

## 大股東與董監持股交互關係對企業經營績效影響之研究

黃錦川<sup>1</sup> 朱美珍<sup>2</sup> 張庭瑄<sup>3</sup> 陳怡雯<sup>4</sup>

<sup>1</sup> 銘傳大學資訊管理學系 kid05282001@yahoo.com.tw

<sup>2</sup> 銘傳大學資訊管理學系 mcchu@mail.mcu.edu.tw

<sup>3</sup> 銘傳大學資訊管理學系 tammychang67@hotmail.com

<sup>4</sup> 銘傳大學資訊管理學系 evita0307@hotmail.com

### 摘要

公司治理與股權結構已被證實對企業經營績效是有影響的。但綜觀目前研究董監持股比率與大股東對於企業經營績效之相關性結果並不一致，這或許是因為目前文獻皆僅是單獨由董監持股或大股東持股研究對於企業經營績效關係，所以在本研究中，是同時由董監與大股東持股狀況去探討與企業經營績效相關性，分別由董監持股與大股東持股多寡四象限，以及董監持股增減與大股東持股增減四象限，去探討與企業經營績效的關聯性。初步結果顯示，當董監持股變多但大股東持股變少時，經營績效會變差，另一方面，董監持股多且大股東持股少，其經營績效也表現不佳。這樣的結果和過去僅由單一方向去探討存在差異且具備很大的解釋空間。

關鍵字： 公司治理、董監持股、大股東持股、經營績效

## 1. 前言

歐洲債務危機是近日來全球財經界最為關心的議題之一，甚至有學者認為歐洲債務問題是2008年美國次級房貸所引發的全球經濟海嘯至今的餘波盪漾。提出此一論點的學者認為歐美各國為了刺激經濟成長，財政與貨幣政策雙管齊下，或是狂印鈔票，或是擴大政府支出。幾年下來，這些經濟猛藥並未使全球經濟脫離險境，而引發可能更嚴重的後遺症(陳錫蕃與吳銘彥，2011)。

在2008年金融海嘯中雷曼兄弟垮台，美國政府祭出7000億美元紓困是屬於直接購買，其目的就是要改變公司治理的要項—股權結構的改變(林泉源，2009)。而在90年代亞洲金融風暴發生後，也已有眾多的研究報告均指出亞洲企業公司監理機制的完善是導致金融風暴發生的原因之一(黃啟倫，2006)。再看國內，1999年東隆案、2004年博達、訊諜及皇統案、2007年力霸及東森的重大掏空弊案，都曝露出國內公司治理的許多問題，使得企業經營面臨重大的挑戰，不只造成股東及債權人的損失，更在金融市場造成連鎖反應。追究其原因，更可發現這些企業的股權和控制權在某種程度上集中於家族或富有投資者的手中，大股東會利用金字塔結構及交叉持股來增加對公司決策的影響。

鑑於前述的事件發生，公司治理(Corporate Governance)衍然成為近年來管理學界與實務界最熱門的議題之一。我國也分別在2001年、2003年、2006及2007年多次修訂公司法、證交法及其它相關法規，更進一步將公司治理原則法制化，使其具有法律約束力(黃資東，2009)。公司治理機制愈佳的企業，其財務報表不實的機率將可大為降低，所創造出來的企業價值就會愈高。

目前已有許多研究顯示財務指標可用來評估企業經營績效的成果。但近年來陸續發生全球及亞洲的金融風暴與次貸風波，我們可發現公司治理、股權結構與企業經營績效關係的研究已成為國內、外財經學界所關心的重要議題。包含Bhagat and Bolton (2008)、馮政武(2006)及葉銀華、李存修與柯承恩(2002)研究都顯示，公司治理、股權結構與企業經營績效存在著相關性。

股權結構包含管理者的持股比率、內部人的持股比率、董監事的持股比率及大股東的持股比率。董事會雖在公司治理裡扮演相當程度的地位，但董監事及其關係人買賣公司股票，皆須經過申報轉讓持股，且董監事的持股並未代表就是所有持股者中占多數的大股東。因此，近期已有的研究者在研究中加入了大股東持股與企業績效關係之探討。

公司治理與股權結構與企業經營績效間有相關性，但綜觀目前研究董監事的持股比例及大股東的持股比例與企業經營績效的相關性與顯著性的結果的一致性並不高，例如在董監持股對於企業經營績效的相關性研究上，簡誌忠(2008)、廖秀梅(2004)、黃啟倫(2006)研究認為董監持股比率愈高，愈能產生正向誘因使控制股東努力經營公司，其公司價值相對會較高，但是在林泉源(2009)、李馨蘋(2009)、王淑芬(2008)卻有不同結論。同樣的，在大股東持股對於企業經營績效

相關研究上，黃資東(2009)、林泉源(2009) 研究結果顯示在大股東持股比例方面，整體而言與經營績效存在負相關。沈玟君(2008)，發現「投資政策派」股東與績效政策有顯著之正向關聯，陳麗娟(2004)則認為在紡織業是負相關，電子業為正相關，黃啟倫(2006)研究顯示為正相關。

目前既有的文獻皆是分別探討董監持股及大股東持股對企業經營績效的表現及相關性。所得到的研究結果幾乎是董監持股對企業經營績效的關係或大股東持股對企業經營績效的關係。然而對於同時從董監與大股東持股狀況評估企業經營績效相關性的研究文獻較少提及。

另外，在對於大股東的定義上，過去依據證券交易法第 22-2 條與第 25 條規定得知，公開發行股票之公司於登記後，應即將其董事、監察人、經理人及持有股份超過股份總額百分之十之股東，所持有之本公司股票種類、股數及票面金額，向主管機關申報並公告且每個月為之。因此，過去研究中的大股東定義多以持股超過股份總額百分之十之股東才視為大股東(林泉源，2009；李馨蘋與黃啟倫，2009)。由於每個月申報並公告，對投資者是否有可能利用其它人頭帳戶取得持股但不超過百分之十的可能性即高。因此，在實務上其公告持股超過百分之十之股東數據是否能真實反應這是很值得探討的。

綜觀上述的討論，例如董監持股高且大股東持股高與董監持股低但大股東持股高在經營績效上有差異性嗎？另外，目前台灣集保結算所已可逐月提供持股超過一千張以上的股東持股比例之詳細數據，倘若大股東定義為採用持股一千張以上的股東皆視為大股東是否較能真實反應公司經營績效。因此，本研究主要探討(一)透過董監持股及大股東持股多寡兩者合併後不同類型分別探討對經營績效與股價的影響(二)透過董監持股變化及大股東持股變化多寡兩者合併後不同類型分別探討對經營績效的影響。茲分別以董監持股及大股東持股高低關係分成四象限關係圖如圖 1 所示，(TYPE(B1)表示董監持股低但大股東持股高之狀況)與分別以董監持股變化及大股東持股變化高低關係分成四象限關係圖如圖 2 所示 (TYPE(A2)表示董監持股變化高與大股東持股變化高之狀況)。

大股東持股

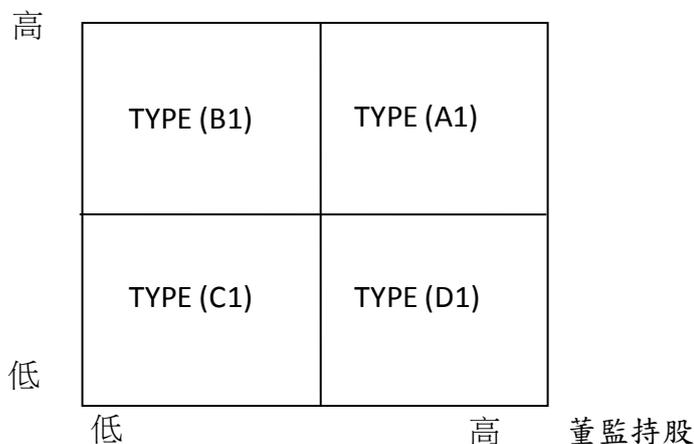


圖 1 大股東與董監持股高低象限圖分佈

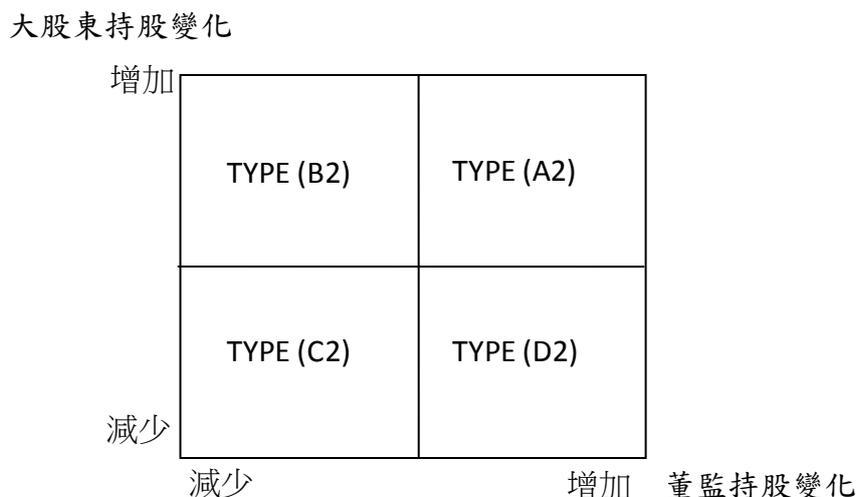


圖 2 大股東持股變化與董監持股變化象限圖分佈

## 2. 文獻探討

### 2.1 董事會與公司經營績效

董事會的主要成員為董事和監察人所組成，歷年來學者對董事會的董監持股與公司經營績效關聯性之研究中，論點多為分歧，大部分是以董事規模、董事會持股比率、外部董監事持股比率來探討與公司價值之關聯性，然而各個學者研究的結果皆有所差異以下為董事會功能與職責及董監持股比率對公司經營績效影響之文獻探討。

#### 2.1.1 董監持股與企業經營績效呈現正相關

洪昕琳(2006)本研究的研究目的在於探討董監事持股比率與董監事質押對公司財務危機之影響，以驗證企業的經營績效是否受董監股權質押與持股率的影響，其研究結果為經營績效呈現正報酬，董監持股比率愈高愈能有效降低代理成本，其發生公司財務危機的機率也相對降低。

陳麗娟(2004)針對台灣上市紡織業及電子業公司進行研究，以董事會組成、股權結構及關係人交易三大構面來探討，其與公司績效之關聯性其在董監事持股比率對公司績效的研究結果為具有顯著的正向影響。

江淑貞等人(2003)研究發現董監事持股比例越高，利益越與企業結合，企業經營績效也越好。其中研究發現當期企業經營績效與下一期董監事持股比例呈顯著正相關，說明當企業經營績效好時，董監事會增加持股。而當期董監事酬勞對當期企業經營績效也呈現顯著正相關，說明董監事酬勞高低與企業經營績效的確有正向關係。

張旭玲(1998)主要探討股權結構及高階經營決策人員薪資制度對於經營績效之影響，以1995~1996年之上市公司為樣本，將每股盈餘、每股稅前淨利、資產報酬率、淨值報酬率為衡量經營績效的指標，董監事持股比率為自變數，實證結果為董監事持股比率與經營績效呈顯著正向相關。

鍾卓冀(1997)探討運輸業公司股權結構與經營績效間是否有顯著的相關性，藉此了解此產業代理問題的存在性，研究期間為1993~1995年，採用18類股，725個研究樣本，其中運輸業共30個研究樣本，採主成分分析、逐步回歸，實證結果發現董監事持股比率與經營績效間成正相關。

### 2.1.2 董監持股與企業經營績效呈現負相關

林泉源(2009)，以2003年至2007年台灣上市櫃金控銀行與獨立銀行共22家為研究對象，研究結果顯示董監持股比率與每股盈餘(EPS)、股東權益報酬率(ROE)、資產報酬率(ROA)及股價均呈負向關係。

王淑芬(2008)以我國14家金控公司為實證對象，採用2001至2007年共333筆季資料為分析樣本，探討公司治理表現、經營績效與機構投資人持股比例三者構面之關聯性，其研究結果董監事持股比例與短期市場績效為負相關，獨立董事之設置與外資持股比例、短期市場績效為負相關。

王美華(2006)研究以多元迴歸分析董監事持股比例與企業經營績效的關係，其研究結果顯示董監事持股比例在與衡量企業績效指標每股盈餘(EPS)的關係上，結果呈現負相關。造成此結果的原因可能為董監事持股比例平均數差異過大。

俞海琴與周本鄂(1994)探討台灣地區上市公司股權結構與公司Tobin' s Q間之關係。分別探討各內部人士持股比率的不同，對公司經營績效Tobin' s Q之影響。研究期間自1987~1991年所有上市公司。研究結果發現董監事的持股比率與公司的經營績效Tobin' s Q間呈顯著負向關係，探究其原因可能為基於股票收購動機，產生抑制股價上升之行為，致使公司價值下降。

### 2.1.3 董監持股與企業經營績效呈非線性相關

黃資東(2009)以台灣電子產業上市公司為樣本，共208家公司，以2003年至2007年為研究期間，共計1,040筆資料，主要利用迴歸方法進行實證分析。在董監事持股比例對經營績效，就產業別而言，存在顯著的正相關，也有負相關，但整理而言不具顯著性。其研究結果為持股比例與企業價值呈非線性關係。

Morck, Shleifer and Vishny (1988)以1980年美國Fortune 500的371家企業為研究樣本，探討董事會持股與市場價值之關係，並以Tobin' s Q衡量企業價值。研究顯示，當董監持股比率介於0%至5%時，持股比率與企業價值呈正相關；董監持股比率介5%至25%時，持股比率與企業價值呈負相關；而董監持股比率超過25%時，持股比率與企業價值呈正相關。

## 2.2 大股東與企業經營績效

大股東之定義：依據 McConnell and Servaes(1990)及 Brickley, Lease and Smith(1988)之文獻說明，將持股比率在5%或以上的股東定義為大股東。國內主管機關定義之大股東，則為持股10%以上但未擔任董監事職務之股東。此類股東持股資料揭露與董監事相同，須由公司定期於交易所公告之且不包含公司經理人持有之股數。由於持股10%以上但未擔任董監事職務之股東較少見，故有時大股東的資訊會為0。本研究擬採國內主管機關定義之大股東，資料來源為台灣經濟新報之資料庫。

McConnell and Servaes (1995)指出大股東在公司活動中扮演一個相當活躍的角色，而且有很好的監督效果，尤其在低成長公司中，Tobin' s q與控股大股東持股之間關係更加強烈，本研究擬探討董監持股變化搭配大股東持股變化以分析其與企業經營績效、股價之關係，故以下將就相關與大股東持股狀況對企業

經營績效影響之文獻加以探討。

### 2.2.1 大股東持股與企業經營績效呈現正相關

李馨蘋與黃啟倫(2009)研究指出不論是以Tobin's q或ROA為績效衡量指標，大股東持股比例與企業績效均呈現顯著正相關，代表大股東持股比例越高，越能發揮大股東本身監督的功能，而提升企業價值。

沈玟均(2008)研究主要是以大股東標的公司進行分析，透過大股東與企業經營績效與企業政策間關聯性，發現「投資政策派」股東與企業績效政策有顯著之正向關聯。

黃啟倫(2006)以1995年至2004年台灣上市公司為研究對象，探討負債比例、內部人持股比例、大股東持股比例、機構法人持股比例、董監事質押比例以及關係人交易對企業績效的影響，並以Tobin's Q、資產報酬率(ROA)衡量企業績效。研究結果顯示，大股東持股和企業績效呈正相關。

王玉珍(2002)研究探討產業因素是否影響公司股權結構、董事會組成、資本結構三者與企業績效之間的關係。發現高科技產業與傳統產業於五種企業績效指標、內部人士持股比率、資本結構變數、環境不確定性程度上皆存在顯著差異，說明不同產業型態有不同之企業績效表現。若以獲利性指標、生產力指標作為企業績效衡量指標，則可發現大股東持股比率、機構投資人持股比率與企業績效成顯著正向關係。

Brickley, Lease and Smith(1988)研究發現最大股東持股比例越高，代理問題將趨於緩和，企業經營績效的表現也較好。因為最大股東持股比例較多，因而比較有意願及誘因去花費時間與成本來監督企業的經營狀況。

### 2.2.2 大股東持股與企業經營績效呈現負相關

童傑煌(2010)主要探討股權結構對經營績效與負債水準之影響是否受到市價淨值比高低之區別而有所差異，以2000年起至2008年止國內上市公司資料，其研究結果為大股東持股比率對經營績效之影響，在高市價淨值比樣本中呈顯著負向相關，而在低市價淨值比樣本中其影響效果則未達顯著水準。

林泉源(2009)，以2003年至2007年台灣上市櫃金控銀行與獨立銀行共22家為研究對象，研究結果顯示大股東持股比率與每股盈餘(EPS)、股東權益報酬率(ROE)、資產報酬率(ROA)及股價均呈負向關係。

陳麗娟(2004)研究結果顯示在紡織業大股東持股比率與企業每股盈餘(EPS)有顯著的負向相關，其可能的原因是，大股東之所以成為大股東的動機是為了獲取公司決策控制權，在此論點下，當大股東持股比率越高時，則其越有可能掠奪公司資產，影響企業績效。

Xiang and Zhang (1996)認為最大股東雖然較有誘因監督管理者，以降低代理問題，不過也有可能是因為想擁有公司決策控制權而成為最大股東，在此論點下認為最大股東持股比例越高時，則越有可能掠奪公司資產。因此，認為大股東持股越高，企業績效則越差。

### 2.2.3 大股東持股與企業經營績效呈現非線性相關

黃資東(2009)以台灣電子產業上市公司為樣本，共208家公司，以2003年至2007年為研究期間，進行實證分析。大股東持股比例，就產業別而言，對經營績效有顯著的正相關，也有負相關，原因可能為股權的集中與否有關，對企業績效的影響可能不適用於大股東，亦即大股東持股比例的高興與公司績效間的關係並非絕對呈正相關或負相關關係。

陳麗娟(2004)認為在不同產業中有不同結果，紡織業大股東持股比例與公司

經營績效為負相關，但是在高科技電子業與低科技電子業大股東持股比例與公司經營績效為正相關。

### 2.3 企業經營績效

企業經營績效是指一定經營期間的企業經營效益和經營者業績。主要是經營者在經營管理的過程中對企業經營、成長、發展所取得的成果和所做出的貢獻。經營績效評估指標之文獻很多，將略述如下：

張旭玲(1998)研究台灣上市公司股權結構與公司經營績效的關係，主要以股權集中度、經理人持股比率、董監持股比率、法人機構持股比率等作為股權結構變數，以 ROA、ROE、EPS 作為經營績效變數。陳麗娟(2001)主要以台灣上市(櫃)之紡織業及電子業為樣本，研究董事會組成、股權結構、關係人交易三大構面探討與公司經營績效的關係，主要以每股盈餘、資產報酬率、銷售成長率作為經營績效變數。李馨蘋與莊宗憲(2005) 主要目的在探討內部人士持股比例高低、法人機構持股比率高低、董監事持股質押比例的高低、董事會組成對公司經營績效的影響，主要以 Tobin' Q、股利支付率、資產成長率作為經營績效變數。李佩倩(2005) 主要研究股權結構、董事會特徵、關係人交易與經營績效之影響，其主要以總資產報酬率、股東權益報酬率作為經營績效衡量之變數，其研究結果大股東持股與法人持股對公司經營績效不具影響力。

林泉源(2009) 研究銀行業股權對經營績效、財務績效與股價之影響，其認為公司治理股權結構影響財務績效，也將影響股價表現。其在經營績效指標的部分，主要分為定性及定量衡量要素。定性衡量如：服務品質、顧客滿意度；定量衡量如：資產報酬率、股東權益報酬率及每股盈餘。其主要以每股盈餘(EPS)、年終收盤股價、資產報酬率(ROA)、股東權益報酬率(ROE) 作為經營績效變數衡量指標。陳柏融(2003) 主要以股權結構、監理機制與公司價值之研究，以ProxyQ 作為公司價值評價之變數，在控制權與現金流量權偏離的情形下，來衡量控制股權對小股東財富剝奪之程度，其主要以權益市值、公司價面值，總資產報酬率作為經營績效變數。

## 3. 研究方法

### 3.1 研究對象與方法

本研究擷取公開資訊觀測站中的董監持股以及股權分散表為資料來源，而目前以95~98年四年的董監持股以及1000張以上大股東持股比率的資料對應敘述性統計來做為統計

### 3.2 經營績效的變數

以股東報酬率、總資產報酬率、稅後淨利率、每股盈餘以及股價變化做為在不同董監持股以及大股東持股的衡量指標。

### 3.3 董監持股以及大股東的敘述性資料

本研究樣本先以年度並區分股本 50 億以上及 50 億以下，來了解大股東持股比例及董監持股比例之敘述性統計，在而在本研究中定義大股東持股高，表示董監持股在前 25%，即為董監持股在第三四分位數。表示董監持股在前 25%，即為董監持股在第三四分位數，彙整如表 1 及表 2 所示，定義大股東持股變化高，表

示董監持股增加在前 25%，即為董監持股在第三四分位數，彙整如表 3 及表 4 所示。

表 1 大股東及董監持股比例敘述性統計(95、96年) 單位:%

	50 億以下				50 億以上			
	大股東持股		董監持股		大股東持股		董監持股	
	95 年	96 年	95 年	96 年	95 年	96 年	95 年	96 年
平均數	54.89	54.22	23.29	22.69	63.84	64.90	20.21	20.68
標準差	16.76	16.89	13.57	13.27	16.84	16.74	13.71	15.11
最大值	97.44	96.84	89.00	89.00	95.49	97.40	81.99	81.97
最小值	15.11	11.21	5.05	4.59	11.44	18.70	3.92	0.39
第一四分位數	42.32	41.35	13.39	12.64	50.36	53.95	9.17	8.57
第二四分位數	55.36	54.29	19.69	19.42	67.15	69.01	16.49	15.12
第三四分位數	66.28	66.43	29.04	27.18	75.90	77.24	25.94	26.60
樣本數	441	423	441	423	169	175	169	175

資料來源：本研究整理

表 2 大股東及董監持股比例敘述性統計(97、98年) 單位:%

	50 億以下				50 億以上			
	大股東持股		董監持股		大股東持股		董監持股	
	97 年	98 年	97 年	98 年	97 年	98 年	97 年	98 年
平均數	52.23	52.05	22.78	22.75	64.27	60.63	20.58	21.13
標準差	17.60	17.85	13.62	14.13	17.37	17.69	14.71	15.56
最大值	96.22	96.98	89.00	89.00	97.64	95.64	82.60	94.95
最小值	8.98	0.00	2.01	3.02	16.13	20.18	0.00	3.03
第一四分位數	38.09	38.28	12.71	12.55	53.10	48.95	8.70	8.57
第二四分位數	52.19	52.56	17.60	18.98	68.60	62.79	15.77	17.44
第三四分位數	64.86	65.41	25.94	29.23	76.23	73.01	26.77	26.75
樣本數	431	488	431	488	185	162	185	162

資料來源：本研究整理

表 3 股本五十億以下之大股東及董監持股變化比例敘述性統計 單位:%

	大股東持股變化				董監持股變化			
	95~96	96~97	97~98	98~99	95~96	96~97	97~98	98~99
平均數	-0.59	-1.95	0.07	-1.30	-0.59	0.02	-0.25	-0.53
標準差	7.42	6.50	5.84	7.07	5.10	4.26	4.17	4.18
最大值	33.81	16.28	22.81	37.72	30.21	37.55	24.61	21.29
最小值	-40.15	-37.48	-34.34	-29.87	-33.91	-34.37	-31.20	-47.82

第一四分位數	-4.18	-5.18	-2.13	-4.45	-1.20	-0.62	-0.84	-0.57
第二四分位數	-0.61	-1.16	0.41	-0.66	-0.15	0.00	-0.04	-0.01
第三四分位數	3.03	1.84	3.10	1.90	0.21	0.52	0.22	0.04
樣本數	425	421	475	484	425	421	475	484

資料來源：本研究整理

表4 股本五十億以上之大股東及董監持股變化比例敘述性統計 單位:%

	大股東持股變化				董監持股變化			
	95~96	96~97	97~98	98~99	95~96	96~97	97~98	98~99
平均數	1.09	-0.40	-2.03	1.08	0.24	-0.11	0.14	-0.45
標準差	7.21	6.56	4.46	4.95	6.96	4.34	5.42	2.74
最大值	31.93	34.49	13.24	17.93	43.46	21.88	51.71	10.41
最小值	-24.44	-23.64	-13.28	-16.28	-26.70	-35.62	-15.50	-16.56
第一四分位數	-1.80	-3.44	-5.17	-1.35	-0.95	-0.42	-0.66	-0.34
第二四分位數	0.85	-0.41	-1.51	0.78	-0.05	-0.01	0.00	0.00
第三四分位數	5.18	2.13	0.68	3.43	0.15	0.28	0.09	0.06
樣本數	166	175	188	162	166	175	188	162

資料來源：本研究整理

## 4. 研究成果

在大股東持股與董監持股高低組合(如圖一),以及以大股東持股變化與董監持股變化高低組合(如圖二)所表現出的經營績效,分別計算每個象限的股東報酬率、總資產報酬率、稅後淨利率、每股盈餘以及股價變化數值,得到下列結果。

### 4.1 大股東持股與董監持股高低組合與經營績效關係

在經營績效變數判斷優劣之標準,主要以大股東持股與董監持股高低區分出四個象限後,以四個象限下各樣本比較其下一年度各經營績效,四個象限中何者表現為最優及最劣,經營績效判斷優劣之依據主要列示於表5:

表5 經營績效判斷優劣標準

經營績效變數	√ 標準→優	× 標準→劣
ROA	平均值最高	平均值最低
ROE	平均值最高	平均值最低
EPS	平均值最高	平均值最低
股價	股價報酬率最高	股價報酬率最低
稅後淨利率	平均值最高	平均值最低

資料來源：本研究整理

綜合 95~98 年大股東與董監持股高低象限圖各經營績效優劣個數如表 6~表 10 所示:

表 6 股本五十億以下四象限之經營績效優劣個數統計

績效變數	年度	最優				最劣			
		A1	B1	C1	D1	A1	B1	C1	D1
ROA	95 年	√							×
	96 年		√						×
	97 年		√					×	
	98 年	√							×
小計		2	2					1	3
ROE	95 年	√							×
	96 年		√						×
	97 年	√						×	
	98 年	√							×
小計		3	1					1	3
EPS	95 年	√							×
	96 年		√						×
	97 年	√							×
	98 年	√							×
小計		3	1						4

股價	95年			√		×		
	96年	√						×
	97年	√				×		
	98年			√				×
小計		2		2		1	1	2
稅後淨 利率	95年	√						×
	96年		√					×
	97年		√				×	
	98年	√						×
小計		2	2				1	3
總計		12	6	2	0	1	1	3

資料來源：本研究整理

表 7 股本五十億以上四象限之經營績效優劣個數統計

經營績效 變數	年度	最優				最劣			
		A1	B1	C1	D1	A1	B1	C1	D1
ROA	95年		√					×	
	96年		√						×
	97年	√						×	
	98年	√						×	
小計		2	2					3	1
ROE	95年		√					×	
	96年		√						×
	97年	√						×	
	98年	√						×	
小計		2	2					3	1
EPS	95年		√					×	
	96年		√						×
	97年	√						×	
	98年	√						×	
小計		2	2					3	1
股價	95年			√		×			
	96年				√			×	
	97年		√			×			
	98年			√		×			

小計		0	1	2	1	3		1	
稅後淨利率	95年	✓						✗	
	96年		✓			✗			
	97年	✓						✗	
	98年	✓						✗	
小計		3	1			1		3	
總計		9	8	2	1	4	0	13	3

資料來源：本研究整理

表 8 95~98 年 經營績效表現彙總表(50 億以下)

經營績效變數	最優				最劣			
	A1	B1	C1	D1	A1	B1	C1	D1
ROA	2	2					1	3
ROE	3	1					1	3
EPS	3	1						4
股價	2		2		1	1		2
稅後淨利率	2	2					1	3
合計	12	6	2	0	1	1	3	15

資料來源：本研究整理

表 9 95~98 年 經營績效表現彙總表(50 億以上)

經營績效變數	最優				最劣			
	A1	B1	C1	D1	A1	B1	C1	D1
ROA	2	2					3	1
ROE	2	2					3	1
EPS	2	2					3	1
股價		1	2	1	3		1	
稅後淨利率	3	1			1		3	
合計	9	8	2	1	4	0	13	3

資料來源：本研究整理

表 10 95~98 年 經營績效表現彙總表(彙總整理)

經營績效變數	最優				最劣			
	A1	B1	C1	D1	A1	B1	C1	D1
ROA	4	4	0	0	0	0	4	4
ROE	5	3	0	0	0	0	4	4
EPS	5	3	0	0	0	0	3	5
股價	2	1	4	1	4	1	1	2
稅後淨利率	5	3	0	0	1	0	4	3

合計	21	14	4	1	5	1	16	18
----	----	----	---	---	---	---	----	----

資料來源：本研究整理

#### 4.2 大股東持股變化與董監持股變化組合之經營績效表現分析

在以大股東持股變化與董監持股變化上對經營績效影響上，以大股東持股變化與董監持股變化區分出四個象限後，以四個象限下各樣本比較其下一年度各經營績效，四個象限中何者表現為最優及最劣，經營績效判斷優劣之依據參考表 11 與表 12。

表 11 股本五十億以下四象限之經營績效優劣個數統計

經營績效 變數	年度	最優				最劣			
		A2	B2	C2	D2	A2	B2	C2	D2
ROA	95~96	✓						✗	
	96~97	✓							✗
	97~98		✓						✗
	98~99		✓					✗	
小計		2	2	0	0	0	0	2	2
ROE	95~96		✓						✗
	96~97	✓							✗
	97~98		✓						✗
	98~99		✓					✗	
小計		1	3	0	0	0	0	1	3
EPS	95~96		✓			✗			
	96~97	✓							✗
	97~98		✓					✗	
	98~99		✓						✗
小計		1	3	0	0	1	0	1	2
股價報酬 率	95~96			✓					✗
	96~97		✓						✗
	97~98		✓					✗	
	98~99			✓					✗
小計		0	2	2	0	0	0	1	3
稅後淨利 率	95~96			✓			✗		
	96~97				✓			✗	
	97~98		✓						✗
	98~99		✓			✗			
小計		0	2	1	1	1	1	1	1
總計		4	12	3	1	2	1	6	11

資料來源：本研究整理

表 12 股本五十億以上四象限之經營績效優劣個數統計

經營績效 變數	年度	最優				最劣			
		A2	B2	C2	D2	A2	B2	C2	D2
ROA	95~96	√							×
	96~97		√						×
	97~98		√						×
	98~99		√						×
小計		1	3	0	0	0	0	0	4
ROE	95~96	√							×
	96~97	√							×
	97~98		√						×
	98~99		√						×
小計		2	2	0	0	0	0	0	4
EPS	95~96			√					×
	96~97		√			×			
	97~98		√						×
	98~99		√						×
小計		0	3	1	0	1	0	0	3
股價報酬 率	95~96		√					×	
	96~97	√							×
	97~98		√					×	
	98~99		√					×	
小計		1	3	0	0	0	0	3	1
稅後淨利 率	95~96		√						×
	96~97		√						×
	97~98	√							×
	98~99		√					×	
小計		1	3	0	0	0	0	1	3
總計		5	14	1	0	1	0	4	15

資料來源：本研究整理

統計四象限各經營績效指標優劣的個數如表 13 所示。

表 13 不分股本四象限之經營績效優劣個數統計

經營績效變 數	最優				最劣			
	A2	B2	C2	D2	A2	B2	C2	D2
ROA	3	5	0	0	0	0	2	6
ROE	3	5	0	0	0	0	1	7
EPS	1	6	1	0	2	0	1	5
股價報酬率	1	5	2	0	0	0	4	4

稅後淨利率	1	5	1	1	1	1	2	4
合計	9	26	4	1	3	1	10	26

資料來源：本研究整理

## 5 結論與後續研究建議

### 5.1 結論

依據上述的計算，在大股東持股與董監持股高低組合與經營績效關係上得到下列的結論

1. 股本五十億以下：TYPE(A1)績效指標優的個數最多(12 個)；TYPE(D1)績效指標劣的個數(15 個)，代表 TYPE(A1)的績效最佳；TYPE(D1)的績效最差。
2. 股本五十億以上：TYPE(A1)績效指標優的個數最多(9 個)；TYPE(B1)次之(8 個)，TYPE(C1)績效指標劣的個數(13 個)，代表 TYPE(A1)的績效最佳，但 TYPE(B1)也不差，TYPE(C1)的績效最差。

上述資料可得到初步的結果:不論是股本大小，董監持股高且大股東持股高 (TYPE(A1))，都具備較佳的經營績效，而股本 50 億以上，大股東持股高，雖董監持股低一些，經營績效亦佳，值得注意的是，在股本 50 億以下的公司，經營績效最差的落於董監持股高但大股東持股少的情況，這樣的結果可以解釋成，當外部股東對於這家公司沒興趣，而董監自己掌控公司高時，往往無外部的力量讓公司可以有改進的空間，這種情況在 50 億以下的中小型公司就明顯表現出來了。

而在大股東持股變化與董監持股變化組合之經營績效表現分析的結論如下

1. 股本五十億以下：TYPE(B2)績效指標優的個數最多(12 個)；TYPE(D2)績效指標劣的個數(11 個)，代表 TYPE(B2)的績效最佳；TYPE(D2)的績效最差。
2. 股本五十億以上：TYPE(B2)績效指標優的個數最多(14 個)；TYPE(D2)績效指標劣的個數(15 個)，代表 TYPE(B2)的績效最佳；TYPE(D2)的績效最差。

因此，得到初步的結論:不論股本大小，當大股東持股較上年度持股增加多而董監變化並不大時，次一年度經營績效最佳，表示有外部股東對公司的經營已有一定瞭解而增加持股，當然，也表示有可能董監持股透過非自己來增加持股。而不論股本大小，當大股東持股變少，而董監持股卻變多時，此時次一年度的經營績效變差，我們認為，有可能是董監透過增加持股的煙霧彈而進行持股降低，這也給予我們後續很多的研究空間 5

### 5.2 後續研究建議

本研究先以敘述性統計了解在董監持股與大股東持股多少以及董監持股以及大股東持股變化對經營績效影響，雖有初步的結論，但是否有顯著性仍待後續研究進行，另外，大股東持股變化與董監持股變化對經營績效影響部分，當董監持股增加，而大股東持股變低時，經營績效明顯變差，這是否意味，董監事透過檯面上的持股增加但檯面下持股卻出脫，非常值得後續探討之。

## 參考文獻

1. 王玉珍，民 91，股權結構、董事會組成、資本結構與企業績效關係之研究，中央大學企業管理研究所碩士論文。
2. 王美華，民 95，公司治理機制與經營績效之關係研究—以台灣金融控股公司為例，朝陽科技大學財務金融系碩士論文。
3. 王淑芬，民 97，公司治理、經營績效與機構投資人持股關聯性之研究-以金融控股公司為例-以紡織業及電子業為實證，國立成功大學高階管理碩士論文。
4. 江淑貞、洪慧婷、歐小萍、江易峰、林祐榕、周郁倫、謝慧祿，2003，「企業經營績效兩大支柱—員工與董監事以台灣上市電子業為例」，輔仁大學企業管理學系第三十七屆財務管理專題報告。
5. 李佩倩，民 94，股權結構、董事會特徵、關係人交易與經營績效之影響—以電子、鋼鐵業為例，朝陽科技大學財務金融系碩士論文。
6. 李馨蘋、黃啟倫，2009「股權結構、關係人交易與公司績效」，中華管理評論國際學報，第十二卷，第二期；1-31 頁。
7. 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。
8. 沈玟均，民97，大股東與公司政策之關聯性，國立交通大學財務金融研究所碩士論文。
9. 林泉源，2009「銀行業股權結構對經營績效、財務績效與股價之影響」，輔仁管理評論，第十六卷第二期；43-76 頁。
10. 洪昕琳，民 95，董監事質押與持股比率對財務危機之影響-以台灣上市公司 2001~2005 年為例，私立朝陽科技大學財務金融所碩士論文。
11. 俞海琴、周本鄂，1994「臺灣地區上市公司董監事、關係人持股比率和公司托賓 Q 關係之研究」，管理評論，第十三卷，第一期；79-98 頁。
12. 陳柏融，民 92，股權結構、監理機制與公司價值之研究—以台灣上市公司為例，國立中山大學企業管理研究所碩士論文。
13. 陳麗娟，民 93，董事會組成、股權結構、關係人交易與企業績效關係之研究-以紡織業及電子業為實證，國立成功大學高階管理碩士在職專班碩士論文。
14. 黃資東，民 98，董事會特性、股權結構與公司經營績效之關聯性研究-以台灣電子產業上市公司為例，國立台北大學國際財務金融碩士在職專班碩士論文。
15. 黃啟倫，民 95，股權結構、關係人交易與公司績效，銘傳大學會計學系碩士論文。
16. 童傑煌，民 99，股權結構對企業經營績效與負債水準之影響-區分市價淨值比高低，國立中正大學會計與資訊科技研究所碩士論文。
17. 馮政武，民 95，公司治理與經營績效關聯性之研究-以上市櫃食品業為例，國立台北大學國際財務金融碩士在職專班碩士論文。

18. 張旭玲，民 87，我國股票上市公司股權結構暨經營績效之研究，成功大學會計學研究所碩士論文。
19. 葉銀華、李存修、柯承恩，民 91，公司治理與評等系統，商智文化圖書公司，。
20. 廖秀梅，民 93，董事會結構特性與公司績效關係之研究－探討台灣家族控制企業因素的影響，國立台北大學會計學研究所博士論文。
21. 鍾卓冀，民 86，台灣地區上市公股權結構與經營績效關係之研究及其在航運業的應用，海洋大學航運管理學研究所碩士論文。
22. 簡誌忠，民 97，台灣上市公司股權結構變動成因與對公司價值的影響，輔仁大學金融研究所碩士論文。
23. 財團法人國家政策研究基金會-國政分析 <http://www.npf.org.tw/>  
陳錫蕃與吳銘彥，歐洲債務與全球危機，國安(析)100-035 號，2011。
24. Bhagat, Sanjai & Brian Bolton, "Corporate Governance & Firm Porformance", *Journal of Corporate Finance*(14:3) 2008, pp:257-273.
25. Brickley, J. A., R. C. Lease and C. W. Smith, "Ownership structure and voting on antitakeover amendments. ", *Journal of Financial Economics*(20) 1998, pp:267-292.
26. McConnell, J. J., and H. Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value". *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 595-612, 1990.
27. McConnell, J. J., and H. Servaes, "Equity ownership and the two faces of debt", *Journal of Financial Economics*(39) 1995, pp:131-157.
28. Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*(20) 1988, pp:293-315.
29. Xiang, B. and G. Zhang, "Large Shareholder Expropriation and Corporate Ownership Structure", APEA/PACAP Finance conference and CFA annual meeting, 1996.

# Operation Performance Interaction Analysis with the Share-Holding variation between Director and Majority Shareholder

Chin-Chuan Huang<sup>1</sup>  
Mei-Chen Chu<sup>2</sup>  
TING-HSUAN Chang<sup>3</sup>  
YI-WEN CHEN Chen<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Department of Information Management, Ming Chuan University  
kid05282001@yahoo.com.tw

<sup>2</sup> Department of Information Management, Ming Chuan University  
mcchu@mail.mcu.edu.tw

<sup>3</sup> Department of Information Management, Ming Chuan University  
tammychang67@hotmail.com

<sup>4</sup> Department of Information Management, Ming Chuan University  
evita0307@hotmail.com

## Abstract

The Operation Performance has been proved to be affected by corporate governance and share-holding structure. However, due to the independent research about share-holding percentage of the directing team and majority shareholder, the relation among those groups has not shown correspondingly. This research focuses mainly on the interaction between the operation performance and the share-holding structure. Four quadrants graph were used to discuss business performance with the aspect of the amount or the increase of the stocks between the directing team and majority shareholder, correspondingly. The results show that (1) when the share-holding percentage increases for directing team, the majority shareholder decreases; (2) when large amount of stocks were in directing team and less amount in majority shareholder, the performance appear to decline. This conclusion reveals a better explanation than the previous aspect in either share-holding percentage in directing team or majority shareholder.

**Keyword:** corporate governance, director shareholder, major shareholder, operation performance