

國立臺灣大學社會科學院經濟學系在職專班
碩士論文

Mid-Career Master Program
Department of Economics
College of Social Sciences
National Taiwan University
Master Thesis

金控公司治理與經營績效之研究
— 以國泰、兆豐與永豐金控為例

Corporate Governance and Operating Performance - Evidence
of Cathay, Mega, SinoPac Financial Holdings Companies



郭志文

Chih-Wen Kuo

指導教授：李顯峰 博士

Advisor: Hsien-Feng Lee, Ph.D.

中華民國101年3月

March, 2012

國立臺灣大學碩士學位論文
口試委員會審定書

金控公司治理與經營績效之研究

—以國泰、兆豐與永豐金控為例

Corporate Governance and Operating Performance - Evidence
of Cathay, Mega, SinoPac Financial Holdings Companies

本論文係郭志文君（學號 P98323008）在國立臺灣大學經濟學系
在職專班完成之碩士學位論文，於民國 101 年 03 月 15 日承下列考試
委員審查通過及口試及格，特此證明

口試委員：

李頌峰

（指導教授）

謝德宗

林惠玲

林世昌

謝辭

時光荏苒，轉眼間碩士在職專班生涯即將結束。修業期間，非常感謝每一位授課老師，由於您們在課程專業領域的講解與精闢分析，讓學生獲益良多。

在論文撰寫期間，承蒙指導教授李顯峰老師的悉心指導。從研究方法、思想的啟發、論文題目和研究架構的訂定、觀念的釐清到文稿的潤飾，提供寶貴的意見和協助，以使本論文得以順利完成，在此致上最誠摯的謝忱。論文口試過程中，更承蒙謝德宗老師、林惠玲老師與林世昌老師的細心審閱與指正建議，使本篇論文更臻完備。

這段求學的過程豐富了個人的人生歷練。經歷了兩年來學生與工作交織的生活，非常感謝在這段期間所有師長、同學的照顧與幫忙，謝謝大家！



郭志文 謹致於

臺灣大學經濟學系在職專班研究所

民國101年3月

摘要

我國自 2001 年通過金融控股公司法後，至 2011 年底陸續已成立了 16 家金融控股公司，由於金融控股公司資產規模龐大、採多角化方式經營，轄下銀行或保險體系的資金主要來自於社會大眾，一旦發生金融危機，所引起的連鎖效應將嚴重影響國內金融秩序及經濟發展。再者，我國金控強調跨業整合經營，希望能創造互補長短的綜效，卻也增加利害衝突的風險。

本研究以股權結構、董事會組成等九個治理變數來探討與三家(國泰、兆豐、永豐)金融控股公司經營績效之關聯，利用 EViews6 軟體，以 OLS 迴歸模型進行迴歸分析。實證結果如下：

- 1、股權結構：(1)董監事持股比例、大股東持股比例與經營績效呈正向關係且達顯著水準。(2)機構法人持股比例與經營績效間關係呈負向關係且達統計顯著水準。
- 2、董事會組成：(1)董事會規模與經營績效間關係呈負向關係，在以 EPS 及 ROE 做為衡量經營績效指標時呈現顯著水準。(2)設置獨立董事與經營績效間關係呈負向關係，但統計上均不顯著。

關鍵詞：公司治理、金融控股公司、董事會規模、經營績效、獨立董事

Abstract

From 2001 to 2011 sixteen financial holding companies have been established with the 2001 Financial Holding Company Act in Taiwan. They operate with big size of financial assets and funding from the banking or insurance system. Once the financial crisis breaks out, the chain reaction effect would seriously hit domestic economy. Furthermore, the financial holding company conducts the cross-industrial integration to create the synergy effect, however, it will also increase the risk of interest-conflict among sectors.

This study would explore the relationship between corporate governance and business performance with nine governance variables including the ownership structure and the composition of directors board. The sample comes from three big financial holding companies, i.e. Cathay, Mega and SinoPac Co. from 2001 to 2011. The EViews6 software is used to run the OLS regression model.

The major empirical findings are as follows:

1. The structure of ownership: (1)the directors' shareholding ratio, the largest shareholding ratio and operating performance etc. show a significantly positive relationship with business performance, (2)the relationship between the share ratio of institutional investors and operating performance significantly shows a negative relationship.
2. The composition of directors' board: (1)the relationship between the size of directors' board and the EPS and ROE significantly show a negative relationship, (2)there is a insignificantly negative relationship between independent directors and operating performance.

Keywords: corporate governance, financial holding company, board size, operating performance, independent director

目錄

謝辭	I
摘要	II
目錄	IV
圖目錄	VI
表目錄	VII
第一章 緒論	1
1.1 研究背景與動機	1
1.2 研究目的	2
1.3 研究流程與論文架構	3
第二章 文獻探討	5
2.1 公司治理的定義	5
2.2 公司治理的理論背景	9
2.3 世界各國及我國公司治理的發展情形	12
2.4 公司治理與經營績效相關文獻	35
第三章 我國金融控股公司現況	41
3.1 金融控股公司的定義及目的	41
3.2 我國金融控股公司SWOT分析與競爭策略	43
第四章 實證研究設計	45
4.1 產業概況及市場變化	45
4.2 研究假說	46
4.3 研究對象簡介	50
4.4 研究理論架構	61
4.5 實證研究模型與分析方法	65
第五章 實證結果與分析	68
5.1 敘述統計分析	68
5.2 自變數共線性檢測	70
5.3 公司治理變數與經營績效實證結果迴歸分析	72
第六章 結論與建議	81
6.1 結論	81

6.2 研究建議 82
參考文獻 83



圖目錄

圖1-1 研究流程圖.....	3
圖2-1 世界銀行提供的公司治理架構	7
圖2-2 我國公司治理各構面得分概況	27
圖3-1 純粹金融控股公司	42
圖3-2 事業金融控股公司	42
圖4-1 2011年國內16家金控公司資產排名	45
圖4-2 2010年國泰金控營收組合	51
圖4-3 國泰金融控股公司組織架構圖	52
圖4-4 國泰金融集團關係企業架構圖	52
圖4-5 2010年兆豐金控營收組合	53
圖4-6 兆豐金融控股公司組織架構圖	54
圖4-7 兆豐金融集團關係企業架構圖	54
圖4-8 2010年永豐金控營收組合	55
圖4-9 永豐金融控股公司組織架構圖	56
圖4-10 永豐金融集團關係企業架構圖	56

表目錄

表2-1 國內機構、學者及專家對公司治理的定義	5
表2-2 國外機構、學者及專家對公司治理的定義	6
表2-3 各國公司治理機制的比較	15
表2-4 英國公司治理三大報告	16
表2-5 英美德日治理模式中的【三會】情況一覽表	20
表2-6 歐美國家薪酬制度最新規範	21
表2-7 集中交易市場成交金額投資人類別比例表	23
表2-8 我國對外投資	24
表2-9 CLSA對亞洲公司治理的評分表	27
表3-1 金融控股法規及公司治理實務守則	41
表4-1 三家金控基本資料	50
表4-2 三家金控董事會一覽表	57
表4-3 三家金控獨立董(監)事一覽表	58
表4-4 三家金控審計委員會設置情形	59
表4-5 三家金控薪資報酬委員會情形	59
表4-6 三家金控資訊揭露評鑑結果	60
表4-7 變數預期影響方向表	64
表5-1 敘述性統計量	69
表5-2 各變數之相關分析	71
表5-3 自變數之VIF值	71
表5-4 殘差分析DW值	72
表5-5 假說一檢測結果	73
表5-6 假說二檢測結果	75
表5-7 假說三檢測結果	75
表5-8 公司治理變數與EPS、ROA、ROE之迴歸分析結果	76
表5-9 假說四檢測結果	77
表5-10 三大法人持股比例與EPS、ROA、ROE之迴歸分析結果	78
表5-11 假說五檢測結果	79
表5-12 公司治理相關變數與外資、投信、自營商持股比例之迴歸分析結果	80

第一章 緒論

1.1 研究背景與動機

1997~1998 年亞洲金融風暴與 2001 年美國安隆案等財務醜聞，使得公司治理 (corporate governance) 成為 20 世紀末一個新興關鍵的議題，引起世界各國的高度重視。1997 至 1998 年的東亞金融危機暴露了虛弱的制度與不足的治理結構，對經濟成長與穩定造成的影響，顯示了亞太區域內，加強風險管理與金融市場制度的治理、改善透明度與管制能力的重要性。在 1998 年經濟合作暨開發組織(OECD) 部長級會議中更明白揭示，亞洲企業無法提昇國際競爭力之關鍵因素之一，即是公司治理運作不上軌道。

國內自從 2001 年政府揭櫫「金融改革」大旗，鼓勵金融機構組設金融控股公司後，金融產業經過幾番整併，迄至 2011 年已有 16 家金控集團，由於這 16 家金控公司股本龐大、股權分散，轄下銀行或保險體系的資金主要來自於社會大眾，其管理運用更應謹慎，惟現況如何，值得剖析。

因此，本研究擬從股權屬性、經營主體、資產規模、營業市占率及異業結盟等方面，選擇此三家金融控股公司的理由是(一)國泰金控：民營、總資產規模排名第一、以保險為經營主體，國泰人壽市佔率約 30%，台灣市場排名第一、國泰世紀產物保險，為台灣第二大產物保險公司、國泰世華銀行在信用卡流通卡數及消費金額躋身國內前三大信用卡發卡行，2010 年市佔率約 11%。(二)兆豐金控：官股、以銀行為經營主體，兆豐銀行淨值約 1,417 億元，在國內銀行中僅次於台灣銀行排名第二、OBU 業務是兆豐銀的主要業務，市佔率近 20%，居市場之冠、兆豐票券居國內市佔第一。(三)永豐金控：民營、國內第一家非集團內異業結盟成功案例、永豐證券為台灣第一家上櫃券商，經紀業務市佔率 4.83%，排名第四、《The Asset》雜誌曾評選建華證券為台灣第二大證券商，2004 年及 2005 年更連續兩年榮獲《FinanceAsia》雜誌評選為「台灣最佳承銷商」。透過蒐集及彙整國內外對公司治理之相關文獻資料，探討我國目前公司治理情形，並分析此三家(國泰、兆豐、永豐)金融控股公司的公司治理對其經營績效的影響。

1.2 研究目的

金融機構朝向大型化發展，已是必然趨勢，金融控股公司也是在此趨勢下所成立，而其跨業經營可以滿足客戶一次購足的需求、分散業務風險、開創新商機；特別在加入世界貿易組織(WTO)後，金融控股公司採行優良的公司治理機制，將有助強化自身能力，以迎接國際市場的競爭與挑戰。但金融控股公司若未能達到經濟規模，則難以發揮綜效，然而即使規模夠大，當企業自律管理機制，無法充分發揮應有的功能時，所有的作業行為，都將流於形式，任何的目標與願景，也將淪為空談。日本瑞穗金融集團即是著名的例子，在 2000 年成立時曾一舉成為世界最大的金融集團，卻於 2009 年 4 月 23 日宣布，公司在 2008 年面臨 5800 億日元巨額虧損，可見公司治理的重要性，否則只憑資產龐大，對於公司營運與獲利並無助益(資料來源：新華網 2009 年 04 月 24 日)。

近年來，主管機關因應國內外情勢，提出關於企業誠信與保護投資人等方案外，後金融海嘯時期更提出多項措施，督促企業及金融機構強化公司治理，建立新金融秩序，以期完善我國公司治理制度。

亞洲公司治理協會(ACGA)所發佈之 CG Watch 2010 報告顯示，在政府機關、中華公司治理協會及各上市櫃公司等共同努力下，台灣的公司治理表現僅次於新加坡、香港及日本，在亞洲十一國中，排名第四，與 2007 年 CG Watch 之排名相同。文中提到外資十分看重公司治理，台灣企業公司治理前五名為台積電、中鋼、聯電、宏碁、世界先進，有三家是晶圓代工，而最落後的六家企業，前五家為金融業，但第六家則為明基。

因此，本研究目的係以國泰、兆豐、永豐三家金控公司為研究對象探討金控業公司治理的執行情形，希望達成以下三點目的：

1. 藉由蒐集、整理專家學者所提出之相關文獻，了解各國公司及我國有關公司治理的制度及發展趨勢。
2. 瞭解公司治理的發展對於金融控股公司之影響，並分析三家(國泰、兆豐、永豐)金融控股公司執行公司治理對經營績效之影響。
3. 將此實證研究結果作為未來強化公司治理制度之參考建議。

1.3 研究流程與論文架構

本研究的流程如圖1-1所示，首先說明本研究背景動機、目的與流程，透過文獻的整理建立研究假說與架構，進行資料之蒐集與實證分析，再解釋實證結果並檢驗研究假說，最後依據實證結果提出結論與建議。

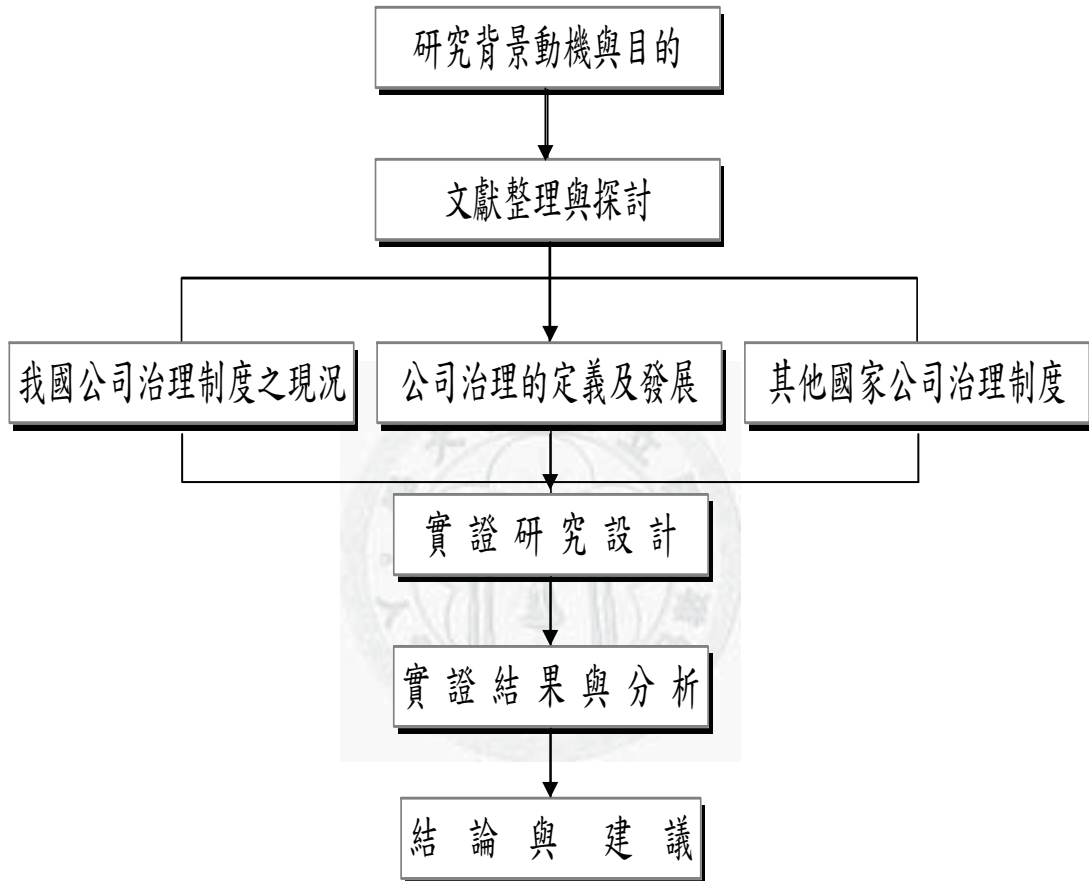


圖1-1 研究流程圖

茲將本文章節順序及各章節內容簡要說明如下：

第一章 緒論

說明本研究背景與動機、研究目的、研究流程與論文架構。

第二章 文獻探討

探討本研究的相關文獻，公司治理的定義、公司治理的理論背景、世界各國及我國公司治理的發展情形及公司治理與經營績效之相關文獻。

第三章 金融控股公司現況

說明金融控股公司的定義、目的及我國金融控股公司SWOT分析與競爭策略。

第四章 實證研究設計

說明金融控股公司產業概況及市場變化、研究假說、研究對象簡介、研究理論架構及實證研究模型與分析分法。

第五章 實證結果與分析

說明研究對象的敘述統計分析、自變數共線性檢測及公司治理變數與經營績效實證結果迴歸分析。

第六章 結論與建議

綜合整理本研究模型所驗證的結果，提出結論並對於後續的研究者提出未來研究方向的建議。

第二章 文獻探討

本章針對探討的主題，整理國內外相關文獻共分為四節，第一節為公司治理的定義、第二節為公司治理的理論背景、第三節為世界各國及我國公司治理的發展情形、第四節為公司治理與經營績效相關文獻。

2.1 公司治理的定義

「公司治理」(Corporate Governance) 乙詞，各界所界定之意義與範圍不盡相同，但其主要之內涵均係使企業體透過法律的制衡管控與設計，在企業所有與企業經營分離的組織體系中，有效監督其組織活動，以及如何健全其組織運作，防止脫法行為之經營弊端，以實現企業社會責任之高度目標。

茲將國內外機構、學者及專家對公司治理的定義，彙總列於表2-1及表2-2中：

表2-1 國內機構、學者及專家對公司治理的定義

國內機構、學者及專家	定 義
中華公司治理協會	一種指導及管理並落實公司經營者責任的機制與過程，在兼顧其他利害關係人利益下，藉由加強公司績效，以保障股東權益。
證券暨期貨 市場發展基金會	企業體透過法律，制衡的管控與設計，在企業所有與企業經營，分離的組織體系中，有效監督其組織活動，以及如何健全其組織運作，防止脫法行為之經營弊端，以實現企業社會責任之高度目標。
葉銀華、李存修、 柯承恩(2002)	公司治理機制是，透過完整制度的設計與執行，期能提升策略管理效能，與監督管理者的行為，藉以保障外部投資者（小股東與債權人）應得的報酬，並兼顧其他利害關係人的利益。
余雪明(2002)	股東直接或間接對公司經營者評估其表現之行為，透過各種獎勵與監督機制，使其利益與股東一致，以解決在所有與控制分離後的利益衝突問題；並策劃公司與其他利害關係人與市場及公權利之互動。

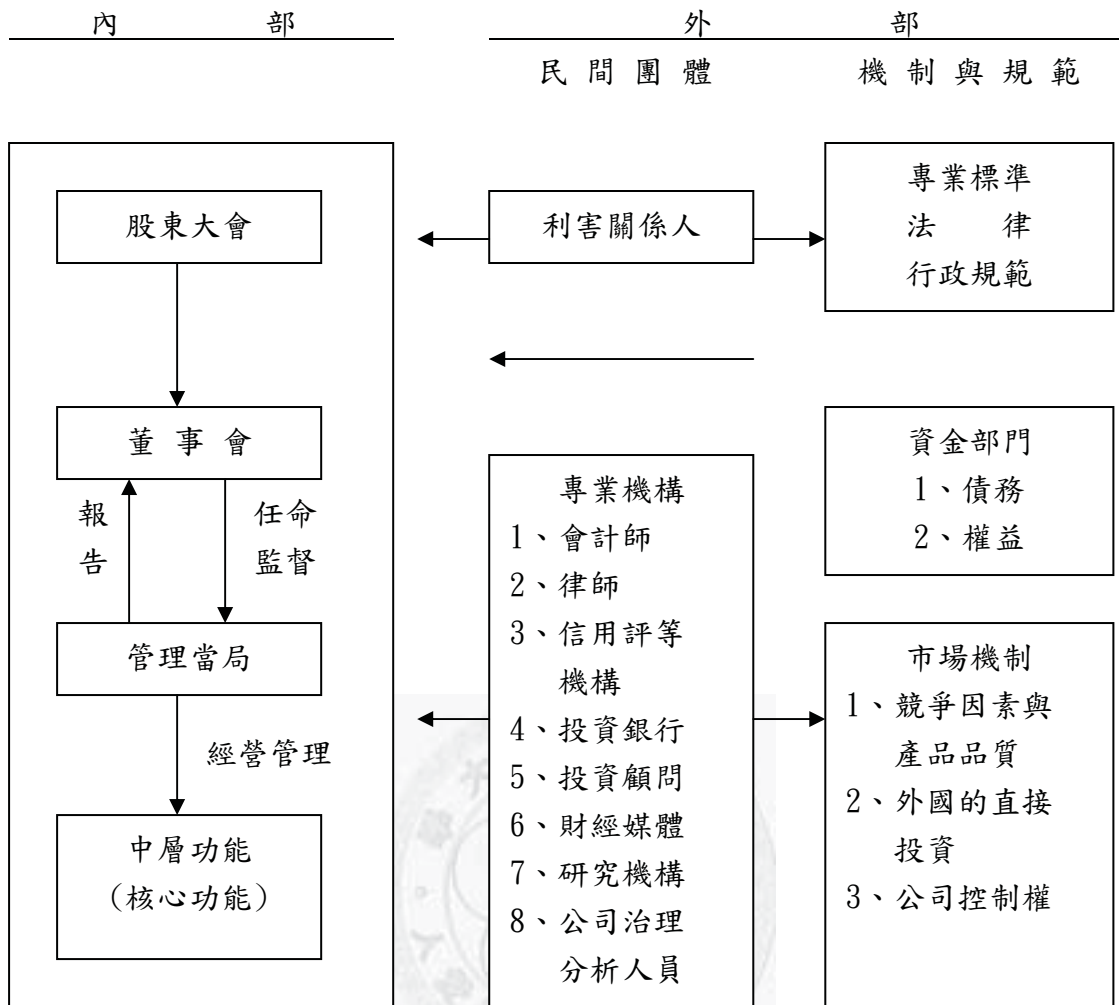
資料來源：本研究整理

表2-2 國外機構、學者及專家對公司治理的定義

國外機構、學者及專家	定 義
Alkhafaji (1990)	公司治理是一結構及權力的形式，用以作為組織中規範不同群體間之責任與權力的運作，若以企業而言，意指公司的運作方式，管理者與董事全體應負的責任。
Shleifer and Vishny (1986)	確保資金提供者，得到合理的報酬，所設計的機制。
Millstein (1998)	公司治理係透過法律、經濟與公司營運的規範，協助公司充實財務與人力資源，增進股東的財富。
OECD (1999)	公司治理是指導和控管公司的制度，公司治理架構應該促進透明和有效率的市場，建立一致性法律，並清楚地說明監督、管制和執行權責單位間的責任分工。
Cadbury (1999)	公司治理的重點在於董事會的運作，亦即董事會在任用、解雇與給付報酬給高階管理者時，應積極扮演保障股東權益的角色，並發揮有效監督的功能。

資料來源：本研究整理

世界銀行認為公司治理體系可以從公司與公共政策兩個層面來探討。從公司角度而言，公司治理係指公司在符合法律與契約的規範中所建立可促成公司價值極大化之機制；即公司的決策機構董事會必須要平衡股東以及各種利害關係人的利益，以創造公司的長期利益。另一方面，從公共政策的角度而言，公司治理係指社會在支持企業發展的方向下，同時要求企業於運用其權力之際，善盡其應有的責任；亦即經濟體系應建立市場規範機制，以提供公司負責經營人員合理報酬之誘因，並可保障利害關係人的權益之紀律。從世界銀行提供的公司治理架構圖，就可以詳細說明內外部機制相關性，對於公司的各個參與者(例如董事會、管理當局、股東和其他利害關係人)的權責劃分，詳見圖2-1。



資料來源：本文引自葉銀華、李存修、柯承恩(2002)

圖 2-1 世界銀行提供的公司治理架構

1997年亞洲金融風暴的發生，凸顯亞洲企業多為家族企業及集團化經營，其財務資訊不透明之嚴重性，故OECD自1999年起，連續三年年會均以探討亞洲企業的公司治理為主題，學術界的研究自2000年起連續三年的亞太財務學會(上海、曼谷、東京)，2002年1月台大舉辦的國際財務金融研討會，同年5月北京大學所舉辦的全球財務研討會，乃至於同年12月中山大學的金融市場理論與實務研討會，均以公司治理為研討主軸，其受重視程度可見一斑。

OECD於1999年發布公司治理原則(OECD Principles of Corporate Governance)，為國際間落實公司健全經營者，提供一個較具共通性的指導原則，並在2004年以更寬野的視野來看待公司治理的制衡問題，關注於公司中的環保、反貪污和倫理的決策過程，並將利害關係人的範圍擴大到國際投資機構。主張一個健全的公司治理必須符合六項原則：

(一) 建立有效公司治理架構的基礎

公司所建立的公司治理架構，必須要為市場參與者創造經濟績效、誠實正直和誘因，進而促進市場的效率性和透明度。其次，也必須以透明和落實的態度來遵守公司營運所在地的公司治理法律規定，以及明定監督、管制和執行單位的責任分工，並確保這些單位有權責、夠正直及有充足的資源，能以專業客觀、及時、透明和事事都能合理解釋的態度，完成職責，增進公共利益。

(二) 股東的權利和關鍵所有權的功能

股東最基本的權利，包括(1)股權登記的確保；(2)過戶或移轉；(3)及時和定期取得公司相關資料；(4)出席股東大會和投票；(5)選舉及罷免董事；及(6)分享公司利潤。股東也應該被充分告知和有權利參與有關公司重大改變的訊息，如：(1)章程、合併條款或類似之公司治理文件中條文的修訂；(2)特別股授權；(3)異常交易，包括導致公司轉售的所有或將近全部資產的移轉。

(三) 公平對待股東

公司治理架構應該確保所有股東被公平對待，包括小股東和外國股東。同級的股東，權利相等。在買進任一級股票前，所有投資者應該能取得有關公司所有等級股東的投票權資訊。如果投票權的改變，對股東有負面影響，必須先取得該級股東的同意。公司治理結構也必須去除任何妨礙交叉投票的限制，而股東大會的程序和流程則要公平對待所有股東，不能造成投票困難或付出昂貴代價。此外，應禁止內線交易和濫用自我交易。

(四) 公司治理中利害關係人的角色

以法律或相互協議的方式，承認並尊重利害關係人的權利。當受法律保障的權益受侵害時，利害關係人有機會得到有效的救濟。此外，應允許發展增進員工參與的機制。利害關係人也應能及時定期地接觸充分、有關及可靠的公司治理資訊；以及自由地向董事會溝通他們對違法或不倫理作為的關切。公司的治理架構應能搭配有效能、有效率的破產聲告和有效的債權強制執行。

(五) 資訊揭露和透明度

以高標準的方式來制作和揭露會計和財務—非財務資訊。至少應揭露的重大資訊有：公司財務和營運結果、公司目標、主要股東和表決權狀況、董事和重要執行長的薪酬政策與任職資格、關係人交易、重大可預見風險、利害關係人相關議題、公司治理結構與政策，並且應由獨立、有能力和合格的稽核員來稽核年報，並藉由外部和客觀的陳述，保證提供給股東和董事會的財務報表中重大事項均公正地表達出公司的績效和財務狀況，外部稽核員則應對股東負責，並有責任以合宜的專業方式執行稽核，資訊的傳播管道應符合公平、及時和成本效益的原則。

(六) 董事會職責

董事會應以高道德標準，兢兢業業地追求公司和股東利益，公平地對待所有股東，指導公司策略規劃，監督管理層，對公司和股東負責。為維持董事會的超然獨立，應有足夠的非執行董事，以確保財務和非財務報告的真實性，審查關係人交易，提名董事和重要執行長，以及決定董事薪酬，董事會對董事會所屬委員會的運作程序、組成和任命要界定清楚並加以揭露。

2.2 公司治理的理論背景

公司治理係指一種指導及管理並落實公司經營者責任的機制與過程，在兼顧其他利害關係人利益下，藉由加強公司績效，以保障股東權益。狹義上，公司治理主要是指公司的股東，董事及經理層之間的關係。廣義上，公司治理還包括公司與利益相關者（如員工、客戶、供應商、債權人、社會公眾）之間的關係，及有關法律、法規等。

公司治理是隨著西方國家企業的發展所演進的理論，自 1932 年美國學者 Berle and Means 提出公司治理結構的概念以來，眾多學者從不同角度對公司治理理論進行研究，其中具代表性的有超產權理論 (Theory of Property Rights)、兩權分離理論 (Separation of Ownership Theory)、委託代理理論 (Principal-agent Theory) 和利益相關者理論 (Stakeholder Theory)，它們構成了公司治理結構的主要理論基礎。

一、超產權理論(Theory of Property Rights)

Martin and Parker(1997)等學者，以競爭理論為基礎提出超產權論。他們認為超產權論比私有化產權論更具理論的內在邏輯性與實證解釋的說服力，並進一步發展和豐富產權論的基本觀點。超產權理論認為，利潤激勵與經營者努力投入未必存在必然的正向關係，利潤激勵只有在市場競爭的前提條件下，才能發揮其刺激經營者增加努力與投入的作用。超產權論把競爭作為激勵的邏輯起點，其依據是 90 年代發展起來的競爭理論。

超產權論有兩項基本內容，一是企業治理：主要包括資訊不對稱下的合同激勵機制理論、資訊不對稱下的經理聘選理論、監督機構和產權結構等。二是競爭理論：主要有四個方面，一是競爭激勵論，它是除了利潤激勵之外的隱含激勵，也就是由競爭誘導的激勵。其動力源有三個，分別為資訊比較動力、生存動力和信譽動力；二是競爭激發論，企業之間利益的對抗性、資訊的不對稱性及潛在違約性（短期內的違約利益可能超過長期的踐約合作利益），這三個要素激發了競爭；三是競爭發展論，市場競爭程度越高，市場份額的變化與績效的相關程度就越高，這種環境下最利於錘鍊企業的發展力，真正優質的企業由此脫穎而出；四是競爭資訊完善論，通過比較競爭促使資訊產生，以便於企業所有者或經理做出更準確的判斷。

二、兩權分離理論(Separation of Ownership Theory)

兩權分離理論的代表人物是 Berle and Means 及 Chandler 等。兩權分離理論即公司所有權與控制權分離理論，它是隨著股份公司的產生而產生。Berle and Means 在 1932 年出版的《現代公司與私有產權》一書中，對美國 200 家大公司進行了分析，發現在這些大公司中相當比例是由並未握有公司股權的高級管理人員控制的。由此得出結論：現代公司已經發生了「所有與控制的分離」，公司實際已由職業經理組成的「控制者集團」所控制。Chandler 認為，股權分散的加劇和管理的專業化，使得擁有專門管理知識並壟斷了專門經營資訊的經理實際上掌握了對企業的控制權，導致「兩權分離」。兩權分離是經濟發展的產物，更是社會進步的必然。在兩權分離的過程中，資本所有權與資本運作權應該是一個統一體，無論是資本的所有者還是資本的運作者，都是為了一個目標，即實現最大化的盈餘。

兩權分離理論是一種所有制理論，該理論由兩個核心命題所構成，一是生產資料所有制是所有、占有、支配和使用等經濟關係的體系，這四個方面經濟關係在法律上表現為所有權、占有權、支配權和使用權，因此生產資料所有權不外是包括所有權、占有權、支配權和使用權的權利體系。二是生產資料所有制的各項權能可歸結為所有權和經營權，且兩權既可以統一，也可以分離。上述兩權分離理論旨在通過重新界定所有制內部結構為「政府分開」提供理論依據，以便使國有企業衝破各種束縛，真正成為獨立的商品生產者和經營者。

三、委託代理理論(Principal-agent Theory)

1930年代，美國經濟學家Berle and Means因為洞悉企業所有者兼具經營者的做法存在著極大的弊端，於是提出「委託代理理論」，宣導所有權和經營權分離，企業所有者保留剩餘索取權，而將經營權利讓渡。「委託代理理論」已成為現代公司治理的邏輯起點。

委託代理理論是建立在非對稱資訊賽局論的基礎上的。非對稱資訊(asymmetric information)指的是某些參與人擁有，但另一些參與人不擁有的資訊。資訊的非對稱性可從以下兩個角度進行劃分：一是非對稱發生的時間，二是非對稱資訊的內容。委託代理理論是制度經濟學契約理論的主要內容之一，主要研究的委託代理關係是指一個或多個行為主體根據一種明示或隱含的契約，指定、僱傭另一些行為主體為其服務，同時授予後者一定的決策權利，並根據後者提供的服務數量和質量對其支付相應的報酬。授權者就是委託人，被授權者就是代理人。

現代意義的委託代理的概念最早是由Ross(1973)提出的：「如果當事人雙方，其中代理人一方代表委託人一方的利益行使某些決策權，則代理關係就隨之產生。」

委託代理理論的主要觀點認為：委託代理關係是隨著生產力發展和規模化生產的出現而產生，其原因一方面是生產力發展使得分工進一步細化，權利的所有者由於知識、能力和精力的原因不能行使所有的權利；另一方面專業化分工產生了一大批具有專業知識的代理人，他們有精力、有能力代理行使好被委託的權利。

四、利益相關者理論(Stakeholder Theory)

Freeman 的定義是：能夠影響一個組織目標的實現或者能夠被組織實現目標過程影響的人。這個定義提出了一個普遍的利益相關者概念，不僅將影響企業目標的個人和群體視為利益相關者，同時還將企業目標實現過程中受影響的個人和群體也看作利益相關者，正式將社區、政府、環境保護主義者等實體納入利益相關者管理的研究範疇，大大擴展了利益相關者的內涵。

到 1990 年代中期，Blair(1995)的定義為：所有向企業貢獻了專用性資產，以及作為既成結果已經處於風險投資狀況的人或集團。

利益相關者是指與企業生產經營行為和後果具有利害關係的群體或個人。對企業而言，其利益相關者一般可以分為三類：資本市場利益相關者（股東和公司資本的主要供應者）、產品市場利益相關者（公司主要顧客、供應商、當地社團和工會），以及組織中的利益相關者（所有公司員工，包括管理人員和一般員工）。每個利益相關者群體都希望組織在制訂戰略決策時能給他們提供優先考慮，以便實現他們的目標，但這些權益主體的相關利益及所關心的焦點問題存在很大的差別，且往往互有矛盾，公司不得不根據對利益相關者的依賴程度作出權衡，優先考慮某類利益相關者，「股東優先」的治理模式正是因此而產生的。

2.3 世界各國及我國公司治理的發展情形

一、各國公司治理的典型模式

由於各國的政治、經濟、歷史文化不同，彼此間存在差異，因此，各國的治理模式不盡相同，即使在同一國家，在不同時間、不同時代背景、不同公司類型往往也存在著多種不同的模式，諸將世界各國公司治理模式，分為英美公司治理模式、德國公司治理模式、日本公司治理模式及東亞公司治理模式等四類探討。

1、英美公司治理模式

英美模式最大特點就是所有權較為分散，主要依靠外部力量對管理層實施控制。主要特徵是：(1)公司股權高度分散，資本主要由分佈廣泛的個人和機構投資者擁有；(2)基於市場的系統，主要依賴資本市場作為影響公司行為的手段，

強調股東「用腳投票」的機制；(3)基於法律法規的系統，法律明顯支持股東享有控制公司的權利，明確董事會和管理層對股東所負的義務，並強調保護中小投資者的利益；(4)基於資訊披露的系統，通過精心制定的規則保證投資者取得充分可靠的信息；(5)在經理激勵機制方面，主要實行股票期權制，由於評價公司經營績效的主要標準是股票分紅率，因此，在利益分配上向個人股東傾斜。

在這一模式下由於所有權和經營權的分離，所有權分散的股東不能有效地監控管理層的行為，即所謂「弱股東，強管理層」現象，因而產生代理問題。而解決方法如下：(1)發展機構投資者，使分散的股權得以相對集中；(2)依靠活躍、有效的公司控制權市場，通過收購兼併對管理層進行外部約束；(3)依靠外部非執行董事對董事會和管理層進行監督；(4)依靠健全的監管體制和完善的法律體系，如公司法、破產法、投資者保護法等法律對公司管理層進行約束和監管；(5)對管理層實行期權期股等激勵制度，使經營者的利益和公司的長遠利益緊密聯繫在一起。

2、德國公司治理模式

德國公司治理結構的一個重要特點是「兩會制」，即監事會和董事會，且監事會為董事會的上位機關。董事會負責業務之執行，監事會負責一般業務監督。德國模式是「內部控制」型模式。兩會中包括股東、銀行及員工的代表，對管理層實行監控。其中，職工代表在兩會中扮演重要角色。主要特徵是：(1)公司所有權和股權相對集中，並由與公司有著長期穩定關係的確定的內部人團體控制。通常以銀行為中心，公司融資方式通常表現為對銀行貸款的高度依賴和高的資產負債率；(2)公司之間交叉持股：在基於利益相關者治理模式中，常通過互持股票實現重要的股東核心，並通常與諸如互相擔保，降低非控制性投資等手段組合運用。其中，股東協議是常用的方式，它可實現雖然單個股東僅擁有全部資產的一部分，但通過一群股東採取一致行為對公司的控制；(3)嚴格的股東監控機制：由於股權的相對集中，形成銀行和相互持股公司對管理層進行長期的內在監控。

在德國，最大的股東是公司、創業家族、銀行等，所有權集中程度比較高。德國的銀行是全能銀行(Universal Bank)，可以持有工商企業的股票，另外，公司相互持股比較普遍，銀行對公司的控制方式是通過控制股票投票權和向董事會

派駐代表。德國公司治理模式的另一特色就是強調職工參與，在監事會中，根據企業規模和職工人數的多少，職工代表可以占到 1/3 到 1/2 的職位。

3、日本公司治理模式

日本的公司治理結構是「一會制」，但是強調「內部控制」。董事會主要是由管理層構成，和德國的模式類似，對公司監控主要是通過交叉持股和主辦銀行制度來實現的。由於不允許控股集團的出現，企業間交叉持股是很普遍的，非金融性的公司擁有全部上市公司四分之一的股票，另外，原材料供應商和銷售商也通過合同的形式對企業的管理層起到一定的監督作用。日本的金融機構在公司治理結構中扮演重要的角色。多數公司都有一家主要的銀行—主辦行作為股東和業務夥伴。

在日本，更多的是通過工業集團、銀行、客戶和供應商的聯合實現對公司的控制。這一模式由於股權相對集中、管理層內大股東控制並常採用終身僱傭制和按年功序列提升制激勵管理層。因此，外部經理人市場對管理層的約束力不大，這一模式也被形容為「相機性治理」模式。即在通常情況下，董事會享有相對很高的自治權，但在公司處於危機的時候，董事會就要服從主銀行的外部控制。

4、東亞公司治理模式

在大部分東亞國家(地區)，公司股權集中在家族手中，公司治理模式因而也是家族控制型。控制型家族一般普遍地參與公司的經營管理和投資決策。東亞地區除日本家族控制企業所佔比重較少外，在韓國、台灣、馬來西亞、菲律賓和印尼，都是由家族控制上市公司。其主要特徵是：一方面，許多經濟領域的創業型家族及其聯盟通常廣泛地對上市公司和非上市公司實施事實上的控制；另一方面，資本市場不發達，公司外部融資主要來自由國家主導的銀行貸款，國家對經濟干預的作用較明顯。該模式的優點是所有權與經營權的統一，降低了公司代理成本，並且穩定的所有權，高的收入再投資度和長期義務關係促成了經濟發展初期的高速成長。

依據上述整理分成市場導向模式、銀行導向模式及家族控制模式等，分類列表於表 2-3 中。在下一節將各國公司治理發展情形，分別加以討論。

表 2-3 各國公司治理機制的比較

項目 \ 類型	市場導向模式	銀行導向模式	家族控制模式
實行國家	英、美等國	日本、德國等國	大部分東亞和拉美國家、我國
特點	所有權較為分散，分散的股東不能有效監控管理層的行為，即所謂「弱所有者(股東)，強管理者(內部人)」。	股權較為集中，嚴格的股東監控機制。銀行在融資和公司治理方面發揮巨大的作用，企業需協調銀行等諸多利益相關者的關係。	公司治理的核心為控制大股東、經理層和廣大中小股東之間的利益衝突，即「強家族大股東、經理層，弱中小股東」。
優點	強調保護中小投資者的利益，有利於培育活躍的商業創新機制，加速生產要素的積聚和配置，使管理層能追求較為單一的盈利目標。	大股東數目少，避免集體行為問題(小股東對公司不關心)，使股東對管理者的控制較容易。	所有權與經營權的統一，降低了公司代理成本，並且穩定的所有權、高的收入再投資度和長期義務關係促成了經濟發展初期的高速成長。大股東一般普遍較為積極參與公司的經營管理和投資決策，有利於管理者與所有者溝通協調。
缺點	對管理層監督失控，易導致管理層只重視短期盈利，投資者很難影響經營者。因此，投資者一般並不特別關心公司治理，投資者約束經營者的主要方式是購買或出售公司股票。用資本市場購併來解決代理問題的代價過高。	由於股權相對集中，管理層內大股東控制並常採用終身僱傭制和按年功序列提升制激勵管理層。因此，外部經理人市場對管理層的約束力不大，使管理者更易在分散的目標下獲取私利，由於購併不活躍，某些不易透過直接監管加以糾正的管理失誤和低效率得以長期存在。	股權集中在家族手中，上市公司是這些家族謀取利益的工具，運作較無規範可尋。一般具有不完善的市場退出機制，較高的產業進入壁壘，國家通常的舉措是安排失敗公司之間的合併或者接管失敗公司。

資料來源：吳成豐(2010)，企業倫理的實踐，前程文化。

二、各國公司治理的發展情形

(一)英國

1980年代末，英國的鏡報集團、BCCI、Polly Peck 等一連串知名公司爆發了嚴重的財務舞弊案，引發了英國的理論和實務界對公司治理問題的高度關注和討論。為了穩定社會經濟和保障投資人的權益，英國成立了以 Adrian Cadbury 爵士為首的委員會進行調查，並於 1992 年公佈了著名的卡德伯利報告(Cadbury 報告)。該報告奠定了英國一系列公司治理改革的基礎，並形成了獨具特色的公司治理調查模式，即由權威學者帶領的特別委員會針對公司治理中的某一問題進行調查、取證、討論、分析和研究，最後出具報告並監督執行的過程。

繼卡德伯利報告(Cadbury Report, 1992)之後，英國先後出了一系列研究報告，其中比較著名的有路特曼報告(Rutterman Report, 1994)、格林伯利報告(Greenbury Report, 1995)和哈姆佩爾報告(Hampel Report, 1998)，並於 1998 年形成公司治理委員會綜合準則，綜合準則很快就被倫敦證券交易所認可，成為交易所上市規則的補充，要求所有英國上市公司強制性遵守。這些研究成果從理論和實踐兩個方面，極大地推動了英國公司治理和內部控制的發展，尤其是卡德伯利報告、哈姆佩爾報告以及作為綜合準則指南的特恩布爾報告(Turnbull Report, 1999)堪稱是英國公司治理和內部控制研究歷史上的三大里程碑，茲將上述整理列於表 2-4。

表 2-4 英國公司治理三大報告

	卡德伯利報告	哈姆佩爾報告	特恩布爾報告
範圍	從財務角度研究公司治理，同時將內部控制置於公司治理的框架之下。	內部控制，包括財務、經營和遵循性等所有控制及風險管理。	內部控制和風險管理，提供了具體的、可行性的內部控制指引。
報告	對公司內部控制的有效性進行詳細描述。	對報告進行複核，鼓勵董事對內部控制的各個方面進行復核，包括確保高效率經營、遵守法規方面的控制。	對報告進行複核。
內部審計	明確要求建立審計委員會，日常監督是內部控制的整體組成部分。	未做出嚴格規定，但要經常考慮是否需要建立內部審計部門。	是否建立內部審計部門需具體分析。

資料來源：吳當傑(2004)，公司治理理論與實務，財團法人孫運璿學術基金會。

2003年英國修訂了《公司法》，要求公司在年度報告中披露的兩項引人關注的內容：一是必須披露參與設置高階主管薪酬方案的薪酬顧問姓名，以杜絕薪酬顧問不具備獨立立場的現象；二是如果確定的薪酬是與同類公司比較的結果，必須披露參照的對等團隊，避免在設定管理者薪酬時不比較業績，致使公司支付的薪酬不斷上升。

(二)美國

美國自安隆案發生後，2002年3月7日提出「十點責任計畫」(Ten-Point Accountability Plan)，要求改善美國上市公司資訊透明度、加重經理人責任，以及發展更嚴格獨立的審計制度。在2002年7月30日簽署沙氏法案，其重點主要涵蓋強化財務資訊揭露、加重公司責任以及審計獨立等三大部分。

近二十年來美國公司治理的重大變革有三點，首先是廣泛地使用股票選擇權作為薪酬之方式，其次是機構投資者持股比重大幅增加，在公司治理之地位日益提高，最後是，為增加董事會之監督能力，董事會中獨立以及外部董事的比例大幅提高。此外，自由化、全球化以及資訊通信科技之革新之國際潮流所形成的資本市場力量大大提升股東之參與，於是市場導向以及重視股東價值的公司治理體制成為美國公司治理的最大特色。

美國公司治理的改革朝向鼓勵股東參與、有效保護小股東權益、更透明的公司股權結構以及即時可取得的高品質財務資訊。2002年沙氏法案不僅提昇證管會之權責，且加重發行公司審計委員會與高階主管對投資大眾之社會責任，並強化會計師之獨立性，期望藉由證券相關法案之全面更新與變革達到保護投資人與社會大眾利益之目的。

(三)德國

德國公司治理關係乃為董事會、監事會和股東大會各自之權利義務以及相互間的交互關係。德國有特殊之勞動者共同決定權制度，其所影響的是監事會成員的組成，在一定的條件下，必須有一定比例之勞工監事成員，而對企業有所制約和參與。在1990年代，由於德國幾家大公司經營不善而引發的危機，使投資者喪失了對公司經營和股票市場的信心，進而削弱了德國企業在國際市場上的競爭力。在社會各界的推動下，德國聯邦政府於2002年夏季提出了公司治理改革的計劃：

- 1、強化對股東權利的保護
- 2、加強對董事的約束和激勵
- 3、強化監事會的監督職能
- 4、完善資訊披露制度
- 5、完善審計製度審計
- 6、設立獨立的財務監控主體

針對其在公司治理上所面臨的挑戰，德國政府及交易所已明顯的致力於企業公司治理的現代化發展，目前德國較被預期改革者，應係在資訊透明度及保障股東權益等方面，因為對潛在的投資人及持有股票的投資人在股東會行使投票權時，均需要充足及準確的資訊，故有關德國公司治理未來的改革，應會進一步加強資訊的透明度，以及防止控制股東侵害一般股東利益。而最近德國之公司治理委員會亦於2005年6月參酌美國及歐盟等國關於公司治理相關規範，修正其公司治理準則。2006年6月12日，為適應《管理層薪酬披露法》(VorstOG)的有關新規則，《法典》進行了最新修訂。此次修訂主要涉及董事的薪酬問題，包括薪酬的界定、董事的薪酬披露義務、薪酬的披露方式以及是否需要對董事會成員的薪酬體系向投資者作介紹等。

(四)日本

1990年代初以來日本修訂了《商法》、《反壟斷法》等多部法律規則並制定了《公司法》，對降低銀行持股比例、增加股東作用、加強審計、提高透明度、引入新公司治理模式等產生了積極影響。2002年《商法》、《商法特例法》修改引入委員會制治理結構，允許在董事會下設置審計、提名、薪酬等三個委員會之大型公司，得不設置監察人。日本大型公司在委員會制和傳統的法定監事制之間自主選擇，並在公司章程中明確，2005年新《公司法》進一步明確了該規定。對委員會制結構，商法要求在三個委員會(包括審計委員會、提名委員會和薪酬委員會)中，外部董事都要占1/2以上，並要求執行層不能兼任審計委員會成員；對於傳統法定監事制，修訂後的《商法》要求在公司監事會中至少有1/2的公司監事來自外部。

日本公司的治理機制變化主要包括：在委員會制公司和執行官制公司中增加CEO的權力；少數委員會制公司激勵和業績掛鉤增強；以主銀行「相機治理」為代

表的外部監控已大大弱化；因法律要求外部人有一定比重，委員會制公司的董事會和法定監事制公司的監事會對經理人的監督功能有所加強；外國人和機構投資者持股比重提高，日本公司機關之改造，未完全沿襲國外制度，而係依其國情發展出具有日本特色之外部監察人及監察人會等制度。將上述英國、美國、德國及日本公司治理中股東會、董事會及監事會的重點比較列於表2-5中。

在金融海嘯之前，歐美國家金融機構與企業設計短期高激勵薪酬機制，誘使高階主管不顧企業風險可以承受的程度，從事高度財務槓桿的操作，導致許多金融機構與企業陷入倒閉困境，造成全球金融體系遭逢史無前例的系統性風險，引發金融海嘯，造成全球經濟衰退。

在歷經金融海嘯後，美國華爾街高階主管薪酬不減反增，引起美國社會廣大的民怨，同樣的情形亦發生在歐洲地區，所以歐美國家金融監理機關近來年針對「高階主管薪酬」課題陸續訂立新規範，其中最引人關注的法案，係美國於2010年7月21日通過陶德-弗蘭克華爾街改革與消費者保護法規定(The Dodd-Frank Wall Street Reform and Protection Act)，該法案對於高階主管薪酬規範諸多著墨，影響未來全球資本市場的發展。將英國、美國、德國及歐盟的薪酬制度的最新規範整理比較列於表2-6中。

表 2-5 英美德日治理模式中的【三會】情況一覽表

國家別	股東會	董事會	監事會
英國	股東大會可以任免或投票選擇任何一個其中的董事。機構投資者已經成為上市公司最大的股東，積極參與所投資組合公司的治理事務，機構監督成為公司治理的重要機制。	單一的董事會制度。董事會作為公司治理的核心主體，其有效性成為公司治理成敗的關鍵，而董事會獨立性是發揮其有效性的先決條件。明確規定，董事長和公司的總裁是不能同一個人兼任的。	一般不設監事會，監督的職能由董事會履行。
美國	由於大股東因法律限制不直接干預公司的運行，公司的經營管理者掌握較大的權力，股東會的權力趨於淡化。	董事會一般由內部董事和外部董事組成，外部董事一般占董事會成員的 60% 左右。董事會主要作用是監督與評論經理層的工作，對經理人員進行任免以及對公司的經營管理活動進行指導與諮詢。	一般不設監事會，監督的職能由董事會履行。
德國	股東會能夠正常發揮作用，公司要定期或不定期舉行股東會，在一些股東較多、股權較分散的大公司，小股東們通常是委託銀行或投資機構作為其代理人參加股東會。	最高決策機構為監督委員會，決策執行機構為理事會。理事會主席雖不是監督委員會的成員，但有較大的決策實權，重要的決策方案通常由理事會主席提出，由監督委員會討論決定。	監事會職能是由作為最高決策機構的監督委員會來行使。
日本	各企業法人間進行環狀持股，使得自然人持股比例很低，而股權又極度分散化，因此股東會基本上是流於形式。	董事會成員由公司內部產生，多數董事由公司各部門的行政領導人兼任，外部董事只占少數。公司的董事名義上是最高決策機構，但實際上是由社長(總經理)領導下的常務會或經營會等行使決策權。	雖設有獨立高級監事職位，但監督的職能大多由主辦銀行來執行。

資料來源：吳成豐(2010)，企業倫理的實踐，前程文化。

表2-6 歐美國家薪酬制度最新規範

國家別	相關的新規範
英國 (2010)	<p>一、要求全部在英國的上市公司針對高階主管薪酬採行「遵守或闡明」模式，其中必須聚焦提供與公司風險政策及制度相符合暨績效有關的薪酬政策，以追求公司長期的成功。</p> <p>二、對於獎勵性質薪酬訂立最高上限。</p> <p>三、高階主管薪酬報告必須揭露：薪酬內容、雇用的期限、相關的福利及終止的協議。</p> <p>四、正在思考在薪酬計劃中，針對錯誤的財務報告、或不法行為等訂立規範，索回高階經理人獎勵性質已支付的薪酬。</p>
美國 (2009) (2010) (2011)	<p>一、美國證管會規定公司高階主管或任何工作階層的獎勵性質薪酬實作，必須揭露其相對應的重大風險。</p> <p>二、美國主要銀行監理機關聯合要求，所轄銀行提供完整性獎勵性質薪酬核心原則，並且將作為查核的要項。</p> <p>三、陶德弗蘭克法案第 954 段要求證管會規範證券交易所，針對尚未制定與實施薪酬索回政策(compensation claw-back polices)的證券發行人禁止其上市。</p> <p>四、美國法律正在檢視：(一)加強董事應負責任。(二)民刑法中對董事債務相關責任的規範。</p> <p>五、美國證管會於 2011 年 1 月針對股東對高階主管薪酬發聲、股東對高階主管薪酬發聲的頻率、股東對高階主管黃金降落傘等爭議多時的重要課題，終於同意採行股東諮詢性投票表決。</p>
德國 (2010)	<p>一、對於董事的薪酬採取「遵守或闡明」模式。</p> <p>二、對於董事的不同切割方式薪酬給付訂立最高上限。</p> <p>三、對於董事的全部薪酬(固定薪酬、變動薪酬、退休金、及相關不同薪酬給付)揭露於年度報告中，但如果股東會股東 75%表決通過，可以免去揭露。</p> <p>四、對於董事的薪酬須經股東會諮詢性行為(advisory)投票表決。</p>
歐盟 (2009) (2010)	<p>一、建議公司針對高階主管因績效掛帥造成公司錯誤的事實，保留對該等人士的獎勵性質薪酬，在契約上設計索回權利的約束(claw-back)。</p> <p>二、對於獎勵性質薪酬訂立最高上限。</p> <p>三、要求 27 個會員國禁止銀行獎勵性薪酬的現金給付金額不可超過全部獎勵性質薪酬的 30%，其餘的 70%必須至少分三年以上遞延支付。</p> <p>四、進一步規範上述二、之規定，適用於全體歐盟的銀行，以及非歐盟銀行但在歐盟營運的銀行一體適用。</p> <p>五、要求是否增加董事會成員應負的責任，並且針對現行民刑法中適用董事的債務規範應予強化。</p> <p>六、歐盟中許多國家正在思考修正公司治理原則與資訊揭露的義務，以確保(一)公司長久運作(二)董事會順暢運作(三)董事公平合理的薪酬。</p>

資料來源：婁天威、陳信甫、洪瑞成(2011), 27-39。

三、我國公司治理制度之現況

(一)我國公司治理特色

1、早期以家族企業為主，近年來所有權與經營權已逐漸有分離之趨勢

家族企業一直是台灣經濟奇蹟的重大支柱之一，從草創初期進入版圖擴張時期，家族企業便面臨來自企業績效和公司治理的雙重挑戰。我國家族企業色彩濃厚，由家族成員擔任公司負責人或管理階層之情形相當普遍，具有所有權與經營權重疊之特性。雖可使得管理階層在公司內之權威更加集中，有助貫徹命令之執行，但也易因負責人獨斷的決策，若有錯誤時將對一般小股東權益造成重大傷害。惟近年來國內產業結構隨著電子業的蓬勃發展，因其主要依賴技術層面與資本的結合，漸漸擺脫家族企業之色彩，上市公司之股權結構已漸走向經營權與所有權分離之趨勢。

2、企業集團以交叉持股方式掌控股權

在我國實務上，企業間交叉持股情形頗為盛行，公司常利用交叉持股方式鞏固經營權或者拉抬股價，近年來企業發生財務危機公司，如力霸集團、太電案、台鳳案、台肥案與新巨群事件等皆與企業濫用交叉持股手段有關。

鑑於交叉持股可能產生諸多弊端，而公司法關係企業章相互投資公司之規範不足，因此，我國分別於2001年與2005年增訂第167條第三、四項與第179條第二項第二、三款，規定從屬公司不得將控制公司之股份收買或收為質物，且從屬公司所持有之控制公司股份不得行使表決權。旨在防止公司之間因交叉持股所衍生表決權之流弊，如從屬公司在控制公司之股東會行使表決權時，實際上與控制公司本身就自己之股份行使表決權無異，此與公司治理原則有所違背，故有限制其行使表決權之必要。

3、散戶投資人為資本市場的主流

我國資本市場向來以散戶投資人為主，法人機構之投資比重偏低。以2010年12月份之統計資料為例(參見表2-7)我國法人在集中交易市場之投資比例為13.6%，僑外法人之投資比例為18.4%，本國自然人之投資比例仍高達68%，散戶投資比仍屬過重。由於個人投資者之投資決策易受市場消息面影響而採取短線進出買賣股票，造成市場週轉率過高。觀察我國2010年上市股票成交值週轉率為136.74

%，上櫃股票為306.68%可知，我國證券投資人主要係進行短期投資，另依據我國法人機構於集中市場之進出情況可以發現，其以長期投資為持有目的者並不多，主要也是進行短期投資。因此，期望藉由法人機構所能發揮之治理功能極為有限，此與英、美等開發國家法人股東在資本市場上佔有重要地位之情況大不相同。

表2-7 集中交易市場成交金額投資人類別比例表 單位：%

年	本國法人	僑外法人	本國自然人	外國自然人
2000	10.3	3.6	86.1	0.0
2001	9.7	5.9	84.4	0.0
2002	10.1	6.7	82.3	0.9
2003	11.5	9.4	77.8	1.3
2004	11.6	10.9	75.9	1.6
2005	13.3	15.5	68.8	2.4
2006	11.0	16.2	70.6	2.2
2007	13.0	17.6	67.3	2.1
2008	14.0	22.1	61.7	2.3
2009	11.6	16.3	72.0	0.0
2010	13.6	18.4	68.0	0.0

資料來源：行政院金融監督管理委員會證券期貨局，中華民國臺灣地區證券暨期貨市場重要指標

4、海外投資的增加

我國證券市場自1983年開始間接引進外資投入我國有價證券，1987年起開放國人投資國外有價證券，近年來主管機關更大幅解除管制措施，放寬外資投入我國證券市場資金進出之限制以健全市場規模。隨著政策的開放及全球化分工產銷模式，國內企業進行海外投資情形日益普遍，特別是對大陸之直接投資金額在過去幾年持續增加。由於海外子公司營運對國內母公司整體運作影響性與日俱增，為加強海外投資的管理，證期會除制訂規範，要求國內企業應揭露海外轉投資資

訊，也因應考量我國與大陸地區特殊的政治關係及兩岸經貿發展前題下，國內企業赴大陸地區的資訊揭露之法令也逐漸合於企業者經營發展現況。

表2-8 我國對外投資

年份	對外投資(中國大陸除外)		對中國大陸投資			
	件數	金額 (百萬美 元)	件數	金額		
				(百萬美 元)	占我對外總 投資比重(%)	占GDP比率 (%)
2002	925	3,370	1,490	3,859	53.4	1.31
2003	714	3,969	1,837	4,595	53.7	1.53
2004	658	3,382	2,004	6,941	67.2	2.15
2005	521	2,447	1,297	6,007	71.1	1.74
2006	478	4,315	1,090	7,642	63.9	2.15
2007	464	6,470	996	9,971	60.6	2.61
2008	387	4,466	643	10,691	70.5	2.73
2009	251	3,006	249	6,058	66.8	1.60
2010	247	2,823	518	12,230	81.3	2.84

資料來源：經濟部投資審議委員會

(二)、我國公司治理架構

為因應國際趨勢並使公司治理原則法制化，使其具有法律之約束力，主管機關分別大幅修正公司法、證券交易法，並於民國100(2011)年6月3日制定金融消費者保護法，以期能落實完善的公司治理制度。

1、公司治理相關法令規範

我國公司治理相關法令及規章，主要包括公司法、證券交易法，以及證券交易所上市審查準則及櫃檯買賣中心上櫃審查準則。

(1)公司法

公司法係公司治理之規範主軸，有關股東會、董事會及監察人之公司法制有如政治上三權分立體制，期藉由彼此間相互制衡，以達到公司治理之目的。

(2)證券交易法

凡公開發行股票之股份有限公司，其有價證券募集、發行、買賣之管理與監督悉依證交法之規定，證交法未規定者始適用公司法及其他有關法律之規定。民國 95(2006)年 1 月 11 日總統公布之證交法修正條文中，引進獨立董事制度、審計委員會制度並強化董事會職能、結構與運作。另除證交法外，證券主管機關依據證交法授權訂定之公開發行公司相關規範亦為公司治理之重要內涵，例如公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法、公開發行公司審計委員會行使職權辦法、公開發行公司董事會議事辦法等。

(3)上市、上櫃相關規章

臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心所訂之上市上櫃相關規章，併同公司法、證交法及公開發行公司之相關規範，均可協助並引導上市上櫃公司建立、執行與落實公司治理制度。臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心於民國 91(2002)年 10 月 4 日公告「上市上櫃公司治理實務守則」，並陸續公告各種相關參考範例。

(4)金融消費者保護法

依據新制定之金融消費者保護法，受規範之金融服務業包括銀行業、證券業、期貨業、保險業、電子票證業及其他經金管會公告之金融服務業(金融消費者保護法§3)；受保護之金融消費者則指接受金融服務業提供金融商品或服務者，但排除專業投資機構以及符合金管會所訂一定財力或專業能力之自然人或法人(金融消費者保護法§4)。

金融消費者保護法分為二大部分，一為金融消費者保護，二為金融消費爭議之專責爭議處理機構。有關金融消費者保護之部分，因加重金融服務業之義務及責任，且設有多項保護消費者之強制性規定，預期將會對金融服務業之實務運作及法院爭訟事件產生相當之影響。此外，爭議處理機構之設立，將加速金融消費爭議之處理，過去主要透過法院處理金融消費者爭議之現象，將因爭議處理機構之創設而有所改變，對於金融服務業之債權確保程序與催收實務，勢必將造成一定程度的影響。

2、公司治理機制之設計

公司治理分為內部與外部機制，內部機制是指公司透過內部自治之方式來管理及監督公司業務而設計的制度，譬如董事會運作的方式、內部稽核的設置及規範等。外部機制是指透過外部壓力，迫使經營者放棄私利，全心追求公司利益，例如政府法規對公司所為之控制、市場機制中的購併等。

我國現行股份有限公司機關之設計，主要係仿效政治上三權分立之精神，設有董事會、監察人及股東會等三個機關，其公司治理內部機制係以董事會為業務執行機關，而由監察人監督董事會業務執行，股東會為最高意思機關，可藉由股東代位訴訟、團體訴訟、歸入權等制度的行使運作，同時監控董事會及監察人二個機關，藉由此三機關權限劃分之制衡關係，達到公司治理之目的。

此外，依據民國 95(2006)年 1 月 11 日總統公布修正之證券交易法規定，公開發行公司得設置審計委員會，替代監察人，主管機關並得視公司規模、業務性質及其他必要情況，命令設置審計委員會(證券交易法§14-4)。

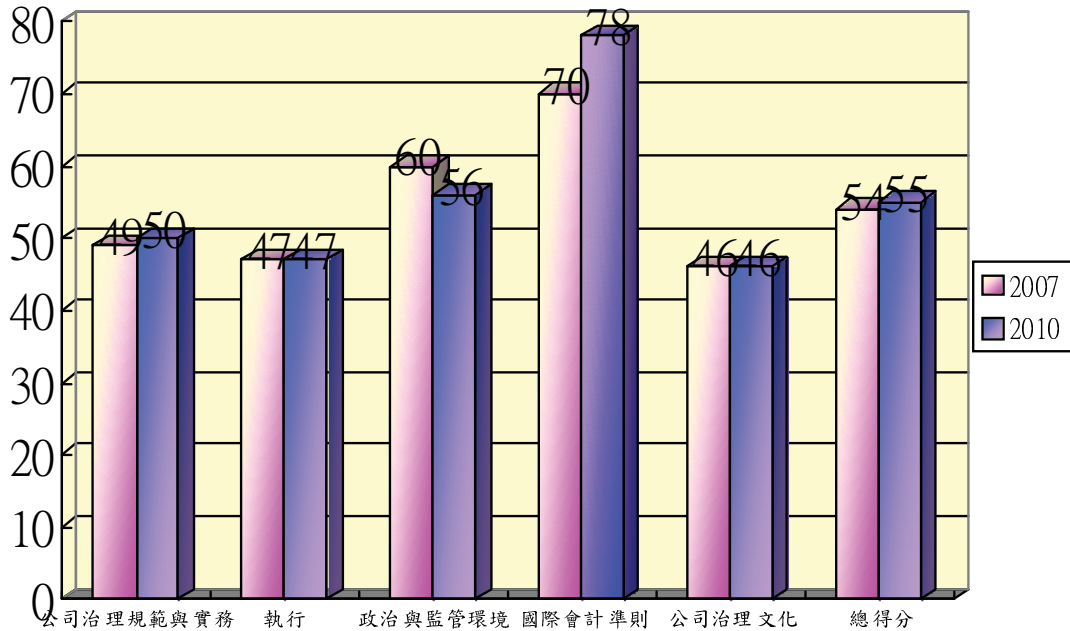
3、公司治理之執行現況

2010年亞洲公司治理協會(ACGA)所發佈之CG Watch 2010報告顯示，在政府機關、中華公司治理協會及各上市櫃公司等之共同努力下，台灣的公司治理表現僅次於新加坡、香港及日本，位居第四名(詳表2-9)，與2007年CG Watch之排名相同。CG Watch在對台灣作出 2008~ 2010年的公司治理狀況調查，結論為「維持現狀」(in a holding pattern)。ACGA表示台灣的公司治理在過去二~三年間最主要的發展趨勢是維持過去的水準，得分微幅增加(54→55)。依 2010年3月ACGA的統計顯示，全台灣741家上市公司中，僅288家上市公司設有獨立董事，不及40%。而台灣在公司治理各構面之得分除國際會計準則有長足進步(70→78)外，其他項目幾乎為維持現狀或小增1分，然而政治與監管環境甚至退步4分(60→56)，詳圖 2-2。

表 2-9 CLSA 對亞洲公司治理的評分表

序號	國家或地區	2007 年得分	2010 年得分	Change
1	新加坡	65	67	+2
2	香港	67	65	-2
3	日本	52	57	+5
4	台灣	54	55	+1
5	泰國	47	55	+8
6	馬來西亞	49	52	+3
7	印度	56	49	-7
8	中國大陸	45	49	+4
9	韓國	49	45	-4
10	印尼	37	40	+3
11	菲律賓	41	37	-4

資料來源：CLSA (CG Watch 2010)



資料來源：CLSA (CG Watch 2010)

圖 2-2 我國公司治理各構面得分概況

在 2011 年 2 月 24 日由亞洲公司治理協會發表的《臺灣公司治理白皮書》中，說明在過往的十年中，臺灣已在其公司治理制度上做出一系列改進，並在某些方面進行創新性改革。在有關亞洲公司治理制度品質的全面性調查報告中，臺灣通常是排名於前百分之五十內。臺灣有更大的雄心與抱負，尤其是提升臺灣金融市場能與國際精英水準接軌，以利吸引更多外國企業來臺灣上市並投資於臺灣股市。然而，對於一個追求負責任行事，即按照其股份行使投票權及參與權的全球性長期機構投資人而言，臺灣仍舊是一個困難及具挑戰性的市場。此外，大部份的臺灣上市公司之公司治理實務，尚有一段距離才能達到與全球標準相稱之地步。在《臺灣公司治理白皮書》中，專注在三個關鍵性議題：

(1)股東會議及股東投票事宜，(2)董事會的有效性，(3)股東權利。

以下僅就董事會、監察人及股東會等公司治理要項為探討主軸，就國內公司治理的執行現況及有關亞洲公司治理協會(ACGA)在《臺灣公司治理白皮書》中的建議一併討論敘述。

3-1 董事會

董事會的健全結構與運作模式，是「公司治理」的主要環節，影響企業的決策品質與監督機制。公司內部的董事會，主要職責除了指導公司策略外，尚包括監督經營績效、防制利益衝突，即在公司不同利益關係人的需求間取得平衡，為使董事會有效履行其職責，健全的公司治理架構，應確保董事會獨立於經營階層。

國內企業經營權與所有權合一之型態，雖有助管理階層於公司內集中權威，貫徹命令之執行，卻易造成大股東或經營者獨裁，利用職權從事利益輸送、掏空資產等不法行為。為防範董事濫用職權，修訂前公司法規定董事以具股東身份者為限，董事會應由董事三人以上組成，由股東會就有行為能力之人選任之(公司法§192)，民國 90(2001)年修訂後之公司法已取消董事應具備股東資格的限制。

亞洲公司治理協會(ACGA)則建議，儘快設置至少三位獨立董事，並在隨後的幾年裡朝獨立董事佔董事會成員中三分之一比重之理想邁進。重要的是被選任為獨立董事的品質；上市櫃公司不應為了滿足三分之一「量」的需求而犧牲對獨立董事之「質」的堅持。

另為引進獨立董事制度，自民國 91(2002)年 2 月起，申請上市(櫃)公司，依證券交易所及櫃檯買賣中心之審查準則要求，董事會成員中應包括至少獨立董事

二人，且獨立董事中至少一人須為會計或財務專業人士。民國 95(2006)年 1 月 11 日新修訂之證券交易法更明定，公開發行公司得依公司章程規定自願設置獨立董事。主管機關要求公司設立之獨立董事，人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。但主管機關應視公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況要求公司設置獨立董事(證交法§14-2)。

亞洲公司治理協會(ACGA)則建議，公司至少要提名 3 位獨立董事，並設立由獨立董事組成的審計委員會及設置其他重要的董事會功能性委員會，例如負責提名及風險管理的委員會。參與董事會功能性委員會之董事們應有清楚描述的角色及責任分工。所有董事會功能性委員會均應由大多數獨立董事組成，並由其中一位獨立董事為召集人。

3-2 監察人及審計委員會

我國監察人之功能為負責公司業務執行之監督及公司會計之審計，其獨立性更顯重要。我國公司法制係採董事會及監察人雙軌制，為擷取國外公司治理制度之優點，民國 95(2006)年 1 月 11 日證券交易法修正增列獨立董事及審計委員會，規定公司得擇一選擇採現行董事、監察人雙軌制，或改採單軌制，即設置審計委員會者，不得再依公司法規定選任監察人，已依本法發行股票之公司，應擇一設置審計委員會或監察人。但主管機關得視公司規模、業務性質及其他必要情況，命令設置審計委員會替代監察人；其辦法，由主管機關定之。

3-2-1 監察人

我國法令規定公司監察人，由股東會選任之，監察人中至少須有一人在國內有住所。公開發行股票之公司依前項選任之監察人須有二人以上，其全體監察人合計持股比例，證券管理機關另有規定者，從其規定。(公司法§216)

若有上市櫃公司繼續選擇不設置審計委員會而決定保留其監察人制度，亞洲公司治理協會(ACGA)則建議該監察人制度應該更具獨立性(即獨立於公司管理階層、控股股東、及董事會之影響)。譬如：主管機關應可要求上市櫃公司至少設置三位獨立監察人，並重新考量監察人的角色扮演及檢視監察人的職責是否可以充分發揮。此外，獨立監察人們應被鼓勵如董事會運作般，組成監事會，集體運作而非以個別監察人方式運行。

3-2-2 審計委員會

鑒於審計委員會有其特有之職權，考量其應具備專業及獨立性民國 95(2006)年 1 月 11 日新修訂之證券交易法明定，審計委員會應由全體獨立董事組成，其人數不得少於三人，其中一人為召集人，且至少一人應具備會計或財務專長，以確實發揮審計委員會之功能(證交法§14-4II)。根據證交法規定，國內上市櫃、興櫃公司應在民國 100(2011)年底之前，設置「薪資報酬委員會」，資本額達 100 億元的公司，需在民國 100(2011)年 9 月 30 日之前完成設立；資本額未達 100 億元的公司，則應於民國 100(2011)年 12 月 31 日前完成設立。其立法目的是希望藉由獨立行使職權的委員會，依對公司貢獻度訂定董監與經理人的合理酬金，健全公司治理保障投資人權益。

亞洲公司治理協會(ACGA)則建議，設置一個只由全體獨立董事們組成的審計委員會，並由其中一位獨立董事為該審計委員會之召集人。

3-3 股東會

3-3-1 股東之參與

股東係企業所有者，企業經營之優劣，與其權利息息相關，故公司治理之架構應保護股東的權利，賦予股東權益，俾利其發揮公司治理之機制。我國股東依現行公司法相關規定，可藉由下列各項股東權益之運用，於公司治理中扮演重要角色：

- 選任、解任董事及監察人(公司法§192、§192-1、§199、§216、§216-1、§184)
- 股東直接提案權(公司法§172-1))
- 決定董監事之報酬(公司法§196、§227)
- 核可公司章程之修改(公司法§277)
- 核可重大交易事項(公司法§185)
- 移轉股權(公司法§163)
- 其他記載於公司法與公司章程之股東權益。

亞洲公司治理協會(ACGA)的報告建議，主管機關要檢視台灣公司的股東投票系統，讓國際投資人可以行使通訊投票，並允許分離投票。另外，公司應該被鼓勵在非熱門月份召開股東會。另建議，在發出股東會議程上，最好還包括所有董事人選的詳細經歷，並且有英文版。該報告也對台灣股東會的投票方式一票決制

度(poll voting)提出評論，建議最好盡早推出票票分離，非包裹表決或鼓掌通過的方式。另外也要盡快在會後發佈詳細的表決結果，ACGA 也認為台灣股東權利上有所進步。

3-3-1-1 股東提案權

為使股東有參與公司經營之機會，民國 94(2005)年新修訂之公司法賦予股東於股東會開會前，有提出議案要求董事會將所提議案列入開會通知之權利。單一或數位合計持有已發行股份總數 1%以上股份之股東，得向公司提出一項以 300 字為限之股東常會議案，該提案股東並應出席股東常會參與所提議案之討論(公司法§172-1)。

為確保股東議事權，上市(櫃)公司董事會應妥善安排股東會議題及程序，股東會應就各議題之進行酌予合理之討論時間，並給予股東是當之發言機會。(「上市櫃公司治理實務守則」§6)

3-3-1-2 股東通訊投票制度

鑒於電子科技時代來臨，並為鼓勵股東參與股東會之議決，增加參與公司經營之機會，新增下列兩種行使表決權之方式：

- (1)依電子簽章法規定之電子方式行使表決權
- (2)以書面方式行使表決權。

公司應將書面或電子方式行使表決權之方法載明於股東會召集通知，俾讓股東知悉並運用(公司法§177-1、177-2)。

亞洲公司治理協會(ACGA)的報告建議，為了促進通訊投票過程，應採納一個便捷之 E-投票電子通訊投票系統，使得股東能直接把投票傳給公司股務部門或股務代理人(增加投票時間及減少人為過失)，以利股東們能最慢在股東大會之前一天以電子通訊投票方式投票。

3-3-1-3 股東代位訴訟

股東代位訴訟制度，使小股東於必要時得對公司管理者提出法律告訴(公司法第§214)，亦為我國賦予股東保障權益之利器。民國 90(2001)年修訂公司法已放寬

請求監察人為公司對董事提起訴訟門檻，將股東持股由百分之五，降為百分之三，未來似宜就該項制度之缺失，再為適度的改進，以落實該項制度之立法意旨。

3-3-1-4 董監候選人提名制度

鑒於上市、上櫃等公開發行股票之公司，股東人數眾多，為健全公司經營體質，保護投資大眾權益，推動公司治理，有建立董監候選人提名制度之必要，公司採行此種制度者，應載明於章程，董監提名制度，係由單一或數位合計持有已發行股份總數 1%以上股份之股東，向公司提出董監候選人名單，公司收到董監候選人名單後，應進行審查，經審查合格者，公司即將相關資料公告，俾利股東就董監候選人名單中進行選任(公司法§192-1、§216-1)。

3-3-2 徵求委託書

股東不克親自出席股東會時，得於公司印製之委託書載明授權範圍，委託代理人出席股東會(公司法§177)。民國 95(2006)年 12 月鑒於金融機構營運涉及大眾存款戶及保戶權益，若持有少數股份之股東，利用委託書取得公司經營權，恐影響金融機構之穩定經營，再次修正本規則相關規定(委託書管理規則§5、§6)，自民國 97(2008)年 1 月 1 日起施行。修正要點如下：

- 1、金融機構召開股東會有選舉董事或監察人選任議案時，其一般徵求人持股期間，由現行繼續六個月以上提高為一年以上。
- 2、規定金融機構召開股東會，股東應繼續一年以上持有公司已發行股份總數百分之十以上，但股東會有選舉董事或監察人議案者，股東應繼續一年以上持有公司已發行股份總數百分之十二以上，始得委託信託事業或股務代理機構擔任徵求人。

3-3-3 加強股東權行使之措施

為因應電子科技之進步，節省公司通知事務之成本，公司召開股東會時，有關開會通知及會後股東會議事錄之製作及分發，經相對人同意，均得依電子簽章法規定之電子方式為之。(公司法§172 IV、183) 由於上市(櫃)公司股東人數眾多，為確保股東依法得於股東會行使股東權，主管機關鼓勵上市櫃公司透過各種方式

與途徑，並充分採用科技化之訊息揭露與投票方式，以提高股東出席股東會之比率。（「上市上櫃公司治理實務守則」§7）

3-3-4 股東會決議表決方式相關規範

依公司法第 177 條規定，股東除親自出席股東會外，得出具公司印發之委託書，載明授權範圍，委託代理人出席。一人同時受二人以上股東委託時，其代理之表決權數不得超過以發行股份總數表決權之 3%。而民國 94(2005)年新修正之公司法允許股東得以書面或電子方式行使表決權，但不能就該次股東會之臨時動議，及經修正之議案進行表決。

3-4 資訊透明化

我國公司法規定，公司得依董事會之決議，向證券管理機關申請辦理公開發行。證券交易法並規定上市(櫃)公司應公開提供內部資訊與資料。依國內現行資訊公開之基本架構，分為在發行證券時所作的公開及證券發行後於交易市場所作的各種定期性(如年報、財務報告、財務預測、每月營業額公告等)及不定期性(如足以影響股價及股東權益事項、募集與發行有價證券之相關事項、取得或處分資產事項)資訊揭露。

亞洲公司治理協會(ACGA)認為台灣公司在揭露重要資訊上有所進展，讓所有投資人可以對公司狀況有更多瞭解，更能正確評估公司狀況。

3-4-1 發行市場之資訊公開

證券於募集發行時所作的資訊揭露，公司法與證券交易法均有相關規範，其應向主管機關提供之申請書及相關文件中，以公開說明書最為重要。公開說明書應記載之內容，主要包括公司概况、營運概況、營運及資金運用計劃、財務狀況、特別記載事項、重要決議、公司章程及相關法規。為深化公司治理，臺灣證券交易所於 2007 年起要求初次公開發行公司應製作「公開發行公司公司治理自評報告」作為初次上市之申請書件，由承銷商評估申請公司是否允當表達其公司治理運作情形。

3-4-2 交易市場之資訊公開

交易市場應定期公開之項目，主要包括每月營運情形、定期性財務報告、財務預測(非強制性)、年報及議事錄、內部人交易資訊。不定期公開之項目，主要包括重大訊息的適時公開、取得或處分資產之申報及公開，以及其他如徵求委託書、現金增資等重要訊息不定期的公開。惟資訊之公開首重適時，為使公開發行公司財務業務充分、公正且即時揭露，主管機關除加強公開內容之完整、確實性外，並要求對關係企業的資訊揭露。

亞洲公司治理協會(ACGA)建議，把原本主要股東應揭露其持有已發行股份之10%的持股比例之門檻，降低為5%，以利其他投資者能更清楚了解某個主要股東股權之變動。

3-4-3 加強年報公司治理資訊揭露

主管機關於民國 94(2005)、95(2006)年均大幅修正「公開發行公司年報應行記載事項準則」，修訂重點在於強化發行人股權結構、董監事及經理人其酬勞及獨立性情形、上市上櫃公司治理運作情形及財務狀況、經營結果之檢討分析與風險管理暨公司對員工採行各項權益措施等資訊揭露，其中增訂公司必須揭露股東結構、股權分散及主要股東名單情形；另增列員工分紅配發情形之揭露，並整合相關風險事項資訊之揭露，並於年報中刪除有關揭露財務預測之規定。

3-4-4 關係企業的資訊揭露

公開發行公司應於每營業年度終了，編製關係企業合併營業報告書、合併財務報表及關係報告書(主要包括從屬公司與控制公間之交易往來、背書保證情形等)，以維護大眾交易安全，保障從屬公司少數股東及其債權人權益，促進關係企業健全營運(公司法§369-12)。

3-4-5 資訊公開管道

資訊揭露之管道，主要為證券交易所或證券櫃檯買賣中心之公開資訊觀測站，投資人可透過此系統查詢公司最新財務業務資訊。投資人亦可至證基會圖書館、證交所公關室、櫃檯買賣中心公關室、券商公會等單位，參閱書面資料。此外，為便利外國投資人瞭解台灣證券市場現況，已架設英文版公開資訊觀測站(網

址：http://emops.tse.com.tw/emops_all.htm)供國外人士參考。「上市上櫃公司治理實務守則」更規定上市上櫃公司應架設網站，建置公司財務業務相關資訊，以利股東與利害關係人等參考，並要求網站需有專人維護，隨時更新資訊，避免誤導投資大眾。

3-4-6 資訊揭露評鑑系統

為提昇我國企業透明度，在臺灣證券交易所及櫃買中心委託下，證基會已於民國 92(2003)年起建置「資訊揭露評鑑系統」，每年針對國內上市櫃公司資訊揭露程度進行評鑑。該系統的評鑑指標主要包括資訊揭露相關法規遵循情形、資訊揭露時效性、預測性財務資訊之揭露、年報之資訊揭露、網站之資訊揭露等五類，期能提升國內企業資訊揭露的透明度，俾利與國際接軌。

3-4-7 公司治理制度評量

公司治理評量制度共分為六大構面分別為：股東權益的保障、資訊透明度的強化、董事會職能相關的強化、監察人功能的發揮、管理階層的紀律與溝通、利害關係人權益的尊重與社會責任。依據此六大構面進行實地訪察、開放式問卷評鑑，並結合證券暨期貨市場發展基金會資訊揭露評鑑系統之評分、中介機構之面談與相關資料，經綜合評量達到認證標準之受評公司，由中華公司治理協會頒發證書。

3-5 歸入權

依證券交易法(§157)規定，歸入權是指上市(櫃)發行公司的內部人員(包括公司之董監事、經理人及持股超過 10%的大股東)，對公司上市(櫃)的股票，在取得後六個月內賣出，或賣出後六個月內再行買進因而獲得利益者，公司應請求將其利益歸入公司所有，以防止公司內部人員利用內部消息從事短線交易。

2.4 公司治理與經營績效相關文獻

以下整理有關公司治理的研究文獻

(一)以股權結構與公司治理經營績效關係之相關文獻研究探討其主要論述如下：

1、股權結構與公司績效正相關

Jensen and Meckling(1976)提出「利益收斂假說」(Convergence of Interest Hypothesis)認為公司管理階層與外部股東間存在資訊不對稱，因此當股權集中於管理階層時，管理者會認知到當公司資源支出是因管理人個人偏好而造成企業價值減少時，則管理者需負大部份的責任，因此會審慎評估。管理階層的持股增加時，則公司經營績效會增加。Oswald and Jahera (1991), Hudson, Jahera and Lloyd (1992), Yermack(1996)；在國內文獻葉銀華及邱顯比(1996)、楊俊中(1998)、陳宏姿(2001)、許淑鈴(2002)、許智超(2005)、魏雅君(2006)、楊忠偉(2007)、林青弘(2007)及吳妙玲(2007)的研究結果皆顯示，股權結構與公司績效存在正相關。

2、股權結構與公司績效負相關

Jensen and Ruback(1983)提出「利益掠奪假說」(Conflict of Interest Hypothesis)，認為當內部管理者擁有較高股權時，往往會基於鞏固職位之考量，而反對一些對公司具有價值的購併或股權收購行為，或是因管理者擁有足夠的控制權，不顧股東或是市場的制裁力量，最終導致經營績效變差，因而使公司價值降低。Shleifer and Vishny(1986)、Stulz(1988)、Fan and Wong (2002)、劉靜容(2002)、黃璟琦(2004)及莊宗憲(2004)的研究也顯示，管理者持股比率愈高與經營績效之間為負相關，符合「利益掠奪假說」。

3、股權結構與公司績效無相關

Demsetz(1983)提出「股權結構內生理論」認為不論是股權集中或分散的公司其監督或代理成本將處於最適之狀況，而且公司會依其需要自動調整其股權結構，即公司股權的結構必然是股東之間理性選擇的均衡結果。Demsetz and Lehn (1985), Agrawal and Knoeber (1996), Mak and Li (2001)及黃璟琦(2004)實證結果並未發現股權結構與公司經營績效具關聯性。

由上述文獻中可以知道，股權結構對於經營績效的影響尚無一致論點，本研究以三家金融控股公司為研究對象，參酌相關實證並輔以實務上產業現況，以董監事持股比例、大股東持股比例、經理人持股比例等三項作為股權結構的研究變數。

(二)關於董事會的研究

Bacon(1973)的研究指出，董事會規模與經營績效成正相關，其認為較多的董事人數會有寬廣的教育、技術與產業背景，對於公司的經營策略能夠提供更宏觀的看法與建議。

Jensen(1993)認為董事會對於有效內控非常重要，而且董事會有所扮演的角色是公司治理能否成功的關鍵因素之一。另Salmon(1993)建議限制擴大董事會規模及增加外部董事數量，因為人數過多將會對會議的討論有不利的影響，進而使的績效降低。又林宗輝(2004)研究公司治理與經營績效的相關性，指出專業經理人擔任董事比例愈高，顯示專業經理人的產業知識與管理技能對公司有極大的助益。至於謝士偉(2004)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，研究結果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。

此外，林淑芬(2006)獨立董監事機制對公司經營績效關聯性之研究，實證結果發現：董事會規模與企業經營績效呈正相關。林青弘(2007)以所有權結構與董事會結構來探討對於公司績效影響，實證結果顯示獨立董事比率與公司績效呈顯著正相關。董事會規模、董監事質押比率與公司績效呈顯著負相關。吳妙玲(2007)以台灣上市、櫃 14 家金融控股公司，探討研究實證結果：董事會結構與經營績效：獨立監察人人數與獨立董事之設置與金控經營績效呈正相關且達顯著水準。

綜合上述國內外研究，在董事會組成對於經營績效的影響尚無一致的看法。本研究以三家金融控股公司為研究對象，參酌相關實證並輔以實務上產業現況，以董事會規模、是否設置獨立董事、三年內是否更換董事長、三年內是否更換總經理等四項作為董事會結構的研究變數。

(三)關於公司治理與公司績效的研究

邱厚銘(2004)以公司治理變數檢視其對金控公司經營績效表現關係，研究實證結果：機構法人持股比例、董事會規模達顯著且為負向關係。王淑芬(2007)研究以我國 14 家金控公司為實證對象，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，實證研究發現董事會規模與投信、自營持股比例為負相關，獨立董事之設置與外資持股比例為負相關，大股東持股比例與外資、投信持股比例為負相關，而與自營持股比例為正相關。陳婉菁(2008)探討金融控股

公司之公司治理與經營績效的關係，研究結果發現我國金融控股公司落實完善的公司治理會有較佳的經營績效。

李建成(2009)探討台灣壽險公司的公司治理與經營績效方面，公司治理與風險承擔方面，兩方面關係研究。本研究期間是以 2003 年至 2008 年的台灣壽險公司為樣本，研究結果中發現：經理人持股、法人持股與公司經營績效呈現正相關。魏雅君(2006)探討公司治理、財務結構及績效間之關聯性，研究實證結果：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。

楊忠偉(2007)以台灣上市(櫃)觀光旅館業為研究對象，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；經由迴歸分析結果顯示，董事會人數與觀光旅館經營績效呈負向且顯著的影響，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。

由上述實證研究可知，大致上公司治理實施與公司績效呈現正相關。本研究以三家金融控股公司為研究對象，試圖檢驗公司治理變數與公司績效是否也呈現相同情形。

(四)關於機構投資人與公司績效的研究

機構投資人在我國買賣股票佔股票市場總成交值之比重逐年提高，其對於股票市場的專業研究與雄厚資金相對於一般散戶佔有優勢，因此，外資在股市買賣進出行為，往往成為國內股市投資人參考之對象。

Pound(1988)提出效率監督假說(Efficient Monitoring Hypothesis)，利益衝突假說(Conflict of Interest Hypothesis)及策略聯盟假說(Strategic Alignment Hypothesis)三種假說來說明機構投資人和企業經營績效間的關聯。

1、效率監督假說(Efficient Monitoring Hypothesis)：國內(外)機構投資人通常會擁有較多的股權且本身具有專業投資經驗與知識，在自我利益的誘因下以最小的成本、最有效率的方法來監督管理者；相較一般投資人更可以獲得正確地判斷管理者決策。投資集中相對承受較大的風險下，針對董事會的獨立性與資產品質會嚴格要求，以防止損害股東權益的行為產生，因此在效率監督假設下，國內(外)機構投資人與經營績效為正相關。

2、利益衝突假說(Conflict of Interest Hypothesis)：當國內(外)機構投資人的利益與管理者之間產生不同見解時，機構投資人會利用股東控制權支持通過對本身有利的計畫；與公司產生抗衡使經營績效下降。因此在利益衝突假說下，國內(外)機構投資人與經營績效為負相關。

3、策略聯盟假說(Strategic Alignment Hypothesis)：當國內(外)機構投資人與公司管理者理念(目標)一致下，雙方容易達成共識進而合作以利決策執行。因此在策略聯盟假說下，國內(外)機構投資人與經營績效為正相關。

實證研究方面，徐燕山(2003)以台灣上市公司為研究標的，根據1999年世界銀行所提出的公司治理架構，擇取內外部治理機制的三個主要構面：公司股權結構、董事會組成結構以及公司財務政策，來探討這些機制對於代理問題與隨之而來的代理成本的減輕以及公司價值的提昇之間的關聯性。研究結果顯示：

1、董事會股權結構及組成特性方面：該研究發現董事會與內部董事持股比重與公司經營績效間大致上呈現正向的關係，其中董事會持股比重與績效間更同時存在利益收斂與利益掠奪假說之關係。另外，獨立董事與創投董事席次多寡與公司績效間並非如預期為正向關聯性，而是無顯著關係；董事(長)兼任總經理的職位重疊現象與績效表現不佳有密切的關聯性。

2、在公司股權結構方面：該研究發現機構法人持股比重越高，公司的經營績效越好；此外，研究也發現金融機構法人持股未達8%前，與公司績效間有符合利益收斂假說的正向關係；持股超過8%，則轉為利益掠奪假說之負向關聯性。

3、在財務政策方面：該研究發現負債比率所能產生的控制效果遠不如隨舉債幅度增加隨之而來負債代理成本以及財務危機成本，負債比率越高，經營績效也呈現越差的表現。

王美華(2006)以股權結構、董事會組成及金控組成的背景等三大構面，利用九個治理變數來探討與金控公司與經營績效之關聯，研究結果：

一、股權結構：機構法人持股比例與公司經營績效成正相關，此結果支持Pound(1988)所提出之「效率監督假說」。亦即機構投資人能比小額投資者更專業、更有效的監督公司，進而提升公司價值。

二、董事會組成：董事會規模與公司經營績效成正向關係，公司治理機制的核心即在董事會能否發揮應有的功能，來為資金供給者監督公司的管理階層，亦即董事會的責任在確保公司之永續經營，並監督管理階層執行績效。

由上述實證研究可知，機構法人與公司績效大致上呈現正相關。本研究以三家金融控股公司為研究對象，檢驗機構投資人在持股比例上是否會受到公司治理變數的影響。



第三章 我國金融控股公司現況

本章旨在說明金控定義及成立目的，並簡述國內金融控股公司的現況，共分為二節，第一節為金融控股公司定義及目的、第二節為我國金融控股公司SWOT分析與競爭策略。

亞洲金融危機爆發後，國內推行金融改革，其中包括強化銀行財務質量，推動金融機構整併，全面推行金融法制改革等。在此背景下，《金融控股公司法》於2001年11月1日開始實施，同時，各相關子公司也制定各個公司治理實務守則(表3-1)，以因應國際金融自由化潮流、推動國內金融機構整併、提升金融業整體競爭力的重要措施，此法提供金融業跨業經營之法源基礎，鼓勵金融業透過換股方式進行整合，發揮金融綜合經營效益，擴大金融業規模及範疇，邁向大型化以提昇我國金融業之國際競爭力。

表3-1 金融控股法規及公司治理實務守則

法規名稱	公布時間	最近期修正時間
金融控股公司法	民國 90 年 07 月 09 日	民國 98 年 01 月 21 日
上市上櫃公司治理實務守則	民國 91 年 10 月 04 日	民國 100 年 03 月 31 日
證券商公司治理實務守則	民國 92 年 01 月 29 日	民國 99 年 10 月 01 日
期貨商公司治理實務守則	民國 92 年 03 月 26 日	民國 100 年 02 月 01 日
保險業公司治理實務守則	民國 92 年 12 月 29 日	民國 100 年 04 月 27 日
金融控股公司治理實務守則	民國 92 年 12 月 31 日	民國 99 年 11 月 29 日
銀行業公司治理實務守則	民國 92 年 12 月 31 日	民國 96 年 05 月 23 日
票券金融公司公司治理實務守則	民國 94 年 07 月 06 日	民國 99 年 06 月 07 日

資料來源：本研究整理

3.1 金融控股公司定義及目的

金融控股法第 4 條：金融控股公司係指對一銀行、保險公司或證券商有控制性持股，並依本法設立之公司。控制性持股：指持有一銀行、保險公司或證券商已發行有表決權股份總數或資本總額超過百分之二十五，或直接、間接選任或指派一銀行、保險公司或證券商過半數之董事。

控股公司本身並不進行生產、銷售、服務等相關經濟活動，而是透過持有從事生產、銷售、服務等經濟活動公司的股份，間接進行營運。根據母公司職能的不同，金融控股公司可以分為純粹金融控股公司和事業金融控股公司。

(1)純粹金融控股公司(Pure Financial Holding Company)

純粹金融控股公司，本身(母公司)並不經營業務，只掌握子公司的股份，不同的子公司從事不同種類的金融業務，各自相對獨立運作。控股公司本身主要的任務只是擬訂母子公司集團全體的經營策略，並且全力付諸實行。目前美國、日本及我國，法律上明文規定，僅准許純粹金融控股公司的設立。

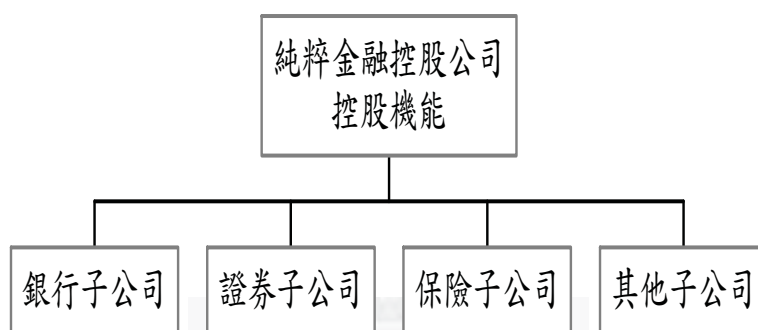


圖 3-1 純粹金融控股公司

(2)事業金融控股公司(Operating Financial Holding Company)

控股公司本身直接經營銀行、證券業務，同時本身也擔任擬定、實施母子公司集團全體的經營策略。目前德國、瑞士、奧地利、法國均採取此種形態，惟法律上並無強制規定。

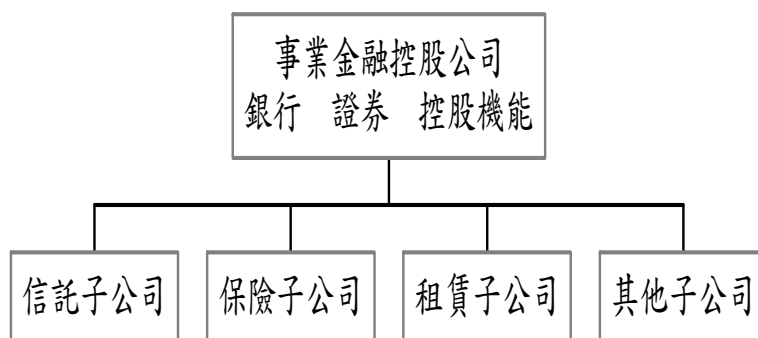


圖 3-2 事業金融控股公司

我國金融控股公司法第一章第一條開宗明義說明立法之目的：為發揮金融機構綜合經營效益，強化金融跨業經營之合併監理，促進金融市場健全發展，並維護公共利益。

《金融控股公司法》的主要內容是明確金融控股公司的定義，規定金融控股公司的設立和轉換條件，加強對金融控股公司業務和財務監管，賦予監管機構明確的監管權。就國內的整體金融環境而言，成立金融控股公司目的大致歸納如下：

1. 透過聯屬事業範圍之擴大，發揮金融經營綜合效率及提昇競爭力。
2. 提供金融機構透過營業讓與、股份轉換、簡易合併及公司分割等機制，創造金融組織再造之有利環境。
3. 促使金融集團持股透明化，強化合併監理及維護公共利益。

3.2 我國金融控股公司SWOT分析與競爭策略

金融控股公司法實施使得外資可以投資我國金融控股公司的股份，做為進軍大陸市場的跳板，預計外資將大舉加碼我國金融市場，為台灣金融市場挹注資金，並加強與國際市場之接駁。

一、SWOT 分析：

(一)優勢 (Strength)：

1. 相較於外國金融機構，我國金融控股公司在本土市場中，具有文化及語言之優勢。
2. 相較於外國金融機構，我國金融控股公司在本土市場中具有通路之優勢。
3. 相較於非金融控股公司之金融機構，金融控股公司之子公司具有共同業務推廣、資訊交互運用、共用營業設備或營業場所等優勢。

(二)劣勢 (Weakness)：

1. 我國多數金融控股公司之資訊平台整合(即時性、完整性)有待加強。
2. 金融控股公司整體集團資源整合程度及研創新金融商品之能力尚有待加強。
3. 我國金融控股公司之國際品牌知名度有待強化。

(三)機會 (Opportunity)：

1. 我國金融控股公司旗下子公司之據點眾多，並具有語言文化之優勢，短期而言，在本土市場市佔率上，應較外國金融機構具有優勢。
2. 相較於個別金融機構，金融控股公司較易結合整體集團資源，發揮綜效，爰較具競爭優勢。
3. 金融控股公司旗下子公司可跨業行銷，提供顧客一站購足的服務，在滿足顧客需求方面或較具優勢。
4. 金融控股公司旗下所有子公司的客戶，都是金融控股公司集團的客戶，在客戶資源之取得，較具優勢。

(四)威脅 (Threat)：

1. 我國金融市場規模較小，且金融機構家數過多，競爭劇烈，影響獲利。
2. 外國金融機構在經營規模、國際知名度及金融商品之研發能力較佳。

我國金融控股公司所採取之競爭策略：

1. 創造價值策略：金融控股公司要創造能夠滿足客戶需求的金融商品及差異化的金融服務，才能夠吸引客戶，進而保留具有高度忠誠度的客戶。
2. 提昇效率策略：金融控股公司必需做好全面性的整合工作，才能發揮跨業經營的綜效。
3. 強化資源策略：金融控股公司應積極累積核心資源，特別在無形資產（例如：品牌、商譽、客戶資料庫等）及人力資源方面。
4. 強化風險控管策略：強化風險控管、內部控制及稽核制度，以有效降低風險、轉移風險、分散風險、隔離風險，提昇競爭優勢。

第四章 實證研究設計

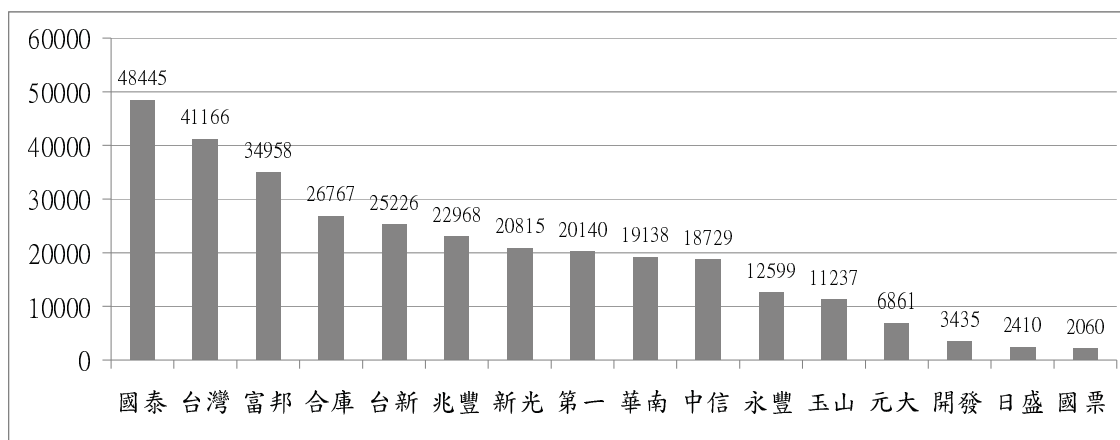
本章為驗證金控公司的公司治理與經營績效的關聯性，共分為五節，第一節為產業概況及市場變化、第二節為研究假說、第三節為研究對象簡介、第四節為研究理論架構、第五節為實證研究模型與分析方法。

4.1 產業概況及市場變化

在國際金融市場朝向自由化、國際化的發展下，自1980年中期以來，世界上的國際性大銀行及金融機構均掀起了購併之風潮(尤以歐美、日等國為盛)。這些金融機構多以購併的方式來達到擴大市場佔有率、延伸業務範圍、降低成本等目標，以加強其對國際與國內市場的競爭能力。金融機構的全面化、大型化、國際化，已經是未來無法取代的經營方針，像是歐洲的綜合銀行、美日的金融控股公司，都是因應時代潮流下的產物，國內金融改革便是仿效美日的金融控股公司。

自從實施金融六法以來，政府鼓勵金融機構合併，並開放跨業經營，以突破現今金融各業所面臨的業務瓶頸，並加速國內金融業的資產成長為目標，期能在加入WTO後，在開放自由貿易的國際市場上佔有一席之地。

在政府低門檻的鼓勵下，金融控股公司開放至今已經成立了16家(圖4-1)，旗下整合保險、銀行、投信投顧、證券業、期貨業等等，每一家的規模從二到八家子公司不等。在金融六法尚未通過之前，台灣金融的整體政策是杜絕金融機構大型化、財閥化、以免造成壟斷市場，在此諸多的規範下，造成金融機構的發展受到限制。



資料來源：金管會

圖 4- 1 2011年國內16家金控公司資產排名 (單位：億元)

4.2 研究假說

公司治理的重點除弊興利，防止主要股東只顧及自己利益，或利用職權進行利益輸送，危害一般小股東。自從 Berle and Means(1932)提出所有權與經營權分離的概念後，企業經營者與股東之間的利益衝突，遂成為備受爭議的焦點，而目前關於所有權結構與公司績效間關係的探討，主要有以下三種論點：

1、利益收斂假說(Convergence of Interest Hypothesis)

Jensen and Meckling(1976) 提出利益收斂假說(Convergence of Interest Hypothesis)，認為股權越集中在管理當局手中時，因其與公司的利益越趨於一致而能減少非最大化公司價值的行動，故管理者的行為會趨向股東財富最大；至於股權若集中於外部董事或大股東手中，他們也有較大誘因去監督管理者，使企業績效提高。因此所有權越集中，則利益和成本越能收斂在一起，使企業績效越佳。國外文獻如Oswald and Jahera (1991)，Hudson、Jahera and Lloyd (1992)，Yermack(1996)及國內文獻如葉銀華及邱顯比(1996)，楊俊中(1998)，許淑鈴(2002)，張雅琳(2003)，林淑芬(2006)研究發現董監事持股比例與公司經營績效呈顯著正相關，符合「利益收斂假說」。

2、利益掠奪假說(Conflict of Interest Hypothesis)

Jensen and Ruback(1983) 提出「利益掠奪假說」(Conflict of Interest Hypothesis)，認為管理者的持股比率增加時，管理者就會有足夠的表決權使自己的效用極大化，且管理者亦會基於本身職位安全性的考量，而產生一些「反接管行為」，例如：否決對股東有利的合併提案，或阻礙可使公司股價上升的股權收購行動，若股權越集中於董事會或少數的內部董事手中，這種反接管行為成功的可能性越大，管理者瀆職的行為就可獲得更大的保障，而使過度特權消費的行為變的更為嚴重，企業績效自然不佳。文獻如Fan and Wong (2002)，劉靜容(2002)，何里仁(2003)，莊宗憲(2004)則發現上市公司之內部人持股比例與公司經營績效為負相關，符合「利益掠奪假說」。

3、股權結構和公司經營績效無關論

Fama(1980)提出「股權結構和公司經營績效無關論」，他以市場的觀點來解釋管理者的代理問題，當資本市場具效率性，且管理人力市場為完全競爭市場，

此時公司的經營績效會完全被反映在股價上，管理者勞動市場會給予壓力，迫使公司以經營績效來決定管理者的薪資，所以管理者會更致力於公司績效的提升，他認為公司的績效由管理者人力市場決定，與股權結構無關。文獻如張峻萍(1999)，黃璟琦(2004)研究結果顯示：管理者持股經營績效與不呈顯著關係。

由於上述理論各有其意義與實證結果支持，故本研究針對內部人持股提出假說一：

H1：認為金控公司中，內部人持股比例與經營績效具有顯著相關。

H1-1：董監事持股比例與經營績效具顯著相關性。

H1-2：大股東持股比例與經營績效具顯著相關性。

H1-3：經理人持股比例與經營績效具顯著相關性。

關於董事會，我國法令規定中，對於董事會人數上限並無強制性規定，公司法第192條當中規定，設置董事不得少於三人，由股東會就有行為能力人選定之，而上市審查準則補充規定第十七條則規定上市公司董事會成員應至少有五人。Zahra and Pearce(1989)認為大規模的董事會，董事之利益範圍較廣，管理者較難支配其監督與評估的立場，在中立的立場下決定管理者的去留，可避免雙方私相授受，而提升企業績效。洪榮華、陳香如及王玉珍(2005)，趙莊敏及戴德昇(2006)支持其說法；Salmon(1993)認為對於大型上市公司而言，過多的董事數量，會擾亂會議的討論，降低效益與決策品質。Yermack(1996)，陳麗娟(2004)，廖秀梅、李建然及吳祥華(2006)支持其說法。

由於上述兩種觀點各有其實質意義與實證結果支持，故本研究提出假說二：

H2：認為金控公司中，董事會規模及成員與經營績效具有顯著相關。

H2-1：董事會規模與經營績效具顯著相關性。

H2-2：設置獨立董事與經營績效具顯著相關性。

H2-3：三年內是否更換董事長與經營績效具顯著相關性。

H2-4：三年內是否更換總經理與經營績效具顯著相關性。

此外，Pound(1988) 研究公司經營績效與機構投資人之相關性，提出三項假說：

(一)效率監督假說(Efficient Monitoring Hypothesis)

與一般投資大眾相比，機構投資人因具備專業知識，將可以較少的監督成本監督管理者，因而使監督活動更有效率。因此主張機構投資人的存在，將使公司價值增加。國內文獻方面，張雅琳(2003)，洪世炳(2004)研究發現董監事持股比例與公司經營績效呈顯著正相關，符合「利益收斂假說」。

(二)利益衝突假說(Conflict of Interest Hypothesis)

認為機構投資人具法人性質，可能會藉股東身分擷取自己需要的資訊，或是從其他與公司有關的活動中獲得好處，但其利益與公司的利益可能有所衝突，因而致使公司價值下降。Barnhart and Rosenstein (1998)，何里仁 (2003) 研究結果支持機構法人持股比例與公司經營績效彼此間為負相關，符合「利益掠奪假說」。

(三)策略合理假說(Strategic Alignment Hypothesis)

當機構投資人和管理者當局可能存在某種程度的合作關係而兼顧雙方利益時，基於策略的一致性，機構投資人的存在將會增加公司價值。

另國外文獻如Agrawal and Knoeber(1996), Mak and Li(2001), Chiang (2005), Navissi and Naiker(2006)等研究發現機構法人持股比例對公司經營績效沒有顯著關係。

由於上述觀點各有其實質意義與實證結果支持，故本研究針對機構投資人持股提出假說三：認為金控公司中，機構投資人持股比例與經營績效具有顯著關係。
H3：機構投資人持股比例與經營績效具顯著相關性。

機構投資人漸成為主導台灣股市的最大一股力量，特別在國內股票市場中三大法人(外資、投信、自營商)持股對於公司經營績效與股價有一定的影響程度，劉家輝(2010)實證結果發現，就機構投資人而言，除金融業外，外資法人與國內投信法人平均持股比例與公司經營績效呈現顯著正相關，可作為投資人進行投資決策之參考依據，至於自營商平均持股比例大多與公司經營績效呈現不相關，不具參考價值。

本研究除探討公司治理與公司經營績效及機構投資人持股的關係外，亦了解三大法人持股比例與公司治理相關變數間的關係，故本研究針對三大法人持股提出假說四：

H4：認為三大法人持有金控公司之股票比例與經營績效有顯著相關。

H4-1：外資持股比例與經營績效具顯著相關性。

H4-2：投信持股比例與經營績效具顯著相關性。

H4-3：自營商持股比例與經營績效具顯著相關性。

機構投資人除了擔任監督管理者的角色外，亦提供專業的知識技能、擔任公司內部與外部市場之間的橋樑，並可作為協助企業進行多角化或資金募集等中介媒介，王淑芬(2007)實證研究發現董事會規模與投信、自營持股比例為負相關，獨立董事之設置與外資持股比例為負相關，大股東持股比例與外資、投信持股比例為負相關，而與自營持股比例為正相關。因此，本研究提出假說五：

H5：認為三大法人持有金控公司之股票比例與公司治理相關變數有顯著相關。

H5-1：外資持股比例與公司治理相關變數具顯著相關性。

H5-2：投信持股比例與公司治理相關變數具顯著相關性。

H5-3：自營商持股比例與公司治理相關變數具顯著相關性。

4.3 研究對象簡介

將本研究對象國泰金融控股公司、兆豐金融控股公司、永豐金融控股公司等三家基本資料，列於表4-1中以供比較。

表 4-1 三家金控基本資料

公司名稱	國泰金融控股公司	兆豐金融控股公司	永豐金融控股公司
CIS			
設立日期	2001年11月27日	2001年12月31日	2001年11月28日
上市日期	2001年12月31日	2002年02月04日	2002年05月09日
董事長	蔡宏圖	蔡友才	何壽川
總經理	李長庚	徐光曦	蕭子昂
登記資本額	新台幣1,200億元	新台幣1,200億元	新台幣699億元
實收資本額	新台幣101,544,211,700元	新台幣110,594,262,380元	新台幣70,798,166,950元
經營性質	民股	官股	民股
經營主體	保險	銀行	銀行
經營項目市占排名	(1)國泰人壽市佔率約30%，台灣市場排名第一。 (2)國泰世紀產物保險，為台灣第二大產物保險公司。 (3)國泰世華銀行躋身國內前三大信用卡發卡行，2010年市佔率約11%。	(1)兆豐銀行淨值約1,417億元，在國內銀行中僅次於台灣銀行排名第二。 (2)OBU業務是兆豐銀的主要業務，市佔率近20%，居市場之冠。 (3)兆豐票券居國內市佔第一。	(1)國內第一家非集團內異業結盟之成功案例。 (2)永豐證券為台灣第一家上櫃券商，經紀業務市佔率4.83%，排名第4。 (3)《The Asset》雜誌曾評選建華證券為台灣第二大證券商。
員工人數	42,586	8,531	7,783
資產2011	48445億元	22968億元	12599億元
總資產排名	1	6	11
淨值2010	21.52元	18.16元	12.37元

資料來源：公開資訊觀測站、台灣經濟新報、金控公司網站

(一)國泰金融控股公司

1. 創立緣起

隨著金融產業多元化與全球化的發展，以及國內金融機構購併、整合法源之制訂，國泰金融控股公司於 2001 年 12 月 31 日正式成立，登記額定資本額新台幣一千二百億元。結合保險、證券、銀行等多樣化的金融機構，國泰金控架構起一個功能完整的經營平台。藉由遍佈全省之營業據點與銷售人員，發展共同行銷(cross-selling)的策略，提供客戶一站購足(one-stop shopping)的服務。

2. 發展沿革

國泰金融控股公司係於 2001 年 12 月 31 日依金融控股公司法及公司法等相關法令由國泰人壽保險股份有限公司以股份轉換方式設立，並於同日於台灣證券交易所上市。嗣後於 2002 年 4 月 22 日經財政部核准將國泰世紀產物保險股份有限公司及國泰商業銀行股份有限公司以股份轉換方式納為旗下之子公司；另於 2002 年 12 月 18 日經財政部核准將世華聯合商業銀行股份有限公司以股份轉換方式納為旗下之子公司；於 2003 年 6 月 6 日世華聯合商業銀行股份有限公司與國泰商業銀行股份有限公司經財政部核准，依金融機構合併法及相關法令規定進行合併，合併基準日為 2003 年 10 月 27 日，合併後世華聯合商業銀行股份有限公司為存續公司，並更名為國泰世華商業銀行股份有限公司，2004 年 5 月 12 日以發起設立方式成立子公司國泰綜合證券股份有限公司。分別自 2003 年 7 月 29 日及 2004 年 11 月 9 日起，該公司部分已發行之股票以全球存託憑證方式於盧森堡證券交易所上市。

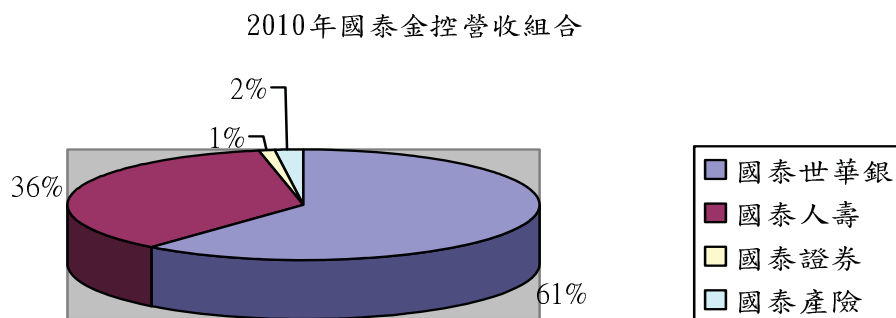
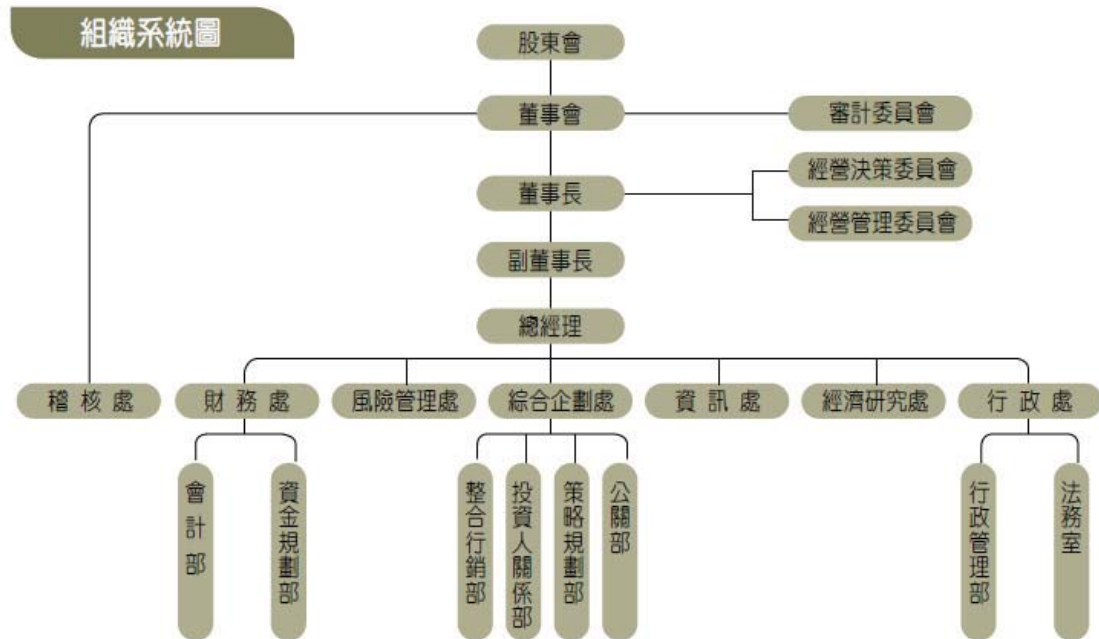


圖 4-2 2010 年國泰金控營收組合

將國泰金融控股公司組織架構圖列於圖 4-3 中，另將國泰金融集團關係企業架構圖列於圖 4-4 中。



資料來源：國泰金控 2010 年報

圖 4-3 國泰金融控股公司組織架構圖



資料來源：國泰金控 2010 年報

圖 4-4 國泰金融集團關係企業架構圖

(二)兆豐金融控股公司

1. 創立緣起

兆豐金融控股公司原名交銀金融控股公司，其原旗下 4 家子公司已有 69 個營業據點(交通銀行、中興票券、倍利綜合證券、國際綜合證券等)，再加計中國國際商業銀行(現兆豐國際商業銀行)67 個及中國產險 10 個據點後，合計國內有 146 個營業據點，海外有 20 餘個據點，將使兆豐金控海內外的通路更為綿密而深廣。在台灣境內現已成立的 16 家金控公司中，無論以總資產、資本額或淨值而言，皆名列前 6 大。

2. 發展沿革

兆豐金融控股公司隨著台灣許多家公營金融機構民營化的腳步，於 2002 年成立。2002 年 2 月 4 日交銀與國際綜合證券合組「交銀金融控股股份有限公司」，股票並於同日掛牌上市。2002 年 08 月 22 日納入中興票券與倍利證券，2002 年 12 月 31 日納入中國國際商業銀行及中國產物保險公司，並更名為兆豐金融控股股份有限公司，2003 年 5 月 29 日納入中央國際證券投資信託公司，並於同年 7 月更名為兆豐國際證券投資信託公司，2003 年 12 月 5 日投資設立兆豐資產管理公司，2005 年 9 月 23 日將子公司中國商銀之子公司中銀保險代理人公司提升為本公司之子公司，並於同年 10 月更名為兆豐人身保險代理人公司，2005 年 12 月 13 日投資設立兆豐交銀創業投資公司，2006 年 8 月 21 日子公司交通銀行與中國國際商業銀行正式合併並更名為「兆豐國際商業銀行股份有限公司」，2007 年 9 月 17 日子公司兆豐國際投信及國際投信合併，合併後名稱為兆豐國際證券投資信託股份有限公司，2009 年 4 月 7 日子公司兆豐交銀創業投資公司更名為兆豐創業投資公司。

2010年兆豐金控營收組合

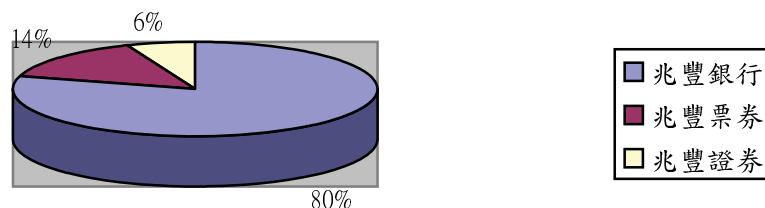


圖 4-5 2010 年兆豐金控營收組合

(三)永豐金融控股公司

1. 創立緣起

永豐金融控股股份有限公司(原建華金控)於2002年5月9日在台灣證券交易所掛牌上市，旗下子公司包括銀行、證券、客服科技、保險代理、創業投資、管理顧問、期貨及租賃等金融產業。永豐金控總資產超過新台幣1兆元，公司資本額為699億元，國際專業投資機構持股比例逾三成。永豐金控海外事業日益增長，貢獻比重在業界名列前茅，海外營運據點遍及洛杉磯、香港、澳門、北京、上海、越南、倫敦等地。

2. 發展沿革

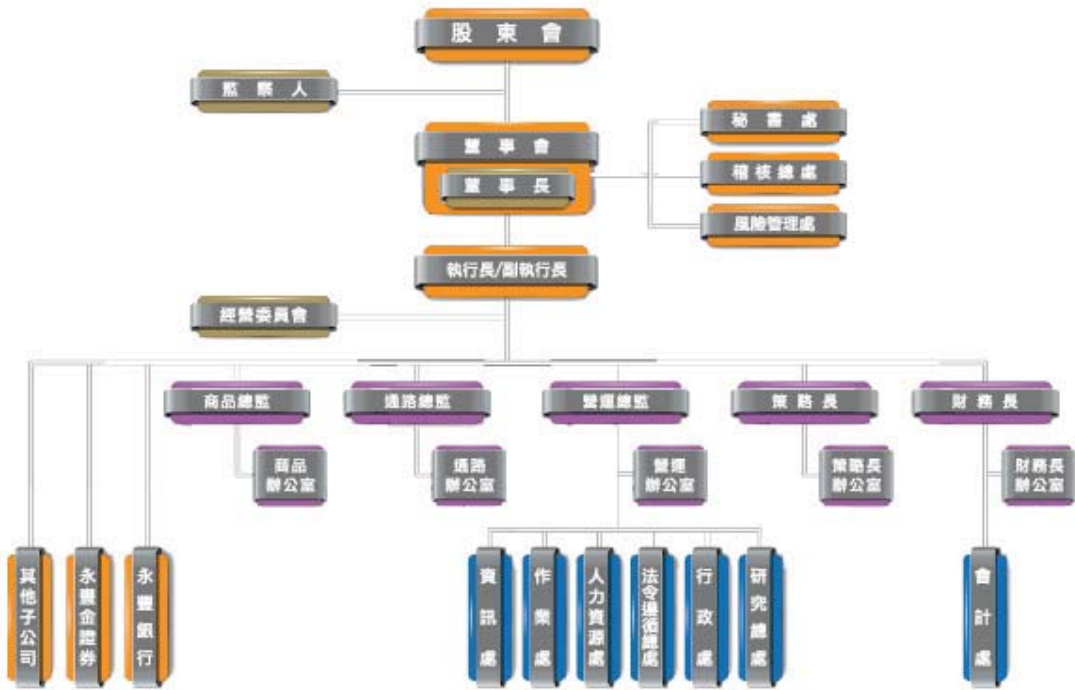
永豐銀行為建華商業銀行與台北國際商業銀行合併而成，共有129家分行，其中93家在台北縣市，擁有大台北地區綿密的分行服務網。台北國際商業銀行具有近六十年的優良歷史，從2000年起台北商銀兩度進行組織改造，如今已成為「企業金融國際化、消費金融社區化、一般金融理財化」的區域銀行龍頭。建華商業銀行為一全方位的商業銀行，一向以個人金融與企業金融並重發展。個人金融於2000年成功推出整合存摺、放款、證券、基金等產品之「MMA投資管理帳戶」；企業金融則致力於開展中小企業客戶，同時更利用在金融領域內的B-to-B企業電子資金管理系統及線上應收帳款承購兩項利基產品，發展出各項電子商務服務。永豐信用卡公司於2008年12月26日董事會通過與永豐銀行合併案，並訂於2009年6月1日為合併基準日。永豐金證券(原建華證券)為一涵蓋經紀、自營、承銷等各項業務之綜合券商，且為台灣第一家上櫃券商，經紀和承銷業務排名均居業界領導地位。《財資》(The Asset)雜誌曾評選建華證券為台灣第二大證券商，2004年及2005年更連續兩年榮獲《亞洲金融》(FinanceAsia)雜誌評選為「台灣最佳承銷商」。

2010年永豐金營收組合



圖 4-8 2010 年兆豐金控營收組合

將永豐金融控股公司組織架構圖列於圖 4-9 中，另將永豐金融集團關係企業架構圖列於圖 4-10 中。



資料來源：永豐金控 2010 年報

圖 4-9 永豐金融控股公司組織架構圖



資料來源：永豐金控 2010 年報

圖 4-10 永豐金融集團關係企業架構圖

茲就三家金控公司有關公司治理執行情形，分別就董事會、獨立董(監)事、審計委員會、薪資報酬委員會、資訊揭露的透明度等方面加以說明。

(一)董事會

2010年國泰金控設置13席董事，兆豐金控設置15席董事、5席監事，永豐金控設置12席董事、3席監事，將此三家金控董事會席次列於表4-2中。

表 4-2 三家金控董事會一覽表

公司名稱	年度	設置人數	
		董事席次	監事席次
國泰金控	2010	13	0
	2009	12	0
	2008	12	0
	2007	13	0
	2006	7	2
	2005	7	2
	2004	9	2
	2003	9	2
兆豐金控	2010	15	5
	2009	15	5
	2008	15	5
	2007	13	5
	2006	13	5
	2005	14	4
	2004	15	5
	2003	15	5
永豐金控	2010	12	3
	2009	13	3
	2008	12	3
	2007	13	4
	2006	13	4
	2005	13	4
	2004	11	2
	2003	11	3

資料來源：公開資訊觀測站、台灣經濟新報、金控公司年報

(二)獨立董(監)事

永豐金控自2005年就設置獨立監察人，並於2006年設置獨立董事，國泰金控於2007年設置3席獨立董事席位，兆豐金控則至2009年才設置獨立董事席位，將此三家金控獨立董(監)事席次列於表4-3中。

表4-3 三家金控獨立董(監)事一覽表

公司名稱	年度	設置人數	
		獨立董事	獨立監察人
國泰金控	2010	3	0
	2009	3	0
	2008	3	0
	2007	3	0
	2006	—	—
	2005	—	—
兆豐金控	2010	3	0
	2009	3	0
	2008	—	—
	2007	—	—
	2006	—	—
	2005	—	—
永豐金控	2010	2	0
	2009	3	0
	2008	2	0
	2007	1	1
	2006	1	1
	2005	0	1

資料來源：公開資訊觀測站、台灣經濟新報、金控公司年報

(三)審計委員會

依證券交易法第14-4條目前三家金控公司，僅國泰金控於2007年成立審計委員會，另二家金控公司則未設置審計委員會。

表4-4 三家金控審計委員會設置情形

國泰金控	2007年成立審計委員會，由全體獨立董事組成，旨在協助董事會提高公司治理績效，其主要審議事項包括：訂定公司內部控制制度及績效評估、審閱公司財務報表之允當表達、監督公司重大財務業務行為之處理程序、確保公司遵循相關法規及簽證會計師之選（解）任等。審計委員會每季召開定期會議，於其職權範圍內，得要求相關部門經理人員、內部稽核人員、會計師、法律顧問或其他人員列席並提供相關必要資訊。審計委員會由洪敏弘獨立董事擔任召集人。
兆豐金控	未設置。
永豐金控	未設置。

資料來源：公開資訊觀測站、金控公司年報

(四)薪資報酬委員會

依2010年證券交易法第14-6條(薪資報酬委員會之設置)，股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司應設置薪資報酬委員會；其成員專業資格、所定職權之行使及相關事項之辦法，由主管機關定之。

前項薪資報酬應包括董事、監察人及經理人之薪資、股票選擇權與其他具有實質獎勵之措施。目前三家金控公司，僅國泰金控於成立薪資報酬委員會，另二家金控公司則未設置薪資報酬委員會。

表 4-5 三家金控薪資報酬委員會情形

國泰金控	薪資報酬委員會由兩位獨立董事及一位董事組成，旨在落實公司治理，並健全本公司董事及經理人薪資報酬制度。本委員會之主要審議事項包括：「訂定並定期檢討董事及經理人績效評估與薪資報酬之政策、制度、標準與結構」及「定期評估並訂定董事及經理人之薪資報酬」等。薪資報酬委員會每年至少召開二次，於其職權範圍內，得經決議委任律師、會計師或其他專家，為必要之查核或提供諮詢。
兆豐金控	未設置。
永豐金控	未設置。

資料來源：公開資訊觀測站、金控公司年報

(五) 資訊揭露的透明度

為提升企業資訊揭露的透明度，以落實公司治理，由臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心委託證券暨期貨市場發展基金會(以下簡稱證基會)所建置的「資訊揭露評鑑系統」，於2003年第一次辦理，評鑑指標主要有以下五類：

- 1、資訊揭露相關法規遵循情形；
- 2、資訊揭露時效性；
- 3、預測性財務資訊之揭露；
- 4、年報之資訊揭露（包括：財務及營運資訊透明度、董事會及股權結構）；
- 5、企業網站之資訊揭露。

將此三家金控資訊揭露評鑑結果列於表4-6中。

表4-6 三家金控資訊揭露評鑑結果

公司名稱	評鑑年度	評鑑等級
國泰金控	2010 第八屆	A
	2009 第七屆	A
	2008 第六屆	A
	2007 第五屆	A
	2006 第四屆	B
	2005 第三屆	A
	2004 第二屆	—
	2003 第一屆	資訊揭露較透明
兆豐金控	2010 第八屆	A+
	2009 第七屆	A+
	2008 第六屆	A+
	2007 第五屆	A
	2006 第四屆	A
	2005 第三屆	A
	2004 第二屆	資訊揭露較透明
	2003 第一屆	資訊揭露較透明
永豐金控	2010 第八屆	A
	2009 第七屆	A
	2008 第六屆	A
	2007 第五屆	A
	2006 第四屆	A
	2005 第三屆	A
	2004 第二屆	資訊揭露較透明
	2003 第一屆	資訊揭露較透明

資料來源：公開資訊觀測站、台灣經濟新報

4.4 研究理論架構

為驗證金控公司的公司治理與經營績效的關聯性，本研究以國內三家金控公司為樣本，研究樣本期間為2003至2010年以季為單位，進行資料蒐集(共96筆資料)，以理論與實證文獻探討為基礎，建立五個研究假說，並界定研究變數的操作性定義，使用EViews6軟體，以OLS方法進行迴歸分析，藉以驗證假說。

本研究採用次級資料法，依據公信機構所發佈的訊息，進行樣本資料蒐集與彙整，其資料來源如下：

- 1、台灣經濟新報資料庫
- 2、三家(國泰、兆豐、永豐)金融控股公司之年報及公開說明書
- 3、金融業務統計輯要
- 4、公開資訊觀測站

(一)、研究架構

本論文研究架構係研究公司治理對三家金控公司之經營績效的影響，首先探討公司治理對經營績效的影響，比較三家金控公司的公司治理，對每股盈餘、資產報酬率與普通股權益報酬率等經營績效的差異，其次探討金控公司之公司治理與機構投資人持股比例的關係，最後檢驗三大法人持股比例與金控公司經營績效的關係。

(二)、變數的操作性定義

經營績效變數：

(1)EPS：每股盈餘

每股盈餘是公司的獲利指標，對於有公開市場股票交易的公司而言，每股盈餘和公司的股價都有一定的連動性，即金控公司在一個會計期間內每股所賺到的盈餘，該比率常被用衡量金控之現在的獲利能力及評估股東投資的風險。也可藉由比較不同年度每股盈餘的變動即可計算出公司的獲利趨勢，其計算方式為：

每股盈餘 = (本期稅後淨利 - 特別股股利) / 本期流通在外普通股加權平均數

(2)ROA：資產報酬率

資產報酬率即在衡量公司其資產是否充份利用。不論公司的資產是以舉債而

來或是股東資金，公司利用其所有的資產從事生產活動，所獲得的報酬表現在稅後淨利上，因此資產報酬率便在衡量公司的營運使整體資產的報酬運用效率狀況，即金控公司投入每一元資產所產生的純益。

金控業經營績效衡量觀點，本比例愈高表示經營獲利能力愈佳，其計算方式為：
資產報酬率 = $\left[\frac{\text{稅後損益} + \text{利息費用} \times (1 - \text{稅率})}{\text{平均資產}} \right] \times 100\%$

(3)ROE：股東權益報酬率

ROE是判斷企業經營績效的最終依歸，是公司財務管理最終目標的綜合體現。通過對它的因素分解和分析，有助於了解公司的財務狀況和經營業績，從中發現影響目標實現的問題與不足，為進一步加強和完善經營管理，提高公司整體競爭能力，制定切實可行的經營決策提供相應的財務依據。

股東權益報酬率 = $\frac{\text{稅後淨利} - \text{特別股股利}}{\text{股東權益}}$

公司治理變數

(1)BH：董監事持股比例

金控公司全體董事及監察人持股數佔公司流通在外股數的比例。

董監事會的結構是評估一家公司治理機制優良與否的重要指標。評估董監事會的重點包括成員是否有明顯的相互利害關係，致董監事無法獨立行使職權；保障廣大投資人利益、公司董監事是否同時兼任其他公司董監事；管理階層是否有合理地讓董監事參與重要決策、公司董監事是否兼任管理職務等。董監事若要發揮效能，成員必須能獨立行使職權、具備誠實敢言的勇氣。亦即是外部董監事要扮演公司的諍友及尚方寶劍，外部董監事的職責不只是監督，還要身具專業，並能獨立提出建議，以提升企業的競爭力，而對於決策中可能涉及不法要適時糾正，對營運有偏差行為之董事，適時予以罷免。

(2)SH：大股東持股比例

依台灣經濟新報資料之定義，大股東係指對此金控公司持股比例達5%以上或是與該金控業有利害關係人之事實者，而將其持股比例之和即為大股東比例即持股佔公司流通在外股數達5%以上之股東的持股合計數佔公司流通在外股數的比例。

大股東是指在公司股權結構中，擁有半數以上的有表決權的股東，也稱為絕對控股股東，隨著公司股權的分散化，持股未達到半數以上的相對控股股東也能有效地控制公司董事會及公司的經營行為。在資本市場上，股東（包括大股東和中小股東）是公司所有者，所有股東都關心公司的收益。大股東投入資本較多，相對其他股東有更強的動機來保護自己的利益，更關心公司經營狀況和回報。從股東持股的目的來說，控制權是各股東追求的目標，大股東更是想控制公司的經營決策。

(3)MH：經理人持股比例

指在此金控公司之總經理、副總經理、重要部門經理及協理等負責公司重要決策的高階主管持股數佔公司流通在外股數的比例。

公司的聲譽、員工士氣、市場占有率、公司是否善盡社會責任、有沒有找好人才、保留好人才、與董事會溝通是否順暢、是否忠心執行董事會的指示等，都是經理人的評量標準。好的公司治理才能產生好的經理人，經理人必須對董事會提擬策略，董事會必須判斷這是否是高成功機率的策略，也必須經常檢討策略的進展。

(4)IH：機構法人持股比例

專業金融機構法人持有股數佔公司流通在外股數的比例。

(專業金融機構法人持股=本國金融機構持股+本國信託基金持股+本國公司法人持股+本國其他法人持股+僑外金融機構持股+僑外法人持股+僑外信託基金持股)

機構法人由公私兩個面相給予其投資公司壓力。在公開市場上，機構法人結合與公司派不合之市場派投資人對抗公司派收購委託書；在私的面相，機構法人則參與公司經營階層，討論如何增進公司經營績效。由於，機構法人握有龐大的資金，而且有豐沛的專業投資人員，其在市場上的投資決策更是具有引導散戶投資人之指標作用。是以，機構法人參與公司治理制度的發展，一方面可以降低其投資的風險，另一方面也可促成企業公司治理品質的提升。

(5)DN：董事會規模。(全體董事人數，含獨立董事)

董事會代表股東的利益，對最高層管理人員決策的爭論做出裁決。董事會是公司的常設權力機構，向股東大會負責，實行集體領導，是股份公司的權力機構和領導管理、經營決策機構，是股東大會閉會期間行使股東大會職權的權力機構。對外是公司進行經濟活動的全權代表，對內是公司的組織、管理的領導機構。

表4-7 變數預期影響方向表

研究變數	預期影響方向			資料來源
	EPS	ROA	ROE	
董監事持股比例BH	+	+	+	台灣經濟新報 (TEJ) 資料庫
大股東持股比例SH	+	+	+	台灣經濟新報 (TEJ) 資料庫
經理人持股比例MH	+	+	+	台灣經濟新報 (TEJ) 資料庫
機構法人持股比例IH	-	-	-	台灣經濟新報 (TEJ) 資料庫
董事會規模DN	-	-	-	台灣經濟新報 (TEJ) 資料庫

註：(1)+：正向影響
(2)-：負向影響。

基於國內股票市場的特性，三大(外資、投信、自營商)法人買賣超對於國內股市漲跌有一定程度的影響，本研究特將機構法人中的三大法人提出探討，藉以了解其持股與金控公司財務績效間的影響情形：

(6)FOREIGN：外資持股比例

其計算方式為：全體外資持有股數佔公司流通在外股數的比例。

(7)SECURITIES：投信持股比例

其計算方式為：全體投信持有股數佔公司流通在外股數的比例。

(8)DEALER：自營持股比例

其計算方式為：全體自營持有股數佔公司流通在外股數的比例。

控制變數

(1)SIZE：公司規模

將金控總資產取自然對數作為衡量公司規模。當公司規模越大，規模經濟的優勢較容易發揮經營績效表現較佳。因此本研究將樣本金控業每一季帳面資產總額取對數，做為規模資產的代理變數。

(2)虛擬變數(Dummy Variable)

①IND：是否設置獨立董事

定義虛擬變數為： $IND = 1$ ，表示該金控公司有設置獨立董事，否則為 0。

②RC：三年內是否更換董事長

定義虛擬變數為： $RC = 1$ ，表示該金控公司三年內有更換董事長，否則為 0。

③RG：三年內是否更換總經理

定義虛擬變數為： $RG = 1$ ，表示該金控公司三年內有更換總經理，否則為 0。

4.5 實證研究模型與分析方法

本研究首先針對各研究變數進行敘述性的統計分析，以獲得初步之瞭解，說明研究變數的資料分佈狀況，再進一步以迴歸模型進行假說之驗證，因資料受制度規範穩定，無時間序列波動現象，不須進行 AR(1) 穩定度檢定。

a、敘述性統計分析

本研究將就所取得之分析資料做初步的描述性統計分析，以瞭解資料的基本特性與各研究變數在樣本的分佈狀況，包括最大值、最小值、平均數、中位數與標準差。

b、相關分析

本研究首先以相關分析來探討自變數與依變數之關係的強度，之後進一步以迴歸分析探究當自變數變動時，依變數變動的幅度。相關分析為尋找兩變數之間

關係的方向與程度的統計方法，而迴歸分析是用來瞭解當自變數變動為某一數量或水準時，依變數隨之變動的數量或水準，即探討自變數對依變數的線性影響效果。

c、迴歸分析檢測

為了要瞭解自變數對依變數的影響程度，本研究將使用EViews6軟體以OLS (ordinary least squares)的迴歸分析進行迴歸係數之估計，而建立迴歸模式前，將先進行共線性分析，以提高分析結果之正確性。當自變數之間具有高度相關時，會因模式難以區分各個自變數對依變數之影響，造成分析結果的偏誤，故在進行迴歸分析前，必須剔除具有相似且共線性高之變數。本研究使用相關分析、變異數膨脹係數(Variance Inflation Factor, VIF)檢測及殘差分析三種方法，來檢測各個自變數是否具有高度的共線性狀況，其中兩變數之相關係數若小於0.75、VIF值小於10及根據殘差值所求得的DW值在2左右時，表示自變數之間並無共線性情況的存在，可進行後續之迴歸模型的建立。

d、迴歸模型

本研究為驗證五個假說，將用以下迴歸模式(式4-1~式4-9)，驗證公司治理、經營績效與三大法人持股之關係，說明如下：

(1)檢驗公司治理相關變數與每股盈餘之關係

$$\begin{aligned} \text{EPS}_i = & \beta_0 + \beta_1 * \text{BH}_i + \beta_2 * \text{MH}_i + \beta_3 * \text{SH}_i + \beta_4 * \text{IH}_i + \beta_5 * \text{DN}_i + \beta_6 * \text{IND}_i + \beta_7 * \text{SIZE}_i \\ & + \beta_8 * \text{RC}_i + \beta_9 * \text{RG}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (4-1)$$

(2)檢驗公司治理相關變數與資產報酬率之關係

$$\begin{aligned} \text{ROA}_i = & \beta_0 + \beta_1 * \text{BH}_i + \beta_2 * \text{MH}_i + \beta_3 * \text{SH}_i + \beta_4 * \text{IH}_i + \beta_5 * \text{DN}_i + \beta_6 * \text{IND}_i + \beta_7 * \text{SIZE}_i \\ & + \beta_8 * \text{RC}_i + \beta_9 * \text{RG}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (4-2)$$

(3)檢驗公司治理相關變數與股權益報酬率之關係

$$\begin{aligned} \text{ROE}_i = & \beta_0 + \beta_1 * \text{BH}_i + \beta_2 * \text{MH}_i + \beta_3 * \text{SH}_i + \beta_4 * \text{IH}_i + \beta_5 * \text{DN}_i + \beta_6 * \text{IND}_i + \beta_7 * \text{SIZE}_i \\ & + \beta_8 * \text{RC}_i + \beta_9 * \text{RG}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (4-3)$$

(4) 檢驗三大法人持股比例與每股盈餘之關係

$$\begin{aligned} \text{EPS}_i = & \beta_0 + \beta_1 * \text{FOREIGN}_i + \beta_2 * \text{SECURITIES}_i + \beta_3 * \text{DEALER}_i + \beta_4 * \text{IND}_i \\ & + \beta_5 * \text{RC}_i + \beta_6 * \text{RG}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (4-4)$$

(5) 檢驗三大法人持股比例與資產報酬率之關係

$$\begin{aligned} \text{ROA}_i = & \beta_0 + \beta_1 * \text{FOREIGN}_i + \beta_2 * \text{SECURITIES}_i + \beta_3 * \text{DEALER}_i + \beta_4 * \text{IND}_i \\ & + \beta_5 * \text{RC}_i + \beta_6 * \text{RG}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (4-5)$$

(6) 檢驗三大法人持股比例與股權益報酬率之關係

$$\begin{aligned} \text{ROE}_i = & \beta_0 + \beta_1 * \text{FOREIGN}_i + \beta_2 * \text{SECURITIES}_i + \beta_3 * \text{DEALER}_i + \beta_4 * \text{IND}_i \\ & + \beta_5 * \text{RC}_i + \beta_6 * \text{RG}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (4-6)$$

(7) 檢驗公司治理相關變數與外資持股比例之關係

$$\begin{aligned} \text{FOREIGN}_i = & \beta_0 + \beta_1 * \text{BH}_i + \beta_2 * \text{MH}_i + \beta_3 * \text{SH}_i + \beta_4 * \text{DN}_i + \beta_5 * \text{IND}_i + \beta_6 * \text{SIZE}_i \\ & + \beta_7 * \text{RC}_i + \beta_8 * \text{RG}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (4-7)$$

(8) 檢驗公司治理相關變數與投信持股比例之關係

$$\begin{aligned} \text{SECURITIES}_i = & \beta_0 + \beta_1 * \text{BH}_i + \beta_2 * \text{MH}_i + \beta_3 * \text{SH}_i + \beta_4 * \text{DN}_i + \beta_5 * \text{IND}_i + \beta_6 * \text{SIZE}_i \\ & + \beta_7 * \text{RC}_i + \beta_8 * \text{RG}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (4-8)$$

(9) 檢驗公司治理相關變數與自營商持股比例之關係

$$\begin{aligned} \text{DEALER}_i = & \beta_0 + \beta_1 * \text{BH}_i + \beta_2 * \text{MH}_i + \beta_3 * \text{SH}_i + \beta_4 * \text{DN}_i + \beta_5 * \text{IND}_i + \beta_6 * \text{SIZE}_i \\ & + \beta_7 * \text{RC}_i + \beta_8 * \text{RG}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (4-9)$$

上述各式中符號的意義如下：

i：時間別(季)

ROA：資產報酬率

BH：董監事持股比例

MH：經理人持股比例

IND：是否設置獨立董事

RG：三年內是否更換總經理

FOREIGN：外資持股比例

DEALER：自營商持股比例

EPS：每股盈餘

ROE：股權益報酬率

SH：大股東持股比例

BOARD：董事會規模

RC：三年內是否更換董事長

SIZE：公司規模

SECURITIES：投信持股比例

ε ：各迴歸模型之殘差項

第五章 實證結果與分析

本章為檢驗公司治理機制與經營績效之關聯性，依據第四章的實證研究設計，選擇我國三家金控公司為研究對象，蒐集三家金控公司在公司治理、經營績效與機構投資人持股等研究變數的季資料，透過迴歸模型之建立，對本研究所提出的假設進行驗證。本章的架構在第一節為敘述統計分析，第二節為自變數共線性檢則，第三節為公司治理變數與經營績效實證結果迴歸分析。

5.1 敘述統計分析

本研究以國泰、兆豐、永豐三家金融控股公司2003~2010年季資料為樣本，以下為研究對象之敘述統計分析：

在股權結構方面：從敘述性統計量(表5-1)中可看出，董監事持股比例最大值為31.72%，最小值為 2.42%，平均值為15.27%，且標準差高達 7.78，顯示董監事持股比例的情形在三家公司間有很大的差異。大股東持股比例最大值為38.44%，最小值為 0.83%，平均值為 17.97%，顯示在不同的金控架構下，大股東對於公司的持股心態與意願有很大的差異。經理人持股比例，最大值為 0.72%，最小值為 0.00%，平均值僅 0.11%為三者最低的，經理人的低持股顯示對於公司向心力呈現某種不確定性，而經營績效與薪酬無法連結，可能有優秀人才流失的疑慮。

而機構法人持股比例最大值為85.52%，最小值為58.59%，平均值為68.84%，顯示三家金控公司之股權結構概況，相較於經理人持股，三家金控公司之機構法人持股、董監事與大股東的持股數之比例明顯多出數倍，代表公司經營與決策的控制權可能絕大部分掌握在機構法人、董監事和大股東手中，金控公司之營運受到機構法人、董監事和大股東相當大的影響。

在董事會組成方面，三家金控公司的董事會規模至少為7位以上，最多到達18位，而平均數為12.28位，合乎公司法規定必須要有3位以上的董事才能組成董事會，三家金控公司在此部份之差異並不大。而獨立董事部份，三家均依規定陸續設置獨立董事。

在經營績效部份，三家金控公司之每股盈餘、資產報酬率與股東權益報酬率的平均皆為正數，顯示三家金控在經營績效上均有不錯的績效；但股東權益報酬率之差異較大，最小值可以達到-4.4%，顯示各金控公司對於資金運用方式不同，而產生不同的結果。而在機構法人持股比例部份，以外資持有金控公司之股票的

比例最高，最大值為 39.38%，最小值為 5.10%，平均值為 25.55%，顯示外資所擁有之資源較其他法人雄厚有關外，對於國內金控業發展持有正面看法。

在是否有設置獨立董事的代理變數方面，平均值為0.447，顯示三家金控公司已陸續依規定設置獨立董事職務，至於三年內是否更換董事長及總經理的代理變數方面，平均值為0.625及0.875，顯示三家金控或因政黨輪替、或因新股東入替、或內部職務調整等因素更換董事長及總經理頻率相當高。

表5-1 敘述性統計量

變數名稱	平均值	中位數	標準差	最大值	最小值
每股盈餘 EPS	0.908	0.730	0.911	3.700	-0.650
資產報酬率 ROA	0.376	0.315	0.340	1.200	-0.330
股東權益報酬率 ROE	5.127	4.405	4.818	18.810	-4.400
董監事持股比例(%)BH	15.273	15.600	7.778	31.720	2.420
經理人持股比例(%)MH	0.105	0.000	0.187	0.720	0.000
大股東持股比例(%)SH	17.968	15.410	7.423	38.440	0.830
機構法人持股比例(%)IH	68.842	70.225	7.737	85.520	58.590
董事會規模 DN	12.281	13.000	2.329	18.000	7.000
是否設置獨立董事 IND	0.447	0.000	0.499	1.000	0.000
三年內是否更換董事長 RC	0.625	1.000	0.486	1.000	0.000
三年內是否更換總經理 RG	0.875	1.000	0.332	1.000	0.000
公司規模 SIZE	21.359	21.497	0.570	22.268	19.927
外資持股比例(%)FOREIGN	25.546	26.700	9.298	39.380	5.100
投信持股比例(%)SECURITIES	0.915	0.900	0.426	2.560	0.120
自營持股比例(%)DEALER	0.266	0.125	0.398	2.170	0.010

註：a、大股東持股比例係依據TEJ資料庫中所收錄金控業公開說明書及年報所揭露之大股東資料，與持有該金控業股份達百分五以上之股東。

b、將總資產以自然對數(LN)表示。

c、將金控是否設置獨立董事納入變數以虛擬變數處理，IND=1表示該金控有設置獨立董事。

d、將金控三年內是否更換董事長納入變數以虛擬變數處理，RC=1表示該金控三年內有更換董事長。

e、將金控三年內是否更換總經理納入變數以虛擬變數處理，RG=1表示該金控三年內有更換總經理。

5.2 自變數共線性檢測

本研究在建立迴歸模型之前，需避免自變數之間有高度之相似性而影響研究結果，將以相關分析、變異數膨脹係數(Variance Inflation Factor, VIF)檢測及殘差分析三種檢測方法瞭解自變數的共線性狀況，分別說明如下：

1、相關分析

本研究使用相關係數與變異數膨脹係數(VIF)值二種方法，來檢測各個自變數是否具有高度的共線性狀況，其中兩變數之相關係數若小於0.75與VIF值小於10時，表示自變數之間並無共線性情況的存在，可進行後續之迴歸模型的建立。若兩個自變數間的相關係數高達0.8，表示可能存在高度的共線性。

各自變數之間的關係說明如下：

- (1)董監事持股比例和董事會規模、機構法人持股比例、三年內是否更換總經理與公司規模有正向相關。
- (2)經理人持股比例僅與三年內是否設立獨立董事及三年內是否更換董事長有正向關係。
- (3)大股東持股比例與機構法人持股比例、是否設置獨立董事、三年內是否更換總經理及公司規模有正向之關係，而與董事會規模有負向關係。
- (4)董事會規模僅與董監事持股比例、是否設立獨立董事及三年內是否更換董事長有正向關係。
- (5)獨立董事之設置與董事會規模、經理人持股比例、三年內是否更換董事長、大股東持股比例及公司規模有正向關係，而與董監事持股比例、機構法人持股比例及三年內是否更換總經理有負向關係。
- (6)公司規模與董事會規模、經理人持股比例及三年內是否更換董事長有負向關係。

如表5-2所示，結果顯示自變數之間具有顯著之相關係數皆小於0.71，未有高度的共線性問題。

表5-2 各變數之相關分析

	BH	DN	IH	IND	MH	RC	RG	SH	SIZE
BH	1.000								
DN	0.251	1.000							
IH	0.499	-0.042	1.000						
IND	-0.537	0.243	-0.035	1.000					
MH	-0.520	-0.084	-0.300	0.083	1.000				
RC	-0.289	0.224	-0.219	0.048	0.431	1.000			
RG	0.400	-0.090	0.176	-0.356	-0.632	-0.292	1.000		
SH	-0.139	-0.489	0.365	0.123	-0.351	-0.493	0.303	1.000	
SIZE	0.439	-0.067	0.566	0.047	-0.706	-0.660	0.358	0.657	1.000

變數說明：BH為董監事持股比例、DN為董事會規模、IH為機構法人持股比例、IND為是否設置獨立董事、MH為經理人持股比例、RC為三年內是否更換董事長、RG為三年內是否更換總經理、SH為大股東持股比例、SIZE為公司規模。

2、變異數膨脹係數(Variance Inflation Factor, VIF)：

VIF為容忍度的倒數 $1/(1-R^2)$ ，VIF值越大，表示自變項的容忍度越小，越有共線性問題。若VIF大於10，則代表自變數之間有共線性關係，本研究所選擇之自變數的VIF值如表5-3所示，九個自變數的VIF值皆小於10，顯示自變數之間並無共線性問題。

表5-3 自變數之VIF 值

自變數	BH	DN	IH	IND	MH	RC	RG	SH	SIZE
VIF	8.333	2.247	2.91	3.472	3.952	2.277	2.325	5.68	7.518

變數說明：BH為董監事持股比例、DN為董事會規模、IH為機構法人持股比例、IND為是否設置獨立董事、MH為經理人持股比例、RC為三年內是否更換董事長、RG為三年內是否更換總經理、SH為大股東持股比例、SIZE為公司規模。

3、殘差分析

為使迴歸模式所產生之結果不致產生偏誤，迴歸模式要求殘差項是無自我相關且隨機分佈。本研究以 Durbin-Watson DW 值做為判定變數之間是否具有自我相關的準則，一般而言，DW 值介於 0 至 4 之間，當根據殘差值所求得的 DW 值在 2 左右時，即表示殘差值並無違反自我相關之假設。

$$DW = \frac{\sum_{i=2}^n (E_i - E_{i-1})^2}{\sum_{i=1}^n E_i^2}$$

Where $E_i = Y_i - \hat{Y}_i$, $i = 1, 2, 3, \dots, n$

$Y_i = i$ 位置的實際值

$\hat{Y}_i =$ 為 $E(Y_i)$ 的不偏估計統計量

本研究所採用之迴歸方程式 DW 值如表 5-4 所示，因此判定其殘差是隨機分佈。

表5-4殘差分析DW值

方程式	式4-1	式4-2	式4-3	式4-4	式4-5	式4-6
DW值	1.243	1.355	1.264	1.170	1.377	1.268

5.3 公司治理變數與經營績效實證結果迴歸分析

本研究依據第四章所建立之迴歸模型，使用EViews6軟體，以OLS方法進行檢定九個自變數藉以瞭解各自變數對金控經營績效之變動方向與影響情形，並對其實證結果加以分析，其迴歸分析結果說明如下：

一、股權結構與經營績效迴歸實證結果

(一) 假說一：認為金控公司中，內部人持股比例與經營績效具有顯著相關。

H1-1：董監事持股比例與經營績效具顯著相關性。

從表5-8研究結果得知，董監事持股比例與經營績效呈正向關係且達顯著水準，顯示董監事持股比例愈多，金控公司較易推動各項改革措施，進而反映在經營績效上。由於三家金控董監事平均持股均在15%以上，因此，公司董監事與股東的利益目標趨同，對公司績效有提升的作用。實證結果與Jensen and Meckling (1976)提出「利益收斂假說」及Oswald and Jahera (1991)與Hudson、Jahera and Lloyd (1992)，Yermack(1996)及葉銀華、邱顯比(1996)、楊俊中(1993)、陳宏姿(2001)、許淑鈴(2002)、魏雅君(2006)、楊忠偉(2007)及吳妙玲(2007)的研究結果一致。

H1-2：大股東持股比例與經營績效具顯著相關性。

從表5-8研究結果得知，大股東持股比例與經營績效呈正向關係且達顯著水準，符合Shleifer and Vishny(1986)的研究提出，當大股東持股越多時，監督與控制的功能越能發揮，同時亦反映出對公司前景的看好，且大股東可透過市場接收機制作為監督控制的手段，其本身亦可從接管中獲利；另外當公司的董事會成員中具有大股東身份時，其公司的市場價值也會提昇。因此，當大股東持有股權越高，其監督誘因較大，對公司經營績效有正面的影響，也與林青弘(2007)的研究結果一致。

H1-3：經理人持股比例與經營績效具顯著相關性。

從表5-8研究結果得知，經理人持股比例與經營績效間呈正向關係僅在以ROA為衡量指標時呈現顯著，另二項(EPS、ROE)為衡量指標時則未達顯著水準，可推論實證結果可能支持「利益收斂假說」，亦即當經理人手上擁有愈多公司股票時，其與公司的價值產生休戚與共的關係，目標更趨於一致；至於在(EPS、ROE)為衡量指標時則未達顯著水準，其原因可能是樣本公司中，經理人持股偏低，從表5-1敘述性統計量即可看出端倪，經理人持股比例平均僅有0.11%，不及1%，經理人持股比例相較於董監事與大股東，所占比例非常的小，故經營管理之決策權並無實質的利害關係，因此得到正相關卻不顯著的結果，與王美華(2006)的研究結果一致。

將本研究的假說一檢測結果列於表5-5，公司治理變數與EPS、ROA、ROE之迴歸分析結果列於表5-8。

表5-5 假說一檢測結果

假 說		驗證結果		
		支持	部分支持	不支持
H1	認為金控公司中，內部人持股比例與經營績效具有顯著相關。		■	
H1-1	董監事持股比例與經營績效具顯著相關性。	■		
H1-2	大股東持股比例與經營績效具顯著相關性。	■		
H1-3	經理人持股比例與經營績效具顯著相關性。		■	

二、董事會與經營績效迴歸實證結果

假說二：認為金控公司中，董事會規模及成員與經營績效具有顯著相關。

H2-1：董事會規模與經營績效具顯著相關性。

從表5-8研究結果得知，董事會規模與經營績效呈負向關係，但只有在以EPS及ROE做為衡量指標時呈現顯著水準，其原因可能為金控公司董監事及大股價持股合計佔公司整體30%以上，董事成員大多為其所指派，實證結果支持假說二：董事會規模與經營績效具顯著相關性，此結果說明對於金控公司而言，過多的董事數量，會擾亂會議的討論，降低效益與決策品質；表示在三家金控中，董事會規模越大，決策愈不易形成，進而影響公司經營績效，與Salmon(1993)建議限制擴大董事會規模及增加外部董事數量，因為人數過多將會對會議的討論有不利的影響，進而使的績效降低，及林青弘(2007)，王淑芬(2007)及楊忠偉(2007)的研究結果一致。

H2-2：設置獨立董事與經營績效具顯著相關性。

從表5-8研究結果得知，是否設置獨立董事與經營績效呈負向關係，但均不顯著，顯示三家金控公司雖都依規定設置獨立董事，尚未真正發揮功能，對公司產生預期的影響，與徐燕山(2003)研究結果所顯示獨立董事與創投董事席次多寡與公司績效間並非如預期為正向關聯性，而是無顯著關係的結果一致。

H2-3：三年內是否更換董事長與經營績效具顯著相關性。

表5-8研究結果得知，三年內是否更換董事長與經營績效呈正相關且達顯著水準，顯示金控公司更換董事長對於公司經營績效有正面影響，其原因係金控公司為董事長制，新董事長到任對於經營績效的成長企圖心較強。

H2-4：三年內是否更換總經理與經營績效具顯著相關性。

從表5-8研究結果得知，三年內是否更換總經理與經營績效呈負相關但未達顯著水準，其原因係因金控公司為董事長制，總經理為董事會所聘請，總經理秉持董事會決策執行政策，對公司經營績效較無影響力。

將本研究的假說二檢測結果列於表5-6，公司治理變數與EPS、ROA、ROE之迴歸分析結果列於表5-8。

表5-6 假說二檢測結果

假 說		驗證結果		
		支持	部分支持	不支持
H2	認為金控公司中，董事會規模及成員與經營績效具有顯著相關。		■	
H2-1	董事會規模與經營績效具顯著相關性。		■	
H2-2	設置獨立董事與經營績效具顯著相關性。			■
H2-3	三年內是否更換董事長與經營績效具顯著相關性。	■		
H2-4	三年內是否更換總經理與經營績效具顯著相關性。			■

三、機構投資人與經營績效迴歸實證結果

假說三：認為金控公司中，機構投資人持股比例與經營績效具有顯著關係。

H3：機構投資人持股比例與經營績效具顯著相關性

從表5-8研究結果得知，機構法人持股比例與經營績效呈負向關係且達顯著水準，表示在三家金控中，機構投資人持股數越多，會以滿足自身利益為先，導致公司績效的下降。實證結果符合Pound(1989)提出了利益衝突假說，國內(外)機構投資人與經營績效為負相關，與邱厚銘(2004)及莊宗憲(2004)的研究結果。

將本研究的假說三檢測結果列於表5-7，公司治理變數與EPS、ROA、ROE之迴歸分析結果列於表5-8。

表5-7 假說三檢測結果

假 說		驗證結果		
		支持	部分支持	不支持
H3	機構投資人持股比例與經營績效具有顯著關係。	■		

表5-8 公司治理變數與EPS、ROA、ROE之迴歸分析結果

變數	EPS	ROA	ROE
截距項	-3.297 (0.675)	-0.012 (0.996)	-24.662 (0.553)
BH：董監事持股比例	0.079 (0.009)***	0.037 (0.001)***	0.486 (0.002)***
MH：經理人持股比例	0.408 (0.633)	0.615 (0.059)*	6.637 (0.144)
SH：大股東持股比例	0.054 (0.036)**	0.022 (0.023)**	0.321 (0.021)**
IH：機構法人持股比例	-0.047 (0.009)***	-0.024 (0.000)***	-0.331 (0.000)***
DN：董事會規模	-0.125 (0.017)**	-0.019 (0.324)	-0.543 (0.050)*
IND：是否設置獨立董事	-0.076 (0.800)	-0.052 (0.643)	-0.492 (0.756)
SIZE：公司規模	0.314 (0.419)	0.054 (0.710)	2.035 (0.323)
RC：三年內是否更換董事長	0.583 (0.021)**	0.242 (0.011)**	4.515 (0.001)***
RG：三年內是否更換總經理	-0.305 (0.410)	-0.025 (0.854)	-0.813 (0.678)
修正後R ²	0.260	0.245	0.259
D-W 值	1.243	1.355	1.264
N	96	96	96

註：顯著水準：*代表 $p < 0.1$ ，**代表 $p < 0.05$ ，***代表 $p < 0.01$

假說四：認為三大法人持有金控公司之股票比例與經營績效有顯著相關。

H4-1：外資持股比例與經營績效具顯著相關性。

從表5-10研究結果得知，外資持股比例與經營績效呈負向關係且達顯著水準，顯示外資可能會藉股東身分擷取自己需要的資訊，或是從其他與公司有關的活動中獲得好處，但當其利益與公司的利益可能有所衝突時，可能會運用多種方法與管理者抗衡，迫使管理者配合，因而使公司價值下降，實證結果符合Pound(1988)利益衝突假說及Dahlquist and Robertsson(2001)也發現股權集中度愈高者，外資偏好程度愈低，若外資對管理階層有興趣，他們較偏好股權分散的公司及林青弘(2007)的研究結果。

H4-2：投信持股比例與經營績效具顯著相關性。

從表5-10研究結果得知，投信持股比例與經營績效呈負向關係，僅有在以ROA為衡量指標時呈現不顯著，另在以EPS、ROE為衡量指標時達顯著水準，實證結果符合Pound(1989)提出的利益衝突假說及林青弘(2007)的研究結果。

H4-3：自營商持股比例與經營績效具顯著相關性。

從表5-10實證研究結果得知，自營商持股比例與經營績效，在以EPS為衡量指標時呈現負相關，在以ROA、ROE為衡量指標時呈現正相關，但均為不顯著，其原因可能為自營商持股比例不高，影響較不顯著；與劉家輝(2010)的研究結果一致。

將本研究的假說四檢測結果列於表5-9，公司治理變數與三大法人持股比例與EPS、ROA、ROE之迴歸分析結果列於表5-10。

表5-9 假說四檢測結果

假 說		驗證結果		
		支持	部分支持	不支持
H4	認為三大法人持有金控公司之股票比例與經營績效有顯著相關。		■	
H4-1	外資持股比例與經營績效具顯著相關性。	■		
H4-2	投信持股比例與經營績效具顯著相關性。		■	
H4-3	自營商持股比例與經營績效具顯著相關性。			■

表5-10 三大法人持股比例與EPS、ROA、ROE之迴歸分析結果

變數	EPS	ROA	ROE
截距項	2.190 (0.000)***	0.790 (0.000)***	12.091 (0.000)***
FOREIGN：外資持股比例	-0.026 (0.028)**	-0.009 (0.039)**	-0.173 (0.006)***
SECURITIES：投信持股比例	-0.457 (0.070)*	-0.121 (0.189)	-2.260 (0.085)*
DEALER：自營商持股比例	-0.044 (0.873)	0.045 (0.656)	0.464 (0.749)
IND：是否設置獨立董事	-0.358 (0.082)*	-0.224 (0.003)***	-2.259 (0.036)**
RC：三年內是否更換董事長	-0.154 (0.469)	0.043 (0.578)	0.434 (0.696)
RG：三年內是否更換總經理	0.096 (0.800)	-0.009 (0.943)	0.175 (0.929)
修正後R ²	0.155	0.180	0.179
D-W 值	1.170	1.377	1.268
N	96	96	96

註：顯著水準：*代表 $p < 0.1$ ，**代表 $p < 0.05$ ，***代表 $p < 0.01$

假說五：認為三大法人持有金控公司之股票比例與公司治理相關變數有顯著相關。

H5-1：外資持股比例與公司治理相關變數具顯著相關性。

從表5-12研究結果得知：外資持股僅與經理人持股比例、是否設置獨立董事呈正相關且達顯著水準，顯示設置獨立董事對外資持股而言有正面效果。但與董事會規模、公司規模及三年內是否更換董事長呈負相關且達顯著水準，實證結果符合Salmon(1993)建議限制擴大董事會規模及增加外部董事數量，因為人數過多將會對會議的討論有不利的影響，進而使的績效降低及邱厚銘(2004)、陳麗娟(2004)、林青弘(2007)的研究結果。

H5-2：投信持股比例與公司治理相關變數具顯著相關性。

從表5-12研究結果得知：投信持股比例與董監事持股比例呈負相關且達顯著水準，與經理人持股比例、董事會規模、公司規模、三年內是否更換董事長及三年內是否更換總經理呈正相關且達顯著水準；董事會規模與投信持股比例之關係呈正相關且達顯著水準，符合Zahra & Pearce(1989)認為大規模的董事會，董事

之利益範圍較廣，管理者較難支配其監督與評估的立場，在中立的立場下決定管理者的去留，可避免雙方私相授受，而提升企業績效；也與洪榮華、陳香如及王玉珍(2005)，趙莊敏及戴德昇(2006)的研究結果一致。

H5-3：自營商持股比例與公司治理相關變數具顯著相關性。

從表5-12研究結果得知：自營商持股比例與經理人持股比例、公司規模呈正相關且達顯著水準，與大股東持股比例呈負相關且達顯著水準，大股東持股比例與三大法人持股比例均為負相關，僅與自營商持股比例達顯著水準，符合Jensen and Ruback(1983)提出「利益掠奪假說」，認為管理者持股比例和經營績效呈負相關，當管理者的持股比例增加時，管理者就會有足夠的表決權使自己的效用極大化，且管理者亦會基於本身職位安全性的考量，而產生一些反接管行為，所以股權越集中於少數的大股東手中時，反接管行為成功的可能性越大，內部管理者瀆職的行為就可獲得更大的保障，而使特權消費行為變得嚴重，進而使公司績效降低這些與陳美華及洪世炳(2005)的研究結果一致。

將本研究的假說五檢測結果列於表5-11，公司治理相關變數與外資、投信、自營商持股比例之迴歸分析結果列於表5-12。

表5-11 假說五檢測結果

假 說		驗證結果		
		支持	部分支持	不支持
H5	認為三大法人持有金控公司之股票比例與公司治理相關變數有顯著相關。		■	
H5-1	外資持股比例與公司治理相關變數具顯著相關性。		■	
H5-2	投信持股比例與公司治理相關變數具顯著相關性。		■	
H5-3	自營商持股比例與公司治理相關變數具顯著相關性。		■	

表5-12 公司治理相關變數與外資、投信、自營商持股比例之迴歸分析結果

變數	外資持股	投信持股	自營商持股
截距項	204.646 (0.000)***	-6.781 (0.051)*	-9.588 (0.000)***
BH：董監事持股比例	0.129 (0.417)	-0.021 (0.031)**	-0.009 (0.178)
MH：經理人持股比例	15.245 (0.008)***	0.688 (0.052)*	2.090 (0.000)***
SH：大股東持股比例	-0.206 (0.220)	-0.002 (0.811)	-0.014 (0.056)*
DN：董事會規模	-1.439 (0.000)***	0.064 (0.004)***	0.004 (0.764)
IND：是否設置獨立董事	11.324 (0.000)***	-0.081 (0.492)	-0.006 (0.937)
SIZE：公司規模	-7.440 (0.007)***	0.294 (0.084)	0.463 (0.000)***
RC：三年內是否更換董事長	-10.339 (0.000)***	0.377 (0.000)***	0.091 (0.215)
RG：三年內是否更換總經理	-1.091 (0.674)	0.826 (0.000)***	0.032 (0.784)
修正後R ²	0.649	0.352	0.604
D-W 值	0.566	1.144	0.738
N	96	96	96

註：顯著水準：*代表 $p < 0.1$ ，**代表 $p < 0.05$ ，***代表 $p < 0.01$

第六章 結論與建議

本研究以我國三家金控公司為研究對象，依據相關文獻建立研究架構，探討金控公司在公司治理與經營績效之關係，本章依據實證之結果歸納出結論，並提出建議。

6.1 結論

本研究彙整與參照以往實證研究文獻，將公司治理分為股權結構與董事會結構二個子構面，共包含董監事持股比例、大股東持股比例、經理人持股比例、機構法人持股比例、董事會規模、是否設置獨立董事、三年內是否更換董事長、三年內是否更換總經理與公司規模等九個變數，驗證國內國泰金控、兆豐金控、永豐金控等三家的經營績效情況。

經營績效包含每股盈餘、資產報酬率與股東權益報酬率三個財務變數，另針對國內股市特性，加以探討三大法人(外資、投信與自營)持股比例三項變數，與公司經營績效的關係。茲將實證研究結果歸納如下：

- 1、董監事持股比例與經營績效呈正向關係且達顯著水準，顯示董監事持股比例愈多，金控公司較易推動各項改革措施，進而反映在經營績效上。
- 2、大股東持股比例與經營績效呈正向關係且達顯著水準，顯示大股東持股越多時，監督與控制的功能越能發揮，其公司的市場價值也會提昇。
- 3、經理人持股比例與經營績效呈正向關係僅在以 ROA 為衡量指標時呈現統計顯著，可推論經理人持股比例相較於董監事與大股東的持股比例，所占比例非常的小，故經營管理之決策權並無實質的利害關係，因此得到正相關卻不顯著的結果；但與三大法人持股比例呈正向關係且達顯著水準。
- 4、董事會規模與經營績效呈負向關係，在以 EPS 及 ROE 做為衡量指標時呈現顯著水準，說明對於金控公司而言，過多的董事數量，降低效益與決策品質，進而影響公司經營績效，也與外資持股呈負向關係且達顯著水準。
- 5、設置獨立董事與經營績效呈負向關係，均不顯著，顯示獨立董事尚未真正發揮功能，對公司產生預期的影響；但與三大法人持股比例則達顯著水準。
- 6、機構法人、外資持股比例與經營績效呈負向關係且達顯著水準，表示機構投資人及外資持股數越多，會以滿足自身利益為先，導致公司績效的下降。

6.2 研究建議

本研究受到若干限制，在後續研究中可納入考慮。

1. 本研究以九項變數衡量金控公司的治理程度，然尚有其他代表公司治理的變數，如2011年開放陸銀投資、金控體系內公司的交叉持股情形、經理人的薪酬等情況等因素，後續研究可納入探討其與相關變數之關係。
2. 本研究係以三家國內金控公司為主要的研究對象，可能無法將研究結果一般化到其他產業，未來研究可選擇其他產業之公司，進行相關變數之探討，並比較不同研究對象之分析結果的差異，可提供予投資人或管理者在制定決策時的參考依據。
3. 在研究方法的選擇上，本研究選擇量化的研究方法，以分析次級資料之方式，探討公司治理與經營績效之關係，後續研究者可嘗試使用其他研究方法，例如個案研究與專家訪談法等，以不同的角度深入探討相關議題，將有助於全盤了解影響金控公司治理成功與否的重要解釋因素。
4. 獨立董事制度有利於改進公司治理結構、加強公司的專業化運作、強化董事會的制衡機制、增加上市公司信息披露的透明度，惟我國獨立董事制度引進時間尚短，尚未發揮的預期效益，後續研究者可納入追蹤探討。

在參考國外經驗以及各方人士努力奔走之下，國內經濟政策產生與過去完全不同的政策，鼓勵金融機構合併、開放跨業經營，因為金融機構的大型化、全面化是不可逆的趨勢，尤其在加入WTO後，外商必定會挾其豐富的經營經驗及龐大的財務支援，進入國內瓜分金融市場資源與客源，若仍維持過去一貫的策略，定會造成本土金融機構的滅亡。但是金融控股公司並非解決台灣金融環境的萬靈丹，還是必須靠建立良好的公司治理機制，才能永續經營，因應未來國內外金融機構的競爭與挑戰。

參考文獻

中華公司治理協會 www.cga.org.tw/

- 王美華(2006)，公司治理機制與經營績效之關係研究－以台灣金融控股公司為例，朝陽科技大學財金研究所碩士論文。
- 王淑芬(2007)，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研究所碩士論文。
- 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。
- 余雪明(2002)，臺灣新公司與獨立董事(上)，萬國法律 123，63。
- 吳成豐(2010)，企業倫理的實踐，前程文化。
- 吳妙玲(2007)，台灣金控公司股權結構、董事會結構與經營績效關係之研究，國立臺北大學國際財務金融碩士在職專班研究所碩士論文。
- 吳當傑(2004)，公司治理理論與實務，財團法人孫運璿學術基金會。
- 李建成(2009)，我國壽險業之公司治理、風險承擔與經營績效關係之研究，朝陽科技大學保險金融管理研究所碩士論文。
- 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碩士論文。
- 林青弘(2007)，公司治理機制與公司績效－台灣營建業與銀行業之實證研究，朝陽科技大學財務金融研究所碩士論文。
- 林淑芬(2006)，獨立董監事機制對公司經營績效關聯性之研究－以台灣上市電子業為例，國立台北大學財務金融學研究所碩士論文。
- 邱厚銘(2004)，公司治理對經營績效與購併行為影響之研究－以金融控股公司為例，國立中山大學企業管理學研究所論文。
- 洪世炳(2004)，公司治理、股權結構與公司績效關係之實證研究，國立彰化師範大學商業教育學研究所碩士論文。
- 洪榮華、陳香如、王玉珍(2005)，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，12(3)，23-40。
- 徐燕山(2003)，公司股權結構、董事會組成結構以及財務政策與公司經營績效關係之研究，國立政治大學財務管理研究所碩士論文。

- 婁天威、陳信甫及洪瑞成(2011), 證交資料, 27-39。
- 張峻萍(1999), 公司監理與經營績效之關係, 臺灣大學會計學研究所碩士論文。
- 張雅琳(2003), 我國企業獨立董事機制與經營績效之關聯性研究, 大葉大學會計資訊研究所碩士論文。
- 莊宗憲(2004), 公司治理機制與公司經營績效之實證研究, 銘傳大學會計研究所碩士論文。
- 許淑鈴(2002), 所有權集中程度、董監事會組成特質與公司績效關係之研究, 嘉義大學管理研究所碩士論文。
- 許智超(2005), 公司治理與經營績效、企業價值之關聯性研究, 國立台北大學企業管理學系研究所碩士論文。
- 陳宏姿(2001), 董監事結構與企業財務績效關聯之研究, 國立政治大學會計研究所碩士論文。
- 陳美華及洪世炳(2005), 公司治理、股權結構與公司績效關係之實證研究, 企業管理學報, 65, 129-153。
- 陳婉菁(2008), 金控公司之公司治理與經營績效的關係, 國立中正大學財務金融研究所碩士論文。
- 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研究所碩士論文。
- 黃璟琦(2004), 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研究所碩士論文。
- 楊忠偉(2007), 公司治理與經營績效—以台灣上市(櫃)觀光旅館業之實證研究, 朝陽科技大學休閒事業管理研究所碩士論文。
- 楊俊中(1998), 股權結構與經營績效相關性研究, 國立台灣大學會計研究所碩士論文。
- 葉銀華、李存修及柯承恩(2002), 公司治理與評等系統, 商智出版社。
- 葉銀華及邱顯比(1996), 資本結構、股權結構與公司價值關聯性之實證研究—代理成本理論, 台大管理論叢, 7(2), 57-90。
- 廖秀梅、李建然及吳祥華(2006), 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, 54, 117-160。

趙莊敏及戴德昇(2006)，台灣股權結構、董事會特性與其經營成本效率之相關性研究，台灣金融財務季刊，7(3)，95-125。

劉家輝(2010)，資訊揭露、三大法人持股與公司經營績效之關聯性研究，國立臺北大學企業管理研究所碩士論文。

劉靜容(2002)，經理人股權與公司績效—內生轉換聯立方程模型之分析，淡江大學產業經濟學研究所碩士論文。

謝士偉(2004)，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碩士論文。

魏雅君(2006)，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，銘傳大學財務金融研究所碩士論文。

證券暨期貨市場發展基金會- www.sfi.org.tw/newsfi/

Agrawal, A. and C.R. Knoeber(1996),“Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shaerholders”, Journal of Finance and Quantitative Analysis, 31, 377-397.

Alkhafaji (1990), "Effective Boards of Directors: An Overview", Industrial Management and Data Systems, Vol. 90 Iss 4, 18 – 26.

Asian Corporate Governance Association, ACGA(2011),ACGA White Paper on Corporate Governance in Taiwan.

Asian Corporate Governance Association(2010), CLSA CG Watch 2010.

Bacon, J (1973), “Corporate Directorship Practices: Membership and Committees of the Board”, New York: The Conference Board and American Society of Corporate Secretaries.

Barnhart, S.W. and S. Rosenstein(1998), “Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: an Empirical Analysis”, The Financial Review, 33, 1-16.

Berle and Means(1932),“The Modern Corporation Private Property.New York, NY: Macmilian.

Blair, Margaret(1995), Ownership and Control- Rethinking Corporate Governance for the Twenty First Century, Washington D. C.: The Brookings Institution.

- Cadbury, A. (1999), "What Are the Trends in Corporate Governance? How Will They Impact Your Company?" *Long Range Planning*, 32, 12-19.
- Chandler, A.D. (1962), "Strategy and Structure : Chapters in the history of the American enterprise", Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- Chiang, H. T. (2005), "An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance", *Journal of American Academy of Business*, 6, 95-101.
- Dahlquist, M. and G. Robertsson (2001), "Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics," *Journal of Financial Economics*, 59, 413-440.
- Demsetz, H. and K. Lehn (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Demsetz, H. (1983), "The Structure of Ownership and The Theory of the Firm. s.l.", *Journal of Law and Economics*, 26, 375-394.
- Fama, E. F. (1980), "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fan, J. and T. Wong (2002), "Corporate Ownership Structure and Informativeness of Accounting Earnings in East Asia", *Journal of Accounting and Economics*, 33, 3, 401-425.
- Freeman and Redd (1983), "Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance", *California Management Review*, 25.
- Hudson, C.D., J.S. Jahera and W. P. Lloyd (1992), "Further Evidence on the Relationship between Ownership and Performance", *The Financial Review*, 27(2), 227-239.
- Jensen, M. C., and R.S. Ruback (1983), "The Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M.C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. s.l." *Journal of Finance*, 48, 831-880.

- Mak, Y. T. and Y.Li(2001), “Determinants of Corporate Ownership and Board Structure: Evidence from Singapore. s.l. ” *Journal of Corporate Finance*, 7, 236-256,
- Martin and Parker(1997), “The Impact of Privatisation: Ownership and Corporate Performance in the UK” , London: Routledge” .
- Millstein and MacAvoy (1998), “The active Board of Directors and Performance of the large Publicly Traded Corporations”, *Columbia Law Review* 98:1283-1321.
- Navissi, F. and V.Naiker(2006),“ Institutional Ownership and Corporate Value.”, *Managerial Finance*, 32, 247-256.
- OECD(1999), *Principles of Corporate Governance*.
- Oswald, S. and J. Jahera(1991), “The Influence of Ownership on Performance: an Empirical Study”, *Strategic Management Journal*, 12, 321-326.
- Pound, J. (1988), “Proxy Contests and The Efficiency of Shareholder Oversight ”, *Journal of Financial Economics*, 20, 237-265.
- Ross (1973), “The Economic Theory of Agency : The Principal’s Problem”, *American Economic Review* 63 : 134 —139.
- Salmon,W.J.(1993),“Crisis Prevention: How to Gear Up Your Board”, *Harvard Business Review* , 12, 76-91.
- Shleifer and Vishny (1997), *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Shleifer, A. and R.Vishny(1986), “Large Shareholders and Corporate Control. s.l. ” *Journal of Political Economy*, 94, 461–488.
- Stulz, R.(1988), “Managerial Control Of Voting Rights,Financing Policies and the Market for Corporate Control”, *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Yermack, D.(1996), “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors”, *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.
- Zahra, S. A.and J.A Pearce, II.(1989), “Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrated Model”, *Journal of Management*,15(2), 291-334.