實證結果發現，董監事持股成數超過規定之持股成數之公司，其公司經營績效較佳。分析結果可能表示，董監持股比例高，因為其自身的財富與公司財務運作之結果關係密切，監督管理者的動機會較強，而使得公司表現較佳，支持董監事持股比例高於公開發行成數規定之公司，其經營績效越佳之研究假說。換言之，符合立法者期望透過董監持股愈多，愈能增強其對公司努力監督管理動機，產生與公司休戚與共之關係，最終達到提升公司經營績效的目的。

故從政府對公司治理所訂定之規範及保護投資人機制的角度來看，公開發行公司董監事持股比例的規定應屬適合，有其存在之必要。讓董監事持有公司股權，比較會有動機監督公司管理者或經營者，而在考量台灣的政經與投資環境，加上民俗風情與投資習慣，法所規定的最低成數主要精神在於若公司的所有權與經營權有一定程度的結合時，可以給公司內外部人士一定程度的信心，此番設計使董監事持股比例的確給予社會投資大眾一個可供參考的指數，是從財務報表的各項分析外，降低投資人做出高風險的投資決策，也讓公開發行公司的經營者(包含股東及董監事)能有所警惕。

## 第二節 建議

本研究提出幾點以作為後續研究方向之建議：

- 一、本研究假設以期末的持股來計算，建議未來研究可按月以滾動式方式看持股變化對公司經營績效影響。
- 二、本研究結果董監事持股比例高於公開發行成數規定之公司，其公司經營績效越佳，建議未來研究可採反面來探討，是否董監持股不足成數規定之公司，其公司經營績效越差。
- 三、本研究僅探討董監持股超過成數規定對公司經營績效的影響，並未分析現行規定之持股成數是否為最適持股成數，未來研究可做進一步之討論。
- 四、本論文研究受限於 2008 年 5 月 20 日後，政府有關單位才就公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則的成數規定作較大幅的修改，僅以七年為研究期間，可能無法較為深入的分析其長期影響。長期間關聯性研究 (longitudinal study) 應可以提供更多實證證據，作為立法機關修法或廢法之參考。

## 參考文獻

- 司法院大法官，2008年3月，86.5.13 公開發行公司董事監察人股權成數及查核規則第8條違憲？大法官釋字第六三八號解釋。
- 王元章、張椿柏，2011年7月，從核心代理問題的角度探討股權結構，董事會特性對公司價值之影響，證券市場發展季刊，第90期，頁131-174。
- 王淑芬，2008，公司治理、經營績效與機構投資人持股關聯性之研究-以金融控股公司為例，銘傳大學管理學院高階經理碩士學程。
- 王繼和，2004，公司治理機制與經營績效之關係研究—以台灣上市櫃電子公司為例，雲林科技大學財務金融系碩士班。
- 台北高等行政法院，2003，九十一年度訴字第四三九七號，台北高等行政法院判決。
- 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所。
- 吳玉郎，2009，董事持股成數設限與經營績效之關聯性研究，國立台北大學會計學系碩士在職專班。
- 吳佳慧，2006，金融機構之股權結構、董監事會特性與經營績效關聯性，國立成功大學會計學系碩博士班。
- 李馨蘋、莊宗憲，2007年6月，公司治理機制與公司績效之實證研究，東吳經濟商學學報，第57期，頁1-27。
- 立法院，1967，立法委員會議事，立法院第39會期經濟、財政、司法三委員會第八次聯席會議紀錄。
- 林妙雀、顏怡音、陳雪芳，2008年12月，公司治理與財務健全度對企業價值影響之研究-多元適應性雲形回歸之運用，中山管理評論，第16卷第四期，頁787-822。
- 林宗輝，2004，公司治理與企業績效關聯性之研究，國立台灣大學會計學研究所博士論文。
- 林茂陽，2001，銀行董監事持股比例對銀行經營績效之影響，銘傳大學金融研究



所碩士在職專班。

林淑芬，2006，獨立董監事機制對公司經營績效關聯性之研究—以臺灣上市電子業為例，國立臺北大學國際財務金融碩士在職專班。

邱毅、張訓華，1991年，股權結構、董事會組成與企業財務績效，台北市銀月刊，第22卷第5期，頁11-32。

侯承邵，2006，董監事結構與公司經營績效關係之研究—以上市櫃公司為例，淡江大學財務金融學系碩士班。

俞海琴、周本鄂，1994年1月，台灣地區上市公司董監事、關係人持股比例和公司托賓Q關係之研究，管理評論，第13卷第1期，頁79-98。

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班。

洪榮華、陳香如、王玉珍，2005年9月，公司內部治理機制與公司績效之關係—股權結構與董事會特性的觀點，輔仁管理評論，第12卷第3期，頁23-40。

立法院，2001年10月，立法院院會紀錄，立法院公報第90卷第51期3185號上冊，頁244。

張簡麗萍，2005，內部持股人比例變動與經營績效關聯性之研究，國立台北大學會計學系碩士班。

莊嘉建、呂佩蓉，2008年6月，股權結構、關係人交易與公司財務績效關聯性之研究，蘭陽學報，第7期，頁86-94。

陳宏姿，2001，董監事結構與企業經營績效關聯之研究，國立政治大學會計研究所碩士班。

陳俊雄，2009，董監事持股對企業經營績效之影響—以台灣上市櫃電子連接器公司為例，淡江大學商學院國際商學碩士在職專班。

陳柏蓉，2008年8月，「公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則」修正簡介，證券暨期貨月刊，第26卷第8期，頁49-54。

陳美華、洪世炳，2005年6月，公司治理、股權結構與公司經營績效關係之實證研究，企業管理學報，第65期，頁129-153。

陳迪，2003，董事會、監察人特性與公司績效關聯之再探討，國立政治大學會計

研究所碩士班。

陳惠如，2006，管理者薪酬、持股比例與公司價值之研究，銘傳大學會計學系碩士班。

陳麗娟，2004，董事會組成、股權結構、關係人交易與企業績效關係之研究——以紡織業及電子業為實証，國立成功大學高階管理碩士在職專班。

最高行政法院，2004年，九十三年度判字第一一七五號，最高行政法院裁判。

最高行政法院，1990年，八十九年度判字第一九四八號，最高行政法院裁判。

馮政武，2006，公司治理與經營績效關聯性之研究-以上市櫃食品業為例，國立臺北大學國際財務金融碩士在職專班。

黃小玉，2004年7月，公司治理與公司績效關係之研究-以台灣上市電子工業為例，興國學報，頁153-167。

黃璟琦，2002，上市公司董監事持股、持股質押、市值與經營績效關聯性之研究，國立高雄第一科技大學金融營運所。

楊忠偉，2008，公司治理與經營績效-台灣上市(櫃)觀光旅館業之實證研究，朝陽科技大學休閒事業管理系碩士班。

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，朝陽大學企業管理系碩士班。

廖秀梅、李建然、吳祥華，2006年9月，董事會結構特性與公司績效關係之研究——兼論台灣家族企業因素的影響，東吳經濟商學學報，第54期，117-160。

劉連煜，2008，強制公開發行公司董監持股規定之檢討，月旦法學雜誌，第156期，頁221-227。

賴英照，2005年3月，董監事持股越多，投資人風險越小？金融風險管理季刊，第1卷第1期，頁87-101。

謝士偉，2005，金控董監事、外資及官股持股比率與經營績效的關係，輔仁大學金融研究所。

魏雅君，2007，以線性結構方程模式探討公司治理與財務結構對績效之影響，銘傳大學財務金融學系碩士班。

最高行政法院，2010年，九十九年度判字第一二九八號，最高行政法院裁判。

Berle, A. and G. C. Means 1932. *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, N. Y., N. Y.

Demsetz and K. Lehn. 1985. The Structure of Corporation Ownership: Cause and Consequences. *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.

Demsetz, H. 1983. The Structure of Corporate Ownership and the Theory of the Firm. *Journal of Law Economic*, 26, 375-390.

Fama, E. F. 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy* 88(2):288-307.

Jensen, M. C. and R. S. Ruback 1983. Market for Corporate Control: Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*, 1, 5-50.

Jensen, M. C. and W. H. Meckling 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4):305-360.

McConnell, J. J. and H. Servaes. 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics* 27:595-612.

Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 20(1,2):293-315.