

股票投資人對台灣上市上櫃企業公司治理之認知研究

林玉娟*、林玉珠**

摘要

近年來國內資本市場歷經地雷企業的風暴，在政府立法規範上市、上櫃企業公司治理相關措施後，本研究透過問卷方式調查股市投資人對上市、上櫃企業公司治理的看法，過去較少這方面的研究，本研究補充過去文獻之不足。本研究總計發放 164 份問卷，有效回收 147 份。研究結果顯示：(1) 投資人對於上市、上櫃企業公司治理普遍呈現負面看法。(2) 董事會功能、資訊透明度與主要股東的可信任度與投資人對整體公司治理的看法呈現顯著的正向關係，且以董事會功能影響程度最大，其次是資訊透明度，最後則是主要股東的可信任度。(3) 不同背景的投資人對公司治理的看法並未呈現太多的顯著差異。

關鍵字：公司治理、董事會功能、資訊透明度、主要股東的可信任度

*美和技術學院企管系講師
**和春技術學院財金系講師

壹、前言

我國自 1998 年以來陸陸續續發生上市公司財務危機事件，例如：東隆五金、新巨群、國產汽車、國揚實業、廣三集團、博達科技、勁永國際等等，這些公司財務危機爆發前，除了大股東外，絕大多數投資人均無法獲取相關財務資訊，財務資訊的不透明、董事會未發揮應有的管理及監督功能等，這些公司治理機制的不完備，導致投資人買到地雷股票而蒙受重大虧損，即使是具有專業能力的機構投資人，如：自營商、國內外基金、各類退休金基金、勞保健保基金等法人機構，也同樣遭受損失。2002 年里昂證券發表「亞洲新興市場公司治理研究」，其結果顯示，台灣在公司治理的得分僅高過中國、菲律賓以及印尼，不如馬來西亞、印度和泰國等國家（葉銀華、李存修、柯承恩，2002）。雖然證交所及櫃檯買賣中心於 2002 年開始要求新上市、上櫃的企業，必須設立兩位獨立董事與一名獨立監察人，但有許多新上市、上櫃企業只是「形式」上配合政策，例如：找與企業關係良好的學者專家擔任獨立董事。且此規範未推及所有上市、上櫃公司，因此該項政策效果非常有限。然而也有少數企業認同公司治理機制的重要性，例如台積電九位董事席中獨立董事佔了四位，均是國際知名學者及專家，包括：前英國電信執行長邦菲爵士（Bonfield）、麻省理工學院梭羅（Thurrow）教授、前美國惠普公司董事長暨總執行長菲奧莉娜（Fiorina）、宏碁集團創辦人施振榮先生擔任獨立董事，以及哈佛大學波特（Porter）教授擔任獨立監察人，並設有審計及薪酬委員會，獨立董事所佔比率均超過 1/2。而國內資本市場在歷經地雷企業的風暴後，政府採取了一些針對上市、上櫃企業公司治理的規範以及制度的建立後，股市投資人對這些企業公司治理機制的整體看法為何？影響投資人對公司治理整體看法的因素為何？而其影響的程度又有何不同？以及不同類型的投資人對整體公司治理的看法是否有所不同？這些都是值得探討的議題，也是本研究的重點，而目前國內以投資人角度來看企業公司治理之認知研究較缺乏，本研究補充過去文獻之不足。

根據里昂證券研究顯示，臺灣公司治理機制在亞洲國家中連馬來西亞、印度和泰國等都不如，且近幾年台灣陸續爆發大股東虧空公司資產、做假帳等問題，顯示現階段台灣公司治理制度推動及落實的重要性。但在學界大力倡導公司治理的觀念，以及近年來政府針對上市、上櫃公司推行一些公司治理規範之際，調查目前投資人對整體上市、上櫃企業公司治理的看法，有助於瞭解學界或政府努力所推行公司治理機制，是否具有實質的成果？並做為未來政府制定公司治理政策的參考，以及形成督促的力量。

本研究目的計有：（1）發展公司治理構念量表，以萃取投資人所重視的公司治理構面。（2）瞭解股市投資人對我國上市、上櫃企業公司治理的整體看法。（3）瞭解影響公司治理看法的因素及其影響程度。（4）瞭解不同背景的投資人對公司治理看法的差異。（5）研究結果可提供政府及企業實施公司治理的建議。

貳、文獻探討

一、代理理論 (Agency Theory)

代理理論源自現代化公司制度下，所有權與經營權分開，而由於股東人數眾多，且專業能力不足，因此委託專業經理人代執行公司經營，因此股東(主理人)與管理者(代理人)間存在代理關係(agency relationship)。然而主理人與代理人會因目標不一致而導致衝突，此時即產生代理問題(agency problem)。而此代理問題有兩類：A.逆選擇：在資訊不對稱的情況下，代理人會在自利的驅使下，提供錯誤的訊息，使得主理人做出錯誤的判斷。B.道德危險：在資訊不對稱的情況下，代理人做出有害主理人利益的事(Coase,1937；Jensen & Meckling,1976；Fama & Jensen,1983)。

此理論運用於本研究，在於投資人(主理人)如何透過公司治理機制良窳，以做為選擇投資標的之依據，降低代理問題，例如：「董事會的組成與結構」中是否設立足夠的獨立董事、監察人以及各種委員會等以監督管理者(代理人)。

二、公司治理機制

Shleifer and Vishny (1997) 對公司治理機制的定義：「如何確保資金提供者的投資能夠獲得應有的報酬」。而國內對公司治理相當有研究的學者葉銀華等(2002)對公司治理機制的定義：「透過制度的設計與執行，期能提升策略管理效能與監督管理者的行為，藉以確保外在投資者(小股東與債權人)應得的報酬，並兼顧其他利害關係人的利益。具體而言，在於防範管理者傷害公司價值，並且強化公司競爭力與管理效能，以保障資金提供者與其他利害關係人的權益。」麥肯錫2000年調查顯示，3/4的機構投資人認為公司治理是重要的投資參考依據，亞洲國家約有77%的機構投資人認為董事會的表現與公司財務狀況同等重要或更重要；其次若兩家公司財務狀況類似時，亞洲地區機構投資人約有89%願意付更高的價格購買公司治理較佳的股票，且願付的溢價比率在20%-30%之間(葉銀華等，2002)。因此公司治理機制的良窳是機構投資者的重要參考依據。

三、公司治理的評量

美國公司治理大師 William Pounds 曾指出，公司治理的關鍵在於公司董事會的組成及其功能與績效。董事會的組成與結構由以下概念所形成，董事會規模大小、董事成員的背景(包括：獨立性、專業性...)、董事會的組織(如：審計、薪酬、提名委員會等)，尤其後兩者被討論的最多。Cadbury (1992) 提出企業內部治理機制主要是靠董事會與監察人對經理人所進行的監督。而許多研究則認為外部董事的設立對於企業執行長(CEO)及企業經營的監督有所助益(Blair, 1995；Fredrickson, Hambrick & Baumrin, 1988)。另外Roe (1994) 主張美國的公司治理制度強調在適當的資訊揭露及防止欺騙。曾炳霖(2002)認為良好的公司治理下必然產生透明的資訊，因此資訊透明度也是公司治理評等重要的指標(OECD, 1999；Black, Jang, Kim & Mark, 2002)。而Shleifer and Vishny (1997) 則認為很多企業內部的代理問題是由控制股東與小股東因資訊不對稱所產生

的，控制股東很容易剝削小股東的權益（La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999）。另外，我們也認為主要股東的信任度也是公司治理評量的重要指標。

依據上述文獻探討及作者的意見，本研究得到以下公司治理概念架構，如下圖 1 所示。董事會功能、主要股東可信度、資訊透明度以及小股東權益等因素，將影響公司治理評等。

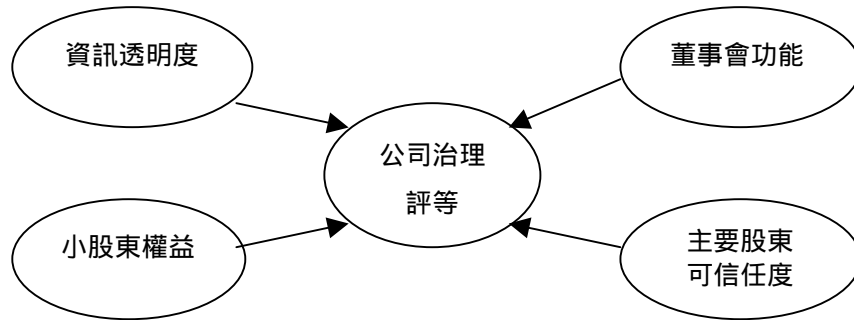


圖1 公司治理評等架構概念

四、投資人對公司治理的關注與作為

Hirschman (1970) 主張當組織成員做決策時，其個人價值觀與組織衝突時，通常會有兩種型態的行為反應：離開 (exit) 及建議 (voice)，此兩種行為與個人對組織的忠誠度有關，當有愈高的忠誠時他會先發出建議，而非立即離開。小股東對投資公司感到不滿意時，也會有類似行為發生：A. 用腳投票，即賣掉該公司股票；B. 繼續持有股票並且發出不滿之聲；C. 繼續持有股票但什麼也不做 (Gillan & Stark, 2003)。十年前股東對於公司經營方式若有疑慮，或對其經營績效不滿意，通常的作法是把股票賣掉，如 Jensen (1993) 認為股東應花時間在安全的選擇及交易上，而非監督。Roe (1994) 主張美國的公司治理制度強調在適當的資訊揭露及防止欺騙，卻甚少鼓勵投資人從事監督。但自從 2001 年美國爆發安隆 (Enron) 公司財務醜聞案後，股東會尋求合適的管道和場合表達意見、要求改變，甚至影響公司重要的決策，可藉由提案、溝通等方式表達意見，希望改變公司現況，驅使績效不佳的公司強化體質，此種化被動為主動，以股東力量強化對企業運作的監督，防止控制股東藉著操控經理人而進行道德危險的行為，此即為股東行動主義。根據 Smith (1996) 定義股東行動主義包括監督及試圖改變目標公司的控制結構，但並沒有被認知到可以追求股東最大財富的目標。

目前國內外文獻對於直接以股市投資人為研究對象，探究其對上市、上櫃企業公司治理認知的研究較缺乏，本研究補足過去文獻之不足。

參、研究方法

一、樣本與資料蒐集

本研究實證調查的母體為所有投資臺灣上市、上櫃股票的投資人，母群體架構是全台股票投資的開戶者，惟此母體資料牽涉個人財務隱私，通常無法取得，且受限於時間、成本因素，本研究遂採行便利抽樣法。問卷發放對象計有三家金融機構（銀行及保險公司）、三個學校的財金系在職班學生及教職員、一家公家機關、二家製造業、二家服務業、二家號子等，受測者必須為股市投資人。總計回收問卷 164 份，其中無效問卷的剔除原則是以負向題（題 16）與正向題（20）做比較，以檢查受測者是否有亂答情形，此部分共剔除無效問卷 17 份，總計得到有效問卷 147 份。

二、問卷設計及統計分析

本研究採用封閉式結構性問卷作為衡量工具，問卷構面及題項乃由圖 1 公司治理評等架構概念圖所衍生出來，此部分乃參考過去文獻資料（包括：OECD 公司治理原則、里昂證券之公司治理評分原則與項目以及國內外相關文獻）專家意見（深度訪談對象¹）以及研究者個人意見所發展出來。問卷構面包括：資訊透明度、董事會功能、小股東權益以及主要股東可信任度等四個構面，並依這四個構面分別發展題目。問卷另一部分則是受訪者的基本資料，包括：性別、年齡、學歷、職業、主要投資決策、是否融資或借款、已投入股市時間、近一年平均原始投資金額、持股時間、以及其他投資項目等，詳如後面附錄一。而本研究以李克特五點量表設計問卷，而後進行兩位專家前測以確認問卷適合度。

本研究以 SPSS 統計軟體來分析資料，所使用的統計方法分成以下部分：A. 一般敘述性統計分析 B. 因素分析法萃取公司治理構面。C. 以內部一致性 Cronbach's α 檢測信度。D. 運用迴歸分析法以瞭解投資人對上市、上櫃企業公司治理整體看法受什麼樣因素影響較大。E. 受測者基本背景資料對公司治理構面的影響：採用 ANOVA 及 t 檢定等方法。

肆、研究分析結果

一、樣本分析

本研究實證樣本資料彙整如表 1。性別部分，男、女各佔 57% 及 43%。年齡分佈則主要在 31~40 歲者約佔 57%，其次是 30 歲以下及 41~50 歲分別佔 21% 及 18%。學歷則集中在專科及大學畢業者佔 50%，高中職以下及碩士以上則分別佔 26% 及 24%。職業平均分配在軍公教、製造業、服務業、金融業等。主要投資決

¹ 受訪者在股市投資已超過 10 年時間；目前股票原始投資金額約 500 萬；投資決策以技術分析為主，基本分析為輔，短線操作為多，但也非常注意公司的基本資料，以基本分析為投資標的門檻；國立大學財金所碩士畢業；年齡約 40。主要訪談內容是詢問公司治理如何評等，有哪些構面及細項是被認為重要的。

策最多部分是自己做分析，包括：基本分析佔 31%，技術分析則佔 16%，總計為 47%，其次為參考分析師或專家意見約佔 42%。而無融資借錢者佔 73.5%，融資借錢者則佔 26.5%。投入股市時間 2~5 年者佔多數為 43%，其次是 5~10 年者佔 28%。近一年平均原始投資金額最高比率為 50 萬元以下者佔 28%，其次分別是 50~100 萬、100~200 萬、200~400 萬及 400 萬以上，分別佔 26%、21%、17%、8%。持股時間為一個月~半年者佔 28%，其次是一星期~一個月佔 23%；半年~一年佔 21%，此部分的分佈較為平均。除了股票以外之其他投資項目以定存佔最多為 54%，其次是基金佔 46%，無其他投資項目者也佔有 25%，此部分為複選題。

表 1 樣本結構

性別		是否融資或借錢	
1. 男	84 (57.1%)	1. 是	39 (26.5%)
2. 女	63 (42.9%)	2. 否	108 (73.5%)
年齡		已投入股市時間	
1. 30 歲及以下	31 (21.1%)	1. 2 年及以下	27 (18.4%)
2. 31~40 歲	84 (57.1%)	2. 2~5 年(含)	63 (42.9%)
3. 41~50 歲	27 (18.4%)	3. 5~10 年(含)	41 (27.9%)
4. 51 歲以上	5 (3.4%)	4. 10 年以上	16 (10.9%)
學歷		近一年平均原始投資金額	
1. 高中職以下	39 (26.5%)	1. 50 萬及以下	41 (27.9%)
2. 專科、大學	73 (49.7%)	2. 50~100 萬	38 (25.9%)
3. 碩士及以上	35 (23.8%)	3. 100~200 萬	31 (21.1%)
		4. 200~400 萬	25 (17.0%)
		5. 400 萬以上	12 (8.2%)
職業		持股時間	
1. 軍公教	30 (20.4%)	1. 一星期內	17 (11.6%)
2. 製造業	32 (21.8%)	2. 一星期~一個月	34 (23.1%)
3. 服務業	28 (19.0%)	3. 一個月~半年	41 (27.9%)
4. 金融業	42 (28.6%)	4. 半年~一年	31 (21.1%)
5. 企業主	8 (5.4%)	5. 一年~三年	17 (11.6%)
6. 其他	7 (4.8%)	6. 三年以上	7 (4.7%)
主要投資決策		其他投資項目(複選)	
1. 自己做技術分析	23 (15.6%)	1. 無	36 (24.5%)
2. 自己做基本分析	46 (31.3%)	2. 定存	79 (53.7%)
3. 自己取得企業內部資料	7 (4.8%)	3. 債券	14 (9.5%)
4. 參考分析師或專家意見	61 (41.5%)	4. 基金	68 (46.25%)
5. 跟隨親朋好友、股友等 下單	10 (6.8%)	5. 外幣	14 (9.5%)
		6. 衍生性金融商品	21 (14.3%)
		7. 其他	4 (2.7%)

二、因素分析及信度檢定

本研究首先根據 KMO(Kaiser-Meyer-Olkin)指標來判斷資料是否適合進行因素分析，結果發現 KMO 值為 0.852，大於 0.5，表示資料適合做因素分析。而因素的萃取是以主成份分析，以最大變異法轉軸，並取因素負荷量大於 0.6 以及特徵值大於 1 的因素，表 2 彙整因素分析結果。

表 2 公司治理構面因素分析表

因素命名	題項	因素負荷量	累計解釋變異量	特徵值	Cronbach's α
董事會功能	監察人能獨立及有效監督	0.831	38.855%	5.828	0.8859
	公平對待所有股東	0.827			
	審計委員會能獨立審核公司的財報	0.799			
	有足夠比率的獨立董事	0.760			
	董事會能獨立及有效監督管理者	0.733			
資訊透明度	明確揭露未來的營運目標	0.815	55.925%	2.561	0.8870
	能及時發佈年報、半年報、季報資料	0.808			
	能立即揭露重大訊息	0.792			
	明確揭露未來的財務目標	0.748			
	重大投資融資計畫，會告知可能風險	0.724			
主可要信股任東度	大股東會炒作自家公司的股票	0.834	66.053%	1.519	0.8002
	會發佈假消息操弄股價	0.818			
	最大股東操控董事會程度	0.690			
	主要股東及關係人內線交易情況嚴重	0.659			
	大股東掌控高階管理者程度	0.658			
整體 Cronbach's α 為 0.8780					

- 如上表 2 所示，本研究因素分析總共粹取三個構面，其因素命名分別為
- (一) 董事會功能：董事會是否能獨立且有效監督管理者，包括：董事、監察人的獨立性及有效監督與管理能力；有獨立及專業能力可監督財務報表；能公平對待所有股東，特別是小股東的利益。
 - (二) 資訊透明度：公司的資訊能及時且正確的揭露，包括公司的財務資料、業務狀況、公司目標、績效、投資及融資風險的告知等等。(OECD 於 1999 年所發佈的公司治理準則之一)。

(三) 主要股東可信任度：主要股東的道德操守、專業性是否值得投資人信賴，此可由是否涉及內線交易、涉入股市程度、發佈消息的正確性與及時性等來量測。

總計三項因素構面之累積解釋變異量合計為 66.053%，因此具一定解釋力。其次；本研究以 Cronbach's α 係數來檢測問卷信度，各因素構面的信度檢定之 α 值皆在 0.8 以上，顯示本研究問卷資料具有一定的可信度 (Cronbach, 1946)。

本文在文獻探討章節中將公司治理評等架構概念彙整為圖 1，其顯示影響公司治理評等共有四個因素，包括：資訊透明度、董事會功能、主要股東可信任度、小股東的權益等。而在本節因素分析的結果，將小股東的權益併入於董事會功能中，事實上董事會成員為所有股東的代表，董事會理應照顧所有股東利益，因此董事會功能應包含確保小股東的權益。

三、描述性統計

本研究公司治理整體平均數為 2.84，低於中間值 3，顯示投資人對上市、上櫃企業公司治理普遍看法不佳，而三個構面中又以主要股東可信任度的看法最差，平均數只有 2.2554，遠低於中間值，其次是董事會功能，其平均數為 2.9286，至於資訊透明度的表現稍可為 3.3361，如表 3 所示。

表 3 公司治理構面平均數與標準差

構面	平均數	標準差
董事會功能	2.9286	0.07145
資訊透明度	3.3361	0.06763
主要股東可信任度	2.2554	0.06010
總合平均	2.8400	0.06105

四、整體公司治理影響因素之分析

本研究運用迴歸分析法，透過四個迴歸模式欲瞭解投資人對上市、上櫃企業公司治理整體看法受什麼樣因素影響較大，前三項模式依序檢視董事會功能、資訊透明度、主要股東可信任度等三項因素對上市、上櫃企業公司治理整體看法的影響度，第四項模式則是加入所有變數後的整體模式。其次，本研究四個迴歸模式均將三項變數：投入股市時間、平均投資額以及持股時間，視為控制變數，因為投入股市時間的長短可能代表投資人對上市、上櫃企業公司治理瞭解的程度，平均投資額多寡及持股時間的長短可能影響投資人重視企業公司治理的程度，例如若投資人投資金額小或短線操作，則他們可能較不重視企業的公司治理，因此這三個變數可能造成對依變項的干擾，必須將其控制。

四個模式的 D-W 檢定數值皆介於 1.5 到 2.5，表示所有迴歸模型的誤差項之間並無自我相關現象存在，如下表 4 所示。此外；VIF 值都在 2 以下，表示無共線性的問題。從表 4 的模式一、二、三中我們可發現，董事會功能、資訊透明度與主要股東的可信任度對整體公司治理的看法呈現顯著的正向關係 ($p < 0.001$) 顯示此三個變數均是影響企業整體公司治理的重要因素，且呈現正向關係。而

在模式一、二的控制變數都未呈現顯著關係，代表三項控制變數並未影響模式一、二之公司治理整體看法。但在模式三中，平均投資額與公司治理整體看法呈現顯著負相關（ $\beta = -0.185, p < 0.05$ ），亦即投資人平均投資額愈高對上市、上櫃企業公司治理整體看法愈負面。

模式四則是含蓋所有變數之整體模式，包括三項影響變數及控制變數，結果除了再次驗證前三個模式自變項（分別是董事會功能、資訊透明度、主要股東可信任度）對依變項（公司治理整體看法）呈顯著正向關係外，透過標準化的迴歸係數的比較，我們發現影響公司治理整體看法的重要因素，依序是董事會功能（ $\beta = 0.561$ ）、資訊透明度（ $\beta = 0.383$ ）、主要股東可信任度（ $\beta = 0.311$ ），由此可知董事會功能是否彰顯是影響投資人對上市、上櫃企業公司治理整體看法之最重要因素，亦即企業要建立投資人對該企業公司治理的信心，最重要的部分即在董事會功能可發揮影響力，如：有足夠比率的獨立董事、董事會及監察人能獨立及有效監督管理階層、公平對待所有股東、能獨立審核公司財報等等作為。如果董事會功能可發揮正面影響效果，則企業資訊的透明度及主要股東可信任度將可相對提升。

表 4 公司治理三構面對上市上櫃企業公司治理整體看法之複迴歸分析

	模式一	模式二	模式三	模式四
董事會功能	0.886*** (20.1222)	---	---	0.561*** (21.357)
資訊透明度	---	0.751*** (13.958)	---	0.383*** (15.630)
主要股東可信任度	---	---	0.544*** (7.991)	0.311*** (14.882)
控制變數				
投入股市時間	0.005 (0.102)	-0.092 (-1.595)	-0.101 (-1.373)	-0.025 (-1.130)
平均投資額	0.057 (1.220)	-0.043 (-0.730)	-0.185** (-2.493)	0.022 (0.967)
持股時間	-0.019 (-0.463)	0.023 (0.432)	-0.009 (-0.126)	-0.032 (-1.565)
Adj R ²	0.747	0.589	0.328	0.942
F 值	108.813***	53.377***	18.818***	398.326***
D-W 值	2.2557	1.775	1.900	1.850
VIF	1.023~1.263	1.019~1.221	1.008~1.199	1.028~1.747
樣本數	147	147	147	147

註：1. 迴歸係數為標準化值；括弧內數字代表t值。

2. 顯著水準為 * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

五、不同背景之投資人對公司治理看法的差異分析

(一) ANOVA 分析

本文將人口統計變量組別超過 3 組以上者，以 ANOVA 分析來檢視不同背景的投資人對公司治理三個構面是否呈現顯著差異。結果發現學歷、職業、投資決策、平均投資額、持股時間等變數，對三項公司治理構面並無顯著差異。而具顯著差異的變數如表 5 所示，年齡在董事會功能方面具顯著差異，結果顯示年紀愈輕者認為上市、上櫃公司董事會功能表現愈差。其次，投入股市時間亦在董事會功能方面呈現顯著差異，結果顯示投入股市時間愈短者認為上市、上櫃公司董事會功能表現愈差。

表 5 公司治理構面與投資人人口統計變量之 ANOVA 分析

自變數	公司治理構面	F 值	p-value	Scheffe 比較	備註
年齡	董事會功能	3.526	0.018**		年齡愈低平均數愈低
	資訊透明度	1.942	0.127		
	主要股東信任度	0.594	0.620		
投入股市時間	董事會功能	2.983	0.035**	1 > 3 ; 2 > 3	投入時間較短平均數較低
	資訊透明度	0.605	0.613		
	主要股東信任度	0.749	0.525		

註：*代表 0.1 顯著水準，**代表 0.05 顯著水準，***代表 0.01 顯著水準。

(二) t-test 分析

本文將人口統計變量組別為兩組者，以 t-test 分析來檢視不同背景的投資人對公司治理三個構面是否呈現顯著差異。結果發現性別、融資與否、有無投資基金、有無投資外幣等變數，對三項公司治理構面並無顯著差異。而具顯著差異者如表 6 所示，資金分配在主要股東信任度方面具顯著差異，結果顯示將資金全部投入股市者，對大股東信任度較採取投資組合搭配者為低。其次，有投資定存者對主要股東信任度較高。再者，有投資債券者對董事會功能持較正面看法。最後，有無投資衍生性金融商品者，在董事會功能及主要股東信任度等兩方面呈現顯著差異，我們發現有投資衍生性金融商品者，對董事會功能有較正面看法，以及對主要股東有較高的信任度。

表 6 公司治理構面與投資人人口統計變量之 t-test 分析

自變數	公司治理構面	t 值	p-value	分組平均數	備註
資金分配	董事會功能	0.002	0.965		全以股票投資者對主要股東信任度較投資組合搭配者低
	資訊透明度	0.179	0.673		
	主要股東信任度	5.851	0.017**	全買股票：1.88 投資組合搭配：2.31	
有無投資定存	董事會功能	0.077	0.782		有定存者對主要股東信任度較高
	資訊透明度	0.160	0.690		
	主要股東信任度	4.745	0.031**	有：2.35 無：2.07	
有無投資債券	董事會功能	4.409	0.037**	有：3.39 無：2.88	有投資債券者對董事會功能持較正面看法
	資訊透明度	1.277	0.260		
	主要股東信任度	0.101	0.751		
有無投資衍生性金融商品	董事會功能	3.587	0.060*	有：3.26 無：2.87	有投資衍生性金融商品者對董事會功能有較正面看法
	資訊透明度	0.714	0.399		
	主要股東信任度	5.652	0.019**	有：2.60 無：2.20	

註：*代表 0.1 顯著水準，**代表 0.05 顯著水準，***代表 0.01 顯著水準。

伍、結論

一、結論

本研究以問卷調查股市投資人對於上市、上櫃企業公司治理的看法，我們發現以下結論：

- (一) 本研究以因素分析法將公司治理分成三個構面，分別是：董事會功能、資訊透明度以及主要股東的可信任度。其中投資人對於上市、上櫃企業主要股東的可信任度的表現持最負面看法，其平均數為 2.2554 低於中間值 3，這些內容包括：大股東會炒作自家公司股票、會發佈假消息操弄股價、關係人內線交易嚴重、掌控高階管理者以及操控董事會等，顯見目前投資人

對上市、上櫃企業主要股東仍存在高度不信任。其次，董事會功能構面平均數為 2.9286，亦略低於中間值 3，顯示這方面投資人並未給予正面評價。而資訊透明度構面平均數為 3.3361，投資人則給予正面評價，代表目前政府要求上市、上櫃企業必須適時公佈相關資訊的政策略有成效。最後總體公司治理平均數為 2.84，因此整體而言，台灣股市投資人對上市、上櫃企業公司治理呈現負面評價。

- (二) 由迴歸分析模式顯示，董事會功能、資訊透明度與主要股東的可信任度對整體公司治理的看法呈現顯著的正向關係，且以董事會功能影響程度最大，其次是資訊透明度，最後則是主要股東的可信任度。
- (三) 對公司治理三個構面看法上，投資者背景資料的不同並未出現顯著差異者，包括：性別、學歷、職業、投資決策、平均投資額、持股時間、融資與否、有無投資基金以及有無投資外幣等項目。而在年齡方面，結果顯示年紀愈輕者認為上市、上櫃企業董事會功能表現愈差。其次在投入股市時間方面，結果顯示投入股市時間愈短者認為上市、上櫃企業董事會功能表現愈差。而資金分配方面，將資金全部投入股市者，對大股東信任度較採取投資組合搭配者為低。最後，是否投資其他標的方面具顯著差異者為：有投資定存者對主要股東信任度較高；有投資債券者對董事會功能持較正面看法；有投資衍生性金融商品者對董事會功能持較正面看法，以及對主要股東有較高的信任度。此外，研究結果顯現，投資人的不同背景在資訊透明度方面均未出現顯著差異。

二、建議

本研究依據實證研究結果提出以下建議：

- (一) 本研究實證結果顯示，投資人對上市、上櫃企業公司治理的看法普遍不佳，可見得近年來政府所推行的公司治理機制並未有顯著成效，尤其對主要股東信任度方面是投資人認為表現最差的部分，因此證期會以及金檢局等主管機關應嚴格監督大股東異常或違法行為。
- (二) 企業主要股東也應瞭解在現今資訊愈來愈透明的情況下，大股東想藉由操控董事會、高階管理者，以達到掏空公司資產，或者操弄股價以欺騙小股東的行為，已愈來愈難隱瞞，股東應思索的是該如何好好經營企業，而非財務操弄或違法掏空公司資產。
- (三) 企業要建立投資人對公司治理的信心最重要的是要將董事會功能發揮正面的影響，因此設立足夠的獨立董事及監察人，以發揮獨立有效的監督機制是現階段迫切的議題。其次，獨立董事及監察人的公信力也是彰顯董事會是否發揮實質功能的指標，因此尋求知名專家學者，尤其國際知名人士，可顯現企業追求公司治理的決心。

三、研究限制

如前所述，由於涉及個人財務隱私的問題，所以本研究無法取得母體資料而採取便利抽樣法，惟以此方法來推論母體，亦可能會產生偏誤，此為本研究之限制。

參考文獻

- 曾炳霖 (2002)。淺論公司治理——以安隆案為中心，*會計研究月刊*，205，65-83。
- 葉銀華、李存修、柯承恩 (2002)。公司治理與評等系統。台北：商智文化。
- Black, B. S., Jang, H., Kim, W., & Mark, J. (2002). *Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea*, Unpublished manuscript.
- Blair, M. M. (1995). *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*. Washington, D.C.: The Brookings Institution.
- Cadbury, J. J. (1992). Corporate Governance and Disclosure Quality. *Accounting and Business Research*, 9, 111-124.
- Coase, R. (1937). The Nature of The Firm, *Economica*, 4, 386-405.
- Cronbach, L. J. (1946). Response Sets and Test Validating. *Educational and Psychological Measurement*, 6, 475-494.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*, 26, 327-349.
- Fredrickson, J. W., Hambrick, D. C., & Baumrin, S. (1988). A Model of CEO Dismissal. *Academy of Management Review*, 13, 255-270.
- Gillan, S., & Starks, L. (2003). Corporate Governance, and Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective. *Journal of Applied Finance*, 13(2), 4-22.
- Hirschman A. (1970). *Exit, Voice and Loyalty*, Cambridge Mass: Harvard University.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. (1993). Presidential Address: The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, July, 831-880.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- OECD (1999). *OECD Principles of Corporate Governance*.
- Roe, M. (1994). *Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. NJ: Princeton University Press.

Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Financial Economics*, 52, 737-783.

Smith, M. (1996). Shareholder Activism by Institutional Investor: Evidence from CalPERS. *The Journal of Finance*, Mar, 227-252.

附錄一

各位女士、先生

本問卷乃調查股市投資人對國內上市、上櫃公司一般的看法，問卷結果純粹做為學術研究使用，決不將您的資料外洩。請您在讀完問卷題目後，如果非常不同意题目的陳述，請在 1 上畫圈，依此，若非常同意請在 5 上畫圈，本問卷共有兩張，請您在填完問卷後，再檢查是否有遺漏情形。謝謝您的合作。

美和技術學院企管系講師

暨中山大學企管博士生 林玉娟敬上

第一部分 您對國內上市上櫃公司的看法（就你認為的一般情況）

	非 常 不 同 意	不 同 意	普 通	同 意	非 常 同 意
1. 能即時發佈年報、半年報及季報資料。.....	1	2	3	4	5
2. 能立即揭露重大訊息。.....	1	2	3	4	5
3. 主要股東及關係人內線交易的情況嚴重。.....	1	2	3	4	5
4. 明確揭露未來財務目標，如每股盈餘、資產報酬率、股東權益報酬率等	1	2	3	4	5
5. 明確揭露未來的營運目標，如營業收入、市場佔有率、 新產品新技術的發展等等。.....	1	2	3	4	5
6. 當有重大投資或融資計畫時，會告知可能的風險。.....	1	2	3	4	5
7. 高階管理者行使職權時會受大股東的影響。.....	1	2	3	4	5
8. 有足夠比例的獨立董事（董事會聘任具專業性及獨立性之專家、學者..）	1	2	3	4	5
9. 會計師（外部審計人員）與公司無任何關係，能獨立審核公司的財報。	1	2	3	4	5
10. 董事會和高階管理者公平的對待所有股東。.....	1	2	3	4	5
11. 董事會能有效監督管理階層。.....	1	2	3	4	5
12. 董事及總經理的實際酬勞與紅利均能詳實揭露。.....	1	2	3	4	5
13. 監察人不受大股東或管理者的影響，能有效監督管理者。.....	1	2	3	4	5
14. 小股東容易取得投票權（例如：透過委託書的投票）。.....	1	2	3	4	5
15. 股東大會召開前，公司會提供會議相關資訊。.....	1	2	3	4	5

16. 多數公司會發佈假消息操弄股價。..... 1 2 3 4 5
17. 實施庫藏股制度以買回自家公司股票，是為了捍衛所有股東的利益。 1 2 3 4 5
18. 公司或董事會重視與股東或投資人的關係。..... 1 2 3 4 5
19. 管理階層大都具備專業管理能力，而非只因是大股東的親信。..... 1 2 3 4 5
20. 大體而言，我信賴這些上市(櫃)管理階層的誠信。..... 1 2 3 4 5
21. 許多公司的最大股東可完全操控董事會。..... 1 2 3 4 5
22. 許多公司的大股東會炒做自家公司的股票。..... 1 2 3 4 5
23. 管理階層會以自身的利益為優先考量。..... 1 2 3 4 5
24. 當管理階層有違背公司利益的行為時，公司大多能及時發現並有處罰機
制 1 2 3 4 5

第二部分 基本資料 (請在方框上打勾)

- A. 性別：1 男 2 女
- B. 年齡：1 30歲及以下 2 31-40歲 3 41-50歲 4 51歲以上
- C. 教育：1 高中(職)及以下 2 專科及大學 3 碩士 4 博士
- D. 職業：1 軍公教 2 製造業 3 服務業 4 金融業 5 企業主 6 家庭主婦
或暫無工作 7 專職股票或其他金融商品的投資分析 8 其他_____
- E. 投資決策最主要依據：1 自己做技術分析 2 自己做基本分析 3 自己取得某公司內
部消息消息 4 參考分析師或專家意見 5 跟隨親朋好友、股友下單 6 其他_____
- F. 已投入股市時間：1 二年及以下 2 二 五年(含) 3 五 十年(含) 4 十年以上
- G. 最近一年平均原始投資金額：1 50萬及以下 2 50-100萬 3 100-200萬
4 200-300萬 5 300-400萬 6 400-500萬 7 500萬及以上
- H. 大多數持股時間：1 1~2天 2 3~7天 3 8~30天(含) 4 1個月~6個月(含)
5 6個月~1年(含) 6 1~3年(含) 7 3年以上
- I. 目前是否有做融資或借錢投資：1 是 2 否
- J. 資金分配：1 所有閒餘資金均拿來買股票 2 會做投資組合的搭配，例如：基金...
- K. 目前除股票外，是否有其他投資項目(複選題)：1 定存 2 債券 3 基金
4 外幣 5 衍生性金融商品，如期貨、選擇權.. 6 其他_____ 7 無

【問卷到此結束，謝謝合作】

The Study on Stock Investor's Perception of Corporate Governance in the Taiwanese Listed Companies

Yu-Chuan Lin*, Yu-Ju Lin**

Abstract

After the domestic capital market recent experiences of the storm of mine companies, the government has legislated on corporate governance to regulate the listed companies. This study would like to know what the stock investors' opinions about the corporate governance in the listed companies by means of questionnaire. It is a research approach that is rarely seen in previous studies. This study surveyed 164 stock investors with 147 validate questionnaires. The results are as follows: (1) Most of the investors show negative opinions toward the mechanism of corporate governance in the listed companies.(2)The boards' function, followed by information transparency, and major shareholders' trustworthiness show significant positive relation to the opinions about the mechanism of corporate governance. (3) Not much significant difference exists between the investors with different backgrounds.

Keywords: corporate governance, boards' function, information transparency, major shareholders' trustworthiness

*Instructor, Department of Business Administration, Meiho Institute of Technology

** Instructor, Department of Finance, Fortune Institute of Technology

