

東海大學會計學系碩士班

碩士論文

董事會股權分布與公司經營績效之關聯性研究



指導教授：許恩得 博士

研究生：莊子慧 撰

中華民國 108 年 7 月

# 東海大學會計學系碩士班

莊子慧 君 所撰碩士論文：

董事會股權分布與公司經營績效之關聯性研究

業經本委員會審議通過

碩士論文考試委員會委員

許恩得 朱炫連

朱炫連

指導教授

許恩得

系所主任

林秀鳳

中華民國 108 年 6 月 21 日

# 董事會股權分布與公司經營績效之關聯性研究

指導教授：許恩得 博士

研究生姓名：莊子慧

研究生學號：G06430009

## 摘要

為了因應經濟環境的巨變與有效杜絕企業內部的隱患，公司治理的地位隨著時代的轉變越發重要，時至今日，成為企業對內、對外都不能忽視的公司機制。其中，董事會作為企業的核心主體，對於企業有著舉足輕重的影響力。有鑑於此，本研究之主要目的為探討董事會成員的持股差異與公司經營績效的關聯性，並利用普通最小平方法(OLS)進行回歸分析。實證結果發現：當董事會成員持股差異越小時，公司經營績效有顯著正面的影響，同時，當董事會持股差異變化越小時，公司績效亦有顯著正面的影響。並且，本研究進一步將董事會樣本分別取持股前三名至前五名，實證結果仍表示當董事會持股差異越小時，公司經營績效有顯著正面的影響。

**關鍵字：**董事會、公司經營績效、股權結構

# **Study on the Associations between Shareholding Distribution of Board and Corporate Performance**

Advisor : Dr. EN-TE, HSU

Graduate Student Name : TZU-HUI, CHUANG

Graduate Student No : G06430009

## **Abstract**

In order to cope with the tremendous changes in the economic environment and effectively eliminate hidden dangers within the enterprise, the status of corporate governance has become more and more important with the changes of the times. Nowadays, it has become a mechanism that enterprises cannot ignore both internal and external. Among them, the board of directors has a big influence on the enterprise. In view of this, the main purpose of this study is examine the association between the shareholding distribution of board and the corporate performance. The regression analysis was performed using the ordinary least squares method (OLS) in this study. The empirical results show that when the shareholding distribution in board is small, the corporate performance has a significant positive impact and when the difference in board shareholding changes is small, the corporate performance also has a significant positive impact. The sample of the board of directors was further taken from the top three to the top five. The empirical results still indicate that the smaller of shareholding distribution of board, the corporate performance has a significant positive impact.

**Keywords** : board of directors, corporate performance, ownership structure

## 目錄

中文摘要 .....	I
英文摘要 .....	II
目錄 .....	III
圖目錄 .....	IV
表目錄 .....	V
<b>第壹章、緒論 .....</b>	<b>1</b>
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
<b>第貳章、文獻探討 .....</b>	<b>6</b>
第一節、代理理論 .....	6
第二節、公司治理與經營績效 .....	11
第三節、董事會與經營績效 .....	16
<b>第參章、研究設計 .....</b>	<b>27</b>
第一節、觀念性架構圖 .....	27
第二節、假說發展 .....	28
第三節、研究模型 .....	29
第四節、變數衡量 .....	30
第五節、樣本選取與資料來源 .....	34
<b>第肆章、實證結果 .....</b>	<b>35</b>
第一節、敘述性統計 .....	35
第二節、相關性分析 .....	37
第三節、實證研究結果 .....	39
第四節、額外測試 .....	41
<b>第伍章、結論與建議 .....</b>	<b>44</b>
第一節、研究結論 .....	44
第二節、研究貢獻與限制 .....	45
<b>參考文獻 .....</b>	<b>46</b>

## 圖目錄

圖 1-1 研究流程圖 .....	5
圖 3-1 觀念性架構圖 .....	27



## 表目錄

表 2-1 代理理論文獻彙總表 .....	9
表 2-1 代理理論文獻彙總表(續).....	10
表 2-2 公司治理與經營績效文獻彙總表 .....	14
表 2-2 公司治理與經營績效文獻彙總表(續) .....	15
表 2-3 持股者類型與經營績效文獻彙總表 .....	22
表 2-3 持股者類型與經營績效文獻彙總表(續).....	23
表 2-3 持股者類型與經營績效文獻彙總表(續).....	24
表 2-4 股權分佈與經營績效文獻彙總表 .....	25
表 2-4 股權分佈與經營績效文獻彙總表(續) .....	26
表 3-1 變數彙總表 .....	33
表 3-2 樣本篩選流程 .....	34
表 4-1 敘述性統計表 .....	36
表 4-2 相關係數表 .....	38
表 4-3 董事會持股差異對資產報酬率之影響 .....	39
表 4-4 董事會持股差異變化對資產報酬率之影響 .....	40
表 4-5 董事會持股差異對資產報酬率之影響 .....	41
表 4-6 董事會持股差異對權益報酬率之影響 .....	42
表 4-7 董事會持股差異對資產報酬率之影響 .....	43

# 第壹章、緒論

## 第一節、研究背景與動機

為因應總體金融環境所潛藏的危機、為杜絕企業內部勾結的舞弊，公司治理的地位隨著趨勢的潮流越發重要，時至今日，世界各國都仍持續不斷的再優化機制的健全度。Gillan(2005)將公司治理劃分為外部與內部機制，其中，董事會作為公司治理的內部治理機制，在公司有著舉足輕重的地位。O'Hagan and Green (2004)的研究則提到，依據階層領導理論，董事會在企業中作為決策的角色，無論是在分配資源或是決策訂定，都有著重大的影響力。Fama and Jensen (1983)認為，董事會可以透過批准和監督等方式，來達到限制控制股東剝奪少數股東利益的權力。因此，董事會應作為監督及輔助的角色，提供企業不同視角、知識等，並且協助公司邁向更好的發展方向。

作為企業核心主體的董事會，吳魯恆(2012)認為，企業成員間應當為共同的目標努力，並為彼此的共同利益採取一致性的集體行為，否則容易造成集體行為困境的發生，進而使得企業的決策難礙。當不同目的同時存在於一個團體中時，彼此分歧的意見交疊時所產生的矛盾便容易造成內部決策的困難，而損及公司利益。對此，董事會理應團結一致，否則因目的不同所產生的決策失衡，將為企業帶來經營上的阻礙。有鑑於此，群體中擁有共同的目標，是永續經營的必要因素之一。然而，控制股東意旨董事會成員中具有公司所有權的人，在董事會中具有比其他董事更大的權力，對此，朱紅軍與汪輝(2004)提到，當董事會由某個控制股東掌控時，便可能在自身利益的追求下，做出傷害公司的決策，甚至造成企業的內部失衡。

根據過往文獻，持股者根據情況的不同會衍生出各種行為與結果。Jensen and Meckling (1976)認為當內部人持股高時，公司損益會因持股數的增加而使管理者做出與股權利益一致的決策；Jensen and Ruback (1983)則有不同的見解，該研究認為當內部人持股高，持股者選擇自身利益最大化之決策的可能性也越高。另外，針對外部投資人，Pound (1988)則提出，機構股東持股越高時，將更有誘因監督管理階層；但該研究也指出當持股數高時，也可能利用股權支持對自己較為有利的決策。因此，從代理理論的角度而言，持股者會根據不同目的及經濟環境，而有不同的行為與結果。對此，Demsetz (1983)、洪榮華、陳香如與王玉珍(2005)皆認為持股數與公司經營績效之間存在非線性的關係，並間接支持當持股者面對不同情況及條件下，會有不同的行為及結果。因此，本研究



認為不同目的的存在，容易造成管理團隊中的利益目標不一致，並進一步探討董事會成員間的股權差異與公司經營績效的關聯性。

綜上所述，董事會作為公司最高執行單位，是為影響公司做決策的重大關鍵之一。然而，當團隊中持股相當的人意見有所不同時，便容易使得決策時止步不前，甚至會因為私人情感而有許多不利於企業本身的行為發生。過去文獻以探討股權集中類型的研究並不在少數，其中，鄧欣惠(2010)的研究結果就發現，大股東的股權集中度越平均時，對公司績效越有正面影響；Brickley, Lease, and Smith Jr (1988)與 La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (1999)則認為，股權越集中時，越能使大股東積極監督管理階層。上述研究皆以大股東作為探討對象，但董事會成員持股卻鮮少提及，因此，為延伸過往研究並做出區隔，有別以往文獻探討股權分佈，本研究針對董事會成員之持股差異與公司財務績效作進一步分析。



## 第二節、研究目的

本研究旨在探討臺灣企業的董事會持股分佈差異與公司經營績效的關聯性。由前一節可知，公司治理的存在已然成為現代經濟環境中不可或缺的一部分，董事會更是企業中不可分割的核心主體，同時對於企業營運有很大的影響力。過去研究雖探討內、外部董事持股數、股權集中等因素與公司經營績效的文獻不在少數，卻少有提及董事會持股分佈差異與公司經營績效之間的關聯。茲將本文欲探討內容列示如下：

首先為檢視董事會之持股分佈的差異與公司經營績效的關聯性。本研究藉由董事會持股數之標準差作為差異數的衡量標準，且進一步探討當董事會中，持股差異越小時，與財務績效之間的關聯性，並分析其對公司經營績效的影響。



### 第三節、研究架構

本文研究架構分成下列五大部分，其內容概述如下：

#### 第壹章 緒論

敘述本篇研究之背景、動機及相關目的，以及整篇研究之架構概述。

#### 第貳章 文獻探討

探討過去針對代理理論、公司治理以及董事會與公司經營績效之相關文獻。

#### 第參章 研究設計

本章將敘述本文之觀念性架構，並依序推論研究假說、變數衡量、研究模型，以及介紹樣本選取與資料來源。

#### 第肆章 實證結果與分析

根據研究假說所推導之敘述性統計資料、相關分析與實證結果等等。

#### 第伍章 研究結論與建議

彙總本篇研究相關分析結果與管理意涵等等，並針對其結果說明研究限制，以及提出貢獻依據及未來研究方向參考。

有關研究流程圖請參考圖 1-1。

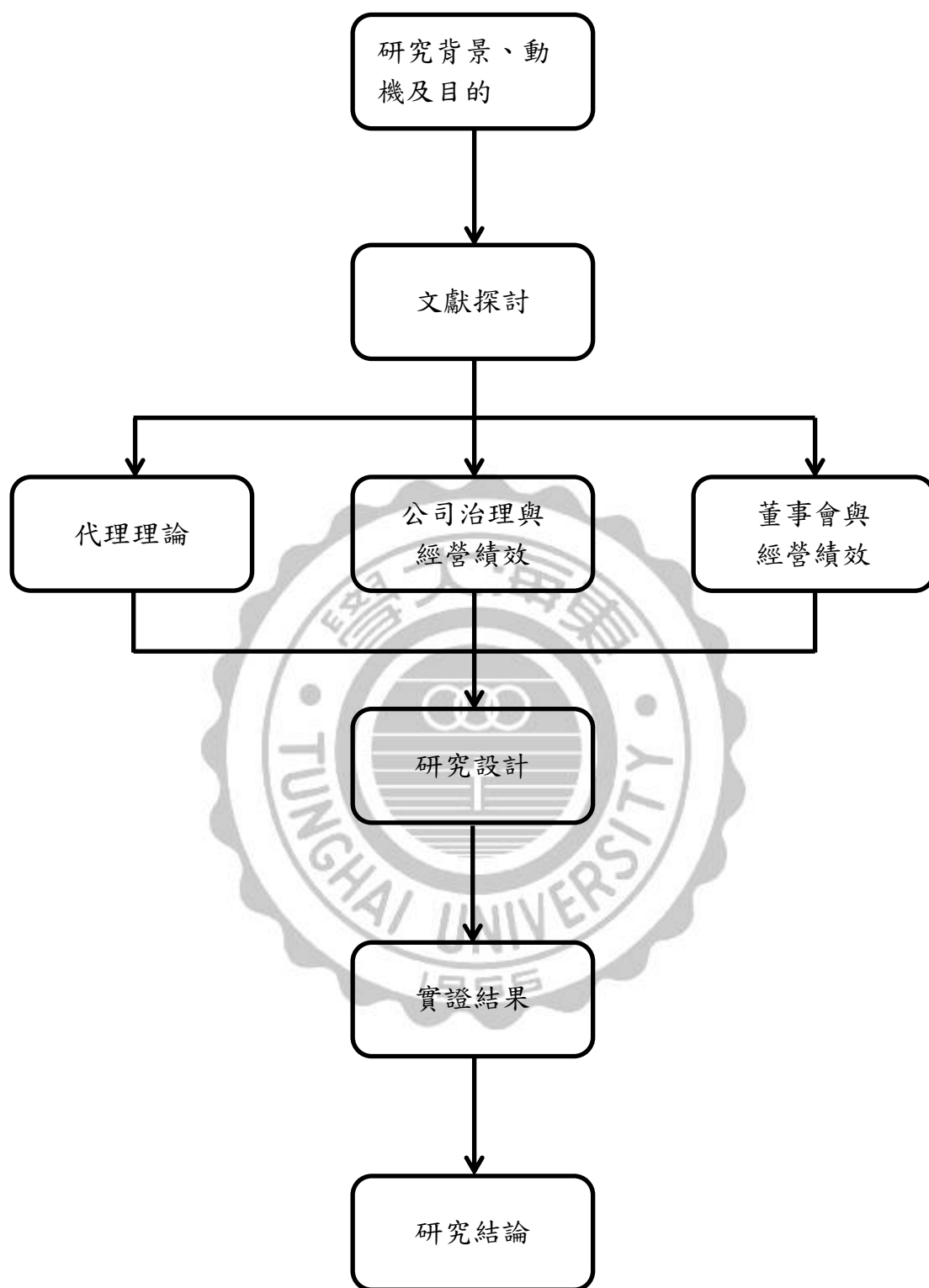


圖 1-1 研究流程圖

## 第貳章、文獻探討

### 第一節、代理理論

過去由 Jensen and Meckling (1976)中提出的代理理論(agency theory)，說明代理問題存在的原因是因為主理人(principal)與代理人(agent)兩者之間的利益目標有所不同，進而形成資訊不對稱的尷尬狀況，也就是我們所熟知的代理問題(agency problem)。其中，當控制權與少數股東彼此間的利益目標不一致，特別是兩者存在分歧的時候，形成大股東為追求自身利益而犧牲小股東權益的狀況，在公司中就是一個典型的代理問題。另外，管理者為了己慾而選擇對公司較為不利的決策時，也是在企業常見的案例之一。對於如何縮短兩者間的利益目標不一致、代理成本的降低，以及為股東創造最大的效益，漸漸的成為社會重視的問題。在過去文獻中，也針對不同的情況的代理問題，提出以下的理論基礎：

Berle and Means (1932)的研究提出股權分散假設(ownership dispersion hypothesis)，指當公司股權分散於不同的小股東身上，而經營權集中在經理人時，則形成所有權與經營權分離的狀況。而當經理人持股數低時，因為不需要承擔經營成敗所造成的後果，在這樣的情況中，便會影響管理者對於公司經營付出的多寡。

Jensen and Meckling (1976)提出的利益收斂假說(convergence of interest hypothesis)中認為，經營者為了追求自身利益的最大化，可能會過度使用公司的資源來滿足私慾，同時，股東也有極大的誘因追求自身利益，進而偏好選擇高報酬的計畫，使得企業陷入高風險的危機。但根據利益收斂假說，隨著管理階層持有的股數越高，利益將越能夠與股東趨近一致。因為無論公司損益，隨著持股數增加時，所需共同承擔的責任也會因而上升。因此，此理論推斷管理者會為避免損及自身利益，而有更大的誘因使其作出對股東有利的決策。

Leland and Pyle (1977)的研究中所提到的信號傳遞假說(signaling hypothesis)，指出若當雙方處於資訊不對稱的狀況下，因管理者對企業的了解比外部人士擁有的更多，且該內部資訊可能未透露予外部人士知道。另外，內部消息傳遞最常見的有三種：利潤宣告、股利宣告與融資宣告，公司內部人可以透過此類的方式進行資訊告知。同時該研究也認為，當公司內部人持股增加時，將可能會傳遞正面消息，讓投資人認為公司價值的展望性良好。

Jensen and Ruback (1983)的研究中提到的利益掠奪假說(entrenchment hypothesis)，是指管理者持股越高時，更能使自身的利益極大化，並且可能會為鞏固自身職位的考量，產生反接管行為。即當決策是有利於公司而有可能不利於管理者本身時，管理者便可能會做出傷害公司價值的決策。

Pound (1988)則針對外部投資人提出三種假說：(1)效率監督假說(efficient monitoring hypothesis)：當機構股東持股越高時，因其本身相較於其他小股東，更具備豐富的相關專業知識，更能有效地將兩者間的代理成本降低，推斷其持股比率與公司經營績效將會呈現正相關的影響；(2)利益衝突假說(conflict of interest hypothesis)：因為機構投資人與公司間有業務上的往來關係，所以為避免與企業交情的惡化，將傾向支持現任管理者並可能迎合他的行為，造成監督效果的降低。因此，認為當機構投資人持股越高時，利用股權支持對自身有利的決策的可能性將會上升，進而對公司不利，導致與股東間的利益衝突；(3)策略聯盟假說(strategic alignment hypothesis)：機構投資人與管理者存在並肩合作的關係，故為維持良好關係，可能使監督效果無法有效發揮。因此，當必須考量雙方利益的因素時，機構投資人的存在將能對公司的價值帶來影響。

時至今日，代理問題已經成為無論是社會上，還是企業中都被高度重視的一個議題。針對上述不同情況下所衍生的理論，說明代理問題的存在方式非常多元，對此，後續的學者也針對不同種類的代理問題進行研究，進一步證明代理理論在社會上的重要性。

Oswald and Jahera Jr (1991)考量以代理理論為基礎的所有權結構與財務績效之間的關係，並且，通過修正後的風險調整指標與龐大的樣本量，以及藉由控制公司規模的差異來優化過往文獻的研究方法，該研究使用共 645 家樣本，分析從 1982 年至 1987 年之董事會和管理階層之持股比例與公司績效的關係，結果發現兩者間有顯著的影響關係，結果表明，當持股比例越高，公司績效越好。

Shleifer and Vishny (1997)透過代理問題的觀點，明確指出公司治理是一個如何確保股東資本回收的一種制度。公司治理的存在是一種企業管理，同時落實企業經營責任的一種規範，進而保障股東及利害關係人的權益。因此，好的公司治理應是以全體股東的利益為最大誘因，促使董事會及管理階層落實自身的監督及管理責任。作為企業與利害關係人的關係橋樑，從內部而言，公司治理針對的是公司的運作模式、董事及管理者責任，然而從財務觀點，則是為了降低所有權與經營權間造成的代理成本。

方世杰與方世榮(2002)以機構買者的觀點，對醫藥市場之通路組織上作延伸的探討。該研究認為國內製藥業者在政府開放國外藥品進口後，在行銷通路上面臨了三類機構買者的壓力。依據交易成本理論與代理理論。該研究發展出一套關係管理的架構，主要針對資訊不對稱、目標不一致等因素作為主理人與代理人之間的因互動所衍生出成本因素。並透過問卷調查的方式，以醫院、診所等作為研究對象，其實證結果表示，交易成本理論與代理理論確實存在於製藥業者與機構買者之間。

洪榮華、陳香如與柯璟瑩(2005)從代理問題的角度探討董事會特性及股權節的不同與負債的關聯性，同時針對內部人、機構人持股及股利政策等與負債之替代效果，並且更進一步檢視集團與非集團企業的差異。資料樣本選自於1995年至2001年之上市公司，實證結果發現，內部人持股與機構人持股皆對負債呈現顯著正相關的關係，以及股利與負債之間有顯著負相關的結果。

陳俊宏與林家緯(2014)曾對主理人與代理人之間的薪酬設計做延伸，探討不同會計原則下所衍生出的代理問題是否能夠透過薪酬設計來有效的縮短兩者間的利益目標不一致。該研究結果發現會計穩健性且在非底薪制下，代理人的努力會在跨過門檻值後開始倍增。

根據上述文獻可以得知，代理問題其實與我們的日常生活的關係可謂密不可分，如何有效降低代理問題，已然開始成為社會上十分熱門的議題之一。公司治理的存在就是為了降低代理問題在企業間所造成的負面影響，現如今公司治理也已經成為企業治理的基本配備，各國政府的重視程度更是日漸上升，其地位越來越不可忽視。

表 2-1 代理理論文獻彙總表

	作者	年度	研究結論
股權分散假說	Berle and Means	1932	指當公司股權分散於小股東，而經營權集中在經理人的狀況時，經理人會因為不具所有權，而影響其對於公司經營付出的多寡。
利益收斂假說	Jensen and Meckling	1976	當管理者持有股數越高，承擔的損益部分也將越大。因此，管理者會為避免損及自身利益，而有更大的誘因使其作出對股東有利的決策。
信號傳遞假說	Leland and Pyle	1977	當管理者對企業的了解會比外部人士更加深入時，將有更大的誘因傳遞正面消息，讓外部人認為公司展望性良好。
利益掠奪假說	Jensen and Ruback	1983	當決策是有利於公司而有不利於管理者本身時，管理者可能選擇對其較為有利的決策，進而影響公司發展。
效率監督假說	Pound	1988	機構股東相較於其他小股東，具備更多的相關專業知識，更能為公司帶來豐富資源與正向幫助。
利益衝突假說	Pound	1988	當機構投資人持股越高時，更可以利用股權支持對自身有利的決策的。而使得監督效果的下降。
策略聯盟假說	Pound	1988	因機構投資人可能與管理者之間存在並肩合作的關係，因此當必須考量雙方利益的因素時，機構投資人的存在會對公司的價值帶來影響。
	Oswald and Jahera Jr	1991	以代理理論為基礎，探討所有權結構與財務績效之間的關係。董事會和管理階層之持股比例與公司績效的關係存在顯著正向的影響關係。
	Shleifer and Vishny	1997	該研究認為公司治理是確保股東如何有效資本回收的方式，並且其存在是為了達到良好的企業管理，同時落實經營責任的一種標準，進而保障股東及利害關係人的權益。



表 2-1 代理理論文獻彙總表(續)

作者	年度	研究目的	研究結論
方世杰與方世榮	2000	國內製藥業者在政府開放國外藥品進口後，在行銷通路上面臨了三類機購買者的壓力。	依據交易成本理論與代理理論。該研究發展出一套關係管理的架構，同時發現交易成本理論與代理理論確實存在於製藥業者與機購買者之間。
洪榮華、陳香如與柯璟瑩	2005	探討董事會特性及股權節的不同與負債的關聯性，同時針對內部人、機構人持股及股利政策等與負債之替代效果，	內部人持股與機構人持股皆對負債呈現顯著正相關的關係，以及股利與負債之間有顯著負相關的結果。
陳俊宏與林家緯	2014	探討不同會計原則下所衍生出的代理問題是否能夠透過薪酬設計來有效的縮短兩者間的利益目標不一致。	會計穩健性且在非底薪制下，代理人的努力會在跨過門檻值後開始倍增。

## 第二節、公司治理與經營績效

企業隨著時間日漸壯大，為因應這樣的成長模式，便需要透過好的機制來制衡與管理，例如：發展所有權與控制權確實分離的制度，藉以有效避免代理問題，並落實經營的健全性。然而，過去重大舞弊案件，美國知名能源公司，恩隆(Enron)多年來以巧妙的會計手法美化財務報表，爾後破產的消息震驚世界各國，也使其成為財會醜聞(accounting scandal)的代名詞；2003年美國世界通訊(WorldCom)利用虛假記帳的手段掩蓋不斷惡化的財務數字；2004年臺灣博達科技無預警宣佈無力償還即將到期的公司債，為金融市場投下一顆震撼彈。這些財務醜聞的發生，除了重創市場的信任，更為投資人帶來無限憂慮。因此，為了有效解決這樣的問題，公司治理(corporate governance)的必要性逐漸達到世界各國都無法忽視的地位，在臺灣亦是如此。後又因2008年的全球金融海嘯，重重打擊國際經濟與股票市場，再次提醒各國政府健全公司治理的重要性。同時，有效因應外部風險與內部危機，對企業而言是一門永無止盡的課題。因此，公司治理的主要目的，就是在妥善治理公司的同時，達到創造利潤價值及資源平均分配的雙贏，並且對於企業利害關係人的權益做到最好的照顧。

Beasley (1996)的研究中，探討獨立董事及功能性委員會的存在是否能夠有效達到監督成果，並得以藉此降低企業舞弊的行為。該研究分別使用各75個舞弊及非舞弊企業，總共150家樣本，以logit迴歸進行實證分析。其研究結果發現，舞弊公司相較於非舞弊公司，在外部董事方面明顯地有較少的比例，但功能性委員會的存在與企業舞弊沒有存在顯著的相關性，而當外部董事持股比例越低且越具專業背景時，越能夠對企業達到監督效果。

Chen and Hu (2001)認為樣本期間會影響到研究結果的不同。當經濟環境良好時，會激發投資人的信心，因此，董監事股權質押比率會與公司經營績效有正向的影響關係，說明此時控制股東不必犧牲所有權取得資金，但當景氣低迷時，股價下跌會使得質押股票面臨壓力，因而可能增加控制股東與投資人之間的代理問題。

Pfeffer and Salancik (2003)認為，當公司有更多的外部資訊管道，將更能幫助企業取得資源，並且，董事會若能與外部締結良好的聯繫，更可以為公司帶來好處，進而為公司績效帶來正面的影響。從這樣的結果中，也可以從資源依賴理論(resource dependence theory)的角度互相呼應，當董事會規模越大並且越豐富時，因為來自不同專業領域的董事成員的關係，將越能與外界資源搭上連結。

Brown, Sturman, and Simmering (2003)的研究中提到，以工資理論(efficiency wage theory)為基礎的情況下，較高水準的薪酬條件能夠激勵和吸引更優秀的員工，進而獲得更高的績效。相同的，從代理理論的角度來檢視，Jensen and Meckling (1976)也指出，高階主管的薪酬有助於降低代理問題。

蔡柳卿(2004)使用 2001 年與 2002 年臺灣上市公司年報中所揭露的資訊，探討臺灣上市公司對於獨立董事聘任的狀況。實證結果發現，董監事持股數較低者，較有意願設置獨立董監事，該研究推斷可能是因為高持股的董事對於監理人監督的意願會相對較高，因而降低對於獨立董監事的需求。另外，規模較小、高度競爭產業的公司，對於設置獨立董監事的意願也會相較其他公司還要來得更積極。

李馨蘋與莊宗憲(2005)的研究旨在探討公司治理與經營績效之間的關係，其中探討的面向包括股東持股、董監事持股質押比例以及董事會組成結構。並使用橫斷面與混合時間數列之資料，實證結果表明，董監事持股質押比率、借款依存度等皆與公司經營績效有顯著負相關的影響。

Gillan (2006)的研究中，首先為公司治理研究進行廣泛的概述，彙整過往之經典文獻，並且發展出一套針對公司治理的觀念架構，其類別細項分為：(1)外部機制：法規、市場、服務與分析機構，甚至是媒體等。(2)內部機制：股權結構、董事會、薪酬、財務報表與內部控制等，由此可知，公司治理的存在充斥在企業的各個角落隨處可見，其有著不容小覷的重要性。

廖秀梅、李建然與吳祥華(2006)探討臺灣上市公司董事會結構特性與公司績效之間的關係。該研究根據民國 91 年修訂之「公開發行公司年報應行記載事項準則」，明定自 90 會計年度起，需強制揭露之董監事資料。故研究資料以民國 91 年前已上市公司作為樣本，經刪除資料不齊者，共計有效樣本為 725 筆公司。實證結果發現，董事會結構確實與公司經營績效存在影響關係。股權機制與外部董監事的發揮功能在家族企業中會較為受限；董事會規模越大及雙重 CEO 的企業，公司績效較不好；董監事教育程度越高，公司績效越好。另外，董監事持股在非家族企業中，有較正面的影響；管理經驗與法律背景之外部董事的存在也有助於公司績效的提升。

陳俊宏與林家緯(2014)的研究中，認為薪酬的訂定應當完善，因為它可以作為有效縮短主理人與代理人之間利益目標不一致的媒介之一。因此，該研究將薪酬制度納入理論模型的設計，欲探討薪資與代理人努力程度的變化，並利

用微分及積分之方式探討為達到員工的努力的最大化，企業對薪酬制度的訂定應當如何變化。另外，在 Main, Bruce, and Buck (1996)之研究中，亦將薪酬納入模型考量，且該研究將獎酬制度以董監酬勞作為替代變數取代之。

Rao and Tilt (2016)的研究中，探討董事會多樣性和企業社會責任報告書之間的關聯性。樣本取自 2009 年至 2011 年在澳大利亞市值佔前 150 名的公司，測試董事會多樣性和 CSR 間的關係，其中前者包含獨立性、性別、任期、董事職位等的衡量。實證結果顯示，董事會多樣性對企業社會責任報告書有影響，特別是擁有年輕或女性成員的董事會，對於企業社會責任報告書的揭露程度更高。

在現今社會當中，公司治理的存在儼然成為無論是從內部而言的董事會結構、薪酬設計等、或是外部資源所帶來的影響，都已慢慢發展為不可或缺的治理機制之一。並且可以透過這些機制的設置，藉以縮短利益目標的不一致，並且達到減少代理問題的目的。從上述文獻中，針對公司治理進行廣泛的研究非常豐富多元，對此，本研究認為，董事會作為公司的最高執行團隊，無論是對內、對外都有著舉足輕重的影響力，同時在結構上的不同，也能為公司帶來不同的影響。



表 2-2 公司治理與經營績效文獻彙總表

作者	年度	研究目的	研究結論
Beasley	1996	探討獨立董事及功能性委員會的存在是否能夠有效達到監督成果。	舞弊公司相較於非舞弊公司，在外部董事方面明顯地有較少的比例，且當外部董事持股比率越低和越具專業背景，越能達到監督的效果。
Chen and Hu	2001	探討當經濟環境良好時，會激發投資人的信心，因此董監事股權質押比率會與公司經營績效有相關影響。	當景氣低迷時，股價下跌會使得質押股票面臨壓力，因而可能增加控制股東與投資人之間的代理問題。
Pfeffer and Salancik	2003	探討公司有更多外部資訊管道，能因而取得更多資源，將可以為公司帶來好處。	當董事會規模越大、越豐富時，因為不同專業領域成員的關係，將越能與外界資源搭上連結。
Brown, Sturman, and Simmering	2003	探討薪資可以降低代理問題的發生，進而影響公司績效。	高水準的薪酬條件較能夠激勵、吸引優秀的員工，而能獲得更好的績效。
Gillan	2006	對公司治理研究進行概述，彙整過往之經典文獻，並且發展觀念架構表。	公司治理的存在充斥在企業的各個角落隨處可見，分為(1)外部機制：法規、市場與媒體等。(2)內部機制：股權結構、董事會、薪酬與財報等，其有著不容小覷的重要性。
Rao and Tilt	2016	探討董事會多樣性和企業社會責任報告書之間的關聯性。	董事會多樣性衡量指標對企業社會責任報告書有影響，其中，擁有年輕或女性成員的董事會，對於企業社會責任報告書的揭露程度更高。

表 2-2 公司治理與經營績效文獻彙總表(續)

作者	年度	研究目的	研究結論
蔡柳卿	2004	探討臺灣上市公司對於獨立董事聘任的狀況。	董監事持股數較低者，較有意願設置獨立董監事。另外，規模較小、高度競爭產業的公司，對獨立董監事的設置意願更積極。
李馨蘋與莊宗憲	2005	探討公司治理與經營績效之間的關係，其中探討的面向包括股東持股、董監事持股質押比例以及董事會組成結構。	董監事持股質押比率、借款依存度等皆與公司經營績效有顯著負相關的影響。
廖秀梅、李建然與吳祥華	2006	探討臺灣上市公司董事會結構特性與公司績效之間的關係，並是否會因不同的企業型態，而與公司績效有不同的影響。	股權機制與外部董監事的發揮功能在家族企業中會較為受限；董事會規模越大及雙重CEO的企業，公司績效較不好。另外，董監事持股在非家族企業中，有較正面的影響。
陳俊宏與林家緯	2014	探討在不同會計水準的情況下，代理薪酬的設計是否能有效影響代理人的努力程度。	針對不同會計水準下，底薪制與非底薪制發展出最適合的六種薪酬設計。

### 第三節、董事會與經營績效

Fama(1980)提出，當企業管理者並非公司持股人時，會提升激勵理論，並探討當大型企業的所有權與控制權分離時，能否有效降低代理問題。其中，該研究認為公司治理中的董事會能夠降低代理問題，且該功能的影響強度則與組成結構有關，更指出外部董事通常也因為擔任其他企業的重要職位，在專業素養的部分也會相對較高，更能達到監督的效果。

就公司治理而言，董監事、控制股東，以及內部持股人等被視為內部參與者，而市場上之大股東、外部持股人與債權人等則被視為外部參與者，兩者皆為績效表現的重要影響因素之一。其中，董事會、監察人等可以透過內部稽核系統或是相關公司制度來對企業達到管理的目的，然而，外部持股人與債權人等則可藉由股權的行使，或是財務來往的關係來影響企業的決策行使，兩者皆與企業有著密不可分的關聯。

#### 一、 持股者類型

Demsetz(1983)提出的結果表明，內部人持股會根據利益掠奪假說，當其持股數上升時，對績效將產生不好的影響。因此，作者認為內部人持股率與績效存在非線性關係。然而，該研究使用共 371 家公司作為樣本，其結果表明，當內部人持股低於 10%時，符合利益收斂假說。然而，在平均績效表現水平較低的樣本中，發現該類群的企業會因市場紀律的保障，可以更自由地追求自身利益最大化，而非公司利益，並且同時發現，創辦家族的存在會對公司經營績效產生負面影響，其績效會低於專業經理人經營之企業。

Weisbach(1988)探討內部和外部董事對執行長的監督與執行長請辭之間的關係，請辭的預測是利用股票收益率和收益變化作為先前績效的衡量標準。研究發現由外部人主導董事會的公司，先前績效與辭職率存在更強的關聯性。因此，作者認為內部董事任職於公司，在決策上會無法以客觀的立場實行，此舉動將會使監督公平性產生失焦。其研究結果指出，外部董事對不良績效管理者有一定程度上的約束力，對財務績效能帶來正面的影響。

McConnell and Servaes (1990)的研究中，分別取自 1976 年 1173 家與 1986 年 1093 家之不同年度的公司樣本，藉以探討股權結構與財務績效之關係。實證結果表示，Tobin's Q 與內部人所持有的普通股比例存在顯著的非線性關係，其曲線向上傾斜，直到內部人所有權達到約 40%至 50%之間，便開始有略微向下的趨勢。並且同時，也發現機構投資人的股份比例與公司績效之間存在顯著的正相關關係。因此，該研究表明，內部人持股會根據結構性不同，同時符合利益收斂假說及利益掠奪假說，以及當機構投資人的持股越高，更能夠對公司達到監督效果。

Hudson, Jahera Jr, and Lloyd (1992)使用逐段回歸模型，並且控制公司規模和收益與價格之間的市場異常。實證結果表明，內部人所有權和公司經營績效之間有正相關的關係，並且模型結果表示，規模與所有權的存在對於公司經營績效有重大的影響。因此，該研究認為當股權集中於管理者時，其利益會與股東趨近一致，有助於增長公司績效。

Rosenstein and Wyatt (1997)使用 1981 年至 1985 年的 170 筆樣本，研究中當公司的內部經理加入董事會時，是否能夠提高公司的效率以及目標實施的積極性。其中結果表示，當內部董事持股不到 5%時，股市反應顯著為負，但當所有權介於 5%與 25%之間時顯著為正，超過 25%時則無顯著差異。因此，該研究認為，當公司內部人持股比率越高，將為公司帶來正相關的影響，同時，當大股東持股越高時，也會有較大的誘因監控管理者，因而促使公司績效的提升。

Crutchley, Jensen, Jahera Jr, and Raymond (1999)的研究中，探討四個作為控制代理成本的金融變數，分別為槓桿、股息、內部人所有權與機構所有權，進一步討論四者與公司績效的關係。使用美國證券交易所上市公司作為資料樣本，因為機構所有權的增長在 80 年代，因此該研究分別取自 1987 年及 1993 年兩個區間的三年期完整數據進行回歸模型分析。實證結果發現，機構投資人的存在，能夠有效提升公司績效及經營效率，並且，對於以投資利益為主的機構投資人，會偏好重視研發領域的企業做投資，並且同時能夠透過自身之專業知識來判斷研發成果的真正價值，進而也會提升公司的經營效果。

Ang, Cole, and Lin (2000)的研究中，探討不同所有權與經營權的結構狀況與代理成本之間的關係，並使用 1708 家的小公司樣本，研究結果發現，當今天管理團隊屬於外部人主導時，其代理成本將會顯著提高、與管理者的股權成



反比，並隨著非控制股東增加而上升，但會因為金融機構的監督效果增加而降低。

張維迎 (2000)為完善的對於中國企業之內耗問題做一個初步的解決，該研究認為企業內部的權力鬥爭與所有權的安排有關，針對內外部人持股等與內部鬥爭之間發展出一套理論模型。研究結果表示，在能力相同的情況下，企業內部人員所持有的股份越高，工作積極性將會越高，同時權力鬥爭的機率將會下降。同時證明，能力越低的企業，權力鬥爭越激烈，特別是當內部人不持有任何股份的時候。

Singh and Davidson III (2003)將此研究之樣本從小型公司擴展到大型上市公司，探討公司所有權的存在是否能對大型企業之管理階層產生代理行為的約束。其蒐集共 1,528 家的美國公司樣本，以資產使用率作為代理成本的替代變數，發現當公司內部人持股比率較高的公司，更能有效使用資產。因此，該研究認為，當管理者持股越高時，越能促使公司利益極大化。

洪榮華等(2005)使用 1995 年至 2000 年，共計六年之 119 家高科技產業及 458 家傳統產業之樣本，探討上市公司股權結構與公司經營績效之間的關係。在內部人持股方面，實證方面，該研究加入內部人持股平方項，結果證明內部人持股存在一次或兩次的轉折點。並且結果表明，隨著內部人的持股越高，公司績效會有先降後升的狀況發生。

李馨蘋與莊宗憲(2005)使用民國 84 年至民國 93 年，共計十年之上市上櫃公司，刪除資料不全者後，共 3377 筆家企業作為 panel data 之樣本。研究目的旨在探討內部人持股數、機構股東持股、董事會組成等相關因素與公司經營績效之間的關聯性。其實證結果發現內部人持股與公司經營績效有顯著正相關的關係，但內部人持股比例平方卻與公司經營績效存在負相關的影響，因此實證結果證明，兩者間存在非線性關係。

Yeh and Woitdtk (2005)指出，臺灣對於投資者、控股公司與金字塔集團是屬於保護性質較弱的，因此，董事會的存在與其結構性質對於社會而言，成為良好公司治理的重要指標之一。該研究旨在探討董事會的組成結構與公司經營績效的關聯性，實證結果表明，當董事會由與控制股東無關的成員主導時，績效表現較良好，其研究支持利益掠奪假說，當董事會屬於家族控制的型態時，經營績效與其有顯著負相關的關係。該研究也指出，當大環境屬於對投資者保

護較弱的狀況，並且大眾難以確認所有權與經營權之間的分離程度時，控股家族所代表的董事比例可以作為良好公司治理品質的代表。

吳魯恆(2012)就曾指出，企業容易因資本過於龐大，而形成所有權及經營權分離的狀況，當兩者間產生利益衝突就形成代理問題的發生。然而，股權結構偏向內部人主導時，容易因為同時兩種權力的交疊，而造成大股東未落實監督管理階層的缺失，形成公司治理機制失衡的狀況。因此，外部董事的參與是有所必要的，在董監事結構與功能上，外部董事須時時刻刻秉持客觀公正、積極確實的態度對企業進行全面監督，並藉以喝止大股東的濫權行事，強化公司治理的效果。研究取自 2006 年至 2011 年之臺灣金融公司季資料作為樣本，並使用最小平方法進行回歸係數的估計，實證結果顯示，機構股東的存在對於公司經營績效有顯著正向的影響。

Kuo and Wang ㄟ (2017)的研究中探討家族企業之經營績效是否會優於非家族企業，並同時分析影響家族企業經營績效的決定因素。該研究取自 1996 年至 2010 年，並扣除金融類股、公股控制，及其他資料不全者，共計 11202 筆上市上櫃公司進行回歸分析。實證結果發現，當外部持股人持股比率越高時，監督意願也會隨之提升，對經營績效有正向的影響。

## 二、 股權分佈

Demsetz and Lehn (1985)認為，股權結構並非外生變數，且公司會依其需要自動調整股權結構，使得監督成本或代理成本處於最佳的狀態。例如：專業性較高且代理問題較嚴重的企業，自然會將股權集中以強化股東對經營團隊的監控。其實證結果也發現，股權結構的變動與公司經營績效之間，不存在顯著相關的結果。

Shleifer and Vishny (1986)認為當一間公司有諸多小股東時，情況亦不允許任何一個小股東來擔任監督的角色。於是，該研究發展一個模型，指出若股權結構中存在少數的大股東時，如此搭便車的問題便有初步的解決方案。同時，研究表示大股東的存在也會因須承擔損益的部分越多，而越具有更多的誘因來進行監督，並有可能在購併過程中取得相關利益，因此研究推斷，大股東的存在對併購的發生有所影響。

Brickley et al. (1988)指出，擁有股票的股東會比非股票持有人更有動力投資公司債券。該研究使用 1984 年共 288 家公司作為資料樣本，探討機構投資者、大股東等對象與公司決策之間的關係。實證結果表示，機構投資人與其他大股東對於決策有更加積極的反應，同時發現若提案損及股東權益時，機構投資人的反對意見會強烈。因此該研究認為，當大股東持股越高，亦即當股權越集中時，將成為企業的最高監督者，也會相對持股分散的公司更願意監督企業，促使管理者做決策時，會因而傾向股東利益最大化，故績效與其將呈現正相關。

俞海琴與周本鄂(1994)探討臺灣地區上市公司股權結構與公司經營績效之間的關係，並使用民國 76 年至 80 年，共 619 家企業作為樣本進行回歸分析及共變數分析。實證結果發現，當大股東持股比率越高，公司績效與其存在顯著正相關之影響。

Himmelberg, Hubbard, and Palia (1999)的研究中，認為公司會依不同的需求而有最適的股權結構類型，進而能使得監督成本或代理成本處於最佳的狀態。研究使用共 600 家企業從 1982 年至 1992 年之 panel data 作為樣本進行詳細分析，其實證結果顯示，公司內部人持股數與公司價值皆為外生變數，同時受公司契約環境因素的影響，並且研究顯示兩者之間不存在顯著關係。

La Porta et al. (1999)的研究中指出，當在對於投資者保護相對較弱的國家時，所有權往往會更加集中。研究共 27 個不同國家中的大公司，探討其股權結構型態，結果發現除了擁有非常好的外部保障的國家以外，其大部分上市上櫃公司的股權結構並非與美國上市公司那樣分散，而是利用金字塔與交叉持股的方式來進行控制，因為當外部公司治理機制無法達到有效的成果時，便只能仰賴內部機制的幫助確保利益的保障。因此，當處於市場情況對於投資者較為不利時，股權將越集中，大股東將會越有誘因去督測管理者。

鄧欣惠 (2010)的研究使用 1999 年到 2008 年的深圳與上海證券交易所公開的上市公司作為資料樣本，探討中國上市公司之多重大股東的股權集中度、競爭程度與公司績效之間的關係。集中程度以 Herfindahi 指數、Shapley 指數等作為衡量標準。研究結果發現，多重大股東的集中度與公司績效之間存在負面影響的關係，但競爭程度與公司績效有顯著正相關的影響，代表股權越集中，將不利於公司績效，反之當大股東持股越平均，對公司績效越有正面影響。

張麗娟、晁罡與詹芷樺 (2016)，取自臺灣經濟新報中 2008 年至 2012 年之通過「公司治理評量制度」授證的上市櫃公司之季資料為研究對象，篩選資料

不齊全者後，共 20 家公司。進一步延伸探討公司治理影響經營績效及期間報酬的關係，結果表示大股東的持股與經營績效有顯著正相關，也發現經理人持股、董監席次及董事長兼任總經理皆與經營績效也有顯著正相關。

綜上所述，針對持股者的代理問題而言，過去文獻在利益收斂假說、利益衝突假說等皆有支持者，說明持股者在不同情況及經濟環境下會衍生出不一樣的行為。以吳魯恆(2012)的研究則認為，企業的集體行為是指成員間具有共同利益的時候，同時會為相同目標採取一致性行動。在持股者方面，McConnell and Servaes (1990)、Rosenstein and Wyatt (1997)與李馨蘋與莊宗憲(2005)皆發現，持股者與公司經營績效之間皆存在非線性關係，這些研究進一步說明持股者在不同情況下時會有不同的結果的假設。而過去研究對於持股分佈的文獻雖不在少數，但也多以股權集中程度來探討持股分佈狀況，對此，本研究進一步分析董事會的成員間，彼此持股差異與公司經營績效的關聯性為何。



表 2-3 持股者類型與經營績效文獻彙總表

作者	年度	研究目的	研究結論
Demsetz	1983	探討所有權與經營權的分離，是否會導致雙方利益產生分歧，並導致權力的濫用等而影響公司營運。	內部人持股在 10%以下時，對公司績效有正面影響。然而，在平均績效表現較低的樣本中，發現企業會因市場紀律的保障，更能追求自身的最大利益。
Weisbach	1988	探討內部和外部董事對執行長的監督與執行長請辭之間的關係。	由外部人主導董事會的公司，先前績效與辭職率存在更強的關聯性。外部董事對不良績效管理者有一定程度上的約束力，對財務績效能帶來正面的影響。
McConnell and Servaes	1990	使用兩個不同年度的樣本，探討股權結構與公司經營績效 Tobin' s Q 之關係。	內部人持股與經營績效存在非線性關係，其曲線向上傾斜，直到持股達到 40%至 50%間，開始有略微向下的趨勢。研究表明，內部人持股會根據股權結構性不同，同時符合利益收斂假說及利益掠奪假說。另外，機構投資人的持股越高，更能夠對公司達到監督效果。
Hudson, Jahera Jr, and Lloyd	1992	探討公司規模和收益與價格之間的市場異常。	公司規模與所有權的存在對於經營績效有重大的影響。因此，該研究認為當股權集中於管理者時，有助於增長公司績效

表 2-3 持股者類型與經營績效文獻彙總表(續)

作者	年度	研究目的	研究結論
Rosenstein and Wyatt	1997	探討當公司的內部經理加入董事會時，是否能夠提高公司的效率以及目標實施的積極性。	當公司內部人持股比率越高，將為公司帶來正相關的影響，同時，當大股東持股越高時，也會有較大的誘因監控管理者，因而促使公司績效的提升。
Crutchley, Jensen, Jahera Jr, and Raymond	1999	探討槓桿、股息、內部人所有權和機構所有權，與公司績效的關係。	機構投資人的存在，能夠有效提升公司績效及經營效率，對於以投資利益為主的機構投資人，會偏好重視研發領域的企業。
James Wuh Lin	2000	探討不同所有權與經營權的結構狀況與代理成本之間的關係。	當公司由外部人主導時，代理成本提高，並隨著非控制股東持股增加而上升，但會因為金融機構的監督效果增加而降低。
Singh and Davidson	2003	探討公司所有權的存在是否能對大型企業之管理階層產生代理行為的約束。	當管理者持股越高時，更能有效使用資產，並且能促使公司利益極大化。
Yeh and Woidtke	2005	探討董事會的組成結構與公司經營績效的關聯性。	當董事會由與控制股東無關的成員主導時，績效表現較良好，並且當董事會屬於家族控制的型態時，經營績效與其有顯著負相關的關係。

表 2-3 持股者類型與經營績效文獻彙總表(續)

作者	年度	研究目的	研究結論
張維迎	2000	探討中國企業的內耗問題，該研究認為企業內部的權力鬥爭與所有權的安排有關，病針對內外部人持股等與內部鬥爭之間發展出一套理論模型。	內部人持股越高，工作積極性越高，同時權力鬥爭的機率將會下降。並且在能力越低的企業中，權力鬥爭越激烈，特別是當內部人不持有任何股份的時候。
洪榮華、陳香如與王玉珍	2005	探討上市公司股權結構與公司經營績效之間的關係。	在內部人持股方面，與公司經營績效有非線性關係，存在一次或兩次的轉折點。隨著內部人的持股越高，公司績效會有先降後升的狀況發生。
李馨蘋與莊宗憲	2005	探討內部人持股數、機構股東持股、董事會組成等相關因素與公司經營績效之間的關聯性。	其實證結果發現內部人持股與公司經營績效有顯著正相關的關係，但內部人持股比例平方向卻與公司經營績效存在負相關的影響，因此實證結果證明，兩者間存在非線性關係
吳魯恆	2012	探討董監事持股、大股東持股、法人持股比例等對經營績效的影響。	機構股東的存在對於公司經營績效有顯著正向的影響。
郭翠菱與王志洋	2017	探討家族企業之經營績效是否會優於非家族企業，並同時分析影響家族企業經營績效的決定因素。	實證結果發現，當外部持股人持股比率越高時，監督意願也會隨之提升，對經營績效有正向的影響。

表 2-4 股權分佈與經營績效文獻彙總表

作者	年度	研究目的	研究結論
Demsetz and Lehn	1985	探討股權結構並非外生變數，並且會依公司需要自動調整股權結構，使得監督成本或代理成本處於最佳的狀態。	股權結構的變動與公司經營績效之間，不存在顯著相關的結果。
Shleifer and Vishny	1986	探討當公司股權結構中存在少數的大股東時，搭便車的問題是否會有初步的解決。	大股東的存在會因須承擔損益的部分越多，而越具有更多的誘因來進行監督，並有可能在購併過程中取得相關利益。
Brickley, Lease, and Smith Jr	1988	探討是否擁有股票的股東會比非股票持有人更有動力投資公司債券。	大股東股權越集中時，也會相對持股分散的公司更願意監督企業，故績效與其將呈現正相關。
Himmelberg, Hubbard, and Palia	1999	探討公司會依不同的需求而有最適的股權結構類型，進而能使得監督成本或代理成本處於最佳的狀態。	公司內部人持股數與公司價值兩者之間不存在顯著關係。
La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer	1999	探討當在對於投資者保護相對較弱的國家時，所有權往往會更加集中。	在外部保障較薄弱的國家，股權型態通常利用金字塔與交叉持股的來進行控制公司，這樣的情況將使得最終控制者掌控較大的決策權。大股東也將越有誘因去督測企業。



表 2-4 股權分佈與經營績效文獻彙總表(續)

作者	年度	研究目的	研究結論
俞海琴與周本鄂	1994	探討臺灣地區上市公司股權結構與公司經營績效之間的關係。	當大股東持股比率越高，公司績效與其存在顯著正相關之影響
鄧欣惠	2010	探討中國上市公司之多重大股東的股權集中度、競爭程度與公司績效之間的關係。	多重大股東的集中度變數與公司績效之間存在負面影響的關係，但競爭程度與公司績效有顯著正相關的影響，代表股權越集中，將不利於公司績效。
張麗娟、晁罡與詹芷樺	2016	探討公司治理影響經營績效及期間報酬的關係。	大股東的持股與經營績效有顯著正相關，也發現經理人持股、董監席次等皆與經營績效顯著正相關。



## 第參章、研究設計

本章將針對研究設計分成下列五個節次：第一節為觀念性架構圖；第二節為假說推論；第三節為實證模型；第四節為變數定義與衡量；第五節為研究樣本、期間與資料來源。

### 第一節、觀念性架構圖

根據先前的文獻探討，本研究發展以下研究主題：(1)檢視董事會持股差異與公司經營績效之影響。本研究觀念架構如圖 3-1 所示：

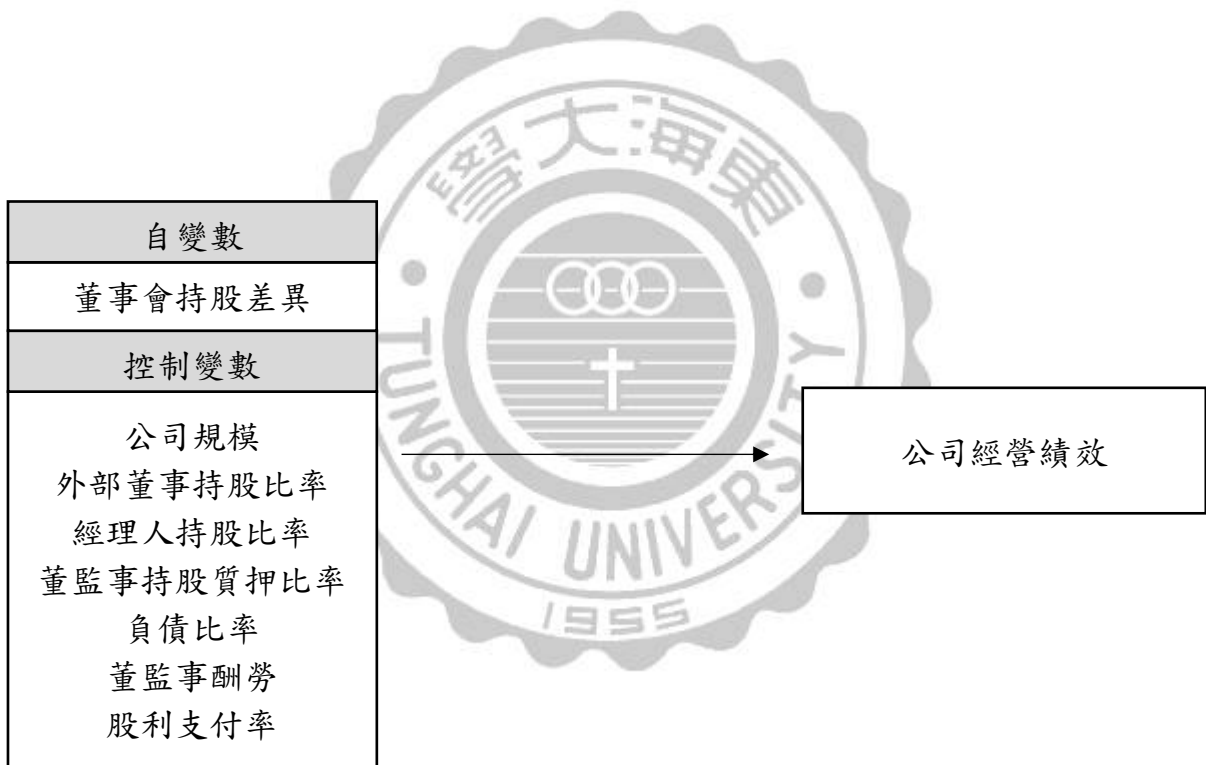


圖 3-1 觀念性架構圖

## 第二節、假說發展

Fama and Jensen (1983)的研究中曾指出董事會的存在，將能夠有效降低代理問題的發生。但董事會成員在進行決策時，會因為彼此目的性的不同，而可能衍生完全相反的行為。舉例來說，從Jensen and Meckling (1976)提出的利益收斂假說而言，當內部人持股高時，公司損益皆會因持股數的增加而導致所需承擔的責任越高，因此對於公司績效的努力會更加積極；但是，Jensen and Ruback (1983)的利益掠奪假說則認為，當內部人持股高也意味著擁有的控制權也越大，為了滿足己慾而損及公司利益的可能性也會上升。另外，以外部人持股而言，從Pound (1988)研究中所提出的利益監督假說來說，當外部人持股越高時，會更有誘因監督內部人，進而使得績效上升；但以同樣由Pound (1988)的利益衝突假說而言，則認為當持股數高時，更可能利用股權支持對自己較為有利的決策。又以Rosenstein and Wyatt (1997)的研究結果表示，根據持股人的持股數不同時，會衍生出不同的行為。該研究表示當董事持股不到5%時，情況符合利益掠奪假說，但所有權介於5%與25%之間時則符合利益收斂假說。

根據上述理論，本研究認為，當董事間的持股數相當時，越能夠擁有一致性的行為，而能避免彼此間目標不同的狀況，進而導致經營團隊在決策實行時有所阻礙，造成財務績效的損失，亦或是經營企業的困難。因此，董事會的存在能夠為公司帶來良好的影響，卻也有可能因彼此目的不一致而使公司走向潛藏的危機中。從治理的角度而言，當一個團體中同時出現多個具有控制權的角色，彼此間也能有相互制衡的能力。對此，本研究認為當成員間持股差異越小時，能夠促使彼此間有一致性目標，公司決策也越容易進行。並建立假說一如下：

假說一：董事會持股差異越小，公司績效越好。

在吳魯恆(2012)的研究中表示，經營團隊若彼此間有意見分歧的狀況，抑或各自目的性的不同，便可能產生自相矛盾的狀況。這樣的情況會導致彼此團結的失衡，容易形成意見不合的情形。因此，本研究認為當經營團隊中，如果出現這樣的情況時，便會使得團隊成員如同一盤散沙無法聚合，在軍心不穩的情況下，甚至可能會影響企業的績效表現。因而，提出假說二如下：

假說二：董事會持股變動差異小時，公司績效越好。

### 第三節、研究模型

本研究以回歸模型方式來檢定所提出之假說，藉以用來評估資產報酬率與董事會持股差異兩者之間的關聯性。針對假說一，本研究主要係檢驗董事會持股差異數是否對於公司經營績效有所影響。其回歸模型如下：

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SD_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 DSPR_{it} + \alpha_4 EDSR_{it} + \alpha_5 MSR_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 MO_{it} + \alpha_8 DIVI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中，

- $ROA_{it}$  = 資產報酬率，期初稅後息前利益除以平均資產。
- $SD_{it}$  = 董事會持股差異，為董事會全體成員持股數取標準差。
- $SIZE_{it}$  = 公司規模，總資產帳面價值取自然對數。
- $DSPR_{it}$  = 董監事持股質押比率，董事與監察人持股質押比率之總和。
- $EDSR_{it}$  = 外部董事持股比率，外部董事之總體持股率。
- $MSR_{it}$  = 經理人持股比率，管理階層之總體持股率。
- $LEV_{it}$  = 負債比率，負債總額除以總資產。
- $MO_{it}$  = 董監事酬勞，董監事酬勞總和取自然對數。
- $DIVI_{it}$  = 股利支付率，現金股利與股票股利總和除以每股盈餘。

針對假說二，本研究主要係檢驗董事會持股差異變化對公司經營績效之影響，其回歸模型如下：

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SC_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 DSPR_{it} + \alpha_4 EDSR_{it} + \alpha_5 MSR_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 MO_{it} + \alpha_8 DIVI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中， $SC_{it}$ 為董事會持股差異變化，計算方式為2017與2013年之董事會持股差異相減後取絕對值。其餘變數皆與(1)式相同。

## 第四節、變數衡量

### 一、應變數

#### 1. 資產報酬率(ROA)

資產報酬率為一財務性績效指標，其目的為衡量企業投資資產所獲得的純利回報，用來表示資產運用於賺取利潤的能力。然而，董事會作為公司最高執行單位，與企業決策有著重大的影響力，故本研究認為，為達到資產報酬率的最大化，董事會的行為與之有密切的關聯性。

$$\text{資產報酬率} = [\text{稅後淨利} + \text{利息費用} * (1 - \text{稅率})] / \text{平均資產}$$

### 二、自變數

#### 1. 董事會持股差異(SD)

董事會成員持股差異，係依照董事會所有成員持股數計算出其標準差。標準差是一組數值自平均數的分散程度的一種測量概念。較大的標準差代表大部分的數值和其平均值間差異較大；較小的標準差則反之，代表大部分的數值較接近平均值。關於標準差的衡量方式如下：

$$SD = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (X_i - \mu)^2}$$

$X_i$  = 數據個別值，  $i = 1 \sim N$

$\mu$  = 母體平均數

$N$  = 母體中之個體數（批量）

## 2. 董事會持股差異變化(SC)

沿用董事會持股差異(SD)之變數衡量，並取自樣本年度頭尾，計算每筆資料 2017 年標準差與 2013 標準差之差異數取絕對值，作為變化之替代變數。

### 三、控制變數

#### 1. 公司規模(SIZE)

依據公司規模的不同，企業在業界中擁有的經歷、人脈以及資產也會相對豐富，公司規模越大，代表其資源將可能越多。因此，本研究依據 Lin, Lee, and Hung (2006)，將公司規模設為本篇的控制變數，採用總資產取自然對數之方式衡量。

#### 2. 董監事持股質押比率(DSPR)

Chen and Hu (2001)認為經濟環境良好時，會激發投資人的信心，因此董監事股權質押比率會與公司經營績效有正相關的影響，說明此時控制股東不必犧牲所有權取得資金。因此，董監事質押比率與公司經營績效存在一定的關聯性。李馨蘋與莊宗憲(2005)中的研究結果也顯示，董監事持股質押比與公司經營績效有顯著負相關之關係。

#### 3. 外部董事持股比率(EDSR)

依據廖盈琇(2015)的研究表示，外部股東持股比例，會正向影響財務績效。同時，外部股東作為監督大股東的存在，可以降低大股東與小股東之間的代理成本，提升公司治理的效果，進而提高公司的財務績效。又依據 Pound(1988)中所提出的效率監督假說，當外部董事持股率越高時，越有誘因使其監督管理階層。

#### 4. 經理人持股比率(MSR)

根據 Jensen and Ruback (1983)提出的利益收斂假說，管理者則可能因為自身持有的股數越多，越有責任承擔公司的損益，因而更加重視企業的經營。因此，當經理人持股越高時，越有誘因帶領公司績效。

#### 5. 負債比率(LEV)

當負債比率越高，表示公司透過舉債購買之資產比重越高，同時也意味著擁有的自有資金較少，利害關係人所承擔的風險也越高。本研究依據洪榮華等人(2005)中之模型參考，將負債比率作為本篇的控制變數，納入考量，衡量方式如下：

$$\text{負債比率} = \text{資產} / \text{負債}$$

#### 6. 董監事酬勞(MO)

董監事酬勞指的是當公司有盈餘時，對董監事處理公司事務的報償。然而，根據 Brown et al. (2003)的研究中，該作者認為在工資理論的情況下，高水準的薪酬條件較能夠激勵、吸引優秀的員工，進而獲得更高的績效。薪酬的衡量方式，本研究參照 Main et al. (1996)之作法，將獎酬制度以董監酬勞作為替代變數取代之，並將其取自然對數。

#### 7. 股利支付率(DIVI)

公司財務狀況良好，股利政策越能達到股東的預期。因此，本研究參考自李馨蘋與莊宗憲(2005)，將股利支付率設為控制變數，衡量方式如下：

$$\text{股利支付率} = (\text{現金股利} + \text{股票股利}) \div \text{每股盈餘}$$

有關本研究變數彙總如表 3-1 所示。

表 3-1 變數彙總表

變數名稱	代號	說明	預期符號
<b>應變數</b>			
資產報酬率	<i>ROA</i>	資產報酬率=[稅後淨利+利息費用*(1-稅率)]/ 平均資產	
<b>自變數</b>			
董事會持股差異	<i>SD</i>	董事會全體成員之標準差	-
董事會持股差異變化	<i>SC</i>	董事會持股差異 2017 年與 2013 年之變化	-
<b>控制變數</b>			
公司規模	<i>SIZE</i>	總資產取自然對數	+
董監事持股質押比率	<i>DSPR</i>	董監事質押比率	-
外部董事持股比率	<i>EDSR</i>	外部董事之總體持股率	+
經理人持股比率	<i>MSR</i>	管理階層之總體持股率	+
負債比率	<i>LEV</i>	資產/負債	-
董監事酬勞	<i>MO</i>	獨立董事與監察人之酬勞總和取 自然對數	+
股利支付率	<i>DIVI</i>	(現金股利+股票股利)÷每股盈餘	+



## 第五節、樣本選取與資料來源

本研究之選取範圍以台灣經濟新報社(Taiwan Economic Journal, TEJ)中 2013 年至 2017 年，共計 5 年資料做迴歸分析。研究對象為我國上市櫃公司，並剔除財務、營業資料等不全者。本研究所稱之董事會持股差異以董事會成員持股數之標準差做衡量標準，並探討其與公司經營績效之關聯。並且基於營業項目與企業規範差異，排除金融、投信、保險及其他產業。

表 3-2 樣本篩選流程

假說一	觀察值
初步取得觀察值	8181
董事會成員資料缺漏者	(1661)
其他資料缺漏者	(643)
最終觀察值	5913
假說二	觀察值
初步取得觀察值	1143
其他資料缺漏者	(5)
最終觀察值	1138

## 第肆章、實證結果

### 第一節、敘述性統計

總樣本在董事會人數分布的部分，平均數為 7.07、中位數為 6、標準差為 3.327，最小值與最大值為 1 及 63；董事會持股則落在平均數 22.636、中位數 18.18、標準差 15.829、最小值及最大值則為 0.05 與 99.71；董事每人平均持股則為 3.609、中位數為 2.83、標準差為 2.75、最小值與最大值為 0.008 與 20.315。表 4-1 係本研究各項變數之敘述性統計表，此表包含平均數、中位數、標準差、最大值與最小值。資產報酬率(ROA)之平均數為 3.052、中位數為 4.066、標準差為 11.200，最小值與最大值分別為-200.143 與 64.696。而董事會持股差異變化(SC)之平均數為 1.458、中位數為 0.502、標準差為 2.735，最小值與最大值則分別為 0.000 與 23.840；董事會持股差異(SD)之平均數為 5.737、中位數為 3.838、標準差為 5.318，最小值與最大值分別為 0.016 與 34.860。在控制變數部分，企業規模(SIZE)之平均數為 6.610，董監事持股質押比率(DSPR)之平均數為 6.343，外部董事持股比率(EDSR)平均值為 23.047，經理人持股比率(MSR)平均數為 1.234，負債比率(LEV)平均為 39.190，董監事酬勞(MO)平均數為 38070.257，股利支付率(DIVI)之平均數為 57.327。

表 4-1 敘述性統計表

變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<i>ROA</i>	3.052	4.066	11.200	-200.143	64.696
<i>SD</i>	5.737	3.838	5.318	0.016	34.860
<i>SC</i>	1.458	0.502	2.735	0.000	23.105
<i>SIZE</i>	6.610	6.520	0.628	4.269	9.532
<i>DSPR</i>	6.343	0.000	14.243	0.000	100.000
<i>EDSR</i>	23.047	19.060	15.289	0.050	99.710
<i>MSR</i>	1.234	0.370	2.304	0.000	22.730
<i>LEV</i>	39.190	38.880	17.516	0.540	99.760
<i>MO</i>	38070.257	20899.000	70898.395	0.000	1275753.000
<i>DIVI</i>	57.327	55.290	174.536	0.000	8783.200

*ROA*：企業之資產報酬率；*SD*：董事會成員全體持股數之標準差；*SC*：董事會持股差異變化；*SIZE*：企業之總資產取自然對數；*DSPR*：董監事之持股質押比率；*EDSR*：外部董事之總體持股率；*MSR*：管理階層之總體持股率；*LEV*：企業之負債比率；*MO*：董監事酬勞總和；*DIVI*：企業之股利支付率。



## 第二節、相關性分析

下列表 4-2 為本研究各變數之相關係數表，結果顯示董監事持股比率(EDSR)與董事會持股差異(SD)、董監事酬勞(MO)與企業規模(SIZE)之間相關性達 5%之顯著水準，其數值分別為 0.84 與-0.70。對此，本研究已進行共線性檢定，檢定方式為使用變異數膨脹因素(Variance Inflation Factor, VIF)測試，結果顯示 VIF 值皆小於 5。其餘變數可由表中得知，皆未超過 0.5，顯示其餘變數間均未存在共線性問題，其相關性不高。



表 4-2 相關係數表

變數	<i>ROA</i>	<i>SD</i>	<i>SC</i>	<i>SIZE</i>	<i>DSPR</i>	<i>EDSR</i>	<i>MSR</i>	<i>LEV</i>	<i>MO</i>	<i>DIVI</i>
<i>ROA</i>	1.00									
<i>SD</i>	-0.01	1.00								
<i>SC</i>	-0.10**	0.33**	1.00							
<i>SIZE</i>	0.22**	-0.14**	-0.14**	1.00						
<i>DSPR</i>	-0.07**	-0.09	-0.01	0.16**	1.00					
<i>EDSR</i>	0.06**	0.84**	0.25**	-0.19**	-0.13**	1.00				
<i>MSR</i>	0.08**	-0.00	0.00	-0.10**	-0.07**	0.02	1.00			
<i>LEV</i>	-0.14**	-0.03*	0.02	0.29**	0.13**	-0.05*	-0.03*	1.00		
<i>MO</i>	0.27**	-0.19**	-0.14**	0.70**	0.08*	-0.17**	-0.05**	0.09**	1.00	
<i>DIVI</i>	0.08**	-0.01	-0.08**	0.04*	-0.01	-0.01	0.01	-0.04**	0.06**	1.00

*ROA*：企業之資產報酬率；*SD*：董事會成員全體持股數之標準差；*SC*：董事會持股差異變化；*SIZE*：企業之總資產取自然對數；*DSPR*：董監事之持股質押比率；

*EDSR*：外部董事之總體持股率；*MSR*：管理階層之總體持股率；*LEV*：企業之負債比率；*MO*：董監事酬勞總和取自然對數；*DIVI*：企業之股利支付率。

\*\*\*表示達到 1%顯著水準；\*\*表示達到 5%顯著水準；\*表示達到 10%顯著水準。

### 第三節、實證研究結果

#### 一、 董事會持股差異(SD)

針對假說一，探討當董事會成員持股差異越小時，將對公司經營績效產生正向影響。其實證結果由表 4-4 可得知，研究顯示支持假說一。其中董事會持股差異(SD)係數為-0.172，t 值為-3.69。該結果表示資產報酬率與持股差異數之間存在負向影響關係。代表當董事會持股差異越小時，將對公司經營績效帶來正面之影響。意即當董事會成員持股數越相近時，越能使目的趨近一致，也能為公司帶來更好的影響。依據資源依賴理論而言，當董事會之經驗、資歷與成員越豐富時，對於公司與外界之關係越有幫助，整體而言，在經營方面將帶來正向影響。因此，研究結果顯示，當董事會持股差異越小時，對公司經營績效產生顯著正相關。

表 4-3 董事會持股差異對資產報酬率之影響

變數	係數	t 值
<i>Con</i>	-38.219 ***	-23.33
<i>SD</i>	-0.172 ***	-3.69
<i>SIZE</i>	3.458 ***	10.81
<i>DSPR</i>	-0.051 ***	-5.41
<i>EDSR</i>	0.131 ***	7.98
<i>MSR</i>	0.468 ***	7.90
<i>LEV</i>	-0.123 ***	-15.21
<i>MO</i>	4.747 ***	10.10
<i>DIVI</i>	0.003 ***	4.69
<i>F</i> 值	126.97 ***	
<i>adj R<sup>2</sup>(%)</i>	14.56	

*ROA*：企業之資產報酬率；*SD*：董事會成員全體持股數之標準差；*SIZE*：企業之總資產取自然對數；*DSPR*：董監事之持股質押比率；*EDSR*：外部董事之總體持股率；*MSR*：管理階層之總體持股率；*LEV*：企業之負債比率；*MO*：董監事酬勞總和取自然對數；*DIVI*：企業之股利支付率。

\*\*\*表示達到 1%顯著水準；\*\*表示達到 5%顯著水準；\*表示達到 10%顯著水準。

## 二、 董事會持股差異變化(SC)

針對假說二，探討當董事會成員持股差異變化越小時，將對公司經營績效產生正向影響。其實證結果由表 4-3 可得知，研究顯示支持假說二。其中董事會持股差異變化(SC)係數為-0.279，t 值為-2.16。該結果表示資產報酬率與持股差異數之間存在負向影響關係。代表當董事會持股差異變化越小時，將對公司經營績效帶來正面之影響。意即當董事會成員持股差異越穩定時，公司越能夠發展穩定，對於公司績效也有正向的影響。

表 4-4 董事會持股差異變化對資產報酬率之影響

變數	係數	t 值
<i>Con</i>	-43.015 ***	-10.91
<i>SC</i>	-0.279 ***	-2.16
<i>SIZE</i>	3.939 ***	5.14
<i>DSPR</i>	-0.021 ***	-0.91
<i>EDSR</i>	0.081 ***	3.51
<i>MSR</i>	0.405 ***	2.60
<i>LEV</i>	-0.134 ***	-6.94
<i>MO</i>	5.052 ***	4.58
<i>DIVI</i>	0.014 ***	4.01
<i>F 值</i>	29.23 ***	
<i>adj R<sup>2</sup>(%)</i>	16.57	

*ROA*：企業之資產報酬率；*SC*：董事會持股差異變化；*SIZE*：企業之總資產取自然對數；*DSPR*：董監事之持股質押比率；*EDSR*：外部董事之總體持股率；*MSR*：管理階層之總體持股率；*LEV*：企業之負債比率；*MO*：董監事酬勞總和取自然對數；*DIVI*：企業之股利支付率。

\*\*\*表示達到 1%顯著水準；\*\*表示達到 5%顯著水準；\*表示達到 10%顯著水準。

#### 第四節、額外測試

本節針對假說一進行敏感性測試，將主要測試中的董事會持股差異(SD)在本小節作進一步分析，與主要測試之差異為，將董事會中持股數佔前三名、前四名與前五名之各自取其持股標準差，並定義為SD3、SD4與SD5。實證結果由表4-5所示，細分後的董事會持股差異之係數皆為顯著為負，該係數分別為-0.189、-0.259與-0.286，顯示資產報酬率與其存在顯著負向關係。亦即董事會持股差異越小時，將對公司經營績效帶來正面影響，其影響程度會因考量之董事會規模越大，影響越大。

表 4-5 董事會持股差異對資產報酬率之影響

變數	模式(一)			模式(二)			模式(三)		
	係數		t 值	係數		t 值	係數		t 值
<i>Con</i>	-38.924	***	-23.82	-39.085	***	-23.08	-37.942	***	-22.08
<i>SD3</i>	-0.189	***	-6.56						
<i>SD4</i>				-0.259	***	-6.81			
<i>SD5</i>							-0.286	***	-6.34
<i>SIZE</i>	3.590	***	11.25	3.573	***	10.86	3.082	***	9.30
<i>DSPR</i>	-0.050	***	-5.33	-0.049	***	-5.01	-0.046	***	-4.77
<i>EDSR</i>	0.154	***	10.46	0.174	***	10.31	0.169	***	9.41
<i>MSR</i>	0.436	***	7.33	0.453	***	7.32	0.433	***	6.82
<i>LEV</i>	-0.122	***	-15.10	-0.123	***	-14.74	-0.113	***	-13.27
<i>MO</i>	4.662	***	10.00	4.706	***	9.81	5.102	***	10.54
<i>DIVI</i>	0.003	***	4.66	0.003	***	4.37	0.002	***	4.07
<i>F</i> 值	128.95	***		122.03	***		107.41	***	
<i>adj R<sup>2</sup>(%)</i>	14.82			14.73			14.54		

*ROA*：企業之資產報酬率；*SD3*：針對前三名控制股東之持股取數標準差；*SD4*：針對前四名控制股東之持股取數標準差；*SD5*：針對前五名控制股東之持股取數標準差；*SIZE*：企業之總資產取自然對數；*DSPR*：董監事之持股質押比率；*EDSR*：外部董事之總體持股率；*MSR*：管理階層之總體持股率；*LEV*：企業之負債比率；*MO*：董監事酬勞取自然對數；*DIVI*：企業之股利支付率。

\*\*\*表示達到 1%顯著水準；\*\*表示達到 5%顯著水準；\*表示達到 10%顯著水準。



另外，為測試實證結果之穩定性，將原先之依變數資產報酬率(ROA)，以權益報酬率(ROE)做取代。探討其與相關變數之實證分析。實證結果由表 4-6 所示，董事會持股差異之係數皆為顯著為負，SD、SD3、SD4 與 SD5 之係數分別為-0.280、-0.342、-0.468 與-0.543，結果顯示權益報酬率與其存在顯著影響關係。代表董事會持股差異越小，將對公司經營績效帶來正面影響，且與主要測試結果相同，其影響程度會因考量之董事會規模越大，影響越大。

表 4-6 董事會持股差異對權益報酬率之影響

變數	模式(一)		模式(二)		模式(三)		模式(四)	
	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
<i>Con</i>	-77.167 ***	-25.06	-78.614 ***	-25.63	-78.699 ***	-24.83	-76.588 ***	-23.15
<i>SD</i>	-0.280 ***	-3.19						
<i>SD3</i>			-0.342 ***	-6.31				
<i>SD4</i>					-0.468 ***	-6.56		
<i>SD5</i>							-0.543 ***	-6.25
<i>SIZE</i>	7.690 ***	12.77	7.872 ***	13.13	7.559 ***	12.27	7.203 ***	11.28
<i>DSPR</i>	-0.097 ***	-5.39	-0.095 ***	-5.32	-0.093 ***	-5.08	-0.092 ***	-4.90
<i>EDSR</i>	0.242 ***	7.85	0.294 ***	10.63	0.330 ***	10.41	0.325 ***	9.38
<i>MSR</i>	0.785 ***	7.04	0.730 ***	6.53	0.759 ***	6.54	0.733 ***	6.00
<i>LEV</i>	-0.271 ***	-17.74	-0.269 ***	-17.69	-0.262 ***	-16.71	-0.245 ***	-14.92
<i>MO</i>	8.464 ***	9.57	8.421 ***	9.61	8.803 ***	9.79	8.733 ***	9.35
<i>DIVI</i>	0.005 ***	3.84	0.005 ***	3.82	0.005 ***	3.60	0.004 ***	3.30
<i>F</i> 值	142.84 ***		146.02 ***		136.21 ***		113.96 ***	
<i>adj R<sup>2</sup>(%)</i>	16.12		16.49		16.19		15.31	

*ROE*：企業之權益報酬率；*SD*：董事會成員全體持股數之標準差；*SD3*：針對前三名控制股東之持股取數標準差；*SD4*：針對前四名控制股東之持股取數標準差；*SD5*：針對前五名控制股東之持股取數標準差；*SIZE*：企業之總資產取自然對數；*DSPR*：董監事之持股質押比率；*EDSR*：外部董事之總體持股率；*MSR*：管理階層之總體持股率；*LEV*：企業之負債比率；*MO*：董監事酬勞取自然對數；*DIVI*：企業之股利支付率。

\*\*\*表示達到 1%顯著水準；\*\*表示達到 5%顯著水準；\*表示達到 10%顯著水準。

本節將進行額外測試，測試方式為分別將敏感性測試之董事會持股差異 (SD3)、(SD4)、(SD5) 進行樣本切割為三等分後，由大到小進行排列，將前三分之一的樣本取虛擬變數為 1，後三分之一的樣本則取虛擬變數為 0，並進一步探討其與相關變數之實證分析。其實證結果由表 4-7 所示，取虛擬變數後的董事會持股差異之係數皆為顯著為負，其 SD3\_dum、SD4\_dum 與 SD5\_dum 之係數分別為 -3.131、-3.530 與 -3.543，顯示資產報酬率與其存在顯著影響關係。代表董事會持股差異越小，將對公司經營績效帶來正面影響，且與主要測試結果相同，其影響程度會因考量之董事會規模越大，影響越大。

表 4-7 董事會持股差異對資產報酬率之影響

變數	模式(一)			模式(二)			模式(三)		
	係數		t 值	係數		t 值	係數		t 值
<i>Con</i>	-37.983	***	-18.54	-37.959	***	-18.08	-34.772	***	-17.43
<i>SD3_dum</i>	-3.131	***	-6.65						
<i>SD4_dum</i>				-3.530	***	-6.43			
<i>SD5_dum</i>							-3.543	***	-6.78
<i>SIZE</i>	3.781	***	9.32	3.827	***	9.10	2.811	***	7.24
<i>DSPR</i>	-0.041	***	-3.42	-0.054	***	-4.33	-0.043	***	-3.78
<i>EDSR</i>	0.141	***	9.96	0.147	***	9.20	0.132	***	8.82
<i>MSR</i>	0.434	***	6.09	0.441	***	5.56	0.414	***	5.32
<i>LEV</i>	-0.122	***	-12.02	-0.132	***	-12.46	-0.110	***	-10.89
<i>MO</i>	4.165	***	7.14	4.212	***	6.92	4.922	***	8.74
<i>DIVI</i>	0.004	***	4.08	0.004	***	4.19	0.002	***	2.82
<i>F 值</i>	83.38	***		85.33	***		74.85	***	
<i>adj R<sup>2</sup>(%)</i>	14.55			15.76			15.16		

*ROA*：企業之資產報酬率；*SD3\_dum*：針對前三名控制股東之持股取數標準差後，分為三等份，前三分之一為 1，後三分之一為 0；*SD4\_dum*：針對前四名控制股東之持股取數標準差，分為三等份，前三分之一為 1，後三分之一為 0；*SD5\_dum*：針對前五名控制股東之持股取數標準差，分為三等份，前三分之一為 1，後三分之一為 0；*SIZE*：企業之總資產取自然對數；*DSPR*：董監事之持股質押比率；*EDSR*：外部董事之總體持股率；*MSR*：管理階層之總體持股率；*LEV*：企業之負債比率；*MO*：董監事酬勞取自然對數；*DIVI*：企業之股利支付率。  
\*\*\*表示達到 1%顯著水準；\*\*表示達到 5%顯著水準；\*表示達到 10%顯著水準。

## 第五章、結論與建議

### 第一節、研究結論

現如今，企業組織的規模日益劇增，公司治理的存在也越發重要，為穩定公司發展的企業機制與配合社會的需求，必須與時俱進、不斷再優化。然而，若當機制無法發揮應有的功能及落實責任，便會使得利害關係人的權益受到侵犯，並且可能導致公司走入潛藏的危機當中，這類代理問題的發生，使得監督企業活動的機制必須更加謹慎落實。因此，本文旨在探討董事會成員之持股差異與公司經營績效之間的關聯性，本研究以 2013 年至 2017 年，共計五年之上市上櫃公司，以普通最小平方法(OLS)進行回歸分析，探討當董事會成員持股分佈差異不同時，與公司經營績效之間的關聯性。本研究實證結果如下：

一、 針對假說一，董事會持股差異越小時，公司績效越好進行測試分析。結果表明，當董事會成員持股的標準差越小時，代表經營團隊中，各成員間的持股數相差不大。並且成員間持股差異較小時，相較於差異大的情況，對於公司經營達到一致性目標，進而使得績效表現較好。

二、 主要測試第二部分針對假說二，當董事會持股差異變化越小時，公司績效越好進行測試分析。其結果表明，當董事會持股差異變化越小時，代表公司經營團隊穩定，各成員間的理念越能達到一致。

三、 在額外測試部分，為達到結果穩定性，本研究將持股差異所參照之董事會規模分別統一至持股數占前三名、前四名與前五名的成員，此衡量方式是為了穩定各家公司之董事會規模不一致而導致結果得不穩健性。在此測試的實證結果表示，無論是在考量前三名、前四名，還是前五名規模大小的董事會的情況下，其持股標準差皆與公司經營績效有顯著負相關的關係。說明當持股數差異越小時，公司經營績效越好。另外，本研究也針對應變數進行測試，以權益報酬率替代資產報酬率後，實證結果也發現，當成員持股差異越小時，其績效表現越好。再者，分別將占董事會前三名、前四名與前五名之成員的持股取標準差，由大到小進行排列並將樣本分為三等分後，將前三分之一取虛擬變數為 1、後三分之一取虛擬變數為 0。其實證結果表示，在研究樣本中，持股差異極小的公司相較於持股差異極大的樣本，在公司經營績效的表現上較好。

## 第二節、研究貢獻與限制

本研究針對董事會持股差異與公司經營績效作進一步分析，相較於以往文獻僅探討內部人或是外部人持股數、股權集中程度與績效的關聯性，本研究使用標準差來探討董事會成員的持股差異，其研究結果發現，當董事會成員間持股差異越小時，持股人的目的越能夠達到一致，這樣的結果對於公司經營績效有正向的影響。其實證結果能補足以往文獻的不足，並且該結果能提供企業經營者作為參考，不僅能夠依此妥善規劃接班佈局，以達到永續經營的目標，也能將此結果納入經營團隊中有效達成合作目的的考量因素之一。另外，對於利害關係人而言，可以透過本研究瞭解企業在董事會結構上，對於公司經營有更深一層的了解，藉以幫助利害關係人投資決策之參考依據之一。

在研究結果方面，本研究係取自 2013 年至 2017 年，共計五年之臺灣上市上櫃公司作為研究樣本，並利用董事會持股標準差來進一步探討，董事會持股差異越大或越小時，是否會影響公司經營績效的表現。但針對此研究，以下結論建議與限制提供給後續學者作為參考依據：

- 一、 衡量企業績效表現之方法，除透過財報的既有數字外，公司經營團隊的決策，不單單僅只能依據財務性指標來做衡量標準。非財務性績效指標與經營團隊的決策關係更可謂密不可分，因此，在後續研究的建議上，本研究認為可以研究發展費用或是其他非財務性指標作為依變數，探討其與董事會結構是否存在影響關係。
- 二、 本研究旨在探討董事會持股分佈與公司經營績效的關係，在進行樣本篩選時，董事會多存在來自同一控股公司之成員，本研究雖已將此類屬於相同公司之董事成員以人工方式做剔除，但由於成員間是否具親屬關係，對此難以從相關公開資料判斷，因此未能納入考量。

## 參考文獻

- 方世杰與方世榮，從交易成本與代理理論探討醫藥行銷通路—以行為規範與控制機制為調節變數，管理評論，第二十一卷，第三期：1-24。
- 李馨蘋與莊宗憲，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：195-212。
- 俞海琴與周本鄂，臺灣地區上市公司董監事、關係人持股比率和公司托賓 Q 關係之研究，管理評論，第十三卷，第一期：79-98。
- 洪榮華、陳香如與王玉珍，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，第十二卷，第三期：23-40。
- 洪榮華、陳香如與柯景瑩，2005，從代理理論的角度探討董事會特性、股權結構與負債之關聯性，管理與系統，第十二卷，第四期：33-53。
- 陳俊宏與林家緯，2014，會計穩健原則與設計薪酬制度之關聯研究，會計學報，第五卷，第二期：29-45。
- 吳魯恆，2012，董監事大股東持股比例與機構法人持股比例對金融控股公司經營績效之影響，東華大學高階經營管理碩士在職專班學位論文。
- 張維迎，2000，產權安排與企業內部的權力鬥爭，經濟研究，第六期：41-50。
- 張麗娟、晁罡與詹芷樺，2016，公司治理對期間報酬、經營績效之影響：以台灣「公司治理評量制度」授證公司為例，中華管理評論國際學報，第十九卷，第一期：1-28。
- 郭翠菱與王志洋，2017，公司治理如何影響家族企業之績效？長期縱貫分析，會計評論，第六十四期：61-111。
- 廖秀梅、李建然與吳祥華，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，第五十四期：117-160。
- 廖盈琇，2015，董事會特性、股權結構與公司績效關係之研究，臺灣大學商學研究所學位論文。
- 鄧欣惠，2010，多重大股東股權集中度，競爭程度與公司績效之關係-中國上市公司實證研究，中原大學國際貿易研究所學位論文。
- 蔡柳卿，2004，董監事獨立性之實證分析-兼論獨立性資訊揭露的價值攸關性，證券櫃檯，第九十九期：27-43。
- Ang, J. S., R. A. Cole, and J. W. Lin. 2000. Agency costs and ownership structure. *The journal of finance* 55 (1):81-106.
- Beasley, M. S. 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Accounting review*:443-465.
- Berle, A. A., and G. C. Means. 1932. *The modern corporation and private property*. New Brunswick, NJ: Transaction.

- Brickley, J. A., R. C. Lease, and C. W. Smith Jr. 1988. Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of financial economics* 20:267-291.
- Brown, M. P., M. C. Sturman, and M. J. Simmering. 2003. Compensation policy and organizational performance: The efficiency, operational, and financial implications of pay levels and pay structure. *Academy of Management Journal* 46 (6):752-762.
- Chen, Y., and S.-Y. Hu. 2001. The controlling shareholder's personal stock loan and firm performance. *Applied Economics* 39 (8):1059-1075.
- Crutchley, C. E., M. R. Jensen, J. S. Jahera Jr, and J. E. Raymond. 1999. Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership. *International Review of Financial Analysis* 8 (2):177-197.
- Demsetz, H. 1983. The structure of ownership and the theory of the firm. *The journal of law and Economics* 26 (2):375-390.
- Demsetz, H., and K. Lehn. 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy* 93 (6):1155-1177.
- Fama, E. F. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy* 88 (2):288-307.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics* 26 (2):301-325.
- Gillan, S. L. 2006. Recent developments in corporate governance: An overview: Elsevier. *Journal of Corporate Finance* 12 (3):381-402.
- Himmelberg, C. P., R. G. Hubbard, and D. Palia. 1999. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of financial economics* 53 (3):353-384.
- Hudson, C. D., J. S. Jahera Jr, and W. P. Lloyd. 1992. Further evidence on the relationship between ownership and performance. *Financial Review* 27 (2):227-239.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics* 3 (4):305-360.
- Jensen, M. C., and R. S. Ruback. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of financial economics* 11 (1-4):5-50.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *The journal of finance* 54 (2):471-517.
- Leland, H. E., and D. H. Pyle. 1977. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The journal of finance* 32 (2):371-387.

- Lin, B.-W., Y. Lee, and S.-C. Hung. 2006. R&D intensity and commercialization orientation effects on financial performance. *Journal of business research* 59 (6):679-685.
- Main, B. G., A. Bruce, and T. Buck. 1996. Total board remuneration and company performance. *The Economic Journal* 106 (439):1627-1644.
- McConnell, J. J., and H. Servaes. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of financial economics* 27 (2):595-612.
- O'Hagan, S. B., and M. B. Green. 2004. Corporate knowledge transfer via interlocking directorates: a network analysis approach. *Geoforum* 35 (1):127-139.
- Oswald, S. L., and J. S. Jahera Jr. 1991. The influence of ownership on performance: An empirical study. *Strategic Management Journal* 12 (4):321-326.
- Pfeffer, J., and G. R. Salancik. 2003. *The external control of organizations: A resource dependence perspective*: Stanford University Press.
- Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of financial economics* 20:237-265.
- Rao, K., and C. Tilt. 2016. Board diversity and CSR reporting: an Australian study. *Meditari Accountancy Research* 24 (2):182-210.
- Rosenstein, S., and J. G. Wyatt. 1997. Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth. *Journal of financial economics* 44 (2):229-250.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy* 94 (3, Part 1):461-488.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *The journal of finance* 52 (2):737-783.
- Singh, M., and W. N. Davidson III. 2003. Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking & Finance* 27 (5):793-816.
- Weisbach, M. S. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of financial economics* 20:431-460.
- Yeh, Y.-H., and T. Woidtke. 2005. Commitment or entrenchment?: Controlling shareholders and board composition. *Journal of Banking & Finance* 29 (7):1857-1885.