

上市(櫃)公司董事會性別多元化 與財務績效之關聯性研究

報告摘要

臺灣證券交易所 委外研究計畫

中華民國 109 年 9 月

報告內容係針對特定議題所提供之研究意見，僅供各界參考，

不應引申為臺灣證券交易所之政策。

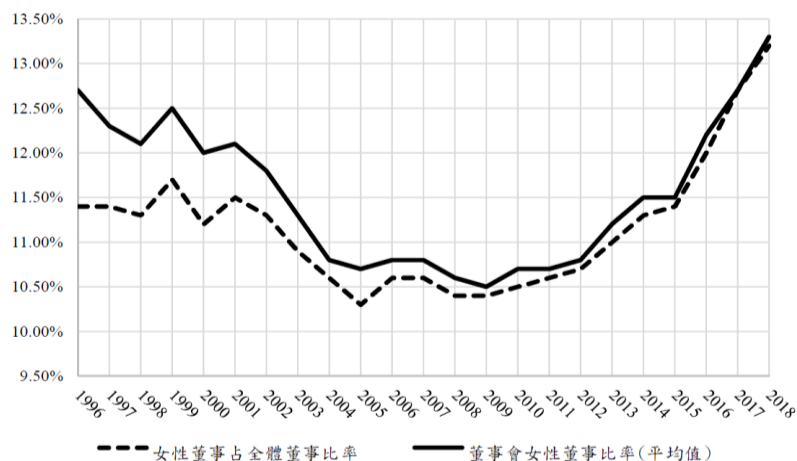
本研究建構台灣上市(櫃)公司 1996 年至 2018 年的長期追蹤資料，分析台灣企業董事會性別多元化(董事會女性比率)與財務績效的關聯性。

壹、上市(櫃)公司董事會性別多元化概況

一、近年女性董事比率增加

過去 23 年來，台灣上市(櫃)公司女性董事占全體董事比率以及董事會女性董事比率平均值大約介於 10.3% 至 13.3% 之間；如圖 1 所示，二者的變化趨勢一致，但後者較高，近幾年逐漸相同，這應該是上市(櫃)公司的董事會規模逐漸趨於相近所造成。

在 2002 年之前，女性董事的比率甚高，之後逐漸下降，直到 2013 年之後的最近六年，這比率又快速提升。推論這現象背後的原因與台灣公司治理推動的進程有關。我國在 2002 年致力強化上市(櫃)公司資訊公開與內部控制的各項機制，在此之前，可能有較多的公司會傾向派任與公司董事或經營者有家族或親屬關係的女性進入董監事會，以方便董事會對公司政策與經營方針的制定。而在 2002 之後的各年，由於獨立董事設置、薪酬委員會設置、資訊評鑑與治理評量等法令與監管機制的陸續推動，這一類型的女性董事委派逐漸減少。近年來，隨著薪酬委員會設置完竣、擴大強制設置獨立董事及審計委員，並在多元融合與企業社會責任成為全球企業新興課題的推動下，女性人才參與董事會的機會大幅提升，造成女性比率增加的趨勢。



註：「女性董事占全體董事比率」係上市(櫃)公司全體女性董事人數除以全體董事人數
「董事會女性董事比率」係各公司董事會女性董事比率之平均數

圖 1 上市(櫃)公司女性董事比率

二、市場別及產業別概況

相較於上市公司，上櫃公司很穩定地有稍高的女性董事比率；研究認為這可能反映出在台灣的社會文化下，上市公司普遍地更加考量市場投資人對於女性進入董事會的潛在偏見與認同程度。電子工業，相較於金融與非電子產業，有明顯偏低的女性董事比率，這應該是由於該產業的人才需求特性所衍生的結果。金融業的公司數較少，整體來說有較高的女性董事比率，但其平均值的跨年波動頗大，隱含金融業女性董事的參與有相當程度的不穩定性，這與電子工業或是其他產業的情況似乎有所不同。

年度	交易別				產業別					
	上市		上櫃		電子工業		金融業		其他產業	
	公司數	平均值	公司數	平均值	公司數	平均值	公司數	平均值	公司數	平均值
1996	471	0.115	146	0.165	192	0.115	16	0.270	409	0.127
1997	536	0.113	191	0.152	262	0.113	17	0.245	448	0.125
1998	580	0.113	234	0.142	317	0.113	25	0.208	472	0.122
1999	628	0.116	292	0.145	399	0.125	26	0.211	495	0.121
2000	654	0.110	363	0.138	469	0.118	26	0.194	522	0.118
2001	679	0.107	413	0.144	520	0.119	36	0.152	536	0.121
2002	700	0.108	442	0.133	553	0.112	39	0.123	550	0.124
2003	716	0.105	470	0.126	590	0.103	41	0.123	555	0.122
2004	721	0.104	481	0.114	601	0.097	41	0.126	560	0.119
2005	727	0.103	491	0.113	615	0.096	41	0.130	562	0.117
2006	739	0.108	509	0.107	640	0.095	40	0.151	568	0.119
2007	752	0.107	529	0.108	668	0.098	40	0.138	573	0.116
2008	760	0.106	548	0.105	684	0.097	41	0.130	583	0.114
2009	780	0.102	573	0.108	712	0.097	41	0.116	600	0.113
2010	797	0.105	602	0.109	736	0.099	41	0.103	622	0.116
2011	820	0.107	638	0.108	754	0.098	42	0.106	662	0.117
2012	841	0.108	663	0.108	771	0.097	42	0.111	691	0.119
2013	856	0.111	684	0.114	786	0.101	43	0.102	711	0.125
2014	871	0.112	712	0.118	807	0.102	43	0.113	733	0.129
2015	890	0.113	735	0.118	822	0.103	43	0.125	760	0.128
2016	903	0.117	744	0.127	829	0.108	43	0.149	775	0.135
2017	925	0.124	766	0.131	839	0.113	44	0.162	808	0.140
2018	939	0.131	773	0.135	849	0.120	44	0.163	819	0.144
1996-2018		0.111		0.121		0.105		0.141		0.124

說明：本表是根據台灣經濟新報資料庫所記載的上市(櫃)公司董事名單及其性別，經作者整理核對並計算而得。表中的公司數是由資料庫所得之公司數目。

表 1 上市(櫃)公司女性董事比率平均值

貳、實證結果

一、董事會性別多元化

(一)改選當年度會計績效(ROA)及市場績效(Tobin's q)表現

1. 迴歸估計結果

- (1)董事會進行改選當年度，董事會性別多元性(Blau 多元指標及女性董事比率)與 ROA 有顯著的正向關係，女性的認知模式和人力資本對於提高公司的營運表現，確實產生有利的正面效果。
- (2)董事會進行改選當年度，董事會性別多元化(Blau 多元指標及女性董事比率)與 Tobin's q 有顯著的負向關係，由於市場投資人對女性的偏見所造成的負面反應，高比率的女性董事參與會對公司股票市場評價產生不利的影響效果。

2. 董事會性別最適比率

- (1)女性董事比率介於 0.3 與 0.4 時對 ROA 有最佳的提升效果(係數為 0.024)，其次為女性董事比率介於 0.2 與 0.3(係數為 0.014)，再其次為女性董事比率介於 0.1 與 0.2(係數為 0.006)。女性董事比率小於 0.1 以及大於 0.4 時，其 ROA 的表現與沒有女性董事的表現沒有顯著差異。如果以歷年來上市(櫃)公司董事會人數平均大約是 7 人來說，董事會聘任一位女性董事，就可對 ROA 有顯著的正向效果；而聘任二或三人可以對 ROA 有最佳的提升效果，多於三人時的效果即會下降。
- (2)女性董事比率小於 0.1 以及大於 0.4 時，市場績效 Tobin's q 的負向效果呈現顯著，市場投資人對於女性董事的參與普遍沒有給予正面反應，尤其是當女性董事比率過低與過高時。

3. 小結

在台灣，由於女性較少參與公司的董事會，反而使得進入董事會的女性董事的價值觀與人力資本對於提高公司績效有較大的邊際效應，因此可以在較低比率時就對公司產生顯著有利的影響。

然而，需要注意的是，雖然女性董事比率介於 0.3 與 0.4 時有最強的效果，但超過 0.4 時，這顯著的正向影響便消失，反映了董事會性別比率存在最適水準。性別多元化程度越高的董事會可以帶來更具想像力的公司策略，進而提升企業知識、創造力與績效；但董事會同時亦承擔因性別多元性可能帶來的成員衝突與溝通難度增高等問題，造成決策品質降低，企業績效下滑。在女性董事比率超過 40% 時，利害二者相互抵銷，使得多元化的顯著效果消失。

(二)改選後一年會計績效(ROA)及市場績效(Tobin's q)表現

1. 迴歸估計結果

(1)董事會進行改選後一年，董事會性別多元性(Blau 多元指標及女性董事比率)與 ROA 有顯著的正向關係，但係數值較當年度減少。

(2)董事會進行改選後一年，董事會性別多元化(Blau 多元指標及女性董事比率)與 Tobin's q 有顯著的負向關係，但係數值較當年度減少。

2. 董事會性別最適比率

(1)女性董事比率介於 0.2 與 0.3 之間，以及介於 0.3 與 0.4 之間時，對提升 ROA 有顯著提升效果，但其係數值較當年度減少，且顯著性也變弱，而當女性董事比率大於 0.4 時，其正向效果轉變為稍具統計顯著性。

(2)在女性董事比率大於 0.4 時，對市場績效 Tobin's q 的負向效果呈現顯著，但係數值較當年度減少。

3. 小結

董事會性別多元化對績效的影響，不論是對 ROA 的正向效果或是對 Tobin's q 的負向效果，在董事會進行改選後一年均已下降，正向效果的持續性不強。

(三)改選後二年會計績效(ROA)及市場績效(Tobin's q)表現

在董事會改選後二年，性別多元化與會計績效、市場績效均呈現不顯著的關聯性。

二、 女性獨立董事比率對會計績效(ROA)及市場績效(Tobin's q)表現之影響

1. 女性獨立董事對 ROA 的正向效果並不顯著，但對 Tobin's q 有較佳的正向效果。

2. 女性非獨立董事對 ROA 有顯著正向效果，但對 Tobin's q 有顯著不利的影響。

許多國外的研究認為，獨立董事缺乏對公司決策背景的深入了解，在獲得公司資訊質與量的限制下，傾向基於易於衡量的數據來做決策。相反地，內部董事與大股東董事，對決策過程有較深入的了解，他們更有可能行使策略控制來監控和評估高層管理人員，更願意考慮有助於評估決策的因素。因此即使是女性擔任獨立董事，其提升公司營運獲利能力的效能並不明顯。

另外市場投資人對於女性獨立董事的獨立性與專業性，卻是充滿期待，投資人普遍認為女性獨立董事有助於提升董事會效能，有利於公司治理機制的健全運作。

三、 女性董事比率對會計績效(ROA)及市場績效(Tobin's q)表現之影響-產業別效果

相較於非電子工業，女性董事在電子工業，對於 ROA 的提升效果較弱，而且市場投資人也未給予正向評價。

參、 結論與建議

- 一、女性加入董事會，增加董事會性別多元化程度，可以對公司會計利潤的提升有所助益。而 10% 的女性董事比率臨界量，低於國外研究所發現的 30%，反映了台灣女性較少進入公司的董事會，使得女性董事不同於男性的價值觀、認知框架與人力資本可以在董事會中發揮較明顯的成效。然而董事會性別比率存在最適水準，過高的女性董事比率會使女性董事對企業營運的正向貢獻下降。因此，從公司會計績效的角度來說，鼓勵沒有女性董事的企業聘任女性參與董事會，同時建議已有女性董事的企業酌情適度地增加女性董事人數，是我國上市(櫃)公司可行的政策方針。
- 二、儘管女性董事的參與可提升公司整體資產的使用效率、增強運用資產創造利潤的能力，但市場投資人對這樣的認知並不強。建議仿照國外經驗，以立法規範或是評鑑方式來增加女性董事參與，厚植性別平等的社會意識，使廣大投資人瞭解多元與融合的意義與效益，以支持聘任女性董事的多元化思維。
- 三、女性董事在進入董事會後，可能由於模仿與制度同形性的力量，使女性董事與男性董事趨於同形，對公司獲利的提升效果逐漸減弱，進而消失。因此，擴大女性董事人才庫，培育彰顯女性特質的人才，是期望董事會性別多元化效益能持續維持所必須考量的人力資源政策。
- 四、提升獨立董事職責與功能，以符合投資人的期待，是公司治理重要的課題，也是提升女性董事在董事會角色的必要措施。
- 五、董事會性別多元化程度因產業的不同而有明顯的差異，同時在與績效關聯性上，不同產業的公司也存在著系統性的差異。因此，瞭解研究資料與方法的限制，輔以實際產業與企業的狀況，方能有符合國情的董事會性別多元化政策。