

東海大學會計學系碩士班  
碩士論文

股權結構與董事會組成對公司經營績效之影響  
— 產業競爭度之調節效果

**The Effects of Ownership Structure and Board  
Composition on Firm Performance  
— The Moderating Effect of Industry Competition**

指導教授：李秀英 博士  
                  劉俊儒 博士  
研究生：陳立平 撰

中華民國一百年六月

# 股權結構與董事會組成對公司經營績效之影響

## — 產業競爭度之調節效果

指導教授：李秀英 博士  
                  劉俊儒 博士  
研 究 生：陳立平  
學 號：G934308

### 摘 要

本研究旨在探討產業競爭度在公司治理機制與經營績效的關聯性中，所扮演的角色。亦即探討企業面臨不同的產業競爭程度時，其治理機制對企業績效之影響為何。研究對象為 2000 年至 2009 年台灣上市櫃公司。研究方法係利用普通最小平方法(OLS)進行迴歸分析。實證結果發現：(1) 股權結構中，在考慮產業競爭度下，CEO 持股比、機構投資人持股比與公司績效皆呈顯著負相關。顯示隨著產業競爭程度的增加，CEO 持股比、機構投資人持股比愈高，愈有助於提高公司之經營績效；(2) 董事會組成中，在考慮產業競爭度下，內部董事席次比、董事長兼 CEO (CEO 雙重性) 與公司績效亦皆呈顯著負相關。顯示產業競爭度較高之公司，董事會中內部董事席次比愈高、董事長兼 CEO，愈有助於提高公司之經營績效。

**關鍵詞：**產業競爭度、股權結構、董事會組成、公司績效

# **The Effects of Ownership Structure and Board Composition on Firm Performance – The Moderating Effect of Industry Competition**

Advisors : Dr. Hsiu-Ying Lee

Dr. Chun-Ju Liu

Graduate Student : Li-Ping Chen

Student No. : G934308

## **Abstract**

This study examines the moderating role of industry competition on the effects of corporate governance mechanisms and firm performance. Using a sample of all listed firms on the Taiwan Stock Exchange (TSE) and Taiwan's over-the-counter market (GTSM) over a ten-year period (2000~2009). Empirical results show that CEO shareholding, industry competition, and firm performance are significantly negatively correlated. It means that with the increase in the degree of industry competition, the higher CEO shareholding will increase firm performance. Similarly, with the increase in industry competition, the higher institutional investor shareholding, the ratio of inside directors, and CEO duality will also increase firm performance.

**Keywords:** *Industry competition, Ownership structure , Board composition, Firm performance.*

# 目 錄

中文摘要.....	I
英文摘要.....	II
目 錄.....	III
圖目錄.....	IV
表目錄.....	V
第一章 緒論 .....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的與問題.....	3
第三節 研究流程.....	3
第二章 文獻探討 .....	6
第一節 代理理論與管家理論.....	6
第二節 市場競爭與公司治理.....	8
第三節 股權結構與經營績效.....	13
第四節 董事會組成與經營績效.....	16
第三章 研究設計 .....	21
第一節 假說發展.....	21
第二節 樣本選取與資料來源.....	25
第三節 變數定義與衡量.....	25
第四節 實證模型.....	31
第四章 實證結果與分析 .....	32
第一節 敘述統計分析及樣本分析.....	32
第二節 相關性分析.....	37
第三節 迴歸分析.....	37
第四節 敏感性測試.....	41
第五章 結論與建議 .....	45
第一節 研究結論.....	45
第二節 管理意涵.....	46
第三節 研究限制與未來研究建議.....	47
參考文獻.....	48

## 圖目錄

圖 1-1 研究流程圖.....	5
圖 3-1 觀念性架構圖.....	24

## 表目錄

表 2-1	產業結構特性 .....	8
表 2-2	Shepherd(1990)對市場類型的分類 .....	8
表 3-1	樣本篩選彙總表 .....	25
表 3-2	各變數之定義及衡量 .....	30
表 3-3	自變數之預期符號表 .....	31
表 4-1	各變數之敘述性統計量表 .....	33
表 4-2	2000~2009 年產業分布狀況表 .....	34
表 4-3	2000~2009 年各產業 HHI 值 .....	35
表 4-4	各產業之 HHI 敘述性統計量表 .....	36
表 4-5	Pearson 與 Spearman 相關係數矩陣 .....	38
表 4-6	股權結構、董事會組成與產業競爭度對公司經營績效 ROA 之迴歸結果 .....	40
表 4-7	股權結構、董事會組成與產業競爭度對公司經營績效 ROE 之迴歸結果 .....	42
表 4-8	股權結構、董事會組成與產業競爭度對公司績效 Tobin's Q 之迴歸結果 .....	44

# 第一章 緒論

本章分三部分，第一節為研究背景與動機；第二節為研究目的與問題；第三節為研究流程。

## 第一節 研究背景與動機

市場競爭(market competition)在傳統經濟學中，是經常被提及的一個重要觀念。它被認為是追求公司生產及分配效率的力量。在研究公司經營績效的相關文獻中，也發現市場競爭扮演一個重要的角色(Mayer 1997；Allen and Gale 2000)。對公司經營而言，市場競爭為一外部力量。在科技進步帶動之下，生產技術不斷地創新，競爭程度也不斷地增加。企業為提升其價值，藉由投入研發及資本支出以擴大其規模。然而，企業規模的擴張需要龐大的資金，若公司以發行股票方式籌措資金，勢將造成股東人數增加及股權分散的結果。由於股東未必有足夠的能力與興趣參與公司的經營，公司之經營權自然轉移至專業經理人，如CEO<sup>1</sup>手中，造成經營權與所有權分離的現象。且在股權分散時，CEO利用少部分的持股即可獲得實際經營管理權，使得CEO有誘因且有可能藉由掏空公司資產、侵害股東權益來獲利，造成嚴重的CEO與股東間的代理問題。

依代理理論，企業組織架構中，股東為主理人(principal)，CEO為代理人(agent)，主理人和代理人間風險態度歧異<sup>2</sup>，兩者間存在利益衝突以及資訊不對稱等情形，因而衍生了道德危機問題。由於CEO的行動難以直接監督；因此，股東通常在不加諸CEO非必要風險下，透過有效誘因契約，評估其績效並制定薪酬，來激勵其採取極大化股東價值的行動。但Jensen and Meckling(1976)認為，在自利動機驅使下，由於代理人毋需承擔剩餘風險，將傾向於追求個人的最大效用，而非公司的最大價值。故代理問題所衍生的代理成本，將會使公司的價值降低，股東權益受損。

解決代理問題，通常是透過治理機制來降低代理問題的影響；包括CEO薪酬之設計、機構投資人或金融機構擔任董事、董事會之監督、獨立董監事之設置及法律規範等。一般最常見之治理機制為董事會之監督。但是不論是過去的研究結果，或是近十年來層出不窮的掏空案可以發現，僅憑董事會之監督並不是一個有效解決代理問題的機制。Davis et al.(1997)提出的管家理論或稱忠僕理論(stewardship theory)認為，若董事長兼任CEO，即CEO雙重性，CEO還是會盡到善良管理人之注意義務，進而為公司創造更大的價值。Peng et al.(2007)亦

<sup>1</sup> 本研究稱 CEO(Chief Executive Officer)泛指公司之執行長或總經理

<sup>2</sup> 例如代理人較偏好保守的決策來降低風險，主理人則希望代理人進行極大化公司價值的行動 (Garen 1994)

發現，當董事長兼任CEO時，公司股東權益報酬率與銷售成長率會明顯增加。所以，CEO雙重性在某些情況下，非但可以提升公司的價值，亦可以使代理成本減少，股東權益損失降低。此外，楊朝旭(2004)之實證結果也指出，產品市場競爭可以降低公司內部治理機制不佳所導致的代理成本，顯示其市場競爭在治理體系中扮演重要的角色。

從我國各產業的特性來看，高科技產業的經營特性有別於一般的傳統產業，其產品、技術與設備更新的頻繁程度高於傳統產業。在傳統產業中，大部分的競爭優勢來自於持續的改善與經驗的累積；但是在高科技產業中，知識與創新、不斷投入研發才是建立競爭優勢的方法。葉銀華等(2002)認為，電子產業結構除了需要專業知識的投入，以及具有專業知識者共同創業外，尚需大額資金投入，需要較多的資金提供者；因此，其股權結構較為分散。此一股權分散也使最大股東成員擔任董事、監察人席次比率明顯低於其他產業。另外，由於經營電子業需較專注於本業，最大股東透過交叉持股來增加投票權的狀況亦較其他產業少。綜上所論似乎意味著，國內電子產業在其經營環境與產業特性之下，代理問題比傳統產業輕微。因此，傳統產業的董事會應該比電子產業董事會更著重在「監督」管理者的功能上，才可使公司價值與績效提高；而電子產業的董事會，則可能比傳統產業董事會更須在「監督」與「效率」方面取得平衡，才可使公司的價值與績效提升。過去許多研究均認為，產品市場競爭是提升公司效率的重要刺激因子之一(Hermalin 1992; Nickell 1996; Allen and Gale 2000)。所以，高科技產業若要提高公司效率與績效，藉由市場競爭之外部機制或許可以達成。

由上可知，各個產業的董事會努力方向似乎不同。加上各個產業的競爭程度也不盡相同，所以適用的治理方式也應該會有差異。Mayer(1997)的研究亦認為，產品市場競爭、公司治理及公司績效間的交互影響是重要的，因為產品市場競爭程度會影響公司治理機制的效果。

綜上所述，市場競爭程度、治理機制與經營績效間是有關聯的。但過去文獻鮮少探討企業面臨不同產業競爭程度時，採用的治理機制對公司經營績效的影響。因此，本研究擬探討：產品市場競爭在公司治理機制與經營績效的關聯性中，所扮演的角色。亦即探討企業面臨不同的產業競爭程度時，其治理機制對企業績效之影響究竟有何異同。



## 第二節 研究目的與問題

市場競爭在傳統經濟學中，被認為是廠商追求生產及分配效率的力量，同時亦能趨近社會福利極大之境界。同時，在代理問題之相關研究中也發現，市場競爭扮演一個重要的角色(Mayer 1997；Allen and Gale 2000)。就公司內部經營而言，公司治理機制包括股權結構與董事會組成，它會影響控制股東及經理人之行為。其目的是希望避免控制股東或經理人出現侵害公司或股東利益之行為，進而對公司績效或公司價值造成損害。相對於治理機制，市場競爭為一外部監督力量，其亦可能會影響公司之績效。因此，本研究之目的在探討市場競爭、治理機制對公司績效之影響。

本研究將產業競爭程度之焦點置於較易衡量的賀芬德指數（HHI）。由於公司治理範疇極為廣泛，但與產業競爭環境有關連的僅其中一部分。故本研究探討產業競爭度與股權結構中的CEO持股比和機構投資人持股比，及董事會組成中之內部董事席次比及CEO雙重性，對公司績效的影響。茲將本研究之目的分述如下：

- 一、探討產業競爭程度較激烈時，CEO持股比愈高是否愈有助於提昇公司的經營績效。
- 二、探討產業競爭程度較激烈時，機構投資人持股比愈高是否愈有助於提昇公司之經營績效。
- 三、探討產業競爭程度較激烈時，公司董事會中內部董事席次比愈高是否愈有助於提昇公司之經營績效。
- 四、探討產業競爭程度較激烈時，董事長兼任CEO是否有助於提昇公司之經營績效。

## 第三節 研究流程

本文研究架構共分五章，各章內容概述如下：

### 第一章 緒論

先闡述本研究的研究背景與動機，並進一步延伸至研究目的與問題，最後提出本研究之架構。

## 第二章 文獻探討

本章內容包括：(1)代理理論與管家理論；(2)市場競爭與公司治理；(3)股權結構與經營績效；(4)董事會組成與經營績效。

## 第三章 研究設計

本章包含：(1)假說發展；(2)樣本選取與資料來源；(3)變數定義與衡量及(4)實證模型。

## 第四章 實證結果與分析

本章先就變數資料作基本分析，並進一步對所發展之假說進行實證。內容包含：(1)敘述統計分析及樣本分析；(2)相關性分析；(3)迴歸分析及(4)敏感性測試。

## 第五章 結論與建議

彙總本研究實證分析所獲得之結論，並提出本文的研究限制及未來研究方向。

本研究之研究流程圖，如《圖1-1》所示：

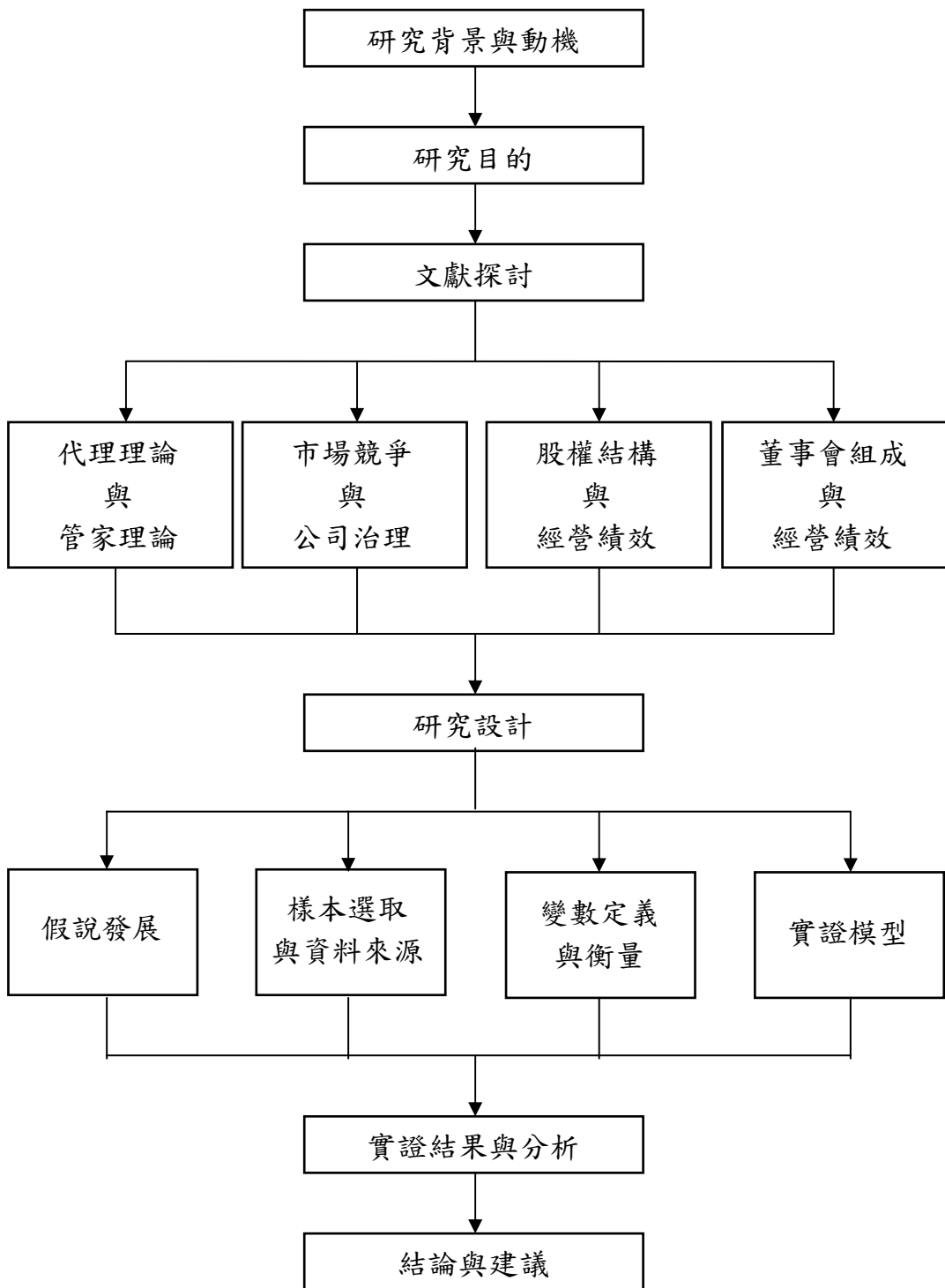


圖 1-1 研究流程圖

## 第二章 文獻探討

本章分四節：第一節為代理理論與管家理論；第二節為市場競爭與公司治理；第三節為股權結構與經營績效；第四節為董事會組成與經營績效。

### 第一節 代理理論與管家理論

#### 一、代理理論

Jensen and Meckling (1976)所提的代理理論(agency theory)指出，由於企業所有權與經營權分離，企業股東與管理階層之間的關係等同「純粹」的代理關係。而代理理論的基本假設是：每個人都會理性地去極大化本身的利益。因此，站在主理人的立場，希望利用與代理人所簽訂的合約，誘使代理人為主理人增加價值。而站在代理人的立場，他們其實也非常歡迎主理人將財富投入企業。但可能並非僅僅為了可以增加主理人的價值，並獲取合理的報酬而已。而是，如此一來將有機會可以從中獲取主理人的財富，以增加自身的效用。所以在這種代理人理性地利用主理人提供的資金不當地增加自身效用的情況下，目標的不一致將會發生代理成本(agent cost)。

代理成本可解讀成組織中不同利益團體，因利益衝突所產生之成本。依Jensen and Meckling (1976)之定義，代理成本為下列三者之和：

1. 監督成本(Monitoring Expenditure)：監督成本是主理人為確保代理人會依主理人的最大利益來行事所產生的成本，包括監督代理人活動所產生的費用、報償及其他控制代理人行為的成本。另外，代理人因被控制而無法及時掌握良好投資機會所產生的機會成本，也是一種代理成本。
2. 約束成本(Bonding Expenditure)：約束成本為代理人為了使主理人相信他會為主理人的最大利益而努力從事活動的支出；即代理人必須花費成本來限制本身某些行為所發生的成本。
3. 剩餘損失(Residual Loss)：在使用各種監督與約束的方法後，若代理人仍然偏離使主理人利益最大的決策，所產生的損失謂之剩餘損失。換言之，它是即使在最適的監督與約束成本下，代理人仍可能因無法及時採取行動而造成主理人的損失。

## 二、管家理論

與代理理論相反的，Davis et al. (1997)提出管家理論，試圖解釋管理階層為何可以如同管家一般，做出讓主理人價值極大化的行動的原因。在管家理論中，代理人會認為藉由擁護組織、集體的行為所得到的效用將遠大於個人自我滿足的行為所能得到的效用。所以，只要盡全力極大化公司的價值，則自身的利益也會增加。而自身的利益並不僅僅是金錢上的利益，還包括自我成就及社會聲望等利益。倘若自我利益與組織整體的利益有衝突時，管家行為還是會選擇不違背組織整體的利益；也就是在主理人與代理人利益不一致的情況下，代理人仍會選擇與組織合作而不會背叛組織。故管家理論假設：組織整體的成功與代理人的滿足之間具有強烈的關係。因此，管理階層會經由達成卓越的績效來保護並極大化主理人的財富。如同Donaldson and Davis (1991)的研究，他們認為若公司治理機制以充分的授權與自主權為主軸時，管理階層的管家行動將可以有效地提昇公司的價值。

依管家理論，當管理者的持股比例很高時，若管理者的不良決策和背離公司價值極大化的行為造成公司財富損失時，其大部分亦將由管理者承擔。因此，管理者比較不可能做出傷害公司價值的行為或決策。且有較高的動機追求公司價值極大化。故管理者持股比例高時，管理者與公司的利益趨於一致，其代理成本較小。

Lin(2005)亦使用線性結構關係模式來探討董事會控制力及外部大股東對CEO薪酬的影響，並且試圖以代理理論及管家理論，解釋企業控制機制與CEO薪酬間的關係。Lin(2005)的研究認為，董事會是由三個要素組成：(1)董事會持股率；(2)內部董事比率；(3)CEO雙重性。研究指出，當企業存在著CEO雙重性時，董事會控制力會提高，進而降低CEO薪酬，故董事長兼任CEO的行為符合管家理論。此結果與Boyd(1994)實證結果同。

Boyd(1994)使用線性結構關係模式(Linear Structural Relation Model, LISREL)探討董事會控制力對CEO薪酬的影響。其研究指出，董事會控制力係由下列五種要素所組成：(1)CEO雙重性；(2)內部董事比率(管理階層兼任董事會成員數/董事會人數)；(3)董事會持股比例(董事會持股佔流通在外股數之比率，但不包含CEO持股率)；(4)大股東董事人數；(5)董事薪酬。研究結果顯示，CEO雙重性會增加董事會控制力，進而使CEO薪酬降低。

Brian(1995)與Elsayed (2007)的研究均顯示，代理理論和管家理論的現象在各產業間都會出現，也發現某些企業支持代理理論，而某些企業支持管家理論。因此，到底某種情況下的公司適合哪一種理論，尚無定論。

## 第二節 市場競爭與公司治理

在經濟學的概念中，完全競爭市場是達成市場效率與社會福利極大之完美境界。在完全競爭市場中，廠商為了追求利潤極大，產品售價將等於邊際生產成本，達到資源分配上的效率性，並利用市場力量來確保市場上之現存廠商均為效率廠商，同時達到社會福利極大化與廠商利潤極大化之目標。雖然說完全競爭市場在現實生活中並不存在，但是追求市場競爭度的提高，卻是各國政府可努力的目標。在產業經濟學中，將產業結構依競爭程度由低至高區分為獨佔、寡佔、獨佔性競爭及完全競爭等情形，其特性列於《表2-1》中。

表 2-1 產業結構特性

	獨佔	寡佔	獨佔性競爭	完全競爭
集中度	單一廠商	少數廠商	眾多廠商	眾多廠商
進入與退出障礙	高障礙	明顯的障礙	進出自由	進出自由
產品差異程度	異質產品	產品有差異化	異質產品	同質產品
資訊	不完全資訊	不完全資訊	不完全資訊	完全資訊

資料來源：R. M. Grant. 2002. *Contemporary Strategy Analysis- Concepts, Techniques, Applications*. Blackwell Publishing Ltd., p.215.

產業競爭程度一般是以產業集中度(concentration ratio)作為衡量指標。所謂產業集中度是指產業中最大的幾家廠商之銷售量佔整個產業全部銷售量的比率，或是描述一產業內廠商數目及規模分佈之狀況。而廠商數目之多寡及規模分佈平均或不平均，為決定產業之獨占力大小之主要結構要素。產業集中度越低，越接近完全競爭市場；反之，產業集中度越高，則市場越接近寡佔或獨佔。Shepherd (1990)以市場集中度作為其市場分類的準則，將市場的競爭情形從純粹獨佔(pure monopoly)到完全競爭(pure competition)，共分為六類。其分類及個別之市場集中度詳如《表2-2》中所示：

表 2-2 Shepherd(1990)對市場類型的分類

市場類型	市場集中度
純粹獨佔(pure monopoly)	一家廠商佔100%
獨佔優勢廠商(dominant firm)	一家廠商佔有50%~100%
寡頭壟斷(tight oligopoly)	最大四家廠商集中率40%~100%
多頭壟斷(loose oligopoly)	最大四家廠商集中率小於等於40%
獨佔性競爭(monopolistic competition)	每家廠商佔有率皆小於10%
完全競爭(pure competition)	每家廠商佔有率微不足道

資料來源：W.G. Shepherd. 1990. *The Economics of Industrial Organization*. New York, Prentice-Hall Inc., p.14.

企業在進行策略規劃時，必須考量環境因素。因為企業所處環境的不確定性及競爭程度（degree of industry competition），都將影響企業策略執行的結果及績效。當企業所處的產業不同時，其所面臨的經營環境及其競爭情形就會有所差異，所以，探討公司治理對於公司績效之關聯性時，也應考慮產業競爭程度之影響。

本節將市場競爭相關之文獻分為三部分，第一部分為市場競爭在公司治理上之重要性；第二部分為市場競爭與代理問題；第三部分為市場競爭與董事會特性。

### 一、市場競爭在公司治理上之重要性

過去的研究認為，產品市場競爭在治理體系中扮演一個重要的角色。Mayer(1997)指出，產品市場競爭對公司治理的重要性有三：

1. 產品市場競爭能夠帶來分配效率，而各種不同的公司治理機制則能帶來生產上的效率。
2. 最成功的公司治理系統，必須整合如董事會等內部投資人系統，以及外部產品市場競爭。
3. 產品市場以及資本市場的競爭程度均會對治理系統發生重大影響。

Nickell (1996)實證發現：競爭與公司生產力呈正相關。表示競爭程度越高，經理人的怠忽行為會降低，公司資源浪費越低，因而公司的生產力較高。該研究亦指出，產品市場競爭是提升企業效率的重要刺激因子之一。在競爭的環境下，因為廠商家數較多而能與其他同業廠商間之績效相互比較。在大家都面對相同的外部環境下，能夠較精確地衡量出經理人的績效，更能顯示出經理人的才能高低，亦能夠激發經理人的努力程度。競爭程度愈高，公司獲利與經理人的努力程度間的關聯性愈高。其背後原因在於，競爭將提高績效不佳公司的破產機率，促使經理人投入更多的努力並降低成本。此外，Aghion et al.(1999)研究發現：產品市場競爭與清算威脅會讓經理人採創新的技術，進而讓公司成長。並且認為在減少經理人可獲得之自由現金流量的前提下，產品市場競爭能扮演一個懲處的機制，來讓經理人有誘因去採用創新的技術，進而使生產力成長。Januszewski et al. (2002)探討產品市場競爭與公司治理對德國製造業生產力成長的影響。研究結果指出，競爭與嚴厲的控制是互補的。競爭的正向效果是被嚴厲的控制加強。嚴厲的控制與競爭激烈可以增加公司的生產力。同時，Jagannathan and Srinivasan (2000)分析美國科技業之公司資料發現，在較不競爭

的產業中，公司較會利用自由現金流量降低槓桿比率，並從事較不具生產力的活動。

Leibenstein (1966)、Machlup (1967)及Jagannathan and Srinivasan (2000)研究指出，市場競爭是一個重要的懲戒機制，可降低經理人的怠弛。Schmidt (1997)認為，競爭增加將提高公司被清算的機率。為了避免公司遭受清算而導致效用損失，經理人會更努力工作，這也是競爭所帶來的潛在優點。Fee and Hadlock (2000)的研究結果亦認為當競爭程度越高，公司遭到清算的機率增加，因此經理人會傾向尋找其他工作機會，使得CEO更換的機率提高。

Grosfereld and Tressel(2002)研究認為：對於計畫經濟體制而言，在轉型為市場經濟的過程中，當廠商因為經濟轉型而不知道該生產何種產品及採用何種生產方式時，產品市場的競爭有助於揭露各種投資機會及經理人表現優劣之相關資訊。Yafeh and Yosha(2003)利用日本電子業公司為樣本，研究發現並無證據顯示，控制股東有限制經理人從事自利行為。其中一個解釋是因電子業的競爭較為激烈，市場競爭已經減少經理人自利行為的發生機會。

Lee(2009)探討競爭市場對企業研發投資動機之影響。研究指出，擁有較高科技水準之企業，會較積極增加研發投資以加強市場競爭力。相對地，科技能力較低之企業可能減少研發投資。研究結果發現，面對競爭市場壓力，高科技能力企業較低科技能力企業有更強的研發投資動機。

簡燕芬(2010)研究2002年至2008年我國上市櫃公司，探討產業競爭度、訴訟風險與獨立董(監)事對審計公費之影響。研究結果指出，當企業所處產業競爭程度較高時，可能會使企業面臨較高的資金壓力與較艱困的經營環境，因而產生較高的經營風險。因此，會計師會投入較多的成本以降低審計風險，導致審計公費較高。

## 二、市場競爭與代理問題

Hermalin (1992)研究發現：相較於競爭程度較低的市場，在高度競爭的市場中，管理者之能力或努力對公司收入會有較大影響。該研究將市場競爭對代理問題的影響分解成四種效果：

1. 所得效果(Income Effect)：當競爭程度提高時，將會降低公司的預期獲利及經理人的預期所得，在代理財為正常財的假設下，經理人將會消費較少的代理財，並投入較多的努力。



2. 風險調整效果(Risk-Adjustment Effect)：競爭將改變從事不同行為下的風險，進而改變經理人的行為抉擇的可能性。
3. 行為相對價值改變效果(Change-in-the-Relative-Value-of-Actions Effect)：競爭將改變兩個行動方案間的預期報酬差額，進而影響經理人是否會將消費較少的代理財視為報酬較高的行動方案的可能性。
4. 資訊改變效果(Change-in-Information Effect)：競爭程度提高有助於資訊的揭露，此資訊結構的改變對經理人消費代理財行為有影響。

Nickell(1996)、Nickell et al. (1997)、Shleifer and Vishny(1997)及Allen and Gale(2000)的研究均發現：競爭有助於減輕代理問題的影響，降低經理人怠弛(slack)行為的出現。Jagannathan and Srinivasan (2000)研究進一步發現：代理成本在較不競爭的產業環境裡會比在較競爭的產業環境中嚴重。此外，楊朝旭(2004)之研究實證結果也發現，產品市場競爭可以降低公司內部治理機制不佳所導致的代理成本，顯示其競爭在治理體系中扮演重要的角色。

Nickell et al. (1997)、Aghion et al.(1999)、Randoy and Jensen (2004)的研究均認為，產品市場競爭與公司治理機制間存在著相互替代關係。此外，楊朝旭(2004)研究亦發現公司治理機制間具有相互替代的特質。

但也有研究發現，產品市場競爭與公司治理間存在著互補的關係。Grosfereld and Tresselt(2002)研究產品市場競爭和所有權結構對公司績效的影響。研究結果發現，產品市場競爭對績效有顯著正向的影響。關於所有權集中的效果，該研究發現它與績效呈現U型的關聯性；當公司有相當分散或高度集中的所有權結構時，競爭將會是一個較有力的影響，會有較高的生產力成長。該研究指出，產品市場競爭與好的治理機制間傾向具有相互增強的效果，而非替代效果。換言之，公司擁有較差治理機制時，競爭對於績效不會有顯著的效果；但公司如果擁有較好治理機制時，競爭對於績效將會有顯著的正向效果。

Aguerrevere(2009)研究產品市場競爭如何影響公司投資決策與其資產報酬。研究發現，產業競爭程度和資產預期報酬率之間的關係將會隨著產品市場的需求而不同。當產品需求較低時，所處之產業較為競爭的公司將賺得較高的報酬；相反地，當產品需求較高時，所處之產業較不競爭的公司才會賺得較高的報酬。

### 三、市場競爭與董事會特性

在公司治理上，董事會是最重要的內部治理機制。Randoy and Jensen (2004)認為，過去研究在討論董事會獨立性與公司績效間的關聯性時，未能將產品市場競爭視為中介變數納入考慮。該研究以獲利能力代表產品市場競爭程度。於探討產品市場競爭與董事會獨立性之關聯性時，發現獲利能力低的公司(表示所面對的產品市場競爭程度較高)擁有比較少的外部董事。亦即，競爭程度與外部董事數目呈反向關係。研究亦認為外部董事對產品市場高度競爭的公司而言較不重要，甚至是多餘的；因為經理人已經受競爭的產品市場力量所監督。他們認為董事會具有兩種功能：控制功能與資源分配功能。由於外部董事主要是監督的功能，在產品市場高度競爭時，外部董事的功能能夠被市場力量所取代，因此比較不重要。而且外部董事擁有公司內部資訊較少，在競爭激烈的環境下，較不易做出正確的決策。它意味著：在產品市場高度競爭的公司中，董事會的功能較依賴與公司相關內部資訊的連結。

Richard(2005)的研究探討：在考慮市場競爭的潛在效果後，董事會與績效之間的關係。研究發現，在市場的機制下，董事的獨立性對於公司獲利與生產力有負向的關係。此一發現與Baysinger and Hoskisson(1990)的研究結果一致，即內部董事握有較優勢的資訊可以更有效率地評估高階管理者。但是這個基本原理只適用於無管制的市場；換句話說，是在公司環境變得更複雜的情況下。然而，研究並未發現隸屬董事會的功能性委員會，如薪酬委員會及提名委員會，與公司的績效是有關係的。亦即，原本預期功能性委員會的設置對公司會產生有利的影響，似乎並不顯著。研究結果指出，競爭對於公司獲利與生產力有正向及重大的影響。進一步言，董事若要有效率，就應該讓公司處於競爭的環境中。

Brian(1995)的研究，假設 CEO 雙重性與績效的關係是被環境不確定性所調節，並利用代理理論和管家理論的觀點，試著建立一個架構解釋 CEO 雙重性與績效的關係。針對環境不確定性的分析指出，CEO 雙重性在某種情況下與績效有正向效果，而在另一些情況下是有負向效果的。分析也指出，CEO 雙重性在資源缺乏或高度複雜的情況下是有利的。迴歸模型也顯示，在控制環境不確定性的交互效果下，CEO 雙重性與績效間有獨立的正向效果。研究認為將 CEO 和董事長職位分離以安撫股東和機構投資人，長期上證實可能會有反功能現象存在。然而，透過環境不確定性的調節效果，是可以支持這兩個理論的。該研究與過去的研究均指出，CEO 雙重性的情形可能因產業而不同，且比較普遍發生在大公司上。同時也指出，雙重性在某種產業情況下與績效有正向效果，尤其是在資源缺乏或高度複雜的情況下。簡言之，CEO 雙重性對某些產業可帶來正向績效。但過度強調所有權與經營權分離，雖然可以增加監督的機

制，但長期來說可能提高了代理成本，甚至有可能會產生反功能決策。研究也指出，代理理論和管家理論的現象在各產業間都會出現，公司到底適合哪一種，值得深入研究。

### 第三節 股權結構與經營績效

本節討論兩個部分。第一部分為CEO持股與公司經營績效；第二部分為機構投資人持股與公司經營績效。

#### 一、CEO持股與經營績效

Berle and Means (1932) 提出所有權與經營權分離的概念後，企業經營者與股東之間的利益衝突，遂成為備受爭議的焦點。而目前關於所有權結構與公司績效間關係的探討，主要有以下二種論點：

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

Jensen and Meckling (1976) 提出「利益收斂假說」。他們認為股權越集中在管理者手中，管理者支出偏好行為所造成的企業財富損失，將大部分由管理者承擔。因此，管理者的行為將趨於合理化，會追求公司價值之極大化。若股權集中於外部董事或大股東手中，所有權將與經營權分散，所有者與經營者的衝突會隨之增加。過去有學者認為，股權太過分散將使經理人受到企業控制的程度下降，進而會影響公司價值。關於股權結構和公司經營績效間之關係，國內外一些學者做過相關研究認為，所有權與經營權結合能使管理效率提升，增加公司經營績效；因此本假說之論點為公司股權愈集中，愈能提升經營績效。

##### 2. 利益掠奪假說 (Entrenchment Hypothesis)

本假說由Jensen & Ruback (1983) 提出，此論點認為董事會基於本身「職位安全性」的考量，往往會產生一些「反接管行為」，例如否決對股東有利的「購併提議案」(merger proposal)，或阻礙可使公司股價上升的「股權收購案」(tender offer)。因此，若股權越集中於董事會或少數大股東手中，這種反接管行為成功的可能性越大，因此管理者瀆職行為可得到更大的保障，支出偏好行為將更嚴重，企業績效自然低落。

Morck et al. (1988) 研究經理人持股與公司價值間的關係。發現經理人持股與Tobin's Q間呈現非線性關係；隨著股權結構的集中程度增加，公司價值呈現「先升後降再升」三階段變化。研究結果亦指出，管理者的持股比率介於5%至25%區間時，持股比率增加，管理者愈有足夠的表決權以鞏固自己的利益與職位，使得公司價值受到傷害，支持「利益掠奪假說」。但是若管理者的持股

比率在小於5%以下或大於25%時，則持股比率愈增加公司的價值愈高，支持「利益收斂假說」。可見最佳的股權結構並非呈線性關係。其研究認為，經理人的持股增加，對於極大化股東權益的誘因有兩個不同效果：

1. 財富效果(Wealth Effect)：當經理人所持有的股數增加時，其財富會隨著公司的價值增加而增加，故對極大化股東利益的誘因有正向幫助。
2. 侵佔效果(Entrenchment Effect)：隨著經理人持股的提高，經理人有較大的裁量權來進行自利行為，故對極大化股東利益有負向影響。

Morck et al. (1988)認為，當經理人的股權開始增加時，會讓經理人有較大的誘因追求公司利潤極大化。但當股權增加到一定比例後，即邁向第二階段後，經理人會開始出現侵佔行為，如增加自己的投票權、增加內部董事比例等。雖然正向的財富效果仍然存在，但小於負向的侵佔效果，故對公司的價值有不利的影響。當經理人的持股持續增加超過另一個臨界點時，由於持股過高，因此經理人的利益與公司績效的結合程度很高，則此時正向的財富效果將大於負向的侵佔效果，對公司價值產生正向的幫助。

不同於Morck et al. (1988)的三階段效果，Nickell et al. (1997)研究發現，經理人持股與公司績效間呈現「先升後降」之兩階段非線性關係。研究認為，雖然增加經理人持股比例會增加其財務上的誘因來追求利潤極大。但是當經理人持有股數過多時，他們可能會利用表決權以避免市場的懲罰機制，進而追求自己的目標。所以經理人持股對公司績效的影響是先升後降的兩階段效果。

Santerre and Neun (1993) 探討主要股東持股比率與公司之資產報酬率(ROA)和Tobin'Q之相關性。研究結果發現：主要股東持股比率低於10%或高於30%，企業經營績效顯著不會受到主要股東持股比率高低之影響；介於10%~30%之間時，主要股東持股比率與資本報酬率及Tobin'Q之間有顯著之正相關存在。Agrawal and Knoeber (1996) 研究美國400大企業代理問題、控制機制與公司績效(Tobin's Q)間的關係。研究發現，內部人(高階主管與董事)持股高、外部董事少、公司負債低對公司績效有正面的影響。而金融機構持股與大股東持股對公司績效並沒有顯著關係。此外，Ang et al.(2000)的研究結果也支持Jensen and Meckling(1976)的理論。他們發現：當公司是由外部人管理時，代理成本較高。其次，代理成本和管理者的所有權比重呈負相關。而當非管理者股東的數目增加時，代理成本也會上升。最後，亦發現金融機構的外部監督產生了一個正面的效果，使得代理成本降低。

Singh and Davidson(2003)研究發現，管理者持有較高股權時，其和公司資

產的利用效率具有顯著的正相關。而且，他們發現一些有限的證據支持管理者有較高的股權時，將會抑制他們過度的花費，但是效果並不顯著。研究同時也指出，在大型的上市公司中，外部大股東既未能使公司有較高的資產週轉率也未能減少任意的花費。而在董事會的規模和組成方面，研究認為較大規模的董事會存有效率損失。總之，研究的主要發現包括(1)管理者的所有權比重和資產的使用效率呈正相關；(2)管理者的高持股對於抑制過度的花費並不顯著，(3)董事會規模的大小與公司績效呈負相關。

李馨蘋與莊宗憲(2007)研究也發現，當公司經理人擁有高比率持股時，公司可藉由所有權的集中，使經理人在經營策略的選擇與公司利益趨於一致，提昇公司價值。

Méndez and García (2007)研究針對西班牙之上市櫃公司，探討影響其審計委員會活動之因素。研究結果發現，管理階層持股與審計委員會之活動存在一種非線性關係。研究指出，當公司股權集中在大股東之手中時，其審計委員會之活動將較不頻繁。同時，研究也發現，大企業的審計委員會將比小企業的審計委員會更活躍。

Bruton, Filatotchev, Chahine, and Wright (2010)研究英國與法國各 112 家初次公開發行之公司，其股權集中程度與其經營績效的關聯性。研究發現，初次公開發行之公司在上市櫃初期時，股權較集中將會增加其公司之經營績效。

## 二、機構投資人持股與經營績效

機構投資人代表專業的法人機構，Pound(1988)針對機構投資人與經營績效之相關研究，提出三項假說，茲分述如下：

1. 效率監督假說(Efficient Monitoring Hypothesis)：指機構投資人相較於股權分散的小股東，因具備較豐富之專業知識，也擁有較高的意願監督管理者，故代理成本會降低，公司價值會提昇。
2. 利益衝突假說(Conflict of Interest Hypothesis)：指機構投資者可能會藉股東身份擷取所需資訊，或是從其他與公司有關的活動獲得利益，若這些利益與公司利益相衝突時，其會藉由投票給能配合其利益的管理者，獲取與公司相衝突的利益，導致公司價值下降。
3. 策略校準假說(Strategic Alignment Hypothesis)：指機構投資者與管理者可能存在合作關係，雙方目標一致時，公司運作將更有效率，進而提昇公司價值。

Hartzell and Starks (2003)的研究，以1988 至1996 年在Standard & Poor's ExecuComp資料庫中的1,914 家公司為樣本，藉由檢測機構投資人對高階主管獎酬之影響，來探討機構投資人能否減輕股東與經理人間之利益衝突。研究中將公司市值、Tobin's Q 和CEO同時擔任董事長等指標設為控制變數。研究結果顯示：(1)機構投資人會施加壓力給企業，以採用成本分攤高之會計原則來降低盈餘，進而降低高階管理者獎酬，亦即機構投資人可扮演監督和削減經理人投機行為或自利行為的角色；(2)當機構投資人所有權增加，高階管理者的員工認股權獎酬也會隨之上升，亦即機構投資人對高階管理者的監控效果，使得公司在獎酬分配上傾向以較高比例的員工認股權為獎酬，令高階管理者不敢怠惰其職，只能以公司愈佳的績效表現來換取其擁有更高的報酬；(3)當CEO 同時擔任董事長時，與高階管理者總獎酬呈正相關，卻與員工認股權獎酬呈顯著負相關。

#### 第四節 董事會組成與經營績效

本節討論兩個部分。第一部分為內部董事與公司經營績效；第二部分為CEO雙重性與公司經營績效。

##### 一、內部董事與經營績效

扮演調和股東及經理人利益衝突角色的董事會，其結構改變不但有可能影響股東及經理人的關係，同時也影響著決策過程和策略結果（Baysinger and Hoskisson 1990）。Gugler et al.(2004)研究認為，外部董事的優點在於：當CEO與股東間產生利益衝突時，外部董事較能站在股東的立場為股東爭取權益，或是保障股東的權益不受侵害。相對地，外部董事也較可能撤換績效不佳的經理人，有助於公司績效的改善。而內部董事的優點在於：董事擁有較多的公司相關資訊，因此在決策上較易分辨出真正適合公司的決策。

過去許多文獻均指出，外部董事在監督管理高層上扮演極重要的角色。但內部董事也有其獨特之處；例如，內部董事可以促進傳承的過程，內部董事也能提供日常營運管理所需的建議與知識給執行長，對公司價值的極大化有所貢獻。正如Baysinger and Hoskisson(1990)研究認為，關於公司事務，內部董事必須扮演溝通的重要角色，並且提供董事會更詳盡的公司營運資訊。Hoskisson et al. (1993)研究也認為，內部董事對於組織有專門的經驗和專長，這是來自個人經驗的累積，不是外部董事可以獲取。

內部董事與外部董事因各自擁有不同的相關資訊，可能在決策控制上立場各異。例如，內部董事由於參與決策制定過程，且與CEO常有互動，會有較多

的資訊評斷CEO的表現，但往往也較主觀。相對地，外部董事就沒有這些資訊優勢，較不可能執行策略控制。因外部董事與CEO的接觸通常僅及於董事會，而且提報於董事會的策略也已經是處於策略制定的最後階段，只等待董事會批准。因此，即使外部董事可能較客觀地評斷CEO的表現，但由於資訊缺乏也只能執行財務控制。

外部董事對於公司價值及績效的正面作用主要來自於：(1)外部董事具有監督管理者的功能；(2)外部董事可以提升董事會的多樣性，尤其是外部董事所可能提供的不同能力和外界訊息。然而，外部董事與公司績效及價值間的關係，在實證研究方面尚無一致性的結果。指出兩者間無顯著關係者，如Hermalin and Weisbach(1991)；甚至也有研究發現，外部董事與公司價值及績效呈負相關者，如Agrawal and Knoeber (1996)。

除了內部董事及外部董事外，Bhagat and Black(1999)的研究探討董事會獨立性對公司績效的影響，將公司董事會的獨立性依據獨立董事的比例來分類。研究發現，獨立董事比例超過四成的公司，績效表現較其他公司為差。同時，董事會獨立性較低(但是獨立董事比例高於內部董事比例)的公司，表現並沒有比董事會中內部董事比例較高的公司來的好。所以不支持董事會獨立性有助於提昇公司績效的說法。研究認為，或許公司董事會中應該保有一定比例的內部董事，因為獨立董事比例過高，除了不利公司績效外，也會讓公司的成長趨緩。故最佳的董事會應該是由內部董事及對公司營運瞭解或監督誘因較強的獨立董事共同組成。Allen and Gale(2000)同樣也發現，獨立董事過多，其績效並沒有顯著優於獨立董事較少的公司。

Bhagat and Black(1999)認為，實證結果並不支持獨立董事有助於提昇公司績效的原因，可能是因為董事會的組成為內生變數，不同的公司可能需要不同的董事會型態。尤其是低成長性的公司，可能需要較多的獨立董事來控制CEO與股東之間的利益衝突問題。

Gompers, Ishii, and Metrick (2010)研究探討公司內部董事持股與公司價值之關聯性。研究發現，公司內部董事的現金流量權與公司的價值呈顯著正相關；但內部董事的投票權與公司的價值呈顯著負相關。

綜合以上文獻研究結果可知，由於內部董事、外部董事與獨立董事各有其優缺點存在，所以董事會組成對公司績效間之關聯性，無一致性結論。究竟何種董事會組成適合某種競爭情況或某種產業，應值得探討。

## 二、CEO 雙重性與經營績效

因為主理人與代理人間的利益不一致，再加上主理人對代理人的不完全監控及雙方資訊不對稱的情況下，使得代理人有誘因利用主理人投入的資源來極大化自身的財富。所以，公司治理最重要的目標之一，就在於利用工具或制度來促進主理人與代理人的利益趨於一致。其中，常被使用的制度之一是CEO兼任董事長，亦即CEO雙重性（CEO duality）。CEO雙重性係指CEO與董事長由同一個人擔任。在多數公司所有權與經營權分離的狀態下，雙重性可說是一個非常特殊的治理機制，也是公司所有權與經營權合一的表徵。然而，投資大眾最關心的，還是在於CEO雙重性對公司績效與股東價值究竟有何影響？過去雖有許多關於CEO雙重性與公司績效關聯性之研究，但研究結果並不一致。因此，CEO雙重性對公司而言，究竟是好是壞？至今仍無定論。

主張代理理論的學者認為，在CEO兼董事長的情況下，CEO有可能利用職務之便操控董事會，從事自利行為而有違股東之利益，公司績效表現必然不佳。如Patton and Baker (1987)研究認為，董事長兼任CEO具有雙重身份時，因其同時具有執行與監督的職責，故缺乏獨立與中立，可能為自身利益而不當影響董事會的監督功能，不但使代理問題益形嚴重，也使董事會的治理功能受到不良影響，致使公司績效不彰。Crystal (1991)的研究亦指出，由於董事會中「獨立董事」、「外部董事」大部分皆由CEO所聘僱，因此他們大多不願意反對CEO的意見，難達成監督CEO的任務。

Goyal and Park (2002)探討企業採用CEO雙重性時，是否會影響董事會解雇CEO決策上的效率。該研究指出，當企業董事長兼任CEO時，該雙重身份的CEO異動與公司績效的關連性會降低，亦即當企業具有CEO雙重性時，董事會將很難在績效不佳時解雇該CEO。同時，Ashbaugh et al. (2006)研究公司治理屬性較佳的公司是否能有較高的信用評等。結果指出，在控制公司特定風險特徵後，CEO雙重性將會使公司的信用評等下降，且會有較高的CEO薪酬，表示CEO雙重性不利於公司的信用評等。

然而贊成CEO雙重性的學者卻認為，CEO雙重性可使公司的目標與作業獲得清楚的聚焦，也有可能消除資訊不對稱的情形。況且，董事長兼任CEO時，可能基於其自身利益而更盡心盡力於公司之經營。如Donaldson and Davis(1991)、Daily and Dalton(1993)研究皆認為，CEO具雙重身份時，公司經營績效較佳。此外，Brickley et al.(1997)研究認為，經營權與所有權分離，有潛在的利益，也會有潛在的成本。和過去大部分研究相反，他們的研究指出，在多數大公司裡，經營權與所有權分離所產生的成本如監督成本、約束成本等，將大於分離所帶來的利益。



Rechner and Dalton (1991) 對董事會的領導結構進行研究。該研究認為董事長肩負資訊溝通的責任，董事長在召開董事會前，就必須與外部董事進行溝通，而為了董事會功能順利運作，正確而及時地提供關於公司運作的資訊是非常重要的。由於CEO 對於公司運作甚為熟稔，因此若CEO 兼任董事長，則資訊獲得即可有效達成，反之，若另由他人擔任董事長（或CEO）將會降低資訊流動的速度，進而減緩策略形成。可見，董事長兼任CEO可以有效促進溝通，促進策略形成，進一步使公司有更好的績效表現。國內研究方面，杜玉振等（2002）研究國內上市公司之董事會特性，發現董事長或其近親兼任CEO對公司的財務績效（以ROA衡量）有正向顯著影響，但對Tobin's Q 沒有影響。

Baliga et al. (1996)的研究分析CEO雙重性對公司績效的影響，研究結果認為當董事長與CEO為不同人擔任時，可能會導致：(1)董事長與CEO間相互對抗；(2)董事會與經營團隊之間的衝突，導致降低企業決策制定的效率；(3)員工混淆董事會或經營團隊的言論，造成公司營運效率低落。

Fosberg (1999) 提出領導結構的資訊流理論 (Information Flow Theory)。不同於代理理論，資訊流理論認為，CEO兼任董事長並不會造成明顯的代理問題，並且由CEO兼任董事長確實能促使資訊有效流通而促使策略迅速形成，進而使公司具有良好績效。Dawna et al. (2001)的研究係以權變的觀點來看，認為CEO雙重性和公司績效之間的關係，會視外在環境狀況而有所不同。Bartholomeusz and Tanewski(2006)的研究，針對2002年澳大利亞100家上市公司，探討其家族企業與公司治理之關聯性，發現家族企業較非家族企業擁有較低比例的獨立董事，所以其外部監控能力較差。同時，研究結果亦發現，家族企業較非家族企業擁有較高比例的CEO雙重性。

廖秀梅、李建然與吳祥華(2006)探討台灣上市公司董事會結構特性與企業績效間之關係。該研究同時考量不同企業控制型態對董事會結構特性與企業績效之關係是否有影響。實證結果發現，在非家族企業，董事長兼任總經理對企業績效沒有顯著的關聯；但在家族企業，董事長兼任總經理與企業績效則呈顯著負相關。此結果可能是因在非家族企業，董事長、總經理或其他經理人通常是由專業經理人擔任，故董事長是否兼任總經理對企業績效沒有顯著的影響。但在家族企業中，大部分公司董事長或總經理是由家族成員擔任，故當董事長與總理由同一人擔任時，其同時扮演決策執行者及決策監督者的角色，造成其權力過大，較易喪失其客觀性及監督力量，因而企業績效較差。

Elsayed (2007)研究埃及企業CEO雙重性對企業績效的影響，結果發現CEO雙重性對企業資產報酬率及Tobin's Q並無影響。但若再將樣本依產業予以分類後，發現某些企業支持代理理論，而某些企業支持管家理論。因此，該研究同

時支持代理理論與管家理論。Peng et al. (2007)利用標準化迴歸模型的研究方法，研究中國大陸上市公司的CEO雙重性是否會影響公司績效。研究結果發現，當董事長兼任CEO時，公司股東權益報酬率與銷售成長率會增加。因此，該研究亦支持管家理論。Chiang and Lin(2007)探討台灣製造業股權結構、董事會組成與總要素生產力(Total Factor Productivity, TFP)的關聯性，其研究結果發現，機構投資人持股比率與TFP呈正相關，而且在非集團企業樣本下，當企業存在CEO雙重性時，其TFP會提高。由此可見，CEO雙重性對於企業經營績效的影響，在某種程度上，可能會因外在環境的狀況而有所不同。

### 第三章 研究設計

本章共分為四節，第一節為假說發展；第二節為樣本選取與資料來源；第三節為變數定義與衡量；第四節為本研究之實證模型。

#### 第一節 假說發展

Jensen and Ruback (1983)所提出的利益掠奪假說認為，管理者持股比和經營績效呈負相關。該假說認為隨著管理者的持股越大、職位更具保障，其支出偏好或怠惰的行為會因此而更加嚴重。因為，當管理者股權集中，為鞏固本身之職位和利益，會利用股權控制或影響公司決策，進而使其更具保障，卻可能因此降低公司整體之價值。然而，Leibenstein (1966)、Machlup (1967)、Nickell(1996)、Nickell et al.(1997)、Shleifer and Vishny(1997)、Allen and Gale(2000)、Jagannathan and Srinivasan (2000)的研究均發現，市場競爭有助於減輕代理問題的影響，降低CEO怠弛的行為出現。Yafeh and Yosha(2003)研究亦認為，市場競爭可以減少CEO自利行為發生的機會。可見，在競爭的環境下，公司的經營環境較艱辛，風險也較高，需要投入較多的心力來經營公司。隨著CEO持股的增加，CEO能分享經營成果的程度提高，CEO努力的誘因自然會升高。因產業競爭壓力的關係，會促使CEO有效地運用資源以維持公司的競爭力，避免資源浪費。並且CEO會較注意產業的策略和動向；因為如果企業經營績效不佳，CEO比較容易被更換(Fee and Hadlock 2000)。所以，CEO較不會有怠弛及自利行為的發生，公司績效將會提升。所以，本研究預期產業競爭程度較高時，CEO持股比例較高之公司，其經營績效較佳。因此，提出下列假說一：

**假說一：產業競爭程度較激烈時，CEO持股比愈高，愈有助於提高公司的經營績效**

公司股東除了自然人之外，亦包含機構投資法人。相對於自然人股東，機構投資人擁有較佳的專業知識及能力，以及較具規模的組織型態，能夠更有效的監控公司之經營。過去針對機構投資人與公司經營績效關聯性的研究，其結果大多呈現正相關。有些研究認為，機構投資者可解決小股東監督效力不彰的問題(McConnell and Servaesb 1990)。也有研究指出，當機構投資人持股比例增加時，高階管理者的員工認股權獎酬也會隨之上升。意即，機構投資人對高階管理者產生的監控效果，使得公司在獎酬分配上傾向於以較高比例的員工認股權為獎酬，讓高階管理人不致怠惰其職，而以公司愈佳的績效表現換取其擁有更高的報酬(Hartzell and Starks 2003)。

雖亦有研究指出，機構投資人只在乎短期利益，機構投資人容易與經理人

合作以共謀利益，使公司表面上市場股價上升，但實際上經營績效卻下降(Karpoff et al. 1996)。但本研究認為，當產品市場競爭程度提高時，市場監督的力量也會提高，進而提升高階管理者配合機構投資人進行操縱股價行為被發現的可能性。同時，市場競爭亦可以減少高階管理者自利之行為，機構投資人在此情況下，持有公司股票之投機獲利動機將減少。另一方面，若機構投資人投資公司的持股比例較高時，將會因為本身的投資獲利與公司經營績效結合程度較高、承擔的風險也較高，且機構投資人具備較豐富之專業知識，會有更強的誘因去監督公司，促使公司經營績效成長。所以，本研究預期產業競爭程度較高時，會增加機構投資人持股比例較高之公司的經營績效。因此，提出下列假說二：

**假說二：產業競爭程度較激烈時，機構投資人持股比愈高，愈有助於提高公司的經營績效**

外部董事比例與公司績效及價值的關係，在實證研究方面尚無一致性的結果。有主張兩者無顯著關係者，如Hermalin and Weisbach (1991)。也有研究發現外部董事與公司價值及績效負相關者，如Agrawal and Knoeber (1996)。Randoy and Jenssen (2004)針對產品市場競爭與董事會獨立性的研究發現，產品市場競爭程度較高的公司會擁有比較少的外部董事，亦即競爭程度與外部董事席次呈反向關係。由於外部董事的任務之一是提供監督的功能。公司在市場競爭較激烈時，市場競爭機制即已形成一種監督力量，與外部董事的監督功能類似。在市場高度競爭的公司中，較需要與公司經營相關的內部資訊。內部董事因任職於公司，能提供日常營運管理所需的建議與知識給執行長，對公司的經營有所幫助。換言之，相較於外部董事，內部董事對於公司組織較了解。Richard (2005)及Baysinger and Hoskisson (1990)的研究也認為，內部董事握有較優勢的資訊，可以更有效率地評估高階管理者。所以，在競爭激烈的環境下，公司會比較需要內部董事而不是外部董事，因為內部董事在公司的營運績效上應該可以帶來較多、較大的貢獻。因此，本研究預期產業競爭程度較高時，內部董事席次較多，公司經營績效較佳。因此，提出下列假說三：

**假說三：產業競爭程度較激烈時，公司董事會中內部董事席次比愈高愈有助於提高公司之經營績效**

關於董事長兼任CEO的研究，Rechner and Dalton (1991)認為，董事長肩負資訊溝通的責任，董事長在召開董事會前，就必須與外部董事進行溝通。為了董事會功能順利運作，正確而及時地提供關於公司運作的資訊是非常重要的。Elsayed (2007)的研究結果認為，企業採用CEO雙重性的績效會因產業別而有所不同。亦即，CEO雙重性在某些產業對績效會有正向效果；而在另一些產業則

會有負向效果。由於CEO對於公司運作甚為熟稔，因此若CEO兼任董事長，則資訊獲得即可有效達成，反之，若另由他人擔任董事長(或CEO)將會降低資訊流動的速度，進而減緩策略形成。由此，董事長兼任CEO可以有效促進溝通、促進策略形成，進一步使公司有更好的績效表現。Fosberg (1999)提出領導結構的資訊流理論，與代理理論論點不同。資訊流理論認為CEO兼任董事長，並不會造成明顯的代理問題，並且由CEO兼任董事長確實能使資訊有效流通而促使策略迅速形成，進而使公司具有良好績效。

Randoy and Jenssen (2004)指出，董事會具有兩種功能：控制功能與資源分配功能。所謂的控制功能，係偏向於監督公司的營運是否正常；而資源分配功能則偏向於幫助公司提升績效。研究指出，董事會的控制功能在產品市場競爭程度低時較重要；資源分配功能則在產品市場高度競爭時較為重要。因為在競爭的環境下，容易取得較多競爭對手的資料、經營者的績效較易被評估，經營者的努力程度被競爭的市場力量所監督著。同時在競爭激烈的環境中，企業面對較多競爭對手的挑戰與壓力，需要較有效率的經營。因此，比較需要對於公司內部相當熟悉與瞭解的人士(如董事長兼任CEO)來經營。故本研究預期產業競爭程度較高之公司，董事長兼任CEO有助於提高公司績效。因此提出下列假說四：

**假說四：產業競爭程度較激烈時，董事長兼任CEO有助於提高公司之經營績效**

本研究之觀念性架構圖如《圖3-1》所示：

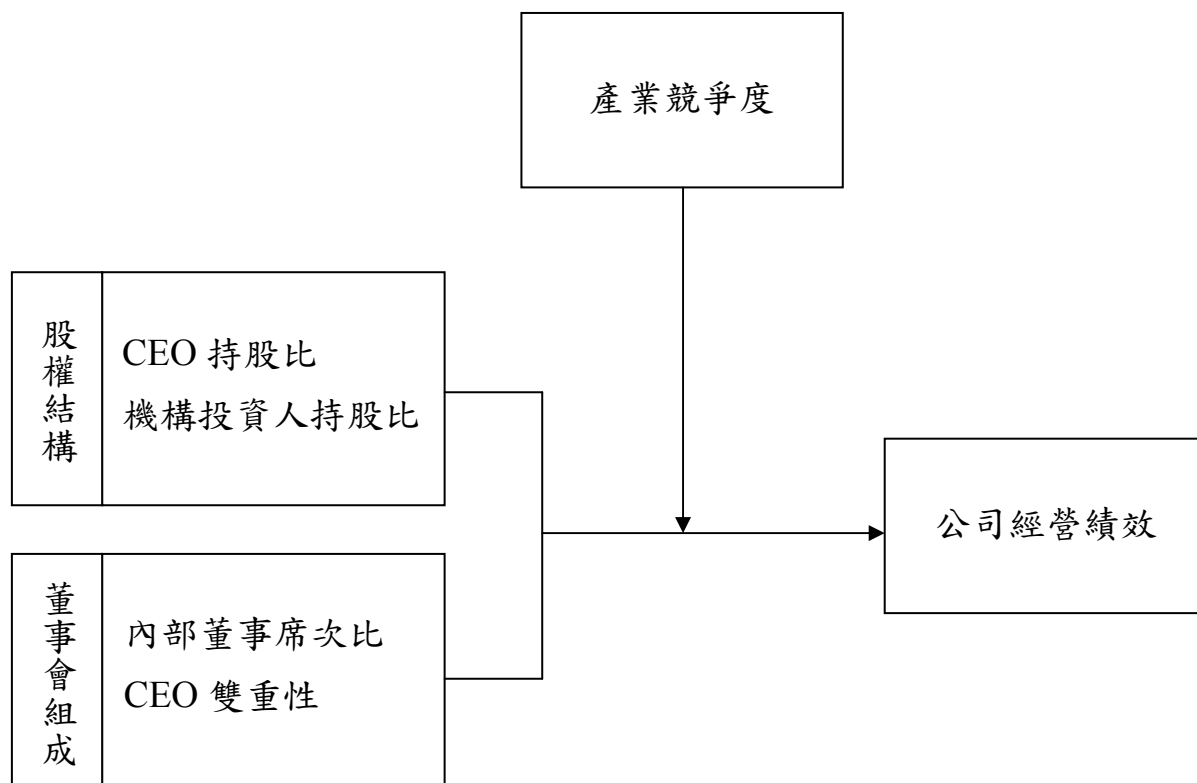


圖 3-1 觀念性架構圖

## 第二節 樣本選取與資料來源

本研究的樣本選取對象為在台灣證券交易所掛牌上市上櫃之公司。本研究不包含金融業，並剔除財務資料不齊全以及極端值的樣本後，應變數為ROA之樣本共得10,000筆觀察值；應變數為ROE之樣本共得9,823筆觀察值；應變數為Tobin's Q之樣本共得7,996筆觀察值。各項相關變數主要取自於台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal, TEJ)之財務資料庫及公司治理資料庫。樣本選取過程彙總如《表3-1》所示：

表 3-1 樣本篩選彙總表

項 目	樣 本 數		
	ROA	ROE	Tobin's Q
2000 至 2009 年原始觀察值	12,802	12,802	12,802
減：金融業、保險業及證券業	(436)	(436)	(436)
財務資料不全者	(1,964)	(1,964)	(2,954)
極端值 <sup>3</sup>	(402)	(579)	(1,416)
總樣本數	10,000	9,823	7,996

## 第三節 變數定義與衡量

### 一、應變數

Elsayed (2007)使用資產報酬率(ROA)及Tobin's Q(TQ)兩變數探討CEO雙重性對公司經營績效的影響。此外，Rechner and Dalton (1991)則採用股東權益報酬率(ROE)作為公司經營績效的衡量指標。故本研究選擇會計基礎指標(accounting-based index)之資產報酬率(ROA)作為公司經營績效之衡量變數，並以另一會計基礎指標(ROE)及市場基礎指標(market-based index)之Tobin's Q(TQ)進行敏感性分析。

#### (一) 會計基礎指標(Accounting-Based Index)

##### 1. 資產報酬率(ROA)

$$ROA = \text{稅後淨利} / \text{年底資產帳面價值}$$

本研究以「稅後淨利」除以「年底資產帳面價值」來計算公司之獲利性。

<sup>3</sup> 使用 STATA 軟體執行迴歸分析後，依整體模型採平均值加減二倍標準差做為刪除之標準。

## 2. 股東權益報酬率(ROE)

$$ROE = \text{稅後淨利} / \text{年底股東權益帳面價值}$$

本研究另以「稅後淨利」除以「年底股東權益帳面價值」來計算公司之獲利性。

### (二) 市場基礎指標(Market-Based Index)

Morck et al. (1988)認為：Tobin's Q值高的公司除了擁有固定資產外，還擁有具有價值的無形資產，如獨佔力、商譽、專利或經營能力良好的經理人等，同時也能部分反映公司未來的成長機會。Tobin's Q代表公司預期未來績效表現之指標。由於會計基礎指標常會被扭曲，故本研究亦利用市場基礎指標來衡量公司經營績效。

本研究採用Chung and Priutt(1994)所提出的近似Tobin's Q值，其計算公式如下：

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q &= \frac{MV(CS) + MV(PS) + BV(LT) + BV(CL) - BV(CA)}{BV(TA)} \\ &= \frac{\text{年底權益市價} + \text{年底負債帳面價值} - \text{年底流動資產帳面價值}}{\text{年底總資產帳面價值}} \end{aligned}$$

其中：

MV(CS)：年底普通股市場價值(流通在外普通股股數×普通股年底市價)

MV(PS)：年底特別股市場價值(流通在外特別股股數×特別股年底市價)

BV(LT)：年底長期負債帳面價值

BV(CL)：年底流動負債帳面價值

BV(CA)：年底流動資產帳面價值

BV(TA)：年底總資產帳面價值



## 二、實驗變數

### (一) CEO持股比(CEO)

$$\text{CEO} = \text{年底CEO持股數} / \text{年底公司流通在外股數}$$

依Jensen and Meckling (1976)之研究，CEO持股比例的提高，可降低代理關係雙方目標不一致的程度，進而減少代理問題。Chung and Priutt (1996)的研究也指出，CEO持股率與公司績效呈顯著之正相關；表示當CEO持股率越高，其自身利益與股東利益將趨於一致，不當的投資或特權消費的損失，也大部分要由自己承擔，故促使CEO更致力於提高公司經營績效。因此，本研究認為：當CEO持股比例愈高時，應會致力於使公司利益極大化，績效會愈好。

### (二) 機構投資人持股比(IOWN)

$$\text{IOWN} = \text{年底機構投資人持股數} / \text{年底公司流通在外股數}$$

Karathanassis and Drakos (2004)研究指出，機構投資人持股比例與企業績效呈顯著之正相關，代表機構投資人可扮演監督者的角色，促使管理階層致力於企業價值的提升。因此，本研究認為：當機構投資人持股比例愈高時，投資獲利與公司經營績效相結合，機構投資人應會致力於使公司利益極大化，因此績效會愈好。

### (三) 內部董事席次比(IDR)

$$\text{IDR} = \text{年底內部董事人數} / \text{年底公司董事會人數}$$

Hermalin and Weisbach (2003)整理過去研究發現，董事會的組成對董事會決策素質有所影響。因此，本研究認為公司在面對市場競爭時，擁有較多內部董事之董事會決策素質是一個會影響公司經營績效之因素。本研究採用Core et al. (1999)之研究中對內部董事的定義，即將公司高階經理人和已退休經理人擔任公司董事會成員者稱為內部董事(inside directors)。

### (四) CEO雙重性(DUAL)

DUAL為一虛擬變數，當董事長兼任CEO時為1，否則為0。

Patton and Baker (1987)研究認為，董事長兼任CEO時，可能會為自身利益

而使董事會的治理功能受到不良影響，導致公司績效不佳。但Peng et al. (2007) 實證發現，董事長兼任CEO時，公司股東權益報酬率與銷售成長率會增加。本研究認為，當董事長兼任CEO時，若公司所處的市場競爭較為激烈時，可提昇CEO決策之素質，公司績效較佳。

### 三、控制變數

#### (一) 產業競爭度(HHI)

本研究以產業之賀芬德指數 (Herfindahl-Hirschman Index, 簡稱HHI) 來衡量公司所面臨的產業競爭程度。此產業競爭度為一調節變數，它會影響自變數與應變數間的關係；當自變數在不同的情境或條件下，對應變數存有不同的影響效果。因此，調節變數的加入可能使得自變數對應變數的影響較為顯著，亦可能較不顯著，即具有調節效果。以HHI衡量產業集中度是被廣泛採用的一項產業競爭指標 (楊朝旭與蔡柳卿 2003; 楊朝旭 2004)。每個產業的HHI值為該產業各公司市場佔有率的平方和。為排除HHI值各年度的變異，每家樣本公司所給予的HHI值等於其產業前五年的移動平均值。茲將HHI值之計算列示如下：

$$HHI_t = \frac{\sum_{i=1}^{n} \alpha_{it}^2}{5} \quad \alpha_{it} = \frac{q_{it}}{Q_t} \quad Q_t = \sum_{i=1}^n q_{it}$$

其中，i代表某產業中第i家公司，t為年度別， $q_{it}$ 為產業內第i家公司第t年的淨銷貨， $Q_t$ 為該產業內所有公司第t年的淨銷貨總額。

本文依據台灣經濟新報中的產業別來界定產業分類，計算各家產業之HHI值。HHI值越低，表示產業集中度越低，競爭程度越高，亦即產業競爭程度是HHI的減函數。

#### (二) 董監事持股率(BOWN)

Jensen and Meckling (1976)指出，董事持股比提高時，將使董事私利與外部投資人利益趨於一致，因而使董事有誘因致力於提高企業績效。本研究因考慮國外單軌制下無監察人之制度，而本國公司董事會目前仍以雙軌制為主，故本研究擬將監察人與董事之持股一併計算，並控制它對公司績效的影響。

### (三) 公司規模(SIZE)

Saunders, Strock, and Travlos (1990)研究認為，當企業規模越大，投資人較相信管理者會努力經營而不願意企業經營失敗，因而可獲得較高的資產報酬率。因此，本研究納入公司規模變數，以控制它對企業績效的影響。

### (四) 負債比率(LEV)

Elsayed (2007)研究結果指出，企業的負債比率對企業的績效有顯著之影響。因此，本研究加入此變數，以控制它對企業績效的影響。

### (五) 董事會規模(BOD)

Hermalin and Weisbach (2003)整理過去研究發現，董事會規模與公司績效呈反向關係，且會影響董事會的決策品質。因此，本研究納入此變數，以控制它對企業績效的影響。

茲將本研究之變數定義及衡量彙整如下：

表 3-2 各變數之定義及衡量

項目	變數名稱	定義及衡量
應變數	ROA	資產報酬率：稅後淨利/年底總資產×100%
	ROE	股東權益報酬率：稅後淨利/年底股東權益帳面價值×100%
	TQ	Tobin's Q：(年底權益市價+年底負債帳面價值-年底流動資產帳面價值)/年底總資產帳面價值
實驗變數	CEO	CEO 持股比：年底 CEO 持股數/年底流通在外股數×100%
	IOWN	機構投資人持股比：年底機構投資人持股數/年底流通在外股數×100%
	IDR	內部董事席次比：年底內部董事人數/年底公司董事會人數×100%
	DUAL	CEO 雙重性：CEO 和董事長同一人為 1；否則為 0
控制變數	HHI	產業競爭度：該產業各公司市場佔有率的平方和取其產業前五年的移動平均值
	BOWN	董監事持股率：年底董監事持股數/年底流通在外股數×100%
	SIZE	企業規模：年底總資產(仟元)
	LEV	負債比率：年底總負債/年底總資產×100%
	BOD	董事會規模：年底董事會總席次(人數)

#### 第四節 實證模型

本研究以普通最小平方法(Ordinary Least Squares, OLS)估計迴歸模型。根據上述的推論，本研究發展出公司績效衡量之實證模型如下：

$$PER_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CEO_{it} + \alpha_2 IOWN_{it} + \alpha_3 IDR_{it} + \alpha_4 DUAL_{it} + \alpha_5 HHI_{it} + \alpha_6 CEO_{it} \times HHI_{it} + \alpha_7 IOWN_{it} \times HHI_{it} + \alpha_8 IDR_{it} \times HHI_{it} + \alpha_9 DUAL_{it} \times HHI_{it} + \alpha_{10} BOWN_{it} + \alpha_{11} SIZE_{it} + \alpha_{12} LEV_{it} + \alpha_{13} BOD_{it} + \varepsilon_{it}$$

本研究先使用ROA衡量公司績效( $PER_{it}$ )，最後進行敏感性測試時，再採用ROE與TQ指標。上列模型中，下標*i*代表公司別，*t*代表年度別； $CEO_{it}$ 為CEO持股比； $IOWN_{it}$ 為機構投資人持股比； $IDR_{it}$ 為內部董事席次比； $DUAL_{it}$ 為CEO雙重性； $HHI_{it}$ 為產業競爭度； $CEO_{it} \times HHI_{it}$ 為CEO持股比與 $HHI_{it}$ 產業競爭度之交乘項； $IOWN_{it} \times HHI_{it}$ 為 $IOWN_{it}$ 機構投資人持股比與 $HHI_{it}$ 產業競爭度之交乘項； $IDR_{it} \times HHI_{it}$ 為 $IDR_{it}$ 內部董事席次比與 $HHI_{it}$ 產業競爭度之交乘項； $DUAL_{it} \times HHI_{it}$ 為 $DUAL_{it}$ 與 $HHI_{it}$ 產業競爭度之交乘項； $BOWN_{it}$ 為董事會持股率； $SIZE_{it}$ 為企業規模； $LEV_{it}$ 為負債比率； $BOD_{it}$ 為董事會規模。若假說一成立時， $\alpha_6$ 呈負向顯著；若假說二成立時， $\alpha_7$ 呈負向顯著；若假說三成立時， $\alpha_8$ 呈負向顯著；若假說四成立時， $\alpha_9$ 呈負向顯著。各自變數之預期符號如《表3-3》所示：

表 3-3 自變數之預期符號表

自變數	係數	預期符號
Constant	$\alpha_0$	?
CEO	$\alpha_1$	+/-
IOWN	$\alpha_2$	+
IDR	$\alpha_3$	+/-
DUAL	$\alpha_4$	+/-
HHI	$\alpha_5$	+
CEO×HHI	$\alpha_6$	-
IOWN×HHI	$\alpha_7$	-
IDR×HHI	$\alpha_8$	-
DUAL×HHI	$\alpha_9$	-
BOWN	$\alpha_{10}$	+
SIZE	$\alpha_{11}$	+
LEV	$\alpha_{12}$	-
BOD	$\alpha_{13}$	-

## 第四章 實證結果與分析

依據第三章之研究設計，本章將對假說進行驗證，並闡明研究之結果。第一節為敘述性統計分析及樣本分析，說明各變數之基本敘述統計值及最終樣本分布狀況；第二節為相關性分析；第三節為本研究實證結果之說明；第四節為敏感性測試。

### 第一節 敘述統計分析及樣本分析

本研究相關實驗變數之敘述統計量彙總如《表4-1》。就整體來看，資產報酬率ROA的平均值為5.39%，其中最大值為40.66%及最小值為-30.12%，差異極大，顯示公司經營績效之好壞有顯著差異。而CEO持股比平均值為1.95%，遠大於中位數0.74%，且最高比例則高達33.79%，顯示樣本中有一些公司或產業CEO持股比例特高，部分公司所有權與經營權仍未分開；機構投資人持股比IOWN平均值為34.69%，與中位數31.34%差異不大；內部董事席次比IDR平均值為28.58%，最高比例則高達100%，顯示有上市櫃公司至今仍未設置獨立董監事；在CEO雙重性DUAL部分，近三成公司有董事長兼CEO的情形，顯示採用CEO雙重性之公司並非極少數。

在產業競爭度HHI方面，產業別的分類以台灣經濟新報的產業分類為標準，《表4-2》為各產業各年度的樣本分佈情形，可以看出電子業的樣本比重是最高的，為全部樣本的54%，遠超過次高家數的生技業，顯示台灣主要的經濟動脈係以電子業為主。

由《表4-1》可知，產業競爭度HHI平均值為0.0700，其中最大值0.8463及最小值0.0173，差異極大；顯示各產業的特性不同，競爭程度差異很大。《表4-3》為各年度各產業的HHI值。表中顯示，市場競爭程度最激烈的是電子業。電子業每年的市場競爭程度都遠高於其他產業，且競爭程度逐年增加。其次競爭的產業是生技產業與建材產業，競爭程度也有逐年增加的趨勢。較不競爭的產業為油電、造紙、汽車、玻璃與水泥業。主要是汽車業在台灣的家數不多，因此僅反映出國內的汽車廠的競爭程度。水泥業、玻璃與造紙業則為傳統產業，市場變化較穩定，競爭程度較低。而本研究另細分各產業詳細的HHI敘述性統計資料如《表4-4》，且由《表4-4》可知，其各產業的HHI值中，最小值為電子業（HHI係數為0.02152），亦即電子業的競爭較為激烈。

表 4-1 各變數之敘述性統計量表

變數名稱	平均數	標準差	中位數	最小值	最大值
ROA(%)	5.40	8.09	5.10	-30.12	40.66
CEO(%)	1.95	2.89	0.74	0	33.79
IOWN(%)	34.69	21.89	31.34	0	98.66
IDR(%)	28.58	18.34	25.00	0	100
DUAL	0.30	0.45	0	0	1
HHI	0.0700	0.0911	0.0278	0.0173	0.8463
BOWN(%)	25.21	14.14	22.20	0.13	98.07
SIZE(仟元)	13,700,000	43,500,000	3,228,352	127,107	867,000,000
LEV(%)	43.23	17.26	43.83	1.27	116.50
BOD	6.80	2.41	7	2	27

註：ROA(資產報酬率)=稅後淨利/年底總資產×100%；CEO(CEO持股比)=年底CEO持股數/年底流通在外股數×100%；IOWN(機構投資人持股比)=年底機構投資人持股數/年底流通在外股數×100%；IDR(內部董事席次比)=年底內部董事人數/年底公司董事會人數×100%；DUAL(CEO雙重性)=CEO和董事長同一人為1；否則為0；HHI(產業競爭度)=該產業各公司市場佔有率的平方和取其產業前五年的移動平均值；BOWN(董事會持股率)=年底董監事持股數/年底流通在外股數×100%；SIZE(企業規模)=年底總資產(仟元)；LEV(負債比率)=年底總負債/年底總資產×100%；BOD(董事會規模)=年底董事會總席次(人數)。

表 4-2 2000~2009 年產業分布狀況表

年度 產業(代碼)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	合計
水泥 (11)	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	70
食品 (12)	21	20	22	22	21	22	21	22	22	21	214
塑膠 (13)	23	20	26	26	25	27	25	26	27	27	252
紡織 (14)	47	48	54	51	52	49	53	53	53	54	514
電機 (15)	29	32	50	55	58	59	60	61	61	61	526
電器 (16)	12	10	13	13	13	13	13	13	10	13	123
生技 (17)	33	38	59	67	72	75	76	78	80	81	659
玻璃 (18)	4	5	4	6	4	5	4	4	2	3	41
造紙 (19)	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	70
鋼鐵 (20)	30	25	35	37	33	38	37	39	38	40	352
橡膠 (21)	10	9	10	11	11	11	11	11	11	10	105
汽車 (22)	4	4	4	4	4	4	4	5	3	4	40
電子 (23)	240	302	465	560	582	612	638	668	675	688	5,430
建材 (25)	36	36	52	51	50	51	53	56	56	56	497
航運 (26)	15	15	21	21	20	20	22	22	20	23	199
觀光 (27)	8	8	11	11	11	11	11	11	10	11	103
貿易 (29)	10	11	15	14	15	15	16	17	16	16	145
油電 (97)	8	8	12	12	11	10	10	10	10	12	103
其他 (99)	37	36	55	59	58	60	61	64	63	64	557
合計	581	641	922	1034	1054	1096	1129	1174	1171	1198	10,000



表 4-3 2000~2009 年各產業 HHI 值

年度 產業(代碼)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	合計
水泥 (11)	0.2527	0.2637	0.2778	0.2944	0.3156	0.3291	0.3379	0.3433	0.3518	0.3577	0.3124
食品 (12)	0.2027	0.1897	0.1793	0.1733	0.1624	0.1605	0.2020	0.2429	0.2804	0.3121	0.2105
塑膠 (13)	0.2173	0.2183	0.2198	0.2170	0.2106	0.2066	0.2019	0.1978	0.1984	0.1982	0.2082
紡織 (14)	0.0638	0.0694	0.0793	0.0905	0.1002	0.1128	0.1220	0.1281	0.1355	0.1489	0.1059
電機 (15)	0.0781	0.0740	0.0719	0.0677	0.0637	0.0589	0.0560	0.0515	0.0500	0.0505	0.0604
電器 (16)	0.1920	0.2025	0.2191	0.2253	0.2374	0.2513	0.2538	0.2589	0.2793	0.2885	0.2412
生技 (17)	0.0407	0.0397	0.0390	0.0387	0.0388	0.0401	0.0423	0.0456	0.0491	0.0516	0.0432
玻璃 (18)	0.3376	0.3558	0.3702	0.3929	0.4169	0.4453	0.4557	0.4637	0.4627	0.4663	0.4113
造紙 (19)	0.2319	0.2346	0.2355	0.2394	0.2457	0.2499	0.2594	0.2701	0.2776	0.2849	0.2529
鋼鐵 (20)	0.1529	0.1488	0.1435	0.1385	0.1377	0.1379	0.1525	0.1587	0.1633	0.1716	0.1510
橡膠 (21)	0.1455	0.1492	0.1540	0.1594	0.1657	0.1713	0.1772	0.1829	0.1911	0.1985	0.1700
汽車 (22)	0.2614	0.2612	0.2621	0.2559	0.2500	0.2409	0.2329	0.2239	0.2252	0.2260	0.2439
電子 (23)	0.0298	0.0249	0.0209	0.0185	0.0174	0.0173	0.0186	0.0210	0.0244	0.0278	0.0215
建材 (25)	0.0475	0.0454	0.0425	0.0420	0.0412	0.0413	0.0413	0.0418	0.0405	0.0403	0.0421
航運 (26)	0.1443	0.1454	0.1466	0.1458	0.1493	0.1512	0.1514	0.1525	0.1537	0.1503	0.1493
觀光 (27)	0.1884	0.1841	0.1788	0.1721	0.1673	0.1635	0.1578	0.1531	0.1516	0.1506	0.1657
貿易 (29)	0.1584	0.1583	0.1620	0.1703	0.1789	0.1877	0.1965	0.2035	0.2076	0.2109	0.1858
油電 (97)	0.1588	0.2388	0.3558	0.4750	0.6042	0.7151	0.7734	0.7966	0.8240	0.8463	0.5926
其他 (99)	0.0482	0.0462	0.0462	0.0465	0.0663	0.0849	0.1016	0.1200	0.1355	0.1321	0.0871
合計	0.0812	0.0731	0.0668	0.0634	0.0632	0.0651	0.0676	0.0709	0.0736	0.0794	0.0700

表 4-4 各產業之 HHI 敘述性統計量表

產業(代碼)	樣本數	平均數	標準差	最小值	最大值
水泥 (11)	70	0.31241	0.03624	0.25273	0.35770
食品 (12)	214	0.21054	0.04913	0.16047	0.31207
塑膠 (13)	252	0.20818	0.00865	0.19784	0.21981
紡織 (14)	514	0.10591	0.02749	0.06377	0.14889
電機 (15)	526	0.06037	0.00916	0.04999	0.07806
電器 (16)	123	0.24121	0.02933	0.19198	0.28849
生技 (17)	659	0.04315	0.00465	0.03872	0.05163
玻璃 (18)	41	0.41132	0.04611	0.33763	0.46628
造紙 (19)	70	0.25291	0.01828	0.23187	0.28489
鋼鐵 (20)	352	0.15095	0.01137	0.13769	0.17158
橡膠 (21)	105	0.16997	0.01679	0.14549	0.19846
汽車 (22)	40	0.24393	0.01546	0.22391	0.26211
電子 (23)	5,430	0.02152	0.00395	0.01728	0.02979
建材 (25)	497	0.04208	0.00196	0.04029	0.04754
航運 (26)	199	0.14931	0.00304	0.14431	0.15374
觀光 (27)	103	0.16573	0.01260	0.15056	0.18835
貿易 (29)	145	0.18581	0.01924	0.15835	0.21090
油電 (97)	103	0.59264	0.23324	0.15878	0.84632
其他 (99)	557	0.08713	0.03523	0.04616	0.13545
合計	10,000				

## 第二節 相關性分析

為使統計結果不受各變數間存在高度相關性所影響，本研究採用Pearson及Spearman相關係數分析，檢定各變數間的相關程度。《表4-5》列示應變數與自變數之Pearson及Spearman相關係數。由《表4-5》可得知，各實驗變數之間，多數相關係數之絕對值未超過0.3，其中以IOWN與BOWN之相關係數最大，但也僅有0.38(Pearson相關係數)及0.27(Spearman相關係數)。因此，實驗變數之共線性問題應不大。本研究亦進一步利用變異膨脹因素法(Variance Inflation Factor, VIF)來檢測實驗變數間是否存在共線性問題。詳細資料如《表4-6》所示。由《表4-6》可以發現，所有實驗變數之VIF值均小於10，依經驗法則得知，實驗變數間應該不存在共線性之現象，不會影響變數之解釋能力。

## 第三節 迴歸分析

本研究模型採用普通最小平方法(OLS)，與資料完整樣本數(N=10,000)，檢驗公司股權結構與董事會組成對於公司經營績效之關聯性，是否受到所處產業競爭程度的影響。《表4-6》為CEO持股比、機構投資人持股比、內部董事席次比、董事長兼任CEO此四變數與產業競爭度對公司經營績效ROA之迴歸結果。

### 一、股權結構、產業競爭度與公司經營績效之迴歸分析

假說一預期所屬產業較為競爭的公司，其CEO持有較多股權，將有利於公司的經營績效，故預期其符號為負。實證結果顯示，CEO持股比與產業競爭度交乘項(CEO×HHI係數-0.89542，p值<0.1)估計係數顯著為負，與預期符號相同。此與Singh and Davidson(2003)的研究，發現管理者有較高的股權時，其和公司資產的利用效率具有正向關係一致。表示隨著產業競爭程度的增加，CEO持股比愈高，愈有助於提高公司的經營績效，因此假說一獲得支持。

假說二預期所屬產業較為競爭的公司，如機構投資人持股較多將有助於公司的經營績效，預期其符號為負。實證結果顯示，在股權結構中，機構投資人持股比與產業競爭度交乘項(IOWN×HHI係數-0.12057，p值<0.01)係數顯著為負，與預期符號相同。顯示隨著產業競爭程度的增加，機構投資人持股比愈高，愈有助於提高公司的經營績效，符合Pound(1988)提出的效率監督說(Efficient Monitoring Hypothesis)與McConnell and Servaes(1990)研究的結果。假說二獲得支持。

表 4-5 Pearson 與 Spearman 相關係數矩陣

變數	ROA	CEO	IOWN	IDR	DUAL	HHI	BOWN	SIZE	LEV	BOD
ROA	1	0.1872 ***	0.1755 ***	0.0857 ***	-0.0341 ***	-0.0953 ***	0.1262 ***	0.0167 *	-0.3242 ***	-0.0143
CEO	0.1872 ***	1	-0.185 **	0.2049 ***	-0.0322 ***	-0.2089 ***	0.0108	-0.1105 ***	-0.0829 **	-0.0624 ***
IOWN	0.1755 ***	-0.185 ***	1	-0.1745 ***	-0.1371 ***	0.1161 ***	0.3762 ***	0.2648 ***	0.0247 **	0.199 ***
IDR	0.0794 ***	0.2074 ***	-0.1785 ***	1	0.3389 ***	-0.1169 ***	-0.0673 ***	-0.0673 ***	-0.0819 ***	-0.2091 ***
DUAL	-0.0225 *	-0.0453 *	-0.1356 ***	0.3328 ***	1	-0.1117 ***	-0.0481 ***	-0.0587 ***	-0.0259 ***	-0.165 ***
HHI	-0.1797 ***	-0.3774 ***	0.0696 **	-0.1349 ***	-0.0954 ***	1	0.0738 ***	0.0844 ***	0.0599 ***	0.2313 ***
BOWN	0.1379 ***	-0.0109	0.2698 ***	-0.0259 *	-0.0352 ***	0.046 **	1	-0.0559 ***	-0.0405 ***	0.0511 **
SIZE	-0.0424 ***	-0.2281 ***	0.3325 ***	-0.0345 ***	-0.118 ***	0.1935 ***	-0.2403 ***	1	0.1049 ***	0.2597 ***
LEV	-0.3023 ***	-0.077 *	0.0221 *	-0.0221 ***	-0.0282 ***	0.0764 ***	-0.0573 ***	0.2808 ***	1	-0.0252
BOD	0.0066	0.0048	0.185 ***	-0.2137 ***	-0.1697 ***	0.1 ***	0.026	0.2498 ***	-0.0344 ***	1

註1：ROA(資產報酬率)=稅後淨利/年底總資產×100%；CEO(CEO持股比)=年底CEO持股數/年底流通在外股數×100%；IOWN(機構投資人持股比)=年底機構投資人持股數/年底流通在外股數×100%；IDR(內部董事席次比)=年底內部董事人數/年底公司董事會人數×100%；DUAL(CEO雙重性)=CEO和董事長同一人為1；否則為0；HHI(產業競爭度)=該產業各公司市場佔有率的平方和取其產業前五年的移動平均值；BOWN(董事會持股率)=年底董監事持股數/年底流通在外股數×100%；SIZE(企業規模)=年底總資產(百萬元)；LEV(負債比率)=年底總負債/年底總資產×100%；BOD(董事會規模)=年底董事會總席次(人數)。

註2：對角線以上(以下)為Pearson(Spearman)相關係數。

註3：\*\*\*代表1%顯著水準；\*\*代表5%顯著水準；\*代表10%顯著水準。

## 二、董事會組成、產業競爭度與公司經營績效之迴歸分析

假說三預期所屬產業較為競爭的公司，董事會若有較多熟悉公司實際運作的內部董事時，將有利於公司的經營績效，故預期其符號亦為負。實證結果顯示，內部董事席次比與產業競爭度交乘項( $IDR \times HHI$ 係數-17.469， $p$ 值 $< 0.01$ )係數顯著為負，與預期符號相同。顯示隨著產業競爭程度的增加，會增加內部董事席次比較高的公司與經營績效的關係。此一結果與Richard(2005)的實證結果一致，支持假說三之「產業的競爭程度較高之公司，董事會中內部董事席次比愈高，愈有助於提高公司之經營績效」的預期。

假說四預期所屬產業較為競爭的公司，採用董事長與CEO為同一人的領導結構，將有利於公司的經營績效，預期其符號為負。實證結果顯示，CEO雙重性與產業競爭度交乘項( $DUAL \times HHI$ 係數-4.47275， $p$ 值 $< 0.1$ )係數顯著為負，與預期符號相同。顯示產業的競爭程度較高之公司，董事長兼任CEO有助於提高公司之經營績效。此一結果與Elsayed (2007) 的研究結果認為，企業採用CEO雙重性的績效會因產業別而有所不同的論證相符。因此假說四亦獲得支持。

表 4-6 股權結構、董事會組成與產業競爭度對公司經營績效 ROA 之迴歸結果

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CEO_{it} + \alpha_2 IOWN_{it} + \alpha_3 IDR_{it} + \alpha_4 DUAL_{it} + \alpha_5 HHI_{it} + \alpha_6 CEO_{it} \times HHI_{it} + \alpha_7 IOWN_{it} \times HHI_{it} + \alpha_8 IDR_{it} \times HHI_{it} + \alpha_9 DUAL_{it} \times HHI_{it} + \alpha_{10} BOWN_{it} + \alpha_{11} SIZE_{it} + \alpha_{12} LEV_{it} + \alpha_{13} BOD_{it} + \varepsilon_{it}$$

自變數	預期符號	係數	t 值	VIF 值
CEO	?	0.509821 ***	14.89	1.85
IOWN	+	0.087943 ***	18.75	2
IDR	?	4.732949 ***	8.39	2.03
DUAL	?	-0.55471 **	-2.43	2.08
HHI	+	5.538818 **	2.38	8.52
CEO×HHI	—	-0.89542 *	-1.65	1.8
IOWN×HHI	—	-0.12057 ***	-3.35	6.11
IDR×HHI	—	-17.469 ***	-3.46	3.59
DUAL×HHI	—	-4.47275 *	-1.82	2.03
BOWN	+	0.024631 ***	4.34	1.22
SIZE	+	4.97E-09 ***	2.71	1.21
LEV	—	-0.14629 ***	-34.28	1.03
BOD	—	-0.14584 ***	-4.4	1.21
Constant	?	7.188924 ***	17.79	
Sample		10,000		
Adj R-squared		0.1925		
F-value		184.39		

註1：ROA(資產報酬率)=稅後淨利/年底總資產×100%；CEO(CEO持股比)=年底CEO持股數/年底流通在外股數×100%；IOWN(機構投資人持股比)=年底機構投資人持股數/年底流通在外股數×100%；IDR(內部董事席次比)=年底內部董事人數/年底公司董事會人數×100%；DUAL(CEO雙重性)=CEO和董事長同一人為1；否則為0；HHI(產業競爭度)=該產業各公司市場佔有率的平方和取其產業前五年的移動平均值；BOWN(董事會持股率)=年底董監事持股數/年底流通在外股數×100%；SIZE(企業規模)=年底總資產(仟元)；LEV(負債比率)=年底總負債/年底總資產×100%；BOD(董事會規模)=年底董事會總席次(人數)。

註2：有預期符號採單尾檢定；無預期符號採雙尾檢定。

註3：\*\*\*代表1%顯著水準；\*\*代表5%顯著水準；\*代表10%顯著水準。

## 第四節 敏感性測試

為檢驗模型之穩定性，本研究另外使用會計基礎指標—ROE與市場基礎指標—Tobin's Q值來衡量公司經營績效。研究結果分別顯示於《表4-7》與《表4-8》。本節之敏感性測試使用之模型與前採用會計基礎指標—ROA之模型同，但篩選後之完整樣本數則分別為9,823個(ROE)與7,996個(Tobin's Q)，如前《表3-1》所示。

### 一、公司經營績效為股東權益報酬率(ROE)

#### (一) 股權結構、產業競爭度與公司經營績效ROE之迴歸分析

假說一預期所屬產業較為競爭的公司，其CEO持有較多股權，將有利於公司的經營績效，故預期其符號為負。《表4-7》使用會計基礎指標ROE衡量公司經營績效。實證結果顯示，CEO持股比與產業競爭度交乘項( $CEO \times HHI$ 係數-0.03124， $p$ 值 $< 0.1$ )估計係數顯著為負，與預期符號相同。表示隨著產業競爭程度的增加，CEO持股比愈高，愈有助於提高公司的經營績效，因此假說一獲得支持。

假說二預期所屬產業較為競爭的公司，機構投資人持股較多將有助於公司的經營績效，預期其符號為負。《表4-7》使用會計基礎指標ROE衡量公司經營績效。實證結果顯示，在股權結構中，機構投資人持股比與產業競爭度交乘項( $IOWN \times HHI$ 係數-0.00205， $p$ 值 $< 0.05$ )係數顯著為負，與預期符號相同。顯示隨著產業競爭程度的增加，機構投資人持股比愈高，愈有助於提高公司的經營績效，假說二獲得支持。

#### (二) 董事會組成、產業競爭度與公司經營績效ROE之迴歸分析

假說三預期所屬產業較為競爭的公司，董事會若有較多熟悉公司實際運作的內部董事時，將有利於公司的經營績效，預期其符號亦為負。實證結果顯示，內部董事席次比與產業競爭度交乘項( $IDR \times HHI$ 係數-0.25841， $p$ 值 $< 0.05$ )係數顯著為負，與預期符號相同。顯示產業的競爭程度較高之公司，公司董事會中內部董事席次比愈高，愈有助於提高公司之經營績效。因此假說三獲得支持。

假說四預期所屬產業較為競爭的公司，採用董事長與CEO為同一人的領導結構將有利於公司的經營績效，預期其符號為負。實證結果顯示，CEO雙重性與產業競爭度交乘項( $DUAL \times HHI$ 係數0.02167， $p$ 值 $> 0.1$ )不為顯著，假說四未獲得支持。

表 4-7 股權結構、董事會組成與產業競爭度對公司經營績效 ROE 之迴歸結果

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CEO_{it} + \alpha_2 IOWN_{it} + \alpha_3 IDR_{it} + \alpha_4 DUAL_{it} + \alpha_5 HHI_{it} + \alpha_6 CEO_{it} \times HHI_{it} + \alpha_7 IOWN_{it} \times HHI_{it} + \alpha_8 IDR_{it} \times HHI_{it} + \alpha_9 DUAL_{it} \times HHI_{it} + \alpha_{10} BOWN_{it} + \alpha_{11} SIZE_{it} + \alpha_{12} LEV_{it} + \alpha_{13} BOD_{it} + \varepsilon_{it}$$

自變數	預期符號	係數	t 值	VIF 值
CEO	?	0.014325 ***	10.87	1.74
IOWN	+	0.001619 ***	13.39	1.92
IDR	?	0.098166 ***	6.59	1.98
DUAL	?	-0.02675 ***	-4.47	2.03
HHI	+	0.185165 ***	3.16	8.25
CEO×HHI	—	-0.03124 *	-1.82	1.8
IOWN×HHI	—	-0.00205 **	-2.34	5.8
IDR×HHI	—	-0.25841 **	-2	3.6
DUAL×HHI	—	0.021673	0.35	2
BOWN	+	0.000685 ***	4.62	1.22
SIZE	+	1.31E-10 ***	3.02	1.21
LEV	—	-0.00285 ***	-25	1.02
BOD	—	-0.00251 ***	-2.89	1.22
Constant	?	0.070762 ***	6.58	
Sample		9,823		
Adj R-squared		0.1095		
F-value		93.91		

註1：ROE(股東權益報酬率)=稅後淨利/年底股東權益帳面價值×100%；CEO(CEO持股比)=年底CEO持股數/年底流通在外股數×100%；IOWN(機構投資人持股比)=年底機構投資人持股數/年底流通在外股數×100%；IDR(內部董事席次比)=年底內部董事人數/年底公司董事會人數×100%；DUAL(CEO雙重性)=CEO和董事長同一人為1；否則為0；HHI(產業競爭度)=該產業各公司市場佔有率的平方和取其產業前五年的移動平均值；BOWN(董事會持股率)=年底董監事持股數/年底流通在外股數×100%；SIZE(企業規模)=年底總資產(仟元)；LEV(負債比率)=年底總負債/年底總資產×100%；BOD(董事會規模)=年底董事會總席次(人數)。

註2：有預期符號採單尾檢定；無預期符號採雙尾檢定。

註3：\*\*\*代表1%顯著水準；\*\*代表5%顯著水準；\*代表10%顯著水準。



## 二、公司經營績效為Tobin's Q (TQ)

### (一) 股權結構、產業競爭度與公司經營績效Tobin's Q之迴歸分析

假說一預期所屬產業較為競爭的公司，其CEO持有較多股權，將有利於公司的經營績效，故預期其符號為負。實證結果顯示，CEO持股比與產業競爭度交乘項( $CEO \times HHI$ 係數-0.45954， $p$ 值 $< 0.01$ )估計係數顯著為負，與預期符號相同。表示隨著產業競爭程度的增加，CEO持股比愈高，愈有助於提高公司的經營績效，故支持假說一。

假說二預期所屬產業較為競爭的公司，如機構投資人持股較多將有助於公司的經營績效，預期其符號為負。唯實證結果顯示機構投資人持股比與產業競爭度交乘項( $IOWN \times HHI$ 係數0.003675， $p$ 值 $> 0.1$ )不為顯著，因此假說二未獲支持。

### (二) 董事會組成、產業競爭度與公司經營績效Tobin's Q之迴歸分析

假說三預期所屬產業較為競爭的公司，董事會若有較多熟悉公司實際運作的內部董事時，將有利於公司的經營績效，故預期其符號亦為負。經實證後結果顯示，內部董事席次比與產業競爭度交乘項( $IDR \times HHI$ 係數-1.32767， $p$ 值 $< 0.01$ )係數顯著為負，與預期符號相同。顯示產業的競爭程度較高之公司，公司董事會中內部董事席次比愈高，愈有助於提高公司之經營績效，因此假說三獲得支持。

假說四原預期所屬產業較為競爭的公司，採用董事長與CEO為同一人的領導結構，將有利於公司的經營績效，預期其符號為負。唯實證結果顯示CEO雙重性與產業競爭度交乘項( $DUAL \times HHI$ 係數-0.0908， $p$ 值 $> 0.1$ )不為顯著，故假說四未獲得支持。

表 4-8 股權結構、董事會組成與產業競爭度對公司績效 Tobin's Q 之迴歸結果

$$TQ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CEO_{it} + \alpha_2 IOWN_{it} + \alpha_3 IDR_{it} + \alpha_4 DUAL_{it} + \alpha_5 HHI_{it} + \alpha_6 CEO_{it} \times HHI_{it} + \alpha_7 IOWN_{it} \times HHI_{it} + \alpha_8 IDR_{it} \times HHI_{it} + \alpha_9 DUAL_{it} \times HHI_{it} + \alpha_{10} BOWN_{it} + \alpha_{11} SIZE_{it} + \alpha_{12} LEV_{it} + \alpha_{13} BOD_{it} + \varepsilon_{it}$$

自變數	預期符號	係數	t 值	VIF 值
CEO	?	0.014925 **	2.28	2.33
IOWN	+	0.003234 ***	6.01	1.92
IDR	?	-0.02594	-0.45	2.01
DUAL	?	0.006504	0.28	2.07
HHI	+	-0.25041	-1.04	7.8
CEO×HHI	—	-0.45954 ***	-3.05	2.13
IOWN×HHI	—	0.003675	0.85	5.83
IDR×HHI	—	-1.32767 ***	-2.64	3.45
DUAL×HHI	—	-0.0908	-0.38	2.06
BOWN	+	-0.00515 ***	-7.22	1.1
SIZE	+	9.06E-11	0.5	1.21
LEV	—	-0.00414 ***	-9.4	1.03
BOD	—	-0.01212 ***	-3.68	1.2
Constant	?	0.900572 ***	21.04	
Sample		7,996		
Adj R-squared		0.0323		
F-value		21.52		

註1：TQ(Tobin's Q)=(權益市價+負債帳面價值-流動資產帳面價值)/總資產帳面價值；CEO(CEO持股比)=年底CEO持股數/年底流通在外股數×100%；IOWN(機構投資人持股比)=年底機構投資人持股數/年底流通在外股數×100%；IDR(內部董事席次比)=年底內部董事人數/年底公司董事會人數×100%；DUAL(CEO雙重性)=CEO和董事長同一人為1；否則為0；HHI(產業競爭度)=該產業各公司市場佔有率的平方和取其產業前五年的移動平均值；BOWN(董事會持股率)=年底董監事持股數/年底流通在外股數×100%；SIZE(企業規模)=年底總資產(仟元)；LEV(負債比率)=年底總負債/年底總資產×100%；BOD(董事會規模)=年底董事會總席次(人數)。

註2：有預期符號採單尾檢定；無預期符號採雙尾檢定。

註3：\*\*\*代表1%顯著水準；\*\*代表5%顯著水準；\*代表10%顯著水準。

## 第五章 結論與建議

本章分三節，第一節歸納本文之研究結論：包括對股權結構、董事會組成與產業競爭程度對公司經營績效間關係之實證結果；第二節為管理意涵；第三節為研究限制與未來研究建議。

### 第一節 研究結論

本研究探討市場競爭與治理機制對公司經營績效的影響。使用楊朝旭(2004)的賀芬德指數(HHI)作為市場競爭的代理變數，來衡量公司所面臨的產業競爭程度，探討企業在不同市場競爭程度時，採用不同治理機制對經營績效的影響。茲將研究結果歸納如下：

- 一、利益掠奪假說認為，隨著管理者的持股越大、職位更具保障，其支出偏好或怠惰的行為會因此而更加嚴重，可能因此降低公司整體之價值。相反的，依利益收斂假說，當管理者的持股比例很高時，若管理者的不良決策和背離公司價值極大化的行為造成公司財富損失時，其大部分亦將由管理者承擔，故管理者持股比例高時，管理者與公司的利益趨於一致，將能提升公司經營績效。但上述不論是理論或假說，皆未將產業的競爭環境考慮在內。本研究在考慮產業競爭程度之影響後，結果顯示，CEO持股比、產業競爭度與公司績效呈顯著負相關。顯示隨著產業競爭程度的增加，CEO持股比愈高，愈有助於提高公司的經營績效。換句話說，CEO持股比例越高，因與公司的利益越密切，CEO願意努力的誘因會升高，此結果符合CEO之正向誘因效果。另外，CEO的行為因產業競爭壓力的關係，會促使CEO有效地運用資源以維持公司的競爭力，因而公司績效將會提升。
- 二、本研究的結果顯示，機構投資人持股比、產業競爭度與公司績效呈現顯著負相關。顯示隨著產業競爭程度的增加，機構投資人持股比愈高，愈有助於提高公司的經營績效。其原因係當公司在面臨競爭程度較激烈的環境時，公司與機構投資人承擔的風險也較高，機構投資人相較於股權分散的小股東，因具備較豐富之專業知識，也擁有較高的意願監督管理者，故有更強的誘因去監督公司，將促使公司之經營績效成長，符合Pound(1988)提出的效率監督假說。
- 三、過去研究在討論董事會特性與公司績效間的關聯性時，鮮少將市場競爭度納入考慮。雖然，外部董事在監督管理高層上扮演極重要的角色，但內部董事亦能提供日常營運管理所需的建議與知識給執行長，對公司價值有所貢獻。本研究實證結果顯示，內部董事席次比、產業競爭度與公司績效呈

顯著負相關，顯示產業的競爭程度較高之公司，公司董事會中內部董事席次比愈高，愈有助於提高公司之經營績效。換言之，公司在高度競爭的環境中，因內部董事較瞭解公司內部營運狀況，能即時提供相關的公司內部資訊。即內部董事握有較優勢的資訊，讓公司經營較有效率、績效較佳。

- 四、過去雖有許多關於CEO雙重性與公司績效關聯性之研究，但皆未將產業的競爭環境考慮在內。本研究在考慮產業競爭度對於CEO雙重性與公司績效之影響後，認為在競爭激烈的環境中，企業面對較多競爭對手的挑戰與壓力，需要較有效率的經營，CEO雙重性將有助於公司之經營績效。實證結果顯示，隨著產業競爭程度的增加，CEO雙重性與公司績效呈顯著負相關。意即產業的競爭程度較高之公司，董事長兼CEO有助於提高公司之經營績效，與本研究的預期相符。此與Brian(1995)及Elsayed (2007)的研究結果一致，即企業採用CEO雙重性的績效會因環境或產業別而有所不同。

綜上所述，部分治理變數對公司價值之影響亦可能因為產業競爭的不同而改變。當產業競爭激烈時，市場的監督力量較強，配合公司治理機制將有利於公司價值之提升。此顯示產業競爭可能是一個有效降低代理問題之外部治理機制。因此，公司在決定採用何種公司治理機制時，應將公司本身所屬的產業競爭環境納入考慮，如此一來將有利於提升公司之經營績效。

## 第二節 管理意涵

本研究之實證結果，對於政府機構、學術界與實務界，皆具有管理意涵，說明如下：

### 一、對政府機構之意涵

本研究認為，產業競爭程度的提高是政府一個可努力的目標。當產業競爭程度提高時，除了能夠提升效率，利用市場的力量來淘汰效率不佳的公司外，還能趨近傳統經濟學之社會福利極大化之境界，將社會之無謂損失(deadweight loss)降至最低。同時亦能解決股權集中時，經理人可能侵害公司價值時的代理問題，能兼顧經濟效率之達成與代理問題之降低。換句話說，政府應該避免干預產業經營環境，或利用政策降低產業競爭程度，如此方能提升經濟效率，並降低代理問題之影響，進一步促進整體社會之福利。

### 二、對學術界之意涵

過去文獻鮮少探討企業面臨不同產業競爭程度時，採用的公司治理機制對

企業經營績效的影響。因此，本文對學術界的貢獻在於：探討企業面臨不同的產業競爭程度時，其治理機制與經營績效間的關聯性。經本文研究後，瞭解產業競爭在公司治理機制與經營績效的關聯性中所扮演的角色。亦提供公司治理範疇中，另外一個應考量的外在環境因素。

### 三、對實務界之意涵

本文對實務界的貢獻在指出：當產業競爭程度激烈時，市場監督力量較強，較高的CEO持股比、機構投資人持股比與內部董事席次比將有助於公司經營績效之提升。同樣地，在較競爭的環境下，董事長兼CEO亦有助於提升公司之經營績效。換言之，本研究的貢獻在於，當企業面對不同的產業競爭程度時，本文之研究結果可提供企業選擇治理機制的參考。

### 第三節 研究限制與未來研究建議

本文之研究限制及對未來研究方向之建議如下：

- 一、國內許多公司不只在國內競爭，同時他們也與國外的公司在國際市場共同競爭。然由於資料取得之限制，本研究僅考慮國內市場的競爭程度。因此，未來研究者可以進一步考量國內外競爭之情況，俾針對產業競爭度與治理機制之關係，進行更深入的探討。
- 二、與外國企業比較，台灣家族企業眾多是一特點，它可能會影響產業競爭度、治理機制與企業經營績效間之關係。然本研究並未將家族集團持股與非家族集團持股納入考量。建議後續研究可針對家族集團持股與非家族集團持股議題進一步分析。
- 三、本研究僅針對公司治理機制中股權結構與董事會組成兩方面討論，但在公司治理的範疇內，仍有多項治理變數可供研究。建議後續研究可針對其他公司治理指標進行深入分析。
- 四、在產業競爭度衡量指標方面，可以進一步探討是否有更合適的指標與衡量方式，以替代HHI指數，俾更精確地衡量產業競爭程度。

## 參考文獻

- 李馨蘋與莊宗憲，2007，公司治理機制與公司績效之實證研究—追蹤型資料二階段最小平方法之應用，東吳經濟商學學報，第 57 期：1-27。
- 杜玉振、黃荃與林容竹，2002，董事會特性對經營績效、財務決策之影響研究—以台灣上市公司為例，管理與系統，第九卷第三期：345-368。
- 美商惠悅企管顧問公司，2007，員工對公司的承諾與敬業態度是企業創造卓越績效的關鍵，WorkUSA® Survey Report。
- 陳宗宏，2001，組織特徵與薪資策略對員工離職率之影響—以新竹科學園區半導體產業為研究對象，國立中央大學人力資源管理研究所碩士論文。
- 楊朝旭，2004，產品市場競爭可否降低公司內部治理機制不佳所導致的代理成本，管理學報，第 21 卷第 2 期：153-173。
- 楊朝旭與蔡柳卿，2003，總經理更換與相對績效評估，人力資源管理學報，第 3 卷第 1 期：63-80。
- 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，東吳商學學報，第 54 期：117-160。
- 經濟部，2008，97 年中小企業之經營動向，經濟部中小企業處。
- 葉銀華、李存修與柯承恩，2002，公司治理與評等系統，台北：商智文化事業股份有限公司。
- 雷水圳，2002，產業集中度指標之衡量：台灣地區製造業民國 65-85 年之實證研究，輔仁大學管理學研究所碩士論文。
- 簡燕芬，2010，產業競爭力、訴訟風險與獨立董(監)事對審計公費影響之研究，朝陽科技大學會計研究所碩士論文。
- Aghion, P., M. Dewatripont, and P. Rey. 1997. Corporate governance, competition policy and industrial location. *European Economic Review* 41:797-805.
- Aghion, P., M. Dewatripont, and P. Rey. 1999. Competition, financial discipline and growth. *The Review of Economic Studies* 66 (4): 825-852.
- Agrawal, A., and C. Knoeber. 1996. Firm performance and mechanism to control agency problem between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31: 377-397.
- Aguerrevere, F. L. 2009. Real options, product market competition, and asset returns. *The Journal of Finance* 64 (2): 957-983.
- Allen, F., and D. Gale. 2000. Corporate governance and competition. *Corporate Governance—Theoretical and Empirical Perspectives*, edited by Xavier Vives.
- Ang, J., R. Cole, and J. Lin. 2000. Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance* 55: 81-106.
- Ashbaugh-Skaife, H., D. Collins, and R. LaFond. 2006. The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics* 42

(June): 203-243.

- Baliga, B. R., R. C. Moyer, and R. S. Rao. 1996. CEO duality and firm performance: what's the fuss? *Strategic Management Journal* 17: 41-53.
- Bartholomeusz, S. and G. A. Tanewski. 2006. The relationship between family firms and corporate governance. *Journal of Small Business Management* 44(2): 245-267.
- Baysinger, B., and R. E. Hoskisson. 1990. The composition of boards of directors and strategic control. *The Academy of Management Review* 15: 72-87.
- Berle, and Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Mac-Millan, New York, N.Y. .
- Bhagat, S., and B. Black. 1999. The uncertain relationship between board composition and firm performance. *The Business Lawyer* 54 (3). 921-963.
- Birckly, J. A., J. L. Coles, and G. Jarrell. 1997. Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance* 3: 189-220.
- Boyd, B. K. 1994. Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal* 15: 335-344.
- Brain, K. 1995. CEO duality and firm performance: a contingency model. *Strategic Management Journal Vol.* 16: 301-31.
- Bruton, G. D., I. Filatotchev, S. Chahine, and M. Wright. 2010. Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments. *Strategic Management Journal* 31 (5): 491-509.
- Chan, S. H., J. Martin, and J. Kensinger. 1990. Corporate research and development expenditures and share value. *Journal of Financial Economics* (August): 255-276.
- Chiang, M. H., and J. H. Lin. 2007. The relationship between corporate governance and firm productivity: Evidence from Twaiwan's manufacturing firms. *Corporate Governance* 15: 768-779.
- Chung, K. H., and S. W. Pruitt. 1994. A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management* 23: 70-75.
- Chung, K. H., and S. W. Pruitt. 1996. Executive ownership, corporate value, and executive compensation: a unifying framework. *Journal of Banking & Finance* 20: 1135-1159.
- Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51: 371-406.
- Crystal, G. S. 1991. *In search of excess: The overcompensation of American executives*. NY: W. W. Norton.

- Daily, C. M., and D. R. Dalton. 1993. Board of director leadership and structure: control and performance implication. *Entrepreneurship Theory and Practice* 3: 65-81.
- Dalton, D., C. Daily, A. Ellstrand, and J. Johnson. 1998. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal* 19: 269-290.
- Davis, J. H., F. D. Schoorman, and L. Donaldson. 1997. Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review* 22 (1): 20-47.
- Dawna, L., L. Paula, and S. Chamu. 2001. A meta-analysis of board leadership structure and financial performance: are two heads better than one? *Corporate Governance* 9 (4): 311-319.
- Donaldson, L., and J. H. Davis. 1991. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder return. *Australia Journal of Management* 16 (June): 49-64.
- Elsayed, K. 2007. Does CEO duality really affect corporate performance? *Corporate Governance* 15 (6): 1203-1214.
- Fee, C. E., and C. J. Hadlock. 2000. Management turnover and product market competition: empirical evidence from the U.S. newspaper industry. *Journal of business* 73 (2): 205-243.
- Forsberg, R. H. 1999. Leadership structure and CEO compensation. *American Business Review* 17: 50-56.
- Garen, J. 1994. Executive Compensation and Principal-Agent Theory. *Journal of Political Economy* 102 (6): 1175-1199.
- Gompers, P. A., J. Ishii, and A. Metrick. 2010. Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States. *Review of Financial Studies* 23 (3):1051-1088.
- Goyal, V. K., and C. W. Park. 2002. Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance* 8 (June): 49-66.
- Grant, R. M. 2002. *Contemporary Strategy Analysis- Concepts, Techniques, Applications*. UK: Blackwell Publishing Ltd.
- Grosfereld, I., and T. Tressel. 2002. Competition and ownership structure: substitutes or complements? evidence from the warsaw stock exchange. *Economics of Transition* 10 (3): 525-551.
- Gugler, K., D. Mueller, and B. Yurtoglu. 2004. Corporate governance and globalization. *Oxford Review of Economic Policy* 20 (1): 129-156.
- Hartzell, J., and L. Starks. 2003. Institutional investors and executive compensation. *Journal of Finance* 58 (6): 2351-2374.
- Hermalin, B. E. 1992. The effects of competition on executive behavior. *Rand*



- Journal of Economics* 23 (3): 350-365.
- Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach. 1991. The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management* 20: 101-112.
- Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach. 2003. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 9: 7-26.
- Hoskisson, R. E., M. A. Hitt, and C. W. L. Hill. 1993. Managerial incentives and investment in R&D in large multi-product firms. *Organization Science* 4: 325-329.
- Jagannathan, R., and S. B. Srinivasan. 2000. Does product market competition reduce agency costs? Working Paper 7480, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Januszewski, S. I., J. Koke, and J. K. Winter. 2002. Product market competition, corporate governance and firm performance: an empirical analysis for germany. *Research in Economic* 56 (3): 299-332.
- Jensen, M. C., and R. Ruback. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11: 5-50.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firms: managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Karathanassis, G. A., and A. A. Drakos. 2004. A note on equity ownership and corporate value in Greece. *Managerial and Decision Economics* 25: 537-547.
- Karpoff, J., P. Malatesta, and R. Walkling. 1996. Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence. *Journal of Financial Economics* 42: 365-395.
- Lee, C. Y. 2009. Competition favors the prepared firm: Firms' R&D responses to competitive market pressure. *Research Policy* 38: 861-870.
- Leibenstein, H. 1966. Allocative efficiency vs X-efficiency. *American Economic Review* 56 (June): 392-415.
- Lin, Y. F. 2005. Corporate governance, leadership structure and CEO compensation: evidence from Taiwan. *Corporate Governance* 13: 824-835.
- Machlup, F. 1967. Theories of the firm: marginalist, behavioral, managerial. *American Economic Review* 57 (March): 1-33.
- Mayer, C. 1997. Corporate governance, competition, and performance. *Journal of Law and Society* 24 (1): 152-176.
- McConnell, J.J., and H. Servaes. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics* 27: 595-612.
- Méndez, C. F., and R. A. García. 2007. The effects of ownership structure and

- board composition on the audit committee meeting frequency: Spanish evidence. *Corporate Governance* 15 (5): 909-922.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20: 293-315.
- Nickell, S. 1996. Competition and corporate performance. *Journal of Political Economy* 104 (4): 724-746.
- Nickell, S., D. Nicoliesas, and N. Dryden. 1997. What makes firms perform well? *European Economic Review* 41: 783-796.
- Patton, A., and J. C. Baker. 1987. Why won't director rock the boat. *Howard Business Review* 10: 10-18.
- Peng, M. W., S. Zhang, and X. Li. 2007. CEO duality and firm performance during China's institutional transitions. *Management and Organization Review* 3 (2): 205-225.
- Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics* 20: 237-265.
- Randoy, T., and J. Jenssen. 2004. Board independence and product market competition in Swedish firms. *Corporate Governance* 12 (3): 281-289.
- Rechner, P. L., and D. R. Dalton. 1991. CEO duality and organizational performance: a longitudinal study. *Strategic Management Journal* 12: 155-160.
- Richard, B. 2005. Boards of directors, market discipline and firm performance. *Journal of Business Finance and Accounting* 32 (9) and (10): 1921-1920.
- Santerre, R. E., and S. P. Neun. 1993. Corporate control and performance in the 1930s. *Economic Inquiry* 3 (July): 466-480.
- Saunders, A., E. Strock, and N. G. Travlos. 1990. Ownership structure, deregulation, and bank risk taking. *The Journal of Finance* 45: 643-654.
- Schmidt, K. M. 1997. Managerial incentives and product market competition. *Review of Economic Studies* 64 (April): 191-213.
- Shepherd, W. G. 1990. *The Economics of Industrial Organization*. New York : Prentice-Hall Inc.
- Shleifer, A., and R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 52 (2): 737-783.
- Singh, M., and W. N. Davidson. 2003. Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking and Finance* 27: 793-816.
- Woolridge, J. R. 1988. Competitive decline and corporate restructuring: is a myopic stock market to blame? *Journal of Applied Corporate Finance* (March): 26-36.
- Yafeh, Y., and O. Yosha. 2003. Large shareholders and banks: who monitors and how? *The Economic Journal* 113: 128-146.