

南華大學

財務管理研究所碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION
INSTITUTE OF FINANCIAL MANAGEMENT
NAN HUA UNIVERSITY

公司治理對產物保險公司經營績效影響之研究

**The Effects of Corporate Governance on Performance for the
Property and Casualty Insurers**

指導教授：賴丞坡 博士

ADVISOR：PH.D. Cheng-Po Lai

研究生：李昇倫

GRADUATE STUDENT：Shen -Luen Lee

中華民國九十九年六月

南 華 大 學

財務管理研究所

碩 士 學 位 論 文

公司治理對產物保險公司經營績效影響之研究
The Effects of Corporate Governance on Performance for
the Property and Casualty Insurers

研究生： 李 奇 倫

經考試合格特此證明

口試委員： 楊顯爵

賴丞峻

陳昇鴻

指導教授： 賴丞峻

系主任(所長)： 張瑞真

口試日期：中華民國 九十九 年 六 月 十一 日

版權宣告

本論文之內容並無抄襲其他著作之情事，且本論文之全部或一部份並未使用在申請其他學位論文之用。

誌 謝

本論文得以順利完成，首先我要感謝的是我的指導教授 賴丞坡老師。老師不厭其煩的斧正我論文研究結構之建立、內容及資料的蒐集，不但在過程中強化我許多觀念也讓我事半功倍順利的完成我的論文研究。同時也要感謝兩位口試老師不辭辛勞的幫助我，提出許多寶貴的意見讓我的論文研究內容能更充實更完整。在此謹致個人最深的謝意和敬意。

撰寫論文的期間，除了系上老師們的教學讓我受益良多之外，還要特別感謝我的同學們尤其是冠宇和綱倫。在求學期間相互切磋琢磨讓我能教學相長，彼此也相互扶持是我在南華財管所最難能可貴的朋友。也要感謝啟智，要是沒有他在電腦上軟硬體的大力幫忙以及協助，我也無法順利的完成我的研究，謹以誠摯的心致上謝意及祝福。

此論文也要獻給我最愛父母和我最敬愛的三姨。我由衷感謝的家人在我求學的過程無條件的支持與鼓勵，生活上無微不至的照顧和精神上的關懷讓我在研究路上能無後顧之憂，也是因為有家人的體諒讓我能夠順利完成碩士的學位，願將此成果與您們共同分享這份喜悅。

李昇倫 謹誌于

南華大學財務管理研究所

中華民國九十九年六月

南華大學財務管理研究所九十九學年度第二學期碩士論文摘要

論文題目：公司治理對產物保險公司經營績效影響之研究

研究生：李昇倫

指導教授：賴丞坡 博士

論文摘要內容：

本文以 1999 年至 2008 年國內產險業為研究對象，運用 Panel data 實證模型探討公司治理對產險公司經營績效指標 EPS、ROA 與 ROE 之影響。實證結果顯示產險公司的經理人持股比例與控制股東席次對 EPS 存在正向影響，而董事會規模、轉投資家數、董事長兼任總經理及參與管理則存在反向影響；而正向影響 ROA 之公司治理變數則有經理人持股比例、控制股東席次與轉投資率，反向影響 ROA 之公司治理變數則有董事會規模、轉投資家數、董事長兼任總經理和參與管理；經理人持股比例與董事長兼任總經理亦影響產險公司之 ROE，前者為正向的影響，後者為反向影響。

關鍵字：產險業、公司治理、經營績效、Panel data 模型

Title of Thesis : The Effects of Corporate Governance on Performance for the
Property and Casualty Insurers

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

Graduate date : April 2010

Degree Conferred : M.B.A.

Name of student : Shen-Luen Lee

Advisor : PH.D. Cheng-Po Lai

Abstract

Using 1995-2004 annual data, we apply panel data analysis to investigate the effects of corporate governance on performance such as EPS, ROA and ROE of the property and casualty insurers in Taiwan. The results show that management ownership and controlling shareholders have significantly positive effects on EPS and ROA. In contrast, board of directors' size, equity investment, CEO duality, and management participation have negative and significant effects on EPS and ROA. In addition, we find that management ownership has significantly positive effects on ROE, and CEO duality has negative effects on ROE.

Keywords: property and casualty industry, corporate governance, performance, panel data

目 錄

版權宣告	ii
誌謝	iii
中文摘要	iv
英文摘要	v
目錄	vi
表目錄	vii
第一章、緒論	1
第一節、研究背景與動機	3
第二節、研究目的	6
第三節、研究架構	8
第二章、文獻探討	9
第一節、會計績效	9
第二節、股權結構	11
第三節、董事會結構	13
第四節、公司結構	15
第五節、資訊揭露	16
第六節、管理型態	17
第三章、研究方法	18
第一節、研究樣本與期間	18
第二節、實證模型	20
一、應變數	21
二、自變數	21

第三節、Panel Data 模型	23
一、固定效果模型	23
二、隨機效果模型	24
三、Hausman Test	25
第四章、實證結果	26
第一節、敘述統計分析	26
第二節、相關係數分析	29
第三節、檢定結果	31
第四節、公司治理與經營績效實證結果	32
一、每股盈餘	32
二、資產報酬率	36
三、股東權益報酬率	39
第五章、結論及建議	41
參考文獻	43

表目錄

表 1、變數定義	19
表 2、變數敘述統計量	28
表 3、Pearson 相關係數檢定	30
表 4、Hausman Test	31
表 5、影響(EPS)經營績效因素估計結果	35
表 6、影響(ROA)經營績效因素估計結果	38
表 7、影響(ROE)經營績效因素估計結果	40

第一章 緒論

產險業在台灣的發展源起於1945年光復之後，產險業在政府政策的保護之下，隨著經濟的發展而穩定成長，然而2005年國華產險公司因為財務惡化且出現無法支付債務的情況嚴重，恐怕危及被保險人權益，所以在監理機關主導下由財團法人「保險事業發展中心」進駐管理，並動用財產保險安定基金¹處理後續的理賠和解約。華山產險公司則於2009年多次辦理現金增資案以改善經營惡化之狀況，但都無法成功履行亦遭勒令停業清理。此二家產險公司之失卻清償不但影響被保險人、員工、股東等利害關係人(stakeholders)，而引發成社會動盪不安，更會影響整體經濟之發展，因此令人矚目。

所謂「公司治理」(corporate governance)係指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，防止脫法行為之經營弊端，以實現企業社會責任之高度目標(吳樂群等，2001)。公司治理較佳者，對於財務績效與公司價值會有正的顯著性影響，(葉銀華等，2002)。美國學術界自1930年代開始探討有關公司治理之課題，亞洲國家在1997年金融風暴以後亦逐漸呼籲企業體能夠重視公司治理制度。有鑑於近年來公司治理文獻越來越多，關於各產業都有其相關的文章與論文探討，但對於產險業卻少有著墨。由上述產險業之背景可知產險業經營之良莠除消極地依靠保險監理外，更為積極者應是產險業者是否能透過自身之公司治理以改善經營績效，而被保險人或股東是否能透過產險業之公司治理變數而提早預知該產險公司之經營體質，此為本文之研究動機。

¹ 保險安定基金係以產險業者保費收入的千分之二提撥。

本研究主要的貢獻在於檢視產物保險業中是存在公司治理效果，可以協助投資人和被保險人瞭解產物保險業之公司治理對經營績效有無重大的影響。除第一節前言外，其它章節架構如下，第二節文獻回顧，第三節為研究方法，第四節為本文之實證結果，第五節則為結論與建議。

第一節、研究背景與動機

公司治理的良莠影響股東和債權人的權益，更衝擊金融市場之發展，公司治理健全的公司可以提升投資人之投資意願更能讓債權人有信心，而且可以增強證券市場發展和減低公司籌措資金的成本，因此對公司的經營體質與整體競爭力有重大的影響；公司治理的目是為要保障投資者和債權人，在拿出資金時能減少營運上之風險且收回應該享有的報酬，企業也應由良好的公司治理來掌握時機創造機會並承擔風險，有鑑於此當企業營運愈健全且資訊愈透明的時則公司愈無須擔心資金不足的問題。

有鑑於近年來公司治理文獻越來越多，關於各產業都有其相關的文章與其論文探討，但對於產物保險業卻少有著墨，本論文所要探討的是有關於產物保險業的公司治理，產物保險業業者如果有發生其損失或倒閉對於投保者、政府和廣大的社會大眾會產生很強大的影響，因為，產物保險業的營業內容非常廣泛，其中有個人保險、商業保險和新品種產物保險；個人保險包含了汽、機車保險、火災險、責任保險、強制汽車責任保險；商業保險則包含商業火災保險、信用及保證保險、工程保險、責任保險、財產保險、及海上保險；新種保險則為新品種開發的保險其中有女性綜合保險、旅遊綜合保險、健康醫療綜合保險與高爾夫球員責任險等。

產物保險公司的功用在於風險的移轉，投保人（保戶）買到一個新的商品或面對將來不確定風險時，他們第一個想到的是有沒有其保障，投保產物保險公司則會是財產與商品首要的保障，但是只要產品發生問題時或連續性的爆發系統性風險與非系統性風險時，產物保險公司就得付出大量的理賠金，如果產物保險公司大量理賠金額償付不出時，則會造成國家和社會的動盪不安。

2005年11月國華產物保險公司因為經營不佳遭金融管理委員會（以下簡稱金管會）接管，並且強制退出經營權，當時導致500位員工面臨失業的窘境，雖然一百多萬的保戶有受到保險安定基金的保障，但是只要是連續性的出現產物保險公司或人壽保險公司發生財務危機或是重大金融事件時，將會危害到更多的保戶陷入投保無法履約的風險，當時的金管會發言人指出，國華產物保險公司長期的財務惡化且出現無法支付債務的情況嚴重，恐怕危及保險人（保戶）權益，所以金融管理委員會首度啟動保險業退場機制，由財團法人「保險事業發展中心」進駐管理，而後續的保戶理賠和解約將動用「財產保險安定基金」註。當時的基金金額不過才累積至20億，而國華產物保險在拍賣後才支付10.56億元給得標的台灣人壽，政府的「財產保險安定基金」處理完國華產物保險公司債務就還得再花14億元，以當時「財產保險安定基金」財務的狀況下，如果再發生一家因公司治理不佳在爆發的地雷產物保險公司或保險公司的話，政府的負擔將更為沈重也將會導致社會大眾的不安和惶恐。

華山產物保險公司於2009年1月爆發出因經營狀況惡化，慘遭行政院監督管理委員會勒令停業清理的產物保險公司，政府指派財團法人「保險事業發展中心」擔任清理人進駐接管，金管會主委陳沖當時指出：華山產物保險公司多次辦理現金增資案，但都無法履行且一再拖延；公司經營階層最後坦承資金給付確有困難，而於2009年1月17日遭金管會勒令停業接管。這是台灣近年來第二家因為公司經營者經營不善慘遭金管會警告並接手管理的產物保險公司，且於2009年6月大量解雇227名的公司員工，導致員工上街頭抗議，這對在2008年中爆發金融海嘯後一年的台灣，經濟狀況剛剛跌入谷底時產生了更為不良的效應，如再接二連三發生產物保險公司經營狀況不善的事件發生，那對投保人跟投資人的信心將會造成更嚴重的滑落。

在金融海嘯發生過後的2009年2月連國際間最有威望的美國國際集團（AIG）底下的產物保險部門也交由美國政府接手管理，因為這將可以部分的抵銷美國國際集團

(AIG) 在全世界所積欠的債務，這樣的策略是未免其集團的其他產業部門遭受政府接管之損失。由國際級的美國國際集團 (AIG) 的操作手法可以看出，產物保險公司之重要性還未受到嚴正的矚目。

第二節、研究目的

全球金融海嘯發生後陸續爆發出銀行業與保險業的倒閉或因為經營不善慘遭政府接管的現實案例，當世界各國正為金融海嘯擔心受怕時卻沒注意到公司、企業如果發生連續性破產問題後，接下來最有可能的將是保險業與產物保險業的重大危機，因大多企業都會為自己的公司投保產物保險以預防可能面臨之不確定風險，當在同一時段破產公司忽然暴增時產物保險公司則會面臨拿不出賠償金，而產生現金不足的流動性風險與營運風險危機，故此要先了解哪間產物保險公司在公司治理上已經發生了可觀察到的現時狀況，則可防範於投保的預防保障反而更不保險的問題。而保險業本身有許多龐大的資產且當公司規模夠大後發生財務危機則會有更多的社會問題，但卻鮮少有公司治理的文獻來提早為投保人與投資大眾預防當世界發生變動時哪家產險公司能因應風險的波動；探討公司治理的範圍非常廣泛且也有很多文獻都有加以整理過，本研究提取公司治理之各項結構面一一探討。

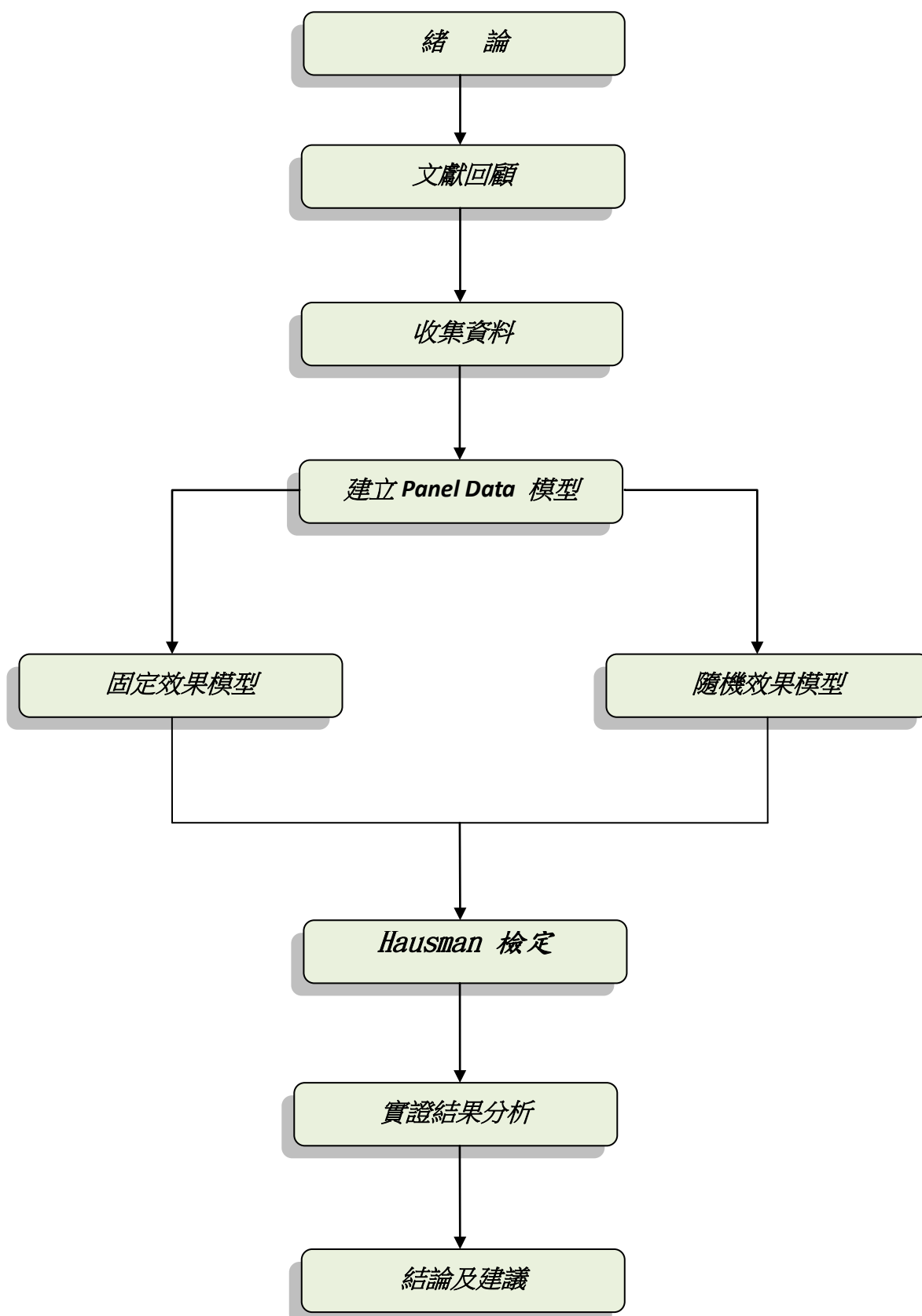
產物保險業之公司治理不只影響到債權人和投資人的權益也影響到投保人跟政府，而產險企業內部董事會和經理人之決策則對公司治理效果產生莫大的決定因素，藉由提升公司治理可使投保人、投資人、債權人和政府強化信心，廣大社會有效用的監督可以提升董事會和經理人做出正確的決策，在代理問題方面，不同的產業有不同的經營方法且不同的企業因股權的集中度不同其經營方式也大庭相去，所以本研究針對管理者和大股東的持股比例的多寡來探討代理問題是否有因企業不同而有所差異。

葉銀華、李存修、柯承恩（2002）說明出大型企業公司治理較佳者，對於財務績效與公司價值會有正的顯著性影響，且認為當有高的ROE時，當然就是價值的創造者，

則公司就會有好的表現，因為公司治理效果包含的範圍相當廣泛，本文之公司治理；包含代理問題、股權結構、董事會結構與管理型態對於經營績效的相關連性來討論產物保險業，而本研究主要的貢獻在於檢視產物保險業中是否有發生公司治理的效果，可以協助投資人和被保險人瞭解產物保險業之公司治理對經營績效有無重大的影響。

本文旨在探討公司治理對產險公司經營績效之影響，因此本文目的如下：一、釐清產險業公司治理構面及其相關變數與經營績效變數。二、分析產險業公司治理構面及其相關變數對經營績效之影響。

第三節、研究架構



第二章、文獻探討

第一節、會計績效

在財務報表資訊裡很有可能含著還沒反映在股票價格內的訊息，所以當要衡量企業經營效率時一般會選擇會計績效作為指標。楊善富（2000）、張家智（2001）、鄭美麗（2002）等研究，採用會計績效衡量的指標，例如總資產報酬率、每股盈餘、與淨值報酬率等作為企業經營效率的衡量指標。Watts and Zimmerman(1990) 指出有兩個原因是讓會計績效被當成經營績效衡量的標準：(1) 公司的價值沒有辦法被很準確的衡量；由於許多家產險公司都無上市（櫃）公開發行，所以公司的總價值較難以衡量；(2) 會計績效是具有可分割性的，會計盈餘可以計算公司各部門的績效和當作市場的指標。

在相對於原始的投入成本之下，正常而言每股盈餘(EPS)愈高代表公司的獲利愈高，EPS 通常是用來比較公司每年度的獲利趨勢，所以 EPS 長被用來評估股東投資的風險和代表公司獲利的能力。丁秀儀（2008）實證結果指出在控制股東董事會席次對每股盈餘是有正面的影響的，控制股東在董事會中所占的席次愈多、愈能提升績效。

資產報酬率（ROA）是在衡量公司的資產是否有完全利用到，不管公司的資產是股東的投資還是舉債所產生，公司運用資產從事生產活動，所獲取之報酬都會在淨利之上表現出來，所以資產報酬率成為衡量公司營運之資產報酬的效率狀況。在杜玉振（2002）與陳建勝（2004）採用資產報酬率的文獻中說明，可用此變數來顯示公司資產的獲利能力，在徐俊明(2009)所衡量資產報酬率的方式為（稅後損益 + 利息費用 ×（1-稅率）/ 平均資產總額）。

股東權益報酬率（ROE）則是指該年度股東權益的成長速度，由此可看出公司經營層目標是否與股東目標一致的一種比例法，也可顯示出公司如不仰賴舉債也能促使其成長的能力，可顯示股東投資該企業的獲利能力，淨值獲利能力愈高，表示經營的能力愈強。而李建然、羅元銘（2002）以股東權益報酬率做為衡量股東投資的獲利指標，利用股東權益報酬率作為績效指標，實證結果得知董監事持股比例與公司上市後績效的衰退有著正向的關係，這說明代理問題也能解釋公司績效衰退的情況。



第二節、股權結構

股權結構首要考慮到公司股權離散的問題，觀看公司股權的集中或離散且集中於誰的手中，可用來探討當經理人或大股東持有公司相對多數股權時，公司治理的結果會不會相對的不同且對經營績效會如何影響，陳一如（2006）研究結論指出在台灣集中市場中，分析師為外部監督之角色而專業經理人則擔任內部管理，雙方能有效的影響該公司的公司價值，而在台灣這種成熟的運作機制中，可以增加在國際上的競爭能力與有助於上市公司的公司治理。公司的管理面結構中有著長期以來說法不一的代理問題，代表著代理人的總經理和擁有股權的主理人（股東），有一派說法贊成代理人持股比例應該傾向偏高才會對主理人有利，Jensen（1993）提出利益結合假說

（convergence of interest hypothesis）指出當管理者的持股比例愈高時，愈能提升公司的經營績效，他認為透過管理者持股可結合管理者與股東之利益。在廖鎮宇與蘇鵬翰（2004）代理問題與壽險公司經營績效之實證研究指出，當代理者與主理人的利益愈一致時，經理人的代理成本也愈低，所以要公司的經營績效愈高則經理人的持股比例應該要愈高。但反對經理人持股比例過高的學者 Morck et al.（1988）所提出的鞏固職權假說（entrenchment effect）中所指出，公司經理人如果持股比例達到一定高的水準時，則會因本身相對穩定的職位而特權消費，使怠惰之現象更為嚴重反而讓公司價值的降低。

經理人持股比例不止與公司的經營績效息息相關也牽連到經理人在公司的價值，Baker and Mueller（2002）提到，將 CEO 的自身利益與股東結合為一為解決代理問題的最佳辦法，也就是說當 CEO 的持股比例愈高，則愈能將股東財富極大化視為理所當然的一件事，更能為股東謀取應有的福利。而為何經理人的持股比例影響著公司的經營績效也涉及了該經理人在公司的去留？在黃旭輝、王育偉（2007）實證指出公司

的經營績效對經理人的異動有顯著負的影響，可看出績效愈差的經理人，異動的可能性愈大，Denis, Denis and Sarin (1997) 發現了，經理人如果本身的持股愈高，被更換的機率會降低，即當經理人持股比例較高時，較不容易有被撤換的事件發生。

在大股東持股方面 Shleifer & Vishny (1997) 提出當大股東取得完全幾近控制權時，會利用其公司獲取私利，並且不與小股東分享。Agrawal and Knoeber (1996) 指出大股東持股比例與金融機構持股比例對公司之經營績效是沒有顯著的關聯性。但另一派的學者 Shome and Singh (1995) 及 Allen and Phillips (2000) 指出大股東持股比例與財務績效有正面的相關，因為大股東有監督管理階層的誘因，在相較於持股比例較低的散戶中有能力承擔監督管理階層的費用支出與成本。

第三節、董事會結構

董事會是公司監督中最重要的一環，在張明峰（1991）研究中發現；董事會成員的總持股比例愈大，將會使公司的代理問題得以減輕，因為對其監督管理行為的意願會較高，而導致財務績效較佳。陳振遠、張智堯、王蘭芬、李文智（2005）的實證中發現結構董監事與外部董事的比例愈高，能提高董事會的獨立性與專業性，將可提升監督功能並增加公司的價值，但卻對經理人持股比例有不同的看法，實證表示公司的經理人持股比例愈高，無法有效的提高公司的價值；王一玲（2004）所有權結構與公司價值間之內生性關係探討出，當管理者或者是董監事持股比例顯著提高時，有可能會讓道德危機舒緩而且提昇公司的價值。

董事會成員有多少規模有多大也是大家看法分歧的事情，有支持和反對兩派學者說法不同；提出支持董事會規模較大比較好的學者 Bacon（1973）說明出董事會規模與公司績效是呈現正相關的，他認為當董事會人數較多時其產業的背景、寬廣的教育程度和每個人的技術不同，能對公司的經營決策提出較為多元的建議與看法。丁秀儀（2008）實證也指出董事會席次的提高對於績效的提升是有幫助的；而持反對意見的學者 Jensen（1993）也指出，當董事會規模一直增加時，其效率會因為整合及解決問題的成員間意見不同而使董事會效率變差。李馨蘋、莊宗憲（2007）在實證中說明董事會規模與公司的經營績效是有正面影響的，但如果機構法人持股比例相對下降時，內部人持股比例與經營績效便不具有相互影響效果，說明內部人持股比例與公司經營績效不是線性相關的。

葉銀華、蘇裕惠、柯承恩、李德冠（2002）指出當公司控制股東的成員擔任董事或監察人席次比率愈多，愈有能力去影響公司的決策方向，也可藉由關係人交易的途

徑去侵佔小股東財富，且將會導致公司價值的滑落；而控制股東的定義在學者 Adolf A. Berle 與 Gardiner C. Means 著作的書中“現代股份有限公司與私有財產”有說明：

(1)少數控制 (minority control)：經營者僅有 10%以上之少數股權，因為該公司股權分散，可使得經營者可相對成為公司控制股東，所以可以利用董事會來操作公司經營決策。

(2)經營者控制 (management control)：因為公司的股權分散，所以經營者的股權相對也較少，當沒有其它企業或個人能對經營者產生威脅時，則公司的少數股權之控制股東便能控制董事會操作其經營決策。

第四節、公司結構

要探討企業績效的影響可在資產負債表內資產欄中的基金與長期投資除去總資產，可算出長期投資占總資產的比例對經營績效的高低有何影響，當投資一家公司的比例高達 50%時則稱為母子公司，而投資在 30%以上的公司則為從屬公司，則可以影響到投資公司的財務業務與經營決策，可檢驗當該轉投資家數愈多時對公司的經營績效是否有顯著的影響。徐明瑤（2002）實證指出銀行在轉投資行為對經營績效影響，當銀行轉投資同業子公司時經營績效較佳，ROA、ROE 皆有較好的表現，銀行愈集中轉投資在同業或某一類時，則 ROA 表現較不好，而如果銀行在同業的轉投資採用較高的持股比率策略，則 ROA、ROE 皆有較佳的表現。產險業不像壽險業有著推陳出新的金融商品，利用新的保險金融商品的激勵，使投保既可以享有保險的福利又可藉由商品的連結享受到經濟成長時的可觀利潤，此時產險業所收到的保費資金運用就變得非常重要，丁秀儀（2008）以樣本公司和配對公司為研究對象，分析轉投資率對會計績效都有正面的影響，轉投資率愈高表示公司資訊較為複雜、揭露程度較低，由此可看出公司資訊的揭露程度，也可利用轉投資率來比較出對產險公司經營績效有無顯著影響。

第五節、資訊揭露

本文以四大會計師事務所資誠、勤業眾信、安侯建業、致遠，做為四大會計師事務所簽證之虛擬變數，因安侯與建業在 1999 年合併成為安侯建業，且勤業與眾信也於 2003 年合併成為勤業眾信，故為本研究所用之聲譽佳會計事務所；林宜勉、陳勝凱（2009）指出會計師為維持審計的品質和聲譽，會積極的查核公司財務來避免管理階層的操弄盈餘，而且對未來較具信心的公司也會藉由高聲譽的會計師來揭露較真確的資訊，Windsor & Ashkanasy（1995）說明會計師的道德水準比較底時，較無法抗拒經營者的談判手段；所以如果以四大會計師事務所為該公司的會計師時，因較有公信力而不會產生難以抵抗的行為。由公司是否為四大會計師來看出資訊揭露的程度，在丁秀儀（2008）實證中說明配對公司資訊揭露品質對會計指標有正面的影響，但樣本公司的資訊揭露品質則沒有顯著的影響，也可看出公司會計師為四大會計事務所所簽證時，公司的經營績效表現會較佳。

第六節、管理型態

董事長是否兼任總經理對公司的經營績效能產生益處但對於是否有圖利自己卻相當可考，所以有很多文獻看法分歧，Shleifer & Vishny (1986) 在特殊情況下大股東直接參與管理可解決內外部股東的資訊不對稱的問題。Weir et al. (2001) 說明董事長如果兼任總經理時會有更多的資訊了解公司的經營情況對公司較有利。但從黃旭輝、王育偉 (2007) 發現董事長如兼任總經理，會使董事會的監督功能降低而產生代理問題，而且因為總經理的撤換機率變小，使得公司經營績效不佳情況會繼續產生。

控制股東為董事長或總經理，有可能使董事會失去客觀決策性與制衡監督的力量 Patton & Bakder (1987)，但如果為家族型態的公司，則會為了要永續經營而更加小心的做出決策。陳從聖 (2003) 實證中說明控制股東參與管理時會與企業價值呈現負影響。

第三章 研究方法

第一節、研究樣本與期間

本研究以台灣產物保險業為樣本，樣本公司包含有友聯旺旺、友邦、台灣、華南、新光、第一、明台、華山、泰安、國泰世紀、國華、富邦、兆豐產物保險等十三家，樣本期間為 10 年從西元 1999 年到 2008 年，樣本數總共有 123 筆。公司資料大都是取決於各產物保險公司年報資料，資料來源自公開觀測資訊站網站、財團法人保險事業發展中心網站及編印之產物保險統計要覽、中華民國產物保險商業公會網站和各產物保險公司官方網站所得到，樣本之變數定義如表 1：

表 1、變數定義

變數	定義	
會計績效	1. 每股盈餘 (EPS)	(稅後淨利－特別股股利)/加權平均流通在外股數
	2. 資產報酬率 (ROA)	[稅後損益＋利息費用(1－稅率)]/資產總額
	3. 股東權益報酬率 (ROE)	稅後淨利/普通股權益
股權結構	4. 經理人持股比例 (MGT)	公司高階主管持股佔公司流通在外股數的比例
	5. 大股東持股比例 (BLOCK)	持有公司股份大於 5% 以上者之大股東持股比例
董事會結構	6. 董事會持股比例 (INSIDE)	公司董事會之總持股比例
	7. 董事會規模 (BOARD)	公司董事會之總席次
	8. 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所佔的總席次
公司結構	9. 轉投資家數 (NUMBER)	持有其他公司股份比例大於 10%、15%、20%、25% 和 30% 的總家數
	10. 轉投資率 (SUMINV)	長短期投資/資產總額
資訊揭露	11. 四大會計師事務所簽證 (ACC)	公司是否由資誠、勤業眾信、安侯建業、致遠等四大會計師事務所簽證，如為四大會計師事務所簽證則此變數為 1，否則為 0
管理型態	12. 董事長兼總經理 (CEOGM)	公司董事長是否兼任總經理，以虛擬變數 1 表示，否則為 0
	13. 參與管理 (PARTMGT)	當控制股東(最大股東)同時擔任董事長或總經理，以虛擬變數 manager=1 表示，否則為 manager=0

第二節、實證模型

本研究分析產物保險公司經營績效影響因素，建構經營績效方程式進行實證之分析，以每股盈餘、資產報酬率與股東權益報酬率為應變數，自變數則參考各產物保險公司年報資料進行選取，由於需要時間序列和橫斷面資料的衡量，如採用一般的普通最小回歸法（OLS；Ordinary Least Square）來分析會產生估計的偏誤的現象（Kalton, Kasprzyk and McMillen, 1989）與不一致，故本研究以兼具時間序列（time-series）和橫斷面（cross-section）的 Panel data 模型來估計。以固定效果模型、隨機效果模型一併進行估計，且利用 Hausman 檢定，各項實證變數定義與說明如下：

本文影響產物保險公司經營績效因素實證方程式建構為：

$$\begin{aligned} Performance_{it} = & \beta_0 + \beta_1 MGT_{it} + \beta_2 BLOCK_{it} + \beta_3 INSIDE_{it} + \beta_4 BOARD_{it} \\ & + \beta_5 BLOCK5_{it} + \beta_6 NUMBER_{it} + \beta_7 SUMINV_{it} + \beta_8 ACC_{it} \\ & + \beta_9 CEOGM_{it} + \beta_{10} PARTMGT_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

(1)式中，performance 為應變數的每股盈餘(EPS)、資產報酬率(ROA)、以及股東權益報酬率(ROE)，自變數中包含經理人持股比例(MGT)、大股東持股比例(BLOCK)、董事會持股比例(INSIDE)、董事會規模(BOARD)、控制股東席次(BLOCK5)、轉投資家數 (NUMBER)、轉投資率(SUMINV)、四大會計師事務所簽證 (ACC)、董事長兼總經理(CEOGM)以及參與管理(PARTMGT)等，因為轉投資家數包含有五種型態，故以 N10、N15、N20、N25 與 N30 代入變數之中，而各變數定義如下：

一、應變數

1. 每股盈餘(**EPS**)：為公司稅後淨利對於流通在外股數的比值，可衡量公司的每一股能有多少的獲利能力。
2. 資產報酬率(**ROA**)：為衡量每一元資產對公司所產生的稅後淨利，沈中華、張雲翔(2000)利用46個國家資料實證指出ROA為銀行重要獲利性的指標。
3. 股東權益報酬率(**ROE**)：在衡量每一元淨值對公司所能產生之稅後淨利，可用此來反映公司能為股東帶來之收益有多少。

二、自變數

1. 經理人持股比例(**MGT**)：

以公司高階主管持股佔公司流通在外股數的比例來觀察，是否會因持股比例愈高則公司經營績效愈高。

2. 大股東持股比例(**BLOCK**)：

持有公司股份大於5%以上者之大股東持股比例，因為產險公司大多股權分散，且都為交叉控股公司或金融控股公司所持有，因此以持有公司股數5%以上定義為大股東。

3. 董事會持股比例(**INSIDE**)：

以公司董事會之總持股比例來觀察，是否會因持股比例過高(低)而產生經營績效的影響。

4. 董事會規模(**BOARD**)：

本研究想探討公司董事會內組成之規模大小對於經營績效的影響，是否董事會成員之多寡真能影響公司決策而影響公司績效。

5. 控制股東席次(**BLOCK5**)：

持股比例達5%以上的大股東在董事會中所佔的總席次，在董事會則已經較有控制

權，能對公司營運產生相對性的影響。

6. 轉投資家數(N10、N15、N20、N25、N30)：

本研究想利用轉投資家數的多寡來探討對公司之會計績效有多少影響，因產物保險公司的資金運用是利用再轉投資來賺取獲利，以償還投保者面臨風險時所理賠之保險金，探討產物保險公司是否會因為轉投資家數多寡對經營績效產生影響，而轉投資家數以持有其它公司股份之10%、15%、20%、25%和30%各自比較出對公司經營績效的影響。

7. 轉投資率(SUMINV)：

產物保險公司的營運資金運用策略中不僅只有轉投資公司還包括銀行存款、公債及庫券、股票、公司債、不動產、受益憑證、抵押貸款、國外投資等等，本研究以產險公司資金運用總計金額占資產總額比例來觀察對產物保險公司會計績效的影響，可用來衡量公司的獲利能力。

8. 四大會計師事務所簽證(ACC)：

如公司營運產生問題想透過會計師簽證來規避政府監督時，最有可能是用非四大會計師事務所，此變數可看出忽然更改會計師事務所時對公司經營績效有無影響，如為四大會計師事務所簽證則此變數為1，否則為0。

9. 董事長兼總經理(CEOGM)：

董事長與總經理為公司的主要決策單位，可看出公司經營不佳產生營運問題時是否是董事長有兼任總經理所萌生的經營決策問題，以虛擬變數1表示，否則為0。

10. 參與管理(PARTMGT)：

為最終控制股東擔任所控制公司的董事長或總經理，以虛擬變數 manager=1 表示，否則為 manager=0。

第三節、Panel data 模型

本研究為跨年的 Panel data 模型資料，因本研究資料特性符合橫斷面分析 (cross-sectional) 和時間序列分析 (time series) 之特性，所以採用 Panel data，因為 Panel data 資料分析有結合橫斷面與時間序列兩種方法來分析所以有其較高的效率且自由度也較好，因此作為本研究分析資料之方法。

其中 Panel data 資料分析的方法有兩種：第一種為固定效果模型 (fixed effect model) 而第二種為隨機效果模型 (random effect model)，固定效果模型使用虛擬變數進行估計，容易造成自由度大幅減少的缺點而隨機效果模型需要假設個別效果擁有哪種分配，且也要假設與隨機干擾項獨立以及和自變數之間不相關，為了確認個別效果與自變數之間不相關，Hausman (1978) 提出的模型設定檢定，與變數衡量誤差模型檢定。若虛無假設為個別效果和自變數間不相關，最小平方虛擬變數模型 LSDV 與一般化最小平方方法 GLS 估計式則皆具一致性，則 LSDV 估計式無有效性，所以應改選用隨機效果模型，但是如果對立假設為真，只有 LSDV 估計式具有一致性，GLS 估計式則否時，就應該選用固定效果模型。

一、固定效果模型 (fixed effect model)

固定效果模型又稱為虛擬變數模型 (dummy variavle)，為假設模型中的母體內相似程度較低，直接以全部母體可觀察至所有橫斷面之間的差異性，假設模型中橫斷面資料之差異被包含在截距項中。

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中以股東權益報酬率（ROE）為例：

Y_{it} ：為第 i 家產險公司於時間 t 時之股東權益報酬率

i ：為第 i 家產險公司家數

t ：為時間； $i=1, 2, \dots, T$

α_i ：為第 i 家產險公司特有的股東權益報酬率，不因時間 t 的改變而有所變動

β ：所有產險公司的參數

X_{it} ：為第 i 家產險公司在時間 t 時解釋變數之值，包含各結構面因素、資產面財務狀況、負債面財務狀況等 9 項因素

ε_{it} ：為隨機干擾項（random disturbance）

ε_{it} ：獨立且具常態（均數為 0，變異數 δ_ε^2 ）分配，亦即 $\varepsilon_{it} \stackrel{iid}{\sim} N(0, \delta_\varepsilon^2)$

二、隨機效果模型(random effect model)

隨機效果模型亦稱為誤差成分模型（error component model），假設模型中母體內之橫斷面差異較低，且相似程度較大，允許此模型內之橫斷面可有不同的截距項參數，且假設截距是隨機之變數。

$$Y_{it} = \alpha + \beta' X_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

Y_{it} ：為第 i 家產險公司於時間 t 時之股東權益報酬率

i ：為第 i 家產險公司； $i=1, 2, \dots, n$

t ：為時間； $i=1, 2, \dots, T$

α ：為產險公司特有的股東權益報酬率值

β ：所有產險公司共同的參數

X_{it} ：為第 i 家產險公司在時間 t 時解釋變數之值，包含各結構面因素、資產面財務狀況、負債面財務狀況等 9 項因素

u_i 和 ε_{it} ：為隨機干擾項 (random disturbance)， $u_i \sim N(0, \delta_u^2)$ ， $\varepsilon_{it} \sim N(0, \delta_\varepsilon^2)$ ，而 δ_u^2 及 δ_ε^2 分別 u_i 和 ε_{it} 的變異數

三、Hausman Test

在使用 Panel data 作分析時，可利用 Hausman (1978) 提出的 Hausman 隨機模型檢驗法來判定要使用固定效果模型還是隨機效果模型，此種方法的假設是固定效果模型與隨機效果模型的估計值是符合一致性的，當兩種模型方法的估計值沒有顯著差異的時候，就表示隨機效果模型不適合用，而當隨機效果模型的截距項和解釋變數之間有相關性時就會產生偏誤的情形，此時應該採用固定效果模型來估計。決策分析方法如下：

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

利用 Hausman Test 計算出 Wald 統計量，當未拒絕虛無假設 $H_0: \beta_{FE} = \beta_{RE}$ 時，則採用隨機效果模型，Wald 統計量之計算方式為：

$$H = (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE})' \left[\text{Var} \left(\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE} \right) \right]^{-1} (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE}) \sim \chi^2_{(k)}$$

此 Wald 統計量為一近似 χ^2 分配，自由度為自變數之個數。當 Wald 統計值，沒有落入拒絕域時，則表示隨機效果模型與固定效果模型並沒有顯著之差異。

第四章、實證結果

第一節、敘述統計分析

本研究以 1999 年至 2008 年台灣地區產物保險公司為研究對象，樣本公司共有 13 家，樣本期間總共十年的產物保險公司財務報表資料，主要目的在於探討影響產物保險業經營績效的因素，績效衡量變數採用每股盈餘(EPS)、資產報酬率(ROA)和股東權益報酬率(ROE)，採用 9 項財務比率之變數計算出統計結果，由公司治理所分成的五個結構面分別來一一來探討：

本文的變數敘述統計量列於表 2，可看出在會計績效中產物保險業在報酬率上有很大的差異，每股盈餘(EPS)最大可到 4.25 但平均值已經有 42%的每股獲利能力，而資產報酬率(ROA)和股東權益報酬率(ROE)平均而言每一元僅可賺取到 0.8%和 0.9%，資產報酬率(ROA)最大獲利僅有 6%但股東權益報酬率(ROE)確有高達 1.57 倍的獲利。

在表 2 中可得知，在股權結構方面可看出總經理持股比例(MGT)平均值小於 1%的情況，符合國內上市公司股權分離之經營權和所有權分開的狀況，在大股東持股比例(BLOCK)中因為有金融控股公司持有產物保險公司股份緣故所以極大值與極小值會呈現 1 與 0 的數字，不過大股東持股比例(BLOCK)與董事會結構中的董事會持股比例(INSIDE)的平均值卻高達四成和三成的比例，就大多產物保險公司來說已經算是由董事會所掌控的公司，董事會規模平均值為 12.9 人但最大值可到 34 人最小值只有 6 人，這是因為此變數為十年產物保險公司資料，在公司法規不斷的變更之下董

事會規模會愈來愈趨於平均值，控制股東在董事會的席次中平均值為 6.76 席，最高為 19 席最低則沒有席次，可由此結果較能判斷出控制股東對經營績效是否有顯著性的影響。

關於公司結構中的轉投資率 (SUMINV) 平均達到六成七，符合產物保險公司將資金挪用至營運資金的策略，而且最高達到九成的水準，可以看出產物保險公司的資金大多是以投資為主要標的，轉投資家數 (NUMBER) 在各個投資百分比中，平均而言都沒有超過一家以上，而且最大值中的投資比例呈現下降的趨勢，顯現出短期投資的機率較高，才能在需要資金時及時調度。在資訊揭露程度 (ACC) 中產物保險公司平均值達到八成以上代表各家產物保險公司大多是以四大會計師事務所所簽證的公司。

最後的管理型態裡的董事長兼任總經理 (CEOGM) 看出，在所有的產物保險公司中只有 5% 的公司有兼任的型態，但參與管理 (PARTMGT) 中平均數而言卻高達 50% 有最後控制股東擔任公司董事長或總經理，這與上述股權結構的董事會控制公司的結論相互呼應。

表 2 變數敘述統計量

變數	平均值	極大值	極小值	標準差
EPS	0.4259	4.52	-9.82	1.9737
ROA	0.0086	0.068	-0.4239	0.0593
ROE	0.0092	1.5756	-2.4723	0.3819
MGT	0.0324	0.5728	0	0.1137
BLOCK	0.4039	1	0	0.3820
INSIDE	0.3037	1	0.0003	0.2602
BOARD	12.918	34	6	4.8326
BLOCK5	6.7642	19	0	4.7959
SUMINV	0.6707	0.9014	0.2284	0.1489
ACC	0.8130	1	0	0.3915
CEOGM	0.0569	1	0	0.2326
PARTMGT	0.5041	1	0	0.5020
N10	1.5122	6	0	1.5223
N15	0.9512	6	0	1.2001
N20	0.5041	4	0	0.6939
N25	0.2276	2	0	0.4583
N30	0.1301	1	0	0.3378

第二節、相關係數分析

以 Pearson 相關係數檢定可以清楚地看出各研究的變數之間有無高度的相關性，由表 3 的 Pearson 相關係數檢定應變數 EPS 對自變數中經理人持股比例與公司經營績效呈現顯著性的負相關，董事會持股比例也與公司經營績效呈現顯著性的負相關，轉投資率與產險公司經營績效是呈現正的顯著性相關，董事長兼任總經理呈現顯著性的負相關，轉投資家數中都呈現正相關，但是只有每股盈餘與資產報酬率中投資在 20% 以上和 25% 以上比例和每股盈餘在 30% 以上的轉投資家數才有顯著性的正相關其餘都不顯著。

表 3 Pearson 相關係數檢定

	EPS	ROA	ROE	MGT	BLOCK	INSIDE	BOARD	BLOCK5	SUMINV	ACC	CEOGM	PARTMGT	N10	N15	N20	N25	N30	
EPS	1																	
ROA	0.82 (15.89)***	1																
ROE	0.69 (10.53)***	0.80 (14.53)***	1															
MGT	-0.17 (-1.94)*	-0.23 (-2.57)**	-0.13 (-1.42)	1														
BLOCK	0.07 (0.74)	0.00 (-0.03)	0.03 (0.33)	0.16 (1.81)*	1													
INSIDE	-0.18 (-2.05)**	-0.20 (-2.20)**	-0.08 (-0.84)	0.37 (4.32)***	0.30 (3.44)***	1												
BOARD	0.08 (0.91)	0.10 (1.10)	0.12 (1.36)	-0.08 (-0.84)	-0.01 (-0.16)	0.01 (0.15)	1											
BLOCK5	0.10 (1.05)	0.02 (0.20)	0.02 (0.25)	0.06 (0.65)	0.78 (13.62)***	0.16 (1.808)*	0.18 (2.02)**	1										
SUMINV	0.42 (5.11)***	0.40 (4.81)***	0.26 (2.90)***	-0.47 (-5.91)***	0.15 (1.70)*	-0.34 (-3.96)***	0.13 (1.48)	0.20 (2.19)**	1									
ACC	0.10 (1.12)	0.16 (1.77)*	0.11 (1.23)	-0.47 (-5.81)***	-0.22 (-2.47)**	-0.18 (-1.99)**	0.09 (1.02)	-0.15 (-1.62)	0.28 (3.24)**	1								
CEOGM	-0.31 (-3.63)***	-0.49 (-6.17)***	-0.37 (-4.36)***	0.91 (23.35)***	0.14 (1.58)	0.31 (3.58)***	-0.11 (-1.25)	0.07 (0.81)	-0.44 (-5.39)***	-0.42 (-5.10)***	1							
PARTMGT	-0.09 (-1.02)	-0.11 (-1.24)	-0.07 (-0.77)	0.20 (2.27)**	0.69 (10.54)***	0.19 (2.14)**	-0.37 (-4.381)***	0.56 (7.40)***	0.01 (0.09)	-0.31 (-3.63)***	0.18 (1.96)*	1						
N10	0.04 (0.45)	0.05 (0.57)	0.01 (0.14)	0.01 (0.10)	-0.24 (-2.68)***	0.01 (0.06)	0.06 (0.64)	-0.05 (-0.50)	0.08 (0.87)	-0.19 (-2.17)**	0.01 (0.10)	-0.11 (-1.25)	1					
N15	0.03 (0.33)	0.07 (0.76)	0.03 (0.30)	-0.19 (-2.07)**	-0.11 (-1.20)	-0.08 (-0.88)	-0.24 (-2.70)***	0.03 (0.33)	0.17 (1.91)*	-0.09 (-0.99)	-0.17 (-1.85)*	0.14 (1.51)	0.76 (12.77)***	1				
N20	0.22 (2.45)**	0.20 (2.18)**	0.12 (1.28)	-0.18 (-1.99)**	0.14 (1.56)	-0.06 (-0.62)	-0.29 (-3.29)**	0.15 (1.68)*	0.34 (3.92)***	-0.02 (-0.17)	-0.18 (-1.98)**	0.32 (3.69)***	0.49 (6.22)***	0.74 (12.04)***	1			
N25	0.31 (3.58)***	0.21 (2.37)**	0.12 (1.37)	-0.13 (-1.41)	0.34 (3.90)***	-0.28 (-3.19)**	-0.20 (-2.22)**	0.31 (3.61)	0.28 (3.14)***	-0.09 (-0.97)	-0.12 (-1.33)	0.34 (4.01)***	-0.01 (-0.12)	0.16 (1.73)*	0.59 (7.97)***	1		
N30	0.16 (1.73)*	0.13 (1.43)	0.06 (0.70)	-0.10 (-1.07)	0.20 (2.22)**	-0.20 (-2.28)**	-0.10 (-1.13)	0.25 (2.85)***	0.09 (1.00)	0.12 (1.29)	-0.09 (-1.02)	0.17 (1.94)*	0.00 (0.05)	0.10 (1.08)	0.41 (4.99)***	0.75 (12.57)***	1	

說明：括弧()內的數字表示估計參數之 t 統計量。***表 1%的臨界水準顯著，**則表示在 5%的臨界水準顯著，*表示在 10%的臨界水準顯著。

第三節、檢定結果

使用 Hausman 統計量檢定個體固定效果模型或是個體隨機效果模型時之決策方法為：

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

用 Eviews 進行 Hausman 檢驗時， $\hat{\beta}_{FE}$ 為固定效果模型的係數估計值又為 OLS 估計量， $\hat{\beta}_{RE}$ 為隨機效果模型係數估計值，當 $\hat{\beta}_{FE}$ 和 $\hat{\beta}_{RE}$ 都為一致估計量時，真實的模型就是個體隨機效果模型，此時兩者差異性不大；但如果 $\hat{\beta}_{FE}$ 為一致估計量、 $\hat{\beta}_{RE}$ 並不是一致估計量時，真實模型就會是個體固定效果模型，則此時兩者差異性較大。

表 4 Hausman Test

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob
EPS	30.2921	10	0.0008
ROA	82.0140	10	0.0000
ROE	27.8709	10	0.0019

由表 4 檢驗 Hausman 的結果中得出 EPS 統計量的值為 $H=30.29$ ， $P\text{-value}=0.0008 < \alpha = 0.05$ ，在顯著水準 $\alpha = 0.05$ 下，故拒絕虛無假設，所以應該建立個體固定效果模型，而 ROA 的統計量值為 $H=82.01$ ， $P\text{-value}=0.0000 < \alpha = 0.05$ ，在顯著水準 $\alpha = 0.05$ 下，故拒絕虛無假設，所以也要建立個體固定效果模型，最後 ROE 之統計量值為 $H=27.87$ ， $P\text{-value}=0.0019 < \alpha = 0.05$ ，且在顯著水準 $\alpha = 0.05$ 下，故拒絕虛無假設，應建立個體固定效果模型。

第四節、公司治理與經營績效實證結果

一、每股盈餘 (EPS)

由表 5 結果顯示，股權結構中經理人持股比例愈高對公司經營績效愈有正面的影響，而且達到 1% 的顯著水準，符合廖鎮宇與蘇鵬翰 (2004) 經理人持股愈高則愈能降低代理問題提升公司的經營績效，也讓 Jensen (1993) 提出之利益結合假說得到證實，透過管理者持股可結合管理者和股東的利益，當管理者的持股比例愈高時，愈能提升公司的經營績效；大股東持股比例愈高雖不能提高產險業經營績效，反而卻降低了公司的每股盈餘，但卻不顯著，符合 Shleifer & Vishny (1997) 提出當大股東取得完全幾近控制權時，會利用其公司獲取私利，並且不與小股東分享以致於經營績效的滑落。

董事會結構方面，董事會持股比例與董事會規模；呈現比例愈高對公司的 EPS 愈有反向關係，董事會持股比例沒有顯著性的水準，但董事會規模卻達到 1% 的顯著水準，在表 2 中可看出董事會規模最大可達到 34 位，由於規模太大反而對公司經營績效降低，這說明董事會規模達到一定水準才能發揮較好的專業效果，由以上可瞭解董事會持股比例過高會有資源分配的問題讓公司 EPS 變低，而董事會規模則會因意見的分歧而降低了及時決策的能力，這也可說明董事會中控制股東可能會為了追求自己利益還做出傷害公司獲利的事情；在控制股東席次方面有顯著性的正面影響，此結果和 Bacon (1973) 所提出當董事會人數較多時其產業的背景、寬廣的教育程度和每個人的技術不同，較可以對公司的經營決策提出較為多元的建議與看法有相呼應，說明公司持股比例大於 5% 以上的大股東在董事會中達到一定人數時，對公司能有約束與檢討公司營運的作用，且發揮董事會監控功能，則此時公司較不會讓少數大股東掌控與獨斷，讓公司經理人與董

事長不能以公司資源圖利自己的狀況發生，真正做到每股盈餘和經營績效提升的效果。

公司結構方面轉投資家數持有股數在 10%和 15%有呈現負面性的顯著影響，達到 10%和 1%不等的顯著水準，而持有股數在 25%、30%為正面性的影響但卻不顯著，可以看出產險業都是以長期投資為公司營運策略，轉投資家數的持股比例愈少顯示愈有可能對 EPS 產生負面的影響，因為對於投資來說長期而言是正報酬，因為短期內如果臨時需要償還保戶賠償金時則得利用短期投資來繳還，當利用短期投資償還賠償金時，就愈有可能賣出負報酬的商品和股票等短期投資或股份較少的投資以籌措資金，所以轉投資股數在 25%、30%是較不會在短期內賣出去償還保戶的，所以為正相關；產險業所收到的保費資金運用得當與否非常重要，因為 EPS 為稅後淨利對在外流通股數的比值，通常是用來比較公司每年度的獲利趨勢，故本研究轉投資率所用的為產險業營運資金，其中包含長期和短期資金，來推估 EPS 是否增加，實證結果指出產險業的轉投資率對 EPS 為正的不顯著，結論與丁秀儀（2008）分析轉投資率對會計績效都有正面的影響的結果相符，說明產險業投資決策的正確性，由轉投資家數和轉投資率可看出對產險業有著經營績效的影響而且也可看出公司資訊的揭露程度。

資訊揭露四大會計師事務所簽證對每股盈餘是呈現正的影響但不顯著，與丁秀儀（2008）實證中公司資訊揭露品質對會計指標有正面的影響結論相符，說明公司會計師為四大會計事務所所簽證時，公司的經營績效表現會較佳。

最後管理型態的董事長兼總經理和參與管理都為顯著的負面性影響，顯著水準達到 1%跟 5%，符合黃旭輝、王育偉（2007）績效不佳的經理人無法在董事長兼總經理時被撤換的假說，因為董事會已經產生監督問題，當公司經營績效不佳

時無法馬上反應且即時做出正確決定，他說明解雇績效不佳的經理人是董事會的重要功能之一，而且也是降低代理問題的重要機制，當董事長兼任總經理時不會理會投資人所要求的撤換總經理的回應，此時經營績效將會降低，而控制股東為董事長或總經理結果與 Patton & Bakder (1987) 相符，說明控制股東為董事長或總經理有可能使董事會失去客觀決策性與制衡監督的力量也與陳從聖 (2003) 實證控制股東參與管理時會與企業價值呈現負影響符合。

表 5 影響 EPS 經營績效因素估計結果

自變數	應變數：EPS				
Intercept	2.9383 (1.8945)*	2.5872 (1.8155)*	1.8171 (1.2469)	1.7628 (1.2201)	1.7543 (1.2110)
MGT	0.3738 (5.4959)***	0.3822 (5.7711)***	0.3825 (5.5469)***	0.3869 (5.6601)***	0.3904 (5.6851)***
BLOCK	-0.0057 (-0.5874)	-0.0041 (-0.4345)	-0.0052 (-0.5307)	-0.0057 (-0.5824)	-0.0044 (-0.4449)
INSIDE	-0.0063 (-0.6488)	-0.0048 (-0.5095)	-0.0039 (-0.3969)	-0.0027 (-0.2732)	-0.0034 (-0.3489)
BOARD	-0.2940 (-3.5785)***	-0.2807 (-3.5778)***	-0.2600 (-3.1965)***	-0.2600 (-3.2264)***	-0.2590 (-3.2068)***
BLOCK5	0.1361 (1.9923)**	0.1359 (2.0368)**	0.1338 (1.9251)*	0.1274 (1.8493)*	0.1226 (1.7679)*
SUMINV	0.0202 (1.4186)	0.0183 (1.3290)	0.0178 (1.2290)	0.0161 (1.1350)	0.0148 (1.0398)
ACC	-0.1613 (0.0339)	0.0180 (0.0339)	0.1770 (0.3208)	0.0608 (0.1103)	0.1852 (0.3377)
CEOGM	-4.8540 (-3.1369)***	-4.7035 (-3.1124)***	-4.8145 (-3.0619)***	-4.7732 (-3.0618)***	-4.7340 (-3.0275)***
PARTMGT	-1.7639 (-2.5198)**	-1.7109 (-2.5194)**	-1.5737 (-2.2292)**	-1.5885 (-2.2712)**	-1.5642 (-2.2300)**
N10	-0.3174 (-1.9255)*				
N15		-0.5150 (-2.9610)***			
N20			-0.2315 (-0.6485)		
N25				0.7118 (1.4744)	
N30					0.9004 (1.2910)
R^2	0.5933	0.6122	0.5800	0.5872	0.5851
Adj R^2	0.5038	0.5269	0.4875	0.4963	0.4938

說明：括弧()內的數字表示估計參數之 t 統計量。***表 1%的臨界水準顯著，**則表示在 5%的臨界水準顯著，*表示在 10%的臨界水準顯著。樣本數共 123 筆。

二、資產報酬率 (ROA)

表 6 顯示出 ROA 對股權結構中之經理人持股比例有達到 1% 正的顯著水準，這說明持有公司股份較高之經理人也較了解公司資產運用的狀態，結果和廖鎮宇與蘇鵬翰 (2004) 一致，經理人持股比例愈高，不論在總效率或存技術效率的結果下，當經理人的利益與股東利益愈趨於一致的時候，經理人的代理成本會愈低，公司經營績效也會愈顯著提升，顯示出當公司經理人持股比例愈高則愈會為股東著想，會懂得如何利用公司的資產與本業創造經營績效並為公司和股東謀取福利；而大股東持股比例對 ROA 為負面性影響而且並不顯著，可看出當大股東持股愈高則公司資產就愈會產生負的報酬，與 Morck et al. (1988) 的鞏固職權假說 (entrenchment effect) 中的公司經理人如果持股比例達到一定高的水準時，則會因本身相對穩定的職位而特權消費，使怠惰之現象更為嚴重反而讓公司價值的降低結論一致。

董事會結構的董事會持股比例對 ROA 呈現不顯著的正面影響與張明峰 (1991) 的董事會成員中若總持股比例愈大，將會使公司的代理問題得以減輕，而導致財務績效較佳結論相符，也符合王一玲 (2004) 當管理者或者是董監事持股比例顯著提高時，有可能會讓道德危機舒緩而且提昇公司的價值；董事會規模呈現顯著的負面影響而且有達到 1% 顯著性的水準，說明當董事會規模太大時，每位董事可能為了想要侵佔公司資源進而各董事成員間會相互勾結和圖利個人狀況發生，進而產生董事會議程停擺的事件，造成 ROA 不佳的情況；而控制股東席次呈現的是正面影響，也可看出當控制股東持有公司股權愈多愈不會造成經營績效不佳的情況，反而有讓 ROA 上升的結果，此結果和經理人持股比例一樣。

在公司結構方面資產報酬率和每股盈餘、股東權益報酬率最大的不同處是轉

投資率有 5%顯著性的正關連，在保險業中資產報酬率的定義為，產險業的資產獲利之能力，主要是投資損益加上本業損益的綜合結果，而轉投資率是以產險業資金運用去除以總資產所得到的結果，正好符合產物保險公司的特性利用資產性質的投資來獲得其它的獲利來源，也使得資產報酬率得到正面的回應，轉投資家數也只有投資在其它公司 15%以上有得到負面的顯著水準其結論和每股盈餘相同。

資訊揭露結構面中，四大會計師事務所簽證對資產報酬率所呈現為負的不顯著，說明在台灣的產險業由四大會計師事務所所簽證時，公司較不會因窗飾財報或作帳而導致 ROA 的減少，所以對公司的 ROA 會生負面的影響。

管理型態結果可看出董事長兼總經理和參與管理都是顯著負的相關，顯著水準達到 1%跟 5%，其結果也可能是因為董事會失去了監督的功能，為了圖利董事與董事長讓公司資源有浪費的情況發生，造成對 ROA 有負面的影響，解決的辦法就是所有權與經營權分離的公司治理才是對公司資產報酬率與經營績效的最好策略。對於表 6 中 ROA 可看出 R^2 解釋能力為最高的 83%的水準，和調整後的判定係數也顯示出高達 79%水準的解釋能力看來，這模型的配適度也都是非常良好的。

表 6 影響 ROA 經營績效因素估計結果

自變數	應變數：ROA				
Intercept	-0.8501 (-0.2775)	-0.7417 (-0.2626)	-1.8903 (-0.6661)	-1.9620 (-0.6922)	-2.0027 (-0.7088)
MGT	1.7675 (13.1598)***	1.7743 (13.5223)***	1.7742 (13.2131)***	1.7801 (13.2133)***	1.7882 (13.3518)***
BLOCK	-0.0106 (-0.5492)	-0.0084 (-0.4483)	-0.0101 (-0.5260)	-0.0106 (-0.5509)	-0.0086 (-0.4486)
INSIDE	0.0100 (0.5198)	0.0110 (0.5874)	0.0124 (0.6488)	0.0135 (0.7070)	0.0132 (0.6946)
BOARD	-0.4249 (-2.6189)**	-0.4252 (-3.5778)***	-0.3951 (-2.4942)**	-0.3930 (-2.4859)**	-0.3930 (-2.4946)**
BLOCK5	0.3297 (2.4435)**	0.3318 (2.5107)**	0.3296 (2.4358)**	0.3210 (2.3757)**	0.3097 (2.2906)**
SUMINV	0.0659 (2.3474)**	0.0653 (2.3919)**	0.0651 (2.3074)**	0.0621 (2.2293)**	0.0597 (2.1450)**
ACC	-1.2442 (-1.1082)	-1.1578 (-1.0981)	-0.9151 (-0.8519)	-1.0455 (-0.9666)	-0.9025 (-0.8442)
CEOGM	-33.7045 (-11.0316)***	-33.5054 (-11.1901)***	-33.6753 (-10.9988)***	-33.6250 (-10.9933)***	-33.5337 (-10.9964)***
PARTMGT	-3.3212 (-2.4029)**	-3.3384 (-2.4811)**	-3.1258 (-2.2739)**	-3.1556 (-2.2996)**	-3.1120 (-2.2749)**
N10	-0.2992 (-0.9193)				
N15		-0.7729 (-2.2426)**			
N20			-0.4406 (-0.6339)		
N25				0.7433 (0.7847)	
N30					1.5687 (1.1532)
R^2	0.8244	0.8314	0.8236	0.8240	0.8252
Adj R^2	0.7858	0.7943	0.7848	0.7853	0.7868

說明：括弧()內的數字表示估計參數之 t 統計量。***表 1%的臨界水準顯著，**則表示在 5%的臨界水準顯著，*表示在 10%的臨界水準顯著。樣本數共 123 筆。

三、股東權益報酬率 (ROE)

最後由表 7 可看出股權結構的經理人持股比例對 ROE 達到 1% 之正向顯著水準，而由丁憲浩、胡聯國、莊雙喜 (2007) 利用管理能力較佳的主併公司和事業前景較佳的目標公司，併購後以 ROE 來代表公司的獲利能力，說明持股較高的經理人較會利用自己管理能力的優勢，創造出較高的股東權益報酬率並且提昇公司的獲利能力，也可以說明經理人提高持股或是提升經營績效也較能保住自己的職務；而由實證結果得知產險業的董事會規模與 ROE 呈現負相關，表示當董事會規模愈大，從公司領取的薪資報酬也相對較多，對公司 ROE 則會產生負面的影響，但結果不顯著；管理型態的董事長兼任總經理達到 1% 負面影響的顯著水準，實證結果符合黃旭輝、王育偉 (2007) 董事長兼任總經理較不會因為經營績效不佳而撤換經理人，顯示出產險業中董事長兼任總經理，可能為了個人私利經營公司，利用公司資源做出對自己和董事有利的決策，則股東權益報酬率則就相對的減少。

表 7 影響 ROE 經營績效因素估計結果

自變數	應變數：ROE				
Intercept	-30.0984 (-0.9566)	-27.9771 (-0.9471)	-31.6684 (-1.0885)	-31.8579 (-1.0955)	-32.1315 (-1.1063)
MGT	10.4781 (7.5938)***	10.4838 (7.6374)***	10.4890 (7.6199)***	10.5040 (7.6353)***	10.5520 (7.6636)***
BLOCK	0.0132 (0.0669)	0.0191 (0.0970)	0.0139 (0.0703)	0.0120 (0.0606)	0.0218 (0.1105)
INSIDE	0.1280 (0.6491)	0.1276 (0.6530)	0.1315 (0.6719)	0.1367 (0.6957)	0.1371 (0.7007)
BOARD	-1.6010 (-0.9606)	-1.6590 (-1.0199)	-1.5550 (-0.9577)	-1.5590 (-0.9613)	-1.5623 (-0.9647)
BLOCK5	1.4082 (1.0159)	1.4221 (1.0286)	1.4069 (1.0143)	1.3847 (0.9991)	1.3181 (0.9483)
SUMINV	0.2835 (0.9823)	0.2874 (1.0067)	0.2815 (0.9728)	0.2772 (0.9702)	0.2642 (0.9231)
ACC	7.9325 (0.6877)	7.6933 (0.6975)	8.4205 (0.7647)	7.9692 (0.7182)	8.5711 (0.7799)
CEOGM	-180.6039 (-5.7538)***	-180.0500 (-5.7381)***	-180.5556 (-5.7525)***	-180.4029 (-5.7496)***	-179.8649 (-5.7372)***
PARTMGT	-21.1633 (-1.4904)	-21.4884 (-1.5266)	-20.8791 (-1.4816)	-20.9098 (-1.4854)	-20.6735 (-1.4700)
N10	-0.4489 (-0.1343)				
N15		-2.4404 (-0.6769)			
N20			-0.5364 (-0.0752)		
N25				2.8793 (0.2963)	
N30					8.3757 (0.5989)
R^2	0.5532	0.5551	0.5531	0.5535	0.5547
Adj R^2	0.4549	0.4573	0.4548	0.4553	0.4567

說明：括弧()內的數字表示估計參數之t統計量。***表1%的臨界水準顯著，**則表示在5%的臨界水準顯著，*表示在10%的臨界水準顯著。樣本數共123筆。

第五章、結論及建議

2008年9月15日國際知名企業美國雷曼兄弟宣布破產，開啟了金融海嘯的序幕，接著9月16日美國聯邦準備理事會（Fed）宣布提供850億美元融資AIG國際集團，10月3日美國政府通過7000億美元問題資產救助計畫（TARP），同月美國道瓊指數跌破萬點，接著冰島宣布瀕臨破產總總的問題接連而生，在經歷過金融海嘯後的現在，保險業和產險業愈來愈受到世界各國的注目，保險和產險講求的是一種保障保護受傷的資產使民眾經歷過不可預知的事情和可能預測的事情時，人在金錢和資產受到嚴重傷害時還有一筆額外的資金來度過艱難和危難的時刻。

產物保險業的業務主要保障的是個人生命以外的保護，但是在競爭越來越激烈的今天，各家產險業者已經不只提供產物保險的保單也提供個人意外險、個人傷害險和個人健康險等種種的個人保單，相對於對於壽險業不同的是：壽險業所追求的新金融商品的連結，連結投資型的保單在經濟成長時可賺取可觀利息，又可以在到期時收到高額利潤，但相對在金融海嘯的忽然來襲或者遇到無法預知的系統性風險時卻也落個損失產重，賠了本金也賠了利息，這已經跟過去保險業的保障個人意外風險理念相互違背，故以常理來看產物保險業才是現代保護個人不可預知風險的保障產業。

產物保險業既然已經是保障個人身家和財產的重要依靠產業，卻不能不知產物保險業者本身的操守如何，故本文以產物保險業的公司治理來推估經營績效有無重大缺失為研究，探討在發生不可預知的事情前，哪家產物保險業者已經是有危害到保戶的危機，故本研究以葉銀華（2002）的分法將公司治理的五個構面來探討公司治理對經營績效的影響。

本研究探討 1999 年至 2008 年產險業公司為研究樣本，檢驗公司治理對產險公司經營績效之影響，本研究之主要貢獻為運用每股盈餘、資產報酬率與股東權益報酬率為經營績效指標，探討對產險公司治理機制對經營績效有無產生影響。

由實證結果顯示經理人持股比例愈高，公司經營績效愈佳，而公司治理對經營績效有正面的影響，因經理人與股東利益愈一致，愈可減少代理成本且視股東財富極大化為合理之事，替股東爭取應有之福利。董事會規模愈大則公司經營績效愈差，公司治理的機制較無法展現，董事會規模大小只需達到特定人數即可，否則人事故本的資出也可能會讓公司經營績效減少，且董事會意見紛歧時會降低經營決策的效率。但控制股東席次與公司經營績效有正面的影響，與董事會規模不同的是控制股東席次是有持股 5% 以上的大股東之人數，控制股東會為了符合股東利益與公司利益會對營運上做出正確的績效決策，所以當控制股東席次愈多公司治理愈佳。公司轉投資家數為持有其它公司股份大於 15% 的總家數，對公司經營績效有負面影響，其結果可能顯示對於償還保戶理賠時賣出短期公司股份認列損失的機率高，則公司治理機制無法展現。當公司董事長兼任總經理時，公司的經營績效愈差，則公司治理對經營績效是負向影響的，可看出公司經營績效的優劣不能由最後控制股東所把持，這樣可能會有董事會監督無效率的問題產生，而且也可能會產生較嚴重的代理問題和圖利少數人的可能性。參與管理公司治理表示公司監督者較無法接受公司治理的理念，表示控制股東同時擔任公司董事長或總經理，則公司治理效果較不佳，當無參與管理公司時公司治理才會對經營績效產生正面的影響。

本研究首要探討治理對產物保險公司經營績效影響，後續研究可以進一步探討如何提高公司治理的程度等議題，例如股利政策、信用評等、未來成長率與財務狀況等可納入其中，這可以使產險公司的議題將更為廣泛。

參考文獻

中文部分

- 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,第二十卷第一期,191-228 頁。
- 丁憲浩、胡聯國、莊雙喜 (2007),「企業併購確實能為股東創造更多利益嗎」,績效與策略研究,第四卷第三期,1-13 頁。
- 王一玲 (2004),「所有權結構與公司價值間之內生性關係」,國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
- 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,第五十七期,1-27 頁。
- 李建然、羅元銘 (2002),「新上市公司上市後營運績效衰退原因之探討」,財務金融學刊,第十期第一卷,23-52 頁。
- 杜玉振、黃荃、林容竹 (2002),「董事會特性對經營績效、財務決策之影響研究—以台灣上市公司為例」,管理與系統,第九卷第三期,345-368 頁。
- 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。
- 林宜勉、陳勝凱 (2009),「公司所有權結構對承銷價制定與市場評價之影響」,證券市場發展季刊,第二十一卷第一期,1-50 頁。
- 徐明瑤 (2002),「銀行轉投資行為、治理機制對經營績效之影響」,國立中央大學財務金融研究所。
- 徐俊明 (2009),財務管理理論與實務四版,台北:雙葉書廊。
- 黃旭輝、王育偉 (2007),「績效不佳的經理人會被撤換嗎」,證券市場發展季刊,第十九卷第三期,49-86 頁。

- 張家智(2001),「相對績效評量與總經理離職、薪酬之實證研究—考慮競爭程度」, 國立中正大學會計學研究所碩士論文。
- 陳從聖(2003),「公司治理、高階管理者更迭與企業價值關係之研究」, 國立中正大學企業管理研究所未出版論文。
- 陳建勝、陳美菁、林明宏(2004),「我國產險業資本結構與風險對獲利能力影響之研究」, 風險管理學報, 第六卷第三期, 279-290 頁。
- 陳振遠、張智堯、王蘭芬、李文智(2005),「應用 Osison 會計評價模型探究公司治理之價值攸關性—以台灣上市公司電子業為例」, 台大管理論叢, 第十五卷第二期, 123-142 頁。
- 陳一如(2006),「從公司治理的角度探討分析師與公司經理人所扮演的角色」, 證券市場發展季刊, 第十八卷第四期, 33-60 頁。
- 張明峰(1991),「股權結構對公司績效影響之研究」, 國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 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、蘇裕惠、柯承恩、李德冠(2003),「公司治理機制對於關係人交易的影響」, 證券市場發展季刊, 第十五卷第四期, 69-106 頁。
- 葉銀華(2004), 透視上市公司-聰明選股, 遠離地雷, 台北: 先覺出版社。
- 楊善富(2000),「台灣上市公司高階主管持股比例、績效與離職關係之實證研究」, 國立中正大學會計學研究所碩士論文。
- 鄭美麗(2002),「台灣上市公司高階管理者替換之研究—以會計績效為例」, 國立中正大學財務金融研究所碩士論文。
- 繆震宇, 蘇鵬翰(2004),「代理問題與壽險公司經營績效之實證研究」, 壽險季刊, 第一百三十一期, 2-12 頁。

西文部分

- Agrawal, A. and C.R. Knoeber. (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol.31 ,pp.377-397.
- Jensen, M.C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, Vol.48,pp.831-880.
- Shleifer, A. and R. Vishny. (1997), "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, Vol.52,pp.737-783.
- Mike Adams. (1995), "Balance Sheet Structure and the Managerial-discretion Hypothesis : An Exploratory Empirical Study of New Zealand Life Insurance Companies", *Accounting and Finance*, Vol.35,pp.21-45.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny. (1988) ,"Management ownership and market valuation," *Journal of Finance Economics*,Vol.20,pp.293-315.
- Weir, C. and D. Liang. (2001), "Governance structures, director independence and corporate performance in the UK", *European Business Review*, pp.86-95.
- Windsor, C. A., N. M. Ashkanasy. (1995), "The Effect of Client Management Bargaining Power, Moral Reasoning Development, and Belief in a Just World on Auditor Independence," *Accounting, Organizations and Society*, Vol.20,pp.701-720.
- Watts, R. L. and J. L. Zimmerman. (1990), "Positive accounting theory: A ten year perspective." *The Accounting Review* Vol.65,pp.131-156