

東海大學管理學院財務金融研究所
碩士在職專班論文

公司治理與經營績效關係之研究－
以上市櫃營建業為例

Corporate Governance and Firm Performance:
Evidence from the Listed Construction Firms

指導教授：陳家偉

研究生：余佩蓉

中華民國 106 年 1 月

東海大學碩士在職專班學位論文 學位考試委員審定書

本校 財務金融研究所 碩士在職專班 余佩蓉 君

所提之論文(中文)：公司治理與經營績效關係之研究-以上市櫃
營建業為例

(英文)：Corporate Governance and Firm Performance:
Evidence from Listed Construction Firms

經本委員會審查，符合碩士學位論文標準

學位考試委員會

召集人 莊雅雲

考試委員 陳春偉 (指導教授)

莊雅雲

王崑立

系所主任

鄧一博

中華民國 106 年 1 月 11 日

東海大學財務金融學系
碩士論文學術倫理聲明書

本人 余佩蓉 (學號: 607447017) 已完全了解學術倫理之定義。僅此聲明，本人呈交之碩士論文絕無抄襲或由他人代筆之情事。若被揭露具有違背學術倫理之事實或可能，本人願自行擔負所有之法律責任。對於碩士學位因違背學術倫理而被取消之後果，本人也願一併概括承受。

立證人： 余佩蓉 (簽名)

中華民國 106 年 7 月 7 日

序言或謝辭

林懷民曾經說過「忙碌的一年，豐收的一年」，回首研究所二年的學習過程是忙碌且充實，感謝財金所的同學在學習的過程中總是不吝給予關懷與相互幫忙，也感謝麗夙及珮瀆助教在教學行政作業方面默默的協助及安排，讓我們在這二年的學習圓滿順利。

感謝指導教授陳家偉博士，在撰寫論文的過程中遇到無數次的瓶頸、困惑時，老師以耐心且不厭其煩的給予指導，讓我得以持續進行順利完成論文。也特別感謝口試委員王凱立教授及莊雅雪助理教授的建議，讓研究內容更臻完整。

最後，我要感謝我的父母，謝謝他們默默的支持我、鼓勵我，讓我在遇到困境時依然有勇氣的繼續往前走，謹以此論文獻給我摯愛的父母，共享這份甜美的果實。

余佩蓉 謹誌

東海大學財務金融研究所

中華民國 一〇六年二月

中文摘要

本研究主要乃探討營建業之公司治理與經營績效的相關性，以 2010 年至 2015 年國內共計 26 家之上市櫃營建類企業為樣本，以最小平方法探討股權結構、財務因子可能對於企業之經營績效的影響。

特別的是，董監事持股與經營績效呈現負的相關性，一方面透露了公司的董監事似乎未發揮應有的管理與監督功能而影響經營績效，另一方面本文亦支持機構投資人持股或持股偏好與經營績效間的相關性。

最後，迴歸結果也顯示了財務比率之間的重要關係，例如：財務槓桿、速動比率和每股盈餘，也間接提供這幾年台灣的營建業在經營績效方面反應在資產上的實證。

關鍵字：公司治理、經營績效

Abstract

This study aims to investigate the relation between corporate governance and firm performance with 26 listed construction in Taiwan during the period from 2010 to 2015. My empirical findings mainly based on ordinary least squares (OLS) regressions reveal that both ownership structure and specific financial ratios are significantly related to firm performance. In particular, there is a negative linkage between board (institutional) ownership and firm performance. On one hand, it implies that board members appear not to act effectively to enhance board monitoring and advising, and consequently hurt firm performance. On the other hand, the argument that institutional holding or institutions' propensity to acquire stocks could be sensitive to corresponding firm performance is well supported in my thesis.

At the end, my regression results also indicate a significant relation between certain financial ratios, such as financial leverage, current ration and earnings per share, and firm performance proxied by return on assets indirectly providing evidence for firms in construction industry in Taiwan during recent years.

Key words : Corporate governance, Firm performance

目錄

中文摘要.....	I
英文摘要.....	II
目錄.....	III
表目錄.....	IV
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	3
第三節 研究架構.....	4
第四節 研究流程.....	5
第二章 文獻探討.....	6
第一節 公司治理與經營績效關聯性之研究.....	6
第二節 營建業經營績效之相關研究.....	11
第三章 研究方法.....	16
第一節 研究對象、期間與資料來源.....	16
第二節 研究假說.....	16
第三節 研究變數定義.....	17
第四節 研究模型及分析方法.....	20
第四章 實証結果與分析.....	21
第一節 敘述性統計.....	21
第二節 相關係數分析.....	23
第三節 迴歸分析.....	25
第五章 結論與建議.....	28
第一節 研究結論.....	28
第二節 研究建議.....	29
參考文獻.....	30
附錄.....	34

表目錄

表 2-1 文獻彙總-公司治理變數與經營績效的關係.....	9
表 3-1 變數定義表.....	19
表 4-1 股權結構變數基本統計資料.....	21
表 4-2 財務因子變數基本統計資料.....	22
表 4-3 相關係數表.....	23
表 4-4 經營績效與股權結構迴歸係數表.....	25
表 4-5 經營績效與財務因子迴歸係數表.....	26
表 4-6 本研究之假設驗證表.....	27

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

營建業是一個跨越工業及商業的綜合性服務業，是一個完全內需型的產業，它牽動著許多相關行業之發展，只要社會持續邁向現代化，人民持續追求生活品質，營建業始終扮演舉足輕重的角色，因此營建業的經濟活動為國家經濟發展與競爭力的重要指標之一，因此又有『火車頭工業』之稱。依照行政院主計處行業標準分類資料顯示，營造業乃指建築工程業、土木工程業及專門營造業三大類，意指凡從事建築及土木工程之興建、改建、修繕等及其專門營造之行業均屬之。廣義來說其範圍包括土地供應商、建築材料業、建築師與工程顧問公司、房屋代銷公司、房屋仲介公司、物業管理公司，而狹義的營建業僅指建設公司及營造廠。為瞭解營建業的股權結構如何影響其公司治理，藉由結果導出施行管理的方向，供營建業推動良善的公司治理做參考，因此，本研究是以狹義的營建業為研究對象。

營建業雖然投注資金、作業技術、進入門檻等障礙較低，但在有限的台灣市場以及經營模式異於一般行業^{註1}情況之下，至2013年第一季整體營造業總家數為16,488家，僅呈現微幅成長，總資本額達新台幣641.16億元，其中甲級綜合營造業^{註2}者家數雖僅二千多家，占整體家數13%，但因營運規模較大，所承攬的業務量也大，根據調查其收入總額占台灣整體營造業收入超過六成，而丙級綜合營造業^{註3}者及土木包工業^{註4}者合計占整體家數的77%，顯見營造業也仍以中小型業者居多；就分佈地區來看，營造業者乃集中在五大直轄市以及桃園，佔台灣總業者家數六成，但投注資本額主要則落在台北市及高雄市二個地區，所佔比重更是將近70%。

台灣目前的企業文化，營建業的所有權和經營權多半尚未分離，而且是以中小企業為主的企業結構，董事長兼任總經理情形居多，進而形成股權集中程度高，其餘股東以散戶為主的特性，因此探討股權結構對經營績效的影響。

^{註1} 營業週期通常橫跨數個會計期間，所以造成會計制度與其它行業有所差異。

^{註2} 甲級綜合營造業：在我國設立登記之在中華民國境內營業所用資金金額應達新幣二千二百五十萬元以上。領有其本國營造業登記證書六年以上，並於最近十年內承攬工程竣工累計額達新臺幣五億元以上。

^{註3} 丙級綜合營造業：在我國設立登記之分公司，其在中華民國境內營業所用資金金額應達新臺幣三百萬元以上。

^{註4} 土木包工業：在我國設立登記之分公司，其在中華民國境內營業所用資金金額應達新臺幣八十萬元以

上。負責人應具有三年以上土木、建築工程施工經驗。

第二節 研究目的

本文以上市上櫃營建業為對象進行實證研究。利用最小平方法，分析公司治理與經營績效之關係、財務因子與經營績效之關係。

營建業屬於傳統產業之一，股權通常較集中，因此探討在此情況下，董監事持股比例、大股東持股比例、經理人持股比例、法人持股比例與經營績效之關聯性，藉由研究結果提出推動營建業在公司治理著重的方向。

營建業在經營方面本身就存在不穩定性及不確定性。不穩定性是指營收的認列須視工程水位的完成度而定，不確定性是指雖然對工程進度能夠掌握，然而是否能依契約如期完成則會受到外在因素的影響。在易受外在因素影響及偏好短期融資的特性下，以財務狀況影響競爭力的衡量五大構面探討影響經營績效的財務因子。

第三節 研究架構

本研究共分五章，分述如下：

第一章為緒論，敘述研究背景與動機、研究目的、研究架構與研究流程四個部份。第二章為文獻回顧，敘述公司治理與經營績效之相關文獻。第三章為研究設計，敘述模型的建立、變數的定義與資料來源及搜集。第四章為實證結果與分析，以上市上櫃營建業為實證對象，運用最小平方法進行檢定，並將結果予以彙整、分析、解釋。第五章為結論與建議，整理本研究模型所驗證的結果，並對未來研究方向提出建議。

第四節 研究流程

本文研究流程如下：

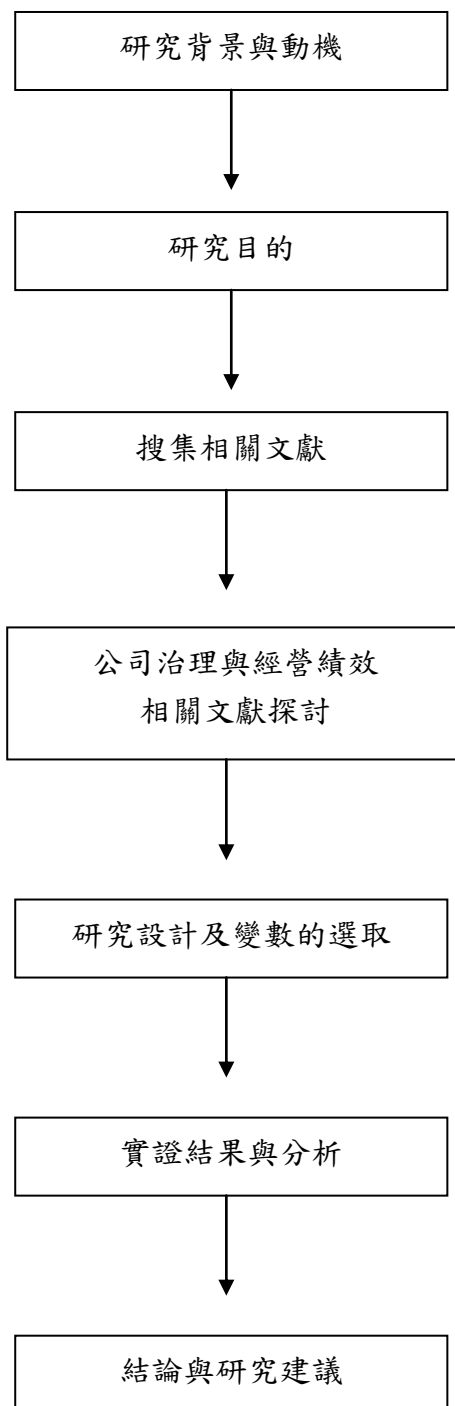


圖 1-1 研究流程圖

第二章 文獻探討

第一節 公司治理與經營績效關聯性之研究

公司治理日趨重要，不僅是國際間主要的研究議題，更重要的是，優良的公司治理機制對公司的營運有相當大的助益。因此公司治理的主要目標即是在健全公司的營運及追求最大的利益。優良公司治理的公司，能妥善規劃經營策略、有效監督策略執行、維護股東權益、適時公開相關資訊，為公司爭取投資者的信任，增強投資人的信心，吸引長期資金及機構法人的青睞，例如：趙維穎(2004)認為設置獨立董監事並不能顯著提升董事會功能，但已設置獨立董監事的公司其經營績效優於未設置者。王玉珍(2002)及王美華(2006)研究證實機構法人持股比例與公司經營績效成正相關。王大維(2003)探討台灣上市公司的公司治理要素對公司績效之影響，發現透明度與公司之績效呈現正相關，且對財務績效達到顯著影響之水準。再者，具有優良公司治理機制的企業，能為股東製造更高的獲利機會，在面對金融危機時，亦較具競爭力及應變能力。反之，缺乏妥善的公司治理機制的企業則會帶來營運失敗的負面影響。因此公司治理之優劣可藉由績效評估對企業做判斷，進一步由以下幾點說明林財源(1992)：

1. 評估過去的經營成果：經營績效是企業經營者運用企業資源進行營運活動達成經營目標的具體表現，因此，當營運活動結束後，應進行分析與評估。
2. 預測未來的發展基礎：通常企業均會訂定中長期的發展規劃，參考過去的經營績效及考慮未來可能的變數，逐步建構出未來的營運方向及經營計劃。
3. 作為管理控制的工具：當各種營運策略具體實施後，若有不符規劃時的預期，此時，企業必須採取調整之方案以因應變化，以期達成預期的目標。控制的程序包括：建立績效標準、衡量實際績效與採取調整方案。
4. 作為是否繼續經營之參考：若某一個營運活動，甚至整個經營體系的經營未達預期

目標，則須考慮是否繼續經營。

由於評估經營績效的方法眾多，每一種方法皆有其評估上的優缺點及運用上的限制，再加上分析的目的不同，結果因而有所差異。而關於股權結構，因各個研究者所研究的產業型態、探討企業的主題、研究主題的重點不同而有不同的研究結果，將董監事持股比例、大股東持股比例、法人持股比例、經理人持股比例、董監事股票質押比例相關研究結果之文獻整理如下：

1. 董監事持股比例

楊俊中(1998)利用統計迴歸，研究 1991 年至 1996 年之上市公司，探討股權結構與經營績效之相關性，研究結果發現：董監事持股比例與經營績效呈顯著正相關。楊麗弘(1999)認為董監事持股比例與企業經營績效指標之每股盈餘及資產報酬率呈顯著相關，但與純益率、股東權益報酬率並無顯著相關。陳宏姿(2001)以 1999 年底之所有上市公司為對象，利用敘述統計、相關係數分析及多元迴歸分析進行研究，認為董監事之持股比例與會計指標(ROA)呈現正相關。楊忠偉(2008)利用資料包絡分析法研究 2001 年至 2005 年台灣地區上市櫃觀光旅館之經營績效，發現董監事持股比率與經營績效呈現正向且顯著之影響。陳寶瓊(2013)以 2007 至 2012 年間 69 家上市、櫃之營建公司為研究對象，研究結果顯示，董監事持股比例與經營績效呈正相關。楊仕鴻(2014)以 2006 年至 2012 年上市公司的股權集中度和董監事特性做為研究對象，認為董監事持股比例與公司績效呈顯著正相關。

2. 大股東持股比例

林青弘(2007)、陳寶瓊(2013)、楊仕鴻(2014)皆得到大股東持股比例與經營績效呈正相關的結論。楊麗弘(1999)以 1994 年至 1998 年的 231 家上市公司做為研究對象，認為大股東持股比例與經營績效無相關。

3. 機構法人持股比例

莊宗憲(2005)以台灣上市公司資料進行實證分析，認為機構法人持股比例與公司經營績效呈顯著負相關。王美華(2006)以金控公司為研究對象，認為機構法人持股比例與公司經營績效成正相關。林青弘(2007)以台灣營建業與銀行業為研究對象進行實證分析，認為機構法人持股比例與公司經營績效成正相關。陳寶瓊(2013)以營建公司為研究對象，結果發現機構法人持股比例與經營績效有正相關、負相關二種影響。

4. 內部人持股比例

國內學者因研究對象的不同，研究結果也並不一致，有正相關、負相關不同研究結果，分別略述如下：洪麗芳(2004)以 1989 年至 2002 年上市公司為研究對象，利用複迴歸檢定進行分析，認為在內部人士持股比例方面，與公司績效呈顯著正相關。林青弘(2007)以 1997 年至 2006 年間台灣營建業與銀行業為研究對象進行實證分析，實證結果顯示內部人持股比率與公司績效有顯著的正相關。莊宗憲(2005)以 1994 年至 2003 年台灣上市公司資料進行實證分析，研究結果顯示：內部人持股比例與公司經營績效呈顯著負相關。

5. 董監事股票質押比例

楊麗弘(1999)認為董監事股票質押比例與企業經營績效呈顯著負相關。陳宏姿(2001)以 1999 年底之所有上市公司為對象，研究指出董監事之股票質押比例與財務指標呈負相關。莊宗憲(2005)以 1994 年至 2003 年台灣上市公司資料進行實證分析，結果發現，董監事持股質押比例與公司經營績效呈顯著負相關。楊忠偉(2008)以資料包絡分析法研究 2001 年至 2005 年研究台灣地區上市櫃觀光旅館之經營績效，實證結果發現，董監事質押比率與觀光旅館經營績效呈負向且顯著之影響。陳寶瓊(2013)以 2007 至 2012 年間 69 家上市櫃之營建公司為研究對象，實證結果指出董監事股權質押比率與經營績效呈負相關。

表 2-1 文獻彙總-公司治理變數與經營績效的關係

	研究者	研究期間	研究方法	研究結果
董監事持股比例	楊俊中(1998)	1991-1996	統計迴歸	顯著正相關
	楊麗弘(1999)	1994-1998	迴歸分析	顯著正相關
	陳宏姿(2001)	1999 年底	多元迴歸	與 ROA 呈正相關
	楊忠偉(2008)	2001-2005	資料包絡分析法	顯著正相關
	陳寶瓊(2013)	2007-2012	多元迴歸	顯著正相關
	楊仕鴻(2014)	2006-2012	相關分析 一般最小平方法 二階段最小平方法	顯著正相關
大股東持股比例	楊麗弘(1999)	1994-1998	迴歸分析	顯著負相關
	林青弘(2007)	1997-2006	以 STATA 軟體進行 Hauoman 檢定	顯著正相關
	陳寶瓊(2013)	2007-2012	多元迴歸	顯著正相關
	楊仕鴻(2014)	2006-2012	相關分析 一般最小平方法 二階段最小平方法	顯著正相關
法人持股比例	莊宗憲(2005)	1994-2003	時間序列 時間橫斷面混合資料	顯著負相關
	王美華(2006)	2002-2005	多元迴歸	正相關
	林青弘(2007)	1997-2006	以 STATA 軟體進行 Hauoman 檢定	正相關
經理人持股比例	洪麗芳(2004)	1989-2002	複迴歸檢定	顯著正相關
	莊宗憲(2005)	1994-2003	時間序列 時間橫斷面混合資料	顯著負相關
	林青弘(2007)	1997-2006	以 STATA 軟體進行 Hauoman 檢定	顯著正相關
董監事股票質押比例	楊麗弘(1999)	1994-1998	迴歸分析	顯著負相關
	陳宏姿(2001)	1999 年底	多元迴歸	顯著負相關
	莊宗憲(2005)	1994-2003	時間序列 時間橫斷面混合資料	顯著負相關
	楊忠偉(2008)	2001-2005	資料包絡分析法	顯著負相關
	陳寶瓊(2013)	2007-2012	多元迴歸	顯著負相關

經由上述文獻探討與整理，在股權結構對公司治理效果的相關實證研究方面，董監

事持股比例、董監事股票質押比例對經營績效有一致性的論點，表示董監事持股多且質押比率低則經營績效佳，發生代理問題的機會愈低。而在大股東持股比例、法人持股比例與經理人持股比例的實證結果方面尚無一致性的結論。本研究以營建業為對象，將董監事持股比例、大股東持股比例、法人持股比例、經理人持股比例、董監事股票質押比例做為股權結構的研究變數，探討股權結構與經營績效之關係。

第二節 營建業經營績效之相關研究

建設公司與營造廠皆為一綜合生產、製造及服務之工程承攬行業，且產品具有昂貴性及不可移動之特質，使得經營特性與一般行業不同。由於兩者的營業特性、營業週期無太大差異，茲分別就建設公司與營造公司之財務特性做介紹。

一、建設公司的財務特性

1. 資金需求龐大：建設公司主要的業務為從事房地產的開發，從土地取得、施工、行銷企劃、銷售皆需要大量資金，再加上施工期長，所以對資金需求具有高度依賴性。

2. 易受外在環境因素影響：房屋建案的推案量易受到外在因素如：政府政策、金融政策、通貨膨脹、利率等變動因素的影響。

3. 運用高度財務槓桿：在購入土地及委託營造廠興建的階段時，均需大量資金。通常建設公司會以土地擔保方式向銀行融資，而興建中的建案也會向銀行申請建築融資，這使得建設公司在財務槓桿運用方面比其它產業高。

4. 偏好短期融資：外部資金的來源有銀行借貸、預售收入、股票市場、債券市場、票券市場。因證期會對上市櫃公司現金增資的條件把關嚴格，進而影響建設公司長期的資金來源，因此以銀行融資或商業本票為主要資金來源。

5. 存貨比率偏高：主要的存貨為待建土地、興建中的房地與待售房地。待建土地指已購入做為將來開發之土地，通常建設公司在開發前為了活絡自有現金，會將土地租賃給零售業者以增加現金收入。興建中的房地指已投入興建房屋之成本。待售房地指已興建完成但尚未售出的房屋與土地。

6. 資金回收期長：建設公司推出新的建案時，其營業週期通常長達二至三年，所以投入的資金必須等到該推案順利完銷時才有可能回收，因此造成資金回收期較長。

7. 多角化經營：為了要分散單一產業承擔所有的營業風險及提升經營成果、分散風險的考量下而進行本業或異業的投資。例如：日勝生轉投資百貨商場和旅館等事業，國

泰建設、皇翔建設、大陸建設、皇鼎、力麒等近年均投入飯店開發。

二、營造業的財務特性

1. 資金需求較建設公司為低：營造廠商所承攬的營造工程，採定期的計價請款方式，加上大部分的公共工程有工程預付款，所以其資金需求較建設公司為低。

2. 易受外在環境因素影響：工程承攬量的多寡，極易受到外在因素如房地產景氣、政府推動公共工程計畫及法規變動之影響，近年更因基層勞動力的缺乏而影響工程承攬。

3. 自有資金較少：在工程興建時，因為可以依據施工進度定期向業主申請估驗計價，所以只要保留短期週轉的資金，供下游廠商請款即可，因此營造廠商自有資金相對較低。

4. 偏好短期融資，負債比率偏高：外部資金之主要來源為定期的工程款。當所承攬工程不多時，資金控管容易；相對的，當公司每年的承攬金額高達數百億元時，可能同時有數十項工程在進行，連帶影響公司之資金調度，唯有定期計價請款，短期融資即足以支應。而一般上市上櫃營造廠商由於具有較佳的融資能力，容易取得短期貸款支應營運所需，再以收回之工程款償還本利，因此負債比率偏高。

5. 存貨比率偏高：最主要的存貨有二類，即材料及在建工程。材料包括各種建材、衛浴設備等；在建工程包括已投入興建之工程原料、人工及製造費用，營造業工程工期常常需要二至三年，以完工年度結算之建案，在建工程或原料存貨亦需二至三年，故存貨比率偏高。

6. 多角化經營：近年許多上市上櫃公司相繼採行多角化經營或轉投資，以分散由單一產業承擔所有經營風險的營運方式，如營造業兼營建設投資業或材料製造業等多角化經營。

企業財務管理的評估工具就是財務報表與分析，陳心梅(2002)從財務的觀點，衡量企業的企業競爭力，研究結果發現台灣企業財務狀況影響競爭力的衡量構面依序為：償

債能力、獲利能力、財務結構、經營能力、現金流量。將營建業相關研究依上述構面整理如下：

(1)償債能力

姜彥汝(2011)以 1999 年至 2010 年建設營造產業為研究對象，進行風險代表性變數與股價報酬關聯性的實證分析與研究，因素分析結果發現：長期償債能力、資金週轉期、債權結構和收帳期間呈顯著。逐步迴歸分析結果發現：自有資金比率、淨值週轉率、應付帳款天數、現金週轉期、利息支出率呈顯著。由結果可知，營建業的償債能力對股票季報酬率具有顯著的影響性。

(2)獲利能力

林思瑤(2001)以願意提供非財務性質資料的十九家建設公司為研究對象，以財務面及非財務面的觀點建立一套適當的評估模式來衡量上市櫃建設公司之經營績效。財務面評估模式之建構，採用專家問卷訪談法與多變量分析之分析法，非財務面評估指標以文獻分析法及專家問卷訪談法進行研究。其研究結果發現，純益率、股東權益報酬率及每股盈餘的權重值極高，顯見獲利能力為評估經營績效良窳之主要評估依據。非財務面之房屋銷售率、售後服務及員工產值三項指標為提升建設公司經營績效的重要準則。

鄭超文(2000)以資料包絡分析法研究也得到獲利能力中之三個財務比率(營建利益率、稅後淨值報酬率、每股盈餘)、總資產報酬成長率與利息保障倍數，是區分財務績效優劣之重要指標的研究結果。

周劍虹(2008)亦利用資料包絡分析法研究 2004 年至 2006 年台灣地區上市上櫃營建公司的營運效率。初選投入項目為：公司之資產總額、股東權益總額、固定資產、員工人數、營業成本、營業費用；而初選產出項目為：營業收入淨額、稅後淨利、總資產報酬率、負債比率、每股盈餘、營業利益/實收資本。研究發現公司整體的技術效率與公

司的大小無直接關係，公司的獲利能力與公司整體的技術效率則是有相關的。

(3)財務結構：

洪清賢(2002)以 1992 年至 1999 年上市櫃營建業為對象，利用複迴歸分析方法，研究財務比率與建築業企業經營績效之關係，探討經營績效與財務槓桿之相關性，研究結果發現上市公司負債比率、總資產週轉率、應收帳款週轉率對企業經營績效（資產報酬率）有顯著影響；上櫃公司負債比率對企業經營績效（資產報酬率）有顯著影響。

(4)經營能力

鄭超文(2000)的財務績效評估模式的研究結果證實，經營能力之財務比率(總資產週轉率、存貨週轉率)與營收成長率，對於判斷一個公司是否經營不善提供了可參考的資訊。

林昭穆(2003) 利用 Logistic 模式，以財務年報資料及季報資料進行預測財務危機模式研究，實證結果發現，年報預測模式之區別能力較高。季報預測模式可逐季檢查公司的經營情形，且對財務比率具敏感性，若財務比率數值稍有變化即會影響到預測結果。建議以快速償債、減資、少量多案、零餘屋、創新、整合性成本等策略改善業者的經營能力。

林英哲(2014)以 1999 到 2012 年間上市櫃營建公司為對象，採資料包絡分析法進行分析，研究結果發現：1. 建設業之經營績效表現，受經濟景氣變化、政府政策改變、天然災害…等之影響相當大。2. 產業規模效率之表現相當高，因此財務槓桿的操控顯得極為重要。3. 規模效率隨景氣變動，業者應隨環境變化調整策略，以維穩健經營。4. 產業間競爭非常激烈，各廠商年度排序變化大，幾乎沒一家廠商可以永遠名列前茅。5. 土地開發與銷售興建之經營績效，受經濟景氣循環，政府政策與法令改變所影響。景氣回升

時，表現同時達到有效率者約為不景氣時之兩倍。此時應可採取積極策略，但應考量避免週轉資金不足之風險。

(5)現金流量

叢士強(1999)利用模糊理論研究建設業關鍵財務因子，有負債佔資產比率、流動比率、速動比率、存貨周轉率、資產報酬率、股東權益報酬率、純益率及每股盈餘共八項因子可合理反映財務績效情形。鄭超文(2000)的研究証實，財務比率(負債比率、借款依存度)和流動比率可做為判斷一個公司的經營是否成功之評估指標。

第三章 研究方法

第一節 研究對象、期間與資料來源

本研究以台灣證券交易所上市、上櫃營建業公司為研究對象，選取 26 家公司，包括：華友聯(1436)、寶徠(1805)、太設(2506)、太子(2511)、京城(2524)、宏璟(2527)、華建(2530)、聯上發(2537)、基泰(2538)、皇翔(2545)、日勝生(2547)、聯上(4113)、亞昕(5213)、遠雄(5522)、皇鼎(5533)、長虹(5534)、富旺(6219)、潤泰新(9945)、中工(2515)、達欣工(2536)、皇昌(2543)、台開(2841)、欣陸(3703)、建國(5515)、隆大(5519)、亞通(6179)。本文以近期的 2010 年至 2015 年共六年的資料 156 個樣本進行分析，樣本資料來源為台灣經濟新報資料庫(TEJ)。

第二節 研究假說

本研究可分為三個部份：第一個部份探討股權結構和經營績效之關係；第二個部份探討董監事質押比例和經營績效之關係；第三個部份探討其他影響公司經營績效之因素。提出下列假說：

假說一：董監事持股比例與經營績效具有正相關。

假說二：董監事質押比例與經營績效的相關性。

假說三：大股東持股比例與經營績效的相關性。

假說四：經理人持股比例與經營績效的相關性。

假說五：法人持股比例與經營績效具有正相關。

假說六：財務因子與經營績效的相關性。

第三節 研究變數定義

一、經營績效變數

本研究採用總資產報酬率做為衡量經營績效的應變數，期能具體表現營建業的經營績效。總資產報酬率(ROA)的公式如下：

總資產報酬率(ROA)：代表公司運用資源後所產生的經營績效。

總資產報酬率= 稅後純益/平均資產總額×100%

二、股權結構變數

1. 董監事持股比例：董監事持股數/流通在外股數×100%
2. 董監事質押比例：董監事質押股數/董監事全體持有股數×100%
3. 大股東持股比例：大股東持股數/流通在外股數×100%
4. 經理人持股比例：經理人持股數/流通在外股數×100%
5. 法人持股比例：法人持股數/流通在外股數×100%

三、其它影響公司經營績效之因素

本文選取財務比率分析中所分類的財務結構、償債能力、經營能力、獲利能力及成長能力等五個衡量構面，以 10 個財務指標作為分析的變數，歸納說明如下：

1. 財務結構：企業的資本結構當中，若負債佔的比例愈高，則固定費用及償還本金的承諾愈高，導致無法清償到期債務的風險愈高。

(1) 自有資本比率：自有資本/總資本×100%

(2) 負債比率：負債總額/資產總額×100%

2. 償債能力：企業缺乏償債能力時，會產生資金不足、延宕支付債權人的利息及本金，使企業的信用受損、授信能力降低而發生財務危機。

速動比率：速動資產/流動負債×100%

3. 經營能力：經營績效是管理者運用企業的資源達成經營目標的具體展現，績效表現的良窳一不但攸關是否能達成經營目標，而且會影響企業未來的發展。

(1) 總資產週轉次數：銷貨收入總額/平均資產總額(次)

(2) 應收帳款週轉次數：銷貨淨額/(期初應收帳款+期末應收帳款)/2

4. 獲利能力：企業的獲利能力意謂企業在未來經常產生現金的能力，是企業財務能力中最重要之構面。

(1) 營業毛利率：營業毛利/營業收入×100%

(2) 每股盈餘：稅後淨利/流通在外的普通股股數

5. 成長能力：企業面對產業環境競爭時的生存能力大小的分析，成長力的好壞是企業能否穩健成長的關鍵因素。

(1) 總資產成長率：(本期總資產－前期總資產)/前期總資產×100%

表 3-1 變數定義表

變數名稱	變數代號	定義
經營績效	ROA	稅後純益/平均資產總額×100%
董監事持股比例	X1	董監事持股數÷流通在外股數×100%
董監事股票質押比例	X2	董監事質押股數÷董監事全體持有股數×100%
大股東持股比例	X3	大股東持股數÷流通在外股數×100%
經理人持股比例	X4	經理人持股數÷流通在外股數×100%
法人持股比例	X5	(公司法人+其它法人)持股數÷流通在外股數×100%
自有資本比率	K1	自有資本÷總資本×100%
負債比率	K2	負債總額÷資產總額×100%
速動比率	K3	速動資產÷流動負債×100%
總資產週轉次數	K4	銷貨收入總額÷平均資產總額
應收帳款週轉次數	K5	銷貨淨額÷(期初應收帳款+期末應收帳款)÷2
營業毛利率	K6	營業毛利÷營業收入×100%
每股盈餘	K7	稅後淨利÷流通在外的普通股股數
總資產成長率	K8	(本期總資產-前期總資產)÷前期總資產×100%

第四節 研究模型及分析方法

本研究先對各研究變數作敘述性統計分析、相關係數分析，獲得初步瞭解後再進一步進行多元迴歸分析。

一、敘述性統計分析

首先將蒐集到的資料進行初步的敘述性統計分析，以瞭解資料的基本特性及在樣本間的分佈情形。

二、相關係數分析

利用相關分析來衡量兩個變數之間相關性的方向與強弱程度。若相關係數的值非常接近零，則隱含 X 與 Y 無明顯的線性關係。依一般數量原理，兩個自變數的相關係數在 0.8 以上則具有高度的線性相關，極可能出現共線性的問題。

三、迴歸分析

根據前述文獻探討及本文所提出之研究假說探討股權結構變數、財務因子變數與經營績效的關聯性，以最小平方法(Ordinary Least Squares Method, OLS)進行迴歸係數之估計。

本研究將股權結構分成董監事持股比例、大股東持股比例、法人持股比例、經理人持股比例、董監事股票質押比例，並且選取自有資本比率、負債比率、速動比率、總資產週轉次數、應收帳款週轉次數、營業毛利率、每股盈餘、總資產成長率等變數探討其與經營績效之關係。

第四章 實証結果與分析

第一節 敘述性統計

一、股權結構各變數敘述性統計資料分析

由表 4-1 可以大致看出在股權結構變數方面：法人持股的平均數為 44.6%，將近 50%，顯見近年來營建業在經理管理方面的穩定度高，獲得法人的信賴。董監事持股平均比率為 22.4、大股東持股比例的平均為 29.6，合計超過 50%，表示所有權及經營權仍未分離，相對經理人持股平均為 0.8，不到 1% 可能易產生代理問題，董監事質押比例平均為 22.2，顯示公司經營績效良好，將股票拿去質押借錢的比率低。

表 4-1 股權結構變數基本統計資料

變數名稱	樣本數	最小值	中間值	最大值	平均數	標準差
總資產報酬率	156	-57.9	6.5	45.3	6.5	8.4
董監事持股比例	156	5.2	23	60.7	22.4	11.9
董監事股票質押比例	156	0	18.5	88.8	22.2	21
大股東持股比例	156	6.5	26.7	63.5	29.6	13.1
經理人持股比例	156	0	0.3	11.6	0.8	1.6
法人持股比例	156	10.3	41.9	89.1	44.6	20.2

二、財務因子各變數基本統計資料

由表 4-2 的簡單敘述統計可以大致看出在財務因子變數方面：自有資本平均比率為 36.3，符合一般產業的水準，表示營建業的財務狀況健全，非靠舉債經營。以短期借款角度分析，負債比率平均為 55.5，說明了有將近 60% 的資金來自銀行借款，有可能是營建業看見未來經濟景氣的動向而向銀行貸款。速動比率平均為 97.5 表示變現能力佳，總資產週轉次數平均為 0.4、應收帳款週轉平均為 72.3、營業毛利平均為 31.5、每股盈餘

平均為 2.8、總資產成長率平均為 16.9。

表 4-2 財務因子變數基本統計資料

變數名稱	樣本數	最小值	中間值	最大值	平均數	標準差
自有資本比率	156	-1.6	34.9	93.9	36.3	19.6
負債比率	156	2.4	56.6	82.8	55.5	14.2
速動比率	156	1.2	25.6	3337.7	97.5	367
總資產週轉次數	156	0	0.3	1.6	0.4	0.3
應收帳款週轉次	156	0	15.1	1018.2	72.3	150.7
營業毛利率	156	-26.8	30.7	164.9	31.5	23.4
每股盈餘	156	-5.3	1.8	29	2.8	4
總資產成長率	156	-57.1	9.2	424	16.9	45.1

第二節 相關係數分析

為了進一步了瞭解變數之間的關係，進行皮爾森(Pearson)相關係數分析，一般可按三級劃分：相關係數小於 0.4 為低度線性相關；相關係數介於 0.4 至 0.7 之間為中度線性相關；相關係數介於 0.7 至 1 為高度線性相關。若變數之間有高度線性相關，極可能出現共線性的問題，因此透過相關性檢定分析，檢測變數間是否出現過高的相關性。

檢驗結果如表 4-3，因為只有相關係數 $r(X3, X5)=0.54$ 、 $r(K1, K2)=-0.68$ 、 $r(K2, K3)=-0.60$ 、 $r(K4, K6)=-0.52$ ，屬於中度線性相關，故可將自變數間的共線性排除。可得下述發現：董監事持股比例與董監事股票質押比例、大股東持股比例呈負相關，表示當董監事持股比例愈高時，大股東的持股比例與董監事股票質押比例愈低。相反的，董監事持股比例與經理人持股比例、法人持股比例呈正相關，表示穩健的經營管理有利於經理人持股，表示代理問題的減少，而法人持股增加代表其經營獲得法人的信賴。

表 4-3 相關係數表

	X1	X2	X3	X4	X5	K1	K2	K3	K4	K5	K6	K7	K8
X1	1												
X2	-0.07	1											
X3	-0.07	-0.13	1										
X4	0.38	-0.16	-0.18	1									
X5	0.23	0.02	0.54	-0.30	1								
K1	-0.10	-0.17	0.22	-0.05	-0.14	1							
K2	0.25	0.18	-0.03	0.10	0.15	-0.68	1						
K3	-0.03	-0.04	0.14	-0.04	0.01	0.47	-0.60	1					
K4	0.19	0.16	-0.17	0.31	-0.14	0.15	-0.05	-0.01	1				
K5	-0.12	-0.08	0.05	-0.05	-0.18	-0.06	-0.02	-0.09	-0.24	1			
K6	-0.32	-0.08	0.15	-0.17	0.10	-0.19	0.08	-0.05	-0.52	0.41	1		
K7	-0.08	0.05	0.19	-0.15	0.44	-0.10	0.02	-0.10	-0.03	0.05	0.26	1	
K8	0.11	-0.07	0.14	0.18	0.02	0.04	0.14	-0.05	0.15	0.04	0.00	0.07	1

變數代號說明：

X1：董監事持股比例、X2：董監事股票質押比例、X3：大股東持股比例、X4：經理人持股比例、X5：法人持股比例、K1：自有資本比率、K2：負債比率、K3：速動比率、K4：總資產週轉次數、K5：應收帳款週轉次數、K6：營業毛利率、K7：每股盈餘、K8：總資產成長率

第三節 迴歸分析

本節採用最小平方法(OLS)迴歸模式分析，探討經營績效、股權結構變數、及財務因子變數，並進一步驗證本文之研究假說。

一、經營績效(ROA)與股權結構迴歸式分析

表 4-4 經營績效與股權結構迴歸係數表

Adjusted R-squared : 0.111

	X1	X2	X3	X4	X5
係數	-0.103	0.039	-0.063	0.276	0.179
P 值	0.112	0.207	0.302	0.554	0.000***

由表 4-4 可知：

1. 經營績效(ROA)與董監事持股比例(X1)為顯著負相關，與預期不符，假說一未獲得支持。與俞海琴及周本鄂(1994)、黃英修(1999)、黃璟琦(2002)的研究結果相同，表示董監事持股比例愈高，企業的經營績效愈差。Jensen and Ruback (1983) 提出「利益掠奪假說 (Entrenchment Hypothesis)」認為管理者持股比例和經營績效呈現負相關，當董事會基於本身地位、職位安全性的考量，而產生一些反接管行為。若股權越集中於董事會手中，則此種反接管行為成功機率越大，隨著持股越大，職位越受保障，其支出偏好行為越嚴重，導致經營績效越差。
2. 經營績效(ROA)與董監事質押比例(X2)為不顯著，與預期不符，假說二未獲得支持。
3. 經營績效(ROA)與大股東持股比例(X3)為不顯著，與預期不符，假說三未獲得支持。

4.經營績效(ROA)與經理人持股比例(X4)為不顯著，與預期不符，假說四未獲得支持。

5.經營績效(ROA)與法人持股比例(X5)為顯著正相關，與預期相符，假說五成立。

與劉宴辰(1993)、黃榮龍(1993)、謝淑娟(1994)、張旭玲(1998)的研究結果相同，表示企業的經營績效愈好，法人的持股比例愈高。

二、經營績效(ROA)與財務因子迴歸式分析

表 4-5 經營績效與財務因子迴歸係數表

Adjusted R-squared : 0.578

	K1	K2	K3	K4	K5	K6	K7	K8
係數	0.028	0.154	0.004	5.630	0.000	0.040	1.490	0.010
P 值	0.382	0.002***	0.007**	0.001***	0.881	0.101	0.000***	0.306

在假說六方面，由表 4-5 可知，以負債比率(K2)、速動比率(K3)、總資產週轉次數(K4)、每股盈餘(K7)對營建業的經營績效具有相當高的顯著性。高負債比率雖然對這個產業不見得不好，但償還短期負債的能力也相當重要。速動比率就是短期可運用的資金和短期必須清償債務的比例，速動比率愈高，公司短期發生財務危機的機率也愈低，由此可知資產配置效率與資金變現能力對營建業的經營績效具有影響力。總資產週轉次數愈高表示經營能力愈好。每股盈餘和股價具有一定的連動性，也是公司現有股東與投資人衡量公司獲利的重要指標。

表 4-6 本研究之假設驗證表

假設	假設內容	實證	符合與否
假說一	董監事持股比例與經營績效具有正相關。	負相關，但不顯著	否
假說二	董監事質押比例與經營績效的相關性。	正相關，但不顯著	否
假說三	大股東持股比例與經營績效的相關性。	負相關，但不顯著	否
假說四	經理人持股比例與經營績效的相關性。	正相關，但不顯著	否
假說五	法人持股比例與經營績效具有正相關。	顯著正相關	是
假說六	財務因子與經營績效的相關性。	與負債比率、速動比率、總資產週轉次數、每股盈餘具有顯著的相關性。	

第五章 結論與建議

本章首先說明研究的結果，瞭解股權結構對經營績效的影響，希望能給予公司在營運發展上作為參考，藉由股權結構的調整讓公司在未來的發展更加順利，最後提出後續研究方向的建議。

第一節 研究結論

一、股權結構與經營績效的關聯性

研究結果顯示，董監事持股比例與經營績效呈負相關；法人持股比例與經營績效呈正相關。因此，隨著持股愈大，會增加投票權利讓董事會職位愈受到保障而產生怠職的情形、進行對自身利益極大化的活動或管理者過度自信，而做出有害公司的整體目標導致經營績效愈差。管理者因法人機構持有自身公司的股份，也是公司治理重要的參與者之一，故對經營決策會以更審慎的角度看待，避免做出錯誤之判斷讓股東的權益受損。

二、財務因子與經營績效的關聯性

研究結果顯示，營建業在一開始的土地取得及興建就必須投入非常龐大的資本，因此會以舉債的方式來籌措資金，讓股東用比較少的自有資金來創造獲利，故其運作模式就會讓負債非常高，雖然，高負債比率對這個產業不見得不好，但仍需注意償還短期負債的能力。由此可知資產配置效率與資金變現能力對營建業的經營績效具有影響力。而每股盈餘和股價具有一定的連動性，也是公司現有股東與投資人衡量公司獲利的重要指標，因此對經營績效有顯著的影響。

第二節 研究建議

1. 進一步探討影響法人持股比例的因素進而影響經營績效的動因。
2. 營建業進行轉投資是否能夠有效提高經營績效。

參考文獻

一、中文部份

王玉珍(2002)，「股權結構、董事會組成、資本結構與企業績效關係之研究」，中央大學企業管理研究所未出版碩士論文。

王大維(2003)，「公司治理相關要素與公司績效關聯性之研究-以台灣上市公司為例」，淡江大學會計研究所碩士論文。

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」，朝陽科技大學財務金融系碩士論文。

呂素卿(2001)，「財務危機企業財務比率之研究-以營建業為例」，國立台北大學企業管理學系碩士在職專班碩士論文。

林財源(1992)，「財務報表分析」，台南。

林思瑢(2001)，「以財務及非財務性指標評估建築投資業經營績效之研究」，中央大學土木工程研究所碩士論文。

林昭穆(2003)，「建築業財務績效評估及財務危機預測模式之研究」，國立高雄第一科技大學營建工程所碩士論文。

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証研究」，朝陽科技大學財務金融系碩士論文。

林英哲(2014)，「營建業在景氣循環中之經營績效評估」，國立台北科技大學管理學院經營管理 EMBA 專班碩士論文。

周劍虹(2008)，「2004 年~2006 年台灣地區上市櫃營建公司經營績效分析」，國立聯合大學土木與防災工程學系碩士論文。

洪清賢(2002)，「財務槓桿與企業經營績效之研究以台灣地區營建業上市上櫃公司為例」，義守大學管理科學研究所碩士論文。

洪麗芳(2004)，「股權結構、財務決策與公司績效關聯性之研究」，中原大學會計研究所碩士論文。

姜彥汝(2011)，「股價報酬與償債能力相關性研究-以建設營造業為例」，國立交通大學管理科學系所碩士論文。

俞海琴、周本鄂(1994)，「台灣地區上市公司董監事、關係人持股比率和公司 Tobin'Sq 關係之研究」，管理評論，第 13 卷第 1 期，頁 79-98。

張旭玲(1998)，「我國股票上市股權結構暨經營績效之研究」，成功大學會計研究所碩士論文。

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。

陳心梅(2002)，「從財務觀點衡量台灣建築投資業知企業競爭力」，逢甲大學土地管理所碩士論文。

陳嘉榮(2009)，「模糊理論應用於經營績效評估之研究-以上市櫃營建產業公司為例」，南台科技大學企業管理研究所碩士論文。

陳寶瓊(2013)，「公司治理與經營績效關係之研究-以台灣上市上櫃營建業為例」，大葉大學管理學院碩士在職專班碩士論文。

莊宗憲(2005)，「股權結構與董事會組成對公司績效之影響」，第九屆科際整合管理研討會，頁 195-212。

黃榮龍(1993)，「股權結構與經營績效之研究」，國立政治大學會計研究所碩士論文。

黃英修(1999)，「我國銀行業股權結構與經營績效相關性之探討」，國立成功大學企業管理研究所碩士論文。

黃璟琦(2002)，「上市公司董監事持股、持股質押、市值與經營績效關聯性之研究」，國立台灣第一科技大學金融營運系碩士論文。

葉月鳳、余瑞華(2014)，「企業融資品質管理研究-以營建業為例」，品質月刊，第 50 卷 6 期，頁 33-38。

楊俊中(1998),「股權結構與經營績效相關性之研究」,國立台灣大學會計研究所碩士論文。

楊麗弘(1999),「台灣上市公司股權結構與經營績效研究-由董監事持股質押效果論之」,長庚大學管理學研究所碩士論文。

楊忠偉(2008),「公司治理與經營績效-台灣上市櫃觀光旅館業之實証研究」,朝陽科技大學休閒事業管理系碩士論文。

楊仕鴻(2014),「股權結構、董監事特性與公司績效的關係探討:以台灣的上市公司為例」,東海大學管理學院財務金融研究所碩士論文。

趙維穎(2004),「董事會屬性、董事會功能與企業經營績效之關聯性研究」,中原大學企業管理學系碩士論文。

鄭超文(2000),「營建公司財務績效評估模式之研究」,國立中央大學土木工程學系碩士論文。

劉宴辰(1993),「從代理理論觀點探討股權結構、董事會組成對企業財務績效之研究-上市公司之實証分析」,淡江大學管理科學研究所碩士論文。

謝淑娟(1994),「以權益代理問題的觀點探討股權結構與公司經營績效之關係-以台灣上市公司實証」,國立交通大學管理科學研究所碩士論文。

叢士強(1999),「建築業財務評估績效研究」,國立台灣科技大學營建工程系碩士論文。

二、英文部份

Jensen, M.C. and W.H.Meckling,1976,Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3,350- 360.

Jensen, M.C. and R.S.Ruback,1983,The market for corporate control: The scientific evidence, *Journal of Financial Economics* 11,5-50.

Liu, Y., X.Zhao, and Y.Liao,2013,Market structure, ownership structure, and performance

of China's construction industry, *Journal of Construction Engineering and Management*
139, 852-857

附錄

最小平方法(OLS)迴歸模式分析結果：

Dependent Variable: ROA
 Method: Least Squares
 Date: 09/12/16 Time: 17:31
 Sample: 1 156
 Included observations: 156

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	-0.103369	0.064744	-1.596568	0.1125
X2	0.039402	0.031124	1.265985	0.2075
X3	-0.062730	0.060575	-1.035588	0.3021
X4	0.276229	0.465334	0.593615	0.5537
X5	0.179039	0.043310	4.133946	0.0001
C	1.637534	2.294796	0.713586	0.4766
R-squared	0.139936	Mean dependent var	6.527692	
Adjusted R-squared	0.111267	S.D. dependent var	8.354402	
S.E. of regression	7.875915	Akaike info criterion	7.003198	
Sum squared resid	9304.505	Schwarz criterion	7.120500	
Log likelihood	-540.2495	Hannan-Quinn criter.	7.050841	
F-statistic	4.881122	Durbin-Watson stat	1.937870	
Prob(F-statistic)	0.000363			

Dependent Variable: ROA
 Method: Least Squares
 Date: 09/12/16 Time: 17:33
 Sample: 1 156
 Included observations: 156

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
K1	0.027752	0.031633	0.877302	0.3818
K2	0.153918	0.048188	3.194120	0.0017
K3	0.004135	0.001521	2.718392	0.0073
K4	5.630256	1.694370	3.322921	0.0011
K5	0.000484	0.003230	0.149851	0.8811
K6	0.040296	0.024443	1.648564	0.1014
K7	1.490141	0.114643	12.99815	0.0000
K8	0.010419	0.010139	1.027641	0.3058
C	-11.32598	3.763733	-3.009240	0.0031
R-squared	0.599479	Mean dependent var	6.527692	
Adjusted R-squared	0.577682	S.D. dependent var	8.354402	
S.E. of regression	5.429190	Akaike info criterion	6.277418	
Sum squared resid	4332.987	Schwarz criterion	6.453371	
Log likelihood	-480.6386	Hannan-Quinn criter.	6.348883	
F-statistic	27.50279	Durbin-Watson stat	2.200170	
Prob(F-statistic)	0.000000			