

南華大學

財務金融學系財務管理碩士班碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION

INSTITUTE OF FINANCIAL MANAGEMENT

NAN HUA UNIVERSITY

台灣壽險業公司治理與信用評等對經營績效影響之研究

The Effects of Corporate Governance and Credit Rating on the Performance for the

Taiwan's Life Insurers

研究生：柯建臺

GRADUATE STUDENT: CHIEN-TAI KE

指導教授：賴丞坡 博士

ADVISOR: CHENG-PO LAI, Ph.D.

中華民國 103 年 7 月

南 華 大 學
財務金融學系財務管理碩士班
碩 士 學 位 論 文

台灣壽險業公司治理與信用評等對經營績效影響之研究

The Effects of Corporate Governance and Credit Rating on the performance
for the Taiwan's Life Insurers

研究生：柯建亭

經考試合格特此證明

口試委員：賴丞城
林原勳
吳錦文

指導教授：賴丞城

系主任(所長)：賴丞城

口試日期：中華民國 103 年 6 月 11 日

版權宣告

本論文之內容並無抄襲他人著作之情況，且本論文之全部或一部分並未使用在申請其他學位論文之用。



謝誌

從退役後從沒想過居然考上研究所，雖說剛開始題目與資料蒐集不太順利，但論文還是如期完成，這段期間非常感謝賴丞坡教授的指導，每當我寫作發生困難時總能給我提供解決方向，並在這段時間安慰及鼓勵，使我能順利寫完論文，也感謝幫我口試的林原勗老師及吳錦文老師，在口試時提供寶貴意見使我受益良多。

在研究所這段期間感謝學長們及林祥安同學，謝謝你們陪我度過研究室的每一天，並在這段日子裡扮演亦師亦友的角色，如果沒有你們這兩年一定很無聊。

最後是感謝我的家人，使我服役完還能讓我繼續完成學業，如果沒你們支持，根本無法順利畢業，謝謝你們。



柯建臺 謹誌於南華大學

中華民國 103 年 7 月

南華大學財務管理研究所一百零二學年度第二學期碩士論文摘要

論文題目：台灣壽險業公司治理與信用評等對經營績效影響之研究

研究生：柯建臺

指導教授：賴丞坡 博士

論文摘要內容：

保險是風險管理之重要機制，因此保險公司對經營之風險以及自身所面臨的風險都必須十分敏感，保險業如何透過公司治理與信用評等規範，以規避公司風險以增加公司績效成為一項重要議題。本研究以 2004 年至 2012 年台灣壽險業為研究對象，運用一般最小平方法(OLS)實證模型探討公司治理變數與信用評等對公司經營績效指標之資產報酬率(ROA)之影響。實證結果顯示信用評等、經理人持股比例、大股東持股比例、控制股東席次對壽險公司之經營績效存在正向影響，而董事會規模對壽險公司之經營績效存在反向影響，再者信用評等、經理人持股比例、大股東持股比例、董事會席次對資產報酬率皆呈現非線性關係。

關鍵詞：公司治理、信用評等、公司績效

Title of Thesis : The Effects of Corporate Governance and Credit Rating on the performance of the Taiwan's Life Insurers

Name of Institute : Institute of Financial Management, Nan Hua University

Graduate data : July 2014

Degree Conferred : M.B.A

Name of student : Chien-Tai Ke

Advisor : PH.D. Cheng-Po Lai

Abstract

Insurance is an important mechanism of risk management, and therefore insurers must be sensitive to the risks faced by their own. Increasing the company's performance Through credit rating as well as corporate governance has become an important issue of insurance industry. Using 2004 to 2012 annual data, this study applies ordinary least squares (OLS) to investigate the effects of credit rating and corporate governance on performance, that is, ROA of the life insurers in Taiwan. Empirical results show that a credit rating, the proportion of managers' stock, major stockholder, controlling shareholders' seats have significantly positive effects on ROA of life insurance companies. In contrast, boards of directors' size has negative on ROA. Furthermore, the results show that non-linear relationship between credit rating, managers' stock, major shareholder's stock, and board of directors seats on the ROA.

Keywords : Corporate Governance , Credit Ratings , Corporate Performance

目錄

論文合格證明書	i
版權宣告	ii
謝誌.....	iii
中文摘要.....	iv
英文摘要	v
目錄	vi
表目錄	vii
圖目錄.....	viii
第一章 緒論	1
第一節 研究背景.....	1
第二節 研究動機.....	2
第三節 研究目的.....	4
第四節 研究流程圖	5
第二章 文獻探討.....	6
第一節 公司治理.....	6
第二節 信用評等.....	25
第三節 公司治理與信用評等.....	33
第三章研究方法.....	37
第一節 資料來源.....	37
第二節 資料模型.....	37
第四章 實證結果.....	41
第一節 最適之線性迴歸模型.....	41
第二節 敘述統計分析.....	41
第三節 相關係數分析.....	42
第四節 公司治理與信用評等經營績效實證結果.....	43
第五章 結論與後續研究.....	47
第一節 結論.....	47
第二節 後續研究.....	47
參考文獻.....	48

表目錄

表 1 公司治理定義	9
表 2 股權結構經理人持股文獻	13
表 3 大股東持股	15
表 4 董事會規模	20
表 5 控制股東席次	23
表 6 中華信評評等等級定義	29
表 7 台灣企業風險指標評級定義	32
表 8 公司治理與信用評等文獻	35
表 9 敘述統計	42
表 10 Pearson 相關係數表	43
表 11 迴歸實證結果	46



圖目錄

圖 1 研究流程圖.....5



第一章 緒論

第一節 研究背景

我國最早成立之民營人壽保險公司，為 1912 年成立於上海的安合群保險公司。自此，人壽保險公司紛紛成立，資金逐漸增長，到 1949 年政府撤退來台，國內共有 10 家壽險公司，台灣光復後，1945 年台灣省行政長官公署成立台灣省保險會社監理委員會，接管日本在台 14 家人壽保險公司及 12 家產物保險公司，1947 年，由省屬銀行公庫等投資的台灣人壽保險公司及台灣產物保險公司正式開業，成為我國在台最早由國人自辦的保險公司，1950 年中央信託局成立人壽及產物保險二處，合計台灣地區至 1961 年僅有 2 家公營壽險公司及 5 家產險公司或機構。

1961 年起政府推動國家經建計劃，鑒於社會經濟發展，對於保險已有迫切需要，乃開放民營保險公司設立，以強化社會安全保障制度。自 1962 年先後成立了第一人壽保險公司、國光人壽保險公司及國泰人壽保險公司。1963 年起陸續有華僑人壽、南山人壽、國華人壽及新光人壽開業。其中，國光人壽保險公司因經營不善於 1970 年 4 月停業。自此至 1986 年，台灣地區由 8 家壽險及 15 家產險公司（處）共同經營產、壽險業務。

1986 年起，財政部依中美保險諮商所獲結論，陸續對美商開放我國保險市場，先後核准美商聯邦產物、美國皇家保險、大陸產物、恆福產物、宏泰產物、家庭人壽、安泰人壽、喬治亞人壽、大都會人壽、保德信人壽、健康人壽、美國人壽、宏利人壽、全美人壽、紐約人壽、鴻國人壽、投資者人壽、國衛人壽、瑞泰人壽等在台成立分公司經營產險及壽險業務。1998 年財政部依據保險法部份修訂條文及「保險業之設立標準」，接受由國人提出申請並核准經營的產險、壽險公司有富邦人壽、三商人壽、國寶人壽、中興人壽、興農人壽、幸福人壽、及東泰產物保險公司等 7 家。從此我國

保險市場進入全面發展的新階段，至 2012 年台灣實際取得執照經營業務之國內外保險業者共有 57 家。

由於 1997 年金融風暴發生後，發現企業普遍有財務不透明及隱藏資訊的嚴重問題，2001 年美國安隆(Enron)公司與世界通訊接連發生財務危機，嚴重打擊美國資本市場與投資人。而在 2009 年美國受金融海嘯後，歐美經濟受到嚴重衝擊，使美國國際集團(AIG)旗下保險部門由美國政府接管。在本國方面 2005 年國華產險因財務惡化遭監理單位監管，而華山產險也於 2009 年多次增資後仍無法擺脫經營困境，遭停業清查。因此政府訂定各項法規企圖加強企業的公司治理機制，並增加資訊揭露及財務風險控管，而保險公司只要是轉移風險，如果保險公司因管理不善，不只債權人與投資人受影響，也連帶影響政府與被保險人，而導致社會不安。

第二節 研究動機

在大多數的新興市場藉著強勁的 GDP 成長，提高了保險滲透率，讓保險市場的規模快速增加。且在面對國內法規風險揭露的規範下，許多保險公司不得不考慮改善公司資訊透明度並委託評等。在此，亞洲各國幾乎在某種程度上採納了會計準則(IFRS)與風險資本(Risk-Based Capital)之國際標準，在這些國際標準的規範下使公司監管制度快速發展，而會計準則主要能向股東及一般公眾提供特定企業財務變動、經營業績方面等資訊，並運用財務報表提出相關決策。而風險資本主要是計算保險業實際經營之風險程度，提出所需資本總額來達到監督管理之目的。郭敏華(2000)認為信用評等(Credit Rating)是依照相關法律及國家規範，對公司債權、財務情況含意進行標示，且對風險控管、經營能力、盈利能力進行整體信用分析，對公司可能違約與清償進行綜合判斷，再以符號分級之評價行為。楊健源認為信用評等可降低投資人蒐集資訊之成本及公司融資成本，且提高金融管理效率與增進市場效率。

依照張敏蕾、蔡幸珊(2006)提出當公司治理機制愈趨近於完善，也會反映在公司

績效上。因而公司發生財務危機的機率降低，信用風險也因而減少，也就是公司治理綜合指標與公司當期與未來績效均呈現正相關，但與投資風險呈現負相關，意思是公司治理所提出的綜合指標愈高，就代表公司營運會較好，因此公司績效會提高，其風險也會降低。至於各項結構面與公司績效及投資人風險之關聯性，其結果為股權結構、董監事組成、資訊揭露與財務透明度及法律遵循，結構面與公司績效呈正相關，和投資人風險呈負相關。關係人交易則與公司績效呈負相關，與投資人風險呈正相關。

葉銀華、李存修、柯承恩(2002)認為公司治理(Corporate Governance)主要以興利與除弊兩種功能，興利是以增強策略管理之效率，使公司導於正確方向，而除弊主要以具有獨立性之董監事，經由透明資訊來監督管理者，以維護股東與所有利害關係人(股東、債權人、供應商和員工)之利益及公司價值的一種管理機制。孫永祥(2002)認為公司治理範圍包含董事會、股權結構、資產結構、產權法律及經理機制等。吳樂群等(2001)提出公司治理是企業經營與企業所有分離之體系，以防止經營弊端及違法行為，有效監督組織活動，並健全其組織運作，以實現企業社會責任為目標。美國 1930 年代學術界開始探討公司治理相關課題，而亞洲是在 1997 年亞洲金融風暴後才開始重視公司治理制度，而台灣保險業於 2003 年制定「保險業公司治理實務守則」。

保險業競爭激烈，Mayers et al.(1988)認為保險業所有權結構與其他產業相較之下較為多元，而 Harrington(1988)探討核保循環現象，以美國責任保險業為例，就算經由政府監管，保險業仍可能出現高風險的危機。在放鬆管制(Deregulation)的浪潮下 MacAvoy(1997)認為保險業仍需要政府監督。國華壽險公司於 2005 年因財務惡化然而出現無法償還債務之困境，因而危害到被保險人之權益。2009 年華山產險經由多次現金增資仍然無法擺脫經營不善之窘境，遭到勒令停業清償處理。美國國際集團(AIG)底下部門也在 2009 年金融海嘯過後遭到美國政府接管，由此可見公司治理對保險業具有重大影響。

保險是風險管理之重要機制、因此保險公司對經營之風險以及自身所面臨的風險

都必須十分敏感，保險公司一方面要保證企業股東利益最大化，另一方面還要保證保單利益相關者的權益，這也顯示風險管理在保險公司其重要性。保險業的經營藉由保險監理制度來保障財物安全外，投資者及股東也可經由公司治理與信用評等來檢視公司風險高低，來改善公司營運方式，使其規避公司風險以增加公司績效，而影響保險業信用評級與公司治理是否影響公司績效成為一項重要議題。

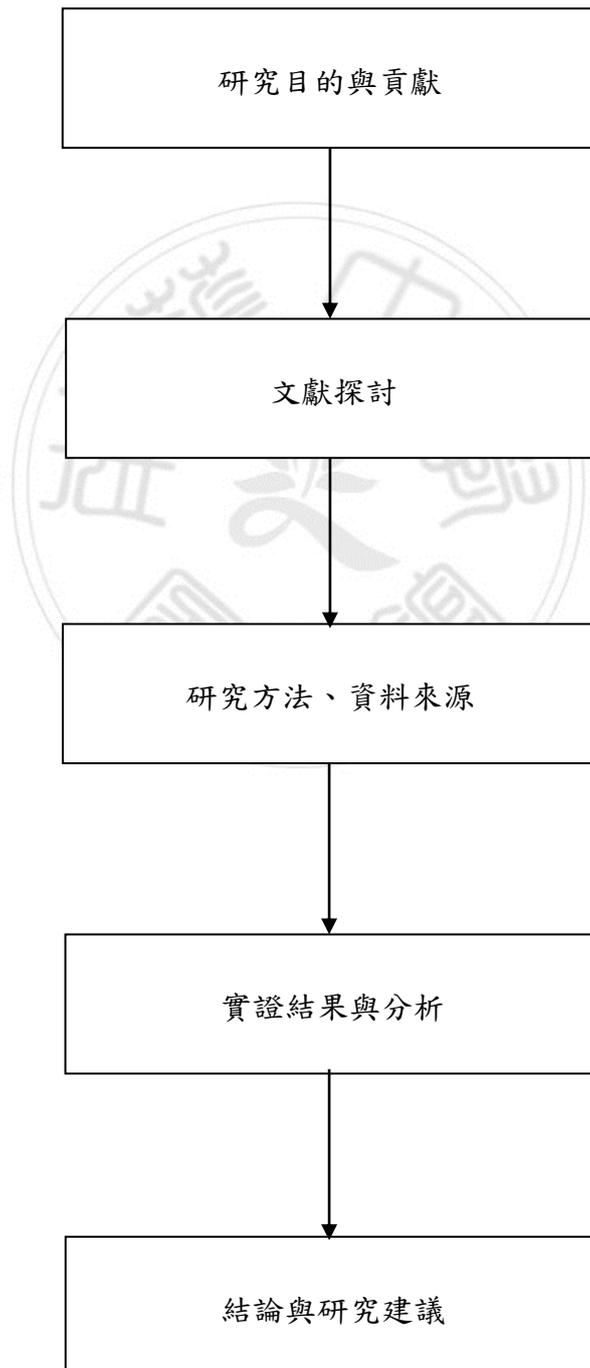
第三節 研究目的

本研究主要目的是分析壽險業公司治理層面與信用評等相關變數對績效之影響。近年來出現越來越多公司治理文獻，各項產業都有探討相關文章及論文，且大多都著重於公司治理直接對經營績效之關聯性。本文主要探討壽險業在公司治理加入信用評等對績效的影響，因發生財務危機的可能性皆以信用評等之等級來衡量，也因信用評級反映信評機構對公司整體能力與信譽是否有達到財務責任之意見(Standard & Poor's, 2002)。本文採用葉銀華、李存修、柯承恩(2002)的公司治理整體架構主要包括股權結構之影響及董事會，此種設定是為了加強管理者監控行為及決策的有效性，來降低外部投資者資訊不對稱和投機行為。且沿用之前文獻之公司治理特性，探討保險業管理階層與股東之治理機制，了解代理性問題如何影響公司績效，並透過本文來了解台灣壽險業目前情況，是否因公司治理與信用風險影響公司績效，使投資者在制定投資決策時能考量保險公司的治理機制，也避免被保險人及投資者因保險公司信用風險發生而造成損失，並降低代理成本。本研究目的如下：

- 1.主要釐清公司治理與信用評等之相關重要。
- 2.探討壽險公司股權結構與董事會結構之相關變數。
- 3.探討公司治理與信用評等對公司績效之影響。

第四節 研究流程圖

研究架構主要包含第一章的緒論，主要是以研究背景動機和研究目的及研究架構為主，第二章為文獻回顧，以國內外之文獻做整理及回顧，第三章為研究方法，以介紹研究理論及資料來源、研究變數跟模型之建構，第四章為預期結果



第二章 文獻探討

本文主要是以台灣保險業為對象，探討公司治理對信用評等的關係。此章節總共分成三小節，從第一節公司治理、第二節信用評等、第三節公司治理與信用評等

第一節 公司治理

公司治理(Corporate Governance)簡單而言就是監管公司的方法。最早出現於 1970 年代，並於 1997 年亞洲金融風暴與 2007 年至 2008 年美國次貸風暴金融危機的發生，各界所提出未來防治金融危機方法中，強化公司治理機制已被公認為企業對抗危機之良方，並提出討論。也因如此公司治理被認定為未來預防金融危機的主要方法。而相關論述如下：

一、公司治理定義

(一)國際經濟合作暨發展組織(OECD,1999)

國際經濟合作暨發展組織(OECD,1999)認為公司治理是公司經營者落實指導和管理等機制過程，在兼顧利害關係人利益下，以加強公司績效來保障股東權益，且發表股東的權益、公平對待股東、利害關係人的角色、資訊揭露及透明性、董事會角色等五項治理原則。2004 年 OECD 更明確的界定公司治理為：「指導控管之制度，架構應該促進透明，何有效率的市場，建立一致性法律，並清楚說明監督、管制與執行權責單位的責任分工」。並由原來五項原則增列「建立有效公司治理架構基礎」變為六大項基礎原則。

(二)世界銀行(1999)

世界銀行(1999)指出公司治理是在契約與法律之規範下，成立一套調查監督之機制，以達到公司價值極大化之目標。主要意思是指公司最高決策

的董事會，必須維護所有利害關係人合股東之權益，並創造公司的長期利潤，來達到永續經營之目標，增進社會投資人整體之福祉。且將公司治理分為內外兩部分，內部機制之公司治理以董事會為核心扮演任命、監督、管理來達到永續經營的機制，而外部機制則是和公司有相關利益之機構與關係人，如會計師、律師、信用評等機構以及投資銀行等，這些因本身持有股份或委託，引此對公司擁有監督之動機，所形成外部治理之機制。

(三)中華公司治理協會(1999)

中華公司治理協會(1999)認為公司治理是指導、管理落實經營者責任之機制與過程，在能兼顧其他利害關係人之利益下，以加強公司營運績效，來保障股東權益。

(四)證券暨期貨市場發展基金會(2001)

證券暨期貨市場發展基金會(2001)提出公司治理是「企業體經由法律、制衡的控管與設計，在企業所有與企業經營分離的組織體系中，有效監督其組織活動，以及如何健全其組織運作，並防止脫法行為等經營弊端，來實現企業社會責任的高等目標」，並以強化董事會職能、保障股東權益、尊重利害關係人、發揮監察人功能、建立完善之內部控制制度、提升資訊透明度等六大構面。

(五)國內外文獻

Alkhafaji(1990)認為公司治理是種結構與權力之型式，以牽制組織在不同群體間運作之責任與權利，以企業而言，即是公司的運作方式，董全體與管理者之責任，可以降低公司管理者與股東間之代理問題。Shleifer and Vishny(1997)兩位學者認為公司治理的定義是「金主能確保擁有合理的報酬所設計的機制」。Cadbury(1999)提出董事會的運作是公司治理的重點，就是

高階管理者經由董事會任用、解雇、給予報酬時，應發揮監督功能並保護股東之權益。Prakash and Hart(2000)從社會觀點及廣義方向出發認為公司治理是社會法制規範下公司內部關係與制度之制定，行使權利控制、導引及規範公司成員之各項活動，以增進團體共同利益為最終目的。Rezaee (2002)提出公司治理主要是確保管理階層謀求股東利益最大化而設計。葉銀華、李存修、柯承恩(2002)認為公司治理主要是經由建全的制度設計與執行，提升管理效能和監督管理者行為，並保障外部投資人(小股東及債權人)應有報酬與其他利害關係人之利益。何里仁(2003)指出公司治理從企業觀點而言，公司治理又稱為企業監管，主要是用來降低董事與管理人對公司營運方式所應負之責任；而從財務觀點而言，公司治理是降低股東與管理人代理問題的相關組合，如公司授權決策體系、公司內部資訊系統、公司內部控制機制、以及外部市場之影響力。鄭國鴻、吳成豐(2006)認為公司治理是為公司建構一套管理制度，讓企業經由制度化後，後有更健全的發展；並非倚靠單獨管理者的個人才能管理企業，以確保所有利害關係人擊鼓工之權益，讓企業達到穩定成長永續經營之目標。謝錦堂(2009)以企業永續經營的觀點來看公司治理，為確保企業永續經營的企業本質，引此，公司治理並非只有「防弊」，應還有「興利」之目的，以上公司治理解釋定義彙整於表 1。

表 1 公司治理定義

作者及年代	公司治理定義
Alkhafaji(1990)	公司治理是種結構與權力之形式，來牽制運作中組織在不同群體間之責任何權利，以企業而言，及市公司的運作方式，董全體與管理者共負之責任，可以降低公司管理者與股東間之代理問題。
Shleifer and Vishny(1997)	公司治理的定義是「金主能確保擁有合理的報酬所設計的機制」。
國際經濟合作暨發展組織(OECD,1999)	公司治理是公司經營者落實指導和管理等機制過程，在兼顧利害關係人利益下，以加強公司績效來保障股東權益，且發表股東的權益、公平對待股東、利害關係人的角色、資訊揭露及透明性、董事會角色、建立有效公司治理架構等六項治理原則。
世界銀行(1999)	公司治理是在契約與法律之規範下，成立一套調查監督之機制，以達到公司價值極大化之目標。
中華公司治理協會(1999)	公司治理是指導、管理落實經營者責任之機制與過程，在能兼顧其他利害關係人之利益下，以加強公司營運績效，來保障股東權益。

表 1(續)公司治理定義

作者及年代	公司治理定義
Cadbury(1999)	公司治理的重點，就是高階管理者經由董事會任用、解雇、給予報酬時，應發揮監督功能並保護股東之權益。
Prakash and Hart(2000)	發認為公司治理是社會法制規範下公司內部關係與制度之制定，行使權利控制、導引及規範公司成員之各項活動，以增進團體共同利益為最終目的。
證券暨期貨市場發展基金會(2001)	公司治理是「企業體經由法律、制衡的控管與設計，在企業所有與企業經營分離的組織體系中，有效監督其組織活動，以及如何健全其組織運作，並防止脫法行為等經營弊端，來實現企業社會責任的高等目標」
Rezaee (2002)	公司治理主要是確保管理階層謀求股東利益最大化而設計。
葉銀華、李存修、柯承恩(2002)	公司治理主要是經由建全的制度設計與執行，提升管理效能和監督管理者行為，並保障外部投資人(小股東及債權人)應有報酬與其他利害關係人之利益。
何里仁(2003)	企業觀點而言，公司治理又稱為企業監管，主要是用來降低董事與管理人對公司營運方式所應負之責任；而從財務觀點而言，公司治理是降低股東與管理人代理問題的相關組合，如公司授權決策體系、公司內部資訊系統、公司內部控制機制、以及外部市場之影響力。
鄭國鴻、吳成豐(2006)	認為公司治理是為公司建構一套管理制度，讓企業經由制度化後，後有更健全的發展；並非倚靠單獨管理者的個人才能管理企業，以確保所有利害關係人擊鼓工之權益，讓企業達到穩定成長永續經營之目標。
謝錦堂(2009)	公司治理，為確保企業永續經營的企業本質，引此，公司治理並非只有「防弊」，應還有「興利」之目的。

二、股權結構

Berle and Means (1932)提出的經營權與所有權分離論點後，所衍發之「代理問題」，對於股權分配及歸屬上對公司經營是否有所影響？保險公司之股權離散是否影響經營績效，而股權結構可分為經理人持股比例(MGT)大股東持股比例(BLOCK)。Jensen and Meckling(1976)提出利益收斂假說(Convergence of Interest Hypothesis)認為管理者持股集中度愈高，在公司經營績效上就愈高，此學說主要認為經由管理者持股可結合股東利益。葉銀華與邱顯比(1996)探討資本結構、股權結構與公司價值關聯性。結果認為內部管理者持股比例與經營績效成正相關。Hudson et al.(1992)提出股權集中經營管理者時，管理者與股東之利益會達成一致，達到減少代理成本而有助於公司的經營績效。Kiel and Nicholson(2003)以澳洲上市公司為研究樣本，研究發現內部管理人持股越高，則公司營運績效越好。Singh and Davidson(2003)以美國大型公開上市公司為樣本研究，發現美國上市公司管理者擁有股權程度和公司資產使用率有正相關。洪麗芳(2003)在內部人持股比例實證研究，也發現公司內部人士持股比例與公司績效呈現正相關，並符合利益收斂假說。王一玲(2004)利用聯立方程式消除公司價值與股權內生性問題，發現董監事持股或管理人等內部持股越高時，可減緩道德風險問題，使公司價值提升。Huang et al.(2007)透過研究台灣壽險業公司治理和股權結構時，顯示管理者持股與效率成正相關。Wang et al.(2007)發現公司治理對保險業之研究中公司內部人持股比例確實對資產報酬率及配置效率上有正向影響。李幃宗(2008)研究公司治理與資訊透明度對公司績效的影響。發現經理人持股和經營績效成正相關。蘇文彬、栗志中、李建成(2010)探討台灣壽險公司之公司治理與經營績效關係之研究，研究指出經理人持股比例與公司治理成正相關。而賴丞坡、李昇倫(2012)也研究證實產險業經理人持股比例越高，績效越好。

但也有學者持反對此看法，Jensen&Ruback(1983)提出利益掠奪假說(Entrenchment Hypothesis)事由經營者持有股份比例越高，會因本身職位的安

全考量所產生反接管之行為(anti- takeover behavior)，反而導致經營績效變差。Morck et al.(1988)認為公司經理人持股如超過一定比例時，因本身職位穩定而特權消費，使的人心怠惰，反而使公司價值變低。莊宗憲(2004)研究台灣上市公司從 1994 年至 2003 年間的實證研究，發現縣內部人持股比例與公司經營呈現負相關。王源章與張椿柏(2011)研究指出內部經理持股比例一開始有正向關係，但持股超過一定比例會成現負向關係。

而大股東持股方面 Agrawal and Mandelker(1990)提出積極監督假說(積極監督假說)指出大股東所持有較多股權時，有誘因管理監督當局，因而對公司價值產生正相關。Jensen(1993)及 Shleifer and Vishny(1986)認為有大股權的股東或法人機構，公司經營績效會產生正相關，因為大股東有監督管理之誘因，比散戶還要有能力承擔管理的費用成本，因而對公司管理效能有正向影響。陳美華與洪世炳(2005)認為大股東持股越高，公司績效越好。黃啟倫(2006)也發現大股東持股比愈高公司績效愈好。林青弘(2007)研究銀行業所有權與董事會結構與效率之研究，研究顯示大股東持股比率與公司績效成正相關。以上皆符合積極監督假說。

而 Xiang and Zhang(1996)則提出不同之論述，由於大股東持股比例愈高，越有可能奪取公司資產，所以大股東持股愈高，公司經營績效會愈差。陳麗娟(2004)則認為會依照產業不同而有所不同，如紡織業大股東持股比例與公司經營績效成現負相關。王淑芬(2008)以金融控股公司為研究對象，選取 14 家公司為樣本，研究顯示大股東持股比例與短中期市場績效呈現負相關，就是說短期績效而言大股東持股越高績效愈差。許嘉明(2009)研究探討公司治理之股權結構和企業經營績效之影響，研究結果顯示大股東持股比例與公司績效呈現負向關係。而以本文主要預測保險公司法人持股比例與大股東持股比例與信用評等是否有正向關係。

表 2 股權結構經理人持股文獻

作者及年代	研究主題	研究結果
Jensen and MeckLing (1976)	Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure	提出利益收斂假說(Convergence of Interest Hypothesis)認為管理者持股集中度愈高，在公司經營績效上就愈高，此學說主要認為經由管理者持股可結合股東利益。
Jensen&Ruback (1983)	The market for corporate control : the scientific evidence	利益掠奪假說(Entrenchment Hypothesis)事由經營者持有股份比例越高，會因本身職位的安全考量所產生反接管之行為(anti- takeover behavior)，反而導致經營績效變差。
Morck et al.(1988)	Management ownership and market valuation	認為公司經理人持股如超過一定比例時，因本身職位穩定而特權消費，使的人心怠惰，反而使公司價值變低。
Hudson et al.(1992)	Further evidence on the relationship between ownership and performance.	提出股權集中經營管理者時，管理者與股東之利益會達成一致，達到減少代理成本而有助於公司的經營績效。
葉銀華與邱顯比(1996)	資本結構, 股權結構與公司價值關聯性之實證研究: 代理成本理論	探討資本結構、股權結構與公司價值關聯性。結果認為內部管理者持股比例與經營績效成正相關。
Kiel and Nicholson (2003)	Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance	以澳洲上市公司為研究樣本，研究發現內部管理人持股越高，則公司營運績效越好。
Singh and Davidson (2003)	Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms	發現美國上市公司管理者擁有股權程度和公司資產使用率有正相關。
洪麗芳(2003)	股權結構、財務決策與公司績效關聯性之實證研究	在內部人持股比例實證研究，也發現公司內部人士持股比例與公司績效呈現正相關，並符合利益收斂假說。

表 2 股權結構經理人持股文獻(續)

作者及年代	研究主題	研究結果
王一玲(2004)	所有權結構與公司價值間之內生性關係	發現董監事持股或管理人等內部持股越高時，可減緩道德風險問題，使公司價值提升。
莊宗憲(2004)	公司治理機制與公司經營績效實證研究	研究台灣上市公司從 1994 年至 2003 年間的實證研究，發現縣內部人持股比例與公司經營呈現負相關。
Huang et al.(2007)	Does corporate governance and ownership structure influence performance? Evidence from Taiwan life insurance companies	透過研究台灣壽險業公司治理和股權結構，顯示管理者持股與效率成正相關。
Wang et al.(2007)	The Impact of Corporate Governance Structure on the Efficiency Performance of Insurance Companies in Taiwan	發現公司治理險業研究的研究中公司內部人持股比例確實對資產報酬率及配置效率上有正向影響。
李幃宗(2008)	資訊透明度、公司治理對公司經營績效之探討	公司治理與資訊透明度對公司績效的影響，發現經理人持股和經營績效成正相關。
蘇文彬、栗志中、李建成(2010)	台灣壽險業之公司治理、風險承擔與經營績效關係之研究	台灣壽險公司之公司治理與經營績效關係之研究，研究指出經理人持股比例與公司治理成正相關。
王源章與張椿柏(2011)	從核心代理問題的角度探討股權結構，董事會特性對公司價值之影響	研究指出內部經理持股比例一開始有正向關係，但持股超過一定比例會成現負向關係。
賴丞坡、李昇倫(2012)	公司治理對產險公司經營績效影響之研究	研究證實產險業經理人持股比例越高，績效越好。

表 3 大股東持股

作者及年代	研究主題	研究結果
Shleifer and Vishny(1986)	Large Shareholders and Corporate Control	認為有大股權的股東或法人機構，公司經營績效會產生正相關，因為大股東有監督管理之誘因，比散戶還要有能力承擔管理的費用成本，因而對公司管理效能有正向影響。
Agrawal and Mandelker(1990)	Large Shareholders and the Monitoring of Managers:The Case of Antitakeover Charter Amendments.	提出積極監督假說(積極監督假說)指出大股東所持有較多股權時，有誘因管理監督當局，因而對公司價值產生正相關。
Jensen(1993)	The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems	認為持股比例越高，對公司價值越好。
Xiang and Zhang(1996)	Large shareholder expropriation and corporate ownership structure	由於大股東持股比例愈高，越有可能奪取公司資產，所以大股東持股愈高，公司經營績效會愈差。
陳麗娟(2004)	董事會組成、股權結構、關係人交易與企業績效關係之研究—以紡織業及電子業為實証	認為會依照產業不同而有所不同，如紡織業大股東持股比例與公司經營績效成現負相關。
陳美華與洪世炳(2005)	公司治理、股權結構與公司績效關係之實證研究	認為大股東持股越高，公司績效越好。
黃啟倫(2006)	股權結構、關係人交易與公司績效	發現大股東持股比愈高公司績效愈好。

表 3 大股東持股(續)

作者及年代	研究主題	研究結果
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	研究銀行業所有權與董事會結構與效率之研究，研究顯示大股東持股比率與公司績效成正相關。
王淑芬(2008)	公司治理，經營績效與機構投資人持股影響之研究-以金融控股公司為例-以紡織業及電子業為實證	以金融控股公司為研究對象，選取 14 家公司為樣本，研究顯示大股東持股比例與短中期市場績效呈現負相關，就是說短期績效而言大股東持股越高績效愈差。
許嘉明(2009)	股權結構、控制權偏離度與公司經營績效之影響研究-以電子業為例	研究探討公司治理之股權結構和企業經營績效之影響，研究結果顯示大股東持股比例與公司績效呈現負向關係。



三、董事會結構

董事會之組成是在於管理獨立性與監督管控，並對股東負責，而董事會之功能主要是替股東行使決議，也是公司監管中最重要之一環，本文將董事會結構數據分為董事會規模(BOARD)、控制股東席次(BLOCK5)。

董事會規模大小對公司經營之影響，文獻上並無一致，Bacon(1973)提出董事會與公司績效成正相關，因認為董事會人數多時能對公司決策提出較多元之建議和看法，有助於公司的經營績效。Chaganti、Mahajan and Sharma(1985)以成功與失敗的零售商作研究樣本，提出成功之企業董事會規模較大，並發現董事會規模越小，越容易破產，且提出擴大董事會規模可提高董事會控制效能，以避免董事會成為形式上的橡皮章。Perce and Zahra(1989)學者認為董事會規模愈大愈能扮演服務、策略與控制之角色，對公司績效及時行上有正面幫助。Dalton、Daily、Johnson and Ellstrand (1999)討論董事會人數和企業績效之關係，發現董事會規模與企業績效呈現正相關。Kiel and Nicholson(2003)研究指出董事會規模越大，可增加不同領域之專業人才，能增加公司價值。呂采玲(2006)以台灣上市公司為主要研究對象，探討董事會組成與股權結構對公司績效和價值之影響，研究顯示董事會規模對公司經營績效有正相關。王美華(2006)則以股權結構、董事會組成、金融控股公司組成來探討與控股公司之經營績效關聯性，研究結果顯示董事會規模與公司經營績效成正比。李馨蘋與莊宗憲(2007)在實證裡解釋董事會規模與經營績效呈現正相關，顯示董事會規模愈大對公司經營績效越好。陳瑞彬與許崇源(2007)認為董監事規模較大，董事會有較多樣性背景及技術之建議，可讓公司決策有較多看法，使公司決策品質較佳，有助於提高公司經營績效。李煒宗(2008)也提出董事會規模與公司經營績效有正相關。丁秀儀(2008)也認為董事會席次有助於經營效率。

提出相反意見學者例如：Jensen(1993)指出董事會規模增大時，會因整合及解決問題之成員意見不同而降低效率。Eisenberg, Sundgren and Wells(1998)在驗證

較大的董事會規模是否會減損企業價值，研究發現董事會規模和企業獲利負相關。Singh and Davidson (2003)指出董事會規模較大而會造成溝通與程序上變得較無效率。洪堅銘(2004)以公司治理對金融控股經營績效上，呈現負相關，顯示董事會規模越大績效愈差。連紘毅(2006)研究台灣上市(櫃)電子業公司治理與個別財務策略之關係，董事會人數與負債比率有顯著影響。張瑞當、方俊儒、曾玉琦(2007)認為因董事會規模越大，會導致於人多嘴雜使公司處於無法正確傳遞訊息和傳達正確決策的缺點，使公司經營績效下降。Wang et al.(2007)發現台灣產險業董事會規模與績效呈現負向影響。Cheng(2008)認為董事會規模較大時公司績效會有較低表現，因為較大的董事會需要更多妥協來達到共識，而使決策較無極端，導致公司績效上較不容易有好表現。王麗晴(2009)研究顯示董事會規模與整體投入績效呈負相關，這也顯示，當董事會人數較多時會有搭便車(Free Riders)之情況，導致董事會規模越大，績效愈差。

而控制股東席次葉銀華等(2002)研究股東擔任董事及監察人席次越高，越有能力影響公司決策，藉此由關係人交易去侵占小股東財富，使得公司價值滑落。張靜宜(2005)研究顯示控制股東成員擔任董事席次會呈現負相關，控制股東擔任董事會席次愈多，愈有動機從事以自身利益為考量知決策，使董事會不具有獨立性。陳妍如(2006)研究董監事組成與股權結構之關係，研究指出控制股東成員擔任董事席次比率較大時，對公司績效呈負相關，楊朝旭等(2008)認為董事會控制股東所占席次較多，股東可藉由董監事席次控制及納入管理階層來影響公司決策，損害公司價值。林宛瑩、許崇源(2008)以股權結構及董事會組成進行台灣集團企業控股公司盈泰及公司治理指標衡量研究，針對國內 14 家集團 63 家上市櫃公司為樣本進行研究，結果顯示家族控股型態之企業及席次及股份控制權較高之公司，公司績效較差。莊嘉禾(2009)探討台灣銀行業公司治理特性、關係人交易對銀行績效之關聯性，研究顯示控制股東占董事會席次較高時，董事會監督效能會失效，可能因自身利益而危及到企業。

但也有人持相反意見，王睦舜、黃劭彥、林有志(2007)研究股權結構中控制股東對經營績效之影響，研究顯示控制股東占董事會席次較高可能對公司績效有正面助益。丁秀儀(2008)實證指出控制股東對董事會席次 EPS 是有正面影響。賴丞坡、李昇輪(2012)發現控制股東席次對 EPS 及 RPOA 存在正相關。



表 4 董事會規模

作者及年代	研究主題	研究結果
Bacon(1973)	Corporate Directorship Practices: Membership and Committees of The Board,	提出董事會與公司績效成正相關，因認為董事會人數多時能對公司決策提出較多元之建議和看法，有助於公司的經營績效。
Chaganti、Mahajan and Sharma(1985)	Corporate board size, composition, and Corporate failures in retailing industry	以成功與失敗的零售商作研究樣本，提出成功之企業董事會規模較大，並發現董事會規模越小，越容易破產，且提出擴大董事會規模可提高董事會控制效能，以避免董事會成為形式上的橡皮章。
Perce and Zahra(1989)	Board of director and corporate financial performance: A review and integrative model	認為董事會規模愈大愈能扮演服務、策略與控制之角色，對公司績效及時行上有正面幫助。
Jensen(1993)	The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems	董事會規模增大時，會因整合及解決問題之成員意見不同而降低效率。
Eisenberg,Sundgren and Wells(1998)	Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms.	在驗證較大的董事會規模是否會減損企業價值，研究發現董事會規模和企業獲利負相關。
Dalton、Daily、Johnsonand and Ellstrand (1999)	Number of Directors and Financial performance: A Meta-Analysis.	討論董事會人數和企業績效之關係，發現董事會規模與企業績較呈現正相關。

表 4 董事會規模(續)

作者及年代	研究主題	研究結果
Kiel and Nicholson(2003)	Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance	研究指出董事會規模越大，可增加不同領域之專業人才，能增加公司價值。
Singh and Davidson (2003)	Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms	董事會規模較大而會造成溝通與程序上變得較無效率。
洪堅銘(2004)	以公司治理之變數探討 台灣金融控股公司之績 效	公司治理對金融控股經營績效上，呈現負相關，顯示董事會規模越大績效愈差。
呂采玲(2006)	董事會組成、股權結構 對公司績效與價值影響 之研究	以台灣上市公司為主要研究對象，探討董事會組成與股權結構對公司績效和價值之影響，研究顯示董事會規模對公司經營績效有正相關。
王美華(2006)	公司治理機制與經營績 效之關係研究-以台灣 金融控股公司為例	則以股權結構、董事會組成、金融控股公司組成來探討與控股公司之經營績效關聯性，研究結果顯示董事會規模與公司經營績效成正比。
連紘毅(2006)	公司治理與財務決策- 以台電子業為例	研究台灣上市(櫃)電子業公司治理與個別財務策略之關係，董事會人數與負債比率有顯著影響。
張瑞當、方俊儒、曾玉 琦(2007)	核心代理問題與盈餘管 理：董事會結構與外部 監督機制之探討	認為因董事會規模越大，會導致於人多嘴雜使公司處於無法正確傳遞訊息和下達正確決策的缺點，使公司經營績效下降。

表 4 董事會規模(續)

作者及年代	研究主題	研究結果
李馨蘋與莊宗憲 (2007)	公司治理機制與公司 績效之實證研究	在實證裡解釋董事會規模與經營績效呈現正相 關，顯示董事會規模愈大對公司經營績效越好。
陳瑞彬與許崇源 (2007)	公司治理結構與資訊 揭露之關聯性研究	認為董監事規模較大，董事會有較多樣性背景及 技術之建議，可讓公司決策有較多看法，使公司 決策品質較佳，有助於提高公司經營績效。
Wang et al.(2007)	The Impact of Corporate Governance Structure on the Efficiency Performance of Insurance Companies in Taiwan	發現台灣產險業董事會規模與績效呈現負向影 響。
李幃宗(2008)	資訊透明度、公司治理 對公司經營績效之探 討	提出董事會規模與公司經營績效有正相關。
丁秀儀(2008)	首度上市公司是否存 在公司治理	也認為董事會席次有助於經營效率。
Cheng(2008)	Board size and the variability of corporate performance	認為董事會規模較大時公司績效會有較低表 現，因為較大的董事會需要更多妥協來達到共 識，而使決策較無極端，導致公司績效上較不容 易有好表現。
王麗晴(2009)	我國產險公司公司治 理與經營效率之關係	顯示董事會規模與整體投入績效呈負相關，這也 顯示，當董事會人數較多時會有搭便車(Free Riders)之情況，導致董事會規模越大，績效愈差。

表 5 控制股東席次

作者及年代	研究主題	研究結果
葉銀華等(2002)	公司治理與評等系統	研究股東擔任董事及監察人席次越高，越有能力影響公司決策，藉此由關係人交易去侵占小股東財富，使得公司價值滑落。
張靜宜(2005)	台灣金融機構的股權結構對董事會組成的影響	研究顯示控制股東成員擔任董事席次會呈現負相關，控制股東擔任董事會席次愈多，愈有動機從事以自身利益為考量知決策，使董事會不具有獨立性。
陳妍如(2006)	績效優良企業與公司治理之相關性分析	研究董監事組成與股權結構之關係，研究指出控制股東成員擔任董事席次比率較大時，對公司績效呈負相關
王睦舜、黃劭彥、林有志(2007)	法律保護、股權結構、多角化與經營績效關聯性之研究	研究股權結構中控制股東對經營績效之影響，研究顯示控制股東占董事會席次較高可能對公司績效有正面助益。
丁秀儀(2008)	首度上市公司是否存在公司治理	實證指出控制股東對董事會席次 EPS 是有正面影響。
楊朝旭等(2008)	最終控制股東與公司創新之績效與市場評價：台灣電子業之證據	認為董事會控制股東所占席次較多，股東可藉由董監事席次控制及納入管理階層來影響公司決策，損害公司價值。

表 5 控制股東席次(續)

作者及年代	研究主題	研究結果
林宛瑩、許崇源(2008)	台灣集團企業之控股型態及公司治理衡量指標之研究與建議	以股權結構及董事會組成進行台灣集團企業控股公司盈泰及公司治理指標衡量研究，針對國內 14 家集團 63 家上市櫃公司為樣本進行研究，結果顯示家族控股型態之企業及席次及股份控制權較高之公司，公司績效較差。
莊嘉禾(2009)	公司治理特性、關係人交易與銀行績效相關性研究	探討台灣銀行業公司治理特性、關係人交易對銀行績效之關聯性，研究顯示控制股東占董事會席次較高時，董事會監督效能會失效，可能因自身利益而危及到企業。
賴丞坡、李昇倫(2012)	公司治理對產險公司經營績效影響之研究	發現控制股東席次對 EPS 及 RPOA 存在正相關。



第二節 信用評等

楊健源(2003)認為信用評等主要是將會影響信用之各種要素以統計方法與以數量化及精密化，而使徵信對象之信用作出整體及綜合之評估，並以等級及分數高低來判斷客戶信用好壞之評分制度，而主要目的是強調數量化技術和排除主觀意識，來測量企業各項綜合信用與經營風險程度，信用評等又可解釋為：對債務人之特定債務的信用風險評估，並以等級評估之意見。其內涵之意義為：評估債務人依照債務所訂立之條件，適時的償還利息與本金之能力與意願，

因除了債務人本身之信用風險外，也包括特定債務支約束及條件，例如抵押品與求償順位，並顯示，萬一有風聲重整及破產或其他法律影響債權人之權益時，對債權人之保護程度。簡單而言，就是揭露債務違約之可能性與所能提供之保障性。

一、評等對象

隨著金融環境的進步及改變，信用評等機構業務之範圍不斷擴展，內容也不斷加深。信用評等對象可以是發行債券之企業組織，也可以是發行的債券本身，而在全球化的浪潮下，國家風險之評估也逐漸受到重視。因此對於不同之對象不同所需要使用評等方法及角度也有所不同，就如國家信用評等所需分析經濟成長、政治風險、投資環境以及外匯支付能力等，而企業之信用評等則是針對財務狀況、經營管理及產業分析等不同形式之評等方式。

而公司信用評等資訊之運用最主要還是以金融業為主，目的是顯示受評對象信貸違約風險之大小，由某些機構進行專門進行評估。評估機構針對受評對象之金融狀況和有關歷史之數據進行調查、分析，且對受評對象的金融信用狀況給出一個總體評價。而一般投資大眾及券商也可能使用信用評等資訊，由於企業與金融機構存在資訊不對稱，與一般投資者和企業皆也有相同之問題，但

企業需要資金時，向金融機構進行融資時，金融機構為降低資訊不對稱，就必須進行信用評等。

郭敏華(2000)認為信用評等是依照國家相關律法、政策及行政相關規範，依照主管部門對信用評等之要素、對債權人之財務情況、要求標示及含義、風險控管、經營能力、盈利能力等整體信用情況進行分析，對債務可能違約及清償之狀況進行綜合分析判斷，再以簡單直觀符號進行評分等級之評價行為。

二、信用評等之重要性

楊健源(2003，頁 7)信用評等制度在歐美及日本等已開發國家已行之有年，對金融市場的健全可是功不可沒，不單使用於金融市場之監督管理，同時有效降低債券市場中投資人與金融機構的資訊不對稱，且降低投資人蒐集資訊之成本和企業融資成本，從投資人、融資企業、金融機構管理、市場效率等方面來說明信用評等之重要性。

(一)降低投資人蒐集資訊之成本

投資人在投資決策前，須收集各項資料計算來判斷投資標的是否安全，但個人之能力與時間有所限制，如有專業機構調查、訪談、分析、並加以評分，可以減少投資人蒐集資訊成本並提供信用風險策略指標來評估投資主何與流動貼水與債券價值。

(二)降低融資企業資金成本

因融資企業與借款人在資訊上的不對稱，使企業籌資相對困難，就算能取得所需資金，但也須付出較高的風險溢酬。資訊不對稱的融資企業資金成本上升，可能發生逆選擇 (Adverse Selection)及道德危險(Moral Hazard)問題，由於融資成本增加會使信用品質較好的公司寧願退出籌資市場，造

成體質差驅逐體質好的現象為逆選擇，或者由於必須支付較高成本，融資企業偏向於高報酬高風險的投資，造成道德風險問題。

對融資企業而言，信用評等就如經過品質認證，投資方與融資方資訊不對稱現象可大幅降低，融資企業可取得較低的資金成本並得到更多資金管道使資金互加穩定，而受評公司也可利用評等結果，來改善內部管理機制，及企業經營。

(三)提高金融管理效率

信用評等可有效提高金融管理之效率，以專業客觀之評等制度之建立可規範金融中介者的投資決策，而監督金融機構有健全財務，可提高市場透明度，並使資金流入市場並扮演監督者的角色有效提高監管效率。

(四)增進市場效率

信用評等一方面降低投資人蒐集資訊成本一方面降低公司資金成本，並同時經由有效率的監督管理，以達到擴大和活絡交易市場，進而增進市場效率。

三、國內信評機構

(一)中華信用評等

中華信用評等公司(Taiwan Ratings Co., TRC) 是國內第一家信用評等機構，於1997年5月28日正式成立，是財政部為了台灣金融市場引進相較於國際專業且獨立之信評機構，期主要目的是協助貸款人、關係人與固定收益有價證券投資人對企業信用程度能有更加明確之了解，促使國內資本市場更加透明化、並效率化。而主要評等對象包括一般企業、銀行、保險、證券、票券、共同基金及公共工程等，並提供獨立且公正之評估意見，且

目前以被國內外金融市場廣泛採用。而除了標準普爾公司(S&P)外，本國股東有台灣證券交易所、證券及中保管中心、中華徵信所、證券櫃檯買賣中心、金融聯合徵信中心、臺灣期貨交易所、及臺灣網路認證公司等。由於中華信用評等是由標準普爾公司和本國各相關主管機構合資設立，信用評等方法與程序跟標準普爾公司在世界各地用所採用的一致，但中華信用評等之等級卻是採用本地標準，而最主要差異是，標準普爾公司是以全球各個國家之參與者之比較結果；而中華信評主要注重於顛一國家經濟體系之參與者之比較結果，而全球性之評等內有參入了主權風險(sovereign risks)，中華信評卻未包含此一項目，因此中華信評無法與標準普爾相互比較等級。

而中華信評信用評等等級符號之字首「tw」，代表台灣，並表示所採用之評等標準專用於台灣金融市場，因此無法直接與標準普爾的國際評直接做比較。而台灣保險財務信用評級可分為(twAAA-twBBB)的安全等級與(twBB-twC)的危險脆弱等級與(twR)已接受接管合及(twSD-twD)接近破產全面違約等級，而等同級之間以「+」或「-」區分信用評等強弱，並每年定期再作審查以追蹤評等結果，來進行調整。

(二)TCRI 信用評等

台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal, TEJ)成立於1990年4月以證券金融市場基本分析提供所需之資訊，自1991年8月開始以國內產業情況，經由公開資訊為主進行評等，而研發一套企業信用風險評估指標為台灣企業風險指標(Taiwan Corporate Credit Risk Index, TCRI)，資訊涵蓋上市、上櫃公司，也成為國內產業具有公信力之信用評等。

表 6 中華信評評等等級定義

評等等級	定義
twAAA	受評為「twAAA」的保險公司，係指相較於其他台灣保險公司，該保險公司有極強(extremely strong)的財務保障特性。「twAAA」為中華信評保險公司財務實力評等等級中的最高評等級別。
twAA	受評為「twAA」的保險公司與受評為最高評等級別的保險公司間，僅在程度上有些微的不同。受評為「twAA」之保險公司，表示相較於其他台灣保險公司，該保險公司有相當強(very strong)的財務保障特性。
twA	受評為「twA」的保險公司，係指相較其他台灣保險公司，該保險公司具有強(strong)的財務保障特性，但與評等等級較高之保險公司相較，會稍微容易受到不利之經營環境的影響。
twBBB	受評為「twBBB」的保險公司，係指相較於其他台灣保險公司，該保險公司具有良好(good)的財務保障特性，但與評等等級較高之保險公司相較，較可能受到不利之經營環境的影響。
twBB, twCCC, 與 twCC	受評為「twBB」或更低等級的保險公司，係指相較於其他台灣保險公司，其具有的脆弱特性可能會抵銷其優勢。「twBB」代表此範圍內脆弱程度最低的等級；「twCC」則是脆弱程度最高的等級。
twBB	受評為「twBB」的保險公司，係指相較於其他台灣保險公司，該保險公司的財務保障特性稍嫌脆弱(marginal)。正向的屬性雖仍存在，但不利的經營環境可能會導致該保險公司履行財務承諾的能力不足。
twB	受評為「twB」的保險公司，係指相較於其他台灣保險公司，該保險公司的財務保障特性薄弱(weak)。不利的經營環境將可能損害該保險公司履行財務承諾的能力。

表 6 中華信評評等等級定義(續)

評等等級	定義
twCCC	受評為「twCCC」的保險公司，係指相較於其他台灣保險公司，該保險公司的財務保障特性非常薄弱(very weak)，且該保險公司能否履行財務承諾，將視經營環境是否有利而定。
twCC	受評為「twCC」的保險公司，係指相較於其他台灣保險公司，該保險公司的財務保障特性極弱(extremely weak)，且可能無法履行某些財務承諾。
twR	受評為「twR」的保險公司，係指該保險公司基於其財務狀況，目前正接受主管機關接管中。在接管期間，主管機關有權決定償債種類的順位或僅選擇償還部份債務。此評等不適用於僅因諸如市場違規行為而受到非金融性懲處的保險公司。
SD 與 D	受評為「SD」(selective default：選擇性違約)或「D」的保險公司，代表該保險公司已無法履行一項或多項保單債務，但該保險公司並未處於「twR」所指的政府接管狀態。「D」評等亦會被使用在：若保單義務之支付有風險而保險公司已提出破產申請或已採取類似之行動時。會被授予「D」評等的情況為：當中華信評認為該保險公司將發生全面性的違約，且將無法依保單條款履行幾乎所有的保單負債時。會被授予「SD」評等的情况為：當中華信評認為該保險公司已選擇性地針對某特定類別保單負債違約，但仍將會如期履行其他類別之保單負債時。選擇性違約包括完成財務壓力下的債務交換 (distressed exchange offer)。而基於不在保障範圍或因其它法律上允許的防禦作為而拒絕理賠之情況，則不被視為違約。
NR	標記為「NR」之保險公司表示該保險公司未受評，意即中華信評對該保險公司之財務保障特性無意見。

台灣企業信用風險指標(TCRI)雖以財務報表等公開資料為主要分系為主，但由於會計原則之可操控性與財務報告限制，因此以人工判讀模式，一般稱為半專家系統。而估計對象為公開發行公司，但排除金融業、保險業、租賃業、證券業、期貨業、投信業、投資業、創投業、投顧、工程顧問、廣告業、軟體業、建築經理業等。

台灣企業信用風險指標 TCRI 等級可分為 1~9 等，第 1 等優於第 2 等，第 2 等優於第 3 等，第 3 等優於第 4 等，以此推論可分為 9 個等級，165 分以下為第 9 等，760 分以上為第 1 等，每隔 85 分為 1 區間，而違約發生並不計算在內。

以綜合評分之分類，前 4 等的公司為低風險等級，多半是有獲利，且財務結構穩健並維持中高度流動性直之公司，對不景氣有較高之抗壓力，因而第 1~4 等設定為低風險。這類企業多能靠本身的營運應能穩定額現金流入，且依照契約還本並付息；對於這類客戶，看重的是創造現金流量之能力，還款來源就是營運現金流入，有無資產不看重，較近於信用放款的對象。然而對於產業中的龍頭老大，營運效益雖不如預期，獲利的資金不足抵資金成本，但因資產龐大，「規模」占優勢，也能進入前 4 等級。而第 5~6 等，就屬中度風險等級，財務結構雖算穩定但獲利較差或不穩、或獲利雖好但財務結構較弱，對不景氣之抗壓能力比前 4 等的公司略差。第 7 等之後，大都處於長期虧損之公司，就算是損益兩平這類公司會計資訊較差，不然就是財務結構及流動性極弱，這類公司，在景氣好時，大致能度過，但景氣轉壞時，就不易撐過產生風險。故第 7~9 等，設定為高風險、高財務壓力。這類公司，其營運所創造的現金流入不穩或根本赤字，不太可能單靠營運依照契約定期還本付息，放款者所能期待的還款來源，極可能是以新債還舊債、或變賣公司資產抵償，自然應取得高額擔保品、或信用良好之保證人，不應是信用放款的對象。這一來，銀行角色就類似「當舖」，

功能在創造各式資產的次級市場流通性，而非初級市場的信用創造。因此，風險分高、中、低三段。所以第 4、5 等、第 6、7 等就成了關鍵等級。在等級調升或調降時，關鍵等級之調整，會特別謹慎，反倒有點僵固性。

另外，台灣企業信用風險指標 TCRI 是針對發行體(Issuer)做評等，在評營建業的公司時，因為其產業特性之故，部分受評公司被歸於高風險等級；若經評估後公司擁有的開發案極具價值，建議銀行可採專案融資方式處理(專款專用、以相關資產建案做擔保)，則可借用債務發行 (Issue)評等的概念：因為該債務獲得充分擔保，故該筆債務等級可優於發行人評等。

表 7 台灣企業風險指標評級定義

風險別	等級	綜合評分	放款別
低度風險投資級	1	760 以上	Assets Lendingy 信用放款
	2	760	
	3	675	
	4	590	
中度風險	5	505	Cash Flow/Assets Lending 非信用放款
	6	420	
高度風險投資級	7	335	Cash Flow Lending 資產放款
	8	250	
	9	165 以下	

第三節 公司治理與信用評等

公司治理與信用評等主要的聯結是以代理問題為主要基礎，Jensen and Meckling (1976)認為債券持有人在面對違約率增加及降低所有權價值的兩種代理衝突。第一種代理衝突是發生於管理階層與外部投資人間。當所有權和控制權分離使的外部投資者與經理人資訊不對稱問題。第二種代理問題是發生於債權人與股東間。有擁有控制權的股東可能會將資產從債權人手中轉移至有控制權股東本身。Bojraj and Sengupta (2003)以研究發行公司債之企業，則認為獨立董事與機構投資者持股比例越高，公司治理在監督機制愈能發揮效能，並降低管理人與資金提供者的利益衝突，因此對信用評等有正面效果。Hazell(2006)在研究公司治理與信用評等中提出，公司經營不彰是由於董事會監督機制薄弱，而且薄弱的監督機制將會損害公司信譽，此外優良的公司治理可緩和企業策略與管理型態之風險，進而對公司在信用評等上有穩定之作用。Ashbaugh-Skaife et al.(2006)發現公司治理健全的公司比公司不健全的公司有較好的信用評等，因公司治理愈好，代理成本愈低，信用風險越低，相反公司治理愈差，代理成本愈高，信用風險越高。並且發現信用評等和大股東與經理人力量成現負相關，對董事會的獨立性與董事持股成正相關，另外提出優良的公司治理機制較能節省公司借款成本，擁有較高的信用評等。

張敏蕾與蔡幸珊(2006)指出當公司治理機制愈完善，也會反映在公司的績效上，因而公司發生財務危機的機率會降低，信用風險也會因而減少，以提高信用評級。楊鯉嘉(2008)研究臺灣公開上市公司公司治理、COO 輪調與信用評等之關聯性，研究結果顯示董事會規模、公司持股比例、資訊揭露程度與信用評等呈現正相關，認為公司董事會愈大，有較多豐富背景經驗之董事，相對能提供較專業之經驗，且利益範圍也較廣，決策上也比較容易中立，信用評等相對較好，而投資人獨立性越高、專業人才愈多和監督能力較強，讓監督越有效率，使信用評等越高，且公司透明度越高，資訊

訊品質較佳，使信用評等越好。邱怡茹(2009)研究顯示，管理者持股比率越多、外部董監事席次比率越高、董事長與總經理不由同一人擔任、大股東持股比率越低以及法人機構持股率越多，能降低公司信用風險的產生，使公司的信用評等越好。蘇信安(2010)以產業因素如何影響公司治理與公司信用評等結論是，公司信用評等與公司治理指標之具有顯著相關性，產業風險因素會直接影響公司信用評等與公司治理表現，公司治理對公司信用評等的解釋能力會因為產業不同而有所不同。彭雅惠、呂佩珊(2011)提出公司治理機制對信用評等之影響研究，從國內上市公司作為樣本進行研究，結果顯示股權結構、管理型態變數、皆對信用評等有顯著影響，從股權結構而言，經理人持股與信用評等呈現正相關，內部經理持股比例較高之公司，有較佳的信用評等，由於利益與共之關係，對企業之營運與財務狀況較為關心，進而透過決策改善公司經營績效，在大股東持股比與信用評等之關係，即是大股東持股較高之公司，有較佳的信用評等，在管理型態，當董事接任總經理與信用評等之關係，研究顯示當董事長兼任總經理時，信用評等越差，由於董事會功能在於間經理人，使監督者與執行者為同一人已失去監督施工能，使公司營運較差。湯玟珊(2013)以台灣所有公開發行之上市公司為研究對象公司治理變數方面，發現獨立董事比率越高、法人持股越高及董事長兼任總經理的公司，會獲得較佳的信用評等。Wang et al. (2007)以台灣保險業為樣本，探討公司治理架構下對保險產業之影響，結果顯示公司治理對台灣產險業經營績效變化有一定之影響，而內部人持股和獨立董事存在有正向影響，而股權集中，與董事會規模，對公司效率呈負相關。

綜合上述之文獻發現在公司治理結構確實會影響公司績效，並與信用評等有相互影響，因此本研究暫且推論台灣壽險公司績效會隨著公司治理與信用評等之變化有所改變。

表 8 公司治理與信用評等文獻

作者及年代	題目	研究結果
Jensen and Mecking (1976)	Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure	認為債券持有人在面對違約率增加及降低所有權價值的兩種代理衝突。第一種代理衝突是發生於管理階層與外部投資人間。當所有權和控制權分離使的外部投資者與經理人資訊不對稱問題。第二種代理問題是發生於債權人與股東間。有擁有控制權的股東可能會將資產從債權人手中轉移至有控制權股東本身。
Bojraj and Sengupta (2003)	Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and the Outside Directors	研究發行公司債之企業，則認為獨立董事與機構投資者持股比例越高，公司治理在監督機制愈能發揮效能，並降低管理人與資金提供者的利益衝突，因此對信用評等有正面效果。
Hazell (2006)	Governance and your debt rating	在研究公司治理與信用評等中提出，公司經營不彰是由於董事會監督機制薄弱，而且薄弱的監督機制將會損害公司信譽，此外優良的公司治理可緩和企業策略與管理型態之風險，進而對公司在信用評等上有穩定之作用。
Ashbaugh-Skaife et al.(2006)	The effects of corporate governance on firms' credit ratings	公司治理健全的公司比公司不健全的公司有較好的信用評等，因公司治理愈好，代理成本愈低，信用風險越低，相反公司治理愈差，代理成本愈高，信用風險越高。並且發現信用評等和大股東與經理人力量成現負相關，對董事會的獨立性與董事持股成正相關，另外提出優良的公司治理機制較能節省公司借款成本，擁有較高的信用評等。
張敏蕾與蔡幸珊 (2006)	公司治理綜合指標與公司績效之關聯性研究	指出當公司治理機制愈完善，也會反映在公司的績效上，因而公司發生財務危機的機率會降低，信用風險也會因而減少，以提高信用評級。

表 8 公司治理與信用評等文獻(續)

作者及 年代	題目	研究結果
楊鯉嘉 (2008)	公司治理、CEO 輪調 與信用評等之關聯性	研究結果顯示董事會規模、公司持股比例、資訊揭露程度與信用評等呈現正相關，
邱怡茹 (2009)	公司治理與信用風險	研究顯示，管理者持股比率越多、外部董監事席次比率越高、董事長與總經理不由同一人擔任、大股東持股比率越低以及法人機構持股率越多，能降低公司信用風險的產生，使公司的信用評等越好。
蘇信安 (2010)	考慮產業因素對公司 治理機制與企業信用 評等影響之研究運用 多層次次序迴歸模型	公司信用評等與公司治理指標之具有顯著相關性，產業風險因素會直接影響公司信用評等與公司治理表現，公司治理對公司信用評等的解釋能力會因為產業不同而有所不同。
彭雅惠、 呂佩珊 (2011)	公司治理機制對信用 評等影響之研究	結果顯示股權結構、管理型態變數、皆對信用評等有顯著影響，從股權結構而言，經理人持股與信用評等呈現正相關，內部經理持股比例較高之公司，有較佳的信用評等
湯玟珊 (2013)	盈餘管理行為與公司 治理程度對信用評等 之影響	發現獨立董事比率越高、法人持股越高及董事長兼任總經理的公司，會獲得較佳的信用評等。

第三章研究方法

第一節 資料來源

本研究是以台灣壽險業為研究目標，以 2004 年至 2012 年為研究期間，包括國泰人壽、新光人壽、中國人壽、台灣人壽、國寶人壽、三商美邦人壽、朝陽人壽、幸福人壽、宏泰人壽、遠雄人壽、富邦人壽等 11 家保險公司之資料。而資料來源為財團法人保險事業發展中心及公開資訊觀測站、及各產險公司年報資訊，而信用評等資料取用中華信用評等資料，由於國內之台灣企業信用風險指標 TCRI 並未對產險及壽險業進行信用評等，因而只截取中華信評作為研究樣本。

第二節 資料模型

本文為研究保險業公司治理與信用評等對公司績效之影響，建構以公司資產報酬率變化的相關分析，以資產報酬率為應變數，各保險公司之經理人持股比例、大股東持股比例、董事會規模與控制股席次為自變數，由於資料型態屬於追蹤型資料，故先以橫斷面及時間序列的追蹤型資料線性迴歸模型(Linear Regression Models For Panel Data)來做驗證，如實證模型不適用時，再以一般的最小平方法 (Ordinary Least Square ; OLS) 實證。

一、Panel Data 模型

Panel Data 模型可分為固定效果模型(Fixed Effect Model)與隨機效果模型。

固定效果模型(Fixed Effect Model)。固定效果模型(Fixed Effect Model)也稱為虛擬變數模型(Dummy Variables)，假設母體在模型中的相似程度較低，直接以所有母體制所有橫斷面的差異性，假設模型裡橫斷面資料都包含截距項。隨機效果模型(Random Effect Model)又稱為誤差成分模型(Error Component Model)假設母體在

橫斷面有較小的差異性，而且相似程度大，此模型允許橫斷面擁有不同參數的截距項，並假設各截距是隨機參數。

二、Hausman Test

Hausman Test 檢定可用來判定應使用固定效果模型或隨機效果模型，此種方法是假設固定效果模型和隨機效果模型的估計值是有一致性的，當對立假說「個體變數和解釋變數有關」成立，則隨機效果所採用的 GLS 估計式，會產生不一致性，因而估計採用固定效果模型。決策分析方法如下：

$$\begin{cases} H_0: \text{個體變數與解釋變數無關} \\ H_1: \text{個體變數與解釋變數有關} \end{cases} \dots\dots\dots(1)$$

三、實證模型

本研究方程式如下：

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 RATING_{it} + \beta_2 MGT_{it} + \beta_3 BLOCK_{it} + \beta_4 BOARD_{it} + \beta_5 BLOCK5_{it} + \beta_6 MGT2_{it} + \beta_7 BLOCK2_{it} + \beta_8 BOARD2_{it} + \beta_9 BLOCK52_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots(2)$$

其中，ROA 為應變數的資產報酬率，而自變數為信用評等(RATUNG)經理人持股比例(MGT)、大股東持股比例(BLOCK)、董事會規模(BOARD)、控制股東席次(BLOCK5)、經理人持股比例之平方項(MGT2)、大股東持股比例之平方項(BLOCK2)、董事會規模之平方項(BOARD2)、控制股東席次之平方項(BLOCK52)

四、變數定義

(一)資產報酬率

資產報酬率(ROA)主要來衡量公司資產是否有充份利用。不管公司資產是舉債或是股東資金，利用公司之所有資產從事營業活動，所取得的報酬皆表現在稅後淨利上，因此資產報酬率可衡量公司在營運上的報酬效率，所以獲利較好

的公司有較好的利潤，而在此做為公司效率之應變數，而資產報酬率為：

$$[\text{稅後損益} + \text{利息費用}(1 - \text{稅率})] / \text{資產總額}$$

(二) 信用評等

本研究信用評等(RATUNG)主要是以保險公司是否有委託信用評級以中華信評為資料來源，變數以 0 或 1 表示壽險公司有無委託評等。

(三) 經理人持股比例

經理人持股比例(MGT)為公司高階主管持股佔公司流通在外股數之比例。

(四) 大股東持股比例

大股東持股比例(BLOCK)是持股佔公司流通在外股數達 5%以上之股東的持股合計數佔公司流通在外股數的比例。

(五) 董事會規模

董事會規模(BOARD) 公司董事會之總席次

(六) 控制股東席次

控制股東席次(BLOCK5) 以持股比例達 5%以上的大股東在董事會中佔之總席次。

(七) 經理人持股比例之平方項

經理人持股比例之平方項(MGT2)主要是用來分析經理人持股比例對應變數是否成為非線性關係。

(八) 大股東持股比例之平方項

大股東持股比例之平方項(BLOCK2)主要是用來分析大股東持股比例對應變數是否成為非線性關係。

(九) 董事會規模之平方項(BOARD2)

董事會規模之平方項(BOARD2)主要是用來分析董事會規模對應變數是否成為非線性關係。

(十) 控制股東席次之平方項(BOLCK52)

董事會規模之平方項(BOARD2)主要是用來分析董事會規模對應變數是否成為非線性關係。



第四章 實證結果

第一節 最適之線性迴歸模型

本研究為了解固定效果模型與最小平方法兩者最為合適，因此採用 F-test 檢定來判斷，而檢定結果資產報酬率追蹤資料 F 值為 1.79，接受虛無假設，因此最小平方法比固定效果模型更加適合。除此之外，為了解隨機效果模型與最小平方法之適切性，再採用 LM test 來判斷，結果顯示資產報酬率 LM 值為 0.56 並未達到顯著水準，因此最小平方法較隨機效果更為合適，也由於上述所得結果，本研究就改以最小平方法進行迴歸分析。

第二節 敘述統計分析

下表 9 為本研究公司治理變數及信變數敘述統計量，從下表可看出在公司經營績效方面，資產報酬率(ROA)最大值約為 6.47%而最小值為-5.93%，信用評等(RATINGS)平均值約為 27.27%，顯示台灣壽險公司有委託信用評等的比率偏低，在經理人持股比例(MGT)可看出平均值為 0.4%這顯示壽險公司所有權與經營權是屬於分開的情況，而在大股東持股比例上最大值為 95.76%而最小值為 0，這顯示公司有大股東持股下股權較為集中，在董事會規模(BOARD)平均值約為 12 人，最大值為 27 人，最小值只有 4 人；控制股東席次約(BLOCK5)平均值約為 9 席，最大值為 27 席，最小值為無席次。

表 9 敘述統計

變數	平均值	最大值	最小值	標準差	偏態	峰態
ROA	0.033567	0.0647	-0.0593	0.020799	-2.6997	8.9224
RATINGS	0.272727	1	0	0.447628	1.0206	-0.95833
MGT	0.004535	0.0794	0	0.013286	4.5197	20.863
BLOCK	0.20762	0.9576	0	0.250362	1.2059	1.0597
BOARD	12.0303	27	4	5.319304	1.553	1.6775
BLOCK5	9.040404	27	0	5.792182	1.4434	1.5455

第三節 相關係數分析

本研究之 Pearson 相關係數整理如表 10。Pearson 相關係數顯示 ROA 與大股東持股比例和控制股東席次呈現正相關，信用評等與經理人持股比例和大股東持股比例呈負相關，且對董事會規模與控制股東席次成正相關，而大股東持股比例與董事會規模和控制股東席次呈負相關，董事會規模與控制股東席次成正相關。

表 10 Pearson 相關係數表

	ROA	RATING	MGT	BLOCK	BOARD	BLOCK5
ROA	1					
RATING	0.118	1				
MGT	0.069	-0.201**	1			
BLOCK	0.014***	-0.398***	0.138	1		
BOARD	0.010	0.406***	-0.154	-0.340***	1	
BLOCK5	0.167*	0.324***	-0.146	-0.283***	0.768***	1

說明：***表示 1%顯著水準，**表示 5%顯著水準，*表示 10%顯著水準

第四節 公司治理與信用評等經營績效實證結果

由於上一節敘述因最小平方法比固定效果模型與隨機效果模型更佳適合，因此本章節就改以最小平方法進行實證，表 11 結果顯示，壽險公司是否有進行委託信用評等與資產報酬率呈顯著正相關，這表示有交付委託信用評等之壽險公司比無委託信用評等之公司在資產報酬率上較高，這表示壽險公司委託信用評等，並藉由信用評等改善公司風險已達提升經營績效。

在公司經理人持股比例方面，結果顯示經理人持股比例對於壽險公司資產報酬率呈現顯著之正向影響，這表示當經理人擁有較多公司股份時，公司的經營績效會越高，此研究符合 Jensen and MeckLing(1976)所提出之利益收斂假說，經由管理者持股以結合股東利益，就內部經營者持股越高時，越能提升公司經營績效。葉銀華與邱顯比(1996)探討資本結構、股權結構與公司價值關聯性，也認為內部管理者持股比例與經營績效成正相關。而 Hudson et al.(1992)提出股權集中經營管理者時，管理者與股東之利益會達成一致，達到減少代理成本而有助於公司的經營績效。Kiel and Nicholson(2003)研究顯示內部管理人持股越高，則公司營運績效越好。Singh and

Davidson(2003)研究發現美國上市公司管理者擁有股權程度和公司資產使用率有正相關。洪麗芳(2003)在內部人持股比例實證研究，也發現公司內部人士持股比例與公司績效呈現正相關，也符合利益收斂假說。王一玲(2004)利用聯立方程式消除公司價值與股權內生性問題，發現董監事持股或管理人等內部持股越高時，可減緩道德風險問題，使公司價值提升。Huang et al.(2007)研究台灣壽險業公司治理和股權結構時，顯示管理者持股與效率成正相關。Wang et al.(2007)發現公司治理產險業研究的研究中公司內部人持股比例確實對資產報酬率及配置效率上有正向影響。李幃宗(2008)研究公司治理與資訊透明度對公司績效的影響。發現經理人持股和經營績效成正相關。蘇文彬、栗志中、李建成(2010)探討台灣壽險公司之公司治理與經營績效關係之研究，研究指出經理人持股比例與公司治理成正相關。而賴丞坡、李昇倫(2012)也研究證實產險業經理人持股比例越高，績效越好。以上文獻皆與本次研究結果一致，而內部經理人持股比例之平方項與壽險公司資產報酬率以達顯著，表示公司經理人持股比例與資產報酬率存在顯著非線性關係。

而大股東持股方面，結果顯示大股東持股比例對資產報酬率成顯著之正相關，表示當大股東有較多股權時公司經營績效較好，這符合 Agrawal and Mandelker(1990)所提出積極監督假說，因大股東所持有較多股權時，有誘因管理監督當局，而對公司價值產生正相關。也符合 Jensen(1993)及 Shleifer and Vishny(1986)所提研究，因大股東有監督管理之誘因，比散戶還要有能力承擔管理費用之成本，對公司管理效能有正向影響。而陳美華與洪世炳(2005)也認為大股東持股越高，公司績效越好。黃啟倫(2006)研究發現大股東持股比愈高公司績效愈好。林青弘(2007)研究銀行業所有權與董事會結構與效率之研究，研究顯示大股東持股比率與公司績效成正相關。以上文獻皆與本研究結果一致，而大股東持股比例與壽險公司資產報酬率成負向顯著關係，這表示公司大股東持股比例與資產報酬率存在顯著非線性關係。

董事會規模方面，分析結果顯示董事會規模對資產報酬率呈顯著之負相關，這表示當董事會席次較多時，公司經營績效較差，這符合 Jensen(1993)研究之論點，指出

董事會規模增大時，會因整合及解決問題之成員意見不同而降低效率。而 Eisenberg, Sundgren and Wells(1998)在驗證較大的董事會規模是否會減損企業價值，研究發現董事會規模和企業獲利負相關。Singh and Davidson (2003)指出董事會規模較大而會造成溝通與程序上變得較無效率。洪堅銘(2004)以公司治理對金融控股經營績效上，呈現負相關，顯示董事會規模越大績效愈差。連紘毅(2006)研究台灣上市(櫃)電子業公司治理與個別財務策略之關係，董事會人數與負債比率有顯著影響。張瑞當、方俊儒、曾玉琦(2007)認為因董事會規模越大，會導致於人多嘴雜使公司處於無法正確傳遞訊息和下達正確決策的缺點，使公司經營績效下降。Wang et al.(2007)發現台灣產險業董事會規模與績效呈現負向影響。Cheng(2008)認為董事會規模較大時公司績效會有較低表現，因為較大的董事會需要更多妥協來達到共識，而使決策較無極端，導致公司績效上較不容易有好表現。王麗晴(2009)研究顯示董事會規模與整體投入績效呈負相關，這也顯示，當董事會人數較多時會有搭便車(Free Riders)之情況，導致董事會規模越大，績效愈差。以上文獻皆與本研究一致，而董事會席次之平方項與壽險公司資產報酬率成正向顯著關係，這表示公司董事會席次與資產報酬率存在顯著非線性關係。

最後控制股東席次方面，結果顯示控制股東席次對壽險公司資產報酬率成現正項顯著關係，這表示當控制股東董事會所佔席次越高，對公司經營績效就越好，使大股東可以有效監督公司使經理人無法圖利自己，使公司經營績效上升，在相關文獻王睦舜、黃劭彥、林有志(2007)以研究股權結構中控制股東對經營績效之影響，研究顯示控制股東占董事會席次較高對公司績效有正面助益；丁秀儀(2008)實證指出控制股東對董事會席次對公司績效是有正面影響；賴丞坡、李昇輪(2012)發現控制股東席次對 ROA 存在正相關都與本研究結果一致。

表 10 迴歸實證結果

自變數/應變數	ROA
RATINGS	0.0108707** (2.037)
MGT	1.10851* (1.81)
BLOCK	0.07005** (2.268)
BOARD	-0.15185** (-2.044)
BLOCK5	0.069968** (2.221)
MGT 2	-14.7062* (-1.757)
BLOCK 2	-0.08489** (-2.045)
BOARD 2	0.029713* (1.794)
BLOCK52	-0.01419 (-1.588)

說明：***表示 1%臨界顯著水準，**表示 5%臨界顯著水準，*表示 10%臨界顯著水準。自變數為信用評等 (RATINGS)、經理人持股比例(MGT)、大股東持股比例(BLOCK)、董事會規模(BOARD)、控制股東席次 (BLOCK5)、經理人持股比例平方項(MGT 2)、大股東持股比例平方項(BLOCK2)、董事會規模(BOARD2)、控制股東席次平方項(BLOCK52)。

第五章 結論與後續研究

第一節 結論

本研究以 2004 年至 2012 年台灣壽險業 11 家公司為研究樣本，以公司治理之經理人持股比例、大股東持股比例、董事會規模及控制股東席次，並加上信用評等之變數，經由迴歸模型對國內壽險績效進行分析，以了解目前台灣壽險公司經營狀況。有別於先前之研究，本文加入了是否委託信用評等之變數，再以公司治理變數來驗證是否呈現有為非線性關係，以了解在公司股權結構與董事會結構對公司經營之影響，且觀察有交付委託信用評等之公司績效上是否較高。實證結果顯示有委託信用評等之壽險公司比沒委託之壽險公司有較佳之經營績效，這顯示壽險公司可以藉由信用評等改善公司內部風險以提升公司經營績效。而經理人持股比例，發現經理人持股比例越高公司績效越好，且兩者為非線性關係，表示公司可以藉由提高經理人持股結合股東持股來達到較高之經營效率。而大股東持股顯示大股東持股比例對資產報酬率成顯著之正向相關，並存在非線性關係，顯示大股東持股越集中越能有效監督公司，增強公司監督機制，使公司能獲得更好的經營績效。而董事會規模對公司績效呈現負相關，且與績效呈現非線性關係，這表示公司規模越大，公司經營效率愈差，使公司治理機制無法有效管理，因此公司人數必須控制在一定限額，否則容易增加人事成本而降低公司經營績效。最後控制股東席次與壽險公司績效呈現正相關，者顯示控自股東席次越多，則公司績效越好，因此可藉由增加控制股東席次達到有效監督管理人，使管理者無法圖利自己，而提高公司經營績效。

第二節 後續研究

本研究以探討公司治理納入信用評等對壽險業經營績效之影響，可成為壽險業內部經營之參考。由於資料之限制以及資料無法並未完全公布，壽險公司並未全部納入，未來資料更加完善時，後續研究者可補足其他壽險公司資料，並增加產險資料變數，使保險業研究能更加完善，並使用此方法之模式探討其他產業。

參考文獻

中文文獻

- 丁秀儀(2008)，「首度上市公司是否存在公司治理」，證券市場發展季刊，第 20 卷第 1 期，191-228 頁。
- 王一玲 (2004)，「所有權結構與公司價值間之內生性關係」，國立台灣大學會計研究所碩士論文。
- 王元章、張椿柏(2011)，「從核心代理問題的角度探討股權結構，董事會特性對公司價值之影響」，證券市場發展季刊，第 90 期，131-174 頁。
- 王淑芬(2008)，「公司治理 經營績效與機構投資人持股影響之研究-以金融控股公司為例-以紡織業及電子業為實證」，國立成功大學高階管理研究所碩士論文。
- 王美華(2006)，「公司治理機制與經營績效之關係研究-以台灣金融控股公司為例」，朝陽科技大學財務金融碩士論文。
- 王麗晴(2009)，「我國產險公司治理與經營效率之關係」，逢甲大學風險管理與保險學系研究所碩士論文。
- 王睦舜、黃劭彥、林有志(2007)，「法律保護、股權結構、多角化與經營績效關聯性之研究」，中華管理學報，第 8 卷第 2 期，61-81 頁。
- 呂采玲(2006)，「董事會組成、股權結構對公司績效與價值影響之研究」，銘傳大學財務金融研究所碩士論文。
- 李馨蘋、莊宗憲(2007)，「公司治理機制與公司績效之實證研究」，東吳經濟商學學報，第 57 期，1-27 頁。
- 李幃宗(2008)，「資訊透明度、公司治理對公司經營績效之探討」，長庚大學企業管理研究所碩士論文。
- 何里仁(2003)，「公司治理之資訊透明度與績效評核關聯性之研究」，逢甲大學會計與財務金融研究所碩士論文。

- 吳樂群，周行一、施敏雄、陳茵琦、簡淑芬(2001)，「公司管控-董事及監察人如何執行職務」，台北；證期會出版社。
- 邱怡茹(2009)，「公司治理與信用風險」，國立高雄第一科技大學財務管理系，碩士論文。
- 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」，朝陽科技大學財務金融系碩士論文。
- 林宛瑩、許崇源(2008)，「台灣集團企業之控股型態及公司治理衡量指標之研究與建議」，交大管理學報，第 28 卷，第 1 期，269-312 頁。
- 洪麗芳(2003)，「股權結構、財務決策與公司績效關聯性之實證研究」，中原大學會計研究所碩士論文。
- 洪堅銘(2004)，「以公司治理之變數探討台灣金融控股公司之績效」，國立高雄第一科技大學財務管理所碩士論文。
- 郭敏華 (2000)，債信評等，智勝文化事業有限公司。
- 莊宗憲(2004)，「公司治理機制與公司經營績效實證研究」，銘傳大學會計研究所碩士論文。
- 莊嘉禾(2009)，「公司治理特性、關係人交易與銀行績效相關性研究」，臺北科技大學商業自動化與管理研究所學位論文。
- 連紘毅(2006)，「公司治理與財務決策-以台電子業為例」，逢甲大學財務金融研究所碩士論文。
- 孫永祥(2002)，「公司治理結構:理論與實證研究」，上海:上海人民出版社。
- 許嘉明(2009)，「股權結構、控制權偏離度與公司經營績效之影響研究-以電子業為例」，私立輔仁大學管理研究所碩士論文。
- 陳美華、洪世炳(2005)，「公司治理、股權結構與公司績效關係之實證研究」，企業管理學報，第 65 期，129-153 頁。
- 陳麗娟(2004)，「董事會組成、股權結構、關係人交易與企業績效關係之研究—以紡織業及電子業為實証」，國立成功大學高階管理碩士在職專班碩士論文。

- 陳妍如(2006)，績效優良企業與公司治理之相關性分析，臺灣大學會計學研究所學位論文。
- 陳瑞斌、許崇源(2007)，「公司治理結構與資訊揭露之關聯性研究」，交大管理學報，27卷2期：55-109頁。
- 張敏蕾、蔡幸珊(2006)，「公司治理綜合指標與公司績效之關聯性研究」，當前會計理論與實務研討會論文集，383-417頁。
- 張瑞當、方俊儒、曾玉琦(2007)，「核心代理問題與盈餘管理：董事會結構與外部監督機制之探討」，管理學報，第24卷，第1期，17-39頁。
- 張靜宜(2005)，「台灣金融機構的股權結構對董事會組成的影響」，輔仁大學金融研究所碩士論文。
- 彭雅惠、呂佩珊(2011)，「公司治理機制對信用評等影響之研究」，玄奘管理學報，8卷1期，49-74頁。
- 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。
- 葉銀華，邱顯比(1996)，「資本結構、股權結構與公司價值關聯性之實證研究：代理成本理論」，臺大管理論叢，7.2頁57-90。
- 黃啟倫(2006)，「股權結構、關係人交易與公司績效」，銘傳大學會計研究所碩士論文。
- 湯玟珊(2013)，「盈餘管理行為與公司治理程度對信用評等之影響」，國立高雄應用科技大學財富與稅務管理系碩士論文。
- 楊健源(2003)，「信用評等與企業價值觀系之研究」，國立中正大學企業管理研究所，碩士論文
- 楊朝旭、蔡柳卿、吳幸蓁(2008)，「最終控制股東與公司創新之績效與市場評價：台灣電子業之證據」，管理評論，第27卷第4期，29-56頁。
- 楊鯉嘉(2008)，「公司治理、CEO輪調與信用評等之關聯性」，國立中正大學會計與資訊科技研究所碩士論文。
- 鄭國鴻、吳成豐(2006)，「公司治理與組織績效-台灣中小企業之研究」，台灣金融財務季刊，第7卷第1期，1-27頁。

賴丞坡、李昇倫(2012),「公司治理對產險公司經營績效影響之研究」,保險專刊,第28卷第2期,169-185頁。

謝錦堂(2009),「董事會功能理論模型之驗證:台灣上市公司董監事的觀點」,管理學報,26卷2期,127-144頁。

蘇信安(2010),「考慮產業因素對公司治理機制與企業信用評等影響之研究運用多層次次序迴歸模型」,國立台北科技大學商業自動化與管理研究所,碩士論文。

蘇文彬、栗志中、李建成(2010),「台灣壽險業之公司治理、風險承擔與經營績效關係之研究」。朝陽商管評論,9(2),67-87頁。



英文文獻

- Alkhafaji, A. F. (1990),“Effective Boards of Directors : An Overview”.Industrial Management & Data Systems, Vol. 32, 18-26
- Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins, and R. LaFond. (2006),“The effects of corporategovernance on firms’ credit ratings.” Journal of Accounting and Economics 42:203-243.
- Agrawal, A. and G. N. Mandelker.(1990), “Large Shareholders and the Monitoring of Managers:The Case of Antitakeover Charter Amendments.” Journal of Financial and Quantitative Analysis,25, No.2, pp.143-161
- Berle, A. and G. Means.(1932), “The modern Corporation and Private property.” MacMillan,New York,N.Y.
- Bacon, J.(1973), “Corporate Directorship Practices: Membership and Committees of The Board.” New York: The Conference Board.
- Bhojraj, S., and P. Sengupta.(2003), “Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and the Outside Directors.” The Journal of Business, 76, 455–475.
- Cadbury A.(1999), “What Are the Trends in Corporae Governance ? How will They Impact Your Company?” Long Range Planning Journal,5:12-19
- Cheng, S.(2008), “Board size and the variability of corporate performance.” Journal of Financial Economics, 87: 157-176.
- Chaganti, R. S., V. Mahajan, and S. Sharma.(1985), “Corporate board size, composition, and corporate failures in retailing industry.” Journal of Management Studies 22 (July): 400-417
- Dalton, D. R.,Daily C.M.,Johnson J. L., and Ellstrand A. E.(1999), “Number of Directors and Financial performance: A Meta-Analysis.” ,The Academy of Management Journal,

42(6):674-686

- Eisenberg, T., S. Sundgren, and M. T. Wells.(1998), “Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms.”, *Journal of Financial Economics* ,48(1):35-54
- Hazell,L.P.(2006), “Governance and your debt rating.” *Directorshup* 32(10):30
- Harrington, S.E.(1988), *Prices and Profits in The Liability Insurance Market*, in *Liability:Perspectives and Policy*, Robert Litan and Clifford Winston, eds. Washington, D.C.:The Brookings Institution.
- Huang, L.Y, T.Y. Hsiao,and G.C. Lai.(2007),Does corporate governance and ownership structure influence performance? Evidence from Taiwan life insurance companies , *journal of Insurance Issues*,30(2),123-151
- Hudson, C. D., Jahera, J. S., Jr., & Lloyd, W. P. (1992). Further evidence on the relationship between ownership and performance. *The Financial Review*, 27(2), 227-239.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling.(1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Jensen, M.C., and R. Ruback .(1983),*The market for corporate control : the scientific evidence*. *Journal of Financial Economics* 11 : 5-50.
- Jensen, M. C., (1993), *The Modem Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, *Journal of Finance*, 48: 831-880.
- Kiel, G.C. and G.J. Nicholson.(2003),*Board composition and corate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance*,*Corporate Govrnance*,11(3),189-205.
- MacAvoy, P.V.(1977), *Federal-State Regulation of the Pricing and Marketing of Insurance*, Washington, D.C.: American Enterprise Institute..
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny.(1988) , *Management ownership and market valuation*,*Journal of Finance Economics*, 20: 293-315.

- Pearce, J. A. and S. A. Zahra. (1989), Board of director and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management* 15 (2): 291-334.
- Prakash, Aseem, and Hart, Jeffrey A. (2000), *Globalization and Governance*. London: Routledge.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny, (1986), Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 94: 461-488
- Singh M and W. N. Davidson III. (2003), Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 27: 793-816
- Shleifer, A., Vishny, R. (1997), "A survey of corporate governance." *Journal of Finance* 52, 737-783.
- Standard & Poor's Company. January. (2002), *Governance Scores: Criteria, Methodology and Definitions*.
- Wang, J. L., V. Jeng, and J. L. Peng. (2007), "The Impact of Corporate Governance Structure on the Efficiency Performance of Insurance Companies in Taiwan." *The Geneva Papers*, 32: 264-282.
- Xiang, B. and G. Zhang. (1996), Large shareholder expropriation and corporate ownership structure, APEA/PACAP Finance conference and CFA annual meetings.