

控制股東代理問題與盈餘資訊內涵之關聯性研究 —以台灣上市公司為例

蔡信夫* 鍾惠民 林詩韻

摘要：本文採用 La Porta(1999)等追蹤控制股東之方式，衡量台灣上市公司控制股東所持有之控制權及其與現金流量請求權的偏離程度，以分析控制股東對會計盈餘資訊內涵的影響，即控制股東是否會影響會計盈餘對於股票異常報酬的解釋能力。台灣之企業相對於美國與日本而言，主要的特徵是家族成員持有決定性的股權，因而較容易產生控制股東與小股東之間的代理問題，因為當一個股東能有效的控制一家公司時，同樣的他也控制公司所提供的會計資訊及其報導的政策。此時，如果市場的投資人預期控制股東所報導之會計盈餘可能未能真實反應公司之經濟實質時，會計盈餘反應至股票報酬的可信度將因而降低，進而減少了公司會計盈餘資訊的股票價值。本研究的實證結果指出，控制股東控制權對盈餘資訊內涵雖然呈負相關但沒有達顯著性，即控制股東其實並不會因其持有較高的控制權而影響公司的盈餘資訊內涵。同時，在研究中也發現股權的偏離程度確實會對盈餘資訊造成影響。在考慮集團企業的因素後，如果上市公司為集團內之企業時，在非金融風暴時期控制股東股權的偏離程度會對盈餘資訊內涵有負面的影響，顯示出在台灣，集團企業內之控制股東較有基於自利動機報導盈餘資訊之傾向。

關鍵詞：公司監理、控制權、現金流量請求權、盈餘資訊內涵

* 三位作者分別為淡江大學會計系教授、交通大學財務金融所副教授、淡江大學會計研究所碩士。作者感謝陳錦村教授、張清福教授與三位匿名審稿者之所提供之寶貴意見。鍾惠民感謝淡江大學財務系對本研究所提供之研究協助。

Ownership Structure and the Informativeness of Earnings: Evidence from Taiwan.

Hsin-Fu Tsai Huimin Chung Shih-yuan Lin

Abstract: This paper investigates the relation between informativeness of earnings and the ownership structure of companies listed in Taiwan Stock Exchange. The empirical results show that controlling shareholders on average own 26.85% of the voting rights. Family members of corporations in Taiwan generally hold the decisive voting right, but they do not significantly affect the informativeness of earnings. However, for companies of the enterprise groups, controlling shareholders are perceived to report accounting earnings for self-interested purposes, causing the reported earnings to lose credibility to outside investors.

Key Words: Corporate governance, Control right, Cash flow right, Informativeness of earnings.

壹、前言

Jensen and Meckling 於 1976 年提出了代理理論，其認為企業在股權分散的環境下，因所有權與經營權的分離，將使得接受股東委託經營之管理者在自利的動機下，極有可能為了追求個人的利益，而採取違背公司利潤極大化的行為，其權益衝突存在於所有權者與管理者之間。但是近年來許多的相關文獻則指出，大部分企業之所有權與經營權其實並沒有完全的分離。當公司股東所持有的股權能有效的控制公司時，代理問題之性質可能由股東與管理者之間移轉至控制股東與小股東之間，此時控制股東所採取的決策將可能侵犯小股東的權益(Shleifer and Vishny, 1997; La Porta et al., 1999; Johnson et al., 2000)。¹

不同型態的股權結構，產生不同性質的代理問題，同時它也影響了公司會計資訊報導的可信度。當一個股東能有效的控制一家公司時，此時他同樣的也控制公司所提供的會計資訊及其報導的政策。而控制股東的控制權與現金流量請求權不同時(通常其控制權皆高於現金流量請求權)，較高的控制權將給予控制股東利用其權力來進行非公司利潤極大化的政策活動，相對較低的現金流量請求權則減少了控制股東所分擔的損失。當市場的投資人認為控制股東所報導之會計盈餘可能未能真實反應公司的經濟實質時，將降低公司盈餘資訊的股票價值。

台灣證券市場之上市公司相對於美國與日本而言，主要的特徵為家族成員持有決定性之股權比例，葉銀華(民 88)指出台灣上市公司有 76% 為家族控股公司，而其董事會則有 66.45% 為最大家族所完全掌握。在此情形下，台灣上市公司股東之所有權與經營權的分離程度相對較小，而股權集中在家族成員手中，可能造成家族成員透過其控制權從事包括非常規交易、內線交易或掏空公司資產等行為，其所報導之會計盈餘也可能有違真實之經營狀況。當市場能洞察此狀況時，將使得投資人不信任公司所報導之會計盈餘，會計盈餘與市場股票報酬之間的相關性將隨之降低。

另外，Johnson(2000)等分析亞洲金融風暴亞洲企業受創之成因，結果顯示公司監理因素的影響性遠遠大過於總體經濟因素，在亞洲金融風暴時期世界上公司監理不佳及對投資人保護制度較差之國家其金融資產價值普遍遭受嚴重衝擊，其主要原因為公司監理制度不佳，在經濟前景不佳時，公司管理者會更傾向掏空資產，進而使得整體資產價值的下降，而國外資金也因擔心其投資未受保障而大舉撤出，影響金融市場的穩定性。

¹ 在過去已英美體系國家的企業為對象的研究中，普遍發現股權較分散，因此多是研究關於經理人與股東或債權人之代理問題且其研究對象多以美國企業為主。La Porta et al. (1999) 則發現，英美以外國家(如法德及亞洲)之企業大部分企業有股權較集中之現象，所有權與經營權其實並沒有完全的分離。當公司的股權能由主要之核心股東有效的控制時，代理問題之性質可能由股東與管理者之間移轉至控制股東與小股東之間，此時控制股東所採取的決策將可能侵犯小股東的權益。

由於在過去關於股權結構之相關研究大多只探討其與公司價值或與績效間的相關性，而較少考慮其與公司盈餘資訊之關聯；而在國外雖有相關的研究，但其研究鑑於資料不足大多只以我國前 100 大公司為樣本加以分析，可能有選樣偏誤之問題。另外亦有一些研究發現採取 La Porta et al. (1999) 方法分析控制股東代理問題之相關影響時，其結果可能因各國狀況不同而有差異(例如，Wiwattanakantang, 2001)。所以，本研究之主要目的在藉由分析會計盈餘與市場股票異常報酬之間的相關性，以瞭解公司財務報導成員(控制股東)所持有之控制權及其與現金流量請求權的偏離程度對於會計盈餘資訊內涵的影響，並分析家族控股及集團企業本身與盈餘資訊內涵之關聯，以期改善公司管理機制及會計盈餘資訊之品質。

本文其它之具體研究貢獻如下，實證結果顯示當公司屬於集團企業型態，控制權與現金流量請求權之偏離程度對盈餘資訊內涵會產生負面的影響。在台灣集團企業形成的原因多為家族之因素，家族成員間彼此結合成一集團，當集團內公司之經營狀況不佳時，基於家族因素可能會有互相隱藏其真實經濟狀況等情形，因而降低盈餘的資訊內涵。在台灣之集團企業控制股東與小股東之間有代理問題的存在。此外，關於台灣控制股東核心代理問題之過去研究，其研究期間普遍較短，而本研究期間為 1997~2000 年包括亞洲金融風暴時期及非金融風暴時期，可比較在經濟情況較佳與不佳時對代理問題的影響。

本文之結構如下：除本節外，第二節就公司控制股東之相關文獻作一探討，並具以提出本研究之假說；第三節說明樣本選取及資料的來源、相關變數定義以及實證之模型；第四節彙總實證之結果並與相關研究加以比較分析；第五節為結論與建議。

貳、文獻探討與研究假說之建立

本節主要對近幾年來關於企業控制股東與盈餘資訊內涵之文獻作一探討，並根據相關文獻建立本研究之假說，可分為三個部分--各國公司股權結構與控制股東型態、控制股東股權與會計盈餘資訊內涵以及控制股東之型態對盈餘資訊內涵之影響。

一、各國控制股東之型態

公開發行公司，因所有者與管理者的不同，而產生權益代理問題(Jensen and Meckling, 1976)。在股權較為分散的國家如美國和英國，代理問題主要存在於股東與管理者之間。但如股權集中至一股東可控制一家公司時，則代理問題將移轉至控制股東與小股東之間(Shleifer and Vishny, 1997)。在東亞地區之國家，由於公司股權的集中程度較高，因而較容易產生控制股東與小股東之間的權益衝突，即控制股東可以利用其控制權，增加自身之利益，如透過自利交易(self-dealing)將利益移轉至其他其所完全控制之公司。

表 1 傳統代理問題與核心代理問題

| 傳統代理問題 | 核心代理問題 |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • 企業在股權分散的環境 • 所有權與經營權的分離 • 權益衝突—所有權者 v.s. 管理者 | <ul style="list-style-type: none"> • 所有權與經營權合一 • 控制權與現金流量請求權的偏離 • 權益衝突—控制股東 v.s. 小(少數)股東 |

根據近幾年股權結構之相關研究指出，在全球的許多國家，企業的控制股東多以家族型態為主，在亞洲的企業除日本之控制股東為金融機構外，其餘大部分皆為家族型態之控制股東類型。La Porta(1999)等研究全球 27 個成熟國家之上市公司股權結構之型態，其將上市公司區分為股權分散及存在最終控制股東(ultimate control)兩類，研究發現若以中等規模公司與 20 % 投票權作為是否為最終控制型態之分界點來看，在 27 個國家中有 17 個國家之最終控制者為家族型態。另外，Claessens(2000)等，調查 9 個東亞國家中 2980 家公開發行公司股權結構之型態，以 20 % 投票權作為股權分散的分界點為例，則除了日本公司之控制股東為金融機構外，其餘 8 國之公司皆以家族為最終控制者。

而在國內的研究方面，翁淑育(民 89)同樣採用 La Porta (1999)等追蹤控制股東的方法，在 20 % 投票權為股權分散的分類標準下，發現台灣 251 家的上市公司中，有 58.2 % 的公司以家族為控制股東，且控制股東普遍透過金字塔結構²與交叉持股³等方式，利用股權的槓桿作用使其所持有的控制權與現金流量請求權產生偏離，並透過參與管理以增強控制。

二、控制股東股權與盈餘資訊內涵

在亞洲金融風暴過後，有許多國內外的學者，開始針對企業控制股東所持有的現金流量請求權與控制權進行研究。Claessens(2000)等，調查 9 個東亞國家之公開發行公司的控制股東所持有之控制權與現金流量請求權，研究發現這些國家之控制股東通常使用金字塔結構與公司間交叉持股的方式來控制公司，造成控制權與現金流量請求權之間存有很大程度的偏離，而其研究亦發現股權的偏離確實會影響控制股東的行為，使其有動機剝奪小股東之利益。Wiwattanakantang (2001)則研究泰國公司之控制股東對公司價值的影響，其研究指出在泰國，大部分公司的控制股東其實並沒有使用投票權與現金流量請求權偏離的控制方式，且實證結果亦發現控制股東並不會因為持有較高的控制權，而做出有損公司利益的行為。

Fan and Wong (2002)研究東亞 7 個國家的公開發行公司控制股東控制權

² 指公司之控制股東控制公司之方式為透過至少一家以上之公開發行公司(La Porta et al., 1999)。

³ 指被控制股東控制之公司同時擁有其控制股東之股權。

與現金流量請求權偏離的程度對盈餘資訊內涵的影響，實證結果指出，在控制其他變數(包括公司規模、產業部門數等)後，偏離的控制權與現金流量請求權會使會計盈餘有較少的資訊內涵。另外，國內研究黃佩鈴(民 90)利用 Vafeas(2000)之「盈餘-報酬」作為衡量資訊的指標及 La Porta (1999)等的股權結構理論，檢測台灣商業銀行董事會結構與最終控制股東對盈餘傳遞效果的影響，研究結果指出，台灣商業銀行之最終控制者主要以家族集團企業為主，其次則為政府，而當以政府機構為最終控制者之銀行相對於其他型態之控制者，其盈餘傳遞效果之表現較差。而在股權偏離程度對盈餘傳遞效果的影響方面，研究結果顯示無論最終控制者之類型為何，當控制權與現金流量請求權產生偏離時，確實會減低盈餘傳遞之效果。

因此，本研究為瞭解台灣上市公司盈餘之資訊內涵是否亦受到控制股東持有控制權與現金流量請求權偏離程度的影響，本研究提出的假說一、二如下：

假說一：控制股東持有的控制權與公司的盈餘資訊內涵有關

假說二：控制股東控制權與現金流量請求權的偏離程度與盈餘資訊內涵有關

三、控制股東型態對盈餘資訊內涵之影響

近年來一些關於股權結構的研究同樣也指出了不同型態的控制股東將會對公司會計盈餘資訊造成不同的影響。在 Fan and Wong (2002)的研究中顯示，家族控制本身並不會影響會計盈餘的資訊內涵，只有當控制家族維持較高的控制權，與現金流量權及控制權偏離程度較大時，才會使得盈餘資訊內涵較低。另外，吳庭州(1996)的研究結果也指出，董監事持股比例與會計盈餘資訊並沒有顯著的相關性，但當公司法人持股的比例較高時，對盈餘資訊內涵則會有正面的影響，其認為由於在台灣上市公司多為家族型態，因此，董事會成員也多以家族成員居多，甚至連管理者亦由家族成員所擔任，此時家族成員可能透過公司決策或利用關係人交易而間接損害了小股東的權益。根據上述之相關文獻，可知道公司股權結構對盈餘資訊的影響，其實並沒有一致性的結果，所以在本研究中為瞭解台灣家族型態之上市公司對盈餘資訊的影響，本研究提出的假說三為：

假說三：控制股東為家族型態與公司會計盈餘的資訊內涵有關

根據假說三，本研究假設當家族為控制股東時，家族成員所報導之會計資訊，基於自利之動機將隱藏其真實之經濟交易與經營狀況，此時其所報導之盈餘資訊與股票報酬之相關性將減少。Douthett and Jung (2001)研究日本企業集團(Keiretsu⁴)對盈餘資訊內涵的影響，實證結果指出，公司如為企業集團中的成員時，其盈餘反應係數將高於非屬企業集團的公司，且屬於企業

⁴ 指日本許多大公司之組合(包含銀行、工業機構、供應商和製造商等)，其成員持有成員團體之股份，並且相互貸款，從事聯合的投資。

集團中的公司其裁決性的應計項目將小於非屬企業集團的公司，這些結果顯示企業集團對於其公司成員擁有較高的監督能力，使得企業集團中的公司其盈餘具有較高的資訊內涵。而在台灣傳統的集團企業型態多為家族企業所組成，然而，由於受到企業全球化的影響，近年來台灣也形成許多不同類型的集團企業，而為瞭解不同型態集團企業對盈餘資訊內涵的影響，本研究提出的假說四為：

假說四：上市公司為集團內企業與會計盈餘之資訊內涵有關

參、研究設計

一、樣本選取及資料來源

研究中控制股東之股權資料主要來自於該上市公司所發行之公開說明書，再利用中華徵信所之台灣地區集團企業資料庫，以判斷公司控制股東之型態及其所屬的集團企業；相關之財務、股票報酬資料則來自於台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal, TEJ)。

本研究主要以1997年至2000年間曾發行公開說明書之上市公司為研究對象，考量金融保險業之行業性質較為特殊，故在研究中予以排除，在考慮樣本公司是否擁有完整之財務及股權資料後，研究中選取出18個產業，共334筆樣本資料。

二、控制股東之衡量

[一]、控制股東之型態

La Porta(1999)等將公司最終控制股東的型態分為(1)家族或個人(a family or an individual)；(2)公共部門(the state)；(3)股權分散之金融機構(a widely held financial institution)；(4)股權分散之公司(a widely held corporation)及(5)其他(miscellaneous)。另外，國際證券交易所聯合會對於其會員國股權結構之調查則將主要股東分類為：(1)國內個人投資者；(2)國內機構投資者；(3)國內非金融機構；(4)公共部門以及(5)外國機構及個人，在本研究中主要採後者的分類方式。

[二]、控制權及現金流量請求權的衡量

過去關於股權結構之研究，其股權的衡量主要在於直接控制股東所持有之股權，即直接登記於控制者名下的投票權。而較少考慮控制股東利用間接控制所持有的股權，即登記於其他企業實體名下，但該實體卻是由同一控制者所控制。所以，本研究在衡量控制股東之控制權時，將包含控制股東直接與間接控制所持有之股權，追蹤控制股東之方法則主要是採用類似於 La

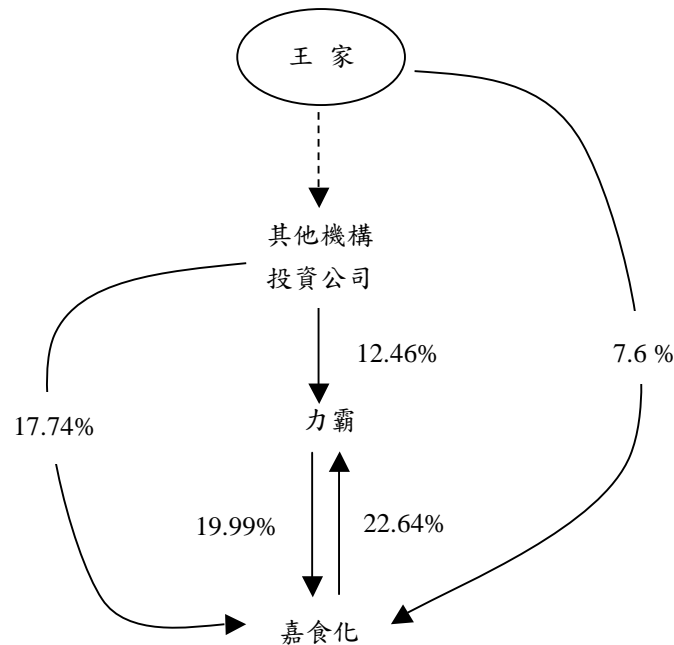
Porta(1999)等之方式⁵。

[三]、股權計算範例—以 1998 年東森力霸集團為例

東森力霸集團內之上市公司包括了力霸及新嘉食品化纖(以下簡稱嘉食化)兩家公司，圖 1 為王又曾家族對東森力霸集團的股權控制圖，圖中可看出王家對於力霸之控制主要以間接控制為主，王家並沒有以個人名義直接持有股份，而是以其所設立之投資公司以再投資的方式，間接持有力霸及嘉食化之股權。

本文在計算控制股東所持有的控制權及現金流量請求權時，將包括控制股東所直接及間接持有的股權。在控制權方面，直接控制部分是指由控制股東以個人名義或家族成員所持有的股權，間接控制部分則為控制股東透過其他機構所持有的股權，如在本例中王家除以個人名義持有嘉食化 7.6% 的股權外，還透過其他投資機構 17.74% 及力霸 19.99% 間接投資嘉食化，所以王家對於嘉食化的控制權為 37.8%--包括 7.6% 加上 17.74% 及 12.46% (12.46% 和 19.99% 取小者)；王家對於嘉食化的現金流量請求權為 27.83%--包括 7.6% 加上 17.74% 及 2.49% (12.46% 和 19.99% 相乘)；股權的偏離程度為現金流量請求權除以控制權而得。

在本研究中關於樣本公司股權結構之各個變數包括控制權、現金流量請求權及其偏離程度之股權計算，主要即是以以上之方法來予以估算。



⁵ La Porta(1999)等追縱控制股東的方法，主要是先分辨出公司控制股東的類型，而其控制權的計算主要是將控制股東所有直接及間接控制的投票權予以相加來計算。

圖 1 東森力霸集團之股權控制圖

表 2 力霸及嘉食化之控制權、現金流量請求權及其偏離程度

| 力霸 | 單位：百分比 (%) |
|------------------------|--|
| 控制權 | $12.46 + \min(25.34, 22.64) = 35.10$ |
| 現金流量請求權 ¹⁰⁰ | $12.46 + 22.64 \times 25.34 = 18.20$ |
| 現金流量請求權 ⁰ | $22.64 \times 7.6 = 1.72$ |
| 偏離程度 ¹⁰⁰ | $18.20 / 35.10 = 51.85$ |
| 偏離程度 ⁰ | $1.72 / 35.10 = 4.90$ |
| 嘉食化 | |
| 控制權 | $7.6 + 17.74 + \min(12.46, 19.99) = 37.80$ |
| 現金流量請求權 ¹⁰⁰ | $7.6 + 17.74 + 12.46 \times 19.99 = 27.83$ |
| 現金流量請求權 ⁰ | 7.6 |
| 偏離程度 ¹⁰⁰ | $27.83 / 37.80 = 73.62$ |
| 偏離程度 ⁰ | $7.6 / 37.80 = 20.11$ |

註：現金流量請求權¹⁰⁰，假設王家對於其他機構與投資公司所持有之股權為 100 %。

現金流量請求權⁰，假設王家對於其他機構與投資公司所持有之股權為 0%。

三、變數定義

會計盈餘是否具有資訊內涵，研究中主要利用 Fan and Wong(2002)之「盈餘-報酬」(Earnings-Return)關係模式來加以衡量，公司盈餘主要以每股盈餘來衡量，異常報酬，即以實際報酬率減期望報酬率之差來加以計算，研究中對於期望報酬率主要以市場模型加以衡量，市場模型主要假設各別證券報酬率和市場指數報酬率呈線性關係。以市場模型所估計出來 i 公司第 t 年的異常報酬率如下：

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

其中， AR_{it} 為第 i 公司股票第 t 年的異常報酬率； R_{it} 為第 i 公司股票第 t 年的實際報酬率； α_i 和 β_i 為估計期之資料，利用線性迴歸而得的參數估計值； R_{mt} 為第 t 年的市場報酬率。其他相關變數之定義如下表：

表 3 研究變數彙總表

| 變數 | 代號 | 定 義 |
|---------|------|--|
| 盈餘資訊 | | |
| 股票異常報酬 | AR | 實際報酬－期望報酬，以市場模式調整之。 |
| 盈餘 | EPS | 以公司每股盈餘衡量。 |
| 股權結構 | | |
| 控制權 | CONR | 辨認控制股東的類型，將屬於同一控制者所直接及間接持有的投票權相加。 |
| 現金流量請求權 | CASH | 分別假設控制股東對於其他名目公司之控制為 0 % 及 100% 時，控制股東所持有之現金流量請求權。 |
| 偏離程度 | DEV | 現金流量權／控制權，比例愈小，表示其偏離之程度愈大。 |
| 集團企業 | BG | 虛擬變數，如樣本公司為集團內之企業時，記錄為 1，其他記錄為 0。 |
| 控制變數 | | |
| 公司規模 | SIZE | 公司市值取自然對數（期初）。 |
| 成長機會 | GR | 以研發費用率作為替代變數，以研發費用／營業收入淨額衡量。 |
| 舉債程度 | LEV | 負債比率，總負債／總資產（期初）。 |

四、實證模型

為瞭解控制股東之類型及其持有的控制權及其與現金流量請求權偏離程度對公司盈餘及其異常報酬之影響，本研究主要以多元迴歸模式加以分析。而在分析控制股東對於會計盈餘資訊內涵之影響之前，研究中先以盈餘對異常報酬進行迴歸分析，以瞭解盈餘與股票報酬之間是否存有相關性，即會計盈餘對股票報酬是否具有一定的資訊內涵，實證模式如下：

$$AR_i = a_0 + a_1 EPS_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

其中， AR_i 為 i 公司股票之年異常報酬； EPS_i 為 i 公司當年度之每股盈餘。

在分析盈餘對異常報酬的關聯性後，為分析公司之控制股東股權是否影響盈餘的資訊內涵，即控制股東持有的控制權及其偏離程度與盈餘間的交互作用，研究中建立以下的基本迴歸模式，其中 a_2 係數即表示在公司盈餘與股權結構相互影響下對異常報酬的影響：

$$AR_i = a_0 + a_1 EPS_i + a_2 EPS_i OWN_i + a_3 EPS_i OWN_i BG_i + a_4 EPS_i SIZE_i + a_5 EPS_i GR_i + a_6 EPS_i LEV_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

其中，OWN 為相關的股權結構變數，包括控制股東之控制權及其偏離

程度；BG 為虛擬變數，包括是否為家族控股及集團企業。由於本研究期間包含亞洲金融風暴發生時期(1997 及 1998 年)及金融風暴之後的時期(1999 年及 2000 年)，所以研究中亦將研究期間區分為金融風暴發生時期，及發生後之時期，以瞭解不同時期對盈餘資訊的影響。

肆、實證結果與分析

一、相關變數之基本統計量分析

在研究中相關變數之基本統計量方面，樣本公司之控制股東平均所持有的控制權約為 26%。而由股權偏離程度可知，當假設名目公司亦為控制股東所控制時，研究中發現控制股東之股權並沒有很大程度的偏離(平均為 94.7%)，這可能與台灣典型的家族企業有關，當家族的控制股東利用其 100% 投資的控股公司間接持有上市公司之股份時，其控制權與現金流量請求權偏離程度相對較小。在所有的樣本公司中控制權最小的公司為屬於電子業的合泰，其股權主要為個人所持有；控制權最大的公司則是以交通部為控制股東的中華電信，中華電信雖然已經民營化但其股權仍是由政府所控制；其次為由經濟部及台灣省政府所控制之台肥；現金流量請求權⁰最小的公司包括卜蜂、台聚、尚鋒、國碁、中華工程及長億實業等六家公司，由於這些公司之控制股東對於股權的控制方式完全以間接控制為主，故其現金流量請求權⁰為 0%；而現金流量權¹⁰⁰最大的公司亦為中華電信。

其他控制變數方面，樣本公司中有 54.19% 的公司為集團內的企業。控制股東為家族同時亦為集團企業則佔全部樣本公司的 46.8%，在追蹤控制股東時，研究中也發現在台灣的上市公司大部分的集團企業之所以會結合成為一集團，其主要的的原因在於其為同一家族成員所設立。在其他的國家，許多企業之所以會相互結合，而成為一個集團，其目的可能主要在於藉由此一方式來增加彼此的競爭力，例如在日本的集團企業主要為金融機構、供應商與製造商等的結合，其目的在於可透過彼此間的相互貸款或從事聯合的投資，來提高資金的流動性。相關變數之基本統計量如表 4 所示。

表 4 盈餘資訊相關變數之基本統計量

| 變數 | 年度 | 平均數 | 標準差 | 最大值 | 最小值 |
|---------------|------|---------|---------|--------|---------|
| 異常報酬 (%) | 1997 | 0.1114 | 0.4466 | 1.6020 | -0.6010 |
| | 1998 | 0.0601 | 0.3843 | 1.526 | -0.516 |
| | 1999 | 0.1565 | 0.8797 | 3.093 | -0.81 |
| | 2000 | -0.1341 | 0.2703 | 1.022 | -0.598 |
| 盈餘 (元) | 1997 | 1.5939 | 1.6291 | 6.56 | -5.332 |
| | 1998 | 1.3894 | 2.5998 | 14.26 | -5.29 |
| | 1999 | 2.4098 | 2.6129 | 12.47 | -2.97 |
| | 2000 | 1.7705 | 1.6897 | 6.19 | -1.56 |
| 股權相關變數 | | | | | |
| 控制權 (%) | 1997 | 0.2659 | 0.1574 | 0.6481 | 0.0251 |
| | 1998 | 0.2591 | 0.1485 | 0.7794 | 0.0407 |
| | 1999 | 0.2589 | 0.1569 | 0.6393 | 0.0199 |
| | 2000 | 0.2909 | 0.1973 | 0.9999 | 0.0416 |
| 控制變數 | | | | | |
| 公司規模 (百萬元) | 1997 | 8.1383 | 1.8017 | 10.77 | 2.65 |
| | 1998 | 8.6185 | 2.2671 | 13.03 | 2.30 |
| | 1999 | 8.8411 | 3.3123 | 20.91 | 2.18 |
| | 2000 | 8.1372 | 3.1690 | 22.18 | 1.63 |
| 負債比率 (%) | 1997 | 43.0671 | 15.1951 | 99.15 | 8.38 |
| | 1998 | 41.8369 | 13.309 | 76.32 | 11.23 |
| | 1999 | 36.3913 | 14.1092 | 66.16 | 6.04 |
| | 2000 | 37.6875 | 13.7455 | 65.07 | 8.85 |
| 成長機會 (%) | 1997 | 1.3859 | 2.5648 | 13.10 | 0 |
| | 1998 | 1.3267 | 2.0745 | 12.60 | 0 |
| | 1999 | 2.0327 | 2.5934 | 14.80 | 0 |
| | 2000 | 2.0983 | 2.4453 | 12.40 | 0 |

資料來源：本研究整理。

二、控制股東之類型

由於近幾年關於企業控制股東的研究，對於區分公司是否為股權分散，所使用的投票權標準及控制股東之類型分類並不一致，表 5 主要是以投票權 20% 作為股權分散標準為例，來分析控制股東的型態，表中可看出在國內的研究中，本研究 and 翁淑育(2000)研究發現在國內之上市公司中並沒有以國內金融機構為控制股東之類型，主要可能是受到國內相關法令的限制(銀行法規定金融機構持有其他公司股權不能超過 5%)，但相對於外國學者對於台灣之研究 Claessens(2000)等，卻發現在台灣有 5.30% 之樣本公司為金融機構所控制有很大的不同，其原因可能在於國外之研究由於其資料來源較為有限，

使其在追蹤控制股東時無法繼續對金融機構之股東加以分析所致。而在與 Claessens(2000)等及 La Porta (1999)等研究結果的比較發現，台灣家族控股之情形平均來說高於其他東亞國家及全球其他的 270 個國家，此可能與台灣地區典型的家族企業有關。

表 5 控制股東類型--以投票權 20 %作為股權分散標準 單位：百分比

| 研究者 | 研究地區 | 樣本數 (家數) | 股權 分散 | 家族或 個人 | 國內機構 投資者 | 公共 部門 | 國內非 金融機構 | 外國機構 或個人 | 其他 |
|----------------------------------|---------|-------------|----------|-----------|-------------|----------|-------------|-------------|------|
| 本研究 | 台灣 | 334 | 40.72 | 51.50 | 0 | 4.19 | 0.6 | 2.99 | - |
| 翁淑育 (2000) | 台灣 | 251 | 29.9 | 58.2 | 0 | 2.00 | 2.8 | 1.1 | 6.00 |
| Claessens 等 (2000) | 台灣 | 141 | 26.2 | 48.20 | 5.30 | 2.80 | | 17.4 | - |
| | 東亞 8 國 | 2839 | 43.72 | 37.81 | 4.99 | 4.73 | | 8.75 | - |
| La Porta 等 (1999) --中等規模公司 | 全球 27 國 | 270 | 23.70 | 45.15 | 4.07 | 15.07 | | 3.81 | 8.26 |

註：*為該類型的控制股東佔全部樣本公司之百分比，- 表示在此研究中沒有此項分類。

表 6 分別依控制股東之類型，列示其平均持有之現金流量請求權、控制權及其偏離程度，可看出在台灣仍是以家族控制為最多。而對於控制股東來說，由於不同的持股方式(股權規劃)，將對控制股東產生不同的影響(如租稅、經營因素等)，所以由現金流量請求權⁰及現金流量請求權¹⁰⁰之差異可看出，當控制股東為家族或個人時，控制股東可能會因其控股目的不同，而使用間接之方式來控制公司，也就是透過國內或國外之投資公司、財團法人(如基金會、學校)及以集團內之企業相互持股之方式來控制該上市公司，以達到其股權規劃的目的。相反的，如果控制股東為政府或國內、外企業時，則較沒有股權偏離的情形。

同時，由表中亦可以看出，當公司的控制股東為公共部門時(包括政府及政黨等)，其所持有的控制權明顯地高於其他類型的控制股東，平均控制權為 42.09%，股權相對較為集中，可能是因為當該公司的主要股東為政府時，由於其持股的目的可能與一般民營之公司有所不同(可能還有政治、政黨等因素的考量)，故較不容易將其股份釋出，造成其股權集中度較一般企業為高。

表 6 控制股東類型及其平均持有之控制權、現金流量請求權、偏離程度

| 股東類型 | 樣本數 (家數) | 現金流量 請求權 ⁰ (%) | 現金流量 請求權 ¹⁰⁰ (%) | 控制權 (%) | 偏離程度 ⁰ (%) | 偏離程度 ¹⁰⁰ (%) |
|---------|-------------|---------------------------------|-----------------------------------|------------|--------------------------|----------------------------|
| 家族或個人 | 296 | 17.26 | 24.92 | 26.48 | 71.14 | 94.93 |
| 國內機構投資者 | 0 | - | - | - | - | - |
| 公共部門 | 16 | 40.41 | 40.91 | 42.09 | 95.77 | 97.02 |
| 國內非金融機構 | 11 | 10.15 | 10.26 | 12.04 | 78.80 | 79.66 |
| 外國機構或個人 | 11 | 29.38 | 29.38 | 29.38 | 100 | 100 |
| 全部樣本 | 334 | 18.53 | 25.35 | 26.85 | 73.53 | 94.70 |

三、盈餘資訊內涵

在分析公司股權結構對盈餘資訊的影響前，須先瞭解會計盈餘是否可解釋股票的異常報酬，在下表的模式中 a_1 係數即表示盈餘與異常報酬間之關係。由表 7 的實證結果發現，在亞洲金融風暴時期及之後之期間皆顯示每股盈餘與異常報酬間呈顯著之正相關，即當公司所報導的會計盈餘愈高時，該公司的異常報酬也會較高，所以，公司盈餘對於異常報酬應具有一定的資訊內涵。

表 7 每股盈餘對異常報酬之迴歸分析結果

| 模式 | $AR_i = a_0 + a_1 EPS_i + \varepsilon_i$ | |
|----------|--|-----------------------|
| | 亞洲金融風暴時期 | 非亞洲金融風暴時期 |
| 截距項 | -0.0421 (-1.27) | -0.2453*** (-3.54) |
| EPS | 0.0874*** (6.80) | 0.1178*** (5.08) |
| 樣本數 | 197 | 137 |
| F 值 | 46.19*** | 25.82*** |
| Adj R-sq | 0.1873 | 0.1543 |

() 括弧內為 t 值，***顯著水準 1%。

四、控制股東股權與其他因素對盈餘資訊內涵之影響

在考慮其他影響異常報酬的因素後，其迴歸結果如表 8，在亞洲金融風暴時期的實證結果發現，盈餘對異常報酬皆沒有顯著的相關性，相反的在金融風暴之後，則可看出盈餘對異常報酬之間在加入其他因素後仍呈顯著的正相關，即公司盈餘的表現愈好時，股票之異常報酬也會愈高。

在控制權方面，加入其他控制變數後，控制權與盈餘資訊內涵雖呈負相關但沒有達統計上的顯著性。實證結果也指出，在金融風暴後之時期，股權的偏離程度與盈餘資訊間呈顯著的負相關，即股權偏離程度愈小時，反而會降低盈餘之資訊內涵，可能的原因在於台灣的上市公司雖然會運用名目投資公司等方式來間接控制公司，但由於其名目投資公司的股權仍是為控制股東所完全持有所致，研究的結果與 Fan and Wong (2002)的研究發現不一致，其認為當偏離程度愈大時，控制股東將會有較大的動機來侵犯小股東權益，由於股權偏離程度愈大，表示控制股東損害小股東權益的成本愈小，會造成會計盈餘資訊內涵的降低。

由其他控制變數可看出，公司之成長機會在不同時期皆與盈餘資訊呈顯著的正相關，當公司愈具有未來的成長機會時，投資人會較樂於將資金投資在具有未來成長潛力的股票，公司目前的盈餘也才更能反應在股票的異常報酬中。

另外，在家族控制對盈餘資訊內涵的影響方面，實證結果指出，在金融風暴時期，如公司的控制股東為家族成員，且其控制權愈大時，與盈餘之資訊呈顯著的負相關，也就是說當家族成員所擁有上市公司愈大的控制權時，會使得投資人較不信任公司所報導出來的盈餘資訊，使其盈餘資訊未能反應在股價中，研究之結果與 Fan and Wong (2002)的結論一致。而在股權的偏離程度方面，迴歸之結果無論是在金融風暴時期亦或之後，皆沒有顯著的相關性，由此可知其實偏離程度的大小，並不會使得家族成員較有動機來剝奪小股東的權益，此與 Wiwattanakantang (2001)的研究結果一致，也就是家族控股的績效其實並未如預期的會低於其他類型的控制股東。

五、集團企業對盈餘資訊內涵之影響

集團企業與盈餘資訊內涵的實證結果如表 9 所示，實證結果顯示在非金融風暴時期如上市公司為一集團內的企業時，其控制股東所持有的控制權與會計盈餘資訊呈顯著的負相關，即當集團企業內之控制股東的控制權愈高，公司之盈餘資訊會較難以反應到股票的報酬上，可能的原因在於對集團企業來說，如果集團中的其中一家企業發生問題時，對於各別公司而言雖然可以透過集團內企業間的相互支持來降低其風險，但如果就整體集團來看，各別公司的危機，將可能波及整個集團，而產生一連串的連鎖反應，因而使得集團內個別公司之盈餘資訊較難反應至股票報酬中。

表 8 控制股東股權與其他影響因素對盈餘資訊之迴歸分析結果

$$AR_i = a_0 + a_1 EPS_i + a_2 EPS_i OWN_i + a_3 EPS_i SIZE_i + a_4 EPS_i GR_i + a_5 EPS_i LEV_i + \varepsilon_i$$

| | (1) | (2) | (1) | (2) | (1) | (2) |
|------------------------|---------------------|----------------------|--------------------------------|------------------------------------|----------------------------------|-------------------------------------|
| 截距項 | -0.0363 (-1.10) | -0.2208** (-3.15) | -0.0417 (-1.28) | -0.24*** (-3.5) | -0.0481 (-1.46) | -0.2312*** (-3.67) |
| EPS | -0.0565 (-0.94) | 0.1737** (2.05) | -0.106 (-1.63) | 0.2446*** (2.66) | -0.001 (-0.01) | 0.5539*** (5.24) |
| EPS*CONR | -0.0946 (-1.32) | -0.1303 (-1.26) | | | | |
| EPS*DEV ⁰ | | | 0.0369 (1.17) | -0.1219** (-2.26) | | |
| EPS*DEV ¹⁰⁰ | | | | | -0.0658 (-0.77) | -0.4334*** (-5.40) |
| EPS*SIZE | 0.0113** (2.53) | -0.0066 (-1.21) | 0.0122*** (2.74) | -0.0045 (-0.87) | -0.0116** (2.58) | -0.0033 (-0.69) |
| EPS*GR | 0.0145*** (2.75) | 0.0168** (2.20) | 0.014*** (2.65) | 0.018** (2.39) | 0.0142*** (2.69) | 0.0179** (2.58) |
| EPS*LEV | 0.0011 (1.54) | -0.0002 (-0.21) | 0.001 (1.37) | -0.0007 (-0.68) | 0.0008 (1.08) | -0.0011 (-1.04) |
| 樣本數 | 197 | 137 | 197 | 137 | 197 | 137 |
| F 值 | 13.02*** | 7.32*** | 12.92*** | 8.20*** | 12.72*** | 14.28*** |
| Adj R-sq | 0.2347 | 0.1884 | 0.2332 | 0.2093 | 0.2302 | 0.3281 |

(1)為亞洲金融風暴時期；(2)為亞洲金融風暴後之時期。

() 括弧內為 t 值。 **顯著水準 5%，***顯著水準 1%。

表 9 集團企業對盈餘資訊內涵之迴歸分析結果

$$AR_i = a_0 + a_1EPS_i + a_2EPS_iOWN_i + a_3EPS_iOWN_iBG_i + a_4EPS_iSIZE_i + a_5EPS_iGR_i + a_6EPS_iLEV_i + \varepsilon_i$$

| | (1) | (2) | (1) | (2) | (1) | (2) |
|----------------------------|--------------------|----------------------|---------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|
| 截距項 | -0.035 (-1.06) | -0.235*** (-3.40) | -0.168** (-2.51) | -0.119 (-0.91) | -0.05 (-1.51) | -0.2237*** (-3.64) |
| EPS | -0.088 (-1.38) | 0.175** (2.10) | -0.09 (-1.53) | 0.061 (0.73) | -0.029 (-0.25) | 0.491*** (4.67) |
| EPS*CONR | -0.019 (-0.22) | -0.212** (-1.99) | | | | |
| EPS*DEV ⁰ | | | 0.168** (2.06) | -0.134 (-0.87) | | |
| EPS*DEV ¹⁰⁰ | | | | | -0.05 (-0.58) | -0.44*** (-5.63) |
| EPS*CONR*BG | -0.121 (-1.56) | 0.315** (2.40) | | | | |
| EPS*DEV ⁰ *BG | | | -0.028 (-1.15) | 0.132*** (2.77) | | |
| EPS*DEV ¹⁰⁰ *BG | | | | | -0.034 (-1.41) | 0.107*** (2.87) |
| EPS*SIZE | 0.014*** (2.92) | -0.008 (-1.53) | 0.015*** (3.18) | -0.01* (-1.89) | 0.015*** (2.94) | -0.007 (-1.52) |
| EPS*GR | 0.015*** (2.89) | 0.012 (1.57) | 0.013** (2.37) | 0.016** (2.07) | 0.014*** (2.66) | 0.016** (2.42) |
| EPS*LEV | 0.001 (1.78)* | 0.001 (0.20) | 0.001 (1.48) | 0.002 (1.35) | 0.001 (1.22) | 0.001 (0.58) |
| 樣本數 | 197 | 137 | 197 | 137 | 197 | 137 |
| F 值 | 11.34*** | 7.27*** | 11.48*** | 7.44*** | 10.98*** | 13.94 |
| Adj R-sq | 0.2404 | 0.2168 | 0.2429 | 0.2212 | 0.2341 | 0.3634 |

(1)為亞洲金融風暴時期；(2)為亞洲金融風暴後之時期。

()括弧內為 t 值，*顯著水準 10%，**顯著水準 5%，***顯著水準 1%。

相對的在實證結果中亦發現，在非亞洲金融風暴時期，如上市公司為集團內的企業，其控制股東控制權與現金流量請求權的偏離程度與盈餘資訊內涵呈顯著的正相關，也就是集團企業內的控制股東持有股權的偏離程度愈大，將降低個別公司的盈餘資訊內涵。在沒有考慮集團企業因素時，控制股東股權的偏離程度對盈餘資訊內涵會有正的影響，然而將集團企業的因素納入後，則發現控制股東股權的偏離確實對盈餘資訊有負面的影響，其與 Fan and Wong (2002)之實證結果一致，當偏離程度愈大時，會降低盈餘之資訊內涵，顯示了在台灣集團企業內控制股東與小股東之間可能有代理問題的存在。

伍、結論與建議

本文研究台灣上市公司控制股東對盈餘資訊內涵之影響，以瞭解控制股東與小股東之間是否有代理問題的存在。研究中主要分為三個方面來討論，首先為控制股東擁有的控制權與現金流量請求權之偏離程度與盈餘資訊內涵之關聯；其次，分析控制股東型態對盈餘資訊內涵的影響；最後，討論集團企業與盈餘資訊內涵之關聯。

過去關於控制股東的相關研究中，多以探討控制股東對於公司價值的影響為主，而較少對控制股東與盈餘資訊內涵的關聯進行研究，而本文針對控制股東對盈餘資訊的影響加以探討，來分析外部投資者是否會因控制股東而影響其對公司盈餘之信任。實證結果發現當控制股東控制權與現金流量請求權偏離程度愈大時，對盈餘資訊內涵會有正面的影響，與過去相關研究的結果並不一致，過去的許多研究多認為股權的偏離，將容易引發核心代理問題，而降低公司的價值，然而在本文中卻發現其對盈餘資訊內涵會有正面的影響，由控制股東持股的目的來看，如果控制股東的持股目的是為長期控股，而非只為了賺取短期的資本利得報酬，此時對於控制股東來說利用投資公司的持股方式會較為有利（相對於以個人股東身份），因此控制股東會傾向於利用法人股東（如投資公司）的身份來間接持有被控制公司的股票，如果控制股東是因為此原因而使其控制權與現金流量請求權產生偏離，而不是使用股權槓桿作用間接損害小股東的權益，因而對於盈餘資訊內涵有正面的影響。

集團企業的影響方面，實證結果指出當上市公司屬於一集團企業時，控制權與現金流量請求權之偏離程度對盈餘資訊內涵會產生負面的影響。在台灣集團企業形成的原因多為家族之因素，家族成員間彼此結合成一集團，當集團內公司之經營狀況不佳時，基於家族因素可能會有互相隱藏其真實經濟狀況等情形，因而降低盈餘的資訊內涵。相反的在日本則多以大公司之組合（包含銀行、工業機構、供應商和製造商等）為主要類型，其結合之目的主要為幫助公司取得資金及從事聯合的投資，所以集團內企業彼此間可相互監督，而提高公司盈餘資訊的可信度。由此可知，在台灣之集團企業控制股東與小股東之間有代理問題的存在。

國內關於控制股東核心代理問題之研究，其研究期間較短，而本研究期間為1997~2000年包括亞洲金融風暴時期及非金融風暴時期，可比較在經濟情況較佳與不佳時對代理問題的影響。而在本研究的結果也顯示在金融風暴時期，由於受到整體經濟情勢不佳的影響，因而使得控制股東對於盈餘資訊內涵的影響較不顯著，相對的在非金融風暴時期，則可明顯的看出控制股東對盈餘資訊內涵有一定程度的影響。

而針對控制股東對盈餘資訊內涵之影響的實證結果，本文提出之建議分為(1)改善公司監理機制包括：董事會中應有代表小股東之外部董監事，以保

護少數股東之權益；建立對小股東權益之損害賠償機制—集體訴訟制度，對於一般個別股東來說，由於其持股較低，如其中任一股東對公司提出訴訟時，其個人權益所需負擔之法律成本太高，因而使得在台灣，個別股東甚少對公司提起訴訟，所以應降低外部小股東因其權益受損提出訴訟之法律成本，才會促使一般股東積極採行保障自身權益的法律行動；應充分揭露公司股權變化之情形、應加強揭露公司控制股東對於其集團企業之間彼此相互持股之關係，增加集團企業資訊的透明度，讓外部投資人能瞭解公司整體的股權關係；另外，(2)對後續研究之建議部分：由於本研究的股權資料主要來自於公開說明書，所以樣本僅限於在 1997 年至 2000 年曾因增資、發行公司債等因素而發行公開說明書之公司，可能會有選樣偏誤的情形(遺漏有財務危機之公司，因其在此段期間不會有增資或發行公司債的情形)，建議後續之研究可對發生財務危機公司之控制股東的股權加以研究。

由於研究中之股權資料主要來自於在 1997 年至 2000 年曾因增資、發行公司債等因素而發行公開說明書之公司，所以將產生以下的研究限制：上市公司如果在研究期間無發行公開說明書時，將無法取得股權之資料，可能造成選樣的偏誤；另外，公開說明書中關於董監事之親屬關係僅限於二親等以內之親屬，如果公司之主要股東並未擔任董監事時，則無法分辨其是否為家族之成員，此時股權的計算可能會有低估之情形，而影響實證之結果。

參考文獻

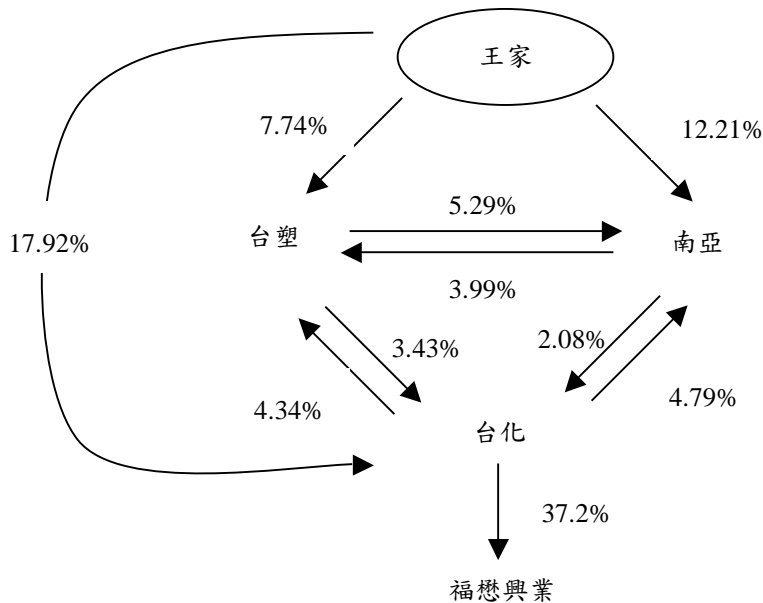
- 吳庭州，1996，股權結構、盈餘管理與盈餘資訊性之研究，輔仁大學管理學研究所碩士論文。
- 翁淑育，2000，台灣上市公司股權結構、核心代理問題與公司價值之研究，輔仁大學金融研究所碩士論文。
- 陳建宏譯，2000，1999 Share Ownership Survey，Focus。
- 楊聰權，1998，控股公司與股權規劃，宇信國際管理顧問公司出版。
- 黃佩鈴，2001，商業銀行之股權結構、核心代理問題與盈餘傳遞效果，中央大學財務管理研究所。
- 葉銀華，1999，家族控股集團、核心企業與報酬互動之研究—台灣與香港證券市場之比較，管理評論。
- 蘇裕惠、葉銀華，1999，強化公司管治機制之探討，主計月報，87卷5期。
- Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, and L. H. P. Lang. 1999. Expropriation of Minority shareholders in East Asia, Working Paper, World Bank .
- Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang. 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics* (58):81-112 .
- Douthett, E. B. Jr., and K. Jung. 2001. Japanese Corporate Groupings (Keiretsu) and the Informativeness of Earnings. *Journal of International Financial Management and Accounting*:133-159.
- Fan, J. P.H., and T.J. Wong. 2002. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earning in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*: 401-425.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*:305-360.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach, and E. Friedman. 2000. Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*(58):141-186 .
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance* (April):471-517.
- Lemmon, L. M., and K. V. Lins. 2001. Ownership Structure, Corporate Governance, And Firm Value : Evidence from the East Asian Financial Crisis, Working Paper .
- Shleifer, A., and R. Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* (June):737-783 .

Vafeas, N., .2000. Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy*:139-160.

Wiwattanakantang, Y., .2001. Controlling shareholders and corporate value : Evidence from Thailand. *Pacific-Basin Finance Journal* (9):323-362 .

附錄一 股權計算範例—以 1999 年台塑集團為例

在 1999 年時，台塑集團內有台灣塑膠、南亞塑膠、台灣化學及福懋興業等四家上市公司，下圖為王永慶家族對台塑、南亞、台化及福懋興業的控制圖，由圖中可知王家以個人名義直接持有台塑 7.74% 的投票權。同時，其亦透過南亞及台化分別持有台塑 3.99% 及 4.34%。另外，王家所持有(控制)的其他機構及投資公司如長庚醫院、泰氏及萬順國際投資亦分別間接持有 2.57%、5.54% 及 4.11%，台塑集團中各上市公司之股權控制圖及詳細之股權結構如下所示。



台塑集團之股權控制圖

台塑集團內公司之股權結構表

單位：%

| 公司 | 直接持股 | 間接持股 | | | |
|------|--------|-------|-------|--------|--------|
| | 王家 | 台塑 | 南亞 | 台化 | 其他機構 |
| 台塑 | 7.74% | - | 3.99% | 4.34% | 12.22% |
| 南亞 | 12.21% | 5.29% | - | 4.79% | 14.13% |
| 台化 | 17.92% | 3.43% | 2.08% | - | 37.45% |
| 福懋興業 | - | - | - | 37.20% | - |

資料來源：1999 年台塑、南亞及台化之公開說明書。

一、控制權的計算

假設王家對於其他機構與投資公司之控制為 100%，此時，王家以個人名義持有台塑 7.74% 股權，另再透過其他機構持有台塑 12.22%，所以在假設其他機構為王家所 100% 控制時，可知王家可直接控制台塑 19.96%；另外就南亞而言，王家可直接控制南亞 26.34%，故王家亦可透過南亞間接控制台塑 3.99% (26.34% 及 3.99% 取小者)；同樣的王家可直接控制台化 55.37%，再透過台化間接控制台塑 4.34% (55.37% 和 4.34% 取小者)，王家對於集團內各公司控制權之計算如下：

台塑集團內公司的控制權

單位：%

| 公司 | 直接 控制權 | 間接 控制權 | 控制權 合計 |
|----|-----------|---|-----------|
| 台塑 | 19.96 | $\min(26.34, 3.99) + \min(55.37, 4.34)$ | 28.29 |
| 南亞 | 26.34 | $\min(19.96, 5.29) + \min(55.37, 4.79)$ | 36.42 |
| 台化 | 55.37 | $\min(19.96, 3.43) + \min(26.34, 2.08)$ | 60.88 |
| 福懋 | -* | $\text{Max}[\min(19.96, 3.43, 37.2), \min(26.34, 2.08, 37.20), \min(55.37, 37.20)]$ | 37.20 |

資料來源：1999 年台塑、南亞和台化之公開說明書及本研究整理。

*王家沒有直接持有福懋興業之股權。

二、現金流量請求權的計算

假設王家對於其他機構與投資公司所持有之股權為 100%，所以王家對於台塑的現金流量請求權將包括直接持有部分 7.74%，和透過其他機構部分 12.22%，再加上透過南亞所間接控制的部分 1.05% (26.34% 和 3.99% 相乘)，最後再加上透過台化所間接控制部分 2.4% (55.37% 和 4.34% 相乘)，王家對於集團內各公司現金流量請求權之計算如下：

台塑集團內公司之現金流量請求權¹⁰⁰

單位：%

| 公司 | 直接 請求權 | 間接 請求權 | 現金流量請求權 合計 |
|----|-------------|---|---------------|
| 台塑 | 7.74+12.22 | $26.34 \times 3.99 + 55.37 \times 4.34$ | 23.41 |
| 南亞 | 12.21+14.13 | $19.96 \times 5.29 + 55.37 \times 4.79$ | 30.05 |
| 台化 | 17.92+37.45 | $19.96 \times 3.43 + 26.34 \times 2.08$ | 56.60 |
| 福懋 | -* | $55.37\% \times 37.2\% + 19.96\% \times 3.43\% \times 37.2\% + 26.34\% \times 2.08\% \times 37.2\%$ | 21.06 |

資料來源：1999 年台塑、南亞和台化之公開說明書及本研究整理。

*王家沒有直接持有福懋興業之股權。

假設王家對於其他機構與投資公司所持有之股權為 0%，因假設其對其他機構沒有持股，故王家對於台塑的現金流量請求權將只包括王家以個人名義持有部分 7.74%，和透過南亞所間接控制部分 0.49% (12.21% 和 3.99% 相乘)，再加上透過台化所間接控制部分 0.78% (17.92% 和 4.34% 相乘)，王家對各公司之現金流量權之計算如下：

台塑集團內公司之現金流量請求權⁰

單位：%

| 公司 | 直接 請求權 | 間接 請求權 | 現金流量請求權 合計 |
|----|-----------|--|---------------|
| 台塑 | 7.74 | $12.21 \times 3.99 + 17.92 \times 4.34$ | 9 |
| 南亞 | 12.21 | $7.74 \times 5.29 + 17.92 \times 4.79$ | 13.48 |
| 台化 | 17.92 | $7.74 \times 3.43 + 12.21 \times 2.08$ | 18.44 |
| 福懋 | -* | $17.92 \times 37.2 + 7.74 \times 3.43 \times 37.2 + 12.21 \times 2.08 \times 37.2$ | 6.86 |

資料來源：1999 年台塑、南亞和台化之公開說明書及本研究整理。

*王家沒有直接持有福懋興業之股權。

三、偏離程度的計算

在計算出王永慶家族對於台塑集團內各上市公司之控制權及現金流量請求權後，即可計算控制權與現金流量請求權的偏離程度。假設王家對於其他機構與投資公司所持有之股權為 100%，台塑公司之偏離程度為 82.75% (23.41% 除以 28.29%)；假設王家對於其他機構與投資公司所持有之股權為 0%，台塑公司之偏離程度為 31.81%，王家對各公司之股權偏離程度計算如下：

台塑集團內公司之股權偏離程度

單位：%

| 公司 | 控制權 | 現金流量 請求權 ¹⁰⁰ | 現金流量 請求權 ⁰ | 偏離程度 ¹⁰⁰ | 偏離程度 ⁰ |
|----|-------|----------------------------|--------------------------|---------------------|-------------------|
| 台塑 | 28.29 | 23.41 | 9 | 82.75 | 31.81 |
| 南亞 | 36.42 | 30.05 | 13.48 | 82.51 | 37.01 |
| 台化 | 60.88 | 56.60 | 18.44 | 92.97 | 30.29 |
| 福懋 | 37.20 | 21.06 | 6.86 | 56.61 | 18.44 |

附錄二 本研究之樣本公司

| 產業別(代碼) | 公司名稱 |
|-----------|--|
| 水泥(11) | 台泥、東泥 |
| 食品(12) | 嘉食化、大成、中日、卜蜂、泰山、台榮、久津、源益、立大、台芳、天仁、黑松、興泰 |
| 塑膠(13) | 台塑、南亞、台聚、台達、上曜、尚鋒、東陽、大洋、永裕、地球、恒大 |
| 紡織(14) | 宏洲、廣豐、嘉裕、潤紡、新燕、台化、福懋、大東、立益、力麗、大宇、力鵬、佳和、新藝、年興、集盛、怡華、宜進、聯發、宏遠、強盛、得力、偉全、聚隆、南緯、昶和、理隆、大統、三洋織、本盟紡織 |
| 電機(15) | 士電、東元、台安、瑞利、亞力、力山、川飛、利奇、丰典、華城、復盛、大億、堤維西、開億、耿鼎、江申、日馳、恩德、樂士 |
| 電器(16) | 聲寶、華新麗華、歌林、大亞、宏泰、台一、台灣三洋、大山、億泰、榮星、合機 |
| 化學(17) | 中化、南僑、李長榮、台灣永光、和桐、亞化、永信、長興化工、生達、台肥、中鋼碳素、永記造漆、台灣中華化學 |
| 玻璃(18) | 中國製紬 |
| 紙類(19) | 榮成紙業 |
| 鋼鐵(20) | 中鋼、友力、東和、彥武、豐興、名佳利、嘉益、桂宏、聚亨、大成不銹鋼、盛餘、新光鋼、新鋼、佳大 |
| 橡膠(21) | 華豐 |
| 汽車(22) | 裕隆、三富、中華汽車 |
| 電子(23、24) | 麗正、全友、宏電、楠梓電、佳錄、大眾、中環、矽品精密、國巨、華泰、台積電、友訊、碧悠、致伸、台灣光罩、合泰、光磊、矽品、精業、源興、力捷、順德、明碁、宏科、英業達、華碩、所羅門、致茂、鴻友、矽統、昆盈、亞旭、金像電、匯僑工、技嘉、微星、鴻運電、虹光、華宇、勝華、國基、威盛、世昕、云辰、合勤、普立爾、研華、精碟、友通、博達、映泰、凌陽、毅嘉、友尚、漢唐、浩鑫、國碩、陞技、飛瑞、中華電信、環科、圓剛、世平、雅新、仲琦、建準、國聯光電、固緯電、隴華、鼎元、興勤電、永兆、燦坤、倚天、台路、英誌、美津、太空梭、超豐電 |
| 營建(25) | 國產、國揚、全坤、寶成、潤泰、龍邦、中華、新亞、長谷、長億、冠德、宏總、啟阜、寶祥、大陸、皇普、仁翔、大華、三采、達欣、宏普、基泰、櫻花、宏巨、皇昌、昌益、皇翔、根基、日勝 |
| 運輸(26) | 裕民、陽明海運、志信運輸、偉聯、萬海航運、山隆通運、台灣航業 |
| 觀光(27) | 華國大飯店、六福開發、晶華 |
| 百貨(28) | 匯僑、遠百、高林、震旦行、佳能、統領、麗嬰房 |
| 綜合(98、99) | 力霸、寶成、台灣櫻花、偉聯、美利達、康那香、中興保全、優美、福興、新光保全、新海、泰銘、中視、中聯爐石、欣高石、成霖、慶豐富、欣錫 |

