

金融風險管理季刊
民95，第二卷，第三期，1-28

我國上市公司治理評等系統之建立

The Rating System for Corporate Governance of Listed Companies in Taiwan

溫育芳*

Yue-Fang Wen

國立宜蘭大學應用經濟系副教授

National Ilan University

Department of Applied Economics

吳鴻毅

Houng-Yi Wu

國立宜蘭大學經營管理研究所碩士

National Ilan University

Graduate Institute of Management

摘要

目前國內所建立之公司治理評等系統，其構面權重或變數之設定較為主觀，為使評等系統更臻完備，本文之研究目的，在於建立一套可客觀評估台灣企業公司治理機制的評等系統，藉此協助投資者瞭解投資標的公司治理的好壞，以降低股東遭受管理者傷害的程度。本文有別於現存公司治理評等系統之處，除考量董監事組成、股權結構及關係人交易構面的變數外，亦將公司資訊揭露構面變數納入評等系統考量中；並運用因素分析萃取公司治理的因素以茲驗證，共萃取董監事組成、股權結構、獨立董監事及資訊揭露等四個因素。此外，本文運用集群分析法進行公司治理變數得分之給定，方法為先進行相關分析，再將與公司經營績效關係顯著的變數，依集群分析所歸類集群的優劣順序，而給予不同的等級分數。最後，利用主成份分析，將與公司經營績效顯著相關的公司治理變數建構成一線性組合，以建立公司治理評等的綜合指標。經實證及檢定發現，不同產業之公司治理指標的平均值，具有顯著性的差異，其中以資訊電子業的平均指標分數最高，代表其公司治理機制相對較佳。此外，本文進行公司治理評等系統的強韌性分析，發現公司治理分數排名較好的樣本公司，該年度的經營績效及股票報酬顯著優於較差的公司，若以迴歸模式進行驗證，發現治理分數與經營績效為顯著的正向關係，但其與股票報酬率的關係則不顯著。

關鍵詞：公司治理評等系統、董監事結構、股權結構、獨立董監事、資訊揭露。

JEL分類代號：G34

* 感謝三位匿名審稿人及編輯委員的寶貴建議，使本文的內容更為充實，特此致謝。

** 作者通訊：溫育芳，宜蘭市神農路一段一號應用經濟系，TEL：886-3-935-7400# 865，FAX：886-3-9364-347，E-mail：yfwen@niu.edu.tw

Abstract

Existing corporate governance rating systems in Taiwan are subjective in the constructs and variables. To modify the rating systems, the purpose of this research is to establish a corporate governance rating system that objectively evaluates Taiwan listed companies, which assists investors to realize the merit/defect in the governance of corporate they invested and to reduce the extent of injury caused by administrators. The major contribution of this paper is that the construct of information disclosure is included in the rating system, besides the constructs of director board structure, ownership structure and related party transaction. To verify the constructs of corporate governance, factor analysis is adopted to extract the factors of corporate governance that include: director board, ownership structure, independent director and information disclosure. By using cluster analysis, the ranking scores are given to variables that are correlated to the operating performance according to the analysis of correlation. Finally, to establish the comprehensive rating index of corporate governance, principal component analysis is applied to construct a liner combination of corporate governance variables that are significantly correlated to the operating performance. As the empirical results shown, the index averages of corporate governance among industries are significantly different. Among the industries, the index average of information and electronic industry is the highest. After testing the robustness of the system, we find that the same year operating performance and stock return of those with high score of corporate governance is significantly superior to the ones with low score. Via the regression model, the score is positively correlated to the same year operating performance but not significantly correlated to the stock return.

Key Words: corporate governance rating system, director board structure, ownership structure, independent director, information disclosure.

JEL Classification: G342

1. 緒論

公司治理係指一種指導及管理並落實公司經營者責任的機制與過程，公司經營管理階層與股東間之相互制衡，甚至包括公司其他利害關係人間之制衡，藉由加強公司績效，以保障股東權益。

我國企業主要以中小企業為主，絕大多數企業對於公司治理觀念仍相當陌生。葉銀華、李存修、柯承恩(2002)證實，世界大部份國家之上市(櫃)公司股權結構屬於集中狀況，且以家族控股最為普遍，而台灣

可說是全世界股權結構的典範。其亦發現台灣公司治理的兩大特性為：(1)最大股東常透過金字塔結構和交叉持股來增加投票權，造成控制權與現金流量權的偏離，且最大股東普遍參與管理；(2)最大股東成員普遍擔任董監事而不具獨立性。此外，Sandeep, Amra and Lilian(2002)及Healy and Palepu(2001)認為，資訊揭露與透明度為公司治理不可或缺的重要因素，公司自願性揭露私有資訊，可降低控制股東與外部股東資訊不對稱的代理問題；然而，我國的股票市場的投資人結構以散戶為主，

並不重視公司資訊揭露的品質。綜合所述，台灣在公司治理機制上出現嚴重的缺失，必須進行全面的改造與檢討。

國外已有相關機構針對公司治理進行評等分析，如里昂證券公司、標準普爾公司等，但這些機構主要是採用問卷式的調查，受訪公司只能選擇以是或否的回答方式來評鑑公司治理機制，並且以主觀的方法來決定公司治理構面的權重。此種調查方式，是否能公平、公正地呈現台灣企業公司治理機制之良窳，值得我們進一步商榷。

目前國內所建立之公司治理評等系統，其構面權重與變數之設定較為主觀，為使評等系統更臻完備，本文之研究目的，即透過不同分析方法及研究變數的選取，以建立一套能客觀及公正評估台灣企業的公司治理機制，並符合我國經濟、文化背景的公司治理評等系統，藉此協助投資者瞭解投資標的之公司治理好壞，以降低股東及投資者遭受管理者傷害的程度。

本文有別於其他評等系統之處，主要在於將公司資訊揭露納入評等系統中，並透過集群分析進行公司治理變數等級的給分，而非由主觀決定。而基於國內企業普遍存在控制權與現金流量權偏離的現象，本文同時選取相關的變數外，亦考量最大股東是否參與管理。此外，雖然葉銀華等人(2002)發現台灣企業的董事會往往由家族成員或控制股東所把持，但Semkow(1994)亦發現台灣企業非控制股東成員擔任董事的比率有增加的趨勢，由於此兩派勢力具

有制衡的性質，而過去國內的評等系統卻甚少同時將此兩類變數納入，且以主成份分析法進行評等。為看出此兩股勢力制衡的結果，本文利用因素分析同時將此兩類變數放入評等過程中，然後再透過主成份分析，將與公司經營績效顯著相關的公司治理變數建構成一線性組合，以建立一套公司治理評等的綜合指標。

2. 文獻探討

公司治理機制的主要目的，除了促進管理階層致力於提昇公司之價值，次要目的則為防止控制股東或管理階層侵害小股東的權益。目前公司治理評等系統的構面，主要包含股權結構、董監事會、關係人交易、管理型態及介入股市等變數。本文除回顧國內外相關評等系統外，亦針對股權結構、董監事組成、關係人交易、資訊揭露與公司經營績效關聯性的文獻進行探討。

2.1 公司治理評等系統

2.1.1 國外的公司治理評等系統

里昂證券在2001年10月，針對25個新興市場中495家公司進行公司治理評分，評分標準主要分為57個主要項目，分屬於七個準則之下：管理紀律、透明度、獨立性、問責性、責任性和社會責任性。其特色在於不僅權重公司內部管理紀律及對待股東之公平性，亦將公司對社會的責任性列入考量之中，並給予每個準則不同的權

數，前六項準則為15%，社會責任性為10%。

美國標準普爾公司(S&P)的信用評等，在全球金融市場上一直扮演著相當重要的角色，其在2001年針對全世界1,600家上市公司之所有權與投資者關係的28項問題、財務透明度與資訊揭露的35項問題以及董事會結構與運作過程的35項問題等來評估公司治理得分，其後才又提出財務利害關係人第四個構面，使該評分系統更趨完整。

2.1.2 國內的公司治理評等系統

葉銀華等人(2002)將董事會組成、關係人交易、股權結構、介入股市與管理型態等5個構面，納入公司治理評等系統加以考量，總計17個衡量變數。其將公司治理變數的數值分為十等分，以進行變數等級的給分，但其未將資訊揭露與透明度納入評等系統中。

賴棚煌(2003)以11家所選定之金融控股公司，以葉銀華、李存修及柯承恩(2002)的公司治理評等系統為主要架構，以董監事組成、股權結構、管理型態等三個構面，總計10個公司治理變數，建構出台灣金融控股公司之公司治理評等系統。

闕玓倚(2004)以台灣百大集團為樣本，針對台灣公司的企業特性，歸納出27個公司治理衡量變數，透過因素分析萃取出公司治理構面，並將其和公司績效作主成份分析，以取得各構面的權重，最後得到公司治理評等指數。

林尙志(2004)以2002年國內523家非

金融業上市公司為樣本，利用LISREL方法建構台灣公司治理評等指標。分析結果共獲得3個構面及9項衡量指標：股權結構構面(盈餘股份比、專業機構投資者持股率)；董事會職責構面(盈餘席次比、外部董事席次比率、外部監察人席次數與外部董監持股率)；財務透明度構面(盈餘管理幅度、損益平穩化程度與財報重編率)。

2.2 公司治理變數相關文獻

2.2.1 股權結構

Claessens et al. (2002)、La Porta et al. (2002)認為，持有現金流量權比率較低的控制股東會利用職務之便，藉由特殊交易的安排以剝奪外部股東的權益，包括低價出售公司的產品、資產售予控制股東所掌握的其他公司。而當公司控制股東所持有的現金流量權比率增加時，公司的價值會提升。為衡量股權結構對控制股東正面及負面的影響，Claessens, Djankov, Fan and Lang(2002)提出「正的誘因效果」，認為最大股東的現金流量權(盈餘分配權)愈高時，其利益與公司趨於一致，因此公司的價值愈大；反之，最大股東的投票權偏離現金流量權愈大，其傷害公司價值的可能性愈高，公司的價值會降低，此即所謂的「負的侵佔效果」。

此外，Fan and Wong(2002)研究東亞8個國家後發現，公司治理較佳的公司(最大股東現金流量權愈大，或投票權偏離現金流量權幅度愈小者)，盈餘與報酬的關係愈強，即公司治理機制較佳者，投資人較相

信財務報表的透明度，因此當盈餘宣布增加時，股價上漲幅度較大。

在國內文獻方面，較特別的是沈中華、陳錦村、吳孟紋(2005)以台灣銀行業為研究對象，建立了國際型及本土型兩種道德風險指標，前者以最終控制權除以現金流量請求權作為衡量指標，後者則以最終控制股東董事會席次除以現金流量請求權進行衡量。實證結果發現，此兩種道德的風險越大，會造成銀行逾放比上升及資產報酬率下降，尤以本土型道德風險指標最為顯著，其能正確預測銀行倒閉風險並顯著影響銀行績效。

2.2.2 董監事組成

我國企業家族色彩濃厚，董事會往往由家族成員或控制股東所把持，根據葉銀華等人(2002)發現，許多控制股東普遍利用成立「殼」公司來持有上市公司股權，當這些「殼」公司當選董事與監察人時，使得控制股東成員擔任更多席次的董事、監察人，大幅提高控制股東對小股東財富侵佔的動機，監察人的監督功能也受到質疑。葉銀華等人(2002)亦認為，非最大股東擔任董監事席次比率越高，有助於增加公司的價值。

Claessens et al. (2002) 發現，東亞各國之控制股東成員通常擔任董事長或總經理來增加控制股東對公司的影響力，如此一來，公司重大的經營決策幾乎完全掌握在最大股東手裡，造成缺乏制衡的力量，故其與公司績效呈現負相關。

2.2.3 關係人交易

葉銀華、邱顯比及何憲章(1997)審視台灣關係人交易案件後發現，利益輸送的管道主要有：(1)將關係企業的股票低價移轉給關係人；(2)關係人將土地以高價轉賣公司。葉銀華、蘇裕惠、柯承恩及李德冠(2004)利用股權結構與董事會組成的公司治理變數進行實證發現，當控制股東成員擔任董事、監察人席位的比率愈高時，可能會進行較多的關係人交易。此外，當現金流量權佔投票權比率愈高時，關係人交易比率愈低。

在控制股東之「負的侵佔效果」方面，除侵佔公司資產外，La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny(2000)認為，亦可透過利害關係人交易進行利益輸送或財富移轉等危害小股東權益的行為。

2.2.4 資訊揭露

Healy and Palepu(2001)指出，解決控制股東與外部股東間資訊不對稱的問題，最主要的方法之一即為資訊揭露，故公司自願性揭露私有資訊，可使資本市場對其證券有較正確的評價；Ho and Wong(2001)的研究顯示，當控制股東家族成員佔董監事席位比率提高時，公司的自願性資訊揭露水準會下降，且獨立董監事會力促管理當局揭露更多公司資訊，以提高資訊的透明度。

Sandeep, Amra and Liliance(2002)亦認為，資訊透明度之於公司治理是一項不可或缺的重要因素，在其針對四大新興市場六個國家企業的實證中發現，資訊透明度

愈高，公司交叉持股的情況愈小；資訊揭露程度愈高，愈獲得股市投資人的青睞。此外，江向才及何里仁(2003)進行資訊透明度與公司經營績效間關係的探討，研究結果顯示資訊透明度為評核公司經營績效的重要指標之一。許崇源等人(2005)的研究發現，當控制股東掌握愈多的董事席次、或董事會中獨立董事的席次增加時，財務報告的透明度會提升。

在與資訊揭露相關的公司治理文獻中，甚少針對金融業進行實證研究，而沈中華、池祥麟、高于婷(2004)為衡量證券商藉由發佈推薦來誤導社會大眾之利益衝突程度，建構出一種「證券商利益衝突指數」，當證券商的利益衝突程度越高時，代表其股票推薦的資訊內容越低。其實證結果顯示，利益衝突確實明顯存在，並有益於證券商的獲利能力，代表利益衝突較高的證券商並不會受到市場的懲罰。而Shen and Chih(2005)研究48國銀行業者「盈餘管理」的現象與動機，發現三分之二國家的樣本具有盈餘管理的現象，且能以展望理論進行解釋；其亦發現投資人保護越強及會計揭露越透明時，可降低銀行業者盈餘管理的動機。

由上述相關文獻可知，控制股東不僅能有效地掌握企業的經營政策，當控制股東所握有的控制權比率大於現金流量權比率時，極有可能會發生「負的侵佔效果」，使得小股東的權益受到損害。控制股東主動或公正報導公司資訊的誘因會下降。相反地，控制股東會利用他所擁有的資訊優

勢，基於自身的利益而報導會計資訊，而非真實反映公司實質的經濟交易情況、或隱匿及降低對其他股東揭露攸關的資訊，導致公司的資訊透明度降低。故資訊揭露與透明度為公司治理機制中非常重要的一環，其與其他公司治理因素具有關聯性，應同時被納入評等系統中，但國內相關的評等文獻卻獨缺此一重要構面。

2.3 文獻評述

回顧相關文獻後可發現，里昂證券與標準普爾的評等系統，僅針對台灣少數大型公司進行公司治理之評分，且資料取得方式為訪談或問卷調查，評分過程易受不同訪員主觀認知之影響。

在國內方面，最早發展的公司治理評等系統，係由葉銀華等人(2002)所提出，其將「董監事組成」、「股權結構」、「管理型態」、「關係人交易」及「大股東介入股市」五個構面的公司治理變數放入評等系統中，但卻缺乏「資訊揭露及透明度」構面之變數，因根據OECD(國際經濟合作暨發展組織)的五項公司治理原則包含：(1)保障股東權益；(2)公平對待所有股東；(3)保障利害關係人之權益；(4)資訊揭露及透明度；(5)董事會之責任，顯見資訊揭露及透明度應納入公司治理評等系統當中。且由相關文獻可發現，資訊揭露與透明度和其他公司治理變數具有顯著的關聯性，為相當重要的公司治理因素，因此宜將其納入評等系統中。此外，該評等系統以人工方式依各治理變數的優劣給予1至10的評分，

並主觀設定上述五個公司治理構面的權重，依序為40%、20%、10%、20%及10%。其後相關研究，亦多仿效葉銀華等人的研究，但所考慮的公司治理構面反而更少，甚或僅針對部份上市公司作為研究對象。

本文除以所有上市公司為研究對象(不含金融產業)，探討公司經營績效與公司治理變數間是否存在關聯性外，有別於國內現存公司治理評等系統之處，在於將公司資訊揭露納入評等系統中，計考慮董監事結構、股權結構(包含管理型態變數)、關係人交易、資訊揭露與透明度等構面，其變數選取考量了控制股東成員董監事及非控制股東董監事兩派勢力的制衡，以集群分析取代主觀決定的方式進行公司治理變數的給分，並透過主成份分析，將與公司經營績效顯著相關的公司治理變數建構成一線性組合，以建立一套公司治理評等的綜合指標。

3. 研究設計

3.1 研究樣本及期間

本文以國內上市公司為研究對象，研究期間為民國93年1月1日至12月31日，且樣本公司須在93年1月1日前已行上市。由於金融業的產業結構較為特殊，為避免實證分析上的偏誤，本文將金融產業的樣本排除在外，共獲得637家的上市公司樣本。

本文實證分析過程所需的財務資

料，擷取於台灣經濟新報社資料庫。至於研究樣本公司之公司治理變數，如股權結構及董監事組成資料，以台灣經濟新報社資料庫之「董監事持股狀況」為基礎，但為判斷最大股東及其家族成員的直接控制權，另外輔以「公開資訊觀測站」中「內部人持股異動」進行控制股東家族成員之判定，而間接控制權則利用樣本公司年報所揭露之「關係企業」進行判斷。在利害關係人交易方面，則採用「公開資訊觀測站」中年報所揭露之關係人交易資料。

3.2 變數定義

基於台灣公司治理中控制權與現金流量權的偏離、最大股東普遍參與管理、以及董監事不具獨立性等特性，本文選取了控制權(CONTROL)、現金流量權(CASH)、控制權與現金流量權之偏離(BIAS)、最大股東成員擔任董事長或總經理(UGP)、獨立董事(INDP)及獨立監察人(NBP)。此外，本文為反映台灣企業董事會多由家族成員或控制股東所把持，以及非控制股東成員擔任董事比率有增加的狀況，將代表此兩類不同制衡勢力的變數，最大股東成員擔任董事席位比率(RATIO)及擔任監察人席位比率(CCG)、其他股東員擔任董事席位比率(OPW)及擔任監察人席位比率(CGH)同時納入評等過程中。雖然此兩類變數具高度相關性，前者與經營績效為負相關，後者為正相關，但此種變數選取法在主成份分析上具有特殊意義，因經過主成份分析可使二者成為彼此獨立的因素，故可綜合二者

最後的制衡結果。

除本文首次納入的資訊揭露(INFO)變數外，由於La Porta et al.(2000)發現企業可透過利害關係人交易而危害小股東權益，因此本文亦選取了利害關係人(TRANS)此變數。除經營績效變數外，本文的實證變數涵蓋四大構面，包括股權結構、董監事組成、關係人交易及資訊揭露，茲分別說明如下。

1. 經營績效變數

(1) 總資產報酬率 (ROA)

以總資產為基準，計算每一元的資產可為公司創造多少利潤的報酬率，稱之為總資產報酬率，計算公式如下：

$$ROA = \frac{\text{稅後淨利}}{\text{平均資產總額}} \quad (1)$$

(2) 股東權益報酬率 (ROE)

以自有資金為基準，顯示每一元的股東權益可產生多少利潤的報酬率，稱之為股東權益報酬率，計算公式如下：

$$ROE = \frac{\text{稅後淨利}}{\text{平均權益總額}} \quad (2)$$

2. 股權結構變數

本文在股權結構的變數方面，分別考量最大股東的「正的誘因效果」及「負的侵佔效果」，分別為最大股東的控制權、最

大股東的現金流量權、控制權與現金流量權的偏離程度，將其操作性定義分別說明如下：

(1) 控制權 (CONTROL)

最大股東除了登記於本身及其家族成員名下股權的直接控制權外，亦可利用金字塔結構或交叉持股的方式，透過至少一家公司對樣本公司的持股(以下簡稱投資公司)而擁有間接控制權。在計算最大股東的控制權時，亦須一併考慮直接控制權與間接控制權。當不存在間接控制權時，控制權即為最大股東及其家族持股百分比的總和；當存在間接控制權時，則參考Claessens, Djankov and Lang(2000)及葉銀華、蘇裕惠、柯承恩及李德冠(2004)的方法，控制權為直接股權再加上每一條間接控制鏈中最小股權的加總。

(2) 現金流量權(CASH)

當樣本公司未擁有間接控制權時，現金流量權即為最大股東及其家族持股百分比的總和；當存在間接控制權時，現金流量權則為直接控制權與間接控制權之所有控制鏈上各股權乘積的總和。但由於最大股東擁有間接控制權所透過的公司多為非上市櫃公司，不易取得其持股比率資料，因此本文仿照葉銀華、蘇裕惠、柯承恩及李德冠(2004)的作法，假設這些投資公司係由最大股東與他們所控制的公司各出資50%成立。

(3) 控制權與現金流量權的偏離程度 (BIAS)

為求算控制權與現金流量權的偏離程度，將最大股東的控制權減去其現金流量

權，即可獲得其偏離程度。

為說明上述現金流量權、控制權及偏離程度的衡量方式，茲以圖1的金字塔股權結構進行說明。若最大股東及成員持有上市公司A的20%股權，其對A擁有直接控制權而無間接控制權，故控制權與現金流量權皆為20%。但最大股東若藉由金字塔結構控制上市公司B，可透過兩條控制鏈來控制，一為透過公司C去控制B，一為透過上市公司A去控制B，前者控制鏈的最小股權為5%，後者控制鏈的最小股權為10%，二者相加即得最大股東對上市公司B的控制權15%。在現金流量權方面，最大股東透過上市公司A擁有上市公司B的現金流量權為2% (20% 10%)，而公司C擁有上市公司B的現金流量權為1.5% (30% 5%)，故二者合計為3.5%。而控制權與現金流量權的偏離程度，則將最大股東的控制權減去其現金流量權(15% - 3.5%)，即可得偏離程度為11.5%。此外，上市公司B亦可持有上市公司A的股票，則形成交叉持股的狀況，其會增加最大股東對上市公司A的間接控制權。

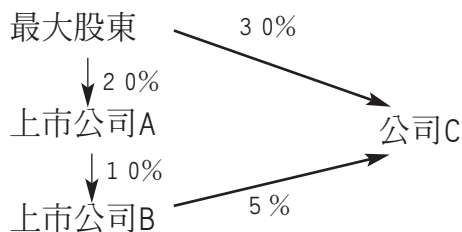


圖1 控制權與現金流量權範例

3. 董監事組成變數

(1) 獨立董事 (INDP)

我國自2002年起，要求新上市櫃公司至少需要有二席獨立的董事，一席獨立監察人，已上市櫃的公司則尚未要求。除2002年後新上市的公司依規定設置外，亦已有不少已上市公司主動聘用獨立董事。為衡量獨立董事是否能提高資訊揭露的品質，本文令設有獨立董事公司之INDP變數的值為1；反之，則為0。

(2) 獨立監察人 (NBP)

若公司設有獨立監察人，代表公司的經營決策較能夠受到監督，本文令設有獨立監察人公司之變數NBP為1，反之為0。

(3) 最大股東成員擔任董事席位的比率 (RATIO)

當最大股東成員擔任董事席位的比率愈高，愈能控制公司，因此危害小股東權益的可能性愈大。此處最大股東成員亦包括最大股東與家族成員，以及其所控制之投資公司的法人代表。

(4) 最大股東成員擔任監察人席位的比率 (CCG)

當最大股東成員擔任監察人席位比率越高時，監察人越無法獨立行使監督公司經營決策的職權。

(5) 其他股東成員擔任董事席位比率 (OPW)

其他股東成員擔任董事席位的比率越高，代表制衡最大股東的力量越大。

(6) 其他股東擔任監察人席位比率 (CGH)

其他股東成員擔任監察人席位的比率越高，代表制衡最大股東的力量越大。

(7) 最大股東成員擔任董事長或經理人 (UGP)

Claessens et al. (2002) 發現，東亞各國之控制股東成員通常擔任董事長或總經理，其為控制股東增強影響力的手段。倘若最大股東成員同時擔任董事長和總經理，則公司的重大經營決策可能完全掌握在最大股東手上，缺乏制衡力量。本文令最大股東成員擔任公司董事長、經理人之變數UGP為0，反之為1。此變數歸類於相關文獻所稱之管理型態變數。

4. 關係人交易變數 (TRANS)

控制股東除透過侵佔公司資產進行危害小股東權益的行為外，亦可透過利害關係人交易進行利益輸送或財富移轉等。關係人交易的項目非常多，包括股權、銷貨、應收付款項、背書及保證情形、費用及資本支出等。雖然關係人交易並不同於危害小股東的行為，但不可諱言地，當關係人交易的金額愈高時，傷害小股東財富的可能性亦愈高。本文設定在年報中揭露關係人交易資料的公司，其關係人交易變數的值設定為1，而將未揭露者設定為0。

5. 公司年報與網站的資訊揭露程度 (INFO)

由於上市公司所揭露的訊息種類與管道相當多，不可能全部進行分析，因此本文選擇下列幾項進行評分。就每一項評估項目而言，若公司未做到該項資訊揭露者得0分，反之得1分。本文共採計10項評比項目，因此資訊揭露變數的最高得分為10分。

(1) 公司網頁上公司治理資訊的揭露程度：

- a. 公司網頁上揭露公司治理機制及運作

方式的資訊。

- b. 公司網頁上有英文版本的公司介紹。
 - c. 公司網頁上提供英文版的年報。
 - d. 公司網頁建立回答股東問題的機制。
 - e. 公司網頁上提供最近年度的股利資訊。
 - f. 公司網頁上提供最新年度股東大會開會資料與議事手冊及法說會資料。
- (2) 財務報表與年報的揭露程度：
- a. 財務報表若揭露關係人交易項目，亦揭露其交易金額。
 - b. 財務報表若揭露轉投資項目，亦揭露其明細資料。
 - c. 財務報表之會計師簽證沒有保留意見。
 - d. 公司年報揭露公司治理機制及運作方式的資訊。

3.3 公司治理評等系統之建構

目前國內公司治理評等系統的建構過程，如變數的給分及構面的權重，大多透過主觀的方法決定，因此仍有不夠嚴謹之處。本文主要的特色在於，利用集群分析之統計方法，設定變數的給分標準，並比國內現存公司治理評等系統多考量資訊揭露此項構面。在決定評等系統構面之權重方面，主要藉由因素分析及主成份分析法，決定其構面及權重，以建立一套公司治理評分的綜合指標。茲將本文之公司治理評等系統的建構步驟陳述如下：

1. 敘述統計分析

在進行相關分析之前，先對蒐集之樣

本資料進行基本敘述統計分析，包括各公司治理變數之平均值、標準差、最大值及最小值等，以初步瞭解樣本資料特性。

2. 相關分析

運用皮爾森相關分析，檢視自變數與應變數之相關性與顯著性，在顯著水準0.1、0.05及0.01的條件下，各變數間是否存在顯著的相關性。

3. 因素分析

為獲得評等系統之理論因素，本文運用因素分析的主成份分析法(Principal Component Method)，針對12個公司治理變數進行共同因素的萃取，以特徵值(Eigenvalue)大於1作為選取共同因素的標準，並以變異數最大法(Varimax)作直交轉軸(Orthogonal Transformation)，以決定共同因素之各變數的因素負荷量(Factor Loading)。

4. 以集群分析給定變數之等級分數

本文利用集群分析進行變數等級分數之給定，而群數的決定，則依華德最小變異法(Ward's Minimum Variance Method)進行客觀的分群，將半淨複相關係數 R^2 (Semi-partial R-squared)小於0.05的集群，與他群合併為一群，直至無法再合併為止。

若該變數經過集群分析後，其結果分為5群，則將樣本分為5組，當某變數與公司經營績效存在顯著的正相關時，平均數最大的組別給5分，最小組別給1分。若該變數與公司績效為負相關，集群之結果為5群，則將樣本分為5組，平均數最大的組別

為1分，最小組為5分。此項處理方式代表，當上市公司得分愈高，其公司治理機制愈佳。此外，設定為虛擬變數之公司治理變數，則分為2組，毋需透過集群分析來獲得分數。若虛擬變數為0代表得到0分，虛擬變數為1，則代表得到1分。

5. 以主成份分析決定評等系統構面之權重

透過主成份分析的第一主成份分析法，將與公司經營績效顯著相關的變數建構成一線性組合，以求得評等系統之權重，建立一套公司治理評分的綜合指標。

4. 實證結果

本文首先針對樣本公司的經營績效、股權結構、董監事組成、關係人交易及資訊揭露等相關公司治理變數之敘述統計量，作一概括性之描述；再以相關分析探討相關公司治理變數與經營績效間是否存在顯著關係，並以因素分析萃取出公司治理因素之構面，確立治理評等系統之理論基礎。接著，再將顯著之公司治理變數進行集群分析，以進行各公司治理變數之給分。最後，透過主成份分析法，依全體樣本公司在各公司治理變數之等級得分，建構一組線性組合，以求得評等系統之權重，建立一套公司治理評分的綜合指標。

4.1 敘述性統計分析

本文以國內上市公司為研究對象，研究期間為民國93年1月1日至12月31日，在排除金融產業的樣本後，共獲得637家的樣

本公司。茲將樣本公司的產業分佈，整理如表1所示。其中，以資訊電子產業佔總樣本47%為最高，其次為紡織人纖產業佔總樣本7.7%。

在樣本統計量方面，如平均數、標準差、最小值、最大值等，則如表2所示。由表中可看出，最大股東擔任董事(RATIO)及監察人(CCG)方面，其平均數分別為50.91%與37.83%，相較於葉銀華等人(2002)，所提

出的55.8%及48%為低。本文認為，應該與近年來層出不窮的地雷股事件，讓公司經營者有所警惕，而造成最大股東擔任董事及監察人比率的降低；最大股東擔任董事長或總經理(UGP)比率高達9成4，最大股東對於公司經營決策具有相當程度的控制力。

表1 樣本公司產業分佈表

產業別	樣本數	百分比(%)
水泥	8	1.3
食品	21	3.3
塑化	21	3.3
紡織人纖	49	7.7
機電	35	5.5
電線電纜	14	2.2
化學	33	5.2
玻璃陶瓷	7	1.1
造紙	7	1.1
鋼鐵金鐵	23	3.6
橡膠輪胎	9	1.4
運輸工具	5	0.8
資訊電子	300	47.0
營建	37	5.8
運輸	18	2.8
觀光	6	0.9
百貨	10	1.6
綜合產業	1	0.2
其他	33	5.2
樣本總計	637	100.0

表2 公司治理變數之敘述統計量

公司治理變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
ROE(%)	5.58	9.20	26.60	-214.26	64.27
ROA(%)	5.31	5.70	11.40	-100.85	47.28
CASH(%)	14.50	12.78	10.87	0.10	67.82
CONTROL(%)	20.34	16.87	15.69	0.12	88.80
BIAS(%)	5.85	2.08	8.61	0.00	74.22
RATIO(%)	50.91	44.44	26.85	0.00	100.00
CCG(%)	37.83	33.33	34.66	0.00	100.00
UGP(虛擬變數)	0.94	1.00	0.23	0.00	1.00
OPW(%)	50.37	57.14	27.33	0.00	100.00
CGH(%)	61.96	66.67	34.73	0.00	100.00
INDP(虛擬變數)	0.59	1.00	0.49	0.00	1.00
NBP(虛擬變數)	0.55	1.00	0.50	0.00	1.00
TRANS(虛擬變數)	0.83	1.00	0.37	0.00	1.00
INFO(分)	5.42	5.00	2.09	1.00	10.00

變數定義：

ROE：稅前淨利/ 平均股東權益。

ROA：稅前息前淨利/ 平均總資產。

CASH：現金流量權。

CONTROL：控制權。

BIAS：控制權與現金流量權的偏離程度。

RATIO：最大股東成員擔任董事席位的比率。

CCG：最大股東成員擔任監察人席位的比率。

UGP：最大股東成員擔任董事長或經理人(1:最大股東成員未擔任董事長、經理人；0: 最大股東成員擔任董事長、經理人)。

OPW：其他股東成員擔任董事席位比率。

CGH：其他股東擔任監察人席位比率。

INDP：獨立董事 (1:設有獨立董事；0:未設獨立董事)。

NBP：獨立監察人(1:設有獨立監察人；0:未設獨立監察人)。

TRANS：關係人交易 (1:揭露關係人交易；0:未揭露關係人交易)。

INFO：公司年報與網站的資訊揭露程度 (0-10分)。

在股權結構方面，其現金流量權、控制權、現金流量權與控制權之偏離程度之平均數分別14.50%、20.34%、5.85%，與葉銀華等人(2002)所提出的20%、26%、6%之數據差異不大，顯示出台灣上市公司的股權結構仍然存在現金流量權與控制權之偏離。

獨立董事、監察人的部份，其平均數為0.59、0.55，顯示有超過半數的上市公司皆設置獨立董事及監察人制度。關係人交易方面，近83%比例的公司皆在年報中揭露關係人交易，顯示關係人交易資訊，逐漸受到公司的重視；資訊揭露方面，每家上市公司所得到的分數平均僅為5.42分，顯示公司應在資訊揭露方面仍有待加強。

4.2 相關分析

本文運用皮爾森相關分析(Pearson Correlation)，驗證相關公司治理變數與公司經營績效是否存在顯著的關係，並檢視變數間之相關性的強弱。相關分析結果如表3所示，公司經營績效(ROA)、(ROE)與各公司治理變數間的相關係數皆非常低，顯示公司的經營績效與公司治理變數間並未存在高度的相關性。

在股東權益報酬率(ROE)方面，其與現金流量權(CASH)、現金流量權偏離程度(BIAS)雖存在正向的關係，但僅達0.1顯著水準；另外，控制權(CONTROL)、最大股東佔董事席位比率(RATIO)、最大股東佔監察人席位比率(CCG)、其他股東佔董事席位比率(OPW)、其他股東佔監察人席位比率

(CGH)、獨立董事(INDP)、獨立監察人(NBP)、資訊揭露(INFO)皆與股東權益報酬率(ROE)達到0.05以上的顯著水準。

在總資產報酬率(ROA)方面，僅與最大股東佔董事席位比率(RATIO)、最大股東佔監察人席位比率(CCG)、其他股東佔董事席位比率(OPW)、其他股東佔監察人席位比率(CGH)、獨立董事(INDP)、獨立監察人(NBP)、資訊揭露(INFO)達到0.05以上的顯著水準，而與控制權(CONTROL)、現金流量權偏離程度(BIAS)的相關係數僅達0.1顯著水準。

在公司治理變數間的相關性方面，其相關係數大於0.5，且達0.01顯著水準的變數計有：現金流量權(CASH)與控制權(CONTROL)、控制權(CONTROL)與現金流量權偏離程度(BIAS)、其他股東佔董事席位比率(OPW)與其他股東佔監察人席位比率(CGH)、獨立董事(INDP)與獨立監察人(NBP)；相關係數小於-0.5，且達0.01顯著水準的變數計有：最大股東佔董事席位比率(RATIO)與其他股東佔董事席位比率(OPW)、最大股東佔監察人席位比率(CCG)與其他股東佔董事席位比率(OPW)、最大股東佔董事席位比率(RATIO)與其他股東佔監察人席位比率(CGH)、最大股東佔監察人席位比率(CCG)與其他股東佔監察人席位比率(CGH)。

上述部份公司治理變數間存在顯著的高度相關性，若以複迴歸模式進行評等系統的建立，將產生共線性的問題。但由於本文採用主成份分析進行評等系統之建

表3 研究變數間相關係數表

	ROE	ROA	CASH	CONTROL	BIAS	RATIO	CCG	UGP	OPW	CGH	INDP	NBP	TRANS	INFO
ROE	1	0.8652 (0.001)***	0.0735 (0.0632)*	0.0921 (0.0212)**	0.0740 (0.0612)*	-0.1100 (0.005)***	-0.1096 (0.0061)***	-0.0124 (0.7722)	0.0952 (0.016)**	0.1059 (0.008)***	0.1623 (0.0001)***	0.1875 (0.001)***	0.0162 (0.6842)	0.1388 (0.0005)***
ROA		1	0.0449 (0.2572)	0.0694 (0.0799)*	0.0696 (0.0794)*	-0.1121 (0.005)***	0.1034 (0.0064)***	0.0121 (0.7611)	0.0931 (0.019)*	0.1034 (0.009)***	0.1773 (0.0001)***	0.1933 (0.001)***	0.0430 (0.2787)	0.1110 (0.005)***
CASH			1	0.8506 (0.0001)***	0.2859 (0.0001)***	0.2762 (0.001)***	0.2280 (0.0001)***	0.0904 (0.0226)**	0.2816 (0.001)***	-0.2200 (0.001)***	-0.0239 (0.5469)	-0.0376 (0.3430)	0.0527 (0.1845)	-0.0360 (0.3645)
CONTROL				1	0.7463 (0.0001)***	0.3282 (0.001)***	0.2537 (0.0001)***	0.0925 (0.0194)**	-0.3297 (0.001)***	-0.2516 (0.001)***	0.007 (0.8448)	-0.0196 (0.6205)	0.0667* (0.0924)	-0.0203 (0.6078)
BIAS					1	0.2457 (0.0001)***	0.1779 (0.0001)***	0.0551 (0.1647)	-0.2417 (0.0001)***	-0.1841 (0.001)***	0.0420 (0.2893)	0.0095 (0.8091)	0.0559 (0.1585)	0.009 (0.8061)
RATIO						1	0.5904 (0.0001)***	0.2620 (0.0001)***	-0.9443 (0.0001)***	-0.5791 (0.0001)***	-0.2590 (0.0001)***	-0.2611 (0.0001)***	-0.0515 (0.1942)	-0.1181 (0.003)***
CCG							1	0.1259 (0.0014)***	-0.5599 (0.0001)***	-0.9840 (0.0001)***	-0.2865 (0.0001)***	-0.3919 (0.0001)***	-0.0407 (0.3039)	-0.0984 (0.0130)**
UGP								1	-0.2458 (0.0001)***	-0.1271 (0.0013)***	0.1078 (0.0064)***	0.0988 (0.0125)**	0.1052- (0.0078)***	-0.0561 (0.1568)
OPW									1	0.5490 (0.0001)***	0.2812 (0.0001)***	0.2649 (0.0001)***	0.0715 (0.0713)*	0.066 (0.098)*
CGH										1	0.2779 (0.0001)***	0.3826 (0.0001)***	0.0400 (0.313)	0.1023 (0.098)***
INDP											1	0.8207 (0.0001)***	0.2378 (0.0001)***	-0.012 (0.757)
NBP												1	0.2307 (0.0001)***	0.0155 (0.6954)
TRANS													1	-0.0979 (0.013)**
INFO														1

()表P-Value值

*表顯著水準10%；**表顯著水準5%；***表顯著水準1%

立，其所構建的綜合指標會成為彼此獨立的線性組合，故不會有共線性的問題發生。此外，其餘公司治理變數間的相關性雖呈顯著關係，但相關係數的絕對值皆低於0.5。

綜上所述，與經營績效具有顯著關係的公司治理變數，計有現金流量權(CASH)、現金流量權偏離程度(BIAS)、控制權(CONTROL)、最大股東佔董事席位比率(RATIO)、最大股東佔監察人席位比率(CCG)、其他股東佔董事席位比率(OPW)、其他股東佔監察人席位比率(CGH)、獨立董事(INDP)、獨立監察人(NBP)、資訊揭露

(INFO)等10個變數，未來將納入公司治理評等的系統當中。

4.3 因素分析

依本文因素分析之結果顯示，總共選取4個因素，如表4所示。其中，第一個影響因素的特徵值約3.98，第二個公司治理影響因素的特徵值約2.19，第三個影響因素的特徵值約1.44，第四個影響因素的特徵值約1.02，因第五個因素以後的特徵值皆小於1，故本文總共萃取4個影響公司治理的因素，其累積的解釋能力為0.72。

表4 因素分析特徵值

特徵值	個別變數解釋能力	累積解釋能力
3.977969	0.3315	0.3315
2.189137	0.1824	0.5139
1.441493	0.1201	0.6348
1.019283	0.0849	0.7193
0.901418	0.0751	0.7941
0.827499	0.0692	0.8631
0.723872	0.0603	0.9234
0.683512	0.0574	0.9803
0.166879	0.0139	0.9943
0.052871	0.0044	0.9987
0.015698	0.0013	1
0.000371	0	1

如表5顯示，若選取因素負荷量及共同性大於0.5的變數作為各因素的代表變數，則第1個因素包括RATIO、CCG、OPW、CGH，可將第一個因素命名為董監事組成因素；第2個因素包含CASH、BIAS、CONTROL變數，本文將其命名為股權結構因素；在第3個因素中，因素負荷量及共同性超過0.5的變數，總計有INDP及NBP變數，可將其命名為獨立董監事因素；第4個因素中，只有變數INFO的因素負荷量及共

同性超過0.5，故本文將第4個因素命名為資訊揭露因素。

至於共同性方面，除最大股東成員擔任董事長或總經理(UGP)、關係人交易(TRANS)外，所有變數的共同性皆高於0.5，且共同性之總和為8.627959，占總變異的0.72。由此可知，四個因素的解釋力相當高，足以代表此12個公司治理變數。

依過去相關的公司治理研究顯示，影響公司治理的因素可分為三類，分別為(1)

表5 因素分析之轉軸後矩陣與獨特性分析

公司治理變數	董監事結構因素	股權結構因素	獨立董監事因素	資訊揭露因素	共同性	獨特性
現金流量權(CASH)	0.14845	0.81311	-0.02538	-0.06194	0.68766	0.31233
控制權(CONTROL)	0.16876	0.98121	0.01439	-0.02223	0.99195	0.00804
現金流量權與控制權偏離程度(BIAS)	0.11971	0.76016	0.05571	0.03666	0.59662	0.40337
最大股東佔董事席位比率(RATIO)	0.87729	0.20049	-0.05021	0.05079	0.81493	0.18506
最大股東佔監察人席位比率(CCG)	0.79238	0.13075	-0.30206	-0.19637	0.77476	0.22523
最大股東成員擔任董事長或總經理(UGP)	0.48491	-0.05115	0.49119	0.07526	0.48468	0.51531
其他股東佔董事席位比率(OPW)	-0.85859	-0.20798	0.06087	-0.11163	0.79659	0.20340
其他股東佔監察人席位比率(CG H)	-0.78655	-0.12929	0.29591	0.20214	0.76389	0.23626
獨立董事(INDP)	-0.22975	0.04596	0.84064	-0.13132	0.77881	0.22118
獨立監察人(NBP)	-0.27245	0.02649	0.85881	-0.06149	0.81626	0.18373
關係人交易(TRANS)	-0.03841	0.07928	0.35581	-0.56317	0.45152	0.54847
資訊揭露(INFO)	-0.09368	0.03473	0.06754	0.80981	0.67033	0.32966

股權結構；(2)董監事結構；(3)獨立董監事，而本文以2004年上市公司樣本資料進行因素分析的結果，萃取出四個因素，相較於過去的研究，多出一項資訊揭露因素。

4.4 公司治理評等系統之建構

本文將與經營績效關係顯著的10個公司治理變數，納入公司治理評等系統中，其分別為現金流量權(CASH)、控制權(CONTROL)、現金流量權與控制權偏離程度(BIAS)、最大股東佔董事席位比率(RATIO)、最大股東佔監察人席位比率(CCG)、其他股東佔董事席位比率(OPW)、其他股東佔監察人席位比率(CGH)、獨立董事(INDP)、獨立監察人(NBP)及資訊揭露(INFO)等變數。接著再運用集群分析進一步決定公司治理變數的等級分數。最後，透過主成份分析將10個公司治理變數予以線性組合，即可建構出公司治理評等系統。為便於產業間相對分數的比較，本文將各樣本的成份分數轉化為百分位分數，以作為公司治理排名的參考。

4.4.1 公司治理變數等級之給分

有鑑於過去公司治理評等系統的研究，對於公司治理變數的給分方式，大多採取主觀方式。故本文運用集群分析，將與公司績效存在顯著關係之變數，進行變數等級之給分，此部份有別於過去的研究。

本文透過相關分析發現，總計有10個公司治理變數與公司經營績效存在顯著關係，其中2個變數為虛擬變數(如INDP及

NBP)，故不需透過集群分析給定分數，而直接依其值給分，當值為0時給0分，值為1時給1分。此外，因資訊揭露程度(INFO)的總分為10分，本文依樣本公司的原始分數作為給分的標準。

至於其餘7個公司治理變數的給分，則依集群分析所歸類集群的優劣順序，給予不同的等級分數。由於某些變數與公司經營績效存在負的顯著關係，如最大股東佔董事席位比率、最大股東佔監察人席位比率等變數，當這些變數納入評等系統中時，其比率越高，則公司經營績效越低，故其得分應越低，等級給分結果如表6所示。各變數之集群數的決定，乃採用部分判定係數(Semi-partial R-square)進行判斷，若其值小於0.05者，則與他群合併為一群。

如表6所示，因現金流量權(CASH)與公司經營績效存在顯著正向關係，故其集群平均數越高代表得分越高，集群結果顯示其分群數以4群最為適當，第1群得到4分的公司有5家，第2群得到3分的公司為43家，第3群得到2分的公司有266家，第4群獲得1分的公司總計為323家。

雖然在本文的相關分析中，控制權(CONTROL)與公司經營績效的關係顯著為正，但依過去相關研究顯示，其對經營績效為負面影響，故本文令集群平均數越低者得分越高。依集群結果顯示，其分群數以4群最為適當，總計第1群有323家公司得到4分，第2群有244家公司得到3分，第3群有64家公司得到2分，第4群有6家公司

表6 公司治理變數集群分析結果

變數名稱	集群數		樣本數	集群平均數	得分
CASH	4	第1群	5	0.6489	4
		第2群	43	0.3725	3
		第3群	266	0.1975	2
		第4群	323	0.0637	1
CONTROL	4	第1群	323	0.0838	4
		第2群	244	0.2680	3
		第3群	64	0.5039	2
		第4群	6	0.7987	1
BIAS	4	第1群	457	0.0157	4
		第2群	149	0.1360	3
		第3群	27	0.2739	2
		第4群	4	0.5979	1
RATIO	5	第1群	56	0.1115	5
		第2群	151	0.2602	4
		第3群	229	0.4807	3
		第4群	128	0.7507	2
		第5群	73	0.9935	1
CCG	4	第1群	228	0.0032	4
		第2群	256	0.4141	3
		第3群	58	0.6762	2
		第4群	95	1.0000	1
OPW	4	第1群	113	0.8638	4
		第2群	229	0.6453	3
		第3群	200	0.3567	2
		第4群	95	0.0435	1
CGH	4	第1群	223	1.0000	4
		第2群	131	0.6762	3
		第3群	185	0.4472	2
		第4群	98	0.0037	1

得到1分。同理，現金流量權偏離程度(BIAS)亦應與公司經營績效存在負向關係，故本文亦設定集群平均數越低者得分越高。依集群結果顯示其分群數以4群最為適當，總計第1群有457家公司得到4分，第2群有149家公司得到3分，第3群27家公司得到2分，第4群有4家公司得到1分。

此外，最大股東佔董事席位比率(RATIO)、最大股東佔監察人席位比率(CCG)與公司經營績效存在顯著負向關係，故其集群平均數越小表得分越高。集群結果顯示，變數RATIO其分群數以5群最為適當，總計第1群有56家公司得到5分，第2群151家公司得到4分，第3群有229家公司得到3分，第4群有128家公司得到2分，第5群有73家公司得到1分。變數CCG其分群數以4群最為適當，總計第1群有228家公司得到4分，第2群有256家公司得到3分，第3

群有58家公司得到2分，第4群有95家公司得到1分。

至於其他股東佔董事席位比率(OPW)、其他監察人佔董事席位比率(CGH)與公司經營績效存在顯著正向關係，其集群平均數越高代表得分越高。集群結果顯示，變數OPW總計第1群有113家得到4分，第2群有229家得到3分，第3群有200家得到2分，第4群有95家得到1分。變數CGH總計第1群有223家得到4分，第2群有131家得到3分，第3群有185家得到2分，第4群98家得到1分。

4.4.2 主成份分析

本文運用主成份分析獲得四個主成份，如表7所示。第一個主成份的特徵值為3.26，個別解釋能力為0.33；第二主成份的特徵值為2.04，個別解釋能力為0.20，第三

表7 主成份分析

變數	第一主成份	第二主成份	第三主成份	第四主成份
CASH	-0.248910	0.432954	0.257280	-0.058880
CONTROL	0.310662	-0.503390	-0.205990	-0.053510
BIAS	0.205612	-0.422390	-0.132560	-0.200630
RATIO	0.455289	0.032407	0.216851	0.167818
CCG	0.432609	0.143085	0.242456	-0.113873
OPW	0.442618	0.038152	0.198311	0.103773
CGH	0.243626	0.159249	0.493016	-0.313830
INDP	0.257559	0.406263	-0.509960	-0.006920
NBP	0.282025	0.408597	-0.464270	-0.021110
INFO	0.060647	-0.019970	0.099987	0.895844

主成份的特徵值為 1.35，個別解釋能力為 0.13；第四主成份的特徵值為 1.02，個別解釋能力為 0.11，總解釋能力達 0.77。由於第一成份主的個別解釋能力為四個成份中最高，故本文選取第一個主成份建構公司治理評等系統之總指標。

此外，由於第一主成份中現金現流量權變數的成份權重值為負，可能會得到負的成份分數而令人誤解。為使成份分數更易於解釋，本文將成份分數轉換成 logistic 分數，其為百分位數，代表在一百個觀測值中，其成份值的排名，茲將部份樣本公

表8 成份分數表

公司名稱	公司代碼	成份分數	logistic分數
台泥	1101	1.57464	82.84
亞泥	1102	-1.37824	20.13
嘉泥	1103	1.96568	87.71
環泥	1104	3.20201	96.09
建台	1107	1.07286	74.51
幸福	1108	-3.49417	2.95
信大	1109	-4.81469	0.80
東泥	1110	-4.02356	1.76
:	:	:	:

司的成份分數列舉如表8所示。

在各產業平均的 logistic 分數方面，依大小順序排列如表9所示。其中，以資訊電子業的平均得分 62.27 為最高，次為電線電纜業、電機機械業，平均得分為分別為 60.67 及 56.70；而以玻璃陶瓷業的平均得分 9.35 為最低。

為檢定各產業的平均分數是否存在顯著的差異，以 ANOVA 檢定的結果，得到檢定統計量 F 值為 8.45，表示各產業平均公司治理分數的差異性，達到 0.01 的顯著水準。

4.4 評等系統的強韌性分析

為驗證本文所建構之公司治理評等系統，是否可作為股市投資人之參考，本文進行評等系統的強韌性分析，即探討公司治理分數與該年度及下年度的經營績效、股票報酬間的關係。

本文首先依公司治理分數的高低，將 93 年的樣本公司區分為前 25%、中間 50%、後 25% 三種等級，再去計算各等級樣本公司 93 年經營績效 (ROE、ROA) 及股票報酬的平均值。樣本公司數共計 637 家，

表9 各產業公司治理分數平均值

產業	平均分數	樣本數
資訊電子	62.27	300
電線電纜	60.67	14
電機機械	56.70	35
營建	54.94	37
其他	51.18	33
鋼鐵金屬	51.17	23
水泥	45.85	8
運輸	37.13	18
化學	38.30	33
紡織人纖	39.75	49
百貨	32.94	10
塑化	33.11	21
食品	32.38	21
橡膠輪胎	27.94	9
綜合產業	15.64	1
造紙	17.45	7
觀光	17.73	6
運輸工具	11.74	5
玻璃陶瓷	9.35	7
平均或總計	51.78	637

故前後25%的家數皆為159，而居中的則有319家，如表10所示。

由表中可明顯看出，不論ROE、ROA或股票報酬的平均值，此三種等級的公司皆有所差異，且排名愈前面的，其經營績效或股票報酬愈佳。但經F檢定結果發現，三種評分等級的ROA及股票報酬平均值差異顯著，但ROE平均值的差異則不顯著。本文進一步以Duncan進行多重檢定發現，

公司治理分數前25%的ROA平均值顯著大於後25%及中間50%，以及公司治理分數前25%及中間50%的股票報酬平均，顯著大於後25%的公司。

本文進一步以迴歸分析驗證公司治理分數，是否與該年度的經營績效或股票報酬有關，並驗證其是否可作為下一年度經營績效或股票報酬率的預測指標。本文分別以93年及94年的ROE、ROA及股票報酬

表10 公司治理分數等級與該年度公司經營績效及股票報酬的關係

下年度經營績效與 股票報酬平均值	後25% (n=159)	中間50% (n=319)	前25% (n=159)	F檢定 統計量
ROE平均值	1.94% (26.99%)	5.38% (26.07%)	8.20% (27.34%)	2.15 (P值=0.1176)
ROA平均值	3.92% (10.17%)	4.70% (11.85%)	7.02% (10.93%)	3.32 (P值=0.0368)
股票報酬平均值	-7.75% (39.68%)	-1.50% (39.23%)	4.66% (31.01%)	4.25 (P值=0.0147)

註：上表中平均數下方的括號數字為標準差。

表11 93年度公司治理分數與93、94年度經營績效及股票報酬的迴歸模式

項目	ROE模式		ROA模式		股票報酬模式	
	93年	94年	93年	94年	93年	94年
截距項	0.0198	0.7301**	0.0029	- 0.0310	0.0116	- 0.1297
公司治理分數	0.1057***	0.1631	0.0495***	0.0305***	0.0204	0.0277
公司規模	0.0305***	- 0.0381	0.0151***	0.0141***	0.0263**	0.0147
負債比率	- 0.0064***	- 0.0107***	- 0.0024***	- 0.0014***	- 0.0023***	- 0.0022*
產業	- 0.0410*	- 0.0836	- 0.0196**	- 0.0009	- 0.3695***	0.3494***
調整R ²	21.07%	2.66%	18.15%	13.27%	22.17%	13.28%

註：*表顯著水準0.1，**表顯著水準0.05，***表顯著水準0.01。

作為應變數，而以93年的公司治理分數作為自變數，控制變數則包括公司規模(公司股票市值的自然對數)、負債比率及產業變數(1表資訊電子業，0表非資訊電子業)。進行相關分析的結果發現，公司治理分數、公司規模、負債比率及產業間變數的相關程度很低，只有治理分數與產業的相關係數為0.33，達到0.01顯著水準，故不存在共

線性的問題。迴歸分析結果如表11所示，在93年度的模式中，公司治理分數對ROE、ROA皆為顯著正向的關係，但對股票報酬率的迴歸係數並不顯著，故本文的評等分數在公司經營績效方面具準確性，但其與股票報酬率的關係卻不顯著。蓋股價的影響因素太多，即使公司經營績效佳，仍無法保證股價的表現亦佳，因此無

法單以公司治理分數進行解釋。而在94年度的模式方面，僅有對ROA的迴歸係數顯著為正，顯示公司治理分數對下年度經營績效及股票報酬的預測效果並不佳。

綜合上述評等系統的強韌性分析，可發現公司治理分數排名較好的樣本公司，該年度的經營績效顯著優於較差的公司，但其與股票報酬間的關係則不顯著。但若要以公司治理分數作為下年度經營績效與股票報酬的預測指標，則除對ROA外，預

測的效果並不佳，蓋公司治理團隊迭有換，以及外在環境亦會有所變化，不一定保證能延續前一年度的經營績效或股價表現。

此外，為驗證「資訊揭露」此因素是否具有重要性，對於解釋公司經營績效或股票報酬是否具有邊際效果，本文在刪除資訊揭露因素後，重新進行主成份分析以獲得新的公司治理分數，再分別與ROE、ROA及股票報酬進行迴歸分析。迴歸分析

表12 公司治理分數(不含資訊因素)與同年度經營績效及股票報酬的迴歸模式

項目	ROE模式	ROA模式	股票報酬模式
截距項	0.2271	0.0467	- 0.0012
公司治理分數	0.9942***	0.4546***	0.0039
公司規模	0.3038***	0.1551***	0.0028**
負債比率	- 0.0638***	- 0.0238***	- 0.0002***
產業	- 0.3801*	- 0.1811**	-0.0376***
調整R2	20.86%	17.87%	22.54%

註：*表顯著水準0.1，**表顯著水準0.05，***表顯著水準0.01。

結果如表12所示，公司治理分數在ROE及ROA模式的迴歸係數仍顯著為正，而股票報酬模式的迴歸係數依然不顯著。但若與表11中93年度的ROE、ROA迴歸模式比較，可發現包含資訊揭露因素之公司治理分數的模式，其調整後的判定係數高於不包含資訊揭露的模式，顯見加入資訊揭露因素後，對於解釋公司的經營績效具有邊際效果。

5. 結論

本文以國內上市公司為研究對象(金融產業除外)，進行公司治理評等系統之建立，研究期間為民國93年。經實證結果發現，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。

本文亦發現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，並且與公司績效存在負向關係，公司治理得分亦越低。在其他股東的制衡方面，如其他股東擔任董事、監察人的比率，也證明與公司經營績效存在正向關係。此外，設置有董事、監察人的公司，其經營績效會比較好，而93年台灣上市公司設置獨立董事、監察人的比率僅達5成9及5成4。此外，依本文針對我國上市公司資訊揭露程度的評分結果，其平均分數僅有5.42分，故資訊揭露的程度仍有待加強。

在公司治理的因素分析方面，本文共萃取四個因素，分別為股權結構、董監事結構、獨立董監事，以及本文首度發現的資訊揭露因素，此乃本文的貢獻之一。此外，本文針對公司股權結構、董監事組成、獨立董監事制度及資訊揭露程度構面，總計10個公司治理變數，以主成份分析進行公司治理評等系統的建立。在採用第一主成份的線性組合作為公司治理評等系統的綜合指標，並進行各樣本公司百分位指標的計算後，發現各產業間公司治理的平均指標值存在顯著的差異，其中以資訊電子業的平均值為最高，顯示其公司治理機制相對較佳。

本文透過迴歸分析發現，公司治理分數與同年度經營績效具有顯著的正向關係，且將資訊揭露因素加入評等分數中，對於解釋公司經營績效具有邊際效果。投資人應重視公開說明書與年報等相關資訊，瞭解公司最大股東及監察人的持股狀況、最大股東現金流量權的偏離程度、董

監事會的組成及是否設置獨立董監事，以作為判斷投資標的公司治理良窳之參考。

本文主要的研究限制為研究期間僅有一年，由於公司治理評等的建立，需要大量的資料蒐集、判斷與計算工作，故國內的公司治理評等文獻皆只針對單一年度，然後再與其他各年度的經營績效或股價表現進行關聯性分析。然台灣經濟新報社於民國95年3月間發行公司治理資料庫，範圍涵蓋國內上市櫃及公開發行公司，資料期間始自民國85年。建議後續研究可利用該資料庫進行公司治理評等的縱斷面分析，以提高評等系統的準確性與穩定性，並大幅減少評等的時間與工作量。

參考文獻

- 江向才、何里仁(2003)，「公司治理之資訊透明度與經營績效關聯性之實證研究」，《管理會計》，63，1-20。
- 沈中華、池祥麟、高于婷(2004)，「證券商股票推薦之利益衝突及影響」，《台灣金融財務季刊》，6(2)，1-20。
- 沈中華、陳錦村、吳孟紋(2005)，「更早期預警模型：台灣銀行道德指標的建立及影響」，《管理學報》，22(1)，1-28。
- 林尙志(2004)，「我國公司治理評等指標建立之研究」，政治大學會計研究所碩士論文。
- 許崇源、陳瑞斌、翁慈青(2005)，「公司治理結構對於資訊透明度之影響」，台灣財務金融學會年會暨學術論文研討會。
- 葉銀華、李存修、柯承恩(2002)，《公司治理與評分系統》，台北：商智文化。
- 葉銀華、邱顯比、何憲章(1997)，「利益輸送代理問題和股權結構之理論與實證研究」，《中國財務學刊》，4(4)，47-73。
- 葉銀華、蘇裕惠、柯承恩、李德冠(2004)，「公司治理機制對於關係人交易的影響」，證券市場發展季刊，15(4)，69-106。
- 賴棚煌(2003)，「初探台灣金融控股公司之公司治理評等系統」，東華大學企業管理所碩士論文。
- 關玓琦(2004)，「公司治理與信用評等-台灣的實證研究」，清華大學科技管理所碩士論文。
- Claessens, S., S. Djankov and L. H. P. Lang (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of Finance Economics* 58, 81-112.
- Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, and L. H. P. Lang (2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," *Journal of Finance* 57, 2741-2771.
- Fan, J. P., H. and T. J. Wong (2002), "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia," *Journal of Accounting and Economics* 33, 401-425.
- Healy, P.M., and K.G. Palepu (2001), "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Market: A Review of the Empirical Disclosure Literature," *Journal of Accounting and Economics* 31, 405-440.
- Ho, S.S., and K.S. Wong (2001), "A Study of the Relationship between Corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure," *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 10:10, 139-156.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny (2000), "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics* 58, 3-27.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny (2002), "Investor Protection and Corporate Valuation," *Journal of Finance* 57, 1147-1170.
- Sandeep, A.P., B. Amra, and B. Lilianca (2002), "Measuring Transparency and Disclosure at Firm-level in Emerging Markets," *Emerging Markets Reviews* 3, 325-337.
- Semkow, B.W. (1994), "Chinese Corporate Governance and Finance in Taiwan," *Journal of International Banking and Financial Law, December*, 528-540.
- Shen, C.H., and H.L. Chih(2005), "Investor

Protection, Prospect Theory, and Earnings Management: A International Comparison of the Banking Industry,” *Journal of Banking and Finance* 29(10),2675-2697.