

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士在職專班論文

最大股東持股比率對公司績效之影響

The Impact Of The Largest Shareholder's Holding
Ratio On Corporate Performance

指導教授：蕭慧玲 博士

研究生：何進村

中華民國 101 年 7 月

東海大學碩士在職專班學位論文 學位考試委員審定書

本校 財務金融研究所 碩士在職專班 何進村 君

所提之論文(中文)： 最大股東持股比率對公司績效之影響

(英文)： The Impact of the Largest Shareholder's Holding
Ratio on Corporate Performance

經本委員會審查，符合碩士學位論文標準

學位考試委員會

召集人	<u>唐有堯</u>	教授		
考試委員	<u>傅啟升</u>	教授	<u>葉碧玲</u>	教授
	<u>唐有堯</u>	教授		教授
指導教授	<u>葉碧玲</u>	教授		教授
系所主任	<u>張</u>	<u>平</u>	<u>松</u>	教授

中華民國 101 年 7 月 6 日

摘要

近年來由於資本市場最引人注目的話題便是「富爸爸效應」、「借殼上市」及「策略聯盟」等重大股權異動相關議題，屢屢造成被入主或被投資之公司股價一飛沖天，甚至飛上枝頭變鳳凰等情事。因此股權結構與公司績效（包括經營績效與市場績效）之間的關係為本研究關心的主軸。

本研究以 2001 年至 2010 年台灣所有上市櫃不含金融股之公司資料為研究樣本，共選取出 10,302 個觀察值，並運用單變量檢定分析法與多元迴歸分析法，來探討股權結構中最大股東之持股狀況與最大股東身份對公司績效之影響。

實證結果顯示，最大股東持股比率對公司績效普遍呈顯著的正相關，符合 Agrawal and Mandelker (1990) 所提出之「積極監督假說」，亦支持本研究之假說 1。表示最大股東身為公司最大監督者，其持股比率愈高，愈有誘因監督經營者，因此公司績效愈佳。

在最大股東身份對公司績效上，當最大股東為機構投資人時，對公司經營績效呈極顯著之負相關，符合 Pound (1988) 之「利益衝突假說」，但對市場績效不顯著。這表示當最大股東為機構投資人時，常出現與經營者勾結而犧牲其他股東利益，進而造成公司績效不佳之情事。當最大股東為外資機構投資人時，對 ROA 與 RET 呈極顯著之負相關，而對 ROE 不顯著，結果並不支持本研究之假說 3。當最大股東為高階經理人時，對公司經營績效呈極顯著之正相關，支持 Jensen and Melckling (1976) 所提出之「利益收斂假說」，而對市場績效則不顯著。

從最大股東持股之公司特性差異分析來看，最大股東願意持股較高之公司大致上董事會規模較小較容易把持，而為了解決這樣的問題必須加強外部監督機制因而外部董監較高。除此之外，最大股東持股較高之公司其身分較多為機構投資人與高階經理人，而這類公司從數據顯示亦為規模較小之公司。最大股東傾向增加持股之公司由於所占董監比重較高且聘用較少之外部董監，因此較容易被其把持，且此類公司規模亦較小而易於掌控。機構投資人傾向投資規模較大之公司，且外資機構更甚於本國機構，而這類公司亦較傾向雇用專業經理人。最大股東為本國機構投資人之公司由於聘用較少外部董監，因此較容易由其所把持或掌控。

關鍵字：最大股東持股、最大股東身份、經營績效、市場績效、公司特性

Abstract

The most conspicuous subjects about serious takeovers in capital market are “rich dad effect”, “backdoor listing” and “strategic alliance”, and they often cause the stock prices of the invested companies to accelerate in a hurry, which makes companies go from rags to riches. Therefore, the relation between ownership structure and corporate performance (including operating effect and market effect) is the main subject in this study.

To investigate how corporate performance is affected by the largest shareholder's holdings in the ownership structure and the identity of the largest shareholder, a sample of 10,302 observations is screened with data from all listed companies excluding financials in Taiwan from 2001 to 2010, and then ANOVA and multiple regression analysis are applied in this study.

The empirical results show that the largest shareholder's holding ratio in general positively correlates with corporate performance, which is in line with the “active monitoring hypothesis” proposed by Agrawal and Mandelker (1990) and Hypothesis 1 in this study. It indicates that the higher ratio the largest shareholder keeps, the more incentive to supervise the management he will have, as he is the largest supervisor of the company. Thus the corporate performance will be better.

For the identity of the largest shareholder, institutional investors tend to negatively affect operating effect but the impact on market effect seems insignificant, which echoes the “conflict of interest hypothesis” proposed by Pound (1988). It indicates that the largest shareholder often colludes with the management and sacrifices other shareholders' benefits as he is an institutional investor. Thus the corporate performance worsens. As the largest shareholder is a foreign institutional investor, it's significantly negatively associated with ROA and RET (return on stock), but insignificantly associated with ROE. The result is not in line with Hypothesis 3 in this study. As the largest shareholder plays a role as a senior manager, it's significantly positively associated with operating effect, and supports the “convergence of interest hypothesis” proposed by Jensen and Melckling (1976), however insignificantly associated with market effect.

For the differences of the firms' characteristics on the largest shareholder's holdings, the more firm's shares the largest shareholder would like to hold in general, the board size will be smaller to be easily controlled. To solve this kind of problems, we should strengthen the mechanism of external supervision, and external supervisors are added therefor. Besides, in higher holding firms, most of the largest shareholders are institutional investors or senior managers, and this kind of firms are also smaller size ones according to the statistics. The firms the largest shareholders tend to increase shareholdings are easily controlled due to higher weight of board and fewer external directors and supervisors, and this kind of firms are usually smaller in size. Institutional investors tend to invest in the firms in larger sizes, and foreign ones do more obviously than local ones do, and this kind of firms tend to hire professional managers. Thus the firms are easier controlled as the largest shareholders are local institutional investors due to fewer external directors and supervisors.

Key words: The Largest Shareholder's Holdings, The Identity of the Largest Shareholder, Operating Effect, Market Effect, Firms' Characteristics

目 錄

摘 要.....	I
英文摘要.....	II
目 錄.....	IV
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	3
第二章 文獻探討.....	4
第一節 股權結構對公司績效之影響.....	4
第二節 董事會規模、結構對公司績效之影響.....	7
第三章 研究方法.....	10
第一節 研究假說.....	10
第二節 研究變數定義.....	12
第三節 研究設計及實證模型.....	15
第四節 資料來源及樣本篩選.....	17
第五節 研究限制.....	18
第四章 實證結果與分析.....	19
第一節 敘述統計分析.....	19
第二節 相關性分析.....	22
第三節 單變量檢定分析.....	22
第四節 多元迴歸分析.....	27
第五節 最大股東持股之公司特性差異分析.....	34
第五章 結論與建議.....	39
第一節 研究結論.....	39
第二節 研究建議.....	40
參考文獻.....	41

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

近年來股市常迷漫著一股「富爸爸效應」，只要風聞某個大公司或大集團即將投資或入股某公司，則此公司的股價短期便一飛沖天。2012年記憶體族群中亦發生此種股權易主之大事，2月21日華亞科股東會通過50億元私募普通股或海外可轉債計畫，市場傳出美光將透過私募再加碼華亞科成為最大股東。究竟「富爸爸效應」對被投資公司績效影響如何？只是短期炒作股價亦或真正對被投資公司長期績效有正面助益？

除了「富爸爸效應」之外，近年來亦流行市場派入主小公司，取代原有公司派之經營權易動事件，坊間稱為「借殼上市」。當市場傳言某家公司將被借殼上市時，股價動輒倍數飆升，日後公司績效在新市場派介入後亦多有大幅提升現象。最耳熟能詳的例子莫過於1999年鴻海入主華升電子，並於2004年與鴻海集團旗下之鴻準公司合併後正式改名為鴻準精密工業股份有限公司，正式成為鴻海集團旗下之一員，擴大了後來鴻海電子代工帝國的版圖，而鴻海公司亦因此成為鴻準之最大股東。

另一種重要的股權變動型態為策略聯盟或技術入股。通常公司與公司間或產業與產業間為了整合上下游或擴大銷售通路，會進行策略聯盟，或以技術入股的方式尋求合作，以提升母公司或集團的效益。近來國內較引人注目且效益頗豐之案例為中華電信(2412)入股神腦國際(2450)，雙方互蒙其利，績效皆有所提升，股價亦相對較市場為優，中華電信亦因此成為神腦國際之最大股東。

過去學者對股權結構議題多所著墨，從早期的Berle and Means(1932)提出之股權分散假說，到後來的Jensen and Meckling(1976)所提出之代理理論，皆點出公司所有者與經營者之間的角色關係與公司治理上的問題；Shleifer and Vishny(1997)亦提出股權較集中之公司，代理問題則轉移至控制股東與小股東之間；La Porta、Lopez-de-Silanes and Shleifer(1999)發現股權結構傾向趨於集中，且多數公司存在控制股東；Claessens、Djankov and Lang(2000)分析東亞9國2,980家上市公司時發現，三分之二以上之公司，受單一股東所控制。

除了股權結構議題之外，亦有不少學者提出與公司治理相關之重要研究，包括 Shleifer and Vishny (1986) 認為，單一大股東為最大的監督者，因此股權愈集中，大股東的監督力量愈大，管理者所做決策將傾向於追求股東財富極大，公司價值因此提高；Agrawal and Mandelker (1990) 提出「積極監督假說」，認為當股權愈集中於某些大股東或機構投資人的手中時，愈有誘因促其積極監督管理當局，因此公司績效提高；Wiwattanakantang (2001) 亦指出，控制股東存在時，控制股東會以監督者立場，來增加公司價值。

根據麥肯錫台灣分公司的 Gibb 表示，公司治理的四個核心議題為資訊揭露、董事會結構、所有權結構、資本市場和規範，其中「所有權結構」才是亞洲地區公司治理的關鍵議題。因此顯示出「股權結構」對公司的經營績效有著重要的影響。

在 Gibb 提到之四大核心問題中，本研究將專注於所有權結構及董事會結構上，因為公司治理的問題最重要的莫過於如何讓所有權與經營權之間之代理問題降到最低，果真如此，亦是公司所有股東之福，亦會創造出公司完善之績效。而公司績效能否屢創佳績，董事會扮演著相當重要的角色，因其為公司最高之政策擬定及執行機關，因此董事會結構亦是相當重要且值得探討之議題。

股權結構在公司治理的議題上，占了非常重要的地位，過去的學者對股權結構研究中，所探討所有權問題皆著眼於大股東、控制股東¹及內部人持股對公司績效或價值之影響，然而顯少研究對最大股東之持股狀況做深入之探討及剖析。有鑑於此，本研究特將大股東中排名第一之最大股東篩選出來，探討其持股狀況對公司績效之影響。

公司之最大股東既是最大出資者亦是最大監督者，地位極具重要性，因此除了探討其持股對公司績效之影響外，本研究尚對其身份亦有濃厚之興趣，當其為機構投資人或一般自然人時，對公司績效是否有顯著差異性；如若其為機構投資人時，本國機構或外資機構身份是否對績效有顯著差異；又當最大股東身兼公司重要經營者角色時，如高階經理人，對公司績效的呈現上是否亦有所不同。

¹ 本研究之大股東乃依 TEJ 之定義—TSE 公佈之大股東+年報/公開說明書揭露之主要股東+該年月排名前 10 名之主要股東（若為董監事本人及經理人本人則剔除不納入）；依 Lins (2003) 之定義，將控制權達 20% 之股東設定為控制股東。

第二節 研究目的

根據第一節之描述，本研究將朝以下幾個議題來探討最大股東持股對公司績效之影響：

- 一、最大股東持股狀況對公司績效之影響—本研究將以單變量檢定分析法與多元迴歸分析法來探討最大股東持股率及其身份如何對公司績效影響和最大股東持股率變動如何對公司績效變動影響。
- 二、最大股東持股之公司特性差異分析—本研究分別針對最大股東持股率高低、最大股東持股率正負變動及最大股東身分變數分析公司特性是否存在顯著差異。

第二章 文獻探討

本研究探討最大股東持股率對公司績效之影響。由於過去鮮少最大股東相關研究，故以下僅就大股東及控制股東之文獻進行探討。本章將從二個小節來探討最大股東在公司扮演的角色，及其對公司績效的影響性。第一節為股權結構中大股東持股對公司績效的影響；第二節為董事會規模、特性對公司績效之影響。

第一節 股權結構對公司績效之影響

一、股權結構之相關理論

在股權結構的公司治理問題上，最早是由 Berle and Means (1932) 提出之「股權分散假說」(Ownership Dispersion Hypothesis)，認為股權分散之企業，經營權與所有權分離，個別股東因持股偏低，無法對經理人產生足夠之監督及制衡的力量，故容易產生代理問題而造成公司績效不彰。根據 Berle and Means(1932)的觀點，Jensen and Meckling (1976) 提出著名的「代理理論」(Agency Theory)，點出公司所有者與經營者之間的角色關係與利害衝突，並於稍後提出著名的「利益收斂假說」(Convergence of Interest Hypothesis)——內部人持股比例愈高，愈不會做出傷害公司價值之行為，因為決策造成之盈虧他們必須絕大部分承擔，因此做決策時會站在極大化股東利益的角度，促使公司價值提高。Shleifer and Vishny (1997) 亦認為，股權分散公司代理問題主要存在於股東與管理者之間；反觀股權較集中之公司，代理問題則轉移至控制股東與小股東之間。

La Porta、Lopea-de-Silanes and Shleifer (1999) 以 27 個成熟國家之大型上市公司為研究對象，發現股權結構傾向趨於集中，且多數公司存在控制股東 (controlling shareholder)，其中以家族型控制股東最為普遍。Claessens、Djankov and Lang (2000) 分析東亞 9 國 2,980 家上市公司時發現，三分之二以上之公司，受單一股東所控制。Lemmon and Lins (2003)以東亞八國超過 800 家上市公司為研究對象，發現上市公司之管理階層與家族成員平均擁有公司約 26%的控制權，且其中屬於最大控制權之管理階層即約佔三分之二。葉銀華 (1999) 指出，台灣上市公司中，76%是家族型控股公司，董事會則有 66.45%由最大家族所掌控，此亦顯示出股權集中化的趨勢。

由以上各學者及其研究亦可發現，最大股東在公司的治理上占了極重要的地位，其所掌控之所有權及扮演的最大監督者角色，對公司價值或績效影響甚鉅，因此其持股狀況及其身份對公司績效之影響亦是深具研究之議題。因此，就公司治理的之角度上，本研究在股權結構議題上，僅就公司最大股東的持股率及其變動進行探討。

二、大股東持股比率對公司績效之影響

(一) 正相關論

Shleifer and Vishny (1986) 指出，單一大股東為最大的監督者，因此股權愈集中，大股東的監督力量愈大，管理者所做決策將傾向於追求股東財富極大，因此公司績效愈佳。

Agrawal and Mandelker (1990) 提出「積極監督假說」，認為當公司股權集中於部分大股東及機構投資人手上時，他們愈有誘因去監督經營階層，以提高公司價值。

LaPorta、Lopez-de-Silanes and Shleifer (1999) 發現，內部股東有較高控制權之公司，其公司價值較高； Wiwattanakantang (2001) 亦指出，控制股東存在時，控制股東會以監督者立場，來增加公司價值。

李馨蘋、黃啟倫 (2009)指出，內部人持股比例對公司績效的影響呈現顯著正相關，在電子業中，內部人持股對公司績效呈現非線性相關，大股東持股比例愈高，監督效果愈佳，公司績效愈好。

(二) 負相關論

Demsetz and Lehn (1985) 發現，股權集中程度與公司績效呈負相關，亦即股權愈分散，公司的經營績效愈好，換言之，公司之所有權與經營權愈分離，對公司愈有利。

Stultz (1988) 提出，當管理者持股比率已達足以保障其職位安全時，為鞏固自己的權利，他們會做出違背極大化公司價值之行為，例如反對某些對公司有價值的方案 (ex：併購或股權收購案)，因而使公司價值降低。

(三) 無相關論

除了利益收斂假說、鞏固地位假說之外，葉銀華、邱顯比 (1996) 亦提出股權結構無關假說。認為管理者即使只持有較低的股權比例，然因管理人力市場、購併的威脅、管理激勵計畫以及董事會監控功能會解決權益的代理問題，驅使管理者追求公司價值極大，因此，認為持股比率與公司價值無關。

由以上眾學者的研究顯示，股權結構對公司績效之影響，各方討論並無明顯之一致看法，在最大股東持股比率對公司績效影響上亦無學者提出明確之看法。

第二節 董事會規模、結構對公司績效之影響

一、董事會規模與公司績效之關係

(一) 正相關論

Kesner (1987)認為董事會持股比例愈高，公司經營績效愈好。Pearce and Zahra (1991)指出當董事會規模愈大，董事的利益範圍愈廣，經理人愈難支配其監督與評估的立場，因此兩者不容易共謀，公司績效愈佳。

張明峰 (1991)發現，董事會成員的總持股比例愈大，其監督管理當局行為的意願也會愈高，使企業的代理問題因此得以減輕，進而導致較佳的財務績效。

(二) 負相關論

Yermack (1996)認為，隨著董事會規模的增加，處理損失與整合成本會超過董事會所帶來的利益，故擁有一小規模董事會的公司會有較高市場價值。

彭獻慶 (2004)發現董事會規模與高階管理者更迭率呈負相關，而公司價值與財務績效對高階管理者更迭率呈正相關，原因是當公司績效不佳，會造成管理階層下台，進而刺激公司績效提昇。因此董事會規模愈大，公司績效愈不佳。

李馨蘋、黃啟倫 (2009)實證結果發現，董事會規模對Tobin's Q呈現顯著負相關，對傳統會計績效指標卻無顯著相關，即董事會規模大小對短期績效是不具影響力的。在高成長公司中，此變數對Tobin's Q或ROA均呈現顯著負相關，但此效果並不會展現於低成長公司中。

趙苑婷 (2011)實證結果指出，董事會規模對公司價值呈負相關，因為當董事會人數過多時，會分散和打亂會議的討論，使效益降低。

(三) 其他相關論

王玉珍 (2002)實證發現，若以市場指標作為企業績效衡量指標，董事會組成與企業績效之關係並不顯著；洪榮華等 (2005)發現，在各個不同公司績效指標中，董事會規

模呈現出正負不一的相關性。

二、董事會結構與公司績效之關係

(一) 正相關論

趙苑婷 (2011)指出，外部董監事比率對公司價值呈正相關，因為增加外部董事席次，可讓董事會在做決策時更具客觀與公信力，有助於提升公司價值。

洪世馨 (2003)研究發現，外部董事在董事會之席次比例與公司績效呈正向關係，但在電子業上並不顯著。

國內外研究中，有Fama (1980)、Kesner and Dalton (1986)、Morck, Shleifer and Vishny (1988)，黃旭輝、陳隆麒與謝劍平 (2001)和曾智揚 (2002)等學者，皆指出外部董事席次比例與公司績效呈正相關。

(二) 負相關論或其他相關論

Agrawal and Knoeber (1996)認為外部董事的比例與公司價值無關，一些美國的公司使用過多的外部董事；Fosberg (1989)發現外部董事與公司績效間不存在任何特別關係，原因為 (1)經理人可能讓沒有能力或沒意願的人選上外部董事，故外部董事無法對經理人作有效之監督。(2)控制代理成本的其他機制有效地提供誘因和懲戒經理人，但只留下有限空間讓外部董事發揮其功能。

洪榮華等 (2005)實證結果發現，外部董事比例在各公司績效指標中呈現相關性不一的情況，顯示市場對外部董事的獨立性仍有疑慮。

彭獻慶 (2004)實證結果顯示，在各公司績效指標的呈現上，外部董事與監事比率對其影響明顯不一，對ROE呈正相關，但對ROA與EPS卻皆呈負相關的情況。因此他認為，就長期而言，外部董事的比例與公司價值無明顯正相關。在最大股東兼董監事比例上，實證發現對Tobin'Q與ROE呈現正相關，然而對ROA卻呈負相關。

葉銀華等 (2001)對國內1997及1998年251家上市公司所做的研究指出，控制股東擔

任董監事之席次比例愈高，公司價值愈低，控制股東可藉由增加其成員在董監事之席次比例，主宰公司之資產，因此，董監席次比例可以用來衡量大股東的代理問題。當控制股東擔任董監事之席次比例愈高時，控制股東為了利於移轉公司資源，會傾向派任家族成員擔任董事，將使得公司決策監督機制受影響。

溫育芳及吳鴻毅 (2006)以民國93年國內排除金融產業的上市公司為研究對象，進行公司治理評等系統建立；實證結果發現台灣上市公司的股權結構與亞洲各國企業類似，仍普遍存在現金流量權與控制權的偏離，且台灣上市公司最大股東成員佔董事席位比率、最大股東成員佔監察人席位比率超過5成，與公司績效存在負向之關係，公司治理得分亦愈低。

第三章 研究方法

本研究探討最大股東持股率對公司績效之影響。本章分為五個小節，分別為第一節研究假說、第二節變數定義、第三節研究設計及實證模型、第四節資料來源及樣本篩選與第五節研究限制。

第一節 研究假說

一最大股東持股與公司績效

根據Claessens, Djankov and Lang (2000)分析東亞9國2,980家上市公司時發現，三分之二以上之公司，受單一股東所控制；Lemmon and Lins (2003)以東亞八國超過800家上市公司為研究對象，發現上市公司之管理階層與家族成員平均擁有公司約26%的控制權，且其中屬於最大控制權之管理階層即約佔三分之二；Agrawal and Mandelker (1990)以積極監督假說推論，當股權愈集中於大股東手中時，其愈有誘因監督管理者，因而可提高公司的價值；Wiwattanakantang (2001)亦指出，控制股東存在時，控制股東會以監督者立場，來增加公司價值；Brickley, Lease and Smith (1988)發現，大股東在持股率較高時，較願意花費時間與成本去監督企業經營，代理問題將趨於和緩，公司績效也會較好；Shleifer and Vishny (1986)指出，單一大股東為最大的監督者，因此股權愈集中，大股東的監督力量愈大，管理者所做決策將傾向於追求股東財富極大，公司價值因而提高；依據Myers and Majluf (1984)表示，公司內部管理階層擁有資訊優勢，因此內部人可藉由知悉公司未公開的內部利空或利多訊息，於消息發佈前買入或賣出股票以獲取超額報酬；Seyhun (1990)對1987年10月美國股市崩盤時內部人的交易研究發現，內部人掌握較佳的買賣時機並非完全來自於擁有公司即將公佈的消息，而是他們還有更多的資訊來幫助他們做決策 (Sivakumar and Waymire, 1994)。

假說1： 最大股東持股比率愈高，公司績效愈佳。

二、最大股東身份與公司績效

根據Pound (1998) 提出之「效率監督假說」 (Efficient Monitoring Hypothesis)，由於法人機構擁有較完備的專業知識，所耗費的監督成本較一般股東為低，若由他們來負責監督，將使監督工作更有效率。再根據Hughes (1988)and Agrawal (1990)發現當法人持股的比例愈高，其愈有誘因管理與監督公司，而使公司之績效與價值提昇；陳曉蓉·王詠惠 (2006)指出，機構投資人持股比例越高，股價反映未來盈餘資訊的程度越高。另外Pound (1988)亦提出「利益衝突假說」 (Conflict of Interest Hypothesis)，認為法人股東一旦面臨利益衝突時，為了自身利益，會忽略甚至犧牲大多數股東之利益，無法有效監督管理者，因此公司績效會較差。

假說2：當最大股東為機構投資人時，公司績效愈佳。

根據洪世炳 (2004)中提到，在機構投資人持股方面，外資持股比例與公司績效(ROE、ROA、股價)呈現顯著正相關，金融機構持股比例與財務績效 (ROA)呈現顯著負相關，信託基金持股比例與公司績效 (股票報酬率)呈現顯著正相關；陳曉蓉·王詠惠 (2006)指出，機構投資人之中又以國內其他機構投資人最具影響力，雖然平均而言持股比例最少，但實質上卻是最精明的投資者。此外，外資持股也分別對於集團公司與非集團公司有正面影響。

假說3：當最大股東為外資機構投資人時，公司績效較佳。

根據Shleifer and Vishny (1986) 指出，大股東在因公司績效不佳下而取代原任管理者參與經營管理時，較有機會提出改善公司績效的方案，進而極大化公司獲利的成長；彭獻慶 (2004) 實證發現，最大股東參與管理，與公司績效呈正相關，此與Morck, Shleifer and Vishny (1988) 實證發現一致；Jensen and Ruback (1983) 認為，當股權愈集中於管理者時，管理者為了鞏固其職權及私利，可能選擇對股東不利之方案或放棄對公司有利之方案 (EX：可提高公司價值之併購案或股權收購案)，而降低公司的價值 (職位據守假說Entrenchment Hypothesis) 。

假說4：當最大股東為高階經理人時，公司績效較佳。

第二節 研究變數定義

一、企業績效指標

本研究的應變數為企業績效，本研究將企業績效指標分為二類：1.經營績效指標－股東權益報酬率 (ROE)、資產報酬率 (ROA) 2.市場指標－股票報酬率 (RET)。

1. 經營績效指標

$$ROE = \text{常續性利益} / \text{平均股東權益} * 100\%$$

股東權益報酬率 (ROE)：代表普通股股東可以獲取之投資報酬率

$$ROA = \text{稅前息前折舊前之常續性淨利} / \text{平均資產總額} * 100\%$$

資產報酬率 (ROA)：代表公司可利用之資源所產生之經營績效

2. 市場績效指標

$$RET_t = \ln(P_t * (1 + \alpha + \beta) + D) / (P_{t-1} + \alpha * C) * 100\%$$

P_t ：第 t 期收盤價(指數)。

α ：當期除權之認購率。

β ：當期除權之無償配股率。

C ：當期除權之現金認購價格。

D ：當期發放之現金股利

股票報酬率 (RET)：代表從年初持有到年底投資普通股之總報酬率。

二、最大股東持股變數

1. 最大股東持股比率

$$\text{最大股東持股比率} = \text{最大股東持有普通股股份總數} / \text{公司發行普通股總股數} * 100\%$$

本研究取樣之最大股東乃由 TEJ (台灣經濟新報) 中選取各公司前十大股東中排名第一之大股東。

2. 最大股東持股比率變動

$$\text{最大股東持股比率變動} = \text{當年度最大股東持股率} - \text{前一年度最大股東持股率}$$

三、最大股東身分變數

1. 機構投資人

本研究所定義之機構投資人乃將台灣上市櫃公司之最大股東選取出後，再將其股東身分區分為機構投資人股東與非機構投資人股東。

2. 外資機構投資人

本研究將機構投資人當中，身份為國外註冊之機構者，定義為「外資機構投資人」，國內註冊之機構為「本土機構投資人」。

3. 高階經理人

本研究將最大股東身分為高階經理人定義為，當最大股東身分為董事長、總經理或公司之執行長、總裁等職務之高階經營者。

四、董事會結構變數

1. 董監席次

董監席次 = 公司董事總人數 + 監事總人數

董監席次愈多，公司董事會的規模愈大，權力也愈大。

2. 外部董監比重

外部董監比重 = 外部董監席次 / 董監席次

3. 最大股東董監比重

最大股東董監比重 = 最大股東所占的董監席次 / 董監席次

最大股東董監比重可顯示出最大股東實際擁有公司之控制權，及對公司政策的影響力。

五、公司規模變數

1. 加權平均股本

2. 營業收入淨額

3. 年底總市值

將公司以上述三變數區分為二個類型公司：大型公司及小型公司，區分標準以各變數之中位數進行篩選。

表 3-1 變數定義表

	變數名稱	變數說明
公司 績 效 指 標	股東權益報酬率 (ROE)	$ROE = \text{常續性利益} / \text{平均股東權益} * 100\%$
	資產報酬率 (ROA)	$ROA = \text{稅前息前折舊前之常續性淨利} / \text{平均資產總額} * 100\%$
	股票報酬率 (RET)	包括股價之資本利得報酬加上各種現金認購及無償配股之報酬
最大 股東 持 股 變 數	最大股東持股比率	公司持股排名第一之股東之持股比率
	最大股東持股比率變動	最大股東當年度持股比率－最大股東前 1 年度持股比率
最 大 股 東 身 分 變 數	機構投資人	最大股東為非一般自然人者為機構投資人，而機構投資人當中在國外註冊者為外資機構投資人，在國內註冊者為本土機構投資人
	外資機構投資人	
	高階經理人	最大股東為董事長、總經理或公司之執行長、總裁等職務之經營高層
董 事 會 結 構 變 數	董監席次	董監席次愈多表示公司董事會規模愈大
	外部董監比重	$\text{外部董監比重} = \text{外部董監席次} / \text{董監席次}$
	最大董監比重	$\text{最大股東董監比重} = \text{最大股東董監席次} / \text{董監席次}$
公 司 規 模 變 數	營業收入淨額	$SIZE = \ln(\text{加權平均股本})$
	加權平均股本	$SIZE = \ln(\text{年底總市值})$
	總市值	$SIZE = \ln(\text{營業收入淨額})$

第三節 研究設計及實證模型

本研究主要採用單變量檢定分析法與多元迴歸分析法進行樣本資料之分析，以檢視各自變數之間是否存在顯著之差異性，及其對公司績效之影響。

一、單變量檢定分析

依最大股東持股率高低、最大股東持股率正負變動及最大股東是否為機構投資人、外資機構投資人或高階經理人各分成兩兩之族群，檢視公司績效間是否存在顯著之差異。

二、多元迴歸分析

(1) 最大股東持股變數以最大股東持股率水準值為變數：

(a) 最大股東持股對公司績效影響之模型

$$Performance = \alpha_0 + \alpha_1 \text{最大股東持股比率} + \alpha_2 \text{董監席次} + \alpha_3 \text{外部董監結構} + \alpha_4 \text{最大股東董監結構} + \alpha_5 \text{公司規模} + \varepsilon \dots \dots \dots (3.1)$$

其中 Performance 為 ROE、ROA 和 RET；外部董監結構為外部董監比重；最大股東董監結構為最大股東董監比重；公司規模為總市值。

(b) 考慮最大股東身份變數對公司績效影響之模型

$$Performnce = \alpha_0 + \alpha_1 \text{最大股東持股比率} + \alpha_2 \text{董監席次} + \alpha_3 \text{外部董監結構} + \alpha_4 \text{最大股東董監結構} + \alpha_5 \text{最大股東身份虛擬變數} + \alpha_6 \text{最大股東身份變數} * \text{最大股東持股比率} + \alpha_7 \text{公司規模} + \varepsilon \dots \dots \dots (3.2)$$

其中最大股東身份虛擬變數為機構投資人變數、外資機構投資人變數和高階經理人變數。

本研究預期迴歸模型 3.1 式和 3.2 式之 α_1 會顯著為正，並符合假說 1，表示最大股東持股率愈高，公司績效會愈佳；迴歸模型 3.2 式之 α_5 與 α_6 會顯著為正，並符合假說 2、3 和 4，表示最大股東為機構投資人、外資機構投資人或高階經理人時，公司績效會較佳。

(2) 最大股東持股變數以最大股東持股率變動值²為變數：

(a) 最大股東持股對公司績效影響之模型

$$\Delta Performance = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \text{最大股東持股比率} + \alpha_2 \text{董監席次} + \alpha_3 \Delta \text{外部董監結構} + \alpha_4 \Delta \text{最大股東董監結構} + \alpha_5 \text{公司規模} + \varepsilon \dots \dots \dots (3.3)$$

(b) 考慮最大股東身份變數對公司績效影響之模型

$$\Delta Performance = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \text{最大股東持股比率} + \alpha_2 \text{董監席次} + \alpha_3 \Delta \text{外部董監結構} + \alpha_4 \Delta \text{最大股東董監結構} + \alpha_5 \text{最大股東身份虛擬變數} * \Delta \text{最大股東持股比率} + \alpha_6 \text{公司規模} + \varepsilon \dots \dots \dots (3.4)$$

本研究預期迴歸模型 3.3 式與 3.4 式之 α_1 會顯著為正，表示最大股東持股比率變動愈大，公司績效會變佳；迴歸 3.4 式之 α_5 及 α_6 會顯著為正，表示最大股東為機構投資人、外資機構投資人或高階經理人時，公司績效會變佳。

三、最大股東持股之公司特性差異分析

依最大股東持股率高低、最大股東持股率正負變動及最大股東身分變數各分成兩個族群，檢視董事會結構變數及公司規模變數間是否存在顯著之差異。

² 本研究探討最大股東持股率變動僅單純討論其變動情況，而不考慮最大股東易主之效果。

第四節 資料來源及樣本篩選

一、資料來源

本研究之資料來源取自台灣經濟新報 (TEJ)，以台灣所有上市櫃公司為研究對象，為了研究樣本資料之完整性，研究期間選取 2001~2010 共十年。

二、樣本篩選標準

本研究樣本之選取標準，以台灣所有掛牌交易之上市櫃公司為取樣對象，剔除掉因特殊原因暫停掛牌及資料不完整之公司，並因金融業之特殊性而未將其納入研究對象，總共篩選出 10,302 筆樣本。

三、變數出處

本研究之資料來源取自台灣經濟新報 (TEJ)，各項變數之樣本來自以下 TEJ 之各資料庫：

表 3-2 變數資料來源

變數	資料來源
ROE、ROA、加權平均股本、營業收入淨額	TEJ Finance DB
RET、市值	TEJ Equity
持股率、董監席次、外部董監席次、最大股東董監席次、股東身份別、股東類別、股東職位別	TEJ Company DB

第五節 研究限制

一、研究面向廣度不夠

本研究僅以四大面向來探討對公司績效之影響略顯單薄，若能考慮加入更多之公司治理變數，整個研究可更周密。

二、研究深度亦有不足

本研究在某些變數對公司績效的探討上亦有深度不夠之缺憾，例如在最大股東持股變動上，若能深入探討當最大股東易主或經營團隊易主時，公司績效如何變化，似為更引發市場興趣之研究。

三、因果關係

本研究在架構最大股東持股狀況對公司績效之影響時，欠缺了思考反向因果之關係，究竟是最大股東持股影響了公司績效，亦或公司績效影響了最大股東持股，值得深思及探究。

第四章 實證結果與分析

本研究探討最大股東持股比率對公司績效之影響。本章分為四節，第一節為敘述統計分析；第二節為單變量檢定分析；第三節為相關性分析；第四節為最大股東持股之公司特性差異分析；第五節為多元迴歸分析。

第一節 敘述統計分析

根據表 4-1 之數據顯示，在公司績效方面，首先觀察股東權益報酬率 (ROE) 的分布狀況，平均數 5.30% 小於中位數的 7.06%，可見超過 50% 以上的樣本公司之 ROE 是落在平均數之上。再從極大值 1030.24% 到極小值 -777.45% 來看，間距高達 1807.69%，標準差亦高達 25.29%，顯示各公司在 ROE 上呈現出極大的差異性；在資產報酬率 (ROA) 方面，平均數 9.44 大於中位數的 8.98，顯示超過一半的樣本公司之 ROA 是落在平均數之下。再觀察其樣本分布的狀況，明顯較 ROE 和緩許多，極大值與極小值之間的間距只剩 145.9%，標準差亦只達 10.28%；在股票報酬率 (RET) 方面，平均數大於中位數，亦呈現出大部分的樣本是落在平均數之下。再觀察其極大值與極小值之間距與標準差之水準，間距高達 629.8%，標準差竟高達 58.6%，樣本離散程度更甚於 ROE 的情況。再從三者的 Q1 值與 Q3 值來觀察，RET 分布的情況明顯較 ROE 與 ROA 不平均。

在最大股東持股方面，最大股東持股比率平均數 (14.88%) 亦明顯落在中位數 (10.87%) 之上，顯示一半以上的樣本公司其最大股東持股率低於 14.88%。再從其極大值 (95.33%) 與極小值 (0.29%) 之間距 95.04% 來看，標準差亦高達 11.42%，顯示分布的狀況亦相當極端。在最大股東持股比率變動方面，平均值為負值，顯示出樣本公司之最大股東持股率平均是降低的，而平均數 (-0.08%) 低於中位數 (0.00%)，顯示大部分之樣本公司持股率之變動是在平均數 -0.08% 之上。在極大值 (63.06) 與極小值 (-62.43%) 的呈現上，顯示出樣本公司股權異動情況非常明顯。通常出現大規模股權變動之公司，絕大多數為小型公司，亦較容易出現經營權易主的情況。從最大股東持股率變動來看，雖然平均數及中位數還有 Q1 值與 Q3 值似乎差距不大，然而從極端值觀察出，樣本公司之間股權變動的差異性亦頗大。

在董事會結構方面，董監席次平均數 (9.45) 稍大於中位數 (9)，而極大值 (32) 與

極小值 (1) 顯示席次多寡相當極端，亦可顯見大公司與小公司之規模差距極大。而極端值董監事只有一席的現象是出現在 2003~2004 之 2528 皇普建設上，原因乃是 2003 年當年度五位董事全數解任³。在外部董監席次上，平均數 (1.14) 明顯大於中位數 (0)，顯示至少有一半之樣本公司並無設立外部董監事，亦可看出台灣上市櫃公司以中小型公司為大宗。極大值 (7) 與極小值 (0) 亦呈現出明顯極端之現象，但標準差只有 1.14%，顯見其離散程度並不大。但在外部董監比重上，其極端狀況更甚於外部董監席次，極大值高達 75%，極小值仍為 0，這情況出現在 2004 年之 1541 鋁泰公司，董監事共八席，而外部董監事竟高達六席，這公司當時之資本額才新台幣 6.8 億元，屬於非常小型之公司。而在最大股東所占董監席次上，平均數只有 1.65 席，中位數 1，顯見有一半以上之公司最大股東所占董監事席次只有一席，不過從極大值 (19) 與極小值 (1) 觀察，其席次多寡亦相當極端，極大值的樣本公司出現在 2002 年與 2003 年之 2412 中華電信公司，可見其股權相當集中且最大股東控制權相當大。雖然極端值差距大，但其標準差亦僅有 1.4%，可見分布之離散程度並不大。而在最大股東董監比重上，平均數 (17.76%) 遠大於中位數 (12.50%)，顯示有絕大部分的樣本公司其最大股東持股是低於 17.76%。再觀察其極大值 (100%) 與極小值 (3.13%)，亦呈現出天壤之別，極大值出現在各年度之七家樣本公司，其中值得一提的是 2412 中華電信亦是其中一家，其極端值出現在 2001~2003 年，如此大型公司最大股東董監比重竟可達 100%，應與其尚未民營化有關。

在最大股東身分方面，從機構投資人虛擬變數之平均數 (0.67) 小於中位數 (1) 來看，最大股東為機構投資人者遠超過 50%。再從高階經理人虛擬變數來看，平均數 (0.48) 大於中位數 (0)，亦表示最大股東身兼高階經理人之比例明顯少於非高階經理人。

最後進行到公司規模部分，以加權平均股本來說，平均數 (40.22 億元) 遠大於中位數 (11.94 億元)，顯見絕大部分樣本公司之資本額小於 40.22 億元，極大值 (2634.66 億元) 與極小值 (0.41 億元)，顯見資本額大小相當極端。標準差可達 125.05 億元，顯見分布亦相當離散。總市值與營業收入淨額上呈現的結果與加權平均股本類似，值得注意的是總市值之極大值 (18396.15 億元) 與極小值 (0.31 億元) 差距又比加權平均股本大多了。而在營業收入淨額上，極小值 (-2.71 億元) 竟出現負值，此極端值出現在 2003 年

³ (其中董事大瑞投資股份有限公司於九十二年一月八日因遭質權銀行逕行處分股份，其持有股數低於選任時持股二分之一以上，當然解任。新任董事，待九十二年股東常會改選)

2547 日勝生上，可看出營建業產業之特殊性。

表 4-1 敘述統計分析表

變數	平均數	中位數	極大值	極小值	標準差	Q1	Q3
ROE (%)	5.30	7.06	1030.24	-777.45	25.29	0.15	15.18
ROA (%)	9.44	8.98	56.10	-89.80	10.28	4.10	14.88
RET (%)	7.46	6.50	339.48	-290.32	58.60	-25.58	41.28
最大股東持 股比率(%)	14.88	10.87	95.33	0.29	11.42	7.16	18.85
最大股東持 股比率變動 (%)	-0.08	0.00	63.06	-62.43	3.61	-0.44	0.00
董監席次	9.45	9	32	1	2.62	8	10
外部董監 席次	1.14	0	7	0	1.41	0	2
外部董監 比重(%)	12.11	0	75	0	15.16	0	0.25
最大股東 董監席次	1.65	1	19	1	1.40	1	2
最大股東 董監比重 (%)	17.76	12.50	100	3.13	13.28	0.1	0.2
機構投資人	0.67	1	1	0	0.47	0	1
高階經理人	0.48	0	1	0	0.50	0	1
加權平均 股本(億)	40.22	11.94	2634.66	0.41	125.05	6.24	28.26
總市值(億)	137.92	24.42	18396.15	0.31	688.20	9.98	65.83
營業收入 淨額(億)	141.87	27.31	29972.05	-2.71	662.74	11.89	74.83

第二節 相關性分析

本研究在建立迴歸模型之前，須確認自變數間並不具高度之相關性，否則將影響本研究之客觀性及結果，因此本節將進行自變數之間之共線性檢驗，根據何里仁 (2003)、林青弘 (2007) 及趙苑婷 (2011) 之研究，若自變數之間之相關係數大於 0.75，則表示自變數間具高度之共線性。表 4-2 顯示，各變數之間之相關係數之絕對值皆未大於 0.75，因此本研究篩選之各變數不具高度之共線性。

第三節 單變量檢定分析

本節將分別從最大股東持股率之高低和最大股東身分來檢驗樣本公司中之公司績效變數是否存在差異性，數據呈現於表 4-3 之 Panel A~Panel E 中。

表 4-3 中，Panel A 將最大股東持股率分為高持股率與低持股率兩群，來檢視各公司績效是否存在顯著差異。其中僅 ROE 在中位數上呈現出高持股率公司顯著較低持股率公司佳，其餘皆無顯著差異。

Panel B 將最大股東持股率分為增加(正變動)與減少(負變動)兩群，來檢視公司績效是否存在顯著差異。其中 ROE 與 ROA 不論是在平均數或中位數上，皆呈現出增加持股公司顯著較減少持股公司差，支持 Jensen and Ruback (1983) 之「職位據守假說」；而在 RET 上則呈現相反的結果，反而是增加持股的公司顯著較減少持股的公司佳，支持 Agrawal and Mandelker (1990) 之「積極監督假說」。

Panel C 將最大股東身份分為機構投資人與非機構投資人，來檢視公司績效是否存在顯著差異。其中 ROE 呈現不顯著之狀況，而 ROA 則呈現出機構投資人顯著優於非機構投資人；然 RET 卻呈現出與 ROA 相反之結果，機構投資人顯著較非機構投資人差。此情況可能為當最大股東為機構投資人時，董監事通常為法人代表，在監督上較一般自然人投資人不直接。

Panel D 將最大股東身份分為外資機構投資人與本土機構投資人，來檢視公司績效是否存在顯著差異。其中 ROE 與 ROA 皆同步呈現出外資機構投資人較本國機構投資人

顯著為佳，而 RET 卻又呈現出不顯著之狀況

Panel E 將最大股東身份分為高階經理人與非高階經理人，來檢視公司績效是否存在顯著差異。其中 ROE 與 ROA 皆呈高階經理人較非高階經理人顯著為佳，而 RET 又呈不顯著之狀況。

表 4-2 變數相關性分析表

	ROE	ROA	RET_LN	FSH_R	_FSH_R	DIR	IN_DIR	IN_DIR_RA	NFSH	FSH_RA	INS_INV	SE_MA	CAPITAL_LN	CPA_LN	REV_LN
ROE	1.00														
ROA	0.67	1.00													
RET_LN	0.21	0.24	1.00												
FSH_R	-0.01	0.02	0.01	1.00											
_FSH_R	-0.03	0.01	0.00	0.66	1.00										
DIR	0.06	0.08	0.02	0.03	0.01	1.00									
IN_DIR	0.09	0.18	-0.05	0.05	0.03	0.08	1.00								
IN_DIR_RA	0.08	0.17	-0.05	0.04	0.02	-0.02	0.97	1.00							
NFSH	0.00	0.02	0.03	0.50	0.34	0.25	-0.09	-0.12	1.00						
FSH_RA	-0.03	-0.03	0.02	0.49	0.33	-0.08	-0.15	-0.15	0.90	1.00					
INS_INV	0.00	0.02	-0.03	-0.25	-0.17	-0.13	0.06	0.09	-0.32	-0.32	1.00				
SE_MA	0.03	0.06	0.00	0.20	0.12	-0.09	0.11	0.13	0.23	0.26	0.46	1.00			
CAPITAL_LN	0.06	0.08	0.02	-0.03	0.01	0.29	-0.22	-0.26	0.22	0.13	-0.19	-0.14	1.00		
CPA_LN	0.33	0.44	0.25	-0.01	0.02	0.28	-0.01	-0.05	0.18	0.07	-0.15	-0.06	0.80	1.00	
REV_LN	0.23	0.28	0.03	-0.04	0.00	0.23	-0.05	-0.09	0.15	0.06	-0.11	-0.08	0.78	0.78	1.00

註：*表示 P<0.1；**表示 P<0.05；***表示 P<0.01

變數說明：FSH_R 為最大股東持股率；_FSH_R 為最大股東持股率變動；DIR 為董監總席次 IN_DIR 為外部董監席次；IN_DIR_RA 為外部董監比重；

NFSH 為最大股東董監席次；FSH_RA 為最大股東董監比重；INS_INV 為機構投資人身份變數；SE_MA 為高階經理人身份變數；

CAPITAL_LN 為加權平均股本；CAP_LN 為公司市值；REV_LN 為營收淨額；ROE 為股東權益報酬；ROA 為資產報酬率 RET 為股票投資報酬率

表 4-3 公司績效差異檢定表

Panel A 最大股東持股率 (以 Median 來區分;N=10302)						
變數	高持股率 (N=5156)		低持股率 (N=5146)		差異檢定 (高一低)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
ROE(%)	5.30	7.18	5.29	6.88	0.01	0.30**
ROA(%)	9.59	9.04	9.30	8.90	0.29	0.14
RET(%)	7.58	6.82	7.36	6.28	0.23	0.54

Panel B 最大股東持股率變動 (以正負值來區分;N=8728)						
變數	增加 (N=4419)		減少 (N=4309)		差異檢定 (增-減)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
ROE(%)	0.50	4.82	8.51	10.02	-8.01***	-5.20***
ROA(%)	7.10	7.43	11.27	10.73	-4.17***	-3.30***
RET(%)	6.23	5.74	4.65	3.51	1.58	2.23

Panel C 最大股東是否為機構投資人 (以 1,0 來區分, 1 代表機構投資人, 0 代表非機構投資人;N=10,302)						
變數	機構投資人 (N=6887)		非機構投資人 (N=3415)		差異檢定 (機-非機)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
ROE(%)	5.09	6.97	5.70	7.18	-0.61	-0.21
ROA(%)	9.23	8.77	9.87	9.31	-0.64***	-0.54***
RET(%)	8.49	7.87	5.39	3.95	3.10***	3.92***

Panel D 最大股東是否為外資機構投資人 (以 1,0 來區分, 1 代表外資機構投資人, 0 代表本國機構投資人;N=6887)						
變數	外資 (N=643)		本國 (N=6236)		差異檢定 (外-本)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
ROE(%)	10.24	9.81	4.56	6.65	5.68***	3.17***
ROA(%)	11.46	11.03	9.00	8.47	2.46***	2.56***
RET(%)	7.22	6.86	8.62	7.93	-1.40	-1.08

Panel E 最大股東是否為高階經理人 (以 1,0 來區分, 1 代表高階經理人, 0 代表非高階經理人;N=10302)						
變數	高階經理人 (N=4917)		非高階經理人 (N=5385)		差異檢定 (高-非高)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
ROE(%)	6.36	7.87	4.32	6.36	2.03***	1.51***
ROA(%)	10.15	9.63	8.79	8.36	1.36***	1.27***
RET(%)	7.80	6.82	7.16	6.34	0.64	0.49

第四節 多元迴歸分析

本研究依第三章第三節所建立之多元迴歸模型，檢定最大股東持股、最大股東身分及董事會結構對公司績效之影響，了解各自變數對公司價值之變動方向及影響之顯著程度，並對其結果加以分析，迴歸分析結果如表 4-4 與 4-5。以下依本研究所選取之變數架構順序，分別說明實證結果之意義：

一、最大股東持股比率對公司績效之影響

(一) 最大股東持股比率對公司績效之影響

從表 4-4 的數據中可看出，最大股東持股率對 ROE 之影響絕大多數呈不顯著之現象，對 ROA 則全都呈現極顯著之正相關，對 RET 則呈顯著正相關與不顯著參半。因此普遍來說，最大股東持股率愈高，公司績效愈佳，支持假說 1，亦符合 Agrawal and Mandelker (1990) 的「積極監督假說」—當公司股權愈集中於大股東手上時，愈有誘因促其積極監督公司經營，於是代理問題和緩，公司績效愈佳。

(二) 最大股東身份對公司績效之影響

從表 4-4 之數據中可看出，當最大股東為機構投資人時，對 ROE、ROA 皆呈負向關係，惟對 RET 不顯著，表示當最大股東為機構投資人時，公司經營績效反而變差了。此結果並不符合 Pound (1988) 之「效率監督假說」，亦不支持本研究之假說 2，卻符合 Pound (1988) 之「利益衝突假說」。而在機構投資人與最大股東持股率之加乘項下，僅對 RET 呈顯著負向關係，顯示加入機構投資人變數後，減弱了最大股東持股率對公司市場績效之正向關係。

當最大股東為外資機構投資人，對 ROE 不顯著，對 ROA 與 RET 則呈顯著負相關，結果並不支持本研究之假說 3，表示外資身分並未為公司帶來較佳之績效。而在外資機構投資人變數與最大股東持股率之交乘項下，對所有績效變數呈顯著正相關，表示當最大股東為外資機構投資人時，明顯增強了最大股東持股率對公司績效之關係。

當最大股東為高階經理人，對 ROE 與 ROA 呈現顯著正相關，而對 RET 則不顯著。顯示出當最大股東為高階經理人時，公司經營績效愈佳，亦符合「利益收斂假說」和 Shleifer and Vishny (1986) 之研究，且亦支持本研究之假說 4。然而在市場績效上並不支持上述之假說及研究。

(三) 董事會結構對公司績效之影響

從表 4-4 的數據中可看出，董監席次與公司績效皆呈明顯負向關係，且幾乎皆超過 99% 以上顯著水準，因此可以說董事會規模愈大，公司績效愈差。此結果與彭獻慶 (2004)、Jensen (1993)、Eisenberg, Sundren and Wells (1998) 及趙苑婷 (2011) 研究符合。導致此結果之原因，概因董事會人數愈多，最大股東愈不易掌控公司，容易產生監督無力且議事效率不彰，且過多的董監人數亦造成董監酬勞過多而降低公司價值。

在外部董監比重上，表 4-4 之 Panel A 與 Panel B 中呈現出與公司績效呈極顯著之正相關，概因公司引入更多外部專業人士當獨立董監事時，會以更客觀的角度制定公司政策且更為專業，因此提升公司價值；然而在表 4-4 之 Panel C 中卻呈現出極顯著負向關係，且都超過 99% 以上顯著水準，概因公司選任愈多外部董監事會較專注於本業及基本面之改善，較不積極於公司之股價表現。此兩極端之結果符合洪榮華等 (2005)、彭獻慶 (2004) 之研究—各公司績效指標與外部董監比重呈現不一致之情況。

在最大股東董監比重上，從表 4-4 之 Panel A、B 與 C 中皆可看出，所有公司績效指標皆與其呈極顯著之負向關係，顯示最大股東在董事會上扮演的角色愈吃重，公司績效愈不佳，此結果符合 Jensen and Ruback (1983) 之「職位據守假說」。

(四) 公司規模對公司績效之影響

從表 4-4 之數據中顯示，不論是對 ROE、ROA 或 RET，公司規模對其皆呈非常顯著之正相關，可見公司規模愈大，公司績效確實相對較佳。此結果與許美滿等 (2004) 與李馨蘋、黃啟倫 (2009) 之研究符合。

表 4-4 最大股東持股比率對公司績效之迴歸匯總表 (N=10292)

Panel A – ROE				
迴歸式	(1)	(2)	(3)	(4)
最大股東持股比率	5.97	0.57	4.89 **	1.04
機構投資人		-3.00 ***		
機構投資人交乘項		7.70		
外資機構			-0.99	
外資機構交乘項			20.74 *	
高階經理人				2.12 ***
高階經理人交乘項				6.49
董監席次	-0.40 ***	-0.36 ***	-0.41 ***	-0.38 ***
外部董監比重	19.74 ***	19.51 ***	19.65 ***	18.16 ***
最大股東董監比重	-12.33 ***	-10.80 ***	-12.30 ***	-15.56 ***
公司規模	5.92 ***	5.97 ***	5.94 ***	5.96 ***
截距項	-120.84 ***	-120.75 ***	-121.02 ***	-122.13 ***
Adj_R-square	0.13	0.13	0.13	0.13
Panel B – ROA				
迴歸式	(1)	(2)	(3)	(4)
最大股東持股比率	6.03 ***	7.01 ***	4.88 ***	2.82 **
機構投資人		-1.53 ***		
機構投資人交乘項		-0.22		
外資機構			-1.85 ***	
外資機構交乘項			23.87 ***	
高階經理人				0.98 ***
高階經理人交乘項				4.48 ***
董監席次	-0.21 ***	-0.17 ***	-0.22 ***	-0.20 ***
外部董監比重	14.34 ***	14.17 ***	14.24 ***	13.49 ***
最大股東董監比重	-6.74 ***	-5.29 ***	-6.74 ***	-8.55 ***
公司規模	3.11 ***	3.15 ***	3.15 ***	3.13 ***
截距項	-57.65 ***	-58.28 ***	-58.20 ***	-58.18 ***
Adj_R-square	0.24	0.24	0.24	0.24

表 4-4 最大股東持股比率對公司績效之迴歸匯總表 (N=10292)(續)

Panel C—RET				
迴歸式	(1)	(2)	(3)	(4)
最大股東持股比率	10.70 *	36.78 ***	8.8	8.24
機構投資人		2.37		
機構投資人交乘項		-30.26*		
外資機構			-12.40 ***	
外資機構交乘項			60.41 **	
高階經理人				2.65
高階經理人交乘項				2.24
董監席次	-1.44 ***	-1.37 ***	-1.43 ***	-1.41 ***
外部董監比重	-12.37 ***	-12.54 ***	-12.58 ***	-13.87 ***
最大股東董監比重	-11.47 **	-8.80 ***	-11.93 **	-14.21 ***
公司規模	10.94 ***	10.9 ***	11.22 ***	10.99 ***
截距項	-215.06 ***	-219.13 ***	-220.14 ***	-216.87 ***
Adj_R-square	0.07	0.07	0.07	0.07

二、最大股東持股比率變動對公司績效變動之影響

(一) 最大股東持股比率變動對公司績效變動之影響

從表 4-5 的數據中顯示，在最大股東持股比率變動對公司績效變動上，亦有雷同之效果。在對 ROE 之變動上，呈顯著正相關與不顯著參半之現象，而對 ROA 之變動呈絕大多數顯著正相關，對 RET 之變動則全部呈現極顯著之正相關。因此大致上來說，最大股東持股率變動愈大時，公司績效亦變佳，尤其是對市場績效更為明顯，亦可說最大股東增加持股時，公司股價亦有相當之表現。

(二) 最大股東身份對公司績效變動之影響

從表 4-5 的數據中顯示，當最大股東為機構投資人時，僅對 ROA 之變動呈顯著正相關，其餘皆不顯著。而在機構投資人與最大股東持股率變動之交乘項下，對所有公司績效變動皆呈不顯著之現象，表示當最大股東為機構投資人時，對公司績效變動無明顯之關係，在最大股東持股比率變動對公司績效變動上亦無明顯影響。

當最大股東為外資機構投資人時，僅對 RET 之變動呈顯著負相關，對 ROE 與 ROA 之變動皆不顯著。在外資機構投資人與最大股東持股率變動之交乘項下，對 ROA 與 RET 之變動呈顯得負相關，對 ROE 之變動則不顯著。此亦表示，當最大股東為外資機構投資人時，RET 變差，且減弱了最大股東持股率變動對 ROA 與 RET 之正向關係，並造成負向之效果。

當最大股東為高階經理人時，對公司績效變動皆不顯著；而在高階經理人與最大股東持股比率變動之交乘項下，僅對 ROA 之變動呈顯著負相關，其餘不顯著。

由以上實證結果顯示，最大股東身份對公司績效之變動並無明顯之影響，且在最大股東持股比率變動對公司績效變動上亦無明顯之關係。

(三) 董事會結構對公司績效變動之影響

從表 4-5 之 Panel A、B 與 C 的數據中顯示，董監席次對公司績效變動呈顯著不一的現象，僅對 ROA 之變動呈顯著負相關，對 ROE 與 RET 皆不顯著。這說明了董事會規模對公司績效變動並無明顯之關係。

在外部董監比重變動對公司績效變動上，呈現出對 ROE 之變動不顯著，對 ROA 之變動呈顯著正相關，但對 RET 之變動卻又呈顯著負相關之極度不一之現象，因此可以說外部董監比重變動對公司績效變動亦無明確之影響。

在最大股東董監比重對公司績效變動上，對 ROE 與 ROA 之變動呈顯著正相關，對 RET 之變動則不顯著。此結果表示當最大股東董監比重增加時，公司經營績效 (ROE 與 ROA) 變佳，但對市場績效 (RET) 並無顯著影響。

(四) 公司規模對公司績效變動之影響

從表 4-5 之數據中顯示，不論是對 ROE、ROA 或 RET，公司規模對其皆呈非常顯著之正相關，可見公司規模愈大，公司績效亦相對變佳。

表 4-5 最大股東持股比例變動對公司績效變動之迴歸匯總表 (N=9042)

Panel A – Δ ROE				
迴歸式	(1)	(2)	(3)	(4)
最大股東持股比例變動	16.61 **	27.88	11.12	20.24 *
機構投資人		0.82		
機構投資人交乘項		-13.59		
外資機構			0.07	
外資機構交乘項			126.89	
高階經理人				0.24
高階經理人交乘項				-7.75
董監席次	-0.14	-0.16	0.14	-0.14
外部董監比重變動	-5.29	-0.52	-5.00	-5.32
最大股東董監比重變動	10.76 **	10.78 **	10.64 **	10.81 **
公司規模	0.91 ***	0.88 ***	0.89 ***	0.91 ***
截距項	-18.76 ***	-18.46 ***	-18.33 ***	-18.96 ***
Adj_R-square	0.00	0.00	0.00	0.00
Panel B – Δ ROA				
迴歸式	(1)	(2)	(3)	(4)
最大股東持股比例變動	7.47 ***	2.41	9.01 ***	11.86 ***
機構投資人		0.52 ***		
機構投資人交乘項		5.25		
外資機構			-0.43	
外資機構交乘項			-33.73 ***	
高階經理人				-0.22
高階經理人交乘項				-10.02 **
董監席次	-0.06 *	-0.07 **	-0.05 *	-0.06 *
外部董監比重變動	2.58 **	2.60 **	2.49 **	2.56 **
最大股東董監比重變動	2.43 *	2.33 *	2.45 *	2.85 **
公司規模	0.41 ***	0.39 ***	0.42 ***	0.40 ***
截距項	-8.61 ***	-8.44 ***	-8.92 ***	-8.39 ***
Adj_R-square	0.01	0.01	0.01	0.01

表 4-5 最大股東持股比率變動對公司績效變動之迴歸匯總表 (N=9042) (續)

Panel C – Δ RET				
迴歸式	(1)	(2)	(3)	(4)
最大股東持股比率變動	86.76 ***	204.13 **	99.14 ***	123.49 ***
機構投資人		0.42		
機構投資人交乘項		-133.76		
外資機構			-8.77 **	
外資機構交乘項			-249.73* *	
高階經理人				0.44
高階經理人交乘項				-80.89
董監席次	-0.60	-0.62	-0.56	-0.59
外部董監比重變動	-36.23 ***	-35.86 ***	-37.05 ***	-36.49 ***
最大股東董監比重變動	21.97	22.98	21.93	23.87
公司規模	4.25 ***	4.24 ***	4.49 ***	4.24 ***
截距項	-87.86 ***	-87.66 ***	-92.88 ***	-88.11 ***
Adj_R-square	0.01	0.01	0.01	0.01

第五節 最大股東持股之公司特性差異分析

表 4-6 顯示，將最大股東持股率分為高持股率與低持股率兩群，來檢視各公司特性變數間是否存在顯著差異。

在董事會結構變數中，除了董監席次在平均數上呈現出高持股率公司較低持股率公司低外，其餘皆是高持股率公司較高，表示最大股東願意持股較高之公司大致上董事會規模較小較容易把持，而為了解決這樣的問題必須加強外部監督機制因而外部董監較高。

在最大股東身份變數上，高持股率公司亦皆較低持股率公司高，且機構投資人變數及高階經理人變數之間亦全部呈 99% 以上顯著差異，顯示高持股率公司較低持股率公司最大股東較多為機構投資人與高階經理人，其中低持股率公司之高階經理人變數之平均數小於 0.5，且中位數為零，顯示低持股率公司絕大部分最大股東身份為非高階經理人。

在公司規模變數中，高持股率公司之規模在平均數上皆較低持股率公司高，但在中位數上呈現的卻是完全相反之情況，且三個變數之平均數皆遠大於其中位數，顯示高持股率公司比低持股率公司更多樣本公司規模落在平均數以下。而在三個變數中，只有營業收入淨額之高持股率公司與低持股率公司之平均數差異性出現不顯著外，其餘皆非常顯著。然而從平均數看來雖然高持股率公司其規模平均來說相對較大，然而從中位數來看卻以不同狀況呈現，顯示其樣本分布之不平均，所以仍應以中位數來解釋此現象，從中位數呈現之數據來看，小型公司最大股東持股普遍較大型公司來得高。

表 4-6 最大股東持股率高低對公司特性差異檢定表

變數	高持股率 (N=5156)		低持股率 (N=5146)		差異檢定 (高一低)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
董監席次	9.39	9.00	9.52	9.00	-0.13**	0.00**
外部董監席次	1.21	0.00	1.07	0.00	0.14***	0.00***
外部董監比重	0.13	0.00	0.11	0.00	0.02***	0.00**
最大股東董監席次	2.11	1.00	1.2	1.00	0.91***	0.00***
最大股東董監比重	0.22	0.14	0.13	0.11	0.09***	0.03***
加權平均股本(億)	43.21	11.11	37.22	12.88	5.99**	-1.76***
總市值(億)	164.55	23.25	111.25	25.75	53.38***	-250.50***
營業收入淨額(億)	152.54	25.16	131.18	29.73	21.36	-457.11***

說明：最大股東持股率以 Median 來區分；N=10302。

表 4-7 顯示，將樣本公司以最大股東持股率變動分為正變動（表示持股率增加）與負變動（表示持股率減少）兩群，以檢視樣本公司之各公司特性變數間是否存在顯著差異。

在董事會結構變數方面，董監席次在平均數上，正變動之公司較負變動之公司高，但不顯著，而在中位數上則呈極為顯著勢鈞力敵；然在外部董監席次及比重上，不論是平均數或中位數，都出現正變動率公司顯著低於負變動率公司；在最大股東董監席次及比重上，正變動公司之平均數皆顯著大於負變動之公司，而中位數則呈相當之狀況。以上之情況顯示最大股東增加持股之公司較減少持股之公司較容易被單一或少數股東所把持。

在最大股東身分變數方面，機構投資人變數在平均數上呈現出正變動公司顯著高於負變動公司，且兩類型公司皆大於 0.5，且其平均數兩類公司皆顯著小於中位數（皆為 1），顯見兩類公司之最大股東身分絕大部分為機構投資人，且正變動公司最大股東為機構投資人之比率高於負變動公司；高階經理人變數效果在兩類公司上明顯與機構投資人變數相反，顯示兩類公司之最大股東為非高階經理人者多於高階經理人。

在公司規模方面，加權平均股本、總市值與營業收入淨額呈現出來的，除了加權平均股本之中位數是正變動公司高於負變動公司，其餘不論是平均數或中位數，皆為正變動公司顯著小於負變動公司，因此大致上來說，最大股東大幅增加持股之公司普遍為小規模公司，因為小規模公司較容易掌控。

表 4-7 最大股東持股比率增減對公司特性差異檢定表

變數	增加 (N=4419)		減少 (N=4309)		差異檢定 (增-減)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
董監席次	9.46	9.00	9.35	9.00	0.11*	0.00
外部董監席次	1.03	0.00	1.42	1.00	-0.39***	-1.00***
外部董監比重	0.11	0.00	0.15	0.14	-0.04***	-0.14***
最大股東董監席次	1.47	1.00	1.55	1.00	-0.08**	0.00*
最大股東董監比重	0.16	0.13	0.17	0.13	-0.01	0.00***
加權平均股本(億)	44.88	13.03	42.41	11.91	2.47	1.12*
總市值(億)	139.97	22.49	167.36	30.36	-27.39	-7.87***
營業收入淨額(億)	145.25	27.24	180.08	32.54	-34.83*	-5.30***

說明：最大股東持股比率變動以正負值來區分；N=8728

表 4-8 顯示，以最大股東是否為機構投資人來檢視各公司特性變數間是否存在顯著差異。

在董事會結構方面，董監席次呈現出機構投資人在平均數上較非機構投資人高，但在中位數上是兩者相等，且兩種情況皆相當顯著，表示最大股東為機構投資人之公司董事會規模普遍較最大股東為非機構投資人之公司來得大，亦隱含機構投資人較傾向投資規模較大之公司；在外部董監席次及比重上，卻出現機構投資人在平均數上低於非機構投資人，但中位數上與非機構投資人相等的狀況，而這兩現象都有 99% 以上之顯著性，表示最大股東為機構投資人之公司認為較不需要外部董監事之存在，且不論是機構投資人或非機構投資人，亦出現平均數大於中位數之情況；在最大股東董監席次及比重上，呈現出來的效果與董監席次雷同，惟在最大股東董監比重之中位數上出現的是機構投資人大於非機構投資人。

在公司規模方面，各項數據皆顯示出最大股東為機構投資人之公司規模顯著大於最大股東為非機構投資人之公司，隱含機構投資人較傾向轉投資規模較大之公司。

表 4-8 機構投資人身分對公司特性差異檢定表

變數	機構投資人 (N=6887)		非機構投資人 (N=3415)		差異檢定 (機-非)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
董監席次	9.70	9.00	8.95	9.00	0.75***	0.00***
外部董監席次	1.09	0.00	1.24	0.00	-0.15***	0.00***
外部董監比重	0.11	0.00	0.14	0.00	-0.03***	0.00***
最大股東董監席次	1.97	1.00	1.00	1.00	0.97***	0.00***
最大股東董監比重	0.21	0.14	0.12	0.11	0.09***	0.03***
加權平均股本(億)	49.70	14.69	21.11	8.97	28.60***	5.72***
總市值(億)	169.72	28.57	73.83	18.82	95.89***	9.75***
營業收入淨額(億)	162.65	31.79	99.97	22.12	62.68***	9.67***

說明：機構投資人（以 1,0 來區分，1 代表機構投資人，0 代表非機構投資人）；N=10302。

表 4-9 說明，當最大股東為機構投資人時，將機構投資人分為外資機構與本國機構，來檢視各公司特性變數間是否存在差異性。

在董事會結構方面，董監席次、外部董監席次及比重在平均數和中位數上，皆呈現外資機構顯著大於或相當於本國機構；但在最大股東董監席次及比重上，卻呈現不論是平均數或中位數，皆為本國機構顯著高於外資機構。因此，大致上來說，外資機構之董事會規模和外部董監席次及比重皆高於本國機構，顯示外資機構投資人除了傾向投資規模較大之公司外，且其轉投資之公司亦較習於聘用外部董監，這應與國外行之有年之獨立董監制度有關。而最大股東董監席次及比重則是本國機構高於外資機構，顯示最大股東為本國機構投資人之公司亦較容易由其把持或掌控。

在公司規模方面，加權平均股本、總市值和營業收入淨額不論是平均數或中位數，皆呈現出外資機構大於本國機構，且效果都非常顯著。顯示最大股東為外資機構投資人之公司規模大致上較最大股東為本國機構投資人之公司來得大，隱含外資機構投資人較本國機構投資人更習於投資規模較大之公司。

表 4-9 外資機構投資人身分對公司特性差異檢定表

變數	外資 (N=643)		本國 (N=6236)		差異檢定 (外一本)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
董監席次	10.30	10.00	9.64	9.00	0.66***	1.00***
外部董監席次	1.22	0.00	1.07	0.00	0.15***	0.00***
外部董監比重	0.12	0.00	0.11	0.00	0.01*	0.00*
最大股東董監席次	1.84	1.00	1.99	1.00	-0.15**	0.00***
最大股東董監比重	0.18	0.13	0.21	0.14	-0.03***	-0.01***
加權平均股本(億)	100.78	23.64	44.44	14.10	56.34***	9.54***
總市值(億)	150.72	54.88	353.92	26.71	203.20***	28.17***
營業收入淨額(億)	143.18	29.58	351.35	63.07	208.16***	33.49***

說明：外資機構投資人(以 1,0 來區分,1 代表外資機構投資人,0 代表本國機構投資人);N=6887。

表 4-10 是將樣本公司以最大股東之身分，分為高階經理人與非高階經理人兩群，來檢視各變數之間之差異程度。

在董事會結構方面，各變數之間之中位數，不管是最大股東為高階經理人或非高階經理人，水準皆相當；但在平均數上，除了董監席次是高階經理人低於非高階經理人外，其餘皆為高階經理人較高，且效果大部分亦都在 99% 水準之上，顯示董事會規模較小之公司較容易由單一或少數股東所把持。

在公司規模方面，不管是加權平均股本、總市值或營業收入淨額，平均數和中位數皆呈現出高階經理人顯著小於非高階經理人，且平均數亦都大於中位數。這亦表示規模較小之公司通常由單一或少數股東所把持，因此較常出現最大股東兼任高階經理人的現象，而規模較大之公司則通常聘雇專業經理人。

表 4-10 高階經理人身分對公司特性差異檢定表

變數	高階經理人 (N=4917)		非高階經理人 (N=5385)		差異檢定 (高-非)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
董監席次	9.20	9.00	9.68	9.00	-0.48***	0.00***
外部董監席次	1.30	0.00	0.99	0.00	.31***	0.00***
外部董監比重	0.14	0.00	0.10	0.00	0.04***	0.00***
最大股東董監席次	1.97	1.00	1.36	1.00	0.61***	0.00***
最大股東董監比重	0.21	0.13	0.15	0.13	.06***	0.00***
加權平均股本(億)	31.20	10.00	48.46	14.33	-17.26***	-4.33***
總市值(億)	107.93	22.85	165.31	26.25	-57.37***	-3.40***
營業收入淨額(億)	117.31	24.00	164.29	31.50	-46.98***	-7.50***

說明：高階經理人（以 1,0 來區分，1 代表高階經理人，0 代表非高階經理人）；N=10302。

第五章 結論與建議

第一節 研究結論

本研究朝最大股東持股與最大股東身份兩大方向，並分別從各變數之水準值及變動值來探討對公司績效及其變動值之影響。研究期間從 2001 年~2010 年，以台灣所有上市櫃公司為研究對象，剔除掉金融類股及資料不完全或暫時掛牌之個股，總共篩選出 10302 個公司樣本。

在最大股東持股方面，最大股東持股比率對公司績效普遍上呈顯著之正向關係，符合 Agrawal and Mandelker (1990) 的「積極監督假說」，並支持本研究之假說 1。換言之，最大股東持股比率愈高，公司績效愈佳。在最大股東持股率變動上，顯現出與公司績效變動亦呈顯著正向關係，表示最大股東增加持股時，公司績效亦會轉佳。

在最大股東身份方面，當公司最大股東為機構投資人時，顯現的結果是與公司績效呈正負不一之關係或效果不顯著，不符合 Pound (1988) 之「效率監督假說」，且亦不支持本研究之假說 2。原因應為當其為機構投資人時，資訊取得及專業知識上雖較一般自然人投資人強，但相對的在董監事比重與席次上亦較一般自然人投資人來得大與多，當發生自身利益與其他股東衝突時，自然容易發生犧牲其他股東利益之情事，做出傷害公司價值之事 (Pound (1988) 之利益衝突假說)。而當最大股東為機構投資人時，其國內或國外之身份在實證結果裡顯示對公司績效之影響亦呈顯著不一之現象 (對 ROE 不顯著，對 ROA 與 RET 則呈顯著負相關)，因此並不支持本研究之假說 3。推究其原因應為國內機構投資人對國內之產業及大環境較為熟悉，然外資機構亦有許多專業之研究團隊，對產業之專業亦不一定遜於國內機構，因此國內外機構投資人之身份別對公司績效應無顯著之差異。當最大股東為高階經理人時，對公司的經營績效呈顯著正相關，但對公司之市場績效卻不顯著，此結果表示在對公司經營績效上是符合 Jensen and Meckling (1976) 的「利益收斂假說」，且支持本研究之假說 4。因此可說當最大股東身兼高階經理人時，因為利益與其他股東一起承擔，較不易做出傷害公司價值之事，公司經營績效因而較佳。另外，各最大股東身份變數在對公司績效變動之影響上，絕大多數呈現不顯著之現象，

因此我們可說最大股東身份對公司績效之增減並無明確之影響性。

另外從最大股東持股之公司特性差異分析來看，董監結構變數中除了董監席次在平均數上是高持股率公司低於低持股率公司外，其餘皆為高持股率公司高於低持股率公司，這表示最大股東願意持股較高之公司大致上董事會規模較小較容易把持，而為了解決這樣的問題必須加強外部監督機制因而外部董監較高。最大股東持股較高之公司其身分較多為機構投資人與高階經理人，且此類公司從數據顯示亦為規模較小之公司，而低持股率公司最大股東較多為非高階經理人。最大股東傾向增加持股之公司由於所占董監比重較高且聘用較少之外部董監，因此較容易被其把持，且此類公司規模亦較小而易於掌控。最大股東為機構投資人之公司，大致上董監席次及公司規模皆較最大股東為非機構投資人來得大，且最大股東為外資機構投資人時更明顯，因此可說機構投資人傾向投資規模較大之公司，且外資機構更甚於本國機構。最大股東為本國機構投資人之公司由於聘用較少外部董監，故較易由其所把持或掌控。最大股東為高階經理人之公司大致上來說董事會規模與公司規模皆較最大股東為非高階經理人之公司小，因此可說這類公司較傾向雇用專業經理人。

第二節 研究建議

造成公司績效之優劣原因繁多，因此須考量之因素亦甚多，本研究僅以四大面向來探討對公司績效之影響似有不足之處。

本研究之主題乃在於最大股東在公司的經營上扮演角色之重要性，因此在公司各項活動上皆須進行探討，例如投資決策及資本預算決策，若能結合這些公司的營運活動來研究最大股東所具之重要性，研究將更加完整。

在公司治理的議題上，許多學者及研究皆納入融資決策中之公司資本結構變數，此亦為本研究之不足，後續研究者應可朝多個公司治理的面向鑽研，如能結合公司各項營運活動，則定能為公司績效方面議題開啟更不凡之面貌。

參考文獻

一、中文文獻

1. 王玉珍(2002),「股權結構、董事會組成、資本結構與企業績效關係之研究」, 國立中央大學企管研究所碩士論文。
2. 呂佳玲、林基煌(2008),「家族企業公司治理、併購策略與績效之探討」, 亞太經濟管理評論, 第十一卷·第二期。
3. 何里仁(2003),「公司治理資訊透明度與績效評核關聯性之研究」, 逢甲大學會計與財稅研究所未出版論碩士論文。
4. 李馨蘋、黃啟倫(2009),「股權結構、關係人交易與公司績效」, 國際學報, 第十二卷第二期, 5月。
5. 洪世炳(2004),「公司治理、股權結構與公司績效關係之實證研究」, 國立彰化師範大學商業教育學系碩士論文。
6. 洪世馨(2003),「設立外部董事與經營績效之關係」, 國立成功大學會計研究所碩士論文。
7. 洪榮華、陳香如、王玉珍(2005),「公司內部治理機制與公司績效之關係—股權結構與董事會特性的觀點」, 輔仁管理評論, 第十二卷第三期, 9月。
8. 洪儒瑤、洪裕琨(2007),「Tobin's Q與內部人持股關係符合展望理論嗎?—行為財務觀點」, Journal of China Institute of Technology Vol.36-2007.6。
9. 許美滿、吳壽山、鍾惠民、林怡群(2004),「控制股東代理問題對公司價值之影響與舉債之監督效果分析」, 會計與公司治理, 第一卷·第二期, 12月。
10. 林青弘(2007),「公司治理機制與公司績效—台灣營建業與銀行業之實證研究」, 朝陽科技大學財金系未出版碩士論文。
11. 林信宏(2003),「台灣上市公司股權結構與公司經營績效關係之研究-以塑化業為例」, 高雄第一科技大學-財務管理研究所未出版碩士論文, 7月。
12. 張明峰(1991),「股權結構對公司績效影響之研究」, 國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。
13. 溫育芳、吳鴻毅(2006),「我國上市公司治理評等系統之建立」, 金融風險管理季刊,

第二卷·第三期，頁1-28。

14. 彭獻慶(2004)，「公司治理機制、公司特徵對公司價值衡量、財務績效與高階管理更迭率之影響—以台灣電子電機高科技公司為例」，成功大學企管系未出版碩士論文。
15. 趙苑婷(2011)，「股權結構、董事會組成對公司價值之影響」，朝陽科技大學財金系未出版碩士論文。
16. 陳靖雯、李佳貞、鄭香華(2009)，「集團企業交叉持股對經營績效之影響」，專題製作報告，崑山科技大學會資系。

二、外文文獻

1. Agrawal, A. and G.N. Mandelker., 1990. "Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments. ", *Journals of Financial and Quantitative Analysis*, 25, pp.143-161.
2. Agrawal, A. and C.R. Knoeber., 1996. "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Mangers and Shareholders." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, pp.377-397.
3. Bacon, J., 1973. "Corporate Directorship Practices : Membership and Committees of Board." New York : The conference board.
4. Brickley, J.A, R.C. Lease and C.W. Smith. Jr., 1988. "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments." *Journal of Financial Economics*, 20, pp.267-291
5. Claessens, S., S.Djankov and H.P. Lang., 1999. "Expropriation of minority shareholders in East Asia." Policy Research paper 2088. World Bank, Washington DC.
6. Claessens, S., S.Djankov and H.P. Lang., 2000. "The separation of ownership and control in East Asian corporations ." *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
7. Demsetz, H., K. Lehn., 1985. "The Structure of Corporate Ownership : Cause and Consequense.", *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
8. Fama, Eugene F., 1980. "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
9. Jensen, M.C. and W.H. Meckling., 1976. " Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure ", *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
10. Jensen, M.C. and R.S. Ruback, 1983." The Market for Corporate Control: The Scientific

- Evidence." *Journal of Financial Economics*, 11, pp.5-50.
11. Ksner, I.F. and D.R. Dalton., 1986. "Boards of directors and the checks and (Im)balances of corporate governance." *Business Horizons*,29, issue 5, pages 17-23.
 12. Lemmon, M. L. and K. V. Lins., 2003. " Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis." *Journal of Finance*, 58, 1445-1468.
 13. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer., 1999. "Corporate ownership around the world.", *Journal of Finance*, 54, 471-517.
 14. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R.W. Vishny., 1996. "Law and finance " *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
 15. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer., 2000. "Government ownership of banks.", *NBER Working Paper*, No. 7620 13.
 16. La Porta, R. and ,F. Lopez-de-Silanes and G. Zamarripa., 2003. "Related lending. Quarterly." *Journal of Economics*, 118, 231-268.
 17. Lipton, M. and J.W. Lorsch., 1992. "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance" *Business Lawyer*, 48, pp.59-77.
 18. Morck, R., A. Sldeifer, and R.W. Vishny., 1988. "Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers, in: A.J. Auerbach, ed., *Corporate takeovers: Causes and consequences*" (University of Chicago Press, Chicago, IL) forthcoming.
 19. Myers, S. C. and N. S. Majluf., 1984, "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have." *Journal of Financial Economics* 13 (2): 187-221.
 20. Pearce J.A. and S.A. Zahra., 1991. "The Relative Power CEOs and Boards of Directors : Associations with Corporate Performance." *Stratagic Management Journal*, 12, pp. 135-153
 21. Pound, J.,1988. "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight." *Journal of Financial Economics*, 20, pp.237-265.
 22. Rosenstein, S. and J.G. Wyatt., 1997. "Inside Directors, Board Effectiveness, and Shareholder Wealth.", *Journal of Financial Economics*, 44, pp.229-250.
 23. Seyhun, H. N., 1990. "Overreaction or fundamentals: Some lessons from insiders' response to the Market Crash of 1987." *The Journal of Finance*, 45, No.5, pp. 1363-1388
 24. Shleifer, A. and R. W. Vishny., 1986, " Large Shareholders and Corporate Control ", *The*

- Journal of Political Economy*, 94, Issue3, Part1, 461~488.
25. Sivakumar, K. and G. Waymire., 1994. " Insider trading following material news events: Evidence from earnings ", *Financial Management* (Spring): 23-32.
 26. Stulz, R., 1988. "Managerial control of voting rights, financing policies and the market for corporate control." *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
 27. Weisbach, M.S., 1988. "Outside Directors and CEO Turnover." *Journal of Financial Economics*, 20, pp.431-460.
 28. Wiwattanakantang, Y., 2001. "Controlling shareholders and corporate value: Evidence from Thailand ." *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, 323-362.
 29. Yeh, Y. H., T. S. Lee and T. Woidtke, 2001. "Family Control and Corporate Governance : Evidence from Taiwan. ", *International Review of Finance*, 2(1-2), pp. 21-48
 30. Yermack, D., 1996. "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. " *Journal of Financial Economics*, 40, 1996, pp.185-211.
 31. Zahra, S. A. and J.A. Pearce II, 1989. "Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model ", *Journal of Management*, 15, pp.291-334.