

南華大學

財務金融學系財務管理碩士班碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION

INSTITUTE OF FINANCIAL MANAGEMENT

NAN HUA UNIVERSITY

董監事責任保險及公司治理對績效影響之探討

The Effects of Directors and Officers Liability Insurance and

Corporate Governance on Performance

指導教授：賴丞坡 博士

ADVISOR: PH.D. CHENG-PO LAI

研究生：黃詩純

GRADUATE STUDENT: SHIH-CHUN HUANG

中華民國 104 年 6 日

南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

董監事責任保險及公司治理對績效影響之探討

THE EFFECTS OF DIRECTORS AND OFFICERS LIABILITY
INSURANCE AND CORPORATE GOVERNANCE ON PERFORMANCE

研究生：黃詩純

經考試合格特此證明

口試委員：賴丞坡

林原勛

廖永熙

指導教授：賴丞坡

系主任(所長)：賴丞坡

口試日期：中華民國 104 年 5 月 27 日

謝辭

首先，衷心感謝我的指導教授—賴丞坡博士，謝謝您在我兩年的研究所期間，仔細的教導我與其他的研究生；無論是研究上的鞭策還是在軟體上的操作、生活上的鼓勵，您總是相當耐心教導我，也讓我學習到如何去解決問題，以及待人處事所要擁有的態度和方法。

再來，感謝授課的教授們—廖永熙老師、白宗民老師、陳昇鴻老師、張瑞真老師、吳錦文老師，謝謝您們提供了許多學術知識與軟體操作技巧，讓我能順利地畢業。還有感謝所有協助過我的行政人員，並且由衷地謝謝口試委員的指導與鼓勵。

同時，還必須感謝無論是現在已畢業的學長姐或是正在就讀的學弟妹，最重要的，當然是一起辛苦努力完成論文同學—逸姍、雅慧、淑英、維中、清芸；總是逗弄全班同學哈哈大笑的陳潔、珮嫻、怡文、昭佩和孫大哥賢伉儷。最後，感謝我的先生，以及我的爸爸、媽媽、公公、婆婆、姊姊、弟弟及朋友們，在我背後默默的支持，並適時給予我必要的協助。

另外，也想感謝大甲媽祖遶境時，和我一起走、一起祈求論文通過的大甲媽祖和我的朋友們!是你們讓我知道在面對困難時，可以用不一樣的心境來面對，也可以透過宗教的力量，讓心情更為平靜!

黃詩純 謹誌于南華大學
財務金融學系財務管理碩士班

南華大學財務金融學系財務管理碩碩士班
103 學年度第二學期碩士論文摘要

論文題目：董監事責任保險及公司治理對績效影響之探討

研究生：黃詩純

指導教授：賴丞坡 博士

論文摘要內容：

保險是風險管理的重要機制，尤其近幾年來「董監事暨重要職員責任險」(Director's and Officers' Insurance，簡稱 D&O 保險或董監事責任險)更是受到高度重視。

本研究主要目的是探討董監事責任保險及公司治理對績效的影響，研究 2008 年到 2013 年台灣上市公司各產業為研究對象，使用複迴歸分析，實證結果發現有投保董監事責任保險、經理人持股、大股東持股、董事會規模、董事會持股、轉投資率和參與管理在對資產報酬率上有顯著的正相關，而控制股東席次、董事長兼總經理則呈反向影響。

另外，經理人持股、董事會規模、轉投資率和參與管理也有對股東權益報酬率有顯著正相關。本研究的發現，可作為臺灣上市櫃公司往後在決定是否投保董監事責任險，和在進行公司治理時作為參考。

關鍵詞：董監事暨重要職員責任保險、公司治理、經營績效

Title of Thesis : The Effects of Directors and Officers Liability Insurance and Corporate Governance on Performance

Name of Institute: Graduate of Financial Management, Nan Hua University

Graduate date: July 2015

Degree Conferred: M.B.A.

Name of student: SHIH-CHUN HUANG

Advisor: Ph.D. Cheng-Po Lai

壹、 Abstract

Insurance is an important mechanism for risk management, especially in recent years, "the Board of Supervisors cum important officers liability insurance" (Director's and Officers' Insurance, referred to as D & O liability insurance or directors and supervisors) is more highly valued.

The main purpose of this study was to investigate the directors and supervisors liability insurance and corporate governance impact on performance, the study in 2008 to 2013 in Taiwan listed companies in various industries completed the study, using multiple regression analysis, the empirical results show that the presence or absence of liability insurance coverage of directors and supervisors, managers holdings, the largest shareholder, the scale of the Board of Directors holding, transfer rate, and participation in the management of investment return on the assets to have the significant positive correlation, while controlling shareholders seats, chairman and managing director is inversely affected;

In addition, managers holdings, board size, reinvestment rates and participation in management but also on the return on equity has a significant positive correlation. The study found that the cabinet can be used as Taiwan listed companies in deciding whether to insure future liability of directors and supervisors, and as a reference when conducting corporate governance.

Keywords : D & O liability insurance 、 Corporate Governance 、 Performance

目錄

論文口試委員審定書.....	II
謝辭.....	III
中文摘要.....	IIV
英文摘要.....	V
目錄.....	VI
表目錄.....	VIII
圖目錄.....	IIX
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	6
第三節 研究流程.....	9
第二章 文獻探討.....	10
第一節 董監事責任保險之相關文獻探討.....	10
第二節 公司治理之相關文獻.....	14
第三節 董監事責任保險對績效影響之相關文獻.....	17
第四節 公司治理對績效影響之相關文獻.....	19
第三章 研究設計.....	23
第一節 研究對象與範圍.....	23
第二節 資料模型.....	23
第四章 實證結果.....	26

第一節 敘述統計分析	26
第二節 相關係數分析	28
第三節 迴歸統計分析	30
第五章 結論與後續研究	35
第一節 結論	35
第二節 後續研究	36
參考文獻	38
中文部份	38
網頁部分	40
英文部份	41



表目錄

表 1-1 102 年各產業投保董監事責任險比率.....	4
表 2-1 臺灣地區目前 D&O 保險的相關法規.....	11
表 2-2 D&O 保險承保範圍	13
表 2-3 公司治理定義.....	15
表 4-1 變數敘述統計量.....	27
表 4-2 相關係數分析表.....	29
表 4-3 ROA 與有無投保 D&O 保險和公司治理變數之迴歸實證結果.....	33
表 4-4 ROE 與有無投保 D&O 保險和公司治理變數之迴歸實證結果.....	34

圖目錄

圖 1-1 公司及董監事可能遭受賠償請求之訟源	2
圖 1-2 研究流程架構圖	9



第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

知名藝人小 S 代言的胖達人爆出內線交易，以及 2012 年 7 月面板大廠友達光電反托拉斯民事訴訟達成和解等新聞，讓董監事暨重要職員責任險(Directors' and Officers' Insurance，後續簡稱 D&O 保險或董監事責任險)再度受到高度重視。2007 年，政府推動上市公司向產險公司投保董監責任險，對象針對上市公司董監事，保障董監事在執行業務有疏失，被競爭對手、投資人、當地政府、合作廠商控告時，訴訟期間產生的律師費、諮詢費等，可以向投保的產險公司申請理賠。(今周刊，813 期)

而根據《財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心》受託求償案件統計，截至 102 年底，總計協助投資人進行 175 件團體求償案件（包含自財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會承接之案件），求償金額共計 429 億餘元，人數 10.8 萬餘人。其中計有 42 件業經法院判決全部或部分勝訴，包括發行公司、不法行為人及董監事等相關民事被告應對受有損害投資人負連帶賠償責任，判決勝訴金額達 145 億餘元，當中 23 件並已勝訴判決確定。同時，《財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心》為投資人與部分刑事被告、董監事、會計師、承銷商等達成和解，至 102 年底已替投資人取得高達 22 億餘元之和解金，其中 102 年度取得之和解金額即達 1.37 億餘元，相關賠償款項並陸續分配。

當投資人不滿公司經營的獲利和股價下跌，主張公司揭露不實或執行重要職務錯誤或疏失時，將可對董監事或重要職員提出控訴，被指控者將自負抗辯或賠償的法律責任。企業的競爭對手、債權人、客戶或政府機構也可能提出請求賠償。圖 1-1 中可看出，包括競爭者可能會因侵權行為、專利糾紛而請求賠償；股東可能因違反委任義務、決策不當、陳述不實；顧客可能因買賣糾紛、產品瑕疵糾紛；員工可能因違反顧

備契約、不當不公平待遇；政府不實財報、違反證券交易法令、其他則像有價證券交易事件或是內線交易等而向公司或董監事請求賠償。

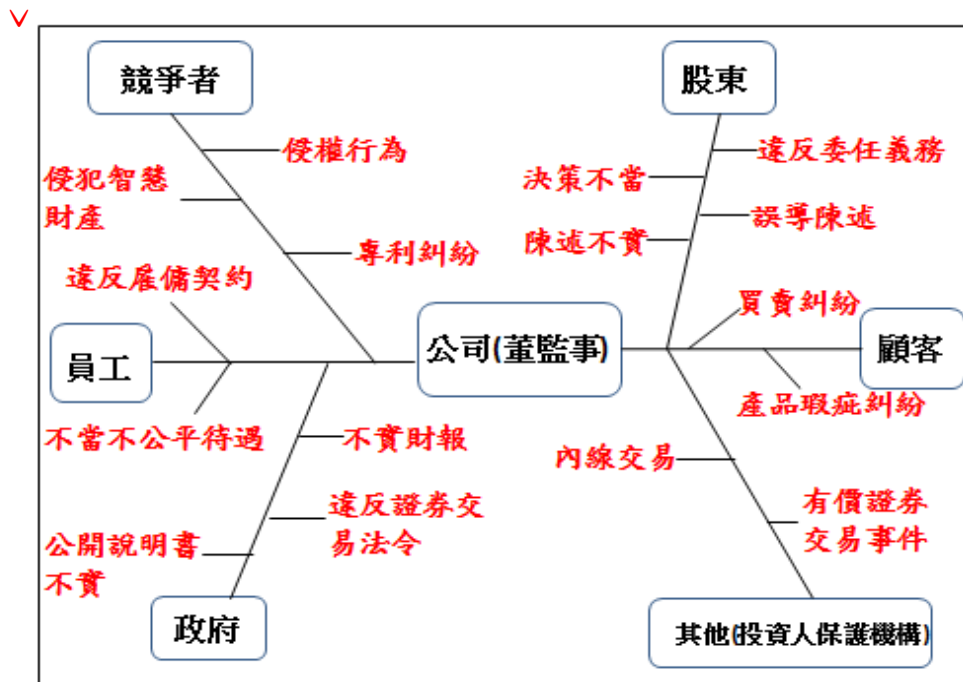


圖 1-1 公司及董監事可能遭受賠償請求之訟源

資料來源：行政院開發基金推動投資事業董監事責任保險提案簡報

詹素嬌等人(2014)談到，當財報品質與公司治理愈受到投資人關注時，董監事所面臨之訴訟風險隨之愈高，此時公司便欲藉由投保董監事責任險。此保險的目的在於就主持經營決策之主管人員(一般有董事、監察人、重要職員)，因為個人之錯誤、疏忽或遺漏，而違反擔任董監事及重要職員身分而依法應負擔之義務時，例如：忠實義務、善良管理人注意義務等，至其個人應負之損害賠償責任及可以透過投保董監事及重要職員責任保險，適度轉嫁風險。(魏梅葉，2010)

現代保險雜誌 2013 年「千大企業產險購買行為及滿意度問卷調查」報告統計，雇主責任險與 D&O 保險的投保率則約三成八。規模越大的企業對責任風險重視的程度越高，前四十大有八成八投保公共意外險，D&O 保險的投保率超過七成五，而有投保產品責任險與雇主責任險的企業則都超過半數，而二〇一名之後的企業，投保責

任險的比率則大多低於平均值。而在報告中更提到，D&O 保險是有擴增保險計劃者的首選，有四成企業表示想投保，其次有四分之一企業想買員工誠實保證保險，其後依序是應收帳款保險與現金保險。

此一保險擴充計劃顯示經濟不景氣，大企業更加擔心董監事、重要職員、員工、客戶或其他第三人的錯誤或犯罪行為可能造成企業的重大損失，因此對這些與特定人士的行為有關或屬犯罪保險（Crime Insurance）的險種特別感興趣。直指出企業若要擴充投保險種，董監事責任險會是首選。

根據統計，臺灣上市公司投保董監事責任險比率約 55%、上櫃公司投保比率則有 62%。在各行業別來看，根據美亞產險公司統計(表 1-1)，以電子、金融保險最多，達 7 成以上的公司都會投保，紡織業最低，只有 17%，其他傳統產業如水泥、食品、塑膠、化工、汽車、營建以及百貨業公司投保比率都在 30~40% 左右。安達產險金融保險部經理賴鏞蓉說，過去食品業董監事以及高層被認為是一個風險較低的行業，但在胖達人、富味鄉以及頂新等被爆食安問題、甚至被牽扯到內線交易以及主管機關賦予投保中心更大權限後，預期一些投保率較低的產業投保董監事責任險意願應還會再上升。

表 1-1 102 年各產業投保董監事責任險比率

產業別	百分比(%)
水泥業	42.8
食品業	34.6
塑膠業	39.3
紡織業	17.9
電機、電線電纜業	47.6
化工業	33.3
玻瓷業	46.6
鋼鐵業	50.0
造紙業	40.0
汽車業	37.5
營建業	30.0
航運業	41.7
金融證券業	73.2
百貨業	37.5
生化業	68.6
電子業	76.0

資料來源：資訊觀測站、美亞產險

另外，投保中心在 103 年替投資人爭取的和解金額高達 7.19 億元，其中約有 1/3 因公司有投保 D&O 保險，經由保險公司獲得理賠。由於投保 D&O 保險，不僅可減輕上市櫃公司董監事的責任，同時也可保護投資人，因此，呼籲證交所及櫃買中心可學香港，要求上市櫃公司投保 D&O 保險，若不投保，須在公開資訊重大訊息中說明不投保的理由。(蘋果日報，2015 年 01 月 22 日)

因此，依上述各相關之研究或報導，經過魏梅葉和本文研究整理後，可歸納出投保 D&O 保險的主要理由有：

- 一、 各項法令的陸續頒布，法令規範趨於完善，求償途徑更多元；另外，在 2002 年「證券投資人及期貨交易人保護法」、「上市上櫃公司治理實務守則」通過後，保發中心可代位進行團體訴訟之運作，未來訴訟案件勢必上升。
- 二、 2006 年證券交易法修正案中，對於內線交易、炒作及財報不實等行為，加重董監事及經理人等內部人的罰則。
- 三、 因應企業全球化的需求，大型企業為了增加本身的競爭能力，紛紛向海外募集資金，大量發行 ADR、GDR 或 ECB 或進行併購，投資與經營風險逐漸向海外擴張，必大大增加被求償的風險。
- 四、 2001 年安隆公司及世界通訊、2003 年博達、皇統及訊碟等董監事淘空公司後，導致企業破產，投資人因而提起訴訟。
- 五、 居於保護公司及股東原則，藉由保險理賠規避風險，降低企業訴訟的衝擊，對於公司、董監事及股東的權益有所保障。
- 六、 營造穩定、無憂的工作環境，保障董監事與重要職員，不會因少數經營者的不法、不當行為而遭受損害，讓人才勇於任事及留才。

過去的年代裡，擔任大公司的董事、監察人、CEO、CFO 等職務，是一件非常光榮的事情，因為一方面可以有崇高的社會地位，一方面又可以享有優渥的報酬，可以說是令人稱羨。但，曾幾何時，這樣的殊榮已經變成美麗的負荷，在時空環境的變遷下，擔任這些職務等於是以身家財產當賭注。而投保 D&O 保險，是支持董監事及經理人勇於負責的後盾；而它將如何影響公司在績效部分的表現，有待探討。

第二節 研究目的

「董監事及重要職員責任保險」(D&O 保險)此一險種，開始於保險的起源地---英國，不過此保險之開始發展，卻非在歐陸地區，而是在大西洋的另一端---美國。由於 1929 年前後發生的經濟大恐慌，許多公司面臨了經營不善而倒閉，股市亦應聲而倒地大崩盤，投資者叫苦連天而不斷進行訴訟的困境之後，鑒於市場的迫切需求，D&O 保險乃應運而生。D&O 保險的需求與理念，到了第二次世界大戰後，更是風行。

D&O保險在國外發展了半世紀後，臺灣地區於1996年，由「美商美國環球產物保險有限公司」臺灣分公司引進第一張保單。觀察當時國內的社會背景和環境，在政治解嚴後投資環境自由度大幅開放，臺灣許多的中大型企業，為了增加本身的競爭力與能見度，紛紛爭取向海外募集資金，大量發行存託憑證(GDR/ADR)與海外公司債(ECB)；如新竹科學園區有近半數的業者都投保D&O保險，特別是海外設有子公司、分公司，或即將在海外募資、發行海外存託憑證的業者，因為受到外國法令的規範，幾乎沒有不買D&O保險的。但，因為D&O保險是第一次引進臺灣，當時公司投資者普遍尚未形成足夠的心態與觀念，加上或許囿於資金的限制，與訊息來源的不夠完備，已至此一新興險種在剛引進臺灣地區時，推廣銷售上面臨極大的阻力與挑戰，所以初期有意願承擔並銷售此一險種的公司並不多(陳秀惠，2003)。由於歐美國家積極推動公司治理，企業普遍的意識認為保護公司資產與投資人的權益，同時監督與輔助董監事及重要職員的主動作法，除了代理問題外，就是投保D&O保險。

以目前上市櫃公司約有 1,500 家來看，目前投保家數約有764家，投保率約為56%。跨國投資增加的結果，也將原本僅侷限於臺灣公司內部的投資經營風險，逐漸向外擴展延伸到海外的趨勢。如此一來，企業經營者依法不僅須對國內的股東負責，也必須對海外的投資人負責，此無異使經營階層原本承擔的風險更加擴大。為了避免公司在無力承擔經營風險，以致公司經營不善而倒閉，會導致如滾雪球般的巨大經濟

金融風暴，D&O保險的出現，適度地調和減緩了公司承擔未知的風險，也成為公司進一步求取發展的避險工具。(陳秀惠，2003)

由於公司治理與董事會關係密切，而 D&O 保險對於董監事與高級主管之責任風險提供保障，因此 D&O 保險可能影響公司治理之成效。(陳彩稚，龐嘉慧，2008) Bhaget, Brickley and Coles(1987)以及 Brook 與 Rao(1994)主張 D&O 保險可減輕董監事及重要職員之心理壓力，使優秀的人才願意為股東效力。Cadbury(1992)與 Hampel(1998)認為董事會的組成與 D&O 保險均具有監督的功能，兩者可以互補而強化監督機制。詹素嬌等人(2014)研究結果發現公司購買 D&O 保險與審計公費呈正向相關，顯示相較於未投保公司，投保 D&O 保險之公司具有較高之審計公費。

Bhaget, Brickley and Coles(1987)檢視股票報酬與管理者建議擴大公司保險和賠償金額之間的關係，他們認為 D&O 保險或許能結合管理者與股東的利益，公司內部大可利用 D&O 保險降低因訴訟所導致的損失，實證結果發現 D&O 保險對股東財富的影響是正相關，且可減輕董監事暨重要職員的心理壓力，使優秀人才願意為股東效力；但 D&O 保險對短期內的股票報酬並無影響。O'Sullivan(1997)參考 Holderness(1990)的假說做研究，以 1992 年英國 366 家公司為研究樣本，探討董事會結構、管理者持股、外部股東與 D&O 保險需求的關係，結果亦支持 Holderness(1990)提出的效率監督假說，發現大公司的外部監督成本很高，D&O 保險可以有效幫助股東監督公司，而小公司較少依賴 D&O 保險監督公司。

在亞洲歷經地雷股風暴、美國發生安隆(Enron)及世界通訊(World Com)等弊案後，公司治理這個議題益發受到重視，其影響層面不僅及於公司，更會影響一個國家的金融穩定程度，進而影響到國家的經濟發展，可說是非常廣泛。(黃小玉，2004) 公司治理(Corporate Governance)是一種管理機制，目的在於維護股東權益與公司價值以確保公司所有利害關係人(包括股東、債權人、供應商和員工等)之權益。公司治理較佳者，對於財務績效與公司價值會有正的顯著性影響，更具體地說，公司治理

是強化公司競爭力與管理效能，並防範公司的管理者傷害公司價值，以保障其他利害關係人與資金提供者的權益（葉銀華等，2002）。

實務界與學術界對公司治理機制健全發展皆非常重視。Jensen 及 Meckling(1976) 提出「利益收斂假說」(convergence-of-interest hypothesis)，即當管理者持股比例愈高時，企業若有損失時亦會損及自身的利益，因而有較大的誘因增進公司的經營績效。但 Jensen 及 Ruback(1983)則提出「利益掠奪假說」(conflict of interest hypothesis)，認為當管理經營者所持有之股權比例愈高時，因有足夠投票權或其工作保障性愈高，而產生怠職的情形，也或許會產生一些反接管行為(anti-takeover behavior)，最終導致經營績效變差。

本文旨在探討董監事責任保險，以及公司治理對績效的影響，因此本文的目的如下：

- 一、了解 D&O 保險的發展歷程，及對於公司分散風險的效果。
- 二、探討公司購買 D&O 保險與績效之關聯性，並預期投保 D&O 保險之公司相較於未投保之公司具有較高之公司績效。
- 三、探討公司治理對績效影響的關聯性。

第三節 研究流程

本文共分五個章節，依序如下(圖 1-2)：

第一章「緒論」說明本文研究動機、目的及架構。

第二章「文獻探討」基於研究動機與目的做闡述。

第三章「研究設計」說明本研究的資料來源、樣本選取以及研究方法。

第四章「實證結果與分析」針對實證結果做整理、歸納並分析。

第五章「結論與研究建議」說明本研究的結論與建議。

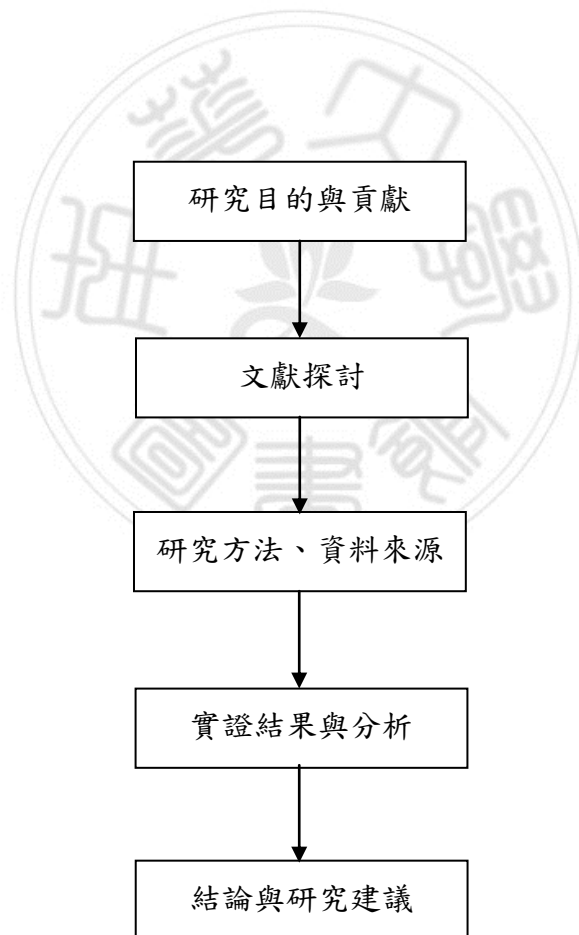


圖 1-2 研究流程架構圖

第二章 文獻探討

第一節 董監事責任保險之相關文獻探討

所謂「董監事及重要職員責任保險」(Directors and Officers Liability Insurance, 實務界簡稱「董監事責任保險」D&O 保險)係專為具有決策權及對外代表公司之高級主管所設計之保單,以管理董監事及重要職員於執行職務時,所面臨之多樣而繁複之法律風險。(陳威榮, 2009)

D&O 保險的開展,係從 2001 年修正「公司法」增訂董事義務開始,通過「投資人保護法」,成立專職「投資人保護中心」保護機構,規定得由 20 位以上投資人授權,代為起訴或提付仲裁。2004 年一月,公司治理問題出現,證交所規定新上市櫃公司需設置獨立董監事;同時,證交所及櫃買中心共同制定「上市上櫃公司治理實務守則」,守則第 39 條:「上市上櫃公司得依公司章程或股東會決議於董事任期內就其執行業務範圍,依法應負之賠償責任,為其購買責任保險,以降低並分散董事因錯誤或疏失行為而造成公司及股東重大損害之風險。」明定公司必須為董監事及重要職員購買責任保險。

下表 2-1 是臺灣地區有董監事責任保險的法令,所制定的規翻和內容。其中如民法、公司法、保險法、證券交易法和證券投資人及期貨交易人保護法等,都有對其做一個明確且清楚的解釋。

表 2-1 臺灣地區目前 D&O 保險的相關法規

相 關 法 令	條 文 內 容
民法第 28 條	法人對於其董事或其他有代表權之人因執行職務所加於他人之損害，與該行為人連帶負賠償之責任。
保險法第 90 條	責任保險人於被保險人對於第三人，依法應負賠償責任，而受賠償之請求時，負賠償之責。
公司法第 8 條	<p>本法所稱公司負責人：在無限公司、兩合公司為執行業務或代表公司之股東；在有限公司、股份有限公司為董事。</p> <p>公司之經理人或清算人，股份有限公司之發起人、監察人、檢查人、重整人或重整監督人，在執行職務範圍內，亦為公司負責人。</p>
公司法第 23 條	<p>公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，如有違反致公司受有損害者，負損害賠償責任。</p> <p>公司負責人對於公司業務之執行，如有違反法令致他人受有時，對他人應與公司負連帶賠償之責任。</p>
證交法第 20 條	<p>有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。</p> <p>發行人依本法規定申報或公告之財務報告及財務業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。</p> <p>違反第一項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任。</p> <p>委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，視為前項之取得人或出賣人。</p>
證 交 法 第 157-1 條	下列各款之人，實際知悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內，不得對該

	<p>公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券，自行或以他人名義買入或賣出：</p> <ol style="list-style-type: none"> 一、該公司之董事、監察人、經理人及依公司法第二十七條第一項規定受指定代表行使職務之自然人。 二、持有該公司之股份超過百分之十之股東。 三、基於職業或控制關係獲悉消息之人。 四、喪失前三款身分後，未滿六個月者。 五、從前四款所列之人獲悉消息之人。 <p>前項各款所定之人，實際知悉發行股票公司有重大影響其支付本息能力之消息時，在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之非股權性質之公司債，自行或以他人名義賣出。</p> <p>違反第一項或前項規定者，對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。</p> <p>第一項第五款之人，對於前項損害賠償，應與第一項第一款至第四款提供消息之人，負連帶賠償責任。但第一項第一款至第四款提供消息之人有正當理由相信消息已公開者，不負賠償責任。</p>
<p>證券投資人及期貨交易人保護法第 28 條</p>	<p>保護機構為保護公益，於本法及其捐助章程所定目的範圍內，對於造成多數證券投資人或期貨交易人受損害之同一原因所引起之證券、期貨事件，得由二十人以上證券投資人或期貨交易人授與仲裁或訴訟實施權後，以自己之名義，提付仲裁或起訴。證券投資人或期貨交易人得於言詞辯論終結前或詢問終結前，撤回仲裁或訴訟實</p>

	<p>施權之授與，並通知仲裁庭或法院。</p> <p>保護機構依前項規定提付仲裁或起訴後，得由其他因同一原因所引起之證券或期貨事件受損害之證券投資人或期貨交易人授與仲裁或訴訟實施權，於第一審言詞辯論終結前或詢問終結前，擴張應受仲裁或判決事項之聲明。</p>
<p>上市上櫃公司治理實務守則 第 47 條</p>	<p>(上市上櫃公司應建立員工、股東及利害關係人與監察人之溝通管道)</p> <p>為利監察人即時發現公司可能之弊端，上市上櫃公司應建立員工、股東及利害關係人與監察人之溝通管道。監察人發現弊端時，應即時採取適當措施以防止弊端擴大，必要時並應向相關主管機關或單位舉發。</p> <p>上市上櫃公司之獨立董事、總經理及財務、會計、研發及內部稽核部門主管人員或簽證會計師如有請辭或更換時，監察人應深入了解其原因。監察人怠忽職務，致公司受有損害者，對公司負賠償責任。</p>

資料來源：魏梅葉(2010)、全國法規資料庫及本研究整理

此外，將 D&O 保險承保範圍從「人」、「事」、「時」、「地」和「物」又可分述如下。

表 2-2 D&O 保險承保範圍

承保範圍	說明
人	D&O 保險所承保之對象舉凡公司董事、監察人、經營管理階層(有實際監督、管理權責之人、且不受限於職稱)等自然人。亦常見股東或員工向公司負責人與公司法人要求連帶賠償責任，故亦針對「有價證券賠償請求」及「僱傭行為賠償請求」以附加險的方式，擴大承保法人責

	任。
事	根據民法第 28 條、公司法第 23 條規定之內容，可知 D&O 保險保險內容是當公司負責人或管理階層人員因執行職務有疏失，對於要保人(公司)或被保險人以外之第三人所生之負損害賠償責任時，承保之保險公司即須理賠(但有某些情況)。此處的「第三人」，除了公司以外的他人外，也包含了公司的債權人、客戶股東和員工，乃至於競爭同業、政府機關都涵蓋在內。
時	D&O 保險的承保時間與其他種類之保險並無不同，係以保單所載有效保險期間為準，關此並無爭議。不過必須特別說明的是，在有效保險期間內所發生之保險事故，承保之保險公司固然依法依約須負理賠責任；但對於「訂約時已發生而雙方未知」之保險事故，承保之保險公司依法仍須負擔理賠責任。所以，縱使在公司訂立保險契約前已發生，但尚未浮現之潛在性損害賠償，且為要保人公司與保險公司雙方不知者，承保之保險公司仍然必須負擔理賠之責。
地	D&O 保險地域沒有特別區分，基本上是適用全世界，為美加地區的求償風險較高，故相對在費率或自負額皆會比其他地區為高。
物	理賠的項目，除了賠償金額(是指經法院判決確定，或經由承保之保險公司共同參與的和解協議而決定者)以外，也包含訴訟過程中「必要的抗辯費用」，如委任訴訟的律師費、撰狀費等。

資料來源：魏梅葉(2010)及本研究整理

第二節 公司治理之相關文獻

公司治理(Corporate Governance)是監管公司的方法。此觀念最早出現於1970年

代，1997年亞洲金融風暴與2007至2008年美國次貸風暴金融危機的發生，開始強化公司治理機制，並被認定為未來預防金融危機的主要方法。

公司型態的企業組織基於所有權與經營權分離的原則，其所有權既已分散的方式轉換成股份，間接促使社會的每一個人都可能成為企業投資人。因此，在現今公司治理的時代，加強投資人保護、加強董監事責任、引進獨立董事，以淘汰不良企業及不良經理人，已刻不容緩。(陳長文等，2002)

表2-3為各相關機構或是學者對於公司治理的解釋和闡義，統整如下表。

表 2-3 公司治理定義

作者及年代	公司治理定義
Alkhafaji(1990)	公司治理是種結構與權力之形式，來牽制運作中組織在不同群體間之責任和權利。以企業而言，上市公司的運作方式，董監事全體與管理者共負責任，可以降低公司管理者與股東間之代理問題。
Cadbury (1992)	公司治理結構是掌管、指導與控制公司的制度與過程。
Shleifer and Vishny(1997)	公司治理是「金主能確保擁有合理的報酬所設計的機制」。
國際經濟合作暨發展組織(OECD，1999)	公司治理是公司經營者落實指導和管理等機制過程，在兼顧利害關係人利益下，以加強公司績效來保障股東權益，且發表股東的權益、公平對待股東、利害關係人的角色、資訊揭露及透明性、董事會角色、建立有效公司治理架構等六項治理原則。
世界銀行(1999)	公司治理是在契約與法律規範下，成立一套調查監督之機制，以達到公司價值極大化之目標。

中華公司治理協會 (1999)	公司治理是指導、管理落實經營者責任之機制與過程，在能兼顧其他利害關係人之利益下，以加強公司營運績效，來保障股東權益。
證券暨期貨市場發展 基金會(2001)	公司治理是「企業體經由法律、制衡的控管與設計，在企業所有與企業經營分離的組織體系中，有效監督其組織活動，以及如何健全其組織運作，並防止脫法行為等經營弊端，來實現企業社會責任的高等目標」。
Rezaee(2002)	公司治理主要是確保管階層謀求股東利益最大化而設計。
葉銀華、李存修、 柯承恩(2002)	公司治理主要是經由健全的制度設計與執行，提升管理效能和監督管理者行為，並保障外部投資人(小股東及債權人)應有報酬與其他利害關係人之利益。
何里仁(2003)	企業觀點而言，公司治理又稱為企業監管，主要是用來降低董事與管理人對公司營運方式所應負之責任；而從財務觀點而言，公司治理是降低股東與管理人代理問題的相關組合，如公司授權決策體系、公司內部資訊系統、公司內部控制機制、以及外部市場之影響力。
台灣大學法學研討會 (2005)	建立完善的企業高階結構與決策機制，整合風險管理，以達成企業永續經營的目標。而公司治理應是由上而下，透過所有權與經營權的分離，促使企業團隊在充分的授權下，為利害關係人、企業及股東創造三贏的存在價值。
謝錦堂(2009)	公司治理為確保企業永續經營的企業本質，引此，公司治理並非只有「防弊」，應還有「興利」之目的。

資料來源：柯建臺(2014)及本研究整理

第三節 董監事責任保險對績效影響之相關文獻

Core(1997) 利用 logit 模型檢定 10 個訴訟風險相關變數與購買 D&O 保險之間的關係，指出公司購買 D&O 保險的決定因素在於訴訟風險與財務危機成本，若公司意識到本身的風險有限時，會選擇省下保險費而不去購買 D&O 保險。且公司的規模大小對於 D&O 保險的需求有某種程度的影響，因為公司資本額越高，預期賠償的損失越大，對董事責任險的需求也越大。

Core(2000)又以 246 家加拿大公司為樣本，研究期間自 1993-1994 年間，使用公司投保 D&O 保險的保費當訴訟風險的事前測量。以公司投保 D&O 保險的保費檢驗公司治理的品質，結果發現公司治理較差的公司，其 D&O 保險的保費與 CEO 的超額薪酬呈正相關，且公司規模越大，公司所面臨的賠償風險越大，D&O 保險需求也越大。

O'Sullivan(2002)研究英國的大型公司為何要購買 D&O 保險，研究樣本選自倫敦交易所的 500 家上市公司，排除金融業與資訊不全的公司後，總樣本為 286 家公司。模型起初以單變量分析比較有投保 D&O 保險的公司與未投保 D&O 保險公司的差異；第二以 logit 模型確認影響 D&O 保險的需求因素為何，結果發現投保 D&O 保險的公司其公司規模較大、管理者持股比率較低及外部董事比率較高，表示公司治理越佳的公司，對 D&O 保險的投保會更加積極。

Gutierrez(2003)針對 D&O 保險對公司治理的影響，採用代理模型指出公司投保 D&O 保險，更多一層監督董事會的功能，而當股東為保障其權益而採用訴訟手段時，D&O 保險是使股東受益更勝董事的工具。

D&O 保險是否能有效發揮監督經理人的角色，文獻上存有爭議。支持 D&O 保險的學派認為它扮演一個治理機制的角色，因為保險公司透過詳細審查投保公司，予以承保範圍與不保事項承保範圍(Holderness 1990; O'Sullivan1997)，也因此 D&O 保險

會降低訴訟風險被視為一種有效率監督經理人的策略。然而，另一派研究則指出經理人機會主義係為購買 D&O 保險之決定因素之一。Core (1997)發現當公司具有較大內部投票控制權時，會傾向於購買較多的保險及擴大承保範圍。Boyer and Delvaux-Derome (2002)發現公司治理制度較弱時，存有更多機會主義行為的空間，提高購買 D&O 保險之可能性。

Myers (1977)指出風險增加會降低公司的成長，當公司的風險相對較高時，破產的機率增加；Chalmers et al. (2002)發現上市後三年的績效與是否投保 D&O 保險呈負向相關，當首次公開發行之股票被高估時，管理者會傾向購買 D&O 保險。Kim(2006)指出超額 D&O 保險與公司財務報表重編存有顯著正向關聯性。Chung and Wynn (2008)發現當公司 D&O 保險之保險金額較高時，會有較低的應計數。因此本研究推測公司此時較可能購買 D&O 保險來規避風險，綜上所述，當公司有財務困難時、績效及公司治理較差、有較少的外部董事或當董事會成員對公司股權有重大影響力時，較可能會購買 D&O 保險。

Boyer(2005)提到有關保護董事權益可分成三類，一是有限責任條款，二是企業賠償計畫，最後是 D&O 保險；Boyer(2005)以 D&O 保險為出發點，探討 D&O 保險與董事財富的關係，以 1993~1998 年的 318 家加拿大公司為研究樣本，被解釋變數為 D&O 保險相關資訊，解釋變數以 D&O 保險投保前一年欲探討的變數，結果發現公司裡的股東及債權人財富越多，對 D&O 保險需求越大，支持保護財富假說，D&O 保險最主要是保護股東財富。另外也發現公司負債比率越高，D&O 保險需求越大。

李書行(2007)以天下雜誌 2004 年臺灣 500 大企業調查中的 81 家上市櫃公司的 D&O 保險投保情形為研究樣本，發現投保 D&O 保險公司的訴訟風險明顯大於未投保的公司；但在公司績效方面，投保 D&O 保險的公司與未投保 D&O 保險的公司並沒有明顯差異。

曲欣鵬(2011)以2008年及2009年的上市公司為研究樣本，探討公司對於董監事暨重要職員責任保險需求的影響因素，以及引發訴訟風險的因素是否會影響公司投保董

監事暨重要職員責任保險的決定。實證模型分別以 Logistic Model 及 Tobit Model 來探討。結果顯示董監事暨重要職員責任保險是否投保的決策與投保金額的大小有相同的影響因素。首先，發現公司資產報酬率的標準差愈高，董監事暨重要職員責任保險需求愈高；其次，大部分公司治理變數顯著地影響董監事暨重要職員責任保險需求，如董事會規模、董監事持股率、董事長是否兼任總經理等；相較於傳統產業，電子產業的董監事暨重要職員責任保險需求愈高；最後，獲利能力、公司是否有併購其他公司與海外籌資等變數不影響董監事暨重要職員責任保險需求。

第四節 公司治理對績效影響之相關文獻

Brown and Caylor(2006) 根據大陸的股東服務機構提供數據，提出測量公司治理水平的主要方法，分為八個部分共51個指標，檢驗公司治理指數、經營績效與公司價值之關係，發現公司治理越好，公司利潤越高，越有價值。丁秀儀 (2009) 從股權、董事會與公司結構、資訊揭露品質與管理型態等公司治理構面發現公司治理確實會影響機構投資人持股，結果顯示公司治理較佳之公司較受機構投資人的青睞。

另外，賴丞坡、李昇倫(2012)指出公司治理的五大構面則參酌葉銀華等(2002)之分類，依序為股權結構、董事會結構、轉投資、資訊揭露及管理型態等構面。

一、股權結構

產險公司股權集中或離散可能影響產險公司經營績效，股權結構包含經理人持股比例與大股東之持股比例。Jensen and Meckling(1976)指出當管理者的持股比例愈高時，愈能提升公司的經營績效，稱之為利益收斂假說(Convergence of Interest Hypothesis)，此學說認為透過管理者持股可結合管理者與股東之利益。Wang et al.(2007)研究公司治理對臺灣產險業經營效率指出內部人持股對資產報酬率、配置效

率與成本效率有正向影響，因此符合利益收斂假說。繆震宇與蘇鵬翰(2004)亦指出當代理者與主理人的利益愈一致時，經理人的代理成本也愈低，所以公司的經營績效隨著經理人的持股比例增加而提昇。但反對經理人持股比例過高的學者，例如，Morck et al.(1988)提出的鞏固職權假說(Entrenchment Effect)中指出公司經理人如果持股比例達到一定高的水準時，則會因本身相對穩定的職位而特權消費，使怠惰的現象更為嚴重反而讓公司價值的降低；王元章與張椿柏(2011)實證指出經理人持股比例一開始與經營績效呈現正向相關，當持股超過一定比例後則會反轉成負向相關。

在大股東持股方面，Shome and Singh(1995)及 Allen and Phillips(2000)指出大股東持股比例與財務績效有正面的相關，因為大股東有監督管理階層的誘因，在相較於持股比例較低的散戶中有能力承擔監督管理階層的費用支出與成本。Agrawal and Mandelker(1992)以積極監督假說(Active Monitoring Hypothesis)推論出當大股東所持有的股權較多時，更有誘因去監督管理當局，因此對於公司的價值有正向影響。

二、董事會結構

董事會是公司監督中最重要的一環，本文的分析變數包含上市公司董事會持股比例、董事會規模及控制股東席次。張明峰(1991)發現，董事會之持股比例愈大，將會使公司的代理問題得以減輕，因為對其監督管理行為的意願會較高，而導致財務績效較佳。陳振遠等(2005)也發現外部董事與機構董監事的比例愈高，能提高董事會的獨立性與專業性，將可提升監督功能並增加公司的價值。王元章與張椿柏(2011)實證指出董事持股比例愈高，因為存在更有效率的監督管理者而降低經理人的代理問題，並增加公司的價值。賴丞坡與李昇倫(2012)在臺灣 13 家的產險業研究中，也發現董事持股和公司績效有顯著正相關。

然而，董事會規模大小對於經營績效的影響，實證文獻則未見收斂，Bacon(1973)說明出董事會規模與公司績效是呈現正相關的，他認為當董事會人數較多時，其產業的背景、寬廣的教育程度和每個人的技術不同，能對公司的經營決策提出較為多元的建議與看法，李馨蘋與莊宗憲(2007)在實證中說明董事會規模與公司的經營績效是有

正面影響，丁秀儀(2008)亦認為董事會席次的提高有助於公司績效之提昇；而持反對意見的學者，例如 Jensen(1993)指出當董事會規模一直增加時，其效率會因為整合及解決問題的成員間意見相左而變得較差；Cheng(2008)亦主張當企業有較大的董事會規模時，其公司的績效會有較低的表現，說明較大的董事會需要更多的妥協以達成共識，並且因為較大的董事會的決策較不極端，導致讓公司的績效不易有表現；Wang et al.(2007)實證發現臺灣產險業之董事會規模對經營績效有負向的影響。賴丞坡和李昇倫(2012)也在探究臺灣產險業公司治理對績效影響中，發現董事會規模對產險公司經營績效具有負向關係。柯建臺(2014)也實證出董事會規模和產險公司的經營績效。

葉銀華等(2002)指出當公司控制股東的成員擔任董事或監察人席次比率愈多，愈有能力去影響公司的決策方向，也可藉由關係人交易的途徑去侵佔小股東財富，且將會導致公司價值的滑落；楊朝旭等(2008)認為公司在裁量創新決策時會受到董事會的監督，如主要控制股東佔董事會席次比例多數時，則定義為董監席次控制權，並探討控制股東是否具有侵佔誘因，其藉由掌握董監事席次及涉入管理階層來影響公司的創新投資決策，進而損害公司的價值。

三、公司結構

要探討企業的影響可在資產負債表內資產欄中的基金與長期投資除去總資產，可算出長期投資佔總資產的比例對經營績效的高低有何影響，當投資一家公司的比例高達 50%實則稱為母子公司，而投資在 30%以上的公司則為從屬公司，可以影響到投資公司的財務業務與經營決策；丁秀儀(2008)發現轉投資率對公司會計績效呈現正向影響。賴丞坡和李昇倫(2012)也證實轉投資率對產險公司的每股盈餘和資產報酬率呈現正向影響，說明產險業投資決策的重要性。

四、管理型態

董事長是否兼任總經理及當控制股東(最大股東)同時擔任董事長時對產險公司績效之影響，是值得關心之議題。黃旭輝與王育偉(2007)發現董事長如兼任總經理，會使董事會的監督功能降低而產生代理問題，而且因為總經理的撤換機率變小，使得

公司經營績效不佳情況會繼續產生；Wang et al.(2007)實證並指出董事長兼任總經理對保險的效率與績效有負向的影響。Shleifer and Vishny(1986)在特殊情況下大股東直接參與管理可解決內外部股東資訊不對稱的問題，而 Patton and Baker(1987)卻主張控制股東為董事長或總經理，有可能使董事會失去客觀決策性與制衡監督的力量；呂佳玲與林基煌(2008)控制股東會任派家族成員擔任董監事，目的是使公司的決策受到監督機制的影響，以便利於轉移公司資源，當控制股東能有效控制公司決策時，會導致小股東利益被剝奪而使股東權益受到影響。本文以總經理董事長兼總經理以及參與管理等為代理變數，希望以實證結果得出，臺灣上市公司的這兩個公司治理變數是如何影響其經營績效的。



第三章 研究設計

第一節 研究對象與範圍

本研究以臺灣的上市公司為主要研究對象，研究期間為 2008 年至 2013 年，資料來源選自於「公開資訊觀測站」之證交所上市公司的公開資訊，以及臺灣經濟新報資料庫(TEJ)財經資料庫系統之各項統計報表。資料頻率為年資料，排除產業特性不同的金融保險相關產業及管理股票，和一些在選取過程中資料不完整的樣本，為了比較不同年度投保 D&O 保險及各家公司公司治理的變數差異，以 754 家上市公司為研究樣本，最終得到 4550 筆觀察值，運用敘述統計分析、相關係數分析和複迴歸分析，用以進行實證分析。

第二節 資料模型

- (一) 描述統計 分析樣本背景變項、獨立變項及依變項各題項之平均數、百分比與次數分配。
- (二) 相關分析 以皮爾森積差相關、點二系列相關及多系列相關檢驗各個應變數和自變數間是否有顯著相關存在。

本文為研究上市公司有無投保董監事責任險和公司治理對績效的影響，建構以資產報酬率和股東權益報酬率變化的相關分析，以資產報酬率和股東權益報酬率為應變數，除了各上市公司之有無投保董監事責任險，並參考賴丞坡、李昇倫對於公司治理的分類，選擇出：經理人持股比例、大股東持股比例、董事會持股比例、董事會規模、控制股東席次、轉投資率、董事長兼總經理和參與管理為自變數，以一般的複迴歸分析法來做實證。

其中，應變數的資產報酬率(ROA)以及股東權益報酬率(ROE))，自變數中包含D&O 保險(DAO)、經理人持股比例(MGT)、大股東持股比例(BLOCK)、董事會持股比例(INSIDE)、董事會規模(BOARD)、控制股東席次(BLOCK5)、轉投資率(SUMINV)、董事長兼總經理(CEOGM)以及參與管理(PARTMGT)。

一、應變數

- 1.資產報酬率(ROA)：為衡量每一元資產對公司所產生的稅後淨利。
- 2.股東權益報酬率(ROE)：在衡量每一元淨值對公司所能產生之稅後淨利，可用此來反映公司能為股東帶來的收益有多少。

二、自變數

- 1.董監事責任險(DAO)：以各上市公司是否投保董監事責任險，作為公司是否有適度轉嫁風險的機制，並藉以觀察有無投保董監事責任險對於公司績效是否有影響；有投保以虛擬變數=1 表示，無則=0。
- 2.經理人持股比例(MGT)：以公司高階主管持股佔公司流通在外股數的，比例來觀察，是否會因持股比例越高則公司經營績效越高。
- 3.大股東持股比例(BLOCK)：持有公司股份大於 5% 以上者之大股東持股比例，觀察是否會因大股東持股比例越高則公司經營績效越高。
- 4.董事會持股比例(INSIDE)：以公司董事會之總持股比例來觀察，是否會因持股比例過高(低)，而產生經營績效的影響。
- 5.董事會規模(BOARD)：探討公司董事會內組成之規模大小對於經營績效的影響，是否董事會成員之多寡真能影響公司決策而影響公司績效。
- 6.控制股東席次(BLOCK5)：持股比例達 5% 以上的大股東在董事會中所佔的總席次，在董事會則已經較有控制權，能對公司營運產生相對性的影響。
- 7.轉投資率(SUMINV)：本研究想以各上市公司資金運用總計金額佔資產總額比例來觀察對產物保險公司會計績效的影響，可用來衡量公司的獲利能力。

8.董事長兼總經理(CEOGM)：董事長與總經理為公司的主要決策單位，可看出公司經營不佳產生營運問題時，是否是董事長有兼任總經理所萌生的經營決策問題，以虛擬變數 1 表示，否則為 0。

9.參與管理(PARTMGT)：為最終控制股東擔任所控制公司的董事長或總經理，以虛擬變數 1 表示，否則為 0。



第四章 實證結果

第一節 敘述統計分析

從表 4-1 列示各變數之敘述統計量，可看出 2008 至 2013 這段期間中，754 家上市公司的經營績效存在很大差異，資產報酬率(ROA)最大值約 89.19%而最小值為-438.86%，差距非常的大；而在股東權益報酬率(ROE)中，最大值為 244.42%，最小值為-2118.26%顯示各上市公司的股東權益差異性更是驚人。而整體樣本之 DAO 的平均數為 0.54，代表從 2008 到 2013 年，有投保 D&O 責任保險的樣本比率已大於未投保 D&O 責任保險樣本；在股權結構方面可看出，總經理持股比例(MGT)平均值為 1.11%，顯示臺灣的上市公司之經營權和所有權還是呈現分開的狀況，最大值為 44.49%最小值為 0%；在大股東持股比例(BLOCK)的平均中，看出臺灣的上市公司中大股東持股比例佔 20.68%，大約有五分之一的股東持有在外股數達 5%；而董事會持股比例(INSIDE)的平均值也高達 22.17%，顯示臺灣的各上市公司中，仍存在有大約兩到三成的股權集中；董事會規模(BOARD)平均值為 9.4 人，但最大值為 31 人，最小值卻只有 2 人；控制股東在董事會的席次(BLOCK5)平均值為 2.69 席，最高為 15 席，最低則沒有席次。關於轉投資中的轉投資率(SUMINV)平均達到 30.85%，看出臺灣的各上市公司大約有近三成會將資金運用於投資以增加其收益，而其最大最小值差異極大，最大值為 99.74%，最小值為 0%，代表各產業之間對於資金的運用具有非常不同的做法。最後管理型態的董事長兼任總經理的型態(CEOGM)可看出，在所有上市公司裡，有 28%的公司有董事長兼任總經理的型態，但參與管理(PART)中平均數

而言，卻高達 78% 由最後控制股東擔任公司董事長或總經理，顯示臺灣的上市公司的最後控制股東擔任董事長或總經理的情況非常普遍。

表 4-1 變數敘述統計量

變數	有效個數	平均值	最大值	最小值	標準差
ROA	4550	.045	.891	-4.388	.114
ROE	4550	.056	2.444	-21.182	.369
DAO	4458	.545	1.0	0	.498
MGT	4550	.011	.444	0	.023
BLOCK	4550	.203	.813	0	.121
INSIDE	4550	.221	.997	0	.151
BOARD	4458	9.645	31.0	2	2.560
BLOCK5	4488	1.360	15.0	0	1.690
SUMINV	4550	.308	.997	0	.241
CEOGM	4461	.278	1.0	0	.448
PART	4550	.780	1.0	0	.414

說明：1. 變數包括有無投保 D&O 保險(DAO)、經理人持股比例(MGT)、大股東持股比例(BLOCK)、董事會持股比例(INSIDE)、董事會規模(BOARD)、控制股東席次(BLOCK5)、轉投資率(SUMINV)、董事長兼總經理(CEOGM)和參與管理(PART)。

第二節 相關係數分析

Pearson相關係數的變化範圍為-1到1。係數的值為1意味著 X 和 Y 可以很好的由直線方程來描述，所有的數據點都很好的落在在一條直線上，且 Y 隨著 X 的增加而增加。係數的值為-1意味著所有的數據點都落在直線上，且 Y 隨著 X 的增加而減少。係數的值為0意味著兩個變量之間沒有線性關係

相關係數分析部份，表4-2為各自變數之Pearson相關係數，從表4-2可得知，各自變數之間的相關性大部分皆低於0.5的絕對值，表示各自變數相關性上影響程度並不高。而ROA和ROE之間因為都是評斷公司績效的指標，因此相關性相當的高。幾乎每個自變數都有和應變數達顯著水準，應變數ROA和自變數經理人持股、大股東持股、董事會持股、董事會規模、轉投資率和參與管理呈現顯著正相關，其中最大值為(.070)，最小值為(.046)；應變數ROA和自變數控制股東席次和董事長兼總經理則呈負相關。

應變數ROE和自變數經理人持股、轉投資率和參與管理呈現顯著正相關；應變數ROE則和自變數控制股東席次和董事長兼總經理呈負相關。

表 4-2 相關係數分析表

	ROA	ROE	DAO	MGT	BLOCK	INSIDE	BOARD	BLOCK5	SUMINV	CEOGM	PMT
ROA	1										
ROE	.856**	1									
DAO	.027	.003	1								
MGT	.063**	.048**	-.036*	1							
BLOCK	.068**	.011	-.153**	.040**	1						
INSIDE	.052**	.015	-.099**	-.018	-.126**	1					
BOARD	.046**	.026	.025	-.126**	-.177**	.137**	1				
BLOCK555	-.043**	-.037*	-.103**	.030*	.011	-.013	-.042**	1			
SUMINV	.049**	.032*	.056**	-.013	.055**	-.046**	.014	-.015	1		
CEOGM	-.052**	-.022	-.022	.074**	.011	-.088**	-.109**	.033*	-.003	1	
PMT	.070**	.065**	-.120**	.116**	.048**	-.143**	-.092**	.001	.068**	.065**	1
	.000	.000	.000	.000	.001	.000	.000	.950	.000	.000	

說明：1. 自變數包括有無投保D&O保險(DAO)、經理人持股比例(MGT)、大股東持股比例(BLOCK)、董事會持股比例(INSIDE)、董事會規模(BOARD)、控制股東席次 (BLOCK5)、轉投資率(SUMINV)、董事長兼總經理(CEOGM)和參與管理(PART)。

2. ***表1%的臨界水準顯著；**則表示5%的臨界水準顯著；*表示在10%的臨界水準顯著。

第三節 迴歸統計分析

表4-3和表4-4結果顯示，各上市公司有無投保D&O保險和資產報酬率呈顯著正相關，這表示有投保董監事責任保險的，比沒有投保董監事責任險的上市公司在資產報酬率上較高，也表示上市公司投保董監事責任險改善公司風險已達提升經營績效。這證明了本研究的假設是正確的。魏梅葉(2010)也證實董監事責任保險和公司績效呈正向相關；但有無投保D&O保險卻和股東權益報酬率較無顯著的正向相關，推究其原因，可能是因為投保D&O保險需要高額的保費，因此在營收上再扣掉保費，平均分攤給股東，以致造成有投保D&O保險的上市公司，在股東權益報酬率這方面，無法有顯著的正相關。

在公司經理人持股比例方面，結果顯示經理人持股比例對於上市公司資產報酬率，也和股東權益報酬率呈顯著正向關係，這表示當經理人擁有較多公司股份時，公司的經營績效會越高，符合Jensen(1993)提出之利益收斂假說，透過管理者持股可結合管理者和股東的利益，當管理者的持股比例越高時，越能提升公司的經營績效。業銀華與邱顯比(1996)探討資本結構、股權結構與公司價值關聯性，也認為內部管理者持股比例與經營績效成正相關。Kiel and Nicholson(2003)研究顯示內部管理人持股比例越高，則公司營運績效越好；洪麗芳(2003)在內部人持股比例實證研究，也發現公司內部人士持股比例與公司績效呈現正相關；Wang et al(2007)指出內部人持股對資產報酬率、配置效率與成本效率有正向影響；Huang et al(2007)研究臺灣壽險業公司治理和股權結構時，顯示管理人持股與效率呈正相關；蘇文彬、栗志中、李建成(2010)探討臺灣壽險公司之公司治理與經營績效關係之研究，研究指出經理人持股比例與公司治理呈現正相關。而賴丞坡、李昇倫(2012)也研究證實產險經理人持股比例越高，績效越好；賴丞坡、柯建臺(2014)在研究保險業公司信用評等與公司治理對績效的影響中，也一樣證實了經理人持股和公司營運績效是呈現正相關的。

而大股東持股方面，結果顯示大股東持股比例對資產報酬率呈顯著正相關、和股東權益報酬率呈現正向關係，但不影響；Jensen(1993)及Shleifer and Vishny(1986)認為有大股權的股東或法人機構，公司經營績效會產生正相關，因為大股東有監督管理之誘因，比散戶還要有能力承擔管理的費用成本，因而對公司管理效能有正向影響。黃啟倫(2006)也發現大股東持股比例越高公司績效越好。林青弘(2007)研究銀行業所有權與董事會結構與效率之研究，研究顯示大股東持股比率與公司績效呈正相關，柯建臺(2014)也發現保險業的公司治理中，大股東持股比例一樣顯示對資產報酬率呈顯著正相關。

董事會結構方面，董事會的組成本就是在管理獨立性與監度管控，並對股東負責，而董事會的功能則是替股東行決議，也是公司監管中最重要的一部分。在實證部分，董事會持股比例和資產報酬率呈現顯著正相關；而和股東權益報酬率則僅呈現正向關係，並不明顯顯著；代表董事會若持有較大比例的股份，對於公司在經營上，會因自身利益而致力於公司的營運。賴丞坡和李昇倫(2012)在臺灣13家產物保險公司中的實證中，證明董事會持股比例越高，公司經營績效越好。董事會規模對於上市公司資產報酬率呈顯著正相關，也和股東權益報酬率呈顯著正相關，這說明董事會規模越大，對於上市公司等大企業會有更多的建議和意見，在互相衝擊和合作下，進而促使公司資產報酬率提升。控制股東席次則對於資產報酬率具有顯著的負相關，控制股東席次達5%以上的大股東在董事會所佔的總席次，結果說明這類的大股東存在著限制與約束公司營運績效的作用，使其存在搭便車的情況產生；相同的，控制股東席次一樣對股東權益報酬率呈現顯著負相關。葉銀華等(2002)研究股東擔任董事及監察人席次越高，越有能力影響公司決策，藉此由關係人交易去侵占小股東財富，使得公司價值滑落。張靜宜(2005)在《臺灣金融機構的股權結構對董事會組成的影響》中，研究顯示控制股東成員擔任董事席次會呈現負相關，控制股東擔任董事會席次越多，越有動機從事以自身利益為考量的決策。楊朝旭(2008)認為董事會控制股東所占席次較多，股東可藉由董監事席次控制及納入管理階層來影響公司決策，損害公司價值。林

宛瑩、許崇源(2008)研究顯示以股權結構及董事會組成進行臺灣集團企業控股公司盈泰及公司治理指標衡量研究，針對國內14家集團63家上市櫃公司為樣本進行研究，結果顯示家族控股型態之企業及席次及股份控制權較高之公司，公司績效較差。

轉投資方面，轉投資率和資產報酬率、股東權益報酬率呈現顯著正向關係，而轉投資率是以上市公司自身的資金運用去投資的金額除以總資產所得，此結果也證明了，各上市公司除了本業的固定收益外，另一重要收入來源，即投資受益。正確的選擇投資標的，將使公司績效隨著投資的比重而提升。

管理型態的董事長兼總經理對於資產報酬率存在顯著負向影響，也和股東權益報酬率呈現負相關，與Wang et al(2007)主張董事長兼任總經理對於保險的效率與績效有負向的影響一致。上市公司若董事長兼總經理時，可能無法對公司決策發揮有效的監督效果，甚而讓公司的資產報酬率產生負向影響。黃旭輝與王育偉(2007)研究顯示董事長兼任總經理時，較不會因為經營績效不佳而撤換經理人，代表產險業中董事長兼任總經理時，可能為了個人私利經營公司，利用公司資源，做出對自己有利的決策，使得ROA相對的減少。而賴丞坡、李昇倫(2012)一樣指出臺灣13家產物保險公司的董事事長兼總經理和公司績效呈現負相關。

而參與管理對於上市公司資產報酬率和股東權益報酬率產生正向影響，隱含控制股東為董事長或總經理能對董事會發揮相當的決策和制衡監督的力量，並為了自家公司利益而致力於提升績效。

表 4-3 ROA 與有無投保 D&O 保險和公司治理變數之迴歸實證結果

依變數	自變數/應變數	β	T值
ROA	常數	-.0368***	-3.358
	DAO	.012***	3.280
	MGT	.316***	4.368
	BLOCK	.083***	5.518
	INSIDE	.054***	4.461
	BOARD	.003***	3.856
	BLOCK5	-.002**	-2.394
	SUMINV	.019***	2.592
	CEOGM	-.012***	-3.198
	PART	.023***	5.249
	調整過後的R平方	.024	
	F值	13.288	
	P值	.000***	

說明：1. 自變數包括有無投保D&O保險(DAO)、經理人持股比例(MGT)、大股東持股比例(BLOCK)、董事會持股比例(INSIDE)、董事會規模(BOARD)、控制股東席次(BLOCK5)、轉投資率(SUMINV)、董事長兼總經理(CEOGM)和參與管理(PART)。
 2. ***表1%的臨界水準顯著；**則表示5%的臨界水準顯著；*表示在10%的臨界水準顯著。

表 4-4 ROE 與有無投保 D&O 保險和公司治理變數之迴歸實證結果

依變數	自變數/應變數	β	T值
ROE	常數	-.075**	-2.161
	DAO	.008	.706
	MGT	.744**	3.167
	BLOCK	.054	1.101
	INSIDE	.062	1.579
	BOARD	.005**	2.178
	BLOCK5	-.008**	-2.333
	SUMINV	.043*	1.857
	CEOGM	-.019	-1.502
	PART	.0628**	4.343
	調整過後的R平方	.008	
	F值	5.185	
	P值	.000***	

說明：1. 自變數包括有無投保D&O保險(DAO)、經理人持股比例(MGT)、大股東持股比例(BLOCK)、董事會持股比例(INSIDE)、董事會規模(BOARD)、控制股東席次(BLOCK5)、轉投資率(SUMINV)、董事長兼總經理(CEOGM)和參與管理(PART)。
 2. ***表1%的臨界水準顯著；**則表示5%的臨界水準顯著；*表示在10%的臨界水準顯著。

第五章 結論與後續研究

第一節 結論

本研究參考過去的文獻，以2008年至2013年臺灣所有上市公司，排除產業特性不同的金融保險相關產業及管理股票，和一些在選取過程中資料不完整的樣本為研究樣本，以有無投保D&O保險(DAO)及公司治理之經理人持股比例(MGT)、大股東持股比例(BLOCK)、董事會持股比例(INSIDE)、董事會規模(BOARD)、控制股東席次(BLOCK5)、轉投資率(SUMINV)、董事長兼總經理(CEOGM)及參與管理(PARTMGT)為變數，經由迴歸模型對國內上市公司進行分析，以了解目前臺灣有無投保D&O保險對於公司績效的影響，並結合公司治理的八項變數來檢定有無共線性的問題。

實證結果顯示有無投保董監事責任保險在對資產報酬率上有顯著的正相關，代表投保董監事責任保險確有其重要性，尤其對於上市公司而言，通常都是市場上較穩定、資本額較高的企業，更是在投保之後對於績效有顯著的正相關。

近年來公司法治的發展趨勢，乃逐步從政府管制走向企業自制，公司治理乃成為一個重要議題。在實證中顯示，經理人持股比例越高，公司績效越好，而且這兩變數為非線性關係，表示公司可以經由提高經理人持股結合股東持股來達到較高之經營效果。而大股東持股則顯示大股東持股比例對資產報酬率和股東權益報酬率皆有顯著正相關，並存在非線性關係，代表大股東持股比例越高、越集中，越能有效監督公司，使公司經營績效提升。

董事會規模和董事會持股比例對公司績效皆呈現正相關，且與績效成非線性關係，表示上市公司規模越大、董事會持股比例越多，公司在多方監督且多人集思廣益、一同管理時，營運績效會越好。但控制股東席次卻與上市公司呈現負相關，顯示出控制股東席次越多，公司績效越不好，所以可以藉由減少控制股東席次，來降低過多的

大股東介入公司的管理，進而影響到績效。

轉投資率部分，明顯看出顯著正相關，代表從2008年開始，轉投資已然成為上市大公司在經營中，必要的降低風險和投資方法，在慎選過後的轉投資部分，便會投資率越高，公司績效越好。因此建議上市大企業持續加強轉投資，充分運用資金以提升績效。

董事長兼總經理方面，有可能因為個人私利，而罔顧公司的權益，或是不願換掉做出錯誤決策的自家人，致使公司權益日漸受影響，進而影響公司績效。

參與管理對資產報酬率和股東權益報酬率皆存在正相關，顯示臺灣上市公司中，所有權與經營權不一定要完全分離。

本文就結果認為，不論公司負責人或是受害第三人而言，均有受董監事及重要職員責任保險保護之必要。若害怕投保此保險將抑制法律課與公司經營者責任所欲達到的警告和制止違法行為的功能，可以設法設定適當之自負額和共保條款，並釐清適當之承保範圍。近幾年公司投保董監事責任保險的比率不斷升高，且政府機關也一致公開呼籲各上市櫃公司應投保董監事責任保險，而從研究結果中也得知，有投保董監事責任保險的上市公司，績效明顯的是較好、較突出的；因此，本文建議，未來各上市、櫃公司若能為其董事、監察人及重要職員投保董監事及重要職員責任保險，不只對高階經營階層、公司，或是股東而言，都可創造皆贏的局面。

第二節 後續研究

本研究以探討臺灣上市公司有無投保董監事責任保險，及公司治理對績效的影響，這可成為未來不論是上市或上櫃、興櫃各公司是否投保董監事責任保險的參考。過去國內外學者對公司治理與經營績效及企業股權結構的研究論述，但對於董監事責任保險對於公司績效是否存在因果關係的實證研究卻較為缺乏，而由於資料之限制，以及資料不完善，所以上市公司並不都從2008年開始投保，所以建議未來若資料完善

後，可補足其他上市公司或上櫃公司的資料，並增加投保董監事責任保險的金額作為變數，或是將企業在未投保前和投保後的績效，再去做比較，都將使董監事責任保險的重要性更加明顯，使研究更加完善。



參考文獻

中文部份

- 丁秀儀，(2008)，「首度上市公司是否存在公司治理」，證券市場發展季刊，第20卷第1期，191-228頁。
- 丁秀儀、張邦茹、林倍勤，(2011)，「危機過後—從公司治理角度探討」，證券市場發展季刊，第24卷第4期，63-110頁。
- 王元章、張椿柏，(2011)，「從核心代理問題的角度探討股權結構，董事會特性對公司價值之影響」，證券市場發展季刊，第23卷第2期，131-174頁。
- 曲欣鵬，(2011)，董監事濟重要職員責任保險需求之研究-台灣上市公司的實證，頁25-37。
- 李書行，(2007)，「訴訟風險，董監事責任險，與公司經營績效研究成果報告」，行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告，(報告編號：NSC95-2416-H-002-024)。
- 李馨蘋、黃啟倫，(2007)，「股權結構、關係人交易與公司績效」銘傳大學會計系編，2006年當前會計理論與實務研討會論文集，102-128頁。
- 李馨蘋、莊宗憲，(2007)，「公司治理機制與公司績效之實證研究」，東吳經紀商學學報，第57期，1-27頁。
- 何里仁，(2003)，「公司治理之資訊透明度與績效評核關聯性之研究」，逢甲大學會計與財務金融研究所碩士論文。
- 林青弘，(2007)，「公司治理機制與公司績效-台灣營建業與銀行業之實證研究」，朝陽科技大學財務金融系碩士論文
- 林宛瑩、許崇源，(2008)，「台灣集團企業之控股型態及公司治理衡量指標之研究與建議」，交大管理學報，第28卷，第1期，269-312頁。
- 柯建臺，(2014)，「台灣壽險業公司治理與信用評等對經營績效影響之研究」，9-32

頁。

呂佳玲、林基煌，(2008)，「家族企業公司治理、併購策略與績效之探討」，亞太經濟管理評論，第11卷第2期，107-134頁。

洪麗芳，(2003)，「股權結構、財務決策與公司績效關聯性之實證研究」，中原大學會計研究所碩士論文。

吳明隆，(1997)，「SPSS與統計應用分析」，台北市：五南，623-624頁。

陳秀惠，(2003)，「談『董事及重要職員責任保險』之發展與未來」，現代保險健康理財雜誌。

陳彩稚與龐嘉慧，(2008)，「董監事暨重要職員責任保險之需求因素分析」，臺大管理論叢，第18卷，第2期：171-196頁。

陳威榮、黃健柏，(2009)，「以董監事責任保險探討公司董監事治理的責任」，育達科大學報；21期，43-65頁。

陳振遠、張智堯、王蘭芬、李文智，(2005)，「應用Ohlson會計評價模型探討公司治理之價值攸關性-以台灣上市公司電子業為例」，台大管理論叢，第15卷第2期，123-142頁。

陳長文等著，(2002)，「財經法律與企業經營-兼述兩岸相關財經法律問題」，公司治理與新創事業，臺北市：元照，12-32頁。

張靜宜，(2005)，「台灣金融機構的股權結構對董事會組成的影響」，輔仁大學金融研究所碩士論文。

張明峰，(1991)，「股權結構對公司績效影響之研究」，國立政治大學企業管理研究所出版碩士論文。

葉銀華、李存修、柯承恩，(2002)，「公司治理與評等系統」，臺北：商智文化。

葉銀華、邱顯比，(1996)，「資本結構、股權結構與公司價值關聯性之實證研究：代理成本理論」，臺大管理論叢，7.2，57-90頁。

黃小玉，(2004)，「公司治理與公司績效關係之研究—以臺灣上市電子工業為例」，

- 興國學報，3 期，153 – 167 頁。
- 黃旭輝、王育偉，(2007)，「績效不佳的經理人會被撤換嗎？」證券市場發展季刊，第19卷第3期，49-86頁。
- 黃啟倫，(2006)，「股權結構、關係人交易與公司績效」，銘傳大學會計研究所碩士論文。
- 楊朝旭、蔡柳卿、吳幸蓁，(2008)，「最終控制股東與公司創新之績效與市場評價：台灣電子業之證據」，管理評論，第27卷第4期，29-56頁。
- 賴丞坡、李昇倫，(2012)，「公司治理對產險公司經營績效影響之研究」，保險專刊，28 卷 2 期，169 – 185 頁。
- 廖淑惠，(2005)，落實公司治理，D&O 責任保險當後盾。
- 蘇文彬、栗志中、李建成，(2010)，「台灣壽險業之公司治理、風險承擔與經營績效關係之研究」，朝陽商管評論，9(2)，67-87頁。
- 詹素嬌、蘇淑慧、劉政淮，(2014)，「投保董監事責任險與保險金額於審計公費之影響」，會計審計論叢，第4 卷第1 期，25-51 頁。
- 繆震宇、蘇鵬翰，(2004)，「代理問題與壽險公司經營績效之實證研究」，壽險季刊，第131期，2-12頁。
- 魏梅葉，(2010)，「董監事及重要職員保險、公司治理與資本市場之研究」，臺中科技大學事業經營研究所學位論文。

網頁部分

公開資訊觀測站 <http://mops.twse.com.tw/mops/web/index>

全國法規資料庫 <http://law.moj.gov.tw/>

臺灣證券交易所 <http://www.twse.com.tw/ch/index.php>

財團法人保險事業發展中心 <http://www.tii.org.tw/>

財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心 <http://www.sfipc.org.tw/>

英文部份

- Agrawal,A. and G.Mandelker , (1992) , Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antiyakeover charter amendments, *Journal of Fianacial and Quantitative Analysis*,25:143-161.
- Allen, J. W. ,and G.M.Phillips , (2000) , Corporate equity ownership, strategic alliances, and product market relationships, *Journal of Finance*,55:2791-2816.
- Bacon, J. , (1973) , *Corporate Directorship Practices: Membership and Committees of The Board*, New York: The Conference Board.
- Bhagat, S. , Brickley , J., Coles , J , (1987) , Managerial indemnification and liability insurance: The effect on shareholder wealth , *Journal of Risk and Insurance* , 54(3): 721-736.
- Boyer, M. M. and M. Delvaux-Derome , (2002) , The demand for directors' and officers' insurance in Canada. Working paper , Centre for Interuniversity Research and Analysis of Organizations (CIRANO).
- Brook , Y. , Rao , R. , (1994) , Shareholder wealth effects of directors' liability limitation provision , *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 29(3) : 481-497.
- Cadbury, A. , (1992) , Committee on the financial aspects of corporate governance. London, UK: Gee & Co.
- Cheng, S. , (2008) , Board size and the variability of corporate performance , *Journal of Financial Economics*,87:157-176.
- Chalmers , J. M. R., L. Y. Dann , and J. Harford , (2002) , Managerial opportunism? Evidence from directors' and officers' insurance purchases , *The Journal of Finance* 57 (2):609-636.
- Core , J. , (1997) , On the Corporate Demand for Director' and Officers' Insurance ,

Journal of Risk and Insurance 64 , 63-87.

Core , J. , (2002) , The Director' and Officers' Insurance , premium : Outside Assessment of the Quality of Corporate Governance , *Journal of Risk and Insurance* , 56 : 128-136.

Gutierrez, M , (2003) , An economic analysis of corporate directors' fiduciary duties. RAND , *Journal of Economics*, 34 (3): 516-535.

Hampel, R , (1998) , Committee on corporate governance. London, , UK: Gee & Co.

Holderness , Glifford G , (1990) , Liability Insurance as Corporate Monitor , *International Review of Law and Economics* , 10 :115-119.

Huang , L.Y ,T.Y.Hsiao , and G.C.Lai ,(2007) , Dose corporate governance and ownership structure influence performance ? Evidence from Taiwan life insurance companies , *journal of Insurance Issues* , 30(2) , 123-151.

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

Jensen, M. C. , and R. S. Ruback , (1983) , The market for corporate control : The scientific evidence , *Journal of Financial Economics* 11:5-50.

Jensen, M. C. , (1993) , The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems , *Journal of Finance* , 48: 831-880.

Kalton, G., D. Kasprzyk and D. McMillen ,(1989), Nonsampling errors in panel surveys, in D. Kasprzyk, G. J. Duncan, G. Kalton and M. P. Singh, eds., *John onWiley Co.*, New York , 249-270.

Kim, I. Y , (2006) , Directors' and officers' insurance and opportunism in accounting choice , Working paper , Duck University.

Kiel , G.C.and G.J. Nicholson , (2003) , Board composition and corate performance:How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance ,

Corporate Governance , 11(3) ,189-205.

Morck,R,A.Shleifer,and R.Vishny , (1998) , Management ownership and market valuation , *Journal of Finance Economics* , 20 : 293-315.

Myers , S.C. and Turnbull , (1997) , Determination of corporate Borrowing . *Journal of Financial Economics* 5 , 147-175.

Patton,A., and J.C.Baker , (1987) , Why won't directors rock the boat?,*Harvard Business.Review*,65:10-18.

O'Sullivan, N , (2002) , The demand for directors' and officers' insurance by large UK companies , *European Management Journal* , 20 (5): 574-583.

Shleifer, A., and R. W. Vishny , (1986) , Large shareholders and corporate control, , *Journal of Political Economy* , 94: 461-488.

Shome, D. and S. Singh , (1995) , Firm value and external blockholdings, *Financial Management*,24:3-14.