


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

台灣地區創投業治理機制與經營績效關聯性之研究

**The relationship between Corporate Governance and Business  
Performance of Taiwan's Venture Capital Firms**



指導教授：鍾國貴 博士

ADVISOR: PH.D. GUO-GUI ZHONG

研究生：劉柏昀

GRADUATE STUDENT: BO-YUN LIU

中華民國九十四年七月

# 南 華 大 學

財務管理研究所

碩 士 學 位 論 文

## 台灣地區創投業治理機制與經營績效關聯性之 研究

研究生：劉柏軒

經考試合格特此證明

口試委員：

許經年  
鍾國貴  
徐清俊

指導教授：鍾國貴

所 長：徐清俊

口試日期：中華民國 九十四 年 六 月 三 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。

# 南華大學財務管理研究所九十三年度第二學期碩士論文摘要

論文題目：台灣地區創投業治理機制與經營績效關聯性之研究

研究生：劉柏昀

指導教授：鍾國貴 博士

論文摘要內容：

本研究以 1999 年至 2000 年之間台灣地區五十五家創業投資公司為研究對象，採用因素分析去計算出每家創投公司之經營績效分數，並且利用集群分析與變異數分析，試圖瞭解樣本創投公司不同集群型態下的創業投資公司在績效上是否具有顯著的差異，最後利用多元迴歸模型，以因素分析得出之經營績效分數做為應變數與治理機制變數執行多元迴歸模型，分析治理機制變數對經營績效之影響。

實證結果發現，在治理機制對經營績效之影響方面，樣本創投公司之董監事持股比例、董監事規模、監察人席次、次大股東持股、最大控制股東身兼董事長或總經理對經營績效為負相關；而其中董監事持股比例達5%顯著水準，次大股東持股達到10%顯著水準。而法人董監事佔董監事會的席次比例與董事會中法人股東同時派任董事及監察人對經營績效為正相關。與本研究之研究假設相比，除了董監事持股比例、監察人席次、董事會中法人股東同時派任董事及監察人與次大股東持股比率外，其對經營績效之影響方向皆合乎預期方向。

關鍵字：創業投資公司、公司治理、公司經營績效。

**Title of Thesis :** The relationship between Corporate Governance and  
Business Performance of Taiwan's Venture Capital Firms

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

**Graduate date :** June 2005

**Degree Conferred :** M.B.A.

**Name of student :** Bo-Yun Liu

**Advisor:** Ph.D. Guo-Gui Zhong

## Abstract

This research picks 55 Taiwan venture capital companies, through the time span of 1999 to 2000, to be their research targets. A method of factor analysis is used to calculate the management achievement scores of each venture capital company, while utilizing gathering analysis and changeable number analysis is also employed. This is trying to understand if our venture capital company under different groups status of the sample venture capital company, show significant differences in achievements. Finally; by using the multi-regression model, the management achievement scores made out by the factor analysis, is used as dependent variable and management mechanism variable to execute influences of multi-regression model, and analysis management mechanism variable to managing achievements.

Actual Proofs turned out that regarding the influences of the management achievements of managing mechanism, the proportion of chairmen holdings, chairmen scope, supervisor order of precedence, second major stock holder of sample venture capital company, and biggest holder, highlighting as President or General Manager to managing achievements are considered to be negative relations. Among these, those chairmen

holdings reach a significant of 5% standards, and second major holders a 10% significant standard. The order of precedence proportion of chairmen committee occupied by the corporation chairmen and board meeting legal person stockholder is positively related to sending chairmen and supervisor at the same time to managing achievements. Compared to the research analysis of this research, it's influential direction of managing achievements all goes in the direction as planned; besides chairmen holding proportion, supervisor order of precedence, corporation stockholders of the board simultaneously sending proportion of chairmen, supervisor, and second major stock holders.

**Keywords** : Venture Capital Firm, Corporate Governance, Business Performance.

# 目 錄

博碩士論文授權書	ii
準碩士推薦函	iii
論文口試委員審定書	iv
版權宣告	v
中文摘要	vi
英文摘要	vii
目錄	ix
表目錄	xi
圖目錄	xii
第一章 緒論	1
第一節 研究背景與動機	1
第二節 研究目的	2
第三節 論文架構	3
第四節 研究限制	4
第二章 文獻探討	6
第一節 公司治理的定義	6
第二節 公司治理內部機制相關研究	7
第三節 公司治理外部機制相關研究	11
第四節 董監事會結構與公司績效相關研究	12
第五節 創業投資公司經營績效相關研究	17
第三章 研究方法與模型	20
第一節 研究假說	22
第二節 樣本蒐集與資料來源	27
第三節 變數定義	28
第四節 研究方法與模型	35
第四章 實證結果分析	39
第一節 基本統計分析結果	39
第二節 因素分析結果	43
第三節 集群分析結果	52
第四節 創業投資公司特性與財務績效關聯性之檢定	60
第五節 多元迴歸模型分析結果	63
第六節 研究結論	66

第五章	結論與建議	68
第一節	結論	68
第二節	後續研究建議	70
參考文獻		72
附錄	樣本創業投資公司基本資料	81



# 表目錄

表 3-1	公司經營績效變數之計算方式表	29
表 3-2	公司特性變數之計算方式表	31
表 3-3	治理機制變數之計算方式表	34
表 4-1	創業投資公司經營績效變數統計數值	40
表 4-2	公司特性變數統計數值	42
表 4-3	創業投資公司經營績效變數之特徵值與解釋變異百分比	44
表 4-4	經轉軸後之因素負荷量表	47
表 4-5	樣本各創投公司經營績效統計表	49
表 4-6	K 平均法分群結果	52
表 4-7	區別分析結果表	53
表 4-8	創業投資公司經營特性之變異數分析表	54
表 4-9	二組集群公司特性變數 (標準化前)	55
表 4-10	二組集群公司特性變數 (標準化後)	56
表 4-11	K 平均法分群結果	57
表 4-12	創業投資公司經營績效之變異數分析	58
表 4-13	二組集群公司經營績效 (標準化前)	58
表 4-14	二組集群公司經營績效 (標準化後)	59
表 4-15	「獲利能力」單因子變異數分析	60
表 4-16	「償債能力」單因子變異數分析	60
表 4-17	「現金流量」單因子變異數分析	61
表 4-18	「槓桿度」單因子變異數分析	61
表 4-19	四項經營績效 MANOVA 分析	62
表 4-20	公司經營績效、公司特性和公司治理機制變數之二因子 多變量變異數分析	63
表4-21	Spearman相關係數表	64
表4-22	治理機制對經營績效之影響表	65
表4-23	變數對經營績效之影響方向比較表	66
表A-1	樣本創業投資公司基本資料表	81

# 圖目錄

圖 1-1	論文架構圖	3
圖 3-1	研究流程圖	21
圖 4-1	因素陡坡圖	45

# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景及動機

近幾年來，高科技產業的發展為我國工業升級的原動力，政府除了修法以鼓勵企業之研究發展外，並參照美國高科技的發展經驗，政府自1983年引進創業投資產業，大力推動創業投資產業，使得科技產業在創投公司資金的挹注與管理的提升下獲得快速的發展，創業投資產業也因而成長，兩者相輔相成。創投公司最引人注目之焦點在於其高風險、高報酬的特色。創投公司面臨高風險的投資環境，且其資金大多是由外部企業募集而得，自然而然，外部投資人會對於創投公司之經營績效是否良好作一理性的評估。然而，最近的研究(例如: La Porta、Claessens et al.(2002))均指出公司治理機制對於公司績效與價值具有重要的影響。

公司治理是一結構及權力的形式，以企業觀點而言，即指公司運作的方式及管理者和董事全體應負之責任。公司治理的問題與股權分散程度有密切的關係。在公司股權非常分散的情況下，由於缺乏明確的大股東，公司基本上負責經營的經理人掌握。此時，公司治理的重點在於如何設計一套制度，使得外部股東能夠監督公司的經理人。另一方面，在股權集中的情況下，由於股權集中在有控制權的主要股東手中，公司高階管理者可能由主要股東擔任或由其聘任的經理人擔任。在此種情形下，公司監理機制設計的重點在於如何防止主要股東只顧自己的利益，或甚至利用職權進行利益輸送而侵害到一般小股東的權益。

在西元2001年年底之後陸續爆發的安隆、世界通訊弊案，在財務報表上作假帳揭露不實資訊以及高階管理者(可能由其主要股東擔任或由其聘任的經理人擔任)侵害小股東利益，爆發財務危機，使得公司價值大幅滑落，造成公司員工及投資人損

失慘重，均證明公司治理對於企業價值及經營績效的重要影響。此外，過往許多學者對創業投資相關課題做過研究，惟其多集中在對創業投資產業初期的探討，且早期創業投資公司家數較少，內部資料蒐集困難，因此範圍多侷限在經營型態與投資案評估準則等方面，因此，本研究嘗試希望透過對創業投資產業的探討與台灣創業投資產業發展現況的瞭解，歸納出一些與創業投資公司績效以及公司特性、治理機制相關的因素，檢視台灣創業投資產業之經營績效與治理機制，並進一步探討兩者之關聯性。

## 第二節 研究目的

本研究之目的為以下幾點：

- 一、藉由文獻探討，找出影響台灣創業投資公司現行治理機制的影響變數。
- 二、透過財務報表分析，找出衡量台灣創業投資公司經營績效的指標。
- 三、利用財務性指標，衡量創業投資公司的經營績效，且依各創投公司特性歸納出其所屬的集群，區分出不同特性的創業投資公司其與經營績效的關聯性。
- 四、進一步探討創業投資產業之經營績效與治理機制之間的關聯性。

### 第三節 論文架構

本研究共分為以下五章，研究架構，說明如下：

第一章為緒論，說明本文研究背景及動機、研究目的、論文架構與研究限制。第二章為文獻探討，探討公司治理的定義、公司治理內部機制、公司治理外部機制、董監事會結構與公司績效與創業投資公司經營績效。第三章為研究方法，本章包含研究假說、變數定義、研究方法、實證模型之說明。第四章為實證結果分析，最後，第五章為結論與建議。圖 1-1 為論文架構圖。

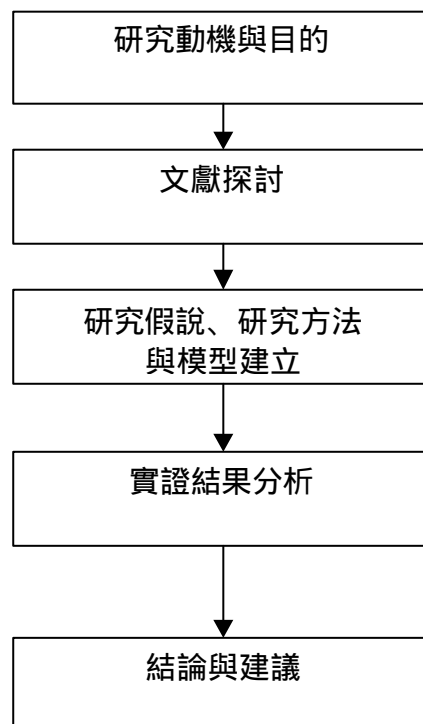


圖 1-1 論文架構圖

## 第四節 研究限制

本研究的研究限制有下列幾點：

### 一、樣本的蒐集

國內的創業投資公司大部份為非上市上櫃公司，財務資訊並未完全公開，在創業投資公司早期的相關財務資料取得方面相當困難，且本研究涉及創業投資公司之內部營運資料，在資料索取方面更屬不易，因此本研究無法涵蓋台灣所有的創業投資公司，且較早期的財務資料亦無法納入本研究的研究範圍。

### 二、樣本的數量

本研究受限於資料的取得困難，所選取的樣本為 55 家創業投資公司，至 2000 年底台灣實際營運之創投公司家數為 170 家，實收資本額為 \$1,280.8 億元，樣本公司佔全部實收資本額比率為約 32%，因此，在樣本數過少的情況下在實證研究上可能造成統計結果的誤差。

### 三、財務資料的認列基礎

每一家創業投資公司因會計的認列基礎不同(如採成本法、權益法)，使得財務報表上顯現的財務數字不同，因而對於財務績效的衡量亦可能有所差異。

### 四、研究變數的限制

本研究在經營績效方面，僅以財務資料為研究變數，至於經營績效的非財務面，例如管理階層的能力、經驗與操守等等，缺乏客觀的標準與資訊去衡量，因此未列入研究變數範圍。

## 五、股權資料之判定與計算

由於台灣創投公司的股權資料中存在有許多非公開發行之名目投資公司，這些公司的股權資料往往無法取得，因此無法確實衡量控制股東掌握的控制權及實際投入的現金流量，而對於最終控制者家族成員身份之認定，因而也必然會造成有所誤差，對於無法取得資料之未上市公司，翁淑育(2000)、林玉霞(2002)之研究，分別假設0%、100%持股兩種極端情形進行探討。葉銀華、李存修和柯承恩(2002)則認為，未上市公司是由控制股東與其所控制企業各出資50%成立，因此假設大股東對未上市公司的持股為50%，但考量現實環境中大股東對於這些未上市公司的持股比例並非是50%、0%與100%的持股，若是照此假設衡量控制股東掌握的控制權及實際投入的現金流量，必然造成研究結果與現實環境有相當大的誤差，因此本研究對於控制權及現金流量請求權這方面不予討論。

## 第二章 文獻探討

本章的內容首先對公司治理的理念與原則作一說明；其次，針對公司治理領域中的董監事會組成與特質和公司績效之間關係加以說明，試圖找出可能影響公司績效的董監事會之相關變數，接著探討其關聯性；最後探討影響創業投資產業經營績效的文獻，以作為本研究之理論基礎。

### 第一節 公司治理的定義

根據Brealey and Myers(1932)，對公司治理(corporate governance)的定義如下：「公司控制指投資與融資決策的權利。在一般的運用上，公司治理包含董事會中董事的角色、股東投票權、委託權和其他股東用來影響公司決策的一切行動。」而Alkhafaji(1989)則認為，公司治理是一種結構及權力的形式，用以決定牽涉組織運作之不同群體之責任及權利。Shleifer and Vishny (1997)將公司治理機制定義為：如何確保資金提供者的投資能夠獲得應有的報酬；葉匡時(1995)認為公司治理就是如何使得公司投資者和各利益相關者都得到合理、公平的對待，以確保各投資人的信任；柯承恩(2000)則指出，公司治理體系的目的是要建立一適當的公司內部與外部機制，引導公司的負責人與管理階層在追求自我利益的誘因下，盡到對股東、債權人與其他利害關係人的責任。

高蘭芬(2002)則認為，公司控制機制是指規範公司經理人或控制股東能以投資人利益為依歸的機制。公司治理機制，可分為內部治理機制與外部治理機制。內部



治理機制包括董監事的監督、激勵計畫—獎酬制度、股權結構及股利制度等，而外部治理機制則來自於相關法令之規定、股東與債權人的監督、和產品、資本市場、人力市場及被接收的威脅等外部市場機制(external labor market)。公司治理雖然在防止公司負責人與管理階層侵害股東與債權人等的權益，但其最終目的是要設計一套公司內外的健全制度，引導負責人與管理階層致力於公司經營能力的提升，創造公司的價值，使公司的股東與負責人及管理階層分享公司的經營成果。

參考高蘭芬(2002)之研究，將公司治理機制，分為內部治理機制與外部治理機制，以下分就公司治理機制兩種型態對公司績效影響加以陳述。

## 第二節 公司治理內部機制相關研究

### 一、股權結構

要了解股權結構與公司治理之間的關係，首先必須了解國內外公司股權的持有情況，自1980年以來的研究文獻中，學者們引用世界各國的資料來判斷股權是否分散，然而實證結果卻顯示大部分國家的上市公司，其所有權是集中而非分散的。La Porta et al.(1998)最早提出最終控制權(ultimate control)的觀念，他們追蹤公司所有權結構而找出擁有最大投票權的股東，若其投票權超過一界限時，即界定其為最終控制者。La Porta et al.(1999)針對全世界27個富有經濟體進行研究，並首次沿著所有權的鏈條而追索出誰擁有最大的投票權，結果發現，許多國家的上市公司都存在有唯一的控制股東，而且其控制型態大都集中在家族或政府手中。以東亞四個國家而言，日本與韓國顯示出有較高的股權分散比率，香港則大多由家族所控制，而新加坡則有半數以上是被政府所控制的。

Claessens et al.(2000)參考La Porta et al.(1999)的研究方法，探討東亞九個國家總共2980家公開上市公司的股權結構，結果亦發現東亞公司中有超過半數的公司，其股權結構為家族控制型態，而且有三分之二的公司，其管理階層同時為控制股東所參與和控制。由以上文獻研究，可以發現多數東亞國家的上市公司，其股權結構為集中的，且多為家族所控制，大股東又身兼管理者，除了股權集中的情形之外，La Porta et al.(1999)、Claessens et al.(2000)、翁淑育(2000)與林明謙(2000)也進一步發現，有許多上市公司的控制股東會透過金字塔結構、交叉持股與互為董事等方式而達到控制公司的目的，並因此而造成控制權與現金流量權偏離一股一權的不合理現象，亦即使得其所掌握的控制權超過其所擁有的現金流量權，在此情況下，控制股東即可能透過利益輸送和掏空公司資產等方式，剝奪小股東的財富，並衍生道德危機與逆選擇的相關代理成本，而此種由控制股東所引發的代理問題，即稱為核心代理問題。

而在股權結構和經營績效之研究方面，陳曉芸(1999)發現，當股權集中度、董監事持股比例以及主要經理人持股比例愈高時，壽險公司之經營效能愈好；而就產險公司而言，除了股權集中度對於產險公司之經營效能有影響外，董監事持股比率以及主要經理人持股比率均與產險公司之經營績效無顯著關係存在。張明峰(1990)發現，董事會成員的總持股比例愈大，其監督管理當局行為的意願也會愈高，使企業的代理問題因此得以減輕，進而導致較佳的財務績效。顧啟聖(2000)亦指出，當壽險公司之董監事持股比率愈高時，公司之經營績效也愈佳，而此結論與陳曉芸(1999)所得之結論相符。實證結果支持利益收斂假說，亦即股權結構與公司價值之間存在顯著地正向關係，說明了國內的證券市場存在顯著地權益代理成本。

## 二、獎酬制度

Jensen and Meckling(1976)的代理架構中，認為要讓管理者和外界股東的利益一致的方法之一就是酬勞契約。當管理當局的酬勞，受到公司績效影響時，管理當局做出公司價值次佳化的行為應會降低。依照蕭黎明(1993)的整理，酬勞種類可劃分為：薪資、紅利、股票選擇權、績效配股、股票增值權、利潤分享額。Jensen and Murphy(1990)與Shleifer and Vishny(1997)皆認為長期而具高度或有性的激勵性酬勞契約—如股票選擇權，將可以使其利益與其他投資人的利益一致，進而使其行為與投資人利益一致。而Furst and Kang(1998)的實證結果也顯示，CEO的權益報酬與公司經營績效呈正相關。

## 三、股利制度

從股利發放與公司價值的觀點出發，Miller and Modigliani(1961)曾就其「股利無關論」之觀點指出，公司是否發放股利或股利的高低，並不會影響公司價值。然而，Rozeff(1982)之研究結果指出，存在控制股東之公司，股利可降低經理人與少數股東間之代理成本。Easterbrook(1984)等學者指出，由於支付股利將降低企業之自由現金流量，在此情況下管理當局向外募集資金的可能性增加，這迫使管理當局之經營成果必須面對資本市場的檢驗，降低了經理人選擇次佳決策(suboptimal investment)的可能。

## 四、董監事的監督

董事會組織其主要功能為公司重要決策和未來發展方向的制定者，但受限於各國法規制度與管理型態的不同，而有不同的功用。王健安(2002)認為董事會結構可分為單軌與雙軌制兩種類型，所謂單軌與雙軌制度主要差異於公司的經營與監督機關是否合一。公司僅設董事會為管理機關，由董事中不執行業務者，負責監督，稱為單軌制，美國、香港、新加坡等法例屬之。若是以監察人為獨立於董事會之外，常設之監督機構，亦即由董事會負責公司業務之執行，監察人監督之，稱為雙軌制，日本、德國及我國等法例屬之。理論上監察人或

稱監事會與美國的獨立董事機制在功用上相當類似，但隨各國發展情況而有不同的成效。若依公司董事會持股比率和公司價值與績效的相關研究，則可歸納下列兩類假說：

(一)利益收斂假說(Convergence of Interest Hypothesis)

在「利益收斂假說」觀點下，他們認為當管理者的持股比率愈高或股權愈集中時，管理者支出偏好行為所造成的企業財富損失將大部份由管理者自行承擔，故在此情況下，其決策行為就會較為謹慎，而有助於降低權益代理問題(管理者與股東間的利益衝突)，此外，Jesen and Meckling(1976)研究結果顯示出，管理者為了追求個人效用極大，將增加個人在職位上的特權消費，產生權益的代理問題。但當股權集中於管理者手中，管理者的特權消費、怠惰和追求非最大公司價值的行為，所造成公司財富損失大部分由管理者自己承擔，因此，管理者愈不可能意圖去傷害公司之價值。

(二)利益掠奪假說

而在「利益掠奪假說」下則認為，當管理者的持股比率增加時，管理者就會有足夠的表決權使自己的效用極大化，且管理者亦會基於本身職位安全性的考量，而產生一些「反接管行為(anti-takeover behavior)」，例如：否決對股東有利的合併案，或阻礙可使公司價值提升的股權收購案(tender off)等。所以當股權愈集中於少數大股東手中時，反接管行為成功的可能性就愈大，管理者瀆職的行為就可獲得更大的保障，而使過度特權消費的行為變得更加嚴重。在上述兩種對立的假說之下，公司價值與董事會持股比率是否會存在著非線性的關係，對此Morcket al.(1988)以美國資料進行實證，發現當董事會持股比率有所不同時，對於公司的經營績效與公司價值並非呈現線性關係。

### 第三節 公司治理外部機制相關研究

#### 一、相關法令及會計審計準則

公司治理的外部環境基礎在於建立一套有效的規範以保障股東和債權人之權益。因此訂定了表達公司交易必要資訊的會計準則與查核其資訊可靠性的審計準則。

#### 二、外在市場競爭機制

一般在討論公司治理外部機制中的市場競爭機制時,多以合併與收購為主要研究方向,楊勝淵(1999)發現在台灣的購併案例中,企業在購併後的實際表現並不如宣告期間所反應的樂觀。主併公司在接管後兩年的營運績效出現明顯的衰退,被併公司則同樣缺乏顯著的改善成果。在產品市場方面,Eisenberg(1976)指出競爭激烈的市場將降低資本報酬率,唯有有效地運用資源方可維持公司的競爭力,因此,管理者會減少對公司資源的使用。在資本市場方面,Fama and Jensen(1983)指出當證券市場有效率時,證券價格將反映出管理者的績效,因此管理者也必須承擔自己特權消費及怠惰的後果。是以,這樣的市場機制,可以降低管理者在職消費以及怠惰的行為及誘因。在管理人力市場方面,Fama(1980)認為外部的管理市場競爭激烈,管理者的績效反映在外部及內部的管理人力市場,當管理者不適任時,便有被外部管理者及內部低階管理者取代的危險,因此公司內部會彼此監督,也可控制管理者的行為。在被接收的威脅方面,Jensen and Ruback(1983)認為當管理當局運用公司資源滿足其自利行為時,公司價值會下降,便極有可能被接收。而一旦收購成功,接收者便會設法使原管理者下台。因此,一個市場中具有許多可適任於公司資源管理的經營團隊將有助於公司控制管理者的。可藉由經營團隊間的競爭減少管理者偏離股東最大利益的現象。

### 三、股東與債權人的監督

在金融市場的監督機制下，雖包含投資機構與銀行體系在內，但主要仍然以機構投資人對於公司治理層面會有較大的影響。由於機構投資人持有公司股票比率一般較個別投資人為高，學理上應和公司經營績效存在著某種關係，針對此點，Pound(1988)研究機構投資人與公司經營績效之相關性，提出三項假說：

#### (一)效率監督假說

機構投資人因具備專業知識，可較一般股東以較少之監督成本監督管理者，因而將使監督活動更有效率，使公司價值增加。

#### (二)利益衝突假說

法人可能會藉股東身份從投資公司獲取自己需要的資訊，當彼此利益衝突時，將使公司價值下降。

#### (三)策略合作假說

法人可能與被投資公司有某程度之合作關係，由於策略利益相同，法人的存在可以提高公司價值，侍台誠(1994)實證結果發現法人董事參與董事會決策，會對公司財務績效造成負面影響；且法人董事所占席次比率愈高，差異愈顯著，張詩玫(1998)發現機構投資者與公司經營績效為負相關，而簡上智(1995)的實證則發現機構投資者並不會造成公司經營績效的影響。

## 第四節 董監事會結構與公司績效相關研究

### 一、董事會的意義

董事會是業務的最高經營、執行機關，負有保護股東權益，監督高階經理人的責任。Drucker(1974)指出，董事會必須執行下列三項任務：首先，企業須有一個檢討的單位；其次，董事會必須身兼監督的責任；最後，企業要有一個

公共關係的單位，以負起對外溝通的責任。因此，董事會地位乃居於企業決策控制系統的最高位階，為發號施令的主宰：受股東之託，負起指導經營指導方針，監督營運功能，考核管理績效之責任。由董事會來行使高階決策控制權有助於確保決策管理與決策控制的分離，並保障所投入的資金運用得當。

## 二、董事會的功能

根據代理理論，只有全體股東利益在統治機能的保障下，個別股東才能有效地承擔剩餘風險。個別股東雖可透過出售股票來保障其個人免於因管理當局管理不當所造成的損失，然而，除非管理當局使用融資買下的方式將整個公司私有化，否則就整體股東的權益而言，仍難免因經營者管理決策不當而招致損失。張明峰(1990)研究指出，董事會的重要功能之一即在於避免無效率，而由最適當的人選來承擔風險、履行責任。藉著法律賦予董事會的權力，一方面適當地監督管理當局以保障股東的權益，另一方面則不致將剩餘風險不當地移轉給管理當局，以期在股東與經理人專業分工的利害關係中，謀取一最適點。

台灣董事會與監察人制度的設計與美國並不相同，美國公司的指揮與監督權同時由董事會負責，並在董事會內設立審計委員會(audit committee)負責監督功能，而其成員由獨立董事擔任。台灣的制度是參考日本，同時存在董事會與監察人，董事會為公司指揮單位，監察人的主要職責為調查與監督董事決策之制定與業務之執行，以及審核財務報告(江建成，2001)。此外，美國的董事會成員往往有過半數是由外部獨立人士所擔任，但台灣的董事會往往是由控制股東家族成員(含二等親以內親屬)及其掌控之投資公司法人代表所擔任。以往探討公司董事會的的理論文獻，主要著重在實證方面。相關的實證文獻論述如下：

## 三、董監事會組成與公司績效之關係

在Core, Holthausen and Larcker(1999)的研究中發現，對董事會結構而言：內部董事席次比例愈低，CEO報償愈高。董事會規模、CEO指定之外部董事席

次比例、灰色外部董事比例、超過69歲外部董事比例、忙碌外部董事比例和CEO兼董事長愈多數，則CEO報償愈高；而針對所有權結構而言：CEO所有權愈高，CEO報償愈低，當有非CEO的內部董事成員或外部大型持股人所有權持股比例至少5%，則CEO報償會較低，而且外部董事持股比例和CEO薪酬無統計相關。另外，董事會與所有權結構導致的預期報償要素與其後公司營運績效和股票報酬績效有負相關。由上述研究得知董監事會組成型態的確會對公司績效關係造成影響。在國內學者方面，吳建頤(1999)選取研究樣本為民國80年至民國86年之116家臺灣股票上市公司，利用複迴歸、兩階段最小平方法及probit模型發現，董事會持股比例與公司價值先呈正相關，過一轉折後即呈負相關，亦即符合McConnell and Servaes(1990)的結論。

在董監事會規模與公司績效關係的研究上，過去研究看法不一，Eisenberg et al.(1976)認為，在正常情況下，董事會規模如愈大，愈能發揮正面的監督效果，吳建頤(1999)檢測董事會規模對公司價值的影響，研究發現，董事會規模與公司價值呈顯著負相關。然而，Yermack(1996)、張詩玫(1998)發現董事會存在最適規模問題，規模太大，反而使效率下降，監督功能減低。也有學者劉韻僊和葉匡時(1999)認為董監事會規模常為了協調便利性、避免市場勢力介入，有縮小趨勢。

外部董監事就是「外來的董監事」，意即沒有股權在手，卻可參與董事會開會、決議、監督公司事務的董監事，在國外許多公司為了拓展新業務，尋求異業結盟或者壯大公司形象，往往都會邀請別家知名公司的執行長加入董事會。因此外部董監事所扮演的角色在於使企業獲得最透明的監督，增加企業長期的誠信，關於外部董事方面的研究，林興佩(2001)研究發現創投產業中外部董監事並不會對創投公司的績效有顯著的影響，原因是即使是外部董事，他們也是管理公司高階經營團隊的親朋好友，他們沒有真正發揮外部董事應有的功能。但是Fama(1980)認為外部董事可提昇董事會的控制功能，且外部董事亦比



內部董事更能保障一般股東的權益。Beasley(1996)亦發現，當公司所聘任的外部董事人數增加時，會減少公司財務報表的錯誤發生，且實證結果亦指出，財務報表的錯誤率與董事會持股率及外部董事席位比率間成反比；Richard等人(2000)研究發現當外部董事的任命消息被公佈後，公司股價即呈現顯著上揚的趨勢，因此，就整體而言，外部董事較內部董事較能發揮監督控制的功能。

在董監事會常務董監事與公司績效關係的探究上，Mimick(1986)；李俊德(1983)與吳坤皇(1995)研究發現，常務董監事的設立代表代理成本的提高，常常抵銷監督帶來的益處；加上如果常務董監事過度干預管理團隊的決策和執行，常發生事倍功半的反效果，而Garratt(1993)認為常務董監事對公司日常事務的執行監督和資訊的取得較容易，督導功能較有利，因此有助公司績效的提昇。但是孫秀蘭(1996)發現常務董監事的設置對公司績效的影響並不顯著。

在董監事會家族董監事與公司績效關係的探究上，Demsetz(1983)認為家族董監事可能利用職務之便，利益輸送、榨取外部股東的利益中飽私囊，但黃鈺光(1993)與魏早啟(1997)認為家族企業類型的公司，若董監事會中的家族董監事成員愈多，則為捍衛家族整體利益，會認真執行監督之責。而國內學者張峻萍(1999)則發現最大家族持股與公司績效之間關係並不顯著。

在董監事會中兼任公司經理職的內部董監事與公司績效關係的探究上，孫秀蘭(1996)與劉韻信和葉匡時(1999)指出內部董監事的升遷機會受制於總經理，淪於當局者的附庸，一昧揣測上意使監督本意蕩然無存。但張明峰(1990)卻認為內部董監事因身兼公司經營要職，清楚瞭解並掌握公司攸關資訊，有助監督的執行。而李幸紋(1994)則發現內部董監事人數並不影響公司績效。

## 二、董監事會特質與公司績效

除了董監事會組成以外，過去學者也認為董事會的特質，如總經理兼任董事或董事長、董事間關係、總經理與董監事之間關係、等特質會影響董監事會的運作效率，然後進一步影響公司績效(Core, Holthausen and Larcker,1999)。

在法人股東同時派任董事及監察人時，對公司績效影響的探究上，柯承恩(2000)；葉銀華、李存修和柯承恩(2002)都發現國內法人股東常藉由抬升股價來獲取短期利益，為了確認此一目的的達成，常同時派任董監事來掌控董監事會的運作；加上法人股東相較國外而言，機構法人持股時間偏向短期、法人代表派任和期間常異動，如果同時派任董監事常易導致監督執行和政策方向無法貫徹。

在最大控制股東身兼董事長或總經理時，對公司績效影響的探究上，Jensen(1993)認為董事會中董事長之角色旨在主導董事會的監督及其他考核業務的執行，具主導之重要地位。若最大控制股東身兼董事長或總經理一職，會形成球員兼裁判，權力移轉至總經理手上，影響董事會的公正客觀宗旨，使董事會無法發揮其功效，造成公司績效低落。

綜合以上文獻所述，過去的實證對於董事會組成與特質對公司績效之間的關係並無一致結果，可能是由於研究方法、採用變數和樣本的研究期間等等的不同所造成。但觀諸各國對於董事會組成的要求趨勢，加上台灣證券交易所的上市規則在2002年1月以後的初次上市公司(IPO)要求需設置2席獨立董事與1席獨立監察人，目的就在於推動公司治理並落實獨立董事、監察人制度，均可看出當董事會組成人員身分與公司之間愈獨立，愈易發揮對公司經營的指揮監督功能，公司價值應愈能提升。

## 第五節 創業投資公司經營績效相關研究

創業投資(Venture Capital)事業屬於高風險、高報酬的投資事業，是指一群創業投資家利用籌得的資金與其所具有的管理技術，以股權投資的方式協助具有發展潛力與新技術的事業，輔助並參與被投資公司的經營決策，以期在投資成功後獲利退出的事業。施家洲(2002)指出，創業投資有著下述的特性：第一、高風險、高報酬與高成長性；第二、參與管理被投資企業的機制；第三、分段投資。創業投資公司的經營是以長期股權投資的方式進行，其持有的長期股權大多是未上市或未上櫃的股票，缺乏流動性較高的次級市場。加上創業投資公司本身大多也都是未上市或未上櫃公司，所以蒐集創業投資公司投資報酬率與風險的資料相對較困難，因此有關創業投資公司投資績效的衡量方式，研究較為分歧。

林象山、黃仁杰(1995)以國內4家創投公司，1987-1992年，67件投資案為樣本，發現創業投資公司平均回收時間為2.94年、持有報酬115%、年報酬35.4%、連續複利15%；進一步以迴歸分析發現，國外投資案的報酬率高於國內投資案，惟檢定的結果並不顯著。

陳文進(1998)研究國內25家創投公司於1990-1996年間的投資組合報酬率，共85個樣本，平均內部報酬率為28.79%，標準差為31.13%，研究發現創業投資公司投資於國外公司的比重較高，報酬率亦較高。

林建宏(1998)以1993-1997年國內的19家創業投資公司為主，研究創業投資公司的經營績效與投資行為相關性，以ROA、ROE、EPS、成功上市上櫃比例、投資案持有期間作為評估創業投資公司的投資績效指標。

顏田保(1999)在研究創業投資公司屬性與財務績效之關係時，其財務績效變數係透過各項財務資料萃取而出，而財務績效變數的衡量指標主要包括「自有資本比例」、「流動比率」、「速動比率」、「資產報酬率」、「股東權益報酬率」、「營業損益佔實收資本比例」、「稅前損益佔實收資本比例」、「純益率」、「每股收入」、「每股稅前淨利」、「每股淨值」、「每股盈餘」、「現今再投入比例」、「營運槓桿度」、「長期投資成長率」、「平均收入」等16項財務性資料三年的平均值。

涂立薇(2000)認為國內創業投資公司多屬於為未上市上櫃公司，其股價無法做較客觀的評估，因此在其研究中僅採用創業投資公司歷年來的EPS(每股盈餘)作為衡量績效的標準。

邱正仁、陳文進與高蘭芬(2001)以公開發行之創投本身，及其出售投資組合為研究標的，以其歷年出售投資組合內部報酬率來衡量投資績效，探討投資組合報酬的決定因素。研究發現持有期間越長，出售投資組合報酬率並未越高，而國外投資比重越高的出售組合，其出售獲得的報酬率則越好；至於創投本身方面，資本額、外資參與、設立年數、與公司型態均無法顯著解釋報酬率差異，唯有基金管理與投資報酬呈現顯著之正向關係。

沈仰斌與夏侯欣榮(2001)以1998年至2000年，共計有76個創投公司，研究台灣創投公司投資績效之實證研究，發現創投公司1998年至2000年的報酬績效有逐漸增加的趨勢，各公司運用負債融資的程度逐年增加，但是整體負債比率不高，符合“高營運風險的公司應採取低財務槓桿融資決策”的原則。就基金管理公司而言，亦有相同之趨勢。就報酬績效而言而言，成立期間或公開發行期間與資產報酬率、股東權益報酬率、營業利益佔實收資本比率呈現正向關係。此外，由投資階段的分析中發現投資階段與創投公司的報酬率之間並無顯著之關係。若以產業分類，以網路電子為主要投資對象的創投，其報酬率最高。

李奕達(2002)運用灰色系統理論中的灰關聯分析法與因素分析法，以財務比率為研究變數，求算出創投公司之績效評比，財務比率變數對創投公司經營關聯性較大之變數依序為：營業利益佔實收資本比率、稅前純益佔實收資本比率、營業收入成長率與每股稅前淨利。

施家洲(2002)以1998年至2000年，共計有54家創投公司，研究創業投資公司的投資策略與經營績效的關聯性，發現各集群之間的財務績效經多變量變異數分析後，發現「大型公司-投資積極型」在獲利能力與償債能力方面較佳，整體的財務表現也較優異，且無論是「大型公司-投資積極型」或「小型公司-投資保守型」在公司管理型態方面，委託管理型態均優於自行管理型態。並且根據研究結果，建議未來創業投資公司在經營型態方面，可朝「大型化」或「委託管理」方向進行，在投資策略方面可朝向「國際化」邁進，以增加創業投資公司的經營績效。

綜合上述幾篇有關於創業投資產業投資績效的評估準則相關研究文獻發現，研究創投公司的投資績效分析者，其衡量指標有投資報酬率、財務比率、設立時間與公開發行期間，而以財務比率衡量創投公司績效為最多。此外，雖然過去的實證對於董事會組成與特質對公司績效之間的關係並無一致結果，但是由於近年來美國能源交易商安隆(Enron)因為公司治理機制不佳，在財務報表上作假帳揭露不實資訊，使得公司價值大幅滑落，均證明公司治理對於企業價值及經營績效的重要影響。因此，本研究參考過去學者研究，選出14項績效衡量指標，衡量創投公司經營績效，以及選出12項公司特性變數，依各創投公司特性歸納出其所屬的集群，區分出不同特性的創業投資公司其與經營績效的關聯性，另外再選出7項治理機制變數，運用多元迴歸分析，衡量公司治理機制對公司經營績效的影響程度。

### 第三章 研究方法與模型

本研究旨在探討台灣地區創投業治理機制對於創投公司經營績效之影響，擬藉此分析創投公司應如何有效建構其治理機制，提升創投公司經營績效，達到公司價值極大化的目標。在本章共分為四節。第一節是研究假說；第二節說明樣本的蒐集與資料來源；第三節針對研究中所使用之變數進行定義與說明；第四節介紹本研究所使用之研究方法。本論文首先建立研究假說，接著選取研究所需之變數，將之分為經營績效變數、公司特性變數與公司治理變數，然後進行資料的蒐集與整理，在經營績效變數方面，本文採取因素分析萃取創投公司經營績效分數，藉以評比創投公司經營績效之好壞，在公司特性變數方面，本文採取集群分析、區別分析與變異數分析來檢定創投公司特性分群與財務績效之間的關聯性，在公司治理變數方面，本文採取Spearman相關分析與多元迴歸分析來檢定創投公司治理變數與經營績效之間的關聯性，最後，對以上所進行之實證分析結果做一結論與建議。本論文之研究流程如圖3-1所示。

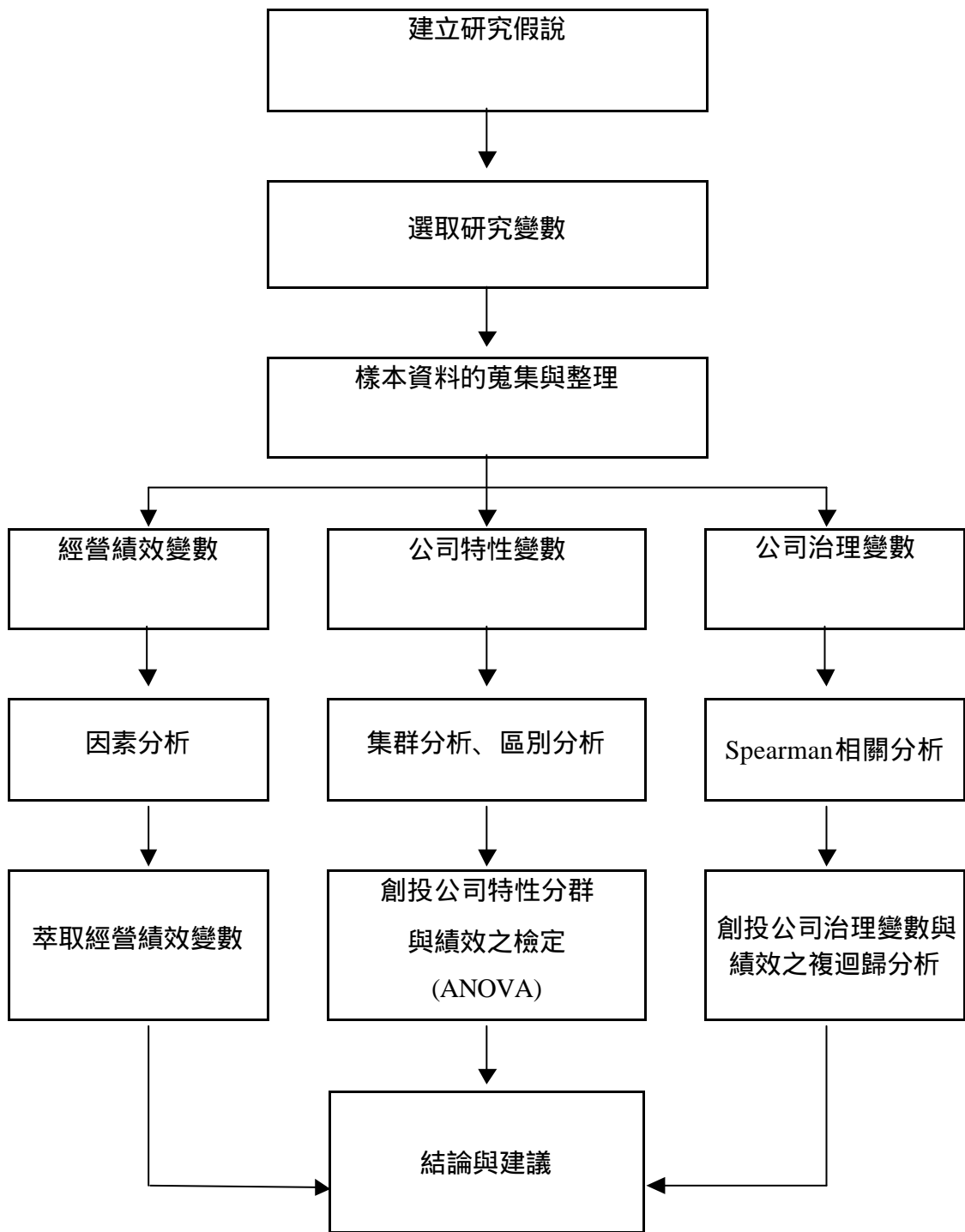


圖3-1 研究流程圖

## 第一節 研究假說

本節承續上一章文獻探討，試圖發展出研究假說，由於本研究欲透過實證，探討創投公司治理機制跟經營績效之間的關聯性，因此本研究將透過董監事組成、董監事特質分別建立假說及代表性變數，以觀察其對創投公司經營績效的影響。

### 一、研究假設

(一)董監事組成是否會影響到創投公司之經營績效?

1.董監事會持股比例、董事會規模、法人董監事佔董監事會的席次比例和監察人席次與創投公司經營績效的關係：

**H1-1：董監事會持股比例越高，公司績效越好。**

Jensen and Meckling(1976)提出「利益收斂假說」，認為股權越集中在管理當局手中時，因其與公司的利益越趨於一致而能減少非最大化公司價值的行動，故管理者的行為會趨向股東財富最大；至於股權若集中於外部董事或大股東手中，他們也有較大誘因去監督管理者，使企業績效提高。因此所有權越集中，則利益和成本越能收斂在一起，使企業績效越佳。

Morck, Shleifer and Vishny(1988)自美國 Fortune500中選出371家公司，以董事持股比率為自變數，以Tobin's Q為應變數，自Standard & Poor蒐集1980年資料，並以逐步迴歸分析為研究方法。結果發現管理階層持股與公司價值之間並非線性關係，當管理階層持股比率低於5%以下或高於25%時，持股比率與公司價值為正向關係；而當管理階層持股比率介於5%至25%時，其與公司價值卻成反向關係，亦即兩者之關係呈倒U之型態。此外張峻



萍(1999)、張旭玲(1998)、Barnhart and Rosenstein(1998)和吳建頤(1999)研究均發現董事會持股比例與公司績效呈現正相關。因此由上述討論，發展出下列待驗證假設，推論董監事會持股比例與創投公司績效成正相關。

### **H1-2：董事會規模越大，公司績效越差。**

Bacon(1973)指出理想的董監事會應能包括不同背景、特質的董事和監察人，務求集思廣益、各盡其能，以改善決策品質。但若是人數過多，一方面可能造成搭便車心理(freeriders)，疏忽職守；另一方面亦可能造成利益衝突、意見分歧，不易達成共識下監督績效低落，造成公司績效的損失(Zahra, 1989；Jesen, 1993)。

基於上述理論進行研究之實證結果，Yermack(1996)與Hermalin and Weisbach(2001)的研究均發現董事會規模與公司價值呈負相關，規模愈小的公司，公司價值愈高。此外楊慧玲(2000)以市場模式所計算的平均超額報酬、平均相對的資產報酬率、平均相對的權益報酬率為經營績效衡量指標，探討民國81年至87年台灣上市公司董事會結構及其變動對短期股東財富結構變化與長期經營績效的影響，研究發現董事會規模及其變動量對長期經營績效的影響均為負相關。由上述討論，發展出下列待驗證假設，推論董事會規模與創投公司績效為負相關。

### **H1-3：法人董監事佔董監事會的席次比例越大，公司績效越好。**

Pound (1988)提出效率監督假說，機構投資人擁有較多專業人才較易取得資訊且具備專業知識，因此較一般股東而言，其監督成本較低。因此機構投資人能比小額投資者更有效監督公司，將提升公司價值。

一般而言，法人機構投資者(泛指政府機構、金融機構、其他法人與外國機構的持股)相較於其他非法人機構投資者，擁有較完全的資訊，對管理者較能形成監督上的壓力，降低管理者瀆職的可能性，發生代理問題的可能性較小，對公司經營績效有正面的影響(王繼和，2004)。而McConnell和Servaes(1990)也證實了機構投資人的持股比率與公司績效或價值成正相關。由上述討論，發展出下列待驗證假設，推論法人董監事佔董監事會的席次比例與創投公司績效為正相關。

#### **H1-4：監察人席次越多，公司績效越好。**

民國90年11月國內修改公司法第一百九十二條，有關董事之選任不以具備股東身份為必要，得由股東會選任外部人士擔任董事，俾利引進外部董事、監察人制度，讓知識經濟潛力充分發揮，彰顯企業專業程度，強化董事會獨立行使職權的功能；為賦與監察人得列席董事會陳述意見，並要求公司經理人及職員提出業務、財務報告，使監察人易於事前察覺董事會執行業務的弊端，以收防弊於先之效(新法第二一八、第二一八之二)。

葉銀華、李存修和柯承恩(2002)認為我國監察人具有與國外獨立董事相似之職權，監察人人數越多，監察人對最大股東越有抗衡之效。另外如魏早啟(1997)研究發現監察人人數與公司績效呈現正相關，當監察人比例愈高，代理成本愈低，監督力量愈大，愈能有效監督策略之執行，維護股東權益，亦能建立完備優良的公司治理機制。由上述討論，發展出下列待驗證假設，推論監察人席次與創投公司績效為正相關。

(二)董監事特質是否會影響到創投公司之經營績效?

1.董事會中法人股東同時派任董事及監察人、次大股東持股和最大控制股東身兼董事長或總經理與創投公司經營績效的關係：

**H2-1：董事會中法人股東同時派任董事及監察人時，公司績效越差。**

國內法人股東常是認股眾多的投資單位，其所派任的董監事所關注的常是股價的波動，有時甚至不惜干擾經營者的決策，以抬升股價，或是同時派任董事及監察人，以確認董監事會的運作在其掌握之下；此外，葉銀華、李存修和柯承恩(2002)認為法人機構長期持有股票者不多，造成董監事的派任人選及期間常不固定，而不同法人董監事的派任代表不同的利益，以至於有些董監事原則和監督政策的執行無法一致、甚至混淆，為了避免此一現象發生，應避免法人股東同時派任董事及監察人，以保護公司整體利益。由上述討論，發展出下列待驗證假設，推論董事會中法人股東同時派任董事及監察人時與創投公司績效為負相關。

**H2-2：公司有次大股東持股大於5%以上者時，公司績效越好。**

根據我國公司法第二百一十四條第二項之規定：「繼續一年以上，持有已發行股份總數百分之五以上之股東，得以書面請求監察人為公司對董事提起訴訟。監察人自有前項之請求日起，三十日內不提起訴訟時，前項之股東，得為公司提起訴訟」。因此，次大股東在維護自身權益的誘因驅使下，公司的監督力量有一部份即來自於擁有次大投票權的股東。

Volpin(2002)將對績效有影響的公司治理變數分為3個構面，共有股權結構、董事會組成以及高階經理人的變動情況。以上述構面對義大利主要公司的控制和所有權結構從事分析。發現當控制股東成員同時身兼高階管理者、

公司不存在次大股東，以及控制股東掌握的現金流量權低於公司整體現金流量權的50%等3類情況，都會造成公司價值的下降。此外如：翁淑育(2000)、林玉霞(2002)、葉銀華、李存修和柯承恩(2002)之研究，研究結果均指出次大股東之存在對最大股東有制衡之效，次大股東的存在將會提昇公司的價值，對公司的績效有正面的影響。由上述討論，發展出下列待驗證假設，推論次大股東持股對最大股東有制衡之效，與創投公司績效為正相關。

### **H2-3：最大控制股東身兼董事長或總經理時，公司績效越差。**

Rechner and Dalton(1991)就公司治理的獨立性與問責性而言，董事長兼任總經理會影響董事會的獨立性和問責性，進而影響公司治理的監督績效。此外Patton and Baker(1987)認為若總經理具有雙重角色，會因自身利益，而干擾董事會議事之進行。林君玲(1999)亦認為，當董事長兼任總經理時，容易造成董事會在執行監督功能時，失去中立的立場。

基於上述理論進行研究之實證結果，Chaganti、Mahajan and Sharma(1985)、Dalton and Kesner(1987)、Jensen(1993)研究均指出董事會中董事長之角色旨在主導董事會的監督及其他考核業務的執行，具主導之重要地位。若最大控制股東身兼董事長或總經理一職，會形成球員兼裁判，權力移轉至總經理手上，影響董事會的公正客觀宗旨，使董事會無法發揮其功效，造成公司績效低落。由上述討論，發展出下列待驗證假設，推論最大控制股東身兼董事長或總經理時與創投公司績效為負相關。

## 第二節 樣本蒐集與資料來源

本研究之研究對象為台灣地區之創業投資公司，實証資料主要是各創投公司之會計師查核報告書與年報，主要來源為臺北市證券暨期貨市場發展基金會，不足之處由「台灣新報資料庫」補足。另外，至西元2000年底台灣實際營運之創投公司家數則為170家，實收資本額為\$1280.8億元，本研究受限於資料的取得困難，在台灣新報資料庫與證券暨期貨市場發展基金會所提供之資料中，民國90年之後的樣本數公司只有29家，在樣本數過少的情況下在實證研究上可能會造成統計結果的誤差，因此本研究最後所實際選取具有完整財務報表的創業投資公司為55家(參見附錄表A-1樣本創業投資公司基本資料表)，其所佔全部實收資本額比率為約32%，研究期間自民國88到民國89年，此外自西元2000年以來，由於受到網際網路、光纖通訊等產業熱潮消退，資訊產業發產趨緩及全球景氣衰退等因素影響，使得全球創投業陷入長達4年的調整期，管理資產規模與投資額均大幅縮水，投資與募資活動也呈現停滯現象。在創投業經過西元2001年到2002年休養生息後，卻在西元2003年遇上SARS疫情重創台灣經濟，使得景氣不濟，造成投資停滯，觀望多於行動。在西元2004年，台灣經濟情況好轉，創投業也應該伴隨著經濟成長的腳步迅速復甦，然而卻又受到多起上市地雷股效應及兩岸政治情勢不穩定等因素影響，造成台股情勢低迷，本益比持續下滑，投資環境並未好轉。從西元1999年到西元2000年創業投資公司投資金額成長率37.1%下降到4.1%、新設家數成長率也從21.1%下降到-30.4%與新增資本額成長率0.6%下降到-19.2%；西元2004年投資金額成長率為-7.68%、新設家數成長率為-17.4%與新增資本額成長率-37.4%，可以看出本文研究期間之創投投資環境與目前創投投資環境大致相仿，本文研究之結論可供企業做為參考。

### 第三節 變數定義

根據上述文獻探討，本論文選出14項績效衡量指標，作為績效衡量指標，其定義如下。

#### 一、公司經營績效變數定義

由於經營績效的評估方法眾多，且每一種方法都有其各自的優缺點及應用上的條件或限制，再加上使用者分析目的不同，評估結果因而會有所差異，甚至會連帶影響評估指標選用的依據及指標間相對權重的訂定方式，因此使用者必須依據評估目的選擇最適合的方法，才能真正達到績效評估的效用。然而無論使用者是誰，於績效評估時所需考慮的關鍵點不外乎為「指標評選的原則」、「評估模式建立的方法」及「權重訂定的方式」(林思瑤，2000)。

「評估什麼，就得到什麼結果」(Drucker,2000)，評估公司績效必須先瞭解產業的經營特性以及影響公司成功的重要因素為何，並以此訂定績效的衡量指標，再定期評估公司的經營績效，方具有實質上的意義。因此過去的研究於評估創投業之經營績效時，大多皆從財務面來考量，例如：林建宏(1998)、顏田保(1999)、涂立薇(2000)、沈仰斌與夏侯欣榮(2001)、施家洲(2002)和李亦達(2002)等。

根據上述文獻探討，參考顏田保(1999)、沈仰斌與夏侯欣榮(2001)與施家洲(2002)等人的研究變數後，本研究選出14項績效衡量指標，分別以「自有資本比率」、「流動比率」、「速動比率」、「資產報酬率」、「股東權益報酬率」、「營業損益佔實收資本額比率」、「稅前損益佔實收資本額比率」、「純益率」、

「每股稅前淨利」、「每股淨值」、「每股盈餘」、「現金再投資比率」、「現金流量比率」、「營運槓桿度」等 14 項指標，作為本研究之績效衡量指標，選取上述研究變數的原因，目的在於評估創投公司間的經營績效。各項績效變數的定義如表 3-1。

表 3-1 公司經營績效變數定義

公司經營績效變數	公式
自有資本比率 (%)	股東權益總額 / 資產總額
流動比率 (%)	流動資產 / 流動負債
速動比率 (%)	速動資產 / 流動負債
資產報酬率 (%)	稅後損益 / 平均資產總額
股東權益報酬率 (%)	稅後損益 / 平均股東權益總額
營業損益佔實收資本額比率 (%)	營業損益 / 平均實收資本額
稅前損益佔營業損益比率 (%)	稅前損益 / 營業損益
純益率 (%)	稅後損益 / 收入淨額
每股稅前淨利 (元)	稅前淨利 / 平均股數
每股淨值 (元)	股東權益 / 平均股數
每股盈餘 (元)	稅後淨利 / 加權平均流通在外股數
現金再投資比率 (%)	(營業活動現金流量 - 現金股利) / (固定資產毛額 + 長期投資 + 其他資產 + 營業資金)
現金流量比率 (%)	營業活動淨現金流量 / 流動負債
營運槓桿度	(營業收入淨額 - 變動營業成本及費用) / 營業利益

## 二、公司特性變數之定義：

創業投資公司與一般投資公司最大的不同在於，創業投資公司主要投資在未上市上櫃的新興高科技產業，也因此所面臨的不確定性亦高於一般的創業投資公司，所承擔的風險也數倍於一般的投資公司，而創投公司投資資金在這些被投資公司上，最希望的就是被投資公司能夠上市、上櫃藉以獲取高額的報酬，因此選取的公司特性變數中，有國內投資案上市家數、國內投資案上市比例。另外創投事業是一個具有長期投資特性的行業，其投資回收的期間至少需5至10年，而每家創投公司的公司規模、設立年數、員工人數、股權流動性、投資的金額大小、投資地區、甚至投資家數，都可能受其本身公司的特性不同而有所不同，因此選取的公司特性變數中，有股東人數、公司規模、投資國外家數、長期投資淨額、投資國外比重、投資總家數、平均投資額、投資國外家數比重、設立年數、員工人數。而在經過多年來的資本累積，我國創投業在西元2003年實收資本額已達1717.1億元。其資金來源以國內法人公司所佔比率為最高，達39.12%，其次依序為投資機構(18.96%)，個人(14.59%)，保險公司(9.52%)，而西元2000年其資金來源也是以國內法人佔的比例(71.01%)為最高，這均顯示了國內產業界為創投資金最主要的來源。因此本文根據沈仰斌與夏侯欣榮(2001)、邱正仁、陳文進與高蘭芬(2001)、施家洲(2002)與黃元伯(2002)研究創投公司特性之相關文獻，歸納出12項創業投資公司的公司特性，所選取的特性變數有「股東人數」、「公司規模」、「投資國外家數」、「長期投資淨額」、「投資國外比重」、「投資總家數」、「平均投資額」、「投資國外家數比重」、「員工人數」、「設立年數」、「國內投資案上市家數」、「國內投資案上市比例」等。選取上述研究變數的原因，目的在區分出創投公司群組間之經營特性。各項公司特性變數的定義如表3-2。



表3-2 公司特性變數之定義

公司特性變數定義	定義
股東人數(人)	1999-2000年平均股東人數
公司規模(億元)	1999-2000年平均實收資本額
投資國外家數(家)	1999-2000年平均投資在國外家數
長期投資淨額(千元)	1999-2000年平均長期投資淨額
投資國外比重(%)	1999-2000年投資國外金額/長期投資淨額
投資總家數(家)	1999-2000年平均投資總家數
平均投資額(千元)	1999-2000年長期投資淨額/投資總家數
投資國外家數比重(%)	1999-2000年平均投資國外家數佔總投資家數
員工人數(人)	1999-2000年平均員工人數
設立年數(年)	成立至2000年12月止
國內投資案上市家數(家)	1999-2000年平均投資公司上市上櫃家數
國內投資案上市比例(%)	1999-2000年平均(投資公司上市上櫃家數/投資總家數)

### 三、治理機制構面

#### (一)董監事會組成

根據Jensen(1993)、Holthausen and Larcker(1999)、高蘭芬(2001)、Hermalin and Weisbach(2001) 林興佩(2002)與許淑鈴(2002)等人研究對公司治理中董監事會相關變數與公司績效之間關係的相關文獻，參考過去學者的研究變數後，本研究在董事會組成的構面中，將以董監事會持股比例、董監事會規模、法人董監事佔董監事會的席次比例、監察人席次檢視董事會組成，並探討其對經營績效之影響，而選取上述研究變數的原因，是由於近年來在公司治理這部分領域的研究頗多，不過在各學者的研究中用到的董監事會組成的相關變數往往不相同，因此本研究將試圖利用較具代表性的研究變數，找出董監事會組成型態與創投公司績效的關聯性。

##### 1.董監事持股比例( $c_1$ )

本研究將董監事持股比例定義為以所有董監事持有之在外流通普通股股份比例為準。

##### 2.董事會規模( $c_2$ )

本研究將董事會規模定義為以董監事會任期內此兩年度董事及監察人的所有平均人數為代表。

##### 3.法人董監事佔董監事會的席次比例( $c_3$ )

本研究將法人董監事佔董監事會的席次比例定義為機構法人股東所派任之董監事代表為法人董監事，將平均法人董監事人數除以董監事總人數，得到法人董監事席次比例。

##### 4.監察人席次( $c_4$ )

本研究將監察人席次定義為以董監事會任期內此兩年度監察人的平

均人數為代表。

## (二)董監事會特質

根據Jensen(1993)、Davidson(1997)、高蘭芬(2001)、葉銀華、李存修和柯承恩(2002)與許淑鈴(2002)等人研究對公司治理中董監事會相關變數與公司績效之間關係的相關文獻，參考過去學者的研究變數後，本研究在董事會特質的構面中，將以董事會中法人股東同時派任董事及監察人、次大股東持股、最大控制股東身兼董事長或總經理檢視董事會特質，並探討其對經營績效之影響，而選取上述研究變數的原因，是由於除了董監事會組成之外，許多學者也認為董事會的特質，如總經理兼任董事或董事長、董事間關係、總經理與董監事之間關係、董監事背景(教育程度)、連任比例或報酬等特質皆會影響董監事會的運作效率，然後進一步影響公司績效，因此本研究將試圖利用較具代表性的研究變數，找出董監事會特質與創投公司績效的關聯性。

### 1.董事會中法人股東同時派任董事及監察人( $c_5$ )

本研究將董事會中法人股東同時派任董事及監察人此項變數定義為機構法人股東同時派任董事及監察人與否之虛擬變數，是則為”1”，否則為”0”。

### 2.次大股東持股( $c_6$ )

本研究將次大股東持股此項變數定義為公司是否有次大股東持股大於5%以上者，是則為”1”，否則為”0”。

### 3.最大控制股東身兼董事長或總經理( $c_7$ )

本研究將最大控制股東身兼董事長或總經理此項變數定義為最大股東是否為擔任公司之董事長或總經理之虛擬變數，是則為”1”，否則為”0”。

茲將所有治理機制變數彙整於表3-3：治理機制變數表。

表3-3 治理機制變數表

構面	代理變數	定義	相關文獻
董 監 事 會 組 成	( $c_1$ )董監事持股比率(%)	全體董監事持股比率	Barnhart and Rosenstein(1998)、許淑 鈴(2002)
	( $c_2$ )董監事會規模(人)	董事+監察人	Hermalin and Weisbach(2001)、許淑鈴 (2002)
	( $c_3$ )法人董監事佔董監 事會的席次比例	法人董監事人數/董監事 總人數	Servaes(1990)、許淑鈴 (2002)
	( $c_4$ )監察人席次	監察人人數	葉銀華、李存修和柯承恩 (2002)
董 監 事 會 特 質	( $c_5$ )董事會中法人股東 同時派任董事及監察人	D=1 法人股東同時派任 董事及監察人 D=0 法人股東無同時派 任董事及監察人	葉銀華、李存修和柯承恩 (2002)、許淑鈴(2002)
	( $c_6$ )次大股東持股	D=1 公司有次大股東持 股大於5%以上者 D=0 公司無次大股東持 股大於5%以上者	葉銀華、李存修和柯承恩 (2002)、康家祥(2003)
	( $c_7$ )最大控制股東身兼 董事長或總經理	D=1 最大控制股東有身 兼董事長或總經理 D=0 最大控制股東無身 兼董事長或總經理	江健成(2002)、康家祥 (2003)

## 第四節 研究方法與模型

經由之前的文獻可以發現，研究創投公司經營績效者，以財務比率衡量創投公司績效為最多，而關於以財務比率衡量經營績效的所使用的研究方法最常見為因素分析、區別分析、Logit模型。區別分析主要是運用在建立金融預警模型，預測金融公司是否陷入財務危機，Logit模型則主要應用於二分類變數且其不受常態分配假設之限制，因此本論文將採取因素分析法，作為本研究在評估創投公司經營績效之方法，並利用集群分析，依各創投公司特性歸納出其所屬的集群，接著採用區別分析來檢定分群結果之準確度，此外依據經由因素分析後，所萃取出4個影響創投公司經營績效的因素構面，並根據這4個構面對創投公司分群，藉以瞭解各群創投公司在影響創投公司經營績效的因素構面之差異，最後探討創投公司經營績效和創投公司特性交互作用對於創投公司治理機制變數的影響，以兩因子之多變量變異數分析，探討這種交互作用與創投公司治理機制變數的關係。而關於公司治理機制與創投公司經營績效之關聯性方面，則使用多元迴歸模型來檢視公司治理機制變數對創投業經營績效影響程度是否達顯著且具有相關性。

### 一、因素分析

#### (一)因素分析(Factor Analysis)

因素分析起源於心理學(約在1904年)，因為在心理學研究領域常遇到不能直接測量的因素，而事實上我們希望經由可測量的變數訂出這些因素，而因素分析法就是研究測驗建構效度最有效的方法之一。因素分析法是主成分分析的擴展，其主要目的乃是將許多存有某些程度相關的指標，轉換為較少且互相獨立綜合的變數，因此可以避免各變數間產生線性相關的問題，而仍能保有原有資料所提供的大部分資訊。

## (二)計算創投公司經營經營績效的分數

本研究利用此因素分析模式，來選取共同因素和因素負荷量較大的財務指標，此外本研究採用Kaiser準則，以能解釋之變異數達到1.0為分界，解釋變異數之能力於小1.0之因素，因為解釋變異能力較差不予選取。根據李佳珍(1999)在農業金融論叢發表之文章內容中所使用之切比雪夫(Chebyshev)不等式，將所取出的代表變數轉換為分數的方法，再將某一指標下的代表變數換算後之分數加權平均，即為該指標的得分；至於權數之給予，則為該代表變數之因素負荷量的平方，除以該指標下所有代表變數的因素負荷量平方之和。為顯示創投公司的整體經營績效，再將所有代表變數之得分加權平均，本文即以 $W_{ij}$ 表示：

$$W_{ij} = \frac{d_{ij}}{\sum d_{ij}} \times F_i \quad (3-1)$$

其中變數定義如下：

$W_{ij}$ ：第*i*個因素第*j*個代表變數之權數。

$d_{ij}$ ：第*i*個因素第*j*個代表變數之因素負荷量。

$F_i$ ：第*i*個因素之權數， $F_i = \lambda_i / (\lambda_1 + \lambda_2 + \dots + \lambda_n)$ ， $\lambda_i$ 為該因素所對應的特徵值， $\lambda_1, \lambda_2, \lambda_3, \dots, \lambda_n$ 為所有被選取的特徵值。

## 二、集群分析

集群分析(Cluster Analysis)是根據相似性與相異性，客觀地將相似者歸集在同一集群(Cluster)。黃俊英(2000)認為集群分析的目的在辨識某些特性上相似的事物，並將這些事物按照這些特性劃分成幾個集群，使在同一集群內的事物具

有高度的同質性，而不同集群間的事物具有高度的異質性。本研究將採用K平均法作為創業投資公司的分類方法。

#### (一)K平均數集群法

集群分析分為兩種方法，一種是層次集群法，另外一種則為非層次集群法。華德法又稱最小變異數法(Minimum distance)，是層次集群法(Hierarchical methods)的一種，且屬於層次集群法中的凝聚分層法，在層次集群法中，集群一旦形成便不再打散，此為該分析法之缺點。因此本研究將利用非層次(Nonhierarchical methods)中之K平均數集群法改善華德法之缺點，使分群更具代表性。

### 三、區別分析

區別分析(Discriminant Analysis)的主要目的有：(1)找出預測變數的線性組合。(2)建立一套區別程序，將新受試者指派到某一群體。(3)找出哪些變數具最大的區別能力。本研究採K平均數集群法進行集群分析，利用各創投公司之公司特性變數，區分成若干不同群體，即不同公司特性之群體，然後再利用區別分析來檢定分群結果之準確度。

### 四、變異數分析

變異數分析(Analysis of Variance, ANOVA)是用來檢定多組母體其母體平均數是否相等。藉由單因子變異數分析，本研究將檢定由因素分析所得到的創業投資公司績效總評點與各創業投資公司特性的關係，接著藉由兩因子之多變量變異數，分析創投公司經營績效和創投公司特性交互作用對於創投公司治理機制變數的影響。

## 五、多元迴歸模型

本研究採用Spearman相關分析來檢定自變數間是否具有共線性問題，接著利用多元迴歸模型來探討創業投資產業之經營績效與治理機制之間的關聯性，模型型式如下式3-2：

$$\begin{aligned} perform_i = & \mathbf{b}_0 + \mathbf{b}_1 bs_i + \mathbf{b}_2 board_i + \mathbf{b}_3 bl_i + \mathbf{b}_4 sup_i + \mathbf{b}_5 bsl_i \\ & + \mathbf{b}_6 sec_i + \mathbf{b}_7 manage_i + \mathbf{e}_i \end{aligned}$$

(3-2)

其中變數定義如下：

$\mathbf{b}_0$ 、 $\mathbf{b}_1$ 、 $\mathbf{b}_2$ 、 $\mathbf{b}_3$ 、 $\mathbf{b}_4$ 、 $\mathbf{b}_5$ 、 $\mathbf{b}_6$ 及 $\mathbf{b}_7$ 為迴歸係數。

$perform_i$ ：第  $i$  家創投公司績效分數。

$bs_i$ ：第  $i$  家創投公司之董監事持股比例。

$board_i$ ：第  $i$  家創投公司董事會規模。

$bl_i$ ：第  $i$  家創投公司法人董監事佔董監事會的席次比例。

$Sup_i$ ：第  $i$  家創投公司監察人席次。

$Bsli$ ：第  $i$  家創投公司董事會中法人股東是否同時派任董事及監察人，是則為「1」，否則為「0」。

$sec_i$ ：第  $i$  家創投公司是否存在有次大股東持股大於 5% 者，是則為「1」，否則為「0」。

$manage_i$ ：第  $i$  家創投公司最大控制股東是否身兼董事長或總經理，是則為「1」，否則為「0」。

$e_i$ ：誤差項。



## 第四章 實證結果分析

本章共分為五節，依據第三章的研究方法進行資料的實證分析。第一節為基本統計分析結果，說明樣本資料的基本統計分析結果。第二節為因素分析結果，針對樣本創投公司之績效變數進行因素分析，計算出每家創投公司之經營績效分數。第三節為集群分析的結果，依照樣本創投公司之公司特性變數進行集群分析，依各創投公司特性歸納出其所屬的集群，並將分群後的公司特性加以描述，接著採用區別分析來檢定分群結果之準確度，此外依據上一節所萃取出4個影響創投公司經營績效的因素構面，並根據這4個構面對創投公司分群，藉以瞭解各群創投公司在影響創投公司經營績效的因素構面之差異。第四節為依照各創投公司特性歸納出其所屬的集群與財務績效關聯性之檢定，以單因子變異數分析，檢定不同集群的創業投資公司在績效上是否具有顯著的差異，並分析檢定的結果；此外接著探討創投公司經營績效和創投公司特性交互作用對於創投公司治理機制變數的影響，以兩因子之多變量變異數分析，探討這種交互作用與創投公司治理機制變數的關係。第五節為多元迴歸模型分析結果，以因素分析得出之經營績效分數做為應變數與治理機制變數執行多元迴歸模型，分析治理機制變數對經營績效之影響。第六節為研究結論，係對前五節所進行的實證分析結果做一整理。

### 第一節 基本統計分析結果

#### 一、財務比率之統計分析

本研究選取「自有資本比率」、「流動比率」、「速動比率」、「資產報酬率」、「股東權益報酬率」、「營業損益佔實收資本額比率」、「稅前損益佔營業損益比率」、「純益率」、「每股稅前淨利」、「每股淨值」、「每股盈餘」、

「現金再投資比率」、「現金流量比率」、「營運槓桿度」等14項財務績效變數作為55家樣本公司衡量經營績效指標的基礎，經統計後列示如表4-1所示。

表4-1 創業投資公司經營績效變數統計數值(西元1999到2000年之平均值)

公司經營績效變數	平均數	標準差	中位數	最大值	最小值
自有資本比率(%)	95.44	5.24	97.25	100	79
流動比率(%)	9114.64	17294.69	2215.01	92868.98	88.89
速動比率(%)	9098.63	17285.68	2215.01	92869.00	88.89
資產報酬率(%)	11.95	11.09	10.28	47.65	-3.57
股東權益報酬率(%)	12.68	12.07	10.62	51.55	-3.81
營業損益佔實收資本額比率(%)	18.51	21.53	12.29	90.89	-3.49
稅前損益佔營業損益比率(%)	18.83	21.52	12.29	90.89	-3.49
純益率(%)	10.11	126.35	36.79	73.76	-861.30
每股稅前淨利(元)	1.88	2.14	1.23	9.09	-0.35
每股淨值(元)	12.34	2.56	11.28	19.65	9.76
每股盈餘(元)	1.78	2.07	1.23	9.68	-0.39
現金再投資比率(%)	-1.68	12.88	0.00	33.03	-40.60
現金流量比率(%)	-3616.31	25004.51	0.00	3227.58	-184791.52
營運槓桿度	15.80	53.61	1.13	232.68	-176.97

表4-1中所列示的是創投公司基本統計分析，有關於報酬率的指標資產報酬率、股東權益報酬率以及營業損益佔實收資本比率的平均數分別是11.95%、12.68%和

18.51%，此外，每股盈餘平均值為1.78，中位數則為1.23，均大於0，因此，樣本創投公司各項報酬率指標之平均值均大於零。就償債能力而言，樣本創投公司的自有資本比率、流動比率以及速動比率的平均數分別是95.44%、9114.64%和9098.63%，平均而言，創投公司償債能力良好。以營運槓桿而言，平均值是15.8，中位數只有1.13，這是因為極大值是232.68，最小值為-176.97；因此，僅有少許公司營運風險特別高，其他各公司營運風險、財務風險皆為適中。

## 二、公司特性之統計分析

本研究選取12項創業投資公司的公司特性，作為區分出不同創業投資公司的經營特性，所選取的特性變數有「股東人數」、「公司規模」、「投資國外家數」、「長期投資淨額」、「投資國外比重」、「投資總家數」、「平均投資額」、「投資國外家數比重」、「員工人數」、「設立年數」、「國內投資案上市家數」、「國內投資案上市比例」等，公司特性變數的基本統計分析如表4-2所示。

表4-2 公司特性變數統計數值

公司特性變數	平均數	標準差	中位數	最大值	最小值
股東人數(人)	55.53	86.69	25.00	503.50	6.50
公司規模(億元)	8.1	4.9	6.8	30	2
投資國外家數(家)	9.45	7.37	7.00	27.00	0.00
長期投資淨額 (千元)	769026.43	589713.41	590197	3431565.5	126253.50
投資國外比重(%)	26.80	21.67	21.94	79.00	0.00
投資總家數(家)	31.97	14.23	30.50	62.50	10.50
平均投資額(千元)	26737.73	20882.20	21395.53	103258.35	5050.14
投資國外家數比重 (%)	28.34	18.34	27.24	74.00	0.00
員工人數(人)	5.78	8.32	2.00	35.50	1.00
設立年數(年)	5.15	3.79	4.00	15.00	2.00
國內投資案上市家 數(家)	2.18	1.84	2.00	8.50	0.00
國內投資案上市比 例(%)	6.98	6.57	6.21	36.00	0.00

本文所選取的55家樣本公司中，股東人數平均值為55人，這其中原因可能與創業投資公司的資金來源多為法人機關與大企業有關。平均實收資本額為8.1億元，資本額最大者有30億元，最小的只有2億元。就投資國外比重而言，55家樣本公司之平均投資國外比重26.8%，且樣本公司中最大有79%，最小為0%，顯見創業投資公司在投資國內外產業時，所採取的策略並不一致。

## 第二節 因素分析結果

在分析前，須先對抽取之創業投資公司的經營績效變數進行Kaiser-Meyer-Okin檢定(KMO)，判斷這些財務變數是否適合進行因素分析。當KMO值愈大時，表示變數間的共同因素愈多，愈適合進行因素分析，根據Kaiser的理論，KMO值小於0.5是不適合進行因素分析。研究結果顯示，14項財務變數的KMO值為0.819，在可接受範圍內，表示本研究所採用的資料適合進行因素分析。

### 一、因素個數的決定

經由因素分析中的主成份分析法，表4-3為各項因素的特徵值、變異數百分比與累積變異數百分比。因此由表4-4可知因素一的特徵值為7.598，解釋的變異約為54.271%；因素二的特徵值為2.407，解釋的變異約為17.195%，因素三的特徵值為1.088，解釋的變異約為7.770%；因素四的特徵值為1.006，解釋的變異約為7.113%，由因素一、因素二、因素三與因素四所累積解釋的變異數百分比為86.348%。因此以表4-4的結果，本研究選取4個因素，這4個因素解釋原有14項財務變數的變異可達86.348%。

另外，因素的選取亦可利用因素的陡坡檢定(Scree Test)來決定。在Cattell(1965)所發展出的陡坡檢定方法中，他將每一個因素所能解釋之變異數畫在同一圖形上，縱座標為各因素所能解釋之變異數，橫座標為各因素，將各點連線，把陡降後曲線走勢趨於平坦之因素捨棄不用。以圖4-1研判應選取3至5個因素，本研究在此選取4個因素。

表4-3 創業投資公司經營績效變數之特徵值與解釋變異百分比

因素	特徵值	解釋變異 %	累積解釋 變異%	特徵值	解釋變異 %	累積解釋 變異%
1	7.598	54.271	54.271	7.598	54.271	54.271
2	2.407	17.195	71.466	2.407	17.195	71.466
3	1.088	7.770	79.235	1.088	7.770	79.235
4	1.006	7.113	86.348	1.006	7.113	86.348
5	0.789	5.632	91.981			
6	0.642	4.583	96.563			
7	0.279	1.991	98.554			
8	0.151	1.077	99.631			
9	0.04131	0.295	99.926			
10	7.986E-03	5.704E-02	99.983			
11	1.492E-03	1.066E-02	99.994			
12	5.766E-042	4.118E-03	99.998			
13	581E-04	1.844E-03	100.000			
14	3.688E-06	2.635E-05	100.000			

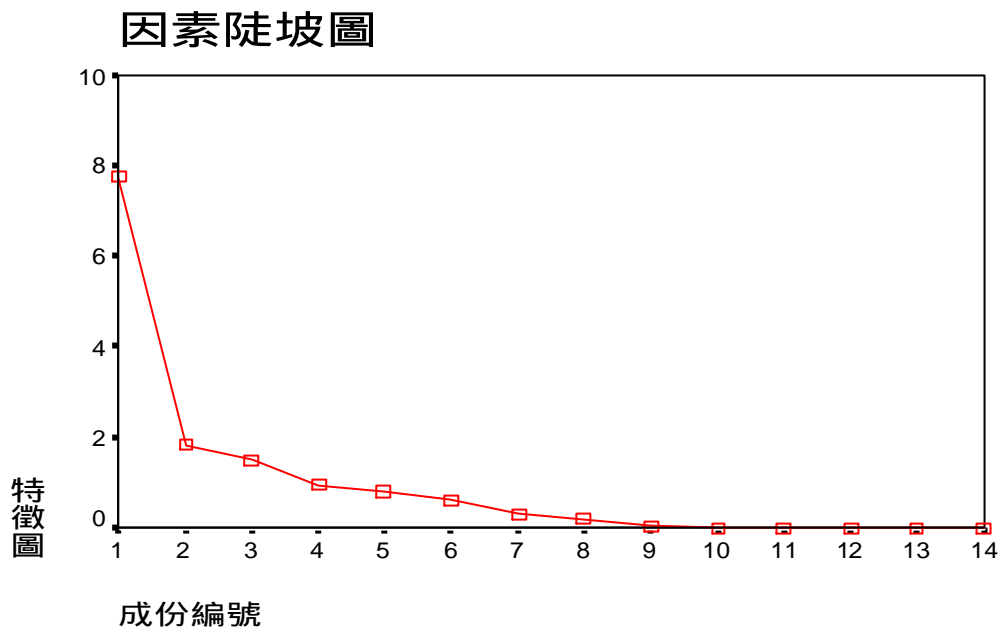


圖4-1 因素陡坡圖

## 二、因素命名

為達本研究之目的，依據前文之研究方法，以14個常用的財務比率進行因素分析，其結果如表4-4所示，再以特徵值大於1為篩選因素指標個數之準則，共萃取4個財務指標，其解釋能力達86.348%，足見具有代表性，至於變數之選取則以因素負荷量大於0.6者為選取目標，共萃取13個代表變數，而其共同因素之命名如下：

### 因素一：獲利能力

在「資產報酬率」、「股東權益報酬率」、「營業損益佔實收資本額比率」、「稅前損益佔營業損益比率」、「每股稅前淨利」、「每股淨值」、「每股盈餘」等7項財務比率皆為大於0.6之因素負荷量，因此將因素一命名為「獲利能力」。

#### 因素二：償債能力

在「流動比率」、「速動比率」與「現金流量比率」3項財務比率的因素負荷量皆為大於0.6之因素負荷量，因此將因素二命名為「償債能力」。

#### 因素三：現金流量

在「純益率」與「現金再投資比率」2項財務比率的因素負荷量皆為大於0.6之因素負荷量，因此將因素三命名為「現金流量」。

#### 因素四：槓桿度

只有「營運槓桿度」1項財務比率有較高的因素負荷量0.946，因此將因素四命名為「槓桿度」。



表4-4 經轉軸後之因素負荷量表

因素 變數	因素一	因素二	因素三	因素四
自有資本比率	0.593	-0.216		
流動比率	-0.230	0.933	0.126	
速動比率	-0.229	0.933	0.126	
資產報酬率	0.968	0.154		
股東權益報酬率	0.976	0.150		
營業損益佔實收資本額比率	0.989	0.104		
稅前損益佔營業損益比率	0.991			
純益率	0.250	0.258	0.697	0.139
每股稅前淨利	0.991			
每股淨值	0.884	0.103		
每股盈餘	0.987			
現金再投資比率	0.123	0.354	0.691	0.226
現金流量比率		0.834	0.355	
營運槓桿度				0.977
解釋變異	54.271	17.195	7.770	7.113
累積解釋變異	54.271	71.466	79.235	86.348

註：陰影部分表示負荷量大於0.6

經由所選取的13個代表變數，再經由轉換分數公式和加權平均公式，計算出各樣本創投公司之指標得分和綜合得分如表4-5所示，且由表4-5我們可以發現，在西元1999至2000年55家台灣地區樣本創投公司之經營績效平均分數為50.006分，大於此平均數之公司有23家，小於此平均數的有32家，績效最好的是漢友創業投資公司，績效最差的是群通創業投資公司。

表4-5 各樣本創投公司經營績效統計表

創投公司	獲利能力	償債能力	現金流量	槓桿度	score
1 中華創投	50.8809	45.3342	53.8844	79.7531	52.4256
2 漢通創投	49.5267	46.4374	53.2263	45.3979	48.9049
3 台灣創投	48.3325	44.9684	54.1138	78.6914	50.6842
4 國際創投	52.0515	45.1356	37.9206	45.5378	48.8668
5 全球創投	54.1728	47.5603	50.3431	45.4539	51.7938
6 菁英創投	50.5996	45.3096	62.3903	45.4321	50.1820
7 中租創投	52.7227	47.5770	54.0139	45.5736	51.2259
8 大華創投	61.3018	45.4228	49.6424	45.3979	55.7812
9 中亞創投	94.6577	45.1523	70.2620	79.2868	81.3391
10 宏誠創投	39.0595	44.8180	51.2947	45.3979	41.8298
11 建功創投	37.9607	46.1261	51.0147	45.9093	41.4166
12 中誠創投	50.2469	45.5782	54.2987	45.4616	49.2882
13 育華創投	40.0057	46.6129	52.0360	47.6271	43.0322
14 中富創投	55.2801	45.0990	56.4114	81.6186	55.5247
15 普實創投	73.5121	44.7285	40.6243	45.3979	62.5058
16 東光創投	44.0512	47.5347	54.6860	45.4368	45.8165
17 惠華創投	43.9040	53.3440	52.3374	45.3979	46.6663
18 新育創投	35.8586	65.7308	50.6604	-9.9342	39.3673
19 華一創投	43.6315	45.5719	57.3135	45.3995	45.3952
20 大亞創投	34.7012	52.7627	50.5339	117.4289	46.5378
21 漢邦創投	66.0036	45.1645	53.9427	45.4958	59.0799
22 德安創投	36.2096	67.3261	51.3795	43.9833	44.4119
23 衍富創投	42.6306	46.5448	53.7860	46.1705	44.7060
24 華中創投	46.9884	45.1638	60.9710	45.3995	47.7529

表 4-5 各樣本創投公司經營績效統計表(續)

25 華大創投	37.1711	46.4714	52.1399	81.2921	44.0050
26 德邦創投	61.2285	44.9617	54.0384	45.2440	56.0262
27 宏通創投	35.2741	49.2979	52.0131	46.3368	40.4850
28 欣鑫創投	42.8561	44.8250	29.3599	45.5409	42.2554
29 盛華創投	33.0272	46.0954	49.9113	45.3979	38.1683
30 中歐創投	47.2052	45.4851	56.2898	83.3286	50.6564
31 普二創投	91.1075	44.8744	38.7286	45.4834	73.4303
32 普訊創投	91.2146	44.8179	35.7584	45.3979	73.2120
33 日鑫創投	70.9177	49.6732	64.7513	45.4166	64.0324
34 泰鑫創投	55.3890	60.8484	53.1667	45.0870	55.4282
35 德和創投	65.1356	44.9296	54.6336	45.4197	58.5435
36 聚利創投	31.7093	73.9685	44.5876	45.3979	42.4115
37 宏鑫創投	54.3117	47.0309	47.6959	45.0870	51.5073
38 旭揚創投	44.9629	45.3401	44.1215	45.2424	44.9859
39 雙勝創投	51.7488	49.8874	50.4245	45.4368	50.7396
40 鴻揚創投	50.6166	58.5497	62.1345	45.4399	52.8070
41 首席創投	54.0975	45.5711	59.3500	45.4305	52.1589
42 歐華創投	39.5116	48.2180	52.8613	46.3990	43.0144
43 富邦創投	36.4770	55.9515	47.1287	66.0639	43.7511
44 承揚創投	35.0105	56.9884	49.5940	45.3979	41.5555
45 漢友創投	105.3051	45.1824	76.2784	45.0870	85.7612
46 益鼎創投	46.0458	46.4847	52.8696	45.4896	46.7019
47 寶通創投	37.3927	47.2599	48.3649	45.3668	41.0023
48 嘉誠創投	38.0925	44.8461	51.3729	45.3979	41.2346
49 美鑫創投	34.1597	89.1562	45.2979	45.3979	47.0399

表 4-5 各樣本創投公司經營績效統計表(續)

50 群通創投	33.5668	66.8589	-6.6391	44.5553	37.4842
51 漢歲創投	36.0920	46.2490	46.9983	45.6902	39.8871
52 華敬創投	44.8227	45.2253	39.3228	46.0290	44.5079
53 大友創投	36.8268	68.4995	25.5840	45.3326	42.8234
54 兆豐創投	45.2009	45.4514	38.5563	45.6015	44.6864
55 和信創投	59.2336	45.9976	56.2194	45.4974	55.1958

### 第三節 集群分析結果

創業投資公司由於公司規模不同，組織架構不同且所投資的標的亦不同，因此每一家創業投資公司的經營績效可能會有所差異，藉由集群分析法，可將樣本創業投資公司進行分群，並依其特性加以命名，並採用區別分析來檢定分群結果之準確度。本節的分析結果將配合下節的變異數分析，驗證集群之間的績效是否有顯著差異，以歸納具有何種特性之創業投資公司其經營績效可能較佳。本研究利用非層次集群方法中之K平均法，依據 13項公司特性變數，對 55家創業投資公司進行分群，分析結果如表4-6所示：

表4-6 K平均法分群結果

集群一(N=46)					集群二(N=9)
1 中華創投	14 中富創投	25 華大創投	38 旭揚創投	50 群通創投	2 漢通創投
3 台灣創投	16 東光創投	26 德邦創投	39 雙勝創投	51 漢崑創投	8 大華創投
4 國際創投	17 惠華創投	27 宏通創投	41 首席創投	52 華敬創投	10 宏誠創投
5 全球創投	18 新育創投	28 欣鑫創投	42 歐華創投	53 大友創投	15 普實創投
6 菁英創投	19 華一創投	30 中歐創投	43 富邦創投	54 兆豐創投	29 盛華創投
7 中租創投	20 大亞創投	33 日鑫創投	44 承揚創投	55 和信創投	31 普二創投
9 中亞創投	21 漢邦創投	34 泰鑫創投	45 漢友創投		32 普訊創投
11建功創投	22 德安創投	35 德和創投	47 寶通創投		40 鴻揚創投
12中誠創投	23 衍富創投	36 聚利創投	48 嘉誠創投		46 益鼎創投
13育華創投	24 華中創投	37 宏鑫創投	49 美鑫創投		

接著藉由區別分析，我們可以得知集群分析的結果具有極高之準確性，歸類在集群一之創投公司有46家，集群二之創投公司有9家，此準確度達到100%。其分析結果如下：

表4-7 區別分析結果

分群結果 / 預測結果比率	集群一	集群二
集群一	46 (100%)	9 (0%)
集群二	46 (0%)	9 (100%)

表4-8是55家創業投資公司標準化後公司特性之變異數分析，由該表的p值可知在「公司規模」、「長期投資淨額」、「平均投資額」、「員工人數」、「國內投資案上市家數」、「國內投資案上市比例」等6項特性的p值均達1%的顯著水準，表示在使用集群方法進行分群後，這6項公司特性變數具有顯著差異。

表4-8 創業投資公司經營特性之變異數分析

公司特性變數	集群		誤差		F值	p值
	平均平方和	自由度	平均平方和	自由度		
股東人數(人)	1256.557	1	7633.918	53	0.165	0.687
公司規模 (億元)	7.3247E+12	1	1.0759E+11	53	68.083	0.000***
投資國外家數 (家)	5.629	1	55.183	53	0.102	0.751
長期投資淨額 (千元)	1.3486E+13	1	99873090269	53	135.030	0.000***
投資國外比重 (%)	5.779E-02	1	4.678E-02	53	1.235	0.271
投資總家數 (家)	514.728	1	196.547	53	2.619	0.112
平均投資額(千 元)	12563823210	1	207240882.5	53	60.624	0.000***
投資國外家數 比重(%)	4.622E-02	1	3.338E-02	53	1.384	0.245
員工人數(人)	1491.681	1	42.457	53	35.134	0.000***
設立年數(年)	37.010	1	13.959	53	2.651	0.109
國內投資案上 市家數(家)	63.505	1	2.239	53	28.361	0.000***
國內投資案上 市比例(%)	3.429E-02	1	3.757 E-03	53	9.129	0.004***

註：\*\*\*表示達1%顯著水準。



表4-9與表4-10為K平均法分群後，2個集群標準化前與標準化後之平均數彙整，從該二個集群標準化後之平均數彙整可看出2個集群的特性：

集群一在「公司規模」、「投資國外家數」、「長期投資淨額」、「投資國外比重」、「投資總家數」、「平均投資額」、「投資國外家數比重」、「員工人數」、「設立年數」、「國內投資案上市家數」等10項特性變數之值均較集群二低，由於集群一資本額較小且投資國外家數、投資總家數與平均投資額較低，在投資行為上較保守。因此，將集群一命名為「投資保守小資本型」。

集群二除了在「股東人數」、「國內投資案上市比例」低於集群一外，其餘10項特性均高於集群一，由於集群二公司規模較大且投資國外家數、投資總家數與平均投資額較高。因此，將集群二命名為「投資積極大資本型」。

表4-9 二組集群公司特性變數(標準化前)

特性變數	集群一 (N=49)	集群二 (N=9)
	平均數	平均數
股東人數(人)	53.41	66.33
公司規模(億元)	648634.24	1635088.89
投資國外家數(家)	9.59	8.72
長期投資淨額(千元)	549998.01	1888505.00
投資國外比重(%)	0.28	0.19
投資總家數(家)	30.62	38.89
平均投資額(千元)	20052.41	60907.12
投資國外家數比重(%)	0.30	0.22
員工人數(人)	3.48	17.56
設立年數(年)	4.78	7.00
國內投資案上市家(家)	1.71	4.61
國內投資案上市比(%)	0.06	0.13

表4-10 二組集群公司特性變數(標準化後)

特性變數	集群	集群一 (N=49)	集群二 (N=9)
		平均數	平均數
股東人數(人)		25.50	7.00
公司規模(億元)		200000	3000000
投資國外家數(家)		2.50	22.00
長期投資淨額(千元)		168846.00	3431565.50
投資國外比重(%)		0.06	0.54
投資總家數(家)		13.50	42.00
平均投資額(千元)		12635.13	81854.33
投資國外家數比重(%)		0.18	0.52
員工人數(人)		2.00	11.00
設立年數(年)		3.00	7.00
國內投資案上市家(家)		1.50	2.00
國內投資案上市比(%)		0.09	0.05

另外，經由第四章第二節的因素分析，萃取出 4 個影響創投公司經營績效的因素構面，並根據這 4 個構面對創投公司分群，藉以瞭解各群創投公司在影響創投公司經營績效的因素構面之差異，並配合下節的變異數分析，探討創投公司經營績效和創投公司特性間交互作用對於創投公司治理機制變數的影響，分析結果如下：

表4-11 K平均法分群結果

集群一(N=47)					集群二(N=8)
2 漢通創投	15 普實創投	27 宏通創投	38 旭揚創投	49 美鑫創投	1 中華創投
4 國際創投	16 東光創投	28 欣鑫創投	39 雙勝創投	50 群通創投	3 台灣創投
5 全球創投	17 惠華創投	29 盛華創投	40 鴻揚創投	51 漢崑創投	9 中亞創投
6 菁英創投	18 新育創投	31 普二創投	41 首席創投	52 華敬創投	14 中富創投
7 中租創投	19 華一創投	32 普訊創投	42 歐華創投	53 大友創投	20 大亞創投
8 大華創投	21 漢邦創投	33 日鑫創投	44 承揚創投	54 兆豐創投	25 華大創投
10宏誠創投	22 德安創投	34 泰鑫創投	45 漢友創投	55 和信創投	30 中歐創投
11建功創投	23 衍富創投	35 德和創投	46 益鼎創投		43 富邦創投
12中誠創投	24 華中創投	36 聚利創投	47 寶通創投		
13育華創投	26 德邦創投	37 宏鑫創投	48 嘉誠創投		

表4-12是55家創業投資公司標準化後公司經營績效之變異數分析，由該表的p值可知在「槓桿度」這1項因素的p值達1%的顯著水準，表示在使用集群方法進行分群後，「槓桿度」此項因素具有顯著差異。

表4-12 創業投資公司經營績效之變異數分析

因素構面	集群		誤差		F值	p值
	平均平方和	自由度	平均平方和	自由度		
獲利能力	3.239	1	271.830	53	0.012	0.913
償債能力	51.565	1	80.587	53	0.640	0.427
現金流量	243.066	1	134.455	53	1.808	0.185
槓桿度	10464.132	1	85.582	53	122.270	0.000***

註：\*\*\*表示達1%顯著水準。

表4-13與表4-14為K平均法分群後，2個集群標準化前與標準化後之平均數彙整，從該2個集群標準化後之平均數彙整可看出二個集群的特性：

集群一在「獲利能力」、「償債能力」與「現金流量」等3項因素構面之值均較集群二高，因此，將集群一命名為「高績效型公司」。

集群二只在「槓桿度」此項因素構面之值較集群一高，因此，將集群二命名為「低績效型公司」。

表4-13 二組集群公司經營績效(標準化前)

因素構面	集群	集群一 (N=47)	集群二 (N=8)
		平均數	平均數
獲利能力		49.90	50.59
償債能力		50.40	47.65
現金流量		49.13	55.10
槓桿度		44.31	83.43

表4-14 二組集群公司經營績效(標準化後)

因素構面	集群	集群一 (N=47)	集群二 (N=8)
		平均數	平均數
獲利能力		35.86	34.70
償債能力		65.73	52.76
現金流量		50.66	50.53
槓桿度		-9.93	117.43

## 第四節 創業投資公司特性與財務績效關聯性之檢定

針對樣本創投公司進行兩集群經營績效單因子之變異數分析，其分析結果如下：

### 一、兩集群經營績效單因子變異數分析

#### (一)獲利能力檢定

表4-15為「投資積極大資本型」與「投資保守小資本型」2個集群，在「獲利能力」因素的單因子變異數分析表。表中p值為0.056，達到10%的顯著水準，意即2個集群在「獲利能力」方面的經營績效指標，有顯著的差異。

表4-15 獲利能力單因子變異數分析

	平方和	自由度	平均平方和	F檢定	p值
組間	969.163	1	969.163	3.822	0.056*
組內	13441.085	53	253.605		
總合	14410.248	54			

註：\*表示達10%顯著水準。

#### (二)償債能力檢定

表4-16為「投資積極大資本型」與「投資保守小資本型」2個集群，在「償債能力」因素的變異數分析表。表中p值為0.262，未達到統計上的顯著水準，意即2個集群在「償債能力」方面的經營績效指標，無顯著的差異。

表4-16 償債能力單因子變異數分析

	平方和	自由度	平均平方和	F檢定	p值
組間	102.460	1	102.460	1.287	0.262
組內	4220.235	53	79.627		
總合	4322.696	54			

### (三)現金流量檢定

表4-17為「投資積極大資本型」與「投資保守小資本型」2集群，在「現金流量」因素的變異數分析表。表中p值為0.626，未達到統計上的顯著水準，意即2個集群在「現金流量」方面的經營績效指標，無顯著的差異。

表4-17 現金流量單因子變異數分析

	平方和	自由度	平均平方和	F檢定	p值
組間	33.207	1	33.207	0.240	0.626
組內	7335.997	53	138.415		
總合	7369.204	54			

### (四)槓桿度檢定

表4-18為「投資積極大資本型」與「投資保守小資本型」2個集群，在「槓桿度」因素的變異數分析表。表中p值為0.373，未達到統計上的顯著水準，意即2個集群在「槓桿度」方面的經營績效指標，無顯著的差異。

表4-18 槓桿度單因子變異數分析

	平方和	自由度	平均平方和	F檢定	p值
組間	225.502	1	225.502	0.809	0.373
組內	14774.496	53	278.764		
總合	14999.998	54			

## 二、兩集群經營績效多變量變異數分析

### (一)兩集群經營績效多變量變異數分析

表4-19為「投資積極大資本型」與「投資保守小資本型」2集群，在「獲利能力」、「償債能力」、「現金流量」與「槓桿度」等4種經營績效指標下，進行之單因子多變量變異數(MANOVA)分析，從該表可知檢定結果，p值為0.174，未達統計上的顯著水準，顯示這2個集群在總體的經營績效沒有顯著的差異。

表4-19 四項經營績效MANOVA分析

	數值	F值	p值
Pillai' s Trace	0.117	1.659	0.174
Wilks' Lambda變數選擇法	0.883	1.659	0.174
多變量顯著性檢定	0.133	1.659	0.174
Roy的最大平方根	0.133	1.659	0.174

接著探討創投公司經營績效和創投公司特性交互作用對於創投公司治理機制變數的影響，以兩因子之多變量變異數分析，探討這種交互作用與創投公司治理機制變數的關係，由表 4-20 可以看出，整體效果在董監事持股比例、董監事會規模、次大股東持股與最大控制股東身兼董事長或總經理，這 4 項變數具顯著差異，公司經營績效主效果在董監事持股比例、董監事會規模與次大股東持股，這 3 項變數具顯著差異，公司特性主效果在次大股東持股與最大控制股東身兼董事長或總經理，這 2 項變數具有顯著差異，公司經營績效與公司特性交互作用在所有治理機制變數間均不具顯著差異，因而得知，公司經營績效與公司特性不具交互作用，而由上述分析得知，公司經營績效會影響到公司特性和董監事持股比例、董監事會規模、次大股東持股與最大控制股東身兼董事長或總經理這 4 項變數間的關係。



表4-20 公司經營績效、公司特性和公司治理機制變數之二因子多變量變異數分析

治理機制變數	c <sub>1</sub>		c <sub>2</sub>		c <sub>3</sub>		c <sub>4</sub>		c <sub>5</sub>		c <sub>6</sub>		c <sub>7</sub>	
	F值	p值	F值	p值	F值	p值	F值	p值	F值	p值	F值	p值	F值	p值
各種效果分析														
整體效果	3.96	0.025*	2.73	0.075*	1.29	0.28	0.70	0.50	0.44	0.65	6.67	0.00***	3.00	0.059*
公司經營績效主效果	7.61	0.00***	4.22	0.04**	2.10	0.15	1.30	0.26	0.55	0.46	3.94	0.052*	0.64	0.43
公司特性主效果	0.002	0.97	2.15	0.15	0.90	0.35	0.28	0.60	0.49	0.49	11.40	0.00***	5.86	0.02**
公司經營績效與公司特性交互作用	0.00	1.00	0.00	1.00	0.00	1.00	0.00	1.00	0.00	1.00	0.00	1.00	0.00	1.00

註：\*表示達 10%顯著水準，\*\*表示達 5%顯著水準，\*\*\*表示達 1%顯著水準。c<sub>1</sub>：董監事持股比例。c<sub>2</sub>：董監事規模。c<sub>3</sub>：法人董監事佔董監事會的席次比例。c<sub>4</sub>：監察人席次。c<sub>5</sub>：董事會中法人股東同時派任董事及監察人。c<sub>6</sub>：次大股東持股。c<sub>7</sub>：最大控制股東身兼董事長或總經理。

## 第五節 多元迴歸模型分析結果

本節是以因素分析得出之經營績效分數做為應變數與治理機制變數執行多元迴歸模型，分析治理機制變數對經營績效之影響。

表4-21顯示出，在迴歸模型之自變數間，存在共線性問題。董監事持股比例與法人董監事佔董監事會的席次比例、董監事規模與監察人席次，這2組變數在1%顯著水準下，相關係數皆大於0.5。因此，為避免共線性問題影響迴歸模型之準確性，本研究將迴歸模型拆解，將以上2組變數，各以其中1個變數單獨進行迴歸分析。

表 4-21 Spearman相關係數表

	董監事持股比例	董監事規模	法人董監事佔董監事會的席次比例	監察人席次	董事會中法人股東同時派任董事及監察人	次大股東持股	最大控制股東身兼董事長或總經理
董監事持股比例	1.000	-0.09(0.514)	0.52(0.00)***	0.051(0.712)	0.45(0.00)***	-0.185(0.176)	-0.26(0.059)*
董監事規模		1.000	-0.095(0.492)	0.72(0.00)***	0.165(0.229)	0.41(0.00)***	-0.176(0.2)
法人董監事佔董監事會的席次比例			1.000	0.064(0.641)	0.37(0.00)***	-0.138(0.316)	-0.212(0.121)
監察人席次				1.000	0.264(0.052)*	0.315(0.019)**	-0.071(0.607)
董事會中法人股東同時派任董事及監察人					1.000	-0.131(0.34)	-0.081(0.555)
次大股東持股						1.000	-0.38(0.00)***
最大控制股東身兼董事長或總經理							1.000

註：\*表示p值達10%顯著水準，\*\*表示p值達5%顯著水準，\*\*\*表示p值達1%顯著水準。

由表4-22可以得知，樣本創投公司之董監事持股比例、董監事規模、監察人席次、次大股東持股、最大控制股東身兼董事長或總經理對經營績效為負相關，而其中董監事持股比例，達5%顯著水準，次大股東持股達到10%顯著水準。而法人董監事佔董監事會的席次比例與董事會中法人股東同時派任董事及監察人對經營績效為正相關。與本研究之研究假設相比，除了董監事持股比例、監察人席次、董事會中法人股東同時派任董事及監察人與次大股東持股比率外，其對經營績效之影響方向皆合乎預期方向。茲將變數之實證影響方向與預期影響方向整理比較於表4-23。

表4-22 治理機制對經營績效之影響表

自變數	1	2	3	4	5	6
常數項	69.939(0.000)	67.532(0.000)	70.864(0.000)	68.779(0.000)	60.730(0.000)	59.242(0.000)
董監事持股比例	-0.16(0.048**)	-0.155(0.058*)	-0.16(0.041**)	-0.14(0.055*)		
董監事規模	-0.372(0.356)		-0.381(0.337)		-0.292(0.480)	
法人董監事佔董監事會的席次比例	1.678(0.808)	2.454(0.722)			-3.286(0.621)	-2.471(0.707)
監察人席次		-1.064(0.424)		-1.051(0.426)		-1.052(0.442)
董事會中法人股東同時派任董事及監察人	2.766(0.415)	2.668(0.434)	2.924(0.376)	2.856(0.392)	0.486(0.882)	0.647(0.846)
次大股東持股	-8.204(0.121)	-8.464(0.110)	-8.272(0.114)	-8.65(0.098*)	-6.525(0.223)	-6.487(0.221)
最大控制股東身兼董事長或總經理	-0.336(0.927)	0.152(0.967)	-0.461(0.898)	-0.029(0.993)	1.591(0.665)	1.974(0.593)

註：\*表示p值達10%顯著水準，\*\*表示p值達5%顯著水準。

表4-23 變數對經營績效之影響方向比較表

變數	預期影響方向	實證影響方向
董監事持股比例	+	-
董監事規模	-	-
法人董監事佔董監事會的席次比例	+	+
監察人席次	+	-
董事會中法人股東同時派任董事及監察人	-	+
次大股東持股	+	-
最大控制股東身兼董事長或總經理	-	-

## 第六節 研究結論

本文首先運用因素分析萃取經營績效指標，然後利用Chebyshev不等式得出經營績效分數，接著使用集群分析，對55家創業投資公司進行分群，其中集群一命名為「投資保守小資本型」，集群二命名為「投資積極大資本型」。在「公司規模」、「長期投資淨額」、「平均投資額」、「員工人數」、「國內投資案上市家數」、「國內投資案上市比例」等6項特性的p值均達1%的顯著水準，表示在使用集群方法進行分群後，這6項公司特性變數具有顯著差異。

此外本文進一步研究，創投公司治理機制變數對經營績效之影響，結果發現在7個治理變數中，董監事持股比例、董監事規模、監察人席次、次大股東持股、最大控制股東身兼董事長或總經理對經營績效為負相關，而其中董監事持股比例，達5%顯著水準，次大股東持股達到10%顯著水準。而法人董監事佔董監事會的席次比例與董事會中法人股東同時派任董事及監察人對經營績效為正相關。與本研究之研究假設相比，董監事規模、法人董監事佔董監事會的席次比例與最大控制股東身兼董事長或總經理，其對經營績效之影響方向皆合乎預期方向，不合乎預期方向的有董

監事持股比例，監察人席次、董事會中法人股東同時派任董事及監察人與次大股東  
持股比率。

## 第五章 結論與建議

本章共分二節，第一節為結論，係對第四章所進行的實證分析結果做說明。第二節為後續研究建議。

### 第一節 結論

本研究以西元1999至2000年55家台灣地區創投公司之財務報告書為資料，運用因素分析萃取我國創投公司之經營績效分數，並運用多元迴歸分析探討治理機制與經營績效之關聯性。實證結果發現，經由集群分析，本研究將所選取的55家樣本創投公司分成2群，分別為「投資積極大資本型」共9家與「投資保守小資本型」共46家，這2個集群在12項公司特性變數中有6項變數具有顯著差異。

集群一「投資保守小資本型」在「公司規模」、「投資國外家數」、「長期投資淨額」、「投資國外比重」、「投資總家數」、「平均投資額」、「投資國外家數比重」、「員工人數」、「設立年數」、「國內投資案上市家數」等10項特性變數之值均較集群二「投資積極大資本型」低，是由於集群一「投資保守小資本型」資本額較小且投資國外家數、投資總家數與平均投資額較低，在投資行為上較保守。集群二「投資積極大資本型」除了在「股東人數」與「國內投資案上市比例」低於集群一「投資保守小資本型」外，其餘10項特性均高於集群一「投資保守小資本型」，是由於集群二「投資積極大資本型」公司規模較大且投資國外家數、投資總家數與平均投資額較高。

此外經由因素分析，萃取出4個影響創投公司經營績效的因素構面，並根據這4個構面對創投公司分群，分析結果為：「槓桿度」這1項因素的p值達1%的顯著水準，表示在使用集群方法進行分群後，「槓桿度」此項因素具有顯著差異。

在治理機制對經營績效之影響方面，樣本創投公司之董監事持股比例、董監事規模、監察人席次、次大股東持股、最大控制股東身兼董事長或總經理對經營績效為負相關，而其中董監事持股比例，達5%顯著水準，次大股東持股達到10%顯著水準。而法人董監事佔董監事會的席次比例與董事會中法人股東同時派任董事及監察人對經營績效為正相關。與本研究之研究假設相比，董監事規模、法人董監事佔董監事會的席次比例與最大控制股東身兼董事長或總經理，其對經營績效之影響方向皆合乎預期方向，不合乎預期方向的有董監事持股比例，監察人席次、董事會中法人股東同時派任董事及監察人與次大股東持股比率。

此外研究結果發現，當董監事持股比例越高，樣本創投公司績效越差。由於董監事持股比例越高之創投公司，股權越集中於同一股東或集團，甚至完全為一集團所擁有，於此情況下，此種股權集中之創投公司自然投資決策較著重於同一股東或集團之整體策略考量，其經營績效較差才是，因此，在這種情形下，董監事持股比例與創投公司績效呈負相關。

其次，本研究也發現當公司有次大股東持股達到5%以上者，樣本創投公司績效越差。由於我國家族企業經營的危機於西元1998年地雷股事件開始引爆，例如：東隆五金的范氏家族、萬有紙業、台中精機、廣三集團、美式家具等，挪用公司資金護盤，而導致很多家族企業走入破產的命運，衍生了本土性金融危機。因此當家族企業持股比率過高，經營權與所有管理權不分，此時就很容易有弊端的產生，而在加上樣本創投公司的小股東通常持有股權比例較低，且人數眾多不易凝聚力量，顯示小股東的權益有遭漠視之虞，因此在即使有次大股東的情況下，也實難以發揮次大股東應有的監督及制衡功能，因此，在這種情形下，次大股東持股與創投公司績效呈負相關。

本文的研究發現強調，投資人必須重視樣本創投公司是否存在董監事持股過高的現象，以及在董監事持股比例過高的情況下，公司即使存在次大股東，也無法發揮應有的監督功能，因為在董監事持股過高的情況下，可能會造成創投公司的投資決策較著重於母公司之整體策略考量，而次大股東因為持有股權比例較低，且人數眾多不易凝聚力量，因此對公司績效沒有顯著正面的幫助。投資人必須瞭解到董監事持股比例過高所帶給公司的負面影響，才能避免遭受損失，對於投資人的投資行為才能更有保障。

## 第二節 後續研究建議

- 一、本研究僅以 55 家創業投資公司作為樣本，受限於樣本數、相關資料不足等因素，在統計推論上的數據稍嫌薄弱，因此後續研究者若能取得更多創業投資公司的財務資料，對於創業投資公司的績效應能做出更客觀的描述與推論，使研究成果更具參考性。
- 二、本研究在經營績效方面，僅以財務資料為研究變數，至於經營績效的非財務面，例如：管理階層的能力、經驗與操守等等，缺乏客觀的標準與資訊去衡量，因此未列入研究變數範圍。因此後續研究者，若能加入非財務性的指標來評估創投公司的經營績效，應能使經營績效評估更完整有意義。
- 三、本研究以西元 1999 至 2000 年間之 55 家創業投資公司做為本文的研究樣本，因受限於創投公司的內部資料取得困難，因此以西元 1999 至 2000 年作為本文的研究期間，因此後續研究者，若能取得更多更新創業投資公司的內部資料，必能使研究結果更具參考性。



四、本研究在公司治理機制與經營績效方面，因受限於創投公司的內部資料取得困難，以 7 項治理機制變數以及 14 項經營績效變數，代表創投公司之治理機制與經營績效，若是後續研究者能取得更多更新創業投資公司的內部資料，以更能凸顯、代表創投公司之治理機制與經營績效變數作為研究變數，必能使研究成果更具參考性。

## 參考文獻

### 中文部份

- 王建安(2002),「公司治理的模式與評估」,台灣金融財務季刊,第3卷第3期,159-186頁。
- 江健成(2001),「公司治理對目標公司績效影響之研究」,輔仁大學金融研究所未出版之碩士論文。
- 李幸紋(1994),「公司控制型態,董事會類型與公司經營績效之研究」,中央大學企業管理研究所未出版之碩士論文。
- 李佳珍(1999),「台灣地區漁會信用部經營績效之研究」,農業金融論叢,第4卷第1期,197-215頁。
- 李亦達(2002),「創業投資公司隻經營績效評估 灰關聯分析之應用」,大葉大學事業經營研究所碩士論文。
- 李俊德(1983),「我國企業董事會功能之研究」,政治大學企業管理研究所未出版之碩士論文。
- 吳昆皇(1995),「上市公司董事會組成與特性對企業經營績效之關聯性研究」,台灣大學商學研究所未出版之碩士論文。
- 吳健頤(1999),「董事會觀摩對公司價值的影響」,中正大學財務金融研究所未出版之碩士論文。
- 沈仰斌與夏侯欣榮(2002),「台灣創投公司投資績效之實證研究」,中興大學2002年台灣財務金融學會研討會。

- 邱正仁、陳文進與高蘭芬(2001),「影響創業投資事業投資報酬因素之研究」,中山管理評論,第9卷第1期,11-35頁。
- 林象山、黃仁杰(1995),「高科技投資報酬率之探討:以創業投資事業為例」,中山管理評論,第3卷第4期,24-41頁。
- 林榮達與黃毓婷(2004),「不同創投型態下最適投資決策模式」,管理與系統,第11卷第1期,55-71頁。
- 林紓璋(2001),「公司監製、產品市場經徵程度與公司績效之關聯性研究」,中正大學會計研究所碩士論文。
- 林玉霞(2002),「台灣未上市公司代理問題,公司治理與股東價值之研究」,中原大學會計研究所未出版之碩士論文。
- 林建宏(1998),「台灣創業投資公司投資行為與經營績效關聯性之研究」,政治大學企業管理研究所碩士論文。
- 林明謙(2000),「股權結構,董事組成對大股東介入股市行為影響之研究」,輔仁大學金融研究所碩士論文。
- 林思瑢(2000),「以財務及非財務性指標評估建築投資業經營績效之研究」,中央大學土木工程研究所碩士論文。
- 林君玲(1999),「企業財務危機預警之研究 考慮公司監理問題」,台灣大學會計系碩士論文。
- 林興佩(2001),「董事會對創業投資公司績效影響之研究」,政治大學企業管理學系未出版之碩士論文。
- 侍台誠(1994),「董事會特性中家族因素與經營績效之實證研究 兼論法人董事的影響」,台灣大學會計研究所未出版之碩士論文。

柯承恩(2000),「我國公司監理體系之問題與改進建議(上)」,會計研究月刊,第173期,79-81頁。

柯承恩(2000),「我國公司監理體系之問題與改進建議(下)」,會計研究月刊,第173期,79-83頁。

涂立薇(2000),「創業投資公司特性與盈餘績效之研究」,東海大學企業管理研究所碩士論文。

孫秀蘭(1996),「董事會制度與企業經營績效之研究」,台灣大學財務金融研究所未出版之碩士論文。

翁淑育(2000),「台灣上市公司股權結構、核心代理問題及公司價值之研究」,輔仁大學金融研究所碩士論文。

許淑玲(2002),「所有權集中程度、董監事會組成特質與公司績效關係之研究」,嘉義大學管理研究所未出版之碩士論文。

張詩玫(1998),「董事會特性與公司經營績效關聯性探討」,台灣大學財務金融研究所未出版之碩士論文。

張明峰(1990),「股權結構對公司績效影響之研究」,政治大學企業管理研究所未出版之碩士論文。

張旭玲(1998),「我國股市上市股權結構暨經營績效之研究」,成功大學會計研究所碩士論文。

張峻萍(1999),「公司監製與經營績效之關係」,台灣大學會計研究所碩士論文。

菅瑞昌(2003),「關係銀行、公司治理與銀行風險承擔行為之研究」,風險管理學報,第5卷第3期,393-410頁。

陳文進(1998),「我國創業投資事業投資報酬率之研究」,成功大學會計研究所碩士論文。

陳一民(2003),「創投基金與研發經費對知識經濟體密集度之探討」,管理與系統,第10卷第2期,115-148頁。

陳曉芸(1999),「從代理理論之觀點探討股權結構對保險經營之影響」,政治大學風險管理與保險學研究所碩士論文。

陳柏融(2002),「股權結構、監理體制與公司價值之研究—以台灣上市公司為例」,中山大學企業管理研究所未出版之碩士論文。

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：代理理論」,台大管理論叢,第7卷第2期,57-89頁。

葉銀華、蘇裕惠、柯承恩與李德冠(2003),「公司治理機制對於關係人交易的影響」,正卷市場發展季刊,第15卷第4期,69-106頁。

葉銀華、李存修與柯承恩(2002),公司治理與評等系統,台北:商智文化事業股份有限公司。

葉框時(1995),「公司上市審議委員的認知與決策行為」,中山大學企業管理研究所未出版之碩士論文。

高蘭芬(2002),「董監事股權質押之代理問題對會計資訊與公司績效之影響」,成功大學會計研究所博士論文。

康家祥(2003),「接管行為與公司治理之關聯性研究」,高雄第一科技大學財務管理研究所碩士論文。

黃俊英(2003),多變量分析,華泰書局。

黃元伯(2002),「創投公司投資潛在價值與潛在報酬率決定因素研究」,實踐大學企業管理研究所碩士論文。

黃鈺光(1993),「我國上市公司董事會特性與經營績效之研究」,台灣大學會計研究所未出版之碩士論文。

楊慧玲(2000),「董事會結構及其變動對股東財富及經營績效影響之研究」,朝陽科技大學企業管理研究所未出版之碩士論文。

楊勝淵(1999),「台灣企業購併實質效益之研究」,成功大學國際企業研究所未出版之碩士論文。

嚴田保(1999),「台灣創業投資事業公司屬性與財務績效關聯性之研究」,成功大學會計研究所碩士論文。

施家洲(2002),「台灣地區創業投資公司特性與經營績效之關聯性」,台北大學合作經濟學系碩士論文。

劉韻僖與葉匡時(1999),「強化國內經濟體質：企業間空之研究」,經濟情勢暨評論,第5卷第1期,1-22頁。

簡上智(1995),「家族企業上市後股權結構變動對企業經營績效影響之研究」,成功大學企業管理研究所碩士論文。

蕭黎明(1993),「台灣上市公司最高主管之報償、持股比例與公司績效之關係研究」,台灣大學財務金融學研究所未出版之碩士論文。

魏早啟(1997),「上市公司董監事特性與經營績效之研究」,東吳大學會計研究所碩士論文。

顧啟聖(2000),「股權結構、高階主管薪酬與經營校陸之研究-本國壽險公司之實證」,逢甲大學保險學系碩士論文。

## 英文部份

- Alkhafaji, A. F.(1989), “Global Marketing News,” *Journal of Global Marketing*, Vol.32, pp.117-124.
- Bacon, J.(1973), *Corporate Directorship Practices: Membership and Committees of the Board*, New York: The Conference Board and American Society of Corporate Secretaries.
- Barnhart, S. W. and S. Rosenstein(1998), “Board Composition, Managerial Ownership and Firm Performance: An Empirical Analysis,” *The Financial Review*, Vol.33, pp.1-16.
- Beasley, M. S.(1996), “A Empirical Analysis of the Relation between the Board of Directors Composition and Financial Statement Fraud,” *The Accounting Review*, Vol.71, pp.443-465.
- Brealey, R. A. and S. C. Myers(1932), *Principles of Corporate Finance*, Singapore: McGraw-Hill Companies, Inc.
- Cattell, R. B.(1965), *The scientific analysis of personality*, Baltimore, MD: Penguin.
- Chaganti, R. S., V. Mahajan and S. Sharma(1985), “Corporate Board SALES, Composition, and Corporate Failures in the Retailing Industry,” *Journal of Management Studies*, Vol.22, pp.400-417.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L. H. P. Lang(1999), “Expropriation on minority shareholders: Evidence form East Asia,” *Policy research working paper*, The World Bank.
- Core, J. E., R. W. Holthausen and D. F. Larcker(1999), “Corporate Governance, Chief Officer Compensation, and Firm Performance,” *Journal of Financial Economics*, Vol.51, pp.371-406.

- Davidson(1997), “Statistical Inference for the Measurement of the Incidence of Taxes and Transfers,” *Econometrica*, Vol.65, pp.1453-1465.
- Demsetz, H.(1983), “The Structure of Corporate Ownership and the Theory of the Firm,” *Journal of Law Economics*, Vol.26, pp.375-390.
- Drucker, P. F.(1974), *Management: Tasks, Responsibilities, Practices*, New York, Harper and Row.
- Easterbrook, F. H.(1984), “Two Agency-cost Explanations of Dividends,” *American Economic Review*, Vol.74, pp.650-659.
- Eisenberg, M. A.(1976), “Legal Model of Management Structure in the Modern Corporation, Officers, Directors, and Accountants,” *California Law Review*, Vol.63, pp.370-375.
- Fama, E F.(1980), “Agency Problems and the Theory of the Firm,” *Journal of Political Economy*, Vol.88, pp.288-307.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen(1983), “Separation of Ownership and Control,” *Journal of Law and Economics*, Vol.26, pp.301-325.
- Furst, O. and S. H. Kang(1998), *Corporate governance, expected operating performance, and pricing*, Yale School of Management.
- Garratt, B.(1993), “The Learning Board.” *Director*, Vol.46, pp.62-66.
- Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach(2001), *Boards of Directors as a Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature*, NBER Working Paper No.8161.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling(1976), “Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305-360.



- Jensen, M. C. and K. J. Murphy(1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives," *Journal of Political Economy*, Vol.98, pp.225-263.
- Jensen, M. C. and R. Ruback(1983), "The market for corporate control: The scientific evidence," *Journal of Financial Economics*, Vol.11, pp.5-50.
- Jensen, M. C.(1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control System," *Journal of Finance*, Vol.68, pp.831-880.
- Kesner, I. F. and D. R. Dalton(1987), "Composition and CEO Duality in Boards of Directors: An International Perspective," *Journal of International Business Studies*, Vol.18, pp.33-42.
- La Porta, R., F.Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny(1998), "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, Vol.106, pp.1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer And R. W. Vishny(2000), "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics*, Vol.58, pp.3-27.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer(1999), "Corporate Ownershiparound the World," *The Journal of Finance*, Vol.2, pp.471-517.
- McConnell, J. J. and H. Servases(1990), "Additional Evidence on Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Econonics*, Vol.27, pp.595-612.
- Miller, M. H. and F. Modigliani(1961), "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, Vol.34, pp.441-433.
- Mimick, R. H.(1986), "The New Age Board of Directors," *Business Quarterly*, Vol.50, pp.48-55.

- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny(1988), “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.293-315.
- Patton, A. and J. C. Baker(1987), “Why Won’t Directors Rock the Boat?” *Harvard Business Review*, Vol.65, pp.10-18.
- Pound, J.(1988), “Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight,” *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.237-265.
- Rechner, P. L. and D. R. Dalton(1991), “CEO Duality and Organization Performance: A Longitudinal Analysis,” *Journal of Strategic Management*, Vol.12, pp.155-260.
- Rozeff, M. S.(1982), “Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratio,” *Journal of Financial Research*, Vol.5, pp.249-259.
- Shleifer, A. and Vishny(1997),“ A survey of corporate governance,” *Journal of Finance*, Vol.52, pp.737-783.
- Volpin, P. F.(2002), “Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy,” *Journal of Financial Economics*, Vol.64, pp.61-90.
- Yermack, D.(1996), “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors,” *Journal of Financial Economics*, Vol.40, pp.185-211.
- Zahra, S. A.(1989), “Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model,” *Journal of Management*, Vol.15, pp.291-334.

## 附錄 樣本創業投資公司基本資料

表A-1 樣本創業投資公司資料表

創投公司	地址	資本額	設立日期	董事長	總經理
1 中華創投	台北市敦化南路 2段99號27樓	5億元	西元1995年 11月21日	劉泰英	劉泰英
2 漢通創投	台北市基隆路1 段333號18樓	18億元	西元1986年6 月26日	苗豐盛	苗豐盛
3 台灣創投	台北市民生東路 2段143號6樓	2億元	西元1987年5 月21日	柯長崎	李正明
4 國際創投	台北市敦化南路 2段76號18樓	6億元	西元1987年 12月3日	高英士	陳立武
5 全球創投	台北市衡陽路91 號5樓	12億元	西元1988年6 月13日	黃興來	紀關福
6 菁英創投	台北市忠孝東路 4段563號13樓	6億元	西元1990年7 月13日	許勝雄	朱平
7 中租創投	台北市復興北路 420號5樓	5億元	西元1991年2 月4日	王伯文	王伯文
8 大華創投	台北市忠孝東路 563號16樓	15億元	西元1992年3 月24日	何壽川	施大紹
9 中亞創投	台北市敦化南路 2段99號27樓	8億元	西元1993年5 月26日	胡定吾	胡定吾
10 宏誠創投	台北市敦化南路 2段76號2樓	30億元	西元1993年9 月21日	曹興成	曹興成
11 建功創投	台北市民生東路 3段138號12樓	8億元	西元1994年 11月9日	胡定華	李執鐸
12 中誠創投	台北市復興北路 420號5樓	6億元	西元1995年5 月23日	王伯元	王伯元
13 育華創投	台北市愛國東路 22號15樓	8億元	西元1995年5 月17日	高育仁	蔡美麗
14 中富創投	台北市敦化南路 2段99號27樓	7億元	西元1996年2 月16日	李庸三	林軍
15 普實創投	台北市民生東路 3段115號10樓	26億元	西元1996年9 月6日	柯文昌	柯文昌
16 東光創投	台北市復興北路 420號5樓	8億元	西元1996年 10月5日	黃茂雄	王伯元
17 惠華創投	台北市敦化南路 1段245號3樓	8億元	西元1997年2 月25日	徐立德	張立言
18 新育創投	台北市和平東路 2段106號6樓	4億元	西元1997年2 月5日	陳民瞻	張先玲

表A-1 樣本創業投資公司資料表(續)

19 華一創投	台北市信義路4段184號7樓	6億元	西元1997年5月14日	賴勝惠	賴勝惠
20 大亞創投	台北市仁愛路4段169號13樓	7億元	西元1998年5月21日	沈尚弘	沈尚弘
21 漢邦創投	台北市民生東路3段117號14樓	10億元	西元1997年6月12日	焦佑倫	焦佑倫
22 德安創投	台北市南京東路5段108號9樓	8億元	西元1997年7月3日	陳鴻智	王盛中
23 衍富創投	台北市仁愛路4段169號14樓	5億元	西元1998年2月25日	陳天貴	蔡若碧
24 華中創投	台中市博館路87號12樓	5億元	西元1998年3月10日	廖本林	廖本林
25 華大創投	台北市仁愛路4段376號15樓	6億元	西元1997年2月4日	林維邦	林維邦
26 德邦創投	新竹市南大路130號2樓之2	4億元	西元1998年4月10日	詹尚德	詹尚德
27 宏通創投	台北市松江路261號10樓	8億元	西元1998年7月1日	施振榮	鄭瑞雨
28 欣鑫創投	台北市民生東路3段128號13樓	5億元	西元1998年7月27日	王國肇	陶繼冬
29 盛華創投	台北市八德路2段232號10樓	20億元	西元1999年5月24日	宋鐵民	宋鐵民
30 中歐創投	台北市敦化南路2段99號27樓	6億元	西元1989年7月31日	劉泰英	林軍
31 普二創投	台北市民生東路3段115號10樓	12億元	西元1990年12月26日	柯文昌	柯文昌
32 普訊創投	台北市民生東路3段115號10樓	24億元	西元1989年12月28日	柯文昌	柯文昌
33 日鑫創投	台北市民生東路3段115號13樓	7億元	西元1996年2月2日	盧瑞彥	邱羅火
34 泰鑫創投	台北市民生東路3段115號13樓	7億元	西元1996年9月13日	陳武雄	邱羅火
35 德和創投	台北市南京東路5段108號9樓	8億元	西元1990年12月29日	陳鴻智	夏永旭
36 聚利創投	台北市忠孝東路4段212號9樓	7億元	西元1995年4月27日	吳亦圭	葉德昌
37 宏鑫創投	台北市民生東路3段128號13樓	7億元	西元1996年12月23日	蔡明介	宋德風

表A-1 樣本創業投資公司資料表(續)

38	旭揚創投	台北市基隆路1段333號12樓	12億元	西元1997年 10月22日	邵中和	張國威
39	雙勝創投	台北市民生東路 2段143號5樓	5億元	西元 1996年 2月 8日	林瀚東	李正明
40	鴻揚創投	台北市信義路4 段267號8樓	20億元	西元 1996年 9月 6日	郭台銘	莊宏仁
41	首席創投	台北市敦化南路 1段336號13樓	2億元	西元 1997年 6月 11日	林坤銘	林坤銘
42	歐華創投	台北市愛國東路 22號15樓	8億元	西元 1980年 3月 22日	高育仁	蔡美麗
43	富邦創投	台北市仁愛路4 段169號13樓	5億元	西元 1996年 12月 27日	蔡明忠	李柱信
44	承揚創投	台北市忠孝東路 4段148號7樓	10億元	西元 1998年 5月 13日	蔡奮鬥	蔡奮鬥
45	漢友創投	台北市民生東路 3段117號14樓	10億元	西元 1995年 11月 25日	焦佑倫	焦佑倫
46	益鼎創投	台北市忠孝東路 2段123號17樓	9億元	西元 1996年 12月 24日	朱炳昱	邱德成
47	寶通創投	台北市松江路 261號10樓	6億元	西元 1998年 6月 16日	洪星程	洪星程
48	嘉誠創投	新竹市光復路1 段526號2樓	4億元	西元 1998年 7月 27日	黃誌銘	黃誌銘
49	美鑫創投	台北市民生東路 3段128號13樓	5億元	西元 1999年 12月 20日	陳致遠	李岳貞
50	群通創投	台北市南京東路 2段8號10樓	6億元	西元 1999年 9月 18日	張耀煌	姜長安
51	漢歲創投	台北市民生東路 3段117號14樓	5億元	西元 1999年 8月 2日	黃惠玲	黃惠玲
52	華敬創投	台北市敦化南路 2段105號17樓	7億元	西元 1998年 2月 10日	莊月清	陳仕信
53	大友創投	台北市南京東路 2段123號10樓	6億元	西元 1998年 8月 27日	林隆士	王伯元
54	兆豐創投	台北市敦化南路 2段105號17樓	7億元	西元 1998年 2月 9日	唐松章	陳仕信
55	和信創投	台北市復興北路 420號5樓	53億元	西元1995年 1月23日	顏和永	陳世錦