

公司治理是否影響企業的經營績效？

— 家族與非家族企業的比較

■ 張振山/國立彰化師範大學管理學院會計學系

■ 王宏瑞/國立臺灣科技大學財務金融所

完整全文收錄於證券市場發展季刊第 134 期(2022 年 6 月出版)

永續發展已受各國重視，並使「環境-社會-治理」(Environmental-Social-Governance; ESG)成為重要議題。眾所週知，「公司治理」是落實 ESG 的基礎，依據世界銀行(World Bank)的「公司治理實施架構」，「公司治理」可分為「內、外部治理機制」，其中「外部治理機制」為「聲譽機構」(如：會計師、專家學者等)、「外部監督規範」(包括：確信準則、會計及審計準則等規範)及「市場機制」(如：機構投資人、金融機構等)等三項，它在金融市場 ESG 生態系占重要地位。例如，主管機關要求 ESG 報告書內容，應經過「聲譽機構」(即會計師事務所)確信，且 ESG 報告書應與會計師確信意見，一併揭露於金融市場；其次，「市場機制」的參與者—外資機構，依據上述資訊揭露結果，從事 ESG 投資，透過股價反映公司 ESG 活動，促使「市場機制」監督公司的營運行為。因此，世界銀行的公司治理實施架構，對於 ESG 生態系的有效運作，占有重要地位。

然而，臺灣公司治理實證研究，對於政府政策的助益十分有限。首先，國內實證研究期間多為 2010 年以前或僅限於特定樣本，缺乏近期、全面的實證結果。例如，早期實證研究以 1996 年至 2010 年資料，發現外資機構對家族企業績效的影響力不如國內法人，似乎意味著，「市場機制」的參與者—外資機構的影響力有限。然而，2017 年底外資機構的交易比重為 25.9%，國內法人僅為 14.7%，研究結果

是否適用於現今，顯然有待釐清；此外，從世界銀行的「內、外部治理機制」來看，上述研究忽略了會計師在「外部治理機制」的角色，如前段所述，會計師意見(包括：ESG 報告書的確信意見、財務報告的查核意見)應一併揭露於金融市場，成為機構法人進出股票的重要判斷依據，也就是說，會計師審計品質的良窳，將直影響「市場機制」的有效性。因此，「審計品質」應一併納入公司治理的研究因素。

為推動永續發展，主管機關陸續推出「資本市場藍圖」、「綠色金融行動方案 2.0」及「公司治理 3.0—永續發展藍圖」等措施。由於先前實證研究，缺乏近期、全面的分析結果，為使本文研究有助於分析政府施政效果，本文具備下列特色：首先，本文研究期間從 2006 年至 2017 年，包括臺灣證券市場開放外國投資機構法令改革，且研究對象包括所有上市公司，並分為家族與非家族企業進行研究，比較「公司治理因素」對二者績效的影響；其次，在「公司治理因素」上，本文以世界銀行的「內、外部治理機制」的監理架構進行分析。在內部治理機制方面，以董事會規模及股權結構為分析重點；在外部治理機制方面，除獨立董事、國內、外機構法人持股等因素外，本文納入會計師審計品質因素，分析對企業績效的影響；最後，本文依據上述分析結果，進一步執行調節分析，以說明家族與非家族企業二者差異的原因。

本文依據上述「內、外部治理機制」的監理架構，分別對家族與非家族企業提出 6 項假設，並執行調節分析，分析結果如下：

家族與非家族企業假設之檢定結果彙整表

假設內容	家族企業	非家族企業	說明
內部治理機制方面			
假設 1a、1b：增加董事會	支持 1a	支持 1b	家族或非家族企業，因董事會規模過

規模無法提升公司績效			於龐大，造成董事成員間不易達成共識，反而無助於公司績效的提升。
假設 2a、2b：控制持股比例與公司績效呈正關聯	支持 2a	不支持 2b	家族控制持股越高越利於採行集權式管理，提升績效，惟非家族企業則否，其原因將於下一章討論。
假設 3a：股權偏離程度與公司績效二者，在家族企業呈現負關聯	支持 3a	支持 3b	就家族企業而言，股權偏離程度越高，越易產生大小股東的代理問題，惟就非家族企業而言，股權偏離程度偏高可能因經營管理需要，與上述代理問題較無關。
假設 3b：股權偏離程度與公司績效二者負關聯，不存在於非家族企業			
外部治理機制方面			
假設 4a：獨立董事比率與公司績效二者，在家族企業並無關聯	支持 4a	支持 4b	主要因家族企業考量自身利益任命獨立董事，損害獨立監督功能所致，非家族企業較無上問題。
假設 4b：獨立董事比率與公司績效二者，在非家族企業呈正關聯			
假設 5a、5b：審計品質與公司績效呈正關聯	支持 5a	支持 5b	無論是家族或非家族企業，提高審計品質有於提升公司績效。
假設 6a、6b：國外機構法人持股比重對公司績效的影響力大於國內機構法人	支持 6a	支持 6b	無論是家族或非家族企業外資持股對公司績效皆有正面影響，且其影響力大於內資持股。

家族與非家族企業之調節效果彙整表

調節效果	家族企業	非家族企業	說明
內部治理機制方面			
1. 「控制性持股」是否調節「董事會規模對公司績效」的關聯性?	較不明顯 (單尾 10%)	負向調節 (1%顯著)	主要與家族企業的情感聯繫與集權式管理有關，詳細內容請參考本文第 122 頁至第 133 頁
外部治理機制方面			
2. 「控制性持股」是否調節「獨立董事對於公司績效」的關聯性?	正向調節 (10%顯著)	不顯著	同上

效」的關聯性?			
3.「控制性持股」是否調節「國內法人持股對於公司績效」的關聯性?	正向調節 (10%顯著)	不顯著	同上
4.「董、監事持股比例」是否調節「審計品質對於公司績效」的關聯性?	負向調節 (5%顯著)	負向調節 (5%顯著)	主要是會計師審計品質與公司代理問題有關，詳細內容請參考本文第122頁至第133頁
5.「全球化商業優勢—MSCI指數成分股」是否調節「外資持股對於公司績效」的關聯性?	正向調節 (10%顯著)	正向調節 (單尾10%)	主要與全球供應鏈及籌資優勢有關，詳細內容請參考本文第122頁至第133頁

本文研究結果，有助於主管機關瞭解施政成效及公司治理推動方向。首先，在公司治理層面，主管機關自2010年起，公布一系列強化董事會職能、獨立董事職責及專業性規定、實施公司治理評鑑等強化公司治理措施。本文結果顯示，無論是否為家族企業，董事會規模與績效無明顯關聯，增加獨立董事比率可提升非家族企業、高控制性持股家族企業的績效。因此，未來應強化董事會溝通協調職能，並在獨立董事方面，針對家族企業繼續強化；其次，在外資法人方面，主管機關自2003年採取一系列開放措施，使得外資法人持股比重及交易比重，自2003年起逐年成長，截至2017年持股比重接近國內法人，且交易比重大於國內法人。本文發現無論是否為家族企業，外資法人對績效的影響力遠大於國內法人，顯示透過開放外資強化公司治理，已具成效；最後，在市場監理方面，本文以四大會計師事務所審計品質為例，說明審計品質對於公司治理的重要性。由於財務報告數據是資訊揭露的重要核心，審計品質良窳直接市場機能發揮。因此，若財務報告的簽證會計師，由四大會計師事務所變更為非四大事務所等情事，可能將影響審計品質、公司治理，應該納入異常指標，以強化市

場監理。