

公司治理對軍人保險準備金證券 投資風險之影響

陳 暉

摘 要

我國軍人保險為增加軍人保險資金收益，已將其準備金投入資本市場，其中又以證券投資為主。然而投入證券市場必定存在著虧損的風險，而嚴重的股價崩跌虧損往往存在於代理問題嚴重的企業。藉由過往研究發現，公司治理為解決代理問題的良方，因此本研究旨在探討公司治理機制對股價崩跌風險的影響。本研究採用臺灣上市櫃企業作為樣本，並以負偏態係數（NCSKEW）與上下波動率（DUVOL）衡量崩跌風險程度，以公司治理中心的公司治理評鑑作為企業公司治理優劣的代理變數。結果顯示，公司治理機制確實能降低股價崩跌風險，達到保護外部投資人的目的。此研究結果可提供軍保監理單位作為未來決策參考。

關鍵詞：公司治理、股價崩跌風險、代理問題

壹、緒 論

一、研究背景與動機

社會保險為社會安全制度中重要的一環，其存在的最主要的目的即為保障人民於老年

時能保有最基本的生活水準（衛生福利部，2017），目前我國的社會保險體系按職業別設立（如勞工保險、農民健康保險及公教人員保險等），不同職業別的社會保險制度由不同的主管機關負責管理。為保障軍人及其眷屬的生活並維護渠等權益，政府於1950年制定並頒布了「軍人保險辦法」，設立軍人保險準備金（以下簡稱軍保準備金）並委託前中央信託局壽險處（現為臺銀人壽保險股份有限公司，以下簡稱臺銀人壽）進行規劃及管理。然而，近年來人口結構快速朝向少子化以及高齡化趨勢發展，現行各社會保險及退休金制度卻仍然維持在早年「繳少、領多」之設計概念下，致使財務狀況呈現快速失衡的狀態（謝明峰，2013）。此外，軍保準備金又因政府的國防人事精簡計畫，使得保費收入逐年遞減，同時人事精簡伴隨著人員的離役，使得一次性的保費支出增加。再者，有別於其他社會保險管理運用的模式，軍保準備金自成立以來便一直採取定存孳息的方式管理，依照行政院主計總處以及中央銀行的統計資料顯示，我國於2004年時首次出現通貨膨脹率超過定存利率的情形，而後陸續有實質負利率的狀況發生（如圖一），意即存放在銀行的存款其實際的價值會隨著時間的推進而減少，故在現今低利率的金融環境

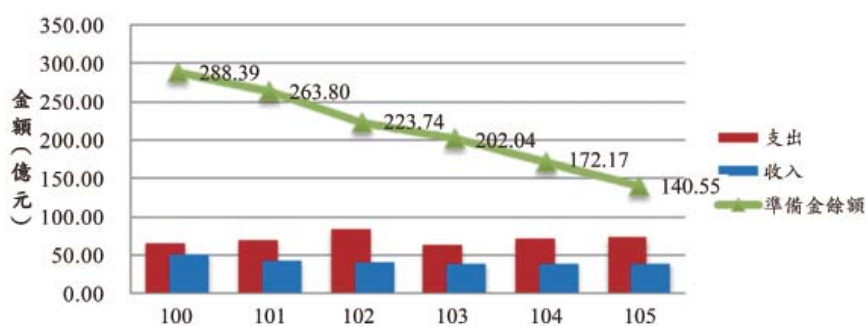
下，準備金的貨幣時間價值無疑會被通貨膨脹率所侵蝕。基於前述各項因素的衝擊，軍保準備金正處於財政失衡的困境（如圖二），如何

針對制度不足的部分進行改革便成了當前重要的課題。



圖一 我國歷年實質利率變化情形

資料來源：中央銀行統計資料庫與行政院主計總處



圖二 軍保準備金變動趨勢

資料來源：總統府國家年金改革委員會

國防部為彌補軍保準備金制度的不足，使該體制更臻完善，遂於2017年7月27日公告「軍人保險準備金管理及運用辦法」，決議將軍保準備金比照公教人員保險準備金以及國民年金保險基金的管理運用模式，將一定比重的準備金投入資本市場，投資運用範圍涵蓋股票、債券及基金…等，其中又以國內股票為主要標的¹，以期獲得更高額的報酬來提升準備金的投資績效，並同時設立監理單位對其運作進行監督。然而，投入資本市場獲取高額報酬

的背後，意味著必須同時承擔相對應的虧損風險。在「軍人保險條例」第5條提到：「…本保險之財務責任，屬於本條例中華民國一百零二年五月三十一日修正之條文施行前之保險年資應計給之退伍給付未提存保險責任準備金額，由中央政府審核撥補；屬於本條例一百零二年五月三十一日修正之條文施行後之虧損，除戰爭、武裝衝突或其他不可抗力因素應計給之給付金額由中央政府審核撥補外，應調整費率挹注。」在準備金必須承擔投資可能虧損的

¹ 根據軍人保險準備金管理及運用辦法第六、七、八條，國內上市（櫃）股票及基金的投資總額上限合計可達當時準備金淨額的百分之五十，且單一股票的投資總成本最高可達準備金淨額的百分之五。

風險，又需自負盈虧、不再接受政府預算挹注的情形之下，準備金的運用以及投資標的擇定必須要有一套適切的篩選機制，以避免因虧損程度過大導致被保人的權益受到損害。因此，準備金的運用以及投資標的擇定必須要有一套適切的篩選機制，以避免因虧損程度過大導致被保人的權益受到損害，而如何衡量投資標的穩定性，降低投資標的發生價格崩跌的程度，也就是所謂的股價崩跌風險（stock price crash risk），便顯得十分重要。對於股價崩跌的定義，本研究以Chen, Hong, and Stein（2001）採用的負偏態係數（NCSKEW）及上下波動率（DUVOL）作為衡量標準。

近年來，許多學者認為企業的經營績效與公司治理（corporate governance）良莠有關。例如Sami, Wang, and Zhou（2011）以中國上市公司作為研究對象，發現公司治理對企業的營運表現具有重大且顯著的影響。在亞洲金融風暴與全球金融海嘯之後，經濟合作暨發展組織（Organization for Economic Co-operation and Development, OECD）提出相關報告，認為健全的公司治理是企業對抗「危機」的良方。Johnson, Boone, Breach, and Friedman（2000）也認為，具備良好公司治理的企業，即便處在惡劣的經濟體系中，相較於公司治理較不完善的企業，更能獲得「保全」。為了提升國內資本市場的公司治理水準，我國的金融監督管理委員會（簡稱金管會）也制定相關措施，指定臺灣證券交易所（簡稱證交所）設立「公司治理中心」，並實施公司治理評鑑作為企業檢視內部風險及投資人選擇投資標的物的參考資訊之一。由於股票市場的價格波動往往反映了企業的經營情形與是否發生營運危機，公司治理正好提供洞察企業潛在風險的指標，因此本研究將探討良好的公司治理是否能有效降低投資

標的發生股價崩跌風險，進而導致資金產生大幅虧損的狀況，並提供有關單位作為訂定標的物篩選機制的參考，以期提升準備金投資安全之目的。

二、研究目的

軍保準備金為提升整體營運績效，因而投入資本市場以換取較高報酬率，以達準備金永續發展之目的。然而，致力於提升報酬率的同時，如何避免產生大幅度虧損亦為重要的課題之一。探究過往的文獻發現，大部分的研究主要著眼於公司治理與企業績效的關係探討（Sami et al., 2011; Black, Kim, Jang, and Park, 2015），本研究則改採股價崩跌風險作為應變數，試圖捕捉公司治理對股價崩跌風險的影響。此外，本研究以公司治理中心所制訂的公司治理評鑑做為判定企業公司治理良莠的標準，該評鑑為一綜合性指標，比起選擇單一至數個公司治理指標作為代理變數，更能全面地研究公司治理帶來的影響。

貳、文獻探討

一、軍人保險準備金制度

我國政府採用世界銀行（World Bank）提出的多層式年金制度構築我國的年金制度，其中第一層的社會保險為「強制性」的年金制度，是最傳統的公共年金制度，由社會保險的保險費作為其主要財源，透過社會連帶責任的再分配功能，藉世代間所得移轉，提供老年退休者最低生活水準的終身保障（樓永堅，2013），現行依職業身分不同而設立的勞保、公保、軍保及農保等均屬社會保險的一環。另憲法第155條亦規定：「國家為謀社會福利，應實施

社會保險制度。人民之老弱殘廢，無力生活，及受非常災害者，國家應予以適當之扶助與救濟。」可見，社會保險制度為保障人民老年基本生活的重要工具。

為保障軍人及其眷屬的生活並維護渠等權益，政府於1950年頒布軍人保險辦法，由國防部與前中央信託局壽險處協力進行規劃及管理，並隨著時代的演進，該辦法歷經數次的修改，於2010年正式成為軍人保險條例，施行至今已有67年的歷史。然而，從1997年起的精實案、精進案，再到2014年甫施行完成的精粹案，在政府一連串的國防人事精簡計畫之下，國軍的總員額已由最初的60萬人降至21.5萬人。在参保人数下降的情況下，伴隨而來的便是保費收入的減少，同時卻仍需負擔在人事精簡計畫施行過渡期中離役軍職人員的一次性退伍給付，使得準備金的支出金額提升，加上軍保費率長達25年未曾調增，準備金的運用操作上又僅依賴定存孳息²，在支出難以節流，收入的開源方案又有限的情形下，軍保準備金的財政收支產生失衡。

由前述的軍保準備金制度可知，過往的收入來源主要為保費收入及定存孳息，為提升保費收入及準備金運用績效，國防部遂於2013年將「軍人保險條例」修正案陳送行政院及立法院審議，並於2015年審議通過，後於2016年實施。修正後的「軍人保險條例」除了調增保險費率³外，另於第5條提到：「本保險財務收支結餘，全部提列為保險準備金；其管理及運用辦法，由主管機關定之……。」國防部又於2017年公告「軍人保險準備金管理及運用辦法」，

案內第2條：「軍人保險準備金之主管機關為國防部；其收支、管理及運用，由本保險承保機構辦理，並由軍人保險監理會（以下簡稱軍保監理會）負責審議、監督及考核。」並分別於第6條與第7～9條規範該準備金的運用範圍除銀行存款外，尚包含股票及基金等金融商品的投資，可見政府欲積極運用軍保準備金投入資本市場，以期獲得較過往定存孳息更高額的報酬來提升準備金管理運用績效的企圖。

二、公司治理

公司治理在1930年的美國便有相關的學術討論，1997年亞洲金融風暴發生之後，公司治理更被認為是企業對抗危機的良方，像是Mitton（2002）研究1997年—1998年韓國等東亞國家在金融風暴期間的經濟狀況，發現企業的公司治理優劣對其在市場評價會有影響。一直以來學者們對公司治理的定義也不盡相同，而Sami et al.（2011）提出了較為整合性的觀點，認為公司治理涉及所有公司利害關係人的權益，由於這類權益會因企業的主理人及代理人的利益不一致而遭受損害，產生所謂的代理問題（agency problem），故需要公司治理來降低此風險，意即作為解決企業代理問題並降低風險發生的機制。

在國際組織方面，OECD於1999年發表的“Principles of Corporate Governance”報告對公司治理提出了相關原則及其重要性。該報告指出，公司治理涉及管理階層、股東與其他利益相關人，是提高經濟效益的關鍵因素之一。良好的公司治理應為董事會和管理層提供適當

² 由行政院年金改革辦公室106年的報告顯示，軍保準備金近年來的定存孳息收益率分別為：100年0.80%、101年0.80%、102年0.80%、103年1.05%、104年1.05%、105年0.90%。

³ 軍保的法定保險費率範圍原為3%-8%，實際收取8%，修訂後保費範圍改為8%—12%，現收9.94%。繳費比率為被保險人自繳35%，另由政府提撥65%。

的激勵措施，以追求符合公司和股東利益的目標，並促進有效監督，從而鼓勵企業更有效地運用資源（OECD, 1999）。

我國公司治理的觀念最早在1988年便開始宣導其重要性，並於2003年由行政院成立「改革公司治理專案小組」，之後更參考OECD發布之公司治理原則來制訂符合我國國情的上市（櫃）公司之公司治理實務守則。2013年金管會發布「2013強化我國公司治理藍圖」，提出形塑公司治理文化等五大計畫項目，並指定證交所設立「公司治理中心」，負責推動各項公司治理業務，其中包含辦理公司治理評鑑，該評鑑主要參考OECD於2004年所發布之公司治理六大原則⁴，將評鑑區分為五大量化構面⁵並賦予相對應的權重，對我國上市（櫃）企業在各個面向的公司治理機制執行情形進行全般性的考核，同時公布企業相對應的排名，用以鼓勵企業致力於提升公司治理水平、形塑我國公司治理文化以及作為投資人投資決策參考資訊之一，是我國在公司治理方面特有的綜合性指標。

除了國際組織及各國政府積極推動公司治理的發展，近年來有許多學者亦致力於該領域的研究，並對公司治理對企業行為造成的影響提出相關的論點。Chauhan, Lakshmi, and Dey（2016）針對印度公開上市的公司進行研究，研究顯示公司治理對企業的表現具有正向的影響。Black et al.（2015）選取1998年至2004年的

韓國上市公司做為研究樣本，發現良好的公司治理能夠降低企業的「隧道效應（tunneling）」⁶並減緩因關係人交易對企業利益所帶來的損害。綜觀前述文獻可知，公司治理機制確實能夠作為衡量企業良莠，進而擇定較佳投資標的的準則之一。

三、股價崩跌風險

根據經濟學的供需法則，商品的價格取決於供給和需求的均衡點，亦即價格是由買賣雙方對商品價值的判斷而定，同理股價的變化亦為投資人對個股評價的不同所得出的均衡價格，股價的漲跌即為投資人對個股的評價改變所導致的結果，而投資人對個股評價的改變往往與市場上的資訊有關。Chan（2003）比較個別企業在與其相關的新聞發布前後股價的變化情形，發現當負面新聞釋出後，該企業的股價同時有顯著的負向波動，且幅度較正面的新聞帶來的正向波動來得大。Kothari, Shu, and Wysocki（2009）也認為，企業的經理人有累積壞消息、立刻宣布好消息的習慣。由此推斷當消息釋出至資本市場時，累積的壞消息對股價造成的衝擊程度會較好消息來得大，而當個股由於負面資訊一次性的釋出而造成的衝擊導致股價大幅度負向調整，即為股價崩跌。

近年來對於崩跌風險的研究，大多採用Chen et al.（2001）提出的以股票報酬率分配的條件偏態為基礎的股價崩跌風險模型。在該模

⁴ 分別為「確保有效的公司治理框架基礎」、「股東權利與關鍵所有權功能」、「股東平等對待」、「利益相關者於公司治理扮演的角色」、「資訊揭露與透明度」以及「董事會責任」六項。

⁵ 我國公司治理評鑑的五大構面及其權重分別為「股東權益之維護（權重15%）」、「股東平等對待（權重15%）」、「董事會結構與運作（權重35%）」、「資訊透明度（權重20%）」以及「利害關係人利益之維護與企業社會責任（權重15%）」。

⁶ 意即掏空，由Johnson, LaPorta, and Shleifer（2000）提出，以隧道（tunneling）一詞描述企業的控制股東藉由以低於市場價格的金額出售資產或產品等方式，將企業資源移轉以謀取自身利益。

型被提出之後，Bae, Lim, and Wei (2006) 先運用於對股票市場報酬率的資訊揭露裁量假說進行驗證，而後有學者將崩跌風險的概念與其他議題結合，例如政治關聯企業 (Luo, Gong, Lin, and Fang, 2016)、產業專家 (Robin and Zhang, 2014) 以及CEO過度自信 (Kim, Wang, and Zhang, 2016) 等，可見股價崩跌風險在近年的學術界中具有其研究價值。

四、公司治理與股價崩跌風險

Callen and Fang (2013) 指出股價崩跌風險較可能發生在具有較高代理風險的企業中，亦即主理人與代理人之間具有較大衝突的企業。依照主理人與代理人的不同，代理問題可能分別存在於股東與經理人（第一型代理問題）以及控制股東與小股東（第二型代理問題）之間。在傳統的代理理論中公司的所有權分散，而企業資源的所有人（主理人），即為股東，由於不擅於經營，故將公司的營運工作交託予專業經理人（代理人）負責 (Jensen and Meckling, 1976)，但由於經理人本身不具有企業的所有權，持股較少的經理人與股東之間的利益產生了衝突，加上本身具有資訊取得的優勢，能選擇性的釋出或保有攸關的信息，故可能會於運用資訊的不對稱性來隱藏負面消息以謀取個人短期利益的最大化 (Garmaise and Liu, 2005; Hung and Qiao, 2017) 而非維護企業長期利益，因而產生第一型代理問題。然而經理人隱藏負面消息的能力有限，當被隱藏的負面消息因長期累積達一定程度時，經理人會轉為傾向放棄繼續隱藏問題，當這些消息不再被掩飾，大量的負面訊息一次性爆發便會導致股價崩跌 (Jin and Myers, 2006)。

反之若公司的所有權集中，企業營運的負責人往往就是持股較高的控制股東本身，換言

之，在第一型代理問題中提到的經理人與股東之間利益衝突及資訊不對稱的問題因而消弭，代理問題則轉而存在於控制股東（代理人）與小股東（主理人）之間，形成第二型代理問題 (Shleifer and Vishny, 1997; Claessens and Yurtoglu, 2013)。控制股東持有較多企業的所有權，公司的營運狀況對其影響較小股東劇烈，基於「利益收斂假說」的論點，控制股東理應為維護自身的利益而傾向於作出有利於公司的決策 (Jensen and Meckling, 1976)，因而肩負起代替外部小股東監督企業營運之責任。然而，Jensen and Ruback (1983) 另提出「利益掠奪假說」，認為當管理經營者所持有之股權比例較高時，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，最終導致經營績效變差。在投資人評價及資本市場供需法則的原則之下，此種代理問題亦有可能促使崩跌風險的發生。

經由文獻可知，由於企業存在著代理問題加上主理人與代理人之間的利益不一致，促使代理人藉由資訊取得優勢侵害主理人的權益進而誘發股價崩跌的風險。而軍保準備金的投資將以國內股票市場為主，勢必會受到代理問題的影響，因此我們必須提出因應措施以減緩其負面效果。許多文獻皆支持公司治理能夠減緩代理問題對企業及利害關係人的損害 (Henry, 2010; Sami et al., 2011; Farag, Mallin, and Ow-Yong, 2017)，換言之，由於代理問題是造成股價崩跌風險的重要因素，而公司治理能夠減緩代理問題就意味著能降低崩跌風險的發生，故提出研究假說：良好的公司治理能夠降低股崩跌風險的發生。

參、研究方法

一、股價崩跌風險衡量

本研究股價崩跌風險的衡量方式，採用 Chen et al. (2001) 使用的負偏態係數及上下波

動率來作為衡量模型。由於是探討個股的股價崩跌情形，此兩種衡量方式皆是以企業特有週報酬率作為計算基礎，故在計算个股報酬率時必須排除大盤波動對个股造成的影響：

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1,i}r_{m,t-2} + \beta_{2,i}r_{m,t-1} + \beta_{3,i}r_{m,t} + \beta_{4,i}r_{m,t+1} + \beta_{5,i}r_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

式1中的 $r_{i,t}$ 為第i家企業的股票在第t週的報酬率， $r_{m,t}$ 為大盤加權指數在第t週的報酬率。在控制大盤對个股的影響之後，所得的殘差項 $\varepsilon_{i,t}$ 即為第i家企業的个股特有的報酬率。由於殘差項可能為高度偏態，故將殘差項加1取自然對數

($W_{i,t} = \ln[1 + \varepsilon_{i,t}]$) 以確保獲得較均勻分布的結果 (Chen et al., 2001)。

衡量股價崩跌風險的模型為負偏態係數 (年) 以及上下波動率 (年) 兩種，計算方式如下：

$$NCSKEW_{j,t} = - \left[n(n-1)^{\frac{3}{2}} \sum W_{i,t}^3 \right] / \left[(n-1)(n-2) (\sum W_{i,t}^2)^{\frac{3}{2}} \right] \quad (2)$$

$$DUVOL_{i,t} = \log \left[\left[(n_u - 1) \sum_{down} W_{i,t}^2 \right] / \left[(n_d - 1) \sum_{up} W_{i,t}^2 \right] \right] \quad (3)$$

NCSKEW為个股特有週報酬率的三階動差標準化後取負號的結果，其中n為个股在第t年週報酬率的個數。DUVOL則不包含三階動差，故較不易受到特有週報酬率極端值的影響，其中 n_u 與 n_d 分別為在第t年中个股週報酬率大 (小) 於該年平均週報酬率的週數，藉由與每年平均週報酬率比較的方式，將个股的報酬率再區分為上升階段 (up week) 與下降階段 (down week) 後再進行計算。不論是採用負偏態係數或是上下波動率，當數值越大時，表示股價崩跌風險越高，過往對於崩跌風險的衡量，也多採用此兩種方式 (Callen and Fang 2013; Robin and Zhang, 2014; Kim et al., 2016)。

二、公司治理衡量

本研究採用公司治理評鑑 (CGSCORE) 作為公司治理良莠的代理變數，由於評鑑排名採用級距制，為進行實證分析故將評鑑所列級距給予相應的分數 (前5%—7分；6%~20%—6分；21%~35%—5分；36%~50%—

4分；51%~60%—3分；66%~80%—2分；80%~100%—1分。)，分數越高表示企業的公司治理機制越佳。

三、變數定義

(一) 應變數 (股價崩跌風險, CRASH_RISK)

1. 負偏態係數 (NCSKEW)：股價崩跌風險，以負偏態係數衡量。
2. 上下波動率 (DUVOL)：股價崩跌風險，以上下波動率衡量。

(二) 主要自變數

公司治理評鑑分數 (CGSCORE)：依據公司治理評鑑所列級距，賦予相應分數。

(三) 控制變數

根據過往研究，下列變數可能對崩跌風險造成影響，故應列為控制變數 (Callen and Fang 2013; Kim et al., 2016)：

1. 企業規模 (SIZE)：企業當年度營收取自然對數。

2. 負債比 (LEV, %) : 負債總額/資產總額。
3. 資產報酬率 (ROA, %) : 稅後息前資產報酬率。
4. 股價淨值比 (MB) : 每股市價/每股帳面價值。
5. 股價波動 (SIGMAR) : 該年度公司特有週報酬率的標準差。
6. 平均報酬率 (RET, %) : 該年度企業特有週報酬率的平均值。

7. 崩跌風險 (CRASH? RISK) : 前期股價崩跌風險, 以NCSKEW或DUVOL計算。

四、模型建立

本研究採用公司治理變數對股價崩跌風險的預測效果建立模型, 故應變數與自變數之間具有一期的時間落差, 並控制前一期的崩跌風險, 另本模型亦控制產業變數, 將企業區分為電子與非電子產業 (DELECTRIC)⁷, 研究模型如下:

$$CRASH\ RISK_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 CGSCORE_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 MB_t + \beta_6 SIGMAR_t + \beta_7 RET_t + \beta_8 CRASH\ RISK_t + \beta_9 DELECTRIC + \varepsilon_{t+1} \quad (4)$$

肆、實證結果

一、研究對象與樣本期間

公司治理評鑑採逐年公布排名結果, 直至第三屆 (2016年) 的評鑑才完整揭露評鑑排名, 故本研究從臺灣經濟新報社 (TEJ) 資料庫蒐集2016年至2017年臺灣上市 (櫃) 公司, 共1,597家企業作為研究對象, 刪除無法計算股價崩跌風險以及未被納入公司治理評鑑之企業樣本, 最後研究可用樣本數為1,367筆。

二、敘述性統計

表一顯示了本研究迴歸模型中各個變數的敘述性統計量。在股價崩跌風險的衡量變

數中, NCSKEW_{t+1}與DUVOL_{t+1}的平均數 (中位數) 分別為-0.533 (-0.518) 和-0.158 (-0.163), 顯示本研究擷取的樣本期間, 我國股市正處於多頭階段。CGSCORE_t的平均數 (中位數) 為3.484 (3.000)。其餘各控制變數的平均數分別為SIZE_t (14.834)、LEV_t (40.658)、ROA_t (3.425)、MB_t (1.809)、SIGMAR_t (0.041)、RET_t (-0.001)、NCSKEW_t (-0.412) 以及DUVOL_t (-0.110)。

為避免共線性問題對研究結果產生嚴重的影響, 本研究另檢測變數之間的VIF值 (未列表), 發現最大值為1.47, 由於過往文獻在檢測共線性問題時大多採用VIF值是否大於10為判定基準 (即存在共線性問題), 而本研究的VIF值遠小於該基準, 故可判定迴歸結果並不會受到共線性的影響。

⁷ 為虛擬變數, 電子產業為1, 反之為0。

表一 敘述性統計量

Variables	n	mean	sd	p25	p50	p75
NCSKEW _{t+1}	1475	-0.533	1.146	-1.299	-0.518	0.273
DUVOL _{t+1}	1475	-0.158	0.413	-0.446	-0.163	0.129
CGSCORE _t	1367	3.484	1.875	2.000	3.000	5.000
SIZE _t	1475	14.834	1.746	13.846	14.739	15.812
LEV _t	1475	40.658	18.260	26.760	40.040	53.370
ROA _t	1475	3.425	8.765	0.720	3.960	7.670
MB _t	1472	1.809	2.090	0.860	1.305	2.015
SIGMAR _t	1470	0.041	0.021	0.027	0.036	0.049
RET _t	1470	-0.001	0.007	-0.005	-0.002	0.002
NCSKEW _t	1470	-0.412	1.047	-1.095	-0.367	0.297
DUVOL _t	1469	-0.110	0.373	-0.366	-0.115	0.134

註：NCSKEW（負偏態係數）：衡量崩跌風險的變數；DUVOL（上下波動率）：衡量崩跌風險的變數；CGSCORE（公司治理評鑑等級）：依據公司治理評鑑所列級距給予相應的分數（前5%—7分；6%~20%—6分；21%~35%—5分；36%~50%—4分；51%~60%—3分；66%~80%—2分；80%~100%—1分）；SIZE（企業規模）：企業當年度營收取自然對數；LEV（負債比%）：負債總額／資產總額；ROA（資產報酬率%）：稅後息前資產報酬率；MB（股價淨值比）：每股市價／每股帳面價值；SIGMAR（股價波動）：該年度公司特有週報酬率標準差；RET（平均報酬率%）：該年度每週企業特有報酬率平均值。

三、迴歸結果分析

從表二的結果可知，CGSCORE只有在DUVOL作為崩跌風險衡量方式時達到顯著水準（p值=0.087），可能是由於本研究僅能取得一年期的資料，觀察期間較短，導致CGSCORE的效果未能同時對NCSKEW及DUVOL有顯著影響，後續如能取得更多年度的資料，應能使研

究結果更加完備。然而CGSCORE與崩跌風險均呈現負向關係，表示公司治理越佳對於降低股價崩跌風險的發生仍有其影響力，故本研究假說部分獲得支持。此外，採用我國的公司治理評鑑作為衡量公司治理的代理變數能夠獲得顯著效果，亦表示該評鑑對於投資人具有其參考價值。

表二 迴歸結果分析

	NCSKEW _{t+1}	DUVOL _{t+1}
CGSCORE _t	-0.026	-0.011*
	(0.132)	(0.087)
SIZE _t	0.063***	0.018**
	(0.007)	(0.029)
LEV _t	-0.003	-0.001*
	(0.114)	(0.068)
ROA _t	0.002	0.001
	(0.710)	(0.497)
MB _t	0.136***	0.052***
	(0.000)	(0.000)
SIGMAR _t	3.099	0.020
	(0.158)	(0.980)
RET _t	17.842***	2.915
	(0.010)	(0.322)
NCSKEW _t	0.088**	
	(0.018)	
DUVOL _t		0.068
		(0.147)
CONSTANT	-1.358***	-0.350***
	(0.000)	(0.003)
Industry fixed	Yes	Yes
N	1367	1367
Adjust-R ²	0.064	0.064

1. * p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01

2. 註：NCSKEW（負偏態係數）：衡量崩跌風險的變數；DUVOL（上下波動率）：衡量崩跌風險的變數；CGSCORE（公司治理評鑑等級）：依據公司治理評鑑所列級距給予相應的分數（前5%—7分；6%~20%—6分；21%~35%—5分；36%~50%—4分；51%~60%—3分；66%~80%—2分；80%~100%—1分）；SIZE（企業規模）：企業當年度營收取自然對數；LEV（負債比%）：負債總額／資產總額；ROA（資產報酬率%）：稅後息前資產報酬率；MB（股價淨值比）：每股市價／每股帳面價值；SIGMAR（股價波動）：該年度公司特有週報酬率標準差；RET（平均報酬率%）：該年度每週企業特有報酬率平均值。

伍、結 論

為提升軍人保險的投資運用成效以達到永續發展之目的，國防部已決定將軍保準備金投入資本市場，然而在追求績效的同時，我們也應重視資本市場的投資風險對本金安全造成損

害的可能性。根據過往的文獻，股價崩跌風險容易發生在具有較高代理問題的企業中，而公司治理機制能夠減緩代理問題，因此本研究探討公司治理對股價崩跌風險的影響。根據實證分析的結果顯示，採用公司治理評鑑作為公司治理優劣的代理變數時，其迴歸分析結果與未來一期的崩跌風險呈現負向關係，表示評鑑所

公布的排名確實在一定的程度上反映了企業公司治理的成效，進而能夠減緩代理問題，達到降低企業潛在風險以及作為投資人投資參考資訊的目的。因此，軍保監理會以及相關機構在審視軍保準備金投資的標的時，除關注企業營運績效的優劣等財務因素外，也應當重視各家企業在公司治理施行的情況，避免因代理問題而衍生的股價崩跌風險對軍保準備金的資金安全帶來衝擊，以維護利害關係人的權益以及達到軍保準備金永續發展之目的。

然而，本文尚存有研究上的限制。由於我國公司治理評鑑施行至今僅第五屆，完整揭露評鑑排名並可取得資訊者僅有一年期的資料，因此在研究分析上尚不完善，建議後續研究者持可續探討公司治理評鑑是否能夠反映企業在公司治理機制執行的成效，並作為相關機構以及投資人投資時參考的指標之一。

參考文獻

1. 樓永堅(2013).避免老年危機的年金改革.今周刊846期.
2. 衛生福利部(2017).社會保險.上網日期：2017年9月25日,檢自：http://www.ey.gov.tw/state/News_Content3.aspx?n=C75E5EE6B2D5BAEB&sms=F0866217F17BDF5F&s=A37E864064310275.
3. 謝明峰(2013).淺論2013年軍人保險條例之修正.軍法專刊第59卷第6期,120-163.
4. Bae, K. H., Lim, C., and Wei, K. J. (2006). Corporate governance and conditional skewness in the world's stock markets. *The Journal of Business*, 79(6), 2999-3028.
5. Black, B. S., Kim, W., Jang, H., and Park, K.-S. (2015). How corporate governance affect firm value? Evidence on a self-dealing channel from a natural experiment in Korea. *Journal of Banking & Finance*, 51, 131-150.
6. Callen, J. L. and Fang, X. (2013). Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism? *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3047-3063.
7. Chan, W. S. (2003). Stock price reaction to news and no-news: drift and reversal after headlines. *Journal of financial Economics*, 70(2), 223-260.
8. Chauhan, Y., Lakshmi, K. R., and Dey, D. K. (2016). Corporate governance practices, self-dealings, and firm performance: Evidence from India. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12(3), 274-289.
9. Chen, J., Hong, H., and Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of financial Economics*, 61(3), 345-381.
10. Claessens, S. and Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging markets review*, 15, 1-33.
11. Farag, H., Mallin, C., and Ow-Yong, K. (2017). Corporate governance in Islamic banks: New insights for dual board structure and agency relationships. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*.
12. Garmaise, M. J. and Liu, J. (2005). Corruption, firm governance, and the cost of capital.
13. Henry, D. (2010). Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18(1), 24-46.
14. Hung, S. and Qiao, Z. (2017). Shadows in the Sun: Crash Risk behind Earnings Transparency.

- Journal of Banking & Finance.
15. Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial Economics*, 3(4), 305-360.
 16. Jensen, M. C. and Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of financial Economics*, 11(1-4), 5-50.
 17. Jin, L. and Myers, S. C. (2006). R 2 around the world: New theory and new tests. *Journal of financial Economics*, 79(2), 257-292.
 18. Johnson, S., Boone, P., Breach, A., and Friedman, E. (2000). Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of financial Economics*, 58(1-2), 141-186.
 19. Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review Papers and Proceedings XC*, 22-27.
 20. Kim, J.-B., Wang, Z., and Zhang, L. (2016). CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk. *Contemporary Accounting Research*, 33(4), 1720-1749.
 21. Kothari, S. P., Shu, S., and Wysocki, P. D. (2009). Do managers withhold bad news? *Journal of accounting research*, 47(1), 241-276.
 22. Luo, J.-h., Gong, M., Lin, Y., and Fang, Q. (2016). Political connections and stock price crash risk: Evidence from China. *Economics Letters*, 147, 90-92.
 23. Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of financial Economics*, 64(2), 215-241.
 24. OECD. (1999). *Principles of Corporate Governance* (pp. 1-43). France: Organization for Economic Co-operation and Development.
 25. Robin, A. J. and Zhang, H. (2014). Do industry-specialist auditors influence stock price crash risk? *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(3), 47-79.
 26. Sami, H., Wang, J., and Zhou, H. (2011). Corporate governance and operating performance of Chinese listed firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20(2), 106-114.
 27. Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.



陳 偉

現職：

空軍松山基地指揮部上尉會審官

學歷：

國防管理學院財務管理學系103年班（正57期）

國防大學管理學院財務管理研究所107年班

經歷：

空軍教育訓練暨準則發展指揮部