

修平技術學院

財務金融系

公司治理與經營績效之研究 —以電子與非電子為例

指導老師：張呈徽老師

姓名：施盈甄

學號：BL96009

姓名：蕭于姍

學號：BL96013

姓名：郭孟軒

學號：BL96014

姓名：李維顏

學號：BL96019

中華民國九十九年十二月

目錄

目錄	I
表目錄	III
摘要	IV
第一章 緒論	1
第二章 文獻回顧	3
第三章 資料來源與實證結果	6
第一節 資料來源與特性	6
3-1.1 股權結構與董事會	6
3-1.2 公司的經營狀況	7
第四章 T 檢定實證結果	9
第一節 產業別的 T 統計檢定	9
4-1.1 股權結構與董事會的組成	9
4-1.2 公司的經營狀況	9
第二節 規模差異的 T 統計檢定	10
4-2.1 股權結構與董事會的組成	10
4-2.2 公司的經營狀況	10
第三節 績效差異的 T 檢定	12
4-3.1 全樣本 (ROA)	12
4-3.1.1 股權結構與董事會的組成	12
4-3.1.2 公司的經營狀況	12
4-3.2 全樣本(ROE)	13
4-3.2.1 股權結構與董事會的組成	13
4-3.2.2 公司的經營狀況	13
4-3.3 非電子 (ROA)	14
4-3.3.1 股權結構與董事會的組成	14
4-3.3.2 公司的經營狀況	14
4-3.4 非電子(ROE)	15
4-3.4.1 股權結構與董事會的組成	15
4-3.4.2 公司的經營狀況	15
4-3.5 電子 (ROA)	16
4-3.5.1 股權結構與董事會的組成	16
4-3.5.2 公司的經營狀況	16
4-3.6 電子 (ROE)	17
4-3.6.1 股權結構與董事會的組成	17
4-3.6.2 公司的經營狀況	17

目錄(續)

第五章	迴歸分析實證結果	19
	5.1 全樣本 (ROA)	19
	5.2 全樣本 (ROE)	19
	5.3 非電子 (ROA)	20
	5.4 非電子 (ROE)	20
	5.5 電子 (ROA)	21
	5.6 電子 (ROE)	22
第六章	結論	24
	參考文獻	25

表目錄

表一	樣本的基本統計量	8
表二	產業別與規模差異的 T 統計檢定結果	11
表三	績效差異的 T 統計檢定結果	18
表四	回歸分析的結果	23

摘要

本研究資料皆取自『台灣經濟新報資料庫』。研究對象為 2002 年至 2008 年之上市公司，但由金融股的產業特性較為特殊，因此予以刪除，總計樣本數共有 4,762 筆。

本研究之結果如下：(一) 從全樣本來看，董監持股、大股東持股、經理人持股、獨立董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、負債比率、普通股市值、電子類，對公司治理與經營績效有關係；(二) 從非電子業來看，：董監持股、常董人數、獨立董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、速動比率、負債比率、普通股市值，對公司治理與經營績效有關係；(三) 從電子業來看，大股東持股、經理人持股、獨立董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、負債比率、平均售貨天數、普通股市值，對公司治理與經營績效有關係。

第一章 緒論

現代公司起源於 17 世紀的荷蘭，世界上第一個股份公司為 1602 年在阿姆斯特丹證券交易所上市的荷蘭東印度公司，該公司首創股票不能要求公司退回股款，只能轉讓給其他投資人的先例。此一制度開始之後，當初購買該公司股票股東均自該公司獲得豐厚的紅利，自此也吸引許多民眾爭先恐後的購買該公司的股票，致使公司股價飆漲。有鑑於此一成功的例子，各國為改善國內的財政狀態、促進高風險的殖民地開發，國家紛紛特許一些企業家建立股份有限公司，自此股票的發行蔚為風潮，萬人空巷搶購股票的現象也屢見不鮮。股份有限公司的成立也的確有助於資金的使用效率，讓資金由使用效率較低的資金者移轉到資金使用效率較高的廠商讓資金使用更有效率。

而這樣一個使得整個社會效率提高福利增加的制度，卻也存在著許多漏洞及缺點，讓投機者從中獲利，使得股東蒙受巨大的損失。舉例來說，17 世紀的法國財政大臣羅約翰也設立類似 17 世紀的荷蘭東印度公司的制度，透過發行股票的方式，吸引社會大眾購買股票，讓大眾認為投資該公司能獲取該公司許多紅利與股價上漲的利潤，但事實上這家公司（密西西比公司）在美國的殖民地是一個充滿沼澤的蠻荒之地，並無任何的產出更沒有任何的利潤，甚至許多前往此地開墾的德國勞工都死於瘟疫，也就是說投資該公司的股東其實是買到一家體質很差的公司。但為什麼投資大眾還是前僕後繼的購買該公司的股票呢？其原因就是長久以來金融市場因為存有所謂的資訊不對稱的問題。因為當發行股票之後，經營者持有的股份下降，股東卻不參與公司的實際經營，也就是經營權與持有權相互分離，造成經營者有可能做一些有利於自己但卻損害股東權益的事情，就像上面的例子一樣，經營者隱瞞公司的經營狀況，欺騙投資大眾說公司未來能夠在新殖民地賺取很高的利潤，讓股東誤信公司未來前景一片光明，股價衝高，也使得羅約翰成為法國首富。但泡沫終有破滅的一天，當密西西比公司的經營狀況逐漸被揭露的時候，股價開始下跌，投資人的信心潰散，不僅造成股票崩盤，使得許多股東多年的積蓄化為烏有。羅約翰也身敗名裂逃到威尼斯終老一生。除此之外，更讓往後一個世紀，法國經濟一蹶不振，導致發生法國大革命，民眾也不再信任股票，影響資金的使用效率，其影響不可不說深遠。因此，如何回復民眾對股票的信心，減少經營權與所有權分離的缺點，就成為一個很重要的課題。

歸納資訊不對稱的現象包含有逆選擇(Adverse Selection)及道德危機(Moral Hazard)的問題：像是股東與經理人之間由於目標上的不一致，經理人常常做出損及股東權益的行為；被保險人為了想要詐領保險賠償金，刻意造成意外，使得保險公司遭受損失。這些問題阻礙了投資人的信心，也妨礙了資金的運用與經濟發展，所以許多學者試圖提出相對應的解決方法，其中像是加強公司治理的制度，就是大家近年來熱切討論的一個議題。

不過『公司治理』這一觀念其實在 1970 年代就已經被提及，但直至近年才日漸獲得政府的重視，並逐步納入許多法令的規範中。像是美國自 2001 年的安隆案(Enron)後，陸續引發的金融危機，造成投資大眾不僅對公司報表存疑，也讓幫忙企業簽證的會計師不

再受到完全的信任，因此在此一事件後，促使 2002 年有沙賓法案(Sarbanes-Oxley)之公佈，以強化公司治理，重現民眾的信心。我國也於一連串企業掏空舞弊案件後，於 1998 年起開始向國內公開發行公司宣導公司治理之重要性，之後才開始陸續推動獨立董事及審計委員會的制度。

因此，本文最主要目的有為針對臺灣的上市公司、探討在公司治理的制度導入後是否有助於日後公司經營績效的提昇。

第二章 文獻回顧與探討

金成隆、林美鳳、梁嘉紋(2005)

東亞國家的公司治理薄弱，導致資訊透明度較低，揭露品質也較差。因此，改善公司治理機制及提昇企業資訊透明度是亞洲政府近幾年一直努力的目標。自願性揭露可以降低資訊不對稱，以及因資訊不對稱所引起的相關成本。然而法人說明會是屬於自願性揭露，召開或不召開彈性很大，當控制股東弱化公司治理時，將使得公司的資訊不對稱更為嚴重。公司存在次大股東時，公司召開法人說明會的機率較高，顯示公司法之規定對於小股東之權利能獲得保障。當董事會內部化程度過高時，縱使存在次大股東，其制衡效果仍有限。要提昇企業資訊揭露，降低資訊不對稱，其實首應加強企業公司治理制度。公司自願性揭露不僅可以降低代理成本，同時因為緩和資訊不對稱進而可降低資金成本，管理者若要便於籌集營運所需的資金，可以藉由增加召開法說會，提昇企業資訊之揭露，降低資訊不對稱。然而召開法說會面對面直接與投資者互動，勢需要強化公司治理、降低控制股東剝削行為為前提。因此想積極參與資本市場(如以低成本籌資等)的公司，需同時強化公司治理，進一步增強資訊度才能盡其功。

陳瑞斌、劉立倫、翁慈青(2006)

公司治理除了能夠降低控制股東操縱資訊的機會，提升企業揭露資訊的透明度之外，亦會影響資本市場分析師對於企業未來前景的看法及盈餘的預期。透明化的資訊將會減少管理當局與分析師之間的資訊不對稱，使得分析師對於標的公司未來前景、盈餘變化有更清楚的瞭解，愈能準確預測公司未來盈餘的結果，預測誤差會降低健全的公司治理不僅可以確保股東權益的最大化，保障利害關係人之法定權力，有效監督公司資源的使用效率；同時可以藉由提升資訊透明度，進而影響資本市場分析師對於企業未來前景的看法及盈餘的預期。分析師預測誤差會受到控制股東掌握董監事席次比率的影响；換言之，當控制股東掌握較多數董監事席次時，會提高控制股東操縱資訊的誘因，弱化企業資訊環境，導致資訊可靠性降低，因而增加分析師的預測誤差；另一方面，當控制股東掌握的投票權比率與現金流量權的偏離程度愈大、或掌握董監事席次比率愈大時，分析師預測離散性會提高。這些結果均支持控制股東的財富侵佔效果會弱化企業資訊環境，造成公司的資訊品質下降，進一步負面影響分析師的預測結果。公司治理機制較弱的企業，控制股東有誘因隱匿或操縱資訊，使得這類的企業較不受到分析師的關注。分析師關注較少(表示資訊環境較不透明)的情況下，預測誤差會較大。

郭大維(2008)

金融機構在金融市場上扮演著資金供給者與資金需求者之中介者角色，一旦金融機構本身出現問題，除損及其股東與存款人權益外，可能會形成骨牌效應，波及其他金融機構甚至整個金融體系之運作，進而影響到國家整體經濟的發展，故金融機構必須建立一套良好的公司治理機制。我國金融產業以往主要仰賴主管機關之外部金融監理，使得金融機構之公司治理議題並未受到重視。近年來，雖然政府從事一系列的金融改革，但這些改革大多偏重金融弊端發生後的事後處理機制以及政府的外部金融監理，金融機構的舞弊案件依舊層出不窮，顯見我國金融機構之公司治理仍有改進空間。由於金融產業的特殊性，健全的公司治理制度對於金融機構格外重要。且因金融機構公司治理與一般企業公司治理著重股東利益的保護有別，尚須考慮其他資金供給者與公眾利益的維護，故其公司治理應較一般企業周密且嚴格。過去我國金融改革大多著重在問題金融機構之處理機制以及政府的外部金融監理，而忽略金融機構的公司治理問題。雖然此一問題近來逐漸受到政府的重視，惟自前述經濟合作暨發展組織與巴塞爾委員會所公布之報告觀察以及與英美之比較，可以發現我國現行金融機構公司治理在制度面仍存在不少缺失，對於這些制度面之缺失我國應儘速透過修法加以解決。最後，金融機構公司治理之強化除了制度面之改善外，最重要者係在於能夠充分落實公司治理之相關規定。若政府與金融業者能改善我國在金融機構公司治理制度面之缺失，並確實加以落實當有助於強化我國金融機構之公司治理。

施光訓、許志豪(2009)

上市前董監事持股比例越高，代表公司內部人對於該公司前景越具信心，同時經營者本身利益與投資大眾休戚與共時，則會較專注於公司本身價值與經營績效。公司內部人透過高持股比例，降低資訊不對稱的情形，其蜜月期報酬也越高，同時未來三年長期股價反轉的程度也較小，表現方面也越穩健。

王祝三、莊雅雪、郭勁甫(2009)

在過去文獻發現投資是為提升公司企業價值的核心因素之一，以公司治理之角度來探討公司價值的提升是直接受到研發支出和資本支出之公司投資所影響，抑或是間接透過良好的公司治理所造成。實證結果發現，這個問題的答案取決於產業特性和投資之本質，而直接效果和間接效果可以單獨存在，也可能同時並存，甚至公司投資也可能與公司價值無關。我國電子產業，即使缺乏良好之公司治理，公司投資本身就可創造股東財富；反之，非電子產業之公司投資本身並無此效果。另一方面，與無形智慧資產有關之研發支出是較難監督的，因此對任何產業來說，良好之公司治理也無法提升研發支出之價值創造能力；與有形固定資產有關之資本支出較易於監督，故良好之公司治理可進一步發揮正面效益。因此，證實了在探討資本支出決策對公司價值之影響時，公司治理乃是不可忽略之關鍵因素。

林維珩、陳如慧(2009)

員工分紅制度為吸引人才的方法，管理階層認為員工分紅入股有助於吸引人才，但專業投資人士對此制度逐漸抱持懷疑態度。員工分紅配股有助於吸引國際人才，逐步建立產業的基礎。企業可以很低的成本吸引大量的員工，有利於企業在成長過程中，提昇競爭力。我國高科技產業唯一且最常用以吸引與留任員工，增加員工向心力，激勵生產力，提高公司整體經營效率的方式。若員工與公司的關係主要建立於分紅股票價值，而員工分紅制度為短期績效衡量結果，將可能造成對公司缺乏向心力，對組織承諾偏低，對公司研發持續性與人力資本累積有不利影響，削減企業的競爭生產力，讓公司的成長陷入停頓。員工分紅不論是費用或盈餘分配，對股東而言，都是財富的減少，但是如同研究發展支出，此支出若能提高員工生產力及降低離職率對股東將能產生更大效益，則此一制度有其可取之處。

採行員工分紅公司係以較高比重之變動薪資，讓員工分擔不確定性；而未採行員工分紅公司可能為獲利相對較穩定，薪酬結構中變動薪酬之比重較低。分配現金紅利、僅分配股票紅利、同時分配現金紅利與股票紅利。以現金分配員工紅利，由於管理當局可資運用之現金減少，實質上為企業負擔支付員工現金分紅的成本。採以無償配股方式分配員工紅利，看起來保留盈餘轉為股本，股東權益沒有變動，但從股東立場，這些保留盈餘換成的股票不是發到股東的手上，原股東對企業的請求權因而下降；表面上員工分紅不影響損益，但稀釋作用下，實質上原股東須負擔員工紅利。

第三章 資料來源與實證結果

第一節 資料來源與特性

本文主要的目的在瞭解公司治理的程度是否會影響公司的經營績效。本文使用的公司資料皆取自『台灣經濟新報資料庫』。研究對象為 2002 年至 2008 年之上市公司，但由於金融股的產業特性較為特殊，因此予以刪除，總計樣本數共有 4762 筆。

3-1.1 股權結構與董事會的組成

首先，由表一可以發現『董監持股』的平均值為 22.94%，最小值只有 0.13%，而最大值確有 94.95%，顯見台灣的上市公司其董監持股的差異頗大。『經理人持股』的平均值為 0.94%，標準差為 2.0662，最大的持股比例是 23.14%。如果是經理持股（含兼董監）比例有 4.74%，有此可知一般的經理人持有公司的股份只有不到百分之一的比率，而董監持股的部份也不高只有 22.94%，意味台灣上市公司所有權大部分還是持有在一般不兼董事或經理人的股民手上，而這些股民並沒有太多的精力與意願監督公司的經營，因此容易形成道德危險的資訊不對稱問題。

接下來我們分析董事會的組成，首先針對董事會的規模，Yermak(1996)與 Eisenberg et al.(1998)指出董事會規模愈小與公司績效愈好有關，主要因為規模愈小的董事會可能議事效率較高，故功能較佳。然而，董事會規模愈大可提供較佳的環境連結與具有較多專家，有助於提升監督效能，Dalton et al.(1999)即實證發現董事會規模與公司績效呈正向關係。董事會愈大，愈可能擁有具公司與財務經驗的獨立董事，故愈能抑制盈餘管理程度(Xie et al., 2003; 陳錦村及葉雅薰, 民 91)。本文統計董事總人數為 7.12 個人，標準差為 2.65，可見台灣大部分的公司其董事會的規模為 5~10 人左右，規模並不大。而至於外資的董事部份，平均只有 0.13 個人，標準差為 0.58，顯見雖然外資在台灣的股市中佔有舉足輕重的地位，但實際上進入公司的董事會的部份比例並不高，因此寄望能利用外資的引入來監督公司的營運，讓公司減少資訊不對稱的可能性並無太大的效果。其次，在監察人的部份，監察總人數平均值為 2.58 人，標準差為 0.070，顯見台灣監察人的部分大約是在 2~4 人左右，然後外資監察人的部分更是平均只有 0.02 人左右。最後在近年來推動的獨立董事部份，平均只有 0.622 人，標準差為 0.98，顯見獨立董事目前人數約為 1~2 人左右，人數並不多，因此如果要如外國一般設立的經費委員會或是薪酬委員會時，需要專業的獨立董事加入，可能會遭遇到人數不足的窘境。

由以上的初步分析，可以發現台灣上市公司有可能面對所有權與經營權所產生的資訊不對稱問題，造成投資大眾的權益受損，但是如果要藉由獨立董事或是外資的引入來加強公司的治理可能效果仍屬有限。

3-1.2 公司的經營狀況

首先，資產報酬率的部份，平均值為 8.83%，標準差為 9.79%。然後淨值報酬率的部份，平均值為 5.866%，標準差為 24.39%。由此可知，台灣上市公司的績效差距頗大，因此，瞭解這些績效的差異是否由公司治理的優劣所造成就是一個很重要的課題，希望瞭解藉由公司治理的改善，能否作為預測未來公司的營運狀況。

其次，在公司的基本部分，流動比率(Current Ratio) = (流動資產 ÷ 流動負債) × 100%：又稱為營運資金比率(Working Capital Ratio)，表示一家企業變現性較高的資產對短期內到期的負債的承受度。若此比率小於 100%，則公司若發生預料之外的支出時，短期負債便可能出現無法償還的問題。因此流動比率愈高，表示公司的短期償債能力愈高；但過高也代表公司有太多閒置的現金。一般會認為流動比率以高於 150% 為宜。本文樣本流動比率平均為 241.398%，標準差為 508.893%，顯見此時上市公司的短期償債能力雖較高；但也代表公司有太多閒置的現金，而未充分運用。

速動比率(Quick Ratio) = [(流動資產 - 存貨 - 預付費用) ÷ 流動負債] × 100%：是將流動資產中相對較不易變現的存貨與預付費用進一步扣除後，所顯現的企業短期償債能力，由於存貨與預付費用的短期變現能力相對較低，因此從流動比率再衍生出速動比率，用以檢視當企業遇到短期不可預料風險時的緊急償債能力。一般而言，速動比率也以高於 100% 為宜。本文之速動比率平均值為 169.27%，標準差為 369.77%。

負債比率通常用來比較同一產業公司間的差異，若數值大於 50，則代表公司的負債已大於公司的淨值，一般而言公司負債比率應在 40% 以下，但金融業的負債比率一般在 90% 以上。本文負債比率平均值為 38.28%，標準差為 16.898%。

另外平均收帳天數平均為 76.87%，標準差為 140.93%。存貨週轉率平均值為 70.36%，標準差為 1515.27%。平均售貨天數平均值為 337.68%，標準差為 5769.57%。現金股利率平均值為 2.99%，標準差為 3.03%。普通股每股現金股利平均值為 1.02%，標準差為 1.7%。融資限制平均值為 0.52%，標準差為 0.5%。電子業平均值為 45.7%，代表我們所使用的資料理面，有百分之 45.7 為電子業，而非電子業有 54.3%。

表一 樣本的基本統計量

	平均數	標準差	Skewness	Kurtosis
董監持股	22.9498	13.8845	1.34076	5.286
十大股東持股(不含董監)	17.8416	11.1967	1.07867	5.12005
經理人持股	0.947257	2.06615	5.30269	43.345
經理人持股%(含兼董監)	4.74328	6.50616	2.42026	10.997
董事總人數	7.11697	2.65062	1.86134	8.38229
常董人數	0.238135	0.79194	3.90177	20.4539
一般董事人數	5.04263	2.24485	1.26634	5.63388
獨立董事人數	0.622638	0.981758	1.21059	3.08797
外資董事人數	0.128937	0.581669	6.11406	46.7029
外資獨立董事人數	0.0105	0.130817	15.1458	269.075
監察總人數	2.58232	0.702597	0.723653	9.18861
常監人數	0.031919	0.178177	5.54641	33.3435
一般監察人數	2.2984	0.747602	0.611425	6.9106
獨立監察人數	0.251995	0.509438	1.95992	6.2758
外資監察人數	0.02499	0.161402	6.67536	49.8852
外資獨立監察人數	0.00336	0.057874	17.1629	295.566
ROA	8.82899	9.79258	-0.28507	8.32544
淨值報酬率	5.86603	24.3909	-14.5104	493.102
稅前淨利率	1.98899	209.8	-37.2899	1890.13
流動比率	241.398	508.893	19.6934	512.147
速動比率	169.271	360.977	23.1285	857.165
負債比率	38.2778	16.898	0.414823	3.03199
平均收帳天數	76.8785	140.933	16.8788	332.847
存貨週轉率	70.3559	1515.27	41.5717	2015.68
平均售貨天數	337.677	5769.57	34.793	1292.05
現金股利率	2.99074	3.02568	0.961145	3.77508
普通股每股現金股利	1.01634	1.69919	6.47017	84.9141
每股股票股利—股票	0.27858	0.520237	2.97861	15.6241
季底普通股市值	2.12E+07	8.67E+07	11.2842	168.672
電子業	0.457371	0.498232	0.171122	1.02907

資料來源：本研究整理

第四章 T 檢定實證結果

以下我們將就產業別與規模差異及績效的差異分別進行檢定，以瞭解公司治理的程度是否會在不同的產業別、規模及績效有所差異的公司會有所不同。

第一節、產業別的 T 統計檢定

此一部份我們先就樣本區分為電子股與非電子股進行 T 檢定，其結果如表二。說明如下：

4-1.1 股權結構與董事會的組成

首先，由表二可以發現『董監持股』的變數顯著異於 0，且係數為 8.6056，代表非電子業的董監事持股高於電子業。『經理人持股』的變數顯著異於 0，且係數為-3.1341，代表非電子業的經理人持股低於電子業。如果是『經理持股（含兼董監）』比例的變數顯著異於 0，且係數為-7.9184，代表非電子業的經理持股（含兼董監）』比例低於電子業。

接下來我們分析董事會的組成，首先針對董事會的規模，『董事總人數』的變數顯著異於 0，且係數為 10.6108，代表非電子業的董事總人數高於電子業。至於『外資董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為 5.4586，代表非電子業的『外資董事人數』高於電子業。其次，在監察人的部份，『監察總人數』的變數顯著異於 0，且係數為-10.4553，代表非電子業的監察總人數低於電子業。然後『外資監察人數』的變數顯著異於 0，且係數為 1.6993，代表非電子業的外資監察人數高於電子業。最後在近年來推動的『獨立董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為-28.4538，代表非電子業的獨立董事人數低於電子業。

4-1.2 公司的經營狀況

首先，『資產報酬率』的變數顯著異於 0，且係數為-5.4151，代表非電子業的資產報酬率低於電子業。然後『淨值報酬率』的變數顯著異於 0，且係數為-2.97，代表非電子業的淨值報酬率低於電子業。

其次，在公司的基本部分，『流動比率』的變數顯著異於 0，且係數為 0.2047，代表非電子業的流動比率高於電子業。『速動比率』的變數顯著異於 0，且係數為-3.319，代表非電子業的速動比率低於電子業。『負債比率』的變數顯著異於 0，且係數為 7.4465，代表非電子業的負債比率高於電子業。『平均收帳天數』的變數顯著異於 0，且係數為-3.1035，代表非電子業的平均收帳天數低於電子業。『存貨週轉率』的變數顯著異於 0，且係數為-1.5768，代表非電子業的存貨週轉率低於電子業。『平均售貨天數』的變數顯著異於 0，且係數為 3.0564，代表非電子業的平均售貨天數高於電子業。『現金股利率』的變數顯著異於 0，且係數為-2.3144，代表非電子業的現金股利率低於電子業。『普通股每股現金股利』的變數顯著異於 0，且係數為-10.9746，代表非電子業的普通股每股現金股利低於電子業。『融資限制』的變數顯著異於 0，且係數為-6.5108，代表非電子業的融資限制低於電子業。

第二節、規模差異的 T 統計檢定

此一部份我們先就樣本區分為規模後百分之 25 的公司與規模前百分之 25 的公司進行 T 檢定，其結果如表二。說明如下：

4-2.1 股權結構與董事會的組成

首先，由表二可以發現『董監持股』的變數不顯著異於 0，代表規模大小並不會影響董監事持股的比率。『經理人持股』的變數顯著異於 0，且係數為 7.2545，代表規模後百分之 25 的公司經理人持股高於規模前百分之 25 的公司。如果是『經理持股（含兼董監）』比例的變數顯著異於 0，且係數為 11.1237，代表規模後百分之 25 的公司經理人持股高於規模前百分之 25 的公司。

接下來我們分析董事會的組成，首先針對董事會的規模，『董事總人數』的變數顯著異於 0，且係數為-17.9932，代表規模後百分之 25 的公司經理人持股低於規模前百分之 25 的公司。至於『外資董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為-7.5358，代表規模後百分之 25 的公司經理人持股低於規模前百分之 25 的公司。其次，在監察人的部份，『監察總人數』的變數顯著異於 0，且係數為-2.9545，代表規模後百分之 25 的公司經理人持股低於規模前百分之 25 的公司。然後『外資監察人數』的變數顯著異於 0，且係數為-1.6940，代表規模後百分之 25 的公司經理人持股低於規模前百分之 25 的公司。最後在近年來推動的『獨立董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為-4.1332，代表規模後百分之 25 的公司經理人持股低於規模前百分之 25 的公司。

4-2.2 公司的經營狀況

首先，『資產報酬率』的變數顯著異於 0，且係數為-19.2605，代表規模後百分之 25 的公司經理人持股低於規模前百分之 25 的公司。然後『淨值報酬率』的變數顯著異於 0，且係數為-10.8544，代表規模後百分之 25 的公司經理人持股低於規模前百分之 25 的公司。

其次，在公司的基本部分，『流動比率』的變數不顯著異於 0，代表規模大小並不會影響流動比率。『速動比率』的變數不顯著異於 0，代表規模大小並不會影響速動比率。『負債比率』的變數顯著異於 0，且係數為 5.3627，代表規模後百分之 25 的公司經理人持股高於規模前百分之 25 的公司。『平均收帳天數』的變數顯著異於 0，且係數為 5.1020，代表規模後百分之 25 的公司經理人持股高於規模前百分之 25 的公司。『存貨週轉率』的變數不顯著異於 0，代表規模大小並不會影響存貨週轉率。『平均售貨天數』的變數不顯著異於 0，代表規模大小並不會影響平均售貨天數。『現金股利率』變數顯著異於 0，且係數為-7.0171，代表非電子業的現金股利率低於電子業。『普通股每股現金股利』的變數顯著異於 0，且係數為-10.9746，代表規模後百分之 25 的公司經理人持股低於規模前百分之 25 的公司。『融資限制』的變數顯著異於 0，且係數為-12.5239，代表規模後百分之 25 的公司經理人持股低於規模前百分之 25 的公司。

表二 產業別與規模差異的 T 統計檢定結果

	T 值 非電子, 電子	T 值 規模後 25%, 前 25%
董監持股	8.6056 ***	-0.2951
大股東持股	71.4821 ***	-0.1516
十大股東持股(不含董監)	12.3567 ***	1.8475 *
經理人持股	-3.1341 ***	7.2545 ***
經理人持股%(含兼董監)	-7.9184 ***	11.1237 ***
董事總人數	10.6108 ***	-17.9932 ***
董事長人數	-0.8328	-0.9332
常董人數	14.7075 ***	-11.6273 ***
一般董事人數	19.0149 ***	-13.5934 ***
獨立董事人數	-28.4538 ***	-4.1332 ***
外資董事人數	5.4586 ***	-7.5358 ***
外資獨立董事人數	-4.9332 ***	-7.5908 ***
監察總人數	-10.4553 ***	-2.9545 ***
常監人數	8.4733 ***	-5.3352 ***
一般監察人數	1.9820 **	-1.3869
獨立監察人數	-21.0178 ***	-0.2206
外資監察人數	1.6993 *	-1.6940 *
外資獨立監察人數	-4.3721 ***	-1.9412 *
ROA	-8.4151 ***	-19.2605 ***
淨值報酬率	-2.9700 ***	-10.8544 ***
稅前淨利率	-0.0109	-3.3741 ***
流動比率	0.2047	1.5874
速動比率	-3.3190 ***	0.8532
負債比率	7.4465 ***	5.3627 ***
平均收帳天數	-3.1035 ***	5.1020 ***
存貨週轉率	-1.5768	-1.4095
平均售貨天數	3.0564 ***	1.4895
現金股利率	-2.3144 **	-7.0171 ***
普通股每股現金股利	-10.9746 ***	-24.5914 ***
融資限制	-6.5108 ***	-12.5239 ***
每股股票股利—股票	-10.5272 ***	-8.4773 ***
季底普通股市值	-6.0496 ***	-31.7089 ***

註：***表示顯著水準 1%下顯著，**表示顯著水準 5%下顯著，*表示顯著水準 10%下顯著。

資料來源：本研究整理

第三節、績效差異的 T 檢定

4-3.1 全樣本(ROA)

此一部份我們先就樣本區分為 ROA 後百分之 25 的公司與 ROA 前百分之 25 的公司進行 T 檢定，其結果如表三。說明如下：

4-3.1.1 股權結構與董事會的組成

首先，由表三可以發現『董監持股』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在董監事持股的比例上並無差異。『經理人持股』的變數顯著異於 0，且係數為-5.5122，代表 ROA 後百分之 25 的公司低於 ROA 前百分之 25 的公司。如果是『經理持股（含兼董監）』比例的變數顯著異於 0，且係數為-3.5431，代表 ROA 後百分之 25 的公司低於 ROA 前百分之 25 的公司。

接下來我們分析董事會的組成，首先針對董事會的規模，『董事總人數』的變數顯著異於 0，且係數為 8.2391，代表 ROA 後百分之 25 的公司高於 ROA 前百分之 25 的公司。至於『外資董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為 3.589，代表 ROA 後百分之 25 的公司高於 ROA 前百分之 25 的公司。其次，在監察人的部份，『監察總人數』的變數顯著異於 0，且係數為-12.5892，代表 ROA 後百分之 25 的公司低於 ROA 前百分之 25 的公司。然後『外資監察人數』的變數顯著異於 0，且係數為 3.51，代表 ROA 後百分之 25 的公司高於 ROA 前百分之 25 的公司。最後在近年來推動的『獨立董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為-35.0551，代表 ROA 後百分之 25 的公司低於 ROA 百分之 25 的公司。

4-3.1.2 公司的經營狀況

在公司的基本部分，『流動比率』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在流動比率上並無差異。『速動比率』的變數顯著異於 0，且係數為-2.598，ROA 後百分之 25 的公司低於 ROA 前百分之 25 的公司。『負債比率』的變數顯著異於 0，且係數為 4.7088，代表 ROA 後百分之 25 的公司高於 ROA 前百分之 25 的公司。『平均收帳天數』的變數顯著異於 0，且係數為-6.7715，代表 ROA 後百分之 25 的公司低於 ROA 前百分之 25 的公司。『存貨週轉率』的變數顯著異於 0，且係數為-6.1269，代表 ROA 後百分之 25 的公司低於 ROA 前百分之 25 的公司。『平均售貨天數』的變數顯著異於 0，且係數為 1.9030，代表 ROA 後百分之 25 的公司高於 ROA 前百分之 25 的公司。『現金股利率』的變數顯著異於 0，且係數為-7.7288，代表 ROA 後百分之 25 的公司低於 ROA 前百分之 25 的公司。『普通股每股現金股利』的變數顯著異於 0，且係數為-13.697，代表 ROA 後百分之 25 的公司低於 ROA 前百分之 25 的公司。『融資限制』的變數顯著異於 0，且係數為-12.0157，代表 ROA 後百分之 25 的公司低於 ROA 前百分之 25 的公司。

4-3.2 全樣本(ROE)

此一部份我們先就樣本區分為 ROE 後百分之 25 的公司與 ROE 前百分之 25 的公司進行 T 檢定，其結果如表三。說明如下：

4-3.2.1 股權結構與董事會的組成

首先，由表三可以發現『董監持股』的變數顯著異於 0，且係數為-6.8378，代表 ROE 後百分之 25 的公司低於 ROE 前百分之 25 的公司。『經理人持股』的變數顯著異於 0，且係數為-1.7707，代表 ROE 後百分之 25 的公司低於 ROE 前百分之 25 的公司。如果是『經理持股（含兼董監）』比例的變數顯著異於 0，且係數為-5.5393，代表 ROE 後百分之 25 的公司低於 ROE 前百分之 25 的公司。

接下來我們分析董事會的組成，首先針對董事會的規模，『董事總人數』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在董事總人數上並無差異。至於『外資董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為-3.3212，代表 ROE 後百分之 25 的公司低於 ROE 前百分之 25 的公司。其次，在監察人的部份，『監察總人數』的變數顯著異於 0，且係數為-9.421，代表 ROE 後百分之 25 的公司低於 ROE 前百分之 25 的公司。然後『外資監察人數』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在外資監察人數上並無差異。最後在近年來推動的『獨立董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為-14.3513，代表 ROE 後百分之 25 的公司低於 ROE 前百分之 25 的公司。

4-3.2.2 公司的經營狀況

在公司的基本部分，『流動比率』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在流動比率上並無差異。『速動比率』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在速動比率上並無差異。『負債比率』的變數顯著異於 0，且係數為 11.4992，代表 ROE 後百分之 25 的公司高於 ROE 前百分之 25 的公司。『平均收帳天數』的變數顯著異於 0，且係數為 3.2568，代表 ROE 後百分之 25 的公司高於 ROE 前百分之 25 的公司。『存貨週轉率』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在存貨週轉率上並無差異。『平均售貨天數』的變數顯著異於 0，且係數為 2.6074，代表 ROE 後百分之 25 的公司高於 ROE 前百分之 25 的公司。『現金股利率』的變數顯著異於 0，且係數為-56.0013，代表 ROE 後百分之 25 的公司低於 ROE 前百分之 25 的公司。『普通股每股現金股利』的變數顯著異於 0，且係數為-35.2861，代表 ROE 後百分之 25 的公司低於 ROE 前百分之 25 的公司。『融資限制』的變數顯著異於 0，且係數為-61.9327，代表 ROE 後百分之 25 的公司低於 ROE 前百分之 25 的公司。

4-3.3 非電子(ROA)

此一部份我們先就樣本區分為非電子 ROA 後百分之 25 的公司與非電子 ROA 前百分之 25 的公司進行 T 檢定，其結果如表三。說明如下：

4-3.3.1 股權結構與董事會的組成

首先，由表三可以發現『董監持股』的變數顯著異於 0，且係數為-7.6618，代表非電子 ROA 後百分之 25 的公司低於非電子 ROA 前百分之 25 的公司。『經理人持股』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在經理人持股上並無差異。如果是『經理持股（含兼董監）』比例的變數顯著異於 0，且係數為-1.6658，代表非電子 ROA 後百分之 25 的公司低於非電子 ROA 前百分之 25 的公司。

接下來我們分析董事會的組成，首先針對董事會的規模，『董事總人數』的變數顯著異於 0，且係數為-3.862，代表非電子 ROA 後百分之 25 的公司低於非電子 ROA 前百分之 25 的公司。至於『外資董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為-4.9003，代表非電子 ROA 後百分之 25 的公司低於非電子 ROA 前百分之 25 的公司。其次，在監察人的部份，『監察總人數』的變數顯著異於 0，且係數為-6.9523，代表非電子 ROA 後百分之 25 的公司低於非電子 ROA 前百分之 25 的公司。然後『外資監察人數』的變數顯著異於 0，且係數為-4.6254，代表非電子 ROA 後百分之 25 的公司低於非電子 ROA 前百分之 25 的公司。最後在近年來推動的『獨立董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為-7.4094，代表非電子 ROA 後百分之 25 的公司低於非電子 ROA 前百分之 25 的公司。

4-3.3.2 公司的經營狀況

在公司的基本部分，『流動比率』的變數顯著異於 0，且係數為-2.0896，代表非電子 ROA 後百分之 25 的公司高於非電子 ROA 前百分之 25 的公司。『速動比率』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在速動比率上並無差異。『負債比率』的變數顯著異於 0，且係數為 12.6886，代表非電子 ROA 後百分之 25 的公司高於非電子 ROA 前百分之 25 的公司。『平均收帳天數』的變數顯著異於 0，且係數為 4.2306，代表非電子 ROA 後百分之 25 的公司高於非電子 ROA 前百分之 25 的公司。『存貨週轉率』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在存貨週轉率上並無差異。『平均售貨天數』的變數顯著異於 0，且係數為 2.7361，代表非電子 ROA 後百分之 25 的公司高於非電子 ROA 前百分之 25 的公司。『現金股利率』的變數顯著異於 0，且係數為-44.1009，代表非電子 ROA 後百分之 25 的公司低於非電子 ROA 前百分之 25 的公司。『普通股每股現金股利』的變數顯著異於 0，且係數為-31.7775，代表非電子 ROA 後百分之 25 的公司低於非電子 ROA 前百分之 25 的公司。『融資限制』的變數顯著異於 0，且係數為-46.006，代表非電子 ROA 後百分之 25 的公司低於非電子 ROA 前百分之 25 的公司。

4-3.4 非電子 (ROE)

此一部份我們先就樣本區分為 ROE 後百分之 25 的公司與 ROE 前百分之 25 的公司進行 T 檢定，其結果如表三。說明如下：

4-3.4.1 股權結構與董事會的組成

首先，由表三可以發現『董監持股』的變數顯著異於 0，且係數為-7.9321，代表非電子 ROE 後百分之 25 的公司低於非電子 ROE 前百分之 25 的公司。『經理人持股』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在經理人持股上並無差異。如果是『經理持股（含兼董監）』比例的變數顯著異於 0，且係數為-1.9359，代表非電子 ROE 後百分之 25 的公司低於非電子 ROE 前百分之 25 的公司。

接下來我們分析董事會的組成，首先針對董事會的規模，『董事總人數』的變數顯著異於 0，且係數為-3.3291，代表非電子 ROE 後百分之 25 的公司低於非電子 ROE 前百分之 25 的公司。至於『外資董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為-4.3504 代表非電子 ROE 後百分之 25 的公司低於非電子 ROE 前百分之 25 的公司。其次，在監察人的部份，『監察總人數』的變數顯著異於 0，且係數為-7.1451，代表非電子 ROE 後百分之 25 的公司低於非電子 ROE 前百分之 25 的公司。然後『外資監察人數』的變數顯著異於 0，且係數為-4.5247，非電子 ROE 後百分之 25 的公司低於非電子 ROE 前百分之 25 的公司。最後在近年來推動的『獨立董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為-8.459，代表非電子 ROE 後百分之 25 的公司低於非電子 ROE 前百分之 25 的公司。

4-3.4.2 公司的經營狀況

在公司的基本部分，『流動比率』的變數顯著異於 0，且係數為 2.1866，代表非電子 ROE 後百分之 25 的公司高於非電子 ROE 前百分之 25 的公司。『速動比率』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在速動比率上並無差異。『負債比率』的變數顯著異於 0，且係數為 7.89，代表非電子 ROE 後百分之 25 的公司高於非電子 ROE 前百分之 25 的公司。『平均收帳天數』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在平均收帳天數上並無差異。『存貨週轉率』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在存貨週轉率上並無差異。『平均售貨天數』的變數顯著異於 0，且係數為 2.6641，代表非電子 ROE 後百分之 25 的公司高於非電子 ROE 前百分之 25 的公司。『現金股利率』的變數顯著異於 0，且係數為-39.9212，代表非電子 ROE 後百分之 25 的公司低於非電子 ROE 前百分之 25 的公司。『普通股每股現金股利』的變數顯著異於 0，且係數為-30.4412，代表非電子 ROE 後百分之 25 的公司低於非電子 ROE 前百分之 25 的公司。『融資限制』的變數顯著異於 0，且係數為-42.4343，代表非電子 ROE 後百分之 25 的公司低於非電子 ROE 前百分之 25 的公司。

4-3.5 電子(ROA)

此一部份我們先就樣本區分為非電子 ROA 後百分之 25 的公司與非電子 ROA 前百分之 25 的公司進行 T 檢定，其結果如表三。說明如下：

4-3.5.1 股權結構與董事會的組成

首先，由表三可以發現『董監持股』的變數顯著異於 0，且係數為-2.0767，代表電子 ROA 後百分之 25 的公司低於電子 ROA 前百分之 25 的公司。『經理人持股』的變數顯著異於 0，且係數為-2.974，代表電子 ROA 後百分之 25 的公司低於電子 ROA 前百分之 25 的公司。如果是『經理持股（含兼董監）』比例的變數顯著異於 0，且係數為-5.1063，代表電子 ROA 後百分之 25 的公司低於電子 ROA 前百分之 25 的公司。

接下來我們分析董事會的組成，首先針對董事會的規模，『董事總人數』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在董事總人數上並無差異。至於『外資董事人數』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在董事總人數上並無差異。其次，在監察人的部份，『監察總人數』的變數顯著異於 0，且係數為-4.8545，代表電子 ROA 後百分之 25 的公司低於電子 ROA 前百分之 25 的公司。然後『外資監察人數』的變數顯著異於 0，且係數為 2.7091，代表電子 ROA 後百分之 25 的公司高於電子 ROA 前百分之 25 的公司。最後在近年來推動的『獨立董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為-7.3965，代表電子 ROA 後百分之 25 的公司低於電子 ROA 前百分之 25 的公司。

4-3.5.2 公司的經營狀況

在公司的基本部分，『流動比率』的變數顯著異於 0，且係數為-7.711，代表電子 ROA 後百分之 25 的公司低於電子 ROA 前百分之 25 的公司。『速動比率』的變數顯著異於 0，且係數為-9.1986，代表電子 ROA 後百分之 25 的公司低於電子 ROA 前百分之 25 的公司。『負債比率』的變數顯著異於 0，且係數為 14.7055，代表電子 ROA 後百分之 25 的公司高於電子 ROA 前百分之 25 的公司。『平均收帳天數』的變數顯著異於 0，且係數為 3.7964，代表電子 ROA 後百分之 25 的公司高於電子 ROA 前百分之 25 的公司。『存貨週轉率』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在存貨週轉率上並無差異。『平均售貨天數』的變數顯著異於 0，且係數為 3.6892，代表電子 ROA 後百分之 25 的公司高於電子 ROA 前百分之 25 的公司。『現金股利率』的變數顯著異於 0，且係數為-38.1547，代表電子 ROA 後百分之 25 的公司低於電子 ROA 前百分之 25 的公司。『普通股每股現金股利』的變數顯著異於 0，且係數為-21.4978，代表電子 ROA 後百分之 25 的公司低於電子 ROA 前百分之 25 的公司。『融資限制』的變數顯著異於 0，且係數為-41.3912，代表電子 ROA 後百分之 25 的公司低於電子 ROA 前百分之 25 的公司。

4-3.6 電子 (ROE)

此一部份我們先就樣本區分為 ROE 後百分之 25 的公司與 ROE 前百分之 25 的公司進行 T 檢定，其結果如表三。說明如下：

4-3.6.1 股權結構與董事會的組成

首先，由表三可以發現『董監持股』的變數顯著異於 0，且係數為-1.9969，代表電子 ROE 後百分之 25 的公司低於電子 ROE 前百分之 25 的公司。『經理人持股』的變數顯著異於 0，且係數為-3.1106，代表電子 ROE 後百分之 25 的公司低於電子 ROE 前百分之 25 的公司。如果是『經理持股（含兼董監）』比例的變數顯著異於 0，且係數為-4.4264，代表電子 ROE 後百分之 25 的公司低於電子 ROE 前百分之 25 的公司。

接下來我們分析董事會的組成，首先針對董事會的規模，『董事總人數』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在董事總人數上並無差異。至於『外資董事人數』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在外資董事人數上並無差異。其次，在監察人的部份，『監察總人數』的變數顯著異於 0，且係數為-5.1347，代表電子 ROE 後百分之 25 的公司低於電子 ROE 前百分之 25 的公司。然後『外資監察人數』的變數顯著異於 0，且係數為 2.6342，電子 ROE 後百分之 25 的公司高於電子 ROE 前百分之 25 的公司。最後在近年來推動的『獨立董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為-8.261，代表電子 ROE 後百分之 25 的公司低於電子 ROE 前百分之 25 的公司。

4-3.6.2 公司的經營狀況

在公司的基本部分，『流動比率』的變數顯著異於 0，且係數為-5.9212，代表電子 ROE 後百分之 25 的公司低於電子 ROE 前百分之 25 的公司。『速動比率』的變數顯著異於 0，且係數為-7.3055，代表電子 ROE 後百分之 25 的公司低於電子 ROE 前百分之 25 的公司。『負債比率』的變數顯著異於 0，且係數為 8.1359，代表電子 ROE 後百分之 25 的公司高於電子 ROE 前百分之 25 的公司。『平均收帳天數』的變數顯著異於 0，且係數為 3.9638，代表電子 ROE 後百分之 25 的公司高於電子 ROE 前百分之 25 的公司。『存貨週轉率』的變數不顯著異於 0，代表績效越好的公司與績效不好的公司在存貨週轉率上並無差異。『平均售貨天數』的變數顯著異於 0，且係數為 3.737，代表電子 ROE 後百分之 25 的公司高於電子 ROE 前百分之 25 的公司。『現金股利率』的變數顯著異於 0，且係數為-38.7101，代表電子 ROE 後百分之 25 的公司低於電子 ROE 前百分之 25 的公司。『普通股每股現金股利』的變數顯著異於 0，且係數為-21.5737，代表電子 ROE 後百分之 25 的公司低於電子 ROE 前百分之 25 的公司。『融資限制』的變數顯著異於 0，且係數為-41.003，代表電子 ROE 後百分之 25 的公司低於電子 ROE 前百分之 25 的公司。

表三 績效差異的 T 統計檢定結果

X1 前 25%, X2 後 25%	全樣本		非電子		電子	
	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE
董監持股	0.1941	-6.8378 ***	-7.6618 ***	-7.9321 ***	-2.0767 **	-1.9969 **
大股東持股	4.8438 ***	0.8088	1.5989	-0.3013	0.7685	0.2569
十大股東持股 (不含董監)	9.3358 ***	-1.6314	-0.1128	-1.5399	-5.2826 ***	-4.6301 ***
經理人持股	-5.5122 ***	-1.7707 *	0.4076	0.5458	-2.9740 ***	-3.1106 ***
經理人持股% (含兼董監)	-3.5431 ***	-5.5393 ***	-1.6658 *	-1.9359 *	-5.1063 ***	-4.4264 ***
董事總人數	8.2391 ***	-0.5721	-3.8620 ***	-3.3291 ***	0.9392	0.9899
董事長人數	65535 ***	-1.3404	-1.4175	-1.4164	65535 ***	65535 ***
常董人數	13.7659 ***	4.0067 ***	0.6902	1.8891 *	3.7396 ***	2.5640 ***
一般董事人數	17.8741 ***	5.6491 ***	-2.3109 **	-1.7920 *	6.4634 ***	7.0705 ***
獨立董事人數	-35.0551 ***	-14.3513 ***	-7.4094 ***	-8.4590 ***	-7.3965 ***	-8.2610 ***
外資董事人數	3.5890 ***	-3.3212 ***	-4.9003 ***	-4.3504 ***	-0.5210	-0.4664
外資獨立董事人數	-3.3273 ***	-2.9196 ***	-2.0016 **	-2.2413 **	-2.4156 **	-2.2353 **
監察總人數	-12.5892 ***	-9.4210 ***	-6.9523 ***	-7.1451 ***	-4.8545 ***	-5.1347 ***
常監人數	8.1062 ***	1.9603 **	0.7783	1.2010	-0.4458	-1.4194
一般監察人數	2.4019 **	0.7556	-3.8754 ***	-3.594 ***	2.1570 **	2.7467 ***
獨立監察人數	-21.6308 ***	-13.9588 ***	-6.1811 ***	-6.8055 ***	-8.5409 ***	-9.4737 ***
外資監察人數	3.5100 ***	-0.641	-4.6254 ***	-4.5247 ***	2.7091 ***	2.6342 **
外資獨立監察人數	-0.9992	0.8409	65535 ***	65535 ***	1.1640	1.5154 ***
ROA	-13.3411 ***	-62.3710 ***	-50.5747 ***	-46.7093 ***	-45.6107 ***	-41.8286 ***
淨值報酬率	-5.6265 ***	-34.5380 ***	-35.4322 ***	-37.9274 ***	-20.7212 ***	-20.7323 ***
稅前淨利率	-3.8673 ***	-6.7063 ***	-5.1592 ***	-5.1008 ***	-5.6051 ***	-5.4091
流動比率	0.7145	0.2274	2.0896 **	2.1866 **	-7.7110 ***	-5.9212 ***
速動比率	-2.5980 ***	-1.5982	1.1395	1.2535	-9.1986 ***	-7.3055 ***
負債比率	4.7088 ***	11.4992 ***	12.6886 ***	7.8900 ***	14.7055 ***	8.1359 ***
平均收帳天數	-6.7715 ***	3.2568 ***	4.2306 ***	1.4622	3.7964 ***	3.9638 ***
存貨週轉率	-6.1269 ***	-0.172	-1.5645	-1.5624	1.1474	1.1365
平均售貨天數	1.9030 *	2.6074 ***	2.7361 ***	2.6641 ***	3.6892 ***	3.7370 ***
現金股利率	-7.7288 ***	-56.0013 ***	-44.1009 ***	-39.9212 ***	-38.1547 ***	-38.7101 ***
普通股每股現金股利	-13.6970 ***	-35.2861 ***	-31.7775 ***	-30.4412 ***	-21.4978 ***	-21.5737 ***
融資限制	-12.0157 ***	-61.9327 ***	-46.0060 ***	-42.4343 ***	-41.3912 ***	-41.0030 ***
每股股票股利—股票	-15.0075 ***	-30.3922 ***	-16.7474 ***	-17.6281 ***	-23.3738 ***	-25.0239 ***
季底普通股市值	0.6009	-9.3095* **	-8.0715 ***	-7.9520 ***	-5.6474 ***	-6.0082 ***

註：***表示顯著水準 1%下顯著，**表示顯著水準 5%下顯著，*表示顯著水準 10%下顯著。

資料來源：本研究整理

第五章 迴歸分析實證結果

5.1 全樣本(ROA)

此一部份我們先就樣本以全樣本為分析對象，應變數為 ROA，解釋變數有董監持股、大股東持股、經理人持股、董事總人數、常董人數、獨立董事人數、外資董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、速動比率、負債比率、平均售貨天數、普通股市值、電子業。其結果如表四。說明如下：

首先，由表四可以發現顯著的變數有董監持股、大股東持股、經理人持股、董事總人數、獨立董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、負債比率、普通股市值、電子業。不顯著的變數有常董人數、外資董事人數、速動比率、平均售貨天數。

以下將就顯著的變數說明。『董監持股』的估計值為 0.0836，代表董監持股比率越高公司的 ROA 會越高。『大股東持股』的估計值為-0.0783，代表大股東持股比率越高公司的 ROA 會越低。『經理人持股』的估計值為 0.2626，代表經理人持股比率越高公司的 ROA 會越高。『董事總人數』的估計值為-0.2739，代表董事總人數比率越高公司的 ROA 會越低。『獨立董事人數』的估計值為 2.2013，代表獨立董事人數比率越高公司的 ROA 會越高。『外資獨立董事人數』的估計值為-8.0004，代表外資獨立董事人數比率越高公司的 ROA 會越低。『監察總人數』的估計值為 2.8771，代表監察總人數比率越高公司的 ROA 會越高。『負債比率』的估計值為-0.2348，代表負債比率越高公司的 ROA 會越低。『普通股市值』的估計值為，代表普通股市值越高公司的 ROA 會越低。『電子業』的估計值為-1.6938，代表電子業公司的 ROA 會越低。

5.2 全樣本(ROE)

此一部份我們先就樣本以全樣本為分析對象，應變數為 ROE，解釋變數有董監持股、大股東持股、經理人持股、董事總人數、常董人數、獨立董事人數、外資董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、速動比率、負債比率、平均售貨天數、普通股市值、電子業。其結果如表四。說明如下：

首先，由表四可以發現顯著的變數有董監持股、大股東持股、經理人持股、獨立董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、速動比率、負債比率、普通股市值、電子業。不顯著的變數有董事總人數、常董人數、外資董事人數、平均售貨天數。

以下將就顯著的變數說明。『董監持股』的估計值為 0.102，代表董監持股比率越高公司的 ROE 會越高。『大股東持股』的估計值為-0.3336，代表大股東持股比率越高公司的 ROE 會越低。『經理人持股』的估計值為 0.8390，代表經理人持股比率越高公司的 ROE 會越高。『獨立董事人數』的估計值為 3.4821，代表獨立董事人數比率越高公司的 ROE 會越高。『外資獨立董事人數』的估計值為-11.9005，代表外資獨立董事人數比率越高公

公司的 ROE 會越低。『監察總人數』的估計值為 7.456，代表監察總人數比率越高公司的 ROE 會越高。『速動比率』的估計值為-0.0034，代表速動比率越高公司的 ROE 會越低。『負債比率』的估計值為-0.6681，代表負債比率越高公司的 ROE 會越低。『普通股市值』的估計值為，代表普通股市值越高公司的 ROE 會越低。『電子業』的估計值為-6.2296，代表電子業越高公司的 ROE 會越低。

5.3 非電子(ROA)

此一部份我們先就樣本以非電子為分析對象，應變數為 ROA，解釋變數有董監持股、大股東持股、經理人持股、董事總人數、常董人數、獨立董事人數、外資董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、速動比率、負債比率、平均售貨天數、普通股市值。其結果如表四。說明如下：

首先，由表四可以發現顯著的變數有董監持股、常董人數、獨立董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、速動比率、負債比率、普通股市值。不顯著的變數有大股東持股、經理人持股、董事總人數、外資董事人數、平均售貨天數。

以下將就顯著的變數說明。『董監持股』的估計值為 0.0509，代表董監持股比率越高公司的 ROA 會越高。『常董人數』的估計值為-0.8099，代表常董人數比率越高公司的 ROA 越低。『獨立董事人數』的估計值為 0.9942，代表獨立董事人數比率越高公司的 ROA 會越高。『外資獨立董事人數』的估計值為 5.1931，代表外資獨立董事人數比率越高公司的 ROA 會越高。『監察總人數』的估計值為 0.9628，代表監察總人數比率越高公司的 ROA 會越高。『速動比率』的估計值為-0.0017，代表速動比率越高公司的 ROA 會越低。『負債比率』的估計值為-0.1305，代表負債比率越高公司的 ROA 會越低。

5.4 非電子(ROE)

此一部份我們先就樣本以非電子為分析對象，應變數為 ROE，解釋變數有董監持股、大股東持股、經理人持股、董事總人數、常董人數、獨立董事人數、外資董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、速動比率、負債比率、平均售貨天數、普通股市值。其結果如表四。說明如下：

首先，由表四可以發現顯著的變數有董監持股、常董人數、獨立董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、速動比率、負債比率、普通股市值。不顯著的變數有大股東持股、經理人持股、董事總人數、外資董事人數、平均售貨天數。

以下將就顯著的變數說明。『董監持股』的估計值為 0.1115，代表董監持股比率越高公司的 ROE 會越高。『常董人數』的估計值為-1.5426，代表常董人數比率越高公司的 ROE

會越低。『獨立董事人數』的估計值為 1.9577，代表獨立董事人數比率越高公司的 ROE 會越高。『外資獨立董事人數』的估計值為 14.56，代表外資獨立董事人數比率越高公司的 ROE 會越高。『監察總人數』的估計值為 1.8827，代表監察總人數比率越高公司的 ROE 會越高。『速動比率』的估計值為-0.0032，代表速動比率越高公司的 ROE 會越低。『負債比率』的估計值為-0.3246，代表負債比率越高公司的 ROE 會越低。

5.5 電子(ROA)

此一部份我們先就樣本以電子為分析對象，應變數為 ROA，解釋變數有董監持股、大股東持股、經理人持股、董事總人數、常董人數、獨立董事人數、外資董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、速動比率、負債比率、平均售貨天數、普通股市值、電子業。其結果如表四。說明如下：

首先，由表四可以發現顯著的變數有董監持股、大股東持股、經理人持股、董事總人數、常董人數、獨立董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、速動比率、負債比率、平均售貨天數、普通股市值。不顯著的變數有外資董事人數。

以下將就顯著的變數說明。『董監持股』的估計值為 0.0353，代表董監持股比率越高公司的 ROA 會越高。『大股東持股』的估計值為-0.1133，代表大股東持股比率越高公司的 ROA 會越低。『經理人持股』的估計值為 0.4806，代表經理人持股比率越高公司的 ROA 會越高。『董事總人數』的估計值為-0.4106，代表董事總人數比率越高公司的 ROA 會越低。『常董人數』的估計值為-1.301，代表常董人數比率越高公司的 ROA 會越低。『獨立董事人數』的估計值為 1.1982，代表獨立董事人數比率越高公司的 ROA 會越高。『外資獨立董事人數』的估計值為-8.8424，代表外資獨立董事人數比率越高公司的 ROA 會越低。『監察總人數』的估計值為 2.0081，代表監察總人數比率越高公司的 ROA 會越高。『速動比率』的估計值為 0.0081，代表速動比率越高公司的 ROA 會越高。『負債比率』的估計值為-0.1915，代表負債比率越高公司的 ROA 會越低。『平均售貨天數』的估計值為-0.0118，代表平均售貨天數越高公司的 ROA 會越低。

5.6 電子(ROE)

此一部份我們先就樣本以電子為分析對象，應變數為 ROE，解釋變數有董監持股、大股東持股、經理人持股、董事總人數、常董人數、獨立董事人數、外資董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、速動比率、負債比率、平均售貨天數、普通股市值、電子業。其結果如表四。說明如下：

首先，由表四可以發現顯著的變數有大股東持股、經理人持股、獨立董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、負債比率、平均售貨天數、普通股市值。不顯著的變數有董監持股、董事總人數、常董人數、速動比率、外資董事人數。

以下將就顯著的變數說明。『大股東持股』的估計值為-0.7932，代表大股東持股比率越高公司的 ROE 會越低。『經理人持股』的估計值為 1.2371，代表經理人持股比率越高公司的 ROE 會越高。『獨立董事人數』的估計值為 1.7883，代表獨立董事人數比率越高公司的 ROE 會越高。『外資獨立董事人數』的估計值為-9.7307，代表外資獨立董事人數比率越高公司的 ROE 會越低。『監察總人數』的估計值為 5.7578，代表監察總人數比率越高公司的 ROE 會越高。『負債比率』的估計值為-0.5296，代表負債比率越高公司的 ROE 會越低。『平均售貨天數』的估計值為-0.0182，代表平均售貨天數越高公司的 ROE 會越低。

表四 迴歸分析的結果

	全樣本		非電子		電子	
	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE
董監持股	0.0836*** (4.3292)	0.1102** (2.1656)	0.0509*** (5.0768)	0.1115*** (4.6893)	0.0353** (1.9615)	0.0052 (0.1046)
大股東持股	-0.0783** (-2.1398)	-0.3336*** (-3.4583)	-0.0273 (-1.4664)	-0.0396 (-0.8963)	-0.1133** (-2.2527)	-0.7932*** (-5.6951)
經理人持股	0.2626** (2.0715)	0.8390** (2.5115)	-0.0397 (-0.6209)	0.0508 (0.3343)	0.4806*** (4.2142)	1.2371*** (3.9183)
董事總人數	-0.2739* (-1.8448)	-0.2712 (-0.6931)	0.0438 (0.6168)	0.2050 (1.2173)	-0.4106*** (-2.9134)	-0.6294 (-1.6130)
常董人數	-0.7625 (-1.5459)	-1.4741 (-1.1339)	-0.8099*** (-3.9273)	-1.5426*** (-3.1524)	-1.3010* (-1.7834)	-1.8062 (-0.8943)
獨立董事人數	2.2013*** (7.5946)	3.4821*** (4.5576)	0.9942*** (5.0157)	1.9577*** (4.1617)	1.1982*** (5.4101)	1.7883*** (2.9167)
外資董事人數	0.4199 (0.8000)	-0.9082 (-0.6564)	0.1644 (0.7701)	-0.7921 (-1.5638)	0.4291 (0.6116)	1.4608 (0.7522)
外資獨立董事人數	-8.0004*** (-3.9384)	-11.9005** (-2.2226)	5.1931* (1.6468)	14.5600* (1.9457)	-4.8424*** (-2.8099)	-9.7307** (-2.0397)
監察總人數	2.8771*** (6.9634)	7.4560*** (6.8462)	0.9628*** (4.4490)	1.8827*** (3.6660)	2.0081*** (5.9036)	5.7578*** (6.1146)
速動比率	-0.0009 (-1.3972)	-0.0034** (-2.0874)	-0.0017*** (-4.9427)	-0.0032*** (-3.9504)	0.0081*** (6.0280)	0.0044 (1.1954)
負債比率	-0.2348*** (-16.2908)	-0.6681*** (-17.5837)	-0.1305*** (-16.1131)	-0.3246*** (-16.8918)	-0.1915*** (-11.7844)	-0.5296*** (-11.7747)
電子業	-1.6938*** (-2.9123)	-6.2296*** (-4.0636)				

註：***表示顯著水準 1%下顯著，**表示顯著水準 5%下顯著，*表示顯著水準 10%下顯著。

資料來源：本研究整理

第六章 結論

本文最主要目的有為針對臺灣的上市公司、探討在公司治理的制度導入後是否有助於日後公司經營績效的提昇。

在迴歸檢定當中全樣本呈現顯著的有：董監持股、大股東持股、經理人持股、獨立董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、負債比率、普通股市值、電子類，而這些顯著的變數，只有大股東持股、外資獨立董事人數、負債比率、電子業，越低才對該公司的 ROA 及 ROE 有利，其他變數則是越高越有利。

在迴歸檢定當中非電子類呈現顯著的有：董監持股、常董人數、獨立董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、速動比率、負債比率、普通股市值，而這些顯著的變數，只有常董人數、速動比率、負債比率，越低才對該公司的 ROA 及 ROE 有利，其他變數則是越高越有利。

在迴歸檢定中電子類呈現顯著的有：大股東持股、經理人持股、獨立董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、負債比率、平均售貨天數、普通股市值，這些顯著的變數，只有大股東持股、外資獨立董事人數、負債比率、平均售貨天數，越低才對該公司的 ROA 及 ROE 有利，其他變數則是越高越有利。

參考文獻

1. 金成隆、林美鳳、梁嘉紋(2005)，「公司治理結構和法人說明會之關連性研究」；國立政治大學、國立雲林科技大學、國立政治大學，管理學報，第二十五卷，第二期，P.221-P.243。
2. 陳瑞斌、劉立倫、翁慈青(2006)，「公司治理與分析師預測誤差/離散性關係之研究」；彰化師範大學會計系助理教授博士論文、中原大學會計系與企管系合聘教授博士論文、政治大學會計系博士生博士論文，台灣財務金融季刊，第七卷，第三期，P.53—P.93。
3. 王祝三、莊雅雪、郭勁甫(2009)，「公司治理、投資與公司價值之關聯性」，東吳經濟商學報，第六十六期，P. 69-P. 114。
4. 郭大維(2008)，「論我國金融機構公司治理之強化」，輔仁大學財經法律學系助理教授，台灣金融財務季刊，P. 47-P. 64。
5. 林維珩、陳如慧(2009)，「員工分紅制度與經營績效」，中原大學，會計與公司治理，第六卷，第二期，P. 31-P. 64。
6. 施光訓、許志豪(2009)，「IPO價格變動特性之研究」；中國文化大學財務金融學系、新安東京海上產物保險股份有限公司，會計與財金研究，二卷一期，P. 1-P. 17。
7. 徐啟升、黃志宏(2009)，「國際化與公司治理對台灣資訊電子業生產效率之影響」，東吳經濟商學報，第六十六期，P. 115-P. 144。
8. 蔡柳卿、楊怡芳(2006)，「公司治理與符合績效門檻盈餘管理行為之關連性研究」，東吳經濟商學報，第五十三期，P. 33-P. 72。
9. 李馨蘋(2005)，「股權結構、關係人交易與公司績效」，碩士論文。
10. 黃容芬(2006)，「台灣上市電子公司財務危機之研究-資金短缺率變數選取法與風險值之應用」，朝陽科技大學財務金融系博士論文。
11. 謝淑旦、謝淑旦、李寶桂(2010)，「資訊揭露評等對企業價值之影響」，遠東學報，第二十七卷，第二期。