

證券團體訴訟對公司治理影響 之實證研究

——兼論投資人及期貨交易人保護 中心之改革方向*

鄭士卿 **、黃佑婷 ***、陳俊元 ****

要 目

壹、前言	肆、實證分析
貳、證券團體訴訟及公司治理	一、資料來源與樣本選擇
一、公司治理概說	二、變數說明
二、證券投資人保護之發展	三、實證模型
三、證券團體訴訟之現況與問題	伍、實證結果
題	一、敘述統計說明
參、文獻回顧及問題意識	二、差異檢定
一、證券團體訴訟之影響	三、相關性分析
二、公司治理	四、實證迴歸結果分析
三、家族企業	陸、穩健性檢驗
四、研究假設	柒、結論與建議
	參考文獻

投稿日期：114 年 9 月 12 日；接受刊登日期：114 年 11 月 17 日

* 本文章部分內容改寫自黃佑婷之政治大學風險管理與保險學系碩士學位論文：證券團體訴訟對公司治理之影響——以我國上市櫃公司為例，指導教授為鄭士卿、陳俊元。感謝審查委員之寶貴意見，使本文更為完善，惟文責當由作者自負。

** 政治大學風險管理與保險學系教授。

*** 政治大學風險管理與保險學系碩士。

**** 政治大學風險管理與保險學系教授。Email:cyc@mail2.nccu.tw。

關鍵字：證券團體訴訟、公司治理、實證研究、傾向性評分匹配方法（PSM）、差異中的差異法（DID）

中原財經法學

壹、前言

證券市場提供政府與企業籌資及社會大眾投資之管道，與國家發展息息相關。但證券市場為資訊不對稱之市場，一般投資人如散戶投資者，往往相較於強勢之市場參與者如發行公司等為弱勢，而無法與其抗衡¹。我國證券市場投資人以散戶為主，當其權益受損時，雖然有訴訟救濟之權利，但個別訴訟之標的較小，囿於舉證責任、訴訟成本、裁判費用等考慮，但往往難以一人興訟，而放棄救濟²。就法院之角度而言，證券不法案件之受害人，常為廣大之投資大眾，若受害者均個別提出訴訟求償，將導致法院需就同一案件事實，進行多次審判，而有訴訟不經濟之情形產生³，亦有可能發生判決結果相互牴觸之情形⁴。因此，為了訴訟經濟、避免裁判歧異、增加弱勢投資人及個別受害人之獲償管道，立法院於 2002 年通過證券投資人及期貨交易人保護法，2003 年經總統公布施行，並設置證券投資人及期貨交易人保護中心（下稱「投保中心」），以嚇阻不法，並加速投資人損害之填補⁵。這顯現出我國對於投資人權益保護之重視，更得以藉由此一制度，作為公司治理之外部工具，嚇阻資本市場之潛在不法行為。文獻亦認為，

1 郭大維，我國證券投資人保護機制之省思（上），台灣法學雜誌，124 期，頁 1，2009 年。

2 賴英照，最新證券交易法解析，5 版，頁 809，2025 年；王文字主編，金融法，9 版，頁 506，2016 年。

3 郭大維，我國證券投資人保護機制之省思（下），台灣法學雜誌，125 期，頁 28，2009 年。

4 曾偉哲，證券投資人及期貨交易人保護法對於金融監理之助益——以投資人保護中心主導之證券團體訴訟為中心，國立成功大學法律系碩士論文，頁 35，2017 年。

5 中華民國 91 年 10 月 31 日行政院院臺財字第 0910054773 號令發布，自 92 年 1 月 1 日施行。

本機構所發揮的外部公司治理成效可謂卓著⁶。

投保中心成立至今已歷時 20 餘年，並累積相當之多重大矚目案件，如：博達案⁷、銳普案⁸、樂陞案⁹。案件類型涵蓋內線交易、財報不實、操縱股價、公開說明書不實及其他類型¹⁰。我國過去多數文獻皆著重於法制層面之探討，如財報不實之損害額計算、交易因果關係之判斷、損害因果關係之判斷¹¹，較少針對投保中心實施成效進行實證研究¹²。目前相關之實證研究可區分為損害

-
- 6 劉連煜，現代證券交易法實例研習，增訂 20 版，頁 822-823，2024 年。
- 7 臺灣士林地方法院 93 年度金字第 3 號民事判決、臺灣高等法院 97 年度金上字第 6 號民事判決、最高法院 106 年度台上字第 349 號民事判決、臺灣高等法院 106 年度金上更(一)字第 4 號民事判決、最高法院 109 年度台上字第 2202 號民事判決、臺灣高等法院 111 年度金再字第 2 號民事判決。
- 8 臺灣新北地方法院 95 年度金字第 3 號民事判決、臺灣高等法院 98 年度金上字第 9 號民事判決、最高法院 101 年度台上字第 2037 號民事判決、臺灣高等法院 102 年度金上更(一)字第 1 號民事判決、最高法院 104 年度台上字第 2503 號民事判決、臺灣高等法院 105 年度金上更(二)字第 1 號民事判決、最高法院 106 年度台上字第 700 號民事判決。
- 9 臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 76 號民事判決。
- 10 劉連煜，註 6。
- 11 相關之討論可參照邵慶平，財報不實損害賠償的法律解釋與法理適用——最高法院 111 年度台上字第 21 號民事判決，台灣法律人，20 期，頁 123-133，2023 年；張心悌，證券詐欺損失因果關係之再思考——從美國最高法院 Dura 案後之發展觀察，臺北大學法學論叢，117 期，頁 55-131，2021 年；周振鋒，論財報不實民事求償訴訟之交易因果關係，中原財經法學，43 期，頁 39-86，2019 年。
- 12 林郁馨，投資人的諾亞方舟——投資人保護中心與證券團體訴訟之實證研究，月旦法學雜誌，229 期，頁 75-97，2014 年；劉瑋，證券集體訴訟對公司政策的影響，國立台灣大學管理學院財務金融研究所碩士論文，頁 15-16，2021 年。

填補、嚇阻不法、涉訟傾向，以及訴訟後公司政策之改變等面向討論。其中，就投保中心損害填補之功能而言，投保中心獲勝訴判決之賠償總額佔其請求總額之九成以上，但是取得勝訴判決之損害賠償卻非投資人填補損害之主要管道，而以和解程序取得和解金始為填補投資人損害之主要來源¹³。就嚇阻不法而言，研究認為我國證券團體訴訟太過倚賴刑事程序再提起民事補償程序，造成起訴與審理時程延宕，使嚇阻功能仍有強化空間¹⁴。就涉訟傾向而言，研究發現訴訟前銷售表現較差的公司，更傾向於涉入財報不實之證券不法行為。但是，我國證券團體訴訟對於公司的流動性政策，較無顯著影響，於公司涉訟後，並不會改變公司之經營決策¹⁵。

相較於我國，美國對於證券集體訴訟所做之實證研究可說是汗牛充棟。其多是利用史丹佛大學法學院設立的證券集體訴訟數據中心(Security Class Action Clearinghouse, SCAC)之數據進行。其中，該資料庫涵蓋的資訊包含訴訟案件列表、起訴日期、起訴法院、證券交易所、產業別、和解金額、訴訟結果¹⁶，提供相當詳盡的證券團體訴訟統計數據。運用其數據進行研究之文獻相當之多，其所研究的面向包含公司發生證券團體訴訟前的經營狀況、公司治理特徵¹⁷、股價¹⁸，以及不同類型之機構投資人，如何

13 林郁馨，前揭註，頁 88。

14 林郁馨，前揭註。

15 劉瑋，註 12，頁 15-16。

16 SECURITIES CLASS ACTION CLEARINGHOUSE (SCAC), STANFORD LAW SCHOOL, <https://securities.stanford.edu/filings.html> (last visited: 2023/06/19).

17 Brian C. McTier & John K. Wald, *The causes and consequences of securities class action litigation*, 17 J. CORP. FIN. 649, 652 (2011).

18 Stefano Bonini & Diana Boraschi, *Corporate Scandals and Capital Structure*, 95, J. Bus. ETHICS 241, 245-50 (2010).

透過制度監督企業，影響公司訴訟風險¹⁹。而公司發生證券團體訴訟後的影響，有如併購²⁰、公司政策²¹、董事更替率²²、獨立董事離職率²³、同業外溢效果²⁴、公司資本成本²⁵、流動性與投資策略²⁶，以及公司是否破產對於訴訟結果²⁷，更有研究運用證券團體訴訟數據開發銀行業的預測模型²⁸等諸多面向。

相對的，我國並未建立前述之資料庫，對於證券團體訴訟相關之實證研究也較少。我國投保中心具有官方與公益色彩，享有多項優惠，且在實際上有獨占證券訴訟之現象，故其實效如何，

-
- ¹⁹ Kuntara Pukthuanthong et al., *Litigation Risk and Institutional Monitoring*, 45 J. CORP. FIN. 342, 342-59 (2017).
- ²⁰ Anup Basnet et al., *The Effect of Securities Class Action Lawsuits on Mergers and Acquisitions*, 48 GLOB. FIN. J. 1, 1-20 (2021).
- ²¹ Qunfeng Liao & Bo Ouyang, *Shareholder Litigation Risk and Real Earnings Management: A Causal Inference*, 18(4) REV. ACCOUNT. FIN. 557, 557-88 (2019).
- ²² Christopher F. Baum et al., *Securities Fraud and Corporate Board Turnover: New Evidence from Lawsuit Outcomes*, 48 INT'L. REV. L. ECON. 14, 14-25 (2016).
- ²³ Joseph Aharony et al., *Corporate Litigation and Executive Turnover*, 34 J. CORP. FIN. 268, 268-92 (2015).
- ²⁴ Bonini & Boraschi, *supra* note 18.
- ²⁵ Sudheer Chava et al., *Implication of Securities Class Actions for Cost of Equity Capital and Shareholder Wealth*, 52(2) INT'L J. L. 144, 144-61 (2008).
- ²⁶ Matteo Arena & Brandon Julio, *The Effects of Securities Class Action Litigation on Corporate Liquidity and Investment Policy*, 50(1) J. FIN. QUANT. ANAL. 251, 252 (2015).
- ²⁷ James J. Park, *Securities Class Actions and Bankrupt Companies*, 111 MICH. L. REV. 547, 547-90 (2013).
- ²⁸ Vassiliki Balla et al., *Multicriteria Decision Aid Models for the Prediction of Securities Class Actions: Evidence from the Banking Sector*, 36 OR SPECTR. 57, 57-72 (2013).

實有待探究²⁹。故本文乃針對證券團體訴訟對公司治理之影響進行實證研究，首先探討證券團體訴訟之發生，是否係導因公司的公司治理實施成效較差。其次係探討證券團體訴訟之實施成效，是否能有效強化公司治理。最後，則由於我國具有家族企業色彩濃厚之特點，因此，本文進一步探討，當受訴企業為家族企業時，於負面事件後是否會更致力於強化公司治理。希望藉此實證研究，探索投保中心團體訴訟之效果，並評估是否有需要對此進行修正。

貳、證券團體訴訟及公司治理

一、公司治理概說

（一）公司治理之意義

公司治理（Corporate Governance）早期之定義是指公司指導和控制之制度，對於公司治理之責任主要落於董事會，股東（shareholders）在治理中的角色是任命董事和審計委員，並確保治理架構與制度之完善建立³⁰。隨時空環境變遷，對於公司治理機制之討論，轉而更加強調公司治理係提供一種問責機制，用以確保公司的管理符合所有者（owners）利益的結構及合理程序³¹。

²⁹ 詳見後文貳、三之討論。

³⁰ “Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for the governance of their companies. The shareholders’ role in governance is to appoint the directors and the auditors and to satisfy themselves that the appropriate governance structure is in place.” ADRIAN DAVIES, BEST PRACTICE IN CORPORATE GOVERNANCE: BUILDING REPUTATION AND SUSTAINABLE SUCCESS, 15 (2006).

³¹ “Corporate governance provides an architecture of accountability – the structures and process to ensure companies are managed in the

經濟合作發展組織（Organization for Economic Cooperation and Development，簡稱 OECD）亦曾對於公司治理發布相關報告，在其 1998 年的報告中指出公司治理涵蓋由股東、董事會成員和經理組成的核心群體之間的關係結構和相應的責任，旨在最好地培養實現公司主要目標所需的競爭績效³²。在公司治理概念不斷的發展與演進，OECD 於 2004 年所發布的公司治理報告中，更加入了法令遵循之概念，認為公司治理係基於維護公司價值，確保所有利害關係人（stakeholders）之權益，而發展出的一種管理機制³³。其所稱之利害關係人包含董事會、股東、債權人、供應商、員工、社區、政府³⁴。此管理機制最主要之運作模式則在於監督組織活動、健全組織運作發展，防止脫法行為等弊端產生。在其 2023 年之報告中，新增之第六章「永續性與韌性」（VI. Sustainability and resilience），包含了公司應對不斷變化之監理和商業環境、促進永續資訊揭露，反映了企業對於氣候與永續之風險與挑戰³⁵。

（二）我國發展

我國於 1997 年亞洲金融風暴以後，愈加重視公司治理制度，金管會於 2002 年發布上市櫃公司治理實務守則。而為強化公司治理，行政院更於 2003 年 1 月成立改革公司治理專案小組，並於同年 8 月發布強化公司治理政策綱領暨行動方案。爾後，亦陸續推

interests of their owners.” *Id.*

- 32 “Corporate governance comprehends that structure of relationships and corresponding responsibilities among a core group consisting of shareholders, board members and managers designed to best foster the competitive performance required to achieve the corporation’s primary objective.” *Id.*
- 33 OECD, OECD PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE, 12-14 (2004).
- 34 DAVIES, *supra* note 30, at 18-22.
- 35 OECD, OECD PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE, 44 (2023).

動增進公司治理之相關政策，包含投保中心之成立，2005 年董事候選人提名制度之實施，2006 年修正證券交易法第 14 條之 2，引入獨立董事、審計委員會制度，並陸續訂定相關之子法，強制企業設置獨立董事、薪酬委員會、審計委員會。

其後，我國之金融監督管理委員會亦自 2013 年開始推動公司治理³⁶，頒布強化公司治理藍圖，並提出公司治理五大願景。首先為建立公司治理文化、創造共立企業價值，確保公司建立有效的公司治理架構，並成立公司治理中心，辦理公司治理評鑑、編制公司治理指數。其次則係提升董事會職能，落實董事會的責任，擴大獨立董事及審計委員會的設置，並促進股東行動主義，擴大實施電子投票，提升股東會品質，使股東獲得公平合理之對待，重視利害關係人權益，建立利害關係人聯繫平台。於政策藍圖中更加強資訊揭露的透明性，提升非財務性資訊的揭露品質，有如編制永續報告書，整合違規及交易面異常的資訊揭露。最後則是強化法制作業，強化公司內部控制、股東權益保護，以及強化股東提案權。

2018 年金管會再次推出新版公司治理藍圖³⁷，延續 2013 年強化公司治理藍圖的五大策略主軸，更發布了機構投資人盡職治理守則，促進股東行動主義，提高機構投資人股東會出席率，擴大強制要求上市櫃公司設置審計委員會、獨立董事，並編製台灣永續指數，鼓勵上市公司重視企業永續發展，並且自 2018 年開始要求上市櫃公司均要把電子投票列為股東行使表決權的方式之一。

36 金融監督管理委員會，2013 強化我國公司治理藍圖，2020 年 1 月 6 日，<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=886&parentpath=0,8,882,884>，（最後瀏覽日：2025/09/05）。

37 金融監督管理委員會，新版公司治理藍圖（2018~2020），2020 年 1 月 3 日，<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=885&parentpath=0,8,882,884>，（最後瀏覽日：2025/09/05）。

2021 年金管會發布公司治理 3.0—永續發展藍圖，對於強化董事會職能、提高資訊透明度、強化利害關係人溝通管道、引進盡職治理、深化公司永續治理文化等有更詳細的論述。在永續發展與資訊揭露面向，本藍圖擴大了永續報告書的範圍，加強 ESG 相關議題的非財務資訊揭露。也要求上市櫃公司依照 TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures，氣候相關財務揭露工作小組) 及 SASB (Sustainability Accounting Standards Board，永續會計準則委員會) 等國際準則，強化具備公司財務重大性及投資人投資決策有用性之 ESG 相關資訊揭露³⁸，反應了近年國際上重視永續之趨勢。

公司治理之優劣，即代表一家公司所隱含代理問題的嚴重性，而若代理問題越嚴重，則可能進一步影響公司之經營績效。有文獻以公司治理對公司經營績效影響為研究對象，其研究結果發現公司治理相關變數對於公司經營績效確實有顯著之影響，有如經理人持股比例、控制股東席次對於資產報酬率 (ROA) 具有正向顯著影響，符合收斂假設，當管理者與股東利益一致時，則管理者持股比例愈高，經營績效愈佳。而董事會規模、董事長兼任總經理，則對於公司的資產報酬率 (ROA) 具有負向顯著影響。前者可歸因於董事會規模過大，反而導致議事討論的無效率，以及搭便車行為之發生。後者則係由於董事長兼任總經理時，無法對於公司經營決策發揮有效之監督功能，更可能發生代理問題，將公司資源運用於對自己有利的決策，而影響公司經營績效³⁹。

38 金融監督管理委員會，公司治理 3.0—永續發展藍圖，2020 年 8 月 25 日，https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=95&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202008250004&dtable=News，(最後瀏覽日：2020/09/05)。

39 賴丞坡、李昇倫，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，頁 179-182，2012 年。

二、證券投資人保護之發展

欲推進公司治理，除了妥適分配經營者之權力、義務與責任，當其違反受任人義務時，能順利追索落實其責任，亦屬重要⁴⁰。公司法第 214 條為代表訴訟之規定，內容為：「繼續六個月以上，持有已發行股份總數百分之一以上之股東，得以書面請求監察人為公司對董事提起訴訟。監察人自有前項之請求日起，三十日內不提起訴訟時，前項之股東，得為公司提起訴訟；股東提起訴訟時，法院因被告之申請，得命起訴之股東，提供相當之擔保；如因敗訴，致公司受有損害，起訴之股東，對於公司負賠償之責。股東提起前項訴訟，其裁判費超過新臺幣六十萬元部分暫免徵收。第二項訴訟，法院得依聲請為原告選任律師為訴訟代理人。」意旨在藉由股東行動主義之發揮，加強公司治理，促進企業經營之健全與效率⁴¹。不過，本機制由於門檻過高，成效相當有限，幾乎形同虛設，值得檢討⁴²。近年雖然逐漸放寬其要件，但仍保留起訴門檻，可見立法者對於濫用風險仍有疑慮⁴³。

40 周振鋒，論證券投資人及期貨交易人保護法第十條之一——以股東代表訴訟為中心，法學新論，27 期，頁 159，2010 年。

41 劉連煜，現代公司法，16 版，頁 559，2021 年。

42 相關問題包含要求持股期間、持有股份限制、訴訟先行程序、負擔訴訟費用、勝訴利益歸於公司、敗訴由少數股東負擔賠償責任等等。馬秀如，會計與審計，收於：方嘉麟主編，變動中的公司法制，2 版，頁 322，2019 年；廖大穎，公司法原論，9 版，頁 276-277，2024 年。

43 周振鋒，註 40，頁 158。近年本條之要件逐步放寬，2018 年將持股期間調整為 6 個月以上，持股比例降低為已發行股份總數百分之一以上，且裁判費超過新臺幣 60 萬元部分暫免徵收。雖然有可能過寬的疑慮，不過仍有文獻認為在得命股東供擔保且於敗訴時需負損害賠償責任而言，仍屬相當大的負擔，而得避免濫訴。莊永丞，公司法最新修正簡評，萬國法律，221 期，頁 45-46，2018 年。

我國自 1960 年代起，陸續成立經濟部證券管理委員會、臺灣證券交易所、公布施行證券交易法。隨國內經濟蓬勃發展，引領社會大眾投資證券及期貨的風潮。但是，在證券市場中，卻可能出現惡意經理人操縱股價、內線交易、掏空公司資產、編製不實財報等詐害投資大眾之不法情事，如 1992 年間厚生公司股票違約案，導致多家證券商發生鉅額違約，使廣大善意證券投資人於本案中蒙受損失⁴⁴。整體而言，我國對證券市場投資人保護不足的問題深受詬病，故我國於 1990 年代初期開始推動改善保護證券投資人保護之立法工作⁴⁵。臺灣證券交易所於 1993 年 12 月訂定證券投資人保護基金設置及運用辦法，於隔年實施且設置證券投資人保護基金。爾後，如有違約交割之情事發生時，即以證券投資人保護基金補助投資人之未受償債權⁴⁶。惟該基金並無設置專責管理單位，且亦無永續資金來源，有其制度不足之處。故其後於 1998 年，由中華民國證券暨期貨市場發展基金會成立投資人服務與保護中心，為投保中心之前身，負責提供證券及期貨相關法令、投資權益之諮詢，紛爭案件之申訴，並擔任受害投資人之訴訟代理人，代理投資人進行求償⁴⁷。其所承辦之案件包含正義食品公開說明書及財務報告不實案、東隆五金、順大裕、美式家具、大中鋼鐵等案件。惟投資人服務與保護中心之運作，係訴訟代理人之方式，並無積極以當事人之地位進行調處或提起團體訴訟、提付團體仲裁之權限⁴⁸。故財政部證券暨期貨管理委員會於 1997 年成立金融改革專案小組，1999 年提出證券投資人及期貨交易人保

⁴⁴ 殷若瑛，「證券投資人及期貨交易人保護法」之發展及演變，證券暨期貨月刊，29 卷 12 期，頁 24-25，2011 年。

⁴⁵ 郭大維，註 3，頁 22。

⁴⁶ 殷若瑛，註 44，頁 25。

⁴⁷ 殷若瑛，註 44，頁 26。

⁴⁸ 殷若瑛，註 44，頁 26。

護法（以下稱投保法），全案於 2002 年經立法院通過⁴⁹，2003 年經總統公布施行，並設置證券投資人及期貨交易人保護中心（下稱投保中心）。投保中心所綜理之業務包含提供投資人證券及期貨交易爭議諮詢、申訴、調處、進行團體訴訟及仲裁、股東代表訴訟、督促公司歸入權之行使，及其他攸關投資人權益之業務等⁵⁰。

按投保法之設計，其所得其起之訴訟類型包含兩者，第一為第 10-1 條之代表訴訟與解任董事監事訴訟，第二為第 28 條之團體訴訟，兩者之性質與行使方式均為不同⁵¹。就代表訴訟而言，第 10-1 條第 1 項規定：「保護機構發現上市、上櫃或興櫃公司之董事或監察人，有違反證券交易法第二十條第一項、第二項、第一百五十五條第一項、第二項、第一百五十七條之一第一項、第二項、期貨交易法第一百零六條至第一百零八條第一項規定，或有證券交易法第三十二條第一項情事而無同條第二項免責事由、第一百七十一條第一項第二款或第三款規定之情事，或執行業務有重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項，得依下列規定辦理：一、以書面請求公司之監察人為公司對董事提起訴訟，或請求公司之董事會為公司對監察人提起訴訟，或請求公司對已卸任之董事或監察人提起訴訟。監察人、董事會或公司自保護機構請求之日起三十日內不提起訴訟時，保護機構得為公司提起訴訟，不受公司法第二百十四條及第二百二十七條準用第二百十四條之限制。二、訴請法院裁判解任公司之董事或監察人，不受公司法第二百條及第二百二十七條準用第二百條之限制，且解任事由不以起訴時任期內發生者為限。」其意旨主要在於放寬公司法

49 全條文共 41 條，2002 年 10 月 31 日行政院院臺財字第 0910054773 號令發布定自 2003 年 1 月 1 日施行。

50 張瑞杰，投保中心踐行股東行動主義成效，證券暨期貨月刊，34 卷 1 期，頁 5-8，2016 年。

51 詳見周振鋒，註 40，頁 172-174。

第 214 條之要件，但排除之範圍則尚有爭議⁵²。本條於 2009 年增訂，後於 2019 年大幅修正，使本條與原本作為其基礎之公司法第 200 條、第 241 條之差異更為顯著⁵³。

再者，證券詐欺事件之類型包含公開說明書不實⁵⁴、財報不實⁵⁵、內線交易⁵⁶、操縱股價⁵⁷等，具有「擴散型損害」之特徵，常涉及多數且大量之投資人。如以個別投資人提起訴訟請求損害填補，則可能因個別投資人之弱勢地位、資訊不對稱、舉證責任、訴訟成本過高，而受有限制⁵⁸。此類不符合經濟效益的反誘因現象，造成實務上證券投資或期貨交易人放棄司法救濟之現象屢見不鮮⁵⁹。投保法第 28 條乃建構基於公益目的之團體訴訟機制，目的為保護公益而非以營業為目的⁶⁰。依本條規定，保護機構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 20 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

52 例如投保中心是否以有股東身分為必要、持股期間為何、是否應供擔保等等，詳見周振鋒，註 40，頁 175。

53 邵慶平，公司法：規範與案例，3 版，頁 360，2024 年。

54 證券交易法第 32 條。

55 證券交易法第 20 條、第 20 條之 1。

56 證券交易法第 157 條之 1。

57 證券交易法第 155 條。

58 王文字、張冀明，非營利組織主導的證券團體訴訟——論投資人保護中心，月旦民商法雜誌，15 期，頁 6-14，2007 年。

59 王文字主編，註 2，頁 506-507；廖大穎，證券交易法導論，9 版，頁 526-529，2023 年。

60 有以為代位訴訟與團體訴訟之嚇阻不法之功能更勝於損害填補之意義，故更可見投保中心之公益考量，參見邵慶平，投保中心代表訴訟的公益性：檢視、強化與反省，臺大法學論叢，44 卷 1 期，頁 229-230，2015 年。

辯論終結前或詢問終結前，撤回仲裁或訴訟實施權之授與，並通知仲裁庭或法院。是證券團體訴訟之成立，係由 20 人以上，同一證券、期貨不法事件之受害者，共同授與投保中心訴訟實施權，為受害者提起訴訟⁶¹。據此，投保中心就證券投資人或期貨交易人授與訴訟或仲裁實施權之事件，有為一切訴訟或仲裁行為之權⁶²。此性質上屬於任意之訴訟擔當，僅對於有授與訴訟實施權之投資人發生效力⁶³。為聚焦投保中心保護股東之效果以及對公司治理之影響，本文乃以團體訴訟為研究重心。

三、證券團體訴訟之現況與問題

就證券團體訴訟之推動成效而言，多有論者強調其損害填補與嚇阻功能，並認為證券團體訴訟可作為資本市場之外部監督機制，有助於我國資本市場環境下，公司治理之重要機制⁶⁴。我國投保法特賦予保護機構諸多特殊待遇，例如聲請假扣押、假處分時，應釋明請求及假扣押、假處分之原因，法院得就保護機構前項聲請，為免供擔保之裁定（投保法第 34 條）；其訴訟標的金額或價額超過新臺幣三千萬元者，超過部分暫免繳裁判費（投保法第 35 條）；釋明在判決確定前不為執行，恐受難以抵償或難以計算之損害者，法院應依其聲請宣告准予免供擔保之假執行（投保法第 36 條）。但上開優惠措施是否具有實益，仍有檢討必要⁶⁵。

61 由此可知，我國證券團體訴訟制度係採當事人事前同意加入訴訟（opt-in），有別於美國推定加入（opt-out）制度。詳細之介紹，可參閱林郁馨，從美國證券集體訴訟談證券詐欺訴訟的填補損害及嚇阻功能，月旦財經法雜誌，14 期，頁 176-179，2008 年。

62 證券投資人及期貨交易人保護法第 31 條。

63 賴英照，註 2，頁 647。

64 劉連煜，健全獨立董事與公司治理之法制研究——公司自治、外部監控與政府規制之交錯，臺灣證券交易所委託研究報告，頁 14、54，2002 年 9 月；曾偉哲，註 4，頁 4。

65 賴英照，註 2，頁 648。

這是否造成證券團體訴訟高度集中於投保中心，導致獨占之結果，頗有疑慮⁶⁶。且在投保中心獨享投保法優惠待遇下，實質上將使投保中心以外之律師難有機會接受投資人委託而參與投保訴訟。投保中心既然具備官方色彩又享有諸多優惠，除訴訟費用外也不收取報酬，對於投資人而言宛如不需收費之律師事務所，故被文獻批評有如主管機關之執法單位⁶⁷。且投保中心實際上倚賴刑事訴訟程序，在其有結果前通常不會主動提出團體訴訟，是以被認為欠缺美國法下的嚇阻效果⁶⁸。因此，未來是否斟酌開放投保中心以外之律師在特定狀況下亦得享有前述優惠待遇⁶⁹，或是考慮其他公私協力機制，值得研究⁷⁰。

例如，我國有文獻建議可將投保中心獨占修改為由其監督的制度。詳言之，可使發現特定公司財報不實之人得扮演吹哨者之角色，除了向檢調檢舉以外，亦得向投保中心告知欲行使其權限。在投保中心審酌後，得在其監督下，以投保中心之名義依投保法第 28 條提起訴訟。通過審核者應盡可能自行聘任律師、主導訴訟、支付相關費用，再由投保中心協助行政事務。投保中心仍得進行監督，例如指派律師同受委任、參與訴訟、並在必要時提醒撤回訴訟實施權之授與，以避免濫用⁷¹。如此可望引入私人資源，減少投保中心的資源耗費，並在其專業協助下，發揮其法律優勢

66 曾偉哲，註 4，頁 19。

67 王文字、張冀明，註 57，頁 28。

68 邵慶平，註 60，頁 254；趙冠瑋，公私混合執法理論之建構：從美國證券集團訴訟改革看台灣投保中心團體訴訟，東海大學法學研究，60 期，頁 77-78，2020 年。

69 邵慶平，證券團體訴訟中因果關係構成要件的比較研究——兼論投保中心制度的改革方向，臺北大學法學論叢，99 期，頁 175-179，2016 年。

70 趙冠瑋，註 68，頁 66-67。

71 邵慶平，註 69，頁 177-178。

地位。亦有文獻分析公權力對證券詐欺訴訟之干預模式，包含獨占執法模式、監督執法模式、補償執法模式等後，建議我國投保中心得適當的混合私人之介入。例如就執法較為明確之規則執法類型、以及較不明確而需要資源證明之原則執法類型。後者可委外由私人檢察官或公私協力組織來協助訴訟與執法⁷²。

證券團體訴訟除了應具備損害填補與嚇阻功能以外，更可能發揮市場監督力量，使發行公司與負責人遵守法令、避免賠償責任，對市場之健全發展甚有助益⁷³。故如能確實發揮，應能對公司治理產生正面效果。再者，我國投保中心既具有官方與公益色彩，享有多項優惠，且在實際上有獨占證券訴訟之現象，故其效果與影響如何，更有進行實證研究之必要與實益。如能有實證證據證明團體訴訟與公司治理具有一定之正向或因果關係，則較能提供此設計正當之基礎。相反的，如果兩者間並無統計上之顯著關係，則或較值得考慮調整或採行其他機制。此即為本文之主要目的所在。

參、文獻回顧及問題意識

一、證券團體訴訟之影響

我國以證券團體訴訟進行實證研究之文獻相當稀少，有學者針對證券團體訴訟之實施成效進行實證研究，其研究結果指出，由於投保中心之訴訟策略，我國證券團體訴訟具有高度倚賴刑事程序之特點，透過卡方檢定，其發現刑事之是否有罪與民事之是

72 在美國法中，「私人檢察官」指相對於檢察官或政府律師，由私人或律師代表公部門對違法者提起「私人檢察官公益訴訟（qui tam litigation）」向違法者求償之機制。而在美國證券法中，私人檢察官之執法地位早已確立。趙冠瑋，註 68，頁 48-49、51、66-67。

73 賴英照，註 2，頁 649。

否獲得勝訴判決具有高度相關性⁷⁴。並且，在被告刑事判決為有罪的情況下，法院於民事判決更傾向判決投保中心勝訴，因此，在被告得知刑事判決結果後，亦會傾向於逕行與投保中心和解⁷⁵。就嚇阻不法之功能而言，該研究認為投保中心所提出之民事訴訟過度倚賴刑事程序之結果，造成程序延宕弱化嚇阻功能⁷⁶。

有研究主要探討以證券集體訴訟對於公司政策之影響，以迴歸分析進行實證研究。其研究結果發現，資產報酬率及銷售表現較差的公司，更傾向發生證券團體訴訟。而就證券團體訴訟之影響而言，該研究指出訴訟之發生，對於公司的流動性政策與投資政策並無顯著影響，因此投保中心並無法有效發揮其嚇阻不法之功能。此外，該研究亦對於訴訟發生之外溢效果進行檢測，其研究結果發現，於訴訟發生時，確實會產生外溢效果，與受訴企業相同產業之公司，於訴訟發生後，公司政策將轉趨保守，以避免涉入訴訟，並會增加現金持有⁷⁷。

亦有學者曾以實證研究探討我國會計師之責任上限及強制保險之必要性，由於我國會計師所涉之案件為證券交易法第 20 條財報不實，通常涉及不特定多數之投資人，故該研究之樣本包涵證券團體訴訟案件與非證券團體訴訟案件⁷⁸。其迴歸分析結果發現，投保中心於證券團體訴訟案件具有重要地位，投保中心之參與對於會計師取得有利判決為負向顯著，換言之，投保中心對於會計師之求償更加積極且有效率⁷⁹。

⁷⁴ 林郁馨，註 12，頁 81-82。

⁷⁵ 林郁馨，註 12，頁 85。

⁷⁶ 林郁馨，註 12，頁 87-89。

⁷⁷ 劉偉，註 12，頁 10-16。

⁷⁸ 陳俊元，我國會計師因財報不實對第三人民事責任之法律實證分析，政大法學評論，159 期，頁 238，2019 年。

⁷⁹ 陳俊元，前揭註，頁 253。

相對於國內為數不多之實證研究，國外對於證券團體訴訟之文獻，則可說是汗牛充棟。有文獻探討證券團體訴訟對於公司資本結構之影響，在其研究結果發現在證券集體訴訟被提起之前，涉入醜聞的公司會比同業釋出更多股票，並且因為股權的定價錯誤，他們會更傾向以權益作為融資機制，在證券集體訴訟提起後，這些公司則會減少外部融資的使用，並降低財務槓桿，而公司醜聞亦具有產業外溢效果，其他同業亦會減少舉債及股票發行⁸⁰。另有學者利用史丹佛大學所設立之證券集體訴訟資料庫，並以美國產險公司為主要研究對象，運用配對樣本與差異中的差異法進行迴歸分析，探討證券團體訴訟對產險公司險種選擇、再保險需求、現金持有、賠款準備金估計的影響進行實證研究⁸¹。其研究結果發現，證券團體訴訟後確實會對於產險公司之經營決策有所影響，且其經營將轉趨保守，包含增加現金持有、賠款準備金，減少長尾險種承做，轉而增加短尾險種之承保比例⁸²。

對於證券團體訴訟與代理問題，則有學者透過實證研究指出存在代理問題之公司，更有可能面臨證券團體訴訟。此外，在面臨訴訟的企業中，亦具有公司規模較大的特徵，符合法律尋租理論之特性。而在證券團體訴訟後，該研究發現公司的 CEO 更換率倍數成長⁸³，也就是說，證券團體訴訟的發生，將導致公司經營階層的更替。此外，有文獻針對公司的流動性與投資策略進行研究，發現於證券團體訴訟之後，公司會轉而採取較為保守的經營

⁸⁰ Bonini & Boraschi, *supra* note 18, at 242.

⁸¹ 賴怡洵、戴維芯，證券集體訴訟對美國產險公司現金持有、再保險需求與賠款準備金管理之影響，科技部補助專題研究計畫期末報告，頁 6-8，2019 年。

⁸² 賴怡洵、戴維芯，前揭註，頁 19-23。

⁸³ P. E. Strahan, *Securities Class Actions, Corporate Governance and Managerial Agency Problems* (1998/07/31), <https://ssrn.com/abstract=104356>.

策略，包含增加現金持有、減少外部投資、購買保險、調整公司財務體質，以規避訴訟風險⁸⁴。另有研究針對證券團體訴訟之涉訟公司進行研究，將公司區分為破產公司與未破產公司，而其實證結果發現，法院更傾向對於已破產公司做成不利判決⁸⁵。

另有文獻主要探討股東訴訟對於強化公司治理機制之實質效益，運用公司實質盈餘管理作為代理變數，探討法律風險高低對於公司實質盈餘管理決策⁸⁶之影響。其研究結果發現，訴訟是一種相當強大的外部公司治理機制，於訴訟風險降低時，公司會更傾向以投機主義進行公司盈餘決策，並且當公司的資訊揭露程度越低、公司內部治理越差時，公司訴訟風險降低所帶來的負面效應會更加顯著⁸⁷。有文獻認為受到證券團體訴訟的公司，便是起因於較差的公司治理，而其實證研究發現，在證券團體訴訟發生後，受訴公司的負債比率與股利會顯著增加，並且更有可能更換執行長，變更經營所有權合一的經營模式，更會縮減董事會規模且增加董事會的獨立性⁸⁸。此外，尚有文獻對於美國證券團體訴訟進行實證研究，探討涉入證券團體訴訟之公司特性，以及證券團體訴訟後之影響。其研究發現具有較高過度投資比例、市場價值較高、董事長兼任總經理的公司，更容易發生證券團體訴訟⁸⁹。在訴訟後，公司會減少其過度投資活動、增加現金持有，亦即公司於證券團體訴訟後，將更加注重公司代理問題，並調整其公司

⁸⁴ Arena & Julio, *supra* note 26, at 255-56.

⁸⁵ Park, *supra* note 27, at 550-51.

⁸⁶ 實質盈餘管理決策為重要盈餘管理工具，為長期公司價值之決定要素。

⁸⁷ Liao & Ouyang, *supra* note 21, at 580.

⁸⁸ Matthew McCarten & Ivan Diaz-Rainey, *The Impact of Securities Class Actions on Firm Governance and Operating Performance* (2014/08/29), <https://ssrn.com/abstract=2488863>.

⁸⁹ McTier & Wald, *supra* note 17, at 654.

經營策略，具有部分增強公司治理之效用⁹⁰。亦有學者針對證券團體訴訟後，公司董事更換率進行實證研究，在其研究發現，基於聲譽效果，相對於公司敗訴，公司董事更換率於公司進行和解時更為敏感⁹¹。

二、公司治理

（一）董事會特徵

1. 董事會規模

我國有關董事會之規定，規定於公司法第 192 條以下，除法規或章程另有訂定外，均應由董事會負責執行公司業務⁹²。而公司設置董事會，不得少於三人⁹³。董事會規模對於公司經營之影響，於文獻中指出，董事會規模較大之公司，可能會由於董事會討論無效率，抑或是發生董事搭便車行為，而導致董事會規模大的公司相較於董事會規模小的公司，經營成效更差⁹⁴。

2. 獨立董事

我國有關獨立董事之設置規定於證券交易法第 14 條之 2 第 1 項⁹⁵之任意規定，公司可以依照章程自行抉擇是否設立獨立董事。而該法但書規定主管機關可強制要求於公司章程規定設置獨立董事，相關函文以漸進式之方式要求公司董事會設置獨立董

90 *Id.*, at 658.

91 Baum et al., *supra* note 22, at 14-25.

92 公司法第 202 條。

93 公司法第 192 條。

94 David Yermack, *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*, 40 J. FIN. ECON. 185, 195-96 (1996).

95 證券交易法第 14 條之 2：「已依本法發行股票之公司，得依章程規定設置獨立董事。但主管機關應視公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況，要求其設置獨立董事，人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。」

事。以金融業與實收資本額五百億以上非金融業之上市櫃公司為優先對象⁹⁶，逐步擴充至資本額達一百億以上非金融業之上市櫃公司⁹⁷，並於 2013 年底，擴大適用至所有上市櫃公司⁹⁸。

文獻對於獨立董事多有討論，有文獻即對於股權結構和董事會特徵是否對中國企業財務欺詐產生影響進行研究。其研究結果發現外部董事的比例、董事會會議的次數以及董事長的任期與舞弊發生率有關⁹⁹。另有文獻對於 22 個國家公司企業價值與董事會獨立董事占比之關聯進行研究，其研究結果發現，企業價值與董事會中獨立董事比例之間存在正相關關係，尤其是在股東法律保護薄弱的國家¹⁰⁰。

於我國之實務運作上經常發現於負面事件發生時，常有「獨立董事離職潮」的現象發生¹⁰¹。而在外國文獻的實證研究中，亦證實此一現象之存在，有研究探討各類型訴訟對於公司執行長更換、董事離職、薪酬等變數的影響，其研究結果發現，於發生訴訟時，獨立董事的聲譽將受影響而選擇退出公司，離職人數於訴訟發生後有顯著增加¹⁰²。另有研究針對證券團體訴訟後董事會更替率進行研究，其研究發現，董事會的更替率在進行和解時，相

⁹⁶ 金管會（95）年金管證一字第 0950001616 號函。

⁹⁷ 金管會（100）年金管證發字第 1000010723 號函。

⁹⁸ 金管會（102）年金管證發字第 1020053112 號函。

⁹⁹ Gongmeng Chen et al., *Ownership Structure, Corporate Governance, and Fraud: Evidence from China*, 12 J. CORP. FIN. 424, 441-45 (2006).

¹⁰⁰ Jay Dahya et al., *Dominant Shareholders, Corporate Boards, and Corporate Value: A Cross-Country Analysis*, 87 J. FIN. ECON. 73, 98-100 (2008).

¹⁰¹ 陳永吉，小妹大辭樂陞獨董 掀起跳船潮，自由時報，2017 年 5 月 20 日，<https://news.ltn.com.tw/news/focus/paper/1103747>（最後瀏覽日：2025/09/05）。

¹⁰² Aharony et al., *supra* note 23, at 281-85.

較於敗訴時的董事會流動率更高；獨立董事由於受到聲譽效果的影響，對於證券團體訴訟的發生更加敏感¹⁰³。

3. 董監事責任保險

有關董監事責任保險之規範，規定於公司法第 193 條之 1 第 1 項公司得於董事任期內就其執行業務範圍依法應負之賠償責任投保責任保險。惟我國並未於母法中，要求強制投保董監事責任保險，而係配合金管會公司治理藍圖，漸進式修正上市櫃公司董事會設置及行使職權應遵循事項要點、證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則等規則，逐步要求上市櫃公司¹⁰⁴，乃至興櫃公司¹⁰⁵，強制投保董監事責任保險。

有文獻以實證研究探討我國上市櫃公司之保險購買以及訴訟風險，該研究發現公司規模以及淨值市價比隱藏有公司管理階層風險偏好程度之資訊，其研究結果發現小型公司及高淨值市價比的特性，更有利於公司作出優勢選擇（Advantageous Selection），

¹⁰³ Christopher F. Baum et al., *supra* note 22, at 21-23.

¹⁰⁴ 金融監督管理委員會，上市（櫃）公司近期應遵循之新規範及相關措施，2019 年 3 月 28 日，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201903280001&toolsflag=Y&dtable=News（最後瀏覽日：2025/09/05）。

¹⁰⁵ 劉家瑜，董監責任險 興櫃公司明年起須投保 強化公司治理，*yahoo!*新聞，2021 年 9 月 22 日，https://tw.news.yahoo.com/news/%E8%91%A3%E7%9B%A3%E8%B2%AC%E4%BB%BB%E9%9A%A-A-%E8%88%88%E6%AB%83%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%98%8E%E5%B9%B4%E8%B5%B7%E9%A0%88%E6%8A%95%E4%BF%9D-%E5%BC%B7%E5%8C%96%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%B2%BB%E7%90%86-071118495.html?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xLmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAKJPJ4FQU4ftJ3pYzbMuoGcIiiFswiCJu6_oI0KW4w09YPBp5uGtfUDIb3Y8WOQTOmOb55_2VhYWFXZGUANgfbevVxn2GsbYIP1ObqeWbahtsA3g4Hk8gPyyLtDTQ3SRkgEtnV9OdrJKPiBiP1UZ30yEpbU9Bd_oEM_DiCUBvlOa8（最後瀏覽日：2025/09/05）。

努力降低訴訟風險，並購買董監事責任保險¹⁰⁶。

另有學者以我國公司購買董監事責任保險是否有助於公司治理進行研究，監督假設（Monitoring Hypothesis）認為公司治理較差的公司，更傾向購買較多的董監事責任保險。而若是從訊號假設（Signal Effect）出發，則公司治理較佳的公司，更傾向購買董監事責任保險，以吸引更多投資人進行投資。於該文獻中，其研究結果發現，就台灣之市場而言，更傾向適用訊號假設，於董監事責任保險市場，逆選擇之情況發生機率較低¹⁰⁷。更進一步言之，透過董監事責任保險之購買，不僅能夠依靠保險公司提供損失防阻服務，強化公司內部治理機制，更能夠藉由保險公司定價原則，高風險高保費，進而使公司治理較差者，提升其公司治理成效，以換取較優惠的保險定價，故有學者認為董監事責任保險的購買可以體現企業體質的優劣，對於提升公司治理有正面之效益¹⁰⁸。

4. 董事長兼任總經理

在有關公司治理的文獻中，常指出為使公司治理更加有效率，避免代理問題之發生，應將董事長與總經理分別指派不同人擔任，以使公司政策的執行者，受到有效的監督。實證研究亦支持此一見解，其研究發現，董事長兼任總經理之公司，更容易因為缺乏監督，導致其政策執行時，側重個人利益，而忽略股東權

¹⁰⁶ Rachel J. Huang et al., *Does Size and Book-to-Market Contain Intangible Information about Managerial Incentives? Learning from Corporate D&O Insurance Purchase*, 68 PAC. BASIN FIN. J. 1, 10-11 (2021).

¹⁰⁷ Chun-Yuan Chen, *Functions of Directors' and Officers' (D&O) Liability Insurance and Litigation Risk: An Empirical Legal Study of Taiwan*, 12 NAT'L TAIWAN U. L. REV. 1, 8-30 (2017).

¹⁰⁸ Chun-Yuan Chen, *D&O Insurance, Corporate Governance and Mandatory Disclosure: An Empirical Legal Study of Taiwan*, 7 J. ASIAN ECON. 19, 21-22 (2016). 林郁馨，註 61，頁 185。

益，因此具有此一特徵之公司更傾向於發生證券團體訴訟¹⁰⁹。

（二）機構投資人與公司治理

機構投資人用以影響公司政策的做法主要有二，學者稱為「發聲或退出」(voice or exit)¹¹⁰。當他們不滿意特定公司的公司治理時，投資者在管理控制方面有兩種可能的選擇，第一種包括與管理層的溝通，行使投票權，影響公司決策，而第二種則是投資者決定出售股份離開公司，也就是所謂「用腳投票」(vote with their feet)¹¹¹。

根據研究指出，機構投資者的參與程度不同，會對於公司之訴訟風險有不同的影響。可以將機構投資人區分為短期機構投資人與長期機構投資人，短期機構投資人的所有權較少、投票權較小，對於內部決策的影響力較低，而傾向以事後透過訴訟監督企業。長期機構投資人則有較多的所有權與投票權，經營不善將導致其損失，且訴訟亦會帶來高額成本，因此長期機構投資人更傾向透過與內部經營階層溝通來監督企業¹¹²。

有研究對於 25 位不同類型機構投資人的基金經理人進行訪談，探討機構投資人在公司治理所扮演的角色，及其如何影響公司治理，分析面向包含機構投資者在投資類型方面的特徵、投資時間範圍，以及參與公司決策的程度，研究結果發現，機構投資人認為良好的公司治理是選擇投資公司時非常重要的標準，而會參與其投資組合公司的公司治理；他們使用的控制機制包括投票

¹⁰⁹ McTier & Wald, *supra* note 17, at 654-56.

¹¹⁰ Joseph A. McCahery et al., *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, 71 J. FIN. 2905, 2928-29 (2016).

¹¹¹ *Id.* at 2924.

¹¹² Pukthuanthong et al., *supra* note 19, at 349-55.

權、直接與管理層溝通討論未來發展策略，以及與其他機構投資者合作¹¹³。

另有學者以韓國公司為樣本進行研究，探討機構投資人是否影響公司治理，而韓國市場之特殊性在於其公司多為財團主導，財團是以家族為導向的企業集團，家族企業佔比較高，與台灣市場結構相似。在此研究中，其研究目的在於了解機構投資人對於公司治理較差的公司，有沒有直接或間接的影響。研究模型主要以公司治理評分作為被解釋變數，檢視機構投資人持股對公司治理的影響，其研究結果發現韓國的機構投資人持股與公司治理質量呈顯著負相關，不支持「積極監督有助於改善管理者和投資者之間的資訊不對稱並增強公司治理」的假設，反而在對於公司治理不滿時，較傾向採取用腳投票的措施，減少對於公司的持股，而非進一步監督公司改善公司治理。然而，該研究作者也認同公司治理對於長期永續經營的重要性，並認為主管機關應積極推動機構投資人參與公司治理¹¹⁴。

此外，亦有學者對於台灣市場中，國內機構投資人與國外機構投資人的投資偏好進行分析，尤其是公司治理是否對於其投資偏好有所影響。其中，該研究所使用的公司治理變數包含管理階層所有權（managerial ownership）、獨立董事（independent directors）、大股東所有權（blockholder ownership）、股票質押比率（pledge stock ratios）、董事長兼任總經理（CEO duality），其

¹¹³ Ivana Dundek Kokotec et al., *The Role of Institutional Investors in Corporate Governance of Their Portfolio Companies – The Case of Croatia*, 23 CROATIAN ECONOMIC SURVEY, 105, 114-21 (2021).

¹¹⁴ Chune Young Chung et al., *Do Institutional Investors Improve Corporate Governance Quality? Evidence From the Blockholdings of the Korean National Pension Service*, 49 GLOB. ECON. REV., 422, 434 (2020).

研究結果發現大股東持股比例和管理層持股比例正向影響機構投資者的持股比例，由於台灣的大多數非電子企業都是家族企業，因此外國機構投資者特別關注董事長是否兼任總經理（CEO duality）。然而，公司治理之優劣並非機構投資人之主要投資考量，反之，機構投資者更加關注公司利潤¹¹⁵。

三、家族企業

家族企業為我國常見的經營模式，其控制企業之方式包含親自參與公司經營、交叉持股¹¹⁶，以達到確保財富傳承且維繫家族聲譽的目的。TEJ 台灣經濟新報資料庫將集團控制型態區分為共治型態（A）、單一家族主導（F）、公股主導（G）、專業經理人治理（M）四類。其對家族企業之定義分別有以下四種，1. 董事長及總經理由單一家族成員出任。2. 董事控制席次比率大於 50%（不含友好席次）且友好董事席次比率及外部董事席次比率均小於 33%。3. 董事控制席次比率大於 33%且最終控制者家族成員至少有 3 人出任董監事及經理人。4. 控制持股比例大於必要控制持股比例。若符合以上四者之一，TEJ 資料庫均將其集團型態標註為單一家族主導。以 TEJ 資料庫之統計觀之，我國上市櫃公司，約有 65% 的佔比為 TEJ 資料庫標記為單一家族主導（F）之家族企業經營模式。因此，我國對於家族企業之議題，無論是法律面、財務面、企業經營面均有諸多討論，亦累積相當規模有關於家族企業之研究。

家族企業對於企業之影響，以代理理論為基礎，可以區分為

¹¹⁵ Su-Lien Lu & Ying-Hui Li, *Effect of Corporate Governance on Institutional Investors' Preferences: An Empirical Investigation in Taiwan*, 12 J. RISK FIN. MANAG., 32, 38-43 (2019).

¹¹⁶ 朱德芳，家族企業與公司治理——控制權安排與法律風險，臺灣財經法學論叢，4 卷 1 期，頁 101-104，2022 年。

正面效果及負面效果，正面效果又可被稱為利益一致效果（incentive alignment effect），負面效果則被稱為權利鞏固效果（entrenchment effect）。在多數研究中發現，管理者所有權與控制權對於公司經營績效之影響呈現倒 U 關係，意即隨著管理者所有權和控制權的增加，將先帶來激勵效果，使公司績效提升，但是在其所有權增加至臨界點之後，將使其更加追求私益，而發生代理問題，其所帶來的負面影響將開始超過管理者所有權提升所帶來的激勵效果¹¹⁷。

有文獻就公司治理對家族企業之企業價值進行實證研究，發現相較於非家族企業，董事會規模及獨立董事設置之公司治理要素，對於家族企業之企業價值有顯著正向之影響¹¹⁸。另有文獻針對家族企業、公司治理與公司績效進行實證研究，亦有相同之結果。其實證研究結果發現，相對於非家族企業，家族企業之經營績效較差¹¹⁹。在家族企業中，董事會的外部董事比例越高，公司績效越好。因此該研究認為，公司治理機制可以抗衡家族企業對於經營績效的負面影響，尤其引入外部董事，能進而提升公司的經營績效¹²⁰。另有學者以董事會特性與公司績效之關聯進行研究，其認為董事會結構與是否屬家族企業型態具有顯著關聯性，並且將董事會結構對於公司績效之影響區分家族與非家族企業進行研究，發現若公司為家族企業則董事會規模越大，對公司績效越有負面影響，且若董事長兼任總經理，對公司績效亦有負面影

¹¹⁷ Stijn Claessens et al., *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*, 57 J. FIN. 2741, 2742 (2002).

¹¹⁸ 黃素慧等，公司治理是否能增加我國家族企業之企業價值，經營管理論叢，7 卷 2 期，頁 13-37，2011 年。

¹¹⁹ 林翠蓉等，家族所有權、公司治理與公司績效關係之實證研究，績效與策略研究，8 卷 1 期，頁 72，2011 年。

¹²⁰ 同前註，頁 73。

響。若公司為非家族企業，則可發現公司治理機制對於公司績效具有顯著之正向效果¹²¹。

另有實證研究與前述文獻有相反之見解，透過實證研究發現家族企業由於掌握公司所有權及經營權，而且董事或高階主管通常由家族成員擔任，目標一致，資訊不對稱情形較不嚴重，較不適用代理理論，如搭配較低之監督水準¹²²，則公司績效具有提升之效果¹²³。有文獻針對台灣電子業進行實證研究，分析長期而言高階經理人擔任董事職位，對於家族股權結構與績效之間的影響，其實證結果發現家族直接持股越高，對績效越有正向之影響，而專業經理人越多，將更加強化家族直接持股與績效間的正向關係¹²⁴。另有文獻指出家族企業對公司具有重要的控制權，且會對於經營階層表示直接或間接的支持，而使公司經營更加穩健¹²⁵。

除前述董事會規模、獨立董事比例、董事二元性與家族企業關聯之研究外，更有研究運用社會情感財富理論（socioemotional wealth theory）為基礎，自家族認同感與家族控制力兩大面向，對於家族企業與非家族企業投保董監事責任保險之傾向進行研究。首先，該研究發現具認同感之家族企業公司，較少發生內部控制缺失。就控制力高低之面向，則是以具控制力之家族企業，發生

121 廖秀梅等，董事會結構特性與公司績效關係之研究——兼論台灣家族企業因素的影響，東吳經濟商學學報，54期，頁142-144，2006年。

122 此研究將監督水準定義為獨立董事占董事會比重。

123 戴怡蕙，家族企業的監督水準與績效關聯性，會計審計論叢，8卷2期，頁93，2018年。

124 李卉馨等，專業經理人職位的代理意涵：台灣電子業家族企業之實證分析，臺大管理論叢，25卷1期，頁271，2014年。

125 Jung Park & Brian Bolton, *Board of Directors Turnover with New Board Chairs in Family Firms*, 9 COGENT BUS. MANAG. 1, 4-15 (2022).

較多之內部控制缺失。就投保董監事責任保險之面向而論，具控制力及認同感之家族企業，會投保董監事責任保險以減緩內部控制缺失，並且以具控制力之家族企業之減緩幅度大於具認同感之家族企業¹²⁶。

四、研究假設

誠如前述，國內外之實證研究均有對於受證券團體訴訟之公司特性進行研究，包含公司之流動性、投資情形、公司規模、異常報酬率等財務面向，而本文參考過往文獻，將著重於公司治理面向¹²⁷，探討是否公司治理較差的公司，更有可能發生不法情事，並受到證券團體訴訟。因此，本文建立本研究之假設 1。

H₁：公司治理較差的公司，之後較容易導致訴訟。

其次，國外之實證研究亦多有探討證券團體訴訟後之影響，故本文亦參考前人研究¹²⁸，將著重於證券團體訴訟對於公司治理之影響，探討證券團體訴訟之實施，是否能有效透過外部監督機制，強化公司治理。因此，本文提出以下假設 2。

H₂：公司在受團體訴訟公告後，會改善公司治理。

最後，綜合前述文獻之介紹，各實證研究對於我國家族企業特性之影響，容有不同見解，是本文參酌綜合國內學者對於家族企業之實證研究結果，提出本研究之假設三，探討受訴企業為家族企業或非家族企業，其公司治理是否會對於負面事件具有相異

¹²⁶ 林哲弘、曹壽民，家族企業是否更有可能承保董監事責任保險——以家族社會情感財富理論來探討，科技部補助專題研究計畫報告（精簡版），頁 5-7，2020 年。

¹²⁷ Mc Tier & Wald, *supra* note 17, at 658-62.

¹²⁸ Matthew McCarten & Ivan Diaz-Rainey, *Securities Class Actions and Operating Performance*, MANAG. FIN., 43, 46 (2017).

之敏感度，分別建立假設 3a 及假設 3b。

H_{3a}：家族企業對於負面事件更為敏感，將於發生證券團體訴訟公告後，積極強化公司治理。

H_{3b}：家族企業對於負面事件較不敏感，於發生證券團體訴訟公告後，不會積極強化公司治理。

肆、實證分析

一、資料來源與樣本選擇

(一) 資料來源

本研究的研究對象為台灣之上市櫃公司，資料取自「台灣經濟新報社」(Taiwan Economic Journal，簡稱 TEJ 資料庫)、「財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心」(Security And Futures Investors Protection Center，簡稱 SFIPC、投保中心)，由於財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心成立於 2003 年，故本研究之樣本期間以 2003 年至 2021 年止，共計 19 年。

本文主要之研究範圍係以我國上市櫃公司為核心，由於部分公司於發生證券團體訴訟後，公司經營不善，於本文研究之時，已下市櫃、抑或更名，下市櫃公司共計 58 家，更名之公司共計 33 家，未更名者則有 182 家，本文之研究範圍，亦包含受訴公告後已下市櫃及更名之公司，合先敘明。

表 1 受證券團體訴訟公告受理公司現況統計

下市櫃	更名 ¹²⁹	未更名	總數
58	33	182	273

資料來源：本文整理

就證券團體訴訟之案件而言，探討證券團體訴訟之外文文獻，多係使用史丹佛大學法學院設立的證券集體訴訟數據中心（Security Class Action Clearinghouse, SCAC），所搜集的訴訟檔案資料進行分析。惟我國尚未建置相關之資料庫，且相關統計資料較難取得，故本文有關證券團體訴訟之事件，為筆者自行閱讀投保中心年報¹³⁰，並以虛擬變數對於事件之發生進行編碼，公司受證券團體訴訟公告受理總件數共計 274 件。爾後，由投保中心進一步提起訴訟者共計 141 件，而更進一步獲得有利於投保中心及投資人之判決者，共計 72 件。

附表為各年度之案件分布，其中證券團體訴訟之公告受理，以 2014 年之案件量為最多，共計 39 件。其次則為 2008 年，共計 32 件。再者則為 2009 年，共計 22 件。而進入投保中心起訴、獲得有利判決等階段，其案件量均較為限縮，僅 2009 年獲有利判決件數及 2017 年投保中心起訴案件數大於證券團體訴訟公告受理件數，然此係可能導因於訴訟程序延宕所致。因此，綜觀我國之證券團體訴訟事件分布、案件量隨程序進行而收斂之情形，且考

¹²⁹ 訊碟公司於不同年度，均發生證券團體訴訟事件，其後更名為吉祥全，故更名者僅 33 家，總公司數共 273 家，惟總案件數仍為 274 件。

¹³⁰ 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心，年報，https://www.sfipc.org.tw/News_Link2.aspx?n=8721&sms=13409（最後瀏覽日：2025/12/09）。

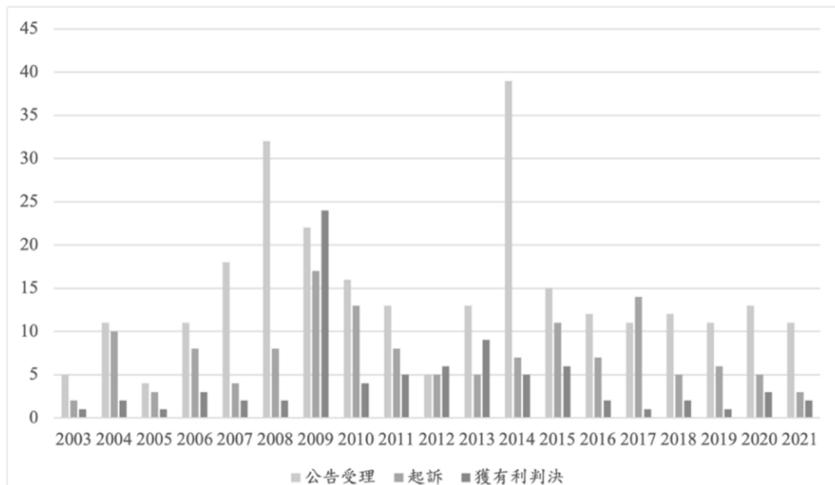
量樣本篩選之情境，本文後續實證研究之事件變數，將採用證券團體訴訟公告受理（Event）為主要變數。

表 2 各年度案件分布統計

年度	公告受理	起訴	獲有利判決
2003	5	2	1
2004	11	10	2
2005	4	3	1
2006	11	8	3
2007	18	4	2
2008	32	8	2
2009	22	17	24
2010	16	13	4
2011	13	8	5
2012	5	5	6
2013	13	5	9
2014	39	7	5
2015	15	11	6
2016	12	7	2
2017	11	14	1
2018	12	5	2
2019	11	6	1
2020	13	5	3
2021	11	3	2
合計	274	141	72

資料來源：本文整理

圖 1 各年度案件分布長條圖



資料來源：本文整理

本文以台灣證券市場之上市及上櫃公司為主要研究對象，進一步自台灣經濟新報資料庫搜集相關變數資料，包含董事會人數規模 (Board)、是否購買董監事責任保險 (Insurance)、獨立董事比率 (Id_ratio)、外國法人持股比例 (Foreignholding)、董事長是否兼任總經理 (Ceodual) 等公司治理變數，是否為家族企業 (Family) 變數，以及資產規模 (Lnsize)、負債比率 (Leverage)、公司價值 (TobinsQ)、資產報酬率 (ROA)、投資比率 (Investratio) 等控制變數。

(二) 樣本篩選

原始樣本數共有 39,027 筆，本文進一步刪除金融保險業¹³¹之

¹³¹ 金融機構之公司治理具有其特殊性，與一般上市櫃公司略有不

受高度監管、特許行業，並刪除離群值，位於平均數調整正負三倍標準差以外的極端值，且刪除資料不全、遺漏變數的樣本公司，不列入本研究樣本中。於樣本篩選後，本研究之有效樣本數共有 22,940 筆，受團體訴訟公告受理企業及未受團體訴訟企業各有 156 筆及 22,784 筆觀測值，分別佔有效樣本之 0.68% 及 99.32%，差距甚遠。在受團體訴訟公告的 156 家公司中，分布在 22 個不同產業，其中以半導體相關產業的 79 家為最多，另外電子零組件、光電、食品、電機機械等由 5 到 11 家不等，符合台灣主要產業為電子業的特性。本文為避免特定產業影響對結果造成偏誤，若受訴訟樣本超過 5 個以上則以固定效果控制，共考量了上述的五類產業。

如進一步依照年度劃分樣本分配，於樣本篩選後，受證券團體訴訟公告受理之樣本數，以 2014 年共計 31 件為最多，佔總樣本數比例 2.37% 為最高。其次，則為 2008 年共計 23 件，佔比 2.02% 為次高。而以 2004 年僅有 1 件，佔比 0.1% 為最低。惟縱係佔比最高之年度，受團體訴訟公告受理企業與未受團體訴訟企業之觀測值數量，仍甚為懸殊。

同，且金融機構發生證券團體訴訟之案件亦佔少數，故本研究將其排除於本次研究樣本之列。有關金融機構公司治理之討論可參見楊岳平，論金融控股公司治理的改革方向：以獨立董事與提名委員會為中心，臺大法學論叢，48 卷 2 期，頁 689-697，2019 年。

表 3 受團體訴訟公告受理企業與未受團體訴訟企業之逐年分布情形

年度	受證券團體訴訟公告受理		未受證券團體訴訟公告受理	
	樣本數	佔比	樣本數	佔比
2003	3	0.42%	708	99.58%
2004	1	0.10%	977	99.90%
2005	2	0.19%	1067	99.81%
2006	6	0.56%	1062	99.44%
2007	9	0.84%	1063	99.16%
2008	23	2.02%	1118	97.98%
2009	9	0.78%	1150	99.22%
2010	9	0.77%	1160	99.23%
2011	10	0.82%	1208	99.18%
2012	3	0.24%	1247	99.76%
2013	9	0.71%	1257	99.29%
2014	31	2.37%	1279	97.63%
2015	12	0.90%	1316	99.10%
2016	4	0.30%	1344	99.70%
2017	3	0.22%	1358	99.78%
2018	4	0.29%	1374	99.71%
2019	5	0.36%	1374	99.64%
2020	5	0.36%	1381	99.64%
2021	8	0.59%	1341	99.41%
合計	156	0.68%	22784	99.32%

資料來源：本文整理

(三) 樣本配對

本文所使用之事件變數為證券團體訴訟公告受理，自 2003 年至 2021 年，共計 274 件，在整併證券團體訴訟事件之編碼與自台灣經濟新報資料庫所抓取之資料，並刪除缺漏值後，證券團體訴訟公告受理案件數減少為 156 件，佔總樣本數 0.68%，差距相當懸殊。

因此，本研究進一步使用傾向性評分匹配法(Propensity Score Matching, PSM)進行配對。以企業規模及產業別進行配對，按年份將全部樣本依產業別先進行規模排序，選取與受證券團體訴訟樣本規模最相近之未受證券團體訴訟企業樣本，以 5 倍樣本數之比例進行匹配。配對後用以進行迴歸分析之樣本，共計 936 筆觀測值，其中受團體訴訟公告受理企業及未受團體訴訟企業各有 156 筆及 780 筆觀測值，分別佔有效樣本之 16.67% 及 83.33%。

表 4 研究樣本之篩選與配對過程

項目	合計
原始樣本（受證券團體訴訟企業及未受證券團體訴訟企業各 274 筆及 38,753 筆）	39,027
減：金融業（TSE=17）	1,893
減：離群值	9,580
減：變數資料缺漏樣本公司	4,614
配對前全部有效樣本數（受證券團體訴訟企業及未受證券團體訴訟企業各 156 筆及 22,784 筆）	22,940
受團體訴訟公告企業（受訴企業佔總樣本比率）	156 (0.68%)
未受團體訴訟公告企業（未受訴企業佔總樣本比率）	22,784 (99.32%)
配對後全部有效樣本數（受證券團體訴訟企業及未受證券團體訴訟企業各 156 筆及 780 筆）	936
受團體訴訟公告企業（受訴企業佔總樣本比率）	156 (16.67%)
未受團體訴訟公告企業（未受訴企業佔總樣本比率）	780 (83.33%)

資料來源：本文整理

二、變數說明

（一）證券團體訴訟公告受理（Event）

由於投保中心之公告受理為企業涉入證券團體訴訟之開端，且相關案件數隨程序進入起訴、獲得有利判決不斷收斂，本研究採用證券團體訴訟公告受理為是否涉訟之主要指標。本變數為虛擬變數，表示該公司於當年度是否受到證券團體訴訟公告受理，如該公司當年度受投保中心公告受理證券團體訴訟，則標記為 1，反之則標記為 0。

(二) 公司治理 (Governance)

本文所使用的變數為董事會人數規模 (Board)、是否購買董監事責任保險 (Insurance)、獨立董事比率 (Id_ratio)、外國法人持股比例 (Foreignholding)、董事長是否兼任總經理 (Ceodual)。其中，有文獻指出董事會人數規模 (Board) 越大，對於公司經營會較無效率¹³²。因此，本文將藉由此一變數探討，是否董事會之規模對於經營效率的影響，將成為導致公司涉訟的主要因素，又是否在公司涉入訴訟後，對於董事會規模將有所變更。此外，有相當之文獻對於法律尋租理論有所探討，因此本文亦將是否購買董監事責任保險 (Insurance) 作為變數之一。探討我國之證券團體訴訟，是否亦有法律尋租理論之發生。惟本文認為，由於我國係以投保中心作為起訴之主體，能部分緩解美國所面臨之濫訴現象¹³³，因此，此現象或許尚非造成公司涉入證券團體訴訟之主要因素。此外，我國於 2019 年以前，尚未強制上市櫃公司投保董監事責任保險，亦可藉由此一變數，探討公司於證券團體訴訟後，對於公司風險管理之態度與轉變。

再者，獨立董事比率 (Id_ratio)，係以獨立董事人數除以董事會總人數，用以衡量董事會之獨立性¹³⁴。在國外文獻中多有探討於證券團體訴訟發生後，獨立董事由於聲譽效果 (Reputation Effect) 的離職潮¹³⁵，本文亦運用此一變數探討證券團體訴訟發生

¹³² Vincent O'Connell & Nicole Cramer, *The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland*, 28(5) EUR. MANAG. J., 387, 393-95(2010).

¹³³ 王文字、張冀明，註 57，頁 33。

¹³⁴ Baum et al., *supra* note 22, at 24.

¹³⁵ Jui-Chin Chang, *Reputation and Regulatory Effects on Director Turnover and Directorships*, (2012/11/05), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2132721.

之影響，並且更進一步觀察家族企業與證券團體訴訟之交互作用下，獨立董事所扮演之角色。外國法人持股比例 (Foreignholding) 用以代表機構投資人對於企業之影響。文獻對於機構投資人之研究指出機構投資人更傾向於長期投資，故會透過發聲 (Voice)，與管理階層進行溝通，參與公司之經營決策以及監督公司之內部治理¹³⁶。本文參考前人研究股權結構對公司治理影響之結果，發現僅外資持股比例對公司治理品質具有正向顯著影響¹³⁷。因此，本研究推論外國法人之持股越高，越有助於公司治理之提升，而降低訴訟風險之發生。

董事長是否兼任總經理 (Ceodual)¹³⁸為虛擬變數，如當年度董事長兼任總經理，代表該公司為經營所有權合一之控制型態，則該變數標記為 1，反之則為 0。文獻對於董事長是否兼任總經理之體制有相當不同之見解，有文獻指出董事長兼任總經理，能使經營所有權合一，將公司利益一致化，進而降低代理問題之發生，而有助於公司經營¹³⁹。但是亦有文獻指出，董事長兼任總經理，將侵害董事會之監督功能，有害於公司治理，而導致更嚴重之代理問題，因此更可能增加公司發生負面事件的風險¹⁴⁰。本文亦將透過此一變數，探討我國市場環境下，董事長兼任總經理與訴訟

¹³⁶ McCahery et al., *supra* note 110, at 2911-13.

¹³⁷ 陳美華、洪世炳，公司治理、股權結構與公司績效關係之實證研究，企業管理學報，65 期，頁 142-144，2005 年。

¹³⁸ 亦有文獻將此變數稱為經理人之二元性，用以表示公司經營型態為經營所有權合一，抑或經營所有權分離。

¹³⁹ Hui-Wen Tang, *CEO Duality, Corporate Governance, and Firm Performance – The Role of External Environment*, 25 SUN YAT-SEN MGMT. REV. 967, 1002 (2017).

¹⁴⁰ Wissam Abdallah, Marc Goergen & N. O'Sullivan, *Endogeneity: How Failure to Correct for It Can Cause Wrong Inferences and Some Remedies*, 26 BR. J. MANAG. 791, 791 (2015).

風險之關聯性。

(三) 家族企業 (Family)

家族企業 (Family) 為虛擬變數，如 TEJ 資料庫將該企業當年度標記為 F，則為 1，反之，如未標記為 F，則為 0。用以探討家族企業與證券團體訴訟發生之交成作用，檢視我國家族企業對於負面事件之態度，是否會為維持家族企業之經營，而採取更加積極之措施提升公司治理。

(四) 控制變數 (Control)

本文所採之控制變數包含資產規模 (Lnsize)、負債比率 (Leverage)、公司價值 (TobinsQ)、資產報酬率 (ROA)、投資比率 (Investratio)。此係參考 Rachel J. Huang et al. (2021) 之研究，其係對於我國之訴訟風險與董監事責任保險之投保進行研究，所使用的變數較符合我國之市場現況¹⁴¹。其中，資產規模 (Lnsize) 為公司資產之自然對數。負債比率 (Leverage)，為總負債除以總資產。於該文獻中指出小公司與高成長性之公司更加重視公司的風險控管¹⁴²，於該文獻中所使用之變數為市價淨值比 (Book-to-Market Ratio)，惟於本研究市價淨值比 (Book-to-Market Ratio) 與公司價值 (TobinsQ) 呈現共線性，故本文將此二變數進行合併，僅保留公司價值 (TobinsQ)，其定義為股東權益總額加上長短期借款，再除以資產總額。資產報酬率 (ROA) 則係衡量每單位資產創造多少淨利潤的指標，為淨利潤除以總資產。

最後，文獻亦指出投資比率 (Investratio) 能作為公司代理問題嚴重程度之指標，意即管理階層對於公司投資沒有進行妥適配

¹⁴¹ Huang et al., *supra* note 106, at 7-8.

¹⁴² *Id.*, at 10-11.

置，將造成資源浪費與不效率¹⁴³。故本文亦將其納入，作為控制變數，其計算為投資活動之現金流除以資產總額。

表 5 變數說明表

變數類型	變數名稱	說明
事件變數	Event	是否受到團體訴訟公告，為虛擬變數，如公司當年度受團體訴訟公告，則 Event=1，如無，則 Event=0。
公司治理變數 (Governance)	Board Insurance	董事會人數規模。 是否購買董監事責任保險，為虛擬變數，如有購買則 Insurance=1，如無，Insurance=0。
	Id_ratio	獨立董事比率，為獨立董事設置人數除以公司董事會人數。
	Foreignholding	外國法人持股比例。
	Ceodual	董事長是否兼任總經理，為虛擬變數，如為控制、所有權合一，董事長總經理同一人，則 Ceodual=1，反之 Ceodual=0。
家族企業變數	Family	是否為家族企業，本文參考 TEJ 資料庫集團控制型態，如集團控制型態為 F，則為家族企業，Family=1，反之 Family=0。
控制變數 (Control)	Lnsize Leverage TobinsQ	資產規模，公司資產總額取自然對數。 負債比率，為總負債除以總資產。 公司價值，為股東權益總額加上長短期借款，再除以資產總額。

¹⁴³ McCarten & Diaz-Rainey, *supra* note 128, at 56.

ROA	資產報酬率(Return on Assets)，衡量每單位資產創造多少淨利潤的指標。
Investratio	投資比率，為投資活動之現金流除以資產總額。

三、實證模型

(一) 公司治理水準對證券團體訴訟事件發生之影響

本研究參考 McTier, B. C., & Wald, J. K. (2011) 建立模型一，以驗證假設 1 中公司治理較差的公司，是否較容易導致訴訟。如 (1) 式所示。

《模型一》

$$\text{Event}_t = \beta_0 + \sum \beta \text{Governance}_{t-2} + \sum \beta \text{Control}_{t-1} \\ + \sum \beta \text{Year} + \sum \beta \text{Industry} + \varepsilon_i \quad (1)$$

其中，被解釋變數為是否發生證券團體訴訟公告受理 (Event)，為虛擬變數，如當年度公司發生證券團體訴訟公告受理，則為 1，反之為 0。解釋變數為滯後二期的公司治理變數 (Governance)，包含董事會規模 (Board_{t-2})、是否投保董監事責任保險 (Insurance_{t-2})、獨立董事比率 (Id_ratio_{t-2})、外國法人持股比例 (Foreignholding_{t-2})、董事長是否兼任總經理 (Ceodual_{t-2})，表示證券團體訴訟公告受理發生前的公司治理水準。控制變數 (Control)，包含資產規模 (Lsize_{t-1})、負債比率 (Leverage_{t-1})、公司價值 (TobinsQ_{t-1})、資產報酬率 (ROA_{t-1})、投資比率 (Investratio_{t-1}) 為滯後一期的變量。本模型亦控制年度固定效果與產業固定效果， ε_i 為誤差項。

公司治理變數（Governance）的係數，係代表該公司之公司治理水準對於公司是否發生證券團體訴訟事件的影響。當董事會規模（Board_{t-2}）、是否投保董監事責任保險（Insurance_{t-2}）、獨立董事比率（Id_ratio_{t-2}）外國法人持股比例（Foreignholding_{t-2}）等變數顯著且小於零，代表公司治理較佳，則較不容易導致證券團體訴訟的發生。就董事長是否兼任總經理（Ceodual_{t-2}）的係數而言，本研究並無預設方向，若其係數顯著且大於零時，則代表在經營所有權合一的情況下，更容易使公司發生證券團體訴訟；若係數顯著且小於零時，則代表在經營所有權合一的情況下，較不容易導致公司發生證券團體訴訟。

（二）證券團體訴訟事件發生對於公司治理之影響

本研究之模型二，用以驗證假設 2 公司在受團體訴訟公告後，會改善公司治理，亦係參考 McTier, B. C., & Wald, J. K. (2011) 所建立，如 (2) 式所示。

《模型二》

$$\begin{aligned} \text{Governance}_{t+1} = & \beta_0 + \beta_1 \text{event}_t + \beta_2 \text{Goverance}_{t-2} \\ & + \sum \beta \text{Control}_t + \sum \beta \text{Year} + \sum \beta \text{Industry} \quad (2) \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$$

被解釋變數為公司治理變數（Governance），包含是否投保董監事責任保險（Insurance_{t+1}）、獨立董事比率（Id_ratio_{t+1}），為提前一期的變量，用以檢驗證券團體訴訟公告受理發生後，是否發揮其嚇阻效果，影響下一年度的公司治理水準。解釋變數為是否發生證券團體訴訟公告受理（Event），為虛擬變數，如當年度公司發生證券團體訴訟公告受理，則為 1，反之為 0。公司治理變數（Governance）為證券團體訴訟發生前二年的公司治理水準，為

避免自我相關的發生¹⁴⁴，且參考我國公司法第 195 條第 1 項規定董事任期不得逾三年，故將被解釋變數與解釋變數之間隔設計為三年，橫跨證券團體訴訟發生前二年，與證券團體訴訟發生之後一年¹⁴⁵。控制變數（Control）包含資產規模（Lnsizet）、負債比率（Leveraget）、公司價值（TobinsQt）、資產報酬率（ROAt）、投資比率（Investratio_t）。本模型亦控制年度固定效果與產業固定效果， ε_i 為誤差項。

為判斷證券團體訴訟事件之發生，是否對於公司治理水準有所影響。當 β_1 顯著且大於零，則代表證券團體訴訟之發生，有利於公司治理水準之提升。

（三）證券團體訴訟事件發生對於家族企業公司治理之影響

本研究之模型三，用以驗證假設 3a 與假設 3b，家族企業對於負面事件是否更為敏感，並於發生證券團體訴訟公告後，積極強化公司治理。模型三如下式所示。

《模型三》

$$\begin{aligned} \text{Governance}_{t+1} = & \beta_0 + \beta_1 \text{event}_t + \beta_2 \text{family} + \beta_3 \text{event}_t * \text{family} \\ & + \beta_4 \text{Goverance}_{t-2} + \sum \beta \text{ Control}_t + \sum \beta \text{ Year} \quad (3) \\ & + \sum \beta \text{ Industry} + \varepsilon_i \end{aligned}$$

本模型係將模型二進一步使用差異中的差異法，加入家族企業（Family），並加入交乘項（Event*Family）說明家族企業發生

¹⁴⁴ Mc Tier & Wald, *supra* note 17, at 658.

¹⁴⁵ 陳彥行、邵慶平，臺灣公司治理制度實證研究：董事候選人提名制度的發展與檢討，月旦法學雜誌，307 期，頁 44，2020 年。

證券團體訴訟，相較於非家族企業發生證券團體訴訟後，對於改善公司治理水準的敏感程度。分別使用家族企業與非家族企業作為不同公司控制形態之區分，形成實驗組與對照組。經由表 6 係數推導，本文所將關注之係數為 β_3 ，若交乘項之係數 β_3 顯著且大於零，則將支持假設 3a，家族企業對於負面事件更為敏感，並於發生證券團體訴訟公告後，積極強化公司治理。反之，若交乘項之係數 β_3 顯著且小於零，則將支持假設 3b，可能表示於家族企業對於負面事件較不敏感，且當發生證券團體訴訟公告後，不會積極強化公司治理，甚而可能會降低公司治理水準。

表 6 差異中的差異法 (DID) 係數推導表

	受證券團體訴訟 公告受理 (Event=1)	未受證券團體訴訟 公告受理 (Event=0)	事件差異
家族企業 (Family=1)	$\beta_1 + \beta_2 + \beta_3$	β_2	$\beta_1 + \beta_3$
非家族企業 (Family=0)	β_1	0	β_1
控制型態差異	$\beta_2 + \beta_3$	β_2	β_3

伍、實證結果

一、敘述統計說明

表 7 及表 8 為各變數之基本敘述統計，包含平均數、標準差、中位數及最大值、最小值，表 7 係以配對前整體上市櫃公司為樣本，表 8 則係配對後樣本之敘述統計。

首先，就配對前之母體樣本而言，是否發生證券團體訴訟公

告受理（Event）之平均值僅為 0.007，可見發生證券團體訴訟公告受理之公司樣本數，與未發生證券團體訴訟公告受理之公司樣本數，差距甚為懸殊。而以配對後之樣本而言，本文以 5 倍之比例進行配對，故是否發生證券團體訴訟公告受理（Event）之平均值為 0.167，發生證券團體訴訟公告受理之案件數占配對後樣本的六分之一。

就董事會規模（Board）之變數來說，配對前母體樣本的最大值為 14 人，最小值為 4 人，與配對後樣本的最大值仍為 14 人，最小值則為 5 人，配對前後差異不大。以是否投保董監事責任保險（Insurance）來說，配對前後之敘述統計量亦無太大差異。

就獨立董事比率（Id_ratio）而言，配對前母體樣本的平均值為 20.509%，最大值為 50%，最小值為 0%，符合證券交易法第 14 條之 2 第 1 項¹⁴⁶之任意規定，公司得依照章程自行抉擇是否設立獨立董事。又同條但書規定主管機關可強制要求於公司章程規定設置獨立董事，根據主管機關所發布之相關函文，以漸進式的方式要求公司董事會設置獨立董事，以金融業與實收資本額五百億以上非金融業之上市櫃公司為優先對象¹⁴⁷，逐步擴充至資本額達一百億以上非金融業之上市櫃公司¹⁴⁸，並於 2013 年底，擴大適用至所有上市櫃公司¹⁴⁹。故本文之敘述統計結果，亦表現出於主管機關發布漸進式的設立規範後，我國之上市櫃公司之合規情形，已符合但書所規定之「人數不得少於二人，且不得少於董事

¹⁴⁶ 證券交易法第 14 條之 2 第 1 項：「已依本法發行股票之公司，得依章程規定設置獨立董事。但主管機關應視公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況，要求其設置獨立董事，人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。」

¹⁴⁷ 金管會（95）年金管證一字第 0950001616 號函。

¹⁴⁸ 金管會（100）年金管證發字第 1000010723 號函。

¹⁴⁹ 金管會（102）年金管證發字第 1020053112 號函。

席次五分之一」之要件。就配對後之樣本而言，其平均值則提升至 25.58%，而標準差自 15.272 降低至 13.433，與原先樣本略有差異，但影響甚微。

就家族企業變數（Family）而言，家族企業變數（Family）為虛擬變數，故其平均值約為 0.64，即代表我國之家族企業配對前約佔整體總樣本數的 64%，而非家族企業所佔比例約為 36%。就配對後之樣本而言，由於原先受證券團體訴訟之企業中，家族企業之占比約為五成，故配對後之樣本之家族企業比例自 64% 降至 43.9%。

就控制變數資產規模（Lnsize）、負債比率（Leverage）、公司價值（TobinsQ）、資產報酬率（ROA）、投資比率（Investratio）而言，由於本文是以資產規模與產業別進行配對，因此配對後與配對前樣本之敘述統計量並無過大之差異。

表 7 母體樣本敘述統計量 (n=22940)

變數	平均值	標準差	最大值	中位數	最小值
Event	0.007	0.082	1	0	0
Board	8.983	1.690	14	9	4
Insurance	0.540	0.498	1	1	0
Id_ratio(%)	20.509	15.272	50	22.222	0
Foreignholding(%)	5.899	8.317	39.320	2.190	0
Ceodual	0.340	0.474	1	0	0
Family	0.640	0.480	1	1	0
Lnsize	15.140	1.228	18.835	15.033	11.700
Leverage(%)	42.255	17.803	99.140	42.570	0.380
TobinsQ	1.097	0.580	3.740	0.930	0.100
ROA(%)	2.690	8.784	67.409	3.243	-118.883
Investratio(%)	-3.986	8.364	53.154	-3.039	-61.373

表 8 配對後樣本敘述統計量 (n=936)

變數	平均值	標準差	最大值	中位數	最小值
Event	0.167	0.373	1	0	0
Board	8.789	1.526	14	9	5
Insurance	0.583	0.493	1	1	0
Id_ratio(%)	25.580	13.433	50	25	0
Foreignholding(%)	4.044	6.262	36.030	1.235	0
Ceodual	0.358	0.480	1	0	0
Family	0.439	0.497	1	0	0
Lnsize	14.110	0.764	18.527	14.081	11.884
Leverage(%)	28.992	18.166	94.910	24.580	2.340
TobinsQ	1.355	0.730	3.710	1.150	0.180
ROA(%)	1.633	12.637	29.609	2.984	-102.828
Investratio(%)	-4.156	9.168	53.154	-2.933	-42.770

二、差異檢定

本研究以配對後之樣本，依據是否為受訴企業分群進行差異檢定，藉由平均數差異 t 檢定及無母數 Kruskal-Wallis 檢定判斷兩群樣本間之差異，並將結果彙整於表 8。本文分別使用證券團體訴訟事件發生前二年之公司治理變數，與證券團體訴訟事件發生後一年的公司治理變數進行比較。

就發生證券團體訴訟事件前之公司治理變數（Governance）而言，受訴企業與非受訴企業之間，均存在顯著差異。尤其是在是否投保董監事責任保險（Insurance_{t-2}）以及獨立董事比率（Id_ratio_{t-2}）兩變數之間特別顯著。因此可以推論，相較於受訴企業，非受訴企業更加重視公司治理與風險管理，更加謹慎避免發生證券團體訴訟等負面事件。其次，就外國法人持股比例（Foreignholding_{t-2}）、董事長是否兼任總經理（Ceodual_{t-2}）來說，外國法人持股比例（Foreignholding_{t-2}）之中位數對於非受訴企業大於受訴企業，或可推論係由於機構投資人更傾向於長期投資，而更加注重公司治理機制與公司決策，並且會透過股東行動主義，參與公司決策，避免公司陷入證券團體訴訟，進而有效防阻負面事件之發生。董事長是否兼任總經理（Ceodual_{t-2}）之平均數，則以受訴企業大於非受訴企業，可以發現到經營所有權合一之公司，更加傾向於涉入證券團體訴訟之負面事件。

就發生證券團體訴訟事件後之公司治理變數（Governance）而言，僅是否投保董監事責任保險（Insurance_{t+1}）、獨立董事比率（Id_ratio_{t+1}）以及外國法人持股比例（Foreignholding_{t+1}）具顯著差異。就是否投保董監事責任保險（Insurance_{t+1}）而言，與證券團體訴訟事件發生前相比，受訴與非受訴企業之投保情形均有所提升。非受訴企業之獨立董事比率（Id_ratio_{t+1}），與發生證券團體訴訟事件前相比，更是大幅提升，且顯著優於受訴企業。就董

事會規模 ($Board_{t+1}$) 而言，雖然於受訴企業與非受訴企業之間，呈現顯著差異，但是觀察其平均值變化，可以發現於發生證券團體訴訟事件前，受訴企業大於非受訴企業，而發生證券團體訴訟事件後，則轉變為非受訴企業大於受訴企業。據此，或可推測企業於發生證券團體訴訟事件後，可能爆發董事離職潮，而導致此一現象發生。

就家族企業 (Family) 而言，受訴企業與非受訴企業之間亦呈現顯著差異，可以發現受訴企業之家族企業 (Family) 平均值與中位數均高於非受訴企業，顯示出家族企業呈現更加嚴重之代理問題，而導致發生負面事件的機率較高，亦可能導致股東權益受到較嚴重的侵害。

最後，在控制變數部分，資產規模 (Lnsize)、負債比率 (Leverage)、公司價值 (TobinsQ)、資產報酬率 (ROA)、投資比率 (Investratio) 均在受訴企業與非受訴企業之間呈現顯著差異。

表 9 受訴與非受訴企業之差異檢定 (n=936)

變數	平均數		中位數		差異檢定		
	非受訴 企業	受訴 企業	非受訴 企業	受訴 企業	平均數 (t-value)	中位數 (z-value)	
Board_{t-2}	8.891	8.923	9	9	-0.23	0.467	**
Insurance_{t-2}	0.458	0.365	0	0	2.12	**	2.118 ***
Id_ratio_{t-2}	24.761	17.701	25	20	5.66	***	4.813 ***
Foreignholding_{t-2}	4.489	4.172	1.21	0.39	0.49	3.376	*
Ceodual_{t-2}	0.349	0.430	0	0	-1.92	*	-1.915
Board_{t+1}	8.681	8.647	9	9	0.25	0.446	
Insurance_{t+1}	0.644	0.590	1	1	1.27	1.274	***
Id_ratio_{t+1}	28.278	18.420	28.571	20	8.69	***	7.645 ***
Foreignholding_{t+1}	4.185	4.158	1.425	0.86	0.04	2.85	***
Ceodual_{t+1}	0.3564	0.3718	0	0	-0.37	-0.365	
Family	0.404	0.615	0	1	-4.92	***	-4.857 ***
Lnsize	13.941	14.779	13.972	14.727	-7.64	***	-8.208 ***
Leverage	25.607	45.942	21.69	44.995	-14.27	***	-12.617 ***
TobinsQ	1.479	1.066	1.195	0.875	5.07	***	7.173 ***
ROA	2.690	-3.502	3.533	1.1153	3.63	***	4.758 ***
Investratio	-4.417	-2.013	-3.4097	-1.8615	-1.9	*	-3.098 **
Observations	780	156					

註：1. *表 10%顯著水準，**表 5%顯著水準，***表 1%顯著水準。2. 公司治理變數董事會規模（Board_{t-2}）、是否投保董監事責任保險（Insurance_{t-2}）、獨立董事比率（Id_ratio_{t-2}）、外國法人持股比例（Foreignholding_{t-2}）、董事長是否兼任總經理（Ceodual_{t-2}）為滯後二期的變量，表示證券團體訴訟公告受理發生前的公司治理水準。3. 公司治理變數董事會規模（Board_{t+1}）、是否投保董監事責任保險（Insurance_{t+1}）、獨立董事比率（Id_ratio_{t+1}）、外國法人持股比例（Foreignholding_{t+1}）、董事長是否兼任總經理（Ceodual_{t+1}）為提前一期的變量，表示證券團體訴訟公告受理發生後的公司治理水準。4. 控制變數資產規模（Lnsize）、負債比率（Leverage）、公司價值（TobinsQ）、資產報酬率（ROA）、投資比率（Investratio）為滯後一期的變量。

三、相關性分析

本研究針對各變數之 Pearson 相關係數彙整於表 10，藉由表 10 可以發現在公司治理變數方面，是否投保董監事責任保險（Insurance）、獨立董事比率（Id_ratio）與是否發生證券團體訴訟（Event）呈現顯著負相關，易言之，公司治理程度越差、越不重視風險管理，將導致公司越有可能發生負面事件，產生更高的訴訟風險。就董事長是否兼任總經理（Ceodual）則與是否發生證券團體訴訟（Event）呈現顯著正相關，表示若董事長兼任總經理而經營權合一時，確實會發生代理問題，進而增加公司發生訴訟之風險。

就家族企業變數（Family）而言，亦與是否發生證券團體訴訟（Event）呈現顯著正相關，而更傾向支持家族企業對於經營績效以及公司治理有負面影響，並導致訴訟風險之增加。而家族企業變數（Family）與其他公司治理變數之間，可以發現家族企業（Family）與董事會規模（Board）呈現顯著負相關，符合文獻認為家族企業更傾向縮小董事會規模，以鞏固家族經營之見解¹⁵⁰。而家族企業（Family）與是否投保董監事責任保險（Insurance）、獨立董事比率（Id_ratio）亦呈現顯著負相關，更傾向支持家族企業有弱化公司治理之可能。

最後，就控制變數而言，本文所選擇之控制變數資產規模（Lnsize）、負債比率（Leverage）、公司價值（TobinsQ）、資產報酬率（ROA）、投資比率（Investratio）均與是否發生證券團體訴訟（Event）呈現顯著之相關性。其中，資產規模（Lnsize）、負債比率（Leverage）及投資比率（Investratio）呈現顯著正相關，換言之，公司規模越大、負債比率、投資比率越高，越可能導致訴

¹⁵⁰ 廖秀梅等，註 121，頁 135。

訟風險之提升。而公司價值（TobinsQ）、資產報酬率（ROA）則呈現顯著負相關，代表經營狀況越差的公司，更可能導致訴訟風險之發生，但是相關係數較低，進行迴歸分析時，並不影響本文結果。

中原財經法學

表 10 Pearson 相關係數統計表 (n=936)

	Event	Family	Insize	Leverage	TobinsQ	ROA	Investratio	Board	Insurance	Id_ratio	Foreignholding	Ceodual
Event	1											
Family	0.1589***	1										
Insize	0.3994***	0.0576 *	1									
Leverage	0.4230***	0.1196 ***	0.3196 ***	1								
TobinsQ	-0.1636***	-0.0969 ***	-0.1465 ***	-0.1894 ***	1							
ROA	-0.1760***	-0.0527	0.0239	-0.2035 ***	0.3342 ***	1						
Investratio	0.0739 **	0.0545 *	-0.0324	0.0342	-0.0139	-0.1813 ***	-0.2189 ***	1				
Board	0.0075	-0.0250 ***	0.0934 ***	-0.0139	0.0770 ***	0.0423	-0.1091 ***	1				
Insurance	-0.0693 **	-0.1031 ***	0.0670 ***	-0.0912 ***	0.0320	-0.0470	0.0507	0.0542 *	1			
Id_ratio	-0.1821***	-0.1346 ***	-0.0945 ***	-0.0489	0.0301	0.0818 **	-0.0237	-0.0834 **	1			
Foreignholding	-0.0161	-0.0468	0.1676 ***	0.0454	0.0788 ***	0.0408	-0.0690 ***	0.0562 *	0.0337	0.1033 ***	1	
Ceodual	0.0626 *	-0.04862	0.0463	-0.0179	-0.0443	-0.0050	0.0746 ***	-0.0868 ***	-0.0042	-0.0252	0.0294	1

註：*表 10%顯著水準，**表 5%顯著水準，***表 1%顯著水準。

四、實證迴歸結果分析

本研究將實證分析結果區分為三部分呈現，首先，第一部分將證券團體訴訟之發生作為被解釋變數，檢視公司治理水準與企業是否受訴間的關係。第二部分，則以公司治理水準作為被解釋變數進行迴歸分析，探討證券團體訴訟之發生，是否將促進公司提升公司治理。最後，運用差異中的差異法，於模型二加入家族企業變數，探討家族企業特徵於其中所扮演的角色。

（一）公司治理水準對證券團體訴訟事件發生之影響

表 11 為公司治理水準是否影響企業發生證券團體訴訟之迴歸結果。藉由表 11 可以得知在信心水準 90%之下，董事長是否兼任總經理 (Ceodual) 與發生證券團體訴訟公告受理呈現顯著正相關，參數估計值為 0.5959。易言之，當企業之董事長與總經理為同一人時，更可能具有潛在的利害衝突，而發生代理問題，進而導致企業從事非法行為，而引發證券團體訴訟。此一實證結果，符合本文之假設 1，公司治理較差的公司，之後更可能導致訴訟發生。相反的，本研究所採之其餘公司治理變數，對於企業是否發生證券團體訴訟均無顯著影響。而此一結果亦同時驗證過去文獻中，僅董事長是否兼任總經理 (Ceodual) 對於公司發生訴訟具有正向影響之發現¹⁵¹。

（二）證券團體訴訟事件發生對於公司治理之影響

本文假設 2 主要係探討證券團體訴訟發生後，是否會促使公司進一步提升公司治理。本研究選用之被解釋變數包含董事會規模 ($Board_{t+1}$)、是否投保董監事責任保險 ($Insurance_{t+1}$)、獨立董事比率 (Id_ratio_{t+1})、外國法人持股比例 ($Foreignholding_{t+1}$)、董事長是否兼任總經理 ($Ceodual_{t+1}$)，惟僅有是否投保董監事責任

¹⁵¹ Mc Tier & Wald, *supra* note 17, at 655.

保險 ($Insurance_{t+1}$)、獨立董事比率 (Id_ratio_{t+1}) 此二者，於模型二及模型三具有顯著結果，故本文分別將之呈現表 12 與表 13 之欄(1)。

然而，由表 12 之欄(1)可知，對於企業是否投保董監事責任保險 ($Insurance_{t+1}$) 而言，是否發生證券團體訴訟公告受理 (Event) 與其並無顯著之相關性。也就是說證券團體訴訟之發生，並不影響企業下二年度之董監事責任保險購買決策。此外，觀察表 13 之欄(1)可以發現，在 99% 的信心水準下，是否發生證券團體訴訟公告受理 (Event) 對於獨立董事比率 (Id_ratio_{t+1}) 呈現顯著負相關，參數估計值為 -3.7498。代表企業受證券團體訴訟公告受理，將導致獨立董事比率下降。此一實證研究結果，並不符合本文所提出公司在受團體訴訟公告後，會改善公司治理之假設。惟此一現象反可進一步印證企業負面事件發生後，所發生之獨立董事離職現象¹⁵²。

(三) 證券團體訴訟事件發生對於家族企業公司治理之影響

本文之假設 3 則係探討家族企業特性於證券團體訴訟發生後，對於公司治理改善之敏感性。模型三迴歸分析結果僅就是否投保董監事責任保險 ($Insurance_{t+1}$)、獨立董事比率 (Id_ratio_{t+1}) 作為被解釋變數之結果呈現於表 12 及表 13 之欄(2)。

由表 12 欄(2)可知，在 99% 的信心水準下，是否發生證券團體訴訟公告受理 (Event) 與家族企業 (Family) 之交乘項為正向顯著，參數估計值為 1.7505。也就是說，家族企業相較於非家族企業對於訴訟發生更具敏感性，於證券團體訴訟發生後，會加強

¹⁵² 駱秉寬，解析董事（獨立董事）財報不實責任的失衡現象，當代法律，19 期，頁 51-52，2023 年。

公司治理，並且增加董監事責任保險之購買，以維持公司之穩健經營。此一結果支持本文所提出之假設 3a，亦符合具控制力及認同感之家族企業，更傾向投保董監事責任保險，以減緩內部控制缺失之發現¹⁵³。

中原財經法學

¹⁵³ 林哲弘、曹壽民，註 126。

表 11 模型一之參數估計結果

	Event	
Intercept	-19.971 (38.77)	***
Board	0.0877 (0.72)	
Insurance	-0.1464 (0.14)	
Id_ratio	-0.0120 (1.04)	
Foreignholding	-0.0192 (0.67)	
Ceodual	0.5959 (3.50)	*
Lnsize	1.1395 (29.56)	***
Leverage	0.0500 (31.94)	***
TobinsQ	-1.0168 (7.97)	***
ROA	-0.0202 (3.61)	*
Investratio	0.0090 (0.47)	
Year Effect	Yes	
Industry Effect	Yes	
Observations	936	
R ²	0.4303	

註：1. 本表為公司治理水準是否影響證券團體訴訟發生的羅吉斯迴歸結果，並控制年度效果及產業效果。2. 係數下方為 Wald 卡方。3. *表 10% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，***表 1% 顯著水準。4. 公司治理變數董事會規模（Board）、是否投保董監事責任保險（Insurance）、獨立董事比率（Id_ratio）、外國法人持股比例（Foreignholding）、董事長是否兼任總經理（Ceodual）為滯後二期的變量。5. 控制變數資產規模（Lnsize）、負債比率（Leverage）、公司價值（TobinsQ）、資產報酬率（ROA）、投資比率（Investratio）為滯後一期的變量。

表 12 模型二與模型三之參數估計結果 (被解釋變數: Insurance_{t+1})

	(1)		(2)	
Intercept	-9.7278 (13.98)	***	-9.3385 (12.91)	***
Event	-0.0333 (0.0069)		-0.8897 (2.84)	*
Family			-0.9789 (12.07)	***
Event*Family			1.7505 (7.46)	***
Insurance _{t-2}	4.5846 (128.66)	***	4.6473 (127.13)	***
Lnsize	0.5047 (7.35)	***	0.4993 (7.20)	***
Leverage	0.0102 (1.78)		0.0105 (1.76)	
TobinsQ	0.9850 (21.21)	***	1.0847 (23.60)	***
ROA	-0.0014 (0.02)		-0.0028 (0.07)	
Investratio	-0.0082 (0.36)		-0.0075 (0.30)	
Year Effect	Yes		Yes	
Industry Effect	Yes		Yes	
Observations	936		936	
R ²	0.5620		0.5687	

註：1. 本表為證券團體訴訟是否影響公司治理水準的迴歸結果。2. 被解釋變數為提前一期之是否投保董監事責任保險 (Insurance_{t+1})，解釋變數為當期是否受證券團體訴訟公告受理 (Event) 以及滯後二期之是否投保董監事責任保險 (Insurance_{t-2})。控制變數資產規模 (Lnsize)、負債比率 (Leverage)、公司價值 (TobinsQ)、資產報酬率 (ROA)、投資比率 (Investratio) 為滯後一期的變量。3. 欄(1)為模型二之結果，使用羅吉斯迴歸，並控制年度效果及產業效果。4. 欄(2)為模型三之結果，使用以產業層級為基礎之群集分析，並控制年度效果。5. 係數下方為 Wald 卡方。6. *表 10% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，***表 1% 顯著水準。

表 13 模型二與模型三之參數估計結果（被解釋變數：Id_ratio_{t+1}）

	(1)		(2)	
Intercept	23.247 (2.85)	***	9.3385 (12.91)	***
Event _t	-3.7498 (-4.21)	***	0.8897 (2.84)	*
Family			-1.1689 (-13.19)	***
Event*Family			-0.4573 (-0.32)	
Id_ratio _{t-2}	0.5144 (35.05)	***	0.5092 (33.28)	***
Lnsize	-0.8569 (-1.5)		-0.888 (-1.57)	
Leverage	0.0266 (3.11)	***	0.0259 (3.11)	***
TobinsQ	1.1645 (7.53)	***	1.0747 (7.28)	***
ROA	0.0556 (3.61)	***	0.0571 (3.75)	***
Investratio	0.0074 (0.38)		0.0064 (0.33)	
Year Effect	Yes		Yes	
Industry Effect	Yes		Yes	
Observations	936		936	
R ²	0.5637		0.5658	

註：1. 本表為證券團體訴訟是否影響公司治理水準的迴歸結果。2. 被解釋變數為提前一期之獨立董事比例 (Id_ratio_{t+1})，解釋變數為當期是否受證券團體訴訟公告受理 (Event) 以及滯後二期之獨立董事比例 (Id_ratio_{t-2})。控制變數資產規模 (Lnsize)、負債比率 (Leverage)、公司價值 (TobinsQ)、資產報酬率 (ROA)、投資比率 (Investratio) 為滯後一期的變量。3. 欄(1)為模型二之結果，欄(2)為模型三之結果，均使用以產業層級為基礎之群集分析，並控制年度效果。4. 係數下方為 Wald 卡方。5. * 表 10% 顯著水準，** 表 5% 顯著水準，*** 表 1% 顯著水準。

陸、穩健性檢驗

本文穩健性檢驗將模型二、模型三應變數更換為外國法人持股比例（Foreignholding_{t+1}），以檢驗本文模型之穩健性。模型二參數估計之結果，彙整於表 1414 欄 (1)，就本文模型二所關注之變數而言，是否發生證券團體訴訟公告受理（Event）對於外國法人持股比例（Foreignholding_{t+1}）之變動並不顯著。但是就資產規模（Lnsize）、公司價值（TobinsQ）而言，均呈現正向顯著，參數估計值分別為 0.7630、0.6276。換言之，外國法人持股比例（Foreignholding_{t+1}）之變動，更傾向於長期持有，因此，以觀察資產規模（Lnsize）、公司價值（TobinsQ）等經營績效指標為主，而非僅受到是否發生證券團體訴訟公告受理（Event）之單一事件影響。

模型三參數估計之結果，彙整於表 14 欄 (2)，是否發生證券團體訴訟公告受理（Event）與家族企業（Family）之交乘項並未呈現顯著。此迴歸模型之結果，除資產規模（Lnsize）、公司價值（TobinsQ），均呈現正向顯著，參數估計值分別為 0.7989、0.5797 外。本模型就家族企業（Family）則係呈現負向顯著，參數估計為 -0.2255，故當該企業為家族企業時，外國法人更偏向減少對其股份之持有。

自穩健性檢驗之結果而言，與前述文獻所認為外國法人多傾向長期持有相符。故於證券團體訴訟發生時，並不會以減少股份持有作為其行動，反而將透過公司內部之發聲管道，監督公司治理，以提升公司之健全經營¹⁵⁴。

¹⁵⁴ Pukthuanthong et al., *supra* note 19, at 349-355.

表 14 模型二與模型三之參數估計結果（被解釋變數：Foreignholding_{t+1}）

	(1)		(2)	
Intercept	-9.6998 (-2.52)	**	-10.1376 (-3.94)	***
Event _t	0.5269 (0.75)		0.7275 (1.11)	
Family			-0.2255 (-6.03)	***
Event*Family			-1.0402 (-1.05)	
foreignholding _{t-2}	0.5909 (24.1)	***	0.5863 (32.69)	***
Lnsize	0.7630 (2.78)	***	0.7989 (3.97)	***
Leverage	0.0008 (0.07)		0.004 (0.71)	
TobinsQ	0.6276 (2.18)	**	0.5797 (8.71)	***
ROA	0.0064 (0.41)		0.0092 (1.24)	
Investratio	0.0031 (0.16)		-0.0002 (-0.02)	
Year Effect	Yes		Yes	
Industry Effect	Yes		Yes	
Observations	936		936	
R2	0.4485		0.4440	

註：1. 本表為證券團體訴訟是否影響公司治理水準的迴歸結果。2. 被解釋變數為提前一期之外國法人持股比例 (Foreignholding_{t+1})，解釋變數為當期是否受證券團體訴訟公告受理 (Event) 以及滯後二期之外國法人持股比例 (Foreignholding_{t-2})。控制變數資產規模 (Lnsize)、負債比率 (Leverage)、公司價值 (TobinsQ)、資產報酬率 (ROA)、投資比率 (Investratio) 為滯後一期的變量。3. 欄(1)為模型二之結果，使用 OLS 回歸分析，並控制年度固定效果及產業固定效果。4. 欄(2)為模型三之結果，使用以產業層級為基礎之群集分析，並控制年度效果。5. 係數下方為 Wald 卡方。6. *表 10% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，***表 1% 顯著水準。

柒、結論與建議

投保中心對於投資人保護與資本市場之穩定至為重要，應如何就機構與訴訟程序等進行設計，以保護投資人又避免濫訴，為各國法制與文獻近年來的研究焦點。我國投保中心既具有官方與公益色彩，享有多項優惠，且在實際上有獨占證券訴訟之現象，近來文獻頗多對此進行檢討或批判。本文以為除了理論上的討論以外，如能從實證面向釐清投保中心團體訴訟之效果，當能有助於檢視其成效與基礎。故本文乃以實證研究方法，首先檢視證券團體訴訟之發生是否肇因於公司之治理實施成效較差；其次係探討證券團體訴訟之實施成效，是否能有效強化公司治理；最後，則由於我國家族企業色彩濃厚之特點，因此，本文進一步探討，當受訴企業為家族企業或非家族企業，其公司治理是否會對於負面事件具有相異之敏感度。

在研究方法上，由於本文樣本數落差過大之特殊性，本文首先運用傾向性評分配對法（Propensity score matching, PSM）對樣本進行配對，以降低受證券團體訴訟企業家數差距懸殊的現象。並依照被解釋變數之不同特性，使用 OLS 模型與羅吉斯迴歸模型，檢驗被解釋變數與解釋變數之關聯性。最後，本文則進一步使用差異中的差異法（Difference in Difference, DID），加入家族企業與證券團體訴訟事件變數的交乘項，特別探討在我國特殊環境下，家族企業於證券團體訴訟公告受理後，是否會更進一步強化其公司治理。

主要實證結果發現，若企業之董事長與總經理為同一人時，公司的代理問題較為嚴重，更傾向發生舞弊之情事，而更可能導致團體訴訟發生，而大致上支持公司治理較差的公司更可能有訴訟發生之假設。因此，當董事長與總經理同一人時，應更加重視

進行決策時所可能發生之代理問題，透過密度更高的監督機制予以制衡。再者，本文也發現，實證證據並不完全支持公司在受團體訴訟公告後會改善公司治理之假設。不過，當受訴企業為家族企業時，證券團體訴訟較能發揮其強化公司治理之功能，使受訴企業購買董監事責任保險。再者，由於社會情感財富理論認為，避免家族社會情感財富損失，為家族企業決策行為的主要驅動力；即使該決策會造成家族企業財務上的損失，但是對家族社會情感財富有益，家族企業仍會選擇去執行。由於本文未發現非家族企業有類似結果，此結果也符合社會情感財富理論。

本文發現了證券團體訴訟的提起對於公司之治理而言，並不具完全的嚇阻或激勵效果，而僅對於家族企業較為顯著。此一實證發現，亦能呼應我國文獻認為投保中心無法有效發揮嚇阻不法效果之觀察¹⁵⁵。在此情形下，如何從制度面改善強化投保中心之嚇阻效果，至為重要。本文贊同文獻之建議，應可考慮採納私人吹哨制度，甚至採取美國法中私人檢察官之機制，使其能輔助目前高度依賴刑事訴訟程序的投保中心制度，以發揮更高的嚇阻不法與促進公司治理效果，應為我國未來可以考慮的方向。

¹⁵⁵ 趙冠瑋，註 68，頁 50。

參考文獻

書籍

- 王文字主編，金融法，9 版，2016 年。
- 邵慶平，公司法：規範與案例，3 版，2024 年。
- 曾偉哲，證券投資人及期貨交易人保護法對於金融監理之助益——以投資人保護主導之證券團體訴訟為中心，成功大學法律學系碩士論文，2017 年。
- 劉瑋，證券集體訴訟對公司政策的影響，國立台灣大學管理學院財務金融研究所碩士論文，2021 年。
- 廖大穎，證券交易法導論，9 版，2023 年。
- ———，公司法原論，9 版，2024 年。
- 劉連煜，現代公司法，16 版，2021 年。
- ———，現代證券交易法實例研習，增訂 20 版，2024 年。
- 賴英照，最新證券交易法解析，5 版，2025 年。
- DAVIES, A., BEST PRACTICE IN CORPORATE GOVERNANCE: BUILDING REPUTATION AND SUSTAINABLE SUCCESS (2006).
- OECD, OECD PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE (2004).
- OECD, OECD PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE (2023).

期刊論文

- 王文字、張冀明，非營利組織主導的證券團體訴訟——論投資人保護中心，月旦民商法雜誌，15 期，頁 5-33，2007 年。
- 朱德芳，家族企業與公司治理——控制權安排與法律風險，臺灣財經法學論叢，4 卷 1 期，頁 97-149，2022 年。
- 李卉馨、詹淑婷、蘇怡方、鍾喜梅，專業經理人職位的代理意涵：台灣電子業家族企業之實證分析，臺大管理論叢，25 卷 1 期，頁

259-285，2014 年。

- 周振鋒，論財報不實民事求償訴訟之交易因果關係，中原財經法學，43 期，頁 39-86，2019 年。
- ——，論證券投資人及期貨交易人保護法第十條之一——以股東代表訴訟為中心，法學新論，27 期，頁 159-188，2010 年。
- 林郁馨，投資人的諾亞方舟——投資人保護中心與證券團體訴訟之實證研究，月旦法學雜誌，229 期，頁 75-97，2014 年。
- ——，從美國證券集體訴訟談證券詐欺訴訟的填補損害及嚇阻功能，月旦財經法雜誌，14 期，頁 73-193，2008 年。
- 林翠蓉、張力、侯啟娉、曾韻如、許雅棠，家族所有權、公司治理與公司績效關係之實證研究，績效與策略研究，8 卷 1 期，頁 61-79，2011 年。
- 邵慶平，投保中心代表訴訟的公益性：檢視、強化與反省，臺大法學論叢，44 卷 1 期，頁 223-262，2015 年。
- ——，財報不實損害賠償的法律解釋與法理適用——最高法院 111 年度台上字第 21 號民事判決，台灣法律人，20 期，頁 123-133，2023 年。
- ——，證券團體訴訟中因果關係構成要件的比較研究——兼論投保中心制度的改革方向，臺北大學法學論叢，99 期，頁 137-186，2016 年。
- 殷若瑛，「證券投資人及期貨交易人保護法」之發展及演變，證券暨期貨月刊，29 卷 12 期，頁 24-34，2011 年。
- 張心悌，證券詐欺損失因果關係之再思考——從美國最高法院 Dura 案後之發展觀察，臺北大學法學論叢，117 期，頁 55-131，2021 年。
- 張瑞杰，投保中心踐行股東行動主義成效，證券暨期貨月刊，34 卷 1 期，頁 5-15，2016 年。
- 郭大維，我國證券投資人保護機制之省思（上），台灣法學雜誌，124 期，頁 1-11，2009 年。

- ，我國證券投資人保護機制之省思（下），台灣法學雜誌，125 期，頁 22-35，2009 年。
- 莊永丞，公司法最新修正簡評，萬國法律，221 期，頁 40-50，2018 年。
- 陳俊元，我國會計師因財報不實對第三人民事責任之法律實證分析，政大法學評論，159 期，頁 215-299，2019 年。
- 陳彥行、邵慶平，臺灣公司治理制度實證研究：董事候選人提名制度的發展與檢討，月旦法學雜誌，307 期，頁 30-54，2020 年。
- 陳美華、洪世炳，公司治理、股權結構與公司績效關係之實證研究，企業管理學報，65 期，頁 129-153，2005 年。
- 黃素慧、黃劭彥、洪嘉聲、林萱霈，公司治理是否能增加我國家族企業之企業價值，經營管理論叢，7 卷 2 期，頁 13-37，2011 年。
- 楊岳平，論金融控股公司治理的改革方向：以獨立董事與提名委員會為中心，臺大法學論叢，48 卷 2 期，頁 683-750，2019 年。
- 廖秀梅、李建然、吳祥華，董事會結構特性與公司績效關係之研究——兼論台灣家族企業因素的影響，東吳經濟商學學報，54 期，頁 117-160，2006 年。
- 趙冠璋，公私混合執法理論之建構：從美國證券集團訴訟改革看台灣投保中心團體訴訟，東海大學法學研究，60 期，頁 43-86，2020 年。
- 賴丞坡、李昇倫，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，頁 169-185，2012 年。
- 駱秉寬，解析董事（獨立董事）財報不實責任的失衡現象，當代法律，19 期，頁 51-57，2023 年。
- 戴怡蕙，家族企業的監督水準與績效關聯性，會計審計論叢，8 卷 2 期，頁 75-109，2018 年。
- Abdallah, W., Goergen, M., & O'Sullivan, N, *Endogeneity: How Failure to Correct for It Can Cause Wrong Inferences and Some*

- Remedies*, 26 BR. J. MANAG. 791-804 (2015).
- Aharony, J., et al., *Corporate Litigation and Executive Turnover*, 34 J. CORP. FIN. 268-292 (2015).
- Arena, M., & Julio, B., *The Effects of Securities Class Action Litigation on Corporate Liquidity and Investment Policy*, 50(1) J. FIN. QUANT. ANAL. 251-275 (2015).
- Balla, V., et al., *Multicriteria Decision Aid Models for the Prediction of Securities Class Actions: Evidence from the Banking Sector*, 36 OR SPECTRUM 57-72 (2013).
- Basnet, A., et al., *The Effect of Securities Class Action Lawsuits on Mergers and Acquisitions*, 48 GLOB. FIN. J. 1-20 (2021).
- Baum, C. F., et al., *Securities Fraud and Corporate Board Turnover: New Evidence from Lawsuit Outcomes*, 48 INT'L REV. LAW ECON. 14-25 (2016).
- Bonini, S., & Boraschi, D., *Corporate Scandals and Capital Structure*, 95 J. BUS. ETHICS 241-269 (2010).
- Sudheer, C., et al., *Implication of Securities Class Actions for Cost of Equity Capital and Shareholder Wealth*, 52 INT'L J. L. 144-161 (2008).
- Chen, C. Y., *D&O Insurance, Corporate Governance and Mandatory Disclosure: An Empirical Legal Study of Taiwan*, 7 J. ASIAN ECON. 19-62 (2016).
- Chen, C. Y., *Functions of Directors' and Officers' (D&O) Liability Insurance and Litigation Risk: An Empirical Legal Study of Taiwan*, 12 NAT'L TAIWAN U. L. REV. 1-51 (2017).
- Chen, G., et al., *Ownership Structure, Corporate Governance, and Fraud: Evidence from China*, 12 J. CORP. FIN. 424-448 (2006).
- Chung, C. Y., et al., *Do Institutional Investors Improve Corporate Governance Quality? Evidence from the Blockholdings of the*

- Korean National Pension Service, 49 GLOB. ECON. REV. 422-437 (2020).*
- Claessens, S., et al., *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*, 57 J. FIN. 2741-2771 (2002).
- Dahya, J., et al., *Dominant Shareholders, Corporate Boards, and Corporate Value: A Cross-Country Analysis*, 87 J. FIN. ECON. 73-100 (2008).
- Huang, R. J., et al., *Does Size and Book-to-Market Contain Intangible Information about Managerial Incentives? Learning from Corporate D&O Insurance Purchase*, 68 PAC. BASIN FIN. J. 1-22 (2021).
- Kokotec, I. D., et al., *The Role of Institutional Investors in Corporate Governance of Their Portfolio Companies – The Case of Croatia*, 23 CROATIAN ECON. SURVEY 105-129 (2021).
- Liao, Q., & Ouyang, B., *Shareholder Litigation Risk and Real Earnings Management: A Causal Inference*, 18 Rev. Account. Fin. 557-588 (2019).
- Lu, S. L., & Li, Y. H., *Effect of Corporate Governance on Institutional Investors' Preferences: An Empirical Investigation in Taiwan*, 12 J. RISK FIN. MANAG. 32-53 (2019).
- McCahery, J. A., et al., *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, 71 J. FIN. 2905-2932 (2016).
- McCarten, M., & Diaz-Rainey, I., *Securities Class Actions and Operating Performance*, MANAG. FIN. 43-58 (2017).
- McTier, B. C., & Wald, J. K., *The Causes and Consequences of Securities Class Action Litigation*, 17 J. CORP. FIN. 649-695 (2011).
- O'Connell, V., & Nicole Cramer, N., *The Relationship Between Firm Performance and Board Characteristics in Ireland*, 28(5) EUR.

- MANAG. J. 387-399 (2010).
- Park, J. J., *Securities Class Actions and Bankrupt Companies*, 111 MICH. L. REV. 547-590 (2013).
- Park, J., & Bolton, B, *Board of Directors Turnover with New Board Chairs in Family Firms*, 9 COGENT BUS. MANAG. 1-15 (2022).
- Pukthuanthong, K., et al., *Litigation Risk and Institutional Monitoring*, 45 J. CORP. FIN. 342-359 (2017).
- Tang, H. W., *CEO Duality, Corporate Governance, and Firm Performance – The Role of External Environment*, 25 SUN YAT-SEN MGMT. REV. 967-1008 (2017).
- Yermack, D., *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*, 40 J. FIN. ECON. 185-211 (1996).

專書論文

- 馬秀如，會計與審計，收於：方嘉麟主編，變動中的公司法制，元照出版有限公司，2版，2019年。

研究報告

- 林哲弘、曹壽民，家族企業是否更有可能承保董監事責任保險——以家族社會情感財富理論來探討，科技部補助專題研究計畫報告（精簡版），2020年。
- 劉連煜，健全獨立董監事與公司治理之法制研究——公司自治、外部監控與政府規制之交錯，臺灣證券交易所委託研究報告，2002年。
- 賴怡洵、戴維芯，證券集體訴訟對美國產險公司現金持有、再保險需求與賠款準備金管理之影響，科技部補助專題研究計畫期末報告，2019年。

摘要

本文之目的，乃藉由對我國證券團體訴訟進行實證研究，探討公司治理之優劣，是否導致證券團體訴訟之發生，以及證券團體訴訟發生後，對於公司治理是否產生影響，以作為檢視投保中心獨占性與成效之實證基礎。在研究架構上，本文首先分析相關理論與文獻，建立 OLS 模型與羅吉斯迴歸模型，且同時利用傾向性評分匹配方法（PSM）與差異中的差異法（Difference-in-Difference, DID）等方法進行分析。結果發現，團體訴訟的提起對於公司治理而言，並不具完全的嚇阻、激勵或促進公司治理效果，而僅對於家族企業較為顯著。此亦呼應我國文獻認為投保中心無法有效發揮嚇阻不法效果之觀察。未來法制上可考慮採納私人吹哨制度，甚至採取美國法中私人檢察官之機制，使其能輔助目前高度依賴刑事訴訟程序的投保中心制度，以發揮更高的嚇阻不法與促進公司治理效果。

An Empirical Study on the Impact of Securities Class Actions on Corporate Governance: Reforming the Role of the Securities and Futures Investors Protection Center

Vivian Jeng*、Yu-Ting Huang**、Chun-Yuan Chen***

Abstract

This study conducts an empirical investigation of securities class actions in Taiwan to examine whether variations in corporate governance contribute to the occurrence of such lawsuits and whether these lawsuits, once initiated, exert any influence on subsequent governance practices. The analysis further provides an evidentiary basis for assessing the exclusivity and effectiveness of the Securities and Futures Investors Protection Center (SFIPC). The research framework first reviews relevant theories and literature, followed by the construction of both OLS and logistic regression models. Additionally, propensity score matching (PSM) and the difference-in-differences (DID) method are employed to strengthen causal inference. The findings indicate that the initiation of class actions does not produce a consistent deterrent, incentive, or governance-enhancing effect; rather, significant impacts are

* Professor, Department of Risk Management and Insurance, National Chengchi University.

** MS, Department of Risk Management and Insurance, National Chengchi University.

*** Professor, Department of Risk Management and Insurance, National Chengchi University. Email:cyc@mail2.nccu.tw.

observable primarily within family-controlled firms. This outcome aligns with existing Taiwanese scholarship suggesting that the SFIPC has limited deterrent capacity against corporate misconduct. From a regulatory perspective, future reforms might consider adopting mechanisms such as private whistleblowing systems or even the U.S.-style private attorney general model to complement the SFIPC's current reliance on criminal proceedings, thereby enhancing both deterrence and the promotion of sound corporate governance.

Keywords: Securities Class Actions, Corporate Governance, Empirical Research, Propensity Score Matching Method (PSM), Difference in Difference Method (DID)

中原財經法學