

國立臺灣大學管理學院國際企業學系研究所

碩士論文

Graduate Institute of International Business

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis

台商大陸投資績效與公司治理、股東結構和

關係人交易之相關性研究：家族企業 v.s. 非家族企業

A Study on the Correlation of the Investment Performance、
Corporate Governance、Ownership Structure and Related Party
Transaction of the Taiwan Firms Investing in Mainland China
Family Firms V.S. Non-Family Firms

王慶彬

Ching-Bin Wang

指導教授：許耀文 博士

Advisor：Yao-Wen Hsu, Ph.D.

中華民國 98 年 1 月

January, 2009

目 錄

口試委員會審定書.....	I
誌謝.....	II
中文摘要.....	III
英文摘要.....	IV
第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與問題.....	1
第二節 研究架構.....	3
第二章 文獻回顧.....	3
第一節 公司治理與投資績效討論.....	4
第二節 股東結構與投資績效討論.....	4
第三節 關係人交易及財務結構與投資績效討論.....	6
第三章 研究假說與方法.....	7
第一節 研究假說.....	7
第二節 研究範圍.....	11
第三節 研究變數定義.....	12
第四節 研究方法.....	16
第四章 實證結果分析.....	18
第一節 樣本描述與敘述統計量分析.....	18
第二節 驗證台商大陸投資績效與母公司三大構面自變數之相關性.....	26
第三節 驗證家族企業之「利益收斂假說」與「風險分散假說」.....	29
第五章 結論與建議.....	37
第一節 結論與貢獻.....	37
第二節 研究限制及建議.....	39
參考文獻.....	40
附錄.....	42

圖表目錄

圖 3-1 研究假說結構圖.....	9
表 3-1 台商大陸投資績效之衡量變數與預期效果.....	18

表 4-1 全體樣本資料描述.....	20
表 4-2 全體樣本觀察值敘述統計量.....	20
表 4-3 電子業樣本觀察值敘述統計量.....	21
表 4-4 非電子業樣本觀察值敘述統計量.....	22
表 4-5 家族企業樣本觀察值敘述統計量.....	24
表 4-6 非家族企業樣本觀察值敘述統計量.....	25
表 5-1 台商大陸投資績效各樣本之衡量變數實證結果彙總表.....	36



國立臺灣大學碩士學位論文
口試委員會審定書

台商大陸投資績效與公司治理、股東結構和
關係人交易之相關性研究：家族企業 v.s.非家族企業

A Study on the Correlation of the Investment
Performance、Corporate Governance、Ownership Structure
and Related Party Transaction of the Taiwan Firms
Investing in Mainland China

Family Firms V.S. Non-Family Firms

本論文係王慶彬君（學號 R92724106）在國立臺灣大學國際企業
學研究所完成之碩士學位論文，於民國 98 年 1 月 16 日承下列考試委
員審查通過及口試及格，特此證明。

口試委員：
許 耀 文
荷 連 平 (指導教授)
譚 丹 琪
所 長： 林 修 葳

中華民國 98 年 1 月 16 日

誌 謝

我的碩士論文終於完成了！雖然來的有點晚！回想起自己在台大校園裏的點點滴滴，留下了無限的回憶。感謝我的指導老師許耀文博士，對指導一個在職碩士班的學生必須花費更多的心力，而老師自題目的訂定開始一直到碩士論文口試結束的這短期間，給我許多寶貴的建議，才能讓我的碩士論文圓滿的完成。感謝母親的支持與鼓勵，她身兼父職，辛苦的栽培我到碩士畢業，在此獻上兒子對母親最大的祝福與感恩，這些日子您辛苦了！還有感謝女友蕙瑄的加油打氣，在撰寫論文的這段期間，幫忙整理論文資料，使我可以加快撰寫論文的進度，在我得同時兼顧工作之時，給我最大的協助，謝謝妳！碩士畢業是生涯的另一個開始，期勉自己不斷的向前邁進，開創自己想要的生活！



慶彬 2009/1/31

中文摘要

本研究旨在探討(1)台商大陸投資績效之優劣與母公司公司治理、股東結構和關係人交易及財務結構之相關性(2)家族企業之台商大陸投資績效是否優於非家族企業，故本研究篩選以製造和銷售產品為主之台灣上市櫃公司自1998年至2007年共十年期間，曾有過投資大陸者為研究對象，進行迴歸模型實證研究，實證結果發現如下：

一、資本投資報酬率為正者

1. 台商大陸投資績效與大陸子公司持股率和大陸子公司家數呈正相關，但與大陸子公司規模呈負相關；家族企業樣本比非家族企業樣本更具顯著相關性。
2. 公司治理方面：台商大陸投資績效與監事席次控制率呈正相關；家族企業樣本比非家族企業樣本更具顯著相關性。
3. 股東結構方面：台商大陸投資績效與董事持股率和經理人持股率呈負相關，但與控制持股率 and 外資法人持股率呈正相關；家族企業樣本比非家族企業樣本更具顯著相關性。
4. 關係人交易及財務結構方面：台商大陸投資績效與轉投資占淨值率呈正相關；非家族企業樣本比家族企業樣本更具顯著相關性。

二、資本投資報酬率為負者

1. 台商大陸投資績效與大陸子公司家數呈正相關，但與大陸子公司規模和大陸子公司持股率呈負相關；家族企業樣本比非家族企業樣本更具顯著相關性；電子業之台商大陸投資績效較非電子業之台商大陸投資績效差。
2. 公司治理方面：台商大陸投資績效與董事席次控制率呈正相關；家族企業樣本比非家族企業樣本更具顯著相關性。
3. 股東結構方面：台商大陸投資績效與董事持股率呈負相關；非家族企業樣本比家族企業樣本更具顯著相關性。
4. 關係人交易及財務結構方面：台商大陸投資績效與關係人進貨率、應收關係人帳款票據率和總負債/總淨值率呈正相關；家族企業樣本比非家族企業樣本更具顯著相關性。

中文關鍵詞：投資績效、公司治理、股東結構、關係人交易、家族企業

Abstract

There are two purposes in the research. First, to explore the correlation of the investment performance、corporate governance、ownership structure and related party transaction of the Taiwanese firms investing in Mainland China. Second, to explore whether the investment performance in Mainland China of the Taiwanese family firms are better than the Taiwanese non-family's. We select companies making and selling products and listing in the TWSE and OTC as empirical samples. These companies have invested in Mainland China for the period 1998-2007. Finally, we use the multi-regression's method to examine the hypothesis and get some important empirical conclusions or discoveries as below:

一、 Performance is better (The return of the investment is positive)

1. The correlation of the investment performance、the ratio of the held subsidiary's stocks and the subsidiaries in Mainland China are positive. However, the correlation of the investment performance and the subsidiary's scale in Mainland China are negative；The samples of the family firms show more relevance than non-family firms'.
2. The aspect of the corporate governance：The correlation of the investment performance and the controlled seats of the supervisors are positive；The samples of the family firms show more relevance than non-family firms'.
3. The aspect of the ownership structure：The correlation of the investment performance、the ratio of the stocks held by directors and the ratio of the stocks held by managers are negative. However, the correlation of the investment performance and the ratio of the stocks held by institutions are positive；The samples of the family firms show more relevance than non-family firms'.
4. The aspect of the related party transaction and financial structure：The correlation of the investment performance and the ratio of the foreign direct investment / the net value are positive；The samples of the non-family firms show more relevance than family firms'.

二、 Performance is worse (The return of the investment is negative)

1. The correlation of the investment performance and the numbers of subsidiaries in Mainland China are positive, but the correlation of the investment performance、the subsidiary's scale and the ratio of the held subsidiary's stocks in Mainland China are negative. The samples of the family firms show more relevance than non-family firms'；the investment performance of the electronic industry is better than non- electronic industry's。
2. The aspect of the corporate governance：The correlation of the investment performance and the controlled seats of the director are positive；The samples of the family firms show more relevance than non-family firms'.
3. The aspect of the ownership structure：The correlation of the investment performance and the ratio of the stocks held by directors are negative. However, the correlation of the investment performance and the ratio of the stocks held by institutions are positive；The samples of the non-family firms show more relevance than family firms'.
4. The aspect of the related party transaction and financial structure：The correlation of the investment performance、the ratio of the purchase to related party、account receivable and note of the related party and total reliability / total net value are positive；The samples of the family firms show more relevance than non-family firms'.

Keywords：performance、corporate governance、ownership structure、related party transaction、family-firm

第一章 緒論

本章旨在說明本研究之研究動機與問題及研究架構，共分為二節。

第一節 研究動機與問題

1.1 中國大陸（以下簡稱大陸）經濟的崛起與兩岸經貿關係的變化

大陸自1978年起展開了一連串的「經濟開放」與「經濟改革」計畫至2007年底已歷經三十年，它創造了為世人所稱譽的“世界經濟發展的奇蹟”。我們可從底下幾項重要的總體經濟數據變化來瞭解大陸對全球貿易與各國國外直接投資（Foreign Direct Investment，以下簡稱FDI）的影響：（1）1979年～2007年，大陸國內生產總值(GDP)年平均增長9.8%，全球排名已從1978年第10位上升至2007年第3位，國內生產總值已超越前世界第3位的德國（2）1979年～2007年，大陸貨物進出口貿易總額年平均增長17.3%，全球排名已從1978年第29位持續上升至2004年第3位保持至今（3）1979年～2007年，大陸吸引FDI累計達7,754.2億美元，平均每年267億美元，是開發中國家吸引FDI金額最多的，全球排名已從1979年第126位快速上升至2007年第6位，且自2002年以來利用FDI金額在世界各國中名列前茅；截至2007年底，大陸GDP的產值中其工業總產值的20%以上，進出口貿易總額的30%以上都是由外資企業所創造的，表示大陸經濟的發展對FDI的依存度偏高。

上述的總體經濟數據是過去三十年來大陸經濟快速成長所累積出來的成績，對我國企業有三大影響：第一大陸GDP的快速增加，導致國民所得快速的提升與中產階級的興起，進而形成龐大的內需消費市場；第二大陸與世界各國的貿易關係已緊密不可分，且素有「世界工廠」之稱，如何善用大陸廣大的土地與人力資源，以增強企業競爭力已刻不容緩；第三因前述兩項極具吸引力的投資條件，對於我國企業進行國際化或國外直接投資時，大陸已成為首先考慮的地點之一，甚至已變為必要的投資地區。

由於本研究關心的是台商大陸投資績效，故有關兩岸貿易變化的部分列於附錄一表1-1，以供參考。

我國政府正式開放企業赴大陸投資可追溯自1990年10月訂頒「對大陸地區從事間接投資或技術合作管理辦法」起，辦法規定所有赴大陸投資的金額均須繞經第三地採間接投資，直到2002年7月修正發布「在大陸地區從事投資或技術合許可辦法」後，才開放企業直接投資大陸，至2008年12月15日與大陸全面三通，此時

政府對企業赴大陸投資與兩岸貿易往來才算是完全開放與解禁，雖然目前仍有投資金額上限的限制。在開放大陸投資近十八年來，歷經政府對大陸投資政策的調整，包括「戒急用忍」、「積極開放，有效管理」、「積極管理，有效開放」及「全面開放與實施三通」等政策，是否對台商投資大陸及大陸投資績效造成重大的影響？國內產官業學者多年來已有部分的研究結果和開放政策上的辯論。根據經濟部統計資料顯示，我國對大陸投資金額從1991年1.7億美元，到2000年26億美元，成長14倍，且從2000年起快速成長，至2007年底達100億美元大關，累計1991年~2007年共649億美元¹，占我國全體國外投資金額54%，並從2000年起大陸地區穩居我國國外直接投資金額的第1位，甚至2004年至2007年間均超過全體國外投資金額50%以上；至於投資績效呢？根據證券交易所公開資訊觀測站與官方統計資料顯示，截至2007年底全體上市櫃公司共有1,212家，其中926家有投資大陸地區，比率為76%；電子業共有589家，非電子業337家，比率分別為64%及36%；1991年至2007年全體上市櫃公司有赴大陸投資者共創造了投資利益約新台幣12,629億元，產生投資損失約新台幣2,935億元，分別占累計全體大陸投資金額的81.1%及18.9%；損益合計後約新台幣9,694億元，約占全體累計投資大陸金額(含補辦金額)比率為46.4%，似乎投資績效不差，況且自2001年後每年投資報酬率均維持將近20%左右，符合一般企業投資獲利水準，然而到底什麼因素影響了台商大陸投資績效的好壞，除了政府政策面、投資地區的政經因素及子公司的經營管理能力外，對於政府、國人或投資人來說，大陸投資績效的優劣與台灣母公司哪些構面有關連性才是最重要的，因為該研究成果可作為政府制訂企業赴大陸投資政策與投資人作投資決策時的參考資訊，因此成為本研究欲探討的第一個問題，且形成本研究假說一。

1.2 家族企業的緣由與特質

全球大部份公開發行公司屬於家族控股企業，在美國S&P500指數中的公司，有三分之一企業是家族企業；在台灣前一百大公司中，多數企業集團的核心企業股權亦為家族或個人所掌控。又東方國家的歷史和文化背景與西方國家迥然不同，加上經濟發展的成熟度較慢，公開發行公司中將有更大的比例屬於家族企業。而我國家族企業之創業者及其家族成員通常就是公司的主要所有權者與經營成員，故集合了家族的資金與人力，共同經營企業，且同時管理權和所有權皆掌握

¹累計大陸投資金額含1993、1997、1998、2002及2003等五年向經濟部投資審議委員會補辦金額。

在家族成員手中。Demsetz & Lehn (1985) 提出結合所有權與控制權可以較具有優勢，大股東們可以減輕經理人的徵收，並且家族成員擔任管理階層或是董事長位子，可以影響並監督企業的經營。上述家族企業特有的經營權與管理權結合模式和先前的研究結果似乎都表示家族企業的投資績效應會有較佳的表現，故引起本研究興趣的事前述對家族企業的研究結論是否一樣發生於屬家族企業之台商大陸投資績效上，因此成為本研究欲探討的第二個問題，且形成本研究假說二。歸納本研究之研究問題如下：

問題一：台商大陸投資績效之優劣與母公司哪些構面有關連性？本研究嘗試由母
公司公司治理、股東結構和關係人交易及財務結構三大構面分析之。

問題二：家族企業之台商大陸投資績效是否優於非家族企業之台商？本研究嘗試
由「利益收斂假說」和「風險分散假說」分析之？

第二節 研究架構

第一章 緒論

本章旨在說明本研究之研究動機與問題及研究架構，共分二節。

第二章 文獻回顧

本章旨在回顧和討論與本研究問題有關之文獻，指出過去的研究結論與本研究之假說有何關連性？並以先前的實證研究結果作為本研究設立假說一與假說二之依據，共分三節。

第三章 研究假說與方法

本章旨在說明本研究之研究假說、研究範圍及研究方法，共分四節。

第四章 實證結果分析

本章旨在分析迴歸模型之實證結果及闡述是否與本研究之假說符合，共分三節。

第五章 結論與建議

本章旨在歸納本研究之實證結果並作出結論；另說明本研究之貢獻與限制及對後續研究提出建議。

第二章 文獻回顧

本章旨在回顧與討論與本研究問題有關之文獻，闡述過去的研究結論與本研究之假說有何關連性？依序討論「公司治理」、「股東結構」和「關係人交易及財務結

構」三大構面，並以先前的實證研究結果作為本研究設立假說的依據；但因過去相關文獻幾乎以探討前述三大構面與母公司經營績效之相關性為主，而研究與轉投資績效之關連性的文獻較少，這也是本研究的貢獻之一。

第一節 公司治理與投資績效討論

自1997年爆發亞洲金融危機以來，之後2001年美國陸續爆發安隆(Enron)、世界通訊(WorldCom)、全錄(Xerox)、線上時代華納(AOL TimeWarner)等舞弊事件及我國1998年起陸續爆發一連串企業掏空舞弊案件，例如東隆五金、國產汽車、國揚實業等內線交易、操縱股票價格與財報不實等犯罪情事，其後更有因金融機構不良債權問題嚴重所產生的金融風暴，甚至是後來的博達和力霸集團等資產掏空案件，幾乎都是起因於公司內部監督與公司治理制度出現嚴重瑕疵而發生的，故促使世界各國政府驚覺，如果企業的公司治理不加以改善的話，經濟成長與資本市場的發展都會受到衝擊，而公司治理自此變成國內外最受關注的話題之一。

陳宏姿(2001)以台灣證券交易所上市公司為研究對象，選取406家上市公司，利用敘述統計、相關係數分析及多元迴歸分析發現董監事質押比例與財務指標(Tobin's q)和會計指標(ROA)關係，結果顯示其與Tobin's q為負相關；張雅琳(2004)探討獨立董事機制與資產報酬率(ROA)、淨值報酬率、每股盈餘(EPS)之關聯性，研究對象以台灣上市公司為主，研究期間為2002年與2003年，發現董監事質押比例與公司經營績效成負相關。

綜觀上述國內學者認為公司治理不佳，尤其在董監事質押率偏高的企業，其經營績效越差。因為國內有很多大股東將手上持有的股票拿來抵押，以便募集所需的資金，為日後企業種下潛在的危機。董監事一旦拿股票來質押，遇到股價大幅下跌，就必須追加擔保品，相對違約風險會上升，一旦真的無法補足時，就容易遭銀行斷頭拋售的命運，股價波動更劇烈，甚至有些董監事會挪用公司資金來護盤等，連帶對企業的經營狀況都不利，產生財務上的危機。故本研究認為母公司公司治理不佳，同樣是易造成轉投資績效表現較差之原因，並作為設立本研究假說一之依據。

第二節 股東結構與投資績效討論

股東結構與公司經營績效或轉投資績效間之關連性與第一節公司治理與投資

績效間之關連性具相輔相成關係。本研究又將股東結構分為董事持股率、外資法人持股率、大股東持股率及經理人持股率四大因子，故1.1至1.4回顧投資績效(以母公司績效為主)與前述四大因子相關性之文獻，作為設立本研究假說一之依據。

1.1 董事持股率與公司績效之關聯性

葉銀華與邱顯比(1996)探討資本結構、股權結構與公司價值關聯性，以因素分析與三階段最小平方法，實證結果認為董事持股比率與公司經營績效呈正相關；王一玲(2004)使用聯立方程式來消除公司價值與股權間的內生性，發現董監事持股或管理者持股提高時，可以舒緩道德風險問題，進而提升公司價值(Tobin's q)。

1.2 機構法人持股率與公司績效之關聯性

Pound (1988) 提出「效率監控假說」(Efficient Monitoring Hypothesis)，認為機構投資人較易取得資訊且具備專業知識，相較於一般投資人而言，其監督成本較低；因此，其主張機構投資人的存在，將可提升公司價值，因此在機構投資人的效率監督下，其與公司績效呈正比；Brickley et al. (1988)指出，機構投資者持股比例為公司有效監督機制，能降低代理問題，提高公司價值。

1.3 大股東持股率與公司績效之關聯性

Agrawal (1990)提出「積極監督假說」(Active Monitoring Hypothesis)，指出當股權集中於某些最大股東手中時，最大股東越有誘因去監督管理當局，以提高公司之價值；王玉珍(2002)以民國1995年到2000年資料利用敘述性統計、相關分析、變異數、迴歸分析、聯立方程式其實證結果顯示大股東持股比例與公司經營績效(ROA、EPS、ROE)成正相關。

1.4 經理人持股率與公司績效之關聯性

Jensen and Meckling (1976)提出「利益收斂假說」，其認為管理者持股愈高，管理者的利益與股東的利益會趨於一致，濫用公司資源的情形便會減少，管理者為了追求個人利益極大化，在持股愈多的情況之下，公司的盈虧關係著管理者的利益，使得管理者較不會做出不利股東的決策，公司績效就會因為管理者持股比例越高而提升。

歸納過去文獻研究結果，發現董事持股率、機構法人持股率、大股東持股率及經理人持股率與公司價值之相關性呈正或負相關均有實證結果支持；而本研究

僅列出呈正相關之文獻，其主要的目的是本研究認為上述四大因子與公司價值呈正相關是公司所有權者與經理人間「代理問題」減少，即所有權者與經理人的利益是趨於一致的，符合「利益收斂假說」，另有其他學者提出「效率監控假說」和「積極監督假說」，故前述三種假說都認為公司在所有權者將會積極監督經理人與經理人維護自己的利益狀況下，自然而然地轉投資績效應會有較佳的表現。

第三節 關係人交易及財務結構與投資績效討論

母子公司間關係人交易頻繁與複雜是公司發生財務危機的徵兆之一，而關係人交易是否一定對公司有不好的影響？或可否透過公司治理機制減少公司相關內部人藉由關係人交易而進行利益輸送的情況？上述這些問題的答案與本研究問題一均有關連性。故本節回顧投資績效（以母公司經營績效為主）與關係人交易及財務結構相關性之文獻，作為設立本研究假說一之參考依據。

1.1 關係人交易之相關文獻

邱安琪（1993）研究中發現96%以上的上市公司有關係人交易，得知關係人交易在我國確屬頻繁，而關係人交易很可能因為公司內部人士挪用公司資金或質押公司股票介入股市與非常規關係人交易圖謀個人利益，損害到公司的價值與損害股東權益，而可能導致公司引發財務危機；黃秀姿（2005）利用「代理理論」與「訊號發射理論」，並利用聯立方程式驗證獨立董事、關係人交易、公司價值(Tobin's q)三者間是否存在因果關係。實證結果發現：(1)關係人交易(股權交易比率、關係人與公司土地及股權交易比率、關係人與公司之資金融通與保證比率、關係人營業外收入比率、關係人營業外費用比率、關係人進貨交易、關係人銷貨交易及關係人應收款項交易)的比率愈高，將降低公司價值(2)關係人交易愈多的公司，愈趨於不設立獨立董事(3)獨立董事比例愈高，愈能有效抑制關係人交易(4)公司價值的高低，並不會影響公司是否從事關係人交易(5)自願設立獨立董事對公司價值沒有直接影響關係，但透過路徑分析發現獨立董事可藉由監督關係人交易進而提升公司價值。

綜觀上述研究結果，一致性認為母子公司間的關係人交易的確是公司控制股東或經理人掏空公司資產的慣用手法。台商前往大陸投資時，偏好透過第三地成立控股公司，雖然此現象受到2002年前政府規定至大陸投資只能採用間接方式，使得政府與金融機構均無法有效監督資金的流向，也讓公司內部有心人士利用此

大陸投資管道，將公司內部資金或從外部股東及債權人所募集的的資金匯往大陸地區，美其名是進行投資，但私底下很有可能占為己有；甚至利用此筆資金以自己名義在大陸投資，產生長久以來許多國人懷疑不少上市櫃公司高層有「錢進台灣、債留台灣」的情形。而目前爆發的不法事件中，亦有屬於此類型的案例。故本研究除實證假說一與假說二外，另一目的即是依據本節1.1和1.2回顧過去文獻的研究結果，作為本研究實證結果是否可發現家族企業或非家族企業之台商藉由大陸投資管道、台灣母公司與大陸子公司間關係人交易或透過母公司募集內外部融資資金，而從事挪用母公司資金或掏空公司資產等舞弊與不法行為之輔證。

1.2 財務結構之相關文獻

負債比率與公司績效之關聯性為何？是否負債多對公司來講一定是不好的？而負債比率又經常是投資人觀察公司高層是否可能有不法行為發生的重要觀察指標之一，亦為本研究經實證結果觀察台商大陸投資績效是否與母公司負債比率有相關性及大陸投資金額是否來自外部債權人之依據。

葉銀華、邱顯比(1996)認為負債對公司績效為負相關，很可能是因為公司負債越多對公司成長潛力越有不利影響，此外負債越多，造成公司違約風險也越大，進而使公司資金成本攀升，而損害公司績效；王玉珍(2002)認為公司想要經由舉債的途徑取得資金，而債權人必定會與公司簽訂負債契約，保障債權權益，因此債權人與管理當局所協議的負債契約，很可能限制管理當局的融資、投資決策，導致投資績效的無效率性，因此認為負債比率與公司績效(ROA、ROS)呈負相關。

歸納上述研究結果發現負債對公司價值幾乎呈負相關，本研究亦認為母公司負債比率高，除造成母公司資金成本變高與經營壓力變大外，亦有可能是因為大量借款並從事過多無效率的投資決策，故負債比率與投資績效呈負相關。

第三章 研究假說與方法

第一節 研究假說

本章旨在說明本研究之研究假說和實證方法，由第二章文獻回顧得知投資績效與母公司公司治理、股東結構和關係人交易及財務結構之相關性呈正或負相關，均有實證結果支持；但本研究最大的區別在於探討造成投資績效優劣之影響因素，故本研究先將全體樣本分為投資績效佳的（資本投資報酬率 >0 ）與投資績效差的（資本投資報酬率 <0 ），再依據先前實證結果及部分利用目前觀察到的現

象而完成本研究假說一之預期，。

本研究假說二之預期是在「利益收斂假說」或「風險分散假說」成立下，將上述兩投資績效優劣之樣本，再細分為家族企業和非家族企業兩子樣本，進行迴歸實證分析，深入討論家族企業是否較非家族企業在大陸投資績效上表現的更好或是更差。

上述假說一與假說二之實證結果，均可再藉由觀察「關係人交易及財務結構」與「台商大陸投資績效」間之顯著相關性結果，剖析何種企業如家族企業或何種產業如傳統產業，當大陸子公司產生投資虧損時，有比較大的動機，為了彌補投資虧損或甚至只是謀取個人私利，利用大陸投資管道進行五鬼搬運，不當挪用母公司資金與掏空公司資產，造成「錢進大陸、債留台灣」的情形，損及台灣許多無數且無辜小股東的權益和財富？

假說一 (H1)：

H1.1：母子公司治理不佳的企業與台商大陸子公司投資績效為負者呈正相關；反之亦成立。

H1.2：母子公司股東結構複雜（股權分散）的企業與台商大陸子公司投資績效為負者呈正相關；反之亦成立。

H1.3：公司關係人交易頻繁與財務結構較差的企業與台商大陸投資子公司績效為負者呈正相關；反之亦成立。

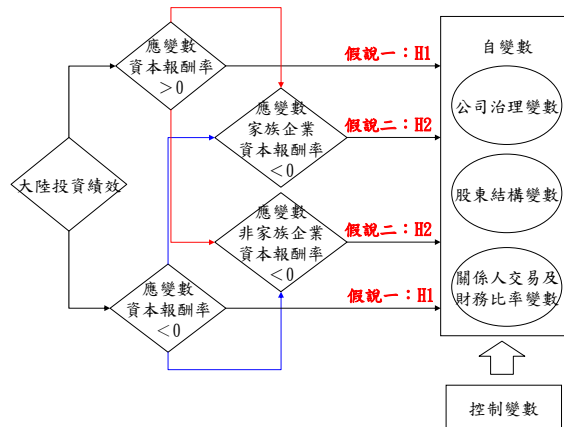
假說二 (H2)：

H2.1：在「利益收斂假說」（Convergence Of Interests Hypothesis）成立下，家族企業相對於非家族企業之台商大陸投資績效為正者與母子公司三大構面之相關性有顯著不同。

H2.2：在「風險分散假說」（Risk Diversification Hypothesis）成立下，家族企業相對於非家族企業之大陸投資績效為負者與母子公司三大構面之相關性有顯著不同。

因本研究假說二是在「利益收斂假說」和「風險分散假說」成立下所形成的，故首先說明「家族企業」內涵，再闡述「利益收斂假說」和「風險分散假說」內容，最後論述「家族企業」與前述兩種假說之關連性。茲將本研究假說彙整如圖 3-1。

圖3-1 研究假說結構圖



1.1 家族企業之定義與內涵

何謂家族企業？或許多數人都只有模糊的概念，故有必要對此名詞定義清楚。回顧過去文獻的研究結果，其實家族企業是一通俗名詞，比較嚴謹的用語為控制股東，即指單一股東或少數股東例如家族成員們所持有公司的股份超過某個臨界比率者，而控制股東能有效地控制企業的營運、財務與投資等重大決策，通常控制股東都是透過股份投票權控制董事會成員而達成前述目的的；當控制股東為少數股東且彼此間具有血親或姻親等關係者，通常為企業原始創業家族成員，符合前述特質的企業，即是一般人所俗稱之家族企業。

家族企業的定義：考慮家族持股比率與控制董事席次比率，以（1）家族所控制的持股比率大於臨界控制持股比率；（2）家族成員或具二等親以內親屬擔任董事長或總經理；（3）家族成員或具三等親以內之親屬擔任公司董事席位超過公司全部董事席位的一半以上（葉銀華，1999）；La Porta等人計算控制股東的方式，是追蹤擁有投票權之最終控制(ultimate control)者的身份，將屬於同一控制群體的直接與間接所持有的投票權相加，藉以辨認公司的最終控制群體；La Porta et al.(1999)將公司分成股權分散公司及存在最終所有者的公司兩類，股權分散公司係指一家公司沒有任何擁有10%或20%以上控制權的股東，而最終所有者則為存在10%或20%以上控制權股東的企業，實證結果發現許多國家上市公司普遍存在最大控制股東，並以家族控股為主要型態，而且控制股東所掌握的控制權通常超過其現金流量權；翁淑育（2000）利用國內上市公司251家樣本，以20%的投票權作為控制型態的分類標準，發現台灣上市公司之最終控制型態以家族為主，有58.2%為家族控制，而且僅有29.9%的公司為股權分散；以10%投票權為控制型態分類標

準下，股權分散公司僅占2.8%；。

綜觀上述各學者提出家族企業的定義，基本上均以最終控制者是否持有公司股份超過某個臨界持股率，其中以La Porta提出的最終控制者持有股權計算方式最廣為一般人使用。

1.2 「利益收斂假說」和「風險分散假說」與家族企業投資績效之關連性

(一) 「利益收斂假說」(Convergence Of Interests Hypothesis)

本假說認為所有權結構與公司價值呈正相關，即所有權結構集中度愈高，則公司價值愈能提升。Berle and Means在1932年首開股權結構對於公司價值之研究，其指出公司的所有權與控制權分離後，當股東的股權過於分散，且管理者持有股數減少時，由於股東對管理當局約束力量薄弱，管理者會根據其個人效用極大化來配置與運用公司資源，因此使公司的行為偏離「股東利潤最大化」的目標，即產生所謂的「代理問題」；兩人(1932)又指出，當經理人只持有少數公司股權，且公司股權又過於分散時，經理人會為追求個人效用，而不努力創造公司價值的極大化，公司資產可能被用於滿足經理人的個人私利而非全體股東的利益。經理人的私利包括經理人的偷懶、特權支出的享受、或追求各種與公司價值極大化無關的目的。他們提出前述的「代理問題」可利用股權集中之股東有效的監督來減弱。

歸納上述「利益收斂假說」或「代理問題」內涵，可知一般企業在公司所有權與管理權分離下，會出現公司股東與經理人的代理問題，造成公司不效率經營以及為了解決此代理問題所產生的費用均稱為代理成本。亦從過去的文獻得知，企業的經理人往往會利用轉投資策略來圖利自己，藉由轉投資增加自己的報酬，另一方面，將企業版圖擴大有助於自己的聲譽，增加自己的價值，吸引更好的公司挖角，因此經理人擁有這些想法時，就會企圖增加企業轉投資，其目的並非為了增加公司價值，而是圖利自己，此舉造成企業價值的減損也就是所謂的代理成本；又在家族企業中，尤其是由家族成員創業的集團，往往都是由家族成員擔任管理要職，此時股東與經理人的代理成本就會較小，因為經理人不必為了私利而做一些減損公司價值的投資決策，因此在經營方面會更有效率，亦不會做出浪費資金的轉投資決策。故整體而言家族企業的代理成本會小於非家族企業，轉投資的投資績效較佳，因此本

研究假說二之一即認為在股東與經理人在「利益收斂假說」成立下，家族企業的轉投資績效應較非家族企業佳。

(二) 「風險分散假說」(Risk Diversification Hypothesis)

以外部股東對內部股東而言，家族企業顧名思義，家族的財產都在自家人手中，主要股東與經營者都是自己人，但是如果與外部股東相比，家族企業的內部股東風險較大，因為幾乎大部分的資金都是投資在自家公司下，相較於外部股東可以分散資金在各種產業各家公司，家族企業的內部股東是不容易做到分散風險的投資，因此家族企業的經理人可能會因此進行轉投資策略，也就是分散經營風險，以跨足各產業分散風險。即使轉投資無效率，家族企業也可能會去執行，再者家族企業更有動機為了分散資金集中的風險而增加轉投資，尤其是利用外部股東的資金來分散自己資產集中的風險，故由「風險分散假說」觀點來看，家族企業會增加轉投資以分散單一公司的經營風險。

但往往在「風險分散假說」成立的情況下，家族企業的轉投資策略通常是無效率或不當的，不僅投資決策將為母公司帶來企業價值的減損，也造成母公司財務上的壓力。倘若此時又在子公司投資虧損的狀態下，家族企業可能因為「代理問題」的消失與公司治理機制功效不彰的狀況下，開始利用關係人交易、美化財務報表和提高公司股價，向金融機構借款或募集大眾資金，並將借款與外部股東資金挪做他用，甚至五鬼搬運納入家族口袋中。因此本研究假說二之二即指在「風險分散假說」成立下，家族企業之轉投資績效應較非家族企業差，而且有較多的機會與較高機率，從事掏空公司資產或挪用公司資金等舞弊與詐欺行為。

第二節 研究範圍

- 1.1 研究資料來源：台灣經濟新報資料庫(TEJ)之大陸投資明細、財務報表和公司治理等資料庫。
- 1.2 研究期間：1998年～2007年，共10年。
- 1.3 研究樣本

本研究之研究對象為1998年至2007年間有進行大陸投資並以製造和銷售產品為主之台灣上市櫃公司，故樣本選取的標準為：排除性質特殊的金融保險業和證

券業；排除非以製造再銷售商品或銷售服務為主之貿易百貨、資訊服務、觀光和航運等產業；排除赴大陸投資有金額限制之營建業及刪除大陸投資資訊與財務資料不齊全之資料。

本研究最後所取的樣本個數如下：截至2007年底，全體樣本上市櫃公司共989家，分為電子業662家（67%）和非電子業327家（33%）；前述全體樣本有從事大陸投資者共741家，分為電子業505家（68%）和非電子業236家（32%），全體樣本觀察值共3,496筆，分為電子業2,347筆和非電子業1,149筆。

第三節 研究變數定義

1.1 家族企業變數之衡量（FAM）

回顧過去文獻的研究結果，對家族企業與非家族企業分類依據多以一主觀數字，例如家族持股比率在20%或10%以上來判斷。此分類並未考慮個別公司的股權分散情形，在各個公司的股權分散程度並不一致的情況下，以相同標準去判斷所有的公司可能並不周全。因此本研究在判斷是否為家族企業的持股率上除以La Porta等人計算控制股東的方式，是追蹤擁有投票權之最終控制(ultimate control)者的身份，將屬於同一控制群體的直接與間接所持有的投票權相加，藉以辨認公司的最終控制群體之方法外，另外考量Cubbin和Leech(1983)及Leech(1987a, b)所提出的表決機率模型(Probabilistic Voting Model)，以必要控制持股率為主要的篩選條件，故本研究決定以台灣經濟新報資料庫中上市櫃公司最終控制者之必要控制持股率 $\geq 15\%$ 且超額持股率 > 0 作為該公司是否為家族企業的判斷基準點；凡最終控制者控制持股率大於等於前述基準點之公司則歸為家族企業，反之則歸為非家族企業。

由於本研究主要研究資料來源來自台灣經濟新報資料庫，對於出自該資料庫之各項名詞如前述必要控制持股率、超額持股率或最終控制者等名詞，本研究有必要對前述名詞提出解釋和說明，茲將相關名詞說明彙整於附錄二。

1.2 應變數之衡量：台商大陸投資報酬率（底下簡稱資本投資報酬率；CAINVR）

從過去的文獻得知衡量一企業之經營績效或投資績效有三種標準，財務績效、營運績效及組織績效。由於財務績效有客觀的財務數據可供衡量，因此本研究以「 $\frac{\text{母公司所認列全部大陸子公司投資損益}_{\text{年底}}}{\text{累積大陸子公司實收資本額}_{\text{年底}} * \text{大陸子公司平均持股率}_{\text{年底}}}$ 」來計算投資績效的良窳，故資本投資報酬率為正

者 (>0) 為投資績效佳；反之為投資績效差。

1.3 控制變數之衡量

(一) 大陸子公司規模 (LOGCAP)

大陸子公司各年底的實收資本額總和(取Log以消除規模效果)。轉投資金額越大，通常代表子公司規模也越大，擁有較多的資金與技術，對於市場的影響力也越大，故本研究預期該控制變數不論在家族企業或非家族企業均與大陸投資績效為正者呈正相關；反之亦成立。

(二) 大陸子公司持股率 (SUBHSR)

國內文獻張永賢(1993)、柯清雲(1993)之實證研究結果皆認為海外投資進入模式之選擇以高度控制權之經營績效為佳，另一方面，台商在經營及生產的技術上皆優於大陸廠商，所以採取合資經營需負擔經營、技術外溢風險，並增加監督、控制和檢查品質等交易成本，故本研究預期該控制變數不論在家族企業或非家族企業均與大陸投資績效為正者呈正相關；反之亦成立。

(三) 大陸子公司家數 (SUBCOMS)

本研究利用投資大陸子公司的家數(Number)來衡量企業的投資經驗。張嘉娥(2004)實證結果說明台灣母公司的大陸投資經驗越豐富確實越能促進績效的提升，意味著台灣母公司投資的大陸子公司數目愈多，企業學習效果越顯著，不僅能降低不確定性與失敗風險，也有助於子公司之績效提升。故本研究預期該控制變數不論在家族企業或非家族企業均與大陸投資績效為正者呈正相關；反之亦成立。

(四) 產業 (INDSYM)

不同產業有不同的產業生命週期、成長機會、產業特性及投資動機皆會使其投資績效產生差異；加上大陸政府和各省分或地區對於不同產業的投資給予不同的限制與鼓勵措施，進一步影響其投資績效。如電子業因屬高科技產業，在大陸投資可享受較多之優惠，因而其投資績效應較其他產業為佳。以是否為電子業來區分，採Dummy Variable的方式，電子業為1，非電子業為0

1.4 自變數之衡量

(一) 公司治理自變數

1. 董事席次控制率 (%) (CEOCLR)

董事控制席次/董事總席次*100，代表的是家族控制董事會和影響公司經營決策的程度；董事席次控制越高即表示代理成本愈低。

2. 董事質押率 (%) (CEOPLR)

由於我國對於董事質押股票的比率並沒有限制，往往家族企業為了控制公司經營權，將大部分的公司股份拿去質押以換取資金，再購買公司股票以增加公司持股率；然而一旦當公司經營不善時，公司產生虧損，股票價格下跌，原本股票擔保品可能遭斷頭賣出，家族企業的經營權可能因此拱手讓出，故家族企業最後可能為了謀取本身的私利，極有可能做出損害公司利益的行為如掏空公司資產。

3. 盈餘股份偏離率 (%) (-DEVr)

盈餘分配權/股份控制權*100，現金流量請求權占股份控制權之比例介於0到1之間。現金流量請求權占股份控制權之比例越接近1，表示股份控制權與現金流量請求權偏離程度越小；現金流量請求權占股份控制權之比例越接近0，表示股份控制權與現金流量請求權偏離程度越大；這個數值通常以Claessens et al. (2000b)的83%為判斷標準，低於此值顯示偏離程度大，表示大股東或最終控制者有侵害小股東權益的情況發生。

4. 監事席次控制率 (%) (SUPCLR)

監事控制席次/監事總席次*100，代表公司是否注重監察人機制即監督董事會決策行為是否有不當情形發生。尤其我國許多家族企業成員都兼任監察人，監督成效不佳，往往無法維護股東權益。故監事席次控制程度通常成為判斷企業公司治理程度優劣的指標之一。

(二) 股東結構自變數

1. 董事持股率 (%) (CEOHSR)

董事持有股數/公司流通在外普通股股數*100，以董事持股多寡，來量化董事監督專業經理人的誘因大小及董事為自己謀取私利的動機大小。

2. 控制性持股率 (%) (CLTR)

此率為判斷企業是否歸為家族企業的基準，並以此自變數觀察假說一之迴歸結果是否隱含投資績效受家族企業之影響；而討論家族企業與非家族企業時則迴歸模型中省略此自變數。

3. 外資法人持股率(%) (FIHSR)

由於外資法人對於公司治理較為重視，且投資的目的大部分都是金融投資而非為了爭取經營權，故外資法人為了獲取最大的投資利益，通常持股的公司會有較佳的投資績效。

4. 大股東持股率(%) (BIGHSR)

Agrawal (1990)也提出「積極監督假說」(Active Monitoring Hypothesis)，指出當股權集中於某些最大股東手中時，最大股東越有誘因去監督管理當局，以提高公司之價值(累積異常盈餘)，故通常大股東持股率偏高時，轉投資績效較佳。

5. 經理人持股率(%) (MHSR)

當經理人持股率增加時，經理人為了維護自己的利益，應不致於做出不當的投資決策，損害公司利益，故與大股東或家族企業的利益具一致性。

(三) 關係人交易及財務結構自變數

此部分變數均為財務報表上所衍生之財務比率，其主要的目的除了解釋投資績效是否與關係人交易有相關性外，另作為是否可發現公司經營管理高層透過關係人交易、不當借款和募集外部資金或內部資金，且透過大陸投資管道，進行詐欺、挪用公司資金或掏空公司資產等舞弊行為。

1. 關係人銷貨率(%) (SARRER)

$$\text{銷貨加工收入} - \text{關係人} / \text{營業收入毛額} * 100$$

2. 關係人進貨率(%) (BUYRER)

$$\text{進貨外包加工} - \text{關係人} / \text{營業成本} * 100$$

3. 應收帳款票據率—關係人(%) (ARRER)

$$\text{應收帳款票據} - \text{關係人}_{\text{年底}} / \text{應收帳款票據}_{\text{年底}} * 100$$

4. 應付帳款票據率—關係人(%) (APRER)

$$\text{應付帳款票據} - \text{關係人}_{\text{年底}} / \text{應付帳款票據}_{\text{年底}} * 100$$

5. 大陸子公司投資損益占母公司稅前淨利率(%) (NIBTR)

$$\text{母公司認列大陸子公司投資損益總和} / \text{母公司稅前淨利} * 100$$

6. 轉投資占淨值率(%) (TINVER)

權益法之長期股權投資/股東權益總額*100，因我國政府對台商赴大陸投資

限額是以公司淨值為計算基準，以此數據研判公司投資大陸的規模大小及是否比率偏高，猜想公司可能已達政府規定投資的上限。

7. 總負債/總淨值比率(%) (TDTER)

以此數做為外部資金需求之替代變數，評估投資損益是否對母公司負債結構產生影響，而母公司亦有可能藉由增加借款或發行公司債方法取得外部資金，並將借款資金匯往大陸子公司，以彌補轉投資虧損。另因台商赴大陸投資限額以公司淨值為計算基準，故分母使用淨值較為恰當。

8. 內部資金比率(%) (INCAPR)

母公司各年底之營業活動現金流量/銷貨總額*100，以此數值做為公司內部資金來源之替代變數，作為判斷投資損益是否影響母公司平常營業活動現金流量，而母公司可能將部分自有資金匯至大陸子公司，以彌補轉投資虧損。

第四節 研究方法

本研究採用Excel及SPSS統計套裝軟體，對樣本公司資料加以分析。分析方法包含兩部分。一部分為樣本公司的基本分析，另一部分為假說檢定分析。基本分析以敘述性統計為主，假說檢定分析則包含自變數間共線性和自我相關、變異數模型適合度檢定及複迴歸模型分析。

1.1 敘述統計學分析

敘述統計量分析係針對蒐集的樣本進行初步的統計分析，其中包括平均數、標準差、最大值及最小值，此分析用以瞭解樣本資料的基本特性。

1.2 共線性與變異數模型適合度檢定分析

在進行複迴歸模型分析以前，應先檢查自變數之間是否有線性重合的問題。此即意味著當自變數有存在顯著相關時，兩自變數之間將可互相取代，而對應變數的解釋能力將產生影響，甚至使得迴歸結果產生偏誤。因此，模型建立前必須先捨棄一些具有共線性高的變數，以使得自變數的解釋不致受到影響。因此，本研究在進行複迴歸分析前，將運用膨脹係數 (Variance Inflation Factor; VIF 值)，檢定自變數之間是否有共線性存在。而當VIF 值大於10 時，則表示有共線性存在，兩變數便不同時放入迴歸模型中。

不同的自變數所產生的誤差之間應相互獨立，無相關存在，也就是無自我相關現象，可用Durbin-Watson (杜賓-瓦特森) D-W統計量。DW值在0~4之間，假如

估計 $\rho=0$ ，則完全無自我相關現象；若相鄰兩點的殘差為正相關時，估計 $\rho>0$ ， $DW<2$ ；若相鄰兩點的殘差為負相關時，估計 $\rho<0$ ， $DW>2$ ；一般DW值在1.5至2.5間，即大略代表無自我相關現象。

模型適合度檢定分析即是自變數迴歸係數之變異數分析，利用F分配進行檢定；倘若計算p-value達顯著水準時，表示迴歸模型適合（解釋能力高），反之表示解釋能力低。

1.3 迴歸模型分析

本研究利用複迴歸模型實證分析探討台商大陸投資績效之優劣與母公司公司治理、股東結構和關係人交易及財務結構三大構面之相關性為何？另外產業特性是否亦與投資績效之相關性有顯著不同？最後在「利益收斂假說」及「風險分散假說」成立下，家族企業之台商大陸投資績效是否比非家族企業佳。茲將本研究之應變數與控制變數和自變數間之預期相關性彙整於表3-1。

(一) 公司治理模型：

$$CAINVR = \alpha + \beta_1 LOCAP + \beta_2 SUBHSR + \beta_3 SUBCOMS + \beta_4 INDSYM + \beta_5 FAM^1 + \beta_6 CEOCLR + \beta_7 CEOPLR + \beta_8 DEV R + \beta_9 SUPCLR + \varepsilon$$

(二) 股東結構模型

$$CAINVR = \alpha + \beta_1 LOCAP + \beta_2 SUBHSR + \beta_3 SUBCOMS + \beta_4 INDSYM + \beta_5 FAM + \beta_6 CEOHSR + \beta_7 CTRL^1 + \beta_8 FIHSR + \beta_9 BIGHSR + \beta_{10} MHSR + \varepsilon$$

(三) 關係人交易及財務結構模型

$$CAINVR = \alpha + \beta_1 LOCAP + \beta_2 SUBHSR + \beta_3 SUBCOMS + \beta_4 INDSYM + \beta_5 FAM + \beta_6 SARRER + \beta_7 BUYRER + \beta_8 ARRER + \beta_9 APRER + \beta_{10} TINVER + \beta_{11} NIBTR + \beta_{12} TDTER + \beta_{13} INCAPR + \varepsilon$$

(於分成家族企業及非家族企業的迴歸模型中，則省略FAM與CTRL變數)

表 3-1

台商大陸投資績效之衡量變數與預期效果

資本投資報酬率類別		資本投資報酬率為正			資本投資報酬率為負		
	樣本種類	全體	家族企業	非家族企業	全體	家族企業	非家族企業
變數類別	變數名稱	預期相關性	預期相關性	預期相關性	預期相關性	預期相關性	預期相關性
應變數	資本投資報酬率	資本投資報酬率			資本投資報酬率		
控制變數	大陸子公司規模	+	+	+	-	-	-
	大陸子公司持股率	+	+	+	-	-	-
	大陸子公司家數	+	+	+	-	-	-
	是否為電子業(Dummy Variable)電子業為1；非電子業為0	+	+	+	-	-	-
公司治理自變數	董事席次控制率	-	+	-	+	+	-
	董事質押率	-	-	-	+	+	+
	盈餘股份偏離率	-	-	-	+	+	+
	監事席次控制率	-	+	-	+	+	-
股東結構自變數	董事持股率	+	+	-	-	+	-
	控制持股率*	+			-		
	外資法人持股率	+	+	+	-	-	-
	大股東持股率	+	+	-	-	+	-
	經理人持股率	+	-	+	-	-	+
關係人交易及財務結構自變數	關係人銷貨率	-	+		+	+	-
	關係人進貨率	-	+	-	+	+	-
	應收帳款票據率-關係人	-	+	-	+	+	-
	應付帳款票據率-關係人	-	+	-	+	+	-
	轉投資占淨值率	+	+	+	-	+	-
	大陸子公司投資損益占母公司淨利率	+	+	+	+	+	+
	總負債/總淨值率	-	-	-	+	+	+
	內部資金比率	+	+	+	-	-	-

*：討論投資績效與家族企業或非家族企業之相關性時，控制持股率自變數不納入迴歸模型中。

第四章 實證結果與分析

本章先就樣本資料描述樣本特質與敘述統計量分析，再依第三章所建立的假說進行迴歸模型測試，最後對實證結果加以分析及闡述是否符合本研究假說之預期。

第一節 樣本描述與敘述統計量分析

本節係針對迴歸模型中各變數之敘述統計量作一說明，並依本研究之假說細分為全體樣本資料與電子業、非電子業、家族企業和非家族企業四組子樣本資料。

有關本研究各組樣本資料之敘述統計量彙整列於表4-1至表4-8。

1.1 全體樣本

(一) 樣本描述

截至2007年底止，全體樣本上市櫃公司共989家，分為電子業662家（67%）和非電子業327家（33%）；曾有赴大陸投資之上市櫃公司共741家，分為電子業505家（68%）和非電子業236家（32%），總樣本資料觀察值共3,496筆，分為電子業2,347筆和非電子業1,149筆。

觀察表4-1得知，全體樣本上市櫃公司投資績效為正者共379家（51%），投資績效為負者362家（49%），幾乎各占一半比率；再觀察電子業與非電子業投資績效不論為正或為負者之家數，結果與全體樣本比率相似，明顯表示以製造和銷售產品為主的企業赴大陸投資不因電子業或非電子業，產生相異的投資績效。有此現象發生的原因可能是不論電子業或非電子業赴大陸投資的投資績效，與產業是否是資本密集或具高科技技術之相關性不大，反而與子公司或母公司的經營和管理能力有較強的相關性。

倘若觀察家族企業或非家族企業之資本投資報酬率為正或為負者之比率，卻發現家族企業均達40%，大於非家族企業比率的三倍左右，除了因我國上市櫃公司仍以家族企業為經營主體外，各家族企業對於轉投資事業的經營和管理能力有明顯的優劣之分；另發現家族和非家族企業在電子業和非電子業之投資績效，均是電子業績效優於非電子業，很明顯與上述全體樣本出現差異，這是一個有趣的現象，也是本研究欲藉由實證結果而釋疑之問題。

(二) 敘述統計量分析

觀察表4-2得知，全體樣本上市櫃公司資本投資報酬率達23.5%，顯示就台商轉投資大陸子公司而言，其投資報酬率維持一定水準；從公司治理變數、股東結構變數或關係人交易及財務變數之最大值和最小值差異頗大，導致標準差的波動區間亦大，顯示全體樣本因涵蓋各產業，而各產業在此三個構面之結構性又各不盡相同，故產生表列數值差異性大之結果。就平均數而言，是比較客觀且能互相比較的指標；大陸子公司平均持股率達83.5%，表示台商赴大陸投資傾向子公司獨自經營，因大陸政府對於外資之獨資經營企業提供各項稅賦上的優惠；控制持股率超過20%以上，已達家族企業之標準且董事平均持股率亦高達

20%，表示現今我國上市櫃公司所有權者，仍由家族企業所掌控。各項關係人交易項目大約20%上下，顯示我國上市櫃公司在經營時與各子公司間關係人進銷貨交易密切；最後大陸子公司投資損益占母公司稅前淨利率為負數，表示目前全體樣本上市櫃公司前往大陸投資所產生的投資損益與母公司營業損益之關連性仍低。

表 4-1 全體樣本資料描述 單位：家數、%

投資績效分類	家族企業分類	產業分類			所佔比率		
		電子業	非電子業	合計	電子業	非電子業	合計
資本投資報酬率 > 0	家族企業	203	102	305	27%	14%	41%
	非家族企業	59	15	74	8%	2%	10%
	小計	262	117	379	35%	16%	51%
資本投資報酬率 < 0	家族企業	185	104	289	25%	14%	39%
	非家族企業	58	15	73	8%	2%	10%
	小計	243	119	362	33%	16%	49%
總計	家族企業	388	206	594	52%	28%	80%
	非家族企業	117	30	147	16%	4%	20%
	總計	505	236	741	68%	32%	100%

表 4-2 全體樣本觀察值敘述統計量 單位：家數、%

變數名稱	樣本個數	最小值	最大值	平均數	標準差
CAINVR	3496	-1192	26863.1	23.5	485.4
LOGCAP	3496	1.5	7.9	5.4	0.7
SUBHSR	3496	2	100	83.5	22.3
SUBCOMS	3496	1	70	3.1	3.7
CEOCLR	3496	11.1	100	64.6	21
CEOPLR	3496	0	100	8.2	17.2
DEVR	3496	0	100	80.5	25.7
SUPCLR	3496	0	100	39.5	33.8
CEOHSR	3496	0.1	100	21.5	12.9
CTLR	3496	0.2	97	28.3	16.8
FIHSR	3496	0	79.3	6.6	11.3
BIGHSR	3496	0	70.9	16.6	10.2
MHSR	3496	0	32.7	2.1	2.9
SARRER	3496	0	100	17.1	20.4
BUYRER	3496	0	100	24.9	31.1
ARRER	3496	0	102.1	21.8	24

表 4-2 全體樣本觀察值敘述統計量 單位:家數、%

變數名稱	樣本個數	最小值	最大值	平均數	標準差
APRER	3496	0	296.4	22.7	29.5
TINVER	3496	-617.9	399.9	42	29.9
NIBTR	3496	-17998.9	27077.4	-12	754.7
TDTER	3496	-2325.6	7116.9	78.3	174.4
INCAPR	3496	-9619.5	547.6	5.4	171.8

1.2 電子業敘述統計量分析

觀察表4-3得知，電子業大陸子公司平均持股率較全體平均值為高，顯示電子產業因資本密集與具高科技技術特性，台商赴大陸投資時，幾乎很少與當地業者合資經營，以保護專利技術；就母公司各公司治理變數而言均較全體樣本平均值小，表示大部分電子業為了吸引更多外部資金的投入，以進行轉投資計畫，對於公司治理普遍較重視，通常設有較多席的獨立董事，以發揮監督和提供專業意見的功能；又因股權比較分散而導致盈餘股份偏離率較大，似乎與公司治理精神違背，值得主管機關注意；又當電子業的經營經理人利用轉投資管道進行資產掏空或挪用公司資金等不法行為出現時，通常對於小股東的損害是最大的，已發生的實際案例也符合這樣的情形；股東結構方面與全體樣本差異不大，外資法人持股率平均值較高，顯示外資法人持股偏愛電子業；各關係人交易及財務變數與全體平均值差異性小，其中以關係人購貨率及應付關係人帳款票據率偏高，顯示許多電子業赴大陸投資均以建置生產基地為主要目的地，提供母公司組裝廠之產品零組件，以降低銷售價格，提高國際市場競爭力；資本投資報酬率28.7%是所有樣本中最高，可見得電子業對轉投資事業的經營與管理能力佳；大陸子公司投資損益占母公司稅前淨利為負數，但比全體樣本平均值小，同樣地也顯示電子業之經營能力上較突出。

表 4-3 電子業樣本觀察值敘述統計量 單位:家數、%

變數名稱	樣本個數	最小值	最大值	平均數	標準差
CAINVR	2347	-1192	26863.1	28.7	573
LOGCAP	2347	1.5	7.9	5.3	0.7
SUBHSR	2347	2	100	88.7	17.8
SUBCOMS	2347	1	70	3	3.5
CEOCLR	2347	11.1	100	60.5	19.9
CEOPLR	2347	0	95.7	5.5	13.4

表 4-3 電子業樣本觀察值敘述統計量 單位:家數、%

變數名稱	樣本個數	最小值	最大值	平均數	標準差
DEVR	2347	0	100	77.9	27.3
SUPCLR	2347	0	100	33.6	31.3
CEOHSR	2347	3.3	96.9	21.1	12.5
CTLR	2347	0.7	97	26.2	16.4
FIHSR	2347	0	79.3	6.9	11.6
BIGHSR	2347	0	64.4	15.8	10
MHSR	2347	0	32.7	2.6	3.2
SARRER	2347	0	100	17.4	20.6
BUYRER	2347	0	100	29	33.7
ARRER	2347	0	100	21.6	24.1
APRER	2347	0	206.7	25.6	31.3
TINVER	2347	-617.9	184.8	39.9	29.6
NIBTR	2347	-17998.9	27077.4	-8.9	816.2
TDTER	2347	-2325.6	5710.6	74.1	144.7
INCAPR	2347	-9619.5	264.1	5.3	199.5

1.3 非電子業敘述統計量分析

觀察表4-4得知，非電子業大陸子公司平均持股率明顯低於全體與電子業平均值，可能因為非電子業赴大陸投資時可能受限於投資規模較小及大陸政府提供的各項優惠較少，而導致須與當地企業合資經營之故；就母公司之公司治理變數而言，可發現各項數值偏高，顯示出非電子業與家族企業的特性相似，在公司治理方面均不太重視，尤其以董監席次控制率而言，均達到一半以上，顯示監察人機制功能不彰，亦可能對轉投資事業之監督出現問題；同樣地在股東結構方面，經理人持股率偏低與控制持股率偏高，表示非電子業股權集中，似乎公司型態屬家族企業的比率較高；再由資本投資報酬率較低及大陸子公司投資損益占母公司稅前淨利為負數均較全體與電子業樣本為高的情形下，大致上可推論因母公司公司治理不佳與監察人監督功能失效，造成轉投資之投資績效較差。

表 4-4 非電子業樣本觀察值敘述統計量 單位:家數、%

變數名稱	樣本個數	最小值	最大值	平均數	標準差
CAINVR	1149	-216.9	7110	12.8	214.6
LOGCAP	1149	3.3	7.5	5.5	0.6
SUBHSR	1149	5	100	72.9	26.5

表 4-4 非電子業樣本觀察值敘述統計量 單位:家數、%

變數名稱	樣本個數	最小值	最大值	平均數	標準差
SUBCOMS	1149	1	37	3.3	4
CEOCLR	1149	14.3	100	73	20.8
CEOPLR	1149	0	100	13.6	22.3
DEVR	1149	6	100	85.9	21.1
SUPCLR	1149	0	100	51.5	35.7
CEOHSR	1149	0.1	100	22.2	13.6
CTLR	1149	0.2	87.6	32.7	16.9
FIHSR	1149	0	65.5	6	10.7
BIGHSR	1149	0	70.9	18.1	10.5
MHSR	1149	0	17.9	1.1	1.9
SARRER	1149	0	100	16.6	20
BUYRER	1149	0	100	16.4	23.1
ARRER	1149	0	102.1	22.4	23.8
APRER	1149	0	296.4	16.9	24.4
TINVER	1149	0	399.9	46.2	30
NIBTR	1149	-17690.6	2971.8	-18.3	610.1
TDTER	1149	4.5	7116.9	86.8	222.9
INCAPR	1149	-2985.7	547.6	5.5	92.3

1.4 家族企業敘述統計量分析

觀察表4-5得知，家族企業大陸子公司平均持股率83.4%，表示家族企業赴大陸投資仍以掌控公司經營權為主；就母公司公司治理變數各項數值均高，且盈餘股份偏離率次低的情形下，顯示家族企業與非電子業有同樣的特性，一旦發生利用轉投資管道侵害公司利益時，小股東權益所受的影響是比較大的；另外從股東結構可發現各項數值都較高，尤其以外資持股率和經理人持股率最令人意外，可能的原因是家族企業的經理人可能來自家族成員，其持股率通常高於一般外來的專業經理人，在代理成本比較少及轉投資資金屬於家族企業資金的情形下，比較用心於轉投資事業的管理，可能導致投資績效較好；另外外資持股率偏高，可從大陸子公司投資損益占母公司稅前淨利為負數除較電子業低者外，顯示家族企業在大陸轉投資的績效可能比非家族企業及非電子業來的好，對外資法人有吸引力，自然而然地外資法人將增加持股數；就關係人交易及財務變數觀之，基本上與全體樣本平均值相差不大，表示家族企業在經營上並無特別利用關係人交易以

提升大陸投資績效，與一般人印象不符合，值得深入研究；若觀察資本投資報酬率與電子業不相上下和子公司投資損益占母公司稅前淨利為負數為最低的情況下，家族企業顯然地在大陸投資績效上表現優秀。

表 4-5 家族企業樣本觀察值敘述統計量 單位:家數、%

	樣本個數	最小值	最大值	平均數	標準差
CAINVR	2779	-1192	26863.1	28.5	543
LOGCAP	2779	1.5	7.9	5.4	0.7
SUBHSR	2779	2	100	83.4	22.8
SUBCOMS	2779	1	70	3.1	3.9
CEOCLR	2779	14.3	100	66.8	19.9
CEOPLR	2779	0	100	8.5	18.2
DEVR	2779	0	100	80.6	26.4
SUPCLR	2779	0	100	42	33.6
CEOHSR	2779	3	100	23.3	12.8
CTLR	2779	1.2	97	33	15.5
FIHSR	2779	0	79.3	6.3	11
BIGHSR	2779	0	70.9	17.5	10.6
MHSR	2779	0	32.7	2.1	3.1
SARRER	2779	0	100	17.1	20.3
BUYRER	2779	0	100	24.8	31.3
ARRER	2779	0	102.1	21.9	24.1
APRER	2779	0	296.4	22.8	30.1
TINVER	2779	-617.9	399.9	41.8	30.7
NIBTR	2779	-17998.9	27077.4	-10.3	760.6
TDTER	2779	-2325.6	7116.9	79.8	192.8
INCAPR	2779	-2985.7	547.6	7.9	59.7

1.5 非家族企業敘述統計量分析

觀察表4-6得知，就大陸子公司平均持股率達84%而言，非家族企業與家族企業或全體樣本公司前往大陸投資喜歡採獨資方式經營方式相同；從母公司之公司治理變數發覺各項數值均為各組樣本最低或次低者，符合了非家族企業之定義，基本上較符合公司治理精神，可提升投資績效；在股東結構上也發現不管在董事持股率、經理人持股率或大股東持股率都偏低的情形，同樣吻合非家族企業之定義，也顯示了專業經理人在非家族企業中，可能在經營決策與管理上應有較大的決定權，但卻可能導致嚴重的「代理問題」，降低投資績效；另一項有趣的發現

是外資法人持股率卻是各組樣本中最高者，同時再將資本投資報酬率為各組樣本最低與大陸子公司投資損益占母公司稅前淨利為負數是最高的情形在互相比較下，出現了兩極化的結果，頗令人玩味，值得藉由第四章實證結果尋找答案；最後從關係人交易及財務變數得知，非家族企業似乎與前述家族企業樣本類似，大陸轉投資績效好像與關係人交易無顯著相關性。

綜觀上述樣本描述與敘述統計量分析結果得知，電子業在大陸轉投資績效上較優；非電子業的公司有大部分的比率是家族企業但大陸投資績效卻完全相反，其中非電子業大陸投資績效差，而家族企業轉投資績效佳；最後非家族企業與非電子業一樣，大陸投資績效也較差。前述的結果有某部分與本研究預期不符合，有待第五章實證結果提供具體證據以釋疑。

表 4-6 非家族企業樣本觀察值敘述統計量 單位:家數、%

	樣本個數	最小值	最大值	平均數	標準差
CAINVR	717	-717.7	402	4	74.2
LOGCAP	717	3.1	7.3	5.4	0.7
SUBHSR	717	11.5	100	84	20.5
SUBCOMS	717	1	37	2.9	2.9
CEOCLR	717	11.1	100	56.5	23
CEOPLR	717	0	89.4	7	13
DEVR	717	0	100	80.1	22.6
SUPCLR	717	0	100	29.9	33.2
CEOHSR	717	0.1	79.8	14.3	10.6
CTLR	717	0.2	46.6	10.3	6.5
FIHSR	717	0	74	7.9	12.4
BIGHSR	717	0	51.2	13.1	7.7
MHSR	717	0	13.1	1.8	2.2
SARRER	717	0	100	17.3	20.9
BUYRER	717	0	100	25.2	30.4
ARRER	717	0	99.5	21.4	23.6
APRER	717	0	103.8	22.4	27.1
TINVER	717	0	126.7	42.4	26.7
NIBTR	717	-17503.8	6754.8	-18.5	731.7
TDTER	717	4.5	970.7	72.4	63.8
INCAPR	717	-9619.5	264.1	-4.6	360.6

第二節 驗證大陸投資績效與母公司三大構面自變數之相關性

本節利用1.1全體樣本「資本投資報酬率」為正者與1.2「資本投資報酬率」為負者之迴歸模型實證結果，檢驗本研究假說一之預期和實證結果是否相符合。

本節各樣本各模型之共線性與模型適合度檢定分析皆顯示共線性統計量膨脹係數值 (Variance Inflation Factor; 下稱VIF值) < 10 ，即表示自變數間無線性重合問題; Durbin-Watson檢定值 (下稱DW檢定值) 皆介於1.5至2.5間，即代表自變數無自我相關現象; 變異數分析表皆表示F分配檢定顯著，即表示所有迴歸模型具解釋能力。

1.1 「資本投資報酬率」為正者之全體樣本

(一) 公司治理自變數之迴歸結果分析

1. 觀察下表5-1得知具顯著相關的控制變數有大陸子公司規模、大陸子公司持股率和大陸子公司家數; 公司治理自變數有監事席次控制率。除大陸子公司規模和監事席次控制率分別與應變數成負和正相關不符合預期外，其餘顯著相關自變數皆符合假說一之預期。
2. 發生上述大陸子公司規模與應變數呈負相關之原因可能是受到早期赴大陸投資的企業多數為非電子業之傳統產業其投資規模或資本額比較小的影響，再者目前有許多屬資本密集且投資規模較大的高科技電子業仍受到我國政府限制或禁止前往大陸投資，而傳統產業又已歷經十年的投資時間現在正開始獲利，故有此現象發生; 另外大陸子公司持股率與大陸子公司家數與應變數呈正相關，表示企業前往大陸投資的家數越多所累積的管理經驗越豐富及台灣母公司對大陸子公司握有實際經營權，則大陸子公司的經營會比較靈活且具彈性，故對大陸投資績效產生正面影響，符合本研究假說一之預期。
3. 監事席次控制率與應變數呈正相關不符合假說一之預期，此現象與目前強調的公司治理精神相違背，而本研究猜測可能是全體樣本上市櫃公司赴大陸投資多屬於家族企業類型，且公司監察人經常為家族成員所擔任且被控制。但雖然發生監察功能失效，不過在家族企業的代理成本減少和轉投資收益與家族企業資金盈虧息息相關下，故發生監事席次控制率越低，投資績效越佳之實證結果。

(二) 股東結構自變數之迴歸結果分析

1. 觀察下表5-1得知具顯著相關的控制變數有大陸子公司規模和大陸子公司家

數；股東結構自變數有董事持股率、控制持股率、外資法人持股率和經理人持股率。除董事持股率與經理人持股率與應變數呈負相關不符合預期外，其餘顯著相關自變數皆符合本研究假說一之預期。

2. 外資法人持股率與控制性持股率與應變數呈正相關，可推論外資法人對於大陸投資績效佳之企業，不論是何種產業或是否為家族企業均給予支持和增加持股；而控制持股率和經理人持股率分別與應變數呈正和負相關其實是一體的兩面，即表示當公司股權集中時，通常為家族企業所持有，可想而知外部股東持有公司股份的機率就比較低，同樣地經理人持有公司的股份也比較少，符合經營權與所有權應分離的假說；倘若該公司又是家族企業即控制持股率高，不僅可減少「代理成本」，自然而然也反應在投資績效上，故表現較為突出。
3. 董事持股率與應變數呈負相關不符合假說一之預期，但卻與上述(二)之2的結果互相呼應。因經營企業不一定持有股份越多的人就要一定要擔任公司的董事或經理人，如同許多機構投資人一樣只是單純的財務投資獲利而不介入經營，但一定重視公司高階經營管理者是否正派，公司治理制度是否健全，或是否有聘請獨立董事等事項以作為是否投資該公司的重要考量因素。

(三) 關係人交易及財務結構自變數之迴歸結果分析

觀察下表5-1得知具顯著相關的控制變數有大陸子公司規模和大陸子公司家數；關係人交易及財務結構自變數有轉投資占淨值比率。前述顯著相關自變數皆符合假說一之預期。

我國政府開放企業赴大陸投資自1990年起至今已有18年，從最早開放間接投資，所有資金都必須繞經第三地，直到2002才全面開放直接赴大陸投資；在開放前往大陸投資期間，我國企業在大陸投資的規模日益擴大且規模也越來越大，許多企業的投資金額瀕臨政府規定的投資上限，而政府規定企業赴大陸投資的金額在2007年底以前，以企業淨值的百分之四十為上限，故許多赴大陸投資的上市櫃公司一致呼籲政府放寬投資金額上限，政府亦在2008年8月提高上限至公司淨值的百分之六十，故大陸投資績效與轉投資占淨值比率呈正相關符合目前實際狀況。

1.2 「資本投資報酬率」為負者之全體樣本

(一) 公司治理自變數之迴歸結果分析

1. 觀察下表5-1得知具顯著相關的控制變數有大陸子公司規模、大陸子公司持股率、大陸子公司家數和產業別（電子業）；公司治理自變數有董事席次控制率。除大陸子公司家數與應變數呈正相關不符合預期外，其餘顯著相關自變數皆符合假說一之預期。
2. 上述大陸子公司規模和大陸子公司持股率與應變數呈負相關，顯示台商在大陸投資的規模較小或持股率偏低的情況下，大陸子公司比較有可能發生營運周轉資金不足加上經營權掌握不易，產生投資利益並不易；又電子產業與應變數呈正相關，指出電子業屬資本密集產業且固定成本較高，廠房設備折舊金額較大，投資獲益時間也需較長的時間才能顯現，上述現象均與本研究假說一之預期吻合；另外，大陸子公司家數與應變數呈正相關，顯示出大部分台商認為在大陸多設子公司有助於經營與管理經驗的累積，但實證結果卻正好相反。此結果可以讓在大陸投資的台商們仔細思考是否轉投資的家數過多，導致過多無效率的投資，造成最後投資績效為負的狀況。
3. 董事席次控制率與應變數呈正相關，表示董事席次控制率越高，發生投資損失的機率越高，此實證結果符合公司治理精神。控制董事席次只要適當即可，發揮適當的監督能力，不僅可使經理人免受於龐大的監督壓力，以提高投資績效，故與本研究假說一之預期吻合。

(二) 股東結構自變數之迴歸結果分析

1. 觀察下表5-1得知具顯著相關的控制變數有大陸子公司規模、大陸子公司持股率和產業別（電子業）；股東結構自變數有董事持股率，前述顯著相關自變數皆符合假說一之預期。
2. 董事持股率與應變數成負相關，表示董事持股率越高，董事越能發揮監督經理人的角色，使經理人比較不敢有特權消費、執行不當的轉投資決策，故較能提升大陸轉投資績效。

(三) 關係人交易與財務結構自變數之迴歸結果分析

1. 觀察下表5-1得知具顯著相關的控制變數有大陸子公司規模、大陸子公司持股率和產業別（電子業）；關係人交易及財務結構自變數有關係人進貨率、應收帳款票據率—關係人、大陸子公司投資損益占母公司淨利率、總負債/總淨值率和內部資金比率。除大陸子公司投資損益占母公司淨利率不符合本研究假說一之

預期外，其餘前述顯著相關自變數皆符合假說一之預期。

2. 由於台商赴大陸投資的目的大部分是尋找低廉的土地租金與勞力成本，並設立生產基地，製造零組件，提供台灣裝配廠進行組裝而後外銷，故大陸子公司與母公司的關係人交易往來相當頻繁。但從關係人進貨率和應收帳款票據率一關係人與應變數呈正相關，發現台商赴大陸投資似乎有其他目的。因為早期台商到大陸投資必須經過第三地且政府與台灣各金融機構均不易監督資金流向的情況下，公司大股東或經理人可能利用赴大陸投資的管道，結合做假帳和關係人交易，即母公司大量向子公司購貨，支付龐大的購貨款予子公司及母公司大量銷貨予大陸子公司，並延長大陸子公司的應收款，甚至發生呆帳等手段，發生挪用公司資金與掏空公司資產的行為。

尤其當子公司營運產生損失時，大股東或經理人為了彌補虧損，在公司治理不彰（如董事席次控制率偏低）和董事持股率偏低，監督能力不足的情況下，公司的內部人很容易做出舞弊行為，如同上述，現行發生的許多實際案例皆是如此。而由本研究此1.2之(三)之實證結果亦得到部分支持的證據。

3. 大陸子公司投資損益占母公司淨利率與應變數呈負相關，可知目前台商在大陸投資產生的虧損金額可能尚未對母公司的淨利有重大的影響，此結果是好現象。有可能是公司進行風險分散投資，以致於大陸投資損失不至於使母公司產生財務危機；另外總負債/總淨值率與內部資金比率與應變數分別成正與負相關得知，目前在大陸投資產生虧損的公司其母公司的負債比率較高且內部資金比率較低，公司有可能藉由向銀行借款或發行公司債，將前述外部資金而非來自公司內部融資匯往大陸，以彌補大陸子公司之虧損；甚至並非是彌補虧損而是利用此管道將借來的資金匯往其他地方，中飽私囊。而由本研究此1.2之3的實證結果也發現有如此現象，如同先前一段期間，許多國人呼籲政府必須重視台商「錢進大陸、債留台灣」的事實相似，故政府對企業赴大陸投資不能一味的盲目開放，必須建立完善的監督機制，以防止有心人士，善用此投資管道從事不法行為。

第三節 驗證家族企業之「利益收斂假說」與「風險分散假說」

本節利用1.1和1.2家族企業與非家族企業樣本「資本投資報酬率」為正者及1.3和1.4家族企業與非家族企業樣本「資本投資報酬率」為負者之迴歸模型實證

結果，檢驗本研究假說二之預期和實證結果是否相符合。

本節共線性與模型適合度檢定分析除1.2之(二)迴歸模型不具解釋能力及1.2之(一)和(三)與1.4之(一)和(二)之DW雖非介於1.5至2.5間，但經計算殘差間的估計相關係數 ρ 皆屬低度相關，故迴歸結果仍極具參考價值外，其餘各樣本個模型皆顯示 $VIF < 10$ ，即表示自變數間無線性重合問題；DW皆介於1.5至2.5間，即代表自變數無自我相關現象；變異數分析表皆表示F分配檢定顯著，即表示所有迴歸模型具解釋能力。

1.1 「資本投資報酬率」為正者之家族企業樣本

(一) 公司治理自變數之迴歸結果分析

1. 觀察下表5-1得知具顯著相關的控制變數有大陸子公司規模、大陸子公司持股率和大陸子公司家數；公司治理自變數有董事席次控制率。除大陸子公司規模與應變數成負相關不符合預期外，其餘顯著相關自變數皆符合假說二之預期。
2. 本研究家族企業樣本占全體樣本高達八成，與國內外其他學者研究結果相符，如Yeh and Lee (2001)指出台灣上市公司有76%為家族控制，故全體樣本上市櫃公司赴大陸投資者大部分為家族企業，現在出現家族企業樣本和全體樣本之迴歸模型實證結果在控制變數之顯著性相同，並不令人意外；即表示不論是否為家族企業或非家族企業赴大陸投資時，其資金、規模或產業類別都受政府相同的規範，而且家族企業也不因「代理成本」減少而產生不同顯著性的答案，明白表示家族企業在大陸投資子公司的經營方式上並無特殊之處。
3. 與全體樣本1.1之(一)實證結果不同的是監事席次控制率與應變數呈正相關是符合假說二之預期，雖然此現象與目前所強調的公司治理精神相違背，但與本研究提出之「利益收斂假說」不謀而合。很顯然地因家族企業掌握了公司所有權與經營者，大部分的董監事與經理人幾乎是家族成員，在家族成員為利益共同體及投資資金來自家族成員的情形下，通常會比較用心經營公司與轉投資事業。對於赴大陸投資的子公司經營和管理亦比較積極，故當然會有比較好的投資績效，由表4-4及本實證結果互相應證得到家族企業在投資績效表現優於其他組樣本的證據。

(二) 股東結構自變數之迴歸結果分析

1. 觀察下表5-1得知具顯著相關的控制變數有大陸子公司規模和大陸子公司家

數；股東結構自變數有大股東持股率與經理人持股率。前述顯著相關自變數皆符合假說二之預期。

2. 大股東持股率與應變數呈正相關，其主要原因是家族企業擁有控制性股權，許多家族成員利用未公司公開發行公司或投資顧問公司，甚至基金會名義，持有大量公司的股權，前述公司想當然爾一定是家族企業的大股東囉，反之經理人與外部股東持股率都比較低！但與全體樣本1.1之(二)之董事持股率與應變數呈負相關出現不同的結果，本研究猜測可能如同上述家族成員基本上利用其他名義持有股份，一是可能大股東沒有指派法人代表擔任董事；二是家族成員擔任董事者持股率偏低，因為他們只要有家族成員大股東支持即可選上董事；三則是雖然家族企業為大股東，但聘請較多的外部董事，協助監督經理人與提供專業意見，導致董事持股率不高；但不管前述何種情形發生，在「利益收斂假說」成立下，家族企業可減少董事與經理人間的溝通成本，共同追求公司價值極大化目標一致，故在大陸投資績效上優於全體樣本及非家族企業樣本。

(三) 關係人交易及財務結構自變數之迴歸結果分析

1. 觀察下表5-1得知具顯著相關的控制變數有大陸子公司規模和大陸子公司家數；關係人交易及財務結構自變數有轉投資占淨值比率。前述顯著相關自變數皆符合假說二之預期；家族企業赴大陸投資績效為正者與轉投資占淨值比率呈正相關，與全體樣本顯著性相同，發生原因已於1.1之(三)說明，不再贅述。
2. 歸納家族企業大陸投資績效上表現突出之原因，發現與關係人交易並無顯著相關性，而且在負債比率或內部資金比率上亦無顯著關係。由此可知，家族企業的董事和經理人之企業經營理念是否正派是影響投資績效最重要的因素，而「利益收斂假說」或許是背後的驅動因子。倘若再與家族企業投資績效為負者之實證結果【1.3之(三)】對照比較，更能證明前述之成功要素。

1.2 「資本投資報酬率」為正者之非家族企業樣本

(一) 公司治理自變數之迴歸結果分析

1. 觀察下表5-1得知具顯著相關的控制變數均無發現；公司治理自變數有董事席次控制率並符合本研究假說二之預期
2. 產生控制變數與應變數無顯著相關性之情形，雖然可能受到樣本觀察值較少之影響，但從表4-6觀察卻發現非家族企業在控制變數上的數值，幾乎是所有樣本

中最高或次高者，但實證結果卻無顯著性，本研究猜測是因平均報酬率(表4-6)為所有樣本中最低者之影響，但實際上背後發生的原因有待後續研究繼續探討。

(二) 股東結構自變數之迴歸結果分析

觀察下表5-1得知具顯著相關的控制變數和股東結構自變數均無出現，很明顯地與本研究假說二之預期不符合，此實證結果與現象，除了受到樣本觀察值較少之影響外，亦可從表4-6觀察股東結構自變數之數值均是所有樣本中最低的，且平均報酬率亦為最低者，前述兩現象可能是造成迴歸結果無顯著相關的重要原因。

(三) 關係人交易及財務結構自變數之迴歸結果分析

1. 觀察下表5-1得知具顯著相關的控制變數有產業別(電子業)；關係人交易及財務結構自變數有大陸子公司損益占母公司淨利率和總負債/總淨值比率。除大陸子公司損益占母公司淨利率不符合本研究假說二之預期外，其餘顯著相關自變數皆符合假說二之預期。
2. 非家族企業之電子業在大陸轉投資績效上明顯優於非電子業且呈顯著正相關，比全體樣本和家族企業樣本之電子業無顯著相關表現地的更為突出。本研究認為非家族企業在「代理成本」相對較高及董事席次控制偏低的情形下，而電子業在大陸投資績效上仍表現不差，顯示電子業是我國極具競爭力的產業；又由於電子產業股權可能較分散，許多股份為機構法人或外部投資者持有，故上述非家族企業樣本1.2之(二)實證結果顯示股東結構自變數均無顯著相關性，反應出目前我國電子業股權結構較分散及經營管理能力較佳的事實。
3. 另外大陸子公司損益占母公司淨利率與應變數呈正相關，可能的原因是非家族企業並沒有分散投資，造成大陸投資損益對母公司淨利影響較大。此結果值得非家族企業經營者關注；因分散投資仍有其必要性，不能因大陸投資績效不錯，而忘了風險分散，一旦大陸投資產生虧損時，將對母公司造成財務與資金上的壓力，可能引起經理人為了彌補虧損，進行資產掏空與挪用公司資金等事件，我們可從非家族企業樣本1.4之(三)的實證結果尋找答案；另外總負債/總淨值率與應變數呈負相關，可能之原因來自大陸子公司已獲利，在擴充規模時不需來自母公司的資金，故母公司的負債金額可能較少，財務結構較佳。

1.3 「資本投資報酬率」為負者之家族企業樣本

(一) 公司治理自變數之迴歸結果分析

1. 觀察下表5-1得知具顯著相關的控制變數有大陸子公司規模、大陸子公司持股率和產業別（電子業）；公司治理自變數有董事席次控制率。除電子業與應變數呈正相關不符合預期外，其餘顯著相關自變數皆符合假說二之預期。
2. 大陸子公司規模和大陸子公司持股率與應變數呈負相關與「資本投資報酬率」為負者之全體樣本顯著性相同，可能發生原因已於1.2之（一）說明，不再贅述；台商大陸投資產生虧損將受到大陸子公司是否達經濟規模與是否掌握公司經營權有極大關連，規模越小或持股率越低均有擴大虧損之跡象。與「資本投資報酬率」為負之全體樣本有不同顯著相關的是大陸子公司家數並未出現與應變數呈正相關，顯示家族企業可能並未盲目增設大陸轉投資子公司，子公司的設立均經詳細的評估，以提升投資績效。
3. 董事席次控制率與應變數呈正相關，表示董事席次控制率越高，發生投資損失的機率越高，此實證結果符合公司治理精神；但家族企業通常為了掌控經營權，偏好掌控董事席次，以降低「代理成本」，但實證結果卻相反！為了闡述此現象，可藉由「風險分散假說」加以解釋。公司經理人在家族企業中經常為家族成員，為了分散家族企業營運風險，尤其當資金來自外部股東時，家族企業有更大的誘因與動機將企業的資金分散投資，常常執行無效率的投資計畫，故家族企業投資績效為負者發生機率較高；又當大陸投資產生虧損時，家族企業反而利用董監事都是自家人的情況下，從事違法舞弊之行為。

(二) 股東結構自變數之迴歸結果分析

1. 觀察下表5-1得知具顯著相關的控制變數有大陸子公司規模、大陸子公司持股率和產業別（電子業）；股東結構自變數有董事持股率。除董事持股率與應變數呈負相關不符合假說二之預期外，其餘顯著相關自變數皆符合假說二之預期。
2. 本研究認為由於家族企業通常董事持股較高，故不論大陸投資績效好壞，都有此特性，但實證結果卻恰好相反，亦與「風險分散理論」不符合。本研究猜測有可能是當大陸投資產生虧損時，家族企業與外部股東有資訊不對稱問題，而家族成員為了掩飾大陸投資損失之事實，逐漸降低董事持股率，再透過家族企業樣本1.3之（一）證實家族成員仍掌握董事席次，此時家族成員有更強的動機，挪用公司資金或掏空公司資產，以彌補家族資金之損失。我們可再觀察家族企

業樣本1.3之(三)之實證結果，尋找更明顯且有力的支持證據。

(三) 關係人交易與財務結構自變數之迴歸結果分析

1. 觀察下表5-1得知具顯著相關的控制變數有大陸子公司規模、大陸子公司持股率和產業別(電子業)；關係人交易及財務結構自變數有關係人進貨率、應收帳款票據率—關係人、子公司投資損益占母公司淨利率、總負債/總淨值率。除子公司投資損益占母公司淨利率與應變數呈負相關不符合假說二之預期外，其餘顯著相關自變數皆符合假說二之預期。

2. 除內部資金率無顯著外，其餘家族企業樣本1.3之(三)與全體樣本1.2之(三)的實證結果均雷同，意指家族企業產生大陸投資虧損的原因與全體樣本1.2之(三)雷同。但就關係人進貨率和應收帳款票據率—關係人與應變數呈正相關，有更強的說服力證實部分家族企業之台商赴大陸投資似乎有其他目的。由於家族企業的財產都在自家人手中，主要股東與經營者都是自己人，如果與外部股東相比，家族企業的內部股東的風險較大，因為幾乎大部分的資金都是投資在自家公司下，相較於外部股東可以分散資金在各種產業各家公司，家族資金幾乎都暴露在極度高風險之中，此點即是「風險分散假說」成立之主要理由，並認為家族企業必定會分散投資，其中又以投資大陸最容易達成。

故家族企業極有可能美其名以分散風險為幌子或大陸投資虧損之名義，且同時利用赴大陸投資管道，將公司資金匯入家族成員私人帳戶中；但由於家族企業成員掌握了董事席次與降低董事持股率，外部股東很難發現不法行為，直到公司爆發財務危機或與不法行為遭揭發時，廣大小股東的財富可能已落入家族企業成員中。故對家族企業的公司治理機制，應特別注意是否功效不彰，以預防發生前述情形。

3. 又子公司投資損益占母公司淨利率與應變數呈負相關，可知目前不論是否為家族企業之台商在大陸投資產生的虧損金額可能尚未對母公司的淨利有重大的影響，而造成母公司的財務危機。雖說與本研究假說二之預期不吻合，但卻與「風險分散假說」不謀而合，甚至家族企業從事風險分散投資的程度大於全體樣本或非家族企業；但就是因為如此，當家族企業利用大陸投資管道進行五鬼搬運時，不易被發覺，此現象值得主管機關與外部投資人深入瞭解與持續觀察。另外總負債/總淨值率與應變數呈正相關得知，家族企業亦善於利用負債性質之資

金，從事大陸投資事業，與全體樣本1.2之（三）的實證結果有相似之處，同樣地亦有「錢進大陸、債留台灣」的事實狀況發生，政府與主管機關均須要有完善的因應對策，以保護廣大的小股東的財產。

1.4 「資本投資報酬率」為負者之非家族企業樣本

（一）公司治理自變數之迴歸結果分析

1. 觀察下表5-1得知具顯著相關的控制變數有大陸子公司規模、大陸子公司持股率和產業別（電子業）；公司治理自變數有盈餘股份偏離率。除盈餘偏離股率與應變數呈負相關不符合預期外，其餘顯著相關自變數皆符合假說二之預期。
2. 發生上述顯著相關之可能原因可與非家族企業樣本1.4之（二）實證結果互相印證。因非家族企業董事持股率本來就偏低，通常亦有盈餘股份偏離率大的情形，故在「代理成本」極高與董事無法強而有力的監督下，經理人可以為所欲為的從事轉投資，而赴大陸投資經常是最好的選擇，因此執行許多無效率的投資計畫，大陸投資產生虧損亦不令人意外。隨著虧損加大或盈餘股份偏離率越大及董事持股率越低的情形下，經理人有相當大的誘因，追求私利極大，而非公司價值最大，此類非家族企業值得主管機關與投資人特別注意公司的營運與財務狀況。

（二）股東結構自變數之迴歸結果分析

1. 觀察下表5-1得知具顯著相關的控制變數有大陸子公司規模、大陸子公司持股率和大陸子公司家數；股東結構自變數有董事持股率和經理人持股率。除經理人持股率不符合本研究假說二之預期外，其餘顯著相關自變數皆與假說二之預期相符。
2. 大陸子公司家數和董事持股率呈顯著相關性可能產生之原因，已於非家族企業樣本1.4之（一）說明，在此大陸子公司家數與應變數呈正相關更增強了上述發生原因的說服力。由於非家族企業可能在大陸轉投資家數過多，非但無法累積經營與管理的經驗，反而有過多無效率的投資，而導致大陸投資虧損。
3. 經理人持股率與應變數呈正相關不符合本研究假說二之預期，可能發生之原因由本研究猜測由於非家族企業股權分散，經理人可能有較高的持股率，經理人在董事監督不力與投資虧損壓力之下，為了彌補損失，將資金匯往大陸子公司，甚至私自挪用公司資金，中飽私囊。

(三) 關係人交易與財務結構自變數之迴歸結果分析

1. 觀察下表5-1得知具顯著相關的控制變數有大陸子公司規模、大陸子公司持股率和產業別(電子業)；關係人交易及財務結構自變數有大陸子公司投資損益占母公司淨利率和內部資金比率。除大陸子公司投資損益占母公司淨利率不符合本研究假說二之預期外，其餘顯著相關自變數皆符合假說二之預期。
2. 由子公司投資損益占母公司淨利率與應變數呈負相關，可知目前非家族企業之台商在大陸投資產生的虧損金額可能尚未對母公司的淨利有重大的影響，此結果是好現象。有可能是公司進行風險分散投資，以致於大陸投資損失不至於使母公司產生財務危機；而由內部資金比率與應變數呈負相關得知，大陸子公司產生虧損雖對母公司的淨利並無重大影響，但可能影響日常營運活動資金即內部資金，又為了彌補子公司虧損，非家族企業因股權分散無法像家族企業一樣，可由家族成員拿出自有資金以彌補虧損，雖然此種狀況不常見，又無法求助外部借款或發行公司債方式取得資金，故只好先動用母公司內部營運資金，不過此種方式極度危險，容易造成母公司財務危機。
3. 又非家族企業與關係人交易均無顯著性關係，表示當大陸子公司產生虧損時，經理人似乎無明顯的證據證實利用關係人交易手法，彌補大陸子公司虧，且發生虧空公司資產的機率較小，至於產生大陸投資虧損之原因有待後續其他研究深入探討。

表 5-1 台商大陸投資績效各樣本之衡量變數實證結果彙整表

資本投資報酬率類別		資本投資報酬率為正			資本投資報酬率為負		
	樣本類別	全體	家族企業	非家族企業	全體	家族企業	非家族企業
變數類別	變數名稱	顯著相關性	顯著相關性	顯著相關性	顯著相關性	顯著相關性	顯著相關性
因變數	資本投資報酬率	資本投資報酬率			資本投資報酬率		
控制變數	大陸子公司規模	-*	-*		-	-	-
	大陸子公司持股率	+	+		-	-	-
	大陸子公司家數	+	+		+		
	是否為電子業(Dummy Variable) 電子業為1；非電子業為0				+	+	+
公司治理自變數	董事席次控制率			-	+	+	
	董事質押率						
	盈餘股份偏離率						-*

表 5-1

台商大陸投資績效各樣本之衡量變數實證結果彙整表

資本投資報酬率類別		資本投資報酬率為正			資本投資報酬率為負		
	樣本類別	全體	家族企業	非家族企業	全體	家族企業	非家族企業
變數類別	變數名稱	顯著相關性	顯著相關性	顯著相關性	顯著相關性	顯著相關性	顯著相關性
因變數	資本投資報酬率	資本投資報酬率			資本投資報酬率		
	監事席次控制率	+	+				
控制變數	大陸子公司規模	-*	-*		-	-	-
	大陸子公司持股率				-	-	-
	大陸子公司家數	+	+				+
	是否為電子業(Dummy Variable) 電子業為1；非電子業為0				+	+	
股東結構自變數	董事持股率	-*			-	-	-
	控制持股率*	+					
	外資法人持股率	+					
	大股東持股率		+				
	經理人持股率	-*	-				+
控制變數	大陸子公司規模	-*	-*		-	-	-
	大陸子公司持股率				-	-	-
	大陸子公司家數	+	+				
	是否為電子業(Dummy Variable) 電子業為1；非電子業為0			+	+	+	+
關係人交易與財務結構自變數	關係人銷貨率						
	關係人進貨率				+	+	
	應收帳款票據率-關係人				+	+	
	應付帳款票據率-關係人						
	轉投資占淨值率	+	+				
	子公司投資損益占母公司淨利率			+	-*	-*	-*
	總負債/總淨值率			-	+	+	
	內部資金比率				-		-

*：表實證結果之顯著相關性不符合本研究假說之預期。

第五章 結論與建議

第一節 結論與貢獻

依據本研究之實證結果及彙整表5-1可做出以下結論：

1. 台商大陸投資績效之優劣，的確與內在因素大陸子公司本身條件、所屬產業類

別及外在因素母公司公司治理、股東結構和關係人交易及財務結構具相關性。

2. 由實證結果發現台商大陸投資績效之優劣明顯的與其大陸子公司持股率和大陸子公司規模分別呈正與負相關。即未來台商赴大陸投資時，仍須握有大陸子公司之主導權，包括所有權與經營權，才能發揮台商在經營與管理方面的卓越能力；另外，政府對台商赴大陸投資的規模應謹慎評估，過去限制某些高科技電子產業或具特殊性質的產業前往投資的確有其必要。因實證發現不是前往投資規模越大即代表績效越佳，台商因考量本身前往大陸投資的目的，仍應將台灣視為最主要的根基，不能盲目的擴大在大陸的投資，要有分散經營風險之觀念，亦不能有將「錢進大陸、債留台灣」的想法。
3. 公司治理的落實與否對於公司的經營績效或轉投資事業的投資績效均有重大的影響力。由實證結果發現，台商大陸投資績效之優劣與董監席次控制率有顯著相關性，政府實施我國上市櫃公司必須設有獨立董事或審計委員會之目的，均是為了要加強公司治理，與本研究之實證結果不謀而合。
4. 母公司董事持股率及經理人持股率與台商大陸投資績效優劣之相關性可藉由「利益收斂假說」與「風險分散假說」加以闡述說明之；因董事持股率與經理人持股率的增加，使得「代理問題」降低及「代理成本」減少，公司股東與經理人雙方利益一致，有助於提升轉投資績效。
5. 由關係人交易及財務結構之實證結果發現，在「資本投資報酬率」為負時，不論家族企業或非家族企業之電子業的大陸投資績效均呈現顯著相關性，的確與「資本投資報酬率」為正時家族企業和非家族企業之電子業分別呈顯著相關和無顯著相關性出現不一樣的結果；故當大陸子公司有虧損情況時，因電子業通常投資規模大、廠房設備之固定成本多，折舊攤銷時間長，開始獲利的時間比非電子業來的晚，故投資績效表現會比較差；比較值得政府與投資人注意的是投資績效佳的台商很明顯地與關係人交易並無顯著關係且財務結構上亦表現良好，意指台商大陸投資績效的好壞有賴母公司董事的監督與經理人的用心經營，無須依靠複雜的母子公司間關係人交易才能表現投資績效；相反地，台商大陸投資績效為負者與關係人交易有顯著正相關，且與財務結構負債比率也有顯著正相關，此情形似乎有「錢進大陸、債留台灣」的現象，同樣地值得政府與投資人注意，尤其背後的真正原因為何？有待後續研究發掘。

6. 由實證結果發現家族企業所有權和管理權之「利益收斂」或家族企業資金之「風險分散」的確對台商大陸投資績效之優劣產生重大影響；本研究發現家族企業之台商不論在大陸投資績效優或劣之樣本均比非家族企業與母公司公司治理、股東結構和關係人交易及財務結構三大構面呈現顯著相關，且為兩極化的現象，值得政府重視此問題。

第二節 研究限制及建議

由於本研究受限於資料來源和大陸子公司相關財務報表不易取得的情形下，由台灣母公司財務報表及台灣證券交易所公開資訊觀測站所取得之資料進行實證研究，的確有改進之處。後續之研究倘若可取得台商大陸子公司之相關公司治理、股東結構與財務報表等資料而進行實證研究，其實證結果將有更直接與有力的證據印證本研究之結論。



參考文獻

一、中文部分

- (1) 陳賢瑛，大陸經濟發展之台灣因素探討，淡江大學國際事務與戰略研究所碩士在職專班碩士論文，2008。
- (2) 吳倩銀，公司治理對共同基金績效與風險之影響—以門檻迴歸模型分析，國立台北科技大學商業自動化與管理研究所碩士論文，2008。
- (3) 劉尚松，探討台商考量競爭策略因素赴大陸大陸投資之實證研究，國立東華大學管理學院高階經營管理碩士論文，2008。
- (4) 林郁純，公司治理對台商投資大陸之影響—以家族與非家族企業為區分，國立成功大學企業管理研究所碩士論文，2007。
- (5) 詹孟容，1988~2006年台灣對大陸投資實證研究，國立台灣大學經濟研究所碩士論文，2007。
- (6) 郭麗娟，台灣家族企業所有權型態與生產力關係之研究，朝陽科技大學財務金融系碩士論文，2007。
- (7) 蘇佩伊，家族控股企業之轉投資經營決策：以台灣上市公司為例，朝陽科技大學財務金融系碩士論文，2007。
- (8) 黃啟倫，股權結構、關係人交易與公司績效，銘傳大學會計學系碩士班碩士論文，2006。
- (9) 劉建林，台商赴大陸投資報表損益資訊內涵之研究，國立成功大學會計學研究所碩士論文，2005。
- (10) 黃國寧，大陸投資損益相關資訊揭露有用性之實證研究，國立成功大學會計學研究所碩士論文，2004。
- (11) 張嘉娥，台商赴大陸投資策略與效益之實證分析—以資訊電子業為例，國立中正大學會計學研究所碩士論文，2004。
- (12) 蕭書綺，企業資源與國際化動機對國際化進入時機影響之研究—以台商赴大陸投資為例，銘傳大學國際企業學系碩士論文，2004。
- (13) 蔡振男，台商大陸投資之資金流動與影響，國立成功大學財務金融研究所碩士論文，2003。
- (14) 許逸晟，台商赴大陸國際化歷程之研究，國立中正大學企業管理研究所碩士論文，

2003。

- (15) 陳瓊蓉，上市公司監理機制、轉投資策略與績效關聯性之研究，國立政治大學企業管理學系博士論文，2003。
- (16) 高蘭芬，董監事股權質押之代理問題對會計資訊與公司績效之影響，國立成功大學會計學研究所博士論文，2002。
- (17) 馬瑜霽，我國獨立董事與獨立監察人之屬性與盈餘管理之關聯性研究，國立政治大學會計學系碩士班碩士論文，2003。
- (18) 林志南，台商赴大陸投資動機、投資策略、組織間相依程度與組織績效之相關性研究，南華大學管理研究所碩士論文，2003。
- (19) 龔明鑫等人，兩岸貿易與投資影響評估報告，經濟部委託台灣經濟研究院之研究報告，2007，頁4-16。
- (20) 劉孟俊等人，2007年赴大陸大陸投資事業營運狀況調查分析報告（調查年度：2006年），經濟部投資審議委員會委託中華經濟研究院編撰，2007，頁9-42。

二、英文部分

- (1) Berle, A., and Means, G. *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York. (1932)。
- (2) Fama, E., 1980, Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy* 88: 288-307。
- (3) Demsetz, H. and K. Lehn, 1985, The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy* 93: 1155-1177。
- (4) Burkart, M. D. Gromb, and F. Panunsi, (1997), “Larger shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm.” *Quarterly Journal of Economics*. Vol.112, pp. 693-728。
- (5) Bhagat, S., and Black, B. The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance. *Business Lawyer*, 54, 921-963. (1999)。
- (6) Chami, R. (1999), “What’s Different about Family Business?” Working paper, University of Notre Dame and the International Monetary Fund. *Computer World*, 1992, February 17, pp. 67-69。
- (7) La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, , and A. Shleifer, (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*. Vol. 54(2), pp. 471-517。
- (8) James, H. (1999), “Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm.”

- (9) Ang, J. S., Cole, R. A., and Lin, J. W. Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Finance*, 55(1), 81-106. (2000)。
- (10) Gillan, S. and L. Starks, 2000, Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors, *Journal of Financial Economics* 57: 275-305。

附錄

附錄一：

表 1-1 我國大陸投資和兩岸貿易金額與相關總體經濟數據比較表 單位：%、倍數

年度	大陸投資 ¹ 占我國 GDP 比率	大陸投資 ¹ 占國內投 資比率	大陸投資 ¹ 占整體對外 投資比率	大陸出口 占總出口 比率	大陸出口 之出口貿 易依存度	經濟成 長率	人均 GNP 成長率	失業率	所得差距 倍數 ²
1991	0.09	0.80	9.51	9.79	4.07	7.58	10.77	1.51	5.315
1992	0.11	0.81	21.78	12.84	4.82	7.85	17.35	1.51	5.565
1993	0.49	3.35	23.61	16.28	6.06	6.90	4.26	1.45	5.764
1994	0.38	2.60	37.31	16.99	6.35	7.39	7.99	1.56	5.792
1995	0.40	2.65	44.61	17.15	7.10	6.49	7.54	1.79	5.934
1996	0.42	3.00	36.21	17.63	7.16	6.30	4.66	2.60	6.190
1997	0.54	3.37	22.34	18.08	7.48	6.59	2.44	2.72	6.249
1998	0.55	3.21	28.50	17.62	7.19	4.55	-9.08	2.69	6.494
1999	0.42	2.67	27.71	17.22	7.13	5.75	7.55	2.92	6.468
2000	0.81	5.06	33.93	16.46	7.79	5.77	7.16	2.99	6.568
2001	0.95	8.41	38.80	20.27	8.78	-2.17	-9.33	4.57	7.667
2002	1.30	10.92	38.23	23.30	10.59	4.64	1.92	5.17	7.469
2003	1.50	12.04	39.38	25.43	12.53	3.50	3.00	4.99	7.319
2004	2.10	12.13	67.24	26.83	14.78	6.15	8.16	4.44	7.413
2005	1.69	10.57	71.05	28.36	15.81	4.16	6.31	4.13	7.447
2006	2.09	12.66	63.91	28.27	17.29	4.80	2.60	3.91	7.454
2007	2.59	15.56	60.65	30.11	19.30	5.70	4.64	3.91	7.523

¹ 不含 1993、1997、1998、2002 及 2003 年等五年向經濟部投資審議委員會補報之補辦金額。

² 所得差距倍數：即最高百分之二十家庭所得為最低百分之二十家庭所得之倍數。

資料來源：行政院陸委會、行政院主計處、經濟部、本研究整理。

附錄二：

(1) 最終控制者

對公司決策具有最大影響力者，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。

(2) 股份控制權(控制持股%)

又稱投票權，即最終控制者之(直接持股率+間持股率)，台灣經濟新報資料庫係採LaPorta作法，以控制鏈最末端持股率為其間接持股。

(3) 盈餘分配權

又稱現金流量請求權，最終控制者之(直接盈餘分配權+ Σ 各控制鏈之間持股率乘積)。

(4) 必要控制持股(Critical Control Level)%

依公司股權分散程度，最終控制者為了控制公司，所必須控制之持股率。

(5) 超額持股%

控制持股%-必要控制持股%

(6) 席次控制%

最終控制者控制之董(監)事席次/全部董(監)事席次*100。

(7) 偏離程度%

即股份控制權、盈餘分配權、及席次控制權三者之間之差異及偏離程度。

(8) 集團定義規則

最終控制者相同之公司，包括下列狀況：

- 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)。
- 董監事之組成三分之一以上相同。
- 主要經營階層相同，董事長或總經理相同。
- 具有控制或從屬關係，具有實質控制力。
- 具有相互投資關係。

(9) 席次控制權、股權控制權與盈餘分配權計入之規則如下：

股權來源	集團家族				經理人	外部人	
	家族個人	未上市櫃公司	財團法人(基金會)	上市櫃公司	經理人	友好集團	其他外部人
董監席次控制權	◎	◎	◎	◎	◎	◎	X
股權控制權	◎	◎	◎	◎	◎	X	X
直接盈餘分配權	◎	◎	X	X	X	X	X
間接盈餘分配權	—	—	X	◎	X	X	X

◎：計入家族控制或持有。X：不計入家族控制或持有。