

# 董監事法定最低持股成數與 投資人風險之關聯性

## THE RELATIONSHIP BETWEEN THE MINIMUM SHAREHOLDING REQUIREMENTS AND INVESTOR'S RISK

周德光\*

南台科技大學財務金融系副教授

柯佩君

台灣港務股份有限公司助理事務員

**Te-Kuang Chou**

*Associate Professor, Department of Finance,  
Southern Taiwan University of Science and Technology*

**Pei-Chun Ko**

*Assistant to Office Affairs,  
Taiwan International Ports Corporation Ltd.*

### 摘要

我國證券交易法對於上市、上櫃及公開發行公司之董監事整體持股訂有最低持股成數之規定，其目的在於防止董監事對本公司股票之投機性買賣，以降低投資人風險。然而多年來，此項規定之公平性與妥適性亦備受爭議。由於環顧世界各主要國家皆無類似規定，此項我國特有的法律規範其立法意旨是否合於產業實況，乃成為一項值得探究的議題。本研究實證結果顯示，雖然董監事整體持股成數與投資人風險之關聯性大致傾向負相關，但在不同屬性的產業之間、以及不同發展階段或不同規模的公司之間，此項關聯性並非穩定一致。另一值得注意的發現是，在傳統產業中，法定持股成數不足的情況確與公司變更財務報表或發生危機等事件有顯著正相關；但在科技產業中，則不呈現這樣的關聯。這顯示，產業情境對此關聯性確有不可忽略的影響。本研究據此建議，主管

---

\*通訊作者，地址：台南市永康區南台街1號，電話：(06)253-3131 轉 5000

E-mail：dkchou@mail.stust.edu.tw

機關宜就不同的產業情境，對董監事整體持股之最低成數進行更精細的修訂，以使法律規定能更臻於公平合理。

**關鍵字：**董監事持股成數、投資人風險、代理理論、公司治理

## ABSTRACT

According to Taiwanese Security Exchange Law, in a public company, the body of board directors and supervisors as a whole must own at least a specified percentage of its outstanding shares (the minimum shareholding requirements). This unique device, which can only be found in Taiwan, is designed to prevent directors and supervisors involving in speculative transactions so as to protect investors. However, questions of fairness and appropriateness arose since its promulgation. This paper aims to evaluate the suitability of Taiwan's minimum shareholding requirements. The results show that, though the relationship between the shareholdings of controlling insiders and investor's risk tend to be negative, it's not consistent and stable in different industrial context. In traditional industries, there is a positive relationship with statistical significance between the frequency of insufficient shareholding and the possibility of restatement of financial reports and corporate crisis. But this relationship does not exist in technological industries. All these results imply the industrial context has impacts on the relationship in concern. Accordingly, this paper suggests a rigorous review for the minimum shareholding requirements in light of industrial context, to improve its fairness and appropriateness.

**Keywords:** Insider Ownership, Investor's Risk, Agency Theory, Corporate Governance

## 壹、緒論

「董監事股票愈多，投資人風險愈小？」這是大法官賴英照（2005）對我國證券交易法有關董監事整體最低持股成數規定所提出之質疑。根據我國證券交易法第二十六條規定：「凡依本法公開募集及發行有價證券之公司，其全體董事及監察人二者所持有記名股票之股份總額，各不得少於公司已發行股份總額一定之成數。」<sup>1</sup>經考查其立法理由指出：「規定發行公司全體董事監察人持有股份總數，不得少於公司股份總數之一定成數，以增強其經營信念，健全公司資本結構，並防止其對本公司股票做投機性買賣，致影響證券交易及投資人利益。」（立法院，1968）以此觀之，本項法律規定之立法意旨在於強化證券市場交易秩序、降低投資人風險。儘管其立法意旨相當明確，但環顧世界各主要國家皆無類似規定<sup>2</sup>（賴英照，2005）。相形之下，我國則顯得非常特別，自1966年行政院提出之證券交易法草案起，即已有此規定存在。多年來，隨著總體經濟條件的變化，主管機關對於所要求之最低持股成數雖已歷經多次調整，但對董監事整體持股需達一定成數之基本規定並無改變。此項法規透過「公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則」（以下簡稱「查核實施規則」）之運作，一方面經由連續罰鍰方式強制公司董監事整體至少必須維持一定持股成數，另一方面藉著要求公司每月申報董監事持股狀態而構成一項市場得以參考的揭露訊息，已然成為我國證券交易有關法規中相當特殊的一項公司治理維護機制（郭土木，1998；陳柏蓉，2008）。

然而，此項法規多年來亦爭議不斷。例如：由於法律規定持有一定成數股份的義務主體是「全體」董監事，但造成整體持股不足的卻是某些董監事的「個別」行為，當公司發生董監事整體持股不足的情況時，主管機關依法將對全體董監事皆科處罰鍰，這種連坐式的處罰經常產生法令是否公平合理的質疑。此外，此項規定實際上是以法律的強制手段要求企業所有權與經營權維持相當程度之結合，而與現代企業經營權及管理權分流的發展趨勢相左（賴英照，2005；劉連煜，2008）。要言之，在法律學者的相關研究中，對於本項我國特有之法律規定，主要是由法律執行層面與法律邏輯層面來檢討。但此項法律規定所規範之場域是台灣的證券市場，在有關立法政策的討論中，立基於台灣證券市場的實證研究不應該缺席。而透過實證研究來檢視本項法規之立法意旨是否合於證券市場之現實，正是本研究對相關討論所欲提供之補充與貢獻所在。

董監事持股較多果真有利於保障市場投資人嗎？本研究實證結果顯示，董監事整體持股成數與投資人風險之關聯性頗為分歧，在不同屬性的產業之間（科技產業 vs. 傳統產業）、以及不同企業規模或不同發展階段的公司之間（上市公司 vs. 上櫃公司），並不存在一個穩定而一致的關聯性。這顯示，儘管董監事法定最低持股成數的立法意旨（降低

投資人風險)良善而明確,但在規範複雜的證券市場時則有顧此失彼之虞,因此一體適用於所有上市、上櫃、公開發行之企業恐有失公允。如要保留此項行之有年的法律規範,則宜根據不同的產業情境條件對其「查核實施規則」進行更細緻的修訂。

關於行文章節安排,第二節將先就既有相關研究進行文獻探討,第三節說明研究方法並提出研究假說,第四節則利用台灣經濟新報資料庫(TEJ)之資料,就我國上市、上櫃公司董監事整體持股情況進行實證與討論,第五節為簡要結論與建議。

## 貳、董監事持股的影響

我國證券交易法對於上市、上櫃及公開發行公司之董監事整體持股訂有最低持股成數之規定(請參見表1),大法官賴英照(2005)公開對此提出質疑。在其研究中,他分就立法政策與法律執行實務二方面探討證券交易法第二十六條的妥適性,並得到對此項法令規定持保留態度的結論。有關法律執行實務的爭議並非本文討論範圍,但有關立法政策的部分,賴文引用財務學領域的研究據以檢視是否「〔董監事〕持股愈多,〔公司〕經營績效愈好」(賴英照,2005),對此我們認為有待商榷。因為公司經營績效良窳並不同於投資人風險高低<sup>3</sup>,充其量,經營績效只構成股價漲跌的部分因素。更重要的是,證券交易法第二十六條所關切的投資人風險,並非經營績效與股價的正常連動,而是在於董監事惡意出脫持股或是透過經營權對公司股價的人為操弄。其機制設計,乃是將董監事持股偏低做為一項強制揭露的訊息,藉此向市場投資人預警該公司可能發生經營危機的情況(因為董監事已先行出脫持股)。賴英照的疑問是「董監事股票愈多,投資人風險愈小?」,這是對立法意旨是否合於證券市場實況的重要質疑,但其所引用的實證研究則是在檢視董監事持股與經營績效的關聯,因此並未確實回應其所提出之質疑。

經考查財務學的既有研究文獻,董監事持股的影響實為一牽連廣泛的複雜問題。早在1932年,Berle and Means 即在其影響深遠的鉅著「現代企業與私有財產」(The Modern Corporation and Private Property)中,以美國的實證資料證實企業所有權與經營權分流的趨勢,並且指出當所有權與經營權分離後可能衍生的代理問題。此後,有關董監事持股、內部人持股、或是所有權結構的研究即絡繹不絕(例如:Chou, 2013; Cullinan, Wang, Wang, & Zhang, 2012; Taboada, 2011; Delios, Zhou, & Xu, 2008; Patro, 2008; McConnell, Servaes, & Lins, 2008; O'Regan, Sims, & Ghobadian, 2005; Donnelly & Kelly, 2005),是一個廣受關切但迄未有一致結論的重要議題。

表 1 董監事整體法定最低持股成數

| 公司資本額      | 全體董事  | 全體監察人 |
|------------|-------|-------|
| 3 億元以下     | 15.0% | 1.50% |
| 3 億~10 億元  | 10.0% | 1.00% |
| 10 億~20 億元 | 7.5%  | 0.75% |
| 20 億元以上    | 5.0%  | 0.50% |

註：此為 2008 年 5 月 20 日修訂前「公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則」第二條股權成數之規定。

根據 Jensen and Meckling (1976) 對代理問題的分析，經營者的持股增加可使其個人利益與公司利益趨於一致，降低代理成本，從而提高股權報酬，此即所謂「利益收斂假說」(convergence-of-interests hypothesis)。Leland and Pyle (1977) 指出經營者增加持股對資本市場具有訊號效果、Jensen (1986) 指出經營者增加持股可減少自由現金流量的代理成本、Palia and Lichtenberg (1999) 指出經營者增加持股有助於緩解管理短視病 (managerial myopia)，這些論點皆為「利益收斂假說」提供了重要的補充。Wruck (1988) 及 Mehran (1995) 的實證研究皆顯示經營者持股與企業經營績效具有顯著的正向關係。

相對於「利益收斂假說」，「鞏固職位假說」(entrenchment hypothesis) 認為如果經營者擁有較大股權比率而足以確保其職位，則將因為掌握較高的決策權而使公司內部監督機制失去作用，於是更易於追逐自身利益，造成更嚴重的代理問題 (Fama & Jensen, 1983)。Jensen and Ruback (1983) 的研究指出，擁有較高股權的經營者傾向於建立自己的企業王國、追求自我利益、且抗拒監督。Stulz (1988) 的研究則指出，若經營者擁有較高持股將降低資本場惡意收購 (hostile takeover) 的威脅性，於是將可更不顧一般外部股東的權益而恣意追求自我利益。

此外，晚近亦有學者嘗試調合上述對立假說，指出在不同的持股範圍內，經營者持股增加可能具有不同方向的影響，於是採取非線性模式對經營者持股比率與經營績效之關係進行實證。例如 Morck, Shleifer, and Vishny (1988) 的實證結果得到具有二個轉折點的 N 形曲線；Cui and Mak (2002) 的實證研究得到具有三個轉折點的 W 形曲線；Selarka (2005) 的實證研究得到一個 U 形曲線；Hung and Chen (2009) 的實證得到的是 V 形曲線；Chen, Hou, and Lee (2012) 的研究亦實證一個轉折點的推測。或許是因為非線性模式本身的統計特性就相當複雜，由於各研究者在統計參數之設定與研究取樣等事項上各不相同，使得此一方向的實證結果反而更見發散。另又，部分學者將研究方向指向產業情境因素的中介作用亦頗值得注意。例如 Morck et al. (1988) 的研究指出，在中小型企業董事持股比率與企業經營績效為正相關，但在大型企業反而是負相關。於是，企業

規模是一項可能的情境因素。周行一、陳錦村與陳坤宏（1996）的研究顯示，企業是否為家族企業或其他企業轉投資之關係企業，對董監持股與經營績效的關係亦有影響。Gugler, Mueller, and Yurtoglu（2008）的研究顯示，金融機構持股比率與企業經營績效在美國為正相關，但在歐洲地區則呈負相關。這意味著，更宏觀的社會與法律背景因素也有必要納入研究考量。

在此必須特別指出，以上引述的研究文獻皆是以企業經營績效（包括資產報酬率、每股盈餘、企業生產力、企業市場價值—Tobin's  $q$  等）為研究之依變數。以投資人風險或公司治理水準為依變數的研究，目前尚付諸闕如。李春安、吳欽杉與葉麗玉（2003）探討所有權結構與公司非法行為之關聯性，屬性較接近本研究主題。其研究結果顯示，董監事持股比率愈高，基本上有助於降低公司非法行為發生之可能性；但當股權集中於家族成員時，公司將有較高的風險取向及從事非法行為。此項實證研究結果較支持「利益收斂假說」之推論，但亦顯示家族企業為具有重要影響的情境因素。

要言之，既有研究顯示董監事持股比率的影響相當複雜，可能必須更進一步區分不同的產業情境進行討論，方能獲得較深入的瞭解。另又，由於既有研究大多以企業經營績效為依變數，但前文已指出，公司經營績效良窳並不同於投資人風險高低。由於本研究關切焦點在於證交法第二十六條的立法意旨是否合於產業實況，而此項我國特有的法律規定旨在降低證券市場投資人的風險——亦即防範董監事惡意出脫持股或是透過經營權對公司股價的人為操弄。因此，以上回顧之研究文獻固然增進吾人對經營者持股問題的理解，研究假說亦值得引用參酌，但研究主題與本研究並不相同。有鑑於此，本研究在研究設計上，將依立法意旨以投資人風險為依變數，以觀察董監事整體持股比率之影響。

## 參、研究方法

### 一、資料來源與研究對象

本研究資料主要取自台灣經濟新報資料庫（Taiwan Economic Journal, TEJ），不足部分由公開資訊觀測站和台灣證券交易所網頁提供之資料予以補充。由於台灣經濟新報資料庫有關上市、上櫃公司全體董監事持股成數之資料起始於 2003 年 8 月，而財政部於 2008 年 5 月 20 日修訂「公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則」，除調整及增設資本額級距外並新設若干免除適用之規定，基於能取得完整年度資料並避免受到法規修訂影響，本研究將資料起訖期間定為 2004 年 1 月 1 日至 2007 年 12 月 31 日。另

又，為避免初次上市、上櫃公司受到集保規定影響董監事持股程度，因此只將上市、上櫃滿 4 年之公司納入研究。亦即納入研究之公司必須為 2000 年 1 月 1 日以前上市、上櫃，且截至 2007 年 12 月 31 日止仍為上市、上櫃之公司。

在產業類別方面，為使不同屬性的產業情境能有所對照，因此選取電子業和生技醫療業代表科技產業；傳統產業則以紡織纖維、鋼鐵工業、建材營造、食品工業、化學工業以及電機機械業為代表。由於在上述資料時間限制下，為盡可能擴大觀測資料範圍，本研究不採抽樣方法，而是直接對母體進行統計分析。換言之，凡在上述資料期間內符合要求之公司，即全數納入研究資料。循此程序，共計得到上市公司屬科技產業者 80 家（320 筆觀察值），屬傳統產業者 134 家（536 筆觀察值）；上櫃公司屬科技產業者 42 家（168 筆觀察值），屬傳統產業者 33 家（132 筆觀察值）。

## 二、變數定義及衡量

### (一)依變數

前文已指出，證交法第二十六條的立法意旨，在於防範董監事對本公司股票進行投機性買賣以降低投資人風險。為透過實證檢視此項立法意旨是否合於實際，本研究以財測與財報變更次數（RPS）及公司發生危機事件（CRI）二項指標作為觀測投資人風險之代理變數。根據 Agrawal and Chadha（2005）的研究，企業變更獲利預測或重編財務報表經常伴隨著公司高層透過這些資訊誘導市場交易的潛在問題，而當這些潛在問題更進一步惡化則是爆發危機事件（例如公司發生跳票擠兌、倒閉破產、重整、紓困求援、接管、全額下市、掏空挪用、暫停交易等情況）。因此，此二代理變數其實應是密切相關的。當公司發生危機事件時，投資人顯然陷於高風險情境中。而證交法有關董監事最低持股的規範，所顧慮者其實也正是公司董監事在發生危機事件前已先行陸續出脫持股的情事。以上兩項變數之觀測值皆取自台灣經濟新報資料庫，其中財測與財報變更次數（RPS）係指同一年度內公司發佈變更資訊之次數；公司發生危機事件（CRI）則為一虛擬變數，若當年度內有發生危機事件則其值為 1，否則為 0。

### (二)自變數

依研究目的，本研究之自變數應為董監事整體持股之成數。但為能對董監事整體持股情況做更細密的觀測，本研究設計了三個觀測指標，分別說明如下：

董監事持股成數（SHP）：本項指標之意義為董監事年度平均整體持股占公司當年加權平均流通在外普通股數之成數。由於證交法第二十六條明文規定董監事整體持股需達一定成數，本項指標則是呼應法律要求，藉此對所謂董監事整體持股成數提供一基本而具體的觀測。

董監事持股超額率 (SHD)：本項指標之意義為董監事年度平均整體持股比率超過（或不足）依法應達到之最低整體持股比率之差額。由於「公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則」係按公司資本額設定級距，進而分別規定不同之董監事整體持股比率（請參見表 1），因此本研究特別設計此項指標以觀測各公司董監事整體持股相對於法律規定標準的偏離程度。此項指標如為正數，代表該公司董監事整體持股比率高於法律規定；反之，如為負數則代表該公司董監事整體持股比率低於法律規定。

法定持股不足次數 (FIS)：本項指標之意義為當年度每月申報董監事持股比率未達法律規定應達最低成數之次數。依「公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則」之規定，公司應每月申報董監事整體持股比率，若未達法定要求最低整體持股成數時，將科以罰鍰並要求一個月內補足。因此，本項指標之數值實際上是公司當年度申報董監事整體持股不足之月數。數值範圍最小為 0，最大為 12。此項指標，實際上是證交法第二十六條要求向市場投資人揭露的重要訊息（揭露董監事是否有不正常出脫持股之情形）。如果法律要求的此項訊息果真至關重要，實證上應該在各產業情境中皆能獲得一致的支持。

### (三)控制變數

依據過去相關研究結果顯示，董事長兼任總經理（所謂 CEO duality）可能有利於決策效率以及策略之推動，但亦可能影響董事會治理功能。在不同的產業情境或不同的企業發展階段，董事長兼任總經理可能具有不同的影響（參見 Kim & Buchanan, 2008；Rechner & Dalton, 1991）。另又，公司舉債情況亦為一項重要的公司治理情境因素。當公司有較高之負債比率，來自資本市場的外部監督機制通常也較強大；反之，則是持有高股權的經營者擁有較大的決策裁量權（參見 Holmstrom & Caplan, 2001；Williamson, 1988）。因此，本研究以董事長是否兼任總經理（DUA）及公司負債比率（LEV）作為控制變數。其中，負債比率（LEV）採總負債對總資產之比率；董事長兼任總經理（DUA）採二分法之虛擬變數，數值 1 代表兼任，數值 0 代表未兼任。

上述各研究變數之定義彙整如表 2。

### (四)研究假說

本文旨在透過實證研究檢視我國證券交易法第二十六條之立法意旨是否符合證券市場現實。根據賴英照的論述，證券交易法第二十六條「立法理由雖未指明，顯然與代理理論密切相關」（賴英照，2005）。然而以代理理論為基礎所引導出之理論假說甚多（例如前述「利益收斂假說」及「鞏固職位假說」皆屬之），賴文並未就此進一步說明。但由本研究所檢視立法過程中有關重要會議紀錄與說明（請參見前引立法院公報文字）顯示，我國此項立法的政策邏輯基本上認為：若能要求掌控公司的經營者（董監事）擁



表 2 研究變數之定義

| 變數名稱               | 變數定義  |
|--------------------|---|
| 董監事持股成數<br>(SHP)   | $\Sigma$ 每月董監事持股總數 $\div$ 12 $\div$ 年加權平均流通在外普通股股數  |
| 董監事持股超額率<br>(SHD)  | $\Sigma$ (每月修正後董監事持股總數 <sup>a</sup> - 每月法定規定總數 <sup>b</sup> ) $\div$ 12 $\div$ 年加權平均流通在外普通股股數 |
| 法定持股不足次數<br>(FIS)  | 觀察當年度每個月申報董監事持股成數未達法定持股成數的次數。當年度出現一個月份持股不足為 1；出現二個月份持股不足為 2；以此類推。                             |
| 財測、財報更正次數<br>(RPS) | 當年度自願公布財測次數 + 當年度財報重編次數   |
| 公司發生危機事件<br>(CRI)  | 觀測當年度和未來三年內公司是否出現危機事件，以探討危機發生前是否與股權變化具有關聯性。若當年度出現危機事件，則於當年和前三年數據資料中設定值為 1；否則為 0。              |
| 董事長兼任總經理<br>(DUA)  | 當公司為董事長兼任總經理者，其值設為 1；反之為 0。   |
| 負債比率 (LEV)         | 負債總額 $\div$ 資產總額  |

註一：<sup>a</sup>根據「公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則」第三條計算之。

註二：<sup>b</sup>依據「公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則」第二條計算之。

有較高持股，將有利於保護其他小額投資人（小股東）。而此一政策邏輯，顯然較傾向前文所討論的「利益收斂假說」。

根據「利益收斂假說」，經營者持股愈多，其個人利益與公司利益將愈趨一致，因而能緩和各種潛在的代理問題，降低代理成本（Jensen & Meckling, 1976；Jensen, 1986；Palia & Lichtenberg, 1999）。此外，Leland and Pyle（1977）的研究指出經營者持股增加對資本市場具有正向的訊號效果。我國要求上市、上櫃、公開發行公司必需每月申報董監事整體持股狀態的作法，與此頗為呼應一致。因為依我國證交法之機制設計，要求董監事整體至少應持有本公司一定成數以上之股份，正是希望能藉此將潛在的代理問題控制在一定範圍內；而每月申報董監事整體持股之規定，則實際上是構成一項定期對資本市場揭露的訊息。

為能透過實證檢視上述依循「利益收斂假說」之政策邏輯是否確具降低投資人風險之政策效果，本研究以「公司發生危機事件」（CRI）及「財測、財報更正次數」（RPS）作為投資人風險之代理變數。在自變數方面，對於董監事整體持股情況，本研究分別由「董監事整體持股成數」（SHP）、「董監事整體持股超額率」（SHD）、以及「董監事整體持股不足次數」（FIS）等三個不同的衡量指標來觀測。據此提出三項研究假說如下：

假說 1：董監事整體持股成數與投資人風險呈負相關。

假說 2：董監事整體持股超額率與投資人風險呈負相關。

假說 3：董監事整體持股不足次數與投資人風險呈正相關。

其中，假說 1 所檢視的「董監事整體持股成數」(SHP)為國內外有關董監事持股之研究共通採用之自變數；在本研究中，此項假說將提供有關董監事整體持股成數與投資人風險關聯性之基本觀察，亦是最直接的觀察。假說 2 所檢視的「董監事整體持股超額率」(SHD)、以及假說 3 所檢視的「董監事整體持股不足次數」(FIS)，則是利用我國特殊的法律規定(董監事整體持股需達某一規定之最低成數)特別設計的自變數，旨在能對董監事整體持股情況有更完整的檢視。假說 2 的部分，旨在實證是否董監事整體持股超過法定標準愈多，投資人風險便將隨之愈小？基本上，假說 1 及假說 2 都在檢驗是否董監事持股愈高則有利於保護市場小額投資人的政策邏輯；不同處在於，假說 2 的觀測自變數為董監事持股超出法定最低持股成數的部分。假說 3 的意義在檢驗是否公司申報董監事整體持股低於法定標準的次數愈多，投資人風險便將隨之愈高？根據「利益收斂假說」及證交法第二十六條之政策邏輯，若董監事整體持股成數愈低，投資人風險便愈高。但假說 3 還牽涉到法定最低持股成數的門檻效果，因此當假說 1 及假說 2 都獲實證支持而假說卻未獲支持時，則顯示法定最低持股成數的門檻可能有待商榷，或是其級距劃分可能還有待更周密的考量。要言之，綜合此三項研究假說之實證結果，將可對立法理由進行更具有實質基礎之評論。

#### (五)實證模式與統計分析方法

本研究之資料包括各觀測年度之橫斷面與時間序列之縱貫面資料，採用 Panel Data 迴歸模型進行固定效果模式(fixed effects model)統計分析，以補捉更豐富的變異來源以獲得較有效率的參數估計。對於董監事整體持股情況與公司財測及財報更正次數(RPS)之關係，採用之實證模型如下：

$$RPS_{it} = \alpha_{it} + \beta_1(SHP_{it}) + \beta_2(SHD_{it}) + \beta_3(FIS_{it}) + \beta_4(DUA_{it}) + \beta_5(LEV_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， $RPS_{it}$  為第  $i$  公司第  $t$  年之迴歸依變數(公司財測及財報更正次數)； $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_5$  為待估計參數； $\varepsilon_{it}$  為隨機殘差項。

對於董監事整體持股情況與公司發生危機事件(CRI)間的關係，由於公司發生危機事件(CRI)為二分法之虛擬變數，因此改採 Logit 法建立迴歸模型，並以 White 調整法(異質變異調整過的標準誤)表達估計結果，以降低迴歸方程式中的異質變異的問題。所採用實證模型如下：

$$CRI_{it} = \alpha_{it} + \beta_1(SHP_{it}) + \beta_2(SHD_{it}) + \beta_3(FIS_{it}) + \beta_4(DUA_{it}) + \beta_5(LEV_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

## 肆、實證結果與討論

### 一、敘述性統計分析

有關各研究變數之敘述統計量經彙整如表 3。由該表資料可發現，無論是上市公司（表 3 上半部）或上櫃公司（表 3 下半部），科技產業的董監事整體持股情況皆不同於傳統產業。一方面，科技產業的董監事整體持股成數（SHP）及董監事整體持股超額率（SHD）平均皆低於傳統產業，另一方面，科技產業的法定持股不足次數（FIS）平均又都高於傳統產業。由此可見，董監事整體持股情況確實存在產業情境的差異。傳統產業可能由於家族經營等背景因素，董監事整體持股比率較高。但由於證券交易法並未針對不同產業情境要求不同的董監事整體持股比率，這使董監事整體持股比率較低的科技產業當然也較容易發生整體持股低於法定要求的情形。

此外，無論是科技產業或傳統產業，其上市公司與上櫃公司的董監事整體持股情況亦不相同。上櫃公司的董監事整體持股成數（SHP）及董監事整體持股超額率（SHD）平均皆高於上市公司，但上櫃公司法定持股不足次數（FIS）平均卻也都高於上市公司。可見在不同的企業規模及發展階段，董監事整體持股情況亦存在差異。以表 3 之平均數觀之，規模較小或尚在發展前期的企業（上櫃公司），董監事整體持股可能較高，但同時其標準差亦大於上市公司，顯示其持股成數之變動性較大，是持股比率高、但不穩定的狀態。

為避免研究變數間有高度相關情形而產生共線性問題，本研究先針對各變數間進行相關分析並利用變異數膨脹因子（Variance Inflation Factor, VIF）來判斷是否需要處理共線性問題（請參見表 4 及表 5）。根據 Hair, Black, Babin, Anderson, and Thatam (2006) 之見解，VIF 應小於 10，VIF 愈大則自變數之迴歸係數增加，共線性將愈趨明顯。由表 4 數據顯示，董監事持股率（SHP）與董監事持股超額率（SHD）相關係數超過 0.7 以上，表示此兩變數間可能存在共線性問題。進一步由表 5 之 VIF 值顯示，在納入所有自變數之模式 A 中，董監事持股率（SHP）和董監事持股超額率（SHD）之 VIF 值有超過 10 的情況，表示應處理此兩者共線性問題。而當董監事持股率（SHP）和董監事持股超額率（SHD）分開進行迴歸分析（模式 B 及模式 C），所有自變數 VIF 值皆小於 2。因此，以下實證分析將剔除模式 A，只採用模式 B 及模式 C 進行迴歸分析。

表 3 敘述性統計量摘要

|     | 上市公司   |        |        |        |         |         |         |          |        |        |
|-----|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|----------|--------|--------|
|     | 平均數    |        | 中位數    |        | 最大值     |         | 最小值     |          | 標準差    |        |
|     | 科技     | 傳統     | 科技     | 傳統     | 科技      | 傳統      | 科技      | 傳統       | 科技     | 傳統     |
| SHP | 0.1563 | 0.1922 | 0.1435 | 0.1528 | 0.5129  | 0.7887  | 0.0283  | 0.0003   | 0.0872 | 0.1485 |
| SHD | 0.1361 | 0.1815 | 0.0947 | 0.1151 | 0.9223  | 1.4888  | -0.0018 | -0.0393  | 0.1426 | 0.2222 |
| FIS | 0.2406 | 0.1063 | 0.0000 | 0.0000 | 12.0000 | 12.0000 | 0.0000  | 0.0000   | 1.0835 | 0.7195 |
| DUA | 0.3719 | 0.2519 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000  | 1.0000  | 0.0000  | 0.0000   | 0.4841 | 0.4345 |
| LEV | 0.3793 | 0.4023 | 0.3886 | 0.4080 | 0.8612  | 0.9872  | 0.0566  | 0.0007   | 0.1484 | 0.2305 |
| CRI | 0.0750 | 0.0448 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000  | 1.0000  | 0.0000  | 0.0000   | 0.2638 | 0.2070 |
| RPS | 0.1281 | 0.1381 | 0.0000 | 0.0000 | 5.0000  | 4.0000  | 0.0000  | 0.0000   | 0.5703 | 0.6172 |
|     | 上櫃公司   |        |        |        |         |         |         |          |        |        |
|     | 平均數    |        | 中位數    |        | 最大值     |         | 最小值     |          | 標準差    |        |
|     | 科技     | 傳統     | 科技     | 傳統     | 科技      | 傳統      | 科技      | 傳統       | 科技     | 傳統     |
| SHP | 0.2169 | 0.2479 | 0.1825 | 0.2336 | 0.6968  | 0.7665  | 0.0482  | 0.0011   | 0.1430 | 0.1742 |
| SHD | 0.1939 | 0.1997 | 0.0950 | 0.1521 | 1.2762  | 1.2181  | -0.0224 | 8.09E-06 | 0.2704 | 0.2161 |
| FIS | 0.6667 | 0.3712 | 0.0000 | 0.0000 | 12.0000 | 5.0000  | 0.0000  | 0.0000   | 1.6764 | 0.9839 |
| DUA | 0.4583 | 0.2727 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000  | 1.0000  | 0.0000  | 0.0000   | 0.4998 | 0.4471 |
| LEV | 0.4153 | 0.3963 | 0.4319 | 0.4521 | 0.9828  | 0.9861  | 0.0263  | 0.0018   | 0.1842 | 0.2568 |
| CRI | 0.1488 | 0.0985 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000  | 1.0000  | 0.0000  | 0.0000   | 0.3570 | 0.2991 |
| RPS | 0.0655 | 0.1515 | 0.0000 | 0.0000 | 3.0000  | 3.0000  | 0.0000  | 0.0000   | 0.3308 | 0.5859 |

表 4 Pearson 相關係數表

|     | 上市公司       |            |          |          |           |           |           |
|-----|------------|------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
|     | SHP        | SHD        | FIS      | DUA      | LEV       | CRI       | RPS       |
| SHP |            | 0.9002***  | -0.0720* | 0.0557   | 0.1947*** | 0.0002    | 0.0332    |
| SHD | 0.8763***  |            | -0.0748* | 0.0486   | 0.0994**  | -0.0095   | -0.0154   |
| FIS | -0.1926*** | -0.1629*** |          | 0.0158   | 0.1349*** | 0.3194*** | 0.0216    |
| DUA | -0.0501    | -0.1177**  | 0.0141   |          | -0.0091   | 0.0406    | 0.0165    |
| LEV | 0.0779     | 0.0820     | 0.0342   | -0.0368  |           | 0.3659*** | 0.1002**  |
| CRI | -0.0781    | -0.1312**  | 0.0902   | 0.0755   | 0.2049*** |           | 0.1417*** |
| RPS | -0.0204    | -0.0648    | 0.0058   | 0.1108** | -0.0075   | 0.1651*** |           |
|     | 上櫃公司       |            |          |          |           |           |           |
|     | SHP        | SHD        | FIS      | DUA      | LEV       | CRI       | RPS       |
| SHP |            | 0.8869***  | -0.0428  | 0.1584*  | 0.5825*** | 0.1144    | 0.0180    |
| SHD | 0.9015***  |            | -0.0041  | 0.1605*  | 0.5019*** | 0.1993**  | 0.0177    |
| FIS | -0.1267    | -0.1479*   |          | 0.0284   | 0.1803**  | 0.4196*** | 0.0606    |
| DUA | 0.0105     | 0.0267     | 0.0905   |          | 0.1546*   | -0.0882   | 0.0742    |
| LEV | -0.0943    | -0.1619**  | 0.0623   | -0.0971  |           | 0.3032*** | 0.1516*   |
| CRI | -0.2596*** | -0.2107*** | 0.1134   | 0.1189   | 0.2593*** |           | 0.0013    |
| RPS | -0.1261*   | -0.0882    | 0.1260*  | -0.0377  | 0.0423    | 0.6691    |           |

註：左下角為科技產業；右上角為傳統產業。當 p-value 達到 10%、5%、1%以下分別以\*、\*\*、\*\*\*表示。

表 5 自變數 VIF 值分析

|     | 上市公司   |        |        |        |        |        |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|     | 科技產業   |        |        | 傳統產業   |        |        |
|     | 模式 A   | 模式 B   | 模式 C   | 模式 A   | 模式 B   | 模式 C   |
| SHP | 7.3445 | 1.1406 |        | 7.8303 | 1.3666 |        |
| SHD | 11.518 |        | 1.3613 | 8.4037 |        | 1.2291 |
| FIS | 1.0082 | 1.0084 | 1.0092 | 1.0034 | 1.0032 | 1.0029 |
| DUA | 1.1068 | 1.0169 | 1.0630 | 1.0125 | 1.0124 | 1.0125 |
| LEV | 1.0360 | 1.0371 | 1.0333 | 1.2218 | 1.1794 | 1.1127 |
|     | 上櫃公司   |        |        |        |        |        |
|     | 科技產業   |        |        | 傳統產業   |        |        |
|     | 模式 A   | 模式 B   | 模式 C   | 模式 A   | 模式 B   | 模式 C   |
| SHP | 10.618 | 1.5589 |        | 14.288 | 4.5521 |        |
| SHD | 5.4689 |        | 1.0702 | 7.8145 |        | 6.0632 |
| FIS | 1.0787 | 1.0817 | 1.0782 | 1.0310 | 1.0254 | 1.0250 |
| DUA | 1.0681 | 1.0661 | 1.0680 | 1.0646 | 1.0569 | 1.0633 |
| LEV | 1.1212 | 1.0453 | 1.0439 | 2.9413 | 2.4890 | 1.6262 |

## 二、董監事整體持股成數與投資人風險之關聯性

如前文所述，證券交易法第二十六條有關董監事整體持股成數之規定，其立法意旨在於防止董監事對公司股票之投機性買賣，降低投資人風險。此項我國特有的法律規範是否立論有據且得到實證研究之支持，乃本研究關切之重點。本研究以財測與財報變更次數（RPS）及公司發生危機事件（CRI）做為投資人風險之代理變數分別進行迴歸分析。其中，對於財測與財報變更次數（RPS）是以實證模型（1）進行 Panel Data 迴歸分析；對於公司發生危機事件（CRI）則是以模型（2）進行 Logit 迴歸分析。其檢定統計量與估計結果彙列於表 6。

由表 6 結果顯示，在上市公司與上櫃公司之間、以及在科技產業與傳統產業之間，董監事整體持股情況與投資人風險間之關聯性並不十分一致。首先，由實證模型（1）結果顯示，在科技產業的上市公司與傳統產業的上櫃公司中，董監事整體持股成數（SHP）以及董監事整體持股超額率（SHD）都與公司財測與財報更正次數（RPS）呈現顯著負相關，亦即支持研究假說 1 與 2。但在科技產業的上櫃公司中，兩項假說皆未獲支持。在傳統產業的上市公司中，以上二項有關董監事整體持股量的指標（SHP、SHD）甚至與公司財測與財報更正次數（RPS）呈現正相關。雖然其顯著水準並非很高，p-value 僅 0.0779，但仍然是一個不容忽略的矛盾現象。而實證模型（2）的結果顯示，二項有關董監事整體持股量的指標（SHP、SHD）都只在科技產業的情境中呈現與公司發生危機事件（CRI）顯著負相關，支持假說 1 及 2；在傳統產業中，無論是上市公司或上櫃公司，雖然迴歸係數亦如預期為負，但未達顯著水準。

表 6 董監事整體持股成數與公司治理水準關聯性實證結果

|  | 上市公司                   |                        |                        |                        | 上櫃公司                   |                       |                        |                       |
|--|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|
|  | 科技產業                   |                        | 傳統產業                   |                        | 科技產業                   |                       | 傳統產業                   |                       |
|  | 模式 B                   | 模式 C                   | 模式 B                   | 模式 C                   | 模式 B                   | 模式 C                  | 模式 B                   | 模式 C                  |
| 實證模型 (1) : $RPS_{it} = \alpha_{it} + \beta_1(SHP_{it}) + \beta_2(SHD_{it}) + \beta_3(FIS_{it}) + \beta_4(DUA_{it}) + \beta_5(LEV_{it}) + \varepsilon_{it}$ |                        |                        |                        |                        |                        |                       |                        |                       |
| SHP  | -0.0081<br>(0.0225)**  |                        | 0.0023<br>(0.0779)*    |                        | 0.0004<br>(0.2273)     |                       | -0.5058<br>(0.0068)*** |                       |
| SHD  |                        | -0.0033<br>(0.0261)**  |                        | 0.0001<br>(0.2358)     |                        | 0.0022<br>(0.1262)    |                        | -0.1190<br>(0.0695)*  |
| FIS  | 0.0003<br>(0.5041)     | 0.0003<br>(0.5082)     | 0.0002<br>(0.0404)**   | 8.07E-05<br>(0.0417)** | 7.20E-05<br>(0.4028)   | 0.0001<br>(0.2152)    | 0.0066<br>(0.0177)**   | 0.0042<br>(0.0685)*   |
| DUA  | 0.0037<br>(0.1139)     | 0.0037<br>(0.1257)     | -0.0003<br>(0.1699)    | -0.0001<br>(0.2529)    | -5.60E-05<br>(0.5017)  | -5.16E-06<br>(0.9645) | 0.0021<br>(0.4378)     | 0.0018<br>(0.4186)    |
| LEV  | -0.0125<br>(0.0094)*** | -0.0112<br>(0.0102)**  | 5.47E-05<br>(0.1664)   | 7.89E-07<br>(0.4794)   | 0.0009<br>(0.2248)     | 0.0010<br>(0.1637)    | 0.3714<br>(0.0132)**   | 0.1940<br>(0.0302)**  |
| Adj. R <sup>2</sup>  | 0.3293                 | 0.3241                 | 0.3368                 | 0.3384                 | 0.1029                 | 0.1016                | 0.1686                 | 0.1418                |
| F 值  | 2.8867***              | 2.8433***              | 2.9828***              | 2.9978***              | 1.4259*                | 1.4200*               | 1.7377**               | 1.6014**              |
| D-W 值  | 2.5122                 | 2.5163                 | 2.8034                 | 2.8114                 | 2.6730                 | 2.6660                | 2.9185                 | 2.9015                |
| 實證模型 (2) : $CRI_{it} = \alpha_{it} + \beta_1(SHP_{it}) + \beta_2(SHD_{it}) + \beta_3(FIS_{it}) + \beta_4(DUA_{it}) + \beta_5(LEV_{it}) + \varepsilon_{it}$ |                        |                        |                        |                        |                        |                       |                        |                       |
| SHP  | -4.5165<br>(0.0837)*   |                        | -1.5196<br>(0.5454)    |                        | -11.8032<br>(0.0385)** |                       | -0.4409<br>(0.7224)    |                       |
| SHD  |                        | -6.9662<br>(0.0047)*** |                        | -0.8376<br>(0.5617)    |                        | -10.4813<br>(0.0677)* |                        | 0.5959<br>(0.3949)    |
| FIS  | 0.1372<br>(0.2122)     | 0.0993<br>(0.3648)     | 0.8303<br>(0.0176)**   | 0.8153<br>(0.0175)**   | 0.0871<br>(0.5149)     | 0.0561<br>(0.6533)    | 0.4232<br>(0.0003)***  | 0.4457<br>(0.0001)*** |
| DUA  | 0.6060<br>(0.1641)     | 0.4905<br>(0.2721)     | 1.0843<br>(0.0853)*    | 1.0687<br>(0.0836)*    | 0.9001<br>(0.0656)*    | 0.7475<br>(0.1245)    | -0.3190<br>(0.4252)    | -0.3271<br>(0.4093)   |
| LEV  | 5.6492<br>(0.0013)***  | 5.7488<br>(0.0012)***  | 12.5025<br>(0.0000)*** | 12.4751<br>(0.0000)*** | 4.6785<br>(0.0023)***  | 4.1598<br>(0.0049)*** | 1.8494<br>(0.0449)**   | 1.3262<br>(0.1372)    |

續下表

續表 6

|           |            |            |            |            |            |            |            |            |
|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| McF $R^2$ | 0.1141     | 0.1461     | 0.4900     | 0.4893     | 0.2322     | 0.2151     | 0.2672     | 0.2723     |
| LR 值      | 19.4586*** | 24.9114*** | 96.0496*** | 95.9033*** | 32.8189*** | 30.4003*** | 22.6947*** | 23.1311*** |
| 觀察值       | 320        | 320        | 536        | 536        | 168        | 168        | 132        | 132        |

註 1：本研究以 Baltagi (2001) 所提出的 F test 檢定 Panel Data 模型的適切性，各公司截距項的估計限於篇幅省略列示。

註 2：()上方數字為迴歸係數；()內為 p-value。當 p-value 達到 10%、5%、1%以下，分別以\*、\*\*、\*\*\*表示。

註 3：根據 Hair et al. (2006)，探討非線性模型時，McFadden  $R^2$  達 0.2 以上時，表示該模型已有相當高的解釋能力。

歸納以上實證結果，董監事整體持股與投資人風險之關聯性傾向於負相關，但在部分產業情境中，此項關聯性並未得到一致性的支持。事實上，考查既有研究文獻亦顯示，「利益收斂假說」及其對立的「鞏固職位假說」各有支持者。對此分歧結果，有學者推論是因在不同持股範圍內，經營者持股增加將產生不同方向的影響；有學者則是將原因指向企業規模、家族企業、機構投資人持股等情境因素。本研究實證結果顯示不同產業情境間的差異，間接支持受情境因素影響之推論。

除了董監事整體持股量的高低外，有關法定持股成數不足次數（FIS）實證結果（研究假說 3）也非常值得注意。由表 6 數據顯示，無論在實證模型（1）或實證模型（2）中，法定持股成數不足次數（FIS）在傳統產業的情境中都一致與財測與財報更正次數（RPS）及公司發生危機事件（CRI）呈現顯著正相關，支持研究假說 3；但在科技產業的情境中則全部未達顯著水準。由於根據證券交易法第二十六條規定以及「公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則」之運作機制設計，法定持股成數不足次數（FIS）實際上是一項要向市場投資人揭露（示警）的重要資訊。但依表 6 的實證結果，此項資訊在不同產業情境間顯然並不具有一致性的訊息意涵。

值得注意的是，在科技產業的實證結果中，研究假說 1 及研究假說 2 皆獲支持（僅模型（1）的上櫃公司為例外），顯示在此產業情境中董監事整體持股愈高則投資人風險愈低的推論基本上是成立的，然而董監事整體持股成數不足之次數與投資人風險之關係卻並未達顯著水準。由表 3 的敘述統計量數據已知，科技產業的董監事持股平均是低於傳統產業的，由此推論，上述矛盾現象的可能原因是現行法定最低持股成數對科技產業而言並不是很恰當（偏高），以致雖然董監事整體持股成數未達法律規定最低標準，但公司實際並未有造成投資人風險增加的情況。

再就法律執行層面來看，證券交易法第二十六條乃是附帶有懲罰效果的法律規定，亦即當公司董監事整體持股低於法定最低標準時，董監事整體將被課以罰鍰。但因科技產業的發展特性使其董監事持股平均低於傳統產業，連帶使得其法定持股成數不足次數（FIS）高於傳統產業。換言之，科技產業的董監事比較容易因為整體持股低於標準而受罰。但由表 6 的實證結果則顯示，科技產業的董監事整體持股不足實際上並未產生較高的投資人風險，反而是傳統產業的法定持股成數不足次數（FIS）顯著與投資人風險有正相關。這表示受到此項法律規定懲罰的企業董監事（以科技產業居多）帶來的投資人風險，並不比未受懲罰的企業董監事高。就此而言，此項法律規定在執行上也難謂公平合理。



## 伍、結論與建議

我國證券交易法對於上市、上櫃及公開發行公司之董監事整體持股訂有最低持股成數之規定，其立法意旨主要著眼於防止董監事對本公司股票之投機性買賣，藉以維護市場秩序，降低投資人風險。然而，此項規定實際上等於要求企業所有權與經營權維持相當程度之結合。這不僅與現代企業經營權及管理權分流的發展趨勢相違逆，且在實務執行上亦迭有爭議。由於環顧世界各主要國家並無類似規定，此項我國特有的立法政策其立法意旨是否合於產業實況，法律規範是否確有助於降低投資人風險，乃成為一項值得探究的議題。

本研究實證結果顯示，雖然董監事整體持股成數與投資人風險之關聯性大致傾向於負相關，但在不同屬性的產業之間（科技產業 vs. 傳統產業）、以及不同發展階段或不同規模的公司之間（上市公司 vs. 上櫃公司），此項關聯性並非穩定一致。另一值得注意的發現是，在傳統產業的情境中，法定持股成數不足的情況確與公司財測與財報變更改數（PRS）及公司發生危機事件（CRI）密切正相關；但在科技產業的情境中，則不呈現這樣的關聯。依照「公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則」之機制設計，企業每月申報董監事整體持股成數是一項市場得以參考的強制揭露訊息，因此對訊息之解讀理應是無分產業而一體適用的。但本研究結果顯示，此項訊息在不同性質的產業間並不具有一致的資訊內涵。

證券交易法第二十六條有關董監事整體最低持股成數之規定為我國特有的公司治理維護機制，且已行之有年，但為增進其資訊揭露意涵在不同屬性產業間的一致性，本研究建議宜就不同的產業情境，對董監事整體最低持股成數進行更精細的級距劃分，以使法律之執行層面能臻於公平合理。另又，財政部於 2008 年 5 月 20 日修訂「公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則」，一方面增加對公司資本額的級距劃分並將所規範的最高資本額級距大幅提高到 1000 億以上（原為 20 億以上），另一方面是增列二項重要的免除適用規定<sup>4</sup>。但在此須釐清的是，此項法令修訂主要是配合我國企業規模已有相當成長的經濟發展實況，而非區分不同產業情境進行級距劃分以增進資訊揭露意涵的一致性與法令執行之公平性。但由於此項法規修訂迄今已有 2009 至 2012 等四個完整年度，已有足夠的資料可與修法前的情況相對照，因此建議後續研究能就此進行產業涵蓋面更完整的比較分析，以進一步評估法令的修訂是否確有助於降低投資人風險。

## 註釋

1. 證券交易法第二十六條乃提供有關董監事整體最低持股成數規定之法源依據，而有關於實際持股成數要求、申報與查核方式、以及整體持股不足時之處罰等事項，則訂於「公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則」（2002年11月15日財政部證期會台財證（三）字第005773號令修訂）。
2. 事實上，即使依我國公司法，董監事個人亦不一定必須擁有公司股權。
3. 證券市場投資人所面對的風險，包括系統性風險及非系統性風險。系統性風險主要與總體因素有關，而非系統性風險則來自所投資的廠商個體。非系統性風險一部分來自與企業營運有關的種種不確定性，可概括為經營能力之表現；另一部分則與掌控企業之經理人是否合法且公允對待所有股東有關，亦即公司治理因素。依前引立法意旨，證券交易法第二十六條所關切的投資人風險，當屬公司治理因素所產生的風險，而非企業經營績效。
4. 2008年5月20日修訂發布之「公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則」最主要的改變在於增加對公司資本額的級距劃分。其原規定如表1（p.227）所示，將公司依資本額劃分為四級，其中資本額20億以上為最高一級（全體董監事法定最低持股比率合計為5.5%）。但在新規定中，資本額最高的一級為1000億以上（全體董監事法定最低持股比率合計為1.1%）。且在20億至1000億間，還增加了40至100億、100至500億、以及500至1000億等三級，所規定之全體董監事最低持股比率分別為4.4%、3.3%、2.2%。除了公司資本額級距調整外，2008年5月20日修訂發布之新規則亦增列了二項很重要的免除適用規定，此即：公司依證券交易法設有審計委員會者，其監察人不適用前述最低持股比率規定；除金控、銀行、保險等金融業者外，公司選任獨立董監事超過全體席次1/2以上者，其董事及監察人不適用前述最低持股比率規定。

## 參考文獻

### 一、中文部分

1. 立法院(1968)，證券交易法案，立法院公報法律案專輯，32，第五輯，台北市：立法院祕書處。
2. 李春安、吳欽杉、葉麗玉(2003)，所有權結構與公司非法行為關係之研究－台灣股票上市公司為例，證券市場發展季刊，14(4)，75-138。
3. 周行一、陳錦村、陳坤宏(1996)，家族企業、聯屬持股與公司價值之研究，中國財務學刊，4(1)，115-139。
4. 郭土木(1988)，上市公司董、監事、經理人及大股東股權管理之研究，政治大學法律所未出版碩士論文。
5. 陳柏蓉(2008)，公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則修正簡介，證券暨期貨月刊，26(8)，49-54。
6. 劉連煜(2008)，強制公開發行公司董監事持股規定之檢討，月旦法學雜誌，156，221-227。
7. 賴英照(2005)，董監事股票愈多，投資人風險愈小？金融風險管理，1(1)，87-101。

### 二、英文部分

1. Agrawal, A., & Chadha, S. (2005). Corporate governance and accounting scandals. Journal of Law and Economics, 48(2), 371-406.
2. Baltagi, B. H. (2001). Econometric Analysis of Panel Data (2<sup>nd</sup>). England: John Wiley & Sons Ltd.
3. Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). The Modern Corporation and Private Property. New York: McMillan Publishing Co.
4. Chen, M. S., Hou, C. L., & Lee, S. (2012). The impact of insider managerial ownership on corporate performance of Taiwanese tourist hotels. Internal Journal of Hospitality Management, 31(2), 338-349.
5. Chou, T. K. (2013). Effects of insider shareholding on corporate governance in emerging

- markets: Evidence from Taiwan. Global Journal of Business Research, 7(3), 47-58.
6. Cui, H., & Mak, Y. T. (2002). The relationship between managerial ownership and firm performance in high R&D Firms. Journal of Corporate Finance, 8(4), 313-336.
  7. Cullinan, C. P., Wang, F., Wang, P., & Zhang, J. (2012). Ownership structure and accounting conservatism in China. Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, 21(1), 1-16.
  8. Delios, A., Zhou, N., & Xu, W. W. (2008). Ownership structure and the diversification and performance of publicly-listed companies in China. Business Horizons, 51(6), 473-483.
  9. Donnelly, R., & Kelly, P. (2005). Ownership and board structures in Irish plcs. European Management Journal, 23(6), 730-740.
  10. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. Journal of Law and Economics, 26(2), 301-325.
  11. Gugler, K., Mueller, D. C., & Yurtoglu, B. B. (2008). Insider ownership, ownership concentration and investment performance: An international comparison. Journal of Corporate Finance, 14(5), 688-705.
  12. Hair, J. F. Jr., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Thatam, R. L. (2006). Multivariate Data Analysis. New Jersey: Prentice-Hall.
  13. Holmstrom, B., & Caplan, S. (2001). Corporate governance and merger activities in the United States: Making sense of the 1980's and 1990's. Journal of Economic Perspectives, 15(2), 121-144.
  14. Hung, J. H., & Chen, H. J. (2009). Minimum shareholding requirements for insiders: Evidence from Taiwanese SMEs. Corporate Governance, 17(1), 35-46.
  15. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. American Economic Review, 76(2), 323-329.
  16. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. Journal of Finance Economics, 3(4), 305-360.
  17. Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. Journal of Finance Economics, 5(11), 5-50.

18. Kim, K. H., & Buchanan, R. (2008). CEO duality leadership and firm risk-taking propensity. The Journal of Applied Business Research, 24(1), 29-41.
19. Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation. Journal of Finance, 32(2), 371-384.
20. McConnell, J. J., Servaes, H., & Lins, K. V. (2008). Changes in insider ownership and changes in the market value of the firm. Journal of Corporate Finance, 14(2), 92-106.
21. Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership and firm performance. Journal of Financial Economics, 38(2), 163-184.
22. Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. Journal of Financial Economics, 20(January-March), 293-315.
23. O'Regan, N., Sims, M., & Ghobadian, A. (2005). High performance: Ownership and decision-making in SMEs. Management Decision, 43(3), 382-396.
24. Palia, D., & Lichtenberg, F. (1999). Managerial ownership and firm performance: A re-examination using productivity measurement. Journal of Corporate Finance, 5(4), 323-339.
25. Patro, S. (2008). The evolution of ownership structure of corporate spin-offs. Journal of Corporate Finance, 14(5), 596-613.
26. Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. Strategic Management Journal, 12(2), 155-160.
27. Selarka, E. (2005). Ownership concentration and firm value. Emerging Markets Finance and Trade, 41(6), 83-108.
28. Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. Journal of Financial Economics, 20(January-March), 25-54.
29. Taboada, A. G. (2011). The impact of changes in bank ownership structure on the allocation of capital: International evidence. Journal of Banking & Finance, 35(10), 2528-2543.
30. Williamson, O. E. (1988). Corporate finance and corporate governance. Journal of Finance, 43(3), 567-591.

31. Wruck, K. H. (1988). Equity ownership concentration and firm value. Journal of Financial Economics, 23(1), 3-28.

**2013 年 02 月 04 日收稿**

**2013 年 02 月 22 日初審**

**2013 年 07 月 04 日複審**

**2013 年 10 月 18 日接受**

## 作者介紹

### Author's Introduction

姓名 周德光  
Name Te-Kuang Chou  
服務單位 南台科技大學財務金融系副教授  
Department Associate Professor, Department of Finance,  
Southern Taiwan University of Science and Technology  
聯絡地址 台南市永康區南台街 1 號  
Address No.1, Nantai St., Yongkang Dist., Tainan City, Taiwan  
E-mail dkchou@mail.stust.edu.tw  
專長 公司治理，策略規劃，產業分析  
Specialty Corporate Governance, Strategic Planning, Industry Analysis

姓名 柯佩君  
Name Pei-Chun Ko  
服務單位 台灣港務股份有限公司助理事務員  
Department Assistant to Office Affairs, Taiwan International Ports Corporation Ltd.聯絡地址  
台南市安平區健康路三段 150 號  
Address No.150, 3<sup>rd</sup> Sec., Jian Kang Rd., An Ping Dist., Tainan City, Taiwan  
E-mail monica@ms89.url.com.tw  
專長 財務管理  
Specialty Financial Management