

國立臺灣大學管理學院財務金融學系

碩士論文

Department of Finance

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis



公司治理對於公司營運績效之影響

The Impact of Corporate Governance on

Corporate Performance

曾瑋慈

Weicih Tseng

指導教授：王衍智 博士

Advisor: Yanzhi Wang, Ph.D.

中華民國 112 年 6 月

June, 2023

謝詞

在台大財金所兩年的時光轉瞬即逝，非常謝謝兩年以來師長以及同學的指導與幫忙，沒有大家的幫助我是沒有辦法順利完成這篇論文的。首先我想先感謝衍智老師，非常謝謝衍智老師的細心指導，能夠成為老師的學生真的太幸福了！我也想謝謝跟我一起完論文的夥伴彥傑，沒有你的幫助我真的會花費很多時間在整理資料，真的是有你真好。另外，我也想謝謝我的大學朋友信捷、采緹，一路上給了我很多前人的建議，讓我少走好多冤枉路，還常常跟我吃飯幫我確認進度，大感謝！最後，我想謝謝我的家人，因為有爸媽的支持我才能夠無後顧之憂讀完我的碩士，謝謝爸媽總是把所有資源毫無保留的付出在我這個任性的女兒身上，我也會繼續努力讓你們好好享福。回首從政大畢業到現在台大研究所畢業，一路上真的受到太多幫助，謝謝每個幫助過我的人，研究所的畢業其實也代表著即將進入人生的下一階段，期許自己的未來能夠順心順利！

曾瑋慈 謹誌於

國立台灣大學財務金融研究所

中華民國一百一十二年六月

公司治理對於公司營運績效之影響

曾瑋慈

國立臺灣大學財務金融研究所



摘要

本研究主要探討公司治理對於公司營運績效之影響，營運績效部分以資產報酬率（Return on Assets, ROA）、權益報酬率（Return on Equity, ROE）以及 Tobin's Q 作為衡量指標。另外，公司治理部分則分成五大項目，分別為董事會(Director)、透明度（Transparency）、公司所有權（Ownership）、薪資報酬（Compensation）以及競爭力（Competition），並依據台灣經濟新報所揭露之資訊，給予各項目不同的分數，透過迴歸分析來探討是否公司治理分數越高的公司其績效越高。本研究結果顯示，透明度、董事會以及競爭力變數對於資產報酬率並無顯著影響，而公司所有權越集中會對資產報酬率帶來負面影響，合理的薪資報酬則會為資產報酬率帶來正面影響。而在權益報酬率部分，透過迴歸分析發現，其結果與資產報酬率大同小異。最後，在 Tobin's Q 部分，本研究發現董事會對 Tobin's Q 之影響並不顯著，競爭力變數會帶來負面影響，而集中公司所有權、越高的透明度以及合理薪資報酬皆會對於 Tobin's Q 有正向且顯著之影響。

關鍵字：公司治理、公司治理地圖、董事會、透明度、競爭力、薪資報酬、公司所有權、營運表現。

The Impact of Corporate Governance on Corporate Performance

WeiCih Tseng
Department of Finance
National Taiwan University, Taiwan R.O.C

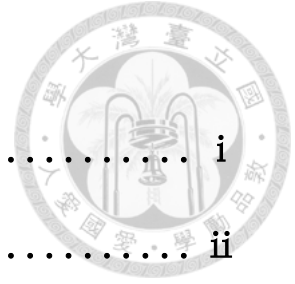


Abstract

This study explores the impact of corporate governance on corporate performance. The primary measure considered for the study are return on assets (ROA), return on equity (ROE), and Tobin's Q. In addition, the corporate governance part is divided into five items: Director, Transparency, Ownership, Compensation, and Competition. Based on information release from TEJ, different scores are given to each item where regression analysis is utilized to identify if companies with higher corporate governance scores have better performance. The results show that transparency, directors and competition have no significant impact on ROA and ROE, while ownership will hurt ROA and ROE. In contrast, compensation will have a positive impact on ROA and ROE. With respect to Tobin's Q measure, the study found that the impact of director on Tobin's Q is not significant, and competition will have a negative impact, while ownership, transparency and compensation will have a positive and significant impact on Tobin's Q.


Keywords: Corporate Governance, Corporate Governance Landscape, Directors, Transparency, Competition, Ownership, Compensation, Firm Performance.

目錄



謝詞.	i
中文摘要	ii
英文摘要	iii
第一章 前言	1
第二章 文獻回顧	3
第三章 資料與研究方法.	7
資料範圍與來源.	7
自變數定義.	7
自變數計算方法.	9
依變數定義.	10
第四章 敘述統計	12
第五張 實證結果	14
第六章 結論	20
參考文獻	22
附錄.	25


前言



過去幾年以來，隨著國際與國內資本市場的發展，公司治理意識也逐漸抬頭，尤其千禧年初的安隆（Enron）、世界通訊（WorldCom）等弊案，透過會計手法美化獲利數字，掩蓋公司虧損的事實，以上種種醜聞發生後，公司治理更是成為顯學。台灣自民國 87 年起也開始向國內公開發行公司宣導公司治理之重要性，並於民國 92 年時由行政院成立公司治理專案小組，推動公司治理相關法規的修訂。隨時間的推移，金融監督管理委員會也在民國 102 年發布了「2013 強化我國公司治理藍圖」，同年臺灣證券交易所也依據該治理藍圖，於 10 月 25 日設立了「公司治理中心」，全力推動我國資本市場公司治理發展之水平。然而，對於公司而言，執行公司治理相關措施所費不貲，且其投資成果不一定能轉化為公司營收成長，造成許多國內公開發行公司在執行公司治理時多有遲疑，鑒於此現象，多個關於公司治理對於公司績效影響之研究就此產生，如 Bhagat and Bolton（2008）指出首席執行長（CEO）不兼任董事長以及董事所有權（Ownership）公司治理項目與公司之資產報酬率（ROA）有正向顯著關係；Brown and Caylor（2004）指出公司高級管理者及董事薪酬（Compensation）與公司績效相關性最為顯著。

公司治理所涵蓋的面向相當廣泛，Gillan（2006）曾制定了公司治理框架，其認為公司治理中應涵蓋董事會結構、資本市場治理、薪酬激勵、董事和高管勞動力市場、所有權結構等等面向。而企業也依據不同面向提出對應方法，來實踐公司治理，例如公開透明的揭露公司資訊、組成完整有遠見的董事會，透過不同方法，讓企業與股東之間建立良好互信關係。當經營團隊落實應盡的責任，保障股東的合法權益的同時也兼顧利害關係人的利益，提升市場對於企業信心，也進一步帶動企業的營運績效的提升。


本研究的樣本採用 1980 年至 2021 年期間台灣經濟新報資料庫（Taiwan Economic Journal, TEJ）所涵蓋的台灣上市櫃公司，公司財務資料以及公司治理



分項同樣取自 TEJ 資料庫。公司治理分數是由公司治理五大分項編製而成，五大項目包含董事會(Director)、透明度(Transparency)、公司所有權(Ownership)、薪資報酬(Compensation)以及競爭力(Competition)，依變數為資產報酬率(ROA)、股東權益報酬率(ROE)以及 Tobin's Q，用來衡量公司之營運表現，藉由分析五大公司治理分數與資產報酬率(ROA)、股東權益報酬率(ROE)及 Tobin's Q 的關係，可以從中得知公司治理是否對於公司績效有影響。在控制變數部分，本研究以公司規模、公司成立年限、現金佔總資產比例(Cash Ratio)、負債佔總資產比例(Leverage)及有形資產比例(Tangibility)作為控制變數。


從過去有關公司治理的研究中發現，大部分學術研究僅將公司治理限制於某一特定方向來進行分析，例如：董事會的結構組成、董事與高管的薪酬、所有權等等。然而公司治理所涵蓋之面向相當廣泛，不同學者對於公司治理應涵蓋的項目也有不同見解。整體而言，過去研究中衡量公司治理的項目並不全面，對於能真正影響公司治理績效的項目也各說紛紜。因此，本研究參考過去學術研究後，將公司治理項目分為五大種類，分別為董事會(Director)、透明度(Transparency)、公司所有權(Ownership)、薪資報酬(Compensation)以及競爭力(Competition)，來探討各項目對於公司績效影響，並進一步以時間進行拆分，從中去思考究竟隨著台灣公司治理的發展，哪個公司治理項目在近年對於提升公司績效最顯著，是目前台灣企業可以去執行的方向，由研究結果建議政府未來法規的制定方向。

文獻回顧



公司治理為一種指導及管理企業的機制，可以有效的減少股東與經營團隊的利益衝突，透過規範企業落實經營者責任，保障股東權益以及兼顧利害關係人之利益。先前有多位學者針對公司治理都有不同定義，例如 Shleifer and Vishny(1997)認為公司治理是公司的資金提供者確保自己獲得投資回報的手段，他們指出投資者的法律保護和集中所有權的控制是公司治理重要的要素，可以協助投資人回收資金，解決代理問題。另外，Gillan and Starks (1998)則將公司治理定義為一種控制公司運營的法律、規則系統。而 Gillan (2006)則針對分散的公司治理定義開發一公司治理框架，之中涵蓋了董事會結構、資本市場治理、薪酬激勵、代理成本、董事和高管勞動力市場、所有權結構等等方面。

除了針對公司治理定義各說紛紜外，多項研究也由公司的角度出發，思考企業實行公司治理相關措施投資的誘因。由於公司治理相關投資對企業而言所費不貲，且投資成果不一定能成功轉化為公司營收成長，而造成許多國內公開發行公司在執行公司治理時多有遲疑。多位學者因為對公司治理對公司績效的影響感到興趣，開始進行相關研究。Bhagat 和 Bolton (2008)發現，不兼任總經理和董事長，以及董事所有權等公司治理項目與公司營運績效 (ROA) 呈正向顯著相關。Brown 和 Caylor (2004)也發現高管和董事的薪酬與公司績效最相關。然而，不同學者對公司治理應涵蓋範圍有不同的看法，這是因為公司治理的面向過於廣泛。在 Gillan (2006) 的公司治理框架也發現了這一現象。因此，大部分學術研究只關注某一個特定方面，例如董事會的結構、高管和董事的薪酬以及所有權等。總體而言，過去的研究中，公司治理所包含的項目並不全面，且對於真正影響公司治理績效的項目各自說法不一。因此，本研究參考過去學者的相關研究，將公司治理項目分為五大類，包括董事會 (Director)、透明度 (Transparency)、公司所有權 (Ownership)、薪資報酬 (Compensation) 以及競爭力 (Competition)，以探討每個項目對公司績效的影響。下文將分別回顧這五個方面的相關文獻。



首先，從董事會（Director）項目來看，Jensen（1993）認為董事會是公司內部控制制度中最優秀的治理機制。董事會的法律責任義務往往繁多且要求嚴苛，因此在公司治理中董事會經常扮演著一個重要的角色，其責任包含僱用和解僱高層管理人員、評估和決定重大收購、開展定向政策、對公司的行為承擔最終責任等等。此外，由於董事會是股東控制管理層的唯一手段，因此 Hermalin and Weisbach（1991）認為董事會制度有助於解決組織管理中固有的代理問題。而在董事間互動有限的問題上，Vafeas（1999）指出董事會會議的頻率是針對董事間互動有限問題的有效補救措施。最後，從董事會結構對公司價值的影響層面來看，Black and Kim（2011）認為董事會的結構改革可以對新興市場的公司市場價值產生正面影響，同時也能夠對公司營運表現帶來正向影響；Dahya（2008）則認為由於獨立董事會可以有效地遏制代理問題，因此可以帶領公司取得更好的業績表現。由以上文獻可以得知，當董事會結構愈完善，則對於公司績效會有正面影響。

從透明度（Transparency）項目來看，Millar（2005）指出透明度有助於公司治理，由於管理階層執行業務決策的相關依據都會需要揭露給大眾，因此管理團隊的誘惑受到防範。Bauwhede and Willekens（2008）也提出公司提高透明度有助於恢復大眾對資本市場的信任，由於公司所有權和控制權分離會產生股東與經營團隊之間有訊息不對稱的現象，因此企業揭露公司治理相關訊息可以有效減少代理成本，並提高投資者對於公司會計報告的信心。此外，Liu, Li and Lin（2022）指出更高的透明度可以為投資人帶來更全面的訊息，因此投資人的風險可以得到有效控制，隨投資者信心增強，企業價值能進一步提升。因此，藉由以上研究發現，當公司透明度越高，則越能提升企業價值。

接著，在公司所有權（Ownership）項目上，Joh（2003）指出所有權集中度越低的企業，其公司的盈利能力也越低；Singh and Davidson III（2003）認為管理階層擁有之所有權比例越高，則越能夠解決公司的代理問題，也因此公司治理表現越好。Morck, Shleifer and Vishny（1988）也指出隨著管理階層所有權的增加，公司的市場價值也會隨之提升。另外，在家族企業上，Bennedsen（2007）指

出家族企業中若是由家族繼任者成為高級管理者，則公司價值則會降低。因此，由以上文獻可以得知，若公司所有權越高，則公司價值則能有所提升。

而就薪資報酬 (Compensation) 上來看，Core et al. (1999) 認為過高的管理階層薪資水平即反映了管理者鞏固職位，以及公司治理機制的問題，因此當管理階層領取過高薪資報酬，則該公司表現較差。Bebchuk and Fried (2004) 指出，在薄弱的公司治理結構下，有權勢的首席執行長能夠控制自己的薪資水平，造成較差的公司治理。另外，管理者與股東所追求的目標可能會有不一致的問題，管理者只想要追求最大化個人利益，而忽略股東想讓公司價值最大化的想法，例如，Jensen (1988) 提出帝國建立的想法，指出管理者可能比起經營盈利情況良好的公司，反而對於經營大型公司會較有興趣，因此造成股東利益受到損害。藉由以上研究發現，當公司管理階層所領取之薪資報酬越高，則公司營運表現越差。

最後，在競爭力 (Competiton) 變數來看，Ammann, Oesch and Schmid (2013) 提出，當公司所處的產品市場競爭程度越大，則公司價值越能有效提升，主要是由於公司終端產品市場的競爭壓力，能夠有效對管理者施加壓力，進而最大化公司價值。此外，Luo, Zhou and Shon (2016) 提出公司若越善待員工也能提升公司競爭力，並提升公司營運績效。綜合以上研究可以發現，當公司競爭力越強，則公司營運表現越好。

在控制變數部分，本研究以本研究以公司規模、公司成立年限、現金佔總資產比例 (Cash Ratio)、負債佔總資產比例 (Leverage) 及有形資產比例 (Tangibility) 作為控制變數。其中在公司規模部分，Fama and French (1995) 提出公司規模大小會顯著影響企業獲利能力，即公司規模越大則權益報酬率也會越大，反之，公司規模越小權益報酬率也會越小。另外，在負債佔總資產比例部分，Modigliani and Miller (1963) 指出由於舉債具有稅盾 (tax shield) 效果，因此若公司舉債越高，能節省的稅務支出就越多，企業價值也能提升。因此本研究將公司規模與負債佔總資產比例納為控制變數。

以下章節將針對五大自變數的組成邏輯，以及資料採計之範圍與來源進行更深入的說明。



資料與研究方法



一、資料範圍與來源

本研究依照董事會、透明度、公司所有權、薪資報酬、競爭力五大項目進行各企業的公司治理分數計算，並利用台灣經濟新報（TEJ）提供的資料庫取得各企業的公司治理分項資訊。評分範圍以台灣所有上市上櫃企業為主，總共選取 1,759 間台灣上市櫃企業，依照台灣經濟新報之產業別分類來看，本研究樣本總共跨及 90 個產業，包含半導體、消費性電子、金融控股、壽險業、產險業等。

樣本期間使用自 1980 年至 2021 年，總共 42 年的上市櫃年度資料，另由於 2022 年多間企業的相關資料尚未揭露，因此本研究之樣本期間僅取至 2021 年。


二、自變數定義

本研究之自變數為公司治理之五大項目，分別為董事會、透明度、競爭力、薪資報酬以及公司所有權。每個項目都是由不同分項所組成，在分項資料處理上，若該分項資料頻率為月或是季資料，會採用當年度的出現次數平均做計算；在薪酬等與金額相關的細項，以台灣的消費者物價指數（CPI）進行調整；人數相關的變數也會按照公司規模調整，將數值除以公司的資產大小。以下將針對各項目的組成與分項定義進行更詳細的介紹：

（一）董事會（Director）

附錄表格一為董事會變數所組成之分項敘述。董事會變數的組成分項主要是由董監結構、董事與高管職能等相關面向所組成。在資料定義上，藉由文獻回顧本研究推論，若有董事長兼任總經理，抑或是最終控制者及其家族成員出任董事長、總經理，以及經理人內部化比率過高的情況下，對於公司治理有負面影響。因此依照本研究所計算之公司治理分數標準來看，下述的四個分項：董事長內部化、總經理內部化、經理人內部化比率，其數值越高，則該公司董事會變數之分數會越低。

（二）透明度（Transparency）



附錄表格二為透明度變數所組成之分項敘述。透明度變數的組成分項主要是由財報及盈餘品質、審計品質等相關面向所組成。在簽證意見類型分項上，總共分為五種類型，包含以下：A：無保留意見、B：保留意見、C：無法表示意見、D：否定意見、E：修正式無保留意見，本研究僅保留 A：無保留意見及 E：修正式無保留意見。而在是否為大型事務所之分項上，本研究依照台灣經濟新報提供之大型會計師事務所名單進行分類，包含：勤業眾信（Deloitte & Touche）、安侯建業（KPMG）、資誠（Pricewaterhouse Coopers）以及安永（Ernst & Young）。另外，本研究從過去文獻推論出，若公司財報重編次數過多、稅後淨利差比率以及資產總額差過大之情況下，對於公司治理會有負面影響，因此若上述三個分項數值越大則該公司之透明度變數分數越低。

（三）競爭力（Competition）

附錄表格三為競爭力變數所組成之分項敘述。本研究將競爭力變數定義為能加強公司本身競爭力的項目，即競爭力變數的分數越高，代表公司越有競爭力、公司治理越好。舉例來說，若公司員工平均年資越高，代表公司越善待員工進而使公司本身越有競爭力，因此公司治理程度也越好。而資料定義部分，在社會責任事件此分項的採納上，主要會去參考公司當年度公司治理（G）相關的負面新聞，若事件包含：延遲公告、依主管機關要求補充公告、公告不實、自結數差異、災害或其他意外導致停（復）工或損失、公平交易與反壟斷問題、裁員（含無薪假）或是董監高管個人違法，即視為該年度公司有發生社會責任事件。另外，本研究從文獻回顧部分推論出，若公司有會計師異動次數過高、社會責任事件的發生以及員工流動率過高之情況，則代表公司之競爭力愈低落。因此當以下三個變數：會計室異動次數、社會責任事件、員工流動率越高時，競爭力變數的分數會越低。

（四）薪資報酬（Compensation）

附錄表格四為薪資報酬變數所組成之分項敘述。薪資報酬變數主要是以董監酬勞之相關面向編製而成，本研究自文獻回顧推論出當公司董監事、總經理等高

管領取之酬勞越高，可能對於公司治理會有負面之影響。因此以下變數：全體總薪酬佔淨利比率、董監事酬勞佔淨利比率、董監事平均每位酬勞、總經理/副總酬勞佔淨利比率、總經理/副總平均薪金以及員工分紅佔稅前淨利比率在數值越高時，薪資報酬變數之分數會越低，即代表該企業公司治理分數越低。此外，本研究也推論當公司給予員工分紅愈多，員工會更有動力進行生產，生產力會提升，此舉對於股東有利。因此本研究將員工分紅佔稅前淨利比率納入為組成薪資報酬的分項之一，若此分項數值越高，薪資報酬變數分數越高，表示該公司公司治理做的越好。

(五) 公司所有權 (Ownership)

附錄表格五為公司所有權所組成之分項敘述。公司所有權變數以股權結構等相關面向進行分項的選擇，本研究由文獻回顧推論出，當公司董監事、經理人持股比例越高時，代表董監事內部向心力愈強，因此對公司治理能帶來正向之影響。另外，在控制持股比率部分，本研究將控制持股定義為，由持股最上層、對公司決策具有最大影響力之群體即最終控制者所控制之持股比率。當控制持股比例越大時，代表對公司決策有最大影響力之群體與公司的利益掛勾越深，其利益與股東越趨一致，也因此當此分項數值越高時，公司所有權變數之分數也越高。

三、自變數計算方法

如上所述，五個自變數項目都是由多個分項所組成，而根據不同企業不同的公司治理程度，每個自變數項目都會有其對應分數，此分數即是由其相關分項所加總而成。以下將通過簡單例子進行說明：

首先，在分項的分數計算上，本研究會先將各分項數值依據產業及年度進行標準化，並且將分項分為好與壞兩類，好的類別表示分項數值越高對於公司治理能帶來正向影響，而壞的類別則表示分項數值越高對於公司治理能帶來負向影響。從附錄表格六與附錄表格七可以發現，本研究先將附錄表格六中之原始數據進行標準化後得出附錄表格七，同時進行好項與壞項的分配。例如附錄表格七中，本研究認為員工流動率越高對於公司治理會有負項影響，因此將之歸類於壞項，即

分數越高對公司治理越不好。

接著，若公司之分項數值大於整體數值中位數的話則該分項分數會是 1 分，反之，若是該公司分項數值小等於中位數的話，則該分項分數會是 0 分。壞項部分，若公司之分項數值大於整體數值中位數的話則該分項分數會是 0 分，反之，若是該公司分項數值小等於中位數的話，則該分項分數會是 1 分。因此，由附錄表格八可見，台泥 2000 年與 2001 年之員工流動率項目數字皆小於中位數，因此為 1 分。而員工平均年資項目由於數字皆大於中位數，因此為 1 分。

在透過以上處理後，則會將各公司好與壞兩類的分數進行加總，加總之分數及為各自變數項目之分數。

四、依變數

(一) 資產報酬率 (ROA)

資產報酬率 (ROA) 主要衡量公司資產使用效率，以及衡量公司運用資產創造利潤的能力，若資產報酬率越高則代表公司資產運用的效率越好，具有良好的獲利能力。在計算方法上，本研究透過公司稅後淨利 / 資產總額進行計算。此外，在迴歸式分析中，本研究以 T+1 期的變動值進行計算，舉例來說，若是以第 T 期公司治理分數作為自變數，則依變數會使用 T+1 期的資產報酬率減去 T 期的資產報酬率。

(二) 權益報酬率 (ROE)

權益報酬率 (ROE) 主要衡量公司利用股東權益產生獲利的能力，若權益報酬率越高則代表公司權益運用效率越高。本研究以公司稅後淨利 / 股東權益總額的方法進行權益報酬率之計算。在迴歸式分析中，本研究以 T+1 期的變動值進行計算，舉例來說，若是以第 T 期公司治理分數作為自變數，則依變數會使用 T+1 期的權益報酬率減去 T 期的權益報酬率。

(三) Tobin's Q

Tobin's Q 主要衡量公司市場價值對其資產重置成本的比率，反映一家企業兩種不同價值估計的比值。其中，公司市場價值式包括公司股票的市價和債務資

本的市場價值，而重置成本是指當天要買下所有上市公司的資產所需的資金。本研究所使用的 Tobin's Q 來自 TEJ 資料庫，而 TEJ 資料庫之 Tobin's Q 計算方法為： $(\text{公司當季季底普通股市值} + \text{長短期借款}) / \text{資產總額}$ ，若季底無資料時，以最近交易日之市場價值代替。在迴歸式分析中，本研究以 T+1 期的數值進行計算，舉例來說，若是以第 T 期公司治理分數作為自變數，則依變數會使用 T+1 期的 Tobin's Q。

敘述統計與分析



本節將針對本研究所包含之各項變數進行敘述統計分析，以下將採用時間序列方法進行分析。首先，本研究分別將各變數每五年進行平均，並且依照數值變化繪製成表二的總體公司治理地圖，每列最低數值以紅色進行填色，最高數值以藍色進行填色。由表二結果可以發現，董事會變數以及競爭力變數的每五年平均分數由較深的紅色逐漸轉為較深的藍色，表示隨著時間演進，台灣上市櫃公司之董事會結構、競爭力等等都已經非常完善。而從公司所有權變數以及透明度變數的每五年平均分數演進可以發現，由分數較低的紅色轉為深藍色後，於 2020-2014 年區間分數開始下跌，表示近年來在公司所有權以及透明度部分有所惡化，但與 1990-1994 年的區間相比，表現仍較佳。最後，從薪資報酬變數的演進可以發現，2020-2021 年區間的分數最低，顯示近年公司治理的薪資報酬面向惡化。

接下來，本研究進一步將公司以不同產業劃分，來分析不同產業下之公司治理地圖演進。本研究主要細分為三大台灣主要產業，分別為金融業、半導體產業以及石化重工業，劃分依據以 TEJ 的產業分類為主。舉例來說，在石化重工業劃分上，是將 TEJ 資料庫中 M13 開頭之代碼加總，也就是將石化業、塑膠製品業、輕油製解業的公司各變數每五年相加平均，並解依據各區間變化繪製出各產業之公司治理地圖。

首先，從表三金融業的公司治理地圖來看，本研究發現除了薪資報酬變數於近年表現最差外，其餘董事會變數、公司所有權變數、競爭力變數以及透明度變數的表現，相對於其他年限區間均較為優異。顯示在這些公司治理項目上，金融產業皆已經近乎完善，僅有董監事、總經理領取之薪資報酬部分仍有改善空間。

從表四半導體產業的公司治理地圖結果顯示，在薪資報酬變數部分，半導體產業與金融產業相同，近年來都有董監事等高管薪酬領取過高的問題。因此導致其 2020-2021 年區間薪資報酬分數數值相比其他區間低，而透明度變數部分則與金融產業不同，半導體產業之透明度變數近年來有逐漸惡化的現象。另外，競爭

力變數、董事會變數則與總體公司治理地圖演進相似，分數由較低分的紅色轉為深藍色，顯示逐年改善並完善的情況。

最後，從表五的石化重工業的公司治理地圖發現，與總體、金融產業、半導體產業公司治理地圖不同。在薪資報酬變數上，石化重工業於 2020-2021 年區間分數有顯著改善的情況。而董事會變數則與總體、金融產業、半導體產業公司治理地圖相同，都是有顯著的顏色變化，由深紅逐漸過渡為深藍，顯示在董事會變數部分，無論是金融產業、半導體產業或是石化重工業都有非常顯著的改善。

實證結果



本研究以下列迴歸式驗證假說：

$$\begin{aligned} \text{資產報酬率} = & \beta_0 + \beta_1(\text{董事會}) + \beta_2(\text{透明度}) + \beta_3(\text{競爭力}) + \beta_4(\text{薪資報酬}) + \\ & \beta_5(\text{公司所有權}) + \beta_6(\text{公司規模}) + \beta_7(\text{公司成立年限}) + \beta_8(\text{有形資產比例}) \\ & + \beta_9(\text{現金佔總資產比例}) + \beta_{10}(\text{負債佔總資產比例}) + u \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{權益報酬率} = & \beta_0 + \beta_1(\text{董事會}) + \beta_2(\text{透明度}) + \beta_3(\text{競爭力}) + \beta_4(\text{薪資報酬}) + \\ & \beta_5(\text{公司所有權}) + \beta_6(\text{公司規模}) + \beta_7(\text{公司成立年限}) + \beta_8(\text{有形資產比例}) \\ & + \beta_9(\text{現金佔總資產比例}) + \beta_{10}(\text{負債佔總資產比例}) + u \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{Tobin's Q} = & \beta_0 + \beta_1(\text{董事會}) + \beta_2(\text{透明度}) + \beta_3(\text{競爭力}) + \beta_4(\text{薪資報酬}) + \\ & \beta_5(\text{公司所有權}) + \beta_6(\text{公司規模}) + \beta_7(\text{公司成立年限}) + \beta_8(\text{有形資產比例}) \\ & + \beta_9(\text{現金佔總資產比例}) + \beta_{10}(\text{負債佔總資產比例}) + u \end{aligned} \quad (3)$$

公司營運績效分別以資產報酬率、權益報酬率以及 Tobin's Q 為衡量標準，其中資產報酬率與權益報酬率以每年的增減進行調整，自變數部分如同先前章節所述，是依照各公司的公司治理分項情況給予對應分數。舉例來說，若是公司透明度越好，則透明度變數的項目分數也會越高；而公司規模、公司成立年限、有形資產比例 (Tangibility)、現金佔總資產比例以及負債佔總資產比例以上變數，則是做為控制變數。

表六為基本迴歸結果，第一欄位部分是以資產報酬率 (ROA) 做為被解釋變數，來衡量不同企業營運績效，第二欄位部分則是進一步加上控制變數。結果顯示，無論是否加上控制變數，董事會變數、透明度變數以及競爭力變數對於資產報酬率之影響在 1% 的顯著水準下皆不顯著。而在薪資報酬、公司所有權變數部分，對於資產報酬率的影響在 1% 的顯著水準下則都是顯著的，且第二欄加上控制變數的結果顯示，薪資報酬變數的係數為正 (0.0038)，表示若公司董監事所領取的薪酬越低，則越能提升公司資產報酬率。另外，在欄一與欄二之公司所有權變數為負數，分別為 -0.0019 以及 -0.0018，表示當公司董監事、經理人持股比例

越高，對於公司的資產報酬率會有負面影響，因此本研究推測，若公司經理人持股越低，公司的資產報酬率則能夠有所提升。第三欄位與第四欄位部分則是以權益報酬率（ROE）做為被解釋變數，來衡量公司營運績效，第四欄位部分則多加入控制變數。結果顯示競爭力變數在 5% 顯示水準下顯著，係數為 0.0009，表示當公司所發生過的公司治理相關新聞事件越少，則公司競爭力越強，權益報酬率能因此提升。此外，薪資報酬變數同樣為正，並在 1% 的顯著水準下保持顯著，係數為 0.0078，顯示當公司高管所領取的薪酬越低，公司的權益報酬率能提升，而我們也可以從欄位四發現到公司所有權變數的係數為負，表示當公司最終控制者所控制之持股比率越高，則公司的權益報酬率越低。第五欄位與第六欄位部分是以 Tobin's Q 作為被解釋變數，結果顯示競爭力變數的係數分別為 -0.0241 以及 -0.0291，並在 1% 的顯著水準下顯著，表示若公司競爭力越強，對於公司 Tobin's Q 會有負向影響。另外，欄位六之薪資報酬變數以及公司所有權變數在 1% 的顯著水準下也都是呈現顯著，且與被解釋變數有正向關係，薪資報酬變數的係數為 0.0237，表示當公司董監事、總經理/副總之酬勞佔淨利比率越低，則越能提升公司的 Tobin's Q 大小。而公司所有權變數係數為 0.0126，表示當公司所有權結構越集中，公司董監事、經理人持股比例越高時，代表董監事內部向心力愈強，Tobin's Q 的數值也會越高。

接下來，本研究進一步將各變數加總，形成公司治理分數，並以總分作為自變數，來探討公司治理對於公司營運績效之影響，本研究將以以下迴歸式進行驗證：

$$\begin{aligned} \text{資產報酬率} = & \beta_0 + \beta_1(\text{公司治理總分}) + \beta_2(\text{公司規模}) + \beta_3(\text{公司成立年限}) + \\ & \beta_4(\text{有形資產比例}) + \beta_5(\text{現金佔總資產比例}) + \beta_6(\text{負債佔總資產比例}) + u \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} \text{權益報酬率} = & \beta_0 + \beta_1(\text{公司治理總分}) + \beta_2(\text{公司規模}) + \beta_3(\text{公司成立年限}) + \\ & \beta_4(\text{有形資產比例}) + \beta_5(\text{現金佔總資產比例}) + \beta_6(\text{負債佔總資產比例}) + u \end{aligned} \quad (5)$$

$$\text{Tobin's } Q = \beta_0 + \beta_1(\text{公司治理總分}) + \beta_2(\text{公司規模}) + \beta_3(\text{公司成立年限}) + \beta_4(\text{有形資產比例}) + \beta_5(\text{現金佔總資產比例}) + \beta_6(\text{負債佔總資產比例}) + u$$

(6)

表七的第一欄位是以資產報酬率為被解釋變數，用來衡量公司治理總分變數對公司營運績效表現。第二欄位則是加上控制變數，結果顯示無論加上控制變數與否，公司治理總分在 1% 的顯著水準下都保持顯著，係數部分也都顯示為負，表示當公司治理分數越高，反而會降低公司的資產報酬率。本研究推測會有此結果，主要是由於組成分項中的公司所有權變數，其對資產報酬率負向的影響過於顯著，因此使加總後的公司治理總分變數係數為負。欄位二加上控制變數後之公司治理總分係數數值仍為負數，數值顯示為-0.0002。欄位三與欄位四部分則是以權益報酬率做為被解釋變數，結果顯示欄位四加上控制變數後，公司治理總分之係數為 0.00005，與第三欄位位加上控制變數時相比，該係數由負轉為正，表示公司治理總分越高對於權益報酬率也會有所提升，但於 1%、5%、10% 的顯著水準下都並不顯著。欄位五與欄位六是以 Tobin's Q 來衡量公司治理營運績效，欄位六的公司治理總分係數為正，數值為 0.0016，並於 10% 的顯著水準下顯著，表示公司治理總分能夠對 Tobin's Q 的產生正向顯著影響。

本研究進一步在各迴歸模型中加入了固定效果，分別加入產業效果、時間效果，以及同時固定以上兩者效果，來分析董事會、透明度、競爭力、薪資報酬、公司所有權、公司治理總分以上自變數對於不同被解釋變數的影響。

表八各欄位的迴歸式皆是以資產報酬率作為被解釋變數，欄位一與欄位二在迴歸模型中固定了產業效用，從結果來看，與表六的欄位二以及表六的欄位二結果相比，固定產業效果後之結果並無明顯差異。而表八的欄位三和欄位四則是固定了時間效用，欄位三的競爭力變數在固定了時間效用後，與未固定時間效用之結果相比，由原先之 10% 顯著轉為不顯著；欄位四之結果則與未加入時間效用的迴歸模型相比並無顯著差異。最後，欄位五與欄位六則是同時固定了產業與時間效用，同樣的，表八欄位五之結果與表六欄位二未固定任何效用之結果相比，競

爭力變數由原先之 10%顯著轉為不顯著，其餘薪資報酬變數以及公司所有權變數則仍保持在 1%顯著水準下顯著。另外，表八欄位六的迴歸結果與表七欄位二的結果相比並無顯著差異，公司治理總分在 5%的顯著水準下皆保持顯著。

表九的欄位一至欄位六都是以權益報酬率作為迴歸變數，欄位一與欄位二部分皆固定了產業效用，從結果來看，與未加入產業效用的迴歸式相比，透明度變數在固定了產業效用後由 10%顯著轉為不顯著，而公司所有權變數以及薪資報酬變數則在 1%的顯著水準下仍保持顯著。欄位三與欄位四都固定了時間效用，和表六的欄位四以及表七的欄位四結果相比，本研究發現除了透明度變數由 10%顯著水準轉為不顯著之外，競爭力變數也由原先之 5%顯著水準下顯著轉為不顯著。最後，在欄位五與欄位六部分同時固定了時間與產業效用，與未加入固定效用的表六欄位四結果比較，本研究發現除了透明度變數由 10%顯著水準轉為不顯著，且競爭力變數也由原先之 5%顯著水準下顯著轉為不顯著。而表九之欄位六與未固定任何效用之迴歸結果相比較，顯示之結果並沒有顯著不同，公司治理總分變數無論在 1%、5%、10%顯著水準下皆不顯著。

表十是以 Tobin's Q 作為被解釋變數，欄位一與欄位二在迴歸式中固定產業效用，其結果與未加入固定效用之迴歸式相比，透明度變數之係數由負數轉為正數，但仍保持 1%顯著。而在第三欄位固定了時間效用後，本研究也發現，與表六未固定時間效用的欄位六相比，董事會變數在 10%的顯著水準下由顯著轉為不顯著，係數也由正數轉為負數，另外，透明度變數仍保持 1%顯著，但其係數由負數轉為正數。表示在固定時間效用後，隨著公司的重編次數越少，Tobin's Q 的數值越高。而欄位四則是在公司治理總分對 Tobin's Q 影響之迴歸式固定了時間效用，結果顯示公司治理總分變數在 1%的顯著水準下由不顯著轉為顯著，係數為 0.0152，表示公司治理總分越高越能顯著提升 Tobin's Q 大小。欄位五與欄位六部分則是同時固定了時間與產業變數，從結果部分發現，和未固定任何效用的表六欄位六相比，表十欄位五的透明度變數之係數由負數轉為正數，但在 1%顯著水準下仍保持顯著，而就公司所有權變數與薪資報酬變數部分來看，其與未

固定任何效用之迴歸式結果相比，一樣仍保持顯著。而欄位六的公司治理總分變數與未加入固定效用之表七欄位六相比，也從在 1% 的顯著水準之下不顯著轉為顯著。

以 Tobin's Q 為依變數進行分析，並加上固定產業與時間效果後發現，除了幾項公司治理項目係數有所變化外，多個公司治理項目皆保持顯著。接下來本研究想進一步依照時間序列進行分析，將結果每五年進行拆分，並且計算出每個變數的貝他值 (Beta) 進行變數之間的比較，了解不同變數對於 Tobin's Q 影響程度大小，而由於目前資料僅能蒐集至 2021 年為止，因此最後的區間僅採用兩年來進行分析。

表十一為 Tobin's Q 時間序列之迴歸模型，從結果來看，本研究發現 1995~1999 區間以前多個分項分數為 0。推測是因為台灣的上市櫃公司在該區間之前公司治理意識仍未抬頭，因此董事會變數、薪資報酬變數、公司所有權變數分數皆為 0。但隨著民國 87 年以來，台灣政府積極推動公司治理、向上市櫃公司宣導公司治理之重要性，可以從表十一結果明顯發現，多個公司治理分項開始對於營運績效帶來影響。首先，從董事會變數發現，由於 2002 年台灣主管機關引進並推動獨立董事制度，因此 2000~2004 年區間資料顯示董事會變數能顯著提升公司 Tobin's Q。然而隨著董事會效能的強化、董事會成員的多元化組成，董事會對於 Tobin's Q 的影響也越趨不顯著。而從薪資報酬變數的變化趨勢發現，於 1995~1999 區間開始，薪資報酬越高，則 Tobin's Q 也會顯著提升，但此現象僅維持至 2005~2009 年區間。自 2010~2014 區間開始，薪資報酬變數對於 Tobin's Q 的影響不再顯著。本研究發現公司所有權變數也有相同狀況，自 1995~1999 區間開始，公司所有權越集中則 Tobin's Q 越高，但隨著台灣整體公司所有權結構皆逐漸穩固，此變數對於 Tobin's Q 的影響也越趨不顯著。最後，從公司治理總分變數變化來看，同樣的，在 1995~1999、2000~2004、2005~2009 以及 2010~2014 以上區間，公司治理總分對於提升 Tobin's Q 有顯著幫助。但是近年來隨著公司治理各項措施越趨成熟，多間企業都積極完善公司治理面向，因此本研究推測，

目前台灣的上市櫃公司很難再透過公司治理的改善去提升公司營運績效(Tobin's Q)。



結論

隨著國際與國內資本市場的發展，企業規模日益擴大，有時會產生公司管理者為了圖利自身而忽略股東權益之情形。若公司董監事結構過於鬆散，董監事無妥善發揮應盡之監督與管理責任，或是公司揭露資訊過少、給予高階管理者的薪資報酬過高，則可能會產生代理問題，對公司營運績效產生不利影響。本研究主要探討公司治理各項目對於公司營運績效的影響，有別於以往公司治理對營運績效影響之文獻，本研究將公司治理分為五個面向來思考。分別為董事會、透明度、競爭力、薪資報酬、公司所有權，以這五大項目來分析與公司營運績效指標，資產報酬率、權益報酬率以及 Tobin's Q 彼此間之關係。研究結果顯示透明度、董事會、競爭力變數對於公司資產報酬率及權益報酬率都不會有顯著的影響；薪資報酬不合理以及所有權過於集中之企業，則會對公司資產報酬率、權益報酬率產生顯著負面影響。另外，Tobin's Q 部分，本研究發現董事會變數對 Tobin's Q 之影響並不顯著，而隨著固定住產業與時間效果後，透明度變數對於 Tobin's Q 之影響轉為正向且顯著。競爭力變數則會帶來負面顯著影響，而公司所有權以及薪資報酬變數皆會對於 Tobin's Q 有正向且顯著之影響。

由以上結果，本研究推論董事會的完善已經無法再提升公司獲利能力與公司價值，但合理的薪資報酬可以同時提升公司獲利能力以及公司價值。增加公司透明度雖然無法提升公司獲利能力，卻能促使公司減少投資高風險的策略，因此能提升公司價值。而在公司所有權變數部分本研究發現，當公司所有權越集中時雖然會降低公司獲利能力，但是卻能提升公司價值。本研究推測是由於當公司經理人持股比例越高時，代表經營團隊的自身利益與公司利益關聯程度越大，因此會避免採用高風險策略，風險降低帶動加權平均資金成本降低，因此公司價值提高，但同時由於所承擔之風險較少，因此獲利也隨之降低。另外，競爭力越高無法顯著提升公司獲利能力，但是卻讓企業更願意採用高風險策略，導致加權平均資金成本上升，降低公司價值。另外，本研究以時間序列迴歸模型拆分 Tobin's Q 之

迴歸結果後，本研究發現目前台灣的上市櫃公司很難再透過公司治理的改善去提升公司價值。

最後，由於本研究在薪資報酬變數之定義上，是以代理成本的看法為主，因此後續的相關研究或許能夠以另外一種說法來定義薪資報酬，即薪資越高越能有效提升公司治理。除此之外，在思考公司治理與營運績效之間的關係時，本研究僅以整體上市公司數據來進行研究，未來研究則或許可以將產業進行細分，以金融業、半導體等產業資料來進行分析。

參考文獻



Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2013). Product market competition, corporate governance, and firm value: Evidence from the EU area. *European Financial Management*, 19(3), 452-469.

Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2004). *Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation*. Harvard University Press.

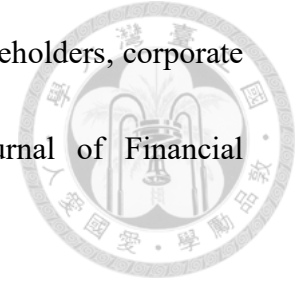
Bennedsen, M., Nielsen, K. M., Pérez-González, F., & Wolfenzon, D. (2007). Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance. *The Quarterly Journal of Economics*, 122(2), 647-691.

Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273.

Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413.

Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2004). *Corporate governance and firm performance*. Available at SSRN 586423.

Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.



Dahya, J., Dimitrov, O., & McConnell, J. J. (2008). Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 73-100.

Fama, E. F., & French, K. R. (1995). Size and book-to-market factors in earnings and returns. *The Journal of Finance*, 50(1), 131-155.

Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 381-402.

Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 101-112.

Jensen, M. C. (1988). The takeover controversy: Analysis and evidence. *Knights, Raiders and Targets: The Impact of The Hostile Takeover*, 314-54.

Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

Joh, S. W. (2003). Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 287-322.

Liu, C., Li, Q., & Lin, Y. E. (2022). Corporate transparency and firm value: Does market competition play an external governance role?. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 100334.

Luo, N., Zhou, Y., & Shon, J. (2016). Employee satisfaction and corporate performance:



Mining Employee Reviews on glassdoor. com.

Millar, C. C., Eldomiaty, T. I., Choi, C. J., & Hilton, B. (2005). Corporate governance and institutional transparency in emerging markets. *Journal of Business Ethics*, 59, 163-174.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.

Singh, M., & Davidson III, W. N. (2003). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking & Finance*, 27(5), 793-816.

Vafeas, N. (1999). The nature of board nominating committees and their role in corporate governance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(1-2), 199-225.

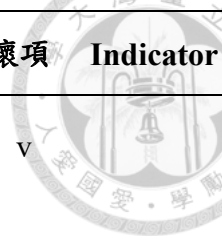
Vander Bauwhede, H., & Willekens, M. (2008). Disclosure on corporate governance in the European Union. *Corporate Governance: An International Review*, 16(2), 101-115.

附錄

(附錄表格一) 董事會變數組成分項

分項中文名稱	定義	資料頻率	壞項	indicator
董事席次	該年年底統計之董事席次	月資料		
獨立董事席次	該年年底統計之獨立董事席次	月資料		
監事席次	該年年底統計之監事席次	月資料		
是否設立審計委員會	該年年底統計是否設立			v
審計委員會人數	該年年底統計，即獨立董事之人數	年資料		
董事會開會次數	當年度開會總次數	年資料		
董監平均進修時數	當年度董監進修總時數 / 董監席次	年資料		
董監博士學歷占比	依年報統計在任董監事	年資料		
董監碩士學歷占比	依年報統計在任董監事	年資料		
董事會實際出席率(%)	將出席董事會人員之實際出席率加總/出席人數	年資料		
董監具會計師資格人數	依年報統計在任董監事	年資料		
董監具律師資格人數	依年報統計在任董監事	年資料		
董事長兼任總經理	董事長是否兼任總經理	月資料	v	v
董事長內部化	若公司董監事由最終控制者擔任，為董監事內部化	月資料	v	v
總經理內部化	若公司經理人由最終控制者擔任，即為經理人內部化	月資料	v	v
經理人內部化比率	最終控制者出任經理人(含總經理)之比率	月資料	v	

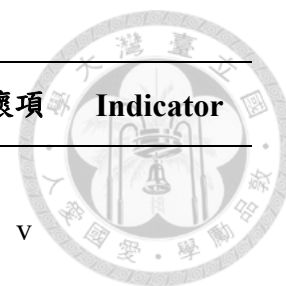
(附錄表格二) 透明度變數組成分項



分項中文名稱	定義	資料頻率	壞項	Indicator
重編次數	符合重編次數	季資料	v	
稅後淨利差%	稅後淨利調整 / 重編前稅後淨利	季資料	v	
資產總額差%	資產總額調整 / 重編前資產總額	季資料	v	
是否為大型事務所	簽證事務所是否為大型之會計師事務所	年資料		v
簽證意見類型	依簽證日期及審計別，有不同意見類型，本分項僅採無保留(A)及修正式無保留意見(E)類型。	年資料		

(附錄表格三) 競爭力變數組成分項

分項中文名稱	定義	資料頻率	壞項	Indicator
赫芬達指數	越高表示市場集中程度越高，壟斷程度越高，則企業競爭力越低	月資料	v	
會計師異動次數	更換會計師次數	月資料	v	
社會責任事件	該公司當年度是否有社會責任事件新聞	月資料	v	v
員工流動率	當年度員工流動比率	年資料	v	
員工平均年資	該公司年報揭露之員工平均年資	年資料		



(附錄表格四) 薪資報酬組成分項

分項中文名稱	定義	資料頻率	壞項
全體總薪酬佔淨利比率	全部發放之酬勞、主要經理人之薪資獎金等占稅後淨利的比重	年資料	√
董監事酬勞佔淨利比率	全部董監事領取之酬勞占稅後淨利的比重	年資料	√
董監事平均每位酬勞	以董監事酬勞合計 ÷ 董監事領酬人數計算，後進行 CPI 調整。單位為千元新台幣	年資料	√
總經理/副總酬勞佔淨利比率	全部總經理與副總所領取的薪資及獎金占稅後淨利的比重。以總經理/副總酬勞合計 ÷ 董總經理/副總領酬人數計算，後進行 CPI 調整，單位為千元新台幣	年資料	√
總經理/副總平均薪金	以總經理/副總領酬人數計算，後進行 CPI 調整，單位為千元新台幣	年資料	√
員工分紅佔稅前淨利比率	員工分紅市值佔稅前淨利之比率	月資料	

(附錄表格五) 公司所有權組成分項

分項中文名稱	定義	資料頻率
董事持股比率	公司董事席次對應之持股合計	月資料
監事持股比率	公司監事席次對應之持股合計	月資料
大股東持股比率	公司每月於公開資訊觀測站所申報之大股東、及每年於股東會年報所揭露之 10 大股東合計	月資料
經理人持股比率	由公司現任經理人或集團經理人所持有之公司股票比率	月資料
控制持股比率	最終控制者所能控制之持股率	月資料

(附錄表格六)原始資料表格

公司	年	員工流動率%	員工平均年資
台泥	2000	6.73%	18.45
台泥	2001	6.12%	19.01

(附錄表格七)標準化後數據表格

公司	年	員工流動率(壞項)	員工平均年資
台泥	2000	-0.689	3.362
台泥	2001	-0.731	3.514

(附錄表格八)調整後分數表格

公司	年	員工流動率(壞項)	員工平均年資
台泥	2000	1	1
台泥	2001	1	1

(表一)

	觀察值	平均數	最大值	最小值	中位數	標準差
透明度	41543	1.71	4	0	2	0.61
董事會	41543	4.47	16	0	4	4.21
公司所有權	41543	1.06	4	0	0	1.31
競爭力	41543	2.54	5	0	3	0.94
薪資報酬	41543	3.11	6	0	3	1.13
公司規模	41543	3.48e+07	1.16e+10	100	26	2.73e+08
公司成立年限	41543	37.05	76	1	35	13.95
有形資產比例	41543	3.51e+07	1.15e+10	100	26	2.75e+08
現金佔總資產比例	41543	1.42	2878.5	0	0.38	22.51
負債佔總資產比例	41543	44.21	936.4	0	43.89	20.38

(表二) 總體公司治理地圖

	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-2009	2010-2014	2015-2019	2020-2021
薪資報酬	3.00	3.00	3.00	3.22	3.43	3.15	3.07	2.96	2.90
競爭力	2.60	2.07	2.03	2.13	2.43	2.50	2.69	2.75	2.94
董事會	0.85	0.93	0.99	2.15	2.80	4.72	5.37	6.20	6.71
公司所有權	0.00	0.00	0.00	1.00	1.44	1.22	1.11	1.07	1.01
透明度	0.37	1.09	1.53	1.01	1.83	1.89	1.86	1.82	1.81

(表三) 金融產業公司治理地圖

金融產業	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-2009	2010-2014	2015-2019	2020-2021
薪資報酬	3.00	3.00	3.00	3.25	3.37	3.30	3.21	2.99	2.80
競爭力	2.50	2.13	1.83	1.90	2.14	1.97	2.95	3.22	3.26
董事會	0.00	0.23	0.26	2.17	3.40	5.82	7.62	9.08	9.56
公司所有權	0.00	0.00	0.00	1.00	1.81	2.04	1.76	1.36	1.41
透明度	0.20	0.77	1.50	1.18	1.73	1.90	2.04	1.97	1.97

(表四) 半導體產業公司治理地圖

半導體產業	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-2009	2010-2014	2015-2019	2020-2021
薪資報酬	3.00	3.00	3.00	3.14	3.47	3.16	3.08	2.89	2.78
競爭力	2.18	2.00	1.90	2.00	2.33	2.48	2.78	2.74	3.02
董事會	1.00	1.01	1.04	2.00	2.59	4.27	4.91	5.48	5.97
公司所有權	0.00	0.00	0.00	0.82	1.31	1.03	0.92	0.87	0.79
透明度	0.87	1.06	1.45	1.07	1.78	1.82	1.79	1.76	1.76

(表五) 石化重工業公司治理地圖

石化重工業	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-2009	2010-2014	2015-2019	2020-2021
薪資報酬	3.00	3.00	3.00	3.32	3.46	3.19	2.93	2.83	3.13
競爭力	2.67	2.21	2.14	2.09	2.93	2.40	2.39	2.94	2.66
董事會	1.00	1.01	1.10	2.44	3.00	5.82	6.56	7.70	7.76
公司所有權	0.00	0.00	0.00	1.50	2.11	1.75	1.70	1.50	1.31
透明度	0.53	1.18	1.41	0.95	1.98	2.05	1.99	1.91	1.86

(表六) 基本迴歸

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	資產報酬 率	資產報酬 率	權益報酬 率	權益報酬 率	Tobin's Q	Tobin's Q
截距	-0.0037* (-1.88)	-0.0304*** (-12.33)	-0.0208*** (-4.86)	-0.0639*** (-11.87)	1.1751*** (51.91)	1.9262*** (53.06)
董事會	-0.0001 (-1.03)	-0.0002 (-1.38)	0.0002 (0.78)	0.0002 (0.75)	0.0013 (1.03)	0.0025* (1.93)
透明度	-0.0016** (-2.46)	-0.00004 (-0.06)	-0.0007 (-0.49)	0.0024* (1.65)	0.0005 (0.07)	-0.0186*** (-2.72)
競爭力	-0.0005 (-1.09)	0.0007* (1.76)	0.0003 (0.34)	0.0009** (2.22)	-0.0241*** (-6.04)	-0.0291*** (-7.26)
薪資報酬	0.0034*** (9.38)	0.0038*** (10.45)	0.0073*** (9.15)	0.0078*** (9.79)	0.0225*** (6.52)	0.0237*** (6.87)
公司所有權	-0.0019*** (-5.19)	-0.0018*** (-4.74)	-0.0037*** (-4.46)	-0.0035*** (-4.20)	0.0208*** (5.21)	0.0126*** (3.15)
公司規模 ($\times 10^{-10}$)		-0.0463 (-0.77)		-0.0545 (-0.41)		0.2570 (0.42)
公司成立年 限		-0.0001*** (-4.07)		-0.0001 (-1.52)		-0.0107*** (-13.07)
有形資產比 例 ($\times 10^{-10}$)		0.0281 (0.46)		0.0241 (0.18)		-0.8620 (-1.39)
現金佔總資 產比例		-0.0000 (-0.93)		-7.68E-06 (-0.20)		-0.0008*** (-5.28)
負債佔總資 產比例		0.0005*** (26.23)		0.0008*** (17.20)		-0.0075*** (-31.68)
樣本數	36,510	36,510	36,510	36,510	36,510	36,510
R ²	0.0038	0.0222	0.0027	0.0108	0.0010	0.0778

注：***表示 1%顯著水準下顯著，**表示 5%水準下顯著，*表示 10%顯著水準下顯著。

(表七) 公司治理總分迴歸

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	資產報酬 率	資產報酬 率	權益報酬 率	權益報酬 率	Tobin's Q	Tobin's Q
截距	0.0050*** (4.82)	-0.0158*** (-9.32)	0.0010 (0.46)	-0.0318*** (-8.61)	1.1721*** (66.39)	1.8864*** (57.03)
公司治理 總分	-0.0004*** (-4.72)	-0.0002*** (-3.09)	-0.0002 (-1.13)	0.00005 (0.27)	0.0031*** (3.59)	0.0016* (1.87)
公司規模 ($\times 10^{-10}$)		-0.0426 (-0.71)		-0.0453 (-0.34)		1.7800 (0.29)
公司成立 年限		-0.0001*** (-4.15)		-0.0001* (-1.75)		-0.0106*** (-12.78)
有形資產 比例 ($\times 10^{-10}$)		0.0243 (0.40)		0.0154 (0.12)		-7.9700 (-1.29)
現金佔總 資產比例		-0.0000 (-0.92)		-7.93E-06 (-0.21)		-0.0008*** (-5.29)
負債佔總 資產比例		0.0005*** (25.80)		0.0008*** (16.68)		-0.0074*** (-31.16)
樣本數	36,510	36,510	36,510	36,510	36,510	36,510
R ²	0.0006	0.0184	0.0004	0.0076	0.0005	0.0762

注：***表示 1%顯著水準下顯著，**表示 5%水準下顯著，*表示 10%顯著水準下顯著。

(表八) 資產報酬率迴歸分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	固定產業 效用	固定產業 效用	固定時間 效用	固定時間 效用	固定產業& 時間效用	固定產業& 時間效用
截距	-0.0316*** (-5.55)	-0.0185*** (-3.43)	-0.0172 (-1.17)	-0.0023 (-0.15)	-0.0202 (-1.31)	-0.0065 (-0.42)
董事會	-0.0001 (-0.97)		-0.0000 (-0.45)		-0.0000 (-0.12)	
透明度	-0.00012 (-0.27)		-0.0005 (-0.62)		-0.0009 (-1.04)	
競爭力	0.0008* (1.83)		0.0004 (0.86)		0.0004 (0.85)	
薪資報酬	0.0038*** (10.46)		0.0037*** (10.06)		0.0036*** (10.06)	
公司所有 權	-0.0018*** (-4.63)		-0.0021*** (-5.19)		-0.0021*** (-5.11)	
公司治理 總分		-0.0002** (-2.44)		-0.0002*** (-2.57)		-0.0002** (-2.04)
公司規模 ($\times 10^{-10}$)	-0.0627 (-0.93)	-0.0586 (-0.87)	-0.0535 (-0.90)	-0.0486 (-0.82)	-0.0716 (-1.07)	-0.0662 (-0.99)
公司成立 年限	-0.0000 (-1.25)	-0.0000 (-1.09)	-0.0000*** (-2.79)	-0.0001*** (-3.22)	-0.0000 (-0.31)	-0.0000 (-0.45)
有形資產 比例 ($\times 10^{-10}$)	0.0465 (0.68)	0.0425 (0.62)	0.0339 (0.56)	0.0291 (0.48)	0.0541 (0.80)	0.0494 (0.73)
現金佔總 資產比例	-0.0000 (-0.85)	-0.0000 (-0.83)	-0.0000 (-0.80)	-0.0000 (-0.79)	-0.0000 (-0.70)	-0.0000 (-0.69)
負債佔總 資產比例	0.0007*** (29.17)	0.0007*** (28.78)	0.0005*** (26.48)	0.0005** (26.05)	0.0007*** (29.51)	0.0007** (29.11)
樣本數	36,510	36,510	36,510	36,510	36,510	36,510
R ²	0.0288	0.0251	0.0477	0.0442	0.0544	0.0509

注：模型(1)-(6)的被解釋變數為 ROA。***表示 1%顯著水準下顯著，**表示 5%水準下顯著，*表示 10%顯著水準下顯著。

(表九) 權益報酬率迴歸分析

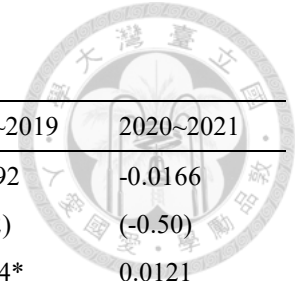
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	固定產業 效用	固定產業 效用	固定時間 效用	固定時間 效用	固定產業& 時間效用	固定產業& 時間效用
截距	-0.0673*** (-5.41)	-0.0369*** (-3.13)	-0.0379 (-1.18)	-0.0089 (-0.28)	-0.0434 (-1.29)	-0.0165 (-0.49)
董事會	0.0003 (1.16)		0.0000 (0.19)		0.0002 (0.50)	
透明度	0.0029 (1.82)		-0.0005 (-0.28)		-0.0006 (-0.33)	
競爭力	0.0021** (2.22)		0.0007 (0.77)		0.0007 (0.68)	
薪資報酬	0.0077*** (9.75)		0.0076*** (9.62)		0.0076*** (9.58)	
公司所有 權	-0.0035*** (-4.21)		-0.0034*** (-3.85)		-0.0034*** (-3.83)	
公司治理 總分		0.0001 (0.91)		-0.0001 (-0.67)		-0.0000 (-0.21)
公司規模 ($\times 10^{-10}$)	-0.0942 (-0.64)	-0.0849 (-0.57)	-0.0681 (-0.52)	-0.0600 (-0.46)	-0.1100 (-0.75)	-0.1020 (-0.70)
公司成立 年限	0.0000 (0.59)	0.0000 (0.52)	0.0000 (0.21)	-0.0000 (-0.20)	0.0002** (2.03)	0.0002* (1.83)
有形資產 比例 ($\times 10^{-10}$)	0.0597 (0.40)	0.0518 (0.35)	0.0346 (0.26)	0.0268 (0.20)	0.0718 (0.49)	0.0649 (0.44)
現金佔總 資產比例 ($\times 10^{-5}$)	-0.0498 (-0.13)	-0.0517 (-0.14)	-0.0031 (-0.01)	-0.0002 (-0.00)	0.0260 (0.07)	0.0298 (0.08)
負債佔總 資產比例	0.0009*** (19.05)	0.0009*** (18.57)	0.0008*** (17.62)	0.0008*** (17.22)	0.0009*** (19.50)	0.0009*** (19.14)
樣本數	36,510	36,510	36,510	36,510	36,510	36,510
R ²	0.0146	0.0116	0.0337	0.0308	0.0377	0.0348

注：模型(1)-(6)的被解釋變數為 ROA。***表示 1%顯著水準下顯著，**表示 5%水準下顯著，*表示 10%顯著水準下顯著。

(表十) Tobin's Q 迴歸分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	固定產業 效用	固定產業 效用	固定時間 效用	固定時間 效用	固定產業& 時間效用	固定產業& 時間效用
截距	1.9271*** (11.47)	1.8875*** (11.21)	1.6890*** (8.19)	1.6858*** (8.16)	1.5526*** (5.95)	1.6011*** (6.11)
董事會	0.0027** (2.06)		-0.0009 (-0.56)		-0.0009 (-0.54)	
透明度	0.0241*** (3.49)		0.0564*** (7.02)		0.0509*** (6.24)	
競爭力	-0.0287*** (-7.18)		-0.0151*** (-3.76)		-0.0151*** (-3.76)	
薪資報酬	0.0237*** (6.89)		0.0326*** (9.83)		0.0325*** (9.82)	
公司所有 權	0.0133*** (3.34)		0.0704*** (16.67)		0.0708*** (16.82)	
公司治理 總分		0.0017* (1.90)		0.0152*** (13.07)		0.0152*** (13.11)
公司規模 ($\times 10^{-10}$)	0.1400 (0.23)	0.0662 (0.11)	-0.0815 (-0.14)	-0.2760 (-0.47)	-0.1950 (-0.33)	-0.3980 (-0.67)
公司成立 年限	-0.0084*** (-9.10)	-0.0083*** (-8.96)	-0.0120*** (-14.77)	-0.0125*** (-15.22)	-0.0089*** (-9.78)	-0.0098*** (-10.61)
有形資產 比例 ($\times 10^{-10}$)	-0.7310 (-1.17)	-0.6760 (-1.08)	-0.3980 (-0.67)	-0.2350 (-0.40)	-0.2650 (-0.45)	-0.1010 (-0.17)
現金佔總 資產比例	-0.0008*** (-5.39)	-0.0008*** (-5.39)	-0.0008*** (-5.34)	-0.0007*** (-5.39)	-0.0008*** (-5.45)	-0.0008*** (-5.49)
負債佔總 資產比例	0.0071*** (-29.83)	-0.0070*** (-29.37)	-0.0079*** (-34.46)	-0.0079*** (-34.82)	-0.0075*** (-32.59)	0.0076*** (-33.00)
樣本數	36,510	36,510	36,510	36,510	36,510	36,510
R ²	0.1336	0.1313	0.1429	0.1363	0.1932	0.1882

注：模型(1)-(6)的被解釋變數為 ROA。***表示 1%顯著水準下顯著，**表示 5%水準下顯著，*表示 10%顯著水準下顯著。



(表十一) Tobin's Q 時間序列迴歸模型

	1980~1984	1985~1989	1990~1994	1995~1999	2000~2004	2005~2009	2010~2014	2015~2019	2020~2021
董事會	0	0	0	0.0055 (0.18)	0.0509** (2.14)	0.0008 (0.05)	0.0453* (1.65)	-0.0192 (-1.12)	-0.0166 (-0.50)
透明度	0.0084 (0.72)	0.1031*** (3.34)	0.0173* (1.74)	-0.0058 (-0.85)	0.0199** (2.03)	0.0284* (1.84)	0.0889** (2.54)	0.0424* (1.64)	0.0121 (0.22)
競爭力	0.0328 (1.25)	-0.0176 (-0.33)	-0.0529*** (-3.57)	-0.0149 (-1.37)	-0.0066 (-0.83)	-0.0005 (-0.05)	-0.0323** (-2.11)	-0.0127 (-1.38)	0.0033 (1.38)
薪資報酬	0	0	0	0.2125*** (8.51)	0.3068*** (19.37)	0.0152** (2.12)	0.0209 (1.55)	0.0135* (1.85)	0.0204 (1.09)
公司所有權	0	0	0	0.0555*** (4.27)	0.0651*** (6.86)	0.0760*** (5.97)	0.0519** (2.04)	0.0271 (1.51)	0.0179 (0.41)
公司治理總分	0.1125 (1.32)	0.4720** (2.13)	-0.0863 (-1.29)	0.1087*** (6.14)	0.1393*** (9.48)	0.0733*** (5.63)	0.0844*** (3.98)	0.0072 (0.49)	0.0091 (0.33)

注：***表示 1%顯著水準下顯著，**表示 5%水準下顯著，*表示 10%顯著水準下顯著