

國立政治大學 社會科學學院

行政管理碩士學程第二十二屆碩士論文

台灣上市櫃公司經營績效的決定因素-
政府機構所扮演角色

*The Determinants of Performances of Taiwanese Listed
Companies: The Role of Government*

指導教授：翁永和 博士

研究生：李家萱 撰

中華民國一一一年五月

謝辭

本篇論文之完成，首先非常感謝我的指導教授—翁永和教授，在寫作的過程中，老師給予許多指導及建議，衷心感謝老師的鼎力相助，讓我能順利且有信心地完成論文。也要感謝我的兩位口試委員—張宏浩教授及胡偉民教授，提供許多寶貴意見，使我的論文得以更臻完善。

再來，感謝翁家班的同學們，在寫作的過程中有不解之處在 Line 群組提問時，大家皆熱心地回覆，給予很多建議及互相加油打氣，讓我在寫作之路不會感到孤單。

最後，感謝我的家人、長官、同事及朋友的支持及鼓勵，對我在職求學一路相挺，讓我在忙碌工作之餘，無後顧之憂，能專心且順利地完成課程及撰寫論文。

從 109 年在公務人力發展學院第一次接觸行政管理碩士學程學分班，同年正式入學政大到 111 年畢業，歷時 2 年，這中間認識了很多好老師及好同學，學習很多也成長了不少，感謝一切的人事物，很開心終於可以畢業了，對於未來的生活我充滿無限希望，之後將會持續地學習及成長。

摘要

本研究自 TEJ 資料庫選取 2013 至 2020 年台灣上市櫃公司資料，探討政府機構對於經營績效之影響，並回顧過去相關文獻，一併探討其他影響經營績效之可能因素，依性質分為「股權結構」、「廠商特性」及「經營策略」等 3 類共 9 項，選定資產報酬率為經營績效衡量指標，以最小平方法(OLS)建立基礎模型及交叉項模型進行實證分析。根據研究結果顯示，廠商經營績效影響因素達顯著水準者有 7 項，包括股權結構的「董監事持股比率」與經營績效呈現正相關、「政府機構持股比率」與經營績效呈現負相關；廠商特性的「公司規模」與經營績效呈現正相關、「經營時間」及「員工流動率」與經營績效呈現負相關；經營策略的「研發費用率」及「負債比率」與經營績效呈現負相關。交叉項變數中，廠商經營績效影響因素達顯著水準者有 3 項，包括「經營時間×政府機構持股比率」及「負債比率×政府機構持股比率」與經營績效呈現正相關；「用人費用率×政府機構持股比率」與經營績效呈現負相關，代表對於經營時間較長或負債比率較高的廠商，政府機構持股比率與經營績效呈現正相關；對於用人費用率較高的廠商，政府機構持股比率與經營績效呈現負相關。

關鍵詞：政府機構持股、經營績效

目錄

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 研究範圍與方法.....	2
第四節 研究架構.....	2
第二章 文獻回顧.....	3
第一節 經營績效理論與實證文獻.....	3
第二節 政府機構角色及股權結構對經營績效影響.....	5
第三節 其他影響因素與實證文獻.....	9
第三章 台灣上市櫃公司經營績效現況分析.....	21
第一節 經營績效的定義及資料來源.....	21
第二節 資料特性分析.....	22
第四章 實證模型設定.....	31
第一節 變數說明及預期影響方向.....	31
第二節 估計方法與實證模型.....	36
第五章 實證模型結果分析.....	37
第一節 實證變數的基本統計量.....	37
第二節 實證變數的相關性分析.....	38

第三節 實證結果分析	38
第六章 結論與建議	52
第一節 結論	52
第二節 未來研究方向與建議	53
參考文獻	56



表目錄

表 2-1 經營績效之衡量方式及相關文獻彙整表.....	4
表 2-2 政府機構角色及股權結構相關文獻彙整表.....	7
表 2-3 其他影響因素相關文獻彙整表.....	15
表 4-1 解釋變數對被解釋變數預期影響方向.....	35
表 5-1 廠商經營績效決定因素敘述統計表.....	37
表 5-2 各解釋變數相關係數分析表.....	38
表 5-3 廠商經營績效決定因素實證結果:模型 1-4.....	43
表 5-4 廠商經營績效決定因素實證結果:模型 1-4 (含時間虛擬變數).....	44
表 5-5 廠商經營績效決定因素(交叉項)實證結果:模型 5-8.....	47
表 5-6 廠商經營績效決定因素(交叉項)實證結果:模型 5-8 (含時間虛擬變數).....	48
表 5-7 各解釋變數實證結果與預期方向比較表.....	50
表 5-8 各解釋變數實證結果與預期方向比較表(含時間虛擬變數).....	51

圖目錄

圖 3-1 台灣上市櫃公司 2013 年至 2020 年經營績效統計.....	21
圖 3-2 政府機構持股比率與資產報酬率相關性統計.....	22
圖 3-3 董監事持股比率與資產報酬率相關性統計.....	23
圖 3-4 經營時間與資產報酬率相關性統計.....	24
圖 3-5 員工人數與資產報酬率相關性統計.....	25
圖 3-6 員工流動率與資產報酬率相關性統計.....	26
圖 3-7 研發費用率與資產報酬率相關性統計.....	27
圖 3-8 用人費用率與資產報酬率相關性統計.....	28
圖 3-9 負債比率與資產報酬率相關性統計.....	29
圖 3-10 營業毛利成長率與資產報酬率相關性統計.....	30

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

政府存在目的及其應扮演角色，一向為產官學三界討論重點。市場經濟的支持者認為自由市場競爭有助於引導市場生產出正確的產品種類及數量，政府的干預不僅無益，甚至有害於國家財富累積，故主張政府不應干涉市場，宜藉由市場自我調節機制，促進經濟體制運作。惟在市場經濟中，市場運作可能因為效率不佳而造成市場失靈，因此，維持就業及總生產之穩定性，為政府在市場經濟中應扮演之重要角色。

我國政府對國內經濟活動的影響，最常受到討論的爭議性議題，包括對於公營事業或公股投資標的公司的人事決定權、民營化政策推行效果、利用國家金融安定基金護盤股市等。其中，為改善公營事業經營之無效率，我國於1989年推動民營化政策，民營化企業在經營績效的提升程度為政策良窳的觀察重心，公司治理執行成效亦為政府股東應負擔的監督責任。

除了民營化議題之外，政府基金在政治考量之下，往往承擔穩定股市的責任。2020年初，新冠肺炎病毒於全球蔓延，此一流行病對全球幾乎每一個經濟體都產生嚴重影響，各國股市在一段時間內亦因此暴跌，我國政府為承擔穩定股市的責任，以國安基金執行安定任務，激勵投資信心及穩定市場成效，活絡股票市場交易。

揆諸探討政府角色的相關文獻，多集中於研究國營事業民營化的經營績效，以及從公司治理的層面探討政府持股的功能和意義，較少從其與其他因素的交叉角度切入探討政府機構持股對於投資標的公司經營績效所扮演角色，故本文以政府機構持股比率建立交叉項變數，探討政府機構角色對於投資標的公司經營績效的影響。

第二節 研究目的

本研究根據文獻回顧成果，延續探討政府機構持股及其他因素對於經營績效的影響，並進一步探究政府機構扮演角色，最後依據實證結果提供建議，以期能提供政府施政及後續研究的參考。本研究目的臚列如下：

- 一、探討政府機構持股對於台灣上市櫃公司經營績效的影響。
- 二、探討其他因素對於台灣上市櫃公司經營績效的影響。
- 三、考量政府機構持股與其他因素交叉情形對於台灣上市櫃公司經營績效的影響。

第三節 研究範圍與方法

本研究資料來源為台灣經濟新報 (TEJ) 資料庫，選取 2013 年至 2020 年台灣上市櫃公司的資料，研究範圍排除金融、保險及證券等性質特殊產業。研究方法係回顧文獻後蒐集可能影響台灣上市櫃公司經營績效的決定因素，利用最小平方法 (OLS) 建立多元迴歸模型進行實證分析，以探討政府機構持股比率及其他因素對於公司經營績效的影響，並考量在政府機構持股與其他因素的交叉影響，找出具有顯著解釋能力的變數。

第四節 研究架構

本研究架構共分為六章，第一章簡介研究背景與動機、研究目的及研究範圍與方法等；第二章回顧相關文獻，彙整經營績效相關理論，探討政府機構角色對經營績效影響，並蒐集股權結構、廠商特性及經營策略等其他可能影響因素；第三章說明我國上市櫃公司經營績效情形，及本研究蒐集資料之特性分析；第四章說明被解釋變數及解釋變數定義，以最小平方法建立基礎模型及交叉項模型以供後續分析；第五章分析實證模型結果；第六章依據實證結果歸納結論，並提供政策建議及後續研究建議。

第二章 文獻回顧

本章第一節彙整目前學術界關於經營績效理論及研究文獻，第二節說明政府機構角色及股權結構對經營績效影響，最後於第三節探討其他可能影響因素的相關理論與研究結果。

第一節 經營績效理論與實證文獻

一家公司的經營績效為管理者達成公司目標的最大程度，揆諸過去文獻，學者已提出多種衡量經營績效的方法，惟迄今仍未發展出一套衡量經營績效的固定理論。諸如 Venkatraman and Ramanujam (1986) 從財務、營運及組織效能等三大構面衡量企業經營績效：(1)財務績效：主要以財務指標衡量，如資產報酬率及每股盈餘等；(2)營運績效：包括財務績效及作業績效，如產品品質、產品市場占有率及新產品上市等；(3)組織效能：除內部經營績效外，尚須滿足供應商、顧客及外部競爭者等利害關係人的需求。Kaplan and Norton (2001) 提出「平衡計分卡」之績效衡量方法，包括財務、顧客、內部作業及學習與成長等四大構面。黃燕瑜 (2007) 採用資產報酬率、Tobin's Q 及每股盈餘作為績效衡量標準。黃寶玉等三人 (2013) 採用資產報酬率、股東權益報酬率、Tobin's Q 及每股盈餘作為績效衡量指標。Lee and Huang (2014) 採用資產報酬率及 Tobin's Q 作為績效衡量指標。汪青萍與江偉弘 (2020) 採用資產報酬率及股東權益報酬率作為績效衡量標準。陳智明等三人 (2021) 採用資產報酬率、股東權益報酬率及每股盈餘作為績效衡量指標。

綜合上述，可知財務性指標定義明確且易於衡量，因此為學術界常用的績效衡量工具。以下表 2-1 謹彙整國內外相關文獻及研究發現。

表 2-1 經營績效之衡量方式及相關文獻彙整表

研究者 (年份)	衡量面向	衡量方式
Venkatraman and Ramanujam (1986)	財務績效、 營運績效、 組織效能	從財務、營運及組織效能等面向衡量企業經營績效。
Kaplan and Norton (2001)	財務指標、 非財務指標	提出「平衡計分卡」的績效衡量方法，包括財務、顧客、內部作業及學習與成長等構面。
黃燕瑜 (2007)	財務績效	採用資產報酬率、Tobin's Q 及每股盈餘衡量績效。
黃寶玉等三人 (2013)	財務績效	採用資產報酬率、股東權益報酬率、Tobin's Q 及每股盈餘作為績效衡量指標。
Lee and Huang (2014)	財務績效	採用資產報酬率及 Tobin's Q 衡量績效。
汪青萍與江偉弘 (2020)	財務績效	採用資產報酬率及股東權益報酬率作為績效衡量標準。
陳智明等三人 (2021)	財務績效	採用資產報酬率、股東權益報酬率及每股盈餘作為績效衡量標準。

資料來源：本研究整理。

第二節 政府機構角色及股權結構對經營績效影響

本節首先介紹政府機構持股定義與型態，其次彙整政府機構持股比率之相關文獻，最後探討股權結構代理理論及董監事持股比率對經營績效影響。

一、政府機構持股定義與型態

台灣上市櫃公司的政府持股狀況，除了國營企業民營化後政府持有的官股部分之外，尚有其他型態的政府持股，包括非營業基金持股、營業基金持股、信託基金持股、公營銀行持股、四大基金持股及國安基金持股等，其中四大基金係指郵儲基金、公務人員退撫基金、勞工退休基金及勞工保險基金。

林江亮與鄭菽萱（2006）將政府持有股份區分為狹義政府持股與廣義政府持股二類，由於我國金融機構部分為政府持有，因此廣義政府持股部分係指包括公營銀行在內的政府持股，惟在 TEJ 資料庫中無法將金融機構再區分為公營及民營銀行，故本文採用狹義政府持股的定義，亦即將政府持股定義為公開說明書列示之股東結構中有關政府機構持股的部分。

二、政府機構持股績效之相關文獻

政府機構持股是否影響其經營績效，在過去文獻上並未達到共識。諸如翁永和等三人（2003）以社會福利觀點研究民營化程度的改變對各廠商利潤的影響，在純粹公營之下，微量民營化有提高公營廠商利潤功能，惟在既定的民營化程度下，進一步提高民營化程度並不一定會提高公民營混合廠商的利潤。黃燕瑜（2007）從股權結構探討公股角色如何影響投資標的公司經營績效，實證結果顯示公股持有股份比率愈高時，公股投資標的公司經營績效則愈差。Tran et al.（2014）發現政府持股對於企業的勞動生產力及獲利存在負面影響。鄭雅云（2021）認為政府持股比率與經營績效之間為倒 U 型非線性關係，即政府機構在持股轉折點後過度投資，將對經營績效造成負面影響。

另有實證研究發現政府持股對於企業存有正面影響，諸如 Beuselinck et al. (2017) 認為政府持股企業在金融危機期間，其公司價值減少之幅度相較於非政府持股之企業為小。Haider et al. (2018) 發現政府持股企業面臨較少之財務限制，且相較於受財務限制高之公司有較佳之經營績效。

然而另有學者認為公司經營績效與政府機構持股無顯著相關，如汪青萍與江偉弘 (2020) 研究發現政府機構持股對於公司的經營績效無明顯助益，甚而為了配合政府政策，做出有違市場趨勢的經營決策，對於公司經營績效未必產生正面影響。

三、股權結構代理理論

管理者持股情形對於公司績效影響的相關學說，諸如 Jensen and Meckling (1976) 的「利益收斂假說」，指出管理者持有股份比率愈高，自身利益與公司利益愈趨於一致，故管理者將擁有較大動機作出有利於公司績效的決策。汪青萍與江偉弘 (2020) 發現董監持股比率與公司經營績效正相關。范揚祝等三人 (2020) 發現董監事持股比率提高，表示內部看好公司未來發展，故提高持股比率有助於提升績效。劉定焜與黃雅卿 (2020) 認為董事持股比率與公司價值呈現正相關。陳政位等四人 (2021) 發現塑化產業董監事持股比率愈高，股東和董監事利益愈趨於一致，能為公司創造愈多利益。

另一學說係 Jensen and Ruback (1983) 提出之「利益掠奪假說」，指出公司股權愈集中於少數管理者手上，管理者擁有足夠股份以投票表決來維護自身利益，反而愈容易產生怠職情形，做出不利於公司績效的決策。尹賢瑜等三人 (2014) 發現董監事在高持股群時，持股比例對於經營績效有顯著負向影響。陳珮瑜與江慧貞 (2018) 研究亦指出董監事持股對於人工智慧製造業的經營效率為負向影響。綜合前述，以下表 2-2 謹彙整相關文獻及實證結果。

表 2-2 政府機構角色及股權結構相關文獻彙整表

構面與影響因素	研究者 (年份)	研究結論
政府機構持股比率	翁永和等三人 (2003)	以社會福利觀點研究民營化程度的改變對各廠商利潤的影響，在純粹公營之下，微量民營化有提高公營廠商利潤功能，惟在既定的民營化程度下，進一步提高民營化程度並不一定會提高公民營混合廠商的利潤。
	林江亮與鄭菽萱 (2006)	狹義政府持有股份係不包括公營銀行。
	黃燕瑜 (2007)	公股持有股份比率愈高，經營績效愈差。
	Tran et al. (2014)	政府持股對於企業的勞動生產力及獲利存在負面影響。
	Beuselinck et al. (2017)	在金融危機期間，政府持股企業之公司價值減少幅度相較於非政府持股之企業為小。
	Haider et al. (2018)	政府持股之企業面臨較少之財務限制，且相較於受財務限制高之公司有較佳之績效。

表 2-2 政府機構角色及股權結構相關文獻彙整表 (續)

構面與影響因素	研究者 (年份)	研究發現與結論
政府機構持股比率	汪青萍與江偉弘 (2020)	政府機構持股對於公司經營績效無明顯助益。
	鄭雅云 (2021)	政府控制股東身分與經營績效呈現倒 U 型非線性關係。
董監事持股比率	Jensen and Meckling (1976)	當管理者持股比例愈高，管理者愈有動機作出有利於公司績效的決策。
	Jensen and Ruback (1983)	公司股權愈集中於少數管理者，愈傾向做出不利於公司績效的決策。
	尹賢瑜等三人 (2014)	董監事在高持股群時，持股比例對於經營績效有顯著負向影響。
	陳珮瑜與江慧貞 (2018)	董監事持股對於人工智慧製造業的經營效率為負向影響。
	汪青萍與江偉弘 (2020)	董監事持股對於台灣上市公司經營績效為正向影響。
	范揚祝等三人 (2020)	董監事持股比率提高，表示內部看好公司未來發展，有助於提升績效。

表 2-2 政府機構角色及股權結構相關文獻彙整表（續）

構面與影響因素	研究者（年份）	研究發現與結論
董監事持股比率	劉定焜與黃雅卿（2020）	董事持股比與公司價值呈現正相關。
	陳政位等四人（2021）	董監事持股比率愈高，其與股東利益愈趨於一致，為公司創造愈多利益。

資料來源：本研究整理。

第三節 其他影響因素與實證文獻

本文主要探討影響台灣上市櫃公司經營績效的可能因素，延續前一節政府機構角色及股權結構相關文獻的回顧，本節將分別從「廠商特性」及「經營策略」等不同構面，接續探討經營績效相關文獻及實證結果，蒐集其他可能影響經營績效的決定因素，說明如次：

一、廠商特性

（一）經營時間

企業經營時間的長短是否影響其經營績效，在過去文獻上，主要以先佔優勢（first-mover advantages）的理論，探討先佔優勢能否有助於提升企業的經營績效。諸如 Lieberman and Montgomery（1988）認為市場先進者雖然技術領先，惟亦有先佔劣勢，故市場後進者不一定因為先進者有先佔優勢而喪失市場競爭力。Sung（2014）研究發現早期進入電信市場者對於市場占有率及利潤具有先佔優勢，但隨著時間經過，市場先進者的優勢將因競爭對手經驗的累積而下降。Querbes and Frenken（2017）發現市場先進者提出新技術後，

需要整合產品新功能，因此無法繼續保有先佔優勢，產品愈複雜將促使後進者開發愈嶄新設計，以滿足消費者需求或規避先進者專利技術，最終反而可能讓後進者接替先進者的市場領導地位。曾昭玲等三人（2018）認為第三方支付企業成立年數較長者容易產生虧損，不利於經營績效表現。柯勝揮與陳瑞呈（2019）認為電子企業經營時間對於經營績效呈現顯著負向影響。

另有部分學者有不同看法，諸如蔣佳穎（2019）發現電子業公司經營時間對於創新績效呈現正向影響。吳繼熊（2021）發現建設公司成立年限愈久者，其勞動力愈佳，且公司呈現大者恆大之趨勢，成本效率亦較佳。

(二)公司規模

公司規模常被作為衡量一家公司經營績效的主要變數，依據經濟部「2021中小企業白皮書」所彙整「各國中小企業定義」可知，各國針對公司規模的定義會依施政目的或國情而不同；且大多數國家使用員工人數、年營業額、資產總額、或資本額等項目作為中小企業的衡量標準，凡是合法登記公司，且符合該國對於中小企業的定義者，即為中小企業；反之，不符合上述定義者，則為大企業。

在過去文獻上，大部分學者認為公司規模對於經營績效存有正向影響，諸如高玉芬等三人（2013）研究台灣上市資訊電子產業，發現員工人數對於經營績效呈現顯著正向影響。陳珮瑜與江慧貞（2018）發現企業規模對於經營績效有顯著正向影響。曾昭玲等三人（2018）認為第三方支付企業規模擴大時，將降低企業虧損機率，係因消費者會優先挑選資產雄厚且較有保障的第三方支付企業，故公司規模有利於經營績效表現。

惟仍有部分學者認為公司規模對於經營績效存有負向影響，如陳昭蓉與朱全斌（2021）探討企業投資於海外匯回的盈餘與公司價值之關聯性，發現

公司規模愈大，其公司價值愈小。

(三)員工流動率

勞動力係主要生產要素之一，若一家公司的員工流動率偏高，將會增加人事成本與降低勞動力品質，進而影響公司經營績效。在過去文獻上，多數學者認為員工流動率對於經營績效呈現負向關係。諸如賴政維（2018）針對員工雇用穩定度對於公司生產效率的影響，實證發現員工流動率與經營績效存在顯著負相關。林政杰（2020）針對電子高科技業進行研究，實證發現員工流動率愈高，將使創新的產出愈低。林佳柔（2021）實證結果顯示員工流動率對於經營績效有顯著的負向影響。

另有部分學者有不同看法，如張安（2017）研究指出當公司發生虧損且營業收入衰退階段，員工流動率與公司價值為顯著正向關係，稱之為重整效果。

二、經營策略

(一)研發費用率

Wernerfelt（1984）提出的「資源基礎理論」，說明技術係組織維持競爭力的關鍵資源，公司欲維持其技術領先，必須持續投入資源研發新技術。在過去文獻上，學者針對企業投入研發對於經營績效的影響，尚未有一致的結論。潘慈暉等四人（2020）認為台灣製藥公司投入研究發展對於Tobin's Q具有顯著正向之影響。陳昭蓉與朱全斌（2021）探討企業投資於海外匯回的盈餘與公司價值之關聯性，實證發現研發密度比率愈高的公司，其公司價值愈高。

惟部分學者有不同觀點，諸如Coombs and Bierly（2006）認為研發投入倘若無法為企業帶來新的技術能力，則研發支出將會影響績效表現，因此投

入研究發展對於績效應為負向影響。陳冠志與曹淑琳（2018）認為研發新技術有風險，且產出並不穩定，如果研發失敗將無法為企業帶來收益，進而對公司的經營績效造成負面影響。黃仕斌與楊志龍（2018）的實證發現台灣高科技公司投入於研究發展，對於公司的經營績效並無顯著影響。蔡義清等三人（2021）實證結果發現研發費用對於醫療相關產業之企業經營績效存在顯著負向影響。

(二)用人費用率

效率工資理論指出高額薪資有助於員工提升其產出量，在過去文獻上，學者針對企業投入用人費用對於經營績效的影響，尚未有一致的結論。諸如嚴佳代與黃同圳（2011）研究發現餐旅服務業之員工薪酬滿意度對於任務績效為正向影響。胡敦富（2014）認為人力成本與服務數量之間存有正向關係。金宇祥（2016）研究發現基層員工用人費用對於公司市場績效指標有正向影響，因此，提高基層員工用人費用有助於增進公司之股票價值，並且創造股東財富，能達成股東及員工雙贏局面。

惟部分學者有不同看法，諸如楊馥如與蔡珮蓉（2012）認為員工分紅費用化後，員工分紅數額將對企業當年淨利造成直接影響，故企業將調整員工分紅，研究發現企業提高員工薪資，對企業經營績效有負向影響。諸承明與蔡美玲（2012）對於餐飲業第一線人員的服務品質進行研究，實證結果發現在低度服務型態之下，薪資水準對於第一線員工的服務品質呈現反向關係。

(三)負債比率

公司的資本來源包括權益融資（股東出資）及負債融資（對外舉債），企業透過負債融資方式籌措資金，主要目的係操作財務槓桿以提高投資報酬，然而企業負債過高將導致利息負擔沉重及增加違約風險，因而影響公司績

效。負債比率係負債總額佔資產總額的比率，通常為衡量財務槓桿程度或資本結構的重要指標。

多數學者實證發現，負債比率對於經營績效為負向影響，諸如 Dawar (2014) 研究發現負債比率與經營績效之間存在負向關係。柯勝揮與陳瑞呈 (2019) 研究指出企業負債比率對於經營績效呈現顯著負向影響。余惠芳等三人 (2020) 實證結果發現負債比率對於中國上市公司之經營績效存在負向影響。

然而另有學者認為負債比率對公司績效應為正向影響，如曾昭玲等三人 (2018) 針對全球第三方支付企業研究發現，負債比率愈高代表其籌資方式多為外部資金，倘若銀行及債權人願意融資，表示企業擁有令銀行及債權人認可之聲譽及發展前景，並且投資人對於企業前景給予正面評價，因此有助於提升其公司價值。

(四)營業毛利成長率

營業毛利係公司營業收入扣減營業成本，營業毛利成長率為當期營業毛利相較於前一年度同期營業毛利之差額除以前一年度同期之營業毛利比率，屬於成長率指標，衡量營業毛利的成長速度，並代表企業創新能力，亦即企業能持續推陳出新，將低利潤產品淘汰，推出高利潤新產品。回顧相關文獻，其對市場指標及會計指標的影響不同。戴皖珍 (2019) 發現上市櫃公司營業毛利成長率與經營績效為正相關，公司經常以公司毛利衡量獲利表現，故營業毛利率成長率愈高，表示其經營績效愈好。林文淦 (2011) 發現營業毛利成長率與上游光電產業廠商個股實質報酬率為負相關。

三、交叉項變數

(一)經營時間×政府機構持股比率

鄧詩韻等三人（2006）研究發現中華電信為市場先進者，早已奠定網路基礎建設穩固根基並居於優勢，對於經營績效有正面影響。賴松鐘等三人（2013）研究指出台灣大哥大藉由收購凱擘媒體有效對抗中華電信之壟斷，說明後進市場之企業亦佔有優勢，故經營時間與經營績效為負相關。

(二)公司規模×政府機構持股比率

黃世志（2005）研究發現台糖公司在實施優惠退休措施後，員工人數不斷減少，對於公司經營績效無顯著影響。陳玟曄與顏志龍（2009）研究指出中油公司招募青年才子並鼓勵縮減公司編制員額，致力於提高員工競爭力及各方面素質，對於經營績效有正面影響。

(三)用人費用率×政府機構持股比率

張力等四人（2011）研究發現公營事業員工年資愈久，薪資愈高，導致生產力無法上升，成本無法降低，對於經營績效有負面影響。張懷文（2021）發現違反勞基法筆數與政府持股呈顯著負相關、基本員工薪酬呈現顯著正相關，說明政府持股企業較能提供員工薪資保障，對於經營績效有正面影響。

(四)負債比率×政府機構持股比率

劉珈妘（2019）認為政府持股比率增加會顯著提升企業投資現金流量敏感度，導致企業向外融資時更困難，對於經營績效有負面影響。陳寧馨等三人（2006）以中國大陸工業國有企業為研究對象，發現提高負債比率有利於提升利潤，表示企業能充分發揮財務槓桿作用，對於經營績效有正面影響。

綜合前述，以下表 2-3 彙整國內外相關文獻及研究結果。

表 2-3 其他影響因素相關文獻彙整表

構面與影響因素	研究者 (年份)	研究發現與結論
廠商特性		
經營時間	Lieberman and Montgomery (1988)	市場先進者雖然技術領先，惟亦有先佔劣勢，故市場後進者不一定因為先進者有先佔優勢而喪失市場競爭力。
	Sung (2014)	早期進入電信市場者對於市占率及利潤具有先佔優勢；惟隨著時間經過，優勢因對手經驗累積而下降。
	Querbes and Frenken(2017)	市場先進者提出新技術後，需要整合產品新功能，無法繼續有先佔優勢。
	曾昭玲等三人 (2018)	第三方支付企業成立年數較長者，容易產生虧損，不利於經營績效表現。
	蔣佳穎 (2019)	企業經營時間對創新績效呈現正向影響。
	柯勝揮與陳瑞呈 (2019)	企業經營時間對經營績效呈現顯著負向影響。
	吳繼熊 (2021)	建設公司成立年限較久者，其勞動力較佳，且公司呈現大者恆大之趨勢，成本效率亦較佳。

表 2-3 其他影響因素相關文獻彙整表（續）

構面與影響因素	研究者（年份）	研究發現與結論
公司規模	高玉芬等三人 (2013)	員工人數對於經營績效呈現顯著正向影響。
	陳珮瑜與江慧貞 (2018)	企業規模對於經營績效有顯著的正向影響。
	曾昭玲等三人 (2018)	第三方支付企業規模擴大時，將減少虧損機率，有利於經營績效表現。
	柯勝揮與陳瑞呈 (2019)	企業規模與經營績效呈現顯著正向關係。
	陳昭蓉與朱全斌 (2021)	公司規模愈大，其公司價值愈小。
員工流動率	張安 (2017)	當公司虧損且營業收入衰退時，員工流動率對公司價值為顯著正向影響。
	賴政維 (2018)	員工流動率與生產效率為負相關。
	林政杰 (2020)	員工流動率愈高，將使電子高科技業創新的產出愈低。
	林佳柔 (2021)	員工流動率與經營績效為負相關。

表 2-3 其他影響因素相關文獻彙整表（續）

構面與影響因素	研究者（年份）	研究發現與結論
經營策略		
研發費用率	Wernerfelt (1984)	公司欲維持其技術領先，必須持續投入資源研發新技術。
	陳冠志與曹淑琳 (2018)	研發新技術有風險，若研發失敗將降低公司經營績效。
	黃仕斌與楊志龍 (2018)	高科技公司投入於研發，對於經營績效無影響。
	潘慈暉等四人 (2020)	台灣製藥公司研發費用對 Tobin's Q 具有顯著正向之影響。
	蔡義清等三人 (2021)	研發費用對於企業經營績效存在顯著負向影響。
	陳昭蓉與朱全斌 (2021)	公司研發密度比率愈高，其公司價值愈高。
用人費用率	嚴佳代與黃同圳 (2011)	餐旅服務業之員工薪酬滿意度對於任務績效為正向影響。
	諸承明與蔡美玲 (2012)	餐飲業人員在低度服務型態之下，薪資水準對於服務品質存在負向影響。

表 2-3 其他影響因素相關文獻彙整表（續）

構面與影響因素	研究者（年份）	研究發現與結論
用人費用率	楊馥如與蔡珮蓉（2012）	員工分紅費用化後，企業提高員工薪資，對企業經營績效有負向影響。
	胡敦富（2014）	人力成本與服務數量之間為正相關。
	金宇祥（2016）	基層員工薪資費用對於公司市場績效指標有正向影響。
負債比率	Dawar（2014）	負債比率與經營績效為負相關。
	曾昭玲等三人（2018）	第三方支付企業之負債比率愈高，有助於提升公司價值。
	柯勝揮與陳瑞呈（2019）	企業負債比率對經營績效呈現顯著負向影響。
	余惠芳等三人（2020）	負債比率對於公司經營績效存在負向影響。
營業毛利成長率	林文淦（2011）	營業毛利成長率對光電業上游廠商 個股實質報酬率之影響為負向。
	戴皖珍（2019）	營業毛利成長率與上市櫃公司經營 績效為正相關。

表 2-3 其他影響因素相關文獻彙整表（續）

構面與影響因素	研究者（年份）	研究發現與結論
交叉項		
經營時間×政府 機構持股比率	鄧詩韻等三人 (2006)	中華電信為市場先進者，於網路基礎建設居於先佔優勢，對於經營績效有正面影響。
	賴松鐘等三人 (2013)	台灣大哥大為市場後進者，藉由收購凱擘媒體有效對抗中華電信壟斷，後進市場企業亦佔有優勢，故經營時間與經營績效為負相關。
公司規模×政府 機構持股比率	黃世志 (2005)	台糖公司採取優惠退休措施後，員工人數減少對經營績效無顯著影響。
	陳玟曄與顏志龍 (2009)	中油公司鼓勵員工辦理專案裁減，適度精簡員工人數，提升競爭力，對於經營績效有正面影響。
用人費用率×政府 機構持股比率	張力等四人 (2011)	公營事業員工年資愈久，薪資愈高，生產力卻無法上升，成本無法降低，對於經營績效有負面影響。
	張懷文 (2021)	政府持股企業較能提供員工薪資保障，對於經營績效有正面影響。

表 2-3 其他影響因素相關文獻彙整表（續）

構面與影響因素	研究者（年份）	研究發現與結論
負債比率×政府 機構持股比率	陳寧馨等三人 （2006）	企業提高負債比率可以發揮財務槓桿作用，有助於提升利潤，對於經營績效有正面影響。
	劉珈妘（2019）	政府持股比率增加會顯著提升企業投資現金流量敏感度，導致企業向外融資時更困難，不利於經營績效。

資料來源：本研究整理。



第三章 台灣上市櫃公司經營績效現況分析

第一節 經營績效的定義及資料來源

本研究資料來源為 TEJ 資料庫，因企業財務報表自 2013 年起改採用國際財務報告準則(IFRS)編列，為求數據標準一致性，故選取 2013 年至 2020 年台灣上市櫃公司資料，排除金融、保險及證券等產業，公司家數共計 1,658 家，經篩選排除資料不完整數值及離群值後，有效樣本數共 10,955 筆。

根據過去文獻的彙整得知，諸多學者以財務性指標衡量經營績效，本文為衡量公司能夠運用自有資本及舉借債務創造多少獲利，爰設定被解釋變數為資產報酬率，計算方式係「 $[\text{繼續營業部門純益} + \text{利息支出} \times (1 - \text{所得稅率})] / \text{平均資產總額} \times 100\%$ 」，其中所得稅率依所得稅法規定，因應年度總體經濟變化而調整，2013 年至 2017 年為 17%，2018 年至 2020 年為 20%。從圖 3-1 可見，台灣上市櫃公司於各統計年度資產報酬率(ROA)為正值者，約佔全體樣本八成左右，表示經營績效普遍表現良好。

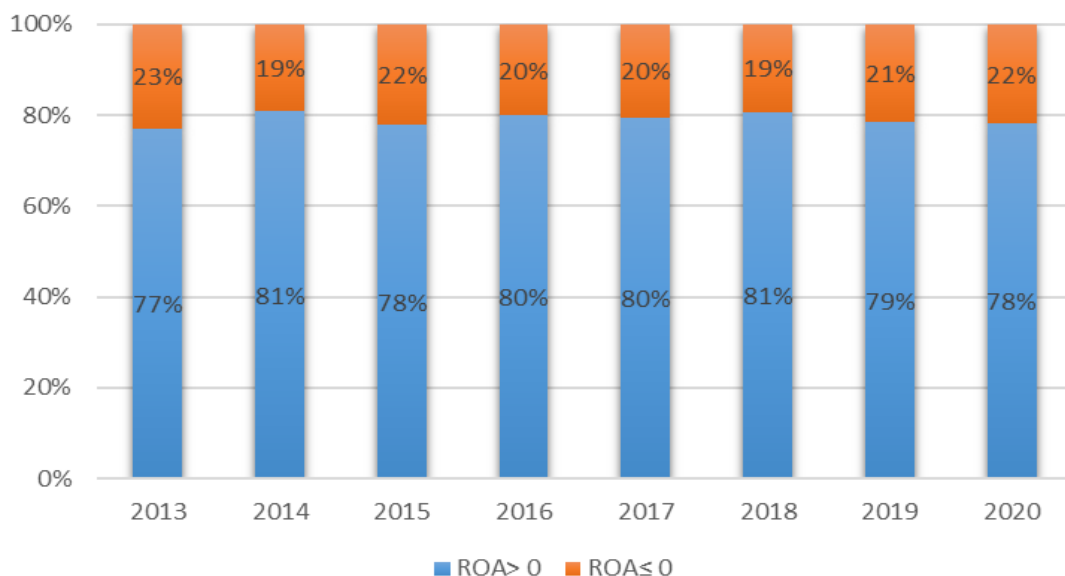


圖 3-1 台灣上市櫃公司 2013 年至 2020 年經營績效統計

第二節 資料特性分析

本章延續前一章整理文獻，設定本研究解釋變數分別為「政府機構持股比率」、「董監事持股比率」、「經營時間」、「公司規模」、「員工流動率」、「研發費用率」、「用人費用率」、「負債比率」、「營業毛利成長率」等，並將前述9個變數歸類至股權結構、廠商特性及經營策略，以下說明各項變數定義及資料特性。

一、股權結構

(一)政府機構持股比率

政府機構持股比率係政府機構持股數佔公司流通在外股數之比率，單位為百分比。觀察 2013 年至 2020 年我國上市櫃公司，政府機構持股比率平均值為 0.63，標準差為 3.43，最大值為 47.63，最小值為 0。圖 3-2 為政府機構持股比率與資產報酬率之相關性統計，由散佈圖及趨勢線來看，政府機構持股比率對於資產報酬率存在微幅上升趨勢。

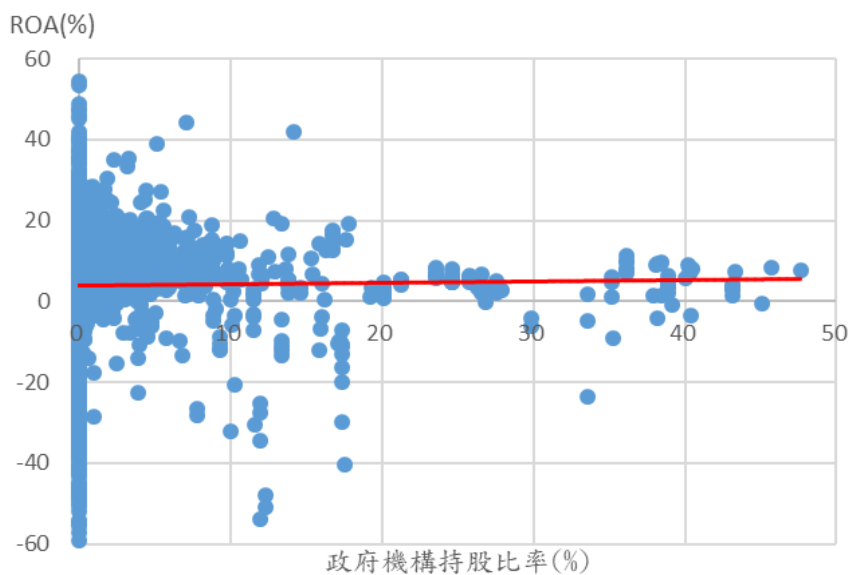


圖 3-2 政府機構持股比率與資產報酬率相關性統計

(二)董監事持股比率

董監事為參與公司實際經營的階層，其持股多寡對於經營績效的影響，一向為學術研究焦點之一，爰本研究將之納入解釋變數。董監事持股比率係董監事持股數除以公司流通在外股數之比率，單位為百分比。觀察 2013 年至 2020 年我國上市櫃公司，董監事持股比率平均值為 23.82，標準差為 15.74，最大值為 99.43，最小值為 0。圖 3-3 為董監事持股比率與資產報酬率之相關性統計，由散佈圖及趨勢線來看，董監事持股比率與資產報酬率呈現正相關。

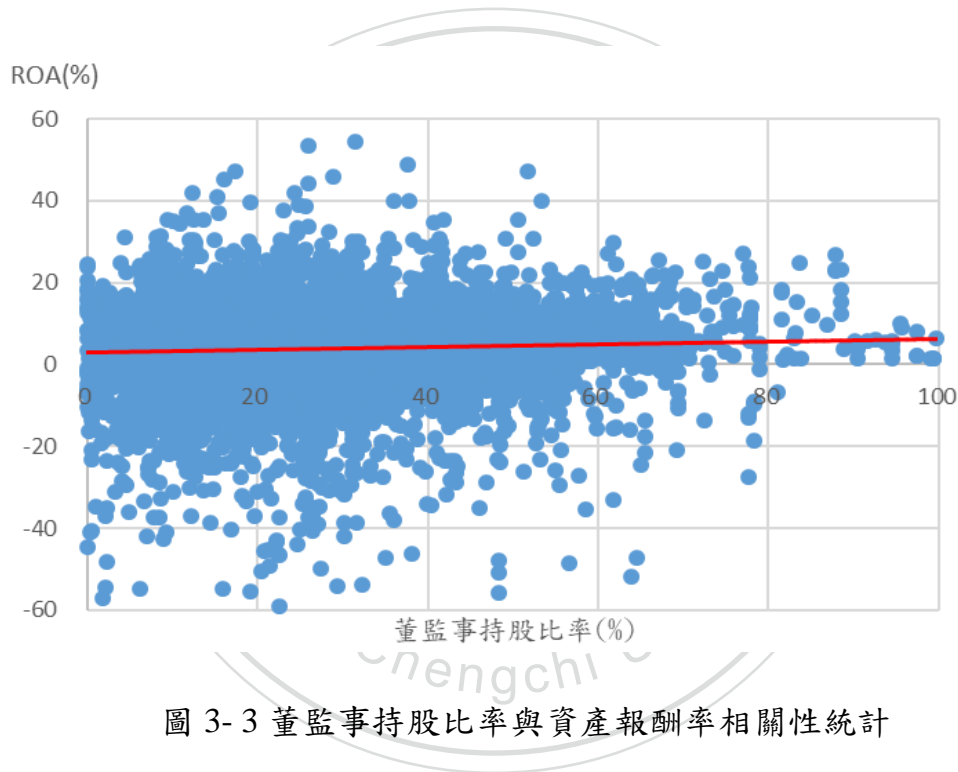


圖 3-3 董監事持股比率與資產報酬率相關性統計

二、廠商特性

(一)經營時間

經營時間為公司從設立日至各統計年度最後營業日的時間，一家公司進入市場的先後次序，攸關經驗累積的時間長短，爰本研究將之納入解釋變數，單位為年。觀察 2013 年至 2020 年我國上市櫃公司，經營時間平均值為 28.47，標準差為 13.82，最大值為 74.00，最小值為 0。圖 3-4 為經營時間與資產報酬率之相關性統計，由散佈圖及趨勢線來看，經營時間與資產報酬率似無顯著關係。

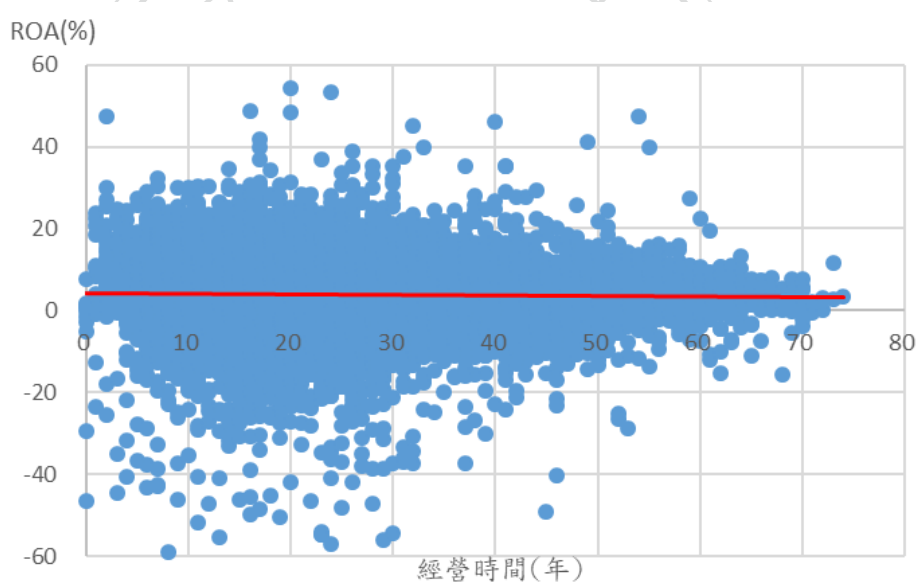


圖 3-4 經營時間與資產報酬率相關性統計

(二)公司規模

依據經濟部「2021 中小企業白皮書」所彙整的「各國中小企業定義」，得知各國針對公司規模的定義，係按不同施政目的或國情，而不盡相同；且大多數國家利用員工人數、年營業額、資產總額、或資本額等項目作為中小企業之衡量標準。其次參考經濟部 2020 年 6 月修正發布的「中小企業認定標準」可知中小企業係指經常僱用員工數未滿 200 人，或實收資本額在新台幣 1 億元以下之事業。綜合上述考量，本研究採取「員工人數」作為公司規模的衡量標準，單位為千人。

觀察 2013 年至 2020 年我國上市櫃公司，員工人數平均值為 1.62 千人，標準差為 3.81，最大值為 38.58 千人，最小值為 0.01 千人。圖 3-5 為員工人數與資產報酬率之相關性統計，由散佈圖及趨勢線來看，員工人數與資產報酬率呈現正相關。

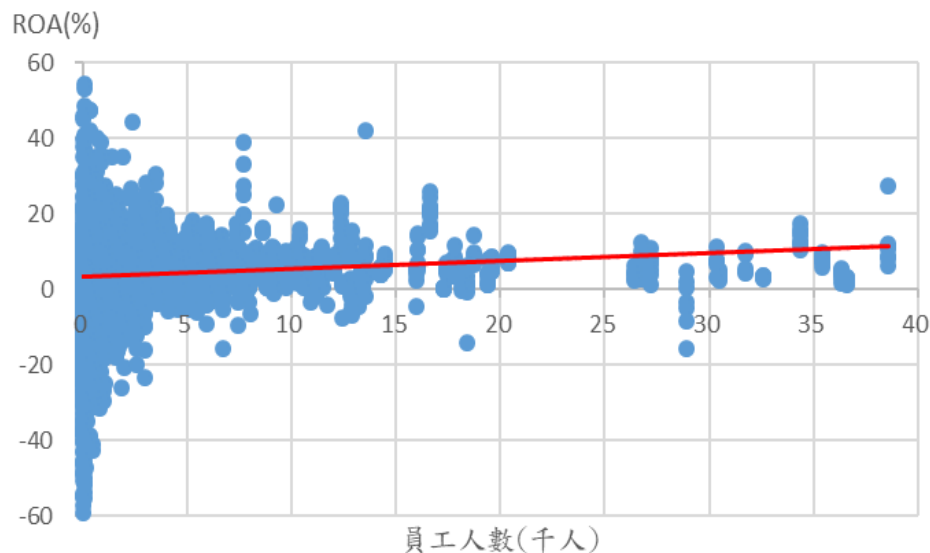


圖 3-5 員工人數與資產報酬率相關性統計

(三)員工流動率

勞動力為主要生產要素之一，若一家公司的員工流動甚為頻繁，恐將增加人事成本及降低勞動力品質，進而影響其經營績效，爰本研究將之納入解釋變數，並以「員工流動率」衡量人事穩定度，單位為百分比。

觀察 2013 年至 2020 年我國上市櫃公司，員工流動率平均值為 16.41，標準差為 13.93，最大值為 100，最小值為 0。圖 3-6 為員工流動率與資產報酬率之相關性統計，由散佈圖及趨勢線來看，員工流動率與資產報酬率呈現負相關。

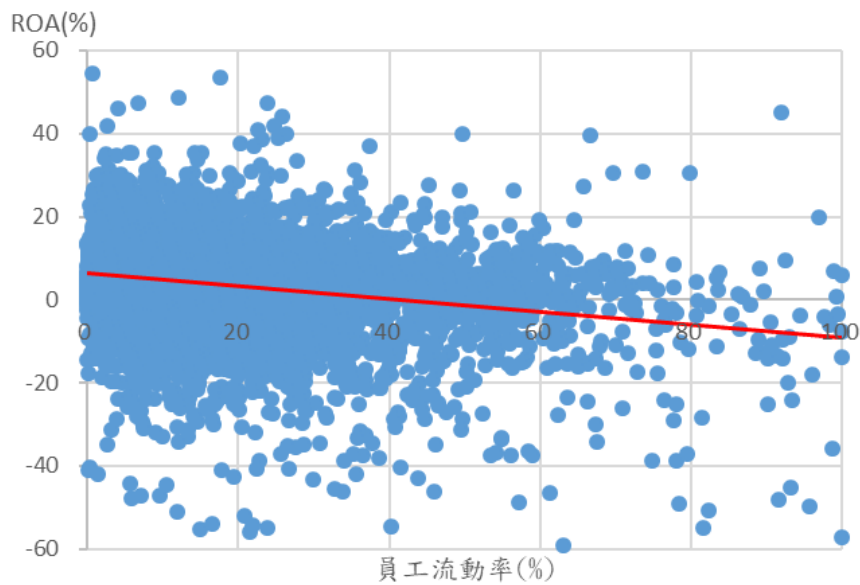


圖 3-6 員工流動率與資產報酬率相關性統計

三、經營策略

(一) 研發費用率

技術係公司不易被模仿且特殊之能力或資源之一，一家公司必須持續投資新技術之研究發展，俾利確保其技術領先，爰本研究將之納入解釋變數，並以「研發費用率」衡量，單位為百分比。

觀察 2013 年至 2020 年我國上市櫃公司，研發費用率平均值為 4.89，標準差為 14.73，最大值為 491.36，最小值為 0。圖 3-7 為研發費用率與資產報酬率之相關性統計，由散佈圖及趨勢線來看，研發費用率與資產報酬率呈現負相關。

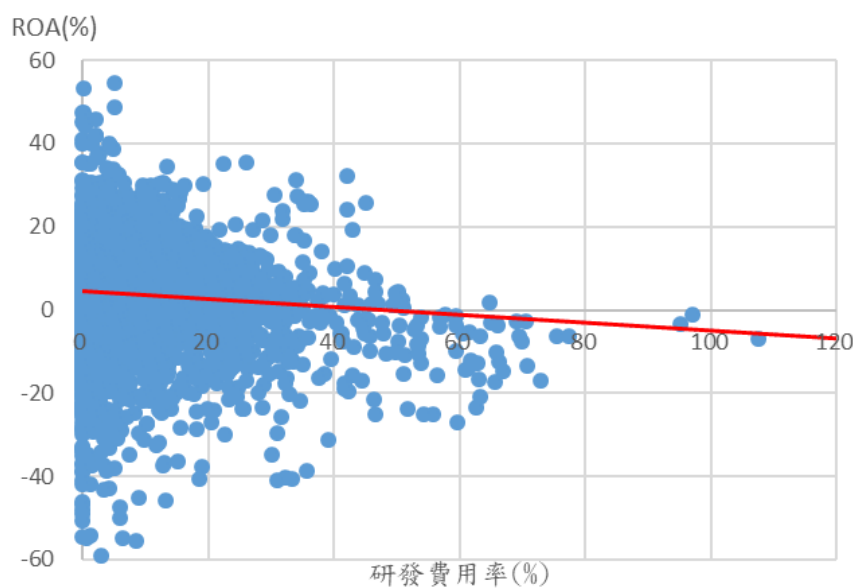


圖 3-7 研發費用率與資產報酬率相關性統計

(二) 用人費用率

勞動力係主要生產要素之一，員工薪資水準攸關勞動生產力及公司營運成本，且皆將反映在經營績效上，爰本研究將之納入解釋變數，並以「用人費用率」衡量員工薪資水準，單位為百分比。

觀察 2013 年至 2020 年我國上市櫃公司，用人費用率平均值為 20.13，標準差為 22.28，最大值為 483.29，最小值為 0.07。圖 3-8 為用人費用率與資產報酬率之相關性統計，由散佈圖及趨勢線來看，用人費用率與資產報酬率呈現負相關。

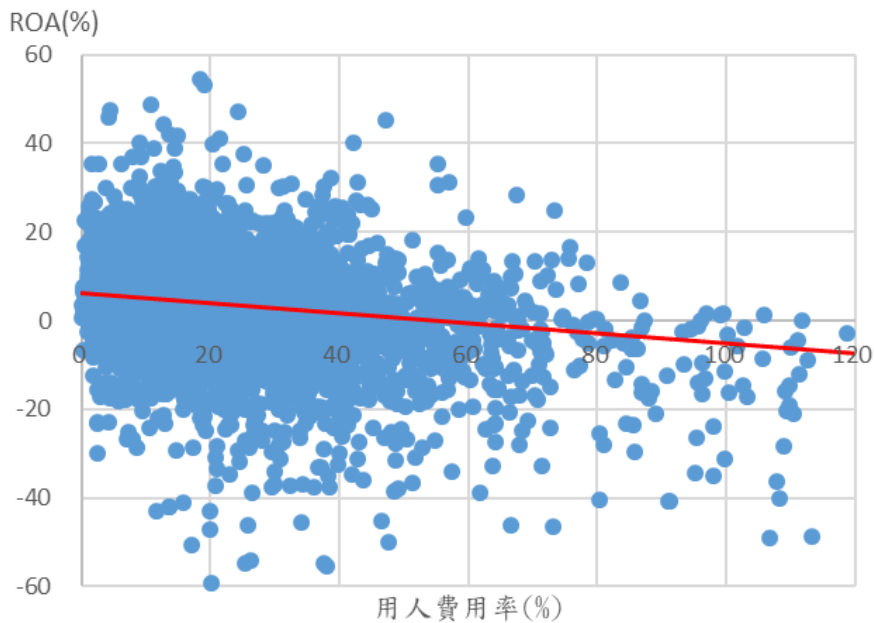


圖 3-8 用人費用率與資產報酬率相關性統計

(三) 負債比率

公司之資本來源包括權益融資（股東出資）或負債融資（對外舉債），公司以對外舉債方式籌措資金，其目的係操作財務槓桿，提高投資報酬。惟公司負債過高時須承擔高昂之利息費用，進而影響其經營績效，甚至須面臨財務危機，爰本研究將之納入解釋變數，並以「負債比率」衡量財務槓桿程度，單位為百分比。

觀察 2013 年至 2020 年我國上市櫃公司，負債比率之平均值為 40.77，標準差為 18.10，最大值為 99.76，最小值為 0.38。圖 3-9 為負債比率與資產報酬率之相關性統計，由散佈圖及趨勢線來看，負債比率與資產報酬率呈現負相關。

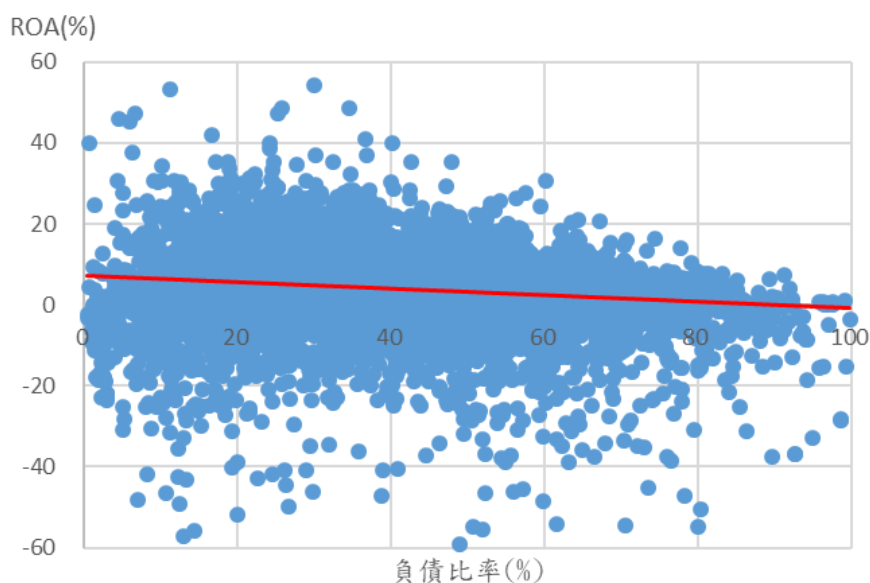


圖 3-9 負債比率與資產報酬率相關性統計

(四) 營業毛利成長率

營業毛利成長率係公司當期營業毛利與去年同期營業毛利之差額占去年同期營業毛利之比率，屬於成長率指標，衡量營業毛利的成長速度，並代表企業的創新能力，亦即企業能不斷淘汰低利潤產品，推出高利潤產品，企業方能獲得高利潤，爰本研究將之納入解釋變數，單位為百分比。

觀察 2013 年至 2020 年我國上市櫃公司，營業毛利成長率平均值為 14.11，標準差為 84.03，最大值為 996.94，最小值為-296.16。圖 3-10 為營業毛利成長率與資產報酬率之相關性統計，由散佈圖及趨勢線來看，營業毛利成長率與資產報酬率呈現正相關。

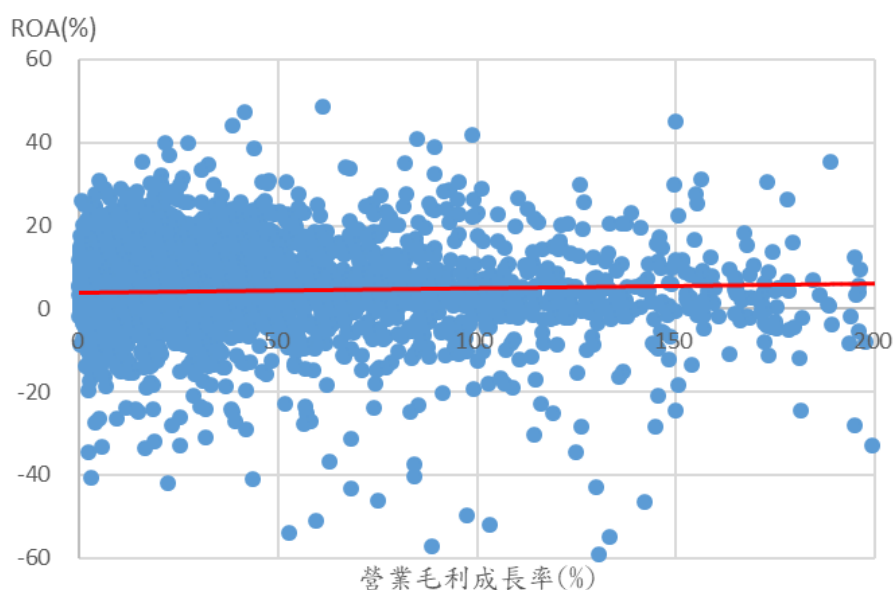


圖 3- 10 營業毛利成長率與資產報酬率相關性統計

第四章 實證模型設定

本章進一步探討各項決定因素與經營績效的關係，第一節說明變數定義及預期影響方向；第二節建立基礎模型及交叉項模型，以利後續分析。

第一節 變數說明及預期影響方向

一、被解釋變數 (Y)

本研究旨在探討台灣上市櫃公司經營績效的影響因素，實證模型被解釋變數設定為「經營績效」，延續第二章文獻回顧成果，以「資產報酬率」(ROA) 衡量公司經營績效，為公司淨利(即繼續營業部門純益及稅後利息支出的總和)除以平均資產總額的比率，衡量公司購置資產所能創造多少利潤。一般而言，資產報酬率 (ROA) 愈高，代表該公司經營績效愈佳。

二、解釋變數

根據第二章相關文獻的實證結果，本研究挑選可能影響台灣上市櫃公司經營績效的決定因素，設定為本研究解釋變數，以下就各項解釋變數影響經營績效的預期方向說明：

(一)股權結構

1.政府機構持股比率 (GOV)

政府機構持股比率為政府機構持股數佔公司流通在外股數的比率。根據過去文獻的彙整得知，政府機構持股比率對於經營績效的影響尚未有定論。實證結果為正向影響者，諸如 Beuselinck et al. (2017) 及 Haider et al. (2018) 等研究；實證結果為負向影響者，如黃燕瑜 (2007) 及 Tran et al. (2014) 之

研究；實證結果為非線性關係者，諸如翁永和等三人（2003）及鄭雅云（2021）等研究；實證結果為不顯著者，如汪青萍與江偉弘（2020）之研究。另參考第三章統計分析：政府機構持股比率對於經營績效有些微正向影響，故本研究政府機構持股比率對經營績效影響的預期方向為不確定。

2. 董監事持股比率（BRD）

董監事持股比率為董監事持股數佔公司流通在外股數的比率，以衡量董監事持股對經營績效的影響。根據過去文獻的彙整得知，董監事持股比率對於經營績效的影響未有共識。實證結果為正向關係者，諸如 Jensen and Meckling（1976）、范揚祝等三人（2020）、劉定焜與黃雅卿（2020）、汪青萍與江偉弘（2020）及陳政位等四人（2021）之研究；實證結果為負向關係者，諸如 Jensen and Ruback（1983）、尹賢瑜等三人（2014）及陳珮瑜與江慧貞（2018）之研究。另參考第三章統計分析：董監事持股比率對於經營績效為正向影響，故本研究董監事持股比率對經營績效影響的預期方向為正向。

(二) 其他影響因素

1. 廠商特性

(1) 經營時間（OY）

經營時間係公司自設立日至各統計年度最後營業日的時間，衡量公司進入市場先後對經營績效的影響。根據過去文獻的彙整得知，經營時間對經營績效的影響未定。實證結果為正相關者，諸如蔣佳穎（2019）及吳繼熊（2021）等研究；實證結果為負相關者，諸如 Lieberman and Montgomery（1988）、Sung（2014）、Querbes and Frenken（2017）、曾昭玲等三人（2018）及柯勝揮與陳瑞呈（2019）等研究。另參考第三章統計分析：經營時間對經營績效無顯著影響，故本研究經營時間對經營績效影響的預期方向為不確定。

(2)公司規模 (SCA)

依據經濟部發布的「中小企業認定標準」，公司規模以員工人數衡量。根據過去文獻的彙整得知，多數學者認為公司規模與經營績效為正相關，諸如高玉芬等三人（2013）、陳珮瑜與江慧貞（2018）、曾昭玲等三人（2018）及柯勝揮與陳瑞呈（2019）等。惟仍有少數學者認為公司規模與經營績效為負相關，如陳昭蓉與朱全斌（2021）。另參考第三章統計分析：公司規模對於經營績效有正向影響，故本研究公司規模對經營績效預期影響方向為正向。

(3)員工流動率 (ETO)

員工流動率為第 t 年底至第 $t+1$ 年底之員工離職人數除以第 t 年底員工人數的比率，以衡量公司人事穩定度。根據過去文獻的彙整得知，多數學者認為員工流動率對經營績效有負向的影響，諸如賴政維（2018）、林政杰（2020）及林佳柔（2021）等研究。惟仍有少數學者認為員工流動率與經營績效為正相關，如張安（2017）之研究。另參考第三章統計分析：員工流動率對於經營績效為負向影響，故本研究員工流動率對經營績效影響的預期方向為負向。

2.經營策略

(1)研發費用率 (R&D)

研發費用率為研究發展費用除以營業收入淨額的比率，以衡量公司研發費用支出。根據過去文獻的彙整得知，研發費用率與經營績效之關係未定，實證結果為正相關者，諸如 Wernerfelt（1984）、潘慈暉等四人（2020）及陳昭蓉與朱全斌（2021）等研究；實證結果為負相關者，諸如陳冠志與曹淑琳（2018）及蔡義清等三人（2021）等研究；實證結果為無相關性者，如黃仕斌與楊志龍（2018）之研究。另參考第三章統計分析：研發費用率對於經營績效存在負向影響，故本研究研發費用率對經營績效影響的預期方向為負向。

(2) 用人費用率 (ER)

用人費用率為直接人工、間接人工及薪資費用的總和除以營業收入淨額的比率，以衡量員工薪資水準。根據過去文獻的彙整得知，用人費用率與經營績效關係未明，實證結果為正向關係者，諸如嚴佳代與黃同圳 (2011)、胡敦富 (2014)、金宇祥 (2016) 等研究；實證結果為負向關係者，諸如諸承明與蔡美玲 (2012)、楊馥如與蔡珮蓉 (2012) 等研究。另參考第三章統計分析：用人費用率與經營績效為負相關，故本研究用人費用率對經營績效影響的預期方向為負向。

(3) 負債比率 (DR)

負債比率係負債總額除以資產總額的比率，以衡量財務槓桿程度。根據過去文獻的彙整得知，負債比率對於經營績效的影響未有一致結論，實證結果為正向關係者，如曾昭玲等三人 (2018) 之研究；實證結果為負向關係者，諸如 Dawar (2014)、柯勝揮與陳瑞呈 (2019) 及余惠芳等三人 (2020) 等研究。另參考第三章統計分析：負債比率對於經營績效存在負向影響，故本研究負債比率對經營績效影響的預期方向為負向。

(4) 營業毛利成長率 (MGR)

營業毛利成長率係當期營業毛利相較於前一年度同期營業毛利之差額除以前一年度同期之營業毛利比率。根據過去文獻的彙整得知，營業毛利成長率對於經營績效的影響未有一致結論，實證結果為正向關係者，如戴皖珍 (2019) 之研究；實證結果為負向關係者，如林文淦 (2011) 之研究。另參考第三章統計分析：營業毛利成長率對於經營績效存在正向影響，故本研究營業毛利成長率對經營績效影響的預期方向為不確定。

綜合前述，謹彙整解釋變數對被解釋變數預期影響方向，臚列如表 4-1。

表 4-1 解釋變數對被解釋變數預期影響方向

變數別	代號	定義	預期方向
被解釋變數		台灣上市櫃公司的經營績效。	
資產報酬率	Y	$[\text{繼續營業部門純益} + \text{利息支出} \times (1 - \text{所得稅率})] \div \text{平均資產總額} \times 100\%$ 。	
解釋變數			
股權結構			
政府機構持股比率	GOV	$\text{政府機構持股數} \div \text{公司流通在外股數} \times 100\%$ 。	?
董監事持股比率	BRD	$\text{董監事持股數} \div \text{公司流通在外股數} \times 100\%$ 。	+
廠商特性			
經營時間	OY	$(\text{各統計年度最後營業日} - \text{公司設立日}) \div 365$ 。	?
公司規模	SCA	員工人數。	+
員工流動率	ETO	$(\text{第 } t \text{ 年底至第 } t+1 \text{ 年底之員工離職人數}) \div \text{第 } t \text{ 年底員工人數} \times 100\%$ 。	-
經營策略			
研發費用率	R&D	$\text{研究發展費用} \div \text{營業收入淨額} \times 100\%$ 。	-
用人費用率	ER	$(\text{直接人工} + \text{間接人工} + \text{薪資費用}) \div \text{營業收入淨額} \times 100\%$ 。	-
負債比率	DR	$\text{負債總額} \div \text{資產總額} \times 100\%$ 。	-
營業毛利成長率	MGR	$(\text{當期營業毛利} - \text{去年同期營業毛利}) \div \text{去年同期營業毛利} \times 100\%$ 。	?

資料來源：本研究整理。

註：預期方向+表示該解釋變數與經營績效呈正相關、預期方向-表示該解釋變數與經營績效呈負相關、預期方向?表示二者關係不確定。

第二節 估計方法與實證模型

本研究旨在探討影響台灣上市櫃公司經營績效的決定因素，為了解各項因素對於經營績效影響程度，本文採 OLS 模型分析，實證模型分為二部分進行。第一部分為觀察各解釋變數與經營績效的關係，公式(1)設定如下：

$$Y_i = \alpha_0 + \beta_1 GOV_i + \beta_2 BRD_i + \beta_3 OY_i + \beta_4 SCA_i + \beta_5 ETO_i + \beta_6 R\&D_i + \beta_7 ER_i + \beta_8 DR_i + \beta_9 MGR_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

其中 $i=1\sim 10,955$ ，代表 2013 年至 2020 年第 i 家台灣上市櫃公司， Y_i 為第 i 家公司的資產報酬率； α_0 為常數項； β_j 為自變數的係數， $j=1,2,3,\dots,9$ ；解釋變數包括：GOV 為政府機構持股比率；BRD 為董監事持股比率；OY 為經營時間；SCA 為公司規模；ETO 為員工流動率；R&D 為研發費用率；ER 為用人費用率；DR 為負債比率；MGR 為營業毛利成長率； ε 為誤差項。

第二部分為瞭解政府機構扮演角色，將其與經營時間、公司規模、用人費用率及負債比率之解釋變數相乘而形成交叉項，因此設定公式(2)如下：

$$Y_i = \alpha_0 + \beta_1 GOV_i + \beta_2 BRD_i + \beta_3 OY_i + \beta_4 SCA_i + \beta_5 ETO_i + \beta_6 R\&D_i + \beta_7 ER_i + \beta_8 DR_i + \beta_9 MGR_i + \beta_{10} OY_i \times GOV_i + \beta_{11} SCA_i \times GOV_i + \beta_{12} ER_i \times GOV_i + \beta_{13} DR_i \times GOV_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

公式(2)各項單一解釋變數的設定與公式(1)相同， $j=1,2,3,\dots,13$ ，其餘各解釋變數與政府機構持股比率交叉項的定義說明如下： $OY \times GOV$ 為經營時間與政府機構持股比率的交叉項； $SCA \times GOV$ 為公司規模與政府機構持股比率的交叉項； $ER \times GOV$ 為用人費用率與政府機構持股比率的交叉項； $DR \times GOV$ 為負債比率與政府機構持股比率的交叉項； ε 為誤差項。

第五章 實證模型結果分析

本章依據第四章設定之解釋變數及模型，第一節說明各解釋變數之基本統計量，第二節使用相關係數分析法，測試各解釋變數間之共線性，第三節利用 OLS 模型進行迴歸分析，並依據第二節相關性檢測結果，剔除相關性高之解釋變數以建立實證模型，最後再與第四章預期影響方向進行比較分析。

第一節 實證變數的基本統計量

本節依據第三章之現況分析，彙整各項解釋變數的基本統計量如表 5-1，其中「研發費用率」及「用人費用率」分別為「研發費用」及「用人費用」除以「營業收入淨額」的比率，倘若樣本公司在某年度營業收入不甚理想，可能導致「研發費用率」或「用人費用率」大於 100% 或發生異常極端的情形。

表 5-1 廠商經營績效決定因素敘述統計表

解釋變數	衡量單位	平均數	標準差	最大值	最小值
政府機構持股比率	百分比	0.63	3.43	47.63	0.00
董監事持股比率	百分比	23.82	15.74	99.43	0.00
經營時間	年	28.47	13.82	74.00	0.00
公司規模	千人	1.62	3.81	38.58	0.01
員工流動率	百分比	16.41	13.93	100.00	0.00
研發費用率	百分比	4.89	14.73	491.36	0.00
用人費用率	百分比	20.13	22.28	483.29	0.07
負債比率	百分比	40.77	18.10	99.76	0.38
營業毛利成長率	百分比	14.11	84.03	996.94	-296.16
樣本數					10,955

資料來源：本研究整理。

第二節 實證變數的相關性分析

本研究以「最小平方法 (OLS)」模型進行迴歸分析，為避免解釋變數之間存在高度關聯性將影響實證結果，本節將在進行實證模型迴歸分析之前，檢查各解釋變數是否具有共線性。依據 Pearson 相關係數分析法，相關性認定標準為：相關係數絕對值介於 0.0 至 0.3 者為低度相關，0.3 以上未達 0.7 者為中度相關，0.7 以上則為高度相關。

本研究相關性分析結果整理於下表 5-2，由該表可知，除了「研發費用率」及「用人費用率」互為中度相關之外，其他解釋變數間之相關係數皆為低度相關，故本研究後續將建立不同模型，探討分別及同時剔除「研發費用率」及「用人費用率」的影響，避免變數間交互作用影響研究結果。

表 5-2 各解釋變數相關係數分析表

	GOV	BRD	OY	SCA	ETO	R&D	ER	DR	MGR
GOV	1.00								
BRD	0.07	1.00							
OY	0.03	-0.15	1.00						
SCA	0.09	-0.06	0.09	1.00					
ETO	-0.07	0.02	-0.13	0.02	1.00				
R&D	0.01	-0.01	-0.04	-0.02	-0.01	1.00			
ER	0.01	-0.02	0.01	-0.01	0.01	0.53	1.00		
DR	-0.02	-0.01	0.13	-0.16	0.08	-0.07	-0.06	1.00	
MGR	0.01	0.01	-0.01	-0.01	0.02	0.01	0.01	-0.01	1.00

資料來源：本研究整理。

第三節 實證結果分析

本研究實證模型分為二部分進行，第一部分為探究台灣上市櫃公司經營績效之決定因素，將帶入廠商的數據進行分析，以檢視廠商之解釋變數與被解釋變數的關係；第二部分為探討政府機構持股對公司經營績效的影響因

素，將針對廠商帶入政府機構持股比率及其他影響因素形成的交叉項變數，以觀察其交乘效果對於經營績效的影響。

模型建立說明如下：第一部分為基礎模型，使用第四章模型設定的公式(1)，將九項解釋變數全數列入，以 OLS 模型進行實證分析，建立模型 1。其次，為避免解釋變數相互作用影響實證模型的解釋能力，將本章前一節各變數間相關係數檢視結果為中度相關之「研發費用率」與「用人費用率」分別及同時剔除，模型 2 為從模型 1 之解釋變數中剔除「研發費用率」，模型 3 為模型 1 之解釋變數中剔除「用人費用率」，模型 4 則為模型 1 解釋變數中，同時剔除「研發費用率」與「用人費用率」。接下來，考量廠商的經營績效可能受各年度市場整體經濟表現不同所影響，故將於各模型納入時間虛擬變數做比較，實證結果顯示並無差異，亦即廠商的經營績效未受到各年度市場經濟表現不同而影響。

第二部分為交叉項模型，為進一步瞭解政府機構持股比率與經營績效的關係，採用第四章模型設定的公式(2)，將「政府機構持股比率」分別與「經營時間」、「公司規模」、「用人費用率」及「負債比率」等四項解釋變數相乘形成的交叉項變數一併加入，依序建立模型 5 至模型 8。最後，亦考量廠商的經營績效可能受到各年度市場整體經濟表現不同所影響，故將於各模型納入時間虛擬變數做比較，實證結果顯示並無差異，表示廠商的經營績效並未受到各年度市場經濟表現不同而影響。

綜上所述，本研究實證模型分為二部分進行，第一部分為基礎模型，廠商經營績效決定因素之實證結果如表 5-3，納入時間虛擬變數後之實證結果如表 5-4。第二部分為交叉項模型，帶入政府機構持股比率及其他影響因素形成的交叉項變數，廠商經營績效決定因素之實證結果如表 5-5，納入時間虛擬變數後之實證結果如表 5-6。

以下將針對實證結果與預期變動方向進行說明：

一、股權結構

(一) 政府機構持股比率

根據過去文獻的彙整得知，此項變數對廠商經營績效的預期影響方向為不確定。由表 5-3 與 5-4 之結果顯示，在模型 1 至模型 4 中，無論是否考量時間虛擬變數，該變數與經營績效的關係皆達顯著水準，代表政府機構持股比率對廠商經營績效有顯著負向影響，此與黃燕瑜（2007）及 Tran et al.（2014）的研究結果相符。

(二) 董監事持股比率

根據過去文獻的彙整得知，此項變數對廠商經營績效的預期影響方向為正向。由表 5-3 與 5-4 之結果顯示，在模型 1 至模型 4 中，無論是否考量時間虛擬變數，該變數與經營績效皆為顯著正相關，表示董監事持股比率愈高，廠商經營績效愈佳，與預期方向一致，持有相同看法的學者包括 Jensen and Meckling（1976）、范揚祝等三人（2020）、劉定焜與黃雅卿（2020）、汪青萍與江偉弘（2020）及陳政位等四人（2021）等研究。董監事同時身兼公司管理監督者及股東，做決策時會考量公司利益，因此對經營績效有正面影響。

二、廠商特性

(一) 經營時間

根據過去文獻的彙整得知，此項變數對廠商經營績效的預期影響方向為不確定。由表 5-3 與 5-4 之結果顯示，在模型 1 至模型 4 中，無論是否考量時間虛擬變數，該變數與經營績效皆為顯著負相關，表示廠商經營時間愈長，經營績效愈差，持有相同看法的學者有 Lieberman and Montgomery（1988）、

Sung (2014)、Querbes and Frenken (2017)、曾昭玲等三人 (2018) 及柯勝揮與陳瑞呈 (2019) 等。市場先進者優勢將因競爭對手經驗的累積而下降，最終後進者反而可能取得市場領導地位，因此經營時間對經營績效有負面影響。

(二) 公司規模

根據過去文獻的彙整得知，此項變數對廠商經營績效的預期影響方向為正向。由表 5-3 與 5-4 之結果顯示，在模型 1 至模型 4 中，無論是否考量時間虛擬變數，該變數與經營績效皆為顯著正相關，表示公司規模愈大，廠商經營績效愈佳，與預期方向一致，持有相同看法的學者有高玉芬等三人 (2013)、陳珮瑜與江慧貞 (2018)、曾昭玲等三人 (2018) 及柯勝揮與陳瑞呈 (2019) 等研究。公司規模愈大，員工人數愈多，不同員工可發揮專長，替公司創造貢獻，因此對經營績效有正面影響。

(三) 員工流動率

根據過去文獻的彙整得知，此項變數對廠商經營績效的預期影響方向為負向。由表 5-3 與 5-4 之結果顯示，在模型 1 至模型 4 中，無論是否考量時間虛擬變數，該變數與經營績效皆為顯著負相關，表示員工流動率愈高，廠商經營績效愈差，與預期方向一致，亦與賴政維 (2018)、林政杰 (2020) 及林佳柔 (2021) 等研究結果相符。公司員工流動率偏高導致人事穩定度下降，增加人事成本及降低勞動力品質，因此對經營績效有負面影響。

三、經營策略

(一) 研發費用率

根據過去文獻的彙整得知，此項變數對廠商經營績效的預期影響方向為負向。由表 5-3 與 5-4 之結果顯示，在模型 1 至模型 4 中，無論是否考量時間

虛擬變數，該變數與經營績效皆為顯著負相關，表示廠商研發費用率愈高，經營績效愈差，與預期方向一致，與陳冠志與曹淑琳（2018）及蔡義清等三人（2021）等研究結果相同。企業研發新技術存有風險，且產出並不穩定，如果研發失敗將無法為企業帶來收益，對經營績效有負面影響。

(二) 用人費用率

根據過去文獻的彙整得知，此項變數對廠商經營績效的預期影響方向為負向。由表 5-3 與 5-4 之結果顯示，在模型 1 至模型 4 中，無論是否考量時間虛擬變數，該變數與經營績效皆為負相關，與預期方向一致，惟僅於模型 2 達顯著水準，表示在無研發費用率變數交互作用之下，廠商用人費用率愈高，經營績效愈差，此與諸承明與蔡美玲（2012）及楊馥如與蔡珮蓉（2012）等研究結果相符。企業提升員工薪資將增加人事成本，對經營績效有負面影響。

(三) 負債比率

根據過去文獻的彙整得知，此項變數對廠商經營績效的預期影響方向為負向。由表 5-3 與 5-4 之結果顯示，在模型 1 至模型 4 中，無論是否考量時間虛擬變數，該變數與經營績效皆為顯著負相關，表示廠商負債比率愈高，經營績效愈差，與預期方向一致，持有相同看法的學者有 Dawar（2014）、柯勝揮與陳瑞呈（2019）及余惠芳等三人（2020）。企業透過對外舉債取得資金，將會降低獲利且提升財務風險，因此對經營績效有負面影響。

(四) 營業毛利成長率

根據過去文獻的彙整得知，此項變數對廠商經營績效的預期影響方向為不確定。由表 5-3 與 5-4 之結果顯示，在模型 1 至模型 4 中，無論是否考量時間虛擬變數，該變數與經營績效的關係皆未達顯著水準，代表營業毛利成長率的高低對廠商經營績效沒有顯著的影響。

表 5-3 廠商經營績效決定因素實證結果:模型 1-4

解釋變數	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
截距項	11.9665 *** (0.4216)	11.7537 *** (0.4227)	11.9634 *** (0.4216)	11.6284 *** (0.4233)
股權結構				
政府機構持股比率 (GOV)	-0.0828 ** (0.0327)	-0.0846 ** (0.0329)	-0.0827 ** (0.0327)	-0.0849 ** (0.0330)
董監事持股比率 (BRD)	0.0338 *** (0.0070)	0.0346 *** (0.0070)	0.0334 *** (0.0070)	0.0352 *** (0.0070)
廠商特性				
經營時間 (OY)	-0.0461 *** (0.0082)	-0.0430 *** (0.0082)	-0.0464 *** (0.0082)	-0.0435 *** (0.0083)
公司規模 (SCA)	0.2542 *** (0.0289)	0.2541 *** (0.0291)	0.2543 *** (0.0289)	0.2551 *** (0.0291)
員工流動率 (ETO)	-0.1262 *** (0.0084)	-0.1253 *** (0.0085)	-0.1263 *** (0.0084)	-0.1256 *** (0.0085)
經營策略				
研發費用率 (R&D)	-0.0013 *** (0.0002)		-0.0014 *** (0.0001)	
用人費用率 (ER)	-0.0002 (0.0002)	-0.0010 *** (0.0002)		
負債比率 (DR)	-0.0964 *** (0.0065)	-0.0943 *** (0.0065)	-0.0962 *** (0.0064)	-0.0921 *** (0.0065)
營業毛利成長率 (MGR)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)
Adj. R-squared	0.0947	0.0861	0.0947	0.0810
Year Dummy	N	N	N	N
樣本數	10,955	10,955	10,955	10,955

資料來源：本研究整理。

註：(1)***代表 P-value < 0.01，**代表 P-value < 0.05，*代表 P-value < 0.1。

(2)估計值係數為正，代表對經營績效之影響為正向；估計值係數為負，代表為負向。

(3) () 為標準誤。

表 5-4 廠商經營績效決定因素實證結果:模型 1-4 (含時間虛擬變數)

解釋變數	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
截距項	12.5382 *** (0.5237)	12.3457 *** (0.5256)	12.5360 *** (0.5237)	12.2372 *** (0.5267)
股權結構				
政府機構持股比率 (GOV)	-0.0808 ** (0.0327)	-0.0828 ** (0.0329)	-0.0807 ** (0.0327)	-0.0830 ** (0.0330)
董監事持股比率 (BRD)	0.0335 *** (0.0070)	0.0343 *** (0.0070)	0.0336 *** (0.0070)	0.0349 *** (0.0070)
廠商特性				
經營時間 (OY)	-0.0452 *** (0.0082)	-0.0420 *** (0.0082)	-0.0454 *** (0.0082)	-0.0423 *** (0.0083)
公司規模 (SCA)	0.2524 *** (0.0289)	0.2521 *** (0.0291)	0.2525 *** (0.0289)	0.2530 *** (0.0291)
員工流動率 (ETO)	-0.1278 *** (0.0085)	-0.1271 *** (0.0085)	-0.1279 *** (0.0085)	-0.1276 *** (0.0085)
經營策略				
研發費用率 (R&D)	-0.0013 *** (0.0002)		-0.0014 *** (0.0001)	
用人費用率 (ER)	-0.0002 (0.0002)	-0.0010 *** (0.0002)		
負債比率 (DR)	-0.0953 *** (0.0064)	-0.0932 *** (0.0065)	-0.0951 *** (0.0064)	-0.0909 *** (0.0065)
營業毛利成長率 (MGR)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)
Adj. R-squared	0.0964	0.0878	0.0965	0.0828
Year Dummy	Y	Y	Y	Y
樣本數	10,955	10,955	10,955	10,955

資料來源：本研究整理。

註：(1)***代表 P-value < 0.01，**代表 P-value < 0.05，*代表 P-value < 0.1。

(2)估計值係數為正，代表對經營績效之影響為正向；估計值係數為負，代表為負向。

(3) () 為標準誤。

四、交叉項變數

觀察表 5-5 與 5-6 可知，無論是否考量時間虛擬變數，交叉項模型（模型 5 至模型 8）與基礎模型（模型 1 至模型 4）之各項解釋變數對於經營績效的影響方向皆為一致，說明交叉項模型亦具穩定性。惟在顯著性水準，於模型 5、模型 6 及模型 8 中，政府機構持股比率對於經營績效的負向影響由中度顯著變為高度顯著，此外其餘結果皆未改變。

依交叉項模型實證結果可知，「經營時間×政府機構持股比率」對於經營績效有高度顯著且正向影響；「公司規模×政府機構持股比率」對於經營績效未具有顯著解釋能力；「用人費用率×政府機構持股比率」對於經營績效有高度顯著且負向影響；「負債比率×政府機構持股比率」對於經營績效有中度顯著且正向影響。交叉項結果分析說明如下：

(一) 經營時間×政府機構持股比率

根據過去文獻的彙整得知，此項變數對廠商經營績效的預期影響方向為不確定。由表 5-5 與 5-6 之結果顯示，在模型 5 中，無論是否考量時間虛擬變數，該變數與經營績效的關係皆為高度顯著正相關，代表對於經營時間較長的廠商，當政府機構持股比率愈高，經營績效愈佳，此與鄧詩韻等三人(2006)的研究結果相符，說明公司愈早期進入市場且政府機構持股比率愈高，將有助於其經營績效表現。依據本研究結果顯示，公司的經營時間如長達 44 年，則政府機構持股比率對於經營績效的影響將出現轉折點，其影響方向由起初的負向反轉為正向。

(二) 公司規模×政府機構持股比率

根據過去文獻的彙整得知，此項變數對廠商經營績效的預期影響方向為

不確定。由表 5-5 與 5-6 之結果顯示，在模型 6 中，無論是否考量時間虛擬變數，該變數與經營績效的關係皆未達顯著水準，代表無論公司規模大小為何，政府機構持股比率的高低對廠商經營績效沒有顯著的影響。

(三) 用人費用率×政府機構持股比率

根據過去文獻的彙整得知，此項變數對廠商經營績效的預期影響方向為不確定。由表 5-5 與 5-6 之結果顯示，在模型 7 中，無論是否考量時間虛擬變數，該變數與經營績效的關係皆為高度顯著負相關，代表對於用人費用率較高的廠商，當政府機構持股比率愈高，經營績效愈差，此與張力等四人(2011)的研究結果相同，說明公司員工薪資水準愈高且政府機構持股比率愈高，無法有效激勵員工提升生產力，反而因公司負擔更高人事成本導致獲利降低，因此對經營績效有負面影響。

(四) 負債比率×政府機構持股比率

根據過去文獻的彙整得知，此項變數對廠商經營績效的預期影響方向為不確定。由表 5-5 與 5-6 之結果顯示，在模型 8 中，無論是否考量時間虛擬變數，該變數與經營績效的關係皆為中度顯著正相關，代表對於負債比率較高的廠商，當政府機構持股比率愈高，經營績效愈佳，此與陳寧馨等三人(2006)的研究結果一致，說明企業充分操作財務槓桿對外舉借債務籌資，且政府機構持股比率愈高，有助於其經營績效表現。

綜合前述，彙整模型 5 至模型 8 之交叉項模型，將「政府機構持股比率」分別與「經營時間」、「公司規模」、「用人費用率」及「負債比率」所形成之交叉項變數對於廠商經營績效影響的實證結果，臚列如表 5-5，另考量納入時間虛擬變數後的實證結果，臚列如表 5-6。

表 5-5 廠商經營績效決定因素(交叉項)實證結果:模型 5-8

解釋變數	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
截距項	12.1404 *** (0.4263)	11.9781 *** (0.4217)	12.0046 *** (0.4208)	12.0901 *** (0.4248)
股權結構				
政府機構持股比率 (GOV)	-0.2763 *** (0.0787)	-0.1050 *** (0.0377)	-0.0600 ** (0.0330)	-0.2010 *** (0.0601)
董監事持股比率 (BRD)	0.0334 *** (0.0070)	0.0340 *** (0.0070)	0.0337 *** (0.0070)	0.0340 *** (0.0070)
廠商特性				
經營時間 (OY)	-0.0504 *** (0.0084)	-0.0461 *** (0.0082)	-0.0465 *** (0.0082)	-0.0466 *** (0.0082)
公司規模 (SCA)	0.2539 *** (0.0289)	0.2432 *** (0.0303)	0.2530 *** (0.0289)	0.2523 *** (0.0289)
員工流動率 (ETO)	-0.1267 *** (0.0084)	-0.1262 *** (0.0084)	-0.1263 *** (0.0084)	-0.1261 *** (0.0084)
經營策略				
研發費用率 (R&D)	-0.0013 *** (0.0002)	-0.0013 *** (0.0002)	-0.0012 *** (0.0002)	-0.0013 *** (0.0002)
用人費用率 (ER)	-0.0002 (0.0002)	-0.0002 (0.0002)	-0.0002 (0.0002)	-0.0002 (0.0002)
負債比率 (DR)	-0.0972 *** (0.0065)	-0.0964 *** (0.0065)	-0.0969 *** (0.0065)	-0.0992 *** (0.0066)
營業毛利成長率 (MGR)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)
經營時間×政府機構 持股比率	0.0062 *** (0.0023)			
公司規模×政府機構 持股比率		0.0081 (0.0067)		
用人費用率×政府機 構持股比率			-0.0007 *** (0.0001)	
負債比率×政府機構 持股比率				0.0032 ** (0.0014)
Adj. R-squared	0.0956	0.0947	0.0982	0.0953
Year Dummy	N	N	N	N
樣本數	10,955	10,955	10,955	10,955

資料來源：本研究整理。

註：(1)***代表 P-value < 0.01，**代表 P-value < 0.05，*代表 P-value < 0.1。

(2)估計值係數為正，代表對經營績效之影響為正向；估計值係數為負，代表為負向。

(3) () 為標準誤。

表 5-6 廠商經營績效決定因素(交叉項)實證結果:模型 5-8 (含時間虛擬變數)

解釋變數	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
截距項	12.6383 *** (0.5281)	12.4589 *** (0.5240)	12.4801 *** (0.5229)	12.5929 *** (0.5268)
股權結構				
政府機構持股比率 (GOV)	-0.2806 *** (0.0786)	-0.1022 *** (0.0376)	-0.0581 ** (0.0330)	-0.2040 *** (0.0604)
董監事持股比率 (BRD)	0.0294 *** (0.0070)	0.0298 *** (0.0070)	0.0297 *** (0.0070)	0.0300 *** (0.0070)
廠商特性				
經營時間 (OY)	-0.0447 *** (0.0084)	-0.0402 *** (0.0082)	-0.0405 *** (0.0082)	-0.0406 *** (0.0082)
公司規模 (SCA)	0.2520 *** (0.0289)	0.2418 *** (0.0303)	0.2512 *** (0.0289)	0.2504 *** (0.0289)
員工流動率 (ETO)	-0.1283 *** (0.0085)	-0.1278 *** (0.0085)	-0.1280 *** (0.0085)	-0.1277 *** (0.0085)
經營策略				
研發費用率 (R&D)	-0.0013 *** (0.0002)	-0.0013 *** (0.0002)	-0.0012 *** (0.0002)	-0.0013 *** (0.0002)
用人費用率 (ER)	-0.0002 (0.0002)	-0.0002 (0.0002)	-0.0002 (0.0002)	-0.0002 (0.0002)
負債比率 (DR)	-0.0961 *** (0.0065)	-0.0953 *** (0.0065)	-0.0958 *** (0.0065)	-0.0982 *** (0.0066)
營業毛利成長率 (MGR)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)
經營時間×政府機構 持股比率	0.0064 *** (0.0023)			
公司規模×政府機構 持股比率		0.0077 (0.0067)		
用人費用率×政府機 構持股比率			-0.0007 *** (0.0001)	
負債比率×政府機構 持股比率				0.0033 ** (0.0014)
Adj. R-squared	0.0975	0.0965	0.1000	0.0972
Year Dummy	Y	Y	Y	Y
樣本數	10,955	10,955	10,955	10,955

資料來源：本研究整理。

註：(1)***代表 P-value < 0.01，**代表 P-value < 0.05，*代表 P-value < 0.1。

(2)估計值係數為正，代表對經營績效之影響為正向；估計值係數為負，代表為負向。

(3)()為標準誤。

五、小結

本節利用 OLS 模型探討可能影響台灣上市櫃公司經營績效的決定因素，經由實證分析發現：除了「用人費用率」及「營業毛利成長率」不具顯著解釋能力之外，其餘「政府機構持股比率」、「董監事持股比率」、「經營時間」、「公司規模」、「員工流動率」、「研發費用率」及「負債比率」等變數皆具有高度顯著解釋能力。「政府機構持股比率」在增加「經營時間×政府機構持股比率」、「公司規模×政府機構持股比率」及「負債比率×政府機構持股比率」等交叉項變數時，具有高度顯著解釋能力；「用人費用率」僅在無研發費用率變數交互作用下，具有高度顯著解釋能力。

在交叉項模型的實證結果，除「公司規模×政府機構持股比率」不具顯著解釋能力外，其餘「經營時間×政府機構持股比率」及「用人費用率×政府機構持股比率」具有高度顯著解釋能力，「負債比率×政府機構持股比率」具有中度顯著解釋能力。上述實證結果在納入時間虛擬變數之後，各項解釋變數之實證結果皆無明顯改變，代表廠商經營績效受不同年度市場經濟表現的影響不大。

以下彙整各項解釋變數對於經營績效的影響方向，將其實證結果與預期方向進行比較，臚列於表 5-7 與 5-8。

表 5-7 各解釋變數實證結果與預期方向比較表

	預期 方向	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
股權結構									
政府機構持 股比率	?	- **	- **	- **	- **	- ***	- ***	- **	- ***
董監事持股 比率	+	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***
廠商特性									
經營時間	?	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***
公司規模	+	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***
員工流動率	-	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***
經營策略									
研發費用率	-	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***
用人費用率	-	-	- ***	-	-	-	-	-	-
負債比率	-	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***
營業毛利成 長率	?	-	-	-	-	-	-	-	-
經營時間× 政府機構持 股比率	?					+ ***			
公司規模× 政府機構持 股比率	?						+		
用人費用率 ×政府機構 持股比率	?							- ***	
負債比率× 政府機構持 股比率	?								+ **
Year Dummy		N	N	N	N	N	N	N	N

資料來源：本研究整理。

表 5-8 各解釋變數實證結果與預期方向比較表(含時間虛擬變數)

	預期 方向	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
股權結構									
政府機構持 股比率	?	- **	- **	- **	- **	- ***	- ***	- **	- ***
董監事持股 比率	+	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***
廠商特性									
經營時間	?	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***
公司規模	+	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***
員工流動率	-	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***
經營策略									
研發費用率	-	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***
用人費用率	-	-	- ***	-	-	-	-	-	-
負債比率	-	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***	- ***
營業毛利成 長率	?	-	-	-	-	-	-	-	-
經營時間× 政府機構持 股比率	?					+ ***			
公司規模× 政府機構持 股比率	?						+		
用人費用率 ×政府機構 持股比率	?							- ***	
負債比率× 政府機構持 股比率	?								+ **
Year Dummy		Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y

資料來源：本研究整理。

第六章 結論與建議

第一節 結論

本研究目的在探討政府機構及其他影響台灣上市櫃公司經營績效的決定因素，透過回顧文獻蒐集政府機構持股及其他可能影響經營績效的決定因素，並自 TEJ 資料庫取得 2013 年至 2020 年我國上市櫃公司資料，以「最小平方方法(OLS)」建立多元迴歸模型進行實證分析，印證實證變數的解釋能力，爰彙整本研究實證結果說明如下：

一、政府機構持股比率對於經營績效的實證結果

本研究結果顯示，無論是否考量時間虛擬變數，政府機構持股比率與經營績效為顯著負相關，表示當政府機構持股比率愈高，經營績效愈差。

二、其他影響因素對於經營績效的實證結果

本研究結果顯示，無論是否考量時間虛擬變數，除「用人費用率」及「營業毛利成長率」未具解釋能力外，其他 6 項變數對於經營績效皆具解釋能力，亦即為台灣上市櫃公司經營績效的重要決定因素。再從實證模型的估計值係數分析，「董監事持股比率」及「公司規模」對於經營績效有顯著的正向影響，說明董監事持股比率愈高及員工人數愈多的廠商，經營績效愈佳；「經營時間」、「員工流動率」、「研發費用率」及「負債比率」對於經營績效有顯著的負向影響，說明經營時間愈長、員工流動率、研發費用率及負債比率愈高的廠商，經營績效愈差。

三、交叉項因素對於經營績效的實證結果

本研究結果顯示，「經營時間×政府機構持股比率」及「負債比率×政府

機構持股比率」對經營績效具有顯著正向影響，代表對於較早期進入市場或財務槓桿程度較高的廠商，當政府機構持股比率愈高，經營績效愈佳；「用人費用率×政府機構持股比率」對於經營績效具有顯著負向影響，代表對於員工薪資水準較高的廠商，當政府機構持股比率愈高，經營績效愈差；「公司規模×政府機構持股比率」對經營績效之影響不顯著，代表無論公司規模大小為何，政府機構持股比率的高低對廠商經營績效無顯著影響。對於整體廠商而言，政府機構持股係影響經營績效因素之一，另外對於某些類型廠商來看，政府機構持股對於經營績效影響程度隨廠商條件不同而有差異。

第二節 未來研究方向與建議

本節延續前述章節架構，依照各項解釋變數對於經營績效之實證結果，茲提出以下建議事項供政府施政及後續研究方向參考：

一、提升台灣企業競爭力政策建議

(一) 促進資本市場活絡，提升企業直接籌資意願

本研究發現企業負債比率愈高，須負擔愈高額利息費用，不利於其經營績效表現。倘若企業願意透過資本市場籌資，將有助於降低籌資成本及提升經營績效。資本市場存在之首要目的，在於提供企業良好籌資方式，惟依據中央銀行的統計資料顯示，台灣近年的直接金融比重約為 20%，可見台灣股市之集資功能不彰。為此，我國政府致力於活絡股票市場，近年陸續推動當日沖銷交易、盤中零股交易及減半當日沖銷交易稅等政策，儘管有助於提升股市交易量，惟對於降低企業籌資成本的成效仍待觀察。綜上，建議政府持續活絡資本市場，並評估降低交易成本，以提供企業良好集資管道。

(二) 政府機構選擇持股標的時，考量特定廠商條件有助於提升企業競爭力

本研究發現政府機構持股比率係影響經營績效的主要因素之一，針對經營時間較長或負債比率較高的廠商，政府機構持股比率與經營績效呈現顯著正相關，且隨著廠商條件不同，對經營績效影響之結果亦不相同。因此，建議政府機構在選擇持股標的時，將廠商經營時間及負債比率等特定條件適度納入考量，針對較早期進入市場或財務槓桿使用程度較高的企業，當政府機構持股比率愈高，其經營績效表現愈佳，代表企業愈具競爭力。

二、研究限制及後續研究建議

(一) 研究樣本之限制

本研究囿於台灣上市櫃公司之財務報表自 2013 年起改採用國際財務報告準則 (IFRS) 編列，為求數據標準一致性及資料完整性，僅採用 2013 年至 2020 年的數據，相較企業發展的年份，8 年之時間不算長，樣本規模較小，因此建議後續的研究可增加年份。

依據經濟部發布的「2021 中小企業白皮書」統計顯示：台灣 2020 年中小企業家數達 154.8 萬家，佔總企業數 98.9%，受僱人數達 931.1 萬人，佔總僱用人數的 80.94%，說明台灣經濟主體仍為中小企業，惟本研究受到資料蒐集限制，研究樣本僅包括台灣上市櫃公司，尚未能涵括台灣全體企業家數，故建議後續研究者可考慮納入中小企業。

本研究僅針對一般產業進行研究，對於金融、保險及證券等性質特殊之產業並未納入研究範圍，然而在金融改革政策上的公股議題亦值得探討，因此建議未來研究者可考慮納入金融、保險及證券等產業，探討政府機構所扮演角色。

(二) 研究方法之限制

本研究實證模型採用不同產業資料做實證分析，並未再細分各產業別做迴歸分析，無法區分各產業經營績效的差異，爰建議未來研究可以考量再依不同產業進行經營績效的實證分析，進一步觀察不同產業類別的廠商是否有差異。

(三) 經營績效衡量指標之限制

本研究主要探討影響台灣上市櫃公司經營績效的決定因素，在績效衡量指標方面，僅採用財務性指標資產報酬率（ROA）衡量經營績效，並未納入非財務性指標作為衡量標準，故建議後續研究可嘗試以其他財務或非財務指標做為研究變數，以觀察實證結果是否改變。



參考文獻

中文部分

- 尹賢瑜、童心達與陳沛雨 (2014),「經理人與董監事之持股對公司績效的影響—以台灣電子產業為例」,《真理財經學報》, 26, 23-52。
- 汪青萍與江偉弘 (2020),「探討持股比例對公司經營績效之影響」,《全球商業經營管理學報》, 12, 41-48。
- 余惠芳、蘇明達與李巧好 (2020),「融資決策、股利政策與營運績效之研究：中國上市公司之實證」,《全球管理與經濟》, 16 (2), 65-80。
- 金宇祥 (2016),「員工薪酬與公司的經營績效和市場績效之關聯性研究」,國立台灣大學財務金融學研究所碩士論文。
- 林江亮與鄭菽萱 (2006),「政府持股與公司價值之關聯性研究」,《當代會計》, 7 (2), 237-260。
- 林文淦 (2011),「光電產業上中下游財務績效與股價關聯性之研究」,國立台北大學財務金融碩士論文。
- 林政杰 (2020),「企業員工工作環境對創新績效之影響」,國立台灣大學財務金融學研究所碩士論文。
- 林佳柔 (2021),「員工異動對公司績效之影響—以台灣製造業上市櫃公司為例」,國立中央大學產業經濟研究所碩士論文。
- 吳繼熊 (2021),「隨機邊界法衡量台灣建設公司之經營績效」,《營建管理季刊》, 112, 23-24。

- 胡敦富 (2014),「精神專科醫療院所人力投入對服務績效影響之研究—以台灣地區七家公立精神專科醫療院所為例」,《競爭力評論》,17,45-67。
- 范揚祝、倪衍森與宋伊婷 (2020),「董事會結構、自由現金流量與公司績效之關連性研究」,《管理資訊計算》,9(2),115-128。
- 柯勝揮與陳瑞呈 (2019),「企業國際化與廠商優勢對經營績效影響之探討兼論經營能力之干擾—以台灣電子業為例」,《北商學報》,36,95-120。
- 翁永和、羅鈺珊與劉碧珍 (2003),「市場結構與最適民營化政策」,《經濟論文》,31(2),149-169。
- 高玉芬、洪維廷與羅綺雲 (2013),「人力資本對組織經營績效之影響」,《萬能商學學報》,18,143-159。
- 陳寧馨、余玉春與張巧玲 (2006),「1990 年代以來中國大陸工業國有企業負債比對企業利潤影響之探析」,《東亞研究》,37(1),87-132。
- 陳玟曄與顏志龍 (2009),「平衡計分卡應用於台灣中油公司之研究」,《中華管理評論國際學報》,12(3),1-18。
- 陳冠志與曹淑琳 (2018),「研究發展與企業績效之關聯性分析—以中國電子業為例」,《台灣國際研究季刊》,14(4),159-179。
- 陳珮瑜與江慧貞 (2018),「台灣人工智慧產業公司經營績效之研究」,《管理資訊計算》,7(2),332-341。
- 陳智明、王麗惠與林國松 (2021),「機構投資者對公司績效的影響分析—以上海 A 股上市公司為例」,《管理與資訊學報》,26,27-52。
- 陳政位、蕭文姪、江慧貞與林子博 (2021),「影響塑化產業經營績效之因素

分析」，《管理資訊計算》，10(1)，13-26。

陳昭蓉與朱全斌（2021），「大陸投資盈餘匯回、會計師任期與公司價值」，《當代會計》，22(2)，207-250。

張力、侯啟嫻、林翠蓉與孫心儀（2011），「平衡計分卡運用於印刷業之研究：以國營 A 印刷公司為例」，《台灣企業績效學刊》，5(1)，125-152。

張安（2017），「員工流動對公司價值的影響—以台灣上市櫃公司為例」，國立台灣大學財務金融學研究所碩士論文。

張懷文（2021），「官股企業的 ESG 績效」，國立中央大學財務金融學系碩士論文。

黃世志（2005），「台糖公司員工對優退措施認知與人力資本之相關性研究」，淡江大學會計學系碩士論文。

黃燕瑜（2007），「政府機構持股與公司經營績效關聯性之研究」，國立政治大學會計系碩士論文。

黃寶玉、倪衍森與柯沂均（2013），「台灣電子業公司治理與盈餘管理對公司績效之影響」，《中華管理評論國際學報》，16(1)，153-167。

黃仕斌與楊志龍（2018），「研發投入、研發績效對公司經營績效之影響：以台灣高科技產業為例」，《科技管理學刊》，23(1)，33-63。

曾昭玲、郭迺鋒與施柏仰（2018），「影響全球第三方支付企業經營績效之因素」，《應用經濟論叢》，104，31-95。

經濟部中小企業處（2021），《2021 中小企業白皮書》，265。

楊馥如與蔡珮蓉（2012），「員工分紅費用化對台灣上市櫃電子公司營運績效

的影響」，《東海管理評論》，14(1)，1-27。

鄧詩韻、陳炳宏與黃協弘（2006），「網際網路服務供應商運用策略聯盟之研究」，《傳播與管理研究》，6(1)，50-79。

鄭雅云（2021），「政府股權與盡職治理對會計盈餘資訊內涵之影響」，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。

諸承明與蔡美玲（2012），「薪酬設定與員工服務品質關係之研究—以餐飲業第一線服務人員為例」，《中原企管評論》，10(2)，75-97。

蔣佳穎（2019），「影響企業創新績效之關聯性研究-以台灣電子業為例」，淡江大學管理科學學系企業經營碩士論文。

蔡義清、江慧貞與黃傑穎（2021），「新冠肺炎相關醫療產業經營績效之分析」，《管理資訊計算》，10(2)，11-21。

潘慈暉、江美燕、張旭華與邢姍姍（2020），「台灣及中國大陸製藥公司研發投入與資本支出對企業價值影響之探討」，《中科學報》，7(1)，127-150。

劉珈妘（2019），「政府持股對投資現金流量敏感度之影響」，國立高雄大學金融管理學系碩士論文。

劉定焜與黃雅卿（2020），「資訊揭露透明度與公司治理對公司價值與經營績效影響之探討—台灣上市櫃公司之實證研究」，《財金論文叢刊》，32，43-58。

賴松鐘、黃鈺惠與陳欽雨（2013），「國內電信服務業之脈絡分析及經營策略研究—以中華電信為例」，《經營管理論叢》，5，1-20。

賴政維（2018），「員工雇用穩定度對生產效率之影響—隨機生產邊界模型」，

國立中央大學人力資源管理研究所碩士論文。

戴皖珍 (2019), 「女性管理者對公司績效之影響-以台灣上市櫃公司為例」,

國立台灣師範大學管理學院高階經理人企業管理碩士論文。

嚴佳代與黃同圳 (2011), 「餐旅服務業薪資結構、薪酬滿意及任務績效關係之研究：以階層線性模型分析」, 《餐旅暨家政學刊》, 8(1), 57-78。

英文部分

Beuselinck, C., L. Cao, M. Deloof, and X. Xia (2017), "The Value of Government Ownership during the Global Financial Crisis," *Journal of Corporate Finance*, 42, 481-493.

Coombs, J. E., and P. E. Bierly (2006), "Measuring Technological Capability and Performance," *R&D Management*, 36(4), 421-438.

Dawar, V. (2014), "Agency Theory, Capital Structure and Firm Performance: Some Indian Evidence," *Managerial Finance*, 40(12), 1190-1206.

Haider, Z. A., M. Liu, Y. Wang, and Y. Zhang (2018), "Government Ownership, Financial Constraint, Corruption, and Corporate Performance: International Evidence," *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 53, 76-93.

Jensen, M. C., and W. H. Meckling (1976), "Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Jensen, M. C., and R. S. Ruback (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, 11(1), 5-50.

- Kaplan, R. S., and D. P. Norton (2001), "Transforming the Balanced Scorecard from Performance Measurement to Strategic Management: Part II," *Accounting Horizons*, 15(2), 147-160.
- Lee, T. H., and J. K. Huang (2014), "Foreign Investors, Corporate Operational Efficiency and Performance," *Journal of Financial Studies*, 22(1), 33-60.
- Lieberman, M. B., and D. B. Montgomery (1988), "First-Mover Advantages," *Strategy Content Research*, 9, 41-58.
- Querbes, A., and K. Frenken (2017), "Evolving User Needs and Late-Mover Advantage," *Strategic Organization*, 15(1), 67-90.
- Sung, N. (2014), "Declining First-Mover Advantage in Mobile Telecommunications Markets," *The Service Industries Journal*, 34(2), 89-102.
- Tran, N. M., W. Nonneman, and A. Jorissen (2014), Government Ownership and Firm Performance: The Case of Vietnam. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(3), 628-650.
- Venkatraman, N., and V. Ramanujam (1986), "Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches," *The Academy of Management Review*, 11(4), 801-814.
- Wernerfelt, B. (1984), "A Resource-Based View of the Firm," *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.

網站資料

中央銀行 (2020), 直接金融與間接金融的衡量、跨國比較及政策涵義, 瀏覽

日期：2022 年 4 月 1 日，取自

<https://www.cbc.gov.tw/dl-162616-12a69c27fccc4d269f11c718e76c496e.ht>

ml

