

第一章 緒論

本文在探討公司治理之效果，第一節首先介紹公司治理的概念及架構，初步瞭解公司治理，辨認其在核心概念下，所應發揮之功能；第二節探討公司治理功能是否發揮，及在台灣時空背景下，所衍生出之研究動機及目的；第三節提出本文之研究問題。

第一節 公司治理之概念界定及架構建立

「公司治理」一般泛指公司之管理與監控，早在 1970 年代，公司治理的概念即已出現，但直到 1997 年亞洲金融風暴發生後，研究指出公司治理機制不完善為其主要因素 (Rajan and Zingales, 1998)，這個議題才被廣泛討論。因此，世界銀行針對金融風暴復甦計畫的審核重點，即以重建公司治理機制為主。

經濟合作暨發展組織 (OECD) 自 1998 年起，開始草擬公司治理準則，並於 1999 年正式揭諸公司治理原則，可將其略分為「興利」及「除弊」兩大功能。茲將核心概念分述如下：

1. 強化董（監）事會責任：董（監）事應善盡指引公司策略訂定之權責，並有效監督企業經營。（興利、除弊功能）
2. 尊重各利害關係人權益：平衡各利害關係人利益，創造公司長期利益。（興利功能）
3. 保障股東權利：公司治理應確保公平對待所有股東，包括少數及國外股東。（除弊功能）
4. 提昇資訊揭露與透明度：確保公司資訊能及時、正確的揭露給大眾。（除弊功能）

此外，世界銀行（World Bank）於 1999 年依據上述原則，認為公司治理，可以從「公司」與「公共政策」兩個層面來探討。以公司的層面而言，係指公司在符合法律與契約的規範中，建立最適機制以平衡股東及利害關係人(Stakeholders)的利益，促成公司價值極大化。以公共政策的層面而言，係指在支持企業發展的方向上，同時要求企業在運用權力之際，善盡應有的責任，並建立市場規範機制，監督並保障利害關係人的權益。

在 1999 年世界銀行發布的報告中，提出了明確、簡明的公司治理架構圖（如圖 1-1），將公司治理分為「內部」及「外部」機制來討論。在內部機制方面，狹義而言，可以是公司內部界定股東，與負責經營之管理階層間彼此關係的契約安排，董事會監督此契約安排。因此，「董事會」為公司治理的核心，其責任在確保公司永續經營，發展策略以提昇公司價值，並監督管理階層，保障所有資金提供者的權益（債權人及股東）。

外部機制方面，公司治理只靠內部機制並無法發揮效果，仍有賴於「外部環境」與「制度」的強化。外部環境與制度，包括各種法令規章與組織制度的建立，以便強化、監督公司負責人與管理階層為公司盡職的紀律。例如：資金部門提供資金時，通常會要求提出財務報表及其他資訊，並要求遵守融資合約上的條款，約束管理階層的經營行為。原則上，該架構內容包含下列要素：

1. 政府管理法規及會計審計準則
2. 金融與資本市場體系
3. 市場競爭機制

4. 各種專業人士與團體

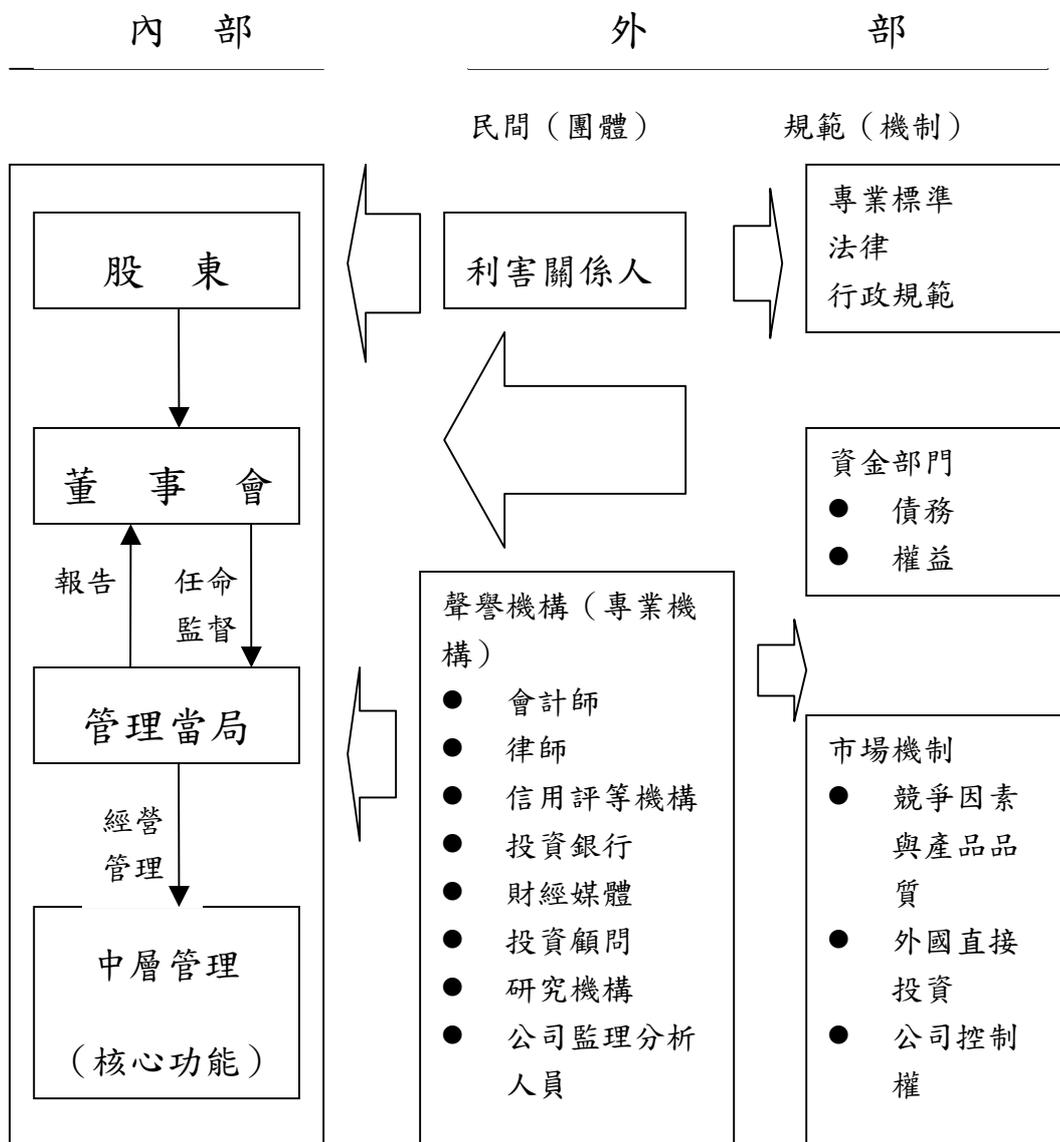


圖 1-1 世界銀行公司治理架構

出處：World Bank,1999,Corporate Governance :A Framework for Implementation-Overview,p.5

第二節 研究動機及目的

「公司治理」於 1997 年亞洲金融風暴後，逐漸受到我國主管機構的注意，而在安隆 (Enron)、世界通訊 (WorldCom) 等弊案爆發後，更加確立公司治理的重要性。台灣自 2001 年底修改公司法相關規定開始，陸續建立相關制度，而從制度建立到目前，才短短幾年，公司治理是否在台灣發揮其功能，值得存疑 (公司治理近期之發展詳見附錄 A)。根據上述經濟合作暨發展組織 (OECD) 及世界銀行 (World Bank) 建立之公司治理概念及架構，其功能可略分為「興利」與「除弊」兩個構面。

就興利而言，公司治理可以增強策略管理效能，確保公司策略往正確的方向執行，提高公司競爭力，保障股東利益，而策略在形成、執行，到發揮其效益，往往需要多年的時間。儘管在台灣，公司治理近幾年才受到重視，發展時間較短，而文獻上如：Yee, Lee and Woidtke (2001)、葉銀華、李存修及柯承恩 (民 91) 等，均支持公司治理可提昇公司績效。台灣的公司治理近幾年才真正確立其重要性，但從以前就已發揮功能，只是未在公司治理架構下進行。

在除弊方面，上市櫃公司應建立良好公司治理制度，以便監督管理者、保護投資人利益。制度的建立，對除弊而言可立竿見影，正符合公司治理在台灣剛起步的時空背景。「弊」包含許多面向，例如：決策失當、無效率及盈餘管理等，其中許多難以量化，因此本研究將「除弊」焦點放在較能量化之盈餘管理上，但國內外文獻如：Warfield, Wild and Wild (1995)、Rajgopal, Venkatachalam and Jiambalvo (1999)、

吳明儀（民 86）等，對公司治理是否能夠抑制管理者盈餘管理有不一致之結論。因此本文主要是在探討公司治理是否能夠發揮除弊功能，抑制公司盈餘管理。

第三節 研究問題

台灣自民國 91 年開始，陸續建立公司治理相關規定，從公司治理與盈餘管理的文獻得知，對於公司治理是否能夠抑制盈餘管理，有不一致的結論，之所以如此，可能是文獻僅針對公司治理單一變數或單一構面來做測試，並無法反應公司治理整體表現與盈餘管理的關連。

台灣真正建立公司治理相關規章至今僅兩年，在此背景下，公司治理可能還無法成為能夠顯著抑制盈餘管理的因素，再配合文獻僅針對單一環節進行研究的特色，提出本研究的研究問題：

1. 直接測試公司治理整體表現較佳，是否能夠抑制盈餘管理。
2. 利用實證上已明確得知會顯著影響盈餘管理的因素，間接測試公司治理整體表現較佳，是否能夠抑制盈餘管理。

第四節 研究架構

第一章 緒論

首先介紹公司治理之概念及架構，導出本研究的研究動機及問題，進而說明所欲探討的研究目的。

第二章 文獻探討

首先探討公司治理在興利及除弊兩功能之文獻，接下來回顧盈餘管理上之文獻，分析管理者盈餘管理之動機。

第三章 研究設計及模型

建立本研究之假說，進而說明本研究各變數的操作性定義、模型建立、研究期間及樣本。

第四章 實證分析

利用第三章之研究方法進行研究，進而對實證結果進行分析

第五章 研究結論與限制

依據實證結果得出結論，並說明本研究之限制與建議。

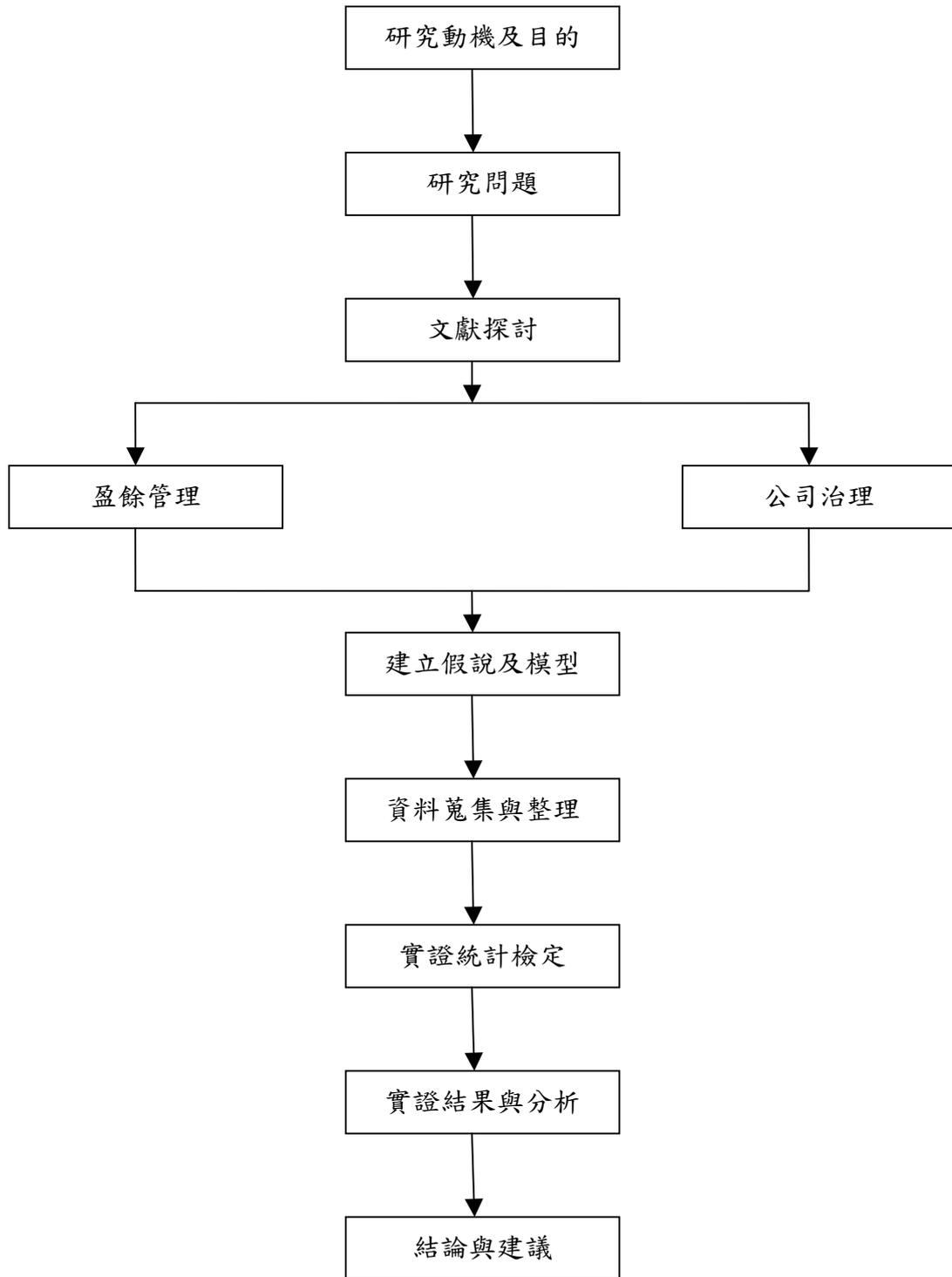


圖 1-2 研究架構圖

第二章 文獻探討

本章歸納與本文相關文獻，第一節探討公司治理兩大功能在文獻上之結論；第二節整理盈餘管理相關文獻，探討管理者進行盈餘管理的動機。

第一節 公司治理之功能

如同經濟合作暨發展組織（OECD）所發展之概念及架構，公司治理功能可分為「興利」與「除弊」兩個構面。就興利而言，公司治理可以增強策略管理效能，確保公司策略往正確的方向執行；在除弊上，應監督管理者，確保股東與債權人之資金，並獲取應有報酬。茲分述如下：

一．公司治理之功能－興利

在 La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer（1999）針對全球 27 個富有國家之股權結構的研究中，首次沿著所有權鏈，找出最大控制權者（最終控制者），發現許多上市公司存在唯一的控制股東，而且控制權大都集中在家族或政府手中。Classens, Djankov and Lang（2000）使用 La Porta *et al.*（1999）的研究方法，探討東亞九個國家的股權結構¹，結果發現類似 La Porta *et al.*（1999）之結論，東亞有超過半數的公司，為家族所控制，顯示全球的公司普遍股權並未分散，背後擁有控制公司的最大股東。學者進而探討控制股東對公司績效的影響，發現公司控制股東擁有的現金流量權（盈餘分配權）和公司績效成正

¹ 研究對象為下列國家之上市公司：香港、印尼、日本、南韓、馬來西亞、菲律賓、新加坡、台灣、泰國。

比 (Classens *et al.* , 2002)。

文獻針對董事會之獨立性及專業性進行研究，發現董事會的獨立性及專業性和公司績效成正比 (Agrawl and Knoeber, 1996; Yee *et al.* , 2001)。董 (監) 事將股票拿去質押之情形，將產生代理問題，造成績效的下降 (高蘭芬，民 91)。

在關係人交易方面，葉銀華、柯承恩及李德冠 (2002) 發現關係人資金往來比率、關係人銷貨金額比率與公司價值 (Tobin's Q) 為負相關，關係人銷貨比率、關係人應收帳款比率與公司財務績效 (ROA) 為負相關。由此可證實，關係人交易愈少的公司，愈能提昇公司價值及績效。

里昂證券 (2001) 針對 25 個新興市場為研究對象，採用自行設計的公司治理評等原則，發現公司治理整體表現較佳者，有較好的績效與市場評價；葉銀華、李存修及柯承恩 (民 91) 針對台灣所進行的研究，也得到與里昂證券一致的結論。Patel, Balic and Bwakira (2002) 的研究中，採用標準普爾 (Standard Poor's) 設計的資訊透明度及揭露評分表 (Transparency and Disclosure Scores, 簡稱 T & D 評分表)，實證結果發現公司資訊透明度與市場評價呈現正相關；麥肯錫顧問公司 2002 年針對全球投資機構的調查，指出當兩家公司財務狀況類似時，有八成的受訪者願意給予較高的市場評價 (約 12% ~ 38% 的溢價率)，購買公司治理較健全的股票。

綜合上述而言，雖然近幾年，公司治理才受到重視，但在興利的文獻已有一致的看法。較佳的公司治理能夠指引公司正確的策略方

向，公司不論是市場評價或本身績效上，均可獲得正面效益。

二· 治理之功能－除弊

公司治理於除弊的文獻，大多以單一變數為衡量標準，無法顯示出公司治理，整體在除弊上的效果。本文依循公司治理與評等系統(民 91)書中的分類，將公司治理變數分為五大構面，用以深入探討相關文獻。

1· 董（監）事組成構面

股東提供公司經營所需的資金，董事會代表股東監督管理者，以確保管理者行為與股東利益趨於一致。董事會為了能有效監督管理者，理論上應具備一定的獨立性，避免球員兼裁判的情事。文獻中指出獨立性愈高之董事會，愈能有效執行監督功能，抑制公司盈餘管理的程度 (Klein, 2002)。近年強調，應聘僱具備經營、財務等相關知識之董事，以有效監督及指引公司經營。文獻指出，當董事會及審計委員會成員具備財務及管理相關經驗時，公司會有較小的裁量性應計數 (Xie, Davidson and DaDalt, 2003)。上述國外文獻主要探討董事會特性與除弊功能之關連，而國內可能因重視公司治理時間尚短，導致獨立董事及獨立監察人在監督盈餘管理上，並沒有獲得實證上的支持 (馬瑜霽, 民 91)，但卻有文獻指出，外部董事能顯著抑制公司盈餘管理 (高蘭芬, 民 92)，且於公司監察人數愈多時，愈具有監督效果 (林成章, 民 90)，顯示台灣在此構面研究並沒有得到一致之結論。

相對於上述情況，當董事會獨立性及專業性較低時，董事會無法發揮應有的監督功能。Yeh *et al.* (2001) 研究發現，公司背

後控制股東（通常為公司最大股東）擔任董事及監察人比率（董（監）事會獨立性低）和公司績效成負相關，因此建議家族降低在董事會的席次，可以減輕控制股東與小股東間的利害衝突。綜合上述文獻，可推論公司董事及監察人具備愈高的獨立性或專業性，愈能發揮除弊功能，但國內文獻有不一致的結論。

2. 股權結構構面

文獻在探討股權結構時，多半以經理人或董事之持股比率來探討興利及除弊效果，例如：Warfield *et al.*(1995) 指出經理人持股比率與盈餘對股票報酬之解釋能力呈正向關係，與裁量性應計數呈負向關係；Rajgopal *et al.*(1999)，指出管理者所有權與裁量性應計數間無顯著關係；國內文獻中，吳明儀（民 86）研究結果顯示，管理當局持股比率與盈餘管理程度呈正向關係。綜合上述三篇研究可知，僅以經理人對公司直接持股為公司治理變數，對於經理人之監督效果會有不一致的結論。

一般的觀念，公開發行公司的股權應該相當分散，然而在實證研究中發現（林玉霞，民 91；翁淑育，民 89），許多公司存在持股超過 20%之控制股東，股權並不分散，因此近期有許多針對控制股東對公司之影響的研究。公司控制股東之影響可從持股狀況來探討，但過去僅針對直接持股的研究，可能發生下列兩者情況：(1) 控制股東對公司直接持股很少，但透過關係企業之間接持股，卻握有公司實際控制權，若以直接持股做為衡量變數，將會低估控制股東實際擁有的影響力；(2) 控制股東實際握有之控制權很高，但透過關係企業間的交叉持股或金字塔結構，實際所擁有的現金流量權（盈餘分配權）卻較少，任何傷害公司價值

的行為對控制股東並不會有太大影響²。由此可知，若僅以控制股東直接持股數來衡量，無法正確、合理衡量控制股東對公司之影響力，應以其實際擁有的控制權及現金流量權來加以探討。

當控制股東所擁有之現金流量權愈高時，表示利益與公司較趨於一致，會較認真經營、降低損害公司價值的行為；而若控制股東透過金字塔結構或交叉持股，使擁有的控制權超過現金流量權，可能會侵害其他股東財富，導致公司價值下降（林玉霞，民 91；翁淑育，民 89），且會利用交叉持股而進行盈餘管理（林宏明，民 90）。

3. 管理型態構面

董事會功能之一，為監督公司經營，因此理論上董事須有一定之獨立性，如果控制股東成員同時擔任董事長和總經理，則公司重大的經營決策，幾乎完全掌握在控制股東中，缺乏足夠制衡力量。在績效文獻中，提出當控制股東未同時擔任董事長及總經理，可提昇公司績效（Claessens，2000）；翁淑育（民 89）的研究中，所發展的財務危機模型中，發現當控制股東兼任董事長及總經理時，較會發生財務危機。國內文獻，對於控制股東是否兼任兩項職務，發現與公司盈餘管理無顯著關連（陳家慧，民 89；張瑞棻，民 91），但公司治理應有對管理者足夠的制衡、制衡力量，因此控制股東不應同時兼任兩項職務。

除控制股東外，當公司次大股東擁有一定影響力時，則兩大股東可相互制衡，促進公司經營。Yeh and Lee（2002）的研究建議，當公司次大股東持股比率愈高，為維護自身利益，則愈有

² 天下雜誌第 299 期，P. 189：葉銀華教授根據公開說明書推估，辜家佔中國人壽與中信證券持股各約三到四成，換算過來，辜家自己掏錢買的開發金控股權不到 3%。

誘因與能力監督控制股東，避免控制股東損害公司價值，進而提昇公司績效，

4. 超額關係人交易構面

關係人交易因雙方之特殊關係，交易條件常非公平交易（非常規交易），從中可能損害公司價值。在先天風險較大下，審計準則公報第六號：關係人交易之查核，特別要求審計人員必須查明關係人交易的交易條件是否合理，且揭露、表達是否適當，避免其中隱匿不法情事。文獻中，發現公司會透過關係人交易進行盈餘管理（謝文馨，民 87），且會傷害公司績效（葉銀華、柯承恩及李德冠，民 91）。因此較佳的公司治理環境，應減少關係人交易，讓公司專注於本業經營，避免有心人士利用關係人交易，做出損害公司的情事。

5. 大股東介入股市構面

股權結構構面中述及，公司可透過關係企業間的交叉持股或金字塔結構，增加對公司的控制權，其中上市公司普遍成立投資公司，買回母公司股票或從事非本業業務，甚至利用持有母公司的股票，增加控制股東擔任母公司董（監）事席位比率（Yeh and Lee, 2002）。因這些投資公司均為非公開發行公司，母公司可利用投資公司財務不需透明的規定，透過投資公司損害股東利益，則外界難以透過公開資訊得知³。

過去台灣發生財務危機的公司，普遍起因是控制股東介入股

³ 安隆案（Enron）即使用 SPE（Special Purpose Entity）來美化其財務報表，利用 SPE 在符合某些法令條件下，其資產負債及相關損益金額可以不必反映於主要擁有該 SPE 權益之公司（Sponsor）的財務報表中，此亦為常見之資產負債表外（Off-Balance Sheet）交易

市，希望拉抬自家公司股價，以高槓桿的財務操作方式，將股票質押給銀行取得現金進行護盤，最終因市場表現不佳，遭到市場斷頭賣出的壓力，誘使控制股東利用對公司的控制權，挪用公款以填補資金缺口。另有文獻指出當質押比率較高時，公司可能受制於大股東壓力而進行盈餘管理（蘇玫夙，民92）。因此良好的公司治理環境，應能夠盡量減少公司介入股市的程度，專心發展公司核心能力。

較佳的公司治理應能保障股東權益，確保公司各項決策與股東利益趨於一致，但文獻在除弊功能上，出現不一致的結論，可能的原因是過去文獻只以單一變數來測試，並無法反應公司治理整體表現是否發揮效果。

第二節 盈餘管理文獻探討

資本市場中，投資人需收集相關資訊，降低資訊不對稱，降低投資損失發生的機率，財務報表即為其中一項重要資訊。財務報表反映公司財務狀況及營運結果，投資人可以藉此探究該公司是否有投資價值，幫助投資人做出決策，而近幾年全球各地審計失敗案件層出不窮，造成投資人蒙受龐大損失，影響最大的首推安隆案（Enron），社會大眾的焦點頓時集中在會計專業上，可知資本市場非常重視財務報表是否能反映公司價值。

審計人員身為社會公器的角色，必須保持超然獨立，監督管理者編製的財務報表是否允當表達，促進資本市場運行，若發生審計失敗案件，不僅投資人蒙受損失，會計師本身也需對此付出慘痛的代價⁴。

一般公認會計原則（GAAP）於制訂上保留其彈性，目的是希望管理者能夠正確選擇符合公司實務之處理方法。Jackson and Pitman（2001）認為公司管理者在沒有誘因下，應能正確選擇適用的原則。但現今複雜的環境下，由於受到許多內在、外在誘因的影響，會驅使管理者做出不當的盈餘管理。再者，管理者擁有之裁量權，牽涉到估計、主觀判斷等質性因素，外界不易判斷適當與否，因此瞭解管理者進行盈餘管理的誘因，就顯得格外重要。Jackson

⁴ 經濟日報（民國 91 年 6 月 16 日，第三版）：休士頓聯邦發院陪審團 15 日對安達信會計師事務所（Arthur Anderson LLP）涉嫌妨礙司法作出有罪判決，法官依法可對該公司處以 50 萬美元罰款、緩刑五年和吊銷會計稽核執照，無異替安達信敲響喪鐘。

and Pitman (2001) 將誘因分為下列三項：

1. 契約誘因 (Contractual Incentives)：

若公司和利害關係人訂定之契約，交易結果是仰賴會計數字，誘使公司為了達到契約條件，進行盈餘管理。例如：Defond and Jambalvo (1994) 研究發現，公司在違反債務契約的前一年度，有向上盈餘增加的現象，表示當公司狀況接近債務契約規定時，管理者會從事盈餘管理。

2. 市場誘因 (Market Incentives)

當管理者體認到公司市場價值與公司報導盈餘有關時，管理者會平滑盈餘 (smoothing) 或使盈餘持續成長，避免股價下跌或達到某項目的 (如：IPO)。例如：Degeorge, Patel and Zeckhauser (1999) 研究發現，公司會透過盈餘管理，避免盈餘低於分析師的預期。

3. 管制誘因 (Regulatory Incentives)

當主管機關對公司的監督、管制與會計數字有關時，公司會迎合主管機關進行盈餘管理。例如：Jones (1991) 利用其發展的 Jones Model 發現，公司為了爭取進口救濟 (Import Relief)，會在政府調查期間，降低公司盈餘。

公開發行公司的資金來源為社會大眾，有責任保障投資人權益，謀求股東最大財富，則公司決策若與股東有關 (市場誘因)，會誘使公司進行盈餘管理，避免相關成本的發生。因此本文從市場誘因中的財務預測，來探討盈餘管理。

財務預測可略分成三大類：機械式的預測（如利用時間序列）、分析師之財測及管理當局所發佈之財測，而本文依據下列三點理由，選擇管理當局發佈的財測來探討盈餘管理：

1．市場面

當公司盈餘未能達到市場期望時，股價可能大幅下跌，對公司、管理者及股東造成很大的傷害（William, 1996; Robb, 1998）。Degeorge *et al.* (1999) 檢測在以財務預測為標竿下（門檻），發現低於財測的公司較預期少，可見管理者會為了避免未達到財測所造成的懲罰，進行盈餘管理。

2．法律面

主管機關為提升資本市場財務資訊正確性，對於財務預測有嚴重偏差或法令規定之特殊情況，財務報表會被列為實質審閱對象⁵，或是受到主管機關處分，公司必須承擔法律所賦予之責任（詳見附錄 B）。文獻指出，管理者由於害怕投資人的法律行動、聲譽毀損（訴訟成本）及避免法令上的懲罰，進而從事盈餘管理達成盈餘預測（Kasznik, 1999; 徐謝慈, 民 91; ）。民國 91 年 7 月 17 日發佈「證券投資人及期貨交易人保護法」後，公司訴訟成本大增⁶，若投資人因財務預測不準確而蒙受損失，即可對公司提起訴訟。

3．經營面

⁵ 經濟日報（民國 92 年 11 月 3 日，第 26 版）：上市公司今年到十月底為止，調降財務預測誤差符合實質審閱標準計有新藝等 20 家，佔調降財測的三分之一，亦即三家上市公司因調降財測即有一家會被列為證交所實質審閱財測對象。

⁶ 經濟日報（民國 92 年 9 月 25 日，第 26 版）：證券投資人及期貨交易人保護中心昨（24）日決議，針對台灣肥料和中友百貨涉有違反證券交易法事件，替善意投資人求償，近日內將公告受理投資人授與訴訟及仲裁實施權進行民事求償。

經理人身為公司管理者，負有公司經營成敗之責，所做出的決策均是為股東謀取最大利益，而股東必須藉由公司發布的相關訊息做出投資決策，其中一項訊息為公司對未來經營成果之預測。經理人身為公司內部人士，較外部人士瞭解公司實際經營狀況，所做出之預測理應較準確，若財務預測準確度過低，股東可能因而受到損害，經理人未盡到為股東謀取利益之責，甚至會影響經理人升遷、名譽、薪資等個人因素，因此經理人應有誘因去達成財務預測。

現今財務預測是以年為單位，預測公司未來財務狀況、經營結果，但企業經營環境瞬息萬變，預測所依據之假設、原則、政府規章隨時在變動，導致財務預測充滿高度不確定性。因財務預測本身具備不確定性，隨著時間愈接近年底，導致財測是否可達成的不確定性下降，管理者若得知無法達成財測，則可能會從事盈餘管理。張睿棠(民92)指出，當公司上半年實際盈餘未達(超過)全年財測目標值愈大，管理當局傾向在下半年從事盈餘管理來調高(調降)盈餘，以避免受到主管機關懲處及其他直接、間接成本，因此當上半年實際稅前盈餘與全年稅前財測差異愈大時，管理者會在下半年進行盈餘管理以達到全年財測目標。

綜合上述結果，實證上已證明管理者受到某些誘因或心理門檻所影響，進行盈餘管理，以避免相關成本(如訴訟成本)或達到某種目的(如進口救濟)，例如：公司為達成財測目標而進行盈餘管理。

第三章 假說建立及研究設計與模型

綜合上述研究問題及文獻，本章第一節提出研究假說；第二節解釋各變數的操作性定義；第三節建立本研究模型；第四節為簡述研究期間及樣本。

第一節 研究假說

1997 年亞洲金融風暴爆發，有人將爆發的原因歸咎於亞洲公司治理不健全，台灣也在當時開始宣導公司治理的重要性；2001 年底爆發安隆案 (Enron)，使得全球資本市場受到嚴重衝擊，更加確認了公司治理的重要性。自民國 90 年政府大規模修改公司法後，台灣在制度面上才有明確的推動公司治理，而從民國 90 年至今僅數年時間，公司治理是否能夠在這短短時間內發揮功用，值得研究及探討。

Classens *et al.* (2002)、Agrawl *et al.* (1996) 及葉銀華等 (民 91) 的研究中，均得出較佳的公司治理能夠提昇公司績效；麥肯錫顧問公司 2002 年所做的調查，機構投資人對公司治理較健全的公司，願意付出 12%~38% 的溢價率。因此可知公司治理在興利上有較一致的結論，不僅可以提昇公司本身績效，也可獲得較高的市場評價，進而提高股東的財富。

健全的公司治理應能夠監督管理者，避免做出與股東利益不一致的行為，抑制管理者盈餘管理，而文獻上對公司治理在盈餘管理上的功能有不同的結論，例如：Xie *et al.* (2003)、Rajgopal *et al.* (1999) 兩篇研究。文獻結論不一致的原因可能是各僅探討公司治理的某一環節，而非公司治理「整體」的效用，因此本文希望綜合各項公司治理

變數，測試公司治理整體表現在除弊上的功能，是否能夠抑制公司盈餘管理。形成假說一：

假說一：公司治理整體較佳的公司能夠抑制公司盈餘管理。

在除弊功能文獻結論不一致及台灣推行時間尚短下，可能公司治理尚無法發揮直接的影響力，因此除直接測試外，希望藉由文獻上已證明會顯著影響盈餘管理的變數，來間接測試其是否有除弊效果。Kaszniak（1999）指出管理者由於害怕投資人的法律行動、聲譽毀損（訴訟成本）及避免法令規定之門檻，進而在發佈每年的盈餘預測時，會從事盈餘管理；張睿棠（民 92）對財務預測做進一步探討，發現公司上半年實際盈餘未達（超過）全年財測目標值愈大，管理當局傾向在下半年從事盈餘管理來調高（調降）盈餘，以避免受到主管機關懲處及其他直接、間接成本。因此藉由管理者達成財測目標的誘因，來測試公司治理在除弊上是否可提供除弊效果，抑制管理者盈餘管理的程度。形成本研究的假說二：

假說二：實際盈餘未達全年財測目標值愈大（財測誤差愈大），公司治理整體評分前 50% 的公司，能夠提供除弊效果，抑制公司為達成財務預測而進行的盈餘管理。

第二節 研究設計

一· 公司治理操作性定義 (CGII)

葉銀華、李存修及柯承恩 (民 91) 於公司治理與評等系統書中，發展一套台灣的公司治理評等系統，其中包括董 (監) 事組成、股權結構、管理型態、超額關係人交易及大股東介入股市五大構面，並將五大構面結合成一綜合指標。在此基本上沿用此評等系統，將 15 項公司治理變數分為五個構面，並給予各構面權重，計算各構面得分及公司治理綜合指標 (CGII)，而為確保該評等系統之合理性，本文針對各變數及權重徵詢專家意見，以增加該評等系統的客觀性。本研究將原評等系統略加修改，包括 (1) 董 (監) 事組成構面有兩項變數較無文獻支持，不考慮此兩項變數。(2) 本研究將兩項變數不予考慮，因此各構面的權重也加以修改，減少董 (監) 事組成構面的權重，並分配到其他四大構面中。(3) 變數的計算方面，參考許崇源、李怡宗、林宛瑩、鄭桂蕙 (民 92) 文中的建議，來計算董 (監) 事組成及股權結構兩大構面中的公司治理變數。以下解釋各構面所涵蓋的變數定義，並將各變數對除弊功能之預期關係，彙總於表 3-1。

1· 董 (監) 事組成構面

Yeh *et al.* (2001) 研究建議，當家族擁有較高的控制權與佔有較低的董事會席次時，可以減輕大股東與小股東間的利害衝突；Xie *et al.* (2003) 指出，董事會及審計委員會成員具備財務及管理經驗時，可增加董事會的獨立性及專業性，抑制公司盈餘管理，在台灣，監察人可以行使職權監督管理者，推論當監察人愈多則愈具監督效果。近年來，文獻針對董事會獨立性，大多以最大股東佔董 (監) 事會比率來衡量，許崇源等 (民 92) 認為

最大股東可透過下列四種方法控制董（監）事會：

- (1) 家族成員（二親等以內及配偶關係者）直接以個人名義擔任董（監）事。
- (2) 集團中的上市櫃公司互相投資，並以法人代表身份出任董（監）事。
- (3) 集團中其他未上市櫃公司，投資上市櫃公司，並以法人代表身份出任董（監）事。
- (4) 非家族成員，但任職於集團中相關企業之經理人，以個人名義出任董（監）事。

因此在最大股東的定義上，擴充為上述四項，以計算下列各項的董（監）事組成變數：

(1) 最大股東成員擔任董事席位比率

$$= \text{最大股東擔任董事席位} / \text{總董事席位}$$

(2) 最大股東成員擔任監察人席位比率

$$= \text{最大股東擔任監察人席位} / \text{總監察人席位}$$

(3) 專業管理者及獨立董事擔任董事席位比率（均需以個人名義擔任董事）

$$= \text{專業管理者及獨立董事擔任董事席位} / \text{總董事席位}$$

(4) 監察人席位數目

2. 股權結構構面

La Porta *et al.* (1999) 及 Classens *et al.* (2000) 發現，許多上市公司的控制股東會透過金字塔結構、交叉持股來控制公司，造成控制權與現金流量權偏離一股一權的不合理現象，控制股東可能因擁有的控制權超過其現金流量權，而剝奪小股東的財富。

形成下列變數：(現金流量權及控制權的詳細計算方式，詳見附錄 C)

(1)最大股東現金流量權

(2)金字塔結構與交叉持股

=同時使用時為 2，使用其中之一時為 1，均無使用時為 0

(3)控制權偏離現金流量權

=最大股東控制權－最大股東現金流量權

3. 管理型態構面

Classens *et al.* (2000) 發現，東亞各國最大股東通常擔任董事長或總經理，以增強對公司的影響力，則公司重大決策幾乎掌握在最大股東中，缺乏對最大股東的制衡力量；林玉霞 (民 91) 指出，當次大股東公司擁有一定影響力，可以有效監督管理者，進而增加績效。可知公司除控制股東外，若次大股東持股比率愈高，則在公司愈有能力監督與制衡最大股東，本文參考林玉霞 (民 91) 將次大股東定義為：非控制股東二等親以內或配偶的成員，亦非控制股東所控制之公司、關係企業、控制集團下之任何分子公司代表，當其持股超過百分之五時，視為存在有一定影響力的次大股東。形成下列變數：

(1)最大股東擔任總經理或董事長

=同時擔任時為 2，擔任其中一項職務時為 1，均無擔任為 0

(2)次大股東持股比率

=次大股東持有超過百分之五股權時為 1，反之為 0

4. 超額關係人交易構面

關係人交易，不論是資金往來或銷進貨等，與公司價值為負相關（葉銀華等，民 91），且公司會利用關係人交易進行盈餘管理（謝文馨，民 87）。由於關係人交易未必會傷害公司價值，因此將部分關係人交易，扣除產業平均數，來衡量可能傷害公司的部分。形成下列變數：

(1) 關係人股權及財產交易比率

$$= \text{與關係人間股權及財產交易總金額} / \text{公司資產帳面價值}$$

(2) 超額關係人資金往來比率

$$= \text{與關係人間資金融通與背書保證總金額} / \text{公司資產帳面價值} - \text{產業平均數}$$

(3) 超額關係人銷、進貨比率

$$= (\text{關係人銷貨} + \text{加工收入} + \text{進貨} + \text{外包加工金額}) / \text{公司資產帳面價值} - \text{產業平均數}$$

(4) 超額關係人應收、應付帳款比率

$$= (\text{關係人銷貨} + \text{進貨}) / \text{公司資產帳面價值} - \text{產業平均數}$$

5. 大股東介入股市構面

Yeh and Lee (2002) 認為，大股東（董（監）事、經理人與持股超過 10% 之股東）股權質押比率愈高，及公司成立投資公司愈多，均代表公司介入股市愈嚴重，可能因大股東於股市表現不佳，而對公司施壓進行盈餘管理。形成下列變數：

(1) 大股東股權質押比率

$$= \text{持股超過 10\% 股東之質押比率} / \text{大股東總持股數}$$

(2) 上市公司成立投資公司家數

利用上述五大構面、15 個公司治理變數，除個別計算各構面評分外，並綜合為公司治理綜合指標 (CGII)。各變數的評分方式是先將變數由小到大排列，均分成十組，若該變數與公司除弊功能為正相關，最大組給 10 分，最小組給 1 分；若該變數與除弊功能為負相關，最小組給 10 分，最大組給 1 分。若該變數為虛擬變數，則有不同的處理方式，例如：虛擬變數為 (0,1,2)，0 代表公司治理愈佳，則 2 為 0 分，1 為 5 分，0 為 10 分。

得出各變數評分後，計算各構面評分及公司治理綜合指標。構面內各變數的權重，為簡單平均分配該構面權重，進而計算構面的評分，例如：大股東介入股市構面的權重為 12.5%，其中包含大股東股權質押比率及成立投資公司家數兩項變數，依照簡單平均分配各變數之權重，則兩項變數的權重各為 6.25%，並計算該變數得分佔滿分 10 分之比率，最後將比率與權重相乘得出該構面得分，假設兩變數評分為 5 分及 10 分，則該構面評分為 $(5/10) * 6.25 + (10/10) * 6.25 = 9.375$ 分。其他構面依照此方法加以計算，最終將五大構面得分加總，即可得出公司治理綜合指標，當評分愈高，表示該公司整體之公司治理機制較佳。

表 3-1 公司治理變數與除弊功能之預期關係

構面	變數	與除弊預期關係
1·董(監)事組成構面(BOD)		
董(監)事會的專業性及獨立性(30%)	1-1.最大股東成員擔任董事席位比率	負相關
	1-2.最大股東成員擔任監察人席位比率	負相關
	1-3.專業管理者及獨立董事擔任董事席位比率	正相關
	1-4.監察人席位數目	正相關
2·股權結構構面(OWS)		
現金流量權與控制權(22.5%)	2-1.最大股東現金流量權	正相關
	2-2.控制權偏離現金流量權	負相關
	2-3.金字塔結構與交叉持股	負相關
3·管理型態構面(MAG)		
(12.5%)	3-1.最大股東擔任總經理或董事長	負相關
	3-2.次大股東持股比率	正相關
4·超額關係人交易構面(RPT)		
(22.5%)	4-1.關係人股權及財產交易比率	負相關
	4-2.超額關係人資金往來比率	負相關
	4-3.超額關係人銷、進貨比率	負相關
	4-4.超額關係人應收、應付帳款比率	負相關
5·大股東介入股市構面(MARK)		
(12.5%)	5-1.大股東股權質押比率	負相關
	5-2.上市公司成立投資公司家數	負相關

二·盈餘管理操作性定義(DA)

在衡量盈餘管理的模型上，Dechow *et al.* (1995) 針對以往盈餘

管理文獻採用的模型加以評估，其中包括 Healy (1985)、DeAngelo (1986)、Jones (1991) 及作者自行修正的 Modified Jones Model，結果顯示 Modified Jones Model 為現存較佳的盈餘管理模型，因此本研究使用該模型來衡量盈餘管理。Modified Jones Model 認為公司的總應計數是銷貨淨變動減去應收帳款變動數與折舊性資產總額的函數，並且總應計數分為可裁量與不可裁量兩部分，可裁量部分即為公司治理進行盈餘管理的空間。

Jones (1991) 的研究中，探討 23 家提出進口救濟的公司，是否於提出年度前後進行盈餘管理，降低盈餘爭取政府進口救濟 (Import Relief)。該文個別計算出 23 家公司的迴歸式，進而計算裁量性應計數，並不會受到其他公司特性影響。Jones 的樣本公司平均設立年限為 25.261 年，但台灣公司因設立時間較短，無法像 Jones 個別求算，因此台灣於使用 Jones Model 時多採用產業別而非個別公司，以增加計算裁量性應計數的樣本 (徐謝慈，民 91；鍾一先，民 92)。計算下半年裁量性應計數時，先計算民國 91 年度以前之產業別 Jones Model，再套用到民國 91 年半年報及年報中，推估下半年度裁量性應計數。

估計各年度總應計數之公示如下：

$$TA_{i,t} = \Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta CASH_{i,t} + STD_{i,t} - DEP_{i,t} + \Delta TAX_{i,t}$$

$TA_{i,t}$: i 公司第 t 年的總應計數

$\Delta CA_{i,t}$: i 公司第 t 年的流動資產變動數

$\Delta CL_{i,t}$: i 公司第 t 年的流動負債變動數

$\Delta CASH_{i,t}$: i 公司第 t 年的現金及約當現金變動數

$STD_{i,t}$: i 公司第 t 年的當期到期的長期負債變動數

$DEP_{i,t}$: i 公司第 t 年的折舊及攤銷費用

$\Delta TAX_{i,t}$: i 公司第 t 年的應付所得稅增加數

求出總應計數後，推估下列迴歸各項係數：

$$TA_{i,t} / A_{i,t-1} = \delta_0 (1 / A_{i,t} - 1) + \delta_1 (\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}) / A_{i,t-1} + \delta_2 PPE_{i,t} / A_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$A_{i,t-1}$: i 公司第 t-1 年的資產總額

$\Delta REV_{i,t}$: i 公司第 t 年與第 t-1 年的銷貨變動數

$\Delta AR_{i,t}$: i 公司第 t 年與第 t-1 年的應收帳款變動數

$PPE_{i,t}$: i 公司第 t 年的折舊性資產總額

$\varepsilon_{i,t}$: 殘差項

將所欲推估裁量性應計數之期間資料，帶入下式中求算該期間裁量性應計數：

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} / A_{i,t-1} - [\delta_0 (1 / A_{i,t-1}) + \delta_1 (\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}) / A_{i,t-1} + \delta_2 PPE_{i,t} / A_{i,t-1}]$$

$DA_{i,t}$: i 公司第 t 年下半年的裁量性應計數

三．財務預測誤差操作性定義 (FORE)

本文原則上沿用張睿棠 (民 92) 所採用的財務預測誤差，以全年財務預測稅前盈餘減去上半年實際稅前盈餘，除以前一年度資產總額帳面值。張睿棠 (民 92) 原文中實際盈餘採用「操縱前」稅前盈餘，將上半年操縱後的稅前盈餘，減去上半年裁量性盈餘，本文在此直接採用操縱後稅前盈餘，來評估上半年財測誤差對公司下半年盈餘管理的影響。財測資料的蒐集，使用公司依法令所公告的財測，或公司於工商四季報、財訊四季報自行宣告的財測，而公司於一年中會隨著時間經過而宣布最新之財測資料，較舊的財測資料可能已失去其影

響力，因此為合理推估上半年財測誤差的影響力，本文選擇最接近七月發佈之財測，希望能較合理衡量財測務差對管理者的影響。公式如下：

$$FORE_{i,t} = \frac{FE_{i,t} - AE_{i,t}}{A_{i,t-1}}$$

$FORE_{i,t}$: i 公司第 t 年的上半年財務預測誤差

$AE_{i,t}$: i 公司第 t 年的上半年實際盈餘

$FE_{i,t}$: i 公司第 t 年的全年財務預測

$A_{i,t-1}$: I 公司第 t-1 年之總資產

四·控制變數操作性定義

1· 負債比率 (DEBT)

當公司負債比率愈高時，公司為避免違反債務契約中所規定的事項，較易從事盈餘管理 (Defond and Jambalvo, 1994)。在此以總負債除以總資產來定義負債比率。

2· 營運現金流量 (OCF)

Becker *et al.* (1998) 探討六大及非六大會計師事務所簽證客戶對盈餘管理的影響，其中發現營業活動的現金流量與裁量性應計數呈現負相關，表示當公司現金吃緊時，較會進行盈餘管理。在此以現金流量表上之營業活動現金流量除以期初總資產來定義營運現金流量。

3· 機構投資人持股比率 (INS)

公司治理能夠確保股東權益，但一般投資者因持股過低且無專業知識下，無法有效監督公司經營，反而投資機構在保護自我利益且具備專業知識下，逐漸成為公司治理的重要參與者。國

外，Chung, Firth, and Kim (2002) 實證得出法人投資機構能夠抑制管理者盈餘管理之程度；反觀國內，呂坤穎（民 92）及彭政錦（民 92）實證結果均指出，機構投資人對於盈餘管理無法發揮顯著的抑制效果。呂坤穎（92）指出，可能是因為國內市場結構與機構投資人組成份子，相對於國外有明顯的差異所致。儘管本研究未將機構投資人納入公司治理變數中，但將其列為控制變數，測試對盈餘管理的效果。在此以外國專業投資機構（QFII）持股比率來定義機構投資人持股比率。

第三節 研究模型

本文希望測試公司治理能否抑制公司盈餘管理行為，達到除弊效果。首先直接測試公司治理變數是否能夠抑制公司盈餘管理，來驗證假說一。建立模型一：

$$DA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CGII_{i,t} + \alpha_2 DEBT_{i,t} + \alpha_3 OCF_{i,t} + \alpha_4 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$DA_{i,t}$: 下半年裁量性應計數

$CGII_{i,t}$: 公司治理綜合指標

$DEBT_{i,t}$: 負債比率

$OCF_{i,t}$: 營運現金流量

$INS_{i,t}$: 機構投資人持股比率

CGII 為公司治理綜合指標，亦可為其他五大構面：董（監）事組成構面得分（BOD）、股權結構構面得分（OWS）、管理型態構面得分（MAG）、超額關係人交易構面得分（RPT）、大股東介入股市構面得分（MARK）。預期公司治理與盈餘管理為負相關，因此預期 α_1 為負。

台灣因公司治理推行時間較短，是否有直接顯著的除弊效果，本研究對此存疑。因此本文設計模型二，將公司治理綜合指標修改為虛擬變數，評分前 50% 公司設為 1，後 50% 公司設為 0，依附在財務預測誤差上，以間接、增額的方法驗證假說二。建立模型二：

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FORE_{i,t} + \beta_2 FORE_{i,t} \times DCGII_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + \beta_4 OCF_{i,t} + \beta_5 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$FORE_{i,t}$: 上半年財務預測誤差

$DCGII_{i,t}$: 公司治理綜合指標虛擬變數，評分前 50% 公司為 1，後 50% 公司為 0

DCGII 為公司治理綜合指標，亦可為其他五大構面之虛擬變數：董（監）事組成構面得分（DBOD）、股權結構構面得分（DOWS）、管理型態構面得分（DMAG）、超額關係人交易構面得分（DRPT）、大股東介入股市構面得分（DMARK）。

文獻上已證明當公司上半年實際盈餘未達（超過）全年財測目標值愈大，管理當局愈傾向在下半年從事盈餘管理來調高（調降）盈餘，因此預期 β_1 為正。為測試公司治理的增額效果，於模型中加入財測誤差與公司治理評分交乘項，預期能夠提供增額資訊內涵，稀釋公司為達成財測所進行的盈餘管理，預期 β_2 為負。

第四節 研究期間及樣本

台灣自民國 90 年開始，陸續建立公司治理相關規定，例如：公司法的大幅度修法，因此本研究以民國 91 年上市公司為樣本選取對象，檢驗在法令推行後，公司治理上是否能夠抑制盈餘管理。本研究將公司治理與財測結合來探討除弊效果，再配合中華徵信所的集團研究資料庫，最終得到 213 家有效樣本。

資料來源方面，財務預測與裁量性應計數所需資料，採自台灣經濟新報社；公司治理變數部分來自於台灣經濟新報社，部分來自於股東會年報及財務報告。股權結構構面中，依據 La Porta *et al.* (1999) 的研究方法，首先參照中華徵信所出版的台灣集團企業研究，辨認出集團內上市櫃公司，再使用真相王資料庫抓取各公司股東會年報及財務報表，計算需要的公司治理變數。股東會年報中所使用的資料包括董事、監察人、總經理、副總經理、協理欄及主要股東欄，財報中使用的資料包括關係人名稱及關係、母公司及子公司期末持有有價證券明細表、本公司及子公司中的轉投資公司資訊。

第四章 實證分析

本章共分為三節，第一節介紹各變數之敘述統計及相關係數；第二節測試公司治理是否具備除弊效果之實證結果；第三節進行敏感性分析。

第一節 敘述統計及相關係數矩陣

一．各變數之敘述統計

本研究結合公司治理與財測誤差來探討除弊效果，共計 213 家有效樣本，茲將所有變數之敘述統計值列於表 4-1。在董（監）事組成構面中，最大股東擔任董事及監察人比率平均分別為 63.46%（中位數為 60%）及 45.721%（中位數為 50%），由此可知，公司的最大股東佔了董事及監察人多數，具有掌握董事會及監察人的能力。專業經理人及獨立董事佔董事比率平均為 20.68%（中位數為 18.18%），比例小於最大股東席位比率，顯示目前台灣董事會組成仍有增加董事會獨立性及專業性的空間。此外，監察人席位平均數為 2.53 位，中位數則為 2 位。

在股權結構方面，最大股東現金流量權平均為 18.52%（中位數為 14.73%），控制權偏離現金流量權平均為 8.13%（中位數為 4.30%）。樣本公司中，同時透過金字塔結構或交叉持股，加強控制權者有 57 家（佔樣本 26.8%），僅透過其中一項方法者有 100 家（46.9%），皆沒有透過兩項者為 56 家（26.3%），由此顯示超過 70% 之樣本公司透過金字塔結構或交叉持股來加強控制權，進而使得最大股東偏離一股一權。

在管理型態構面中，最大股東同時兼任董事長及總經理者有 66 家（佔樣本 31.0%），兼任其中一項職務者有 109 家（51.2%），均無擔任者有 38 家（17.8%），顯示超過 30% 的公司有球員兼裁判之嫌，並無法發揮董事會制衡管理者的功能。次大股東持股比率超過 5% 者有 98 家（46.01%），顯示將近一半之公司擁有超過 5% 的次大股東，次大股東會為了捍衛自己的權益，監督最大股東。

在超額關係人交易構面中，關係人股權及財產交易較其他關係人交易為少，平均為 0.02%（中位數為 0）；超額關係人資金往來比率平均為 0.79%（中位數為 -1.68%）；超額關係人銷進貨比率平均為 2.91%（中位數為 -3.55%）；超額關係人應收應付比率平均為 0.13%（中位數為 -1.66%）。

在大股東介入股市構面中，大股東質押比率平均為 18.04%（中位數為 7.90%）；設立投資公司家數平均為 3.58 家（中位數為 3 家）。可知大股東將股票質押及設立投資公司，為上市公司普遍之情形。

表 4-1 公司治理、盈餘管理、財測誤差及控制變數之敘述統計值

變數	平均	標準差	全距	Q1	Q2	Q3
公司治理變數						
1.董（監）事組成						
1-1.最大股東擔任董事會比率(%)	63.463	26.495	100	43.429	60.000	85.714
1-2.專業經理及獨立董事比率(%)	20.684	19.953	78.947	0	18.182	33.333
1-3.最大股東擔任監察人比率(%)	45.721	39.145	100	0	50.000	100
1-4.監察人席位數	2.526	0.804	6	2	2	3
2.股權結構						
2-1.現金流量權(%)	18.522	12.729	71.130	8.405	14.730	25.495
2-2.偏差(%)	8.125	9.876	40.450	0	4.300	12.980
2-3.金字塔或交叉持股	1.005	0.730	2	0	1	2
3.管理型態						
3-1.最大股東兼任董事長及總經理	1.131	0.688	2	1	1	2
3-2.次大股東持股	0.460	0.500	1	0	0	1
4.超額關係人交易						
4-1.關係人股權及財產交易比率(%)	0.022	0.081	0.714	0	0	0
4-2.超額關係人資金往來比率(%)	0.798	10.133	72.285	-3.630	-1.678	3.898
4-3.超額關係人銷進貨比率(%)	2.909	31.116	254.263	-14.217	-3.549	10.064
4-4.超額關係人應收應付比率(%)	0.127	5.907	39.134	-3.271	-1.657	1.361
5.大股東介入股市						
5-1.大股東質押比率(%)	18.044	21.830	89.460	0	7.900	30.590
5-2.設立投資公司家數	3.582	3.036	16.000	1	3	5
盈餘管理變數						
裁量性應計數	-0.032	0.131	0.992	-0.105	-0.016	0.035
財務預測誤差變數						
財測誤差	0.044	0.059	0.676	0.013	0.032	0.060
控制變數						
c1.總資產（取LN）	16.365	1.143	5.833	15.549	16.159	17.099
c2.負債比率(%)	41.1	14.5	85.6	31.4	41.4	49.9
c3.機構投資人持股比率(%)	5.0	7.9	47.4	0.1	1.7	6.1

資料來源：各公司股東會年報、財務報表及台灣經濟新報資料庫

註一：金字塔結構與交叉持股、最大股東兼任董事長與總經理，兩者虛擬變數為（0，1，2）；次大股東持股虛擬變數為（0，1），持股5%以上設為1，反之設為0。

註二：超額關係人交易為各公司扣除該產業平均數。

註三：Q1 為第一四分位數，Q2 為第二四分位數，Q3 為第三四分位數。

二· 公司治理評分之敘述統計及相關係數矩陣

依照前述評分方式，所有變數由小到大排列，依據樣本均分成十組，若該變數與公司除弊功能為正相關，最大組以 10 分計，最小組以 1 分計；若該變數與公司除弊功能為負相關，最小組以 10 分計，最大組以 1 分計，最後將各構面所給予的權重整合成公司治理綜合指標，若該公司得分愈高，表示公司治理機制愈佳。在此計算各構面及綜合指標敘述統計，並將綜合指標劃分為電子業及非電子業公司加以比較，列於表 4-2。

表 4-2 中，董（監）組成構面（滿分 30 分），平均得分為 16.56 分；股權結構構面（滿分 22.5 分）平均得分為 11.99 分；管理型態構面（滿分 12.5 分），平均得分為 5.59 分；超額關係人交易構面（滿分 22.5 分），平均得分為 12.35 分；大股東介入股市構面（滿分 12.5 分），平均得分為 6.76 分；公司治理綜合指標（滿分 100 分），平均得分為 53.24 分。本研究進一步將樣本區分為電子業與非電子業公司，比較兩群樣本間的公司治理評分（電子業 87 家，非電子業 126 家），從平均及四分位數來看，證實電子業之公司治理機制比非電子業佳，但標準差較非電子業大，此亦顯示電子業中公司治理較參差不齊。

茲將公司治理綜合指標的次數分配圖，繪製於圖 4-1。顯示出公司治理評分集中於中位數（54.06 分）前後，並向兩邊逐漸減少公司數目，其中最高分的前五名依序為菱生（79.0625 分）、技嘉（76.4375 分）、黑松（75.375 分）、華泰（74.438 分）、嘉益（74.438 分）。

表 4-2，公司治理評分之敘述統計表

構面	平均	標準差	變異數	全距	Q1	Q2	Q3
董（監）事組成	16.56	5.32	28.29	23.25	12.75	16.50	21.00
股權結構	11.99	4.80	23.08	19.50	8.25	12.00	15.75
管理型態	5.59	4.14	17.11	12.50	3.13	6.25	9.38
超額關係人交易	12.35	3.90	15.20	16.31	10.13	12.38	15.19
大股東介入股市	6.76	2.73	7.44	10.63	5.00	6.88	8.75
綜合指標	53.24	10.39	107.85	56.56	46.03	54.06	60.47
電子公司（87 家）	55.77	10.42	108.71	56.56	49.43	55.87	62.62
非電子公司(126 家)	51.49	10.02	100.56	47.68	44.18	52.53	57.89

註：Q1 為第一四分位數，Q2 為第二四分位數，Q3 為第三四分位數。

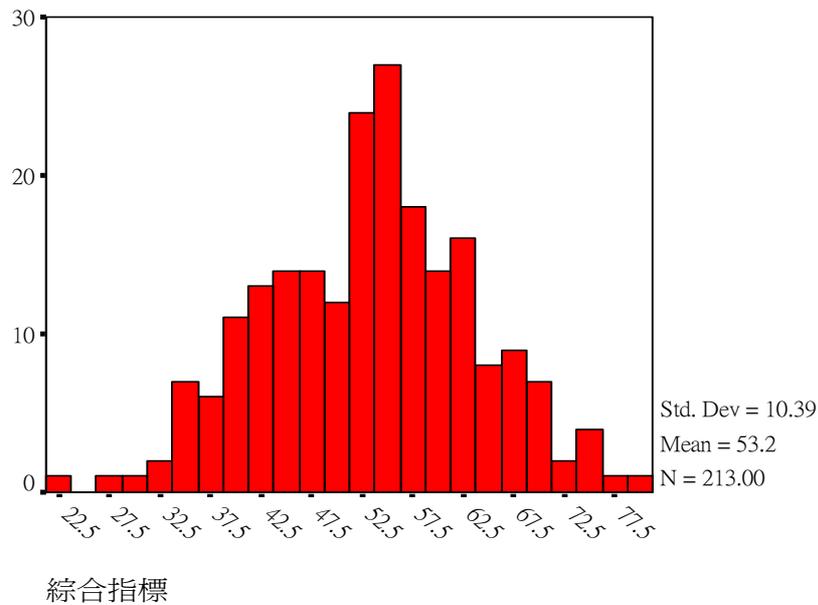


圖 4-1，公司治理綜合指標分配圖

為避免迴歸式產生共線性問題，茲將各變數之相關係數列於表 4-3。五大構面間，大致上呈現正相關，顯示出在某一構面較佳之公司亦會將其資源投注於其他構面，改善公司治理機制。雖然公司治理綜合指標與五大構面均呈現顯著之正相關，然本研究並非將綜合指標

與其他個構面共同納入同一迴歸式中，因此不會有共線性問題。

財測誤差與股權結構構面呈顯著正相關，顯示股權結構較佳之公司，不僅無法促進財測精確度，反而會高估未來財務結果；財測誤差與超額關係人交易構面呈顯著負相關，公司能夠較精準預測未來，並不須使用關係人交易來達到財測目標；財測誤差與負債比率呈顯著負相關，顯示公司財務槓桿愈高，財測誤差愈低；財測誤差與營運現金流量及機構投資人呈顯著正相關，顯示財務結構及外部監督機制愈佳，反而會造成財測誤差愈大。

在控制變數方面，負債比率與公司治理變數呈負相關，可能當公司負債比率較高時，較不會投注資源於公司治理之建置；另外，營運現金流量與管理型態及大股東介入股市構面呈正相關，顯示現金流量充足之公司在此兩大構面中表現較佳；而機構投資人持股比率與超額關係人交易構面呈顯著負相關，顯示機構投資人持股比率愈高，反而會誘使公司增加關係人交易。

表4-3，公司治理、盈餘管理、財測誤差及控制變數之相關係數矩陣

裁量性應計數	財務預測	董監得分	股權得分	管理型態得分	關係人得分	介入股市	綜合指標	負債比率	營運現金流量	機構投資人持股	
裁量性應計數	1										
財務預測	0.013 (0.845)	1									
董監得分	0.026 (0.706)	0.045 (0.516)	1								
股權得分	0.007 (0.914)	0.135 (0.049)**	0.195 (0.004)***	1							
管理型態得分	-0.001 (0.996)	0.086 (0.209)	0.138 (0.043)**	-0.106 (0.124)	1						
關係人得分	-0.132 (0.053)**	-0.215 (0.001)***	0.017 (0.800)	-0.108 (0.116)	0.058 (0.397)	1					
介入股市	-0.069 (0.315)	0.041 (0.547)	0.044 (0.525)	0.139 (0.043)**	0.014 (0.844)	0.051 (0.461)	1				
綜合指標	-0.051 (0.456)	0.050 (0.470)	0.676 (0.000)***	0.517 (0.000)***	0.446 (0.000)***	0.371 (0.000)***	0.374 (0.000)***	1			
負債比率	0.094 (0.172)	-0.244 (0.000)***	-0.055 (0.422)	-0.034 (0.625)	-0.146 (0.033)**	-0.033 (0.629)	-0.176 (0.010)***	-0.161 (0.018)**	1		
營運現金流量	-0.150 (0.028)**	0.398 (0.000)***	-0.005 (0.947)	0.020 (0.775)	0.183 (0.007)***	-0.057 (0.411)	0.121 (0.078)**	0.090 (0.190)	-0.319 (0.000)***	1	
機構投資人持股	-0.053 (0.443)	0.239 (0.000)***	-0.050 (0.467)	-0.030 (0.658)	0.089 (0.195)	-0.194 (0.004)***	0.008 (0.909)	-0.075 (0.276)	-0.187 (0.006)***	0.124 (0.071)**	1

註：() 為 $H_0: \rho=0$ 時之P值，***顯著水準1%，**顯著水準5%，*顯著水準10%

第二節 實證結果

以往的實證研究中，大多使用單一變數或單一構面的公司治理變數，無法顯示出公司治理整體表現是否發揮除弊功能，因此本文希望從公司治理整體的角度，來探討是否發揮除弊功能。本文係沿用公司治理與評等系統（民 91）書中所設計的公司治理評等系統，將公司治理分成五大構面，有董（監）事組成構面、股權結構構面、管理型態構面、超額關係人交易構面及大股東介入股市構面，共包含 15 個公司治理變數，並給予各構面權重，計算出各構面評分及公司治理綜合指標，得分愈高代表公司治理機制愈佳（各公司得分資料詳見附錄 D）。本文首先測試公司治理對盈餘管理的直接關係，再依附於財測誤差上，測試公司治理是否具有間接、增額之除弊效果。

一．公司治理之直接測試

首先利用模型一，直接測試公司治理與盈餘管理之關連性，迴歸結果列示於表 4-4。綜合指標評分中，可能因台灣重視公司治理時程尚短，並無直接顯著之除弊效果。個別觀察五大構面，顯示若僅針對超額關係人交易構面進行研究，會得到顯著抑制效果，但若探討其他四大構面，則會導致不一致的結論。控制變數方面，符號雖與預期一致，但僅營運現金流量達到顯著的抑制效果，顯示公司擁有較高現金時，較不會進行盈餘管理。

表 4-4，公司治理與盈餘管理關連性測試（直接測試）

A: 1 單 構 面 模 型	模型	$DA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BOD_{i,t} + \alpha_2 DEBT_{i,t} + \alpha_3 OCF_{i,t} + \alpha_4 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$						
	係數	α_0	$\alpha_1 (-)^2$	$\alpha_2 (+)$	$\alpha_3 (-)$	$\alpha_4 (-)$	Prob	R ²
		-0.0460 (0.3056) ³	0.0007 (0.6979)	0.0439 (0.5098)	-0.1904 (0.0708)*	-0.0437 (0.7092)	0.2326	0.0076
	模型	$DA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 OWS_{i,t} + \alpha_2 DEBT_{i,t} + \alpha_3 OCF_{i,t} + \alpha_4 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$						
	係數	α_0	$\alpha_1 (-)$	$\alpha_2 (+)$	$\alpha_3 (-)$	$\alpha_4 (-)$	Prob	R ²
		-0.0378 (0.3501)	0.0003 (0.8756)	0.0425 (0.5229)	-0.1913 (0.0695)*	-0.0457 (0.6961)	0.2437	0.0070
	模型	$DA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MAG_{i,t} + \alpha_2 DEBT_{i,t} + \alpha_3 OCF_{i,t} + \alpha_4 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$						
	係數	α_0	$\alpha_1 (-)$	$\alpha_2 (+)$	$\alpha_3 (-)$	$\alpha_4 (-)$	Prob	R ²
		-0.040 (0.2511)	0.0011 (0.6213)	0.0449 (0.5005)	-0.1985 (0.0621)*	-0.0496 (0.6721)	0.2247	0.0081
	模型	$DA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 RPT_{i,t} + \alpha_2 DEBT_{i,t} + \alpha_3 OCF_{i,t} + \alpha_4 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$						
係數	α_0	$\alpha_1 (-)$	$\alpha_2 (+)$	$\alpha_3 (-)$	$\alpha_4 (-)$	Prob	R ²	
	0.0372 (0.4214)	-0.0051 (0.0309)**	0.0297 (0.6519)	-0.2043 (0.0505)*	-0.0976 (0.4084)	0.0384**	0.0290	
模型	$DA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MARK_{i,t} + \alpha_2 DEBT_{i,t} + \alpha_3 OCF_{i,t} + \alpha_4 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$							
係數	α_0	$\alpha_1 (-)$	$\alpha_2 (+)$	$\alpha_3 (-)$	$\alpha_4 (-)$	Prob	R ²	
	-0.0165 (0.6964)	-0.0022 (0.5047)	0.0354 (0.5974)	-0.1861 (0.0777)*	-0.0488 (0.6762)	0.2084	0.0090	
B: 1 綜 合 模 型	模型	$DA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CGII_{i,t} + \alpha_2 DEBT_{i,t} + \alpha_3 OCF_{i,t} + \alpha_4 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$						
	係數	α_0	$\alpha_1 (-)$	$\alpha_2 (+)$	$\alpha_3 (-)$	$\alpha_4 (-)$	Prob	R ²
		-0.0079 (0.897)	-0.0004 (0.6125)	0.0368 (0.5841)	-0.1885 (0.0738)*	-0.0531 (0.6519)	0.2236	0.0081

註 1：模型變數分述如後：DA，下半年裁量性應計數。FORE，上半年財務預測誤差。公司治理變數，BOD，董（監）事組成構面評分；OWS，股權結構構面評分；MAG，管理型態構面評分；RPT，超額關係人交易構面評分；MARK，大股東介入股市構面評分；CGII，公司治理綜合指標。控制變數，DEBT，負債比率；OCF，營運現金流量；INS，機構投資人持股比率。

註 2：（）代表預期符號。

註 3：（）內為 P 值，***顯著水準 1%，**顯著水準 5%，*顯著水準 10%。

註 4：各變數 VIF 值均小於 5，各模型 DW 值均於 1.5~2.5 間。

二．公司治理之間接測試

將公司治理變數修改為虛擬變數，評分於前 50% 公司為 1，後

50%公司為 0，利用模型二測試公司治理是否具備除弊效果，迴歸結果列於表 4-5。綜合指標方面，係數與預期一致呈顯著負相關，證實公司治理具有顯著的增額除弊效果，儘管在台灣推行公司治理時間尚短，無法成為直接影響盈餘管理的因素，但將其依附於財測誤差後，卻能提供增額資訊內涵，抑制公司為達成財測而進行之盈餘管理。個別觀察五大構面之實證結果，皆顯示無除弊效果，且符號並非一致，表示若僅研究單一構面，並無法獲得一致的結論。財測誤差之係數顯著為正，此結果與張睿棠（民 92）一致，當公司上半年實際盈餘未達（超過）全年財測目標值愈大，管理當局愈傾向在下半年從事盈餘管理來調高（調降）盈餘。另外，控制變數方面，符號方向均符合預期，但僅營運現金流量有顯著影響，表示當公司握有較多現金時，較不會進行盈餘管理。

表 4-5，公司治理與盈餘管理關連性測試（間接測試）

A: 1 單 構 面 模 型	模型	$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FORE_{i,t} + \beta_2 FORE_{i,t} \times DBOD_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + \beta_4 OCF_{i,t} + \beta_5 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$							
	係數	β_0	$\beta_1 (+)^2$	$\beta_2 (-)$	$\beta_3 (+)$	$\beta_4 (-)$	$\beta_5 (-)$	Prob	R ²
		-0.0454 (0.1808) ³	0.2779 (0.1509)	0.0065 (0.9817)	0.0538 (0.4201)	-0.2490 (0.0274)**	-0.0840 (0.4812)	0.1665	0.0135
	模型	$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FORE_{i,t} + \beta_2 FORE_{i,t} \times DOWS_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + \beta_4 OCF_{i,t} + \beta_5 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$							
	係數	β_0	$\beta_1 (+)$	$\beta_2 (-)$	$\beta_3 (+)$	$\beta_4 (-)$	$\beta_5 (-)$	Prob	R ²
		-0.0414 (0.2172)	0.5950 (0.0389)**	-0.3989 (0.1582)	0.0428 (0.5216)	-0.2791 (0.0139)**	-0.0979 (0.4107)	0.0803*	0.0230
	模型	$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FORE_{i,t} + \beta_2 FORE_{i,t} \times DMAG_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + \beta_4 OCF_{i,t} + \beta_5 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$							
	係數	β_0	$\beta_1 (+)$	$\beta_2 (-)$	$\beta_3 (+)$	$\beta_4 (-)$	$\beta_5 (-)$	Prob	R ²
		-0.0499 (0.1419)	0.4034 (0.0815)*	-0.2253 (0.3893)	0.0584 (0.3815)	-0.2342 (0.0382)**	-0.0876 (0.4613)	0.1277	0.0171
	模型	$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FORE_{i,t} + \beta_2 FORE_{i,t} \times DRPT_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + \beta_4 OCF_{i,t} + \beta_5 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$							
係數	β_0	$\beta_1 (+)$	$\beta_2 (-)$	$\beta_3 (+)$	$\beta_4 (-)$	$\beta_5 (-)$	Prob	R ²	
	-0.0342 (0.3249)	0.3160 (0.085)**	-0.3936 (0.2466)	0.0399 (0.5546)	-0.2543 (0.0227)**	-0.0933 (0.433)	0.1024	0.0199	
模型	$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FORE_{i,t} + \beta_2 FORE_{i,t} \times DMARK_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + \beta_4 OCF_{i,t} + \beta_5 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
係數	β_0	$\beta_1 (+)$	$\beta_2 (-)$	$\beta_3 (+)$	$\beta_4 (-)$	$\beta_5 (-)$	Prob	R ²	
	-0.0492 (0.1448)	0.1904 (0.3421)	0.2655 (0.3084)	0.0603 (0.3667)	-0.2584 (0.021)**	-0.0815 (0.4929)	0.1146	0.0185	
B: 1 綜 合 模 型	模型	$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FORE_{i,t} + \beta_2 FORE_{i,t} \times DCGII_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + \beta_4 OCF_{i,t} + \beta_5 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$							
	係數	β_0	$\beta_1 (+)$	$\beta_2 (-)$	$\beta_3 (+)$	$\beta_4 (-)$	$\beta_5 (-)$	Prob	R ²
-0.0438 (0.1874)		0.6826 (0.0100)***	-0.5571 (0.0379)**	0.0439 (0.5068)	-0.2652 (0.0169)**	-0.0929 (0.4311)	0.0326**	0.0339	

註 1：模型變數分述如後：DA，下半年裁量性應計數。FORE，上半年財務預測誤差。各公司治理變數均為虛擬變數，評分前 50% 為 1，後 50% 為 0；DBOD，董（監）事組成構面評分虛擬變數；DOWS，股權結構構面評分虛擬變數；DMAG，管理型態構面評分虛擬變數；DRPT，超額關係人交易構面評分虛擬變數；DMARK，大股東介入股市構面評分虛擬變數；DCGII，公司治理綜合指標。控制變數，DEBT，負債比率；OCF，營運現金流量；INS，機構投資人持股比率。

註 2：（）代表預期符號。

註 3：（）內為 P 值，*** 顯著水準 1%，** 顯著水準 5%，* 顯著水準 10%。

註 4：各變數 VIF 值均小於 5，各模型 DW 值均於 1.5~2.5 間。

三．結論彙總

直接測試之實證結果發現，公司治理整體表現並無直接除弊效果，假說一無法得到證實。表示公司治理於台灣的時空背景下，尚未成為一項直接影響公司盈餘管理之因素。個別觀察五大構面，僅有超額關係人交易構面有顯著抑制效果，其他構面則無，表示無法從中獲得公司治理能否抑制盈餘管理一致的結論。

間接測試除弊效果之實證結果與假說二相符，表示公司治理整體表現可提供增額除弊效果，亦即可抑制公司下半年為達成財測所進行的盈餘管理。個別觀察五大構面，係數均未達顯著水準，且符號不一致，無法獲得一致的結論。

第三節 敏感性測試

為證明公司治理愈好的公司，愈能夠抑制公司盈餘管理，且在時間接近年底，公司盈餘管理的壓力逐漸變大下，因此將模型二加以修改，包括：(1) 公司治理評分虛擬變數，修改為前 10% 公司為 1，後 90% 公司為 0。(2) 藉由公司第三季之季報與年報之差異，來計算第四季的裁量性應計數。(3) 為合理測試財測誤差於第四季之效果，財測誤差更改為前三季的財測誤差，將全年財測扣除前三季累積實際盈餘，再除以前一年度總資產。因資料庫中第三季財報資料較半年報為少，共得到 185 家樣本。

實證結果列於表 4-6，發現整體公司治理之係數較下半年測試時更為顯著，顯示於第四季時更能夠發揮抑制盈餘管理的效果。五大構面中，對於是否具除弊效果呈現不一致之結論，管理型態構面有顯著增額除弊效果，其他四大構面卻，可知於研究中若僅針對單一構面進行探討，將可能對公司治理是否具備除弊效果有不同之結論。與前述下半年度測試做比較，於第四季中管理型態構面有顯著之除弊效果，但在下半年測試時卻無，表示各構面是否有抑制效果，研究切入的時間點也是需考量的一項因素。在機構投資人持股比率變數方面，發現具有顯著增額除弊效果，說明雖然文獻大多表示機構投資人於台灣沒有發揮積極監督之功能，但本文發現機構投資人與國外文獻一致，僅是未能發揮直接監督功能且效果集中於第四季。

表 4-6，公司治理與第四季盈餘管理關連性測試（間接測試，10%分類）

A: 1 單 構 面 模 型	模型	$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FORE_{i,t} + \beta_2 FORE_{i,t} \times DBOD_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + \beta_4 OCF_{i,t} + \beta_5 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$							
	係數	β_0	$\beta_1 (+)^2$	$\beta_2 (-)$	$\beta_3 (+)$	$\beta_4 (-)$	$\beta_5 (-)$	Prob	R ²
		0.0047 (0.8026) ³	0.1752 (0.0579)*	-0.4714 (0.2206)	-0.0080 (0.8383)	0.0078 (0.8918)	-0.1005 (0.0252)**	0.0863*	0.0254
	模型	$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FORE_{i,t} + \beta_2 FORE_{i,t} \times DOWS_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + \beta_4 OCF_{i,t} + \beta_5 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$							
	係數	β_0	$\beta_1 (+)$	$\beta_2 (-)$	$\beta_3 (+)$	$\beta_4 (-)$	$\beta_5 (-)$	Prob	R ²
		0.0043 (0.8190)	0.1620 (0.0784)**	-0.1128 (0.8121)	-0.0086 (0.8276)	0.0087 (0.8792)	-0.0984 (0.0326)**	0.1470	0.0175
	模型	$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FORE_{i,t} + \beta_2 FORE_{i,t} \times DMAG_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + \beta_4 OCF_{i,t} + \beta_5 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$							
	係數	β_0	$\beta_1 (+)$	$\beta_2 (-)$	$\beta_3 (+)$	$\beta_4 (-)$	$\beta_5 (-)$	Prob	R ²
		-0.0004 (0.9821)	0.3660 (0.0060)***	-0.3429 (0.0337)**	-0.0110 (0.7781)	0.0231 (0.6866)	-0.1022 (0.0218)**	0.0266**	0.0417
	模型	$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FORE_{i,t} + \beta_2 FORE_{i,t} \times DRPT_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + \beta_4 OCF_{i,t} + \beta_5 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$							
係數	β_0	$\beta_1 (+)$	$\beta_2 (-)$	$\beta_3 (+)$	$\beta_4 (-)$	$\beta_5 (-)$	Prob	R ²	
	0.0041 (0.8276)	0.1608 (0.0804)*	0.1113 (0.8527)	-0.0086 (0.8282)	0.0086 (0.8811)	-0.1008 (0.0255)**	0.1481	0.0174	
模型	$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FORE_{i,t} + \beta_2 FORE_{i,t} \times DMARK_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + \beta_4 OCF_{i,t} + \beta_5 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
係數	β_0	$\beta_1 (+)$	$\beta_2 (-)$	$\beta_3 (+)$	$\beta_4 (-)$	$\beta_5 (-)$	Prob	R ²	
	0.0040 (0.8302)	0.1623 (0.0773)*	-0.5558 (0.5301)	-0.0076 (0.8479)	0.0085 (0.8826)	-0.0984 (0.0293)**	0.1301	0.0194	
B: 1 綜 合 模 型	模型	$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FORE_{i,t} + \beta_2 FORE_{i,t} \times DCGII_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + \beta_4 OCF_{i,t} + \beta_5 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$							
	係數	β_0	$\beta_1 (+)$	$\beta_2 (-)$	$\beta_3 (+)$	$\beta_4 (-)$	$\beta_5 (-)$	Prob	R ²
	0.0056 (0.7613)	0.1741 (0.0559)*	-0.8439 (0.0312)**	-0.0091 (0.8166)	0.0126 (0.8237)	-0.0935 (0.0360)**	0.0252**	0.0424	

註 1：模型變數分述如後：DA，第四季裁量性應計數。FORE，前三季之財務預測誤差。各公司治理變數均為虛擬變數，評分前 10% 為 1，後 90% 為 0；DBOD，董（監）事組成構面評分虛擬變數；DOWS，股權結構構面評分虛擬變數；DMAG，管理型態構面評分虛擬變數；DRPT，超額關係人交易構面評分虛擬變數；DMARK，大股東介入股市構面評分虛擬變數；DCGII，公司治理綜合指標。控制變數，DEBT，負債比率；OCF，營運現金流量；INS，機構投資人持股比率。

註 2：（）代表預期符號。

註 3：（）內為 P 值，***顯著水準 1%，**顯著水準 5%，*顯著水準 10%。

註 4：各變數 VIF 值均小於 5，各模型 DW 值均於 1.5~2.5 間。

第五章 研究結論與限制

本文綜合各項公司治理變數，測試公司治理在整體的除弊功能是否有效，並且在除弊功能文獻結論不一致，及台灣近年才更加重視公司治理的情況下，可能公司治理無法發揮直接的影響力。因此本文除直接測試其效果外，並將公司治理變數依附於財測誤差，用以測試是否有間接、增額除弊效果。第一節歸納實證結果，第二節則為研究限制與建議。

第一節 研究結論

台灣自民國 90 年開始，在法令上才有較實際的行動，因此本研究的樣本，選取自民國 91 年上市公司，以檢驗在法令推行後，公司治理上是否能夠抑制盈餘管理。本文原則上沿用公司治理與評等系統（民 91）書中所設計的公司治理評等系統，該系統將公司治理分成五大構面，有董（監）事組成構面、股權結構構面、管理型態構面、超額關係人交易構面及大股東介入股市構面，共包含 15 個公司治理變數，並給予各構面權重，計算出各構面評分及公司治理綜合指標，再將各構面及公司治理綜合指標和裁量性應計數，進行直接、間接之迴歸分析。茲將實證結果彙整如下：

1. 在直接測試中，證實公司治理整體表現無顯著除弊效果。就台灣的時空背景而言，公司治理尚無法成為直接顯著影響盈餘管理之因素。
2. 在間接測試中，本文將公司治理依附於財務預測誤差後，證實公司治理整體表現擁有除弊效果，且接近年底，除弊效果

更為顯著。

3. 機構投資人持股比率與公司治理相同，在台灣尚未成為一項獨立影響盈餘管理的因素，但具備增額資訊內涵，可抑制公司第四季為達成財測所進行的盈餘管理程度。

第二節 研究限制與建議

1. 盈餘管理變數

本研究使用裁量性應計數為盈餘管理變數，先天上有其使用限制，後續研究可使用更佳之盈餘管理變數，並且增加考慮其他誘使管理者進行盈餘管理的動機。

2. 公司治理評等系統

本文基本上沿用公司治理與評等系統(91)書中所設計之評等系統，其是否能代表整體之公司治理值得進一步探討，後續研究可自行發展評等系統或將其加以修改，例如葉銀華(93)於「透視上市公司」一書中，參酌國外機構的評分標準與台灣公司治理的演化，提出第二代公司治理評等系統，將評等系統擴充為21個變數。

3. 研究切入的時間點

於前述的實證結果中，有些變數在下半年及第四季會有不同的結論，因此研究切入的時間點不同，可能會影響公司治理各構面之效果，後續研究可對時間點做更深入探討。

4. 研究結論之效果

本研究僅探討民國91年上市公司盈餘管理與公司治理之關連，僅能夠看出短期效果，後續研究可將時間拉長，以便看出公司治理長期效果。

參 考 文 獻

一．中文部分

1. 伍忠賢，民 92，「公司治理的第一本書」，商周出版。
2. 吳明儀，民 86，「管理當局股權結構與盈餘管理相關性之研究」，國立中興大學會計研究所碩士論文。
3. 林成章，民 90，「台灣上市公司監察人監督績效之研究」，義守大學管理科學研究所碩士論文。
4. 林宏明，民 91，「交叉持股公司股價行為與盈餘管理關係之研究」，東吳大學會計研究所碩士論文。
5. 林玉霞，民 91，「臺灣上市公司代理問題、公司治理與股東價值之研究」，中原大學會計研究所碩士論文。
6. 張睿棠，民 92，「盈餘預測對盈餘管理影響之實證研究」，東海大學企業管理研究所碩士論文。
7. 張瑞荼，民 92，「股權結構與盈餘管理之相關性研究」，輔仁大學管理學研究所碩士論文。
8. 柯承恩，民 89，「我國公司監理體系間之問題與改進建議」，會計研究月刊，第 173 期與第 174 期，75-81 與 79-83。
9. 高蘭芬，民 91，「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」，國立成功大學會計研究所碩士論文。
10. 徐謝慈，民 91，「管理當局盈餘預測品質聲譽、盈餘預測修正與盈餘管理關係之研究」，元智大學管理研究所碩士論文。
11. 馬瑜霽，民 91，「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」，國立政治大學會計研究所碩士論文。
12. 翁淑育，民 89，「台灣上市公司股權結構、核心代理問題與公司

- 價值之研究」，輔仁大學金融研究所碩士論文。
13. 陳家慧，民 89，「我國上市公司管理機制與盈餘管理相關性之實證研究」，國立政治大學會計研究所碩士論文。
 14. 許崇源、李怡宗、林宛瑩及鄭桂蕙，民 92，「控制權與盈餘分配權偏離之衡量（上）」，貨幣觀測與信用評等：7 月，15-31。
 15. 許崇源、李怡宗、林宛瑩及鄭桂蕙，民 92，「控制權與盈餘分配權偏離之衡量（下）」，貨幣觀測與信用評等：9 月，11-26。
 16. 彭政錦，民 92，「董事會特性、股權結構及機構投資人持股與盈餘管理關連性之研究」，國立嘉義大學管理研究所碩士論文。
 17. 葉銀華、柯承恩及李德冠，民 91，「公司監理機制對於關係人交易的影響」，2002 年台灣財務學術研討會。
 18. 葉銀華、李存修及柯承恩，民 91，「公司治理與評等系統」，商智文化出版。
 19. 謝文馨，民 87，「家族企業管治機制與盈餘管理之關聯性研究」，東吳大學會計研究所碩士論文。
 20. 蘇玟夙，民 92，「上市公司董事會特性與盈餘管理程度關聯性之研究」，國立高雄第一科技大學財務管理所碩士論文。

二· 英文部分

1. Agrawal, A., and C. T. Knoeber, 1996, "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders." *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 31, 377-397.
2. Becker, C. L., Defond, M. L., Jiambalvo, J., and K. R. Subramanyam,

- 1998, "The Effect of Audit quality on Earnings Management." *Contemporary Accounting Research* 15, 1-24.
3. Burgstahler, D., and I. Dichev, 1997, "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses." *Journal of Accounting and Economics* 24, 99-126.
 4. Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., and H. P. Lang, 1999b, "Expropriation minority shareholders: Evidence from East Asia." *Policy research working paper* 2088, the World Bank.
 5. Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., and H. P. Lang, 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation." *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
 6. Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., and H. P. Lang, 2002, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings." *Journal of finance*, forthcoming.
 7. *Credit Lyonnais Securities Asia*, April 2001, "CG Watch: Corporate Governance in Emerging Markets"
 8. DeAngelo, L. A, 1986, "Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders." *The Accounting Review*: July, 400-420.
 9. Dechow, P. M., Sloan, R.G. and A. P. Sweeney, 1995, "Detecting Earnings Management." *The Accounting Review*: September, 193-225.
 10. DeFond, M. L., and J. Jiambalvo, 1994, "Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals." *Journal of Accounting and*

Economics 17, 145-176.

11. Degeorge, F., Patel, J., and R. Zeckhauser, 1999, "Earnings Management to Exceed Thresholds." *The Journal of business*: Jan, 1-33.
12. Healy, P. M, 1985, "The Effective of Bonus Schemes on Accounting Decision." *Journal of Accounting and Economics*: April, 85-107.
13. Jackson S. B.,. and M K. Pitman, 2001, "Auditor and Earnings Management." *The CPA Journal*: July, 38-44.
14. Jones, J. J., 1991, "Earning Management During Import Relief Investigation." *Journal of Accounting and Research*: Autumn, 193-228.
15. Kasznik, R., 1999, "On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management." *Journal of Accounting and Research* 37, 57-81.
16. Klein, A., 2002, "Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management." *Journal of Accounting and Economics* 33, 375-400.
17. La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., and A. Shleifer, 1999, "Corporate Ownership Around the World." *Journal of Finance* 54, 471-517.
18. McKinsey & Company, 2002 June, "Investor Opinion Survey"
19. Prowse, S., 1998, "Corporate Governance: Emerging Issues and Lessons from East Asia." Responding to the Global Financial Crisis-World Bank mimeo.
20. Rajan, R., and L. Zingales, 1998, "Which Capitalism? Lessons from

- the East Asian Crisis.” *Journal of Applied Corporate Finance* 54, 471-515
21. Rajgopal, S., Venkatachalam M., and J. Jiambalvo, 1999. “Is institutional ownership associated with earnings management and the extent to which stock prices reflect future earnings?” Working paper, University of Washington and Stanford University.
 22. Robb, S. W. G., 1998, “The Effect of Analysts’ Forecasts on Earnings Management in Financial Institutions.” *Journal of Financial Research*: Fall, 315-331.
 23. Shleifer, A., and R. Vishny, 1997, “A Survey of Corporate Governance.” *Journal of Financial Economics* 52, 737-783.
 24. Sandeep A. P., Amra B., and B. Liliance, 2002, “Measuring Transparency and Disclosure at Firm-Level in Emerging Markets.” *Emerging Markets Review* 3, 325-337
 25. Warfield, T.D., Wild, J.J., and K. L. Wild, 1995, “Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings.” *Journal of Accounting and Economics* 20,61-92.
 26. Williams, P. A., 1996, “The Relation Between a Prior Earnings Forecast by Management and Analyst Response to a Current Management Forecast.” *The Accounting Review*, 53-71.
 27. Xie, B., Davidson, W, N., and P, J DaDalt, 2003, “Earnings Management and Corporate Governance: the Role of the Board and the Audit Committee ” *Journal of Corporate Finance* 9, 295-316.
 28. Yeh, Y. H., Lee, T. S., and T. Woidtke, 2001, “Family Control and

Corporate Governance: Evidence for Taiwan.” *International Review of Finance* 2, 2-48.

29. Yeh, Y. H., and T. S. Lee, 2002, “Corporate Governance and Corporate Equity Investments: Evidence from Taiwan.” The 9th Global Finance conference ,Beijing, China.



附錄 A： 台灣公司治理近期之發展

為積極推動公司治理，財政部於亞洲金融風暴後即開始宣導公司治理的重要性，並結合各部會推動下列制度：

1．修訂相關規章及法律，加強公司治理的規範

公司法於民國 90 年大幅修正，並於民國 90 年 11 月 14 日正式生效，修正條文多達 235 條，新法引入增定公司負責人忠實義務之責、董（監）事不以具有股東身份為必要、放寬公開發行公司公告管道、監察人得列席董事會陳述意見及放寬股東提起訴訟門檻等多項新觀念。

2．建立獨立董事、獨立監察人制度

財政部證期會自民國 91 年 2 月 22 日針對初次上市、上櫃的公司，必須聘請兩席以上獨立董事、一席獨立監察人，否則不予上市、上櫃。另由於獨立董（監）事持股低於百分之一或零持股，依過去規定將造成其他董事、監察人之持股必須增加或維持在一定成數之壓力，因此證期會於民國 91 年 11 月 15 日發佈「公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則」修正案，將擁有獨立董事兩名及獨立監察人一名之公司，最低持股成數降至原訂之八成。

3．制訂符合國情的公司治理實務守則

台灣證券交易所及櫃臺買賣中心為加強保護股東權益、公平對待股東、保護利害關係人的法定權利及確保董事會的角色等規範，斟酌台灣國情於 91 年 10 月制訂「上市上櫃公司治理實務守則」，初期將以宣導及資訊揭露為主，要求公司應將遵循情形揭露於年報或公開說明書中，未來再視推行情形逐步強制公司落實，其特色如下：

- (1) 上市上櫃公司應定期（至少一年一次）評估會計師獨立性。
- (2) 董事長及總經理不宜由同一人擔任
- (3) 董事責任保險制
- (4) 獨立董事先經董事會審查資格，非正式引進提名委員會機制
- (5) 鼓勵設置各種委員會，並制訂權責規章

4．強化內部控制制度

由於公司發生之舞弊案件，多肇因於公司未能建立並落實執行內部控制，故為督促公司管理階層重視內部控制制度，證期會於民國 91 年 11 月 18 日發佈「公開發行公司建立內部控制制度處理準則」，增加營運及財務資訊的透明度，以強化經營風險之控管，並藉此達成提昇公司營運效果及效率，保障公司資產安全及維護股東權益之目的。

5．制訂證券投資人及期貨交易人保護法

投資人保護法已於民國 92 年 1 月 1 日公佈實施。鑑於台灣投資人散戶居多，為避免投資人權益受損時，因為金錢、時間或專業能力之限制，放棄法律救濟途徑，投保法引進團體仲裁及訴訟制度，規定保護機構為維護公益，於其章程所定的範圍內，對於造成多數證券投資人或期貨交易人受損害之同一證券、期貨事件，得由二十人以上證券投資人或期貨交易人授與訴訟或仲裁實施權後，以自己之名義起訴或提付仲裁。此外，保護機構為充分發揮該法所賦予之任務，得對相關單位的財務及業務狀況，提出必要之查詢。

6．證券商之公司治理機制與推動

證期會督導證交所、櫃臺買賣中心及證券商同業公會研擬之「證券商公司治理實務守則」，已於民國 92 年 1 月 29 日共公告實施，後

續並將由證交所會同櫃臺買賣中心及證券商同業工會等相關單位，訂定證券商公司治理評鑑制度，並以適當方式將評鑑結果公佈，提供投資人及社會大眾參考。

7· 提升資訊公開透明度

於民國 92 年 3 月 13 日發佈「公開發行公司年報應行記載事項準則」修正案，要求公司增加揭露獨立董事、監察人之設置情形及執行職權狀況，並配合上市上櫃公司治理實務守則之發佈，要求公司將依循公司治理實務守則之執行情形揭露，以利投資人判斷執行公司治理之成效。另為簡化公司申報資訊之程序，增加投資人使用資訊之便利性、及時性，結合網際網路等傳輸科技，並採單一窗口申報。參考美國 EDGAR 系統，建置中英文公開資訊觀測站，整合上市(櫃)公司、興櫃公司及公開發行公司之申報作業及節省成本負擔。

附錄 B：

財務預測之法律責任及實質審閱之情形

一．財務預測公開體系之規定

對於應公開或已公開財務預測之發行公司，於違反財務預測公開體系規定時，主管機關將其情節輕重，處以行政處分或民事處分或刑事處分。

(一) 違反應行程序時之處分

對於下列情節，以行政處分為主，除非涉及內線交易，否則並無民事或刑事責任。

1．已公開財務預測之公司如有下列情事之一者，主管機關將會予以糾正，並視情節輕重列為內線交易選案查核之參考。

- (1) 未依實施要點規定及時更新(正)財務預測者。
- (2) 財務預測之基本假設未合理評估者。
- (3) 財務預測非因正當理由未及提報董事會通過者。
- (4) 未依實施要點規定申報相關書件者。

財務預測資訊之及時性對投資人極關重要，故如未依規定時限公告申報，主管機關將依其情節輕重，查核管理當局及大股東有無涉及內線交易，如果屬實，則另案處予刑事責任民事損害賠償責任。

2．發行人如有下列情事時，依證券交易法第一百七十八條處新台幣二萬元以上十萬元以下之罰鍰，並移送證券交易所或櫃檯買賣中心時，處以不准現金增資或不准申報辦理現金增資。

- (1) 未依實施要點規定編製、更新(正)或重編財務預測者。
- (2) 已公開財務預測之公司經發現財務預測有錯誤已依規定辦理更正，或已公開財務預測之公司，因編製財務預測所依

據之關鍵因素或基本假設發生變動，致稅前損益金額變動百分之二十以上且影響金額達新台幣三仟萬元以上已依規定辦理更新，但經核係原預測有重大錯誤或疏漏之情事者。

(3)違反實施要點規定，經證管會通知改善或補正而逾期未改善或補正者。

(二) 財務預測內容有虛偽或隱匿者

管理當局應本誠信原則，基於合理之基本假設允當編製並及時更新財務預測。如發行公司基於故意或重大過失，致財務預測內容有虛偽或隱匿之情事者，對發行人及關係人之處分包括刑事處分(判處有期徒刑，拘役或罰金)及民事處分(負損害賠償責任)其規定如下：

1. 對發行人及其關係人證券商處五年以下有期徒刑、拘役或科或併科二十萬元以下之罰金(證交法第一百七十四條)。
2. 對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，發行人負賠償之責(證交法第二十條)。
3. 損害賠償請求權自有請求權人如有得受賠償之原因時起二年間不行使而消滅，自募集發行或買賣之日起逾五年者亦同。

發行人及其關係人包括之範圍為發行公司及其負責人、發行人之職員、證券商、會計師等專門職業者以簽章證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者，對其結果證實內容有虛偽不實或隱匿情事，除負刑責外，關係人亦須負連帶賠償責任。

二．實質審閱之規定

「審閱上市公司財務報告作業程序」之規定財務預測之審核方式

可分為形式審查及實質審查兩種。前者審查重點在於公司有無依規定項目辦理公告申報、有無送交董事會通過、以及依會計師之核閱報告判斷公司有無依照規定編製財務預測、及基本假設是否合理等；後者則針對財務預測更新（正）及重編案件，審查此類案件之原因是否合理、申報時點有無延遲情形，以期財務預測資訊具及時性及可靠性。根據台灣證券交易所股份有限公司「審閱上市公司財務報告作業程序」第四條規定，有下列情形之一者將列為實質審閱對象，各季並得視實際另行抽核之：

1. 當季說明不予更新，於次季即更新者。
2. 更新（正）後財務預測較原編製財務預測之稅前純益衰退幅度達百分之五十，且金額逾新台幣一億元者。
3. 年度終了一個半月內申報財務預測達成情形者，其稅前純益自行結算數較原編財務預測之稅前純益衰退幅度達百分之五十，且金額逾新台幣一億元者。
4. 上市或現金增資後，即大幅調降財務預測者。
5. 更新（正）後財務預測之稅前純益由盈轉虧者。
6. 基本假設之變更遭外界質疑者。

附錄 C： 現金流量權及控制權之計算

La Porta *et al.* (1999) 採用最終控制權概念，追蹤與分辨擁有控制權之最終控制者 (ultimate controller) 的身份，將屬於同一控制群體所持有的直接或間接控制權 (投票權) 相加。控制權是指控制股東所擁有的控制力，包含兩個部分：直接控制與間接控制。直接控制為登記在最大股東 (含成員) 名下的股權或其他未上市櫃公司持有之股份；間接控制是登記在其他上市櫃公司名下，這些公司受同一最大股東所控制，可透過與母公司交叉持股與金字塔結構，增加最大股東之控制權。計算最大股東控制權時，選取該控制鏈中最小的股權，在擁有多條控制鏈時，則將所有的控制鏈中最小的股權相加。

許崇源等 (民 92) 指出，控制權之計算在交叉持股下會產生迴路問題，建議採用「逐步 (梯形) 分攤法」。因此計算控制權時，先依被控制公司成立年度先後，決定控制權之計算順序，確定出第一順位公司控制權後，所有經過此公司的控制途徑將予以簡化，直接以該股份控制權代替所有最終控制者透過此公司控制其他聯屬公司之股份控制權，不再循環計算該公司的控制權。

現金流量權是指控制股東對於公司現金流量的請求權，在計算最大股東現金流量權時，為控制鏈上各個股權比率相乘的金額，在擁有多條控制鏈時，則將各個控制鏈求得之現金流量權相加。由於控制股東可能透過未上市櫃公司持有上市櫃公司股權，在公開資訊不足下，本研究參考許崇源等 (民 92)、葉銀華等 (民 91) 及翁淑育 (民 89) 之作法，將現金流量權之計算包含下列各項：

1. 控制股東之直接持股：控制股東以個人名義擔任董（監）事，其個人所持有之股份數。
2. 透過未上市櫃關係企業之直接持股，包含下列：
 - (1) 絕對控制公司：已得知對未上市櫃公司持有超過 50% 之股權時，將其股權全數歸入直接現金流量權。
 - (2) 非絕對控制公司：如無法完全知曉對未上市櫃關係企業持股是否超過 50% 時，本研究假定控制股東持有其 50%，計算現金流量權。
 - (3) 控制股東透過非營利組織持有之股份，由於非營利組織不會再分配股息紅利，所以此非營利組織所享有的盈餘分配非控制股東所享有，在此情況下，將非營利組織的持股抽離出來，排除於直接現金流量權之外。
3. 透過集團內上市櫃公司之間接持股

文獻中是綜合公開說明書及股東會年報，計算控制權及現金流量權（翁淑育，民 89；林玉霞，民 91），但公司並不每年發行公開說明書，因此本研究以股東會年報及財務報表，再配合中華徵信所之企業集團研究蒐集資料，並將參考資料擴大為上市櫃及興櫃公司。

以下列舉簡單的例子，解說上述概念：

如圖 C-1，最大股東甲對 A 上市公司為直接控制，並無造成偏離一股一控制權的現象，因此甲擁有 A 上市公司 30% 的現金流量權及控制權。

最大股東甲以金字塔結構來控制 B 公司，間接透過 A 上市公司及 C 未上市公司控制 B 上市公司。在 La Porta *et al.* (1999) 的定義

中，金字塔結構必須符合兩項條件，(1) 擁有最終控制者，(2) 在 20% 的控制鏈下，至少透過一家上市公司控制公司。在圖 C-1 的釋例中，若 A 不是上市公司，最大股東甲對 B 公司的控制鏈並未透過至少一家上市公司來控制，沒有達到金字塔結構的形成條件。計算控制權時，需先區別各公司之計算順序，假設 A 公司成立的比 B 公司早，A 應優先計算其控制權，而於本例中甲並無對 A 有任何間接持股，因此甲對 A 之控制權及現金流量權就等於 30%。甲並透過 C 公司持有 B 公司，而 C 為非上市櫃公司且甲持有其 40% 股權，因此將其歸類為直接持股之非絕對控制公司，C 對 B 公司之持股以 50% 比率計入現金流量權中。B 公司之控制權及現金流量權計算如下：

甲對 B 公司的控制權

$$\begin{aligned} &= (\text{透過 A 公司}) + (\text{透過 C 公司}) \\ &= \min(30\%, 20\%) + 10\% \\ &= 20\% + 10\% = 30\% \end{aligned}$$

甲對 B 公司的現金流量權

$$\begin{aligned} &= (\text{透過 A 公司}) + (\text{透過 C 公司}) \\ &= 30\% * 20\% + 10\% * 50\% \\ &= 6\% + 5\% = 11\% \end{aligned}$$

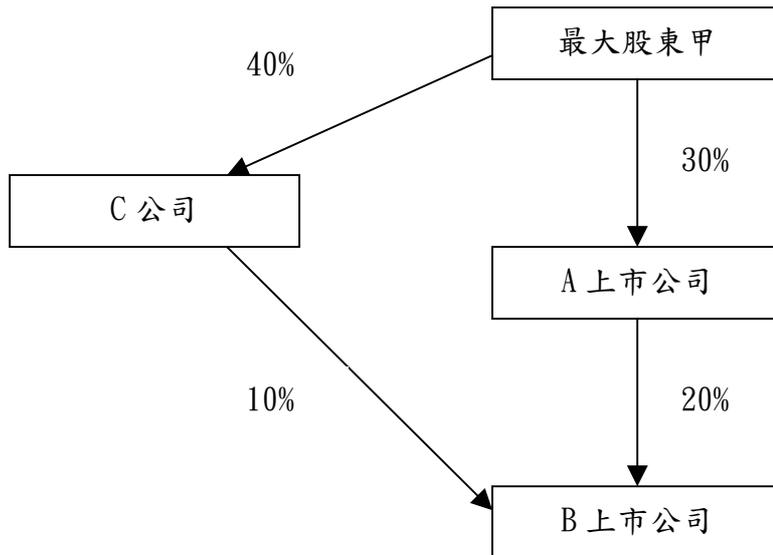


圖 C-1，最終控制權釋例

La Porta *et al.* (1999) 對交叉持股的定義為，若 B 公司同時擁有其控制股東股票，或持有控制鏈中任何一家公司的股票，則 B 公司屬具有交叉持股的公司。如圖 C-2 所示：

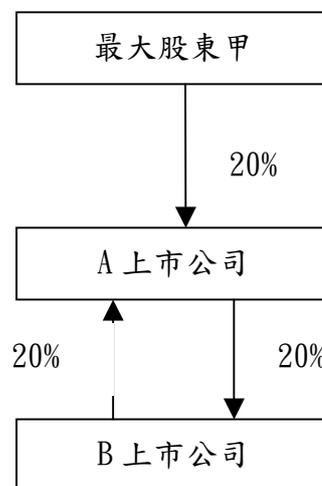
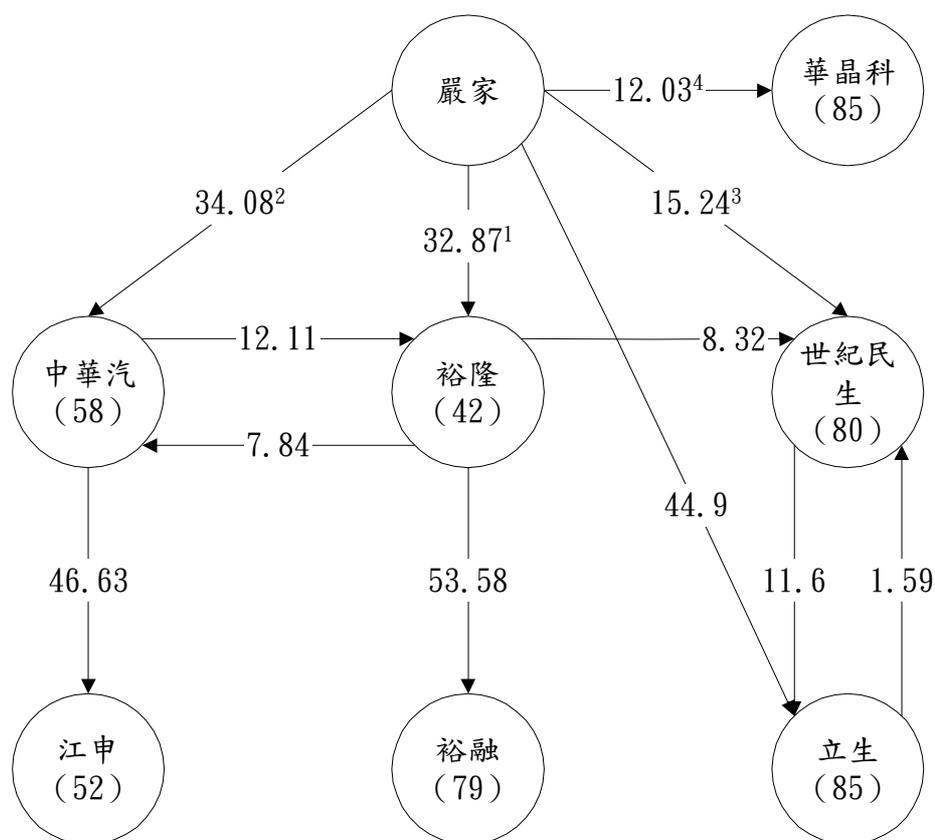


圖 C-2，交叉持股釋例

實例一：裕隆集團



1. 嚴家個人共直接投資裕隆17.53%，其他嚴家投資或關係企業轉投資公司包括絕對控制公司：台元紡織（14.46%）、嚴慶齡工業發展基金會（0.88%）。
 2. 嚴家個人共直接投資中華汽2.34%，其他嚴家投資或關係企業轉投資公司包括絕對控制公司：台元紡織（25.17%），非絕對控制公司：台文針織（6.77%）。
 3. 嚴家個人無直接投資世紀民生，其他嚴家控制或關係企業轉投資公司包括絕對控制公司：華立投資（7.79%）、華揚投資（6.23%）、群昇投資（1.22%）。
 4. 嚴家個人無直接投資世紀民生，其他嚴家控制或關係企業轉投資公司包括絕對控制公司：新揚投資（9.34%），非絕對控制公司：台元創投（2.68%）。
- *. 括弧內為各公司成立之年度
*. 資料來源：各公司股東會年報及財務報表

圖 C-3，裕隆集團股權結構圖

一．控制權之計算

圖 C-3 為裕隆集團股權結構圖，顯示集團內各公司之關係，以裕隆而言，直接控制權包含嚴家以個人名義投資 17.53%，及此嚴家投資或關係企業轉投資公司之持股，包括台元紡織（14.46%）及嚴慶齡工業發展基金會（0.88%）；間接控制權包括集團內上市櫃公司對

其之持股，從圖中可看出中華汽投資裕隆 12.11%。於計算控制權前需確定計算順序，依成立年度判斷計算順序為裕隆、江申、中華汽、裕融。本研究僅針對上市公司進行研究，集團內之公司不包含於本研究樣本，且在不影響樣本公司控制權下，不予詳細計算。控制權之計算如下：

$$\text{裕隆} = \text{直接控制權} + \text{直接控制權 (非上市櫃公司)} + \text{間接控制權 (上市櫃公司)}$$

$$= \text{直接控制權} + \text{直接控制權 (台元紡織, 嚴慶齡工業發展基金會)} + \text{間接控制權 (中華汽)}$$

$$= 17.53\% + (14.46\% + 0.88\%) + \min(34.08\%, 12.11\%)$$

$$= 44.98\%$$

$$\text{江申} = \text{直接控制權} + \text{間接控制權 (中華汽)}$$

$$= 0\% + 0\% + \min\{\Sigma[34.08\%, \min(32.87\%, 7.84\%)]\}, 46.63\%$$

$$= 41.92\%$$

$$\text{中華汽} = 2.34\% + (25.17\% + 6.77\%) + \min(44.98\%, 7.84\%)$$

$$= 41.92\%$$

$$\text{裕融} = 0\% + 0\% + \min(44.98\%, 53.58\%)$$

$$= 44.98\%$$

二·現金流量權

由於在集團股權結構中，存在許多未上市櫃公司，詳細資料難以取得，因此本研究將此類公司劃分為絕對控制公司及非絕對控制公司，假定控制股東持有絕對控制公司 100%、非絕對控制公司 50%，

來計算其現金流量權；由於非營利組織不會再分配股息紅利，所以非營利組織所享有的盈餘分配非控制股東所享有，在此情況下，將非營利組織的持股抽離出來，排除於現金流量權之外，於裕隆集團中需排除嚴慶齡工業發展基金會之持股。現金流量權計算如下：

$$\begin{aligned} \text{裕隆} &= 17.53\% + 14.46\% * 50\% + (2.34\% + 25.17\% * 50\% + \\ &\quad 6.77\% * 50\%) * 12.11\% \\ &= 26.98\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{江申} &= 18.31\% * 46.63\% + 24.76\% * 7.84\% * 46.63\% \\ &= 9.44 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{中華汽} &= 18.31\% + 24.76\% * 7.84 \\ &= 20.25\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{裕融} &= 24.76\% * 53.58 + 18.31\% * 12.11\% * 53.58\% \\ &= 14.45\% \end{aligned}$$

三·控制權與現金流量權之偏離

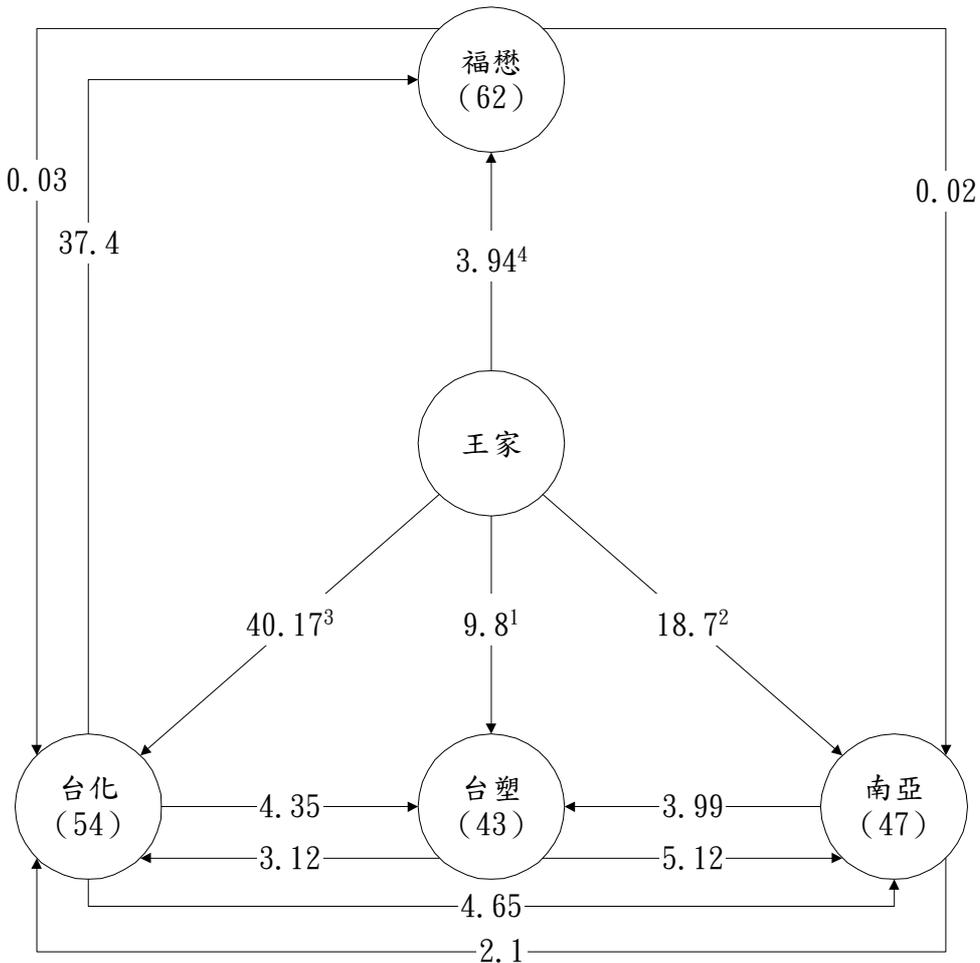
$$\begin{aligned} \text{偏離 (裕隆)} &= 44.98\% - 26.98\% \\ &= 18\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{偏離 (江申)} &= 41.92\% - 9.44\% \\ &= 32.48\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{偏離 (中華汽)} &= 41.92\% - 20.25\% \\ &= 21.67 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{偏離 (裕融)} &= 44.98\% - 14.45\% \\ &= 30.53\% \end{aligned}$$

實例二：台塑集團



1. 王家個人共直接投資台塑7.09%，其他王家投資或關係企業轉投資公司包括絕對控制公司：永嘉化學（0.02%）、長庚紀念醫院（2.69%）。共持有9.8%。
2. 王家個人共直接投資南亞11.37%，其他王家投資或關係企業轉投資公司包括絕對控制公司：永嘉化學（0.02%）、長庚紀念醫院（3.5%）、長庚大學（3.81%）。共持有18.7%。
3. 王家個人共直接投資台化15.02%，其他王家投資或關係企業轉投資公司包括絕對控制公司：永嘉化學（0.02%）、長庚紀念醫院（24.93%）。共持有40.17%。
4. 王家個人無直接投資福懋，其他王家投資或關係企業轉投資公司包括絕對控制公司：宏懋開發（0.2%）、長庚紀念醫院（2.43%），非絕對控制公司：亞太投資（1.31%）。共持有3.94%。

* · 括弧內為各公司成立之年度
 * · 資料來源：各公司股東會年報及財務報表

圖 C-4，台塑集團股權結構圖

一．控制權

圖 C-4 為台塑集團股權結構圖，顯示台塑集團內各公司之關係。以台塑為例，王家以個人名義投資 7.09%（直接控制權），其他直接及間接控制權包括透過永嘉化學（0.02%）、長庚紀念醫院（2.69%）、

南亞 (3.99%)、台化 (4.35%)。依照成立年度來決定計算控制權之順序，順序為台塑、南亞、台化、福懋。控制權之計算如下：

$$\begin{aligned}
 \text{台塑} &= \text{直接控制權} + \text{直接控制權 (永嘉化學、長庚紀念醫院)} + \\
 &\quad \text{間接控制權 (台化)} + \text{間接控制權 (南亞)} \\
 &= 7.09\% + (0.02\% + 2.69\%) \\
 &\quad + \min\{\Sigma [40.17\%, \min(3.94\%, 0.03\%) , \min(9.8\%, 3.12\%)] , \min(18.7\%, 2.1\%)\} , 4.35\% \\
 &\quad + \min\{\Sigma [18.7\%, \min(3.94\%, 0.02\%) , \min(9.8\%, 5.12\%)] , \min(40.17\%, 4.65\%)\} , 3.99\% \\
 &= 7.09\% + 2.71\% + 4.35\% + 3.99\% \\
 &= 18.14\%
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{南亞} &= 11.37\% + (0.02\% + 3.81\% + 3.5\%) + \min(18.14\%, 5.12\%) \\
 &\quad + \min\{\Sigma [3.94\%, \min(40.17\%, 37.4\%)] , 0.02\% \\
 &\quad + \min\{\Sigma [40.17\%, \min(3.94\%, 0.03\%) , \min(9.8\%, 3.12\%)] , \min(18.7\%, 2.1\%)\} , 4.65\% \\
 &= 28.49\%
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{台化} &= 15.22\% + (0.02\% + 24.93\%) + \min(28.49\%, 2.1\%) + \\
 &\quad \min(28.49\%, 2.1\%) + \min\{\Sigma [3.94\%, \min(40.17\%, 37.4\%)] , 0.03\% \\
 &= 45.42
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{福懋} &= 0\% + (1.31\% + 0.2\% + 2.43\%) + \min(45.42\%, 37.4\%) \\
 &= 41.34\%
 \end{aligned}$$

二·現金流量權

排除長庚紀念醫院、長庚大學兩家非營利組織擁有之現金流量權。現金流量權計算如下：

$$\begin{aligned}
 \text{台塑} &= 7.09\% + 0.02\% + 15.04\% * 4.35\% + 15.04\% * 4.65\% \\
 &\quad * 3.99\% + 15.04\% * 37.4\% * 0.02\% * 3.99\% + 11.39\% \\
 &\quad * 3.99\% + 11.39\% * 2.1\% * 4.35\% + 1.51\% * 0.02\% * 3.99 \\
 &\quad \% + 1.51\% * 0.02\% * 2.1\% * 4.35\% + 1.51\% * 0.03\% * 4.35 \\
 &\quad \% + 1.51\% * 0.03\% + 4.65\% * 3.99\% \\
 &= 8.26\%
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{南亞} &= 11.37\% + 0.02\% + 1.51\% * 0.02\% + 1.51\% * 0.03\% * 4.35 \\
 &\quad \% * 5.12\% + 1.51\% * 0.03\% * 4.65\% + 7.11\% * 5.12\% + \\
 &\quad 7.11\% * 3.12\% * 4.65\% + 7.11\% * 3.12\% * 37.4\% * 0.02\% \\
 &\quad + 15.04\% * 4.35\% * 5.12\% + 15.04\% * 4.65\% + 15.04\% \\
 &\quad * 37.4\% * 0.02\% \\
 &= 12.5\%
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{台化} &= 15.02\% + 0.02\% + 15.51\% * 0.02\% * 3.99\% * 3.12\% + \\
 &\quad 1.51\% * 0.02\% * 2.1\% + 1.51\% * 0.03\% + 11.39\% * 3.99\% \\
 &\quad * 3.12\% + 11.39\% * 2.1\% + 7.11\% * 3.12\% + 7.11\% \\
 &\quad * 5.12 * 2.1\% \\
 &= 15.52
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{福懋} &= 0\% + (0.2\% + 1.31\% * 50\%) + 11.39\% * 3.99\% * 3.12\% \\
 &\quad * 37.4\% + 11.39\% * 2.1\% * 37.4\% + 7.11\% * 3.12\% * 37.4 \\
 &\quad \% + 7.11\% * 5.12\% * 2.1\% * 37.4\% + 15.04\% * 37.4\% \\
 &= 6.66\%
 \end{aligned}$$

三·控制權與現金流量權之偏離

$$\begin{aligned}\text{偏離 (台塑)} &= 18.14\% - 8.26\% \\ &= 9.88\%\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{偏離 (南亞)} &= 28.49\% - 12.5\% \\ &= 15.99\%\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{偏離 (台化)} &= 45.42\% - 15.52\% \\ &= 29.90\%\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{偏離 (福懋)} &= 41.34\% - 6.66\% \\ &= 34.68\%\end{aligned}$$

附錄 D：

樣本公司之公司治理評分

表 D-1，樣本公司之公司治理評分

公司代號	A.BOD	B.OWS	C.MAG	D.RPT	E.MARK	綜合指標
1101	19.50	8.25	12.50	10.13	1.88	52.25
1102	11.25	6.75	9.38	10.13	3.13	40.63
1103	16.50	15.75	9.38	11.81	8.13	61.56
1104	18.00	6.75	6.25	12.94	6.88	50.81
1210	15.00	13.50	3.13	10.69	3.75	46.06
1212	13.50	15.00	3.13	9.00	1.88	42.50
1215	18.00	13.50	12.50	18.00	10.63	72.63
1216	27.00	16.50	12.50	5.06	2.50	63.56
1217	9.75	10.50	0.00	10.13	3.75	34.13
1218	9.75	15.00	0.00	9.00	6.88	40.63
1229	15.75	3.75	9.38	19.13	5.00	53.00
1232	12.75	9.75	9.38	11.25	9.38	52.50
1234	24.00	17.25	12.50	13.50	8.13	75.38
1301	15.00	5.25	9.38	9.00	9.38	48.00
1303	9.75	6.00	3.13	10.69	6.25	35.81
1304	16.50	9.75	3.13	12.38	5.00	46.75
1305	9.75	5.25	3.13	7.31	7.50	32.94
1308	9.75	5.25	9.38	16.31	5.00	45.69
1309	18.75	9.75	0.00	13.50	6.25	48.25
1313	24.00	2.25	0.00	10.69	5.00	41.94
1315	15.00	15.00	3.13	5.63	6.25	45.00
1319	15.75	10.50	0.00	10.69	2.50	39.44
1326	21.75	5.25	6.25	11.81	7.50	52.56
1402	6.00	4.50	6.25	8.44	2.50	27.69
1419	4.50	3.75	9.38	16.88	4.38	38.88
1432	6.00	21.75	0.00	11.25	1.88	40.88
1434	8.25	3.00	9.38	5.06	8.75	34.44
1436	9.75	12.00	0.00	17.44	5.00	44.19
1440	18.75	17.25	3.13	14.06	5.63	58.81
1444	9.75	6.00	0.00	14.06	5.00	34.81
1447	15.00	8.25	3.13	11.25	5.00	42.63
1449	13.50	8.25	0.00	13.50	1.88	37.13

公司代號	A.BOD	B.OWS	C.MAG	D.RPT	E.MARK	綜合指標
1450	17.25	12.00	0.00	15.19	5.00	49.44
1451	17.25	21.00	9.38	8.44	6.88	62.94
1459	15.00	17.25	0.00	14.63	10.00	56.88
1460	18.75	11.25	9.38	12.94	2.50	54.81
1470	22.50	9.00	3.13	16.31	10.63	61.56
1471	12.75	5.25	6.25	10.69	10.63	45.56
1503	17.25	9.75	12.50	14.63	3.75	57.88
1504	22.50	8.25	6.25	11.81	4.38	53.19
1507	23.25	12.75	12.50	18.00	4.38	70.88
1515	20.25	12.75	0.00	6.19	5.00	44.19
1520	24.00	15.75	3.13	6.19	3.75	52.81
1522	16.50	12.00	3.13	4.50	2.50	38.63
1523	23.25	7.50	9.38	14.06	3.75	57.94
1525	16.50	6.75	9.38	9.00	10.63	52.25
1531	18.00	16.50	0.00	10.13	10.63	55.25
1532	18.75	15.00	6.25	10.13	5.00	55.13
1535	12.00	11.25	9.38	12.94	5.63	51.19
1602	27.00	10.50	3.13	7.31	1.25	49.19
1605	12.75	9.00	9.38	11.81	3.13	46.06
1609	15.00	15.00	0.00	10.69	2.50	43.19
1618	21.00	10.50	0.00	14.63	7.50	53.63
1702	9.75	18.00	3.13	13.50	6.88	51.25
1704	9.75	18.00	6.25	14.63	5.63	54.25
1710	12.00	6.75	3.13	15.19	3.13	40.19
1711	18.75	15.00	0.00	12.38	8.13	54.25
1712	22.50	10.50	0.00	12.94	9.38	55.31
1714	9.75	9.75	3.13	4.50	5.00	32.13
1715	17.25	10.50	9.38	14.06	5.00	56.19
1716	22.50	21.00	6.25	12.94	8.13	70.81
1717	17.25	15.00	9.38	10.13	6.25	58.00
1723	15.75	9.00	9.38	14.06	4.38	52.56
1724	18.75	16.50	3.13	14.63	5.00	58.00
1802	15.00	14.25	6.25	13.50	10.00	59.00
1902	18.75	12.00	3.13	16.31	3.13	53.31
1904	12.75	6.00	3.13	12.94	7.50	42.31
1905	15.75	21.00	12.50	11.25	10.63	71.13
1907	15.75	15.00	0.00	9.00	5.63	45.38

公司代號	A.BOD	B.OWS	C.MAG	D.RPT	E.MARK	綜合指標
2002	9.00	21.75	3.13	15.75	6.25	55.88
2006	21.00	14.25	0.00	12.94	1.25	49.44
2010	24.00	14.25	9.38	11.81	4.38	63.81
2012	12.75	16.50	3.13	10.13	5.00	47.50
2013	6.75	9.75	9.38	10.69	6.88	43.44
2015	15.00	14.25	9.38	17.44	6.25	62.31
2017	27.75	15.75	9.38	14.06	7.50	74.44
2027	24.00	18.00	0.00	7.88	5.63	55.50
2032	21.75	12.00	12.50	17.44	10.63	74.31
2104	24.00	6.00	12.50	11.25	3.13	56.88
2105	12.00	21.75	0.00	10.69	10.00	54.44
2106	12.00	21.75	0.00	5.63	8.13	47.50
2108	17.25	6.75	3.13	10.69	9.38	47.19
2201	9.75	7.50	9.38	18.56	3.75	48.94
2204	12.00	6.75	9.38	15.19	5.00	48.31
2206	12.75	10.50	9.38	14.63	3.75	51.00
2207	19.50	11.25	12.50	6.19	6.88	56.31
2301	15.75	10.50	3.13	8.44	5.00	42.81
2303	16.50	12.75	12.50	15.19	5.63	62.56
2308	12.00	18.75	9.38	8.44	6.88	55.44
2311	4.50	11.25	0.00	16.88	8.75	41.38
2312	20.25	6.00	3.13	9.00	4.38	42.75
2313	27.00	19.50	0.00	13.50	9.38	69.38
2315	9.75	3.75	3.13	3.38	2.50	22.50
2316	9.75	10.50	9.38	16.31	8.13	54.06
2319	9.75	9.75	0.00	7.88	3.75	31.13
2321	7.50	7.50	3.13	10.69	10.63	39.44
2323	21.00	14.25	6.25	12.38	5.63	59.50
2324	20.25	5.25	9.38	10.13	6.25	51.25
2327	23.25	8.25	6.25	12.38	6.25	56.38
2328	18.00	9.00	6.25	14.63	7.50	55.38
2329	24.00	19.50	6.25	14.06	10.63	74.44
2330	17.25	19.50	12.50	13.50	4.38	67.13
2331	21.75	18.00	12.50	8.44	8.75	69.44
2332	27.75	15.75	6.25	5.63	8.75	64.13
2336	24.00	9.75	3.13	5.63	3.75	46.25
2337	21.00	11.25	6.25	17.44	5.63	61.56

公司代號	A.BOD	B.OWS	C.MAG	D.RPT	E.MARK	綜合指標
2340	17.25	13.50	12.50	14.63	6.25	64.13
2343	9.75	15.00	9.38	16.31	7.50	57.94
2344	15.00	3.75	3.13	17.44	7.50	46.81
2345	22.50	15.00	6.25	10.69	3.75	58.19
2347	9.75	4.50	9.38	11.81	4.38	39.81
2348	9.00	13.50	0.00	7.88	3.75	34.13
2349	11.25	11.25	0.00	11.81	4.38	38.69
2350	14.25	7.50	9.38	5.06	8.75	44.94
2352	9.75	15.75	12.50	6.19	6.25	50.44
2353	15.75	16.50	12.50	7.88	1.88	54.50
2354	15.75	10.50	9.38	11.81	11.88	59.31
2355	27.75	12.00	3.13	16.88	6.25	66.00
2357	15.00	15.75	12.50	8.44	7.50	59.19
2362	9.75	15.75	3.13	17.44	6.25	52.31
2363	24.00	7.50	3.13	19.69	6.88	61.19
2365	12.00	16.50	0.00	11.81	5.00	45.31
2366	27.75	12.00	6.25	16.88	5.00	67.88
2367	21.75	12.00	12.50	13.50	6.25	66.00
2368	9.75	18.00	3.13	12.94	10.63	54.44
2369	27.00	14.25	9.38	19.69	8.75	79.06
2370	15.00	15.75	0.00	14.63	8.13	53.50
2371	4.50	5.25	6.25	18.00	8.13	42.13
2373	9.75	8.25	9.38	14.63	6.25	48.25
2374	15.00	13.50	0.00	11.25	8.13	47.88
2375	18.75	8.25	9.38	9.56	10.63	56.56
2376	21.75	16.50	12.50	16.31	9.38	76.44
2377	10.50	18.00	0.00	11.25	10.63	50.38
2379	20.25	13.50	3.13	17.44	8.13	62.44
2381	9.75	13.50	3.13	16.88	10.00	53.25
2382	18.00	16.50	9.38	10.13	6.25	60.25
2386	16.50	6.00	3.13	7.31	6.88	39.81
2388	6.75	12.75	6.25	11.25	6.88	43.88
2389	18.75	12.75	0.00	9.00	5.63	46.13
2392	14.25	13.50	6.25	9.00	10.63	53.63
2393	12.75	16.50	12.50	11.25	10.00	63.00
2394	22.50	17.25	3.13	7.88	11.88	62.63
2395	18.00	13.50	9.38	7.88	8.75	57.50

公司代號	A.BOD	B.OWS	C.MAG	D.RPT	E.MARK	綜合指標
2398	20.25	17.25	0.00	16.31	6.88	60.69
2401	22.50	15.75	3.13	17.44	5.00	63.81
2402	20.25	18.00	6.25	13.50	10.63	68.63
2403	16.50	18.00	9.38	15.19	7.50	66.56
2407	22.50	16.50	3.13	8.44	8.13	58.69
2409	17.25	6.75	6.25	12.38	10.63	53.25
2411	15.00	15.75	6.25	15.75	8.13	60.88
2416	22.50	17.25	9.38	6.19	6.88	62.19
2418	20.25	20.25	3.13	15.19	7.50	66.31
2425	25.50	15.00	6.25	3.94	10.63	61.31
2427	14.25	8.25	3.13	16.88	10.63	53.13
2430	17.25	15.00	3.13	9.56	9.38	54.31
2431	16.50	7.50	3.13	15.19	10.63	52.94
2433	15.00	6.00	3.13	19.69	5.63	49.44
2434	13.50	7.50	3.13	16.31	11.88	52.31
2435	18.00	9.00	6.25	18.00	5.63	56.88
2444	23.25	15.00	0.00	18.56	11.88	68.69
2452	15.75	8.25	12.50	10.69	11.88	59.06
2458	18.00	12.00	6.25	15.75	3.75	55.75
2459	16.50	18.00	0.00	10.13	10.63	55.25
2465	23.25	15.00	6.25	14.06	10.63	69.19
2470	17.25	14.25	3.13	14.06	6.88	55.56
2479	17.25	4.50	3.13	13.50	8.75	47.13
2489	21.75	15.75	6.25	17.44	10.63	71.81
2514	21.00	15.75	9.38	11.81	3.13	61.06
2515	15.75	4.50	3.13	13.50	2.50	39.38
2520	13.50	12.75	9.38	12.38	6.25	54.25
2526	18.00	9.75	3.13	10.13	5.00	46.00
2527	21.75	9.00	6.25	12.38	10.63	60.00
2546	18.75	10.50	3.13	9.00	10.00	51.38
2547	17.25	19.50	6.25	12.94	11.88	67.81
2603	18.75	10.50	12.50	9.56	6.25	57.56
2606	6.00	6.00	3.13	15.75	6.25	37.13
2607	15.00	5.25	3.13	8.44	9.38	41.19
2608	21.00	12.75	0.00	18.00	4.38	56.13
2609	12.75	18.00	9.38	14.63	6.88	61.63
2610	9.75	21.75	3.13	17.44	8.13	60.19

公司代號	A.BOD	B.OWS	C.MAG	D.RPT	E.MARK	綜合指標
2615	12.75	3.75	6.25	15.19	6.88	44.81
2616	14.25	8.25	3.13	12.94	10.00	48.56
2618	16.50	9.75	3.13	17.44	8.75	55.56
2704	19.50	3.75	12.50	11.25	6.25	53.25
2903	9.75	5.25	6.25	14.63	7.50	43.38
2905	18.75	12.75	6.25	16.88	6.88	61.50
2906	17.25	12.00	0.00	15.19	2.50	46.94
2908	11.25	14.25	0.00	5.06	4.38	34.94
2912	13.50	8.25	9.38	7.31	10.63	49.06
2915	9.75	9.00	3.13	11.25	1.88	35.00
3020	21.75	12.75	3.13	17.44	8.75	63.81
3024	21.00	18.00	0.00	5.06	10.00	54.06
3035	9.00	9.75	3.13	9.56	10.00	41.44
3036	21.75	20.25	6.25	14.63	8.13	71.00
3037	15.00	12.75	3.13	15.19	11.88	57.94
3045	12.00	11.25	9.38	15.75	7.50	55.88
9904	24.00	12.75	12.50	5.63	3.13	58.00
9907	21.75	9.00	9.38	10.69	10.63	61.44
9908	18.00	8.25	3.13	19.69	4.38	53.44
9910	25.50	17.25	6.25	11.25	7.50	67.75
9914	22.50	21.00	0.00	11.25	6.88	61.63
9915	9.75	17.25	0.00	3.94	10.63	41.56
9917	25.50	5.25	12.50	18.56	6.25	68.06
9921	20.25	15.00	9.38	3.94	6.88	55.44
9922	22.50	15.75	6.25	12.94	3.75	61.19
9925	15.75	6.00	9.38	19.13	3.13	53.38
9926	15.00	4.50	9.38	19.69	7.50	56.06
9928	17.25	9.75	9.38	19.13	1.88	57.38
9930	16.50	9.00	9.38	12.94	6.25	54.06
9933	13.50	5.25	0.00	10.13	8.13	37.00
9936	14.25	19.50	0.00	10.69	4.38	48.81
9941	18.75	8.25	9.38	16.31	11.88	64.56
9945	11.25	5.25	3.13	10.69	6.25	36.56