

## 伍、實證分析

前述章節我們說明公司治理之相關法規，並藉由文獻探討說明公司治理會影響公司之經營績效，陳惟龍(2006)曾收集台灣 21 家壽險公司與 14 家產險公司之獨立董事與審計委員會設置資料、董監事持股比例、董監事結構來分析台灣保險業對於公司治理之實施現況。但由於中國大陸之資訊透明度不高，我們無法收集獨立董事與審計委員會設置資料、董監事持股比例、董監事結構等資訊，因此，我們用經營績效作為量化公司治理之指標。

影響公司治理之因素很多，張濤(2006)選取 1999 年 12 月 31 日前於上海證券交易所與深圳證券交易所上市發行 A 股的 918 家，於 2000-2005 年之資料進行公司治理與股權結構與經營績效之研究，在公司治理與經營績效方面，其選取之公司治理效率指標與控制變量整理如下表 13。

選定好公司治理效率指標與控制變量後，張濤(2006)分別將三項指標對控制變量作回歸分析，其實證結果認為股權集中度與公司治理效率顯著正相關，即股權集中度越高，公司治理效率越高。

表 13 公司治理效率指標與控制變量整理

	變量	定義
公司治 理效率 指標	總資產報酬率(ROA)	淨利潤 / 總資產
	營業利潤率(COA)	營業利潤 / 主營業務收入淨額
	托賓 Q 值(Tobin's Q)	(股本市價+負債淨額)/總資產
控制 變數	第一大股東持股比例	第一大股東持股比例
	前五大股東持股比例	前五大股東持股比例
	赫芬德指數	前五大股東持股比例之平方和
	資產負債率(DAR)	總負債/總資產
	公司規模(SIZE)	總資產帳面價值之自然對數
	行業類別	根據公司所處行業分爲 20 個行業
	地區類別	根據公司所在省份分爲東、西、中三個地區

資料來源：張濤(2006)

而在股權結構與經營績效的部分，同樣選取 1999 年 12 月 31 日前於上海證券交易所與深圳證券交易所上市發行 A 股的 918 家，於 2000-2005 年之資料，其選取之經營績效指標與股權結構控制變量整理如下表 14。

選定經營績效指標與股權結構控制變量後，同樣的，張濤(2006)分別將三項指標對控制變量作回歸分析，其實證結果認為在一定程度上國有股比例與公司業績負相關，而法人股與公司經營績效則為正相關，因相對於國有股，法人股有更大之監管能力，促使公司穩健經營。

表 14 經營績效指標與股權結構控制變量整理

	變量	定義
經營績效指標	總資產報酬率(ROA)	淨利潤 / 總資產
	主營業務資產報酬率(CROA)	主營業務利潤 / 總資產
	淨資產收益率(ROE)	淨利潤 / 股東權益
控制變數	國有股比例	國有股 / 總股本
	法人股比例	法人股 / 總股本
	流通股比例	流通股 / 總股本
	財務槓桿(DAR)	總負債/總資產
	公司規模(SIZE)	總資產帳面價值之自然對數
	行業類別	根據公司所處行業分為 20 個行業
	地區類別	根據公司所在省份分為東、西、中三個地區
	公司性質(STATE)	股本中存在國有股即為非民營上市公司，否則為民營上市公司

資料來源：張濤(2006)

而針對中國大陸壽險市場現況，除了友邦人壽保險公司為美國國際集團旗下之分公司外，其他壽險公司有兩大類，分別為中資壽險公司以及合資壽險公司，大部分之壽險公司皆為股份制，但並未全部上市，因此，在資料的取得方面具有一定的限制，無法獲得其股價、股東持股比率等資料，因此在資料取得的限制下，本文無法依循上述的模式作回歸分析，因此，本研究將分析重點放在股權結構與經營績效指標間之一對一的對應關係，本文就所收集之資料，將中國大陸壽險公

司股權結構分為合資公司與中資公司兩類，而經營績效指標分別為總資產報酬率(ROA)、淨資產收益率(ROE)、公司資產規模(SIZE)與保費收入(Premium)四項，分析不同結構之壽險公司對於經營績效是否造成顯著之影響。

## 一、資料來源

本研究採用「2005 中國保險年鑑」之資料，分析 2004 年大陸壽險公司在不同股權結構(中資壽險公司與合資壽險公司)下對其經營績效之影響。共計有合資壽險公司 18 家、中資壽險公司 8 家。<sup>29</sup>

## 二、研究方法

在資料的缺乏下，本文利用 ANOVA 分析股權結構對總資產報酬率(ROA)、淨資產收益率(ROE)、公司資產規模(SIZE)與保費收入(Premium)四項指標間之一對一相互影響關係。

## 三、統計檢定

首先，將股權結構分為中資壽險公司(0)與合資壽險公司(1)兩種，分別檢定以下四項假說：

---

<sup>29</sup> 除了合資與中資壽險公司，尚有一外資分公司(美邦壽險)，但因目前外資尚無法於大陸成立分公司或分公司，美邦壽險為一特例，因此，本研究不納入分析。

假說一：股權結構會影響公司資產規模

假說二：股權結構會影響公司保費收入

假說三：股權結構會影響公司 ROA

假說四：股權結構會影響公司 ROE

表 15 2004 大陸壽險公司資產規模表(百萬人民幣)

中資公司	資產總值	合資公司	資產總值	合資公司	資產總值
民生	2,527.4	中美大都會	470.59	光大永明	639.34
生命	3,253.41	瑞泰人壽	182.804	中意人壽	11,783.78
新華	39,783.83	恒安標準	1,623.51	信誠人壽	956.6
泰康	40,084.25	廣電日生	268.73	恒康天安	213.96
平安	202,420.05	招商信諾	240.61	中保康聯	218.45
太保人壽	91,309.88	海康人壽	235.343	金盛人壽	536.7
太平人壽	12,315.7	中英人壽	530.85	安聯大眾	578.41
中國人壽	407,737.55	首創安泰	569.8	太平洋安泰	1,373.12
		海爾紐約	305.4	中宏人壽	1,614.22

資料來源：2005 中國保險年鑑

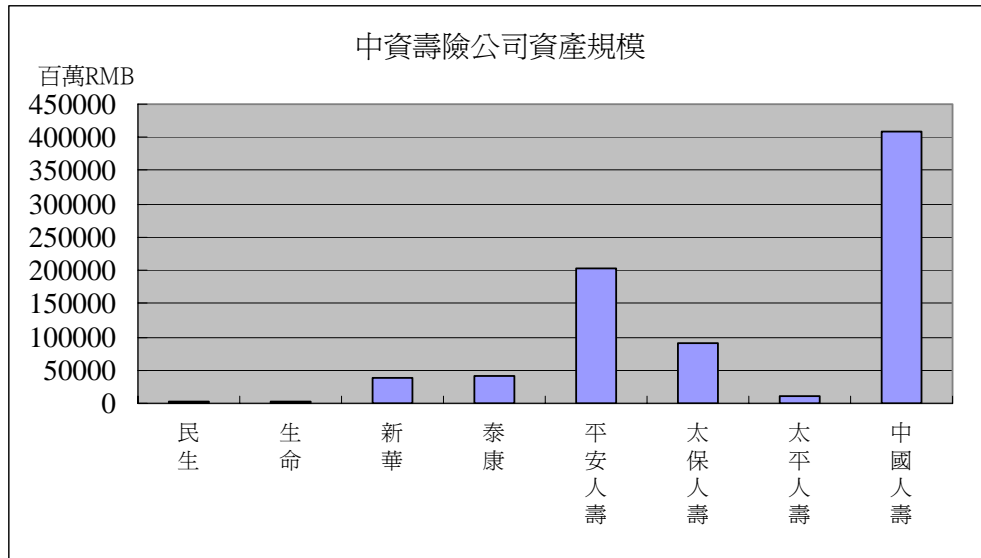


圖 5 中資壽險公司 2004 年公司資產規模比較圖

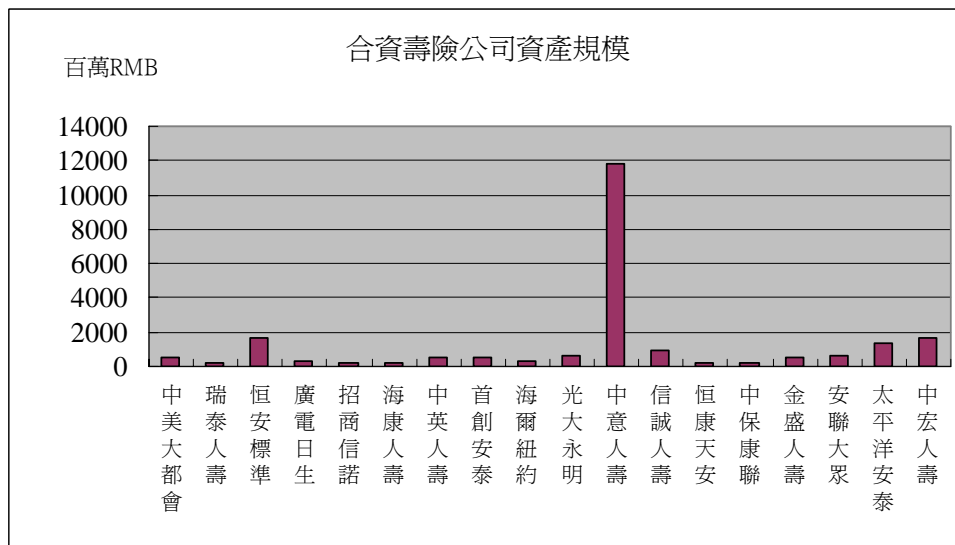


圖 6 合資壽險公司 2004 年公司資產規模比較圖

表 15 列出了 2004 年大陸壽險公司資產規模統計資料，爲了方便比較，於上圖 5 與 6 分別繪出中資壽險公司與合資壽險公司 2004 年底之公司資產規模比較圖，明顯的看出，中資壽險公司之資產規模較合資壽險公司大的多，我們檢定在

5%顯著水準下，股權結構對公司資產規模之影響，其 p-value 為 0.006，因此假說一成立，亦即，股權結構對公司資產規模有顯著影響。其可能原因在於，中國大陸對合資壽險公司之開放期並不長，因此相較於部分中資壽險公司的長久經營之下，明顯的公司資產規模較小。

表 16 2004 大陸壽險公司保費收入表(百萬人民幣)

中資公司	保費收入	合資公司	保費收入	合資公司	保費收入
民生	1,206	中美大都會	28.14	光大永明	213.04
生命	1,245.22	瑞泰人壽	11.25	中意人壽	333.9
新華	18,820.71	恒安標準	292.22	信誠人壽	650.98
泰康	17,688.52	廣電日生	3.66	恒康天安	75.69
平安	54,876.91	招商信諾	21.56	中保康聯	50.32
太保人壽	34,490	海康人壽	53.6	金盛人壽	174.87
太平人壽	6,614.74	中英人壽	87.48	安聯大眾	188.26
中國人壽	179,983.4	首創安泰	120.62	太平洋安泰	617.36
		海爾紐約	116.74	中宏人壽	598

資料來源：2005 中國保險年鑑

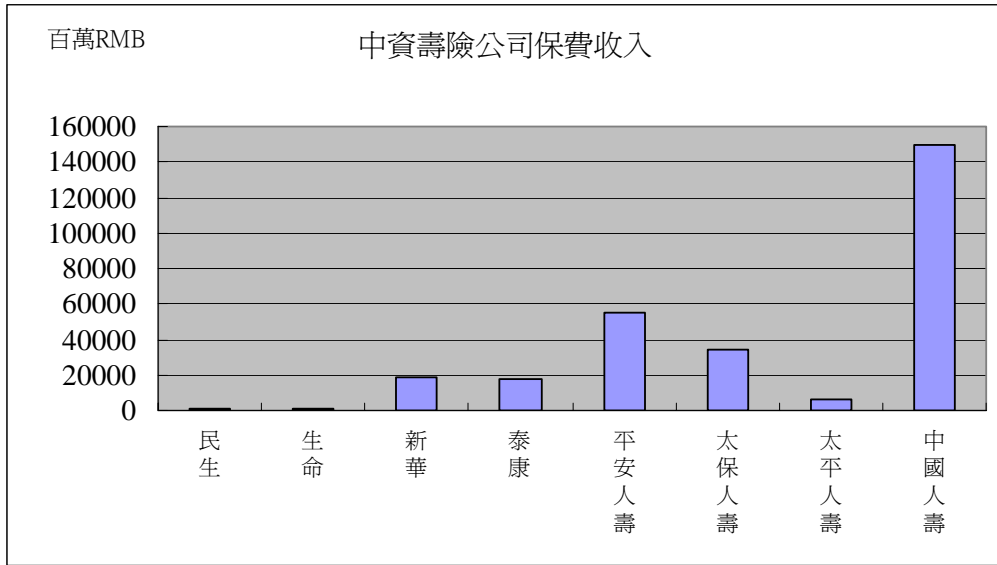


圖 7 中資壽險公司 2004 年保費收入比較圖

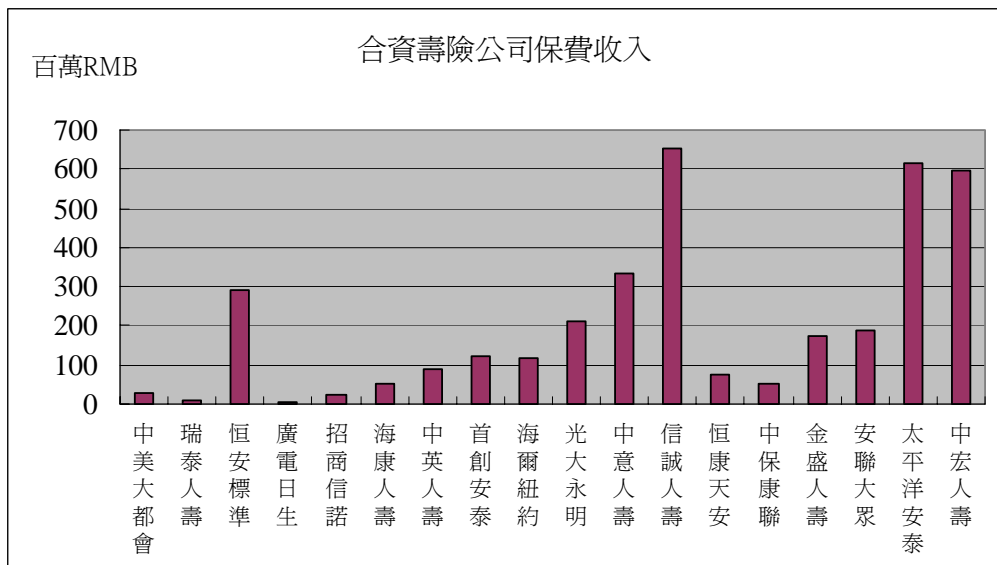


圖 8 合資壽險公司 2004 年保費收入比較圖

上表 16 整理列出 2004 年大陸壽險公司保費收入值，並於上圖 7 與 8 分別繪出中資壽險公司與合資壽險公司 2004 年底之保費收入比較圖，同樣的，中資壽險公司之保費收入遠較合資壽險公司高得多，我們檢定在 5% 顯著水準下，股權結構之單一因素對保費收入之影響，結果顯示其 p-value 為 0.006，因此假說二成



立，顯示在考量單一因素股權結構下，對保費收入有顯著之影響。同樣的，其原因可能在於中國大陸對合資壽險公司之開放期並不長，因此相較於部分中資壽險公司的長久經營之下，明顯的保費收入較少。而上圖 7 與 8 之繪製方式為由經營年限短繪至經營期限長的，我們可發現當經營期間越長，保費收入有越高之趨勢，但相較之下，中資壽險公司 2004 年保費收入最低為民生壽險公司之 1,206 百萬人民幣，而合資壽險公司 2004 年保費收入最高為信誠人壽公司之 650.98 百萬人民幣，尚不及民生壽險公司保費收入之一半，因此，在單一因素考量下，不同股權結構下對保費收入造成顯著差異。

表 17 2004 大陸壽險公司 ROA 表(%)

中資公司	ROA	合資公司	ROA	合資公司	ROA
民生	-4.95	中美大都會	-11.97	光大永明	-12.57
生命	-3.88	瑞泰人壽	-26.08	中意人壽	-0.52
新華	-0.92	恒安標準	1.55	信誠人壽	-13.73
泰康	0.20	廣電日生	-9.84	恒康天安	-10.68
平安	1.04	招商信諾	-7.17	中保康聯	-4.76
太保人壽	-0.35	海康人壽	-30.66	金盛人壽	-10.14
太平人壽	-3.44	中英人壽	-10.63	安聯大眾	-7.02
中國人壽	0.72	首創安泰	-7.11	太平洋安泰	-5.31
		海爾紐約	-17.88	中宏人壽	-0.09

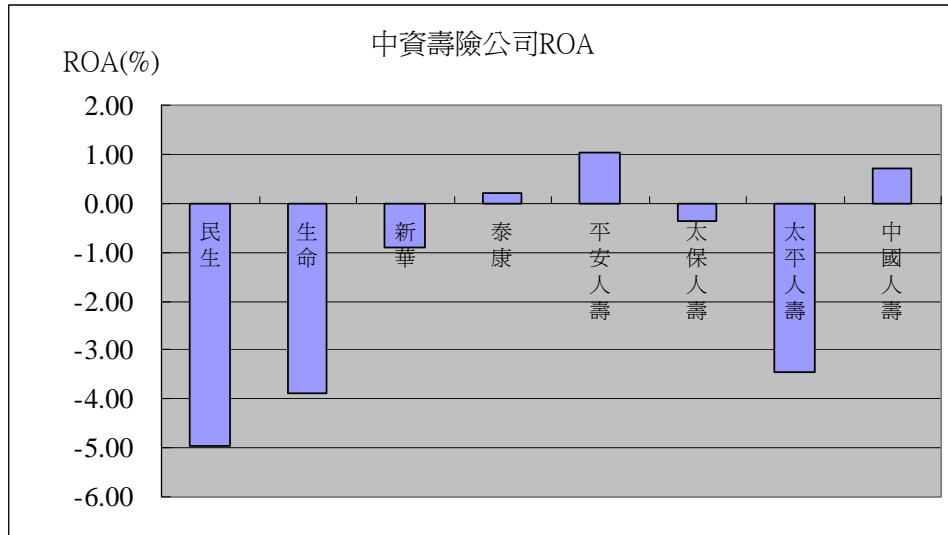


圖 9 中資壽險公司 2004 年 ROA 比較圖

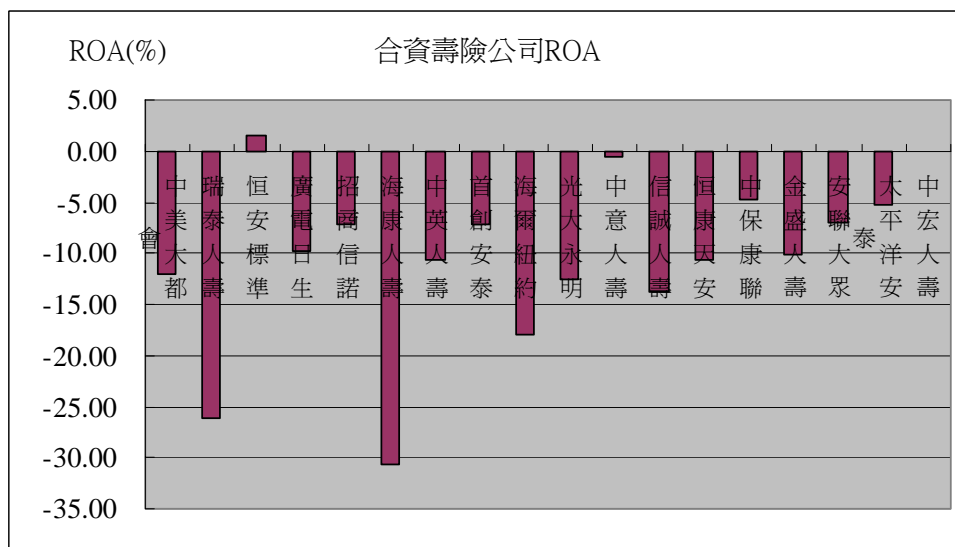


圖 10 合資壽險公司 2004 年 ROA 比較圖

我們將 2004 年大陸壽險公司 ROA 指標整理於上表 17，並於上圖 9 與 10 繪出中資壽險公司與合資壽險公司之 ROA 比較圖，在 8 家中資壽險公司中，有 3 家之 ROA 為正值，其餘 5 家約落在-1%至-5%之間，反觀 18 家合資壽險公司，僅有恒安標準人壽保險公司為正值，其餘皆為負值，顯示合資壽險公司之資產報酬率相較於中資壽險公司而言表現不佳，我們檢定在 5%顯著水準下，股權結構之

單一因素對 ROA 之影響，結果顯示其 p-value 為 0.007，因此，假設三成立，顯示在考量單一因素股權結構下，對 ROA 有顯著之影響。

表 18 2004 大陸壽險公司 ROE 表(%)

中資公司	ROE	合資公司	ROE	合資公司	ROE
民生	-16.73	中美大都會	-12.69	光大永明	-26.42
生命	-6.48	瑞泰人壽	-31.29	中意人壽	-16.39
新華	-33.30	恒安標準	1.90	信誠人壽	-53.08
泰康	5.31	廣電日生	-10.02	恒康天安	-20.61
平安	27.54	招商信諾	-8.10	中保康聯	-7.08
太保人壽	11.14	海康人壽	-43.19	金盛人壽	-23.64
太平人壽	-26.81	中英人壽	-12.89	安聯大眾	-44.36
中國人壽	5.08	首創安泰	-9.57	太平洋安泰	-51.79
		海爾紐約	-41.32	中宏人壽	-0.68

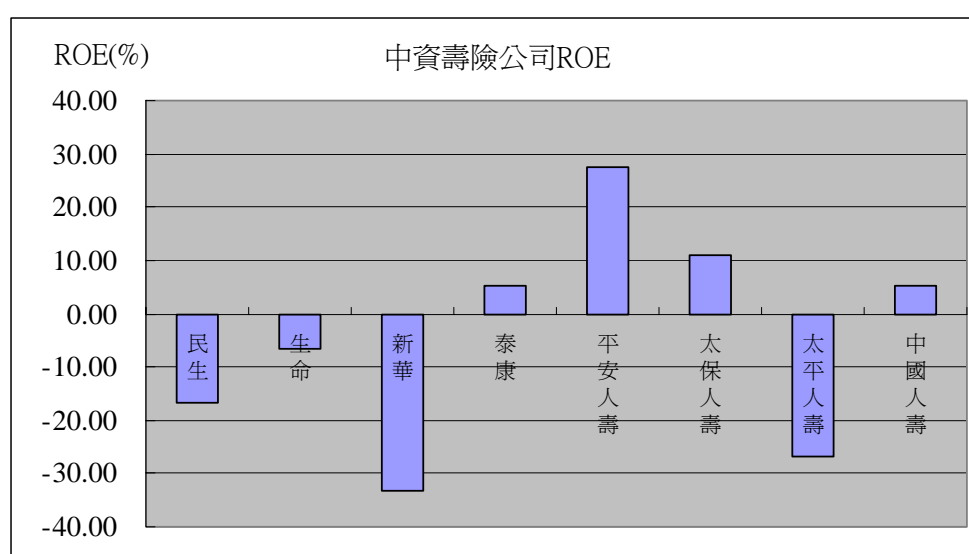


圖 11 中資壽險公司 2004 年 ROE 比較圖

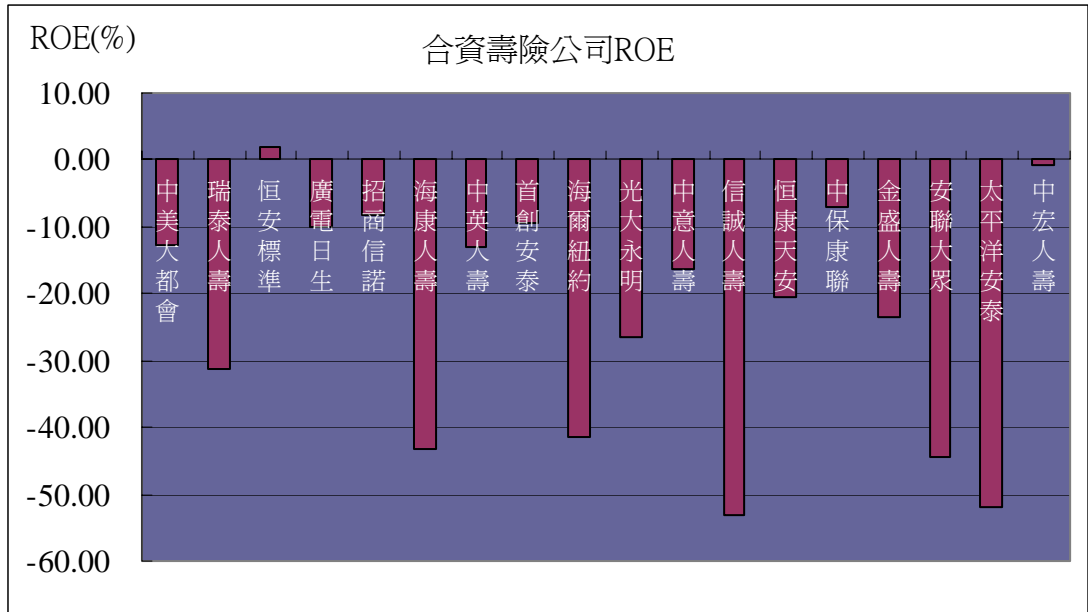


圖 12 合資壽險公司 2004 年 ROE 比較圖

而在 ROE 的部分，同樣的，我們先於表 18 中整理出各家壽險公司 2004 年之 ROE 值，並於上圖 11 與 12 分別繪出中資壽險公司與合資壽險公司比較圖，在 8 家中資壽險公司中，有 4 家之 ROE 為正值，而 18 家合資壽險公司中，僅有恒安標準人壽保險公司為正值，其餘皆為負值，顯示合資壽險公司之股東權益報酬率不佳，我們檢定在 5% 顯著水準下，股權結構之單一因素對 ROE 之影響，結果顯示其 p-value 為 0.026，因此，假設四成立，顯示在考量一因素股權結構下，對 ROE 有顯著之影響。