

# 台灣集團企業之控股型態及公司治理 衡量指標之研究與建議

## A Research on Ownership Structure and Corporate Governance Performance Indicators of Taiwanese Business Groups

林宛瑩 Wan-Ying Lin

國立政治大學 會計學系

Dept. of Accounting, National Chengchi University

許崇源 Chung-Yuan Hsu

國立政治大學 會計學系

Dept. of Accounting, National Chengchi University

**摘要：**本文以國內十四家集團 63 家上市櫃公司為對象，針對其股權結構及董事會組成進行台灣集團企業控股型態及公司治理指標衡量之研究。本文從決策及資源分配掌控者觀點定義企業之最終控制者，以瞭解國內企業在股權結構型態上的特性及衡量公司治理指標時面臨的各種問題，嘗試可行的解決方法，並提出具體的計算程序與方法，發展適合國內學術研究及實務應用之股份控制權、盈餘分配權及席次控制權等指標之衡量方法。分析結果顯示，整體樣本之平均股份控制權、盈餘分配權與席次控制權分別為 23.45%、10.77% 及 86.81%，平均盈餘分配權與股份控制權之偏離比為 0.46，席次控制權與盈餘分配權之偏離倍數為 144.27 倍，亦即最終控制者可以一單位的出資獲取 144 單位以席次控制力衡量的實質控制力。實證分析顯示，家族控股型態之公司及席次(或股份)控制權與盈餘分配權偏離程度較高之公司，經營績效顯著較差。

**關鍵詞：**集團企業；公司治理；盈餘分配權；股份控制權；席次控制權

**Abstract :** In this study of corporate governance, we examine corporate ownership structure, as well as the characteristics of different boards of directors, by using a sample of 14 Taiwanese business groups, along with their 63 affiliated

companies, either listed in the Taiwan Stock Exchange or traded Over-the-Counter (OTC). We define the ultimate owner or owners as the entity or entities with ultimate influence over major decisions regarding the operation, management, and allocation of company resources. We first identify the critical issues regarding measurement of voting rights, cash flow rights, and the board of directors' degree of independence, which are specific to corporate governance for Taiwanese companies. Our analysis indicates that the voting rights, cash flow rights, and the ratio of board members controlled by the ultimate owners to the board size are on average 23.45%, 10.77% and 86.81%, respectively. The average deviation ratio(?) between cash-flow rights and voting rights is 0.46. The number of board seats controlled by the owners is 144.27 times greater than cash-flow rights. In other words, the ultimate owners get approximately 144 units of controlling power through one unit of capital input. The empirical results show that family-controlled firms or firms with higher deviation of control from cash-flow rights are underperforming in terms of return on investment.

**Keywords :** Business group; Corporate governance; Cash flow right; Voting right; Board seat-control.

## 1. 研究動機

近年來以全球主要國家之公司股權結構為探討主題的相關文獻，質疑股權分散的假定。研究一般發現，股權分散的公司僅見於少數幾個法令對投資人權益保護較為完備的國家，其餘各國之公司則通常存在控制股東(或控制家族)，且集中的股權型態比分散的股權結構來得更為普遍(Shleifer and Vishny 1997；La Porta, Lopez-De-Silanes, and Shleifer 1999)。其中，東亞各國公司具有股權高度集中、存在控制股東的特點，且控制股東常透過金字塔結構(pyramid structure)、交叉持股(cross-holdings)及參與經營等方式，強化其控制權。代理問題從而轉移為控制股東與小股東間之利益衝突問題(La Porta et al. 1999；Claessens, Djankov, Fan, and Lang 2000)，此亦即為大、小股東間的代理問題。

要解決控制股東與小股東間資訊不對稱的代理問題以及保護廣大的投資大眾，強化公司治理機制成為投資人、實務界與學術界共同關心的焦點。從資本市場的角度而言，公司治理機制係為了確保公司之資金提供者能夠獲得合理之投資報酬，對經營管理者之行為進行合理的規範，目的在避免因管理者之不當行為而使資金提供者蒙受損失(Shleifer and Vishny 1997)。如何建構一套良善的公司治理機制，對於資本市場的健全與投資人的保護而言，是一個非常重要而迫切的議題。從我國公司治理的實質意涵審視，在股權高度集中且控制股東普遍兼任經營者之結構下，以具有最大、最終決策權力與分配經營資源者來認定「最終控制者」，而非基於「最大持股者」更為適合。<sup>1</sup>控制股東能否維護小股東或相關利害關係人之權益，繫於其掌握企業經營資源者之誘因效果與侵佔效果之相對大小。

當企業之股權過於集中在特定的大股東群體時，若缺乏健全之內、外部監督管理機制，此時小股東與利害關係人之權益，就只能依賴管理當局的自律。國內集團企業之經濟產值，對於國內經濟具有重要地位，其經營績效與資源之有效分配與管理，更為投資人與債權人所關心。我們認為「控制權」與企業經營之最後決策影響力有關，故嘗試結合經營控制與股權控制之觀念，立基於利害關係人之角度，從具有最大決策權力去掌握與分配公司經營資源之「最終控制者」而非基於「最大持股者」之觀點，探討台灣集團企業之控股型態，並從盈餘分配權、股份控制權及席次控制權等指標間之差異及比例關係，衡量最終控制者之誘因效果(the incentive effect)、侵佔效果(the entrenchment effect)及經營權之穩定度。<sup>2</sup>

公司治理制度之建立，深受各國文化背景、地理區域與法令環境不同所影響。欲評估我國企業之公司治理，亟需建構一套適用於國情之衡量指標，而欲建構適用於我國的指標，則必須對國內特殊的公司股權、董事會有所瞭解。學術界及實務界討論較多的公司治理指標包括股份控制權、席次控制權、盈餘分配權、偏離程度、次大股東、金字塔結構、交叉持股、外部獨立董事

<sup>1</sup> 雖然「最大持股者」通常即為「最終控制者」，但並非必然，如台積電、中華開發、台哥大等。以2005年8月發生之高雄捷運公司事件來看，本文從決策及資源配置掌控力而非最大持股者的觀點定義控制股東的作法，似乎極為符合國內實務。

<sup>2</sup> 國外文獻cash flow rights一詞，國內部分研究稱為「現金流量權」，部分稱為「盈餘分配權」，本研究為行文一致，在本文中統一採用「盈餘分配權」一詞。採此詞之原因，主要基於一般公司並不一定發放股利，發放股利亦不一定以現金為之，故依其實質而稱之為「盈餘分配權」(許崇源、李怡宗、林宛瑩、鄭桂蕙，民92a)。

之比率、外部獨立監察人之比率等，指標資訊提供者皆可考量納入。但由於股份控制權、席次控制權、盈餘分配權及偏離程度等為近來最受關注與討論的指標，其計算仍有深入探討的必要，因此本文僅就這些重要變數予以討論。事實上，金字塔結構及交叉持股皆影響上述指標之衡量，亦不可忽略。本文之主要目的在從學理及實務基礎，瞭解國內企業公司治理在股權結構型態上的特性及引發的相關議題，嘗試針對相關問題提出原則性的解決方法，以作為類似問題的推論基礎，並提出具體的指標計算程序與方法，期能成為共通討論的基礎，進而提供作為資料庫建置單位參考，以建置合理、公開之資料庫，供投資人、實務界、主管機關及學界參考及使用，促使國內公司治理制度的落實更臻完善。

本文主要特色在於從決策及資源配置掌控力角度定義控制股東，討論友好(灰色董監席次)及官股席次的角色，發展適合國內實務之席次控制權指標。本文並建議以席次控制權偏離盈餘分配權之倍數代表實質出資與決策掌控力間之落差，以席次控制權偏離股份控制權之倍數評估經營權之穩定度；前者可供評估最終控制者努力經營誘因之強度，後者則可供評估經營階層之穩定性並作為企業選擇併購目標之參考。

為深入瞭解我國公司治理實況，我們選擇企業集團個案分析方法，就單一家族、多家族與專業經理人控股型態，並考慮金融、傳統與高科技產業分類，以分析研究樣本之控股結構及相關治理指標。分析顯示，整體樣本之平均股份控制權、盈餘分配權與席次控制權分別為 23.45%、10.77%及 86.81%，平均盈餘分配權與股份控制權之偏離比為 0.46，席次控制權與盈餘分配權之偏離倍數為 144.27 倍，亦即最終控制者可以一單位的出資額獲取 144 單位以席次控制力衡量的實質控制力。簡單直線迴歸分析顯示，家族控股之公司及席次(或股份)控制權與盈餘分配權偏離程度較高之公司，經營績效(資產報酬率)顯著較差。

本文以下內容之結構如下：第二部分針對國內外與公司股權結構相關之近期文獻予以探討，說明主要公司指標之學理基礎；第三部分透過分析國內十四家企業集團 63 家上市櫃公司，探討國內企業的控股型態特性及所引發的公司治理指標衡量議題；第四部分針對前項議題提出衡量指標之建議性程序及方法；第五部分報導及分析相關實證資料，最後彙總發現與建議。

## 2. 股權結構衡量指標之相關文獻探討

以 1993 年底全球各國之國民個人所得排名及該國資本市場之重要性為篩選基礎，La Porta et al. (1999) 選出全球最富裕的前 27 個國家，並以各國中權益市值(market capitalization)排序前 20 大之公司為其研究樣本，探討這些公司是否存在最終的控制股東(ultimate controlling shareholders or ultimate owners)。La Porta 等人 (1999) 以美國、加拿大、香港、日本、南韓、德國、瑞典、義大利及比利時等國之大公司為例，採用持有投票權股份比例超過 20% 者為控制股東之定義，說明對股權結構中之控制權、盈餘分配權、金字塔及交叉持股的定義及衡量方式。該研究結果顯示，除了在法令上對投資人保護極為完備的國家外，股權分散的公司並不普遍，集中的股權結構實為法令對小股東權益保護未臻完備下所產生的現象。相反的，多數的研究樣本公司通常為家族或政府所持有，由融資機構或機構投資人擁有控制權益之情形並不多見。該研究並發現，控制股東通常配合運用金字塔結構、交叉持股及參與管理以取得控制力，而金字塔結構與交叉持股為導致控制權顯著高於盈餘分配權之主要原因。

La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, and Vishny (2002)沿用 La Porta et al. (1999)所採研究樣本，探討在各國法律對投資人保護程度不一的情況下，公司股權結構對公司價值的影響。La Porta et al. (2002)雖延續 La Porta et al. (1999)對控制股東的定義，惟改採 10%作為是否存在控制股東的判定標準。La Porta et al. (2002)主張，透過法令對投資人提供較佳保護的國家，以及控制股東有較高資本投入的公司，小股東之權益較少受到侵害。因此，在前述前提下，對投資人保護愈完備的國家，控制股東擁有較高盈餘分配權、較佳投資機會的公司，應呈現較高的公司價值(以 Tobin's q 衡量)。實證結果發現，投資人保護法令環境愈差，公司價值愈低，且控制股東需要較高的盈餘分配權來提昇公司價值。此項研究結果說明，保護投資人的法令環境及控制股東的誘因對發展資本市場具有重要性。

Claessens et al. (2000)探討東亞九國 1996 年 2,980 家上市公司之盈餘分配權、控制權，以及兩者間之偏離情形。<sup>3</sup>值得注意的是，Claessens et al. (2000)對間接控制權之衡量方法與 La Porta et al. (1999; 2002)並不完全相同。當間接

<sup>3</sup> 東亞九國包括香港、印尼、日本、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡、台灣、泰國。

控制形成控制鏈時，La Porta et al. (1999; 2002)之間接控制權係取控制鏈之末端，而 Claessens et al. (2000)則取該控制鏈上之最小值作為衡量。Claessens et al. (2000)發現，如以 20%作為判定控制股東之標準，則東亞九國(台灣)有 67.80% (43.30%)的樣本公司係由單一股東所控制，38.70% (49.00%)存在金字塔結構、10.10% (8.60%)存在交叉持股結構，57.10% (79.80%)由控制家族成員擔任正或副董事長及執行長。東亞各國公司之盈餘分配權偏離控制權之情形顯著，控制股東可以透過極低的股權投資取得足以主導公司經營的控制權。此外，控制股東透過金字塔結構與交叉持股，可以進一步強化其控制權，其中尤以家族控制型公司所呈現的偏離最為顯著。由於控制家族普遍參與經營管理，所有權高度集中，盈餘分配權與控制權偏離嚴重，因此分析經營誘因及財富侵佔效果之研究益形重要。

Claessens et al. (2002)沿用 Claessens et al. (2000)之股權結構資料，針對 1996 年東亞八國(排除日本) 1,301 家上市公司，實證控制權與盈餘分配權偏離的概念，及兩者所分別表彰之正面誘因效果(盈餘分配權)及負面侵佔效果(控制權)對市價淨值比之影響。整體樣本之迴歸分析結果顯示，控制權與盈餘分配權偏離的程度愈大，控制股東侵佔與損害小股東財富之傾向愈強。但從各國迴歸分析之實證結果來看，盈餘分配權與偏離之解釋力各有不同，且係數方向與理論預期亦非全然一致。<sup>4</sup>此種現象顯示，股權結構可能受到不同地域、文化、法令環境所影響，國外文獻中對控制權的衡量方法，並不完全適合台灣的國情，因此無法實質捕捉到台灣上市公司之股權結構特性。

Yeh, Lee, and Woidtke (2001)針對 1993 年 208 家在台灣證券交易所上市之公司，以 1994 及 1995 年之股權資料計算有效掌握被控制公司需達到之必要控制權水準，並藉由董事會組成與經營績效間之實證分析探討較佳之公司治理結構。<sup>5</sup>實證結果並未顯示家族控制型與股權分散型公司之經營績效存在明顯的差異，但以家族控制型公司而言，控制權較低者之經營績效顯著差於控制權較高者，且以控制家族控制權高而家族成員出任董監席次低於 50%者之經營績效為最佳，以控制家族控制權低但家族成員卻高比例出任董監席次者之經營績效為最差。該研究結論，高控制權配合低出任董監席次之型態，

<sup>4</sup> 以台灣而言，迴歸模式解釋度僅達 0.0084，盈餘分配權之係數方向與市價淨值比呈負向關係，不符預期；控制權與盈餘分配權偏離之係數方向與市價淨值比呈現負向關係，符合預期，惟兩主要解釋變數均未達統計顯著水準(p.2763 表 6)。

<sup>5</sup> 該研究顯示，台灣上市公司有 76% (17%)為家族控制(股權分散)公司，7%為政府或外資。

為家族控制下之最佳公司治理結構。惟該研究並未說明當間接控制形成控制鏈時，間接控制權係取控制鏈之末端或最小值衡量，亦未探討控制權偏離盈餘分配權程度對公司價值或經營績效之影響。

葉銀華等(2004)從股權結構與董監組成，針對1999與2000年台灣集團企業中之176家上市公司，探討公司治理機制對關係人交易之影響。該研究定義控制家族包含配偶、二等親以內親屬，以及他們所控制的公司與機構，且所持有的投票權為公司最大者，並以合乎定義者之控制權合計數衡量控制股東之控制權。<sup>6</sup>葉銀華等(2004)之實證結果顯示，在控制股東盈餘分配權佔控制權比率較大、控制股東成員未擔任監察人之情況下，各項關係人交易比率均較低。葉銀華等(2004)結論，當監察人能夠獨立行使職權、有效監督控制股東時，可以降低控制股東利用關係人交易來謀取私利的可能性。但是，該研究並未針對國內集團企業間控制鏈之迴路問題及間接控制權的衡量問題提供指引。

陳錦村、黃佩玲(2001)及沈中華、陳錦村、吳孟紋(2005)首採席次比來衡量公司治理議題，該文集於探討銀行公司治理之好壞與經營績效間之關聯性。研究結果指出，銀行之公司治理愈差，道德風險越大，以資產報酬率衡量之銀行經營績效表現也較不佳。<sup>7,8</sup>兩研究均考量台灣董事會權力，發展衡量席次控制的治理指標，並同時納入常務董事席次比衡量最終控制者董事席次比，有其貢獻。但因兩研究之研究對象均為銀行業，故能取得常務董事席次資訊，一般公司則不易取得該項資訊。因此，有必要對非銀行業者發展衡量席次比率之作法。

<sup>6</sup> 該研究顯示，集團上市公司控制股東之控制權平均(中位)數為 27.84% (22.94%)，盈餘分配權平均(中位)數為 19.69% (16.61%)，控制權與盈餘分配權相減差異平均(中位)數為 8.16% (3.70%)。

<sup>7</sup> 陳錦村、黃佩玲(民90)針對銀行業發展二項偏離指標：偏離程度A=控制權-盈餘分配權；偏離程度B={ (董事席位比-控制權)\*(常董席位比-控制權)\*(整體董事席位比-控制權)}<sup>10</sup>。惟文中對控制權與盈餘分配權之計算是否涉及控制鏈迴路問題並未說明。董事席次比之計算參見附註8。

<sup>8</sup> 沈中華、陳錦村、吳孟紋(民90)針對銀行業，發展最終控制者董事席次比=(一般董事席次比\*常務董事席次比\*整體董事席次比)<sup>10</sup>；國際性道德風險指標=控制權/盈餘分配權；本土性道德風險指標=最終控制者董事席次比/盈餘分配權。

我們綜合 La Porta et al. (1999; 2002)所採用以衡量股權結構之指標，彙整說明如下：

(1) 控制權(control rights)：係指存在控制股東之情況下，控制股東所持有之投票權持股比例。

La Porta 等人(1999; 2002)為衡量是否存在控制股東，係將該股東直接及間接持有之合計投票權持股比例作為判斷基準，如合計超過 10%或 20%，則認定存在控制股東，並以該合計持股比例衡量該控制股東對該被控制公司之控制權。在存在多個股東擁有超過 10%或 20%控制權之情況下，則以控制權最高者為該被控制公司之控制股東。

依據 La Porta 等人(1999; 2002)所示之衡量方法，所謂直接控制權，係指直接登記於該股東名下的投票權持股比例。所謂間接控制權，係指控制股東透過具有連續性控制關係之多家公司形成對該被控制公司之控制鏈，並以該控制鏈之末端投票權持股比例為間接控制權。

(2) 盈餘分配權(cash flow rights)：係指存在控制股東之情況下，控制股東對形成控制鏈各公司之權益投資比例的乘積總和。

(3) 控制權與盈餘分配權的偏離差(wedge)：控制權減去盈餘分配權的差異數。

(4) 金字塔結構(pyramidal ownership structure)：金字塔結構之定義需符合兩項條件：(a)存在控制股東；以及(b)控制股東與被控制公司間形成之控制鏈上至少有一家公司為股份公開交易之公司。

(5) 交叉持股結構(crossholding ownership structure)：交叉持股結構之定義需符合兩個條件：(a)存在控制股東；以及(b)控制股東與被控制公司間相互投資。

現行國內外文獻依照投票權持股(控制權)高低決定控制股東存在的作法，引出幾個值得注意及進一步探討的議題：(1)各文獻對衡量股東間接控制權所採方法不盡相同，對衡量過程中較為複雜且具關鍵性的程序，亦未提供詳盡或原則性作法的說明，而應用之方法或判斷準繩不一，所造成之差異可能影響控制權是否達到控制水準之認定。(2)各文獻依其研究目的設置必要控制權門檻之作法，會導致同一家公司在 20%控制權門檻下，被歸類為股權分散，但在 10%之門檻下，又被視為存在控制股東。(3)各文獻因受限於資料的來源與取得，僅針對各國上市櫃公司之股權結構，從控制股東觀點衡量控制



權與盈餘分配權，策略性的忽略控制股東透過集團企業或未上市公司形成控制鏈之作法，因而可能影響控制權及盈餘分配權計算的正確性。(4)結合金字塔結構與交叉持股的運用可能形成極為複雜的多途徑控制鏈，造成控制迴路的問題。但各文獻中極少針對多條控制鏈及控制鏈迴路所造成之控制權衡量問題提出討論。(5)在充分運用金字塔與交叉持股的情況下，控制股東(家族)可藉由極不對等的股份投資取得極大的控制權力。亦即，當控制家族普遍參與管理時，除直接持股外，控制家族之經營控制力亦可透過董事會席次的掌握取得，如此將造成持股比例與實質掌握之經營控制力相互乖離的現象。依照國外文獻完全以持股來衡量控制權，勢將無法捕捉台灣企業控股型態之特色。(6)實務上，基於法令或業務因素，掌控公司經營資源與最後決策影響力之人未必為最高控制權之持有者，而最高控制權之持有者又未必出任董監席位，不負決策及監督職能，引發認定控制股東是否具有實質控制力的難處。

### 3. 國內企業公司治理指標之衡量議題

在探討相關之國內外公司治理文獻後，我們發現：(1)國內外之研究趨勢係以「最終的控制股東」(ultimate owners)為重心，發展金字塔結構、交叉持股、控制權、盈餘分配權及偏離程度等公司治理指標。(2)各研究中對相關變數的衡量，或因研究之國家、區域不同，法律、公司特性互異，對衡量方法及程序並未提供詳細之指引。但從最終控制者之角度發展公司治理指標，在衡量過程需要研究者運用大量的主觀判斷，因而造成在衡量方法上會隨控制關係之愈趨複雜，見解不同即會發展出互異衡量方法的現象。(3)國內外討論極多，一向被視為是判別公司治理良窳的主流指標「控制權及盈餘分配權之偏離程度」的定義不但多樣，而且部分算法結果偏差極大。因此，發展公司治理指標必須先就學理上釐清公司治理指標的各種說法與算法及各算法的優劣。(4)必須兼顧國內法律、企業的股權結構及實務操作特性，設法找出較合用的定義。例如在計算控制權時，集團企業因交叉持股所引起的控制鏈迴路問題及控制階層順序問題等，均為建置國內公司治理指標應重視但顯少見諸討論的關鍵議題，因而需針對國內集團企業特性，尤其是國內主要集團企業之控制型態、最終控制者之定義、股權結構型態等議題，以系統化方式辨認本土化公司治理指標。

公司治理應反映國家、區域不同，法律、公司特性均有不同的特色，Claessens et al. (2002)即體認股權結構的地域或國情差異化特色，可能會影響控制權與盈餘分配權之計算。例如，東亞各國公司常透過旗下未上市之事業群企業作為控制途徑，但文獻上對控制權之衡量，僅將上市公司列入考量，此種忽略控制股東利用其未上市關係企業形成控制途徑之作法，可能會低估控制權的計算。Claessens et al. (2002)亦在研究中指出，東亞各國公司通常擁有集團企業(business groups)，因此可能與未上市公司形成金字塔與交叉持股的情形。該研究僅針對上市公司蒐集相關資料，公司間的金字塔結構及交叉持股資訊因此受到限制。未上市公司可能直接或間接投資上市公司，但因該研究假定未上市公司係由非關係人之其他股東所控制，僅涵蓋上市公司之作法可能漏列控制股東的控制權及所有權，導致股權結構衡量上的偏差。根據推測，前項漏列將可能造成控制權的嚴重低估，且複雜控股型態與集團企業有可能提供控制股東較多的侵佔機會。此外，最終控制者經由席次控制發揮對決策與資源分配之影響力，可能較透過持股之股權控制來得符合成本效益考量，且衡量席次之控制力應更切合國內實務作法。

本研究以台灣之企業集團為分析單位，嘗試克服跨國文獻中無法取得各國公司詳細資料之限制，盡可能使用可能取得之公開資訊，將未上櫃公司及集團企業在控制權上之影響納入分析。由於學術研究通常將樣本區分為金融與非金融產業，傳統或高科技產業，家族或專業經理人控制，另基於本文目的之一即在建立一個較能反映台灣企業本土特性之股權結構型態，席次控制、股權、盈餘分配權之衡量方法，因此我們在選定樣本集團時，考量中華徵信與天下雜誌之集團排名與各集團主要業務比重，而納入金融型(富邦、霖園、新光、中華開發)、綜合型(傳統產業比重較高，如遠東、力霸、和信、台塑、太電)與科技型的集團(如宏碁、台積電、聯電、東元、大同)。<sup>9</sup>彙總而言，除力霸集團列報稅後淨損外，其餘集團皆屬獲利情況。依中華徵信之集團排名順序，樣本集團之總資產排名依序為台塑(1)、霖園(2)、和信(3)至東元(37)；營收排名依序為台塑(1)、宏碁(2)、霖園(3)至力霸(39)；淨值排名依序為台塑(1)、台積電(2)、聯電(3)至東元(29)；稅後淨利排名依序為台積電(1)、聯電(2)、台塑(3)至力霸(84)。其中台塑集團在資產、營收、淨值上排名第一，

<sup>9</sup> 在研究進行當時，部分財經媒體披露之新聞與我們的研究有關時，也會將其納入作為篩選之考量之一。例如，力霸東森媒體有小股東控告控制股東之事，以及富邦發言人對其關係企業直接持股情形之說明。

台積電集團則在稅後淨利上排名第一。有關企業集團之規模與獲利之詳細資料請見附錄一。在分析這十四家企業集團的過程中，我們彙總提出下列相關議題：<sup>10</sup>

### 3.1 國內集團企業最終控制者定義問題

我們將最終控制者定義為對公司經營管理及資源分配決策具有最後或最大影響力者，通常是指公司之最大股東、董事長或總經理等及其家族或經營團隊。基於個案觀察與分析，以下針對單一家族、共治家族及專業經理人主導集團企業經營之三種常見型態，分別提出討論：

#### 3.1.1 家族控股型態之最終控制者認定問題

納入最終控制者定義之家族成員包括最終控制者家族成員(含配偶)及其二等親、集團所屬受其控制之未上市櫃公司、非營利組織等。

在家族控股型態的集團中，一來因坊間對家族企業王國之相關報導較多，二來各關係企業成員間多為親屬關係，較易確認與延伸。因此，相較於專業經理人控股型態，認定家族控股之最終控制者(通常為控制家族)之困難度較低，其主要挑戰來自於控制家族個別成員的認定困難。在辨認握有決策與資源實質影響力之最終控制者時，單一家族控制通常又比由數個創業股東組成之共同控制家族(共治家族)容易辨認。

#### 3.1.2 共治家族型態之最終控制者認定問題

公司於創立之初，可能由數位友人共同創立。例如太電係以孫法民、李玉田、焦廷標(孫法民之小舅子)、全迺東、李鴻文、鄭乙丑、苑景堯、郭吉祥等人為主要創始股東。除焦家專注經營華新麗華，脫離太電集團，目前孫、全、兩李、苑、鄭、郭等七個家族仍留在太電集團，且已移至第二代家族成員。又如東元電機係由偕林波士、錢水木、林長城、孫炳輝、林和引五人聯手創立，五大家族持股相當，媒體指出，東元集團的特色為「五族共治」，集團內無主導性家族。<sup>11</sup> 但從董事長之接任

<sup>10</sup> 基於行文簡潔之考量，不一一列示文獻，詳細個案分析請參照相關參考文獻出處。

<sup>11</sup> 歷任董事長為林和引(黃茂雄的岳父)、偕林波士(黃茂雄岳母之兄)、林長城、黃茂雄。商業周刊 666 期(民 89 年)指出，黃茂雄在歷任三任董事長後，在東元的地位益形穩固，東元原始股東老一輩的主事者也陸續淡出董事會。黃茂雄 2004 年任命長子黃育仁擔任東元集團資訊與電子事業群副執行長，次子黃尙仁擔任東元捷得董事長特別助理，媒體稱第二代

傳承，以及現有資料顯示，在1994年東元董事長雙胞改選案解決後，五大家族的關係已出現質變，加上各有各的投資案，隨著時間流逝，各家族間漸行漸遠，東元集團的共治色彩已逐漸趨淡。<sup>12</sup>

就現有資料顯示，從資源管理及分配決策之實質掌控性而言，孫家為太電之主導經營者，而東元黃茂雄為集團轉型的核心人物，對決策及資源配置具有主導權，因而將孫道存為首之孫家、黃茂雄為首之家族認定為太電、東元兩集團控有實權的最終控制者。<sup>13</sup> 對於共同創業之家族共治型態，我們採取藉由蒐集與分析公開資訊的方式，以對集團企業握有決策、資源實質掌控力者認定為最終控制者。

### 3.1.3 專業經理人控股型態之最終控制者認定問題

以專業經理人為主之集團，係由專業經理人組成經營團隊共同經營集團企業，在計算公司治理相關指標時，由於必須確認關係企業成員間之關係以及每一成員所衍生之親屬關係，造成在蒐集分析資料與辨認成員時，須面臨資訊嚴重不足之情形，其困難度實遠高於家族控制之企業集團。

從企業經營的觀點來看，一個企業如果不存在一個握有最大或最後決策影響力的個人或小團體，顯然有悖常理。以宏碁集團為例，宏碁集團迥異於採行家族控股型態的集團企業，係由專業經理人主導集團的經營，因此分析宏碁個案首先遭遇的挑戰即是「最終控制者」究竟應為個人(集團精神領袖施振榮)或專業經理人團隊(七人決策核心小組成員)的認定問題。我們認為「控制權」與最後決策影響力有關，而「經營權」則與商業活動之規劃、組織、領導與控制有關。以宏碁集團而言，其他個人之股份控制權(及盈餘分配權)相對為小，是否足以推翻以「施振榮家族」作為宏碁集團的「最終控制者」不無疑問。此外，根據相關資料顯示，施振榮在宏碁集團內採行相當高度的授權管理，決策過程亦十分尊重部屬的意見，但在集團整體走向與人事調度

---

向東元接班地位邁進(工商時報、自由時報，2004/10/31)。東元集團內無主導性家族的說法，有待進一步觀察。

<sup>12</sup> 商業周刊 337 期(民 93 年)報導，1994 年東元電機董監改選時讓黃茂雄意外丟失董座的「428 政變」，最重要的關鍵在「黃茂雄不是最大股東」。東元個案有助我們觀察並瞭解多家族共治企業面對勢力失衡或不和諧可能衍生的問題。以黃茂雄家族為最終控制者，將其持股不多所造成的問題反映在席次與股份控制之高偏離上，進而與單一家族持股集中的特色區分，似乎也符合常理。

<sup>13</sup> 黃茂雄是將東元由傳統家電推向全方位跨國機電電子集團的幕後推手。2000 年東元董監改選名單出爐後，更被媒體認知為「黃茂雄所主導的董事會更具體成形」(中國時報 2000/4/30)。

上，施振榮具最後決策之關鍵影響力。因此，本研究決定以施振榮及其家人組成之「施振榮家族」為最終控制者，排除採用經營團隊。

### 3.2 企業集團分析個體之認定以及集團組成企業異動問題

從集團觀點衡量相關的公司治理指標時，必須先確定：(1)納入分析之集團分子企業，以及(2)組成企業經營權異動時，企業集團起迄日及集團歸屬問題。

#### 3.2.1 分析個體：未上市櫃公開發行公司是否視為單獨分析個體

上市櫃公司之資訊透明、易於取得，公司治理之重點在保障投資人的權益，故應列作分析個體。至於未上市櫃公開發行公司則可有兩種處理方式：(1)逕行納入最終控制者直接持股率(分析法一)；及(2)視為單獨之分析個體(分析法二)。富邦集團2000年有高達7家的未上市櫃公開發行公司，均能取得可供分析的資料，且其中之富邦建設及富邦人壽均與集團內上市櫃公司存在投資關係。針對富邦的分析情境，本研究嘗試以兩種不同的處理方式，計列最終控制者對未上市櫃公開發行公司之持股率，並比較不同分析法下對公司治理指標評估之影響。<sup>14</sup>

分析顯示，將未上市櫃公開發行公司當作單獨的分析個體(分析法二)可能導致：(i)由於董監持股可能僅代表家族少部分之持股，因此容易低估富邦蔡家對未上市櫃公開發行公司的直接持股率，如富邦建設持股即為一例；<sup>15</sup>及(ii)因低直接持股率導致低盈餘分配權，進而形成較高的偏離。若將未上市櫃公開發行公司逕行計入最終控制者的直接持股率(分析法一)則顯示：(i)不同分析方法對集團內上市櫃公司股份控制權與席次控制權之計算並無影響；(ii)對股份控制權、盈餘分配權與席次控制權偏離程度之衡量較為保守(即偏離程度較小)；(iii)可能較為切合最終控制者對未上市櫃公司的實際掌握情形；(iv)可以簡化公司治理指標之計算。

我們建議，不論就資料取得或比較結果，「分析法一」將未上市櫃公開發行公司逕行計入最終控制者的直接持股率的作法，似乎較為實際可行。就實務觀點及治理指標衡量考量，我們建議將集團內最終控制者直接掌控，用以投資上市櫃公司之未上市櫃公開發行公司，在無其他資

<sup>14</sup> 詳細之資料與計算分析請參見許崇源、林宛瑩、郭學平、林尚志(2004a)。

<sup>15</sup> 根據年報之董監持股資訊，僅能認定富邦蔡家對富邦建設之持股約 27.24%，但根據媒體報導，富邦聲稱富邦建設為蔡家百分百持有公司(商業週刊第 813 期，2003/6/23，111-112 頁)。

料顯示另有大額持股之非最終控制者股東存在的情況下，仍視為最終控制者100%擁有，逕行計入最終控制者之直接持股率，不管就資料取得或比較結果似乎較為實際可行。

### 3.2.2 企業集團起訖日問題對認定最終控制者之影響

最終控制者不論屬控制家族或專業經理人，均可能因經營權移轉(例如開發金、台灣大哥大)，共治家族之合分(例如太電與華新麗華)，家族集團之獨立或分割(例如和信與中信集團)，專業經理人團隊之成員隨期間經過及人員流動，組織規模之擴大、重整或集團合併與分割(例如宏碁、明基與緯創)，造成企業集團組成企業及集團起訖日之異動，對認定「最終控制者」帶來極大的挑戰。

例如台灣電信集團原屬太電集團，但於2003年5月發生經營權爭奪事件，現由富邦集團接管，存在集團起訖日問題，2003年5月前屬太電集團，2003年5月後屬富邦集團或是獨立為台灣電信集團。又如開發金控原屬開發集團，但於2004年6月發生中信集團之惡意併購，因此亦存在集團歸屬及企業組成成員的認定問題。

我們建議，基本上以經營權變更日作為集團歸屬基準。以台灣電信為例，富邦金控入主台灣電信集團，代表人出任董事長，雖然持股並未超過50%，但實質上已掌握台灣電信之經營權，因此原則上應於2003年5月後列入富邦集團。又如中信專家在2004年6月取得中華開發的經營權後，我們在進行2004年之控股結構分析時，即以中信專家為最終控制者，並將中華開發集團關係企業納入中信集團一併分析。至於被合併之企業，則因合併後即消滅，故無集團歸屬之問題。

## 3.3 股份控制權、盈餘分配權及席次控制權之相關議題

我們針對法人持股、母子交叉持股、非營利組織持股、友好集團、經理人持股對股份控制權、盈餘分配權與席次控制權的認定及計算，分別提出說明：

### 3.3.1 非營利組織外之法人持股認定問題

最終控制者持股率之計算除納入家族成員之持股外，尚應考量：(1)家族控制之上市櫃公司出任董監事，以及(2)未上市櫃公司(無論公開發行與否)出任董監，其持股及席次如何計列等兩大問題。

集團控制家族對集團內公司之掌控，除採取金字塔結構及交叉持股之控制方式外，亦普遍採用間接投資未上市櫃公司之控股方式。前者係透過集團內上市櫃公司間相互持股控制，後者則家族成員個人並不對未上市櫃公司持股，係經由大眾出資之集團內上市櫃公司高比例持股未上市櫃公司(幾乎均為持股 100%的子公司)，並以未上市櫃公司作為控股中介，再回頭持有該上市櫃公司(逆流控制)或進一步持有集團內其他上市櫃公司(順流控制)，以強化持股控制及鞏固經營權。我們建議宜就投資性質予以不同處理，分別說明如下：

(1) 上市櫃公司：

董監事為家族控制之上市櫃公司，其席次計入控制席次，如持股係由家族出資，則計入直接持股率，如持股由大眾出資，則計入間接持股率。

(2) 順流控制(上市櫃公司透過未上市櫃關係企業對集團內之其他上市櫃公司持股)：

在部分個案集團(如遠東與和信集團)中，上市櫃公司間之持股途徑係經由上市櫃公司轉投資之未上市櫃關係企業，而非由最終控制者直接投資。因此我們採取的作法是將「上市公司 A → 透過未上市櫃關係企業 → 持有上市公司 B」之控股途徑，簡化為「上市公司 A → 持有上市公司 B」之關係，運行將未上市櫃關係企業之持股計入最終控制者透過上市櫃 A 公司對上市櫃 B 公司之「間接持股率」中。

(3) 逆流控制(未上市櫃關係企業對投資其之上市櫃母公司持股)：

利用集團上市櫃公司轉投資之未上市櫃關係企業回頭持有該上市櫃公司。基於這些未上市櫃公司均為集團之關係企業，在法律未限制投票權時，此部份持股之投票權仍為最終控制者對該上市櫃公司能予掌握者，可納入直接持股率之計算；然在直接盈餘分配率之計算上，我們則採用庫藏股概念不予納入。<sup>16</sup> 2005 年 6 月後，新修訂公司法 179 條明令限制子公司對母公司之投票權，該部分持股於 2005 年後即不應再計入直接持股率。

綜合前述討論，法人持股處理方式依投資性質分成三種：(1)非屬集團內關係企業：不計入最終控制者持股率、盈餘分配率及席次數之計算；(2)若為上市櫃金字塔結構之投資控制型態，則法人持股率計入間接持股率之計算，席次則歸入最終控制者之可掌控席次計算。(3)若法人董監事為家族控制之未上市櫃公司(無論公開發行與否)，則將其持股依情況採三種方式處理：(i)

<sup>16</sup> 國內庫藏股制度於 2000 年 8 月正式實施後，2001 年 11 月修正公司法 167 條已明文禁止子公司投資母公司的作法。對於子公司早期買入母公司之股份，只可售出但不可再買進。

屬集團內關係企業，但無證據顯示其為上市櫃公司所持有：假設由家族 100% 持有，以計入直接持股率處理；(ii) 屬集團內關係企業，如有證據顯示其為上市櫃公司所持有：以計入間接持股處理；及 (iii) 屬集團內關係企業，且對其上市櫃母公司持股：歸類於「集團子公司股東」項下，計入直接持股率，不計入直接盈餘分配率，但 2005 年後兩者均不計入。

### 3.3.2 母子公司交叉持股問題

集團內上市櫃公司間可能因母子公司間相互持股，以及透過未上市櫃關係企業間接持有其他上市櫃公司而形成交叉持股現象，是否以庫藏股處理，在衡量股份控制權及盈餘分配權時應如何處理？

對集團內上市櫃公司間之母子交叉持股，以及透過未上市櫃關係企業形成的交叉持股，如採庫藏股處理，則現有股東實際持股率應較高。<sup>17</sup> 根據 2000 年證券交易法第 28 條之 2，公司可基於供員工認股、債權轉換或維護股東權益等目的買回庫藏股。因前兩項目的買回之庫藏股可於日後再發行，為維護股東權益買回者，則日後需行註銷。註銷庫藏股之影響將反映於註銷基準日，故在計算相關指標時，理論上雖應予調整，但實務上基於簡便通常以基準日計算之。

交叉持股程度愈嚴重者，當下調整或至註銷基準日調整兩種作法所造成之差距有可能加大。但由於母子公司間之相互持股部分可隨時出售，且 2001 年 11 月公司法修正生效後，已明訂子公司持股母公司部分只可售出不可買進，因此我們預期此一部分之比重及影響將逐漸減少。本研究採用之簡易作法除可減少大量繁複的計算外，亦可降低高估偏離程度之可能性，不失簡易可行又較為保守。股份控制權之算法與逆流控制之說明相同，不再贅述。

2004 年財政部之解釋，限制金融控股公司子公司之投票權。依據金融控股公司法第 38 條規定，金融控股公司之子公司或子公司持有已發行之表決權股份總數百分之二十以上或控制性持股之投資事業，不得持有金融控股公司之股份；且金融控股公司法第 31 條亦規定金融機構依規定持有金融控股公司之股份，除分派盈餘、法定盈餘公積或資本公積撥充資本外，不得享有其他股東權利。以 2001 年開發工銀採取換股方式轉為開發金控 100% 持有之子公司，因而持有母公司開發金控之股份為例說明。根據前項條文內容，開發工銀持有開發金控之部份，除分配股利外，

<sup>17</sup> 依理，在計算股份控制權及盈餘分配率權，應考慮除以(1-庫藏股股數佔總流通在外普通股股數)。



無法享有其他股東權利，故我們將2002年後(含2002年)開發工銀對開發金控之持股，均不納入分析、計算。

### 3.3.3 非營利組織與投資信託基金之持股、席次計列問題

在分析董監組成及主要股東時，我們發現由集團設置之非營利組織、文教機構，以及信託基金、基金會、勞工退休基金等出任董監或列入主要股東名單的情況頗為普遍。以2000年底為基準日，台塑集團中長庚醫院及長庚大學合計對南亞有6.93%持股；長庚醫院對台塑及台化各持有2.57%、24.20%，並各出任一席監察人。遠東集團中亞東技術學院、徐元智醫藥基金會、徐元智紀念基金會及元智大學對遠東紡織合計持股13.77%；應崇秀珍基金會、徐元智醫藥基金會、元智大學及亞洲水泥勞工退休準備合計對亞洲水泥投資7.40%，取得2席董事席位；元智大學、遠百職工退休基金管理委員會及遠紡基金管理委員會對遠東百貨合計投資9.48%。大同集團中大同大學及大同中學對大同公司合計持股9.99%，共出任8席董事和4席監察人。在中華映管中，則高持股的大同公司並不出任董監，而由任職於大同大學且持股比例不高的個人(持股均低於0.001%)出任5席董事及3席監事。霖園集團中國泰人壽慈善基金會及職工福利委員會對國泰人壽持有合計0.42%的股份，取得6席董事及2席監事席位；國泰建設文教基金會及職工福利委員會合計對國泰建設投資0.41%，取得5席董事及2席監事席位；國泰人壽退休基金持有國泰建設23.24%的股份。

以非營利組織而言，理論上沒有所有權人，但實務上常將其納入企業集團中(例如中華徵信所或該企業集團本身)，認為非營利組織亦屬企業集團的一部份。我們將非營利組織出任之董監席次納入最終控制者席次控制權，將其持股納入最終控制者直接持股率，但因非營利組織不同於營利事業，其「盈餘」不會分配，控制家族無法直接分配到現金，所以不計入直接盈餘分配權之計算。至於為主要股東但未擔任董監席次之投資信託基金(如霖園集團之國泰人壽退休基金)，則納入最終控制者直接持股率之計算，但不納入直接盈餘分配權之計算。上述做法可能對股份控制權與盈餘分配權之偏離衡量造成某種程度的影響。

### 3.3.4 友好集團問題<sup>18</sup>

本文係考量國內實務及美國對「灰色董事」之精神，定義國內「友好集團」的考量原則。觀察董事會之董監組成，可以將影響公司經營層決策組成之因素歸納成數種類型：(1)公司於成立時，係由三五好友合夥創立，但後來又各自獨立；(2)集團間具有血源關係或姻親關係；(3)本屬同一集團，但後來分割獨立；(4)屬其他友好關係(互取所需)或交易關係；(5)官股。董事會成員結構如屬前述類型，一旦發生兄弟鬩牆、經營權爭奪、合作關係破裂或政黨輪替等事件，則友好關係將有起迄時點之問題。因此除前述家族個人成員與專業經理人團隊成員之認定問題外，亦需就友好集團之認定以及應否納入股份控制權、盈餘分配權及席次控制權之計算，作進一步的討論，並建立合理的認定原則、衡量程序與方法。

我們建議，友好集團的問題可依據下列原則分別考量：

#### (1) 共治家族：

由數位友人或數個家族共同創立之公司，除由某家族主導經營外，其他家族亦出任董事會成員。例如太電除孫道存家族外，李玉田、全迺東、李鴻文、鄭乙丑、苑景堯、郭吉祥等家族仍留在太電集團；東元電機中除黃茂雄家族(包括岳家)外，尚有錢水木、林長城、孫炳輝等家族仍出任東元董監。由於創始家族成員，在無重大事件或利益衝突情況下，應會支持負責經營的家族，故針對家族共治型態之股份及席次控制權之計算，我們的處理方法為，將創始家族成員之席次計入席次控制權之計算，但不將共治家族之持股計入股份控制權及盈餘分配權之計算。

#### (2) 支持最終控制者之個人、企業或集團：

董事會成員非屬家族成員，但可能支持最終控制者之情況可分就聯姻關係、非屬集團之其他法人投資與官股加以說明：

##### (i) 聯姻關係：

我們將聯姻成員視為廣義的家族。例如太子集團隸下之未上市櫃關係企業「永美汽車」和「日勝汽車」派法人代表許顯榮分別出任新光保全及台証證券之董事職位。太子集團領導人許勝發為新光集團吳東進之岳父，許顯榮為許勝發之子，兩集團之控制家族間為聯姻關係，故我們將太子集團視為新光吳家之「友好集團」。由於太子集團與新光吳家間存有姻親關係，因此在董

<sup>18</sup> 我們將董事會成員中非屬集團控制但支持最終控制者之個人、官股或企業統稱為友好集團。

事會或股東會表決時，較有可能支持吳家之決策，但太子集團未上市櫃關係法人持股與盈餘分配權，新光吳家可能無法掌控和取得。因此，我們將太子集團未上市櫃關係法人所佔董監席次，計入控制家族之席次控制權，但未將其持股計入股份控制權與盈餘分配率之計算中。

(ii) 其他法人投資：

- (a) 由未相互投資之技術團隊投資並出任董監，由於獨立性較高，故席次、持股率、盈餘分配率均不計入；
- (b) 相互投資且互任董監者，計入席次，但不計入持股率、盈餘分配率；
- (c) 未相互投資或互任董監者，但如投資企業之法人代表為分析標之集團或內部經理人，應可將該投資法人解讀為「公司派」，故計入席次，但不計入持股率、盈餘分配率；
- (d) 未必相互投資，但投資企業與分析標的企業存在交易關係，且擔任後者之董監席位者，符合外部關聯(灰色)董事之定義，計入席次，但不計入持股率、盈餘分配率；
- (e) 在公司發展歷程中，長期出任董監之非控制家族企業，計入席次，但不計入持股率、盈餘分配率。

板橋林家、高雄陳家、鹿港辜家、國泰蔡家、新光吳家長期為台泥主要董監成員，若僅以和信辜家成員計算，則台泥的董監控制席次比例合計 40% (20 席中佔 8 席)，並未過半。但台泥目前除和信辜家外，其餘各家族之角色均已趨淡，是故辜家在其他家族無意主導之情況下，能以四成之席次控制掌握台泥經營權。如將林、陳、蔡、吳四大家族視為對辜家友好，納入控制席次，則辜家之席次控制權即增至 75% (20 席中佔 15 席)。

(iii) 官股：

政府基於發展國內產業或政策上之需要，而形成官股對企業投資。官股原則上會支持現任經營層，如不支持，則會在經營層爭奪事件中扮演主力角色。以中華開發為例，官股的支持決定了理隆陳家的下台與中信辜家的入主。但在辜家入主後，官股卻未能基於維護股東權益之原意對經營層善盡監督之責，而在開發、中信與金鼎的事件中，成為輿論及投資人討論的焦點。又以東元集團世正開發為例，官股為最大股東，但支持東元黃茂雄出任董事長，

在台肥租地事件中未能有效監督公司當局合法經營，避免公司日後涉訟。<sup>19</sup>政府以財政部九席官股支持兆豐金控持股極低的民股代表出任董事長，為官股的友好角色提供另一個明顯的例子。

我們在中華開發觀察到官股能「載舟」亦能「覆舟」的功能與角色，在台積電的個案中，官股支持現任經營者之作法更為明顯。若非有重大事件發生，官股之基本立場應較傾向於支持經營者，故視為友好集團處理，將官股席次計入席次控制權之計算，但不加入股份控制權及盈餘分配率的計算。我們將官股視為友好的本意，即在凸顯董事組成中官股角色對經營權穩定度可能的影響，亦可供併購研究或實務選擇併構對象之參考。友好集團的關係可能改變，席次控制權之計算即可能受到影響。

### 3.3.5 集團經理人認定問題對持股及席次計列之影響

由經理人擔任董監事成員之可能情形包括：(1)現任分析標的公司之經理人；(2)現任集團內其他關係企業之經理人；(3)曾任集團關係企業的經理人；(4)未曾擔任經理人，但頻以個人身份代表各關係企業出任集團公司之董監事；以及(5)經理人之親屬。

例如東元集團聯昌(2431)之董事陳振剛為內部經理人，其岳父張根發及小姨子張菲比分別出任董事及監察人。大同集團之大世科(8199)，2000年底董監名單中包括凌漢璋(大世科技科教館)與陳輝煌(任職大同大學)兩位個人董事，該兩位董事選任時之持股僅1股，係因當時公司法尚未修法，董監仍須持股方能選任之，故大同公司控制股東各移轉1股使其具有選任資格。雖然無法由公開資訊得知其與大同之關係或證明其受大同控制，但顯然其之所以得以擔任董監，當可合理推論係受到大同公司之支持。因此，前述五種情形之相關持股與席次問題如何處理，需有合理之認定基礎與一致性之作法。

我們建議將前列五種情形以集團經理人處理，其個人持股率不計入直接持股率及直接盈餘分配率之計算，但計入最終控制者掌控席次之計算。

<sup>19</sup> 經濟部工業區開發管理基金管理委員會持股 24.24%，出任五席董事一席監察人；行政院國軍退役官兵輔導委員會轉投資榮民工程持股 6.06%，出任一席董事。

## 4. 股份控制權、盈餘分配權與席次控制權之衡量程序與計算方法

綜合前節之問題討論與建議性作法，在選定納入分析的企業個體後，我們需進一步發展股份控制權、盈餘分配權與席次控制權之衡量程序與計算方法，主要步驟分述如下：

### 4.1 定義最終控制者

我們認為「控制權」與企業經營管理及資源分配之最後決策影響力有關，因此在確認公司之「最終控制者」時，依據蒐集之相關資料，將其定義為對公司決策及資源分配具有最後或最大影響力者，通常是指公司之最大股東、董事長或總經理等及其家族或專業經理人團隊。

### 4.2 股份控制權、董監席次控制權與盈餘分配權之衡量

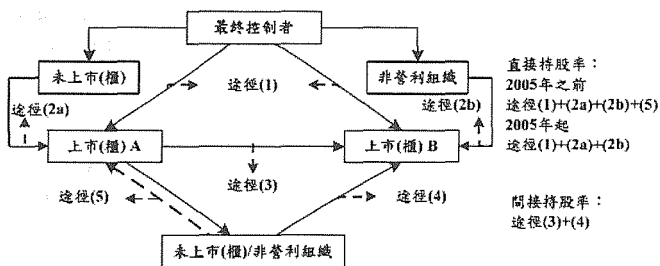
計算股份控制權、盈餘分配權與席次控制權三項變數，需對分析標的公司之董事會股權結構和席次組成加以分析。

#### 4.2.1 股份控制權

股份控制權係將直接持股率及經過計算後之間接持股率兩數值相加而成。透過分析集團內各企業之年報，以最複雜之情況而言，最終控制者對集團企業施行股權控制力之主要途徑有五：

- (1) 透過最終控制者個人持有集團內上市櫃公司；
- (2) 透過集團內未上市櫃法人(包含非營利組織)持有集團內上市櫃公司；
- (3) 透過集團內上市櫃公司間相互持股(屬直接相互持股性質)；
- (4) 透過集團內上市櫃公司轉投資未上市櫃公司，並經由各未上市櫃公司再持股其他上市櫃公司(屬間接相互持股性質)；
- (5) 透過集團內上市櫃公司轉投資未上市櫃公司，未上市櫃公司再回頭持有其上市櫃母公司(屬庫藏股概念)。

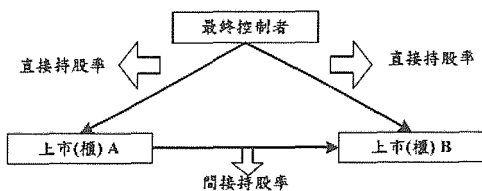
圖 1 標示及說明上述各控股途徑，並依此基礎計算直接持股率、間接持股率及盈餘分配率。



資料來源：本研究

圖 1、集團控股途徑釋例圖

將圖 1 中之未上市櫃公司及非營利組織隱藏納入，即呈現圖 2 所示之持股關係：



資料來源：本研究

圖 2、集團簡化控股途徑

### (1) 直接持股率計算：

由上市櫃公司年底之董監持股及上市櫃公司公開說明書之十大主要股東表兩項資料來源，彙整直接持股率之資訊。十大股東中，若為集團內之公司且非屬上市櫃公司之子公司者，視為家族 100% 控制，計入直接持股率。故直接持股率之計算，包含下列三部份：

- (i) 最終控制者對集團內上市櫃公司之持股率；
- (ii) 透過未上市櫃公司及非營利組織對集團上市櫃公司之持股率
- (iii) 上市櫃公司與其投資之未上市櫃公司(亦即子公司)發生相互持股情況(圖 1 中之虛線, 即途徑(5))。

2005 年 6 月 22 日公布公司法第 179 條已限制從屬公司及控制公司與從屬公司再轉投資他公司已發行股份總數或資本總額過半之他公司所持有控制公司及其從屬公司股份之表決權,<sup>20</sup>故對 2005 年後之指標計算, 符合 179 條規定之途徑(5), 應該因應此項規定, 改變算法, 不再納入股份控制權之計算, 而應調整對其他股份投票權之影響。但修法前, 未限制子公司持股之投票權, 最終控制者仍可透過此部分之持股增強對上市櫃 A 公司的控制力, 採用庫藏股概念, 將此部分之持股計入直接持股率, 但不計入直接盈餘分配率之處理方式仍適用。

(2) 間接持股率計算：

間接持股率之計算, 除需取得年底董監持股及十大主要股東表兩項資料外, 還需取得上市櫃公司年報之期末持有有價證券表、關係企業組織圖及法人董監持股等三項資料。間接持股率之計算, 包含下列二部份：

- (i) 集團內上市櫃公司間相互持股之持股率(即圖 1 中之途徑(3))；
- (ii) 集團內上市櫃公司轉投資未上市櫃公司, 並經由各未上市櫃公司再持股其他上市櫃公司之持股率(即圖 1 中之途徑(4))。

(3) 決定標的公司之控制階層順序：

為解決聯屬公司間因相互投資(即交叉持股), 在計算上造成多條控制鏈途徑之迴路與控制力階層的問題, 我們建議依照相對控制地位與成立年度決定標的企業之控制階層順序：

- (i) 先考慮標的公司之在該企業集團中之控制地位, 亦即該標的公司持有較多之其他聯屬公司, 而被較少之其他聯屬公司所持有, 其相對控制地位越高, 在計算最終控制者對其股份控制權時, 其順序越優先；
- (ii) 如相對控制地位相當, 則依公司成立年度先後, 作為決定最終控制者對標的公司控制權之優先順序, 成立越早者越優先。

一旦依此順序決定最終控制者對階層在前的公司之股份控制權後, 所有經過此公司的控制途徑將予以簡化, 直接以該股份控制權代替所有最終控制

<sup>20</sup> 即廣義之子公司對母公司已不再具有表決權。

者透過此公司控制其他聯屬公司之股份控制權，不再循環計算該公司之股份控制權，以解決迴路問題。<sup>21</sup>

#### (4) 計算股份控制權：

計算最終控制者對被控制公司之股份控制權，文獻上有 La Porta et al. (2002)最末端和 Claessens et al. (2000)最弱者兩種概念，本研究採用最弱者概念，選取控制鏈上最小值作為間接持股之衡量，加計直接持股率後，即得股份控制權。<sup>22</sup>

### 4.2.2 董監席次控制權

最終控制者可透過下列方式，控制公司之董監事席次：

- (1) 個人名義擔任董監事；
- (2) 透過未上市櫃關係法人擔任董監事；
- (3) 以上市櫃公司法人名義代表擔任董監事；
- (4) 由關係企業經理人擔任董監事；
- (5) 支持最終控制者之友好個人、企業、法人組織或官股。

我們在列計最終控制者所屬席次控制權時，係以法人或法人代表人、個人與最終控制者之關係作為判斷是否計入最終控制者掌握席次的原則。以法人出任董監事而言，若屬集團內公司(包括未上市櫃)或非營利組織，其席次全數計入。

### 4.2.3 盈餘分配權

盈餘分配率可分為直接和間接兩者，而盈餘分配權即為兩者之合計數。

#### (1) 直接盈餘分配率：

「直接盈餘分配率」與「直接持股率」應該相配合，但需排除下列兩種情況：

- (i) 透過非營利組織持股者(圖 1 之途徑 2b)，依法盈餘為該非營利組織所有，最終控制者無權享受，故於計算「盈餘分配率」時，予以排除。
- (ii) 透過圖 1 之途徑(5)者，由於最終控制者仍可透過此部分增強對上市櫃公司的控制力，故採用庫藏股概念，將此部分之持股計入直接持股率，但不計入直接盈餘分配率。

<sup>21</sup> 附錄三例釋遠東集團之控股結構，包括金字塔結構及因交叉持股所形成之控制鏈及迴路問題。詳細資料請參見許崇源、林宛瑩、李宛臻、鄭雯馨(民 93d)。

<sup>22</sup> 採用最弱者概念，選取控制鏈之最小值，主要係將控制鏈所有非最終控制者之可能影響皆納入考慮，而非僅考慮控制鏈最末端之非最終控制者之影響。



## (2) 間接盈餘分配率：

係依控制鏈上之持股比率相乘而得，但經過多層後其乘積甚微者，操作上可省略不計。

## 4.3 衡量股份控制權、盈餘分配權及席次控制權間之偏離程度

我們以股份、席次控制權和盈餘分配權之偏離差和偏離比，衡量控制力(股份、席次控制權)與出資(盈餘分配權)間的落差，其計算方法如下：

## (1) 股份盈餘偏離差(%)及偏離比

股份盈餘偏離差=股份控制權－盈餘分配權；

盈餘股份偏離比=盈餘分配權/股份控制權

兩者為文獻上採用之指標，股份盈餘偏離差愈大、偏離比愈小，偏離程度愈大，則侵佔小股東財富之動機愈強。

## (2) 席次盈餘偏離差(%)及偏離比

席次盈餘偏離差=席次控制權－盈餘分配權；

盈餘席次偏離比=盈餘分配權/席次控制權

我們建議將此二指標作為衡量經營誘因/侵佔效果之指標，席次盈餘偏離差愈大、偏離比愈小，偏離程度愈大，最終控制者努力經營的誘因愈小，內部治理機制較差，誘發自利行為之環境因素將增強。

## (3) 席次股份偏離差(%)及偏離比

席次股份偏離差=席次控制權－股份控制權；

股份席次偏離比=股份控制權/席次控制權

我們建議將此二指標作為衡量經營權穩定度之指標，席次股份偏離差愈大、席次股份偏離比愈小，偏離程度愈大。最終控制者透過低持股、高董監席次方式取得控制力之公司，容易因為友好集團之背離、官股的不支持，或透過股份收購、委託書徵求，發生經營權爭奪之事件或成為其他董事或股東之併購目標。

國內太電集團台灣大哥大、台灣固網與開發集團開發金控，即屬低持股配合高友好席次之控制型態，使席次盈餘或席次股份偏離程度偏高之個案。後因失去官股或原來友好席次之支持，台灣電信集團之經營權由原股東富邦蔡家取得，開發集團則由外來之中信辜家取得。以開發為例，劉泰英或陳敏薰對中華開發之直接持股率或直接盈餘分配率皆極低(0.1%上下)，但在官股與友好法人或個人之支持下，席次控制權可過八成，造成控制力高、盈餘分配率小與偏離程度大之情況。而此種建立在

友好集團支持基礎下之控制力，也在日後中信專家積極入主時，轉化為促成經營權易手之因素。<sup>23</sup>

## 5. 集團企業控股型態之實證資料分析

針對本文列為分析對象之十四家集團個案(以2000年12月為基準日)，採用本文建議衡量股權結構相關治理指標之程序與方法。以表1彙總各集團內上市櫃公司之公司家數、平均直接(間接)持股率、直接(間接)盈餘分配率、股份控制權與盈餘分配權。表1顯示，十四家集團63家上市櫃公司之直接持股率平均(中位)數為11.79%(8.79%)，直接盈餘分配率之平均(中位)數為8.99%(4.44%)，股份控制權平均(中位)數為23.45%(20.73%)，盈餘分配權平均(中位)數為10.77%(5.84%)。就股份控制權而言，以遠東(47.51%)、力霸(44.40%)、大同(34.99%)、台塑(33.40%)、富邦(32.83%)較高，以台積電之0.73%為最低；盈餘分配權則以富邦(30.71%)最高、力霸(23.60%)次之，大同(20.86%)與新光(19.28%)集團差異不大，以開發之0.03%為最低。太電透過集團未上市櫃子公司回頭持有母公司，其直接持股率與直接盈餘分配率間之差異數(G欄)最大，達13.14%，其次為透過集團內之非營利組織如基金會、文教機構或職工福利、退休基金等管理委員會對集團公司持股之霖園(11.83%)、遠東(7.32%)、台塑(6.74%)、大同(5.26%)等4集團。由於集團平均值可能受到極端值之影響，故另提供各項指標之中位數以供參考。

進一步將樣本依照控股型態分為單一家族、多家族及專業經理人三種型態，依照產業區分為金融、傳統及高科技三種產業，表1末六行報導兩種分類下各研究變數之平均值。資料顯示，三種控股型態中，以單一家族控股集團之平均直接持股率(17.61%)、股份控制權(34.09%)與盈餘分配權(16.07%)為最高，多家族創始與專業經理人控股型態之企業集團在該三比率上較接近，但均偏低。<sup>24</sup>相對於金融及傳統產業，歸屬高科技產業之上市櫃公司如台積電、宏碁、聯電三科技集團，屬於專業經理人控股型態，並無明顯之個人大股東，股權較分散，故科技集團之平均股份控制權及盈餘分配權均偏低。

<sup>23</sup> 例如曾於劉泰英時期被視為友好集團並支持劉泰英之群基投資及當代投資，在2004年中信入主爭戰中，轉向支持中信(hinet新聞網2004/03/15)。

<sup>24</sup> 單一家族控股集團包括力霸、和信、富邦、新光、遠東、霖園、大同、台塑；多家族創始集團包括太電、東元；專業經理人控股集團包括：開發、台積電、宏碁、聯電。

表 1 個案集團之平均股份控制權及盈餘分配權

(單位：% 資料時間：2000/12/31)

集團名稱	家數	直接	直接	間接	間接	股份	盈餘	差異數 (G) =(A)-(B)
		持股率 (A)	盈餘率 (B)	持股率 (C)	盈餘率 (D)	控制權 (E)	分配權 (F)	
力霸平均 * ★	5	20.15	17.76	24.24	5.85	44.40	23.60	2.40
和信平均 * ★	7	17.82	16.19	6.90	1.25	24.71	17.44	1.62
富邦平均 * ★	3	29.83	29.83	3.01	0.88	32.83	30.71	0.00
開發平均 §★	2	1.75	0.02	0.03	0.01	1.78	0.03	1.73
新光平均 * ★	9	19.09	17.62	8.60	1.67	27.69	19.28	1.47
遠東平均 * ★	7	9.08	1.76	38.43	2.11	47.51	3.88	7.32
霖園平均 * ★	2	18.74	6.91	6.94	2.65	25.68	9.56	11.83
大同平均 *	2	24.75	19.49	10.25	1.37	34.99	20.86	5.26
太電平均 #	1	15.33	2.19	0.20	0.00	15.53	2.19	13.14
台塑平均 *	5	13.40	6.66	19.99	3.14	33.40	9.81	6.74
台積電平均 §☆	2	0.40	0.32	0.33	0.06	0.73	0.38	0.08
宏碁平均 §☆	8	0.84	0.84	4.44	1.40	5.27	2.23	0.00
東元平均 #	5	1.07	0.90	3.61	0.90	4.68	1.81	0.17
聯電平均 §☆	5	1.42	0.78	4.15	0.39	5.57	1.17	0.64
總平均	63	11.79	8.99	11.66	1.78	23.45	10.77	2.80
中位數		8.79	4.44	5.04	1.20	20.73	5.84	0.00
單一家族 平均數	40	17.61	13.72	16.48	2.35	34.09	16.07	3.89
中位數		16.33	9.15	9.33	1.65	33.97	12.05	1.03
多家族 平均數	6	3.45	1.12	3.04	0.75	6.49	1.87	2.33
中位數		0.58	0.40	4.29	0.88	4.67	1.55	0.19
專業經理人平均數	17	1.06	0.66	3.35	0.78	4.41	1.44	0.40
中位數		0.40	0.15	4.97	0.60	4.97	1.55	0.00
金融產業 平均數	15	21.50	21.37	9.93	1.91	31.43	23.28	0.14
中位數		26.59	25.76	3.50	0.82	34.48	27.08	0.00
傳統產業 平均數	27	13.17	7.23	16.85	2.12	30.03	9.34	5.95
中位數		10.53	6.95	9.76	1.67	30.27	8.23	3.56
高科技產業平均數	21	3.09	2.43	6.21	1.25	9.30	3.67	0.66
中位數		0.40	0.40	4.97	0.96	5.10	1.55	0.00

\*：單一家族控股；

#：多家族創始；

§：專業經理人控股；

★：集團內含金融產業公司；

☆：集團企業均屬高科技公司

表 2 彙總列示各集團內上市櫃公司之董事會組成及席次控制分析。表 2 顯示，各集團平均控有七成以上的董監席次比例，63 家樣本席次控制權平均(中位)數為 86.81% (88.89%)，尤以大同集團控有 100%之董監席次控制權為最高，另開發及太電兩集團亦掌控 100%之監察人席次。由控制方式分析，大同、遠東、台塑較會透過家族成員出任董監事職位，大同、力霸、新光、和信、霖園傾向透過集團內未上市櫃或非營利組織出任董監席次，台塑、聯電、宏碁、富邦、東元會選任集團內經理人出任董監，多家族集團(如太電、東元)與專業經理人集團(如台積電、聯電、開發)，藉由友好個人或企業出任董監之比例較高，開發與台積電則由於其歷史淵源而有較多官股席次的支持。

表 2 末六行報導控股型態分類及產業別樣本公司席次控制權相關變數之平均值。分析顯示，就各控制型態或產業分類，平均席次控制權差異不大，以多家族及傳統產業較高。就席次控制方式而言，則有較明顯的差異。單一家族型態主要透過未上市櫃及上市櫃公司出任(合計席次比例為 60.24%)，多家族型態依賴友好集團及上市櫃公司(合計席次比例為 55.77%)，專業經理人型態則採用上市櫃公司及經理人(合計席次比例為 50.88%)出任方式。金融產業公司倚重集團內未上市櫃公司(含非營利組織)與經理人出任董監席次(合計席次比例為 63.38%)，傳統產業公司倚重集團內未上市櫃與上市櫃公司出任董監席次(合計席次比例為 53.36%)，高科技產業公司則較倚重由集團內上市櫃公司與經理人出任董監(合計席次比例為 51.77%)。

本文參考國內外相關文獻，以盈餘分配權與股份控制權之偏離差及偏離比衡量最終控制者之經營誘因與侵佔財富效果；考量國內以席次控制發揮決策影響力之實際情況，另以席次控制權與盈餘分配權之倍數關係衡量最終控制者對決策及資源分配之控制力與分擔企業經營損益之緊密程度。此外，更進一步以席次控制權與股份控制權之倍數關係來衡量經營層之穩定程度。表 3 彙總報導各集團之盈餘分配權與股份控制權、席次控制權之偏離情形。

表 3 顯示，平均盈餘股份偏離比為 0.46，平均席次盈餘偏離倍數(席次股份偏離倍數)分別為 144.27 (40.49)倍，表示最終控制者可以一單位的出資獲取 144 單位的決策控制力，差距甚大。但如為減少極端值之影響，以中位數衡量則為 14.42 倍，雖大幅度降低但亦不可謂之不大。平均而言，各集團偏離程度不低，其中開發及台積電集團之席次股份偏離倍數(G 欄)較高，最終控制者持股低，係透過官股或友好個人、企業出任董監事支持經營層以掌握決策影響力。由於友好團體日後可能不再友好，其力可以載舟亦可覆舟，因

表 2 個案集團之席次分析及席次控制權

(單位：% 資料時間：2000/12/31)

集團名稱	席次數	個人席次率	未上市席次率	上市席次率	經理人席次率	友好席次率	官股席次率	董席控制權	監席控制權	席次控制權
力霸平均 * ★	15	6.00	66.99	10.85	0.00	5.16	0.00	86.92	96.00	89.00
和信平均 * ★	10	9.69	51.66	6.12	8.16	5.00	0.00	80.04	80.95	80.64
富邦平均 * ★	14	6.06	45.71	0.00	22.05	1.85	0.00	74.08	77.78	75.67
開發平均 §★	17	0.00	11.26	22.73	0.00	39.53	17.59	89.45	100.00	91.11
新光平均 * ★	16	0.00	64.83	9.64	3.03	11.46	0.00	94.94	70.37	88.96
遠東平均 * ★	12	18.30	31.76	33.02	3.68	8.77	0.00	95.24	97.14	95.54
霖園平均 * ★	17	2.78	48.27	12.50	3.13	5.91	0.00	74.11	66.67	72.57
大同平均 *	16	20.51	75.65	0.00	3.85	0.00	0.00	100.00	100.00	100.00
太電平均 #	26	7.69	0.00	0.00	3.85	84.62	0.00	95.65	100.00	96.15
台塑平均 *	16	14.78	2.87	13.56	46.61	6.61	0.00	86.20	80.00	84.42
台積電平均 §☆	12	8.85	10.00	19.23	5.00	23.85	25.39	95.00	83.34	92.31
宏基平均 §☆	9	1.39	2.78	37.22	23.54	11.25	1.39	77.68	75.00	77.57
東元平均 #	11	0.95	21.14	27.46	21.87	22.54	0.00	94.82	93.33	93.97
聯電平均 §☆	11	2.67	6.67	26.24	30.76	18.17	6.50	90.00	95.00	91.00
總平均	13	6.65	33.60	18.38	14.02	12.10	2.06	87.67	83.89	86.81
中位數	11	0.00	30.00	10.00	8.33	5.56	0.00	90.91	100.00	88.89
單一家族平均數	14	9.12	47.82	12.70	10.44	6.44	0.00	87.83	81.92	86.51
中位數	12	6.63	45.46	0.00	0.00	0.00	0.00	92.83	100.00	89.45
多家族平均數	14	2.08	17.62	22.88	18.87	32.89	0.00	94.96	94.45	94.33
中位數	10	0.00	9.53	21.43	12.70	25.40	0.00	97.83	100.00	95.70
專業經理人平均數	11	2.48	5.77	30.17	20.71	18.09	7.62	84.72	84.80	84.85
中位數	9	0.00	0.00	40.00	20.00	12.50	0.00	88.89	100.00	88.89
金融產業平均數	14	4.49	54.93	6.30	8.82	7.55	1.74	83.43	85.33	83.83
中位數	12	0.00	57.14	0.00	0.00	0.00	0.00	90.00	100.00	90.00
傳統產業平均數	15	9.95	36.26	17.10	9.83	14.75	0.34	89.80	82.59	88.24
中位數	12	9.09	34.48	10.00	0.00	5.56	0.00	94.11	100.00	90.91
高科技產業平均數	10	3.96	14.93	28.66	23.11	11.94	4.49	87.96	84.52	87.10
中位數	9	0.00	0.00	40.00	22.22	11.11	0.00	100.00	100.00	88.89

\*：單一家族控股；

#：多家族創始；

§：專業經理人控股；

★：集團內含金融產業公司； ☆：集團企業均屬高科技公司

表 3 個案集團盈餘分配與股份、席次控制權之偏離

(單位: % 資料時間: 2000/12/31)

集團名稱	盈餘分配權 (A)	股份控制權 (B)	席次控制權 (C)	股份盈餘偏離差 (D) =(B)-(A)	盈餘股份偏離比 (E) =(A)/(B)	席次股份偏離差 (F) =(C)-(B)	席次股份偏離倍數 (G) =(C)/(B)	席次盈餘偏離倍數 (H) =(C)/(A)
力霸平均 * ★	23.60	44.40	89.00	20.79	0.52	44.60	2.31	5.49
和信平均 * ★	17.44	24.71	80.64	7.28	0.74	55.93	5.01	6.90
富邦平均 * ★	30.71	32.83	77.53	2.13	0.94	44.69	2.41	2.56
開發平均 §★	0.03	1.78	91.11	1.75	0.40	89.33	925.99	3,414.00
新光平均 * ★	19.28	27.69	88.96	8.40	0.66	61.28	4.03	6.43
遠東平均 * ★	3.88	47.51	95.54	43.63	0.08	48.03	2.06	30.95
森園平均 * ★	9.56	25.68	72.57	16.12	0.43	46.90	3.28	7.61
大同平均 *	20.86	34.99	100.00	14.13	0.52	65.01	3.66	8.74
太電平均 #	2.19	15.53	96.15	13.34	0.14	80.62	6.19	43.90
台塑平均 *	9.81	33.40	84.42	23.59	0.32	51.02	2.78	9.64
台積電平均 §☆	0.38	0.73	92.31	0.35	0.55	91.59	129.81	258.74
宏基平均 §☆	2.23	5.27	77.57	3.04	0.43	72.30	14.71	38.34
東元平均 #	1.81	4.68	93.97	2.87	0.40	89.29	20.23	63.70
聯電平均 §☆	1.17	5.57	91.00	4.40	0.20	85.43	16.42	128.67
總平均	10.77	23.45	86.81	12.68	0.46	63.36	40.49	144.27
中位數	5.84	20.73	88.89	4.77	0.39	60.96	4.39	14.42
單一家族 平均數	34.09	16.07	86.51	18.02	0.51	52.42	3.30	10.78
中位數	33.97	12.05	89.45	12.92	0.52	48.59	2.39	7.38
多家族 平均數	6.49	1.87	94.33	4.62	0.35	87.84	17.89	60.40
中位數	4.67	1.55	95.70	3.38	0.27	87.59	18.71	59.94
專業經理人 平均數	4.41	1.44	84.85	2.97	0.37	80.43	135.96	487.97
中位數	4.97	1.55	88.89	3.49	0.34	83.20	15.65	55.92
金融產業 平均數	23.28	31.43	83.83	8.16	0.75	52.40	124.52	158.05
中位數	27.08	34.48	90.00	2.99	0.80	46.22	2.56	3.00
傳統產業 平均數	9.34	30.03	88.24	20.68	0.38	58.21	5.68	184.60
中位數	8.23	30.27	90.91	15.58	0.35	52.07	3.02	10.21
高科技產業 平均數	3.67	9.30	87.10	5.63	0.36	77.80	25.20	82.58
中位數	1.55	5.10	88.89	3.55	0.31	82.61	15.62	49.75

\* : 單一家族控股;

# : 多家族創始;

§ : 專業經理人控股;

★ : 集團內含金融產業公司; ☆ : 集團企業均屬高科技公司

表 4 股權結構與資產報酬率(ROA)之關聯性實證分析結果

	預期 方向	股份控制權/盈餘分配權			席次控制權/盈餘分配權		
		A	B	C	D	E	F
		係數 (t value)	係數 (t value)	係數 (t value)	係數 (t value)	係數 (t value)	係數 (t value)
截距項	?	6.4523 (0.65)	10.4411 (1.06)	9.0466 (0.89)	6.4523 (0.65)	8.5993 (0.89)	6.8541 (0.68)
關係人融資	-	-0.0241 (-0.67)	-	-0.0247 (-0.66)	-0.0241 (-0.67)	-	-0.0234 (-0.41)
關係人財產 交易損益	-	-	-0.2235 (-0.49)	-0.2149 (-0.47)	-	-0.1979 (-0.44)	-0.1844 (-0.41)
公司規模	+	0.3300 (0.56)	0.0675 (0.12)	0.1536 (0.26)	0.3300 (0.56)	0.1975 (0.35)	0.3061 (0.52)
控股型態 (家族與否)	-	-8.6953 (-4.17) <sup>a</sup>	-7.9576 (-3.93) <sup>a</sup>	-7.8215 (-3.83) <sup>a</sup>	-8.6953 (-4.17) <sup>a</sup>	-8.6450 (-4.12) <sup>a</sup>	-8.6187 (-4.09) <sup>a</sup>
偏離比	-	-0.0033 (-2.02) <sup>b</sup>	-0.0733 (-1.79) <sup>b</sup>	-0.0891 (-1.87) <sup>b</sup>	-0.0033 (-2.02) <sup>b</sup>	-0.0028 (-1.93) <sup>b</sup>	-0.0033 (-2.00) <sup>b</sup>
adj R <sup>2</sup>		0.1807	0.1776	0.1696	0.1882	0.1847	0.1764
F value (pr>F)		4.42 (0.0035)	4.35 (0.0038)	3.53 (0.0075)	4.59 (0.0027)	4.51 (0.0031)	3.66 (0.0061)

a: <0.01顯著水準 b: <0.05顯著水準 c: <0.10顯著水準

被解釋變數：資產報酬率=(稅前息前所得/平均總資產)\*100

關係人融資：(關係人融資/淨值)\*100 關係人財產交易損益：(關係人財產交易損益/淨值)\*100

公司規模：總資產取自然對數 控股型態：最終控制者是否為家族，是為1，否為0

偏離倍數：(1)股份控制權/盈餘分配權 (2)席次控制權/盈餘分配權

此「官股十友好集團」高席次控制配合低持股之控制型態，可能降低經營權之穩定度。此外，開發、台積電、聯電、東元、太電、宏碁集團之平均席次盈餘偏離倍數(H 欄)較高，表示最終控制者對決策及資源分配之控制力與分擔企業經營損益之緊密程度不高。對於盈餘分配權與實質控制力偏離程度大之控股型態，經營決策與應用資源之經營績效應為投資人強調之公司治理重點。

就控制型態而言，專業經理人類型之席次盈餘(席次股份)偏離倍數最高，產業分類分析結果則顯示，各產業在不同偏離指標上之高低順序不具一

致性。由此或可推知，依控制型態分類探討治理指標可能較具意義，更切合國內實務。此項結果亦說明，公司治理良窳與治理指標間之關係，需要透過更公開的資訊揭露制度，進行更多、更深入的個案探討與實證研究。

本文以最終控制者是否屬於家族型態區分樣本，並參考沈中華等人(2001)進一步連結績效(資產報酬率)及股份、席次控制權偏離盈餘分配權程度間之關係。表4報導相關實證結果，各模式顯著，調整後 $R^2$ 均在0.1696以上。表4顯示，各變數之方向均符合預期，且在控制關係人交易及公司規模對績效之影響下，家族控制型態與偏離程度較高之公司，經營績效顯著較差。此外，以席次控制權衡量偏離之變數解釋能力較股份控制權為佳。<sup>25</sup>

## 6. 研究發現及對政策面之影響與建議

建立可行、客觀易驗證、具公信力的公司治理指標，找尋一個既可化繁為簡但又不能不失實質的衡量原則和方法，以及確保資訊的容易取得與品質，實為落實國內公司治理尚待努力的方向。本文以國內十四家集團63家上市櫃公司為對象，針對其股權結構及董事會組成進行相關之研究，除討論分析公司治理指標時面臨的各種問題，提出可行的解決方法外，並發展切合國內實務之偏離指標，說明意義。我們期望透過本文引起討論，以建立我國公司治理指標之共識，我們也期待主管機構在制訂及整合公開資訊上有更積極的影響力。除就樣本實證結果發現，家族控制及控制權與盈餘分配權偏離程度較高之公司，經營績效(資產報酬率)較差外，臚列下列各點發現以供主管機關、投資人及研究者參考。

### (1) 最終控制者之定義

我們發現專業經理人控股型態特色在於股權高度分散，無持股超過5%的明顯個人股東存在，按文獻定義，控制股東並不存在。但從企業經營的觀點來看，一個企業如果不存在一個握有最大或最後決策影響力的個人或小團體，主導經營決策及資源分配，卻顯然又有悖常理。因此，我們排除最大持股者之概念，而採取「對公司決策及資源分配有實質主導控制權者」觀點來定義最終的控制股東(家族)，探討相關的治理指標議題。值得注意的是，本

<sup>25</sup>本文另以淨值報酬率(return on equity, ROE)為被解釋變數，實證結果與ROA極為相似。



研究之分析結果，因比較基礎不同，不宜與以持股定義控制股東之研究作直接之比較。

## (2) 偏離程度之衡量與意義

企業之管理活動需要凝聚力量，所以一般皆至少要掌握董監事席次，方能確保其經營權之安定；然若企業本身的股權結構相當分散，例如開發、宏碁、聯電集團，則控制權與所有權間之偏離必然較高，因此在偏離指標之解讀與應用上，需要區分單一家族控制、多家族聯合控制或專業經理人控制型態之差異。單一家族企業通常以家族利益為優先考量，其經營決策通常基於共同的家族意志，於是偏離程度可以作為評判公司治理好壞的依據。若屬多家族或專業經理人控制型態，無家族集中控股之情形，其偏離可能係因管理活動之需要以及股權分散的結果，加上無法預設管理當局動機，所以該類型集團的偏離程度將較無法直接反映公司治理的好壞。

例如在台積電的例子中，官股與飛利浦透過專業經理人形成經營團隊來主導集團的經營，對於經理人之支持應繫於其經營管理績效，而專業經理人在主導及執行經營決策上，亦需仰賴官股及飛利浦之支持。從經營資源分配權力及決策影響力的角度考量，專業經理人顯然較不參與經營之法人股東更切合最終控制者之定義，但專業經理人持股不高卻掌控集團資源及決策權力的特性，凸顯投資人關切的公司治理議題應為專業經理人努力經營之誘因是否強於不當使用資源之自利動機。因此，較高的偏離程度並不表示公司治理不佳，而是反映公司股權與控制權結構的型態與風險。投資人於獲取此項資訊後，可將風險列入考量，是否信任管理當局之品德操守則由其個人判斷，偏離程度資訊之揭露應能提高投資決策之品質。

## (3) 龐大轉投資事業之認定，徹底考驗資訊透明度

近期陸續爆發之台灣企業弊案顯示，海外轉投資事業成為關鍵問題之一，不僅因相關資訊之揭露極端不充分，且有求證上之窒礙處，凸顯落實台灣企業財務資訊透明化之死角。以宏碁集團為例，中華徵信所之研究報告顯示於 2000 年時，宏碁集團內共擁有 209 家公司，其中上市櫃與公開發行公司 14 家，國內未公開發行公司 51 家，以及海外轉投資事業計 144 家。由於未上市櫃公司資料極不充分，辨識未上市櫃關係企業為歸屬持股率的一大挑戰，特別是國內人頭盛行，關係企業未必直接以家族成員名義持股，對於非由上市櫃公司進行轉投資的關係企業，辨識更加不易。此外，對於非集團企業經理人、持股極低卻能出任董監席次的個人，在確認身份及與控制家族關

係上亦是困難重重，嚴重挑戰資訊之透明度及可驗證性。

#### (4) 法人董監事與自然人董監事之差異

個案分析公司出現多位以個人名義擔任董監事的情形，因資訊揭露較不透明，可能會導致股份控制權及席次控制權的低估。在現行法制下，並無明文禁止法人董監事之代表人不得隨時更換，亦未禁止由不特定個人輪流出席董事會。因此由集團內之關係企業擔任法人董監事，不論其代表人為何，家族仍可透過其對關係企業的影響力掌握席次控制權。一旦代表人無法執行最終控制者(家族)之意志，便極有可能被撤換。反之，由自然人出任董監事，一旦有所變動，依律必須向主管機關申報。此外，擔任董監職位之集團外法人如可由不特定個人代表該法人出席董事會，無論興利或除弊功能，效果勢將難以持續及彰顯。從集團內或外觀點來看，以自然人出任董監事似乎均較法人董監事更能發揮企業公司治理之積極功能。

我們建議，董監之組成應以自然人擔任董監事職位為主，主管機關或可考慮修法，規定不得自由撤換法人董監事代表人或由不特定個人代表法人出席董事會，使台灣企業之公司治理制度能更臻完善。

#### (5) 關係企業法人同時出任董事與監察人

針對個案集團企業 2000 年底之董監事組成之分析結果，我們發現各集團上市櫃企業之監察人泰半均由集團內關係企業擔任，且普遍存在由關係企業法人同時出任或分任董事與監察人之情況。監察人之主要職能在監督董事會，如董事與監察人由同一關係企業法人擔任，在球員兼裁判的情況下，能否有效發揮監督職能，實有可議空間。值得一提的是，證交法於 2006 年 1 月 11 日更新，依第 26 條之三規定，除主管機關特准外，同一法人之代表不能兼任董事及監察人，應可部分改善前項實務缺點。但我們從個案中亦注意到可能未改善的現象，如台積電公司雖未由同一關係法人同時出任董監，而由其子公司欣瑞投資出任董事及另一子公司積成投資出任監察人，聯友光電則由國民黨營事業之中央投資出任董事及光華投資出任監察人。這些作法在形式上的確未違反證交法第 26 條之三之規定，但實質而言，與由同一關係法人出任之意義並無不同。我們建議未來如修正證交法或公司法時，可更周延的規範此種名異實同的實務作法。表 5 彙總分析個案集團企業由關係企業法人同時出任董事與監察人之情形。

國內企業董事會同時控有監察人席次，不足為奇，但最終控制者掌握董監全席，董事會是否淪為一言堂，能否兼顧小股東權益固然有待觀察，尤其監察人對董事會之監督功能是否能適當發揮，更值得質疑。

#### (6) 非營利組織與投資信託基金代表出任董監事職位

我們發現非營利組織出任董監事席次，以及投資信託基金因持股率極高，而列入主要股東名單的情形。非營利組織和投資信託基金的財務狀況及投資狀況，不若公開發行公司透明，因此對於公司之董事會有由非營利組織和投資信託基金出任董監事席次，或是列入主要股東名單者，亦應列為衡量相關公司治理指標之重要考量因素之一。

最後，分析企業集團的過程中，囿於資料不夠充足及公開，造成蒐集與認定董監身份、關係上之困難，部分判斷有所主觀或缺漏之缺失恐難避免，對資料分析有效性之影響為本研究之限制。國內企業董事會同時控有監察人席次，不足為奇，但最終控制者掌握董監全席，董事會是否淪為一言堂，能否兼顧小股東權益固然有待觀察，尤其監察人對董事會之監督功能是否能適當發揮，更值得質疑。

#### (6) 非營利組織與投資信託基金代表出任董監事職位

我們發現非營利組織出任董監事席次，以及投資信託基金因持股率極高，而列入主要股東名單的情形。非營利組織和投資信託基金的財務狀況及投資狀況，不若公開發行公司透明，因此對於公司之董事會有由非營利組織和投資信託基金出任董監事席次，或是列入主要股東名單者，亦應列為衡量相關公司治理指標之重要考量因素之一。

最後，分析企業集團的過程中，囿於資料不夠充足及公開，造成蒐集與認定董監身份、關係上之困難，部分判斷有所主觀或缺漏之缺失恐難避免，對資料分析有效性之影響為本研究之限制。

表5 關係企業法人同時出任董事與監察人之彙總分析

(時間：2000/12/31)

公司名稱	同時出任董事與監察人之關係企業法人	同時出任董事與監察人之法人
<b>富邦集團</b>		
富邦產險	道盈實業	
富邦銀行	興記投資、儒記投資	
富邦證券	忠興建設	
<b>霖園集團</b>		
國泰人壽	霖園投資、國泰人壽慈善基金會、國泰人壽 職工福利委員會	
國泰建設	萬寶開發、國泰建設文教基金會、國泰建設 職工福利委員會	
匯通銀行	國泰建設	
<b>開發集團</b>		
開發工銀		啟聖實業、交通銀行
華夏租賃	開發工銀	潤泰紡織
<b>新光集團</b>		
新光人壽	吳火獅紀念醫院、緯豪實業	
新光紡織	吳火獅紀念醫院、新光合纖	
新光合纖	吳火獅紀念醫院、新勝公司	
新海瓦斯	大台北瓦斯	
台新高銀		博瑞
<b>和信集團</b>		
台灣水泥	啟成投資	
國喬石化	和柏投資	
中信銀	寬和開發	
<b>和信集團</b>		
中信証	辜公亮治癌和信中心醫院	
福聚	啟成投資	
<b>力霸集團</b>		
中華銀行	嘉新食化	
<b>遠東集團</b>		
遠東紡織	亞洲水泥、遠百企業	
亞洲水泥	遠東紡織、高雄富國製衣、遠揚建設	
裕民航運	亞洲水泥	
遠東百貨	亞洲水泥、遠東紡織	

表5 關係企業法人同時出任董事與監察人之彙總分析(續)

公司名稱	同時出任董事與監察人之關係企業法人	同時出任董事與監察人之法人
遠東集團		
東聯化學	中園建設、遠鼎投資	
宏遠興業	遠鼎投資	
台塑集團		
南亞	台塑	
大同集團		
大同公司	大同中學、大同大學	
中華映管	大同大學、中華電子	
東元集團		
東元電機	東和國際投資	聯華電子
東信電訊	東元電機	
東友科技	東元資訊	
台安電機	東元電機	日商株式會社
宏碁集團		
宏碁電腦	明基電通、宏基科技、國基電子、第三波資訊、建基科技、揚智科技、全景軟體、宇瞻科技	
宏基科技	旭聯科技	
明基電通	達基科技、達方電子、達信科技	
台積電集團		
台積電		行政院開發基金、荷商飛利浦
世界先進	台積電	行政院開發基金
聯電集團		
聯華電子		東元電機
智原科技	聯華電子	
欣興電子	聯華電子	
聯瞻科技	聯華電子	

資料來源：本研究

## 附錄一 個案分析企業集團之規模與獲利

集團名稱	中華徵信				
		總資產	營收淨額	淨值	稅前純益
富邦	金額(千元)	464,457,689	91,071,213	119,477,450	8,648,575
	排名	11	29	18	24
霖園	金額(千元)	1,197,469,130	392,900,540	114,903,979	13,975,927
	排名	2	3	20	15
新光	金額(千元)	898,776,723	276,355,583	123,388,121	6,762,480
	排名	4	4	17	28
中華開發	金額(千元)	245,108,917	31,469,444	153,549,727	14,665,283
	排名	26	61	14	14
遠東	金額(千元)	603,462,931	189,277,924	251,806,974	10,946,606
	排名	7	15	4	16
台塑	金額(千元)	1,370,530,605	515,913,530	642,120,802	59,323,116
	排名	1	1	1	3
和信	金額(千元)	1,111,977,019	197,648,070	191,004,905	6,317,802
	排名	3	14	9	32
力霸	金額(千元)	373,602,798	65,907,930	85,828,920	-1,329,043
	排名	16	39	25	84
太電	金額(千元)	355,813,629	115,969,188	221,140,762	18,029,723
	排名	17	25	5	10
宏碁	金額(千元)	396,576,444	493,079,507	193,404,272	6,440,483
	排名	15	2	8	31
台積電	金額(千元)	507,583,119	202,688,455	356,743,731	67,125,825
	排名	9	13	2	1
聯電	金額(千元)	416,877,612	211,306,897	313,914,997	61,666,449
	排名	14	10	3	2
東元	金額(千元)	148,555,658	90,249,067	75,442,343	1,825,888
	排名	37	30	29	56
大同	金額(千元)	319,217,003	237,237,404	181,428,621	25,469,594
	排名	20	7	10	5

## 附錄二 樣本集團 63 家上市櫃公司相關資料

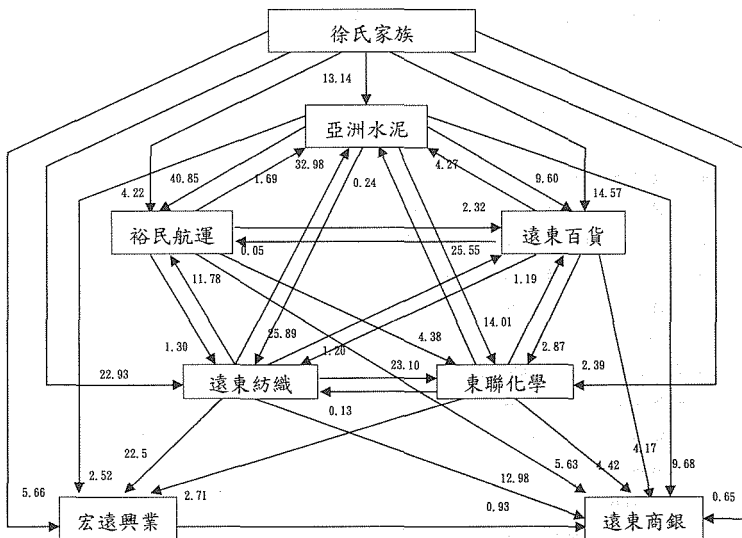
集團名稱	公司名稱	產業代碼	直接持股率	直接盈餘分配率	席次控制權	股份控制權	盈餘分配權
和信	中信銀	2815	18.09	18.09	100.00	21.59	18.60
	中壽	2823	34.48	34.48	100.00	34.48	34.48
	中信證	6008	27.54	25.76	71.43	36.14	27.08
	台泥	1101	8.79	6.95	75.00	15.59	8.62
	國喬	1312	22.73	18.54	62.50	28.55	19.66
	福聚	1311	3.57	3.57	55.56	3.57	3.57
	中橡	2104	9.52	5.96	100.00	33.08	10.06
台塑	台塑	1301	9.66	7.09	78.95	17.99	8.23
	南亞塑膠	1303	18.11	11.18	88.89	27.87	12.29
	台化	1326	39.25	15.05	90.91	44.52	15.53
	福懋興業	1434	0.00	0.00	83.33	37.20	5.78
	南亞科技	2408	0.00	0.00	80.00	39.40	7.21
遠東	遠東商銀	2845	0.65	0.65	75.00	38.46	2.18
	亞洲水泥	1102	13.14	2.46	93.75	52.32	5.24
	遠東紡織	1402	22.93	8.58	100.00	51.45	9.23
	宏遠興業	1460	5.66	0.15	81.82	33.46	2.41
	東聯化學	1710	2.39	0.08	100.00	46.75	2.42
	裕民航運	2606	4.22	0.16	100.00	56.90	2.80
	遠東百貨	2903	14.57	0.26	100.00	53.23	2.86
新光	新光人壽	2818	44.07	43.79	92.31	46.09	44.33
	新光產險	2850	43.60	43.60	100.00	44.21	43.71
	台新商銀	2844	7.00	7.00	90.00	10.48	7.65
	台証證券	6010	12.21	12.21	87.50	32.05	15.55
	新光紡織	1419	19.03	15.45	100.00	30.27	17.59
	新光合纖	1409	16.04	11.07	100.00	20.73	12.70
	大台北瓦	9908	10.43	8.56	68.97	21.11	11.30
	新海瓦斯	9926	8.91	8.91	78.57	32.07	12.56
	新光保全	9925	10.53	7.96	83.33	12.18	8.16
東元	東元電機	1504	4.20	3.73	95.24	4.28	3.73
	台安電機	1510	0.37	0.00	85.71	4.65	1.56
	東訊	2321	0.00	0.00	100.00	4.29	1.01
	聯昌電子	2431	0.00	0.00	88.89	4.68	1.20
	東友科技	5438	0.79	0.79	100.00	5.50	1.54

集團名稱	公司名稱	產業代碼	直接持股率	直接盈餘分配率	席次控制權	股份控制權	盈餘分配權
太電	太電	1602	15.33	2.19	96.15	15.53	2.19
聯電	聯華電子	2303	4.74	1.55	86.67	5.10	1.55
	欣興電子	3037	1.41	1.41	100.00	6.51	2.01
	智原科技	3035	0.00	0.00	100.00	5.10	0.33
	聯瞻科技	5467	0.00	0.00	75.00	5.10	0.43
	聯友光電	5441	0.95	0.95	93.33	6.05	1.55
台積電	台積電	2330	0.65	0.49	100.00	0.65	0.49
	世界先進	5347	0.15	0.15	84.62	0.80	0.27
宏碁	宏碁電腦	2306	4.97	4.97	100.00	4.97	4.97
	宏碁科技	2353	0.40	0.40	77.78	5.37	1.88
	明基電通	2352	0.72	0.72	88.89	5.69	2.17
	國基電子	2386	0.00	0.00	50.00	4.97	1.26
	達基科技	2409	0.59	0.59	88.89	6.28	1.55
	建基科技	3046	0.00	0.00	87.25	4.97	2.06
	揚智科技	3041	0.00	0.00	50.00	4.97	2.00
第三波	5401	0.00	0.00	77.78	4.97	1.95	
大同	大同公司	2371	16.73	6.22	100.00	18.61	6.84
	中華映管	2475	32.76	32.76	100.00	51.37	34.88
開發	開發工銀	2804	0.04	0.04	91.30	0.05	0.04
	華夏租賃	8913	3.45	0.00	90.91	3.50	0.02
霖園	匯通銀行	2835	4.44	4.44	56.25	13.33	7.32
	國泰建設	2501	33.03	9.38	88.89	38.02	11.80
富邦	富邦產險	2817	29.98	29.98	90.91	31.22	30.31
	富邦銀行	2842	26.59	26.59	75.00	29.33	27.41
	富邦證券	6007	32.91	32.91	66.67	37.95	34.40
力霸	友聯產險	2816	13.92	13.92	100.00	58.98	26.37
	中華銀行	2831	27.05	27.05	61.11	37.13	29.73
	嘉新食化	1207	26.01	25.90	100.00	58.94	31.44
	遠森科技	2614	17.17	5.36	83.87	19.00	5.84
	中國力霸	9801	16.61	16.55	100.00	47.93	24.64



### 附錄三：控制鏈迴路與股份控制權之計算：以遠東集團遠東紡織公司為例

我們以遠東集團各公司之年報資訊為基礎，分析董監組成、主要股東及投資持股情況，並採用本文所討論之持股途徑簡化程序後，即可得出附圖 1 中各控制鏈之持股率。附圖 1 明顯呈現遠東集團上市櫃公司間存在金字塔結構，且亞洲水泥、裕民航運、遠東百貨、遠東紡織及東聯化學間彼此交叉持股，形成多條控制鏈途徑與迴路問題，因此必須先就存在相互持股關係之公司決定控制階層順序，以解決控制鏈迴路問題。



資料來源：本研究（參考遠東集團內各公司2000年度年報自行整理繪製）

附圖1、遠東集團上市櫃公司投資關係及持股圖

我們考量各被控制公司的相對控制地位和成立年度，將遠東集團的控制階層順序依序定為：遠東紡織→亞洲水泥→裕民航運→遠東百貨→東聯化學。我們依此順序確定最終控制者對階層在前公司之股份控制權後，所有經過此公司的控制途徑直接以該股份控制權代替所有最終控制者透過此公司控制其他聯屬公司之股份控制權，不再循環計算該公司之股份控制權。解決迴路問題之後，在計算最終控制者對被控制公司之股份控制權時，本研究則依 Claessens, Djankov and Lang (2000)之最弱者概念，選取控制鏈之最小值。

以遠東紡織為例說明控制鏈迴路問題如何解決及股份控制權之計算。附圖 1 顯示，徐家直接持有遠東紡織的持股率為 22.93%，另外尚透過亞洲水泥、裕民航運、遠東百貨及東聯化學持有遠東紡織股份。由於亞洲水泥、裕民航運、遠東百貨及東聯化學的控制階層均在遠東紡織之後，所以在計算遠東紡織時，我們對亞洲水泥、裕民航運、遠東百貨及東聯化學的股份控制權尚未確定，此時我們以控制鏈的階層順序觀點及 Claessens et al. (2000)之最弱者概念，分兩階段計算出徐家對遠東紡織的控制力，以下將以徐家透過亞洲水泥持有遠東紡織為例說明。

第一階段，係從亞洲水泥回推至徐家，先初步決定徐家對亞洲水泥的控制力；第二階段則就上一階段所計算出之數值與亞洲水泥對遠東紡織之持股率相比較取一小值，作為間接持有之控制力。以數字加以說明：第一階段先決定徐家對亞泥之控制力為 42.27%  
(=13.14%+1.69%+22.93%+0.24%+4.27%)；第二階段再將此數值與亞洲水泥對遠東紡織之持股 25.89% 相比，取其小值，即可算出徐家透過亞洲水泥對遠東紡織所展現的控制力為 25.89% [ min (42.27%, 25.89%) ]。

依相同方法計算，可以得知徐家透過裕民航運、遠東百貨及東聯化學對遠東紡織展現之控制力分別為：1.30%、1.20%和 0.13%。徐家對遠東紡織的股份控制權係加計徐家對遠東紡織的「直接持股率」，以及透過上市櫃公司亞洲水泥、裕民航運、遠東百貨、東聯化學等控制鏈形成的「間接持股率」而得：

$$\begin{aligned} & \text{「徐氏家族」對遠東紡織之股份控制權計算} && (\text{資料時間：2000/12/31}) \\ & = \text{直接持股率} + \text{各控制鏈之間接持股率} \\ & = 22.93 + \min\{\sum[13.14, \min(4.22, 1.69), \min(22.93, 32.98), \min(2.39, 0.24), \min(1 \\ & \quad 4.57, 4.27)], 25.89\} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
& +\min\{\Sigma[4.22,\min(13.14,40.85),\min(14.57,0.05),\min(22.93,11.78)],1.30\} \\
& +\min\{\Sigma[14.57,\min(13.14,9.6),\min(4.22,2.32),\min(2.39,1.19),\min(22.93,25.55)],1.20\} \\
& +\min\{\Sigma[2.39,\min(22.93,23.10),\min(4.22,4.38),\min(13.14,14.01),\min(14.57,2.87)],0.13\} \\
= & 22.93\%+25.89\%+1.30\%+1.20\%+0.13\% \\
= & 51.45\%
\end{aligned}$$

## 致 謝

\*\*本文作者感謝李怡宗、鄭桂蕙、政治大學會計系學術討論會與會者的寶貴意見及國科會的財務支持(計畫編號：NSC 92-2416-H-004-057-CC3)、台灣經濟新報社的資料庫提供以及研究助理郭學平、林尚志等人(見參考文獻各集團研究之共同作者)之資料整理。我們亦感謝評審提供及時且珍貴之意見，有助於本文之改善。

## 7. 參考文獻

- 沈中華、陳錦村、吳孟紋 (民94)，「更早期預警模型：台灣銀行道德指標的建立及影響」，*管理學報*，第二十二卷第一期，1-28頁。
- 陳錦村、黃佩玲 (民90)，「從股權結構與核心代理觀點評析公營銀行民營化的實際成效」，*公營事業評論*，第二卷第三期，69-89頁。
- 許崇源、李怡宗、林宛瑩、鄭桂蕙 (民92a)，「控制權與盈餘分配權偏離之衡量(上)」，*貨幣觀測與信用評等雙月刊*，第四十二期，15-31頁。
- 許崇源、林宛瑩、郭學平、林尚志 (民93a)，「金融業控股型態(I)-富邦集團」，*貨幣觀測與信用評等雙月刊*，第四十五期，27-63頁。
- 許崇源、林宛瑩、李宛臻、鄭雯馨 (民93d)，「複雜交叉控股型態(II)-遠東集團」，*貨幣觀測與信用評等雙月刊*，第四十七期，42-74頁。
- 葉銀華、蘇裕惠、柯承恩、李德冠 (民93)，「公司治理機制對於關係人交

- 易的影響」，*證券市場發展季刊*，第十五卷第四期，69-106頁。
- 商業周刊 (民83年5月9日)，「黃茂雄與東元集團三十八年淵源」，*商業周刊*，第三三七期。
- 商業周刊 (民89年8月28日)，「未來一千天黃茂雄要找十位董事長」，*商業周刊*，第六六六期。
- 商業周刊 (民92年6月23日)，「富邦建設-蔡家百分百持股」，*商業周刊*，第八一三期。
- hinet新聞網 (民93年3月15日)，「施振榮：公司分派系沒前途」；「挺陳挺辜，許勝雄、葉國一不改初衷」。
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L. H. P. (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation," *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., and Lang, L. H. P. (2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," *Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. (1999), "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (2002), "Investor Protection and Corporate Valuation," *Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.
- Shleifer, A., and Vishny, R. (1997), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Yeh, Y. H., Lee, T. S., and Woidtke, T. (2001), "Family Control and Corporate Governance: Evidence for Taiwan," *International Review of Finance*, 2(1), 21-48.