

國立政治大學法學院碩士在職專班
碩士論文

指導教授：林國全博士

從股權結構論獨立董事法制
——以台灣上市公司股權結構實證研究為例

研究生：許維貞

中華民國 100 年 6 月 30 日

目 錄

第一章	緒論.....	1
第一節	研究動機與目的.....	1
第二節	研究範圍及方法.....	2
第三節	研究架構.....	3
第二章	獨立董事法制.....	5
第一節	獨立董事.....	5
第二節	英美法系獨立董事法制.....	9
第一項	美國獨立董事法制.....	9
第二項	英國獨立董事法制.....	12
第三節	大陸法系獨立董事法制.....	13
第一項	德國獨立董事法制.....	13
第二項	日本獨立董事法制.....	16
第三項	韓國獨立董事法制.....	18
第四節	台灣獨立董事法制.....	18
第一項	證券交易法.....	19
第二項	上市／上櫃契約.....	23
第三項	外國法制之移植與排斥.....	24
第五節	獨立董事產生及執行獨立性.....	25
第一項	獨立董事產生.....	25
第二項	獨立董事職責.....	27
第三項	獨立董事功能.....	34
第四項	獨立董事執行獨立性.....	34
第五項	獨立董事與經營績效.....	35
第六節	小結.....	37
第三章	股權結構與代理成本.....	39
第一節	股權研究分析.....	39
第一項	股權分散結構.....	44
第二項	股權集中結構.....	45
第三項	機構投資人.....	46
第 1 款	機構投資人之分類.....	46
第 2 款	機構投資人之受託義務.....	52
第 3 款	機構投資人的角色定位及與公司治理的關連性.....	54
第四項	小結.....	56
第二節	代理成本.....	57
第一項	股權分散結構之代理成本(經理人 vs 股東).....	60

第二項	股權集中結構之代理成本(控制股東 vs 小股東)	60
第三項	小結	62
第三節	資訊不對稱	63
第四章	研究方法及實證結果分析	65
第一節	研究樣本	65
第二節	研究變數定義	69
第一項	股權結構分類一：投資股東、經營股東、投機股東	69
第二項	股權結構分類二：控制股東與非控制股東	71
第三項	股權分類三：經營者控制型態	71
第四項	產業分類：金融業、五百億以上企業	72
第五項	績效變數	73
第三節	研究模型	74
第四節	基本統計量分析	78
第一項	股權結構分類一：投資股東、經營股東、投機股東	78
第 1 款	原股東結構分類	78
第 2 款	調整後股權結構	89
第二項	股權結構分類二：控制股東與非控制股東	95
第三項	股權分類三：經營者控制型態	96
第四項	產業分類：金融業、五百億以上企業	97
第五節	迴歸實證分析	100
第五章	台灣股權結構與獨立董事法制之檢討(代結論)	104
第一節	台灣之股權結構	104
第二節	有關獨立董事適用性疑義及修正方向建議	106
第三節	研究限制	108

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

自恩隆、世界通訊等事件後，「公司治理」成為各國公司法學者致力探討的議題，而公司治理探討重點多著重如何有效監督公司，美國的獨立董事制度也積極引進各國，期能做有效的公司治理法制。此法有操作上的便利性，但卻忽略各國的國情及各國企業組織上的差異，可能產生橘越淮枳，未能有效達成學者及政府的公司法制目標。

哈佛商業評論(Harvard Business Review)於 1999 年出版的「公司治理」一書中，對公司治理的定義如下：使公司投資者和各利益相關者都得到合理的對待，以確保投資人的信任。狹義的公司治理概念主要是指公司的管理機關、股東與投資人、企業的融資、公示原則、會計與審計等議題¹。

在英美國家的公司治理主要是以股東和不同等級的債權人為主；但歐陸國家、日本、南韓的公司治理卻是認為公司應以員工、當地社會、供應商和附屬單位等履行的義務為依據²，可見英美與歐陸對公司治理針對的對象群有某一程度上的差異。

公司治理的核心課題，在於使公司的經營能積極為股東及社會謀取福利，並防止經營者違法濫權，侵害投資人及利害關係人的權益。依據 2004 年 OECD 的公司治理準則(OECD Principles of Corporate Governance)，公司治理的內涵，在於界定公司經營者、監督者、股東及其他利害關係人之間的權利義務關係。同時，公司治理也在於確立公司的基本結構，使公司得據以決定公司的經營目標及達成目標的方法，並建立適當的監督機制。公司治理的主要課題包括³：

- 一、為優質的公司治理架構奠定完備的基礎(Ensuring the Basis for an Effective Corporate Governance Framework)。
- 二、確保股東的權利，並使其發揮功能(The Right of Shareholders and Key Ownership Functions)。
- 三、平等對待全體股東(The Equitable Treatment of Shareholders)。

¹ 陳麗娟，「全球化公司治理法律制度研究—當大陸法遇到英美法：兩岸公司治理的危機與轉機」，中原財經法學，第 20 期，2008 年 6 月，頁 1-43。

² 陳曉蓉、洪佩君，「機構投資人持股與公司治理、公司績效關係之研究—以台灣集團公司與非集團公司為例」，中小企業發展季刊，第四期，頁 69-114。

³ 賴英照，「股市遊戲規則：最新證券交易法解析」，賴英照，2006 年 2 月初版，頁 113-150。

- 四、利害關係人(諸如員工、消費者、債權人、往來廠商、相關業者及社區)的權利及其在公司治理的功能，均應予以重視(The Role of Stakeholders in Corporate Governance)。
- 五、提昇資訊公開的時效性及正確性(Disclosure and Transparency)。
- 六、董事會及監察人(或監事會)應善盡職責，對公司及股東負其責任，並兼顧利害關係人的利益(The Responsibilities of the Board)。

公司治理通常被視為所有權與經營權分離，但所有權與經營權分離的結果容易導致代理問題，代理問題一直以來被視為了解公司治理的重要議題。

就股權形態而言，依 La Porta 等人於 1999 年提出之實證研究資料，世界上二十七個高所得經濟體中，大型企業的股權結構多屬集中，此研究顛覆了股權分散為全球大型公司常態的迷思，凸顯除了英美兩國之外，多數國家大型企業之股權相當集中，而以家族或其他控制股東為主要控制形態。

公司股權結構與經營權結構，因不同公司不同產業而可能有天壤之別。因此，如何設計一套能因應不同公司股權結構與經營權結構，一個兼具防弊與興利，而且能普遍適用發揮規範功能之公司法制，實際上並不容易。除了現行公司法與證券交易法等相關規範外，加強公司治理制度之推動，已是世界各國共同重視之議題。

股權分散或股權集中架構並無效能上好壞，純由各國文化、經營模式所逐漸衍生形成。因此在整個公司法制上應針對股權結構的不同為基礎，設計適當的公司治理法制。在股權集中結構而言，公司治理所關心的重點宜在「少數股東的保護」，在股權分散結構上，公司治理所強調的重點應在「資訊透明」。

第二節 研究範圍及方法

在研究範圍上，主要以文獻研究分析我國現有公司法規及相關國外研究論述，彙總出獨立董事的法制及各國股權結構的分析，並加以分析機構投資人在股權結構的比重，再以我國上市公司股權結構為分析基礎，進行台灣上市公司股權細部分析。

本文主要研究方法如下：

- 一、文獻研究法：與本文相關之立法背景、行政解釋及學者評釋之文章，進行資料蒐集及整理、分析、歸納，做為理論分析的基礎。
- 二、比較法研究法：以其他國家的制度為研究對象，並結合國外學說理論與實務的見解，比較其異同，並探究其制度計計的背景，與我國的國情、民情之背景相互比較，以為我國制度之參考，進而作為將來法律本土化之基礎。
- 三、實證研究法：是指從大量的經驗事實中通過科學歸納，總結出具有普遍意義的結論或規律，然後通過科學的邏輯演繹方法推導出某些結論或規律，再將這些結論或規律拿回到現實中進行檢驗的方法論思想。

第三節 研究架構

本文共分為五章，第一章緒論，第二章獨立董事法制，第三章股權結構與代理成本，第四章研究方法及實證結果分析，第五章台灣股權結構與獨立董事法制之檢討，並簡述如下：

第一章 緒論

本章主要闡述本文的研究題目，並說明研究的動機及目的，敘述研究的範圍及方法，整理說明有關本文之架構。

第二章 獨立董事法制

本章主要說明獨立董事的來源，及各國獨立董事法制化過程，獨立董事產生的背景、職責、功能、定位、獨立董事的執行獨立性及與經營績效的關連性。

第三章 股權結構與代理成本

本章主要剖析股權結構的分類，探討股權分散結構與股權集中結構之異同；再就機構投資人的分類、定義、於公司治理的關連性進行研究；再進一步的針對代理結本進行分析，區分出不同股權結構下，代理成本的異同；最後再就資訊揭露透明度進行分析。

第四章 研究方法及實證結果分析

茲就台灣上市公司的股權結構進行分析，依股權結構分類出投資股東、經營股東、投機股東。另外採用 La Porta 的研究方法，將股權結構區分為控制股東與非控制股東。再依證券易法規定，進行相關股權分類，藉以研究台灣上市公司股權結構係屬於股權集中結構，抑或是股權分散結構。並以簡單迴歸模型研究獨立董事與公司績效的關連性。

第五章 台灣股權結構與獨立董事之檢討

由目前台灣的獨立董事架構，就前章節的實證結果分析，提供獨立董事的檢討建議，說明現行法制下所產生的影響，並提供將來修法之方向以供參考。



第二章 獨立董事法制

依董事會設置的體制不同，可大致分為單層制、雙層制、選擇制及三角制等。單層制以英美兩國為代表，在股東會下只設董事會，不設監事會；雙層制則以德國為代表，在股東會下設監事會，而由監事會負責選舉產生並監督董事會；選擇制則以法國為代表，規定公司可自主選擇單層制或雙層制；三角制則以日本為代表，在股東會之下平行設立董事會與監事會。依據獨立董事監督機制的標準，區分為英美法系公司法制「單軌模式」獨立董事；歐陸法系公司法制「雙軌模式」獨立董事及東亞法系公司法制「混合模式」獨立董事⁴。

第一節 獨立董事

獨立董事的概念和制度來自英美法系國家。在公司內部機制而言，英美法系公司董事會在信託範圍內行使權力，同時具有執行權與監督權兩種職能，聘請經理階層對公司業務進行經營管理。在公司外部機制而言，由於英美法系國家證券市場形成較早且具成熟，對上市公司形成強力的外部監督；經理人市場的獨立存在，使經理人具有強烈的職業道德與操守規範。但隨著公司規模擴大，股權日益分散，股東對管理階層監督越來越難，依靠每年一次的股東會，難以對公司董事與高級職員實施有效監督。董事會的權力逐漸加強，公司權力的重心由股東會移向董事會，加上經理階層自主性的增強，使得公司出現內部人控制的局面；控制股東與經營董事的濫權，使資訊不對稱的中小股東處於不利地位，故公司逐漸引入獨立董事加以監督的機制⁵。

有學者⁶認為獨立董事制度的發展主要兩大因素為

一、經營者中心主義與內部人控制互動影響

獨立董事制度淵源於英美法系國家「一元制」公司體制，英美法系國家早期在「股東會中心主義」時期，公司所有權及經營權均掌握在股東手中，奉行「股東是公司所有者，公司權力來源於股東」的重要基本理念，因此強調「股東自治原則」，不設專門監督機關，董事會權力很

⁴ 楊敏華，「上市公司獨立董事制度的起源與發展」，全國律師，民國 95 年 11 月，頁 88-115。

⁵ 萬國華，「中國證券市場問題報告」，中國發展出版社，2003 年 1 月 1 版，頁 327-328。

⁶ 楊敏華，詳註 4。

小，直接由股東會對董事會經營管理進行有效監督。二十世紀後，隨著公司規模迅速增大及證券市場繁榮發達，在股權高度分散的結構基礎上，廣大的中小股東出於經濟人本性與搭便車心理(Free Ride)，對於參與公司管理不感興趣，股東會逐漸流於形式，董事會掌握公司經營控制權，因此形成「董事會中心主義」。

在公司權力重新分配的過程中，相對應的制衡機制並沒有隨之建立，原有股權結構基礎上的單軌制治理制度便出現弊端與瑕疵。雖然法律上董事會仍享有管理事務的廣泛權力，但實際掌管公司經營權是以執行長(the Chief Executive Officer，簡稱 CEO)為首的經營董事與管理階層，此又稱為「經營者中心主義」。

公司董事會僅是對業務執行及會計事務進行監督，而公司一般業務的決策及事務管理則委由董事兼任或聘任的高級經理人代理完成，故事實上董事會很難對公司經營管理階層進行監督。原因之一是公司董事長通常兼任執行長(CEO)，或公司董事兼任公司高級管理階層，以致「裁判兼球員」，如何自我監督。原因之二是形式上公司股東選舉董事，實際上股東只是在股東會上，簡單通過一個由公司高級管理階層所推薦的名單，管理階層往往提名能夠互相合作的人出任董事，致使董事會喪失自我監督經營者的功能，如何承擔監督經營者之職能。失去監督制衡的公司經營者極易導致「內部人控制」，進而損害股東的權益。所以如何防止內部人控制與控制股東操縱，在此背景下自然產生由董事會引進獨立董事之制度。

二、 機構投資者的崛起與推波助瀾

公司制度中最重要就是控制權配置和利益平衡問題。股東作為公司的最終受益人，為實現自身利益的最大化，降低代理成本，必然會以各種方式影響公司治理。十九世紀公司經營生態，由於股權較為集中，股東通過表決權行使或親自擔任公司董事等形式，就能夠實現對公司有效控制。二十世紀後，隨著公司逐步社會化和股權高度分散化，現代公司所有權和控制權分離日益提高，個別股東擁有的股票權越來越弱，公司制度安排的平衡性遭到破壞，作為股東權力象徵的股東會開始出現空殼化，在內部人控制問題逐漸嚴重時，卻沒有對等的監督與制衡力量存在，造成嚴重的「代理危機」。「誰來監督經營者？」的爭論不已。傳統上最佳人選顯然是公司股東—因為只有他們最有誘因去監督經營者。而現在市場上最能夠負責監督者，僅存在兩類股東：「一般大眾的個人股東」和「機構投資者股東」。個人股東監督經營者，由於力量分散，除用腳投票外，對於其他形式的監督者僅能抱寬鬆的期望；但隨著機構

投資者力量不斷壯大，投資大眾把更大的希望寄託在這股新的力量，社會大眾相信機構投資者作為公司股東必然會通過自己的方式試圖恢復治理平衡，儘管機構投資者作為一種信託投資組合體，有自己的目標和盈利壓力，但其身份注定其主觀上不能置身事外，客觀上亦不允許其作為旁觀者。

機構投資人以往在傳統歷史上，一直在公司治理中扮演「消極」股東的角色，儘管其持股要比個人股東很多，但卻與分散的個人股東一樣，當其對公司績效不滿時，往往選擇「用腳投票」的華爾街法則，並不熱衷參與公司治理問題。原因之一，從收益歸屬的角度，由於機構投資者投資股票的收益並不歸於機構本身，而歸屬於成千上萬的信託受益人，其雖然並不直接擁有股票的所有權，但他們使機構投資者掌握被投資公司的股權，影響被投資公司經營階層的選擇。原因之二，機構投資者之所以不干預公司營運而選擇買賣股票，在於美國有關法律規定，保險公司在任何一個公司所持股票不能超過公司股票總值的百分之五，養老基金和互助基金不能超過百分之十，否則就會面臨非常不利的納稅待遇。

但自二十世紀以後，隨著機構投資者的發展壯大，持有上市公司資產比重迅速增大，促使機構投資者採取「用腳投票」政策變得越來越難，拋售股票既不明實際亦不明智。原因包括：第一，機構投資者持股量龐大，難以在短時間內賣出股票，拋售股票將使股價下跌，導致自身利害亦受損；第二，機構投資者在收購與反收購策略被濫用情況下蒙受相當損失。如何保護其投資並獲取最大利益成為機構投資者最為關心的問題；機構投資者在股票收益下降，出售股票又不可能，當不能用腳投票時，最佳選擇解決辦法就是參與公司治理以維護自己的權益。公司往往是經營董事所參與的內部人控制操縱，機構投資者不再漠視公司經營者對自己利益的肆意侵犯，不再像以前那樣僅僅通過簡單賣出股票表達對管理階層的不滿，而是積極姿態參與公司治理，關注公司重大決策和主要經營活動，採取各種措施監督管理者的行為，而惟一能夠被信任的代理人就是獨立董事。獨立董事就在機構投資者的推波助瀾下奠定其在公司的基礎和地位。

對於上述學者的見解，本文認為，此二項獨立董事制度發展的主要因素，在於「股權結構」的不同。一開始在股權結構集中時，股東可自行擔任董事，進行有效的監督，但隨著股權逐漸分散後，股東持股少，因此對參與公司經營管理並不感興趣，演變成經營者主導控制狀態，代理成本因此產生。在股權分散情形下，英美的機構投資人興起，取代個

人股東而逐漸掌握公司的股權，並由自利的考量逐漸從消極參與改為積極參與公司治理，獨立董事制度因而形成。

基本上，良好的公司監控體系至少必須包三項要素：

- 一、資訊透明化：公司經營、財務以及內部監控資訊的公開。
- 二、公平性的確保：所有股東其權益應受到平等的對待與保障。
- 三、經營責任體制的建立：經營者應有誘因和義務追求公司利益，並對股東善盡「說明責任」。

第一項資訊透明化的要素，是為公司監控的根本要素，幾乎所有國家對此都有共同認識。就是盡量促使公開其相關資訊。第二、三項要素，牽涉到所有與經營利害對立之問題，重點在於如何建立一妥善的監控機構，令所有股東權益都能受到確切的保障，且能夠避免經營者不當利用公司資產圖利自己。在有關此一內部監控機構之設計上，各國間出現明顯的歧異。有在經營決策機構中，另由獨立人士組成委員會，專司此一監控職務，英美體系屬之；有將監控權限賦予由股東會直接選出之機構，再由其選任經營者並加以監督，德國法制屬之；亦有由股東會分別選出經營機構和監督機構，由監督機構代替股東職司監控之務，我國及日本法制屬之⁷。

獨立董事，學理上的定義為不實際執行公司業務，而與公司及其控制者並無利害關係，但具有相當之操守、經驗與能力來監督及評估公司管理階層運作之董事⁸。

一般所稱之「外部董事」(Outside Directors)，係指未同時兼任公司經營團隊職務之董事者，亦即除擔任公司董事、履行董事職務外，與公司不再有其他正式關係。「內部董事」(Inside Directors)係指兼任經營團隊職務如董事長，亦即除擔任公司董事之職外，與公司還具有其他正式關係，如僱傭或委任經理人契約關係並參與公司日常經營活動的董事⁹。但獨立董事概念與外部董事概念稍有不同，外部董事未必即為獨立董事，例如由公司的簽證會計師或法律顧問擔任外部董事者，因其與公司

⁷ 黃銘傑，「公司監控與監察人制度改革論—超越「獨立董事」之迷思」，收錄在「公開發行公司法制與公司監控—法律與經濟之交錯」，元照出版社，頁 3-65。

⁸ 余雪明，「獨立董事與投資人保護」，收錄於「法律與當代社會」(馬漢寶教授七秩榮慶論文集)，1996年 7 月，頁 89-119。

⁹ 楊敏華，「從公司治理探美國公司監督制度之運作」，臺灣人文生態研究，第 5 卷第 1 期，頁 73-97。

之間具有利害關係，即非獨立董事¹⁰。

獨立董事除必需是外部董事外，其重點係在具有「獨立性」。對於獨立性的認定，如從實質之觀點出發，似應主要限於與公司及其關係企業無經濟上之關連者始足當之，亦即，應不為公司業務執行之高級職員所能控制之人，始能獨立行使其監督權能，並確保業務執行之高級職員得以忠實履行義務¹¹。

第二節 英美法系獨立董事法制

第一項 美國獨立董事法制

獨立董事是美國的產物，依照美國各州公司法的規定，公司不設監察人，只有董事會。董事會決定公司的大政方針，掌控執行長和經營團隊的人事，並且監督他們執行業務，位高權重，是主控公司經營的實權機關。

但實際上，大部份的公司，執行長同時也是董事長，他領導的經營團隊，掌握公司的營運，還決定董事的人選，甚至不受股東會的節制。公司法所規定的控制層次，原是由股東會選任董事，董事會聘任經理人，但實際運作卻有倒置的現象：執行長等專業經理人主導公司營運，董事會聊備一格，股東會形同虛設。單軌制之下，監督機制的缺失暴露無遺，經營者的濫權也層出不窮¹²。

在美國公司法制下，公司治理部份歸屬於各州公司法的範疇，並非聯邦政府之立法範疇。獨立董事制度係屬於公司治理領域，除美國密西根州係採立法方式承認獨立董事制度，就其資格選任與實際運作做有關規定，其他各州公司法並未強制大型公開發行公司應採行獨立董事制度，而是在學界的倡議下，由實務界積極推動，如美國證券管理委員會 (SEC)、美國紐約證券交易所 (NYSE) 分別以行政指導及上市審查準則方式推行獨立董事制度¹³。

密西根州於 1989 年修正公司法，依該法規定，董事會或股東會得在股東會選出之董事中指定合乎資格者為獨立董事；其資格包括能力

¹⁰ 賴英照，詳註 3。

¹¹ 王志誠，「論公司員工參與經營之制度—以股份有限公司經營機關改造為中心」，政大博士論文，民國 87 年。

¹² 賴英照，「賴英照說法：從內線交易到企業社會責任」，聯經出版事業(股)，2007 年 4 月初版，頁 122-125。

¹³ 王文宇，「設立獨立董監事對公司治理的影響」，法令月刊，56 卷第 1 期，2005 年 1 月，頁 45-64。

(competence)與獨立性(independence)，其並承認獨立董事之下列具有以下決定權¹⁴：

- 一、 關係人交易之批准。
- 二、 董事及高級職員成為被告之訴訟費用應否補償。
- 三、 對公司為原告之代位訴訟(derivative suit)決定是否合乎公司最佳利益等。

自安隆案發生後，已體會到公司董事會獨立性之重要，因此於 2002 年 7 月 30 日簽署沙氏法案(Sarbanes-Oxley Act，又稱企業改革法案)，針對審計委員會(Audit Committee)的設置，要求證券交易所禁止未設置審計委員會之公司掛牌交易，且審計委員會之委員不應收取董事酬勞以外之任何性質之報酬或利益，以提高審計委員會之獨立性。此外該法案亦要求審計委員會應符合下列標準¹⁵：

- 一、 審計委員會之所有委員須為具備獨立性之董事。
- 二、 審計委員會應直接負責簽證會計師(outside auditors)之委任、公費支付及監管之職責。
- 三、 審計委員會必須設立溝通管道，以利公司僱員能直接檢舉弊端。
- 四、 審計委員會有權利聘任獨立律師及其他顧問人員。

一般認為，沙氏法案為美國自 1933 年「證券法」及 1934 年「證券交易法」通過以來，聯邦證券法規最激進之改變，其主要內容包括強化公司董事及高階經理人之職責，以防止不法利益，確保財務報告之即時性及正確性，提升審計工作之獨立性，建構律師及證券分析師之獨立性。其中為提升審計工作之獨立性，不僅強制發行公司應設置獨立且有能力之審計委員會，規定審計委員會之委員，不得再擔任發行公司之顧問或藉以收取報酬，以及為發行公司關係企業之關係人，以避免利益衝突，並增設刑事責任及民事責任¹⁶。

¹⁴ 余雪明，「台灣新公司法與獨立董事(上)」，萬國法律第 123 期，2002 年 6 月，頁 63-77。

¹⁵ 黃惠雯，「談證券交易法引進獨立董事及審計委員會等制度之緣起及重點」，證券暨期貨月刊，第 24 卷第 3 期，2006 年 3 月，頁 4-14。

¹⁶ 王志誠，「董事會功能性分工之法制課題」，政大法學評論，第 92 期，95 年 8 月，頁 301-394。

另美國紐約證券交易所(NYSE)及那斯達克(NASDAQ)亦針對前開法案，配合修正相關法規如下：

一、 NYSE

- (一) 企業董事會之獨立董事需占半數以上。企業需設立「提名委員會」，「報酬委員會」(或已設立類似之委員會)，以及「審計委員會」。上開委員會均由獨立董事擔任組成。
- (二) 董事酬勞是審計委員會的成員唯一能從上市公司獲得之報酬。
- (三) 董事是否具有獨立性，必須由董事會確認該名董事與上市公司無實質關係(與其關係企業無直接關係或其合夥人、股東或經理人)。
- (四) 下列人員不具獨立性，須等候三年「凍結」(cooling-off)期後始具有獨立性：曾為上市公司之員工或其直系親屬曾為公司之高階管理人員；其本身或其直系親屬每年接受上市公司超過 100,000 美元之報酬；其本身或其直系親屬為公司之內部稽核或外商審計人員；其本身或其直系親屬擔任高階管理人員之公司與欲擔任獨立董事之公司，每年有超過 1,000,000 美元或 2%營業收入以上之財務業務往來關係等。
- (五) NYSE 呼籲每家上市企業為新聘董事會成員安排訓練計劃。

二、 NASDAQ

- (一) 強化董事會之獨立性：董事會之成員應有超過半數係獨立董事。
- (二) 提高審計委員會成員獨立性之認定標準：除收受提供董事會或審計委員會服務之報酬外，禁止審計委員會之成員收受任何其他之報酬；所有關係人交易應經審計委員會或與董事會相當之獨立委員會機構複核及同意。
- (三) 強化獨立董事對於報酬及提名政策決定之角色：董事之提名應經獨立之提名委員會同意或過半數之獨立董事同意；執行長之報酬應經獨立報酬委員會同意或由獨立董事所召開行政會議之過半數獨立董事同意。

- (四) 強化公司之審計委員會、上市標準應與 Sarbanes-Oxley Act of 2002 之規定一致：審計委員會係惟一有權決定簽證會計師之任用、決定支付之金額及監督簽證會計師。
- (五) 持續在職董事之教育。

反對獨立董事制度者認為，實際上一個公司大多數獨立董事常多為其他公司之負責人、董事或總經理，而企業間往往具有牽連關係，因為人同此心，心同此理，人性上常常明哲保身，獨立董事自然而然成為「人頭獨立董事」的可能性極高¹⁷。

公司董事會大多由管理階層所控制，為何願意引進獨立董事來監督制衡管理階層自己本身，歸納主要原因有二¹⁸：

一、獨立董事制度是一項「保證機制」(Bonding Device)：

公司的代理人(經營董事和管理階層)，可以藉此向潛在的投資者公開昭示，公司願意接受有效的監督，吸引廣大社會的投資者，降低公司籌資成本，增強企業競爭力。

二、獨立董事制度與美國法院之判決趨勢有關：

管理階層面對股東訴訟時，可以利用此制度保護自己，即公司管理者利用獨立董事的地位，在陷入「自我交易」或「利益衝突」的訴訟時，若經過獨立董事批准，可以得到法院認可。亦即愈來愈多的美國法院在有關經營者之報酬、競業或與公司交易等利益衝突行為判斷中，若該行為係經過獨立董事同意者，則不屬無過失責任之忠實義務(Duty of Loyalty)，而代之以過失責任的注意義務(Duty of Care)或經營判斷法則(the Business Judgment Rule)，決定其責任之有無。於此經營者乃有強烈誘因引進獨立董事，以減輕本身之經營責任。

第二項 英國獨立董事法制¹⁹

英國之公司治理架構與美國類似，屬於單軌制國家，並於董事會下設置不同之專業委員會，董事會成員可分為執行董事及非執行董事，

¹⁷ 王文宇，「投資人保護法研討會—公益(或獨立)董事制度之探討」，月旦法學雜誌，第 42 期，1998 年 11 月，頁 91。

¹⁸ 楊敏華，詳註 4。

¹⁹ 王文宇，詳註 13。

執行董事負責公司經營，非執行董事負責監督。

英國除銀行法上對於英國立案設立之銀行需設立獨立董事外，一般公司設立獨立董事，係依交易所規定自願為之。於1991年成立，1992年底提出報告之Cadbury委員會建議：

- 一、非執行董事(non-executive director)應有其獨立性及監督功能。
- 二、獨立董事不宜少於三人。
- 三、公司應設置審計委員會，完全由獨立董事組成，以確保審計之獨立。
- 四、獨立董事應由提名委員會依常規管道推薦。
- 五、上市公司應在其年度報告中說明遵守該建議之情形，如未能遵守，必須說明理由。此一說明係屬強制性的義務，但是否遵守，則由市場及機構投資人監督。

根據調查，包括547家英國公司，僅百分之二十之公司完全遵守Combined Code之建議，有百分之七之公司則仍完全無獨立董事。

英美制即係以直接金融市場作為外部控制之代表，而以獨立董事和機構投資人作為內部控制之代表，二者相輔相成。質言之，英美制公司治理之核心在董事會，特別是獨立董事之建制尤為關鍵。另一方面，由於英美等國其股權結構較為鬆散，是以在代理理論中，董事會之運作與功能發揮，即是確保股東或其他利害關係人權益之重要環節。

第三節 大陸法系獨立董事法制

第一項 德國獨立董事法制²⁰

德國公司法制為「雙層制度」(the Two-Tier System)，股東會下設立監事會，監事會負責選舉並管理董事會。德國公司法不僅在內容上強化監事會的職能，削弱股東會的力量，而且在體制上設計使董事會脫離股東會的直接監控，亦即在組織機構的安排，首先將股東會置於最高位階，然後規定監事會，而負責公司業務執行的第一線是董事會，從而使德國公司法由「股東會本位」向「董事會本位」轉變。

²⁰ 楊敏華，詳註4。

股東會與董事會之間尚有監事會，立法良意希冀監事會取代大而無當的股東會而能夠對董事會起到監督的功效。然而監事會作為監督者卻常糾結在勞資監事雙方衝突之間，結果缺乏對董事會的有效控制。德國監事會的作用比較獨特，類似於英美等國公司的董事會，是由股東會選舉產生而為公司股東(資方)與職工(勞方)利益的代表機構和監督機構，其主要職責包括決定公司的基本政策、任免董事會成員、監督董事會工作、決定董事會成員報酬等等職權。但實際上監事會並未行使這麼多權力，其本身並不作決策，只是作為一個身居要職的監事對董事會與管理階層實行泛泛控制的監督權。

德國亦有學者主張引進英美獨立董事制度，但此派立論者尚未形成氣候，最後在現有的公司法制的框架內，要求其監事會的監事與獨立董事一樣，都必須具有獨立性。2001年德國公司治理準則政府委員會發布「德國公司治理準則」，提出確保監事會的獨立性，監事會成員不得有二個以上公司前董事會成員，監事會成員不得在有競爭關係的其他公司中任監事會或董事會成員或為其提供諮詢。該準則要求，公司必須設審計委員會，審計委員會主席一職不得由董事會主席或者前董事會成員擔任，以加強監事會審計公司財務報告的獨立性，此規定如同獨立董事在一元制董事會下所組織之審計委員會一樣。

雖然有學者不斷建議公司法制改革時引進英美獨立董事制度，但仍然很難被採用，反而不斷借用獨立董事制度之精髓，將「獨立性」引進監事會制度中，促使監事會能夠獨立行使其職權，完善德國監事會制度。不可諱言在德國公司雙軌模式監事會制度內容中到處尋得獨立董事之精神。

德國公司治理結構之特徵²¹

一、 企業的所有權結構

德國企業所有權結構的重要特徵，為所有權集中於大的機構投資人，例如：銀行、保險公司、退休基金，也就是德國的企業結構特徵為大股東的掌控公司治理。根據調查顯示，75-85%的德國上市公司由持股超過25%的大股東所掌控，介於22-40%的德國公司甚至是由一位股東持股超過四分之三。

二、 銀行的角色

德國的綜合銀行制度(Universal Banking System)使得銀行在公司治

²¹ 陳麗娟，詳註1。

理結構中具有雙重的地位。一方面銀行可以為股東利益行使股東寄存在銀行的股票表決權，另一方面卻又在與公司間的資金貸貸關係上產生利益衝突的現象。因此德國公司治理制度的一大特色，為以銀行為主導的公司治理制度。

由於德國獨特的社會保障制度，國家給與退休後的老年人充分的生活保障，再加上個人保守的儲蓄模式，因此個人股東在一般股份有限公司僅佔少數。機構投資人是德國股市主要的參與者，因此銀行在德國的公司治理扮演一個非常特殊與重要的角色，同時是提供貸款的債權人、股東、表決權代理人，以及與持股公司管理階層間的人脈關係。機構投資人在德國股份有限公司的管理佔有非常重要的地位，銀行與保險公司掌控著德國的股市，機構投資人藉由代表表決權之行使與其在監事會的地位，進而參與了各大上市公司的管理經營。

三、雙軌制的管理結構

德國公司治理結構為雙軌制，即董事會與監事會共同參與公司的經營管理，在監事會中有所謂的共同參與決定制度(Mitbestimmung)，即係由資方與勞方共同合作，以實現企業的目標。共同參與決定制度的核心，就是在監事會中有員工的代表擔任監事，也就是監事會係由股東與員工佔各半的監事組成。

德國公司的股東會是公司最高意思機關，股東會選舉監事會後，接著由監事會選任董事會成員，監事會的主要任務是監督董事會的業務執行、檢查公司的帳冊、審查公司的資產、針對董事會特定的決議予以同意、以及為公司最大的利益召開股東會。

四、員工共同參與決定制度

德國公司治理制度最大的特色，即為在監事會的共同參與決定制度。共同參與決定制度允許公司的員工參與公司的決策，即除股東外，員工代表藉由其在監事會內行使共同參與決定權而參與公司的管理。因此，德國的公司治理模式實際上結合了經濟利益、意識形態的任務、與社會價值。

德國公司結構的一大特徵，企業很少在證券市場上籌集資金，即便是大型的上市股份有限公司也很少在證券市場上籌資，與美國、英國證券市場是企業融資的主要來源有很大的差異。根據統計顯示，75%-85%

的公司都由一個大股東掌控至少持有 25% 表決權的股票。大股東掌控公司經營決策，可以使公司的經營穩定發展，但大股東容易為自己的利益而犧牲小股東的利益，因此少數股東保護的問題近年來成為德國公司法學界的熱門話題。近年來歐洲聯盟在執行委員會的推動下，極力調適會員國公司法的差異，而德國也盡力配合落實歐洲公司法，也逐在其固有的大陸法系架構下納入英美法的特色，但美國 Sarbanes-Oxley 法關於公司治理的規範中應設置一個由獨立董事組成的審計委員會並未移植到德國法的公司治理制度，而是在監事會中加強監督的功能。

第二項 日本獨立董事法制²²

受到十八世紀以來歐陸法系國家所採取三權分立政治思想的影響，將股份有限公司之法定必備機關劃分為三：以全體股東組成之股東會為公司意思決定機關，以董事會為公司業務執行機關，以監事會為公司內部之監察機關，使三個機關能夠發揮相互制衡與調和的功能。董事會與監事會皆由股東會選任，彼此互相對立並行的基本架構，其後日本商法雖迭經修正，但公司內部基本架構之組織與運作，大致未有更易。

美國與日本自 1989 年以後，就兩國間國際收支不平衡問題連續召開會議，其中議題內容包含引進獨立董事與審計委員會制度，促使監督制度健全；尤其特別強調引進獨立董事制度。日本外交上為因應美國壓力，內政上為改革企業醜聞，有鑒於其與美國採取單軌模式有別，對於美國提出引進「獨立董事制度」的要求，則採取「外部監事制度」以為因應。日本在 1993 年(平成五年)調和本國文化與公司制度，對監事機關更進一步修法。「商法」與「商特法」在監事制度之修正要點，其中最值得注意即是大公司(係指資本額 5 億日圓以上，或最近資產負債表之負債項下金額合計額在 200 億日圓以上之股份有限公司)引進「外部監事制度」及「監事會法制化」。

直到 2001 年 4 月日本法務省公佈的「商法等第一部分法律修改草案綱要徵求意見稿」，要求大型上市公司至少一人為獨立董事，而且提出兩種經營監督方案，一是沿用傳統監事會制度，改革獨立監事；二是廢除監事會制度，由董事會所屬的審計委員會、提名委員會、報酬委員會取而代之。此是日本商法五十年來最大的修改，在企業界遭到極大的異議與強烈反對，最後贊同與反對力量旗鼓相當不相上下。依照 2001 年(平成 13 年)公佈「關於商法與股份有限公司監察等關於商法特例法之

²² 楊敏華，詳註 4。

法律一部修正案」、「商法改正中間試行方案」，在股份有限公司監察機關設計方面，日本國會所提「修正案」與日本政府所提「試行方案」有所不同，前者是要加強監事會之功能，後者是要提供大規模公司鑒擇由獨立董事所組之審計委員會制度代替現行之監事會制度。可知日本國內對於將來是否採取英美的公司內部機關制度，或是採取將現有制度加入各種委員會與首席執行長制度的所謂折衷制度，仍然未獲共識。此後2001年6月至2005年5月間日本政府與國會四次修改公司法，公司法條文從528條增至596條，修改項目達33項之多，從保障公司治理結構有效性的修改觀點，最大特點在於對現有不屬於中小企業而具有一定規模的大公司，賦予其選擇權，由其自行決定是否根據商法修改而設置新的治理架構，對於是否引進獨立董事，由公司自決，不強制其必要設置。日本新修正商業給予股份有限公司自行選擇內部監控制度的空間，在改造日本股份有限公司內部機關，以解決現代大型公司所產生的問題，以及因應外界環境的改變上，不失為調和衝突與矛盾之漸進改革方向。

就日本2001年12月12日(平成十三年)修正公布之「商法」，引進所謂外部董事制度，除就外部董事為定義外，並規定股份有限公司如選任外部董事，並得於章程中限定外部董事之責任及法定程序、向股東會之報告義務及給付退職慰問金之法定程序。其立法意旨並非追求公司經營之效率化，而在於強化對公司經營者之監督功能，並鼓勵有能力之專業人士擔任外部董事。所謂外部董事，其資格要件是指非執行業務之董事，且過去並未擔任該公司或其子公司之執行業務董事或執行人、經理人或其他使用人，同時現在亦非執行子公司業務之董事或執行人，或該公司或其子公司之經理人或其他使用人。申言之，觀諸日本「商法」所定義之外部董事，主要是排除過去或現在負責執行公司業務之經營者，而未完全排除與公司經營者具有親屬或重要關係，乃至於與公司間具有僱傭關係、經濟關係或法律顧問關係等實質利害關係人，因此尚難確保其具獨立性。應注意者，日本「商法」所規定之外部董事制度，並非強制規定，而是由公司自行決定是否採行之任意規定。此外，除非大公司設有重要財產委員會，否則日本「商法特例法」並未強制大公司必須設置外部董事；至於大公司如有選任外部董事者，其權利及義務具應回歸適用日本「商法」之規定²³。

²³ 王志誠，詳註16。另日本於2005年新訂「會社法」，與商法所規定並無太大差異。

第三項 韓國獨立董事法制²⁴

自 1997 金融危機後，韓國公司治理制度有了很大的轉變。1998 年隨即修訂韓國公司法，調整公司股東會、董事會、監察機關權責。其中在董事會部份最重要的改造，就是引進獨立董事。事實上，獨立董事在引進前已有很多學理上的討論。1998 年 2 月韓國證券交易所在證券上市規則中增訂獨立董事的要求。1999 年 9 月韓國公司治理改革委員會也制訂了「公司治理模範標準」，建議一般公司外部董事人數至少要超過全體董事半數，而大型公開發行公司、公營事業、金融機構則有超過三分之二。當時這些建議沒有全部被制訂成法律，但卻影響韓國公司法、證券交易法及相關的銀行保險規範。最後，韓國證券交易法則將外部董事制度納入規範。

此外，國際組織也要求韓國公司在董事會中建立審計委員會。1999 年韓國公司法修正，規定公司可透過章程設立審計委員會取代監察人。如果公司設立審計委員會，目前的監察人制度就該廢除。

至於引進外部董事後，常被提起的幾個問題，包括：第一，改造後的董事會制度是適合於所有權與經營權分離的大規模公司，而大部分的韓國公司是小型或閉鎖型的公司，通常由家族所有與經營，以致該制度無法發揮功效。第二，目前法律僅要求公司獨立董事人數不低於全體董事的四分之一，致獨立董事沒有作用，而這是考量到適當的獨立董事人選難尋及公司的負擔。第三，獨立董事就真的能妥善的管理公司嗎？公司需要有很多背景的人來擔任獨立董事。第四，獨立董事在公司決策過程中，不易取得足夠的資訊，公司可能會保留某些涉及營業機密的資訊，提防外洩。第五，有些公司為減少獨立董事，而降低登記時的董事人數。公司董事會人數若過少，又董事知識、經驗有限，將有礙董事會的決策能力。第六，給予獨立董事高額的報酬會妨礙其獨立性。然而，長期引誘性的報酬，例如股票選擇權，卻被認為是適當的。

第四節 台灣獨立董事法制

公司內部監控機制大體上可分為單軌制與雙軌制二種。採取雙軌制的國家，公司除了董事會外，另外設置監察人或監察人會為監督機關，負責監督董事會及管理階層之業務經營。雙軌制又可細分為水平式雙軌制及垂直式雙軌制。垂直式雙軌制以德國為典型的例子。水平式雙軌制

²⁴ 王文宇，詳註 13。

則包括我國、日本、韓國均為典型的例子²⁵。

在 2007 年以前，由於並無法律規定獨立董事的設置，僅台灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心以上市、上櫃契約，要求新申請之上市上櫃公司，必需承諾設置二席獨立董事(以上市為例)。獨立董事制度，在證券交易法未修正之前，僅要求新上市櫃公司以契約方式要求申請公司自願設立，並無全面實施獨立董事制度，在 2007 年以後，依法規規定要求原則上自願設置，例外強制設置。

第一項 證券交易法

證券交易法於 2006 年 1 月 11 日新增第十四條之二、第十四條之三、第十四條之四及第十四條之五，將公開發行公司於 2007 年 1 月 1 日起原則上納入「獨立董事」、「審計委員會」等新制，日後公開發行公司得依章程規定設置獨立董事，形態上可分為三種：

- 一、傳統董事會：不設獨立董事及審計委員會，僅設傳統的董事及監察人。
- 二、設立獨立董事，且同時設置監察人。
- 三、設置獨立董事及審計委員會，但無監察人。

但證券交易法第十四條之二第一項同時規定，授權主管機關應視「公司規模」、「股東結構」、「業務性質」及其他必要事項，要求公開發行公司設置獨立董事，人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。顯示獨立董事的設置，除公開發行公司依其章程規定自由設置外，另需跟隨著公司規模大小、股東結構的不同及業務性質的特殊與否，而授權由主管機關強制要求公開發行公司設立獨立董事。惟目前主管機關依據此項授權，主管機關規定²⁶已依本法發行股票之金融控股公司、銀行、票券、保險及上市(櫃)或金融控股公司子公司之綜合證券商，暨實收資本額達新臺幣五百億元以上非屬金融業之上市(櫃)公司，應於章程規定設置獨立董事，其人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。亦即主管機關已依證券交易法之規定，對「公司規模」(實收資本額達新台幣五百億以上)、「業務性質」(金融控股公司、銀行、票券、保險及上市(櫃)或金融控股公司子公司之綜合證券商)要求公開發行公

²⁵ 林仁光、柯承恩，「公開發行公司內部監控機制之設計—理論與實務之調和」，月旦法學雜誌，第 153 期，2008 年 2 月，頁 61-78。

²⁶ 95 年 3 月 28 日金管證一字第 0950001616 號行政函令「發行股票之金融控股公司、銀行、票券、保險及上市(櫃)或金融控股公司子公司之綜合證券商，應於章程規定設置獨立董事」。(已廢止)

司強制設置獨立董事，惟對「股東結構」尚無強制設立獨立董事之規定。

100年3月28日主管機關所公布的授權命令，依據證券交易法第十四條之二的規定，將原先強制設置獨立董事的範圍，從資本額五百億元以上擴大至資本額一百億元以上，自100年度起實施，惟得自現任董事或監察人任期屆滿時，始適用之。

依證券交易法第十四條之二第二項規定，獨立董事應具備專業知識，其持股及兼職應予限制，且於執行業務範圍內應保持獨立性，不得與公司有直接或間接之利害關係。獨立董事之專業資格、持股與兼職限制、獨立性之認定、提名方式及其他應遵行事項，由主管機關定之。

有關獨立董事之「專業資格」、「持股與兼職限制」、「獨立性」、「提名方式」等事項，主管機關於2006年3月28日新訂「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」中認定如下²⁷：

一、專業資格

依「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」第二條規定，獨立董事之「專業資格」係指應取得下列專業資格條件之一，並具備五年以上工作經驗：

- (一) 商務、法務、財務、會計或公司業務所需相關科系之公私立大專院校講師以上。
- (二) 法官、檢察官、律師、會計師或其他與公司業務所需之國家考試及格領有證書之專門職業及技術人員。
- (三) 具有商務、法務、財務、會計或公司業務所需之工作經驗。

二、持股及兼職限制

依「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」第三條及第四條規定，獨立董事之「持股及兼職限制」係指

- (一) 本人及其配偶、未成年子女或以他人名義持有公司已發行股份總額百分之一以上或持股前十名之自然人股東。
- (二) 兼任其他公開發行公司獨立董事不得逾三家。

三、獨立性

²⁷ 劉連煜，「證交法新修規範引進獨立董事與審計委員會之介紹與評論」，法官協會雜誌，2006年6月，頁45-56。

依「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」第三條規定，獨立董事之「獨立性」，係指於選任前二年及任職期間無以下之情形：

- (一) 公司或其關係企業之受僱人。
- (二) 公司或其關係企業之董事、監察人。但如為公司或其母公司、公司直接及間接持有表決權之股份超過百分之五十之子公司之獨立董事者，不在此限。
- (三) 本人及其配偶、未成年子女或以他人名義持有公司已發行股份總額百分之一以上或持股前十名之自然人股東。
- (四) 前三款所列人員之配偶、二親等以內親屬或五親等以內直系血親親屬。
- (五) 直接持有公司已發行股份總額百分之五以上法人股東之董事、監察人或受僱人，或持股前五名法人股東之董事、監察人或受僱人。
- (六) 與公司有財務或業務往來之特定公司或機構之董事(理事)、監察人(監事)、經理人或持股百分之五以上股東。
- (七) 為公司或關係企業提供商務、法務、財務、會計等服務或諮詢之專業人士、獨資、合夥、公司或機構之企業主、合夥人、董事(理事)、監察人(監事)、經理人及其配偶。

公開發行公司之獨立董事曾任前項第二款或第六款之公司或其關係企業或與公司有財務或業務往來之特定公司或機構之獨立董事而現已解任者，不適用前項於選任前二年之規定。

前述第六款所稱特定公司或機構，係指與公司具有下列情形之一者：

- 一、 持有公司已發行股份總額百分二十以上，未超過百分之五十。
- 二、 他公司及其董事、監察人及持有股份超過股份總額百分之十之股東總計持有該公司已發行股份總額百分之三十以上，且雙方曾有財務或業務上之往來紀錄。前述人員持有之股票，包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者在內。
- 三、 公司之營業收入來自他公司及其聯屬公司達百分之三十以上。
- 四、 公司之主要產品原料(指占總進貨金額百分之三十以上者，且為製造產品所不可缺乏關鍵性原料)或主要商品(指占總營業收入百分之三十以上者)，其數量或總進貨金額來自他公司

及其聯屬公司達百分之五十以上。

第一項及前項所稱母公司及聯屬公司，應依財團法人中華民國會計研究發展基金會發布之財務會計準則公報第五號及第七號之規定認定之。

此外，證券交易法第十四條之二之立法理由謂，避免獨立董事有誠信問題或違反專業資格等情形，於第三項規定：「有下列情事之一者，不得充任獨立董事，其已充任者，當然解任：

- 一、有公司法第三十條各款情事之一。
- 二、依公司法第二十七條規定以政府、法人或其代表人當選。
- 三、違反本辦法所定獨立董事之資格。」

其中，不得有公司法第三十條各款消極資格及違反所定獨立董事之資格者，固屬於獨立董事誠信和專業之問題，惟第二款所禁止者係政府、法人或其代表人不得依公司法第二十七條當選為獨立董事之問題。蓋獨立董事之選任，事涉獨立性與專業認定問題，故不宜由法人充任或由其代表人擔任，較能發揮應有之功能。因此，從本款反面解釋，在現行法下只能由自然人充任獨立董事。

在證交法引進獨立董事與審計委員會後，我國公開發行公司之內部監控機制，至少可區分為三種模式：分述如下²⁸：

一、 模式一：監察人為監督機關之傳統雙軌制

新修訂證交法對於公開發行公司之監督機關，係採取監察人或審計委員會擇一設置之規範方式。原則上，各公司得自行決定是否繼續使用監察人為監督機關或改用審計委員會為監督機關。不過，證交法也授權主管機關得視公司之規模、業務性質及其他必要情況，命令公司必須設置審計委員會。因此，倘若主管機關未命令公司設置獨立董事或審計委員會，而公司亦未自願設置獨立董事或審計委員會時，此類公司之內部監控機制屬於模式一，為大家最熟悉之模式，係以監察人為監督機關之傳統雙軌制。

二、 模式二：監察人為監督機關並設置獨立董事之改良式雙軌制

在新修訂證交法之規範下，公開發行公司以監察人為監督機關時，

²⁸ 林仁光、柯承恩，詳註 25。

可能於董事會中設置獨立董事，其目的在於透過獨立董事之參與，強化董事會之功能，發揮部份監督之功能。由於此模式下，公司監督機關仍為監察人，因此稱之為改良式或加強型之雙軌制，本質上仍為雙軌制。公司選擇以監察人為監督機關時，會設置獨立董事主要有二種情形。第一種情形是公司自願性選擇設置獨立董事，以強化其董事會之運作。第二種情形則是被主管機關指定必須設置獨立董事。

獨立董事的設置，必須於章程中載明，獨立董事之選舉。必須依照公司法第一九二條之一規定，採用候選人提名制度。此規定雖然已跳脫了傳統候選人由公司經營者決定之情形，然而，由於得提名候選人者必須持有百分之一以上之股權，以及由公開發行公司出席股東會使用委託書規則中之規定觀察，實際上行使獨立董事提名權多為大股東，如此是否能確保選任出來之獨立董事能具有獨立性，值得進一步觀察。

三、 模式三：審計委員會為監督機關之變化型單軌制

第三種模式則是公司自願設置審計委員會，或是經主管機關指定必須設置審計委員會作為監督機關之情形。倘若公司設置審計委員會，公司必須廢除監察人，蓋在新修訂證交法規範下，審計委員會與監察人不能同時存在，公開發行公司在未受主管機關指定前，得由其二者中選擇一種為監督機關，且僅能選擇一種而不能並存。採取審計委員會為監督機關時，公司內部監控機制已由傳統的雙軌制脫離，而朝向單軌制發展。

第二項 上市／上櫃契約

依證券交易法所規定，獨立董事原則上得自願設立，例外強制設立，故依該法之規定，自民國 100 年起，資本額超過一百億以上及金融業需強制設立獨立董事。但新申請上市／上櫃公司，台灣證券交易所／櫃檯買賣中心則分別以上市／上櫃審查準則要求以契約方式強制設立。

台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第九條(2007 年 11 月 7 日修正)：「申請股票上市之發行公司雖符合本準則規定之上市條件，但除有第八、九、十款之任一款情事，本公司應不同意其股票上市外，有下列各款情事之一，經本公司認為不宜上市者，得不同意其股票上市：....九、申請公司之董事會成員少於五人，或獨立董事人數少於二人；監察人少於三人；或其董事會、監察人有無法獨立執行其職務者。另所選任獨立董事以非為公司法第二十七條所定之法人或其代表人為限，且其中至少一人須為會計或財務專業人士。」。該要點係設定在民

國 91 年 2 月 22 日以後向台灣證券交易所申請上市者適用。

公司上市後因獨立董事辭職、解任、或欠缺獨立性情形，無法繼續落實獨立董事制度時，若未依規定期限內補正時，台灣證券交易所股份有限公司得對該公司上市之有價證券採取變更交易方法或停止買賣，甚至終上其有價證券之上市，對上市公司及投資人權益產生重大的影響²⁹。

第三項 外國法制之移植與排斥³⁰

獨立董事制度係一標準之舶來品，最早為美國大型公開發行公司所採用。美國採行獨立董事制度，與其公司法制關於股東權、經營權、及監督權之運作有關。美國各州公司法並無監察人之設計。因此，對於公司經營者之監督，除了由股東會依規定行使權利外，公司內部對實際上經營公司業務之執行長等管理階層之監督，則主要仰賴董事會對管理階層行使監督權，並對管理階層所提出之重要經營決策進行討論並決議通過後，交由管理階層負責執行。

獨立董事之功能如係扮演監督功能，必須配合董事會與功能性委員會之運作，使獨立董事能占董事會及功能性委員會之多數，才能使其獨立性發揮監督之功能，此亦為國外法制之發展趨勢。

我國公司之內部監控機制，係由監察人擔任。由於監察人之監督功能不彰，因此證券主管機關首先針對公司發行公司研議引進獨立董事制度，期能改善公司內部之監督功能。然而，是否摒棄監察人制度改採獨立董事制度後，即能解決監督功能不彰之問題，亦須謹慎評估。換言之，如果於監察人之選任程序無法選出盡職發揮監督功能之監察人，同樣之問題是否也會存在於獨立董事的選任？一個國家所採行之制度，不一定能於另一個國家運作，若有引進外國制度之必要，如何使其於另一個國家運作，也考驗著移植制度的技術。

有學者³¹指出，公司治理機制本來就要因地制宜，以台灣的股東結構觀之，我國與英美制度不同，蓋英美之投資者多為法人，而法人投資人間較易互相推選獨立董事；而我國則是散戶投資人居多，公司由經營股東掌握，因此強制設置獨立董事有其困難性，從而，保持自願性彈性的作法，由公司自由選擇設立獨立董事或維持監察人制度，較符合國

²⁹ 台灣證券交易所股份有限公司上市公司設置獨立董事之處置要點，99 年 5 月 20 日修正。

³⁰ 林仁光，「董事會功能性分工之法制課題—經營權功能之強化與內部監控機制之設計」，台大法學論叢，第 35 卷第 1 期，民國 95 年 1 月，頁 157-266。

³¹ 王文宇，詳註 13。

情。另一個問題是，若政府獨立董事所需符合之專業條件做嚴格的規範，則政府一旦強制要求所有上市公司聘任獨立董事，當下即面臨獨立董事人才不足的問題，更甚者，使得獨立董事的報酬水漲船高，增加聘任獨立董事的社會成本。

第五節 獨立董事產生及執行獨立性

第一項 獨立董事產生³²

獨立董事之產生方式，依「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」第五條規定，公開發行公司獨立董事選舉，應依公司法第一百九十二條之一規定採候選人提名制度，並載明於章程，股東應就獨立董事候選人名單中選任之。

公開發行公司應於股東會召開前之停止股票過戶日前，公告受理獨立董事候選人提名之期間、獨立董事應選名額、其受理處所及其他必要事項，受理期間不得少於十日。

公開發行公司得以下列方式提出獨立董事候選人名單，經董事會評估其符合獨立董事所應具備條件後，送請股東會選任之：

- 一、持有已發行股份總數百分之一以上股份之股東，得以書面向公司提出獨立董事候選人名單，提名人數不得超過獨立董事應選名額。
- 二、由董事會提出獨立董事候選人名單，提名人數不得超過獨立董事應選名額。
- 三、其他經主管機關規定之方式。

股東及董事會依前項提供推薦名單時，應檢附被提名人姓名、學歷、經歷、當選後願任獨立董事之承諾書、無公司法第三十條規定情事之聲明書及其他相關證明文件。

董事會或其他召集權人召集股東會者，對獨立董事被提名人應予審查，除有下列情事之一者外，應將其列入獨立董事候選人名單：

- 一、提名股東於公告受理期間外提出。
- 二、提名股東於公司依公司法第一百六十五條第二項或第三項停止股票過戶時，持股未達百分之一。

³² 劉連煜，詳註 27。

三、提名人數超過獨立董事應選名額。

四、未檢附前項規定之相關證明文件。

公開發行公司之董事選舉，應依公司法第一百九十八條規定辦理，獨立董事與非獨立董事應一併進行選舉，分別計算當選名額。依本法設置審計委員會之公開發行公司，其獨立董事至少一人應具備會計或財務專長。

金融控股公司持有發行全部股份之子公司、政府或法人股東一人所組織之公開發行公司，其獨立董事得由金融控股公司、政府或法人股東指派之，不適用「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」第五條之規定，餘仍應依本辦法規定辦理。

在獨立董事選舉採行候選人提名制度，提名的管道僅二種：

一、董事會提名。

二、持有已發行股份總數百分之一以上股份之股東書面向董事會提名。

第一種提名管道係由董事會提名，蓋董事會成員找尋獨立董事，較少透過政府所公示的獨立董事資料庫尋找，根據台灣證券交易所和櫃買中心的問卷調查僅有 10.3% 上市公司、14.7% 的上櫃公司會到資料庫裡去挑選獨立董事³³；較多係透過董事會成員間人脈關係介紹而產生。故董事會所提名之獨立董事多為友好人士，雖形式上具獨立性，但是否真能獨立執行職務，有待觀察。

第二種提名管道需持有已發行股份總數百分之一以上股份之股東書面向董事會提名，亦即需一定數額以上股份支持始得取得提名獨立董事，進入獨立董事候選人選舉的門檻，以上市／上櫃公司資本額有一定規模，一般小額投資人所持有的股份總數實無法集結書面提名，多數得透過機構投資人的股份，始能透過第二種提名管道提名獨立董事。且由於第二種提名管道所持之股份，多非公司控制股權，故所提名之獨立董事應與原董事會無關。在此原則之下，若為機構投資人，在證券投資信託及顧問法第七十八條第二項規定，證券投資信託事業及其負責人、部門主管、分支機構經理人、基金經理人或證券投資信託事業於其購入股票發行公司之股東代表人，均不得擔任證券投資信託基金所購入股票發行公司之董事、監察人或經理人。但主管機關另有規定者，不在此限。顯示出機構投資人除主管機關另有規定者外，係無法擔任發行股票公司

³³ 葉銀華、李存修，「台灣之獨立董監制度的改革—政策性建議」，會計研究月刊 213 期，2003 年 8 月，頁 66-84。

之董事，其所持有股份可完全支持獨立董事當選發行股票公司董事。亦即機構投資人無法直接擔任董事的情形下，可透過採用第二種提名管道提名獨立董事。

獨立董事制度常被批評無法發揮功能之主要原因，包括獨立董事之來源，通常均與公司經營者有朋友關係，而此為無法訂定成為獨立性標準之項目。獨立董事之提名必須顧及公司及候選人之意願，由於特定親屬關係被認定不具獨立性，推薦之獨立董事人選通常由朋友中挑選，而此種安排也常被認為有「利益輸送」或「酬庸」之性質，因此認為獨立董事是否能真正發揮功能係屬一合理的質疑。所需思考之潛在問題包括：第一，獨立董事候選人之產生方式可能已決定了未來當選之董事是否能獨立行使職權，故候選董事名單之產生方式極為重要；第二，在台灣多數上市(櫃)公司之經營者直接或間接掌控公司多數股權之情形，亦影響當選之獨立董事可能受經營者掌控情形。候選人之產生，實為最後當選後能否獨立執行職務之基本前提，然而，實際上很難設計出完美無缺之提名及選任制度，僅能針對各國之民情風俗、董事選任之經驗及發生弊端公司之情況進行研究，逐漸修正提名制度及相關配套，盡可能改善³⁴。

對於上述學者的見解，本文認為，雖前述各種形式化的獨立董事之選舉產生條件，甚至採取獨立董事與非獨立董事一併進行，分別計算當選名額的限制，但究其獨立董事之產生，仍是由股東所選舉出來的，若無股東之支持，獨立董事的資格條件再好，也無法靠獨立董事之資格而產生。透過股東的支持，特別是經營股東的支持，當選獨立董事，雖在現行法下獨立董事必為自然人，但獨立董事執行該職務時，是否真能獨立於經營股東之外執行職務，不無疑義。但若支持之股權來源為非經營股東，亦即由機構投資人(投資股東)所支持股權當選，則此選出的獨立董事，應可獨立於經營股東之外，獨立行使職權。

第二項 獨立董事職責

獨立董事之職責依證券交易法第十四條之三規定，已依規定選任獨立董事之公司，除經主管機關核准外，下列事項應提董事會決議通過；獨立董事如有反對意見或保留意見，應於董事會議事錄載明：

- 一、依第十四條之一規定訂定或修正內部控制制度。

³⁴ 林仁光，詳註 30。

- 二、依第三十六條之一規定訂定或修正取得或處分資產、從事衍生性商品交易、資金貸與他人、為他人背書或提供保證之重大財務業務行為之處理程序。
- 三、涉及董事或監察人自身利害關係之事項。
- 四、重大之資產或衍生性商品交易。
- 五、重大之資金貸與、背書或提供保證。
- 六、募集、發行或私募具有股權性質之有價證券。
- 七、簽證會計師之委任、解任或報酬。
- 八、財務、會計或內部稽核主管之任免。
- 九、其他經主管機關規定之重大事項。

在立法理由中敘明，為強化獨立董事之功能，對公司財務業務有重大影響之事項明定應提董事會決議，並規定獨立董事如有反對或保留意見者，應於董事會議事錄載明。換言之，利用經由董事會決議方式及獨立董事意見之表達，強化獨立董事對重要議案之監督，以保障股東權益。

同時於「公開發行公司董事會議事辦法」第三條規定，證券交易法第十四條之三之各款事由，除有突發緊急情事或正當理由外，應在董事會召集事由中列舉，不得以臨時動議提出。係為避免公司利用突擊方式，使得獨立董事在不知情之情形下缺席或無充足之資料以供判斷，而產生不當之決議。

另有學者³⁵提出健全獨立董事制度有七項原則，分別為有權利、有資訊、有專業、有勇氣、有誘因、有操守及有獨立原則，說明如下：

一、有權利原則

根據公司法第二百十八條監察人應監督公司業務之執行，並得隨時調查公司業務及財務狀況，查核簿冊文件，並得請董事會、經理人提出報告。再者，監察人各得單獨行使監察權(公司法第二百二十一條)，並得列席董事會陳述意見，董事會或董事執行業務有違反法令、章程或股東會議決之行為者，監察人應即通知董事會或董事停止其行為(公司法第二百一十八之二條)。從表面文字觀之，監察人的權力與功能似乎已經完備。然而要執行監察權，必需有財務主管、內部稽核與外部審計的配合，否則監察人無法克盡其功。雖然內部稽核報告需送監察人，財報須送監察人簽名，但問題的根源，監察人如何參與內部稽核以及財報編列過

³⁵ 葉銀華，「如何健全獨立董事會制度？(上)(下)」，會計研究月刊，252期及253期，2006年11月及12月，頁82-90，頁62-68。

程？

獨立董事制度的引進，同時至少需伴隨審計委員會的設置，藉以達到權責相符的原則。獨立董事至少應擁有監督事項的決策權與人事權，亦即擁有查帳會計師、內稽主管、財務主管、會計主管的任免權，如此以來獨立董事比較不會產生有責無權的感慨，只有落實上述四項財報重要管理者是由審計委員會任免，他們就會站在獨立董事的立場，協助提供相關資訊，而非死忠於經營團隊。

二、有資訊原則

最近二年來有許多獨立董監事紛紛選擇辭職，他們認為董事會在議決重大事項時，缺乏足夠的資訊進行判斷。甚或有許多情況是經營團隊以時間急迫為由，加開臨時董事會，給予董事軟性的壓力。同時，有時將重大議案以臨時提案或在董事會召開時才提供資訊，讓董事缺乏時間詳讀。另外，有時針對重大議案激烈討論時，總是有死忠於經營團隊的董事發言批評反對或保留意見者。為了舒緩董事會與經營層的資訊不對稱，提出第二個原則「有資訊」，期望讓每個董事有適量、適時的資訊，藉以進行獨立的商業判斷。

根據 2006 年 5 月金管會所頒布的「公開發行公司董事會議事辦法」，規定董事會之召集應載明事由，於七日前通知各董事及監察人，並提供足夠之會議資料，於召集通知時一併寄送。當然有緊急事件，得隨時召集董事會。但為了防止缺乏資訊以供董事判斷，董事如認為會議資料不充足，得向經營層要求補足，倘若還無法達到要求，得經董事會決議後要求延期審議。

其次，為了讓董事會事先有資訊可以參考，下列事項除有突發緊急情事或正常理由外，應在召集事由列舉，不可以臨時動議提出，並須提供充足資料，事項包括：營運計劃、財報報告、內控制度、發行具有股權性質之有價證券、財會或內稽主管任免，以及取得或處分資產、從事衍生性商品交易、資金貸與他人、為他人背書保證之重大財務業務行為之處理程序。再者，為強化獨立董事的責任，對於證券法第十四條之三應提董事會之事項，不得委由一般董事代理。獨立董事如有反對或保留意見，應於董事會議事錄載明。

三、有專業原則

為了強化董事會的專業性，董事會可授權特定責任予各功能委員

會，包括具監督性質與管理性質二大類。監督性質之委員會，如審計委員會、薪酬委員會與提名委員會；管理性質之委員會，則如執行委員會。上述委員會在公司治理的觀念，可隨著產業與公司特性的差異，而有不同的委員會的設置。

上述委員會需制定行權規章(經董事會通過)，包括：委員會的權限、責任與行權過程、組織地位、委員資格條件、行權資源等。而且每年覆核與評估規章之適當性與決定是否修改。且委員會通常是全部或主要由獨立董事組成，而各委員會的成員必須有一定的資格要求，藉以有效執行職權。當然為了強化董事的專業性，台灣證交所與櫃買中心亦有公布董事進修推行要點，希望新任者於就任當年度至少宜進修十二小時，就任次年每年至少宜進修三小時(續任者任期中亦同)。

四、有勇氣原則

第四項原則「有勇氣」，藉以讓獨立董事參與董事會決策時，能夠有膽量「Say No」，但也能有智慧地「Say Yes」！

「獨立董事代表哪一方參與董事會？」由於獨立董事通常持股比率很少(甚至沒有持股)，面臨在股權結構集中的環境，董事會大都由大股東成員或代表出任，獨立董事一般而言被認為是代表外部股東。因此，獨立董事在參與董事會決策時，心中要有股東，決策時要以全體股東權益為依歸。

公司法於 2001 年 11 月明文規定董事對公司負有「注意義務」與「中實義務」，加強董事之經營責任。倘若違反這二個義務導致公司受損害時，應負賠償責任。為了解決注意及忠實義務規定的不明確，所導致董事責任過重的難題，台灣實有需要引進經營判斷法則(Business Judgment Rule)。該法則是美國法院引以認定董事是否盡到忠實執行業務與善盡管理人之注意義務的基準，亦即是推定董事在參與公司決策時，已善調查之能事，並基於誠信之判斷，認為所採取之決策最有利於公司利益。當然經營判斷法則是基於決策時所能掌握的資訊與當下公司所屬的競爭環境，萬萬不能以「事後諸葛」來論斷董事責任。

五、有誘因原則

依據 2006 年初剛通過的證交法修正案，董事在面對求償訴訟時，必需舉證自己有善盡注意與忠實義務，才能免除賠償責任，否則將依照過失責任比例，負擔賠償金額。在目前董事責任日益增重之下，倘若又

要董事能夠花時間、精力參與公司決策，則應有一套誘因制度，才能強化董事會之監督與指揮功能。

董監酬勞的英文是 compensation，其意指董事、監察人根據所付出的努力而得到的報酬。很多人認為一旦獨立董事酬勞太高就會失去獨立性(其意指彷彿是向管理階層領高薪)，但也有許多人提出倘若酬勞太低，就無法吸引高品質人力進入董事會。

其實這個問題不在於酬勞多寡，而在於獨立董事的貢獻與他們所承擔的風險。因此，董事酬勞訂定留給董事會擬定、股東會議決，並且最好能於年報中清楚揭露董事的薪酬總額與組成。目前上市櫃公司董事酬勞普遍是定為稅後淨利的某一百分比，然後依照董事、監察人平分。此項作法的缺失是忽略了董事之間可能有著不同的貢獻，而且以絕對稅後淨利為計算基準，則讓公司在景氣好時，不管董事會績效為何，每位董事皆可領高薪。因此董事會應有一套績效評估制度，其並非僅以財務績效與市價績效為主體，而是著重以公司治理表現為標準，藉以衡量每位董事的貢獻。

對於上述學者的見解，本文認為，如何訂定一套合理有效的績效評估制度實屬不易，獨立董事在董事會係扮演「監督、除弊」角色，其他非獨立董事係扮演「興利」角色。獨立董事係增加公司資訊的透明度及交易的合理性，增加公司治理的表現，故獨立董事的報酬宜採固定報酬，不論公司盈虧均需給付；而非獨立董事宜採成功報酬，當公司賺錢時依一定比例給付董事報酬，公司虧損時不予給付，如此可強化獨立董事的獨立性。

六、 有操守原則

在目前獨立董事仍是由大股東支持產生，倘若有董事行為規範，並且依法規執行，則此項質疑的問題將可減輕。有鑑於強化獨立董事操守是公司治理的重要事項因此獨立董事僅能拿董事會通過且在年報揭露的酬勞與福利。獨立董事候選人在與公司接觸時，最好先議定董事酬勞、福利的整套協定，避免不必要的紛爭。同時，獨立董事務必必要經得起誘惑，確定自己僅能拿在年報揭露的報酬，不可接受管理當局私相授與的好處。

有操守與責任感是獨立董事的基本原則，因此獨立董事為了善盡注意與忠實義務，必須瞭解職權與責任之所在，並依相關法規、公司治理實守則與行為規範執行任務。再者，為了確保本身的權益，對於每次董事會議錄須閱讀是否充分反應決策意見，並在下次會議確認上次會議記

錄，做必要之更正。另外，建議獨立董事不管自己本身專業地位為何，應持續增加所必需非本身專業其他領域的知識。最後，為了鼓勵專業人士擔任獨立董事，公司要提供適當的董事責任保險，避免「善者不來，來者不善」的窘境。

七、有獨立原則

何謂獨立董事？基本上獨立董事應以整體股東權益為判斷依歸，而且在決策判斷不受管理階層影響。由於獨立決策判斷很難認定，因為才退而求其次，從身份別定義獨立性。獨立董事就是不在公司(或關係企業)任職、一定期間內與公司無財務關係，且與公司其他董監事、高階管理者不具親屬關係者。再者其持股須少(甚至可以不用持股)，且是以個人名義擔任董事而非法人代表。當然，能夠有專業知識進行商業判斷，因此主管機關還在專業性要求需有一定工作經驗，且有持續進修的紀錄。

雖有上述的要求，社會上許多專業人士仍然批評獨立董事無法獨立於管理階層進行判斷。理由是目前董事選舉制度，獨立董事是由董事會提名，說穿了是由大股東支持。如此情況下，如何確保獨立董事不受大股東影響？問題點出了二項癥結：誰來提名獨立董事？誰來選舉獨立董事？

為解決上述問題，有學者³⁶提出以下建議：

(一)一定持股數以下股東選舉獨立董事

此案是持股在一定股數以下的股東(例如：一百張)，依持股選舉獨立董事。上述想法的立論基礎是獨立董事應代表外部股東(特別是小股東)立場，由持股一定股數以下的股東選舉獨立董事，可使獨立董事更能客觀、公正地進行商業判斷，保障全體股東權益。配套措施是為了避免外部股東不出席股東會，或者避免上市櫃公司集中在少數日期召開股東會，或選在偏遠、難找地點召開股東會，建議符合一定條件者(例如條件與需採行獨立董事制度相同)，董事選舉需將通訊或電子投票納為投票管道之一。另外，為了避免大股東透過徵求委託書，操縱獨立董事選舉，建議徵求的委託書在獨立董事選舉時不列入記票，或者思考提高徵求委託書門檻或嚴格執行禁止金錢收購委託書或空白委託書的情事。

依公司法第一百七十九條規定，除特別股股東行使表決權之順序、限制或無表決權外，每股有一表決權。有左列情形之一者，其股份無表決權：一、公司依法持有自己之股份。二、被持有已發行有表決權之股

³⁶ 葉銀華，詳註 35。

份總數或資本總額超過半數之從屬公司，所持有控制公司之股份。三、控制公司及其從屬公司直接或間接持有他公司已發行有表決權之股份總數或資本總額合計超過半數之他公司，所持有控制公司及其從屬公司之股份。係顯示表決權平等原則，除法律有規定者外，表決權均屬平等。

上述學者的建議，本文認為，設定持股在一定股數(如一百張)以下的股東，可具備獨立董事選舉權，此係違反股東平等原則，一定持股以下股東可享有獨立董事及非獨立董事的選舉權，一定持股以上股東僅享有非獨立董事選舉權，產生股東表決權不平等現象，違反公司法的規定，實屬不宜。

(二)未參與經營的股東選舉獨立董事

讓未參與經營的股東選舉獨立董事，未參與經營的定義是未親自或派代表擔任管理者或董事。當然一般董事與管理者的親屬或所控制法人的持股，也排除選舉獨立董事資格。然而此項建議最大的問題在於台灣目前大股東為了稅賦規劃，將許多持股分散在很多帳戶與投資公司，這些帳戶或投資公司表面上與大股東無關，但事實上是由其掌控。這些資料甚為複雜，主管機關在採取此案建議，馬上會遇到如何監督與執行的困難。

上述學者的建議，本文認為，「未參與經營的股東選舉獨立董事」，表示參與經營的股東—擔任管理者或董事，不得選舉獨立董事，同樣產生股東表決權不平等現象，且現行獨立董事係採候選人制度，選舉採用獨立董事與非獨立董事一併選舉，分別計算當選名額方式，表示獨立董事與非獨立董事係用相同選舉權的選票，在尚未選舉出來前，如何判斷那一個選舉權為參與經營股東，那一個選舉權為非參與經營股東，實屬困難。

(三)維持目前的提名選舉制度

此案建議維持目前的提名、選舉制度(亦即仍由全體股東選舉)，雖然獨立董事是否能夠獨立行使職權可能受到質疑，但是新證交法已經將內控、內稽、查帳與重大財務事項的決策權與人事權，獨立董事若有反對或保留意見需列入董事會議事錄，因此獨立董事已有行使職權的參考。再者，輔以在年報清楚揭露獨立董事在董事會、審計委員會出席率，以及通過哪些議案、設計哪些制度以及所領薪酬，透過資訊透明來鞭策獨立董事。再者，倘若董事會有損害公司價值的行為，可依靠外部監督，例如：主管機關的制止與解任，或者由投資人保護中心依團體訴訟(集

體訴訟)規則，控告該公司的董事，賠償給受傷害的股東。

如前所述，學者提出獨立董事應嚴守的七大原則，立意良善，希望獨立董事能依此原則遵循，但細看此七大原則，往往是衝擊著人性的挑戰。就有權利原則、有資訊原則、有專業原則，即是法規所賦予獨立董事(例如重大財務業務事項的審議)、甚至一般董事(例如董事會七日前載明事由通知)的權利。但在有勇氣原則、有誘因原則、有操守原則及有獨立原則上，卻又讓獨立董事挑戰人性，面臨衝突，一方面要獨立董事有勇氣「Say No」，另一方面又要獨立董事與公司(董事會)談定獨立董事酬勞，又要獨立董事具操守、有獨立性，體認公司決策應充份考量風險下，做出股東權益極大化的行動。殊不知獨立董事均係由大股東支持所產生，倘若無大股東的支持，亦無獨立董事的產生，獨立董事係由大股東的股權支持而產生，縱使外觀形式上具獨立性，且符合前述七大原則，但面臨衝突時，係挑戰獨立董事的人性。包括定期與不定期的董事酬勞、董事的權利、與大股東友好的關係等等，若無法從根本去除獨立董事係由大股東支持所產生的基礎，獨立董事無獨立性可言。

第三項 獨立董事功能

學者³⁷指出，獨立董事之功能，應非僅止於提供其獨立專業之意見，而應使其能發揮監督之功能，始有引進此制度之意義。蓋董事本身即須具備經營專業之知識，於董事會中充分討論，形成決策或完成對管理階層所提議案之審核。獨立董事之設置，目的在於期待透過其專業性與獨立性之判斷，對經營決策之形成與財務業務資訊之揭露，發揮監督之功能，防止多數董事由管理階層人員兼任或由管理階層提名，使董事會淪為管理階層經營政策背書的橡皮圖章，而無法發揮實質監督之功能。

第四項 獨立董事執行獨立性

證券交易法賦予獨立董事特殊職權：以下事項應提董事會通過；獨立董事如有反對意見或保留意見，應於董事會議事錄載明：

- 一、 依證券交易法第十四條之一規定訂定或修正內部控制制度。
- 二、 依證券交易法第三十六條之一規定訂定或修正取得或處分資

³⁷ 林仁光，詳註 30。

產、從事衍生性商品交易、資金貸與他人、為他人背書或提供保證之重大財務業務行為之處理程序。

- 三、涉及董事或監察人自身利害關係之事項。
- 四、重大之資產或衍生性商品交易。
- 五、重大之資金貸與、背書或提供保證。
- 六、募集、發行或私募具有股權性質之有價證券。
- 七、簽證會計師之委任、解任或報酬。
- 八、財務、會計或內部稽核主管之任免。
- 九、其他經主管機關規定之重大事項

上述事項係為強化獨立董事對重要議案的監督，本質上較傾向公司監督事項，法律原則上應特別由獨立董事表示意見，無疑要獨立董事扮演起監督角色，與監察人之監察權相衝突。學者³⁸認為此設計除了雙重監督之重複成本外，可能之結局，也可能是相互推諉，造成三不管地帶，帶來更大的弊病的問題。

上述係屬獨立董事的職權，可對公司重要業務有表達意見之權利。且要求前述事項，依「公開發行公司董事會議事辦法」第七條規定，獨立董事應親自出席或委由其他獨立董事代理出席。獨立董事如有反對或保留意見，應於董事會議事錄載明；如獨立董事不能親自出席董事會表達反對或保留意見者，除有正當理由外，應事先出具書面意見，並載明於董事會議事錄，顯示獨立董事的職權僅能委由其他獨立董事代理，無法由非獨立董事代理前述職權，獨立董事執行職務上有其獨立性。

本文認為，此為法律所賦予獨立董事的職權，亦即獨立董事可在「事前」進行監督，監察人進行「事後」監督。如此雙重監督，當獨立董事與監察人均忠實執行職務時，當無疑義。但時間不足或其他因素產生時，恐出現獨立董事與監察人對於監察事項相互推諉之虞。

第五項 獨立董事與經營績效

有學者³⁹指出，外部董事具有超然獨立的地位及專業知識，可使董

³⁸ 劉連煜，「現行上市上櫃公司獨立董事制度之檢討暨改進方案—從實證面出發」，政大法學評論第114期，民國99年4月，頁53-156。

³⁹ 邱秀清、賴柏勳，「上市公司強制性與自願性設立獨立董監事對經營績效之影響」，商業學報第十三期，民國94年6月，頁101-115。

事會成為一個有效的監控機制，因此在董事會中扮演著重要的角色，且各項文獻實證發現外部董監事對公司經營績效有提升作用之原因主要有：

- 一、由於外部董事能發揮監督和評核公司管理階層的功能，因而使公司的決策更有效率，進而提高經營績效。
- 二、外部董事不在公司擔任職位，地位超然獨立，因此可較客觀地衡量企業全面性之發展，做出最符合公司需要之策略。
- 三、由於外部董事是由律師、銀行家、投資專家或顧問等專家身份所組成因此本身之專業知識和經驗，能對公司提出最佳之建議。
- 四、由於外部董事並非組織管理團隊的一份子，較不會產生代理理論之潛在利益衝突，因此會保護股東權益，避免公司內部管理者或內部董事為了自身利益，而侵害到股東。
- 五、當公司聘任獨立董事席位比率、獨立監察人席位數與比率愈高，對市場發出控制股東願意接受監督而使侵佔行為較低的訊號，進而取信作用。

但卻有部份文獻實證研究⁴⁰指出，外部董監事與經營績效呈現負相關，其原因有：

- 一、當公司只為了符合政治、環境或消費者的要求、限制，而增加外部董事的席次時，會造成外部董事虛有其名，只是個人頭。
- 二、當企業外部董事比例過低，或是持股比例不高時，會使這些外部董事如同持股不多的投資大眾一樣，僅存著一種搭便車的心態，無法發揮其應有的監督效果。
- 三、由於外部董事與公司較無利害關係，雖具超然獨立性，但若無足夠之報酬上的誘因，也無法激勵其為公司盡心盡力。

此研究實證結果，當公司為了符合法規要求而增加外部董事席次時，會造成外部董事虛有其名，並未真正替公司盡心盡力，外部董事僅為法規規定下的產物。

另有學者⁴¹指出，獨立董事的引進有興利功能，可以增強策略管理

⁴⁰ Agrawal, A., & Knoeber, C. R., 「Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders」, Journal of Financial and Quantitative analysis, Vol 31 No 3, September 1996。

⁴¹ 葉銀華與李存修，詳註 33。

效能，確保公司策略在正確的方向執行，並且降低公司做錯決策的機率，或增加錯誤決策修正的速度。根據國外的研究調查結果，當公司董事會中獨立董事佔一半以上，顯示其較會撤換績效差的執行長(CEO)。且而且當公司績效顯著變差時，獨立董事會選擇外部專業人士來取代原先執行長，而非內部晉升。

本文認為，企業面臨著全球多變的環境及產業狀況，更替的速度較歷史軌跡更加快速，再加上獨立董事的專業領域大多不在企業的產業領域，專業領域多在會計、法律的領域內，獨立董事如何能適切的評估高階管理者的「經營效能」，不無疑義。

由以上獨立董事與經營績效的關係，有呈現正相關有呈現負相關。在正相關的原因說明顯示出獨立董事能發揮監督公司的功能，更進一步能提供公司最佳的建議，提高經營績效。在負相關的原因說明顯示出獨立董事只是個虛有其表的「人頭」角色，只是公司為了符合法律的規定所設置的角色，再加上獨立董事通常無持股或持股低，僅具有獨立性，公司經營結果對獨立董事並無實質上的回饋，若公司無提供足夠的報酬誘因，實難要求獨立董事能善盡職責，且若公司提供足夠的報酬，獨立董事是否能具有獨立性不受影響，考驗獨立董事的道德價值觀。

第六節 小結

獨立董事是美國的產物，依照美國各州公司法的規定，公司不設監察人，只有董事會。董事會決定公司的大政方針，掌控執行長和經營團隊的人事，並且監督他們執行業務，位高權重，是主控公司經營的實權機關。美國公司法制係屬單軌制結構，亦即股東會選任董事，董事會負責經營與監督。

我國公司法制則源自德日、屬雙軌制結構，亦即德國屬於垂直式雙軌制結構，即股東會選任監事、監事會選任董事會；日本及我國屬於水平式雙軌制結構，亦即股東會同時選任董事及監察人(監事)，與英美公司法制有結構上的不同。

就股權結構而言，英美公司屬於股權分散結構；而德日多屬於股權集中結構，故就公司治理的觀點，所關心的重點不同。在股權分散結構下，公司治理所關注的重點在「資訊透明」，則以獨立董事來強化公司資訊的即時揭露；在股權集中結構下，公司治理所關心的重點在「少數股東的保護」。

獨立董事的產生方式，對日後獨立董事執行的獨立性，有著極大的

關係。在現行制度下，獨立董事係採用提名制度，概提名僅有二種方式：第一種是董事會提名；第二種是持有已發行股份總數百分之一以上股份之股東書面向董事會提名。就第一種提名方式，雖形式上具獨立性，但是否真的獨立行使職務，有待觀察。第二種提名方式需有持股百分之一以上，亦即需一定數額以上之股份始得取得提名獨立董事，若以台灣股權結構，一般小額投資人所持有的股份實無法集結書面提名。此種提名管道實需機構投資人的參與，提名獨立董事，始得真正發揮獨立董事的獨立性。



第三章 股權結構與代理成本

第一節 股權研究分析

「股權結構(Ownership Structure)」是公司主要股東的身分及其持股的分散情形。股權結構將會影響公司董事會的產生，決定公司控制，進而影響公司營運。股權結構的不同所產生公司權力核心—董事會亦有所不同。

有學者⁴²指出，公司監理的問題與股權分散程度有密切的關係。公司股權非常分散的情況下(如美國的上市公司)由於缺乏明確的大股東，公司的經營階層基本上係由負責經營的經理人掌握。此時，公司監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，亦即設計一套董事選任制度，以選任出具有充分獨立性的董事來監督經理人的經營表現與成果。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股東手上，公司高階管理可能由主要股東擔任或由其聘任的經理人擔任。在此情形下，公司監理的重點在於如何防止主要股東只照顧自己的利益，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。通常防止此種行為的規範在於限制控有公司主要股東的關係人交易，要求董事會中有代表小股東的外界人士擔任董事，或建立有效的公司併購規範，開放外界組織或個人併購公司的機會，打破原有主要股東及其經理人完全控制公司的獨佔權。

La Porta⁴³等人於 1999 年提出，以全球二十七個國家，研究各國公司的股權結構。相關的資訊如下：

- (一) 資料期間：1995 年
- (二) 最大控制股東所有權判定標準：以 20%或 10%為二組標準。

La Porta 將公司區分為股權分散(Widely held)與控制股東(Ultimate owners)二種型態，其中控制股東又區分為以下五種型態：

- (一) 家族或個人(family or individual)

⁴² 柯承恩，「我國公司監理體系之問題與建議建議(上)(下)」，會計研究月刊，173-174 期，2000 年 4-5 月，頁 75-81；79-83。

⁴³ La Porta, R, F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer, 「Corporate Ownership Around the World」, Journal of Finance 54(2), 471-517, April 1999。

(二)政府(State)

(三)金融機構(Financial institution)，如銀行或保險公司

(四)一般公司(Corporation)

(五)其他(miscellaneous)，非單一控制股東

研究結果顯示，以 20%為控制股東控制權基準下，英國、美國及日本的前二十大公司是屬於股權分散結構(平均為 10%)，其他二十四個國家的公司股權結構係屬於股權集中結構(平均為 70%)。另就控制股東的型態觀察，主要以家族持有為主(平均 30%)，其次為政府持有(平均為 18%)。



表格 三-1：以 20%為控制股東控制權基準

大型公司別	分散持有	控制股東					小計
		家族	政府	金融機構	公司	其他	
阿根廷	-	0.65	0.15	0.05	0.15	-	1.00
澳大利亞	0.65	0.05	0.05	-	0.25	-	0.35
加拿大	0.60	0.25	-	-	0.15	-	0.40
香港	0.10	0.70	0.05	0.05	-	0.10	0.90
愛爾蘭	0.65	0.10	-	-	0.10	0.15	0.35
日本	0.90	0.05	0.05	-	-	-	0.10
紐西蘭	0.30	0.25	0.25	-	0.20	-	0.70
挪威	0.25	0.25	0.35	0.05	-	0.10	0.75
新加坡	0.15	0.30	0.45	0.05	0.05	-	0.85
西班牙	0.35	0.15	0.30	0.10	0.10	-	0.65
英國	1.00	-	-	-	-	-	-
美國	0.80	0.20	-	-	-	-	0.20
奧地利	0.05	0.15	0.70	-	-	0.10	0.95
比利時	0.05	0.50	0.05	0.30	-	0.10	0.95
丹麥	0.40	0.35	0.15	-	-	0.10	0.60
芬蘭	0.35	0.10	0.35	0.05	0.05	0.10	0.65
法國	0.60	0.20	0.15	0.05	-	-	0.40
德國	0.50	0.10	0.25	0.15	-	-	0.50
希臘	0.10	0.50	0.30	0.10	-	-	0.90
以色列	0.05	0.50	0.40	-	0.05	-	0.95
義大利	0.20	0.15	0.40	0.05	0.10	0.10	0.80
南韓	0.55	0.20	0.15	-	0.05	0.05	0.45
墨西哥	-	1.00	-	-	-	-	1.00
荷蘭	0.30	0.20	0.05	-	0.10	0.35	0.70
葡萄牙	0.10	0.45	0.25	0.15	-	0.05	0.90
瑞典	0.25	0.45	0.10	0.15	-	0.05	0.75
瑞士	0.60	0.30	-	0.05	-	0.05	0.40
平均	0.36	0.30	0.18	0.05	0.05	0.05	0.64

資料來源：La Porta (1999)

再就 10%為控制股東控制權的基準下，英國、美國的前二十大公司是屬於股權分散結構(平均為 15%)，其他二十五個國家的公司股權結構係屬於股權集中結構(平均為 81%)。另就控制股東的型態觀察，主要以家族持有為主(平均 35%)、政府持有(平均為 20%)、其他(非單一控制股東)(平均為 9%)及金融機構持有(平均為 8%)。

表格 三-2：以10%控制股東控制權標準

大型公司別	分散持有	控制股東					小計
		家族	政府	金融機構	公司	其他	
阿根廷	-	0.65	0.20	0.10	0.05	-	1.00
澳大利亞	0.55	0.10	0.05	0.05	0.25	-	0.45
加拿大	0.50	0.30	-	-	0.15	0.05	0.50
香港	0.10	0.70	0.05	0.05	-	0.10	0.90
愛爾蘭	0.45	0.15	-	0.05	0.05	0.30	0.55
日本	0.50	0.10	0.05	-	-	0.35	0.50
紐西蘭	0.05	0.45	0.25	0.05	0.20	-	0.95
挪威	0.05	0.25	0.40	0.10	-	0.20	0.95
新加坡	0.05	0.45	0.45	-	-	0.05	0.95
西班牙	0.15	0.25	0.45	0.15	-	-	0.85
英國	0.90	0.05	-	0.05	-	-	0.10
美國	0.80	0.20	-	-	-	-	0.20
奧地利	0.05	0.15	0.70	-	-	0.10	0.95
比利時	-	0.50	0.05	0.35	-	0.10	1.00
丹麥	0.10	0.35	0.20	0.05	-	0.30	0.90
芬蘭	0.15	0.10	0.35	0.25	-	0.15	0.85
法國	0.30	0.20	0.20	0.20	0.10	-	0.70
德國	0.35	0.10	0.30	0.25	-	-	0.65
希臘	0.05	0.65	0.30	-	-	-	0.95
以色列	0.05	0.50	0.40	-	0.05	-	0.95
義大利	0.15	0.20	0.50	-	-	0.15	0.85
南韓	0.40	0.35	0.15	-	0.05	0.05	0.60
墨西哥	-	1.00	-	-	-	-	1.00
荷蘭	0.30	0.20	0.05	-	0.10	0.35	0.70
葡萄牙	-	0.50	0.25	0.20	-	0.05	1.00
瑞典	-	0.55	0.10	0.30	-	0.05	1.00
瑞士	0.50	0.40	-	0.05	-	0.05	0.50
平均	0.24	0.35	0.20	0.08	0.04	0.09	0.76

資料來源：La Porta (1999)

La Porta 將前項二十七個國家區分為成文法及非成文法國家，其股權分散如表三-3，在成文法國家中，不論是以 20%或 10%為控制股東控制權標準，股權結構均屬於集中結構；而非成文法國家則相較成文法國家而言，股權結構屬於分散型態。

表格 三-3：股權分散(Widely Held)比例

類別	國家數	20%為控制股東 控制權標準	10%為控制股東 控制權標準
非成文法(Common Law)	9	0.4778	0.3833
成文法(Civil Law)	18	0.3083	0.1694

資料來源：La Porta(1999)

根據 La Porta 學者的研究顯示，除英美二國為股權分散結構外，其餘國家大型企業股權結構多屬於集中結構，顛覆了一般對大型企業多屬股權分散結構的迷思。

早期有學者⁴⁴指出，公司的控制型態，依其所有與經營之間的關係，概分為五種：

公司的控制型態	經營者股權比例
經營者控制 Management control	持股 < 5%
少數控制 Minority control	5% < 持股 < 20%
法律方式的控制 Control through a legal device without majority ownership	20% < 持股 < 50%
多數控制 Majority control	50% < 持股 < 80%
全部控制 Control through almost complete ownership	持股 > 80%

有學者⁴⁵針對股權結構與公司價值在新興市場進行實證研究，新興市場中法律制度較不健全，通常缺乏對外部股東與債權人的保護，而且市場機制較不發達。外部公司治理機制功能相對較薄弱，只能偏重內部公司治理機制，以確保管理者的行為，與股東和債權人所關注的目標一致，以降低代理問題，研究結果顯示，當經營者持股介於 5%~20%，與公司績效係呈現負相關。

學者⁴⁶以 Fortune 500 進行實證研究，在 500 家公司中篩選 371 家公司，以 1980 年為研究期間，探討董事會持股與公司績效之關係，以董事會持股比例為自變數，Tobin's Q 為應變數，並加入研發經費、廣告費支出、長期負債比例及重置成本為控制變數。研究結果發現二者之間存

⁴⁴ Berle, A. A. and C. G. Means, "The Modern Corporation and Private Property", New York: Macmillan, 1932.

⁴⁵ Lins K, 「Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets」, Journal of Financial and Quantitative Analysis, (2003), Vol 38, 159-184。

⁴⁶ Morck, R., Shleifer A., & Vishny, R. W., 「Management ownership and market valuation: An Empirical Analysis」, Journal of Financial Economics 20, (1988) 293-315。

在非線性關係，列表如下：

持股比例	公司績效
0%~5%	正相關
5%~25%	負相關
25%以上	正相關

由以上的研究顯示，在全球大型公司股權結構型態中，除英美為股權分散的結構外，其餘國家均呈現股權集中結構。同時成文法國家的股權結構相對於非成文法國家而言，係屬於股權集中型態。在經營者持股與公司績效方面研究上，係呈現非線性關係，亦即持股在不同區間呈現不同的相關性。

第一項 股權分散結構

英國與美國企業，就實證研究同屬股權分散國家，其公司治理模式以外部監控機制為主，其股權結構相當分散且重視資本市場、人力資源市場及產品市場等外部治理機制的功能，並強調藉由市場競爭與價格機制對內部人員(即專業經理人)的壓力，形成綿密的監督機制。

英美兩國企業的股東中，機構投資人占了很高的比例。以美國為例，在 1995 年時機構投資人的持股比例已經超過百分之五十，如退休基金、商業銀行信託機構、人壽保險公司及共同基金等，且以退休基金的投資金額最大，因此若投資的公司績效不佳時，機構投資人會立刻將資金轉移到其他企業。但是由於大型公司資本龐大，短期內全部撤走資金將引發股市波動，因此機構投資人會積極參與重大決策的制定，並隨時監看公司的績效，進而對經理人發揮監督的作用⁴⁷。

在分散型的股權結構下，公司監控機構所要克服的不當經營行為主要有二：⁴⁸

一、濫用權限(managerial abuse)

意指經營者不當規避其應盡責任或將公司資產挪為私用等行為，是

⁴⁷ 王文字，「從股權結構論公司治理法制」，月旦民商法，第 10 期，2005 年 12 月，頁 5-24。

⁴⁸ 黃銘傑，詳註 7。

一種「道德危險」(moral hazard)的問題，起因於公司未能提供足夠的誘因，驅使經營者追求公司利益。

二、無能經營(managerial incompetence)

係因公司未能正確判斷經營者之能力，導致所選任經營者縱使有為公司爭取利益的決心，卻仍因能力不足而無法達成目標，屬「反向選擇」(adverse selection)之範疇。

第二項 股權集中結構

在集中型股權結構型態，公司控制權通常操縱在少數人手裡，此少數人可能屬於同一家族成員，或其間具有相當密切的合作關係，因而使其股權行使內容趨向一致，而能集體左右公司經營的決策方向。在集中型股權結構下，股東間出現控制股東與一般股東的不平等現象，從而如何避免控制股東濫用其經營控制權，損及一般股東權益，就成為此種股權結構下的最重要課題。在此股權結構下，主要的代理成本有三：⁴⁹

- 一、控制股東可能做出對公司不利，但對其本身有利之經營策略。
- 二、為擴大其控制權內涵，控制股東多不分派或限制盈餘分派之額度，不當擴充企業規模。
- 三、在經營權移轉有助於公司價值提昇時，控制股東仍會抵抗此一經營權的移轉。

一般而言，在集中型股權結構下，箝制控制股東道德危險的機制，基本上有二：一、聲譽(reputation)；二、法律規定。由於一般對於集中型股東結構下所可能發生之代理成本知之甚稔，因此控制股東在市場上籌措資金時，必須為此而付出較高成本，但如控制股東之經營手法在市場上夙有良好風評或聲譽時，則可降低此一成本。惟聲譽機制得以順利運作之基礎，乃建構於控制股東自發性遵循的意願，當市場情勢欠缺誘發此種自願遵循之誘因時，就需要借助法律規定等強制手段，以保護一般股東權益。

有學者⁵⁰實證研究證實，世界上大部份國家之上市(櫃)公司股權結構

⁴⁹ 黃銘傑，詳註7。

⁵⁰ 葉銀華、李存修、柯承恩，「公司治理與評分系統」，商智文化，2002年11月1版。

屬於集中狀況，且以家族控股最為普遍。而台灣可說是股權集中及家族控股的典型。依其研究，以 20% 為控制股東控制權標準時，70.1% 為股權集中型態。亦發現台灣公司治理的兩大特性為；一、最大股東常透過金字塔結構和交叉持股來增加投票權，造成控制權與現金流量權的偏離，且最大股東普遍參與管理。二、最大股東成員普遍擔任董監事而不具獨立性。

第三項 機構投資人

第1款機構投資人之分類⁵¹

所謂機構投資人主要是指退休基金、保險公司、投資機構及銀行信託部等，並不包括一般另有本業之公司，即所有公司相互投資(cross-holdings)或母公司持有子公司之股權。

依機構投資人的背景、交易習性以及所受之法律規範不同，對公司治理參與程度及方式也不相同，茲依機構投資人參與公司治理之程度、方式與目的及受程度作為區分的標準，分別說明各類型機構投資人的特色：

一、以參與公司治理之程度分類(機構投資人的投資與表決策略)

(一)第一級股東

在財務投資上與表決上都積極參與的投資人稱之，例如 Warren Buffett、威斯康辛州投資委員會(The State of Wisconsin Investment Board, SWIB)及其他積極管理的公共退休基金。

(二)第二級股東

在財務投資上被動⁵²但在表決上主動的投資人，例如紐約州公務人員退休基金(New York State Common Retirement Fund, NYC)、加州公共員工退休系統基金(The California Public Employees' Retirement System, CalPERS)及其他會參與表決的指數型基金(Index Fund)。

(三)第三級股東

⁵¹ 王育慧，「機構投資人股東權之行使—以公司治理為中心」，政大法學評論，97期，96年6月，頁137-209。

⁵² 「被動財務投資」係指投資人依據指數或其他參考指標進行投資並依據指數調整而增減投資金額或相關投資標的，而非透過相關研究，進行投資。

在財務投資上積極但在表決上被動的投資人，例如許多銀行的信託帳戶、企業的退休基金。

(四) 第四級股東

在財務投資上的交易者(traders)，且其對於表決權之行使亦為消極被動，例如基金經理人、市場套利者等。

二、以參與公司治理之方式與目的分類

美國學者 Bernard Black 將機構投資人參與公司治理的程度分為兩類：

(一) 機構投資人的聲音(Institutional voice)

機構投資人不必加入經營，但扮演施加壓力，提出異議的角色。

(二) 機構投資人的控制(Institutional control)

係指機構投資人直接介入經營，如擔任董事等，此種型態在美國很少見，除了極少數的私募基金以外，主要係受到現行法律規範的限制，如美國投資公司法。

三、以從事業務特性分類

各類型的機構投資人受限於所從事的業務特性不同，對其所投資公司所能參與公司治理事務的程度也有所不同：

(一) 銀行信託業(Bank Trusts)

主要從其所收取之手續費賺取微薄之利潤，並不甚重視其所投資公司的經營績效，從而，投資績效大多乏善可陳。且銀行獲利最豐厚的部份通常來自當地著名企業，若是銀行所在區域愈小，銀行通常愈遷就當地企業。尤其是銀行之信託部門，不會鼓勵任何創新，更不會在委託書議案上與公司管理階層立場相左。

(二) 共同基金

投資人經理人主要任務在確保投資人在任何時刻都能順利贖回基金，換取現金，此即為流動性之要求。至於其所持有的投

資組合 內容反倒是次要的問題。這導致投資經理人不會以長期投資的態度來看待所投資的公司，而且只要有任何公開收購 (tender offer) 的價格高於其買進價格而有利可圖，基金經理人就會向收購者售出股票。

再者，共同基金、銀行信託基金等機構投資人，受限於美國投資公司法等法規分散投資之相關規定，對單一公司的持有股份數不能過高，因此其對公司治理的影響力自然較低。

(三) 保險公司

受限於各州法關於投資項目、投資股票金額的限制，其對單一公司的持有股份數也不能過高；加上法律並未課以其向其客戶揭露委託書行使內容之義務，保險公司大多附和 Company Management 階層之意見或保持中立的態度。

(四) 私人退休基金

美國政府對於退休基金提供租稅優惠，所以退休基金傾向於不奉行一般的華爾街準則，而選擇成為長期的股份持有者。而此種不同於一般投機股東的長期持有者的角色，會使退休基金加強對其所投資公司之監控，以確保其投資不會因為公司內部人濫權導致營運績效下滑甚至公司倒閉而遭受損失。這即為美國各類型機構投資人以退休基金最為積極參與公司治理，州政府有時甚而賦予退休基金特殊權限之主因。

(五) 公共退休基金(Public Pension fund)

在機構投資人參與公司治理的領域中，公共退休基金可說是最耀眼的一個族群。雖然這些公共退休基金的願景、政策也有差異，但他們同樣都具有受託人 (fiduciaries) 身份，依法有保護退休基金受益人 (公部門員工) 利益之義務，而且 他們與所投資公司並無依屬關係，擁有較高的獨立性。是以，相較於其他機構投資人，這些公共退休基金在參與公司治理方面就顯得較為容易。

再者，退休基金並非如共同基金以競逐相對績效為投資目的，其投資目的乃於確保投資報酬率能符合未來須擔負之責任，因而退休基金的投資週轉率較低，多屬於長期投資者，退休基金經理人多鼓勵其所投資公司積極行事以增進股東價值。此即退休基金較諸共

同基金積極參與公司治理的原因。

機構投資人在先天上原本就較一般投資人擁有深入參與公司治理之利基，在其衡量實施股東權的成本效益後，也多能認同合理的分析與使用其股東權確能獲致正面的財務報酬與成長。這也就是機構投資人積極主義興起之原因。

在公司治理的領域中，機構投資者由於具備有更多的專業知識及監督技巧，可用比一般的股東較少的監督成本來監督公司，使得監督結構更有效率⁵³。

外部獨立董事的管理監督以及法人機構投資者的股東活動行為可能減低伴隨公司所有權和控制權分離而來的代理成本及這些股東活動將減少公司管理者侵害的程度而達到公司治理的目的⁵⁴。因此公司治理的良窳，除了獨立董事外，法人機構投資者的股東的參與更是不可或缺的一環，可透過本身所具有的專業知識及監督技巧，對公司進行有效監督，並以監督結果調整其對公司之持股多寡。

在國外的學者 Agrawal A. & Mandelker G.N. 的實證研究文獻⁵⁵指出，當機構投資人持股率愈大時，愈能有效的監督公司，以確保其投資水準能使公司的長期利益達到最大。此研究以美國 NYSE 及 AMEX 掛牌公司為樣本，並以 1979~1985 年為研究期間，總計選取 372 家公司，研究樣本對於機構投資人的定義包含退休基金、銀行、信託公司、基金會、共同基金及投資公司；機構投資人的平均持股約在 33.5%(中位數 33.4%，標準差 18.9%)。研究指出，機構投資人的持股率與股東的報酬呈現正向相關性；樣本公司中有三分之一的公司，當機構投資人的持股低時，股東報酬率損失 6.4%，顯示出機構投資人係屬於積極參與公司治理角色。亦即機構投資人的持股多少，會影響公司的績效，機構投資人持股愈高，愈能有效監督公司經營，進而影響公司經營。

在國內的研究文獻⁵⁶指出在 1995-2001 年間機構投資人持股在國內上市公司樣本的股權結構中，平均持股率約在 34.8%，就機構投資人持股率屬於較高水準，但詳細觀察其定義，係採取負面表列扣除法，使用

⁵³ 楊麗玲、沈明鑑，「公司治理：董事會組成、股權結構與盈餘管理」，證券櫃檯月刊，114 期，2005 年 12 月，頁 68-77。

⁵⁴ Morck, R., Shleifer A., & Vishny, R. W.，詳註 46。

⁵⁵ Agrawal, A. and Mandelker, G.N.，「Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments」，Journal of Financial and Quantitative Analysis，Vol.25, 1990, pp.143-161。

⁵⁶ 洪榮華、陳香如、柯璟瑩，「從代理理論的角度探討董事會特性、股權結構與負債之關聯性」，管理與系統，第十二卷第四期，民國 94 年 10 月，頁 33-53。

「證券統計要覽」上市公司資本來源明細表，扣除本國與僑外自然人兩項後持股總和再除以發行公司發行總股數，似有將未符合機構投資人定義者亦列入，有高估之虞。

在國內一般統稱三大法人，係指外資、投信及證券自營商，定義如下：

所謂外資，大致上可分為外國專業投資機構(QFII)、海外基金(國內外證券投資公司在國外募集基金投資台灣股市)、一般境外法人及境內外僑等四類。

所謂投信，係指證券投資信託事業，是集合社會大眾之資金，投資於不同之證券，以分散風險及專業經營為目的。依證券投資信託及顧問法第三條第一項規定，所稱證券投資信託，指向不特定人募集證券投資信託基金發行受益憑證，或向特定人私募證券投資信託基金交付受益憑證，從事於有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易。第二項及第三項規定，所稱證券投資信託事業，指經主管機關許可，以經營證券投資信託為業之機構。證券投資信託事業經營之業務種類如下：

- 一、 證券投資信託業務。
- 二、 全權委託投資業務。
- 三、 其他經主管機關核准之有關業務。

亦即投資信託係以信託制度為基礎，專為投資證券而言。證券投資信託公司發行受益憑證，經由證券承銷商向投資大眾銷售，將銷售所得的資金予以匯集，就成為證券投資信託基金。

所謂自營商，依證券交易法第十五條及十六條規定，係指經營有價證券之自行買賣及其他經主管機關核准之相關業務。亦即為自己買賣有價證券業務，並自負盈虧及風險，為證券市場交易主體之一。

再則，證券商係屬專營事業，有兼營與投資的限制，原則上不得由他業兼營，惟依證券交易法四十五條規定，金融機構得經主管機關之許可，兼營證券業務。亦即金融機構得經主管機關之許可，經營證券承銷、經紀及自營業務。

上述三大法人及金融機構，不論是外資(排除境內外僑外自然人)、投資、自營商、金融機構，均屬法人機構，且屬於專業投資機構，擁有專業的研究分析人員及證券市場豐富操作經驗，可視為專業機構投資人，能透過專業的分析公司財務業務狀況、產業狀況，進而決定是否投

資或處分持股，達到監督公司績效的效果。

針對機構投資人監督公司運作，進而與公司經營績效之相關性，有學者⁵⁷提出三項假說：

一、 效率監督假說(Efficient Monitoring Hypothesis)

機構投資人相對於一般小股東而言，擁有較多的股權，在監督工作上所需的專業知識、技術及耗費成本上有較佳的優勢，在規模經濟上使得機構投資人較小股東花費較低的監督成本，可以較有效率的方式來監督公司，因此能在公司治理上扮演積極監督的角色。

依據此假說，當機構投資人持股愈多時，愈能有效監督管理者，以促進公司經營績效的提昇，使公司價值增加，因此增加機構投資人持股可有效的降低代理問題，增加公司的經營績效。

二、 利益衝突假說(Conflict of Interest Hypothesis)

機構投資人從其他與公司相關的活動中獲取利益，不過當其發現管理當局對此獲利有所阻礙時，基於自身的利益，會以其選票與之對抗，機構投資人可能投票給能與自身利益相配合的管理當局，但其利益可能和公司利益是互相衝突的，故公司價值將因此而下降，此時機構投資人持股比例與經營績效呈現負相關。

三、 策略聯盟假說(Strategic Alliance Hypothesis)

基於雙方的利益，機構投資人可能與管理當局具有策略聯盟的關係。為了雙方的共同利益，機構投資人可能與管理者妥協，以致無法發揮監督的作用，而損及公司利益。

另有學者⁵⁸針對外部機構投資人持股與公司價值間之關係提出二項假說：

一、 效率增強假說(The efficiency-augmentation hypothesis)

外部機構投資人會以二種方式來提高公司效率：

(一) 外部機構投資人為了使其操作之基金績效良好，亦即能將

⁵⁷ Pound, J., 「Proxy Contests and the Efficiency of Shareholders Oversight」, Journal of Financial Economics, (20), 1988, pp.237-265。

⁵⁸ Duggal, R., Millar J A., 「Institutional Ownership and Firm Performance : The Case of Bidder Returns」, Journal of corporate Finance, (5), (1999)pp.103-117。

其有限的資本做最有效的運用，在投資之前會做品質研究，以確認出較具有效率的公司而加以投資。

- (二) 多數外部機構投資人會融通資金給公開發行公司，使外部機構投資人具有一強烈動機去監督經理人，這種持續性的監督強化了管理的效率，並增進了公司制度決策的品質。

二、 效率減少假說(The efficiency abatement hypothesis)

外部機構投資人會因其消極、利益衝突及法律限制，而不具有任何監督管理者的能力。寧願出售績效不佳的公司股票，也不願耗費資源去監督及改善公司績效(用腳投票)。此種機構投資人單純以短期的績效來檢視公司，使得以短期績效為考量引導機構投資人過度反應並採取短進短出方式投資。

就法律限制部份，美國在對機構投資人有一定的限制，例如 1940 年的投資公司法中限制投資公司投資單一證券超過總資產百分之五；投資單一證券也不得超過該證券百分之十，若違反此限制，會有相關的行政罰。

另有實證研究⁵⁹顯示，大股東與控制股東為吸引機構投資人，控制股東在董事會每增加一位席次可提升機構投資人 3.61% 的持股。另就新上市公司強制設立獨立董監事，獨立董監事設置與機構投資人持股比例的關係，顯示設置獨立董監事與機構投資人不存在關連性，且分別檢驗設置獨立董監事與外資、投信與自營商持股比例是否有顯著差異，也得到一致的現象，亦即從差異性檢定中發現獨立董監事的設置與否對機構投資人持股比率並沒有顯著的差異。但研究中的變數—機構投資人仍採取寬鬆的定義：機構投資持股比例＝公司在外流通股數比例總和—本國自然人股東持股比例—僑外自然人持股比例(機構投資人持股比例平均數為 32.3568%)，恐有影響研究結果之虞。

第2款機構投資人之受託義務⁶⁰

一般投資人對公司，原則上只享有股東權並不負擔責任義務。然而，退休基金、共同基金等機構投資人，其背後尚有受益人之概念，例

⁵⁹ 丁秀儀，「公司治理是否受到機構投資人的青睞」，管理學報 26 卷 3 期，民國 98 年，頁 233-253。

⁶⁰ 王育慧，詳註 51。

如退休金基金之退休員工、共同基金之受益人等。是以，機構投資人所為之投資決策應有受託義務之適用，即機構投資人為資產管理或執行投資時，必需善意誠實地顧及到受益人的利益。

一般而言，受託義務包括注意義務(duty of care)及忠誠義務(duty of loyalty)：

一、注意義務

受託人履行其所有職責時，應具備通常之技能、謹慎及注意。申言之，受託人於管理所有信託事項時，必須出於善意且採取警覺、睿智、勤勉及謹慎之態度，如同處理自己事務時就相同事項所採取之一般謹慎之人之才能及智能。當然，法律或契約亦得要求其具備謹慎之人管理他人財產之更高注意標準。

此注意義務標準至少有二項不同品質：第一為主動或努力，為適當有效管理信託之必要而尋找適合之專業協助；第二為技術或判斷，如課以執行其所具備更高技術之責任。近來，法規與司法見解都認為擁有較高的技巧即被課以執行該技巧的義務，法院認為，專業的受託人相較於非專業之受託人應有較高標準的績效。

由美國的案例及立法例可知，受託人有無履行投資注意，係以其是否達到審慎小心為準，即其需符合審慎投資人法則。該法則隨時代改變而有所差異，惟大體不離小心、技術、審慎及風險評估，而且隨著現代金融投資市場理論與實務的發展，受託人之投資注意義務標準亦愈富彈性。

二、忠誠義務

由於受託人於信託關係中，對信託財產之掌控及信託事務之熟悉均遠勝於受益人。為避免受益人因此種不對等之地位，而於利益衝突交易中英受到不當侵害，對於受託人就該信託財產與自己之交易行為，或其他任何有利害衝突之虞的交易行為，原則上應予以禁止。

忠誠義務乃指，受託人不得置身於與受益人利益可能衝突的地位，且受託人處理信託事務不得為自己或第三人謀取利益。即受託人處理信託事務，不得以直接或間接之方式，從職務上之地位、知識、機會為自己或第三人取得所生利益(禁止從信託獲利)。因為假如給予受託人任何受有利益之機會，受託人將會忽視達成信託目的與為信託財產創造利益之義務。簡言之，受託人處理信事務，需以受益人之利益唯一考量。

究因原因，乃當受託人處理信託事務，若該事務牽涉自身之利益

時，或基於人類之天性，受託人往往無法為公平之處理。而在該事務涉及第三人利益(亦可能間接影響受託人本身之利益)時，受託人亦可能因某種原因而圖利他人。此等情事未必有害於受益人，唯具極高之危險性，且為道德所應非難，應禁止之，忠誠義務之履行即在避免此等情事。

第3款機構投資人的角色定位及與公司治理的關連性⁶¹

機構投資人的身份角色定位有以下二種：

一、機構投資人之受託人身分

包括退休基金、共同基金、信託公司等機構投資人，其職責為藉由整合資源及僱用專業者，管理這些投資，俾利協助個別投資者克服因缺乏必要的投資技巧或不能買得起多樣的投資組合或有效地執行大筆交易的弱點。因此，就投資者或受益人的角色而言，這些機構投資人為受託人，對投資人或受益人負有信賴義務(fiduciary duty)，應善盡注意義務與忠實義務，經理人或管理者應就其因而所管理或支配的資產，確保謀取投資人之最大利益，同時避免利益衝突。

二、機構投資人為股東身分

機構投資人依法或依契約有義務善盡職責保持並增加投資價值，改進其投資企業的公司治理逐漸被認可為增加投資目標的長期價值的重要方法，此方法對一些負有長期投資義務者(例如退休基金)特別適用。機構投資人的管理者應判斷哪些措施是適當且有效能夠達到保持並增加投資價值的目標。這些基於其股東身份所可採行發揮影響力的適當措施包括下列各項：

- (一) 行使股東投票權
- (二) 支持公司架構健全公司治理環境
- (三) 與董事會就管理策略與實務進行對談
- (四) 在投資決策加入公司治理因素的分析
- (五) 對董事會明白表示特定考量(不管直接對董事會或透過股東會)
- (六) 發表公開聲明
- (七) 於股東會提交議案

⁶¹ 陳茵琦，「機構投資人與公司治理」，證券櫃檯月刊，第 111 期，民國 94 年 12 月，頁 57-68。

- (八) 適當時提名董事會候選人
- (九) 召集股東會
- (十) 與其投資人或投資協會合作
- (十一) 採取法律行動(如提起團體訴訟)
- (十二) 將這些權限外包給專業代理人(例如 Institutional Shareholder Services 等專業股東權益諮詢機構)
- (十三) 遊說政府機關或其他相關機構。

機構投資人相對於一般自然人，擁有專業知識，聚集較多的股權，對公司當局可以其股東的身份，推動外部監理機制。理由如下：

一、對公司經營管理具有影響力

在股權極度分散的市場，機構投資人之持股雖仍屬少數，但已可稱為「大股東」。如再與其他機構投資人彼此間合作，可立於較平等之地位與經營者交涉，而不受經營者影響。更可透過監督公司經營決策，對公司經營績效不佳、或經營者濫權事宜，迅速提出質疑要求改進，甚至提議重組董事會以更換不適任之經營者。以美國機構投資人公會(Council of Institutional Investors, CII)為例⁶²，CII 擁有 127 個一般機構會員，其持有資產加總超過美金三兆元。CII 對於公司治理、董事會功能、審計委員會之資格都有其看法，也經常發表對於證券相關法規的意見，定期評估上市公司績效並每年在網路上發佈績效不佳的公司名單(Focus List)，極具影響力。

二、具備接受與分析資訊並參與監督之能力

一般小股東因欠缺專業性且持股不高，對參與公司治理之興趣不高，一旦公司表現不佳，股東多半以出售持股方式表示其不滿。而機構投資人則較一般小股東具有專業之特質，且其持股佔相當之比例，不易受到公司董事或專業經理人之影響，故一旦公司經營者發生濫權之情事，其較能發揮監控之機制。

三、機構投資人為主要的利害關係人

股東為公司實質財產所有者，為確保董事會妥善代表股東管理公

⁶² <http://www.cii.org/about>(2011/6/1)

司，股東實有必要於公司治理中扮演重要角色。因此這些機構投資人以股東身份，透過行使股東權(特別是投票權)，投票贊成有利於優良管理而反對損害股東利益的企業行動，對推動完善公司治理來說，是非常重要的機制。一般來說，機構投資人的股東權運作原則，應以保護基金受益人的最佳利益為前提。此外，機構投資人注重公司之經營績效，如由其參與公司治理(特別是在機構投資人持股較高的情形下)，將可降低「代理成本」，同時提昇監控公司的效率。

四、 公司治理健全與否與經營績效間有正相關

根據 2002 年麥肯錫(Mckinsey)發布的調查結果顯示，機構投資人表示願意多付 12%~38%的公司治理溢價給那些公司治理較健全的企業。亞洲華爾街日報在 2002 年 7 月 17 日發布的一份與機構投資人訪談的文章中也顯示，機構投資人在亞洲地區選股時，企業的公司治理比其財務因素的考量更重要。以國外為例，這些握有龐大資產的機構投資人，愈來愈重視所投資的公司是否有良好的公司治理機制，且大部份的基金公司，都已經要求專業經理人和證券分析師，要評估自己負責公司的治理機制是否能提供穩定而長期獲利，公司治理甚至也成為這些法人機構評估是否投資的關鍵因素。因為它們也認知頻繁的短線交易績效未必較追求長期投資績效為佳。透過評斷企業公司治理優劣，進而有效率的運作股東權(特別是投票權)，不失為一個增加投資組合價值有效率的方式。

五、 有足夠資源進行訴訟

一旦公司經營者發生濫權之情事，機構投資人以其專業能力，較有足夠的資源，進行團體訴訟，向公司求償。

第四項 小結

由以上的內容所述，機構投資人在公司治理中扮演重要的角色，也因其所代表的基金屬性不同，機構投資人參與公司治理的積極度也有所差異。不過相對於一般投資人，機構投資人擁有專業知識、更多的股東權，在股權極為分散的結構體系下，與經營股東的持股數相當，甚至可以參與董事會的運作，積極介入公司經營。但在股權相對集中的結構體系下，經營股東仍持有相對多數的股權，機構投資人僅餘對經營股東的

建議權，機構投資人參與公司治理程度較低，所形成與一般投資人的情形相當，若公司經營的績效不佳，採取賣出持股方式而非改進公司經營方式。

第二節 代理成本

由於股東與經營者所追求的之利益與目標不盡相同，經營者有其經營之理念與目標，經營者享有薪資報酬及公司資源，經營者可能於經營過程中獲得其他利益，經營者可能利用其地位或公司之機會從事與公司競業之活動，經營者也可能產生怠惰之現象，而這些可能與股東出資之目的與追求之利益相互衝突，此乃代理理論所產生的問題。由於股東與經營者間所存在之代理關係與不同目標，也增加公司之營運成本，稱之為代理成本(Agency Cost)⁶³。

有關股權結構變化對公司價值的影響，在學界主要有三種假說，第一種是由 Jensen & Meckling(1976)所提出的「利益收斂假說」；第二種是由 Jensen & Ruack(1983)所提出的「利益掠奪假說」；第三種是「股權結構無關假說」。茲將三種假說分述如下：

一、 利益收斂假說(Convergence of Interest Hypotheses)⁶⁴

Jensen and Meckling 將代理關係定義為：所謂代理關係是指一項契約，由當事人(one or more persons(the principal(s))委託、授權代理人執行某些服務，而這種當事人與代理人的契約關係便是代理關係。當事人與代理人目標利益不一致會導致利益衝突，就產生所謂代理問題。當事人的福利因為代理問題而減少時，就產生所謂了代理成本。

代理成本的之產生，係由於所有者即股東期望經營階層以股東財富最大化為目標，盡力經營企業。然而經營階層本身或非股東，或持有股份比例較小，往往從自身的利益出發從事企業之經營管理，依 Jensen and Meckling 之定義，代理成本可分為三部份：

- (一) 委託人之監督成本，即委託人激勵和監控代理人，以使後者為前者利益效勞之成本。

⁶³ 林仁光，詳註 30。

⁶⁴ Jensen, M. C. and Meckling WH, 「Theory of the Firm: Managerial Behavior, agency Costs and Ownership Structure」, Journal of Financial Economics, Vol.3, 1976, pp 305-360。

(二) 代理人之擔保成本，即代理人用以保證不採取損害委託人行為之成本，以及如有違反而負擔賠償之成本。

(三) 剩餘損失，即委託人因代理人代行決策而產生的一種價值損失，亦即代理人之決策與委託人在假設具有與代理人相同資訊和才能情況下，自行效用最大化之決策間，所存在之差異。

當管理者的持股比例很低時，有可能利用職權提高本身的效用，進行不必要個人的特權消費或選擇次佳的投資方案，忽略了股東利益。相反的，當管理者持股比例較高時，企業若有損失時會損及自身的利益，因而有較大的誘因而增進公司的績效。

由於代理問題的存在，當股權集中於管理者時，管理者所持有的財富與公司價值息息相關，所有的特權消費與怠職行為危及公司價值亦同時危及自身財富，因此管理者的決策與消費行為會較合理，不致以傷害公司來利己，代理問題會隨股權愈集中於大股東而降低。此論點認為管理者的持股比例愈高，個人利益與公司績效相關性高，愈不會浪費公司資源，進而能提昇公司價值，而與股東的目標一致。國內學者⁶⁵的研究顯示，台灣股權結構與公司價值之間係符合利益收斂假說。

二、 利益掠奪假說，又稱鞏固職位假說(Entrenchment Hypotheses)⁶⁶

此一假說主張管理者基於純粹自利的之立場所做出的決策，無視於是否會傷害其他股東的利益。管理者在特定的持股比率區間內，持股比例增加且具足夠的投票權可確保自身職位時，特權消費的行為與怠職現象會隨之嚴重，且為了確保自身利益，往往出現損及股東權益的反併購行為，因此管理者持股比例與公司呈現負相關。

此研究發現董事會持股比率對公司價值之影響存在門檻效果(threshold effect)，亦即董事會持股比率未達某一臨界水準時，對管理者監督能力及意願均屬有限，公司價值無顯著影響；當董事會持股比率超過某一門檻，大股東才有較大的誘因去監控管理者，對企業績效產生正面的效果。

此研究發現董事會持股比率在 0~5%及 25%以上者，其與 Tobin's Q 呈正相關；董事會持股比率在 5~25%者呈現負相關。

⁶⁵ 葉銀華、邱顯比，「資本結構、股權結構與公司價值關連性之實證研究：代理成本理論」，台大管理理論叢第七卷第二期，民國 85 年 8 月，頁 57-89。

⁶⁶ Morck, R., Shleifer A., & Vishny, R. W.，參閱註 46。

持股比例	公司績效
0%~5%	正相關
5%~25%	負相關
25%以上	正相關

三、股權結構無關假說⁶⁷

此一假說主張股權結構與公司價值並無相關性，認為公司的監理制度、外在市場的威脅與公司的激勵制度，可以有效解決代理成本問題，因此不論所有者的持股比率高低變化，對於公司價值將不會有顯著的影響。

即使是經營權及所有權合一的公司，所有者未必以追求公司利潤最大化為單一目標，在利潤最大化的前提下，若發現在公司內部消費的效用較所有者股利報酬為高時，可能會有在公司內部消費的情況發生。此外，透過具效率的產品市場、管理人力市場、及資本市場中，管理者的努力會透過市場的效率性適當地評價，再加上有董事會的監督、酬勞激勵計畫，將會使得管理當局的決策更趨向公司利潤極大化的方向。

此假說係採用市場觀點來解釋管理者代理問題，認為外部市場將決定公司的績效，與股權結構無關，因此股權結構未必能夠解釋企業的績效。當資本市場具效率性，且外部市場為完全競爭市場時，此時公司的經營績效會完全反應在股價上，外部市場會給予壓力迫使公司以經營績效來決定管理者的薪資，因此管理會會更致力於公司績效的提昇⁶⁸。

但有學者認為公司治理機制對公司經營績效是有影響的，認為當公司經營績效愈好時，則管理者會傾向持有公司的股權，因而使的公司股權結構發生改變⁶⁹。

⁶⁷ Demsetz H.，「The structure of Ownership and the Theory of the Firm」，Journal of Law and Economics，Vol 26，1983，pp 375-390。

⁶⁸ 趙莊敏、戴德昇，「台灣銀行股權結構、董事會特性與其經營成本效率之相關性研究」，台灣金融財務季刊，第七輯第三期，95年9月，頁95-125。

⁶⁹ Agrawal A. Knoeber C. R.，詳註40。

第一項 股權分散結構之代理成本(經理人 vs 股東)

在股權分散結構下，股東無法親自經營公司，乃委託專業經理人經營公司，為避免專業經理人犧牲公司整體利益以圖自己私利，股東為監督經理人行為，學者⁷⁰指出可能採取三種方法：

- 一、適當之股權誘因，如賦予認股選擇權，間接促成經營者與所有者結果，使雙方之利益合一。
- 二、監督機制之強化，如獨立董事的引進。
- 三、要求代理人提供一定之擔保，如將代理人之待遇與公司表現連結。

此三項手段，不論是適當之股權誘因，或是監督或擔保，都須付出代價，此皆為代理成本的一環。

依照代理理論的觀點，股權分散的公司之股東為避免專業經理人犧牲公司的利益以圖私利，必須採取加強監督或提供誘因的手段，但也僅能減少，並無法完全消除代理成本。因此在股權分散的國家，其政策法規即著重在獨立董事及非合意併購的手段。

第二項 股權集中結構之代理成本(控制股東 vs 小股東)

除美國及英國外，世界上大部份國家的控制權是掌握在單一個人家庭或團體。La Porta⁷¹最早提出最終控制者(ultimate controlling shareholders)的概念。研究世界上二十七個富有經濟體中，除英國及美國外，大型公司股權結構多屬於集中型態，樣本上有近三分之一的公司擁有百分之二十的控制權，顯示世界上公司股權有集中現象，且普遍存在最大控制股東，並以家族控股為最主要之控制型態。

所謂「企業所有與企業經營分離」(Separation of Ownership and Control)，係指公司組織由於閉鎖型公司轉變為公開發行股票公司時，將造成公司股東結構發生改變，同時亦將造成公司經營管理結構發生改變。而不論是公司股東結構的改變，抑或是公司經營管理結構發生改變，皆造成股東的結構，由原來積極參與公司經營的積極股東結構，轉變為消極股東結構。不僅僅是股東結構的轉變，公司原有經營者亦將因專業經理人的引進，而發生股東角色的轉變，方向亦為由積極股東角

⁷⁰ 王文宇，詳註 47。

⁷¹ La Porta, 詳註 43。

色，轉變為消極股東角色。二者交互運作之下，將造成公司的出資者，不再掌握其出資經營與管理，而係由專業經理人掌控的現象而言⁷²。

在所有權與經營權合一的情形下，控制股東往往掌握公司的經營權，較前項股權分散架構無控制股東主導，控制股東持有較大的股權，較其他股東有經濟誘因去親自經營公司，去使公司盈餘增加而享受利益。股權集中的公司與股權分散的公司相較，能降低經營權與所有權分離所產生的代理成本。

但另一方面，由於控制股東與小股東存在著利益衝突，此時代理成本產生在控制股東與小股東之間，控制股東可能利用其控制的地位，剝奪小股東的權利以達到其私利，例如利益輸送、自我交易等事項。

La Porta 並提出控制股東控制股權的方式，控制股東除直接持股，並透過以下二種方式間接控制公司的股權：

一、 金字塔結構(pyramid)

定義為控制公司至少透過一個公開發行公司取得另一家公司的控制權。在台灣，控制股東為避免資訊外洩，可能會利用非公開發行公司或是有限公司來取得另一家公司的控制權。控制股東係透過垂直的控股關係來強化公司的控制權，因此金字塔結構的股權是集中在單一公司或是單一股東的手裡。

二、 交叉持股(cross-shareholders)

交叉持股定義為被控公司持有控制股東/控股公司或所屬控制鏈公司之股權。與金字塔結構不同之處在於控制股東係透過水平的相互持股來強化公司的控制權，交叉持股中股東的股權是分散的。

La Porta 實證顯示，歐洲及東亞地區的控制股東透過金字塔結構及交叉持股方式來控制公司。當控制股東透過前述間接持股方式控制所有權，亦即股權(又稱現金流量權)與控制權(又稱表決權)背離，產生控制權與現金流量權(cash flow right：股東的盈餘分配權)不相同的情形，當二者的差距愈大，控制股東僅持有較少的現金流量權即可取得控制權，產生另一項的代理成本：控制股東 vs 小股東(少數控制股東結構)。

南韓是屬於股權集中的股權結構，許多公司採取少數控制股東結

⁷² 陳俊仁，「超越興利防弊防能之迷思—獨立董事與審計委員會地位之再建構」，月旦法學雜誌，第172期，2009年9月，頁75-93。

構。該國法律規定大型公司需設置獨立董事，有學者⁷³發現有二分之一外部董事之大公司有百分之四十之股價成長。這個股價成長並非來自於公司生產力之提升，而是因為公司引進獨立董事。獨立董事之出現使得市場更著眼於公司現存之現金流量上，因為外部董事可以限制控制股東之私利，更可能的原因是外部董事可能減少控制股東之自己交易，提升公司之價值。

前項學者的見解，本文認為，獨立董事的出現，主要在於維護公司資訊的透明度，讓公司能依法律規定從事各項業務。概獨立董事依政府的規定，多以具備會計、法律背景為主要專業領域，因此獨立董事的主要角色在於「防弊」的功能，而非「興利」的角色。前項實證研究指出股價成長係因為公司引進獨立董事，應為公司的資訊透明度提高，使資訊不對稱的情形減少所致。但在股權集中的結構下，若獨立董事背後支持的股權來自於控制股東而不是非控制股東，則要求獨立董事挑戰自身的人性，有其難度及困難。

第三項 小結

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，公司的管理階層基本上係由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，亦即設計一套董事選任制度，以選任具有充分獨立性的董事來監督經理人的經營表現與成果。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，公司監理機制的設計重點在於如何防止主要股東只顧自己的利益，甚至利用職權進行利益輸送而侵害到一般小股東的權益⁷⁴。

本文認為，股權結構並無優劣，端視各國的習慣、文化而衍化而成。股權集中結構與股權分散結構所顯現的層面並不相同。在股權分散結構裡，所產生的問題係股東與經理人間的代理成本，在英美股權分散為主的國家，其法律主要關注在獨立董事制度上。在股權集中的結構裡，主要產生的問題在控制股東與非控制股東的代理成本，亦即少數控制股東結構，股權與控制權背離現象，在法律上宜重點關注在控制股東的規範

⁷³ Bernard S. Black, Hasung Jans & Woochan Kim, 「Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea」, May 2005, (working paper 237), Journal of Law, Economics & Organization,

⁷⁴ 柯承恩，詳註 42。

上。台灣公司的股權結構是否如英美屬於股權分散結構，若是，則獨立董事的引進有助於監督股東與經理人的代理成本，若否，則效果有限。基於此點，本研究於後續章節進行台灣上市的股權實證研究，透過實證研究，提供台灣上市公司的股權結構型態是否適用引進獨立董事制度。

第三節 資訊不對稱

依據代理理論，代理問題的產生除了所有權與經營權分離的問題外，資訊不對稱亦是原因之一。如果公司的資訊愈透明，則降低代理問題所需的監督成本愈低，而且當公司的資訊愈透明，亦即公司資訊不對稱的程度愈小，投資人對於公司的營運與價值愈清楚認識。

基本上，良好的公司監控體系至少必須包三項要素⁷⁵：

- 一、資訊透明化：公司經營、財務以及內部監控資訊的公開。
- 二、公平性的確保：所有股東其權益應受到平等的對待與保障。
- 三、經營責任體制的建立：經營者應有誘因和義務追求公司利益，並對股東善盡「說明責任」。

第一項資訊透明化的要素，是為公司監控的根本要素，幾乎所有國家對此都有共同認識。就是盡量促使公開其相關資訊。可知公司監控除監控架構的建立外，資訊透明化係公司監控基礎。

有學者⁷⁶指出，解決控制股東與外部股東資訊不對稱的問題，最主要解決方法為「資訊揭露」，透過公司自願性揭露私有資訊，可使資本市場對其證券有較正確的評價。該研究指出：

- 一、定期財務報表提供對投資人是具有資訊性的，且能透過不同的資訊有系統的做資訊評比。
- 二、證券分析師能利用上述資訊加入分析、預測提供給資本市場，並提供買進／賣出的建議。
- 三、資本市場會有市場趨力去強化審計服務。

⁷⁵ 黃銘傑，詳註7。

⁷⁶ Healy P. M, & Palepu K.G., 「Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature」, Journal of Accounting Economics 31 (2001), 405-440。

- 四、證券分析師及審計者均非完美的中介者，因為會遇到激勵衝突。
- 五、經營者管理報表的揭露常伴隨著契約、政治成本、資本市場而有差異。
- 六、報表揭露常依股價、績效、買進賣出差價、分析師及機構投資人持股有而不同。

有學者⁷⁷曾針對台灣上市公司有關公司治理結構對於資訊透明度的影響，研究結果顯示，董事會中獨立董監事席次比率愈高的公司，資訊透明度愈高。

機構投資人不僅具有專業人才和知識，對於所投資的公司會要求揭露最攸關的資訊，用以評估公司營運績效和價值。而且因為持股比率較高，有機會取得公司董事席次，進一步進入監督公司營運。機構投資人的存在對於公司資訊透明度的提升會有所助議⁷⁸。

依據 Barnea⁷⁹的論點，資訊不對稱係屬於代理問題的範疇。為解決代理問題進而降低資訊不對稱，過去國外研究皆認為外部董事是不可或缺的因素。透過外部董事的加入，可降低資訊不對稱，提昇資訊透明度。

股東應受之保護，最重要者應為「知」之權利，而透過資訊揭露制度之設計，應可達到此目的。股東權保障之設計，應以不妨礙公司經營權正常行使為原則，否則股東權之行使可能表面上係為保障股東權利，實質上公司經營所產生之傷害，真正受害者還是那些為了追求經營利潤的股東⁸⁰。

⁷⁷ 許崇源、陳瑞斌、翁慈青，「公司治理結構對於資訊透明度之影響」，2005年財務金融學術研討會年會論文集，台灣財務金融學會。

⁷⁸ Proud，詳註 57。

⁷⁹ Barnea A., R. A. Haugen and L.W. Senbet，「A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework」，Journal of Finance, No. 5 (1980), 1223-1234。

⁸⁰ 林仁光，詳註 30。

第四章 研究方法及實證結果分析

第一節 研究樣本

公司為取得低廉且穩定的資金、吸引人才，紛紛申請上市，由私有化公司逐漸轉公眾化公司。公司在上市後透過公開市場股權交易，各式各樣的股東進入公司股權結構中，包括外資股東、員工股東、策略性股東等，股權結構逐漸產生變化，公司控制股東所執行的決策不止影響自己及員工，更影響逐漸增加的股東們。

本研究樣本資料主要取自台灣經濟新報社(TEJ)之上市公司財務資料庫、股權結構與持股狀況資料庫。採樣樣本係在台灣證券交易所上市之公司，本研究選取期間為 2009 年為研究期間。

在此上述前提下，本研究再依據以下幾項原則選取樣本⁸¹：

- 一、 包括所有上市公司(不含第二上市公司)。
- 二、 樣本於研究期間並無合併、宣告破產、重整等事件發生。
- 三、 2010 年 1 月 1 日以後新上市公司不計入。

基於前述前提，目前上市公司計 743 家，扣除前述不計入之公司，共計選取 729 家上市公司為樣本，其產業分類如下：

表格 四-1：樣本公司明細

類別	家數	公司名稱						
水泥工業	7	1101 台泥	1102 亞泥	1103 嘉泥	1104 環泥	1108 幸福	1109 信大	1110 東泥
食品工業	20	1201 味全	1203 味王	1210 大成	1213 大飲	1215 卜蜂	1216 統一	1217 愛之味
		1218 泰山	1219 福壽	1220 台榮	1225 福懋油	1227 佳格	1229 聯華	1231 聯華食
		1232 大統益	1233 天仁	1234 黑松	1235 興泰	1236 宏亞	1702 南僑	
塑膠工業	21	1301 台塑	1303 南亞	1304 台聚	1305 華夏	1307 三芳	1308 亞聚	1309 台達
		1310 台苯	1312 國喬	1313 聯成	1314 中石化	1315 達新	1316 上曜	1319 東陽
		1321 大洋	1323 永裕	1324 地球	1325 恒大	1326 台化	1715 亞化	4306 炎洲
紡織纖維	46	1402 遠東新	1409 新纖	1410 南染	1413 宏洲	1414 東和	1416 廣豐	1417 嘉裕
		1418 東華	1419 新紡	1423 利華	1432 大魯閣	1434 福懋	1438 裕豐	1439 中和
		1440 南紡	1441 大東	1443 立益	1444 力麗	1445 大宇	1446 宏和	1447 力鵬
		1449 佳和	1451 年興	1452 宏益	1453 大將	1454 台富	1455 集盛	1456 怡華
		1457 宜進	1459 聯發	1460 宏遠	1463 強盛	1464 得力	1465 偉全	1466 聚隆
		1467 南緯	1468 昶和	1469 理隆	1470 大統	1472 三洋織	1473 台南	1474 弘裕

⁸¹ 一般研究均考量金融保險業之營業性質及財務結構較為特殊，與其他產業相差甚鉅而予以排除。本研究考量金融保險業亦為證券交易法所規範的對象，且對該行業有特殊的法律規定，故未予排除。

從股權結構論獨立董事法制-以台灣上市公司股權結構實證研究為例 F

類別	家數	公司名稱						
		1475 本盟	1476 儒鴻	1477 聚陽	4414 如興			
電機機械	36	1503 士電	1504 東元	1506 正道	1507 永大	1512 瑞利	1513 中興電	1514 亞力
		1515 力山	1516 川飛	1517 利奇	1519 華城	1521 大億	1522 堤維西	1524 耿鼎
		1525 江申	1526 日馳	1527 鑽全	1528 恩德	1529 樂士	1530 亞崴	1531 高林股
		1533 車王電	1535 中字	1536 和大	1537 廣隆	1538 正峰新	1539 巨庭	1540 喬福
		1541 錫泰	1560 中砂	1583 程泰	2049 上銀	4526 東台	4532 瑞智	6605 帝寶
		8374 羅昇						
電器電纜	12	1603 華電	1605 華新	1608 華榮	1609 大亞	1611 中電	1612 宏泰	1613 台一
		1614 三洋	1615 大山	1616 億泰	1617 榮星	1618 合機		
玻璃陶瓷	5	1802 台玻	1805 寶徠	1806 冠軍	1809 中軸	1810 和成		
造紙工業	7	1902 台紙	1903 士紙	1904 正隆	1905 華紙	1906 寶隆	1907 永豐餘	1909 榮成
鋼鐵工業	28	1532 勤美	2002 中鋼	2006 東鋼	2007 燁興	2008 高興昌	2009 第一銅	2010 春源
		2012 春雨	2013 中鋼構	2014 中鴻	2015 豐興	2017 官田鋼	2020 美亞	2022 聚亨
		2023 燁輝	2024 志聯	2025 千興	2027 大成鋼	2028 威致	2029 盛餘	2030 彰源
		2031 新光鋼	2032 新鋼	2033 佳大	2034 允強	2038 海光	3004 豐達科	9958 世紀鋼
橡膠工業	9	2101 南港	2102 泰豐	2103 台橡	2104 中橡	2105 正新	2106 建大	2107 厚生
		2108 南帝	2109 華豐					
汽車工業	5	2201 裕隆	2204 中華	2206 三陽	2207 和泰	2227 裕日車		
建材營造	36	1436 福益	1442 名軒	1808 國賓大	2501 國建	2504 國產	2505 國揚	2506 太設
		2509 全坤建	2511 太子	2515 中工	2516 新建	2520 冠德	2524 京城	2527 宏璟
		2528 皇普	2530 華建	2534 宏盛	2535 達欣工	2536 宏普	2537 聯上發	2538 基泰
		2539 櫻建	2540 金尚昌	2542 興富發	2543 皇昌	2545 皇翔	2546 根基	2547 日勝生
		2548 華固	2841 台開	5515 建國	5522 遠雄	5525 順天	5531 鄉林	5533 皇鼎建設
		5534 長虹						
航運業	18	2208 台船	2601 益航	2603 長榮	2605 新興	2606 裕民	2607 榮運	2608 大榮
		2609 陽明	2610 華航	2611 志信	2612 中航	2613 中櫃	2614 東森	2615 萬海
		2617 台航	2618 長榮航	5607 遠雄港	5608 四維航			
觀光業	7	2701 萬企	2702 華園	2704 國賓	2705 六福	2706 第一店	2707 晶華	8940 新天地
金融業	37	2801 彰銀	2809 京城銀	2812 台中銀	2816 旺旺保	2820 華票	2823 中壽	2832 台產
		2833 台壽	2834 臺企銀	2836 高雄銀	2837 萬泰銀	2838 聯邦銀	2845 遠東銀	2847 大眾銀
		2849 安泰銀	2850 新產	2851 中再保	2852 第一保	2854 寶來證	2855 統一證	2856 元富證
		2880 華南金	2881 富邦金	2882 國泰金	2883 開發金	2884 玉山金	2885 元大金	2886 兆豐金
		2887 台新金	2888 新光金	2889 國票金	2890 永豐金	2891 中信金	2892 第一金	5854 合庫
		6005 群益證	6012 金鼎證					
貿易百貨	10	2901 欣欣	2903 遠百	2905 三商行	2906 高林	2908 特力	2910 統領	2911 麗嬰房
		2912 統一超	2913 農林	2915 潤泰全				
其他	34	2062 橋樑	2514 龍邦	2904 匯橋	6184 大豐電	8033 雷虎	9902 台火	9904 寶成
		9905 大華	9906 興達	9907 統一實	9910 豐泰	9911 櫻花	9914 美利達	9917 中保

第四章研究方法及實證結果分析

類別	家數	公司名稱						
		9919 康那香	9921 巨大	9924 福興	9925 新保	9927 泰銘	9928 中視	9929 秋雨創新
		9930 中聯資	9933 中鼎	9934 成霖	9935 慶豐富	9938 百和	9939 宏全	9940 信義
		9941 裕融	9942 茂順	9943 好樂迪	9944 新麗	9945 潤泰新	9955 佳龍	
化學工業	23	1704 榮化	1708 東鹼	1709 和益	1710 東聯	1711 永光	1712 興農	1713 國化
		1714 和桐	1717 長興	1718 中纖	1721 三晃	1722 台肥	1723 中碳	1724 台硝
		1725 元禎	1726 永記	1727 中華化	1730 花仙子	1732 毛寶	1735 日勝化	1737 臺鹽
		1773 勝一	4725 信昌化					
生技醫療	14	1701 中化	1707 葡萄王	1716 永信	1720 生達	1729 必翔	1731 美吾華	1733 五鼎
		1734 杏輝	1736 喬山	4104 佳醫	4106 雅博	4108 懷特	4119 旭富	4133 亞諾法
油電燃氣	8	2616 山隆	6505 台塑化	8926 台汽電	9908 大台北	9918 欣天然	9926 新海	9931 欣高
		9937 全國						
半導體	59	1437 勤益	2302 麗正	2303 聯電	2311 日月光	2325 矽品	2329 華泰	2330 台積電
		2337 旺宏	2338 光罩	2342 茂矽	2344 華邦電	2351 順德	2363 矽統	2369 菱生
		2379 瑞昱	2388 威盛	2401 凌陽	2408 南科	2425 承啟	2434 統懋	2436 偉詮電
		2441 超豐	2449 京元電	2451 創見	2454 聯發科	2458 義隆	2473 思源	2481 強茂
		3006 晶豪科	3014 聯陽	3016 嘉晶	3034 聯詠	3035 智原	3041 揚智	3056 駿億
		3094 聯傑	3189 景碩	3443 創意	3474 華亞科	3519 綠能	3532 台勝科	3534 雷凌
		3545 旭曜	3559 全智科	3579 尚志	3588 通嘉	5471 松翰	6145 勁永	6202 盛群
		6239 力成	6243 迅杰	6257 矽格	6271 同欣電	6286 立錡	8016 矽創	8081 致新
		8110 華東	8131 福懋科	8261 富鼎				
電腦及週邊	54	1604 聲寶	2301 光寶科	2305 全友	2315 神達	2324 仁寶	2331 精英	2352 佳世達
		2353 宏碁	2356 英業達	2357 華碩	2358 美格	2361 鴻友	2362 藍天	2364 倫飛
		2365 昆盈	2376 技嘉	2377 微星	2380 虹光	2382 廣達	2385 群光	2387 精元
		2395 研華	2397 友通	2399 映泰	2405 浩鑫	2417 圓剛	2424 隴華	2438 英誌
		2442 新美齊	2463 研揚	2465 麗臺	2474 可成	3002 歐格	3005 神基	3013 晟銘電
		3017 奇鋆	3022 威達電	3046 建基	3054 萬國	3057 喬鼎	3060 銘異	3231 緯創
		3494 誠研	3515 華擎	3701 大眾控	6117 迎廣	6128 上福	6166 凌華	6172 互億
		6206 飛捷	6235 華孚	6277 宏正科	8008 建興電	9912 偉聯		
光電業	55	2323 中環	2340 光磊	2349 鈺德	2374 佳能	2384 勝華	2393 億光	2406 國碩
		2409 友達	2426 鼎元	2443 新利虹	2448 晶電	2466 冠西電	2475 華映	2486 一詮
		2489 瑞軒	2491 吉祥全	2499 東貝	3008 大立光	3019 亞光	3024 憶聲	3031 佰鴻
		3038 全台	3049 和鑫	3050 鈺德	3051 力特	3059 華晶科	3061 璨圓	3080 威力盟
		3383 新世紀	3406 玉晶光	3481 奇美電	3504 揚明光	3514 昱晶	3535 晶彩科	3536 誠創
		3557 嘉威	3561 昇陽科	3573 穎台	3576 新日光	3593 力銘	3622 洋華	5305 敦南
		5484 慧友	6116 彩晶	6120 輔祥	6131 悠克	6164 華興	6168 宏齊	6176 瑞儀
		6209 今國光	6225 天瀚	6226 光鼎	6289 華上	8072 陞泰	8105 凌巨	

類別	家數	公司名稱						
通訊網路	34	2314 台揚	2321 東訊	2332 友訊	2345 智邦	2402 毅嘉	2412 中華電	2419 仲琦
		2439 美律	2444 友旺	2450 神腦	2455 全新	2485 兆赫	2496 卓越	2498 宏達電
		3025 星通	3027 盛達	3045 台灣大	3047 訊舟	3062 建漢	3311 閩暉	3380 明泰
		3419 謙裕	3596 智易	4904 遠傳	4906 正文	5388 中磊	6136 富爾特	6142 友勁
		6152 百一	6216 居易	6283 淳安	6285 啟基	8078 華寶	8101 華冠	
電子零組件	76	1471 首利	1582 信錦	2059 川湖	2308 台達電	2313 華通	2316 楠梓電	2327 國巨
		2328 廣宇	2355 敬鵬	2367 耀華	2368 金像電	2375 智寶	2383 台光電	2392 正崴
		2413 環科	2415 錫新	2420 新巨	2421 建準	2428 興勤	2429 銘旺科	2431 聯昌
		2437 旺詮	2440 太空棧	2456 奇力新	2457 飛宏	2460 建通	2462 良得電	2467 志聖
		2472 立隆電	2476 鉅祥	2478 大毅	2483 百容	2484 希華	2492 華新科	2493 揚博
		3003 健和興	3011 今皓	3015 全漢	3023 信邦	3026 禾仲堂	3032 偉訓	3037 欣興
		3042 晶技	3044 健鼎	3058 立德	3090 日電貿	3229 晟鈦	3296 勝德	3308 聯德
		3376 新日興	3501 維熹	3533 嘉澤	3605 宏致	3607 谷崧	3653 健策	5469 瀚宇博
		6108 競國	6115 鎰勝	6133 金橋	6141 柏承	6153 嘉聯益	6155 鈞寶	6165 捷泰
		6191 精成科	6205 詮欣	6213 聯茂	6224 聚鼎	6251 定穎	6269 台郡	6282 康舒
		8039 台虹	8046 南電	8103 瀚荃	8163 達方	8213 志超	8249 菱光	
電子通路業	23	1435 中福	2347 聯強	2348 力廣	2359 所羅門	2414 精技	2430 燦坤	2459 敦吉
		3010 華立	3028 增你強	3033 威健	3036 文晔	3040 遠見	3048 益登	3055 蔚華科
		3209 全科	3315 宣昶	3702 大聯大	5434 崇越	6119 大傳	6189 豐藝	6281 全國電
		8070 長華	8112 至上					
資訊服務業	11	2427 三商電	2453 凌群	2468 華經	2471 資通	2480 敦陽科	3021 衛展	3029 零壹
		3130 一零四	3356 奇偶	5203 訊連	6112 聚碩			
其他電子業	34	2312 金寶	2317 鴻海	2354 鴻準	2360 致茂	2371 大同	2373 震旦行	2390 云辰
		2404 漢唐	2423 固緯	2433 互盛電	2461 光群雷	2464 盟立	2477 美隆電	2482 連宇
		2488 漢平	2495 普安	2497 怡利電	3018 同開	3030 德律	3043 科風	3052 峯典
		3305 昇貿	3367 英華達	3450 聯鈞	3518 柏騰	3617 碩天	6139 亞翔	6192 巨路
		6196 帆宣	6197 佳必琪	6201 亞弘電	6215 和椿	8021 尖點	8201 無敵	

本研究所提出的各項資料及分析工具皆使用 SAS 統計軟體進行處理，所使用的資料分析，包含簡單敘述統計分析、相關係數分析與迴歸分析簡單說明如下：

一、敘述統計分析

利用敘述性統計分析對各個變數進行基本之敘述統計量，主要包括平均數、標準差、最大值、最小作及中位數，以便了解樣本的特性及分佈情形。

二、迴歸分析⁸²

檢視股權結構、獨立董事設立否與公司績效的影響。為了檢測模型是否具有顯著的解釋能力，採用調整後的 R^2 ⁽⁸³⁾ 來評估整體迴歸解釋能力的大小，以判斷股權結構、獨立董事與公司績效的關係；另外搭配檢測獨立董事與資訊透明度的關係。

第二節 研究變數定義

第一項 股權結構分類一：投資股東、經營股東、投機股東

依台灣經濟新報股權結構庫資料，股東結構類別為十二類，列示如下：

項次	股東結構類別
01	政府機構
02	本國金融機構
03	本國公司法人
04	本國自然人
05	國內其他法人
06	本國信託基金
07	僑外自然人
08	僑外金融機構
09	僑外法人
10	僑外信託基金
11	其他

⁸² 迴歸分析：利用一個(或數個)變數來預測(或解釋)另一個變數，找出兩者間的關係模式的方法。

⁸³ R^2 (Coefficient of determination)(判定係數)，此值介於 0 與 1 之間。此值愈高，代表估計的線性迴歸方程式的配適度愈好。若將判定係數以百分比表示時，則 R^2 可視為總變異可用估計迴歸方程式解釋的程度，也就是 Y 可以被 X 解釋的程度。

12

庫藏股

前項分類模式，僅區分出不同型態的持股，但無法區分出投資股東、經營股東及投機股東，因此依據前項資料，再調整定義區分如下：

一、 經營股東：董事、監察人及其法人代表

將董事、監察人及法人代表人持股，列為經營股東持股，依據董事監察人的持股型態，從前十二項分類中區分開來，做為經營股東持股。

二、 投資股東(機構投資人)：

有學者⁸⁴提出機構投資人的持股比例為流通在外股數持股比例之總和，扣除本國自然人與僑外自然人二項之持股比例，本文認為此僅將自然人持股排除，係採取最寬鬆的定義，並未考量機構投資人的專業特性。另考量本國法人無法區隔是否為專業投資者，本文採用較嚴謹的定義，在機構投資人的持股比例計算上，採取以下標準(惟已扣除以此六項名義擔任董事監察人及其法人代表的持股數)：

機構投資人持股計算定義如下：

1. 政府機構
2. 本國金融機構
3. 本國信託基金
4. 僑外金融機構
5. 僑外法人
6. 僑外信託基金

三、 其他股東：庫藏股

四、 投機股東：非屬三項股東稱之。

⁸⁴ 周行一、陳錦村，陳坤宏，「家族企業，聯署集團與公司價值」，中國財務學刊，第四卷第一期，頁 115-139。

第二項 股權結構分類二：控制股東與非控制股東

本次研究採用 La Porta(1999)所分類的股權結構量表為基準，將股權結構區分為股權集中與股權分散(Widelyheld)二類，股權集中再區分為家族或個人、政府、金融機構、一般公司及其他(非單一控制股東)等五項。另在計算控制股東控制權/voting right 時，則採用直接投票權加間接投票權，並以百分之十或百分之二十是否為控制股權的判斷的標準。

類別	股權結構變數	定義
股權分散	分散持有 WidelyHeld	如果無控制股東，則給權數 1，反之則給權數 0
股權集中	家族或個人 Family or Individual	如果有一人為控制股東，則給權數 1，反之則給權數 0
	政府 State	如果政府為控制股東，則給權數 1，反之則給權數 0
	金融機構 Financial	如果有一金融機構為控制股東，則給權數 1，反之則給權數 0
	一般公司 Corporation	如果有一公司為控制股東，則給權數 1，反之則給權數 0
	其他/非單一控制 Miscellaneous	如果以上變數之權數均為 0，則給權數 1，反之則給權數 0

第三項 股權分類三：經營者控制型態

依 Berle&Means 的分類定義，公司的控制型態可區分為五種類型，依據此衡量基準，利用 La Porta 進行控制股東持股數量分類，變數設定如下：

股權結構變數	定義
經營者控制 Management control	持股 < 5%，則給權數 1，否則為 0
少數控制 Minority control	5% < 持股 < 20%，則給權數 1，否則為 0
法律方式的控制	20% < 持股 < 50%，則給權

股權結構變數	定義
Control through a legal device without majority ownership	數 1，否則為 0
多數控制 Majority control	50% < 持股 < 80%，則給權數 1，否則為 0
全部控制 Control through almost complete ownership	持股 > 80%，則給權數 1，否則為 0

第四項 產業分類：金融業、五百億以上企業

依證券交易法第十四條之二第一項同時規定，授權主管機關應視「公司規模」、「股東結構」、「業務性質」及其他必要事項，要求公開發行公司設置獨立董事，亦即主管機關已依證券交易法之規定，對「公司規模」(實收資本額達新台幣五百億以上)、「業務性質」(金融控股公司、銀行、票券、保險及上市(櫃)或金融控股公司子公司之綜合證券商)要求公開發行公司強制設置獨立董事。

此外，金管會於 100 年 3 月 22 日發佈「訂立公開發行公司應設置獨立董事適用範圍規定」，自即日起，依據證券交易法第十四條之二規定，已依本法發行股票之金融控股公司、銀行、票券、保險、證券投資信託事業、綜合證券商及上市(櫃)期貨商，暨實收資本額達新臺幣一百億元以上非屬金融業之上市(櫃)公司，應於章程規定設置獨立董事，其人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。擴大強制設立獨立董事範圍，由 95 年 3 月 28 日規定資本額五百億元以上擴大至資本額一百億元以上之上市櫃公司，必須要設立獨立董事，因此，就以上設定觀察變數如下：

法律觀察變數	定義
公司規模(證交法 14-2) — 2006.03.28-2011.03.22 年適用	資本額超過 500 億元，則給權數 1，否則為 0
業務性質(證交法 14-2)	金融業，則給權數 1，否則為 0
公司規模(證交法 14-2) — 2011.03.22 起適用	資本額超過 100 億元，則給權數 1，否則為 0

另針對獨立董事強制設立否，由於法律或契約強制設立共區分以下幾種：

- 一、證券交易法十四條之二
- 二、上市審查契約

公開發行公司初次申請上市時，依據「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查上市審查準則」規定，有獲利能力的限制，依該準則第四條定，獲利能力：其個別及依財務會計準則公報第七號規定編製之合併財務報表之營業利益及稅前純益符合下列標準之一，且最近一個會計年度決算無累積虧損者。但編有合併財務報表者，其個別財務報表之營業利益不適用下列標準：

- (一) 營業利益及稅前純益占年度決算之財務報告所列示股本比率，最近二個會計年度均達百分之六以上者；或最近二個會計年度平均達百分之六以上，且最近一個會計年度之獲利能力較前一會計年度為佳者。
- (二) 營業利益及稅前純益占年度決算之財務報告所列示股本比率，最近五個會計年度均達百分之三以上者。

基於上述獲利能力的限制，恐影響獨立董事設置與否對公司績效的關係，故本研究僅就證券交易法第十四條之二規定獨立董事強制設立否為判斷基準。

第五項 績效變數

Tobin's Q 最初是由諾貝爾得主 James Tobin 所提出，為公司市場價值 (market value) 與公司重置成本 (replacement cost) 的比值，目的是輔助預測經濟因素之外的投資決策。當 Tobin's Q > 1 時，表示公司市場價值及無形資產的價值較高，或有形資產的成本較低，也反應出公司有較高的經營績效；反之，當 Tobin's Q < 1 時，則反應公司的經營績效較差。由於 Tobin's Q 在衡量企業管理績效之優劣時，考量了公司未來現金流量的折現值，有別於傳統衡量績效時利用歷史資訊所產生的會計比率。但由於負債的市價與總資產的重置成本不易取得，故在估計時，分子部份則改以「普通股市場價值」替代公司價值。Tobin's Q \doteq Proxy'Q。

第三節 研究模型

本次擬建立二組模型，第一組模型係檢定公司績效與獨立董事(證交法 14-2)、機構投資人持股比例、公司規模、負債比率、股價淨值比、股東權益報酬率的關連性，藉以檢視證券交易所規定強制設立獨立董事是否會影響公司的績效，亦即是否具「興利」的功能存在。模型使所使用變數彙總定義如表四-2：

表格 四-2：模型 1 研究變數之操作性定義

研究變數	定義
法律強制設立獨立董事	依證交法第 14-2，金管會授權規定： 1. 業務性質：若為金融業，則給權數 1，否則為 0 2. 公司規模：資本額超過 500 億元，則給權數 1，否則為 0
機構投資人持股比例	機構投資人持股計算定義如下： {政府機構 +本國金融機構 +本國信託基金 +僑外金融機構 +僑外法人 +僑外信託基金 -前述名義擔任董監事之持股}/在外流通普通股
負債比率	總負債／總資產
股價淨值比	股價／淨值
股東權益報酬率	稅後損益／股東權益淨額
Tobin's Q \approx Proxy Q	{公司普通股權益市價+公司特別股權益市價+負債帳面價值}／資產帳面價值

第二組模型係檢定資訊揭露與獨立董事(證交法 14-2、上市契約)、機構投資人持股比例、公司規模、負債比率、股價淨值比、股東權益報酬率的關連性，藉以檢定獨立董事、機構投資人持股是否能強化資訊揭露。本次採用台灣經濟新報所評鑑出各上市公司的資訊揭露的完整度，

共分為五種等級⁸⁵，分別為 A+、A、B、C、C-。變數彙總定義如表四-3。

表格 四-3 模型 2 研究變數之操作性定義

研究變數	定義
法律強制設立獨立董事	依證交法第 14-2，金管會授權規定： 1. 業務性質：若為金融業，則給權數 1，否則為 0 2. 公司規模：資本額超過 500 億元，則給權數 1，否則為 0 依上市契約規定，新上市者，則給權數 1，否則為 0。 自願設立獨立董事，則給權數 1，否則為 0。
機構投資人持股比例	機構投資人持股計算定義如下： {政府機構 +本國金融機構 +本國信託基金 +僑外金融機構 +僑外法人 +僑外信託基金 -前述名義擔任董監事之持股}/在外流通普通股
負債比率	總負債／總資產
股價淨值比	股價／淨值
股東權益報酬率	稅後損益／股東權益淨額
資訊透明度	以台灣經濟新報所評鑑出上市公司資訊揭露程度，共計分為五個等級，分別為 A+(權數給 5)、A(權數給 4)、B(權數給 3)、C(權數給 2)、C-(權數給 1)、未評價 ⁸⁶ (權數給 0)

⁸⁵ 此評鑑主要由證基會邀集學者專家組成的「資訊揭露評鑑委員會」及證基會內部組成之「資訊揭露工作小組」共同規劃與執行。本系統主要參考國外相關評鑑之指標設計，亦考量國內市場實際需求與相關法規要求。本次主要有以下五類，計 14 項指標：一、資訊揭露相關法規遵循情形。二、資訊揭露時效性。三、預測性財務資訊之揭露。四、年報之資訊揭露(包括：財務及營運資訊透明度、董事會及股權結構)。五、企業網站之資訊揭露。

⁸⁶ 未評價係包含：一、上市未滿一年。二、董事長及總經理因違反證券交易法、公司法、銀行法、金融控股公司法、商業會計法等工商管理法律，或因犯貪污、瀆職、詐欺、背信、侵占等違反誠信之罪，經法院判決(以最近法院判決為依據)有期徒刑以上之罪者。但該情事超過三個評鑑年度者，不在此限。三、財務報告經會計師出具繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見。四、經評鑑委員會認定有資訊揭露重大缺失、爭議或其他有特殊事由者。

模型 1：公司績效與以下變數的關連性

本研究提出以下假說：

1-1：台灣上市公司依證交法第 14 條之 2 強制設立獨立董事與公司績效具有關連性。

1-2：台灣上市公司機構投資人的持股比例與公司績效具有關連性。

Proxy $Q = \alpha$

+ β_1 (證交法 14-2 強制設立獨董)

+ β_2 (機構投資人持股比例)

+ β_3 (金融業否)

+ β_4 (公司規模)

+ β_5 (公司規模²)

+ β_6 (負債比率)

+ β_7 (股價／淨值比)

+ β_8 (股東權益報酬率)

+ ε (誤差項)

模型 2：資訊透明度與以下變數的關連性

本研究提出以下假說：

2-1：台灣上市公司依證交法第 14 條之 2 強制設立獨立董事與公司資訊透明度具有關連性。

2-2：台灣上市公司依上市契約規定強制設立獨立董事與公司資訊透明度具有關連性。

2-3：台灣上市公司自願設立獨立董事與公司資訊具有關連性。

2-4：台灣上市公司機構投資人的持股比例與公司資訊透明度具有關連性。

Proxy Q= α

+ β_1 (證交法 14-2 強制設立獨董)

+ β_2 (上市契約強制設立獨董)

+ β_3 (自願設立獨立董事)

+ β_4 (機構投資人持股比例)

+ β_5 (公司規模)

+ β_6 (公司規模²)

+ β_7 (負債比率)

+ β_8 (股價/淨值比)

+ β_9 (股東權益報酬率)

+ ε (誤差項)

第四節 基本統計量分析

第一項 股權結構分類一：投資股東、經營股東、投機股東

第1款原股東結構分類

依據十二項股東結構分類，將 2009 年所取得 729 家樣本上市公司，進行敘述統計分析如表四-4 所示，上市公司的股東結構中，以「本國個人」持有型態佔最大比例，平均本國個人持股所佔比例接近六成，其次是以「本國公司法人」次之，佔 23.9%，其餘型態佔比例低於 5%，顯示持有上市公司股權結構中，主要均以本國個人持有為主，本國法人為輔，此二種型態佔總持股數 83.68% 以上。

表格 四-4：股東結構敘述統計分析

單位：%

項次	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
1	政府機構	1.08	4.95	-	46.25	-
2	本國金融機構	2.31	4.92	-	46.60	0.17
3	本國信託基金	1.87	3.51	-	30.36	0.16
4	本國公司法人	23.88	18.97	-	95.22	18.58
5	本國其他法人	1.20	3.34	-	51.30	0.06
6	本國個人	59.80	22.58	3.45	99.33	61.59
7	僑外金融機構	0.24	1.02	-	16.89	-
8	僑外法人	4.08	8.67	-	65.91	0.34
9	僑外信託基金	4.41	8.36	-	67.32	0.98
10	僑外個人	0.45	1.65	-	21.75	0.03
11	其他	-	-	-	-	-
12	庫藏股票	0.68	1.44	-	9.98	-

再就上市公司產業分類觀察(表四-5~四-32)，以二十八個分類產業中，除汽車業、觀光業及油電業股東結構非以「本國個人」持有為主，其他產業均以「本國個人」型態持股為主，且持股平均超過一半。

就汽車業而言，由於產業特性，汽車工業多與外國車輛合資成立，在樣本公司股東結構呈現法人(含本國法人及僑外法人)較本國個人比例為高的情形；就觀光業及油電業而言，本國法人持股高於本國個人，原因尚無法判斷。

表格 四-5 水泥業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
水泥業	7	政府機構	0.45	0.96	-	2.58	-
		本國金融機構	1.59	2.07	-	4.92	-
		本國信託基金	0.92	1.54	-	3.20	-
		本國公司法人	32.49	17.42	4.45	56.11	38.27
		本國其他法人	5.02	4.16	0.37	10.99	4.48
		本國個人	46.62	25.41	18.92	93.83	45.38
		僑外金融機構	0.95	2.28	-	6.12	0.01
		僑外法人	3.07	5.61	-	14.57	-
		僑外信託基金	7.69	9.30	0.07	21.29	1.99
		僑外個人	1.20	2.10	0.02	5.82	0.38
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	-	-	-	-	-

表格 四-6 食品業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
食品業	20	政府機構	0.31	0.98	-	3.62	-
		本國金融機構	1.69	3.13	-	11.73	0.03
		本國信託基金	2.01	3.60	-	10.11	0.04
		本國公司法人	26.99	19.75	4.77	73.96	18.42
		本國其他法人	1.50	2.47	-	7.82	0.34
		本國個人	59.94	19.87	16.47	91.64	61.88
		僑外金融機構	0.08	0.20	-	0.64	-
		僑外法人	5.18	9.65	-	33.15	0.70
		僑外信託基金	1.41	1.72	-	6.43	0.85
		僑外個人	0.88	2.02	-	8.65	0.10
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	0.01	0.05	-	0.23	-

表格 四-7 塑膠業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
塑膠業	21	政府機構	0.03	0.08	-	0.34	-
		本國金融機構	1.61	3.13	-	14.08	0.51
		本國信託基金	1.74	2.76	-	10.66	0.20
		本國公司法人	20.48	15.90	-	52.65	15.33
		本國其他法人	2.84	6.22	-	22.97	0.12
		本國個人	64.04	21.21	36.17	94.65	69.54
		僑外金融機構	0.11	0.30	-	1.22	-
		僑外法人	4.24	7.38	-	31.83	0.32
		僑外信託基金	4.36	5.91	-	19.28	2.04
		僑外個人	0.30	0.67	-	2.74	0.02
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	0.25	0.72	-	2.88	-

表格 四-8 紡織業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
紡織業	46	政府機構	0.07	0.43	-	2.93	-
		本國金融機構	0.88	2.62	-	11.65	-
		本國信託基金	0.53	1.41	-	6.00	-
		本國公司法人	28.56	19.11	0.95	95.22	25.11
		本國其他法人	1.44	3.16	-	16.11	0.06
		本國個人	63.74	21.85	4.70	96.45	65.44
		僑外金融機構	0.01	0.06	-	0.39	-
		僑外法人	1.94	7.47	-	49.62	0.02
		僑外信託基金	1.64	4.61	-	30.23	0.08
		僑外個人	0.92	2.46	-	12.44	0.04
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	0.29	0.90	-	4.85	-

表格 四-9 電機業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
電機業	36	政府機構	0.04	0.11	-	0.53	-
		本國金融機構	1.38	2.53	-	9.08	0.01
		本國信託基金	1.49	2.55	-	8.96	-
		本國公司法人	25.63	19.36	0.68	79.99	26.54
		本國其他法人	0.36	0.95	-	5.02	0.03
		本國個人	64.31	21.36	15.58	97.86	67.01
		僑外金融機構	0.01	0.03	-	0.19	-
		僑外法人	3.54	7.68	-	32.64	0.12
		僑外信託基金	2.65	5.16	-	26.42	0.25
		僑外個人	0.20	0.55	-	2.16	0.01
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	0.40	1.02	-	4.51	-

表格 四-10 電器業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
電器業	12	政府機構	0.31	0.79	-	2.65	-
		本國金融機構	0.97	1.53	-	3.93	-
		本國信託基金	0.21	0.35	-	0.92	0.01
		本國公司法人	17.29	11.32	1.75	35.79	13.97
		本國其他法人	0.45	0.88	-	2.81	0.05
		本國個人	68.78	18.10	32.15	95.13	71.41
		僑外金融機構	0.05	0.16	-	0.54	-
		僑外法人	10.73	16.45	-	46.57	1.82
		僑外信託基金	0.67	0.74	-	1.93	0.46
		僑外個人	0.49	1.08	-	3.71	0.06
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	0.06	0.22	-	0.77	-

表格 四-11 玻陶業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
玻陶業	5	政府機構	0.32	0.72	-	1.61	-
		本國金融機構	0.51	1.12	-	2.51	0.01
		本國信託基金	0.12	0.26	-	0.59	-
		本國公司法人	24.07	23.05	3.01	62.32	18.00
		本國其他法人	0.61	1.24	-	2.82	0.02
		本國個人	67.84	27.40	21.96	91.39	73.61
		僑外金融機構	-	-	-	-	-
		僑外法人	0.40	0.50	-	1.05	0.27
		僑外信託基金	7.16	5.69	1.65	15.04	5.98
		僑外個人	0.07	0.07	0.01	0.17	0.05
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	0.40	0.85	-	1.91	-

表格 四-12 造紙業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
造紙業	7	政府機構	0.27	0.73	-	1.92	-
		本國金融機構	2.07	4.91	-	13.18	0.16
		本國信託基金	2.14	3.43	-	9.31	0.20
		本國公司法人	29.55	18.65	5.66	61.30	29.11
		本國其他法人	4.10	3.65	0.15	10.65	3.18
		本國個人	56.84	19.11	37.94	89.65	48.42
		僑外金融機構	-	-	-	-	-
		僑外法人	0.82	1.47	-	3.63	-
		僑外信託基金	2.01	1.96	-	4.50	2.57
		僑外個人	1.68	3.49	0.01	9.37	0.03
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	0.52	1.33	-	3.52	-

表格 四-13 鋼鐵業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
鋼鐵業	28	政府機構	1.40	4.91	-	21.17	-
		本國金融機構	2.27	6.25	-	32.60	0.01
		本國信託基金	1.27	2.45	-	9.60	0.07
		本國公司法人	27.24	18.85	2.60	75.14	21.76
		本國其他法人	0.33	0.81	-	3.93	0.04
		本國個人	61.05	20.01	24.82	88.75	69.08
		僑外金融機構	0.10	0.40	-	1.96	-
		僑外法人	4.33	12.38	-	64.62	0.37
		僑外信託基金	1.45	2.50	-	10.33	0.74
		僑外個人	0.22	0.71	-	3.73	0.02
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	0.33	0.93	-	4.10	-

表格 四-14 橡膠業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
橡膠業	9	政府機構	0.65	1.16	-	3.10	-
		本國金融機構	3.21	4.28	-	11.33	0.36
		本國信託基金	3.02	2.80	-	7.23	1.88
		本國公司法人	17.93	18.10	1.32	57.35	12.49
		本國其他法人	3.26	3.77	-	8.92	2.34
		本國個人	64.41	17.65	38.19	82.30	68.63
		僑外金融機構	0.32	0.73	-	2.21	-
		僑外法人	1.30	2.74	-	8.42	-
		僑外信託基金	4.86	4.78	-	14.62	3.10
		僑外個人	0.64	1.77	-	5.36	0.04
		其他	-	-	-	-	-
庫藏股票	0.41	1.22	-	3.66	-		

表格 四-15 汽車業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
汽車業	5	政府機構	1.08	1.07	-	2.52	1.01
		本國金融機構	1.55	2.63	0.02	6.19	0.32
		本國信託基金	2.11	2.94	0.01	6.82	0.53
		本國公司法人	46.47	10.70	30.37	58.63	47.12
		本國其他法人	1.21	1.56	0.03	3.29	0.12
		本國個人	27.50	19.75	5.91	58.06	25.05
		僑外金融機構	-	-	-	-	-
		僑外法人	15.76	15.69	-	40.00	16.15
		僑外信託基金	2.34	2.46	0.25	6.19	1.59
		僑外個人	1.70	2.31	-	4.38	0.03
		其他	-	-	-	-	-
庫藏股票	0.27	0.39	-	0.84	-		

表格 四-16 營造業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
營造業	36	政府機構	0.15	0.53	-	2.60	-
		本國金融機構	1.01	2.45	-	12.07	-
		本國信託基金	1.06	2.24	-	10.10	0.01
		本國公司法人	31.89	18.20	2.33	76.13	27.94
		本國其他法人	1.32	4.43	-	26.01	0.03
		本國個人	58.57	21.30	13.91	97.05	58.49
		僑外金融機構	0.11	0.37	-	1.86	-
		僑外法人	1.08	2.73	-	15.04	0.01
		僑外信託基金	3.96	8.73	-	46.26	0.54
		僑外個人	0.52	2.72	-	16.36	0.02
		其他	-	-	-	-	-
庫藏股票	0.31	0.79	-	3.64	-		

表格 四-17 航運業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
航運業	18	政府機構	6.34	14.04	-	45.15	0.09
		本國金融機構	1.00	1.15	-	3.83	0.43
		本國信託基金	3.24	4.96	-	18.82	1.35
		本國公司法人	30.98	21.91	2.55	71.29	26.92
		本國其他法人	4.22	11.89	-	51.30	0.89
		本國個人	41.92	14.63	10.58	73.75	44.28
		僑外金融機構	1.05	2.76	-	10.37	-
		僑外法人	5.42	9.18	-	27.84	0.39
		僑外信託基金	5.03	6.41	-	19.44	2.19
		僑外個人	0.43	1.18	-	4.40	0.03
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	0.36	0.86	-	2.57	-

表格 四-18 觀光業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
觀光業	7	政府機構	0.03	0.08	-	0.20	-
		本國金融機構	3.14	7.16	-	19.32	0.20
		本國信託基金	1.06	1.62	-	4.15	0.11
		本國公司法人	41.41	27.74	0.51	75.81	48.02
		本國其他法人	1.10	2.77	-	7.37	0.01
		本國個人	37.32	25.24	11.63	84.88	23.68
		僑外金融機構	-	-	-	-	-
		僑外法人	7.42	11.68	-	31.68	0.63
		僑外信託基金	6.41	7.92	-	22.07	4.61
		僑外個人	2.11	4.79	0.01	12.86	0.03
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	-	-	-	-	-

表格 四-19 金融業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
金融業	37	政府機構	5.91	11.38	-	46.25	0.02
		本國金融機構	11.33	13.86	-	46.60	4.60
		本國信託基金	0.86	0.91	-	2.95	0.52
		本國公司法人	26.46	19.90	-	75.61	25.89
		本國其他法人	1.43	2.73	-	12.65	0.29
		本國個人	35.14	15.52	6.59	82.46	34.50
		僑外金融機構	0.44	1.26	-	5.91	-
		僑外法人	8.74	14.44	-	60.31	2.10
		僑外信託基金	8.52	12.05	-	41.65	1.96
		僑外個人	0.29	0.99	-	5.37	0.04
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	0.89	1.82	-	7.37	-

表格 四-20 百貨業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
百貨業	10	政府機構	4.69	13.54	-	43.16	0.02
		本國金融機構	0.83	1.42	-	3.66	0.01
		本國信託基金	1.96	2.77	-	8.00	0.40
		本國公司法人	33.35	18.44	7.72	57.12	37.86
		本國其他法人	1.73	2.70	-	8.14	0.52
		本國個人	42.38	23.47	6.01	87.66	42.26
		僑外金融機構	0.02	0.04	-	0.12	-
		僑外法人	4.68	12.52	-	40.08	0.02
		僑外信託基金	9.04	11.73	-	30.49	1.78
		僑外個人	0.02	0.04	-	0.12	0.01
		其他	-	-	-	-	-
庫藏股票	1.31	3.10	-	9.98	-		

表格 四-21 其他業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
其他業	34	政府機構	0.27	0.76	-	3.75	-
		本國金融機構	3.48	4.16	-	13.11	1.84
		本國信託基金	2.39	5.19	-	27.92	0.20
		本國公司法人	27.75	21.47	1.34	73.80	21.21
		本國其他法人	1.92	3.79	-	15.61	0.12
		本國個人	53.54	22.84	15.16	98.29	49.28
		僑外金融機構	0.18	0.59	-	3.25	-
		僑外法人	5.27	8.45	-	32.15	0.93
		僑外信託基金	4.75	7.26	-	25.88	0.78
		僑外個人	0.14	0.29	-	1.20	0.01
		其他	-	-	-	-	-
庫藏股票	0.31	0.76	-	2.65	-		

表格 四-22 化工業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
化工業	23	政府機構	3.28	9.58	-	38.88	-
		本國金融機構	1.43	2.41	-	8.67	0.10
		本國信託基金	1.47	2.56	-	9.05	0.08
		本國公司法人	28.25	26.00	0.37	91.09	21.85
		本國其他法人	2.06	6.67	-	32.23	0.18
		本國個人	56.10	24.68	6.87	94.00	54.93
		僑外金融機構	0.13	0.31	-	1.36	-
		僑外法人	1.78	3.70	-	13.42	0.03
		僑外信託基金	4.18	10.31	-	49.72	1.05
		僑外個人	0.63	1.66	-	6.08	0.03
		其他	-	-	-	-	-
庫藏股票	0.69	1.63	-	6.80	-		

表格 四-23 生技業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
生技業	14	政府機構	0.13	0.26	-	0.83	-
		本國金融機構	1.08	1.54	-	4.86	0.21
		本國信託基金	1.40	1.82	-	5.15	0.39
		本國公司法人	17.13	15.24	2.48	50.43	12.47
		本國其他法人	1.00	1.80	-	4.97	0.03
		本國個人	72.37	18.59	26.21	96.31	77.67
		僑外金融機構	0.06	0.22	-	0.82	-
		僑外法人	4.46	6.62	-	20.35	1.01
		僑外信託基金	1.70	2.87	-	9.55	0.40
		僑外個人	0.58	1.76	-	6.66	0.05
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	0.10	0.32	-	1.19	-

表格 四-24 油電業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
油電業	8	政府機構	9.34	13.00	-	27.58	0.01
		本國金融機構	3.27	4.67	-	13.69	1.05
		本國信託基金	0.99	1.21	-	2.75	0.32
		本國公司法人	40.83	22.17	7.92	83.28	37.77
		本國其他法人	3.04	3.53	-	8.21	1.40
		本國個人	39.92	17.07	4.05	59.84	42.21
		僑外金融機構	-	-	-	-	-
		僑外法人	0.23	0.35	-	0.92	0.04
		僑外信託基金	1.38	2.20	-	5.99	0.03
		僑外個人	0.30	0.32	-	0.97	0.26
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	0.70	1.97	-	5.58	-

表格 四-25 半導體業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
半導體	59	政府機構	0.61	1.47	-	6.73	-
		本國金融機構	2.03	2.75	-	12.00	0.48
		本國信託基金	3.49	5.54	-	30.36	0.79
		本國公司法人	21.77	19.30	0.94	73.96	16.88
		本國其他法人	0.96	1.56	-	7.73	0.05
		本國個人	57.77	23.32	3.45	92.64	65.63
		僑外金融機構	0.40	1.11	-	6.07	-
		僑外法人	5.39	10.79	-	52.63	0.69
		僑外信託基金	6.68	11.24	-	50.07	1.29
		僑外個人	0.47	1.27	-	8.81	0.09
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	0.45	0.97	-	4.72	-

表格 四-26 電腦業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
電腦業	54	政府機構	0.52	1.56	-	8.82	-
		本國金融機構	1.81	2.84	-	14.41	0.46
		本國信託基金	1.81	3.00	-	10.26	0.19
		本國公司法人	19.48	16.46	0.30	66.06	15.01
		本國其他法人	0.85	1.30	-	5.10	0.11
		本國個人	61.84	20.34	21.82	98.25	64.25
		僑外金融機構	0.48	1.08	-	4.30	-
		僑外法人	5.35	7.96	-	28.18	0.79
		僑外信託基金	5.80	9.77	-	43.93	1.44
		僑外個人	1.03	3.39	-	21.75	0.07
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	1.04	1.66	-	7.53	-

表格 四-27 光電業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
光電業	55	政府機構	0.39	0.93	-	4.10	-
		本國金融機構	2.00	2.81	-	8.83	0.52
		本國信託基金	1.51	2.36	-	9.42	0.25
		本國公司法人	17.47	14.82	-	58.04	12.11
		本國其他法人	0.62	1.15	-	5.65	0.05
		本國個人	69.08	18.30	27.65	97.25	72.86
		僑外金融機構	0.41	2.30	-	16.89	-
		僑外法人	2.76	4.90	-	22.81	0.41
		僑外信託基金	4.46	8.11	-	43.82	1.11
		僑外個人	0.11	0.19	-	0.92	0.04
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	1.08	1.86	-	7.66	-

表格 四-28 網路業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
網路業	34	政府機構	1.54	6.19	-	36.16	-
		本國金融機構	2.55	4.28	-	16.34	0.18
		本國信託基金	3.60	5.00	-	21.79	1.38
		本國公司法人	20.35	18.55	0.21	65.39	14.28
		本國其他法人	0.89	1.84	-	6.79	0.04
		本國個人	58.27	26.86	3.69	94.22	61.15
		僑外金融機構	0.22	0.78	-	4.36	-
		僑外法人	5.80	13.17	-	65.91	0.48
		僑外信託基金	4.99	7.87	-	33.06	1.66
		僑外個人	0.45	1.06	-	4.73	0.05
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	1.35	1.94	-	7.26	0.31

表格 四-29 零組件業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
零組件業	76	政府機構	0.19	0.98	-	7.92	-
		本國金融機構	2.23	3.51	-	14.05	0.34
		本國信託基金	2.18	4.32	-	22.26	0.10
		本國公司法人	19.44	16.26	-	73.54	15.21
		本國其他法人	0.45	1.05	-	5.05	0.01
		本國個人	67.98	19.52	11.99	99.33	70.08
		僑外金融機構	0.16	0.52	-	3.72	-
		僑外法人	2.24	4.37	-	21.71	0.31
		僑外信託基金	3.67	10.05	-	67.32	0.58
		僑外個人	0.14	0.35	-	1.73	0.02
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	1.25	1.84	-	9.91	0.17

表格 四-30 通路業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
通路業	23	政府機構	0.16	0.51	-	1.91	-
		本國金融機構	1.22	2.40	-	10.10	0.01
		本國信託基金	1.75	2.80	-	8.47	0.10
		本國公司法人	16.04	14.44	0.73	50.49	13.41
		本國其他法人	0.72	1.97	-	9.10	0.02
		本國個人	71.27	18.85	25.01	95.11	78.03
		僑外金融機構	0.08	0.34	-	1.63	-
		僑外法人	3.80	6.35	-	21.76	0.36
		僑外信託基金	3.52	4.86	-	14.73	0.78
		僑外個人	0.27	0.57	-	2.00	0.05
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	1.17	1.53	-	5.33	-

表格 四-31 資訊業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
資訊業	11	政府機構	0.05	0.16	-	0.54	-
		本國金融機構	0.73	1.18	-	2.67	-
		本國信託基金	1.47	2.67	-	7.61	-
		本國公司法人	22.26	19.45	1.43	60.08	16.37
		本國其他法人	0.19	0.41	-	1.40	0.02
		本國個人	63.76	21.98	30.29	91.97	75.72
		僑外金融機構	0.14	0.48	-	1.58	-
		僑外法人	2.25	3.77	-	11.13	0.07
		僑外信託基金	7.81	11.42	-	31.08	1.21
		僑外個人	0.09	0.19	-	0.62	-
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	1.26	2.10	-	6.09	-

表格 四-32 其他電子業股東結構敘述統計分析

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
其他電子業	34	政府機構	0.35	0.89	-	4.10	-
		本國金融機構	2.16	3.78	-	18.04	0.82
		本國信託基金	2.30	4.01	-	14.45	0.40
		本國公司法人	21.67	18.11	-	69.92	17.58
		本國其他法人	0.43	2.01	-	11.73	0.01
		本國個人	63.65	19.85	18.00	97.85	65.36
		僑外金融機構	0.29	0.76	-	3.05	-
		僑外法人	3.16	4.32	-	18.83	1.77
		僑外信託基金	5.15	8.61	-	37.71	0.94
		僑外個人	0.16	0.24	-	1.25	0.06
		其他	-	-	-	-	-
		庫藏股票	0.70	1.21	-	4.03	-



第2款調整後股權結構

依經營股東、投資股東、投機股東的定義，做為股東結構的分類依據，分類統計詳表四-33，經營股東平均持股超過二成，投資股東平均持股僅一成多，其餘均為投機股東的結構，顯示台灣上市公司的股東型態仍以散戶為主，機構投資人的平均持股較少。

表格 四-33 股東結構分類表

單位：%

項次	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
1	經營股東	23.64	15.02	3.02	94.98	20.14
2	投資股東	11.65	13.34	-	76.36	6.88
3	投機股東	64.03	17.51	3.53	96.67	67.48
4	其他	0.68	1.44	-	9.98	-

再就各產業別觀察(表四-36 及表四-37)，二十八項次產業中，經營股東持股平均低於二成者僅有橡膠業(19.09%)及光電業(16.73%)，但持股高於三成者計有汽車業(46.78%)、航運業(33.86%)、百貨業(31.19%)及油電業(39.27%)。各產業別的經營股東平均持股最低者落在光電業(16.73%)，但仍較整體投資股東平均持股(11.65%)為高。

投資股東平均持股低於 5%僅紡織業(4.52%)；平均持股在超過二成者僅金融業(24.42%)。

投機股東的平均持股高於經營股東及投資股東，整體平均在六成以上，各產業別平均持股最小值落在汽車業(43.88%)，最大值落在紡織業(73.43%)。

由前幾項得知，台灣上市公司的平均持股仍以投機股東居多，經營股東居次，投資股東最少。以人數來觀察(表四-34 及 四-35)，則為投機股東最多，投資股東次之，經營股東最少。若將持股總數與人數相除，每一股東單位持股觀察，平均每一個經營股東可擁有 1.98%的持股，投資股東平均 0.25%，但投機股東平均僅有 0.006%，顯示出投機股東雖佔公司平均總持股超過六成，但由於投機股東股東人數過多，致不易整合共同意見，不似投資股東，平均人數較少，較投機股東易整合共同意見，與經營股東相抗衡。

表格 四-34 股東人數分類表

單位：人數

變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
經營股東	13	6	7	100	12
投資股東	102	216	-	2,423	31
投機股東	39,337	71,514	1,047	782,100	16,347

表格 四-35 股東單位持股表

單位：%

變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
經營股東	1.97506	1.27150	0.15724	7.79100	1.68000
投資股東	0.24941	0.52069	-	9.08333	0.12050
投機股東	0.00611	0.00709	0.00003	0.05368	0.00382



表格 四-36 各產業股東結構分類表 1

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
水泥業	7	經營股東	27.19	7.22	13.56	34.86	30.53
		投資股東	14.66	17.81	1.32	47.70	8.42
		投機股東	58.15	14.44	38.71	75.77	62.86
		其他股東	-	-	-	-	-
食品業	20	經營股東	26.10	18.44	6.39	79.11	19.25
		投資股東	9.80	11.80	0.02	43.87	6.23
		投機股東	64.09	18.52	19.30	89.34	66.95
		其他股東	0.01	0.05	-	0.23	-
塑膠業	21	經營股東	22.49	10.76	4.51	41.57	24.71
		投資股東	10.89	11.22	0.02	41.91	8.12
		投機股東	66.38	14.32	40.64	86.29	63.32
		其他股東	0.25	0.72	-	2.88	-
紡織業	46	經營股東	21.77	9.94	5.84	43.99	21.17
		投資股東	4.52	8.18	0.01	41.60	1.23
		投機股東	73.43	13.21	31.88	91.63	74.03
		其他股東	0.29	0.90	-	4.85	-
電機業	36	經營股東	25.85	17.27	6.13	78.84	20.73
		投資股東	7.26	7.40	0.03	30.84	5.30
		投機股東	66.48	17.04	20.05	93.81	69.54
		其他股東	0.40	1.02	-	4.51	-
電器業	12	經營股東	26.64	17.13	5.84	61.68	20.23
		投資股東	6.07	8.07	0.13	29.29	2.96
		投機股東	67.22	16.42	31.43	90.77	72.54
		其他股東	0.06	0.22	-	0.77	-
玻璃業	5	經營股東	28.31	15.42	11.21	44.75	22.59
		投資股東	6.99	6.66	-	15.05	5.54
		投機股東	64.30	16.15	42.81	85.23	66.32
		其他股東	0.40	0.85	-	1.91	-
造紙業	7	經營股東	22.65	10.37	10.58	38.28	22.16
		投資股東	7.32	9.87	0.08	28.91	3.15
		投機股東	69.52	8.89	60.50	86.42	67.29
		其他股東	0.52	1.33	-	3.52	-
鋼鐵業	28	經營股東	25.16	15.56	6.87	65.78	20.94
		投資股東	5.55	7.02	0.01	26.28	2.53
		投機股東	68.96	15.79	29.48	90.45	74.93
		其他股東	0.33	0.93	-	4.10	-
橡膠業	9	經營股東	19.09	7.92	10.32	37.73	17.20
		投資股東	11.89	10.77	1.47	29.64	5.96
		投機股東	68.62	12.17	51.61	81.74	66.76
		其他股東	0.41	1.22	-	3.66	-
汽車業	5	經營股東	46.78	29.10	12.73	89.06	41.45
		投資股東	9.07	7.64	1.09	21.72	7.75
		投機股東	43.88	27.28	9.85	80.11	36.83
		其他股東	0.27	0.39	-	0.84	-

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
營造業	36	經營股東	23.62	13.42	6.10	67.71	22.74
		投資股東	7.38	10.87	-	48.68	3.67
		投機股東	68.69	16.06	18.83	92.76	71.64
		其他股東	0.31	0.79	-	3.64	-
航運業	18	經營股東	33.86	16.76	7.62	68.07	37.31
		投資股東	15.11	15.30	0.18	48.60	7.96
		投機股東	50.67	14.53	23.75	87.74	47.95
		其他股東	0.36	0.86	-	2.57	-
觀光業	7	經營股東	28.46	12.41	13.59	48.11	22.75
		投資股東	15.80	10.61	1.27	27.48	15.85
		投機股東	55.74	10.51	42.91	70.02	55.32
		其他股東	-	-	-	-	-
金融業	37	經營股東	23.40	15.58	4.56	62.90	21.34
		投資股東	24.42	17.41	1.09	55.74	21.67
		投機股東	51.29	19.33	10.83	85.94	47.57
		其他股東	0.89	1.82	-	7.37	-
百貨業	10	經營股東	31.19	17.75	5.96	62.23	25.23
		投資股東	16.89	16.04	0.14	40.09	15.18
		投機股東	50.61	20.59	13.57	90.20	51.22
		其他股東	1.31	3.10	-	9.98	-
其他業	34	經營股東	26.10	15.36	7.67	70.52	22.89
		投資股東	13.92	11.74	0.04	39.37	10.51
		投機股東	59.67	16.52	23.59	86.92	62.27
		其他股東	0.31	0.76	-	2.65	-
化工業	23	經營股東	27.61	18.77	6.49	87.20	23.77
		投資股東	9.54	13.07	0.02	61.81	4.92
		投機股東	62.17	20.91	11.91	85.82	66.14
		其他股東	0.69	1.63	-	6.80	-
生技業	14	經營股東	27.75	13.84	11.64	57.34	23.60
		投資股東	7.95	6.21	0.56	21.07	6.91
		投機股東	64.20	15.67	31.42	81.20	68.75
		其他股東	0.10	0.32	-	1.19	-
油電業	8	經營股東	39.27	18.86	19.23	82.74	35.79
		投資股東	5.88	5.34	0.85	17.06	4.73
		投機股東	54.15	19.90	9.97	74.32	59.07
		其他股東	0.70	1.97	-	5.58	-
半導體	59	經營股東	21.93	18.62	3.58	94.98	16.80
		投資股東	16.16	17.26	0.10	76.36	11.18
		投機股東	61.47	20.20	3.53	90.64	65.96
		其他股東	0.45	0.97	-	4.72	-
電腦業	54	經營股東	21.12	14.26	3.04	77.91	18.29
		投資股東	15.21	15.47	0.04	67.47	10.73
		投機股東	62.64	17.06	21.53	91.84	63.28
		其他股東	1.04	1.66	-	7.53	-

單位：%

產業別	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
光電業	55	經營股東	16.73	10.97	3.02	57.82	14.02
		投資股東	10.98	11.59	0.12	55.90	6.80
		投機股東	71.21	13.94	35.83	96.67	74.92
		其他股東	1.08	1.86	-	7.66	-
網路業	34	經營股東	20.43	13.49	4.81	52.19	14.27
		投資股東	16.79	16.52	0.22	60.46	11.21
		投機股東	61.44	21.74	12.43	86.23	67.75
		其他股東	1.35	1.94	-	7.26	0.31
零組件業	76	經營股東	21.13	12.94	5.42	71.97	16.55
		投資股東	9.30	11.28	-	54.77	5.62
		投機股東	68.32	14.41	18.41	88.97	68.95
		其他股東	1.25	1.84	-	9.91	0.17
通路業	23	經營股東	22.38	7.92	9.59	39.74	21.31
		投資股東	10.06	10.07	0.06	43.53	7.03
		投機股東	66.39	11.98	36.33	81.58	69.98
		其他股東	1.17	1.53	-	5.33	-
資訊業	11	經營股東	27.91	16.28	12.20	59.90	22.12
		投資股東	12.44	16.97	0.01	45.97	5.26
		投機股東	58.39	19.29	34.44	83.84	67.79
		其他股東	1.26	2.10	-	6.09	-
其他電子業	34	經營股東	24.88	15.12	7.91	64.32	20.28
		投資股東	12.81	12.89	-	56.83	8.80
		投機股東	61.61	15.40	23.60	84.08	64.04
		其他股東	0.70	1.21	-	4.03	-

表格 四-37 各產業股東結構分類表 2

單位：%

產業別	經營股東	投資股東	投機股東	其他股東
水泥業	27.19	14.66	58.15	-
食品業	26.10	9.80	64.09	0.01
塑膠業	22.49	10.89	66.38	0.25
紡織業	21.77	4.52	73.43	0.29
電機業	25.85	7.26	66.48	0.40
電器業	26.64	6.07	67.22	0.06
玻陶業	28.31	6.99	64.30	0.40
造紙業	22.65	7.32	69.52	0.52
鋼鐵業	25.16	5.55	68.96	0.33
橡膠業	19.09	11.89	68.62	0.41
汽車業	46.78	9.07	43.88	0.27
營造業	23.62	7.38	68.69	0.31
航運業	33.86	15.11	50.67	0.36
觀光業	28.46	15.80	55.74	-
金融業	23.40	24.42	51.29	0.89
百貨業	31.19	16.89	50.61	1.31
其他業	26.10	13.92	59.67	0.31
化工業	27.61	9.54	62.17	0.69
生技業	27.75	7.95	64.20	0.10
油電業	39.27	5.88	54.15	0.70
半導體	21.93	16.16	61.47	0.45
電腦業	21.12	15.21	62.64	1.04
光電業	16.73	10.98	71.21	1.08
網路業	20.43	16.79	61.44	1.35
零組件業	21.13	9.30	68.32	1.25
通路業	22.38	10.06	66.39	1.17
資訊業	27.91	12.44	58.39	1.26
其他電子業	24.88	12.81	61.61	0.70
最大值	46.78	24.42	73.43	1.35
最小值	16.73	4.52	43.88	-

第二項 股權結構分類二：控制股東與非控制股東

依 La Porta 的股東結構分類方式，區分為控制股東及非控制股東。以 20% 為股權集中與分散的分界點，統計分析如表四-38，就 729 家上市公司而言，有 66% 上市公司屬於股權集中結構，34% 上市公司為股權分散結構；在股權集中結構的型態，以家族或個人方式呈現占 35%，以公司法人型態呈現占 26%，政府型態呈現僅占 2%。

表格 四-38 上市公司股權結構分佈(以 20% 為分界點)

產業分類	家數	分散持有	家族/個人	政府	金融機構	一般公司	其他
水泥工業	7	0.14	0.57	-	-	0.29	-
食品工業	20	0.25	0.40	-	-	0.35	-
塑膠工業	21	0.14	0.43	-	-	0.38	-
紡織纖維	46	0.15	0.57	-	-	0.30	-
電機機械	36	0.22	0.58	-	-	0.14	-
電器電纜	12	0.33	0.25	-	-	0.42	-
玻璃陶瓷	5	-	0.80	-	-	0.20	-
造紙工業	7	0.14	0.29	-	-	0.57	-
鋼鐵工業	28	0.21	0.36	0.04	-	0.32	-
橡膠工業	9	0.22	0.44	-	-	0.22	-
汽車工業	5	-	-	-	-	1.00	-
建材營造	36	0.28	0.36	0.03	-	0.25	-
航運業	18	0.28	0.11	0.22	-	0.39	-
觀光事業	7	-	0.43	-	0.14	0.29	-
金融業	37	0.46	0.14	0.14	0.03	0.27	-
貿易百貨	10	0.10	0.50	-	-	0.40	-
其他	34	0.18	0.29	-	-	0.53	-
化學工業	23	0.13	0.39	0.09	-	0.35	-
生技醫療	14	0.36	0.43	-	-	0.07	-
油電燃氣業	8	0.13	0.25	-	-	0.38	-
半導體	59	0.49	0.25	-	-	0.27	-
電腦及週邊	54	0.39	0.35	-	-	0.15	-
光電業	55	0.69	0.27	0.02	-	0.18	-
通訊網路業	34	0.59	0.29	-	-	0.15	-
電子零組件	76	0.36	0.32	0.01	-	0.18	-
電子通路業	23	0.39	0.43	-	-	0.26	-
資訊服務業	11	0.55	0.55	-	-	0.09	-
其他電子業	34	0.35	0.35	-	-	0.24	-
總計	729	0.34	0.35	0.02	0.00	0.26	-

再以產業類別觀察，以台灣證券交易所分類出二十八項產業中，僅光電業、通訊網路業及資訊服務業屬於股權分散結構，除光電業的股權

分散比例接近七成外，其餘二類產業均在 55%~59%。此三種產業占全體上市公司比例 13.7%，且均屬於電子科技產業。

表四-39 係採取 10%為股權集中分散的分界點，以 729 家上市公司而言，86%上市公司係屬於股權集中結構，僅 14%屬於股權分散結構；在股權集中結構的型態，以家族或個人方式呈現占 49%，以公司法人型態呈現占 32%，政府型態呈現僅占 2%。另就二十八項產業分類而言，全數屬於股權集中的型態。

表格 四-39 上市公司股權結構分佈(以 10%為分界點)

產業分類	家數	分散持有	家族/個人	政府	金融機構	一般公司	其他
水泥工業	7	0.14	0.57	-	-	0.29	-
食品工業	20	0.05	0.50	-	-	0.45	-
塑膠工業	21	0.05	0.52	-	-	0.43	-
紡織纖維	46	0.07	0.61	-	-	0.33	-
電機機械	36	0.08	0.61	-	-	0.22	0.06
電器電纜	12	0.08	0.50	-	-	0.42	-
玻璃陶瓷	5	-	0.80	-	-	0.20	-
造紙工業	7	0.14	0.29	-	-	0.57	-
鋼鐵工業	28	0.04	0.46	0.04	-	0.46	-
橡膠工業	9	-	0.56	-	-	0.44	-
汽車工業	5	-	-	-	-	1.00	-
建材營造	36	0.11	0.44	0.03	-	0.39	-
航運業	18	0.17	0.22	0.22	-	0.44	-
觀光事業	7	-	0.43	-	0.14	0.43	-
金融業	37	0.22	0.19	0.14	0.03	0.41	-
貿易百貨	10	0.10	0.50	-	-	0.40	-
其他	34	0.06	0.38	-	-	0.59	-
化學工業	23	0.04	0.48	0.09	-	0.35	-
生技醫療	14	0.07	0.71	-	-	0.21	-
油電燃氣業	8	-	0.25	-	-	0.50	-
半導體	59	0.31	0.42	-	-	0.29	0.02
電腦及週邊	54	0.17	0.61	-	-	0.22	-
光電業	55	0.33	0.47	0.02	-	0.22	-
通訊網路業	34	0.29	0.56	-	-	0.18	-
電子零組件	76	0.12	0.53	0.01	-	0.24	-
電子通路業	23	-	0.52	-	-	0.35	-
資訊服務業	11	0.09	0.82	-	-	0.09	-
其他電子業	34	0.15	0.59	-	-	0.24	-
總計	729	0.14	0.49	0.02	0.00	0.32	0.00

第三項 股權分類三：經營者控制型態

依 Berle 的經營股東分類方式詳表四-40，經營股東持股小於 5%(經

營者控制型態 Management control)僅佔所有上市公司 0.96%；經營股東持股介於 5%~20%(少數控制 Minority control)佔所有上市公司 46.09%，且持股平均股在 12.24%；經營股東持股介於 20%~50%(法律方式的控制 Control through a legal device without majority ownership)佔所有上市公司 46.50%，且平均持股接近三成；經營股東持股介於 50%~80%(多數控制 Majority control)佔 5.9%；至於經營股東持股超過 80%(全部控制 Control through almost complete ownership)僅佔所有上市公司 0.55%。

表格 四-40 台灣上市公司經營股東股權分佈表

單位：%

分類項目	家數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數	家數比例
80%以上	4	88.50	5.07	82.74	94.98	88.13	0.55
50-80%	43	60.34	8.07	45.34	79.11	58.81	5.90
20-50%	339	29.92	8.06	13.45	49.81	28.64	46.50
5-20%	336	12.24	3.84	4.51	19.98	12.51	46.09
5%以下	7	4.01	0.78	3.02	4.81	4.41	0.96
合計	729	23.64	15.02	3.02	94.98	20.14	100.00

表四-40 可以看出，台灣上市經營股東的持股型態主要分佈在 5%~20%及 20%~50%二個區域，二區域佔所有上市公司 92.59%；若以 La Porta 的股權集中分類標準觀察，以 20%為分類標準，台灣上市公司超過一半屬於股權集中結構；若以 10%為分類標準，台灣上市公司則高達 87.11%係屬於股權集中結構，顯示台灣上市公司的股權結構為股權集中結構，非股權分散結構。

單位：%

分類項目	家數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數	家數比例
10%-20%	249	13.87	3.00	5.67	19.98	13.58	34.16
5-10%	87	7.57	1.36	4.51	9.96	7.61	11.93

第四項 產業分類：金融業、五百億以上企業

證券主管機關依證券交易法第十四條之二第一項授權立法的規定，依公司規模及業務性質二項標準，訂定資本額超過新台幣五百億元及金融業應設置獨立董事，茲就此二項篩選條件，觀察依主管機構規定要求強制設立獨立董事公司，其股權結構分佈與非強制設立獨立董事公司是否有相異之處。

統計資料詳表四-41，由表可以觀察，不同分類方式，經營股東的平均持股在 16.44%~24.69%之間，並無顯著不同。但投資股東的平均持股則有顯著不同，非依主管機關規定授權立法強制設立獨立董事公司，投資股東平均持股在 10.70%，依授權立法規定，資本額大於五百億元及金融業的投資股東平均持股在 17.65%~40.91%之間，其中以資本額超過五百億元且非金融業的投資股東平均持股最高(40.91%)，而以金融業但其資本額未達五百億的投資股東平均持股最低(17.65%)。

由表四-41 顯示出主管機關授權立法規定要求強制設置獨立董事公司，經營股東平均持股在 16.44%~24.69%之間，但投資股東平均持股較非依主管機關強制設置獨立董事公司的平均持股差異較大，以金融業但資本額未達 500 億之投資股東持股與經營股東持股的差額(約 24.69%-17.65%=7.04%)，即較未依強制設置獨立董事的持股差額低(23.75%-10.70%=13.05%)。依前所述，投資股東的人數較投機股東人數少，單位持股數較高，易整合意見給予經營股東建議，甚至支持獨立董事選舉，進入董事會。

再細部觀察，資本額大於五百億的台灣上市公司，其投資股東平均持股高於經營股東平均持股，顯示資本額大於五百億的台灣上市公司，投資股東有相當的發言權提供予經營股東，並有能力支持獨立董事進入董事會，使獨立董事背後支持股權為投資股東而非經營股東，獨立董事能獨立行使職權而不致受經營股東影響。

表格 四-41 依授權立法股權分佈表

單位：%

資本額 >500億	金融業否	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
否	否	682	經營股東	23.75	15.06	3.02	94.98	20.14
			投資股東	10.70	12.35	-	68.37	6.42
			投機股東	64.87	17.16	3.53	96.67	68.20
			其他股東	0.68	1.43	-	9.98	-
否	是	30	經營股東	24.69	16.13	4.56	62.90	24.83
			投資股東	17.65	15.62	0.33	52.65	12.88
			投機股東	56.92	18.97	10.83	85.94	55.22
			其他股東	0.75	1.74	-	7.37	-
是	否	10	經營股東	18.05	9.83	6.15	36.83	19.24
			投資股東	40.91	18.42	21.53	76.36	38.67
			投機股東	40.41	12.48	16.54	60.82	42.45
			其他股東	0.63	0.89	-	2.31	-
是	是	7	經營股東	16.44	10.34	5.33	30.11	13.22
			投資股東	36.64	12.13	24.94	54.21	30.55
			投機股東	45.92	12.08	24.45	59.16	43.79
			其他股東	1.00	2.27	-	6.12	-

本年度3月22日金管會發佈「訂立公開發行公司應設置獨立董事適用範圍規定」，擴大民國100年起，資本額超過新台幣100億以上之上市(櫃)公司，強置設立獨立董事。茲依前項標準統計詳表四-42，若此命令變更擴大強制設置範圍，以台灣上市公司為標的範圍，預計有76家符合擴大標準。再細部檢視此一範圍上市公司股權結構，經營股東平均持股21.60%，投資股東平均持股在23.42%，其投資股東平均持股與經營股東平均持股相當，顯示資本額介於新台幣一百億元至五百億元之台灣上市公司股權結構中，投資股東的平均持股已超過23%，投資股東應對經營股東有一定發言建議權。惟是否需透過強制設置方式，或是投資股東的自利性，為自身投資獲利的考量，透過支持獨立董事股權方式加入董事會，進行監督事宜，有待研議。

表格 四-42 依授權立法+擬制股權分佈表

單位：%

資本額 >500億	資本額 >100億	金融業否	家數	變數	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
否	否	否	606	經營股東	24.01	14.84	3.02	94.98	20.57
				投資股東	9.11	10.44	-	61.81	5.53
				投機股東	66.18	16.41	3.53	96.67	68.99
				其他股東	0.70	1.42	-	9.98	-
否	否	是	13	經營股東	32.22	17.14	6.72	62.90	29.09
				投資股東	11.18	10.82	0.33	31.73	7.91
				投機股東	56.03	16.77	27.52	84.86	58.93
				其他股東	0.57	2.04	-	7.37	-
否	是	否	76	經營股東	21.60	16.63	3.04	82.74	16.97
				投資股東	23.42	17.95	0.01	68.37	17.06
				投機股東	54.44	19.42	9.97	87.74	52.45
				其他股東	0.54	1.47	-	7.53	-
否	是	是	17	經營股東	18.93	13.03	4.56	39.79	12.93
				投資股東	22.59	17.17	1.09	52.65	18.49
				投機股東	57.60	20.98	10.83	85.94	54.68
				其他股東	0.88	1.53	-	4.56	-
是	是	否	10	經營股東	18.05	9.83	6.15	36.83	19.24
				投資股東	40.91	18.42	21.53	76.36	38.67
				投機股東	40.41	12.48	16.54	60.82	42.45
				其他股東	0.63	0.89	-	2.31	-
是	是	是	7	經營股東	16.44	10.34	5.33	30.11	13.22
				投資股東	36.64	12.13	24.94	54.21	30.55
				投機股東	45.92	12.08	24.45	59.16	43.79
				其他股東	1.00	2.27	-	6.12	-

第五節 迴歸實證分析

模型 1：公司績效與獨立董事、機構投資人的關連性

實證研究分析詳下表：

變數	參數估計	標準差	t Value	Pr > t
Intercept	0.72161	0.03278	22.02	<.0001****
證交法14-2強制設立 獨董	0.10385	0.08467	1.23	0.2204
機構投資人持股比例	0.00005	0.00105	0.04	0.9649
金融業否	0.06456	0.08029	0.80	0.4216
公司規模	- 0.02552	0.01463	- 1.74	0.0815*
公司規模平方	0.00151	0.00079	1.93	0.0545*
負債比率	- 0.62417	0.06864	- 9.09	<.0001****
股價/淨值比	0.55033	0.00889	61.93	<.0001****
股東權益報酬率	0.51083	0.03892	13.12	<.0001****

註：*、**、***、****分別代表達10%、5%、1%、0.1%顯著水準

在模型 1 中，整體模型的調整後 R^2 (Adj R-Sq) 為 86.98%，表示此模型的所放入的自變數有一定程度的解釋能力，且整體模型 F 統計值為 608.81，P 值<0.0001，尚符合標準。

在模型 1 的自變數觀察，發現如下：

- 一、證券交易法第十四條之二規定，金管會依法律強制要求設立獨立董事的上市公司，對公司績效的影響並不顯著，亦顯示獨立董事的加入上市公司的董事會，對上市公司績效並無顯著關連性。
- 二、機構投資人的持股比例，對公司績效的影響不顯著，顯示機構投資人的持股比例，對上市公司績效並無顯著關連性。
- 三、證券交易法第十四條之二規定，金管會依法律強制要求金融業設立獨立董事的上市公司，對公司績效的影響並不顯著，亦顯示獨立董事的加入上市公司的董事會，對上市公司績效並無顯著關連性。
- 四、公司規模對公司績效的影響顯著不高，且非屬線性關係，顯示在 10%水準下，中小型公司規模對公司績效為負向關係，但過了某一個臨界規模值後，公司規模對公司績效呈現正向關係。
- 五、負債比率對公司績效的影響非常顯著，顯示在 0.1%的水準

下，負債比率愈高，公司績效愈差。

六、股價淨值比對公司績效的影響非常顯著，顯示在 0.1% 的水準下，股價淨值比愈高，公司績效愈好。

七、股東權益報酬率對公司績效的影響非常顯著，顯示在 0.1% 的水準下，股東權益報酬率愈高，公司績效愈好。

整體而言，依法律強制設立獨立董事，對上市公司的經營績效並無相互的影響，亦即獨立董事的加入並不會增加公司經營的績效；獨立董事在公司內並無「興利」的功能。本次所提出的假設：1-1：台灣上市公司依證交法第 14 條之 2 強制設立獨立董事與公司績效具有關連性。1-2：台灣上市公司機構投資人的持股比例與公司績效具有關連性均被否定。亦即強制設立獨立董事及機構投資人持股比例與公司績效並無顯著的關連性。

若將模型 1 加入另二項變數(1.依上市契約強制設立獨立董事。2.自願設立獨立董事)，則實證分析表如下：

變數	參數估計	標準差	t Value	Pr > t
Intercept	0.70541	0.03336	21.14	<.0001****
證交法14-2強制設立獨董	0.09728	0.08516	1.14	0.2537
上市契約強制設立獨董	0.06385	0.02630	2.43	0.0154**
自願設立獨董	0.02235	0.04319	0.52	0.6049
機構投資人持股比例	0.00008	0.00105	0.08	0.9361
金融業否	0.07910	0.08052	0.98	0.3263
公司規模	- 0.02213	0.01466	- 1.51	0.1317
公司規模平方	0.00141	0.00079	1.79	0.0731*
負債比率	- 0.61675	0.06863	- 8.99	<.0001****
股價/淨值比	0.54478	0.00917	59.39	<.0001****
股東權益報酬率	0.50256	0.03901	12.88	<.0001****

註：*、**、***、****分別代表達10%、5%、1%、0.1%顯著水準

在模型 1-1 中，整體模型的調整後 R^2 (Adj R-Sq) 為 87.05%，表示此模型的所放入的自變數有一定程度的解釋能力，且整體模型 F 統計值為 490.27，P 值 < 0.0001，尚符合標準。此修正模型與原模型驗證相同，亦即依證券交易法 14-2 設立獨立董事與機構投資人持股比例與公司績效並無顯著關連性。惟依上市契約強制設立獨立董事與公司績效在 5% 水準下具有關連性，此應與依上市契約強制設立獨立董事，在申請上市時具有獲利能力之要求所致。另一項新設變數-自願設立獨董亦與公司績效

並無顯著關連性。

模型 2：資訊透明度與獨立董事、機構投資人的關連性

實證分析詳下表：

變數	參數估計	標準差	t Value	Pr > t
Intercept	3.1720	0.1121	28.29	<.0001****
法律強制設立否	0.7783	0.2171	3.58	0.0004****
上市契約強制否	- 0.1091	0.0889	- 1.23	0.2201
自願設立獨董	0.0811	0.1461	0.56	0.5789
機構投資人持股%	0.0124	0.0036	3.48	0.0005****
公司規模	0.1491	0.0494	3.02	0.0026****
公司規模 ²	- 0.0088	0.0027	- 3.29	0.001****
負債比率	- 0.8436	0.2269	- 3.72	0.0002****
股價/淨值比	- 0.0599	0.0310	- 1.93	0.0539*
股東權益報酬率	0.8435	0.1316	6.41	<.0001****

註：*、**、***、****分別代表達10%、5%、1%、0.1%顯著水準

在模型 2 中，整體模型的調整後 R^2 (Adj R-Sq)僅有 17.91%，表示此模型的所放入的自變數不足，尚有重要影響資訊透明度的重要因子未找出來(還放在誤差項內)，整體模型 F 統計值為 18.65，P 值<0.0001，尚符合標準。

在模型的自變數觀察，發現如下：

- 一、證券交易法第十四條之二規定，金管會依法律強制要求設立獨立董事的上市公司，對資訊透明度的影響非常顯著，顯示在 0.1%的水準下，依證券交易法強制設立獨立董事對資訊透明有正面相關性。
- 二、依上市契約規定所強制設立獨立董事，對資訊透明度的影響並不顯著，顯示依上市契約規定獨立董事的加入上市公司的董事會，對上市公司資訊透明度並無顯著的相關性。
- 三、依自願設立獨立董事，對資訊透明度的影響並不顯著，顯示自願設立獨立董事對上市公司資訊透明度並無顯著的相關性。
- 四、機構投資人的持股比例，對資訊透明度的影響非常顯著，顯示在 0.1%水準下，機構投資人的持股比例愈高，對資訊透明度的影響愈高。
- 五、公司規模對資訊透明度的影響非常顯著，但為非線性關係，

顯示在 0.1% 水準下，當中小公司規模時對資訊揭露態度為正向，但隨著公司規模愈來愈大，資訊流動的管道或管制，致超過公司規模臨界點時，資訊揭露的透明度反而隨著公司規模增加而降低。

- 六、負債比率對公司績效的影響非常顯著，顯示在 0.1% 的水準下，負債比率愈高，資訊揭露透明度愈差。
- 七、股價淨值比對資訊透明度的影響顯著，顯示在 10% 的水準下，股價淨值比愈高，資訊透明度愈差。
- 八、股東權益報酬率對資訊透明度的影響非常顯著，顯示在 0.1% 的水準下，股東權益報酬率愈高，資訊透明度愈好。

整體而言，依法律設置獨立董事對資訊透明度係具正面的影響，但依上市契約規定所強制設置獨立董事對資訊透明度並無顯著影響，觀察應為證券交易法對強制設置獨立董事係授權主管機關依「公司規模」、「股東結構」、「業務性質」及「其他必要情況」所設置，獨立董事加入後發揮監督機制，強化資訊揭露所致；但上市契約所規定強制設置獨立董事並無篩選標準，亦即申請上市之公司全數均需設置獨立董事，致申請上市公司為了符合上市規定而配合設置獨立董事，獨立董事亦未善盡強化資訊揭露資訊所致。

另一方面，機構投資人的持股比例對資訊透明度具正面的影響，觀察應是機構投資人持股比例愈高，機構投資人會主動積極要求上市公司揭露資訊，在相互影響下，使得公司自願揭露財務業務資訊所致。

本次所提出的四項假設：2-1：台灣上市公司依證交法第 14 條之 2 強制設立獨立董事與公司資訊透明度具有關連性。2-2：台灣上市公司依上市契約規定強制設立獨立董事與公司資訊透明度具有關連性。2-3：台灣上市公司自願設立獨立董事與公司資訊具有關連性。2-4：台灣上市公司機構投資人的持股比例與公司資訊透明度具有關連性。僅假設 2-1 及 2-4 具有關連性，2-3 及 2-4 並無顯著關連性。

第五章 台灣股權結構與獨立董事法制之檢討(代結論)

第一節 台灣之股權結構

股權分散或股權集中架構並無效能上好壞，純由各國文化、經營模式所逐漸衍生形成，因此在整個公司法制上針對股權結構的不同為基礎，設計適當的公司治理法制。在股權集中結構而言，公司治理所關心的重點宜在「少數股東的保護」，在股權分散結構上，公司治理所強調的重點應在「資訊透明」。

英國與美國企業，就實證研究同屬股權分散國家，其公司治理模式以外部監控機制為主，其股權結構相當分散且重視資本市場、人力資源市場及產品市場等外部治理機制的功能，並強調藉由市場競爭與價格機制對內部人員(即專業經理人)的壓力，形成綿密的監督機制。英美兩國企業的股東中，機構投資人占了很高的比例。機構投資人在公司治理中扮演重要的角色，也因其所代表的基金屬性不同，機構投資人參與公司治理的積極度也有所差異。不過相對於一般投資人，機構投資人擁有專業知識、更多的股東權，在股權極為分散的結構體系下，與經營股東的持股數相當，甚至可以參與董事會的運作，積極介入公司經營。但在股權相對集中的結構體系下，經營股東仍持有相對多數的股權，機構投資人僅餘對經營股東的建議權，機構投資人參與公司治理程度較低，所形成與一般投資人的情形相當，若公司經營的績效不佳，採取賣出持股方式而非改進公司經營方式。

在集中型股權結構型態，公司控制權通常操縱在少數人手中，此少數人可能屬於同一家族成員，或其間具有相當密切的合作關係，因而使其股權行使內容趨向一致，而能集體左右公司經營的決策方向。在集中型股權結構下，股東間出現控制股東與一般股東的不平等現象，從而如何避免控制股東濫用其經營控制權，損及一般股東權益，就成為此種股權結構下的最重要課題。

機構投資人不僅具有專業人才和知識，對於所投資的公司會要求揭露最攸關的資訊，用以評估公司營運績效和價值，而且因為持股比率較高，有機會取得公司董事席次，進一步進入監督公司營運，機構投資人的存在對於公司資訊透明度的提升會有所助益。股東應受之保護，最重要者應為「知」之權利，而透過資訊揭露制度之設計，應可達到此目的。

就本文的實證研究，以 2009 年為研究期間，依據十二項股東結構分類，上市公司的股東結構中，以「本國個人」持有型態佔最大比例，平均本國個人持股所佔比例接近六成，其次是以「本國公司法人」次之，佔 23.9%，其餘型態佔比例低於 5%，顯示持有上市公司股權結構中，主要均以本國個人持有為主。

若改採經營股東、投資股東、投機股東的定義，做為股東結構的分類依據，經營股東平均持股超過二成，投資股東平均持股僅一成多，其餘均為投機股東的結構，顯示台灣上市公司的股東型態仍以散戶為主，機構投資人的平均持股較少。台灣上市公司的平均持股仍以投機股東居多，經營股東居次，投資股東最少。就台灣上市公司的股權結構觀察，係屬於股權集中結構，經營股東持股平均超過二成，達到 La Porta 的 20% 的判定標準，與英美兩國的實證研究屬於股權分散結構不同

再以 La Pora 的分類模式，不管以 20% 或是 10% 為判定標準，台灣上市公司的股權結構均屬股權集中的結構，股權集中程度分別為 65% 及 85%。

再就主管機關授權立法規定要求強制設置獨立董事公司來做分類，資本額大於五百億的台灣上市公司，其投資股東平均持股高於經營股東平均持股，顯示資本額大於五百億的台灣上市公司，投資股東有相當的發言權提供予經營股東，並有能力支持獨立董事進入董事會，使獨立董事背後支持股權為投資股東而非經營股東，獨立董事能獨立行使職權而不致受經營股東影響。

另建立模型檢視獨立董事是否會影響公司績效，研究結果顯示，依法律強制設立獨立董事，對上市公司的經營績效並無相互的影響，亦即獨立董事的加入並不會增加公司經營的績效；獨立董事對公司並無「興利」的功能。

另一個模型檢視獨立董事是否對公司資訊透明度產生影響。研究結果顯示，依法律設置獨立董事對資訊透明度係具正面的影響，但依上市契約規定所強制設置獨立董事對資訊透明度並無顯著影響，觀察應為證券交易法對強制設置獨立董事係授權主管機關依「公司規模」、「股東結構」、「業務性質」及「其他必要情況」所設置，獨立董事加入後發揮監督機制，強化資訊揭露所致。但上市契約所規定強制設置獨立董事並無篩選標準，亦即申請上市之公司全數均需設置獨立董事，致申請上市公司為了符合上市規定而配合設置獨立董事，獨立董事亦未善盡強化資訊揭露資訊所致。

股權結構並無優劣，端視各國的習慣、文化而衍化而成。股權集中結構與股權分散結構所顯現的層面並不相同，在股權分散結構裡，所產生的問題係股東與經理人間的代理成本，在英美股權分散為主的國家，其法律主要關注在獨立董事制度上；在股權集中的結構裡，主要產生的問題在控制股東與非控制股東的代理成本，亦即少數控制股東結構，股權與控制權背離現象，在法律上宜重點關注在控制股東的規範上。台灣公司的股權結構如實證研究所顯示為股權集中結構，所關心的公司監理機制應關注在少數股東的保護上。

第二節 有關獨立董事適用性疑義及修正方向建議

公司內部監控機制大體上可分為單軌制與雙軌制二種。採取雙軌制的國家，公司除了董事會外，另外設置監察人或監察人會為監督機關，負責監督董事會及管理階層之業務經營。雙軌制又可細分為水平式雙軌制及垂直式雙軌制。我國法制係屬大陸法系(成文法)，承襲德國日本的法制演化而來，公司內部監控體系屬於雙層式架構，亦即股東會選舉董事會及監察人，董事會負責運作執行，監察人負責監督功能。

證券交易法第十四條之二第一項規定，授權主管機關應視「公司規模」、「股東結構」、「業務性質」及其他必要事項，要求公開發行公司設置獨立董事，人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。顯示獨立董事的設置，除公開發行公司依其章程規定自由設置外，另需跟隨著公司規模大小、股東結構的不同及業務性質的特殊與否，而授權由主管機關強置要求公開發行公司設立獨立董事。惟目前主管機關依據此項授權，主管機關規定已依本法發行股票之金融控股公司、銀行、票券、保險及上市(櫃)或金融控股公司子公司之綜合證券商，暨實收資本額達新臺幣五百億元以上非屬金融業之上市(櫃)公司，應於章程規定設置獨立董事，其人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。亦即主管機關已依證券交易法之規定，對「公司規模」(實收資本額達新台幣五百億以上)、「業務性質」(金融控股公司、銀行、票券、保險及上市(櫃)或金融控股公司子公司之綜合證券商)要求公開發行公司強制設置獨立董事，惟對「股東結構」尚無強制設立獨立董事之規定。100年3月28日主管機關所公布的授權命令，依據證券交易法第十四條之二的規定，將原先強制設置獨立董事的範圍，從資本額五百億元以上擴大至資本額一百億元以上，自

100 年度起實施，惟得自現任董事或監察人任期屆滿時，始適用之。

依證券交易法第十四條之二第二項規定，獨立董事應具備專業知識，其持股及兼職應予限制，且於執行業務範圍內應保持獨立性，不得與公司有直接或間接之利害關係。獨立董事之專業資格、持股與兼職限制、獨立性之認定、提名方式及其他應遵行事項，由主管機關定之。

獨立董事是美國的產物，依照美國各州公司法的規定，公司不設監察人，只有董事會。董事會決定公司的大政方針，掌控執行長和經營團隊的人事，並且監督他們執行業務，位高權重，是主控公司經營的實權機關。美國公司法制係屬單軌制結構，亦即股東會選任董事，董事會負責經營與監督。

我國公司法制則源自德日、屬雙軌制結構，亦即德國屬於垂直式雙軌制結構，亦即股東會選任監事、監事會選任董事會；日本及我國屬於水平式雙軌制結構，亦即股東會同時選任董事及監察人(監事)，與英美公司法制有結構上的不同。

獨立董事的產生方式，對日後獨立董事執行的獨立性，有著極大的關係。在現行制度下，獨立董事係採用提名制度，概提名僅有二種方式：第一種是董事會提名；第二種是持有已發行股份總數百分之一以上股份之股東書面向董事會提名。就第一種提名方式，雖形式上具獨立性，但是否真的獨立行使職務，有待觀察。第二種提名方式需有持股百分之一以上，亦即需一定數額以上之股份始得取得提名獨立董事，若以台灣股權結構，一般小額投資人所持有的股份實無法集結書面提名。此種提名管道實需機構投資人的參與，提名獨立董事，始得真正發揮獨立董事的獨立性。

各種形式化的獨立董事之選舉產生條件，甚至採取獨立董事與非獨立董事一併進行，分別計算當選名額的限制，但究其獨立董事之產生，仍是由股東所選舉出來的，若無股東之支持，獨立董事的資格條件再好，也無法靠獨立董事之資格而產生。透過股東的支持，特別是經營股東的支持，當選獨立董事，雖在現行法下獨立董事必為自然人，但獨立董事執行該職務時，是否真能獨立於經營股東之外執行職務，不無疑義。但若支持之股權來源為非經營股東，亦即由機構投資人(投資股東)所支持股權當選，則此選出的獨立董事，應可獨立於經營股東之外，獨立行使職權。

就台灣上市公司股權實證研究，台灣上市公司為股權集中結

構，因此，獨立董事的必需依靠經營股東的支持才能當選，雖採用提名制度，但與目前監察人的支持股權選舉基礎相同，在現行學界探討監察人監理不彰，有著相同股權支持基礎的獨立董事，能彰顯出其獨立性，似乎是強人所難的任務。惟有股權支持基礎來自於非經營股東，獨立董事的獨立性才有可能得以實現。

第三節 研究限制

一、 樣本數

本研究樣本以 2009 年為研究期間，並無進行跨年度研究，有可能會產生統計結果的誤差。未來研究者可考慮透過一定期間(例如三年期、五年期)，並將採取事件研究法，依上市契約設立獨立董事一段期間對公司績效、資訊透明度的影響，進行更進一步的研究。

二、 股權資料之判定與計算

由於台灣上市公司的股權資料中存在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，因此使經營股東的持股有低估之虞。未來研究者可考慮將已揭露於年報中之關係人資訊列入。

論文參考文獻資料

壹、中文部份

- 丁秀儀，「公司治理是否受到機構投資人的青睞」，管理學報 26 卷 3 期，民國 98 年，頁 233-253。
- 王文宇，「投資人保護法研討會—公益(或獨立)董事制度之探討」，月旦法學雜誌，第 42 期，1998 年 11 月，頁 91。
- 王文宇，「從股權結構論公司治理法制」，月旦民商法，第 10 期，2005 年 12 月，頁 5-24
- 王文宇，「設立獨立董監事對公司治理的影響」，法令月刊，56 卷第 1 期，2005 年 1 月，頁 45-64。
- 王志誠，「董事會功能性分工之法制課題」，政大法學評論，第 92 期，95 年 8 月，頁 301-394。
- 王志誠，「論公司員工參與經營之制度—以股份有限公司經營機關改造為中心」，政大博士論文，民國 87 年。
- 王育慧，「機構投資人股東權之行使—以公司治理為中心」，政大法學評論，97 期，96 年 6 月，頁 137-209。
- 余雪明，「台灣新公司法與獨立董事(上)」，萬國法律第 123 期，2002 年 6 月，頁 63-77。
- 余雪明，「獨立董事與投資人保護」，收錄於「法律與當代社會」(馬漢寶教授七秩榮慶論文集)，1996 年 7 月，頁 89-119。
- 周行一、陳錦村，陳坤宏，「家族企業，聯署集團與公司價值」，中國財務學刊，第四卷第一期，頁 115-139。
- 林仁光，「董事會功能性分工之法制課題—經營權功能之強化與內部監控機制之設計」，台大法學論叢，第 35 卷第 1 期，民國 95 年 1 月，頁 157-266。
- 林仁光、柯承恩，「公開發行公司內部監控機制之設計—理論與實務之調和」，月旦法學雜誌，第 153 期，2008 年 2 月，頁 61-78。
- 邱秀清、賴柏勳，「上市公司強制性與自願性設立獨立董監事對經營績效之影響」，商業學報第十三期，民國 94 年 6 月，頁 101-115。
- 柯承恩，「我國公司監理體系之問題與建議建議(上)(下)」，會計研究月刊，173-174 期，頁 75-81；79-83。
- 洪榮華、陳香如、柯璟瑩，「從代理理論的角度探討董事會特性、股權結構與負債之關聯性」，管理與系統，第十二卷第四期，民國 94 年 10 月，頁 33-53。
- 許崇源、陳瑞斌、翁慈青，「公司治理結構對於資訊透明度之影響」，2005 年財務金融學術研討會年會論文集，台灣財務金融學會。
- 陳俊仁，「超越興利防弊防能之迷思—獨立董事與審計委員會地位之再建構」，月旦法學雜誌，第 172 期，2009 年 9 月，頁 75-93。
- 陳茵琦，「機構投資人與公司治理」，證券櫃檯月刊，第 111 期，民國 94 年 12 月，頁 57-68。
- 陳曉蓉、洪佩君，「機構投資人持股與公司治理、公司績效關係之研究—以台灣集團公司與非集團公司為例」，中小企業發展季刊，第

四期，頁 69-114。

- 陳麗娟，「全球化公司治理法律制度研究—當大陸法遇到英美法：兩岸公司治理的危機與轉機」，中原財經法學，第 20 期，2008 年 6 月，頁 1-43。
- 黃惠雯，「談證券交易法引進獨立董事及審計委員會等制度之緣起及重點」，證券暨期貨月刊，第 24 卷第 3 期，2006 年 3 月，頁 4-14。
- 黃銘傑，「公司監控與監察人制度改革論—超越「獨立董事」之迷思」，收錄在「公開發行公司法制與公司監控—法律與經濟之交錯」，元照出版社，頁 3-65。
- 楊敏華，「上市公司獨立董事制度的起源與發展」，全國律師，民國 95 年 11 月，頁 88-115。
- 楊敏華，「從公司治理探美國公司監督制度之運作」，臺灣人文生態研究，第 5 卷第 1 期，頁 73-97。
- 楊麗玲、沈明鑑，「公司治理：董事會組成、股權結構與盈餘管理」，證券櫃檯月刊，114 期，2005 年 12 月，頁 68-77。
- 萬國華，「中國證券市場問題報告」，中國發展出版社，2003 年 1 月 1 版，頁 327-328。
- 葉銀華，「如何健全獨立董事會制度？(上)(下)」，會計研究月刊，252 期及 253 期，2006 年 11 月及 12 月，頁 82-90，頁 62-68。
- 葉銀華、李存修，「台灣之獨立董監制度的改革—政策性建議」，會計研究月刊 213 期，頁 66-84。
- 葉銀華、李存修、柯承恩，「公司治理與評分系統」，商智文化，2002 年 11 月 1 版。
- 葉銀華、邱顯比，「資本結構、股權結構與公司價值關連性之實證研究：代理成本理論」，台大管理論叢第七卷第二期，民國 85 年 8 月，頁 57-89。
- 葉銀華與李存修，詳註 33。
- 趙莊敏、戴德昇，「台灣銀行股權結構、董事會特性與其經營成本效率之相關性研究」，台灣金融財務季刊，第七輯第三期，95 年 9 月，頁 95-125。
- 劉連煜，「現行上市上櫃公司獨立董事制度之檢討暨改進方案—從實證面出發」，政大法學評論第 114 期，民國 99 年 4 月，頁 53-156。
- 劉連煜，「證交法新修規範引進獨立董事與審計委員會之介紹與評論」，法官協會雜誌，2006 年 6 月，頁 45-56。
- 賴英照，「股市遊戲規則：最新證券交易法解析」，賴英照，2006 年 2 月初版，頁 113-150。
- 賴英照，「賴英照說法：從內線交易到企業社會責任」，聯經出版事業(股)，2007 年 4 月初版，頁 122-125。

貳、英文部份

- Agrawal, A. and Mandelker, G.N. , 「 Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments 」, Journal of Financial and Quantitative Analysis , Vol.25, 1990, pp.143-161 。
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. , 「 Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders 」, Journal of Financial and Quantitative analysis , Vol 31 No 3 , September 1996 。
- Barnea A., R. A. Haugen and L.W. Senbet , 「 A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework 」, Journal of Finance, No. 5 (1980), 1223-1234 。
- Berle, A. A. and C. G. Means, “The Modern Corporation and Private Property “, New York: Macmillan. 1932.
- Bernard S. Black, Hasung Jans & Woochan Kim, 「 Does Corporate Governance Predict Firms’ Market Values? Evidence from Korea 」, May 2005, (working paper 237), Journal of Law, Economics & Organization,
- Demsetz H. , 「 The structure of Ownership and the Theory of the Firm 」, Journal of Law and Economics , Vol 26 , 1983 , pp 375-390 。
- Duggal, R., Millar J A., 「 Institutional Ownership and Firm Performance : The Case of Bidder Returns 」, Journal of corporate Finance , (5),(1999)pp.103-117 。
- Healy P. M, & Palepu K.G., 「 Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature 」, Journal of Accounting Economics 31 (2001) , 405-440 。
- Jensen, M. C. and Meckling WH , 「 Theory of the Firm: Managerial Behavior, agency Costs and Ownership Structure 」, Journal of Financial Economics, Vol.3, 1976 , pp 305-360 。
- La Porta, R, F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer , 「 Corporate Ownership Around the World 」, Journal of Finance 54(2), 471-517 , April 1999 。
- Lins K , 「 Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets 」, Journal of Financial and Quantitative Analysis, (2003), Vol 38, 159-184 。
- Morck, R., Shleifer A., & Vishny, R. W. , 「 Management ownership and market valuation : An Empirical Analysis 」, Journal of Financial Economics 20, (1988) 293-315 。
- Pound, J. , 「 Proxy Contests and the Efficiency of Shareholders Oversight 」, Journal of Financial Economics, (20), 1988, pp.237-265 。