

[illegible]

執行期間：89 年 8 月 1 日至 90 年 7 月 31 日

計畫主持人：柯承恩	台灣大學會計系
共同主持人：葉銀華	輔仁大學貿金系

- ☐赴國外出差或研習心得報告一份
- ☐赴大陸地區出差或研習心得報告一份
- ☐出席國際學術會議心得報告及發表之論文各一份
- ☐國際合作研究計畫國外研究報告書一份

中 華 民 國 九 十 年 十 月 二 十 六 日

行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告

台灣上市公司股權結構與核心代理問題之研究

計畫編號：NSC 89-2416-H-002-065

執行期限：89 年 8 月 1 日至 90 年 7 月 31 日

計畫主持人：柯承恩 台灣大學會計系

共同主持人：葉銀華 輔仁大學貿金系

摘 要

台灣上市公司是否存在公司監理機制，藉以降低隱含傷害公司績效的關係人交易？過去的文獻皆集中探討公司監理變數對於公司價值的影響，缺乏探討控制股東可能侵害小股東財富的管道。本文彌補此缺憾，從股權結構與董事會組成萃取出公司監理機制的衡量變數，探討它們對關係人交易的影響。實證分析首先找出對公司績效有負面影響的關係人交易，其次本文發現當控制股東現金流量權佔投票權比率愈大時，控制股東努力經營的誘因效果較強，而降低隱含傷害公司績效之關係人交易比率。再者，當控制股東成員未擔任監察人時，在本文所選定的六項隱含傷害公司績效之關係人交易比率皆較低。此一實證結果支持當監察人能夠獨立行使對控制股東監督時，會降低控制股東利用關係人交易來謀取私利的可能性。因此本文提出一項政策性建議，實施獨立監察人制度（類似美國的外部董事），希望台灣上市公司的監察人不僅不得兼任公司董事、經理人或其他職務（公司法 222 條），而且需與他們不具備親屬關係與財務關係。

關鍵字：公司監理 關係人交易 外部董事
獨立監察人

Keywords: Corporate Governance, supervisory director, supervisor, related party transaction, independent director

Abstract

Is there adequate corporate governance mechanism in Taiwan that is able to reduce or control the damage resulting from inadequate related party transactions? Prior studies focus primarily on the impact of corporate values by governance mechanisms with insufficient research on the moral hazard committed by the controlling shareholders against small shareholders. As related party transaction constitutes a potential vehicle of moral hazard by controlling shareholders, this research aims to investigate the relationship between corporate governance and related party transaction. This research first determines those related party transactions that have negative effect on corporate performance. It then finds out that when the percentage of controlling shareholders' cash flow to voting power gets higher, their incentives for higher performance get stronger. This implies the proportion of related party transactions with negative impact should be smaller. In addition, when controlling shareholders do not serve as supervisory directors, the percentage of related party transactions with negative effect is also lower as reflected in six indicators. As a result, this research suggests that listed companies in Taiwan should prohibit supervisory directors from serving as board director or employees in order to maintain their independence and exercise their monitoring function properly.

壹、前言

La Porta、Lopez-de-Silanes 和 Shleifer (1999) 利用最終控制 (ultimate control) 的觀念¹，探討 27 個成熟國家上市公司的股權結構；Claessens、Djankov 和 Lang (2000 a)、Faccio 和 Lang (2000) 採用同樣的研究方法，分別探討東亞 9 國與西歐 5 國上市公司的最終控制型態，以及計算控制股東的投票權與現金流量權。綜合上述文獻發現大部分國家上市公司股權結構集中程度高，且普遍存在控制股東²。Yeh、Lee 和 Woidtke (2001) 亦發現台灣上市公司的股權結構集中程度，相當類似於世界各國的平均情況。

在股權結構集中的環境中，根據利益一致假說 (Jensen 和 Meckling, 1976)，由於控制股東持股比率較高，其和公司利益將趨於一致，因而產生努力經營的誘因(本文稱為正的誘因效果)。然而 Shleifer 和 Vishny (1997)、La Porta 等人 (1999) 提出在股權結構集中的公司，利益衝突是存在於控制股東（最大股東兼管理者）與小股東之間，此時所衍生的代理問題是控制

股東有權且存在挪用或侵佔公司資源的傾向，但卻傷害小股東財富 (wealth expropriation，本文稱為負的侵佔效果)。

La Porta 等人 (1999)、Claessens 等人 (2000 a) 與 Faccio 與 Lang (2000) 發現大股東透過金字塔 (pyramid structure)、交叉持股 (cross-shareholding) 和參與管理來增強他們對公司的決策的影響力，並且使其擁有投票權超過現金流量權³；而且家族是最終控制型態的主要方式(投票權多集中在家族手中)。而 Claessens 等人 (2000 b)、Faccio 和 Lang (2000) 則進一步驗證現金流量權、投票權偏離現金流量權的幅度對公司價值的影響。上述文獻的立論基礎是當控制股東之投票權偏離現金流量權幅度較大 (或現金流量權較少)，控制股東侵佔小股東財富的動機較強，進而降低公司價值，故以公司價值下降作為衡量侵佔小股東財富的結果；然而這樣的論述缺乏深入研究控制股東可能侵佔小股東財富的行為與方式。

有關控制股東可能侵佔小股東財富的方式，La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer 和 Vishny (2000) 指出多種大股東傷害小股東財富的管道，除了內部人直接佔取公司利潤之外，還包括內部人將上市公司的產出、資產或增資的證券以低價賣給他們

¹ 他們採用最終控制的觀念，追蹤與分辨擁有投票權之最終控制者的身份，將屬於同一控制群體的直接與間接所持有的投票權相加，藉以辨認公司的最終控制群體。

² 綜合上述的研究，美國、英國與日本上市公司可為股權分散的代表。依照 La Porta 等人 (1999) 的研究結果，美國大公司群有 20% 存在最終控制者 (控制股東)。Claessens 等人 (2000) 發現日本有 20.2% 公司存在最終控制者，Faccio 和 Lang (2000) 發現英國有 31.99% 公司存在最終控制者。然而其他國家的上市公司平均而言，有 70% 公司存在最終控制者。因此除了美國、英國與日本之外，其餘各國股權結構是相當集中的，而普遍存在最終控制者 (控制股東)。而控制股東以家族為最主要之型態。

³ 何謂金字塔結構？假設甲家族持有 A 公司 30% 的股權比率，而 A 公司轉投資 B 公司 30% 的股權 (假設 30% 已達到控制股權比率)，則甲家族將可掌握 B 公司 30% 的投票權，但甲家族僅擁有 B 公司 9% 的現金流量請求權。交叉持股代表上市公司間的相互投資，而參與管理則代表大股東 (兼管理者) 指派家族成員或關係人擔任上市公司的董事長或總經理。

私人擁有的另家公司。後面這種移轉定價、資產剝奪與投資者稀釋雖然通常被安排合乎法規要求，但是其效果有大部分與直接佔取公司利潤相同。Johnson、Boone、Breach 和 Friedman（2000）觀察亞洲金融風暴許多的公司個案，指出管理階層能夠藉由移轉公司內外部投資者的資金或資產，也許是用來支付其個人的債務，或是支撐另外一家與原公司不同股東的公司，抑或是直接匯到他們外國的帳戶去。事實上，在許多新興市場，管理者同時也是控制股東，因此進行這樣的財富移轉顯得容易的多⁴。

La Porta 等人（2000）、Johnson 等人（2000）所提到的是控制股東利用關係人交易，進而達成控制股東對小股東的財富侵佔。本文研究特點為利用負的侵佔效果與正的誘因效果來解釋控制股東關係人交易的行為。要如何衡量負的侵佔效果與正的誘因效果？Claessens、Djankov、Faccio 和 Lang（2000 b）發現當投票權偏離現金流量權的程度愈大，則控制股東愈有動機侵佔與傷害小股東的財富，將導致公司價值下降。當控制股東擁有愈多的投票權，其愈有能力侵佔與移轉公司的資源；而較少的現金流量權則降低控制股東在財富侵

佔時對自己的損失。因此本文假設當投票權偏離現金流量權幅度愈大，負的侵佔效果愈強，而使關係人交易增加。另外，以現金流量權、現金流量權佔投票權比率來衡量正的誘因效果，若控制股東擁有較多的現金流量，其應有努力經營的誘因。當現金流量權愈大，控制股東有較多的盈餘分享比率，且若控制股東傷害公司價值則其自身亦有較大的損失，因此侵佔小股東財富的動機愈低，亦即降低關係人交易比率。

在董監事會組成方面，本文參考 Yeh、Lee 和 Woidtke（2001）的研究結果⁵，利用控制股東成員擔任董監事席位比率，來衡量負的侵佔效果。當控制股東成員擔任董監事席位比率愈高，代表其對公司決策影響力愈大（以及愈有意願影響），則愈利於侵佔公司的財富。另外，若控制股東成員未擔任監察人，則監察人較能獨立監督控制股東，降低上述負的侵佔效果。

有關在台灣經常被提及可能涉及利益輸送的關係人交易，葉銀華、邱顯比與何憲章（1997）之研究，審視台灣關係人交易案件中，可以發現利益輸送的管道主要有：公司將其擁有關係企業的股票低價移轉給關係人、關係人將其持有土地以高價轉賣給公司，造成公司的資金流向控制股東的狀況。張勝和（1991）也曾提到所謂的利益輸送係指關係人之間或集團企業間，一方將貨品或勞務以不正常的價格移轉予另一方，使利益（或虧損）由一方歸

⁴ La Porta 等人（2000）是以各國公司法與相關法規對股東、債權人保護（免於管理者與控制股東的財富侵佔），以及法律執行力（La Porta 等人 1998 所發展的指標），來解釋各國公司監理、股權結構中度、資本市場的深度與廣度、股利政策以及公司外部融資的差異。而 Johnson 等人（2000）亦利用上述相同之公司監理指標，來解釋亞洲金融風暴許多國家之匯率貶值與股市下跌的幅度。這篇文章是以國家為分析單位，而未研究不同公司之公司監理機制對於關係人交易的影響。

⁵ 他們發現台灣家族控股公司，控制家族成員擔任董監事席位比率愈高，公司價值愈低。

於他方之謂，並認為利益輸送的交易標的主要為（1）不動產之移轉或使用，（2）動產之交易或使用，（3）無形資產或勞務之交易，（4）資金融通。楊文慶（1994）則提出隱含利益輸送的非常規交易類型為（1）未上市櫃有價證券交易，（2）資金融通類型（含背書保證），（3）不動產交易類型，（4）進銷貨交易類型。而證期會與證交所則對於上市（櫃）公司間關係人購買不動產、背書保證、資金貸與他人與進銷貨之非常規交易，設有注意事項與處理要點⁶。

關係人交易雖未必是控制股東對於小股東的財富侵佔，然而因為其交易的主體間具有特定的關係，且公司的控制股東與眾多小股東間存在有利益衝突，兼以控制股東通常皆主導公司的經營，所以控制股東將可藉由關係人交易的方式來移轉公司的財富。因此本文首先找出對公司績效有負面影響的關係人交易，而假設控制股東對小股東之財富侵佔隱含於這些關係人交易中。綜合而言，本文找出隱含傷害公司績效的關係人交易，包含：（1）關係人間股權相互交易（隱含未上市櫃有價證券交易），（2）關係人與公司之股權及土地交易（隱含土地及有價證券買賣），（3）公司與關係人之資金融通與保證，（4）關係人的銷貨交易，（5）關係人應收帳款，（6）關係人之營業外收入（隱含無形資產或勞務

之交易及業外投資損益）。

綜合而言，本文旨在探討台灣上市公司是否存在公司監理機制，藉以降低隱含傷害公司績效的關係人交易？研究目的如下：（1）析台灣上市公司隱含傷害公司績效的關係人交易之形式與比重。（2）探討控制股東誘因效果與侵佔效果對於關係人交易的影響。（3）提出健全台灣股市公司監理機制的政策性建議。

貳、 研究方法

一、研究樣本及期間

本文的研究期間為 1999 與 2000 年，首先以「台灣集團企業研究」（中華徵信所）為基礎，並以公開說明書與年報中之「總經理、副總經理及各單位主管」、「董事及監察人資料」的親屬關係欄，判斷自然人股東之間的親屬關係。再者，仍以「台灣集團企業研究」為基礎，並以公開說明書與年報中之「轉投資事業」、「主要股東名單」與「關係人交易」三表，判斷控制股東對於法人股東的控制關係。

在計算上市公司自然人股東之間的親屬關係，以及最大股東對於法人股東的關係為本文最複雜的工作。我們利用 La Porta 等人（1999）之最終控制（ultimate control）的觀念，來計算控制股東投票權與現金流量權。本文所稱的控制股東（最大股東），以家族為例，其定義包含具備二親等以內與配偶關係者，以及他們所控制

⁶請參考「公開發行公司向關係人購買不動產之處理要點」、「公開發行公司取得或處分資產處理要點」、「上市上櫃公司背書保證處理要點」、「上市上櫃公司資金貸與他人應注意事項」，以及台灣證交所上市審查準則第十條補充規定。

的公司與機構，而且他們所持有的投票權為公司最大者。例如：控制股東的投票權的計算，本文將合乎上述定義者視為同一利益關係人，而將他們所控制的投票權相加。在計算股權結構與董事會組成需完整資料，並考量金融保險業為管制性產業與不同財務特性予以刪除，扣除資料不足者共得到 176 家台灣上市公司。

本文的樣本在 1999 年與 2000 年資產帳面價值平均為 18,315.2 百萬元台幣，而同期間非金融保險類上市公司資產帳面價值平均為 15,008 百萬元台幣，兩者平均數並未存在顯著的差異 (t 值為 1.13)。另外，本文樣本在 1999 年與 2000 年權益市值平均 19,323.5 百萬元台幣，而同期間非金融保險類上市公司權益市值平均為 18,585.4 百萬元，兩者平均數亦未存在顯著的差異 (t 值為 0.17)。另外，本文的樣本亦分佈於台灣證交所的各產業中。綜合而言，本文的樣本仍具備代表性。

二、變數定義

實證變數分為股權結構變數、董事會組成變數與關係人交易三類。

(一) 股權結構變數

1、投票權（控制權）及現金流量權

在計算控制股東的投票權（控制權）包含二個部分，直接控制與間接控制，直接控制為登記在控制股東（含成員）名下的股權，間接控制是登記在其他企業與機構（法人股東）名下，而這些企業與機構

為同一控制股東所控制。La Porta 等人（1999）提出間接控制的主要二種方式，金字塔結構與交叉持股。金字塔結構的定義為控制股東至少透過一家上市公司控制另一家上市公司，而交叉持股需符合下列二個條件：(1)該公司有一個控股公司，(2)該公司亦持有控股公司的股權或控股公司為屬於其所控制的範圍。而台灣有許多控制股東利用上市公司資金成立子投資公司，再回買母公司股權，亦視為交叉持股的一種。

本文參考 Claessens 等人（2000 a）的方法，選取該控制鏈中最小的股權；若控制股東透過多條控制鏈同時擁有上市公司的股權時，則依據上述的方法，將每一條控制鏈中最小的股權相加。在計算控制股東現金流量權則是控制鏈上各股權相乘的數額，若他們透過多條控制鏈同時擁有上市公司股權時，則控制股東現金流量權則將每條控制鏈所求得現金流量權相加。例如以單一控制鏈而言，假設甲家族持有 A 公司 30% 的股權，而 A 公司轉投資 B 公司 20% 的股權，則甲家族將擁有 20% B 公司的投票權（該控制鏈中最小的股權），但僅擁有 B 公司 6% 現金流量權（控制鏈上各股權相乘數值）。投票權在本文可視為控制股東影響公司決策（包含選舉董、監事會成員）的能力，而現金流量權可視為控制股東侵佔公司資產時所造成自身損失的幅度，以及公司盈餘分配權。

另外，我們發現許多上市公司的主要股東名冊中有一些投資公司，而這些投資

公司在該上市公司董事會的法人代表為控制股東成員。因此，本文進一步參考中華徵信所之「台灣集團企業研究」、各上市公司剪報系統與公開說明書，藉以判斷這些投資公司的投票權是否屬於控制股東。但在計算現金流量權時，雖然我們儘量想要蒐集這些投資公司的股權結構，然而由於這些投資公司是屬於未公開發行公司，因此無法獲得全部與詳細的股權結構的資料。受限於資料取得的限制，我們對於現金流量權的計算假定這些投資公司是由控制股東與他們所控制的公司各自出資 50% 成立。

為了瞭解控制股東（最大股東）對小股東財富侵佔的動機強弱，本文以最終控制者之投票權偏離現金流量權的幅度來衡量；當偏離幅度愈大時，表示控制股東其對小股東財富侵佔的動機愈強。另外，以控制股東之現金流量權佔投票權比率（和現金流量權）來衡量正的誘因效果；當此比率愈大時，控制股東將會努力經營，減少對小股東的財富侵佔。

2、次大股東 (Dummy)

若公司次大股東持股超過 5%，則此虛擬變數設為 1，否則為 0。次大股東必須與控制股東不具親屬關係，而且並非控制股東所控制的公司或關係企業。次大股東主要是第二大家族、保險公司、政府及其他機構投資者。根據我國公司法第二百十四條第二項：「繼續一年以上，持有已發行股份總數百分之五以上之股東，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」之規定。因此當公司存在具有影響力的次大股東時，次大股東為了維護其本身的利益，將會制衡控制股東，使控制股東進行財富侵佔的動機下降。

（二）董事會組成變數

1、董監事席位比率

董監事席位比率定義為控制股東成員擔任董監事席位佔全體董監事席位的比率，若控制股東為家族，則包含這些家族成員與他們所控制公司所派任之法人代表擔任董監事席位數目。若控制股東為政府或股權分散公司，則它們所派任的法人代表擔任董監事席位數目，即為控制股東成員擔任董監事席次。當控制股東成員擔任愈多席次的董監事，其將更容易通過一些對控制股東有利的決策，大幅提高了控制股東對小股東財富侵佔的動機。

2、監事 (Dummy)

該變數設定為當公司控制股東成員未擔任公司監察人時，將此虛擬變數設為 1，否則設為 0。根據我國公司法第二百二十三條：「董事為自己或他人與公司有交涉時，由監察人為公司之代表。」而此處之交涉，係指與公司為買賣、借貸或其他法律行為。而一般常見的大股東同時擔任兩個企業之董事，則此兩者訂約時，該大股東不得同時代表之，而應由公司之監察人代表交易。然而，在實務上，常有謂監察

人代表公司時，僅流於形式在董事與公司間契約上簽名而已；究其原因，可能是控制股東成員往往也同時擔任公司監察人。因此本文假設當控制股東成員未擔當監察人，則監察人的監督功能較能發揮。

3、董事 (Dummy)

若控制股東成員擔任公司董事席次比率超過 50%者，此虛擬變數設為 1，否則設為 0。根據我國公司法第二百零二條規定：「公司業務之執行，由董事會決定之。除本法或章程規定，應由股東會決議之事項外，均得由董事會決議行之。」第二百零六條：「董事會之決議，除本法另有規定外，應有過半數董事之出席，出席董事過半數之同意行之。」由以上兩款規定，可以清楚看出董事會基本上掌控著公司的經營，而控制股東若擁有過半數以上的董事席次，則可以更容易作出對自己有利的決策，而有動機來對小股東進行財富侵佔。

三、關係人交易變數

本文利用財務報表之關係人交易，計算下列九項變數：(1) 關係人間股權交易比率：係指該公司關係人之間的股權交易金額，除以公司資產帳面價值。(2) 關係人與公司股權及土地交易比率：就關係人與公司間股權及土地的交易金額（包含買和賣），除以公司資產帳面價值。(3) 公司與關係人之資金融通與保證比率：公司與關係人（已含關係企業）的資金融通以及背書保證的總金額，除以公司資產帳面價

值。(4) 關係人銷貨（進貨）金額比率：公司對關係人之銷貨（進貨）的總金額，除以公司銷貨收入。(5) 關係人應收帳款（應付帳款）比率：係指公司對關係人之應收帳款（應付帳款），除以股東權益總額。(6) 關係人營業外收入（營業外費用）比率：從關係人處所得之業外收入金額，（包括租金、佣金、投資收入等），除以公司銷貨收入。

公司績效的衡量變數，包括：(1) 公司價值：一般被採用來衡量公司價值的變數為 Tobin's Q，公司市值除以重置成本。然而由於缺乏上市公司重置成本，我們改以資產帳面價值來替代。亦即公司價值為權益市價與負債帳面價值之和，除以資產帳面價值，此一變數為 1999 年底與 2000 年底的平均值。(2) 財務績效：我們採用資產報酬率 (ROA)、權益報酬率 (ROE) 與每股盈餘來衡量，這些變數亦為 1999 與 2000 年的平均值。另外，本文在公司績效的迴歸分析中，採用研發與廣告費用比率（研究發展與廣告費用之和佔銷售額比率）、負債比率（年底負債佔資產帳面價值比率）與產業類別（為虛擬變數，當所屬產業為電子資訊業則該變數設為 1，否則為 0）為控制變數⁷；而在關係人交易迴歸分析中，所採用的控制變數有權益市值（年底權益市值的自然對數值）、負債比率與產業類別。上述這些變數皆為 1999 年與 2000

⁷ 台灣股市中電子與資訊產業為包含上市公司家數最多與佔股市總市值最大的產業，而在本文的樣本中有 47.7%屬於電子與資訊產業，因此有必要考慮此一產業類別的差異，對於公司績效與關係人交易的影響。

年的平均值。

參、資料描述

一、基本統計量分析

有關股權結構、董（監）事會組成與關係人交易等變數的基本統計量，如表一所示。由表一中可知上市公司控制股東所擁有的投票權平均為 27.84%（中位數為 22.94%），其現金流量權平均為 19.69%（中位數為 16.61%）。而投票權偏離現金流量權的幅度平均為 8.16%，此偏離幅度代表控制股東對小股東進行財富侵佔動機的強弱；再者現金流量權佔投票權的比率平均為 0.735。而樣本中次大股東持股超過 5% 的公司佔總樣本比率之 37.5%。

在董事會組成方面，控制股東成員擔任公司董監事席位比率平均為 38.9%（中位數為 40%），而有 36.4% 的公司控制股東成員未擔任監察人。另外，控制股東成員擔任過半數董事席位者，佔總樣本比率之 27.84%。

就關係人交易項目，關係人間股權相互交易比率、關係人與公司股權及土地交易比率、公司與關係人之資金融通與保證比率，平均分別佔公司資產的 1.03%、0.64% 和 3.58%。而關係人銷貨金額比率、關係人進貨金額比率平均佔銷貨淨額的 15.74% 與 9.21%，關係人應收帳款、關係人應付帳款佔股權權益平均為 5.37% 與 1.58%。另外，關係人營業外收入、關係

人營業外費用佔銷貨淨額平均為 0.39% 與 0.932%。

公司績效變數方面，公司價值（權益市值與負債帳面價值和，除以資產帳面價值）平均為 2.857，中位數為 1.568；資產報酬率平均值為 7.43%，中位數為 6.458%；權益報酬率平均值為 9.678%，中位數為 9.463%；每股盈餘為 1.810 元，中位數 1.363 元。其他變數方面，權益市值平均為 19,323.5 百萬元台幣，中位數為 6,404 百萬元台幣⁸；負債比率平均為 37.151%，中位數為 37.32%；研發與廣告費用比率平均為 2.011%，中位數為 0.996%。

二、隱含傷害公司績效的關係人交易

在實證分析時，本文首先定義對公司績效造成負面影響的關係人交易，乃隱含控制股東傷害公司績效的行為。我們將九項關係人交易分別對公司績效進行迴歸分析。

由實證結果可以發現，「公司與關係人資金融通與保證比率」、「關係人銷貨金額比率」對於公司價值有顯著負向的影響，而「關係人營業外收入比率」對於公司價值亦有負向影響（P 值 17.2%）。此實證結果顯示公司與關係人資金融通與保證比率、關係人銷貨比率、關係人營業外收入比率愈高，其公司價值將愈低。

⁸ 中位數與平均數會有如此大的差距，主要是有幾家公司的權益市值相當大。

另外，由實證結果我們發現「關係人間股權交易比率」、「關係人應收帳款比率」、「關係人銷貨金額比率」對於資產報酬率皆存在顯著負面影響，而「關係人與公司股權與土地交易比率」對於資產報酬率亦有負向影響（P 值為 16.8%）。綜合上述結果我們確定「關係人間股權交易比率」、「關係人與公司股權及土地交易比率」、「關係人資金融通與保證比率」、「關係人銷貨金額比率」、「關係人應收帳款比率」和「關係人營業外收入比率」等六項會對公司價值或財務績效產生負向的影響，而隱含控制股東傷害公司財富的行為。另外，由上述結果本文所探討之各項關係人交易對於公司價值或財務績效並未存在顯著正向的影響關係。

肆、公司監理變數對於隱含傷害公司績效之關係人交易的影響

一、關係人間股權交易比率

由表二中可知，「關係人間股權交易比率」與「投票權減現金流量權」呈現顯著正向關係，而也就是當控制股東的投票權與現金流量權偏離的幅度愈大，控制股東將會從事較多的關係人間的股權交易。「關係人間股權交易比率」與「現金流量權佔投票權」則成負相關，亦即現金流量權佔投票權之比率愈大，則關係人間股權交易比率將顯著的降低，而較不會侵佔公司的權益。

「關係人間股權交易比率」與「控制股東成員擔任董監事席位比率」則呈現顯著正向關係，控制股東成員擔任較多董監事席位時，相對於外部投資者而言，其將更能知悉公司的經營狀況，有更多詳細的內部資訊，從而有強烈的動機來進行關係人間股權交易。「關係人間股權交易比率」與「董事 (Dummy)」呈現顯著正向關係，顯示當控制股東成員擔任董事席位超過 50%時，傾向從事較多的關係人間股權交易。「關係人間股權交易比率」與「監事 (Dummy)」成顯著負向關係，則顯示當控制股東成員沒有擔任監事席位時，監察人較能獨立行使對公司營運的監督，使控制股東從事較少的關係人間股權交易。

關係人股權相互交易對該公司的小股東仍隱含著控制股東對小股東的財富侵佔。因為公司的從屬公司或關係企業往往也握有該上市公司的股票，而利益輸送的典型則是控制股東將上市公司小股東的財富藉由從屬公司的管道輸送到私人手中。再者，當關係人股權相互交易過多，可能隱含著控制股東不專注經營公司的情形，以及控制股東利用從屬公司或關係企業途徑來進行對小股東的財富侵佔。

二、關係人與公司股權及土地交易比率

由表三中可知，「關係人與公司股權及土地交易比率」與「次大股東 (Dummy)」呈現顯著負向關係，顯示當公司次大股東持股超過 5%較有力量影響公司經營時，其與控制股東的利益未必會一致，而形成

對控制股東制衡的作用，從而降低了控制股東進行「關係人與公司股權及土地交易」的動機。其次由「監事 (Dummy)」來觀察，當控制股東成員未擔任監察人，與控制股東從事「關係人與公司股權及土地交易比率」呈現負向關係 (P 值為 10.7%)。顯示若控制股東成員未擔任監察人時，法律上監察人的機制會使的控制股東較不易進行關係人與公司間之股權及土地交易。

三、公司與關係人之資金融通與保證比率

由表四中可知，「公司與關係人之資金融通與保證比率」與「監事 (Dummy)」呈現顯著負相關，公司法上規定監察人有監督公司營運的職權，因此若控制股東成員未擔任監察人時，監察人將更能獨立行使其監督權，而使控制股東減少進行公司與關係人之資金融通與保證交易。另外，當公司存在「次大股東 (Dummy)」，則公司與關係人資金融通與保證比率亦較低。

四、關係人銷貨、進貨比率

由表五我們發現發現當控制股東投票權偏離現金流量權較大時，關係人銷貨金額比率較小。而且亦發現當控制股東現金流量權（或現金流量權佔投票權比率）較大時，則關係人銷貨金額比率將會降低，此結果支持控制股東努力經營的誘因效果較強，較不會透過關係人銷貨來侵佔公司的財富。另外，「關係人銷貨金額比率」與「控制股東成員擔任董監事席位比率」、

「董事 (Dummy)」呈現顯著的正向關係，可看出當控制股東成員若能控制董事會，其將有更強的能力影響公司的重大決策。例如：比較重大的對關係企業銷貨也可以在董事會中過關，控制股東可以透過此項活動來進行對小股東的財富侵佔。然而，「關係人銷貨金額比率」與「監事 (Dummy)」則呈現顯著的負向關係，意味著當監察人較獨立、有能力監督公司營運時（控制股東成員未擔任監察人），關係人銷貨的交易將下降，控制股東也較不會進行對小股東的財富侵佔。

五、關係人應收款項比率

由表六可得知「關係人應收款項比率」與「現金流量權佔投票權比率」呈現顯著的負相關，當控制股東的現金流量權佔投票權的比率愈大，控制股東將會從事較少的關係人應收款項交易。「關係人應收款項比率」與「監事 (Dummy)」呈現顯著的負相關，顯示當控制股東成員未擔任監察人時，公司的控制股東比較不易藉由關係人應收款項的管道來進行對小股東的財富侵佔。「關係人應收款項比率」與「控制股東成員擔任董監事席位比率」呈現正向關係，顯示當控制股東成員擁有愈多的董監事席位，愈能主導公司的經營時，將傾向從事較多的關係人應收款項交易。

六、關係人營業外收入

由表七中可知，「關係人營業外收入比

率」與「投票權減現金流量權」呈顯著的正相關，代表當控制股東的投票權與現金流量權偏離的幅度較大，控制股東將會從事較多的產生關係人營業外收入的交易。同時，我們發現「關係人營業外收入比率」與「現金流量權佔投票權比率」、「現金流量權」則成負向關係，代表控制股東投入的現金流量權較多，或現金流量權佔投票權的比率較大時，則關係人營業外收入將顯著的降低，也較不會侵佔公司的權益。而關係人營業外交易，主要包含與關係人各項的佣金、租金、匯兌利益或損失、投資收益或損失，以及處分資產的損益，由於租金、佣金、一些已過時的舊資產項目並沒有顯而易見的市價可供查詢，在法律上難以規範此類活動，因此控制股東可以藉由進行較多產生關係人業外收入的交易，來達成其對小股東的財富侵佔。

同時「關係人營業外收入比率」與「控制股東成員擔任董監事席位比率」呈現顯著的正向關係，顯示當控制股東成員擔任董監事席位比率提高時，控制股東將傾向進行較多的產生關係人營業外收入的交易。而當控制股東成員未擔任監事席位（監事（Dummy）），則「關係人營業外收入比率」較低（P 值為 11.1%）。

綜合以上實證結果，本文控制股東成員未擔任監察人這個變數，與多數的關係人交易變數皆呈顯著負向關係，有可能是我國法令上給予監察人監督公司經營的權力，而導致當控制股東成員若未擔任監察人時，監察人將可以較獨立的行使其監督

權，使得控制股東欲藉由關係人交易進行對小股東的財富侵佔時，將受到監察人的有效監督，而降低其對小股東進行財富侵佔的動機。其次，若控制股東成員擔任董監事席位比率愈大，則關係人交易比率較大，隱含著較大之代理問題；而上市集團股之關係人交易亦較多。另外，當控制股東現金流量權佔投票權比率較大時，其努力經營的誘因效果較強，而使關係人交易下降。茲將實證結果匯總於表八中。

伍、 結論與建議

在股權結構集中的環境中，權益代理問題是存在控制股東與小股東之間，因此健全公司監理機制的功能，則在於約束控制股東傷害公司價值的行為。有鑑於過去文獻僅探討公司監理變數對公司價值的影響，而缺乏探討上市公司是否存在公司監理機制，來降低控制股東對小股東財富侵佔的可能行為。本文彌補此一缺憾，從股權結構與董事會組成萃取出公司監理衡量變數，探討它們對關係人交易的影響。

根據實證結果本文發現控制股東成員未擔任監察人者（監事（Dummy）），傾向進行較少的關係人交易（在本文所選定的六項隱含傷害公司績效之關係人交易比率皆有類似結果）。此結果顯示控制股東成員未擔任監察人，則監察人的監督功能較能發揮，而降低控制股東利用關係人交易來謀取私利的可能性。然而，當控制股東成員擔任董監事席位愈多時，可能會進行較

多的關係人交易（在本文所選定的六項隱含傷害公司績效之關係人交易比率，有四項的實證結果相似）。由於控制股東成員擁有較多之董事席位，有足夠的能力影響公司的決策，可藉由上述此兩關係人交易途徑來侵佔小股東財富。

另外，就衡量控制股東努力經營誘因的現金流量權佔投票權比率而言，當現金流量權佔投票權比率愈高時，控制股東愈努力經營公司，而降低關係人交易（在本文所選定的六項隱含傷害公司績效之關係人交易比率，有四項的實證結果類似）。

本文發現控制股東成員未擔任監察人時，隱含傷害公司績效之關係人交易較少，此一結果彰顯控制股東成員未擔任監察人的公司，監察人的功能較能發揮。因此我們建議台灣證券交易所可在上市規則中要求公司監察人不僅不得兼任公司董事、經理人或其他職員（公司法第 222 條）外，亦需規定監察人的獨立性，亦即監察人不得與公司董事、經理人有親屬關係與財務關係。此一構想是將美國之外部董事的觀念引進台灣，讓台灣的監察人皆具備獨立性，而能有效監督控制股東。在本文的樣本有 63.6% 公司控制股東成員有擔任監察人，因此獨立監察人制度的實施是有必要的。

參考文獻

中華徵信所，「台灣地區集團研究 2000」。
張勝和，1991，「概論利益輸送」，稅務旬刊，第一四三六期，7-10 頁。

葉銀華、邱顯比與何憲章，1997，「利益輸送代理問題與股權結構之理論與實證研究」，中國財務學刊，第四卷，第四期。

楊文慶，1994，「集團企業間非常規交易之類型」，律師通訊，第一七四期，48-54 頁。

Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang, 2000 a, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation," *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.

Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and H. P. Lang, 2000 b, "Expropriation on minority shareholders: Evidence from East Asia," *Policy research working paper 2088, The World Bank*.

Faccio, M., and Larry H. P. Lang, 2000, "The separation of Ownership and Control : An analysis of Ultimate Ownership in Western European Corporations," *2000 European Financial Management Association Annual Meeting*.

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.

Johnson, S., P. Boone, A. Breach, E. Friedman, 2000, "Corporate governance in the Asian financial crisis," *Journal of Financial Economics* 58, 141-186.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 1998, "Law and finance," *Journal of Political Economy* 106,1113-1155.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, 1999, "Corporate ownership around the world," *Journal of Finance* 54, 471-517.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, 2000, "Investor protection and corporate governance," *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.

Shleifer, A., and R. Vishny, 1997, "A Survey

of Corporate Governance” *Journal of Finance* 52,737-783.

Yeh, Y. H., T. S. Lee and T. Woidtke, 2001
“Family Control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan,”
International Review of Finance 3,
Forthcoming.

表一：基本統計量

監事 (Dummy)：當公司控制股東成員未擔任公司監察人時將該變數設為 1，否則設為 0。

董事 (Dummy)：若控制股東成員擔任公司董事席次比率超過 50%者設為 1，否則設為 0。

次大股東 (Dummy)：若公司次大股東持股超過 5%，則將該變數設為 1，否則為 0。

變數	平均數	標準差	Q1	中位數	Q3
投票權(%)	27.842	18.633	13.185	22.935	39.820
現金流量權(%)	19.685	14.755	7.936	16.611	27.530
投票權－現金流量權(%)	8.156	10.844	0	3.703	13.649
現金流量權÷投票權	0.735	0.284	0.5	0.851	1
次大股東(Dummy)	0.375	0.486	0	0	1
董監事席位比率	0.389	0.223	0.246	0.360	0.5
監事(Dummy)	0.364	0.4824	0	1	1
董事(Dummy)	0.2784	0.4495	0	0	1
關係人間股權 相互交易比率(%)	1.03	7.17	0	0	0
關係人與公司股權 及土地交易比率(%)	0.64	2.21	0	0	0
公司與關係人 之資金融通與保證比率(%)	3.58	10.78	0	0	2.42
關係人銷貨金額比率(%)	15.74	20.59	1.35	7.41	23.36
關係人進貨金額比率(%)	9.21	14.58	0.15	2.36	13.9
關係人應收帳款比率(%)	5.37	9.39	0.36	1.71	5.68
關係人應付帳款比率(%)	1.58	3.154	0	0.37	1.705
關係人營業外收入比率(%)	0.39	1.31	0	0	0.15
關係人營業外費用比率(%)	0.932	3.384	0	0.06	0.39
公司價值	2.857	4.019	1.066	1.568	2.742
資產報酬率(%)	7.430	6.714	3.684	6.458	9.976
權益報酬率(%)	9.678	11.716	4.326	9.463	15.062
每股盈餘	1.810	2.070	0.644	1.363	2.688
權益市值(百萬元台幣)	19323.5	37676.5	2591	6404	16323.5
負債比率(%)	37.151	14.291	25.910	37.315	46.595
研發與廣告費用比率(%)	2.011	2.819	0.064	0.996	2.712

表二：公司監理變數對關係人間股權交易比率之影響

$$\text{關係人間股權交易比率} = \frac{\text{關係人股權交易金額}}{\text{公司資產}}$$

虛擬變數定義：

監事 (Dummy)：當公司控制股東成員未擔任公司監察人時將該變數設為 1，否則設為 0。

董事 (Dummy)：若控制股東成員擔任公司董事席次比率超過 50%者設為 1，否則設為 0。

次大股東 (Dummy)：若公司次大股東持股超過 5%，則將該變數設為 1，否則為 0。

電子產業 (Dummy)：依上市公司股票代碼分類，將代碼開頭為 23 及 24 的設定虛擬變數為 1，否則為 0

自變數	應變數：關係人間股權交易比率					
截距項	0.0503 (0.079)*	0.1333 (0.063.)*	0.0990 (0.083)*	0.0256 (0.218)	0.0604 (0.082)*	0.0459 (0.097)*
投票權－現金流量權(%)	0.0023 (0.064)*					
現金流量權÷投票權		-0.0694 (0.077)*				
現金流量權			-0.0007 (0.130)			
董監事席位比率				0.1028 (0.060)*		
監事(Dummy)					-0.0131 (0.034)**	
董事(Dummy)						0.0262 (0.059)*
次大股東(Dummy)	-0.0001 (0.983)	-0.00046 (0.437)	-0.0128 (0.193)	0.0005 (0.911)	-0.0092 (0.268)	-0.0062 (0.364)
公司市值(取對數)	-0.0021 (0.226)	-0.0030 (0.089)*	-0.0028 (0.105)	-0.0031 (0.097)*	-0.0018 (0.207)	-0.0007 (0.613)
負債比率	-0.0011 (0.108)	-0.0010 (0.117)	-0.0010 (0.140)	-0.0007 (0.159)	-0.0009 (0.158)	-0.0008 (0.169)
電子產業(Dummy)	-0.0035 (0.537)	-0.0096 (0.175)	-0.0186 (0.118)	-0.0036 (0.486)	-0.0151 (0.130)	-0.0121 (0.152)
R ² (%)	15.63	11.54	6.89	13.24	5.55	7.17

括號內為 p-value，*：顯著水準 10%，**：顯著水準 5%，***：顯著水準 1%。

表三：公司監理變數對關係人股權及土地交易比率之影響

$$\text{關係人與公司股權及土地交易比率} = \frac{\text{關係人與公司股權及土地交易金額}}{\text{公司資產}}$$

虛擬變數定義：

監事 (Dummy)：當公司控制股東成員未擔任公司監察人時將該變數設為 1，否則設為 0。

董事 (Dummy)：若控制股東成員擔任公司董事席次比率超過 50%者設為 1，否則設為 0。

次大股東 (Dummy)：若公司次大股東持股超過 5%，則將該變數設為 1，否則為 0。

電子產業 (Dummy)：依上市公司股票代碼分類，將代碼開頭為 23 及 24 的設定虛擬變數為 1，否則為 0

自變數	應變數：關係人與公司股權及土地交易比率					
截距項	0.0107 (0.173)	0.0152 (0.115)	0.0103 (0.241)	0.0123 (0.127)	0.0089 (0.251)	0.0116 (0.151)
投票權－現金流量權(%)	-0.0001 (0.509)					
現金流量權÷投票權		-0.0049 (0.301)				
現金流量權			0.0000 (0.997)			
控制股東成員擔任董監事 席位比率				-0.0053 (0.368)		
監事(Dummy)					-0.0041 (0.107)	
董事(Dummy)						-0.0017 (0.701)
次大股東(Dummy)	-0.0069 (0.009)*	-0.0061 (0.015)**	-0.0066 (0.013)**	-0.0072 (0.010)**	-0.0059 (0.016)**	-0.0069 (0.013)**
公司市值(取對數)	0.0003 (0.734)	0.0001 (0.909)	0.0002 (0.740)	0.0003 (0.670)	0.0000 (0.997)	0.0002 (0.784)
負債比率	-0.0000 (0.777)	-0.0000 (0.671)	-0.0000 (0.749)	-0.0000 (0.670)	-0.0000 (0.824)	-0.0000 (0.701)
電子產業(Dummy)	-0.0051 (0.110)	-0.0042 (0.133)	-0.0047 (0.134)	-0.0053 (0.095)*	-0.0045 (0.123)	-0.0049 (0.095)*
R ² (%)	3.74	3.99	3.63	3.86	4.36	3.74

括號內為 p-value，*：顯著水準 10%，**：顯著水準 5%，***：顯著水準 1%。

表四：公司監理變數對公司與關係人之資金融通與保證比率之影響

$$\text{公司與關係人之資金融通與保證比率} = \frac{\text{公司與關係人之資金融通與保證比率}}{\text{公司資產}}$$

虛擬變數定義：

監事 (Dummy)：當公司控制股東成員未擔任公司監察人時將該變數設為 1，否則設為 0。

董事 (Dummy)：若控制股東成員擔任公司董事席次比率超過 50%者設為 1，否則設為 0。

次大股東 (Dummy)：若公司次大股東持股超過 5%，則將該變數設為 1，否則為 0。

電子產業 (Dummy)：依上市公司股票代碼分類，將代碼開頭為 23 及 24 的設定虛擬變數為 1，否則為 0

自變數	應變數：公司與關係人之資金融通與保證比率					
截距項	-0.0202 (0.697)	-0.0211 (0.711)	-0.0383 (0.378)	-0.0285 (0.597)	-0.0266 (0.602)	-0.0115 (0.849)
投票權－現金流量權(%)	0.0005 (0.546)					
現金流量權÷投票權		0.0038 (0.802)				
現金流量權			0.0005 (0.343)			
控制股東成員擔任董監事 席位比率				0.0296 (0.284)		
監事(Dummy)					-0.0280 (0.095)*	
董事(Dummy)						-0.0081 (0.638)
次大股東(Dummy)	-0.0209 (0.069)*	-0.0235 (0.070)*	-0.0224 (0.074)*	-0.0197 (0.115)	-0.0184 (0.110)	-0.0248 (0.089)*
公司市值(取對數)	0.0014 (0.856)	0.0017 (0.822)	0.0027 (0.693)	0.0010 (0.895)	0.0000 (0.994)	0.0015 (0.844)
負債比率	0.0015 (0.067)*	0.0015 (0.070)*	0.0015 (0.077)*	0.0015 (0.068)*	0.0016 (0.071)*	0.0014 (0.066)*
電子產業(Dummy)	-0.0140 (0.198)	-0.0168 (0.137)	-0.0147 (0.192)	-0.0130 (0.300)	-0.0150 (0.189)	-0.0176 (0.173)
R ² (%)	6.72	6.54	6.89	6.84	7.99	6.63

括號內為 p-value，*：顯著水準 10%，**：顯著水準 5%，***：顯著水準 1%。

表五：公司監理變數對關係人銷貨金額比率之影響

$$\text{關係人銷貨金額比率} = \frac{\text{關係人銷貨金額}}{\text{公司銷貨淨額}}$$

虛擬變數定義：

監事 (Dummy)：當公司控制股東成員未擔任公司監察人時將該變數設為 1，否則設為 0。

董事 (Dummy)：若控制股東成員擔任公司董事席次比率超過 50%者設為 1，否則設為 0。

次大股東 (Dummy)：若公司次大股東持股超過 5%，則將該變數設為 1，否則為 0。

電子產業 (Dummy)：依上市公司股票代碼分類，將代碼開頭為 23 及 24 的設定虛擬變數為 1，否則為 0

自變數	應變數：關係人銷貨金額比率					
截距項	-0.0429 (0.694)	0.1009 (0.399)	0.0467 (0.688)	-0.1124 (0.326)	-0.0561 (0.609)	-0.1005 (0.370)
投票權－現金流量權(%)	0.0027 (0.077)*					
現金流量權÷投票權		-0.1285 (0.019)**				
現金流量權			-0.0016 (0.027)**			
控制股東成員擔任董監事 席位比率				0.2272 (0.007)***		
監事(Dummy)					-0.0901 (0.003)***	
董事(Dummy)						0.1033 (0.013)**
次大股東(Dummy)	0.0516 (0.197)	0.0512 (0.185)	0.0356 (0.345)	0.0649 (0.101)	0.0538 (0.164)	0.0594 (0.127)
公司市值(取對數)	0.0134 (0.233)	0.0109 (0.324)	0.0110 (0.341)	0.0100 (0.362)	0.0096 (0.396)	0.0160 (0.150)
負債比率	0.0000 (0.980)	-0.0001 (0.958)	0.0001 (0.951)	0.0006 (0.555)	0.0004 (0.683)	0.0007 (0.518)
電子產業(Dummy)	0.0811 (0.013)**	0.0783 (0.021)**	0.0608 (0.082)*	0.0936 (0.003)***	0.0717 (0.035)**	0.0812 (0.010)***
R ² (%)	7.30	8.33	6.68	10.53	9.64	10.09

括號內為 p-value，*：顯著水準 10%，**：顯著水準 5%，***：顯著水準 1%。

表六：公司監理變數對關係人應收款項比率之影響

$$\text{關係人應收款項比率} = \frac{\text{關係人應收款項金額}}{\text{股東權益}}$$

虛擬變數定義：

監事 (Dummy)：當公司控制股東成員未擔任公司監察人時將該變數設為 1，否則設為 0。

董事 (Dummy)：若控制股東成員擔任公司董事席次比率超過 50%者設為 1，否則設為 0。

次大股東 (Dummy)：若公司次大股東持股超過 5%，則將該變數設為 1，否則為 0。

電子產業 (Dummy)：依上市公司股票代碼分類，將代碼開頭為 23 及 24 的設定虛擬變數為 1，否則為 0

自變數	應變數：關係人應收款項比率					
截距項	-0.0011 (0.978)	0.0474 (0.202)	0.0253 (0.479)	-0.0210 (0.627)	-0.0112 (0.777)	-0.0072 (0.858)
投票權－現金流量權(%)	0.0005 (0.317)					
現金流量權÷投票權		-0.0460 (0.067)*				
現金流量權			-0.0005 (0.216)			
控制股東成員擔任董監事 席位比率				0.0605 (0.083)*		
監事(Dummy)					-0.0396 (0.007)***	
董事(Dummy)						0.0128 (0.415)
次大股東(Dummy)	0.0141 (0.361)	0.0163 (0.309)	0.0108 (0.479)	0.0188 (0.272)	0.0185 (0.257)	0.0413 (0.386)
公司市值(取對數)	-0.0045 (0.173)	-0.0056 (0.095)*	-0.0055 (0.084)*	-0.0055 (0.108)	-0.0065 (0.060)*	-0.0041 (0.204)
負債比率	0.0015 (0.047)**	0.0014 (0.048)**	0.0015 (0.047)**	0.0016 (0.033)**	0.0016 (0.029)**	0.0016 (0.038)**
電子產業(Dummy)	0.0633 (0.001)***	0.0649 (0.001)***	0.0588 (0.001)***	0.0679 (0.01)***	0.0629 (0.001)***	0.0625 (0.001)***
R ² (%)	15.11	16.57	15.40	16.54	18.68	15.16

括號內為 p-value，*：顯著水準 10%，**：顯著水準 5%，***：顯著水準 1%。

表七：公司監理變數對關係人營業外收入之影響

$$\text{關係人營業外收入比率} = \frac{\text{關係人營業外收入金額}}{\text{公司銷貨淨額}}$$

虛擬變數定義：

監事 (Dummy)：當公司控制股東成員未擔任公司監察人時將該變數設為 1，否則設為 0。

董事 (Dummy)：若控制股東成員擔任公司董事席次比率超過 50%者設為 1，否則設為 0。

次大股東 (Dummy)：若公司次大股東持股超過 5%，則將該變數設為 1，否則為 0。

電子產業 (Dummy)：依上市公司股票代碼分類，將代碼開頭為 23 及 24 的設定虛擬變數為 1，否則為 0

自變數	應變數：關係人營業外收入比率					
截距項	0.0016 (0.842)	0.0098 (0.193)	0.0066 (0.385)	-0.0019 (0.809)	0.0015 (0.848)	0.0008 (0.925)
投票權－現金流量權(%)	0.0002 (0.027)**					
現金流量權÷投票權		-0.0072 (0.015)**				
現金流量權			-0.0001 (0.025)**			
控制股東成員擔任董監事 席位比率				0.0119 (0.010)***		
監事(Dummy)					-0.0035 (0.111)	
董事(Dummy)						0.0025 (0.172)
次大股東(Dummy)	0.0010 (0.555)	0.0009 (0.568)	0.0001 (0.976)	0.0016 (0.393)	0.0008 (0.687)	0.0007 (0.654)
公司市值(取對數)	0.0006 (0.511)	0.0004 (0.608)	0.0004 (0.607)	0.0004 (0.645)	0.0004 (0.646)	0.0007 (0.447)
負債比率	-0.0001 (0.040)**	-0.0001 (0.029)**	-0.0001 (0.044)**	-0.0001 (0.140)	-0.0001 (0.074)*	-0.0001 (0.128)
電子產業(Dummy)	-0.0006 (0.773)	-0.0008 (0.697)	-0.0018 (0.444)	-0.0001 (0.982)	-0.0013 (0.583)	-0.0011 (0.592)
R ² (%)	3.15	3.80	2.49	5.00	3.13	2.26

括號內為 p-value，*：顯著水準 10%，**：顯著水準 5%，***：顯著水準 1%。

表八：實證結果匯總表

公司監理變數	影響方向 ()為 p-value	關係人交易
投票權－現金流量權(%)	正向顯著 正向顯著 正向顯著	關係人間股權交易比率 關係人銷貨金額比率 關係人營業外收入比率
現金流量權÷投票權	負向顯著 負向顯著 負向顯著 負向顯著	關係人間股權交易比率 關係人銷貨金額比率 關係人應收款項比率 關係人營業外收入比率
現金流量權	負向(0.130) 負向顯著 負向顯著	關係人間股權交易比率 關係人銷貨金額比率 關係人營業外收入比率
控制股東成員擔任董監事席位比率	正向顯著 正向顯著 正向顯著 正向顯著	關係人間股權交易比率 關係人應收款項比率 關係人銷貨金額比率 關係人營業外收入比率
監事(Dummy)：控制股東成員未擔任監察人	負向顯著 負向(0.107) 負向顯著 負向顯著 負向顯著 負向(0.111)	關係人間股權交易比率 關係人與公司股權及土地交易比率 公司與關係人之資金融通與保證比率 關係人銷貨金額比率 關係人應收款項比率 關係人營業外收入比率
董事(Dummy)：控制股東成員擔任過半數董事	正向顯著 正向顯著	關係人間股權交易比率 關係人銷貨金額比率
次大股東(Dummy)：次大股東持股超過 5%	負向顯著 負向顯著	關係人與公司股權及土地交易比率 公司與關係人之資金融通與保證比率