

## 第二章 文獻回顧

### 第一節 代理問題

Jensen and Meckling (1976) 認為當經營者未全部持有公司股票時，經營權與所有權分離的股權結構，將造成經營者與股東間利益相互衝突，在雙方皆追求最大效用的前提下，經營者不可能永遠追求股東之最大利潤，代理問題因而產生。Fama and Jensen (1983) 建議應設計一套區別管理決策與控制決策的機制，以便有效控制代理問題。

早期文獻認為代理問題僅存在於經營權與管理權分離的股權結構，如 Ang, Cole, and Lin (2000) 支持 Jensen and Meckling (1976) 的主張，指出管理者持股比率與代理成本呈反向關係，即管理者持有股權愈低，代理成本愈高，代理問題愈嚴重。然而，自1980年以來的股權結構文獻中，卻顯示在經營權與關係人集中的資本市場中，常見另一種型態的代理問題。La Porta, Lopez-deSilanes, and Shleifer (1999) 發現股權集中，將導致控制股東（最大股東兼管理者）與其他股東利益衝突，衍生控制股東有權且可能挪用或侵佔公司資源的代理問題。

### **Jensen and Meckling (1976)**

#### **【研究主題及目的】**

此篇研究主要目的在於整合代理理論、所有權理論與財務理論中的要素，發展一套公司所有權結構的理論。此篇研究定義代理成本的組成要素，探討代理成本、分權與控制的關係，並檢視外部股東與對外舉債所產生代理成本的關聯。

#### **【分析方法】**

此篇研究採用理論探討與經濟分析。

#### **【研究結果】**

此篇研究認為當主理人與代理人明顯區分，可能會因為利益衝突而產

生代理成本，當主理人與代理人沒有明顯區分，可能也會產生代理問題。當握有大部分所有權的管理者在作公司資源配置的決策時，會與其他股東產生利益衝突，當管理者持股比例降低(低於100%)時，管理者與股東利益趨於分歧，使管理者產生侵佔公司資源以為額外補貼(perquisites)的代理問題，故將產生額外的代理成本。

## **Fama and Jensen (1983)**

### **【研究主題及目的】**

此篇研究藉由解釋剩餘權利 (residual interests，股東所能要求的權利) 的特徵，以發展一套控制代理問題的有效方法。

### **【分析方法】**

採用經濟理論分析

### **【研究結果】**

文中提及使經營決策與管理決策明顯區分的有效機制包括：1.高階管理者負責監督與覆核低階管理者之決策行為，2.董事會有核准與監督公司最高決策及決定最高管理者薪酬之職責，3.組織應設計一套誘因機制，使不同決策代理者間得以相互監督。在股權較為分散的公司中，由於經理人專業管理利益大於成本且較易為其他公司併購，故相較於股權封閉公司，具有較低的代理成本。

### **【對本研究的啟示】**

此篇文章認為在經營權、所有權分離的情況下，董事會是解決代理問題的重要機制。然而，董事會組成特徵可能會影響董事會解決代理問題之能力，以台灣資本市場為例，雖然上市公司名義上皆屬於開放型公司，但實際上專業經理人制度不彰、資本市場併購交易不頻繁、控制股東掌控經營決策等因素，皆可能限制董事會功能之發揮，故本研究擬探討在經營權與所有權分離較不明確的資本市場中，改善董事會組成特徵能否有效解決

代理問題。

## **Ang, Cole, and Lin (2000)**

### **【研究主題及目的】**

此篇研究以營業費用率（營業費用占銷貨比率）及資產利用率（銷貨收入除以總資產）為權益代理成本的代理變數，探討管理者持股程度與代理成本之關係，並加入外部監督變數，探討能否藉由銀行之外部監督力量，降低權益代理成本。

### **【研究假設】**

管理者持股比率越低，權益代理成本越高。非涉足管理工作的股東人數越多，權益代理成本越高。銀行的外部監督力量可有效降低管理者與股東間之權益代理成本，借款銀行家數及銀行借款期間與代理成本呈反相關係。

### **【樣本及資料分析】**

研究樣本為1999年1708家資本額五百萬美金左右的小公司，相關資料取自NSSBF資料庫，以多元迴歸分析檢驗各項變數與權益代理成本之關係。

### **【研究結果】**

支持研究假說。管理者持股比率與權益代理成本呈反向關係，非涉足管理職能之股東人數與權益代理成本呈正向關係，銀行監督力量可有效降低權益代理成本。

### **【對本研究的啟示】**

此篇研究結果支持Jensen and Meckling (1976) 的看法。握有經營權的管理階層與股東之間存在著典型的權益代理問題，提升管理者持股比率可有效降低權益代理成本。若董事會成員有較高的持股比率，管理者與公司利益將趨於一致，因而產生努力經營的誘因，似乎可降低公司的權益代理

成本。然而，股權結構集中可能無法完全消弭此種代理問題，控制股東可能會利用經營之便，侵佔或挪用公司資產，造成其他股東財富損失，而引進外部治理力量，或許是防範此種代理問題解決方法，故獨立董事與獨立監察人仍有存在的必要。

## 第二節 董事會組成

過去探討董事會組成的文獻大致可分為董事會規模、家族因素及董事會獨立性等方面，以下依據上述各方面分別加以探討：

### 1. 董事會規模

過去研究顯示董事會規模將直接影響董事會的決策效率，大規模的董事會組成將造成決策的無效率，降低董事會功能的發揮（Jensen，1993），Yermack（1996）研究結果則發現此種董事會運作的無效率，最終將會損及公司價值。

## Yermack（1996）

### 【研究主題及目的】

此篇研究探討董事會規模與公司價值之關係，並進一步分析市場對於董事會規模縮減是否會給予正面反應。

### 【研究假設】

由於董事會運作品質直接影響公司價值的創造，而董事會規模則是影響董事會運作效率的重要因素，故研究假設董事會規模與公司價值呈負相關。小規模董事會能為投資人帶來超額報酬，當董事會規模縮減，市場願意給予公司正面的回應。

### 【樣本及資料分析】

研究樣本選自1984至1991年間，至少四次進入財星（Fortune）500大公司名單的美國公司。作者共選取452家公司計3,482個觀察值，以Tobin's Q為因變數進行迴歸分析，探討董事會規模對公司價值之影響。

### 【研究結果】

公司價值與董事會規模呈現顯著負相關，董事會規模愈大，董事會運

作效率愈差，公司價值愈差。董事會規模與累積異常報酬呈現顯著負相關，當董事會規模縮減，市場會有正面反應。

### 【對本研究的啟示】

董事會規模雖可能會影響董事會運作之效率，但小規模董事會卻較易為少數控制股東所掌控，故本研究認為董事會規模與關係人交易之關係可能呈現非線性關係，規模過大或規模過小之董事會，皆無法有效發揮監督異常關係人交易之職能。

## 2. 家族因素

家族因素直接影響董事會結構及董事會監督能力。Villalonga and Amit (2004) 研究指出家族因素將影響公司價值，家族持股雖有助於解決型一代理問題 (Agency problem I)<sup>1</sup>，家族控制卻可能衍生型二代理問題 (Agency problem II)<sup>2</sup>，因而損及公司價值。Solomon 等人 (2003) 調查顯示，家族企業是台灣公司治理改革的最大阻礙，提升董事會獨立性為降低家族因素對董事會影響力的重要方法。

### Villalonga and Amit (2004)

#### 【研究主題及目的】

有鑑於過去就家族企業與公司價值關係之研究結果過於分歧，此篇研究以家族持股 (Family ownership)、家族控制 (Family control) 及家族管理 (Family management) 等家族企業定義，探討家族企業與公司價值之關聯性。

#### 【研究假設】

---

<sup>1</sup> 型一代理問題為 Jensen and Meckling (1976) 所提出的代理問題型態，即經理人與股東間之代理問題。

<sup>2</sup> 型二代理問題為控制股東與其他股東間之代理問題。

家族持股比率愈高，經理人與股東利益趨於一致，此時經理人基於自身利益而致力於公司經營，故家族持股可有效降低代理成本，提升公司價值。但若家族股東藉由交叉持股（Cross-holding）、金字塔結構（Pyramids）等手段增加其控制能力，則可能衍生控制股東於其他股東間的代理問題，因而損及公司價值。而家族企業成員擔任管理階層，可消弭管理階層對重大經營決策的歧見，有助於提升公司經營效率，促進公司價值的提升。

### **【樣本及資料分析】**

研究樣本為1994至2000年間曾被評選為Fortune 500之公司，以多元迴歸分析檢驗各家族變數對公司價值之影響。

### **【研究結果】**

家族持股比率與公司價值呈現顯著正相關，顯示家族持股可有效降低代理成本。家族股東藉由交叉持股（Cross-holding）、金字塔結構（Pyramids）等手段加強其控制能力，造成現金流量權偏離所有權程度愈高，將對公司價值造成負面影響。

### **【對本研究的啟示】**

家族企業代理問題並非經理人與股東間之利益衝突，而是控制股東透過交叉持股（Cross-holding）、金字塔結構（Pyramids）等家族控制手段侵害其他股東財富所衍生之代理問題。而這些家族控制手段將直接影響董事會結構及監督能力，增強控制股東對董事會之掌控能力，故本研究以控制股東董事席次比率，作為衡量家族控制之指標。

## **Solomon, Lin, Norton, and Solomon (2003)**

### **【研究主題及目的】**

此篇研究探討台灣上市公司董事對於台灣公司治理環境之看法，並進一步瞭解上市公司董事對董事會角色及功能之認知。

### **【研究假設】**

台灣上市公司董事認同台灣的公司治理改革措施，樂見台灣證券管理機構引進全球性的公司治理準則。上市公司董事認為家族控股是台灣公司治理最大的阻礙，獨立董事制度可解決此項阻礙。

### **【樣本及資料分析】**

此篇研究對2000年台灣上市公司董事進行問卷分析，共發出252張問卷，有效問卷率21.83%。

### **【研究結果】**

台灣上市公司董事普遍認同董事會的重要性，樂見台灣證券管理機構就董事會組成等公司治理議題進行改革，期待主管機關能制訂一套吸引國際資本市場的公司治理準則。台灣董事普遍認為家族企業是台灣公司治理最大的阻礙，引進獨立董事可有效解決此項阻礙。

### **【對本研究的啟示】**

家族控股是台灣上市公司常見的經營型態，封閉的董事會結構無法有效發揮董事會應有的監督功能，引進適當的獨立董事制度可改善封閉的董事會結構，避免家族控股對於公司治理的阻礙。

### **3. 董事會獨立性**

董事會主要功能在於協調各種型態的利益衝突，董事會獨立性將直接影響董事會協調利益衝突功能的成效。獨立性不佳的董事會，面對各種利益衝突事件時，可能無法為公司利益做最佳決策。Mak and Li (2001) 指出董事會獨立性與所有權結構及其他董事會組成變數高度相關，顯見董事會獨立性是公司治理的核心。Beasley (1996) 認為外部董事是防止財務報表舞弊的重要工具，缺乏外部董事的公司，發生財務報表舞弊的機率愈高。Cotter, Shivdasani, and Zenner (1997) 則指出獨立董事在股權收購時，可為目標公司股東帶來較高的收購溢價。

## **Mak, and Li (2001)**

### **【研究主題及目的】**

此篇以新加坡上市公司官股比率普遍偏高的獨特所有權結構為背景，探討所有權結構與董事會獨立性、經理人參與管理及董事會規模等董事會組成變素間之交互影響關係，以及各項公司治理變數對公司價值之影響。

### **【研究假設】**

所有權結構集中的公司，管理階層為避免外來治理勢力對其經營權的挑戰，較可能組成封閉且不具實質監督效益的董事會結構，故此篇研究假設管理者持股比率與獨立董事席次比率、董事會規模呈負相關，與董事長兼任總經理呈正相關。

外部大股東持股比率 (Blockhold) 代表市場機制對管理者的監督行為，外部大股東的監督行為可促使管理者組成具有開放且高度監督效益的董事會，而獨立董事席次比率愈高、董事長未兼任總經理的董事會，往往具有較高的監督效益，故外部大股東持股比率與獨立董事席次比率及董事會規模呈正相關，與董事長兼任總經理呈負相關。

董事會獨立性象徵董事會組成的開放程度，若董事會獨立性愈高，代表公司內部治理機制並非僅取決於少數控制股東或管理階層，而是基於開放多元的董事會結構，故獨立董事席次比率與董事會規模呈現正向關係，與董事長兼任總經理則呈現負相關。

### **【樣本及資料分析】**

此篇研究以1995年在新加坡證券交易所 (Stock Exchange of Singapore) 掛牌上市的公司為觀察值，共選取147家至少上市兩年且近三年盈餘皆為正數之公司為研究樣本。研究設計採兩階段多元迴歸模型，先檢驗獨立董事席次比率、控制股東參與管理及董事會規模等各項董事會組成變數對外部

大股東持股比率與經理人持股比率之影響，再分別以各項董事會組成變數為應變數，外部大股東持股比率、經理人持股比率及其他董事會組成變數為自變數，探討各變數間彼此之相互關係。

### **【研究結果】**

實證結果發現，不但所有權結構與董事會組成變數彼此具有高度相關性，甚至董事會組成變數間彼此亦高度相關。獨立董事席次比率與管理者持股比率呈現負相關，獨立董事席次比率與董事會規模呈現負向關係，大股東持股比率與參與管理呈現正向關係。

### **【對本研究的啟示】**

此篇研究結果發現，董事會獨立性與其他董事會組成變數及所有權結構變數具有相關性，故在探討獨立董監制度與關係人交易之關係時，應考慮其他董事會組成變數及所有權變數對獨立董監制度之影響。

## **Beasley (1996)**

### **【研究主題及目的】**

此篇研究目的在於探討外部董事、獨立董事及審計委員會等董事會組成成員特性，與財務報表舞弊發生機率之關連性。

### **【研究假設】**

董事會中外部董事席次比例、獨立董事席次比例與發生財務報表舞弊之機率呈現反向關係。董事會設有審計委員會之公司，發生財務報表舞弊機率較低。

### **【樣本及資料分析】**

作者選取150家公司在交易市場、公司規模、產業、樣本期間類似之公司，將樣本分為財務報表舞弊及非財務報表舞弊等兩組，以Logistic橫斷面迴歸分析檢驗兩組樣本公司在各變數間之差異。

### **【研究結果】**

財務報表舞弊公司董事會中外部董事、灰色董事（即與管理階層有親屬或業務關係的董事）及獨立董事比例均低於非財務報表舞弊公司，顯示獨立性較佳的董事會具有較佳的防弊效果。另外，公司設置董事會審計小組與否，無助於減少公司發生財務報表舞弊之機率，顯示外部董事在防止財務報表舞弊之角色上，較董事會審計小組重要。

### **【對本研究的啟示】**

在我國，龐大的關係人交易可能是管理當局財務報表舞弊之結果。因此，本研究依據此篇研究結論，認為獨立董事、獨立監察人具有防止藉由關係人交易進行財務報表舞弊的功能，可由獨立董監制度與關係人交易之關係驗證獨立董事及獨立監察人的防弊功能。

## **Cotter, Shivdasani, and Zenner (1997)**

### **【研究主題及目的】**

此篇研究探討聘任獨立董事之目標公司股權被收購時，董事會獨立性與目標公司股東所獲得的收購溢價（Tender premium）之關係。亦即獨立性較高之董事會能否讓收購公司願意支付較高的收購溢價。

### **【研究假設】**

董事會獨立性較高的公司，於公司股權被收購時，股東於收購期間能獲得較高的收購溢價。

### **【樣本及資料分析】**

作者選取1989至1992年間共169個股權收購案件為樣本，以逐步迴歸模式檢驗證收購溢價與董事會獨立性間之關連。

### **【研究結果】**

實證結果發現，董事會外部董事超過50%之公司，其股東於收購期間

能獲得較高的收購溢價。目標公司董事會外部董事超過50%者，該股權收購案之原始收購標價與最終得標價較高，顯示收購者願意對董事會獨立性佳的公司，支付較高的收購價格。此外，董事會獨立性較高之公司，收購案失敗與管理者吞食毒藥丸（poison pill）之機會較高。

#### **【對本研究的啟示】**

此篇研究由公司價值層面探討獨立董事對公司的正面積極影響，實證結果顯示存在獨立董事能提昇公司價值。換言之，獨立董事的價值並非僅止於消極的防弊功能，更應包含積極的價值創造功能，故對部分可能有利於公司價值的關係人交易而言，獨立董事、獨立監察人可能反而會加以支持。

### 第三節 關係人交易

近年來國內關係人交易舞弊頻傳，對於關係人交易之批評及獻策常見諸於各類媒體報導，但有關關係人交易之實證性研究卻相對較少。早期關係人交易研究多著重於國內企業關係人交易現況之報導，對關係人交易弊端之起因與防治，著墨較少。邱安琪（1993）探討我國上市公司關係人交易的特質，發現我國上市公司關係人數目眾多，關係人交易頻繁。馮淑媛（1994）檢視影響國內企業關係人交易發生之因素，探討第六號審計公報所列常發生關係人交易之情形與事實是否存有差異。曹瓊芳（1998）檢驗集團企業及非集團企業應用多種盈餘操縱工具進行盈餘管理的程度，發現集團企業於募集資金時，傾向以關係人交易操縱盈餘。陳宥臻（2002）發現民國 86 年公司法關係企業專章增訂後，上市公司關係人交易總額顯著高於增訂前。

近年來由於關係人交易弊案頻傳，公司治理議題深受大眾重視，代理問題、公司治理機制及關係人交易之關係，逐成為關係人交易研究之主流。茲將相關研究分述如下：

#### 林維珩（民85）

##### 【研究主題及目的】

探討關係人附註揭露資訊的有用性，並分別以代理成本資訊、盈餘品質資訊及評價攸關性等三方面進一步分析關係人交易附註揭露的資訊特性。以瞭解現行關係人交易揭露制度能否提供報表使用者評估企業經營成果及財務狀況的有用資訊。

##### 【研究假設】

此篇研究假設關係人交易資訊可傳達代理問題資訊，造成投資人調整要求的必要報酬率，故關係人交易附註揭露內容，會影響投資人所要求的

必要報酬率。而關係人交易所存在的可操縱性，將造成會計盈餘含有較多偏誤及雜質，故發生較多關係人交易的企業，會計盈餘解釋股價的能力越差。另外，關係人交易資訊及非關係人交易資訊具有不同程度的盈餘解釋能力，來自關係人交易之盈餘反應係數，異於來自非關係人交易之盈餘反應係數。

### **【樣本及資料分析】**

該篇研究以民國70年已上市且於民國74年財務會計準則公報第六號施行前已揭露關係人交易的公司為樣本，採多元迴歸分析探討附註揭露關係人交易資訊對企業系統風險、盈餘反應係數及累積異常報酬的影響。

### **【研究結果】**

首次揭露關係人交易公司之系統風險顯著高於揭露前，顯示關係人交易附註揭露可提供外部股東權益代理問題之相關資訊。來自關係人交易損益之盈餘反應係數顯著高於非關係人交易損益之盈餘反應係數，顯示關係人交易附註資訊具有增加解釋股票報酬的能力。

### **【對本研究的啟示】**

外部股東與握有經營權之控制股東或管理階層存有典型的權益代理問題，而關係人交易基於交易雙方具備的特殊關係，存在著可操縱性，可能為管理階層基於利益衝突所進行之非常規交易行為。

關係人交易附註揭露能提供外部股東權益代理問題之相關資訊，關係人交易弊端往往為代理問題所產生，故本研究認為關係人交易應可用於衡量權益代理問題之程度，即關係人交易越多，可能顯示該公司之代理問題越嚴重。

**謝文馨（民 88）**

### **【研究主題及目的】**

此研究主要目的在探討家族企業的治理機制，與董監事盈餘管理及發佈不實財務報表之關聯性。作者分別探討我國上市家族企業治理機制之董事會組成與盈餘管理，及董事會組成與發佈不實財務報表間之關聯性。

### **【研究假設】**

家族結構的董事會組成相較於非家族結構董事會組成，與公司盈餘管理有較高的關聯性。家族結構的董事會組成與發佈不實財務報表間的關聯性較高。

### **【樣本及資料分析】**

此研究以民國 86 年底之 209 家台灣地區上市公司為樣本。在觀察並分析董事會組成與盈餘管理之關聯性方面，除了估計裁量性應計項目所需資料來自民國 75 年至 85 年外，其餘使用變數均為民國 83 年至 86 年之資料。在探究董事會組成與發佈不實財務報表方面，則以民國 82 年至 86 年間，受證期會不實財務報表處分之公司為研究樣本。

### **【研究結果】**

以臨界持股比例重新定義家族企業後發現，我國上市公司中家族企業高達 83.25%。其中，高持股的家族企業、最大家族占董監席次比高的家族企業，無次大控制群體及獨立監察人存在之家族企業，運用各項盈餘管理工具的程度較高。在各項盈餘管理工具中，家族企業相較於非家族企業，發生較高的關係人處分財產損益及關係人應收帳款，故關係人處分財產損益及關係人應收帳款兩項工具可能是家族企業重要的盈餘管理工具。

### **【對本研究的啟示】**

根據此研究的研究結果顯示，相較於其他盈餘管理工具，關係人處分財產損益及關係人應收帳款兩項工具可能是家族企業重要的盈餘管理工具。關係人應收帳款為關係人銷貨之相對科目，顯示關係人銷貨交易與處分財產交易可能是盈餘操縱之主要工具。

盈餘操縱涉及投資大眾對於公司價值的評價，企業發佈扭曲的財務報

表將造成控制股東與其他股東間之財富流動效果，此為權益代理問題之另一例。家族企業由於經營型態封閉，缺乏外部監督，故可能有較高之權益代理問題。若藉由獨立董事、獨立監察人之專業監督，應能有助於解決家族企業控制股東藉由發佈不實財務報表或利益輸送侵佔其他股東財富的權益代理問題。

## 謝金賢（民 90 年）

### 【研究主題及目的】

該篇研究探討上市公司董事會結構對於關係人交易決策及特性之影響，並以企業連結（Corporate linkage）之角度，審視法人股東與關係人交易之關連性。

### 【研究假設】

董監持股比率愈高，管理當局操縱關係人交易維持股價的誘因愈強，故董監持股比率與關係人交易呈現正向關係。而董監質押比率愈高，管理當局為避免股票遭受斷頭，藉由關係人交易盈餘操縱以維持股價的誘因愈強，故董監質押比率與關係人交易呈現正向關係。此外，董事會規模愈大或法人董事比率愈高，代表公司關係人利益糾葛較為複雜，故可能會發生較高的關係人交易。

### 【樣本及資料分析】

該篇研究以民國 88 年在台灣證券交易所上市 436 家上市公司之相關資料進行橫斷面迴歸分析，探討董事會結構及企業連結情形，與關係人交易之關聯性。

### 【研究結果】

法人股東人數愈多與企業規模愈大，關係人交易金額也愈大，顯示公司連結對於關係人交易有正向影響。董事會持股比率愈高，關係人交易金

額愈小，符合 Morck, Shleifer and Vishny (1989)所提出的「掠奪性假說」(Entrenchment Hypothesis)。

### 【對本研究的啟示】

從企業連結的角度觀之，企業規模愈大及法人股東人數愈多，反映企業所涉及的利益範圍愈廣，較易有關係人交易的發生，此結論與多數研究結果相同。而董事會持股比率愈高，關係人交易愈小的結論，可能與 Morck 等人(1989)所提出的「利益收斂假說」(Convergence of Interest Hypothesis)及「掠奪性假說」(Entrenchment Hypothesis)相互衝突的現象有關<sup>3</sup>。然近年如 Shleifer and Vishny (1997)、La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (1999)及 Claessens, Djankov and Lang (2002)等多篇研究皆顯示，在經營權及所有權集中(董事會持股比率高)之公司，管理者藉由交叉持股或金字塔結構等方式，造成盈餘分配請求權偏離所有權的情況更為嚴重，故控制股東挪用或侵佔公司資源的代理問題極有可能發生，即控制股東傷害小股東財富的負侵佔效果(Negative entrenchment effect)。因此，本研究認為若控制股東董事會持股比率愈低(董事會獨立性愈高)，關係人交易侵佔行為愈不易發生，故董事會持股比率與關係人交易呈現正向關係。

## 葉銀華、蘇裕惠、柯承恩及李德冠(民92)

### 【研究主題及目的】

此研究從股權結構與董事會組成萃取公司治理衡量變數，進一步探討該等變數對於公司關係人交易的影響，以驗證關係人交易是否為控制股東侵害小股東財富的主要管道。

### 【研究假設】

---

<sup>3</sup> Morck, Shleifer and Vishny (1989)認為在股權愈集中於管理者之公司，企業財富損失直接影響管理者之財富，故管理者的行為將較為合理化，對企業價值與績效有正面影響，此即為「利益收斂假說」。而「掠奪性假說」則主張股權集中公司，管理者之「支出偏好行為」(Expense preference behavior)將較為嚴重，如董事會基於「職位安全性的考量」，可能會進行「反接管行為」(Antitakeover behavior)否決對股東有利的併購案，而此等「支出偏好行為」在股權集中的公司中較易成功。

若投票權偏離現金流量權幅度越大，控制股東負侵佔效果越強，而使關係人交易增加。當控制股東持有的現金流量權越大，其侵佔小股東財富的動機越低，亦即降低關係人交易比率。控制股東成員擔任董監席位比率越高，越有利於以關係人交易侵佔公司財富。控制股東成員未擔任監察人，監察人較能有效監督，減少控制股東藉關係人交易侵佔公司財富的機會。

### 【樣本及資料分析】

此研究以民國 88 及 89 年為研究期間，共選取 176 家台灣上市公司為樣本，以平均數差異檢定及多元迴歸分析分別探討各項變數與六大類關係人交易間的關係<sup>4</sup>。

### 【研究結果】

研究結果顯示控制股東成員未擔任監察人者，公司的關係人交易比率較低。控制股東成員擔任董事、監察人席位比率較高時，可能會進行較多的關係人交易。當現金流量權偏離控制權程度越低時，控制股東的經營態度越積極，關係人交易比率將隨之降低。

### 【對本研究的啟示】

控制股東成員擔任董事、監察人，將降低董事與監察人的監督力量，造成較多的關係人交易。此結論意謂著外部監督力量可能有效防範公司控制股東或管理階層的財富侵佔行為，減少非常規關係人交易的發生。

根據余雪明大法官的定義：外部董事在美國與獨立董事同義<sup>5</sup>。董事中兼任公司職務者為內部董事或兼任實質董事，其他為外部或不兼職董事，後者符合嚴格獨立性定義者，則為獨立董事<sup>6</sup>。由此觀之，非控制股東成員擔任董事或監察人職位者，若不能符合嚴格之獨立性定義，仍無法稱之為獨立董事。此篇研究作者以控制股東二等親親屬及配偶關係為判定控制股

<sup>4</sup> 此六大類關係人交易為關係人股權交易比率、關係人土地交易比率、關係人資金融通保證、關係人銷貨比率、關係人應收款項比率及關係人營業外收入比率。

<sup>5</sup> 余雪明著，獨立董事與投資人保護法律與當代社會，思上書屋出版，1996年6月。

<sup>6</sup> 余雪名著，台灣新公司法與獨立董事（上），萬國法律，123期，2002年6月。

東成員之依據，另外將受控制股東成員所控制的公司與機構亦列入控制股東成員。非控制股東成員雖然具備身份上之獨立性，卻不一定符合法規所規範之獨立性定義。

本研究與此篇研究最大不同之處在於，本研究認為上市審查準則對於獨立董事之獨立性定義，兼具身份上與經濟上之獨立性，遠較此篇研究之非控制股東成員廣泛，對控制股東的實質監督效果更為明顯。因此，本文以上市審查準則之獨立性定義，做為判定獨立董事、獨立監察人之依據，即本研究所稱獨立董監，乃符合上市上櫃審查準則獨立性定義之董事與監察人。