

東海大學會計學系碩士班

碩士論文

台灣集團企業控制股東控股能力與
資訊透明度之攸關性

The Relevancy between
Controlling Shareholder's Holding Capability and Information
Transparency in Taiwan's Business Group

指導教授：林灼榮 博士
李秀英 博士

研究生：蔡 灝 撰

中華民國 101 年 6 月

謝辭

不知不覺，又到了鳳凰花開的季節，研究生生活在此也要告一段落了。這兩年間，除了收穫滿滿的知識，也習得不少生活的學問與道理。在慶幸當初放下工作重回校園是正確選擇的同時，內心更多的是感謝與感恩。

首先感謝的是我的指導教授：李秀英老師與林灼榮老師。從最初論文主題構思，以至寫作過程中的反覆討論及修正，到如今完成，兩位老師的教導，包括研究觀念的啟發、專業領域的指導及錯誤的糾正，都讓我受益良多，也是論文能夠順利完成的關鍵。而兩位老師平常對學生的關懷，更有一股源源不絕的暖流，溫暖著我。此外，感謝陳育成老師與林宜勉老師在口試時所給予的專業意見，讓本篇論文內容更加完善與周詳。而系上老師的課程教授，也融入了我的論文寫作。因為有各位老師的幫助，才能夠順利完成本篇論文，謝謝您們。

其次感謝的是一同走過這兩年時光的同窗們。富維和岱君，我們不僅是同學兼同門，也是一起學習與打氣的好夥伴。奕傑、名傑，環島的壯舉這輩子都會永留我心。勇智、正詠、雅琇、姍穎、姍姍、姿婷、奕帆以及聖涵，謝謝你們平時對我的幫助與包容。此外，還要感謝復瑞學長平常的軟體教學與關心；琦勛、語涵、苡苒學姐與智鴻學長的鼓勵；一起學習計量方法與技術的國貿系與逢甲小同門；還有學弟妹政彥、偉婷、承樺、浩恩的幫忙。因為大家的幫助，才能夠順利完成本篇論文，謝謝你們。

最後要感謝的是我的親人：爸爸、媽媽、弟弟和妹妹。報考研究所與準備考試的那段日子，同時也是我人生最低潮的時候。你們一直鼓勵我、支持我，幫助我走出負面思考與渾渾噩噩，重回應有的人生軌道，並在這兩年求學生涯作我最大的後盾，謝謝你們。而在這段時間給予我幫助與關心的朋友，一併致謝。

很多時候，重點不在於事情本身，而是陪你一起完成的人。謝謝這一路上幫助過我的人，謝謝！

蔡灝 謹誌
於東海大學會計系研究所
2012年6月

台灣集團企業控制股東控股能力與資訊透明度之攸關性

指導教授：林灼榮 博士
 李秀英 博士
研究生：蔡 灝
學 號：G99430112

摘 要

本文旨在探討台灣集團企業控制股東控股能力、集團企業特性與資訊透明度之攸關性。研究對象為 2005 年至 2010 年上市櫃集團企業。研究方法係利用 Ordered Probit 模型進行迴歸分析。實證結果發現：(1)控制股東控股能力越強，資訊透明度越差；而自願性揭露資訊部分，則呈現方向不一之結果。(2)單一家族掌控與專業經理人主導集團型態，在資訊透明度與自願性揭露資訊，均較其他型態差。集團核心公司之資訊透明度與自願性揭露資訊均較非核心公司差。而次大股東並不存在監督效果。(3)控股能力與集團企業型態的交互效果部分：強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其單一家族掌控型態相對於其他型態，資訊透明度有所改善。專業經理人主導型態僅在強勢控股能力相對於弱勢控股能力下，其資訊透明度顯著改善。(4)控股能力與核心公司及次大股東交互效果部分：控股能力達一定強度，核心公司資訊透明度及自願性揭露資訊均較佳，反之則無顯著差異。而控股能力強弱對次大股東之監督效果，並無明顯差異。(5)綜合本文實證結果，支持利益掠奪假說，惟控制股東控股能力達一定強度時則偏向利益一致性。核心公司資訊透明度因控股能力有所差異。但集團企業次大股東對資訊透明度則無監督效果。

關鍵詞：控制股東、控股能力、資訊透明度、集團企業

The Relevancy between Controlling Shareholder's Holding Capability and Information Transparency in Taiwan's Business Groups

Advisors: Dr. Jwu-Rong Lin

Dr. Hsiu-Ying Lee

Graduate Student: Hao Tsai

Student No.: G99430112

Abstract

This study examines the relevancy between holding capability of controlling shareholders and information transparency in Taiwan business groups. Using a sample of business group of firms listed on the Taiwan Stock Exchange (TSE) and Taiwan's OTC market (GTSM) over a six-year period (2005~2010). This research is analysed by using the ordered probit regression model. Overall results are in line with the entrenchment hypothesis, but when holding capability of controlling shareholders exceeds a certain strength, the information transparency will be affected by convergence of interest hypothesis. The information transparency of core enterprise is not the same under different holding capability, but the second largest shareholder does not have any effect of supervision.

Keywords: *Controlling shareholder, Holding capability, Information transparency
Business group.*

目 錄

謝辭	I
中文摘要	II
英文摘要	III
目 錄	IV
圖目錄	V
表目錄	VI
第壹章 緒論	1
第一節 研究背景與動機	1
第二節 研究目的	4
第三節 研究流程	5
第貳章 文獻探討	7
第一節 集團企業與控制股東	7
第二節 代理理論與監督機制	11
第三節 資訊透明度與資訊揭露評鑑	13
第四節 控制股東與資訊透明度	16
第參章 研究設計	19
第一節 理論架構與假說發展	19
第二節 變數定義與衡量	24
第三節 實證模型	30
第肆章 實證結果與分析	34
第一節 敘述性統計分析	34
第二節 相關性分析與差異性檢定	38
第三節 迴歸分析	43
第四節 邊際效果分析	50
第伍章 結論與建議	53
第一節 研究結論	53
第二節 管理意涵	55
第三節 研究限制與未來研究建議	55
參考文獻	56

圖目錄

圖 1-1	研究流程圖	6
圖 3-1	觀念性架構圖	19
圖 3-2	Allouche et al. (2008)模型圖	20
圖 3-3	控制股東控股能力模型圖	20



表目錄

表 3-1	控制股東控股能力分類表.....	25
表 3-2	變數定義與衡量方式彙整.....	29
表 3-3	變數預期符號表.....	33
表 4-1	樣本篩選過程表.....	34
表 4-2	2005~2010 年集團企業產業分布狀況表.....	35
表 4-3	敘述性統計.....	37
表 4-4	Pearson 與 Spearman 相關係數矩陣.....	39
表 4-5	年度別差異性檢定.....	41
表 4-6	產業別與審計品質別差異性檢定.....	42
表 4-7	資訊透明度迴歸結果.....	45
表 4-8	自願性揭露資訊迴歸結果.....	49
表 4-9	控股能力對資訊透明度之邊際效果評估.....	51
表 4-10	控股能力對自願性揭露資訊之邊際效果評估.....	52



第壹章 緒論

本章分為三部分，第一節說明研究背景與動機；第二節說明研究目的；第三節則為研究流程。

第一節 研究背景與動機

台灣產業發展迄今，社會經濟結構主體已由農業轉型為工商業社會，而企業的成長與茁壯，也帶動原先的單一中小企業，擴張為大型且多角化經營之集團企業。根據中華徵信所(2011)年針對 2010 年臺灣前一百大集團調查所發布之資訊¹，前一百大集團不論全球合併資產總額或營收總額，規模均已遠超過我國國內生產毛額²，意謂集團企業已成為我國經濟結構的主軸。當企業面對激烈競爭且強調國際化的產業環境，並因應企業成長所需的資本擴充時，將會引入外部投資人，此時企業經營型式從獨資或合夥經營，轉變為公開發行並擁有眾多股東的上市櫃公司經營型態，代理問題也接踵而至。

Jensen and Meckling(1976)提出代理理論，指出主理人(資金提供者)委託代理人(專業經理人)負責企業經營與管理，彼此存在委任與受雇的契約關係，此時代理人理應依照雙方之約定內容，對企業經營成果負責，謀求主理人利益極大化。然而考量到代理人本身的自利動機，代理人會追求自身利益，因而可能做出違反公司與主理人利益的事情；此種情況屬第一種代理問題，即公司管理當局與股東之間的利益衝突，惟此種問題似乎以股權分散之歐美企業較常發生，在亞洲地區則存在不同的問題。

根據 La Porta, Lopez-De-Silanes and Shleifer(1999)針對 27 個國家的大型上市公司調查發現，超過一半以上的上市公司均存在控制股東。Claessens, Djankov, and Lang(2000)針對東亞九個國家³的調查也發現，在 20%投票權的控制股東衡量標準下，高達 67.8%的樣本公司為單一控制股東；而 57.1%公司執行長或正副董事長職位由控制家族成員所出任，此情況在台灣更高達 79.8%。林宛瑩與許崇源(2008)也提到，除少數國家對投資人權益保障的相關法令較為

¹ 中華徵信所於 2011 年 10 月 26 日於網站發布新聞稿，針對 2011 年台灣大型集團企業所做之研究，揭示相關重要數據與政治經濟情勢分析和展望。其中提到台灣前一百大集團全球合併資產總額高達新台幣 56 兆 7,085 億元，營收總額則為新台幣 23 兆 3,006 億元。

² 依據經濟部統計處 2011 年 11 月 30 日資料，我國 2010 年國內生產毛額為 4,301 億美元，依當年底 12 月新台幣兌美元匯率 30.368 元換算，約為新台幣 13 兆 613 億元。

³ 東亞九國包含香港、印尼、日本、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡、台灣、泰國。

完善，其餘國家企業均為控制股東或控制家族所掌握。而張漢傑(2011)指出，控制股東必然會出現在公司組織生命中。以台灣為例，控制股東為絕大多數上市公司的所有者及經營者，即便控制股東未直接參與董事會決策，惟實質董事會成員權利仍來自控制股東授予。

依上述研究可發現，東亞地區包含台灣，企業型態較為特殊。當控制股東同時掌握所有權與經營權時，第一種代理問題較不嚴重。根據 Jensen and Meckling(1976)的利益一致假說，當企業發生損失時，有相當部分將由控制股東吸收，因此控制股東在利益結合上存在正面誘因，對企業經營存在正面激勵效果。Morck, Shleifer and Vishny(1988)也指出，當持有股份達臨界點時，正向財富效果將大於侵占效果。

但 1997 年亞洲金融風暴及 1998 年本土企業財務危機或「地雷股」爆發開始，迄今仍有層出不窮的企業舞弊，且問題企業多半發生在存有最終控制者的集團企業身上，如太電集團、力霸集團等。這些弊案的發生，不僅造成小股東的損失，也開啟了第二類核心代理問題的討論與研究，即大股東(控制股東)與小股東間的利益衝突。

Fan and Wong(2002)指出，控制股東利用各種方式掌握企業經營權與資訊優勢，並與外部股東利益產生代理衝突，此項代理問題也反映在企業財務報導上，使外部股東對財務報導之信心降低。Leuz, Nanda and Wysocki(2003)調查發現，為保護自身利益，控制股東會利用財務報表操縱以掩飾財富掠奪行為，造成投資人損失。金成隆、林美鳳與梁嘉紋(2008)亦指出，控制股東因享有資訊優勢，會對財務報導及資訊透明度產生影響甚至操控。

當資訊透明度較差時，不僅小股東財富受到掠奪，對於公司利益也產生了影響。過去研究發現，企業資訊透明度愈高，企業可享受越低的資金成本，包含權益資金成本及舉債資金成本。Diamond and Verrecchia(1991)就指出，當企業有較佳的資訊透明度時，可以改善股票流動性並減少企業權益資金成本；尤其是大公司主要吸引大型機構投資者，資訊愈透明，受惠愈多。黃振豐與沈宜慶(2002)針對台灣企業調查也指出，當企業資訊揭露程度愈高，發行公司債成本愈低，股票流動性亦可改善。Kim and Verrecchia(1994)的研究也指出，企業自願性揭露程度越高，其公司股票在市場上流動性越高。因此，當公司資訊透明度越高，公司價值的解釋能力越強，愈能真正反映企業價值。

惟過去學術有關控制股東與資訊透明度間關聯性之學術研究，大多僅著墨在家族企業部分，且著重於家族掌握董監事席次或股權控制偏離等領域，忽略了控制股東對集團企業的控制力及集團企業特性問題。本研究首先參照 Allouche et al. (2008)、張籃云、謝俊魁與林灼榮(2010)的實證研究設計，對控制股東控股能力分類，結合控制股東持股率與涉入企業經營程度，將控制股東控股能力分為強勢控股、次強勢控股與弱勢控股能力，進而分析不同控股能力對資訊透明度之影響。其次參照林宛瑩等(2008)、台灣經濟新報 (Taiwan Economic Journal, TEJ)資料庫，針對集團型態的分類、是否為集團核心公司及是否存在次大股東建立集團企業特性變數，探討對資訊透明度造成之影響。最後則分析控制股東控股能力與集團企業特性之交互效果，對資訊透明度之影響。慮及集團企業為台灣經濟與社會結構的主幹，因此本研究擬以台灣集團企業上市櫃公司為選樣標準。



第二節 研究目的

本研究探討集團企業控制股東控股能力與資訊透明度之攸關性。由於集團企業在社會產經結構中擁有高度影響力，故本研究對象設定為台灣上市櫃集團企業。而上市櫃公司經營權背後常存在控制股東，相較於第一類經營權與所有權之代理問題，控制股東更容易產生代理理論中大股東排擠小股東權益之第二類代理情況，對資訊透明度將產生影響。本研究引用最終控制者概念，研究控制股東控股能力強弱對資訊透明度之影響。另外考慮集團企業特性，分析不同集團企業型態、是否為核心公司及是否存在次大股東下，對資訊透明度之影響。最後探討不同控股能力與集團企業特性對資訊透明度的交互效果。茲將本研究之目的列示如下：

- 一、探討集團企業「控制股東控股能力」對資訊透明度之影響。
- 二、探討集團企業「集團企業型態」對資訊透明度之影響。
- 三、探討集團企業「是否為核心公司」對資訊透明度之影響。
- 四、探討集團企業「是否存在次大股東」對資訊透明度之影響。
- 五、探討集團企業在不同程度控股能力下，集團企業特性對資訊透明度之影響。

第三節 研究流程

論文分為五章，各章節內容敘述如下，研究流程圖則如圖 1-1 所示。

第壹章 緒論

本章涵蓋研究背景與動機、研究目的及論文架構。

第貳章 文獻探討

本章進行文獻回顧與探討，內容包括：(1)集團企業與控制股東之特性；(2)代理理論與監督機制之探討；(3)資訊透明度與資訊揭露評鑑說明及(4)控制股東、集團企業特性與資訊透明度之關聯性。

第參章 研究設計

本章包括研究樣本與資料來源、變數衡量與選取，研究模型建立與研究方法。

第肆章 實證結果與分析

本章進行相關統計分析並針對實證結果進行分析與解釋。

第伍章 結論與建議

包含研究結論，管理意涵、研究限制與後續研究建議。

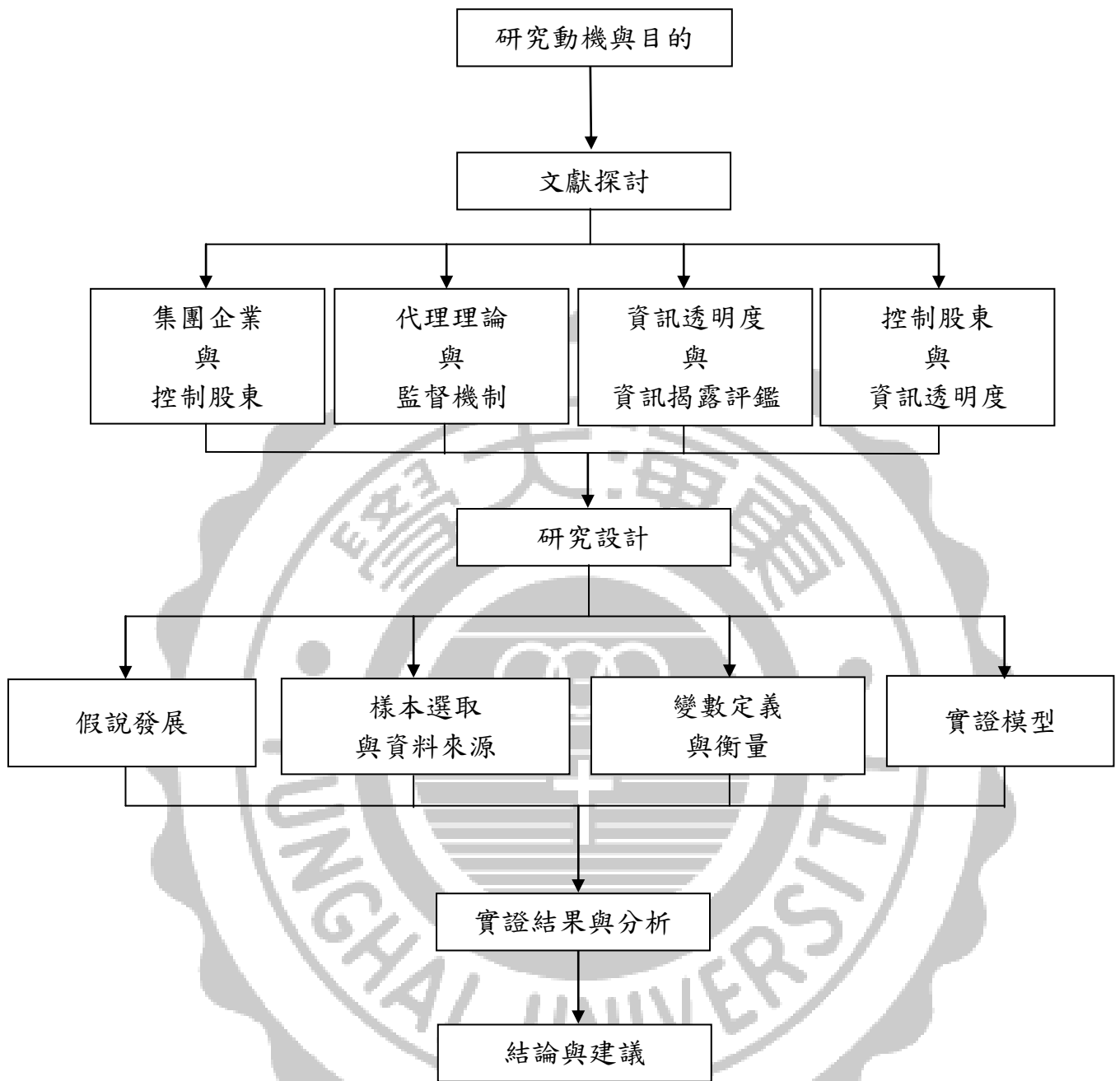


圖 1-1 研究流程圖

第貳章 文獻探討

本章針對本研究議題之相關文獻進行探討，共分四節。第一節說明集團企業與控制股東之定義與特性；第二節介紹代理理論與監督機制；第三節包含資訊透明度與資訊揭露評鑑；第四節為控制股東、集團企業特性與資訊透明度之文獻回顧。

第一節 集團企業與控制股東

一、集團企業特質與定義

過去台灣的工商型態是以家庭成員所成立的中小企業為主。往往一兩部機器放置家中，結合親朋共同合作便開始從事生產。家族成員從中發揮重要影響力。而伴隨企業擴張與國際化的開放與競爭，中小企業漸漸轉向集團運作模式。中華徵信所(2006)針對台灣地區的集團企業調查就指出，台灣集團企業多以家族集團型態存在，且發展時間較短。集團企業相較一般企業而言，存在既有的人力及組織能力優勢。瞿宛文與洪嘉瑜(2002)就指出，集團企業可藉由已建立之聲譽、政商關係及網絡，大規模投入市場，特別是市場開放時，集團企業較非集團企業擁有優勢。

然而，集團定義並無一致性的看法。葉銀華(1999)探討家族控股集團與核心企業時，定義上市集團為集團內包含兩間以上上市公司。瞿宛文等(2002)則提出，若干集團係由數間獨立企業結合，且存有人事或資本結合關係之商業團體。我國公司法第 369 之 2 條規定，將控制與從屬公司界定為「持有他公司有表決權之股份或出資額，超過他公司已發行有表決權之股份總數或資本總額半數者為控制公司，該他公司為從屬公司」。

方嘉麟與許崇源(2006)、林宛瑩等(2008)與 TEJ 對台灣集團企業型態進行分類，指出集團企業常見型態，並定義如下：

1. 單一家族掌控：由單一家族主導企業經營，如霖園集團。
2. 共治家族型態：公司於創立之初，可能由數位友人共同創立，如太電集團。
3. 專業經理人主導：由專業經理人組成之經營團隊，共同經營集團企業，如

台積電。

4. 公股主導：由政府主導經營，如中鋼集團。

中華徵信所(2006)針對集團企業定義如下：

1. 構成條件：必須由三個或三個以上的公司所組成。國人資本需占有 51% 以上股權之民營企業。存有核心公司，核心公司解釋為在某集團各分子公司中，核心人物經常在該公司下達決策命令或該公司之經營，管理監督等權高於其他分子公司，其影響力可及與多數分子公司，此外該公司通常具有成立歷史悠久；或規模龐大足以影響集團整體之根本存亡、運作方向等之特性，比諸人體，核心公司有如居於腦、心臟或血液之地位。最後核心公司需設立在國內。
2. 主觀條件：必須具有集團性，也就是一種心理上的認同感，各分子公司間相互承認為同一集團。
3. 客觀條件：
 - (1) 凡經由法人轉投資關係，而持有被投資公司之股份 50% 以上；或公司間相互投資，而相互持有對方之股份 33% 以上；或未達上述比率，但實質上握有被投資公司較大股權，而具有實質控制權者，視為同一集團。
 - (2) 該公司與核心公司之資本額有半數以上為相同之股東持有或出資者。
 - (3) 該公司與核心公司之董事、監察人、執行業務股東、代表公司股東及總經理有半數以上相同者。
 - (4) 該公司與核心公司之董事、監察人、執行業務股東、代表公司股東及總經理等有半數以上為配偶或三等以內之親屬者。
 - (5) 該公司為其他適用會計準則第 7 號公報，須與核心公司或核心公司之子公司編製合併財報之（法人）關係人。
 - (6) 受同一管理機構之指揮監督者。
 - (7) 該公司董事長或總經理為核心公司之董事長或總經理，且營業地址與核心公司（或集團總管理處）設立於同一地址，明顯為核心公司董事長（或總經理）所掌握者。

TEJ 則指出，集團為最終控制者相同之公司。集團內存有核心公司，該公司為集團內最上層之投資公司，且不一定為單一企業。而集團企業包含下列狀

況：

1. 主要股東多為同一家族成員(主要股東係指前 10 大股東或持股超過 5% 以上之股東)。
2. 董監事之組成三分之一以上相同。
3. 主要經營階層相同，董事長或總經理相同。
4. 具有控制或從屬關係，具有實質控制力。
5. 具有相互投資關係。

TEJ 定義係參考林宛瑩等(2008)研究，而 TEJ 對集團企業之定義與各種股權計算方式最常被引用，且資訊與財務資料相對豐富，因此本研究採納 TEJ 對集團企業之定義為代表。

二、控制股東

根據 Berle and Means(1932)的研究，多數企業在一般情況下，均為股權分散結構，股權平均分散於小股東手中，並委由專業經理人治理。它也是 Jensen and Meckling (1976)提出權益代理問題的前因。管理者被認為，在考量本身利益極大化的情況下，可能會做出違背股東財富極大化的決策。

然而 Shleifer and Vishny(1986)的實證結果發現，美國幾間大型企業確有股權與控制權集中於家族或特定投資人的情形。La Porta et al. (1999)探討公司股權結構，針對 27 個國家的樣本進行研究，以 20% 投票權做為控制股東存在與否之劃分標準，發現高達 63.5% 的企業存在控制股東，僅 36.5% 為股權分散公司。La Porta et al. (1999)又將控制股東型態進行區分，包含家族、政府、股權分散金融機構、股權分散組織與其他共五種型態。其研究發現，控制股東會透過優先投票權、金字塔結構或交叉持股等方式提升控制能力。許美滿、吳壽山、鍾惠民與林怡群(2004)將台灣上市公司的控制股東型態，參照國際證券交易所聯合會(International Federation of Stock Exchanges)分類標準，區分為國內個人投資者、國內機構投資者、國內非金融機構、公共部門及外國機構與個人。

Claessens, Djankov and Lang(2000)參考 La Porta et al. (1999)之控制股東觀點，以不同的計算方式對東亞九國的企業進行研究。若 10% 為控制股東臨界值

時，台灣僅 2.9% 樣本企業為股權分散型態；而當臨界值提升至 20% 時，股權分散公司則占 26.2%，代表台灣企業普遍存在控制股東。Yeh and Woitke(2001) 以家族掌控觀點研究發現，台灣控制家族掌控情況更高於 Claessens et al. (2000) 研究的比率。

造成控制股東的成因有許多，依據王文宇(2008)研究指出，台灣之所以存在控制股東，主因為上市公司大多具有傳統家族企業之背景，為保護經營權，因而產生股份集中的情況。而 2001 年公司法第 192 條修正前規定，董事必須具備股東身分；而證交法第 26 條在「董監事持股比率越高則投資人風險越小」的精神下，規定公開發行公司董監事需持有相當比率之股權，因此控制股東的存在可歸因於家族傳統與法令規範。

林宛瑩等(2008)對最終控制者定義為：對公司決策具有最大及最後影響力者，通常為公司之大股東、董事長、總經理或其家族成員及經營團隊。同時並利用 La Porta 作法，以控制鏈最末端持股率計入間接持股率，計算最終控制者對各公司的股份控制權。本研究擬參考 Allouche et al. (2008)、張籃云等(2010)對控股能力強弱之分類，兼計股份控制權與控制股東涉入經營程度，衡量控制股東的控股能力並進行分類。

三、控制股東與集團企業

控制股東的存在，一向被認為與集團企業密不可分。不論控制股東的型態為何，都是集團企業發展過程的主幹與主要所有權人。Claessens et al. (2002) 指出，東亞各國企業普遍有透過未上市公司進行金字塔結構或交叉持股情況，造成集團企業的存在。而上述的情形即為控制股東所採取的控制方式。葉銀華、蘇裕惠、柯承恩與李德冠(2004)針對 1999 與 2000 年的集團企業樣本，探討公司治理議題時，也對控制家族定義為：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；而該研究指出集團企業上市公司，其控制股東控制權平均數超過 25%，顯見控制股東對集團企業的強烈影響力。

Luo and Chung(2005)、陳俞如與謝存瑞(2011)均認為，華人企業普遍存在家族控制情況。陳俞如等(2011)更進一步提到，集團重要管理職由控制家族成員或可被信任的外部人出任，是集團企業的普遍現象。該研究以台塑集團為例，指出台塑集團重要職務，含集團分支企業多由家族成員或多年老臣出任，顯見

控制家族對集團企業的影響力。而此種由子公司迴轉的股份控制權，也幫助控制股東加強控制力並帶來大股東對小股東的代理問題。

林宛瑩等(2008)針對台灣集團企業型態的研究，則以企業經營的觀點提出看法。他們認為：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。因此，針對控制股東採最終控制者觀點。林宛瑩等(2008)之研究，除過去集團企業常見的單一家族掌控型態外，更進一步將集團企業分類出共治家族、專業經理人主導及公股主導等型態，並討論母公司與子公司間的交叉持股問題。綜合上述，本研究擬進一步探討控制股東控股能力與集團企業特性的交互效果。

第二節 代理理論與監督機制

一、代理理論

自 Jensen and Meckling (1976)提出代理理論以來，代理理論一向被認為是代理人(受託)與主理人(委託)之間的利益衝突。代理問題發生在當企業發展到一定規模並面臨激烈的市場競爭時，股東會將公司經營的責任與權力，透過契約模式，委由專業經理人經營。此時代理人應按照契約內容，追求主理人財富最大化，並依公司績效領取應有之報酬，而主理人則擔任單純投資人角色。然而，在理性預期情況下，每個人均會考量極大化自身利益。握有資訊優勢與實質業務執行權力的代理人，為謀求自身之福利，與主理人立場對立，衍生第一類代理問題。

然而控制股東的存在，不僅點出東西方企業文化與股權結構的差異，也引發第二類代理問題—控制股東(大股東)與少數股東(小股東)利益衝突之研究。在亞洲地區，股權集中與存在最終控制者的情況普遍。Jensen and Ruback (1983)提出的利益掠奪假說(Entrenchment Hypothesis)，認為當管理者之持股比率越高，取得足夠之表決權，為求能夠讓自身利益極大化，因而對股東權益產生侵害。此種掠奪行為放入第二類代理問題中，則成為大股東侵害小股東權益之行為。

相對於利益掠奪假說，另一種觀點指出，當股權結構集中，則控制股東與公司利益趨於一致，稱為利益一致假說(Convergence of Interest Hypothesis，或稱利益收斂假說)。Jensen and Meckling(1976)、柯承恩與葉銀華(2001)指出，控

制股東持股率越高，若公司產生損失，將由控制股東承擔其中大部分，因而激發控制股東的正面誘因。Gomes(2000)則認為，控制家族為維持企業聲譽，會對代理人進行更有效監督。周雅英與吳玫靜(2010)研究發現，管理當局持股比率與資訊揭露品質呈正向顯著關係，代表經理人持股情況也符合利益一致假說。Morck et al. (1988)也認為，若管理者擁有股份達一定臨界點，則正向財富效果會大於侵占效果。

雖然利益一致假說提出了利益結合觀點。惟 1997 年亞洲金融風暴、1998 年本土型金融風暴及其後層出不窮的經營問題，多發生在存有最終控制者的集團企業身上，如太電集團、力霸集團等。控制股東往往利用交叉持股、金字塔結構等各種方式取得公司經營權，在同時掌握所有權與經營權下，以較低成本取得企業的大部分利益，產生掠奪財富的誘因(La Porta et al. 1999；Cleassens et al. 2000；Fan and Wong 2002；翁淑育 2000)。此外控制股東還可利用資訊發布與財務報導，以自身利益為前提下，做選擇性資訊揭露，甚至隱匿與減低攸關性資訊之揭露(Fan and Wong 2002；金成隆等 2008)。因此，本研究預期，控制股東存在代理問題，偏向利益掠奪假說；但在高控股能力下，考量利益結合因素，會有不同程度的改善與影響。

二、監督機制

考量控制股東同時掌握企業所有權與經營權，此時若存在次大股東，次大股東為保護自身利益，必然對大股東與管理當局進行積極之監督。我國公司法第 214 條規定：「繼續一年以上，持有已發行股份總數百分之三以上之股東，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」。此法條即保障少數股東對董事提起訴訟之權利。

Dechow, Sloan and Sweeney(1996)研究指出，當企業沒有外部大股東監督時，容易產生舞弊行為。Yeh et al. (2001)指出，若公司內部存在次大股東，可緩和 control 股東操縱公司之意圖與行為。林明謙(2001)研究 control 股東侵略行為時發現，當企業內部存在次大股東時，明顯對 control 股東產生監督效果，包含成立投資公司家數、公司長短期投資比率等侵略行為都會受到壓制。Lins (2003)針對 18 個新興市場的 1433 家公司所做調查發現，當企業存在未擔任管理職的次大股東時，公司整體績效表現較佳，特別是在股東保護程度較低的國家尤其明顯。因此，次大股東之存在可以做為一種替代性的公司治理機制。

陳冠宙、陳育成與陳雪如(2005)探討上市公司網站資訊透明度發現，當大股東持股比越高，則網站資訊透明度愈差；但本國金融機構投資持股比率、外資持股比率則可以做為監督機制，比率越高時則資訊透明度愈高。金成隆等(2008)以召開法人說明會機率做為資訊透明度代理變數，研究發現當公司存在次大股東時，公司舉行法人說明會的機率明顯較高，對公司資訊揭露有正面之影響。

第三節 資訊透明度與資訊揭露評鑑

一、資訊透明度

2001年以後發生多起包括安隆、世界通訊等知名企業隱匿財務問題或未充分揭露資訊的重大弊案。雖然引起了社會關注，包括相關公司治理與監督評核機制問題受到政府當局及學者的重視，然而類似情形仍層出不窮，重重打擊外部投資人的信心。事實上，當公司擁有較佳之資訊透明度，或是充分揭露企業資訊，不僅保護小股東權益，更能夠在企業資金成本、股票流通性上帶給企業帶來許多助益。

以企業資金成本為例，Diamond and Verrecchia (1991)指出，企業資訊揭露程度愈高，能減少與投資人間資訊不對稱(information asymmetry)問題，吸引投資人投資，進而減少企業權益資金成本。尤其是大型公司，考量到主要投資者為大型投資機構，需更加重視資訊揭露。Botosan(1997)研究美國的機械業，從自願揭露程度探討其與資金成本間的關係時發現，分析師關注程度較低之公司，若年報揭露程度愈佳，權益資金成本會較低。黃振豐等(2002)以國內上市公司之年報自願性揭露水準進行分析，發現當企業資訊揭露程度愈高，愈能降低企業發行公司債之成本。陳瑞斌與許崇源(2008)同樣利用國內上市公司為樣本，透過資訊揭露評鑑系統為評比工具發現，提高資訊揭露水準，確實可以改善企業權益資金成本。

在股票市場流動性方面，Healy, Hutton and Palepu(1999)針對 97 家持續增加自願性資訊揭露程度的公司進行研究發現，若揭露評比提升，則消費者會修正公司的股票上升預估值，增加股票流動性，並吸引更多機構與分析師的興趣。Heflin, Shaw, and Wild(2005)對財務分析師的調查結果亦支持上述看法，認為當公司資訊揭露品質被評比為較好時，確實有助於市場流動性的改善。

此外，周建新與林宗得(2005)以台灣電子資訊業為樣本，透過內容分析法評估資訊透明度是否能提升企業價值的解釋能力，發現二者確實存在顯著正向關係。而高蘭芬、陳振遠與李焮慈(2007)以投資者保護與代理問題的角度進行研究，並以台灣電子業為例，發現當企業資訊透明度愈高，意謂小股東權益受到法律保障，此時公司價值也愈高。

二、資訊揭露評鑑

針對企業資訊透明度的研究與評鑑制度，在國外已行之多年，並成為相關學者進行學術研究或投資人選擇投資標的參考指標。林欣怡(2003)研究公司資訊透明度與權益資金成本之關係時，即選擇標準普爾(Standard & Poor's, 簡稱 S&P)的亞太地區透明度揭露報告中，台灣上市公司評等結果為選取樣本。此外，如投資管理暨研究協會(Association for Investment Mangement and Research, 簡稱 AIMR)及美國財務分析師聯盟(Financial Analysts Federation, 簡稱 FAF)均會發布資訊透明度之評鑑結果，其評鑑方式成為一般衡量資訊透明度之依據。

然而，國際機構之評比未必完全適用於台灣上市櫃公司。過去針對資訊透明度之研究，多採用按國外評量機制並整理國內年報資訊再自行分類，缺少一個符合國內情勢，且具有獨立、公正和專業的系統化評量機制。有鑑於此，證券暨期貨市場發展基金會(簡稱證基會)受台灣證券交易所股份有限公司與財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心之委託，建立一套適合我國國情的評量機制，即為資訊揭露評鑑系統，並於2004年公布第一屆評鑑結果，發展迄今2012年計公布九屆⁴。

資訊揭露評鑑系統針對台灣全體上市櫃公司進行評鑑，但排除第一上市櫃公司、管理股票與興櫃股票。此外，在評鑑資料年度內掛牌未滿一年之上市櫃公司亦不列入評鑑內容。另針對評鑑資料分析期間內至評鑑結果公布前發生下述情事亦不列入考量：

1. 變更交易方法
2. 停止買賣
3. 終止上市櫃

⁴ 第九屆於101年6月6日公布，本屆起改採七級制，增加A++與A-級。

4. 董事長及總經理因違反證券交易法、公司法、銀行法、金融控股公司法、商業會計法等工商管理法律，或因犯貪汙、瀆職、詐欺、背信、侵占等違反誠信之罪，經法院判決有期徒刑以上之罪者，但該情事超過三個評鑑年度者不在此限。
5. 財務報告經會計師出具繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見。
6. 經評鑑委員會認定有資訊揭露重大缺失、爭議或其他有特殊事由者。

而評量範圍以受評公司輸入公開資訊觀測站所揭露資訊為主，針對媒體所做澄清性揭露（以輸入公開資訊觀測站為限）及公司網站所揭露之資訊亦列入考量。

該資訊揭露評鑑系統之指標主要分為下列五類：

1. 資訊揭露相關法規遵循情形
2. 資訊揭露時效性
3. 預測性財務資訊之揭露
4. 年報之資訊揭露（包括財務及營運資訊透明度、董事會及股權結構）
5. 企業網站之資訊揭露

證基會考量企業年報與公開資訊觀測站為投資人取得資訊之最主要來源，而公司網站資訊為投資人即時資訊取得之重要溝通管道，綜合而成上述五類指標，各分類下又另有細項，每年略做調整，以剛出爐的第九屆為例，總指標計 114 項。

第三屆至第八屆評鑑成績按高低區分為 A+ 級、A 級、B 級、C 級以及 C- 級等五級（第一屆及第二屆僅公布資訊揭露評為較透明公司，而第九屆則為七級制）。為鼓勵公司加強自願性資訊揭露，與獎勵大幅進步公司，另外公布自願性揭露資訊較透明公司前 10% 名單及進步公司前五家，並將結果公布於證基會、臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心網站。

第四節 控制股東與資訊透明度

一、控制股東與資訊透明度

考量控制股東與小股東間的代理問題時，由於控制股東為企業最終控制者，同時掌握管理權與所有權，在監督上似乎存在一定的難度。在控制股東或家族對小股東的財富掠奪行為下，企業之資訊透明度與資訊揭露可能受到控制股東之左右，造成小股東或外部股東權益受損。因此，控制股東與資訊透明度之攸關性議題受到學者的關注。葉銀華、李存修與柯承恩(2002)書中指出，里昂證券於2001年對東亞九國282間企業進行調查，在評分項目中即相當注重公平性，包括大股東是否公平對待小股東，及控制股東若擁有少於40%之股權，是否會對小股東權益造成影響，進而影響其公司治理表現與社會觀感。

控制股東與資訊透明度之關聯性，存在正反兩面的看法。從正面來看，李孟芳(2003)針對控制股東與財務資訊揭露品質進行的研究，提出「正的誘因效果」與「負的侵犯效果」。其中「正的誘因效果」即隱含若控制股東與企業的利益越趨一致，則對資訊揭露品質呈顯著正向關係。金志遠(2000)以1998年台灣上市公司為樣本，將公司年報內容進行分類並給予評分。研究發現，臺灣企業所有權結構在控制家族普遍存在下，為爭取投資人關注並釐清投資人疑慮，必須做充分資訊揭露；因此家族控股公司資訊透明度與一般企業並無明顯差異，且在達高持股率水準下，資訊揭露程度更較一般企業高。

然而Leuz, Nanda and Wysocki(2003)針對31個國家的調查就指出，控制股東為保護自身權益，會透過操弄財務報表的方式隱瞞財富掠奪行為，降低對投資人的保障。蔡信夫、鍾惠民與林詩韻(2003)指出，集團企業內的控制股東基於自利考量，有從事盈餘資訊報導的傾向。高蘭芬等(2006)指出，控制股東利用金字塔結構與交叉持股之方式，透過投票權掌控公司，產生代理問題。林美鳳、金成隆與林良楓(2009)也認為，控制股東會基於自利誘因透過控制力影響會計保守程度。Fan and Wong (2002)研究發現，控制股東考量自身利益，且又掌握經營權、擁有資訊優勢，在會計資訊報導上未必反映真實交易情況，或有重要資訊未對其他股東交代，形成對小股東之權益侵害。

林明謙(2000)針對台灣175家上市公司進行研究發現，當控制股東掌握愈多董監事席次或董事長兼任總經理時，財富侵略效果愈強烈，愈容易侵占小股東財富。此外，金成隆等(2008)探討控制股東與小股東間資訊不對稱問題時，

選擇以公開法人說明會與否，做為資訊透明度之代理變數研發現，當控制股東董事席次比率愈高時，管理當局公開法人說明會機率愈低，目的即在掩飾其剝削小股東之行為。周建宏(2002)探討資訊透明度的重要性時，指出台灣企業的經營者大多具大股東身分，不利小股東資訊取得，且管理當局以公司機密為資訊不透明之藉口。

綜上所述可發現，控制股東之存在對資訊透明度產生影響。本研究擬結合控制股東持股率與對經營權涉入之程度，探討控制股東控股能力強弱對資訊透明度之影響。

二、集團企業特性與資訊透明度

林宛瑩等(2008)及 TEJ 將台灣集團企業型態分為四種，而過去學者針對企業型態著墨較多的，就是家族掌控企業與專業經理人主導型態。Chen and Jaggi(2000)指出，是否由家族掌控企業，對企業年報資訊揭露產生影響。Haniffa and Cooke (2002)針對馬來西亞企業進行研究，發現馬來西亞企業以家族企業為主，而家族成員之董監事比率越高，其年報自願性揭露程度越差。而廖益興與許博渝 (2007)研究也指出，若企業為家族控制型態，則公司資訊揭露程度較差。

而從管理當局持股角度來看，李孟芳(2003)以利益掠奪假說觀點探討發現，管理階層持股增加時，企業財務資訊揭露程度會下降，惟未達顯著性支持力較為薄弱。Eng and Mak (2003)以新加坡公司為研究對象，其研究結果亦支持此一觀點，當管理階層持股率較低時，自願性揭露水準將上升。更值得注意的是，政府機構持股比越高，則自願性揭露程度越高。蔡垂君與陳信宇(2009)的研究亦指出，若政府對企業持股率越高，則資訊透明度越高。許美滿等(2008)則指出，若控制股東為政府型態，對公司價值則有正面助益。

除集團企業型態外，本研究列入集團企業特性的尚包含核心公司。葉銀華(1999)針對家族控股集團與核心公司研究指出，核心公司的特性為集團中規模最大或最大股東持股率最高者；中華徵信所(2006)也認同此觀點，並譬喻核心公司在集團中之地位，有如居於腦、心臟或血液重要地位。許書珮(2008)研究發現，核心公司董事會獨立性高於子公司，代表子公司代理問題較核心公司嚴重。張籃云等(2010)研究核心公司時採納 TEJ 之定義：核心公司為集團之最上層投資公司，且不一定為單一家公司。林秀柑、方文碩與王冠閔(2009)研究則

認為，集團企業中的核心公司為其他子公司的領導者，且核心公司決策往往影響分子公司。

綜上所述及前節所述之次大股東監督效果，不難發現：不論是集團企業型態、是否為核心公司與次大股東之監督能力，均對資訊透明度有所影響。本研究擬針對三種特性與資訊透明度之關聯進行實證研究，並與控制股東控股能力進行交互效果之分析。



第參章 研究設計

本章分為三節，第一節為理論架構與假說發展；第二節為變數定義與衡量；第三節為實證模型設計。

第一節 理論架構與假說發展

本文研究對象為台灣上市櫃集團企業，首先探討控制股東控股能力對資訊透明度之影響，其次分別探討集團企業型態、是否為核心公司與是否存在次大股東，對資訊透明度之影響；最後分析在不同程度控股能力下，與集團企業特性之交互效果，對資訊透明度之影響。本研究觀念性架構如圖 3-1 所示。



圖 3-1 觀念性架構圖

一、集團企業控制股東控股能力與資訊透明度之關係

Jensen and Meckling(1976)提出代理理論後，有關經營權與所有權之間的利益衝突議題，一直受到學界與企業界的廣泛討論與研究。而 La Porta et al. (1999) 和 Claessens et al. (2000)的研究指出，許多國家，尤其是亞洲地區，其公司之經營權與所有權均掌握在最終控制者手中；在此種情況下，較受到關注的是第二類代理問題，即大股東對小股東之掠奪行為。Jensen and Ruback (1983)所提出之利益掠奪假說若以第二類代理問題看，即控制股東侵害小股東利益，導致小股東蒙受重大損失。

過去許多學者研究指出，控制股東透過各種方式掌握公司控制權，在自利考量情況下，有足夠誘因進行掠奪行為(La Porta et al. 1999； Cleassens et al. 2000； Fang and Wong 2002； Anderson and Reeb 2003； 翁淑育 2000)。此外控制股東還可利用掌握經營權之便，對財務報導及攸關性資訊進行操控，甚至有隱匿及舞弊行為(Fan and Wong 2002； Leuz et al. 2003； 金成隆等 2008； 林嬋娟與張哲嘉 2009)。高蘭芬等(2006)對國內電子業上市公司的研究亦發現，控制股東利用金字塔結構與交叉持股之方式，以投票權掌控公司，產生代理問題。

綜上所述，控制股東的代理問題主要來自股權結構與涉入經營之掠奪行為。因此本研究擬從控制股東控股能力進行研究。Kurashina(2003)首先針對家族持股狀況與涉入公司管理階層程度辨識是否為家族企業。Allouche et al. (2008)研究日本企業之經營績效與財務結構時指出：探討家族問題時，在衡量家族與非家族企業外，亦需考量家族企業內不同程度家族控股能力的影響。家族控股能力之強弱，取決於持股情況與家族成員涉入經營的程度(Kurashina 2003； Mroczkowski and Tanewski 2004； Bartholomeusz and Tanewski 2006)。Allouche et al. (2008)的研究設計如圖 3-2 所示：

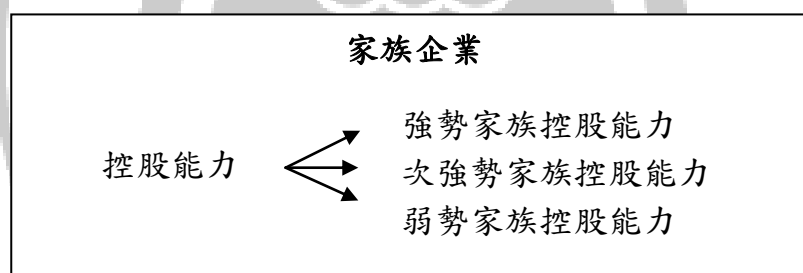


圖 3-2 Allouche et al. (2008)模型圖

然而 La Porta et al.(1999)、許美滿等(2004)與林宛瑩等(2008)研究均指出，控制股東型態雖以家族為大宗，但尚包含其他型態。故本研究以控制股東觀點，將上述模型圖修改如圖 3-3，並提出假說 1-1 與 1-2。

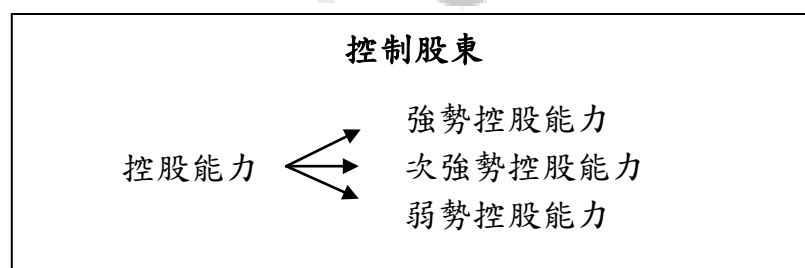


圖 3-3 控制股東控股能力模型圖

H1-1：強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其資訊透明度較低。

H1-2：次強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其資訊透明度較低。

二、集團企業特性與資訊透明度之關係

Claessens et al. (2000)對東亞九國的企業調查發現，家族企業占比相當高。Yeh et al. (2000)以台灣為研究對象指出，台灣家族企業較其他國家更為普遍。Chen and Jaggi (2000)指出，是否由家族掌控企業，對企業年報資訊揭露將產生影響。Dyer(2006)則指出，在核心代理問題下，家族利益將凌駕於企業利益之上。廖益興等(2007)針對台灣上市櫃企業研究發現，家族企業資訊透明度低於非家族企業。

依 Jensen and Meckling (1976)代理理論，若專業經理人以自身利益出發，將影響外部股東權益。而 Barnea, Haugen and Senbet (1985)研究也發現，當資訊不對稱存在時，管理者有機會剝削股東財富，企業績效因而下降。Eng and Mak(2003)針對新加坡企業調查時指出，管理階層持股率較低時，其自願性揭露水準會上升。蔡垂君等(2009)研究公司治理對資訊透明度影響時，則發現政府持股比率越高，對資訊透明度有正向影響。許美滿等(2004)也指出，若企業控制者為政府型態時，對公司價值有正面助益。

林宛瑩等(2008)及 TEJ 對集團企業型態進行分類。集團企業型態共分為四種：單一家族掌控型態、專業經理人主導型態、共治型態與公股型態。綜上所述，本研究預期單一家族控制型態、專業經理人主導型態相對於其他集團型態，其資訊透明度較差，並提出下列假說 2-1 與 2-2：

H2-1：單一家族掌控型態相對於其他型態，其資訊透明度較低。

H2-2：專業經理人主導型態相對於其他型態，其資訊透明度較低。

葉銀華(1999)指出，集團核心公司的特性為集團中規模最大或最大股東持股率最高者。中華徵信所(2006)則認為核心公司在集團中地位有如居於腦、心臟或血液重要地位。TEJ 與張籃云等(2010)則定義核心公司為集團之最上層投資公司，且不一定為單一家公司。林秀柑等(2009)研究則認為，集團企業中的核心公司為其他分子公司的領導者，且核心公司決策往往影響分子公司。當最

終控制者欲掌握集團經營權，必然由集團核心公司著手。考慮到核心公司對集團之重要性，本研究擬探討核心公司與資訊透明度之關聯性，並提出下列假說 3：

H3：集團企業為核心公司時，其資訊透明度會有差異。

Dechow et al. (1996)研究指出，當企業缺乏外部大股東監督時，容易產生舞弊行為，並造成小股東權益受損。我國公司法 214 條明確指出，持股占相當比率之股東可間接透過監察人；或經過特定期間後，得為公司提出訴訟。該法之規定即希望藉由法律明示，保護股東之權益，同時也代表對公司經營當局或大股東之監督效果。Yeh et al. (2001)研究指出，當企業存在次大股東時，似可緩和控制股東的操縱意圖，從而達到監督效果。Lins (2003)亦指出，企業存在未擔任管理職的次大股東時，企業經營績效明顯較佳，此情形在股東保護機制較差的國家特別明顯。

陳冠宙等(2005)研究上市公司網站揭露資訊時發現，本國金融機構持股比率與外資持股比率對資訊透明度會產生監督效果；持股比率越高，資訊透明度越佳。廖益興等(2007)以台灣上市櫃公司為樣本，發現當企業機構法人持股越高，資訊透明度越佳。陳瑞斌等(2007)針對台灣製造業上市公司調查發現，當投信基金持股比率愈高，則年報資訊揭露程度愈高。金成隆等(2008)探討公司治理結構與資訊透明度時發現，當公司存在次大股東時，召開法說會的機率越高。綜上所述，本研究預期當集團企業存在次大股東時，資訊透明度較佳，並推導下列假說 4：

H4：集團企業存在次大股東時，其資訊透明度較高。

三、控制股東控股能力與集團企業特性對資訊透明度之交互效果

本研究進一步探討控制股東控股能力與集團企業特性之交互效果。股權集中度達到一定水準時，除前述負向之利益掠奪假說外，尚有正向之利益一致假說。Jensen and Meckling(1976)、柯承恩等(2001)指出，當控制家族持股率越高，與少數股權(小股東)利益趨於一致。Gomes(2000)則認為，此種情況代表控制家族願意維持企業聲譽，並對代理人進行更有效之監督。金志遠(2000)研究則發現，對家族企業依照家族持股比率分群後，高持股率之家族企業，其資訊揭露

程度相對較佳，願意揭露更多資訊。

周雅英等(2010)研究發現，管理人持股比率越高，對資訊揭露之品質為正向顯著關係，代表經理人持股情況也符合利益一致假說。廖益興等(2005)針對改善財務報表品質之研究進行分群，實證後發現，管理當局持股比率越高，管理者與其他股東利益越趨一致。綜上所述，本研究透過對比式分析，預期控制股東控股能力越強，單一家族掌控型態相對於其他型態及專業經理人主導型態相對於其他型態，其資訊透明度均會有所改善。並推導假說 5-1~5-4：

H5-1：強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其單一家族掌控型態之資訊透明度相對於其他型態有改善。

H5-2：次強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其單一家族掌控型態之資訊透明度相對於其他型態有改善。

H5-3：強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其專業經理人主導型態之資訊透明度相對於其他型態有改善。

H5-4：次強勢股能力相對於弱勢控股能力，其專業經理人主導型態之資訊透明度相對於其他型態有改善。

林秀柑等(2009)研究發現，當董事會成員未兼任管理職時，集團核心公司之經營績效並無顯著影響。許書珮(2008)研究董事會規模與獨立性時，為探討集團影響力，將樣本分類為核心公司、子公司與非集團企業，並從家族持股角度進行實證分析。結果發現，核心公司董事會獨立性高於子公司，代表子公司代理問題較核心公司嚴重。然而過去，直接探討控制股東與核心公司者較少，故本研究擬探討不同程度控股能力下，其核心公司相對於非核心公司之資訊透明度是否會有差異，並推導假說 6-1 與 6-2：

H6-1：強勢控股能力相對於弱勢控股能力，是否為核心公司，其資訊透明度會有差異。

H6-2：次強勢控股能力相對於弱勢控股能力，是否為核心公司，其資訊透明度會有差異。

林明謙(2001)指出，當企業存在次大股東時，對控制股東之侵占行為產生監督效果。林灼榮、李秀英與施佩雯(2010)探討台灣集團企業和企業績效關聯性時發現，次大股東存在，將使企業績效愈佳，即次大股東發揮監督效果，惟非家族集團企業之次大股東監督效果，明顯優於家族集團企業。廖益興等(2005)以台灣 667 家上市公司為研究樣本，發現公司為家族企業時，各項監督機制效果較並不明顯。廖益興等(2005)進一步分析，家族企業若擁有較多外部董監事與灰色董監事⁵，可降低市場投資人對財務報表之疑慮；惟事實上經營權掌握於家族手中，外部或灰色董監事根本無法發揮功能。綜上所述，本研究擬針對集團企業，探討在不同控制股東控股能力下，次大股東之監督效果，並推導出下列假說 7-1 與 7-2：

H7-1：強勢控股能力相對於弱勢控股能力，次大股東之監督效果會有差異。

H7-2：次強勢控股能力相對於弱勢控股能力，次大股東之監督效果會有差異。

第二節 變數定義與衡量

一、應變數

1. 資訊透明度(INF)

我國證基會自 2004 年⁶起，首度對國內上市櫃企業公布資訊揭露評鑑結果以來，迄今已完成九屆。第一、二屆僅區分為較透明(占三分之一)與較不透明(占三分之二)。第三屆起評分修改為五級制；A+級資訊揭露為資訊透明度分數最高，依序至 C-為資訊透明度最低。第九屆起更改為七級評分。由於是全面性實施，凡國內上市櫃公司除資料不足或其他違規事項外，均參與評鑑，為一具公信力之資訊評鑑制度。

考量第一、二屆與第三至八屆之評分方法差異，本研究將樣本選取鎖定於第三屆至第八屆，並將五級分轉換為下列分數(A+級：5 分、A 級：4 分、B 級：3 分、C 級：2 分、C-級：1 分)

⁵ 廖益興等(2005)總結國外文獻，將董監事成員分為三類：內部董監事、獨立董監事與灰色董監事。

⁶ 資訊揭露評鑑係為次一年度針對前一年度之評鑑結果，如 2004 年首次之評鑑結果，此結果係對 2003 年之資訊揭露評鑑之評分。

2. 自願性資訊揭露(VD)

自第三屆起至第八屆，資訊揭露評鑑系統評比指標增加自願性資訊揭露項目。並公布自願性揭露資訊較透明之企業名單，以鼓勵企業提升資訊透明度。因此本研究將公司列名自願性資訊揭露較透明者設值為 2 分，其他為 1 分。

二、實驗變數

1. 控制股東控股能力(SF、SEF、WF)

Kurashina(2003)對家族企業之定義為：按照家族持股情形與家族成員涉入公司管理階層的程度，評估是否為家族企業。Mroczkowski and Tanewski(2004)、Bartholomeusz and Tanewski(2006)則定義家族控制公司為：創始股東與親屬握有超過 40% 以上之投票權。而 La Porta et al.(1999)、許美滿等(2004)與林宛瑩等(2008)研究均指出，控制股東型態雖以家族為大宗，尚包含其他型態。因此本研究參考 Allouche et al. (2008)、張籃云等(2010) 之研究設計，將家族控股能力轉換為控制股東控股能力。依照最終控制者是否為主要股東，及高階管理職位如總經理或財務主管是否由最終控制者成員擔任，劃分為強勢控股能力、次強勢控股能力與弱勢控股能力；(見表 3-1)，探討不同程度控制股東控股能力對資訊透明度之影響。

表 3-1 控制股東控股能力分類表

	控制股東 強勢控股能力 (SF)	控制股東 次強勢控股能力 (SEF)	控制股東 弱勢控股能力 (WF)
控制股東 持股率 大於 40%	強	有 無	無
控制股東出任 高階管理職	強	無 有	無

資料來源： Allouche et al. (2008)、張籃云等(2010)之研究設計與本研究整理。

本研究定義強勢控制股東控股能力，其最終控制者持股率須大於 40%，且最終控制者成員須出任高階管理職務。符合者設值為 1，否則為 0。定義次強勢控制股東控股能力為最終控制者持股率小於 40%，但成員出任高階管理職；或最終控制者持股率大於 40%，但成員未出任高階管理職。符合者設值為 1，否則為 0。定義弱勢家族控股能力為最終控制者持股率小於 40%，且最終控制者成員並未出任高階管理職。符合者設值為 1，否則為 0。本研究預期控制股東控股能力愈強，資訊透明度愈低。

2. 集團企業型態(FC1、FC3、FC4)

本研究參照林宛瑩等(2008)、TEJ 資料庫分類，並考慮兩種代理問題，將集團企業分類為三種型態：單一家族掌控型態、專業經理人主導及其他型態。FC1：為單一家族掌控型態者為 1，否則為 0；FC3：為專業經理人主導型態者為 1，否則為 0；FC4：為其他型態者為 1，否則為 0。

本研究預期單一家族掌控型態、專業經理人主導型態相對於其他型態，資訊透明度為負向關係，即集團企業為單一家族掌控或專業經理人主導時，資訊透明度相對較差。

3. 核心公司(HRT)

中華徵信所對集團企業構成之條件，表示在集團中必然存有核心公司，其影響力擴及多數分子公司。TEJ 則指出，核心公司為集團內最上層之投資公司，且不一定為單一企業。考量到核心公司對集團之重要性，本研究擬探討核心公司與資訊透明度之關聯性。核心公司為 1，否則為 0。本研究預期若為集團核心公司，其對資訊透明度會有影響。

4. 次大股東(OBS)

公司法規定：持有公司流通在外股份逾百分之三之股東，得提起訴訟之法律保障。Yeh et al. (2001)指出，次大股東可緩和控制股東操縱意圖。本研究參考林灼榮等(2010)對次大股東之定義：外部上市公司持股、外部未上市公司持股、外國法人持股、外部基金會持股、本國政府機構持股、外國金融機構持股等持股數最高者；且其持股數超過百分之三者為次大股東。存在次大股東設值

為 1，否則為 0。本研究預期當集團企業存在次大股東，資訊透明度相對較佳。

三、控制變數

1. 公司規模(SIZE)

公司規模以年底總資產取自然對數

Wideman(1996)認為，企業規模大小可作為企業資訊數量的代理變數；規模愈大，外界投資人可獲得更多資訊。(Frankel, Johnson and Skinner 1999；金成隆等 2008)指出，當企業規模越大時，企業越可能從事資訊揭露行為。陳瑞斌與許崇源(2007)分析公司規模影響資訊揭露的因素指出，小公司蒐集資料成本較高、大公司基於發行證券以募集資金的需求，通常會提高資訊揭露程度。本研究預期公司規模與資訊透明度呈正向關係。當企業規模越大時，資訊透明度愈高。

2. 負債比率(LEV)：

負債比率為年底負債總額除以年底資產總額

陳冠宙等(2005)研究指出，負債比率越高，越接近企業舉債上限或合約規範，造成企業在資金運用上之不利影響。因此企業可能透過資產負債表外融資與特殊管道進行資金調度，資訊揭露透明度因此下降。本研究預期集團企業負債比率愈高，資訊透明度愈差。

3. 審計品質(AUD)：

以虛擬變數衡量，若為四大會計師事務所查核之企業為 1，否則為 0

一般而言，大型會計師事務所擁有較充足人力與資訊查詢管道，且為維護事務所查核品質與聲譽，會要求企業揭露更多資訊。廖益興等(2007)、陳瑞斌等(2007)則指出，小型事務所客戶較為集中，不如大型事務所分散，較容易受

到大客戶影響，獨立性較低，審計品質受衝擊。因此，本研究預期簽證會計師為四大會計師事務所時，資訊透明度較高。

4. 資產報酬率(ROA)

資產報酬率為年稅前淨利除以年底資產總額

Frankel et al. (1999)指出，當企業獲利能力較佳時，若公司需要對外籌募資金，較有可能做出主動揭露資訊之行為，金成隆等(2008)亦認為，當企業資產報酬率較高時，企業較會對外作自願性資訊揭露。因此本研究預期資產報酬率愈高，資訊透明度愈高。

5. 產業別(IND)

集團企業為電子產業設值為 1，否則為 0

金成隆等(2008)指出，電子產業競爭激烈且變化快速，除財務報表外，常利用其他方式進行資訊揭露，資訊透明度較一般產業高。本研究預期集團企業屬電子產業時，資訊透明度相對較高。

6. 時間虛擬變數(T1、T2、T3、T4、T5、T6)

T1 為本研究樣本評鑑資料第一年(2005 年)、T2 為評鑑資料第二年(2006 年)、T3 為評鑑資料第 3 年(2007 年)、T4 為評鑑資料第 4 年(2008 年)、T5 為評鑑資料第 5 年(2009 年)、T6 為評鑑資料第 6 年(2010 年)。

表 3-2 變數定義與衡量方式彙整

變數	變數名稱	變數代號	衡量方法
應變數	資訊透明度	INF	資訊揭露評鑑分數轉換，A+：5 分、A：4 分、B：3 分、C：2 分、C-：1 分
	自願性揭露資訊	VD	自願性揭露資訊列名較透明者為 2 分，其他為 1 分
實驗變數	強勢控制股東 控股能力	SF	最終控制者擔任高階管理職且持股率逾 40% 設值為 1，否則為 0
	次強勢控制股東 控股能力	SEF	最終控制者持股率小於 40% 但擔任高階管理職或未擔任高階管理職但持股逾 40% 設值為 1，否則為 0
	弱勢控制股東 控股能力	WF	最終控制者未擔任高階管理職且持股低於 40% 設值為 1，否則為 0
	單一家族掌控	FC1	單一家族掌控型態設值 1，否則為 0
	專業經理人主導	FC3	專業經理人主導型態設值 1，否則為 0
	其他型態	FC4	其他型態設值 1，否則為 0
	核心公司	HRT	集團核心公司設值為 1，否則為 0
次大股東	OBS	集團企業存在次大股東設值為 1，否則為 0	
控制變數	公司規模	SIZE	年底總資產取自然對數
	負債比率	LEV	年底負債總額除以年底資產總額
	審計品質	AUD	四大會計師事務所查核為 1，否則為 0
	資產報酬率	ROA	年稅前淨利除以年底總資產
	產業別	IND	電子產業為 1，否則為 0

第三節 實證模型

為檢驗控制股東控股能力與資訊透明度之攸關性，本研究參考 Allouche et al. (2008)、張籃云等(2010)對家族控股能力之設計，並引用林宛瑩等(2008)提出集團企業存在最終控制者之概念，重新歸納出控制股東之控股能力，以資訊透明度與自願性揭露資訊為應變數，建構兩組模型如下：

$$\begin{aligned}
 INF_{it} = & \alpha_1 SF_{it} + \alpha_2 SEF_{it} + \alpha_3 FC1_{it} + \alpha_4 FC3_{it} + \alpha_5 HRT_{it} + \alpha_6 OBS_{it} + \alpha_7 SF * FC1_{it} \\
 & + \alpha_8 SF * FC3_{it} + \alpha_9 SEF * FC1_{it} + \alpha_{10} SEF * FC3_{it} + \alpha_{11} SF * HRT_{it} + \alpha_{12} SEF * HRT_{it} \\
 & + \alpha_{13} SF * OBS_{it} + \alpha_{14} SEF * OBS_{it} + \alpha_{15} SIZE_{it} + \alpha_{16} LEV_{it} + \alpha_{17} ROA_{it} + \alpha_{18} AUD_{it} + \\
 & \alpha_{19} IND_{it} + \alpha_{20} T2_{it} + \alpha_{21} T3_{it} + \alpha_{22} T4_{it} + \alpha_{23} T5_{it} + \alpha_{24} T6_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (1)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 VD_{it} = & \beta_1 SF_{it} + \beta_2 SEF_{it} + \beta_3 FC1_{it} + \beta_4 FC3_{it} + \beta_5 HRT_{it} + \beta_6 OBS_{it} + \beta_7 SF * FC1_{it} \\
 & + \beta_8 SF * FC3_{it} + \beta_9 SEF * FC1_{it} + \beta_{10} SEF * FC3_{it} + \beta_{11} SF * HRT_{it} + \beta_{12} SEF * HRT_{it} \\
 & + \beta_{13} SF * OBS_{it} + \beta_{14} SEF * OBS_{it} + \beta_{15} SIZE_{it} + \beta_{16} LEV_{it} + \beta_{17} ROA_{it} + \beta_{18} AUD_{it} + \\
 & \beta_{19} IND_{it} + \beta_{20} T2_{it} + \beta_{21} T3_{it} + \beta_{22} T4_{it} + \beta_{23} T5_{it} + \beta_{24} T6_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (2)
 \end{aligned}$$

上列模型中，下標 i 代表公司別、 t 表示年度別；INF 為資訊透明度；VD 為自願性揭露資訊；SF 為強勢控制股東控股能力；SEF 為次強勢控制股東控股能力；FC1 為單一家族掌控型態；FC3 為專業經理人主導型態；HRT 為核心公司；OBS 為次大股東；SF*FC1 為強勢控股能力與單一家族掌控型態之交乘項；SF*FC3 為強勢控股能力與專業經理人主導型態之交乘項；SEF*FC1 為次強勢控股能力與單一家族掌控型態之交乘項；SEF*FC3 為次強勢控股能力與專業經理人主導型態之交乘項；SF*HRT 為強勢控股能力與核心公司之交乘項；SEF*HRT 為次強勢控股能力與核心公司之交乘項；SF*OBS 為強勢控股能力與次大股東之交乘項；SEF*OBS 為次強勢控股能力與次大股東之交乘項；SIZE 為企業規模；LEV 為負債比率；ROA 為資產報酬率；AUD 為審計品質；IND 為產業別；T2=2006 年；T3=2007 年；T4=2008 年；T5=2009 年；T6=2010 年時間虛擬變數。各變數預期符號見表 3-3。

有別於過去研究大多使用普通最小平方法(Ordinary Least Square; OLS) (林欣怡 2003；陳瑞斌、許崇源與翁慈青 2007)。本文以證基會發展之資訊揭露評鑑系統之評比結果，做為資訊透明度代理變數。由於評鑑級別由 A+到 C-共分五級，有明確排序；且研究考量應變數為多元屬質變數，有優劣關係。因此本研究採取 Ordered Probit 模型，將評鑑等級進行分數轉化，同時建立迴歸估

計式與多個組別分界點。

Ordered Probit 模型為透過累加標準常態分配函數轉換之機率模型，係利用最大概似估計法(Maximum Likelihood Estimation, MLE)原理，估計係數與殘差值。其模型如下：

$$Y_i^* = \beta X_i + \varepsilon_i \quad \varepsilon_i \sim N(0,1)$$

Y_i^* 為應變數； β 為自變數之估計參數； X_i 為自變數； ε_i 為誤差項

Y_i^* 為潛在變數，必須透過可觀測之 Y_i 對 Y_i^* 進行機率估算，否則無法直接觀察。以本研究之資訊透明度為例，其關係式如下：

$$Y_i = \begin{cases} =1 (C-) & \text{if } Y_i^* \leq u_1 \\ =2 (C) & \text{if } u_1 < Y_i^* \leq u_2 \\ =3 (B) & \text{if } u_2 < Y_i^* \leq u_3 \\ =4 (A) & \text{if } u_3 < Y_i^* \leq u_4 \\ =5 (A+) & \text{if } Y_i^* > u_4 \end{cases}$$

u_i 與 β 同為估計所得之參數，得到 u_i 與 β 後，可獲得樣本落入各區間之最大機率。此時可進一步求算各種機率分配情況：

$$P(Y=1) = \Phi(u_1 - \beta X_i)$$

$$P(Y=2) = \Phi(u_2 - \beta X_i) - \Phi(u_1 - \beta X_i)$$

⋮

$$P(Y=5) = 1 - \Phi(u_4 - \beta X_i)$$

此外，還可藉由邊際效果分析，探討各實驗變數對區間機率之影響；換句話說，即該實驗變數變動一單位，各區間機率變動之狀況。以控制股東強勢控股能力 SF 為例，邊際效果計算如下：

$$\frac{\partial P(Y = 1)}{\partial SF} = -\Phi(u_1 - \beta SF) \times \beta$$

$$\frac{\partial P(Y = 2)}{\partial SF} = [\Phi(u_1 - \beta SF) - \Phi(u_2 - \beta SF)] \times \beta$$

∴

$$\frac{\partial P(Y = 5)}{\partial SF} = \Phi(u_4 - \beta SF) \times \beta$$

當應變數改為自願性揭露資訊時，模型並無差異，僅轉換值改為 1 與 2，其機率分配情形則修正為：

$$P(Y=1) = \Phi(u_1 - \beta X_i)$$

$$P(Y=2) = 1 - \Phi(u_1 - \beta X_i)$$



表 3-3 變數預期符號表

自變數	係數	預期符號
SF	β_1	-
SEF	β_2	-
FC1	β_3	-
FC3	β_4	-
HRT	β_5	N.S.
OBS	β_6	+
SF*FC1	β_7	+
SF*FC3	β_8	+
SEF*FC1	β_9	+
SEF*FC3	β_{10}	+
SF*HRT	β_{11}	N.S.
SEF*HRT	β_{12}	N.S.
SF*OBS	β_{13}	N.S.
SEF*OBS	β_{14}	N.S.
SIZE	β_{15}	+
LEV	β_{16}	-
ROA	β_{17}	+
AUD	β_{18}	+
IND	β_{19}	+
T2	β_{20}	N.S.
T3	β_{21}	N.S.
T4	β_{22}	N.S.
T5	β_{23}	N.S.
T6	β_{24}	N.S.

註：N.S.代表未預設方向性。

第肆章 實證結果與分析

依第三章之研究設計，本章對上述假說進行驗證，同時說明實證之結果。第一節為敘述性統計分析，說明樣本分布情況與各變數基本敘述統計結果，第二節為相關性分析與差異性分析，第三節為本研究實證結果與說明，第四節為邊際效果分析。

第一節 敘述性統計分析

本研究選取之樣本期間為 2005 至 2010 年，對象為台灣證券交易所上市櫃之集團企業，樣本數共 6,157 筆觀察值。應變數以證基會公布之資訊揭露評鑑結果做為資訊透明度代理變數。由於部分企業財務資料有所缺漏，且部分企業並未參與資訊揭露評鑑，故刪去財務與資訊揭露評鑑資料不全者共 1,783 筆。此外金融產業性質較為特殊，因此排除金融業，保險業與證券業之集團企業共 1,242 筆，最後整理得到 4,027 筆觀察值。資訊透明度資料取自證基會建構之資訊揭露評鑑系統與 TEJ 公司治理資料庫。其他變數資料則來自 TEJ 財務資料庫，茲將樣本篩選過程整理於表 4-1。

表 4-1 樣本篩選過程表

項目	樣本數
2005 至 2010 年原始觀察值	6,157
減：財務、資訊評鑑資料不全或重覆者	(1,783)
金融業、保險業及證券業	(1,242)
總樣本數	4,027

本研究亦針對年度別與產業別進行分類，結果如表 4-2。從樣本分布可以發現，各年度集團企業上市櫃公司家數穩定成長，即使在 2008 到 2009 年遭遇金融風暴，數目亦無太大變化。可見集團企業在資源分享與合作下，有利於渡過經濟危機持續茁壯發展。樣本產業別組成仍以電子業家數占比最高，超過隸屬傳統產業的紡織、建材等行業。根據此現象可以推論，由於政府大力扶持電子業發展，傳統產業亦積極投入高科技業，帶動集團中電子公司比重大幅攀升。本文依最終控制者觀點進行控制股東控股能力之衡量，許多由專業經理人掌握之集團企業，如台積電等，加入控股能力評比更能提升對台灣集團企業發展現況研究之全面性。

表 4-2 2005~2010 年集團企業產業分布狀況表

產業	2005	2006	2007	2008	2009	2010	合計
水泥(11)	7	7	6	7	7	7	41
食品(12)	17	16	17	17	17	17	101
塑膠(13)	19	19	19	18	18	18	111
紡織(14)	33	35	34	32	32	33	199
電機(15)	29	32	33	32	32	31	189
電器(16)	5	6	6	6	6	6	35
化生(17)	38	39	40	43	45	45	250
玻璃(18)	3	3	3	3	3	3	18
造紙(19)	7	7	7	7	7	7	42
鋼鐵(20)	20	21	22	23	24	23	133
橡膠(21)	8	8	8	7	8	8	47
汽車(22)	5	5	5	5	5	5	30
電子(23)	328	347	356	366	383	393	2173
建材(25)	28	32	31	29	33	36	189
航運(26)	16	17	16	16	17	16	98
觀光(27)	8	8	8	8	8	8	48
貿易(29)	12	13	12	12	12	12	73
油電(97)	11	11	11	11	11	10	65
其他(99)	25	30	31	32	33	34	185
合計	619	656	665	674	701	712	4027

表 4-3 為敘述性統計資料。資訊透明度 INF 平均數為 3.091，且中位數落點於 3，代表評鑑結果分布平均。五級分制能充分反映篩選樣本的代表性。自願性揭露資訊 VD 平均數較偏向 1，符合不透明多於透明之評選結果。強勢控股能力 SF 平均值 0.073 少於次強勢控股能力 0.445，代表控制股東控制力要達到相當強度並不容易。同時符合高持股集中與參與經營的強勢控制股東較少，與集團企業型態包含專業經理人主導或其他(含共治)型態有關。核心公司業平均數 HRT0.621 較高，在於篩選資料排除非上市櫃公司後，子企業樣本較少，也代表集團企業控股主體為上市櫃公司的意涵。次大股東 OBS 平均數 0.351 偏低，顯示集團企業在控制股東掌握下，較少公司擁有次大股東作為有力監督者。

其他控制變數方面，經過取對數處理後，公司規模 SIZE 之最大值 9.14 與最小值之 5.352 差距縮小，減少大集團企業與小集團企業的規模差距。負債比率 LEV 最小值為 43.15，代表多數集團企業均使用較高之財務槓桿。而資產報酬率 ROA 平均值僅 4.81(%)，顯示集團企業獲利能力不盡理想。四大會計師事務所查核 AUD 高達 0.85，顯見集團企業為取得投資人信任，因而選擇更具公信力之事務所。電子業比重高達 0.54 也與我國主體經濟脈動相符。

表 4-3 敘述性統計

變數	平均數	中位數	標準差	最大值	最小值
INF	3.091	3	0.784	5	1
VD	1.105	1	0.306	2	1
SF	0.073	0	0.260	1	0
SEF	0.445	0	0.498	1	0
FC1	0.599	1	0.490	1	0
FC3	0.241	0	0.428	1	0
HRT	0.621	1	0.485	1	0
OBS	0.351	0	0.477	1	0
SIZE	6.832	6.759	0.639	9.140	5.352
LEV	42.235	43.15	17.508	98.05	43.15
ROA	4.811	4.68	8.181	47.44	-58.43
AUD	0.850	1	0.357	1	0
IND	0.540	1	0.498	1	0

註：INF(資訊透明度)=資訊揭露評鑑分數轉換，A+：5分、A：4分、B：3分、C：2分、C-：1分；VD(自願性揭露資訊)=較透明分數轉化為2，其他轉化為1；SF(強勢控股能力)=控制股東擔任高階管理職且持股率逾40%為1，否則為0；SEF(次強勢控股能力)=最終控制者擔任管理職但持股率未滿40%或持股率滿40%但未擔任管理職為1，否則為0；FC1(單一家族)=單一家族掌控型態為1，否則為0；FC3(專業經理人)=專業經理人主導型態為1，其他為0；HRT(核心公司)=集團核心公司為1，否則為0；OBS(次大股東)=集團企業存在次大股東為1，否則為0；SIZE(公司規模)=年底總資產取自然對數；LEV(負債比率)=年底負債總額除以年底資產總額；ROA(資產報酬率)=年稅前淨利除以年底總資產；AUD(審計品質)=四大會計師事務所查核為1，否則為0；IND(產業別)=集團企業屬電子產業為1，否則為0。

第二節 相關性分析與差異性檢定

一、相關性分析

本研究利用 Pearson 與 Spearman 相關係數分析，對實驗變數與應變數之相關係數方向與大小，進行初步檢視，並據以檢定各變數相關程度。相關係數檢驗結果如表 4-4 所示：

1. 相關係數矩陣中，INF 與其他變數之相關性顯著程度，相對於 VD 與其他變數之相關性顯著程度，明顯較高，代表以五級制資訊揭露評鑑評定之資訊透明度，其解釋能力較自願性揭露資訊高。
2. INF 與各變數相關性部分：INF 對各實驗變數之相關性與方向，與變數預期符號結果大致相符，僅 FC3 與預期方向相反，推測為虛擬變數設定所致。INF 與 OBS 並未呈現顯著關係，代表次大股東對資訊透明度並無影響效果。控制變數部分，會計人員所關注之審計品質與資訊透明度之關係，AUD 與 INF 為正向顯著，代表資訊透明度確受審計品質左右。而 IND 與 INF 為正向顯著，意謂電子產業在競爭環境下，資訊透明度亦較高。
3. VD 與各變數相關性部分：VD 對各實驗變數之方向大致相符，唯相關性不顯著項較多。SEF 與 VD 為正向但不顯著；OBS 與 VD 為負向但不顯著；SF、HRT 與 VD 之相關性亦不顯著，均說明自願性揭露資訊解釋能力較資訊透明度差。控制變數部分，VD 對 LEV 與 AUD 之相關性均不顯著，而 VD 與 IND 更呈負向顯著關係。自願性揭露資訊與資訊透明度之相關性分析結果不盡相同，代表企業雖符合資訊揭露評鑑要求，卻未必願意提供更多之非要求資訊，此種情況在高度競爭的電子產業更為明顯。
4. Pearson 與 Spearman 相關係數分析發現，各變數相關程度大多低於 0.3，少數超過者如 FC1*FC3、FC3*IND 和 SIZE*LEV 亦未達 0.8 之限制標準。因此推論各實驗變數之共線性問題不大。

表 4-4 Pearson 與 Spearman 相關係數矩陣

	INF	VD	SF	SEF	FC1	FC3	HRT	OBS	SIZE	LEV	ROA	AUD	IND
INF	1	0.481***	-0.032**	-0.034**	-0.057***	0.061***	-0.036**	-0.016**	0.272***	-0.037**	0.126***	0.131***	0.077***
VD	0.485***	1	-0.024	0.008	-0.029*	-0.029*	-0.014*	-0.017	0.187***	-0.020	0.113***	0.014	-0.057***
SF	-0.034**	-0.024	1	-0.251***	0.096***	-0.122***	0.071***	-0.088***	-0.032**	-0.023	0.005	-0.054***	-0.142***
SEF	-0.033**	0.008	-0.251***	1	0.145***	-0.098***	0.162***	-0.054***	0.034**	0.080***	-0.020	0.014	-0.049***
FC1	-0.062***	-0.029*	0.096***	0.145***	1	-0.689***	0.063***	-0.144***	0.057***	0.070***	-0.097***	-0.066***	-0.261***
FC3	0.063***	-0.029*	-0.122***	-0.098***	-0.689***	1	-0.067***	0.130***	-0.030*	-0.082***	0.128***	0.118***	0.419***
HRT	-0.422***	-0.014	0.071***	0.162***	0.063***	-0.067***	1	-0.119***	0.112***	0.111***	-0.001	-0.017	-0.105***
OBS	-0.014	-0.017	-0.088***	-0.054***	-0.144***	0.130***	-0.119***	1	-0.065***	-0.016	0.007	0.006	0.026
SIZE	0.288***	0.215***	-0.017	0.027*	0.035**	-0.015	0.111***	-0.077***	1	0.328***	0.120***	0.149***	-0.125***
LEV	-0.043***	-0.020	-0.018	0.090***	0.076***	-0.093***	0.110***	-0.011	0.332***	1	-0.194***	-0.018	-0.121***
ROA	0.123***	0.101***	0.013	-0.006	-0.073***	0.106***	0.009	0.000	0.119***	-0.175***	1	0.139***	0.068***
AUD	0.135***	0.014	-0.054***	0.014	-0.065***	0.118***	-0.017	0.006	0.161***	-0.022	0.138***	1	0.197***
IND	0.091***	-0.057***	-0.142***	-0.049***	-0.261***	0.419***	-0.105***	0.026	-0.103***	-0.128***	0.030*	0.197***	1

註：INF(資訊透明度)=資訊揭露評鑑分數轉換，A+：5分、A：4分、B：3分、C：2分、C-：1分；VD(自願性揭露資訊)=較透明分數為2，其他為1；SF(強勢控股能力)=控制股東擔任高階管理職且持股率逾40%為1，否則為0；SEF(次強勢控股能力)=控制股東擔任管理職但持股率未滿40%或持股率滿40%但未擔任管理職為1，否則為0；FC1(單一家族)=單一家族掌控型態為1，否則為0；FC3(專業經理人)=專業經理人主導型態為1，其他為0；HRT(核心公司)=集團核心公司為1，否則為0；OBS(次大股東)=公司存在次大股東為1，否則為0；SIZE(公司規模)=年底總資產取自然對數；LEV(負債比率)=年底負債總額除以年底資產總額；ROA(資產報酬率)=年稅前淨利除以年底總資產；AUD(審計品質)=四大會計師事務所查核為1，否則為0；IND(產業別)=集團企業屬電子產業為1，否則為0。

二、差異性檢定

本研究進一步對各應變數與實驗變數進行差異性檢定，檢定方式包含年度別、產業別與審計品質別，探討上述差異對實證結果解釋之影響。檢定結果如表 4-5 與 4-6 所示：

1. 年度別：針對年度別進行差異性檢定結果發現：(1)各年度資訊透明度有顯著差異(F 值 32.299***)，從 2005 年到 2010 年，整體資訊透明度提升；自願性揭露資訊則無差異。(2)實驗變數部分，各年度之控制股東控股能力及集團企業特性並無顯著之差異，代表實驗變數在各年度之解釋能力趨於一致，不因特定年度之波動對實證結果造成影響。
2. 產業別：針對產業別進行差異性檢定結果發現：(1)屬電子產業之集團企業，資訊透明度顯著高於非電子產業(F 值 33.282***)；自願性揭露資訊部分則非電子產業較高(F 值 13.248***)。(2)實驗變數部分，非電子產業之控制股東控股能力明顯強於電子產業之控制股東(F 值 82.999***與 9.727***)。非電子產業之集團企業由單一家族掌控比率顯著較高(F 值 294.011***)。而專業經理人主導部分，電子產業比例顯著高於非電子產業(F 值 854.919***)。電子或非電子產業存在次大股東之比率則無顯著差異。
3. 審計品質別：針對審計品質別進行差異性檢定結果發現：(1)四大會計師事務所查核之集團企業，其資訊透明度顯著高於非四大會計師事務所查核之集團企業(F 值 74.816***)；自願性揭露資訊結果則無顯著差異。(2)實驗變數部分，四大會計師事務所查核比率在強控股能力顯著較低(F 值 11.638***)，次強控股能力則無顯著差異。非四大會計師事務所查核在單一家族掌控比率顯著較高(F 值 17.177***)，而專業經理人主導部分則為四大會計師事務所查核比率顯著較高(F 值 56.535***)。在存在次大股東部分則無顯著差異。

表 4-5 年度別差異性檢定

資訊透明度與年度別						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
INF	2.948	3.000	2.871	3.260	3.178	3.261
	【32.299***】					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
VD	1.099	1.104	1.102	1.110	1.108	1.104
	【0.119】					
控制股東控股能力與年度別						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
SF	0.078	0.067	0.074	0.070	0.076	0.073
	【0.142】					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
SEF	0.467	0.451	0.429	0.451	0.437	0.438
	【0.493】					
集團企業特性與年度別						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
FC1	0.616	0.610	0.606	0.591	0.591	0.587
	【0.396】					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
FC3	0.221	0.227	0.233	0.254	0.250	0.256
	【0.788】					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
HRT	0.646	0.640	0.627	0.614	0.605	0.598
	【1.054】					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
OBS	0.326	0.367	0.356	0.352	0.369	0.333
	【0.918】					

表 4-6 產業別與審計品質別差異性檢定

	資訊透明度與產業別		資訊透明度與審計品質別	
	IND=0	IND=1	AUD=0	AUD=1
INF	3.015	3.157	2.839	3.136
	【33.282***】		【74.816***】	
VD	1.124	1.088	1.094	1.106
	【13.248***】		【0.785】	
	控股能力與產業別		控股能力與審計品質別	
	IND=0	IND=1	AUD=0	AUD=1
SF	0.113	0.039	0.106	0.067
	【82.999***】		【11.638***】	
SEF	0.471	0.422	0.429	0.448
	【9.727***】		【0.754】	
	集團企業特性與產業別		集團企業特性與審計品質別	
	IND=0	IND=1	AUD=0	AUD=1
FC1	0.738	0.481	0.675	0.586
	【294.011***】		【17.177***】	
FC3	0.047	0.406	0.121	0.262
	【854.919***】		【56.535***】	
HRT	0.676	0.574	0.641	0.618
	【45.152***】		【1.168】	
OBS	0.338	0.362	0.344	0.352
	【2.642】		【0.132】	

第三節 迴歸分析

本研究模型採用 Ordered Probit Regression 模型，將資訊揭露評鑑由五級制轉換為 5 到 1 分，建立資訊透明度為應變數。利用選取之樣本，分別探討控制股東控股能力及集團企業特性，對資訊透明度之影響；其次則分析控制股東控股能力與集團企業特性之交互效果，對資訊透明度之影響。除資訊透明度外，另以自願性揭露資訊為另一應變數，轉換為 2 分及 1 分，再進行實證探究其結果是否與資訊透明度有所差異。

一、控制股東控股能力、集團企業特性與資訊透明度之迴歸分析

1. 控制股東控股能力與資訊透明度

表 4-7 為資訊透明度迴歸分析結果。假說 1-1 預期當控制股東是強勢控股能力時，相對於弱勢控股能力，其資訊透明度較低，此時預期符號為負。實證結果顯示，SF 與 INF 為顯著負向關係(係數-0.844，Z 值=-4.596)，和預期符號相同，假說 1-1 獲得支持。而假說 1-2 預期當控制股東為次強勢控股能力時，相對於弱勢控股能力，其資訊透明度較低，此時預期符號為負。實證結果顯示，SEF 與 INF 並不存在顯著關係(係數 0.069，Z 值 0.616)，假說 1-2 並未獲得支持。綜合上述結果顯示，控制股東控股能力強弱對資訊透明度確實產生影響，當控制股東控股能力達到一定程度的強勢地位時，資訊透明度明顯較差。

2. 集團企業特性與資訊透明度

假說 2-1 預期單一家族掌控型態相對於其他型態，其資訊透明度較低，此時預期符號為負。實證結果顯示，FC1 與 INF 為顯著負向關係(係數-0.115，Z 值=-1.690)，和預期符號相同，假說 2-1 獲得支持。而假說 2-2 預期專業經理人主導型態相對於其他型態，其資訊透明度較低，此時預期符號為負。實證結果顯示，FC3 與 INF 為顯著負向關係(係數-0.209，Z 值=-2.747)，假說 2-2 亦獲得支持。上述結果顯示，集團企業類型為專業經理人主導時，由於第一類代理問題存在，經理人握有管理權，存在資訊不對稱優勢，在資訊透明度上較其他型態集團企業差。而單一家族掌控型態，由於考慮家族成員利益，可能對外部非家族小股東產生排擠，造成資訊透明度較其他型態為差。

假說 3 預期，公司為集團核心公司時，對資訊透明度有影響。實證結果顯示，HRT 與 INF 為顯著負向關係(係數為-0.102，Z 值=-1.977)，假說 3 獲得支持。顯示當公司為集團核心時，由於擔任集團最上層投資公司，對集團或最終控制者而言均相當重要，在資訊透明度上也會有所保留。假說 4 預期當集團企業存在次大股東時，相對於未存在次大股東之集團企業，其資訊透明度較佳，此時預期符號為正。實證結果顯示，OBS 與 INF 並不存有顯著關係(係數-0.063，Z 值-1.215)，假說 4 並未獲得支持。意謂在集團企業中，次大股東的存在並未充分發揮監督效果，有無次大股東對集團企業的資訊透明度並無顯著影響。

3. 控制股東控股能力與集團企業特性之交互效果，對資訊透明度之影響

假說 5-1 預期，強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其單一家族掌控型態之資訊透明度相對於其他型態會有改善。假說 5-2 預期次強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其單一家族掌控型態之資訊透明度相對於其他型態會有改善。假說 5-3 預期強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其專業經理人主導型態之資訊透明度相對於其他型態會有改善。假說 5-4 預期次強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其專業經理人主導型態之資訊透明度相對於其他型態會有改善。實證結果顯示，SF*FC1(係數 0.559，Z 值=2.958)、SF*FC3(係數 1.102，Z 值=3.349)為顯著正向關係，但 SEF 相關之交乘項則均不顯著。意謂在控制股東控股能力達一定高水準後，單一家族掌控型態與專業經理人主導型態偏向利益一致性，資訊透明度相對有所改善。

假說 6-1 預期，控制股東強勢控股能力相對於弱勢控股能力，是否為核心公司，其資訊透明度會有差異。假說 6-2 預期，次強勢控股能力相對於弱勢控股能力，是否為核心公司，其資訊透明度有差異。實證結果顯示，SF*HRT(係數 0.298，Z 值=1.837)顯著正向，而次強勢控股能力則無差異，代表控制股東控股能力越強，集團核心公司資訊透明度相對越佳。

假說 7-1 預期，強勢控股能力相對於弱勢控股能力，是否存在次大股東，其監督效果有差異；假說 7-2 預期，次強勢控股能力相對於弱勢控股能力，是否存在次大股東，其監督效果有差異。實證結果顯示，不論控制股東控制力強弱為何，次大股東均無法對資訊透明度產生監督效果。

表 4-7 資訊透明度迴歸結果

$$\begin{aligned}
 INF_{it} = & \alpha_1 SF_{it} + \alpha_2 SEF_{it} + \alpha_3 FC1_{it} + \alpha_4 FC3_{it} + \alpha_5 HRT_{it} + \alpha_6 OBS_{it} + \alpha_7 SF * FC1_{it} \\
 & + \alpha_8 SF * FC3_{it} + \alpha_9 SEF * FC1_{it} + \alpha_{10} SEF * FC3_{it} + \alpha_{11} SF * HRT_{it} + \alpha_{12} SEF * HRT_{it} \\
 & + \alpha_{13} SF * OBS_{it} + \alpha_{14} SEF * OBS_{it} + \alpha_{15} SIZE_{it} + \alpha_{16} LEV_{it} + \alpha_{17} ROA_{it} + \alpha_{18} AUD_{it} + \\
 & \alpha_{19} IND_{it} + \alpha_{20} T2_{it} + \alpha_{21} T3_{it} + \alpha_{22} T4_{it} + \alpha_{23} T5_{it} + \alpha_{24} T6_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

自變數	預期符號	係數	Z 值
SF	—	-0.844	-4.596***
SEF	—	0.069	0.616
FC1	—	-0.115	-1.690*
FC3	—	-0.209	-2.747***
HRT	N.S	-0.102	-1.977**
OBS	+	-0.063	-1.215
SF*FC1	+	0.559	2.958***
SF*FC3	+	1.102	3.349***
SEF*FC1	+	-0.156	-1.496
SEF*FC3	+	0.101	0.849
SF*HRT	N.S	0.298	1.837*
SEF*HRT	N.S	-0.114	-1.480
SF*OBS	N.S	0.059	0.341
SEF*OBS	N.S	0.088	1.151
SIZE	+	0.616	19.682***
LEV	—	-0.007	-6.604***
ROA	+	0.011	4.824***
AUD	+	0.139	2.729***
IND	+	0.215	5.386***
T2	N.S	0.047	0.761
T3	N.S	-0.172	-2.803***
T4	N.S	0.458	7.395***
T5	N.S	0.304	4.981***
T6	N.S	0.400	6.570***

Sample=4,027、Pseudo R²=0.080、LR statistic=754.0059

註：1. INF(資訊透明度)=資訊揭露評鑑分數轉換，A+：5分、A：4分、B：3分、C：2分、C-：1分；SF(強控股能力)=控制股東擔任高階管理職且持股率逾40%為1，否則為0；SEF(次強控股能力)=控制股東擔任管理職但持股率未滿40%或持股率滿40%但未擔任管理職為1，否則為0；FC1(單一家族)=單一家族控制型態為1，否則為0；FC3(專業經理人)=專業經理人主導型態為1，其他為0；HRT(核心公司)=集團核心公司為1，否則為0；OBS(次大股東)=公司存在次大股東為1，否則為0；SIZE(公司規模)=年底總資產取自然對數；LEV(負債比率)=年底負債總額除以年底資產總額；ROA(資產報酬率)=年稅前淨利除以年底總資產；AUD(審計品質)=四大會計師事務所

查核為 1，否則為 0；IND(產業別)=集團企業為電子產業為 1，否則為 0；T2=2006 年；T3=2007 年；T4=2008 年；T5=2009 年；T6=2010 年時間虛擬變數。

2. ***, **, *分別代表 1%，5%，10%顯著水準。

3. N.S.為不預設方向性。

在控制變數部分，公司規模與資訊透明度為顯著正向相關，符合陳瑞斌等(2007)研究結果，當企業規模越大，因應資金籌措必須做更多的資訊揭露。負債比率與資訊透明度為顯著負向關係，與陳冠宙等(2005)研究結果一致，顯示企業舉債幅度越高，接近舉債上限時，可能從事表外融資，造成資訊透明度下降。審計品質與資訊透明度為顯著正向關係，符合廖益興等(2007)研究結果，並與前相關性分析結果一致。大型會計師事務所獨立性較高，審計品質較佳，企業之資訊透明度也較高。資產報酬率與資訊透明度為顯著正向關係，與 Frankel et al. (1999)研究結果一致，代表企業獲利若較佳，企業有籌措資金之必要時，較願意對外主動做資訊揭露行為。產業別與資訊透明度為顯著正向關係，符合金成隆等(2008)研究結果，電子產業因其產業特性，資訊透明度相對較高，與前相關性分析之結果相同。

二、控制股東控股能力、集團企業特性與自願性揭露資訊之迴歸分析

1. 控制股東控股能力與自願性揭露資訊之迴歸分析

表 4-8 為本研究使用另一資訊透明度變數—自願性揭露資訊為應變數，針對假說進行驗證之結果。假說 1-1 預期，當控制股東為強勢控股能力時，相對於弱勢控股能力，其自願性揭露資訊較差，此時預期符號為負。實證結果顯示，SF*VD 為顯著負向關係(係數-1.442，Z 值=-2.536)，和預期符號相同，假說 1-1 獲得支持。而假說 1-2 預期，當控制股東為次強勢控股能力時，相對於弱勢控股能力，其自願性揭露資訊較差，此時預期符號為負。實證結果顯示，SEF*VD 為顯著正向關係(係數 0.602，Z 值=3.631)，假說 1-2 並未獲得支持。上述結果顯示，控制股東控股能力強弱對自願性揭露資訊確實產生影響，當控制股東控股能力達到一定程度的強勢地位時，自願性揭露資訊明顯較差；反之則呈現正向發展。

2. 集團企業特性與自願性揭露資訊之迴歸分析

假說 2-1 預期，單一家族掌控型態相對於其他型態，其自願性揭露資訊較

差，此時預期符號為負。實證結果顯示， $FC1*VD$ 為負向關係但不顯著(係數-0.035，Z 值-0.324)，和預期符號相同但證據稍嫌薄弱。而假說 2-2 預期，專業經理人主導型態相對於其他型態，其自願性揭露資訊較差，此時預期符號為負。實證結果顯示， $FC3*VD$ 為顯著負向關係(係數-0.299，Z 值=-2.348)，假說 2-2 獲得支持。綜合上述結果顯示，集團類型為專業經理人掌控，由於第一類代理問題存在，專業經理人主導型態由於握有管理權，存在資訊不對稱優勢，在自願性資訊揭露上較其他型態差。而單一家族集團類型，由於考慮家族成員利益，可能對外部非家族小股東產生排擠，造成自願性揭露資訊較其他類型集團為差，但不如資訊透明度強度明顯。

假說 3 預期，公司為集團核心公司時，對自願性揭露資訊有影響。實證結果顯示， HRT 與 INF 為負向關係但不顯著(係數為-0.094，Z 值=-1.117)，假說 3 並未獲得明顯支持。顯示當公司為集團核心公司時，由於擔任集團最上層投資公司，對集團或最終控制者而言均相當重要，在自願性資訊揭露上也會有所保留，但證據較不明顯。假說 4 預期，當集團企業存在次大股東時，自願性揭露資訊較佳，此時預期符號為正。實證結果顯示， $OBS*INF$ 並不存在顯著關係(係數-0.006，Z 值=-0.076)，假說 4 並未獲得支持。意謂在集團企業中，次大股東的存在並未充分發揮監督效果，有無存在次大股東對集團企業的自願性揭露資訊並無顯著影響。

3. 控制股東控股能力與集團企業特性之交互效果，對自願性揭露資訊之影響

假說 5-1 預期，控制股東強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其單一家族型態之資訊透明度相對於其他型態會有改善。假說 5-2 預期，次強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其單一家族型態之資訊透明度相對於其他型態會有改善。假說 5-3 預期，強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其專業經理人型態之資訊透明度相對於其他型態會有改善。假說 5-4 預期，次強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其專業經理人型態之資訊透明度相對於其他型態會有改善。實證結果顯示，除 $SEF*FC1$ 為顯著負向關係(係數-0.694，Z 值=-4.457)，其他交乘項則均不顯著，並不支持上述假說。意謂在自願性資訊揭露上與資訊揭露評鑑結果有所差異，控制股東在自願性揭露資訊上，並不因集團企業型態而有所差異，甚至部分轉向利益掠奪假說。

假說 6-1 預期，控制股東強勢控股能力相對於弱勢控股能力，是否為核心公司，其自願性揭露資訊會有差異。假說 6-2 預期，次強勢控股能力相對於弱

勢控股能力，是否為核心公司，其自願性揭露資訊會有差異。實證結果顯示， $SF*HRT$ (係數 0.713，Z 值=1.883)對 VD 顯著正向關係，而次強勢控股能力則無差異，代表控制股東控股能力達一定強度，集團核心公司自願性揭露資訊相對較佳。假說 7-1 預期，控制股東強勢控股能力相對於弱勢控股能力，是否存在次大股東，其監督效果有差異；假說 7-2 預期，次強勢控股能力相對於弱勢控股能力，是否存在次大股東，其監督效果有差異。實證結果顯示，不論控制股東控制力強弱為何，次大股東之監督效果並無差異。

控制變數部分，除審計品質與產業別外，其餘變數與資訊透明度得出之結果相同。顯見受大型會計師事務所查核之集團企業，雖然資訊透明度較高，但未必提供較多之自願性揭露資訊。而電子產業由於競爭激烈，基於自我保護原則，雖然資訊透明度較高，在自願性揭露資訊部分，提供之資料相對較少，二者均與前相關性分析之結果一致。



表 4-8 自願性揭露資訊迴歸結果

$$VD_{it} = \beta_1 SF_{it} + \beta_2 SEF_{it} + \beta_3 FC1_{it} + \beta_4 FC3_{it} + \beta_5 HRT_{it} + \beta_6 OBS_{it} + \beta_7 SF * FC1_{it} + \beta_8 SF * FC3_{it} + \beta_9 SEF * FC1_{it} + \beta_{10} SEF * FC3_{it} + \beta_{11} SF * HRT_{it} + \beta_{12} SEF * HRT_{it} + \beta_{13} SF * OBS_{it} + \beta_{14} SEF * OBS_{it} + \beta_{15} SIZE_{it} + \beta_{16} LEV_{it} + \beta_{17} ROA_{it} + \beta_{18} AUD_{it} + \beta_{19} IND_{it} + \beta_{20} T2_{it} + \beta_{21} T3_{it} + \beta_{22} T4_{it} + \beta_{23} T5_{it} + \beta_{24} T6_{it} + \varepsilon_{it}$$

自變數	預期符號	係數	Z 值
SF	—	-1.442	-2.536**
SEF	—	0.602	3.631***
FC1	—	-0.035	-0.324
FC3	—	-0.299	-2.348**
HRT	N.S.	-0.094	-1.117
OBS	+	-0.006	-0.076
SF*FC1	+	0.605	1.221
SF*FC3	+	-5.756	-4.52E-05
SEF*FC1	+	-0.694	-4.457***
SEF*FC3	+	-0.093	-0.520
SF*HRT	N.S.	0.713	1.883*
SEF*HRT	N.S.	-0.147	-1.187
SF*OBS	N.S.	0.308	1.081
SEF*OBS	N.S.	-0.088	-0.696
SIZE	+	0.639	13.397***
LEV	—	-0.009	-4.952***
ROA	+	0.017	4.170***
AUD	+	-0.186	-2.196**
IND	+	-0.150	-2.242**
T2	N.S.	-0.217	0.832
T3	N.S.	-0.443	0.664
T4	N.S.	0.060	0.551
T5	N.S.	0/014	0.889
T6	N.S.	-0.057	0.573

Sample=4,027、Pseudo R²=0.115、LR statistic=310.162

註：1.VD(自願性揭露資訊)=較透明分數為 2，其他為 1；SF(強控股能力)=控制股東擔任高階管理職且持股率逾 40% 為 1，否則為 0；SEF(次強控股能力)=控制股東擔任管理職但持股率未滿 40% 或持股率滿 40% 但未擔任管理職為 1，否則為 0；FC1(單一家族集團)=單一家族控制型態為 1，否則為 0；FC3(專業經理人集團)=專業經理人型態為 1，其他為 0；HRT(核心公司)=集團核心公司為 1，否則為 0；OBS(次大股東)=公司存在次大股東為 1，否則為 0；SIZE(公司規模)=年底總資產取自然對數；LEV(負債比率)=年底負債總額除以年底資產總額；ROA(資產報酬率)=年稅前淨利除以年底總資產；AUD(審計品質)=四大會計師事務所查核為 1，否則為 0；IND(電子產業)=集團

企業為電子產業為 1，否則為 0；T2=2006 年；T3=2007 年；T4=2008 年；T5=2009 年；T6=2010 年時間虛擬變數。

2. ***, **, * 分別代表 1%，5%，10% 顯著水準。

3 .N.S.代表不預測方向性。

第四節 邊際效果分析

為了解控制股東控股能力及其與集團企業特性之交乘項，對資訊透明度與自願性揭露資訊各落點之邊際影響程度，本研究對顯著之實驗變數進行邊際效果⁷分析，實證結果列示如表 4-9 與 4-10，並分成兩部分進行解釋。

一、資訊透明度

1. 強勢控股能力相對於弱勢控股能力之資訊透明度，在 INF=1 時，多了 0.027 的機率且顯著；在 INF=2 時，多了 0.183 的機率且顯著；在 INF=3 時，多了 0.072 的機率且顯著；在 INF=4 時，少了 0.255 的機率且顯著；在 INF=5 時，少了 0.027 的機率且顯著。
2. 強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其單一家族掌控型態之資訊透明度相對於其他型態，在 INF=1 時，減少 0.011 的機率且顯著；在 INF=2 時，減少 0.072 的機率且顯著；在 INF=3 時，減少 0.028 的機率且顯著；在 INF=4 時，增加 0.101 的機率且顯著；在 INF=5 時，增加 0.010 的機率且顯著。
3. 強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其專業經理人主導型態之資訊透明度相對於其他型態，在 INF=1 時，減少 0.009 的機率且顯著；在 INF=2 時，減少 0.057 的機率且顯著；在 INF=3 時，減少 0.023 的機率且顯著；在 INF=4 時，增加 0.080 的機率且顯著；在 INF=5 時，增加 0.009 的機率且顯著。
4. 強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其是否為核心公司之資訊透明度在 INF=1 時，減少 0.006 的機率且顯著；在 INF=2 時，減少 0.040 的機率且顯著；在 INF=3 時，減少 0.016 的機率但不顯著；在 INF=4 時，增加 0.056 的機率且顯著；在 INF=5 時，增加 0.006 的機率且顯著。

⁷ 有關 Ordered Probit 模型與邊際效果分析，可參考 Hill, Griffiths and Lim 2008. pp.433-437。

表 4-9 控股能力對資訊透明度之邊際效果評估

	INF=1	INF=2	INF=3	INF=4	INF=5
SF	0.027 (4.175)***	0.183 (4.551)***	0.072 (1.929)*	-0.255 (-4.469)***	-0.027 (-2.007)**
SF*FC1	-0.011 (-2.831)***	-0.072 (-2.945)***	-0.028 (-1.735)*	0.101 (2.930)***	0.010 (1.789)*
SF*FC3	-0.009 (-3.248)***	-0.057 (-3.363)***	-0.023 (-1.710)*	0.080 (3.220)***	0.009 (1.784)*
SF*HRT	-0.006 (-1.799)*	-0.040 (-1.830)*	-0.016 (-1.392)	0.056 (1.827)*	0.006 (1.799)*

註：***，**，*分別代表 1%，5%，10%顯著水準。

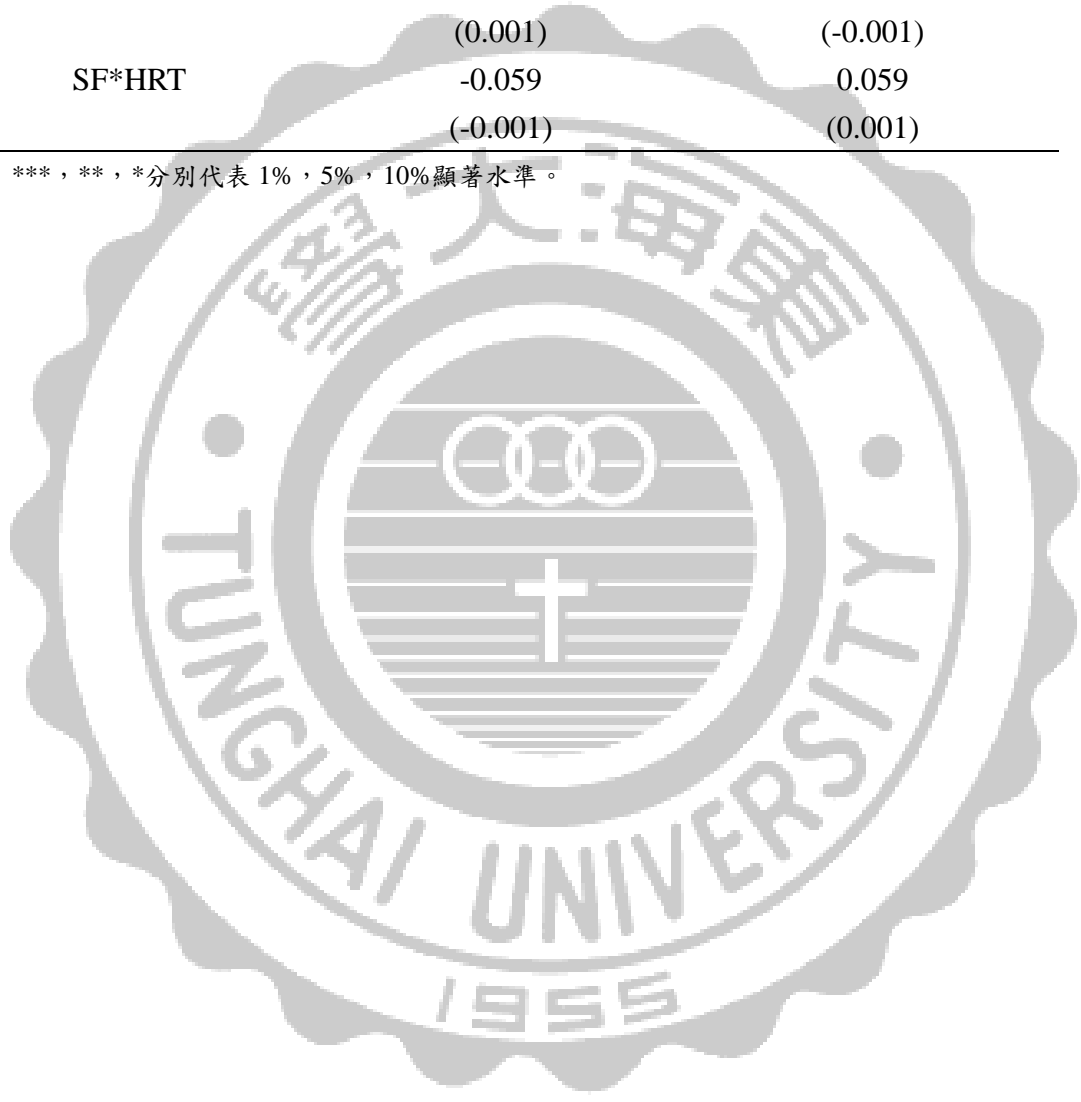
二、自願性揭露資訊

1. 強勢控股能力相對於弱勢控股能力，在 VD=1 時，自願性揭露資訊增加 0.191 的機率但不顯著；在 VD=2 時，減少 0.191 的機率但不顯著。
2. 次強勢控股能力相對於弱勢控股能力，在 VD=1 時，自願性揭露資訊減少 0.080 的機率但不顯著；在 VD=2 時，增加 0.080 的機率但不顯著。
3. 次強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其單一家族掌控型態之自願性揭露資訊相對於其他型態，在 VD=1 時，增加 0.055 的機率但不顯著；在 VD=2 時，減少 0.055 的機率但不顯著。
4. 強勢控股能力相對於弱勢控股能力，集團企業之核心公司其自願性揭露資訊，在 VD=1 時，減少 0.059 的機率但不顯著；在 VD=2 時，增加 0.059 的機率但不顯著。

表 4-10 控股能力對自願性揭露資訊之邊際效果評估

	VD=1	VD=2
SF	0.191 (0.001)	-0.191 (-0.001)
SEF	-0.080 (-0.001)	0.080 (0.001)
SEF*FC1	0.055 (0.001)	-0.055 (-0.001)
SF*HRT	-0.059 (-0.001)	0.059 (0.001)

註：***，**，*分別代表 1%，5%，10%顯著水準。



第五章 結論與建議

本章分為三節，第一節為研究結論，包括控制股東控股能力、集團企業類型、核心公司與是否存在次大股東對資訊透明度之影響，及控股能力對集團企業特性變數之交互效果；第二節為管理意涵；第三節則說明研究限制與未來研究建議。

第一節 研究結論

本研究探討控制股東在不同控股能力下，對資訊透明度之影響。控股能力設計結合控制股東持股率與是否擔任集團企業管理職，用以衡量控制股東影響力強弱對資訊透明度之衝擊。其次分析集團企業特性對資訊透明度之影響，採用變數包含集團企業型態、是否為核心公司及是否存在次大股東。最後則探討控股能力與集團企業特性的交互效果。茲將研究結論歸納如下：

- 一、根據 Jensen and Ruback (1983) 利益掠奪假說，控制股東對公司控制力越強時，為求自身利益最大化，會對小股東利益產生侵害行為，而資訊透明度即為其中一種方式。本研究結果顯示，強勢控股能力相對於弱勢控股能力，資訊透明度顯著較差，次強勢控股能力相對不顯著。可見，當控制股東對企業控制力越高，資訊透明度越差。而以自願性揭露資訊為應變數時，強勢控股能力對弱勢控股能力結果相同，而次強勢控股能力相對於弱勢控股能力則較佳。由此可見，整體控制股東控股能力對資訊透明度結果，符合利益掠奪假說，控股能力越強，資訊透明度越差；而自願性揭露資訊則呈現方向不一之結果。
- 二、集團企業特性方面，單一家族掌控型態與專業經理人主導型態之集團企業，資訊揭露評鑑結果均顯著差於其他型態，在自願性揭露資訊也呈現同樣之結果。由此可見，不論第一類或第二類代理問題，均確實反映在資訊透明度上。單一家族掌控型態之集團企業，為了自身利益，不惜犧牲外部股東權益；而專業經理人由於掌握資訊不對稱之優勢，且存在股權偏離問題，因而在資訊透明度表現較其他型態差。集團核心公司資訊透明度較非核心公司差，反映作為集團上層投資公司，為最終控制者主控集團之母體，資訊透明度顯著較差。而自願性揭露資訊雖然證據較薄弱，亦呈現相同方向。是否存在次大股東，在資訊透明度與自願性揭露資訊結果均不顯著。代表在集團企業中，次大股東並未產生監督效果，對資訊透明度並無顯著影響。

三、在控制股東控股能力與集團控制型態的交互效果部分：強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其單一家族掌控型態之資訊透明度，相對於其他型態會有改善，但在自願性揭露資訊部分則不顯著但方向相同。次強勢控股能力相對於弱勢控股能力，其單一家族掌控型態之資訊透明度，相對於其他型態不顯著但為負向；在自願性揭露資訊則顯著且方向相同。由上述結果可發現，單一家族掌控型態在強勢控股能力下，考慮到持股率，因而產生利益一致性，家族為自身利益必須改善資訊透明度以換取投資人認可。反觀，若控股能力不高，則偏向利益掠奪假說。而專業經理人型態上，僅在強勢控股能力相對於弱勢控股能力下，資訊透明度有所改善，其他結果則均不顯著。可見在高控股能力下，專業經理人也傾向利益一致性，企業資訊透明度會較佳。

四、在控制股東控股能力與核心公司及是否存在次大股東的交互效果部分：強勢控股能力相對於弱勢控股能力，不論資訊透明度或自願性揭露資訊部分，核心公司均優於非核心公司；次強勢控股能力相對於弱勢控股能力，在資訊透明度或自願性揭露資訊部分，核心公司均無顯著差異於非核心公司。顯見控制股東控股能力越強，且達一定水準，其集團控制主體越沒有隱藏資訊之必要，資訊透明度相對較高。另外不論強勢控股能力或次強勢控股能力相對於弱勢控股能力，是否存在次大股東，對資訊透明度或自願性揭露資訊均無影響。結果顯示，在集團企業中，由於存在控制股東，次大股東並無法發揮其監督效果，資訊透明度為控制股東所主導。

綜合本文實證結果發現，集團企業控制股東控股能力，對資訊透明度的確產生負面影響，代表控制股東的影響力對資訊透明度產生衝擊。集團企業特性變數則產生不同情況的結果，兩種代理問題對集團企業資訊透明度均呈現負向關係，而集團核心公司資訊透明度確實較差，次大股東則沒有顯著的監督效果。交互效果則顯示利益一致性的差異，當控股能力強度達一定水準，對單一家族掌控型態或專業經理人主導型態，均顯示利益一致性的改善結果，與原先整體的利益掠奪假說答案不同。

第二節 管理意涵

本研究之實證結果，對於學術界與實務界均具有管理意涵，茲說明如下：

一、對學術界

過去探討代理問題對資訊透明度之影響時，多從家族或非家族企業之角度進行研究，忽略了控制股東未必僅有家族主導型態，且企業必然存在一實質主導之最終控制者。本研究對學術界之貢獻，在於以最終控制者觀點，綜合控制股東之持股率與涉入經營程度，設計出控制股東控股能力，並對最終控制者影響力做全面性之評估。本研究以集團企業為研究對象，評估控制股東、集團企業特性與資訊透明度之關聯性。實證結果發現，控制股東控股能力及集團企業特性，均對資訊透明度產生影響且產生不同之交互效果，可做為未來公司治理相關研究之參考依據。

二、對實務界

本研究對實務界之貢獻在於：企業對市場資金有龐大需求，特別是大規模之集團企業。為獲得投資人之信賴，資訊揭露程度必須作出加強與改善。企業經營者應審慎思考自身公司治理機制之狀況，與企業特性是否符合投資人要求，方能得到市場之認可。

第三節 研究限制與未來研究建議

- 一、控股能力分類包含最終控制者持股率及是否兼任管理職，可再增加其他分類條件或調整持股率，以找出最佳的控股能力分類情形。
- 二、資訊揭露評鑑主要內容為公開資訊觀測站揭露資訊、對媒體澄清性揭露與企業網站揭露資訊，多為被評鑑公司本身所提供之資料。建議未來評鑑可考慮增加主動性稽核項目。
- 三、集團企業型態與控股能力均採對比式分析，以其他類型和弱勢控股能力為比較對象，建議未來研究可採逐項比較更能提升其研究結果之準確度。

參考文獻

- 中華徵信所，2006，台灣地區集團企業研究，台北：中華徵信所企業股份有限公司。
- 中華徵信所，<http://www.credit.com.tw/CreditOnline/>
- 方嘉麟與許崇源，2006，家族企業控股型態對公司治理及組織文化影響之研究，行政院國家科學委員會專題研究。
- 王文宇，2008，我國上市公司資訊揭露規定之檢討—以公司經營與控制股東之規定為中心，行政院國家科學委員會專題研究。
- 台灣經濟新報資料庫，<http://www.tej.com.tw/twsite/>
- 李孟芳，2003，股權結構對企業財務資訊揭露品質之影響—以上市電子業公司為例，成功大學會計學系碩士論文。
- 周建宏，2002，提高資訊透明度以因應全球化的資本市場，會計研究月刊，第200期(7)：78-86。
- 周建新與林宗得，2005，資訊透明度對企業價值增額解釋能力之研究，會計與公司治理，第2卷第2期：25-46。
- 周雅英與吳玫靜，2010，資訊揭露品質、盈餘品質與公司治理關係之研究，會計理論與實務研討會，淡江大學會計學系。
- 林灼榮、李秀英與施佩雯，2010，集團企業家族持股、董事會組成與企業績效之關聯性—配對法之應用，海峽兩岸會計學術研討會，彰化師範大學會計學系。
- 林秀柑、方文碩與王冠閔，2009，集團核心企業董事會特性與經營績效之研究。臺灣企業績效學刊，第3卷第1期：25-48。
- 林宛瑩與許崇源，2008，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，交大管理學報，第28期1卷：269-313。
- 林明謙，2001，股權結構、董事組成對大股東介入股市行為影響之研究，輔仁大學金融研究所碩士論文。
- 林欣怡，2003，公司資訊透明度與權益資金成本之關係探討，國立中山大學財務管理系碩士論文。
- 林美鳳、金成隆與林良楓，2009，股權結構、會計保守性與信用評等關係之研究，臺大管理論叢，第20卷第1期：289-330。

- 林嬋娟與張哲嘉，2009，董監事異常變動、家族企業與企業舞弊之關聯性，會計評論，第 48 期：1-33。
- 金成隆、林美鳳與梁嘉紋，2008，公司治理結構和法人說明會之關聯性研究，管理學報，第 25 卷第 2 期：221-243。
- 金志遠，2000，董事會特性與年報自願性揭露關係之研究，國立政治大學會計學系碩士論文。
- 柯承恩與葉銀華，2001，台灣上市公司股權結構和法人說明會之關聯性研究。行政院國家科學委員會專題研究。
- 翁淑育，2000，台灣地區上市上櫃投資人關係與資訊科技應用調查報告，輔仁大學財務金融系碩士論文。
- 高蘭芬、陳振遠與李焮慈，2007，資訊透明度及席次控制權與現金流量權偏離對公司績效之影響—以台灣電子業為例，台灣管理學刊，第 6 卷第 2 期：81-104。
- 張漢傑，2011，從控制股東股權一窺企業價值體質，會計研究月刊，第 302 期 (1)：75-81。
- 張籃云、謝俊魁與林灼榮，2010，台灣集團企業家族控股、公司治理與國際化之攸關性研究，財經商管、跨國經營管理暨軍品釋商學術與實務研討會，東海大學。
- 許美滿、吳壽山、鍾惠民與林怡群，2004，控制股東代理問題對公司價值之影響與舉債之監督效果分析，會計與公司治理，第 1 卷第 2 期：67-90。
- 許書珮，2008，台灣集團企業董事會規模與獨立性決定因素之分析，國立政治大學企業管理學系碩士論文。
- 陳俞如與謝存瑞，2011，集團內部所有權與分子企業盈餘管理：國際多角化與家族連結之影響。管理學報，第 28 卷第 1 期：65-80。
- 陳瑞斌、許崇源與翁慈青，2007，公司治理架構與財務報告透明度之關聯性研究，中華管理評論，第 10 卷第 1 期：1-41。
- 陳瑞斌與許崇源，2008，資訊揭露水準對於權益資金成本之影響，東吳經濟商學學報，第 61 期：67-108。
- 黃振豐與沈宜慶，2002，企業資訊揭露與舉債資金成本關係之實證研究，兩岸會計與管理學術研討會，淡江大學會計學系。
- 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，第 18 卷第 2 期：59-86。
- 葉銀華、李存修與柯承恩，2002，公司治理與評等系統，台北，商智文化事業

股份有限公司。

葉銀華、蘇裕惠、柯承恩與李德冠，2003，公司治理機制對於關係人交易的影響。證券發展季刊，第 15 期：69-106。

廖益興、楊清溪與廖秀梅，2005，公司治理機制與財務報表品質之關聯性研究，當前會計理論與實務研討會，銘傳大學會計學系。

廖益興與許博渝，2007，董事會組成、股權結構與資訊揭露透明度，會計理論與實務研討會，臺北大學會計學系。

蔡信夫、鍾惠民與林詩韻，2003，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，當代會計，第 4 卷第 2 期：143-168。

蔡垂君與陳信宇，2009，應用逐步區別分析法探討台灣「公司治理」與「資訊揭露評鑑透明度」之敏感度，管理思維與實務學術研討會，銘傳大學企業管理學系。

瞿宛文與洪嘉瑜，2002，自由化與企業集團化的趨勢，臺灣社會研究第 47 期：33-83。

Allouche, J., B. Amann, J. Jaussaud and T. Kurashina. 2008. The impact of family control on the performance and financial characteristics of family versus nonfamily businesses in Japan: A matched-pair investigation. *Family Business Review* 21(4): 315-329.

Anderson, R. C. and D. M. Reeb. 2003. Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance* 3: 1301-1328.

Barnea, A., R. Huagen and L. Senbet. 1985. *Agency Problems and Financial Contracting*. New Jersey: Englewood.

Bartholomeusz, S. and G. A. Tanewski. 2006. The relationship between family firms and corporate governance. *Journal of Small Business Management* 44(2): 245-267.

Berle, A. A. and G. C. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York, NY: Mac-Millan,

Botosan, C. A. 1997. Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review* 72(3): 323-349.

Chen, C. J. P. and B. Jaggi. 2000. Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy* 19: 285-310.

- 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(1/2): 81-112.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1996. Causes and consequences of earnings manipulations: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research* 13(Spring): 1-36.
- Denis, D. J. and D. K. Denis. 1997. Majority owner-managers and organizational efficiency. *Journal of Corporate Finance* 1: 91-118.
- Diamond, D. W. and R. E. Verrecchia. 1991. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *Journal of Finance* 4(September): 1325-1360.
- Dyer, G. W. Jr. 2006. Examining the “family effect” on firm performance. *Family Business Review* 19: 253-273.
- Eng, L. L. and Y. T. Mak. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy* 22: 325-345.
- Fan, j. P. H. and T. J. Wong. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33(3): 401-425.
- Frankel, R., M. Johnson and D. J. Skinner. 1999. An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium. *Journal of Accounting Research* 37(1): 133-150.
- Haniffa, R. M. and T. E. Cooke. 2002. Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus* 38: 317-349.
- Healy, P. M., A. P. Hutton, and K. G. Palepu. 1999. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research* 16: 485-520.
- Heflin, F. L., K. W. Shaw and J. J. Wild. 2005. Disclosure policy and market liquidity: impact of depth quotes and order sizes. *Contemporary Accounting Research* 22: 829-865.
- Jensen, M. C. and R. Ruback. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11: 5-50.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- Kim, O. and R. E. Verrecchia. 1994. Market liquidity and volume around earnings

- announcements. *Journal of Accounting and Economics* 17(1/2): 41-67.
- Kurashina, T. 2003. *Family Kigyo no Keieigaku [Management studies on family business]*. Tokyo: Tokyo Keizai Shimbun Sha.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 2002. Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance* 57(June): 1147-1170.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54(April): 471-517.
- Leuz, C., D. Nanda and P. D. Wysocki, 2003. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics* 69: 505-527.
- Lins, K. V., 2003. Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38: 159-184.
- Luo, X. and C. N. Chung (2005). Keeping it all in the family: The role of Particularistic relationships in business group performance during institutional transition. *Administrative Science Quarterly* 50(3): 404-439.
- Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny (1988). Management ownership and market valuation: An empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 20: 293-315.
- Mroczkowski, N. A. and G. Tanewski (2004). Family firms and initial returns performance: Australian evidence. EAA Conference Paper Prague.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94: 461-488.
- Yeh, Y., T. Lee and T. Woidtke (2001). Family control and corporate Governance: evidence from Taiwan. *International Review of Finance* 2(1/2): 21-48.