

國立政治大學經營管理碩士學程碩士論文

指導教授：林宛瑩 博士

大同集團企業股權結構與控股型態之探討



研究生：王盈琇

中華民國一百年七月

謝 辭

本論文得以順利完成，首先要誠摯的感謝我的指導教授林宛瑩博士，在論文撰寫期間，犧牲週末假期，給予我悉心的指導，以及在論文題目之選擇、研究架構、議題與研究方法之建構、及對論文初稿之修正，提供了寶貴和精闢的見解，使得本論文的結構與內容更充實。在此，謹致最深的謝意，提攜勉勵之情，銘感五內。

同時要特別感謝許崇源教授、鄭桂蕙兩位教授，在論文口試期間提供寶貴的指導與建議，使本論文之內容得以更完善的修正，且能更臻完備。

另外要感謝同學與學長姐慧珠、慶璋、奇瑋、子民、維芳、陸德、美琪及我的家人錦華、凱翔、乃蓉對我的協助與鼓勵，使得本論文之寫作得以更為順利。同時感謝服務單位之長官 Andy 與同仁琴雨在論文撰寫期間，給予的體諒、關懷與照顧，使得工作與本論文寫作得以兼顧。

最後，感恩我的母親、先生、兒子及女兒體恤我的壓力與情緒，在我學習的過程中，給予我最大的支持與包容，使我無後顧之憂順利完成 EMBA 學業，謹將此論文獻給我摯愛的家人。

王盈琇

謹識於國立政治大學經營管理碩士學程

中華民國一百年七月

中文摘要

本研究以大同集團為個案研究對象，從決策及資源分配掌控者觀點定義該集團企業之最終控制者，首先分析大同集團企業之董監結構及股權結構，並針對該集團之公司治理議題作探討，亦對相關之法令缺失，提出改善及政策建議。

研究結果顯示，大同集團企業之最終控制者林蔚山家族係透過交叉持股及掌握董事會席次控制權等控制途徑掌控集團企業，其集團內十一家公開發行以上公司的平均直接持股率、股份控制權、盈餘分配權分別為 1.17%、21.83%、1.07%，但平均席次控制權則高達 61.85%，股份控制權（席次控制權）與盈餘分配權偏離差之平均值則達 20.76%（60.79%），席次控制權與盈餘分配權之偏離倍數為 178.01 倍，亦即最終控制者可以一單位的出資獲取 178 單位以席次控制力衡量的實質控制力。大同集團企業席次控制權與盈餘分配權嚴重偏離之個案研究發現，符合經營者之經營誘因不足，而財富侵佔動機較強之學術假設。此外，本研究探討該集團企業掏空資產案件、大幅減資、投資通達國際之相關財務資訊透明度，針對大同集團之股權結構與董監組成分析，提出公司治理相關議題討論。最後，本研究針對公司治理相關法令，提出改善及政策建議。

關鍵詞：集團企業、股權結構、公司治理、席次控制權

Abstract

This study employs the Tatung business group as our sample and defines the ultimate owner as the entity with ultimate influence over major decisions regarding the operation, management, and allocation of company resources. We first analyze the characteristics of different boards of directors and corporate ownership structure of the Tatung business group. Corporate governance related issues are then identified, followed by discussions on the deficiencies of relevant regulations and suggestions for improvements on government policies.

The analysis indicates that cross-holdings, pyramid structure and seat control over the board members are approaches applied by the Lin Family to actively control the Tatung business group. An analysis on the measurement of voting rights, cash flow rights and board seat-control shows that direct shareholding, voting rights and cash flow rights are on average 1.17%, 21.83% and 1.07%, respectively, while the board seat-control ratio is 61.85%. The average deviation between voting right (board seat-control) and cash flow rights is 20.76% (60.79%). The number of board seats controlled by the owner is 178.01 times greater than cash flow rights. In other words, the ultimate owner gets approximately 178 units of controlling power through one unit of capital input. To the extent that ownership and control is highly deviated, a weaker disciplinary effect and a stronger entrenchment effect can be expected. In addition, in this study of the Tatung business group, we examine the emptied assets case, significant capital reduction, and the transparency of financial information of investment in Nature Worldwide Technology Corporation. For the corporate ownership structure and the characteristics of different boards of directors of the Tatung business group, we identify the critical issues regarding corporate governance. Finally, discussions on the deficiencies of relevant regulations and suggestions for improvements on government policies are provided.

Keywords: Business group; Corporate ownership structure; Corporate governance; Board seat-control.

目 錄

第一章 緒論	1
第一節 研究動機及背景.....	1
第二節 研究議題.....	5
第三節 論文架構.....	6
第二章 文獻探討	7
第一節 公司治理架構.....	7
第二節 公司治理之相關研究.....	10
第三章 個案背景與研究方法	16
第一節 個案背景.....	16
第二節 大同企業集團簡介.....	20
第三節 研究方法.....	26
第四章 個案分析	30
第一節 大同集團分子企業投資關係.....	30
第二節 股權結構與董監組成分析.....	32
第三節 直接持股率、直接盈餘分配率及席次控制權分析與衡量.....	55
第五章 結論	63
第一節 股權結構之分析結論.....	63
第二節 公司治理議題討論.....	66
第三節 相關法令及公司治理之改善及政策建議.....	69
第四節 研究限制.....	72
參考書目	73

表 目 錄

表 2-1 OECD(2004)公司治理實務核心原則與主要議題內容	8
表 3-1 大同集團上市櫃公開發行公司成立年度及上市櫃年度彙總	22
表 3-2 大同集團上市櫃公司董事長、總經理、員工人數、產業及主要產品彙總.....	23
表 3-3 大同公司 1996 年至 2010 年之財務分析.....	24
表 4-1 大同公司之股權狀況及董監事組成分析	34
表 4-2 中華映管之股權狀況及董監事組成分析	36
表 4-3 大世科技公司之股權狀況及董監事組成分析	37
表 4-4 尚志半導體之股權狀況及董監事組成分析	39
表 4-5 福華電子之股權狀況及董監事組成分析	40
表 4-6 尚志精密化學之股權狀況及董監事組成分析	42
表 4-7 綠能科技之股權狀況及董監事組成分析	43
表 4-8 誠創科技之股權狀況及董監事組成分析	44
表 4-9 精英電腦之股權狀況及董監事組成分析	46
表 4-10 凌巨科技公司之股權狀況及董監事組成分析	47
表 4-11 知光能源之股權狀況及董監事組成分析	48
表 4-12 林氏家族對大同集團上市櫃(含公開發行)公司之直接持股率和直接盈餘分配率彙總	49
表 4-13 大同集團董監席次組成分析彙總.....	51
表 4-14 大同集團友好董監席次彙總.....	52
表 4-15 大同集團董監席次組成分析彙總表—扣除獨立席次及納入友好席次	53
表 4-16 大同集團董監控制席次比例比較表	54
表 4-17 林氏家族對大同公司之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算	57
表 4-18 林氏家族對中華映管之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算	58
表 4-19 林氏家族對大世科技之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算	58
表 4-20 林氏家族對尚志半導體之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算	58
表 4-21 林氏家族對福華電子之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算	58
表 4-22 林氏家族對尚志精密化學之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算	59

表 4-23 林氏家族對綠能科技之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算.....	59
表 4-24 林氏家族對誠創科技之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算.....	59
表 4-25 林氏家族對精英電腦之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算.....	59
表 4-26 林氏家族對凌巨科技之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算.....	60
表 4-27 林氏家族對知光能源之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算.....	60
表 4-28 大同集團上市櫃(含公開發行)公司股份控制權、盈餘分配權及席次控制權彙總	60
表 4-29 大同集團上市櫃(含公開發行)公司股份控制權、盈餘分配權及席次控制權偏離程度與 差異程度之分析	61



圖 目 錄

圖 1-1 研究架構.....	5
圖 2-1 世界銀行之公司治理架構.....	8
圖 3-1 大同集團關係企業組織圖.....	21
圖 3-2 大同公司 1996 年至 2010 年股東權益報酬率(%).....	25
圖 3-3 大同公司 1996 年至 2010 年純益率(%).....	25
圖 3-4 集團控股途徑釋例.....	27
圖 4-1 大同集團內上市櫃(含公開發行)公司間相互投資關係及持股.....	31
圖 4-2 大同集團企業計算股份控制權之相互持股關係.....	55
圖 4-3 大同集團企業計算盈餘分配權之相互持股關係.....	55
圖 4-4 林氏家族對大同集團上市櫃(含公開發行)公司之股份控制權、盈餘 分配權及席次控制權.....	62

第一章 緒論

第一節 研究動機及背景

1997年亞洲金融風暴，以及2000年後許多國際知名的公司紛紛爆發財報不實或是涉嫌掏空的企業弊案，暴露出企業在治理上存在許多問題，使國際社會再度重視公司治理的議題。國內近幾年亦頻頻傳出上市(櫃)公司爆發弊案，如博達、訊碟、皇統、陞技、雅新及仕欽等多家電子業公司。這一連串的事件除對國內證券金融市場造成重大衝擊外，亦使得國內眾多股票投資人失去信心、外資卻步，對於國內股市及整體經濟都產生相當重大且負面的影響。國內集團企業通常存在控制股東，習慣形成金字塔結構與交叉持股結構，且有頻繁的關係人交易(葉銀華、柯承恩、蘇裕惠、李德冠，2004)。公司治理不佳之企業，就容易讓不肖的公司經營者或其幕後黑手，運用關係人交易掏空公司資產以圖利私人，或是利用上市公司資金炒作股票，導致公司陷入困境，而嚴重地侵害小股東之權益。

Jensen and Meckling (1976)提出代理理論，認為在所有權與控制權分離下，在自我利益 (self-interest) 極大化的動機下，擁有控制權者由於不必承擔剩餘求償權及風險分攤的責任，因此有可能為追求本身效益最大，而採取違背公司利潤極大化的行為。上述的代理問題，在股權分散下，存在於股東與經理人間；而在存在控制股東及控制股東介入經營下，前述代理問題則存在於小股東與董事會之間。例如，Shleifer and Vishny (1997)即指出，當控制股東的控制權與盈餘分配權偏離一股一權時，他們可能會剝奪小股東的財富。La Porta, Lopez-De-Silanes and Shleifer (1999)更發現，許多股票上市公司的控股股東透過金字塔結構、交叉持股與相互出任董事，來增強他們的控制能力。在這種情形下，引發的代理問題是大股東對小股東的財富剝奪問題，而非僅單純如 Jensen and Meckling (1976) 所提出的特權消費而已。大股東對小股東的財富剝奪問題，遠比特權消費所造成對小股東之傷害，更為嚴重。

根據媒體之報導，2011年1月28日，大同公司遭人檢舉以轉投資及假交易手法，涉嫌掏空公司資產，檢調板橋地檢署為避免偵辦波動股價，在下午股市封

關後，出動檢察事務官，配合調查局台北市調處，動員五批人員前往大同集團位於大同大學校區裡的總辦公室搜索，同時到林蔚山、林郭文艷住處搜索，查扣帳冊及會議紀錄。檢調懷疑大同利用投資子公司的假交易手法，掩飾帳面、虧空公司資產，涉嫌違反證券交易法及刑法背信罪。檢方在晚間九時，約談董事長林蔚山、執行副總林郭文艷、集團秘書長王隆潔及財務、會計人員等六人到案。¹檢方漏夜偵訊到 2011 年 1 月 29 日上午八時許，認為事證已幾乎掌握，無羈押林蔚山必要，諭令以 2000 萬元交保，並限制離臺。同案以證人被傳訊的大同集團子公司尚志投資公司主計長黃仁宏後來被轉列被告，以 20 萬元交保，也限制離臺，而大同公司執行副總經理林郭文艷及另三名財務主管則被請回。²檢調單位選在農曆年前、股市封關後，突然搜索大同公司，並且以被告身分約談董事長林蔚山，根據媒體報導，³檢調資料顯示，通達國際公司連年虧損，大同近幾年卻還不斷提高對其之持股，並為其高達十九億餘元之借款提供背書保證。通達國際公司還錢無望，大同以呆帳沖銷對其之借款，因而使林蔚山夫妻有掏空大同公司之嫌，事件震驚產業界與財經界。

台灣老字號的家電大廠大同旗下尚志投資轉投資通達國際失利，造成巨額虧損，在行政院金管會去函要求下，2011 年 2 月 1 日大同重大訊息公告，為強化監督子公司尚志投資取得或處分資產之決策評估程序，於 2011 年 2 月 10 日召開董事會，修正「大同股份有限公司對子公司監理作業辦法」，並要求尚志投資公司於 2011 年 2 月 10 日召開董事會，修正其「取得或處分資產處理程序」，修訂之重點包括：(1)刪除追認之規定，(2)增訂對轉投資事業查核之規定，以及(3)增訂對於違反人員處罰之規定等項。另執行副總經理林郭文艷強調，大同對孫公司通達的轉投資損益已在 2009 年度之前認列，2010 年清算沒有進行認列；大同的合併財報均依證管法令及財會準則加以揭露，所生損失已於之前年度分別加以認列。⁴

從公司治理觀點探討，尚志投資轉投資通達國際，為何沒有在通達國際一開始虧損時，就認列其投資損失，而為何等到通達國際虧損擴大，才以追認方式認

¹參見自由時報電子報(2011.1.29)，<http://www.libertytimes.com.tw/2011/new/jan/29/today-t2.htm>。

²參見華夏經緯網，<http://big5.huaxia.com/xw/twxw/2011/01/2277828.html>。

³參見神州股票資訊，2011.2.21，<http://realblog.zkiz.com/greatsoup38/22711>。

⁴參見聯合晚報電子報(2011.1.31)，<http://udn.com/NEWS/FINANCE/FIN1/6128886.shtml>。

列轉投資公司虧損，大同如此隱藏孫公司虧損的財報，是否違反資訊揭露及財務透明度？是否損害股東權益？大同董事會的職責應定期檢視經營階層所擬定之策略，有效監督策略執行與效益評估，維護股東權益，適時公開資訊。通達國際轉投資案，大同當初是否經謹慎評估，投資失利虧損時是否作投資決策之必要調整，公司決策是否由少數人把持，董事會是否落實監督責任？而大同的董事會由多位內部董事(林蔚山及大同大學法人代表)組成，無外部獨立董事，其成員關係密切、專長未能互補，董事會功能是否健全？監察人由2位非營利組織關係法人(大同中學代表)組成，監察功能是否得以發揮？大同的董事長林蔚山兼任總經理，董事會與管理階層間無制衡機制，董事會如何督促管理階層用心經營公司業務？又大同之董、監、經營層結構如何能確保公司治理架構具有效能？

大同企業集團之業務涵蓋家電、馬達、重電、電子、通信、化工、機械、金屬、運輸倉儲、能源、醫療設備、塑膠、光電、半導體、映像管、資訊服務等各類產業。大同集團目前有大同、中華映管、大世科技、尚志半導體、福華電子、尚志精密化學⁵、綠能科技、誠創科技、精英電腦、凌巨科技⁶等十家公司上市櫃。其中，尚志半導體及綠能科技於2010年在每股淨利上有大幅成長，成為集團最賺錢的公司。然而大同公司轉投資的中華映管公司因美國次級房貸及金融危機導致景氣陷入谷底，因而使面板的需求大幅的滑落，2010年度及2009年度之鉅額虧損分別達156.8億元及380.2億元，導致大同公司於2010年度及2009年度分別認列了13.36億元及37.80億元的龐大投資虧損。

根據網路媒體報導，⁷讓林蔚山夫妻被迫在2011年6月董監改選前走進板橋地檢署的「通達國際」⁸公司，原本是做伺服器與筆記型電腦的公司，後來替大同進行液晶電視的生產與組裝，之後大同公司以尚志投資公司的名義轉投資該公

⁵2007年4月，尚志精密化學與尚志化工合併，尚志化工於2007年6月1日府建商字第0968479001號核准解散。

⁶TEJ將凌巨科技歸為凌陽集團，凌陽公司董事長黃洲杰兼任凌巨科技董事長，但根據凌陽公司2007年度財報，凌巨科技原為凌陽公司具控制力之被投資公司，因總經理異動，自2006年8月起改列為按權益法計價之被投資公司，並未列入關係企業組織圖。另根據凌巨科技2010年報，中華映管持股32.02%，為其第一大股東，且中華映管之董監控制席次比例達凌巨科技50%，大同的股東應有興趣瞭解凌巨科技的狀況，故將其歸為大同集團。

⁷參見神州股票資訊，2011.2.10，<http://realblog.zkiz.com/greatsoup38/22313>，2011.2.21，<http://realblog.zkiz.com/greatsoup38/22711>。

⁸根據經濟部商業司之公司基本資料，通達國際公司業於2010年7月14日解散。

司。除了「通達國際」一案外，也有指向這次告發案是衝著大同公司為打銷轉投資的龐大虧損，進行有史以來的第一次鉅額減資而來。大幅度的減資(比例約為57.87%)⁹驚動了主管機關，而股價在減資案於2011年1月17日獲金管會通過後卻出現重挫。根據網路媒體報導，一位大同的小股東、同時也是大同已離職的高階主管透露，大同之所以需要大規模減資，是因為華映長期的虧損所致；大同有好幾次的機會賣掉華映這個大包袱，但因為林蔚山認為華映是大同的祖產，不可以出售而錯失良機，才造成今日難以挽救的局面。

近年來，儘管台灣資本市場蓬勃發展，法令規範亦愈趨完備，但是上市(櫃)公司經營當局挪用、掏空資產，以及炒作公司股票而釀成企業危機事件，依然頻傳，且不論在家數或金額上，亦呈有增無減的現象。台灣現行上市公司設有董事會、監察人及股東會等三個機關，其監管機制係以董事會為業務執行機關，由監察人監督董事會職務執行，股東會則是最高意思機關，同時擔負監控董事會及監察人的責任，故董事會實為公司監管機制中最重要的一環。但是台灣企業的家族色彩濃厚，董事會結構往往由家族成員或大股東人脈所把持。有違公司法規定，董事會須集體行使公司業務執行的精神，且嚴重違反公司監管機制的基本精神，弱化了董事會之功能。

基於公司治理須考慮政、經、法律及社會制度國情之不同，林宛瑩與許崇源(2008)從決策及資源分配掌控者觀點定義企業之最終控制者，瞭解國內企業公司治理在股權結構型態上的特性及衡量公司治理指標時面臨的各種問題，嘗試提出可行的解決方法，並提出具體的計算程序與方法，發展適合國內實務之股份控制權、盈餘分配權及席次控制權等指標。本研究依據林宛瑩與許崇源(2008)之研究方法，以大同集團為個案研究對象，參考近來公司治理的研究方向，從大同集團的董事會組成及股權結構，探討大同之董事會運作機制及其可能的影響。

⁹大同公司於2010年度財報之重大期後事項揭露，為改善財務結構，2011年1月18日董事會決議授權由董事長訂定減資基準日為2011年2月10日辦理減資彌補虧損，減資金額為321.3億元，減資比例約為57.87%。

第二節 研究議題

本論文之主要研究議題包括：

(一) 分析大同集團企業之董監結構及股權結構：

參考林宛瑩、許崇源 (2008) 所採探討股權結構及董監結構之方法，分析大同集團分子企業之股份控制權、盈餘分配權、席次控制權，以及變數間之兩兩偏離程度，以分析大同集團之最終控制者之經營誘因及侵占誘因。

(二) 針對大同集團企業之公司治理機制，說明對董事會運作及經營績效之影響。

(三) 針對相關證券法令，提出改善及政策建議。

基於上述研究議題，圖 1-1 表示本研究之研究架構與流程：



圖 1-1 研究架構

第三節 論文架構

本論文之章節架構如下：

第一章 緒論

說明研究動機、目的與研究議題。

第二章 文獻探討

針對過去相關領域之研究做一概要性的整理與回顧。

第三章 研究方法

說明本研究之分析架構，及說明個案集團背景。

第四章 個案分析

分析個案集團企業之股權結構、董監組成，並衡量股份控制權、盈餘分配權與席次控制權，及三者間之偏離程度。

第五章 結論

彙總分析結果、提出討論及未來研究建議。

第二章 文獻探討

本章依論文主題歸納與本文相關文獻，第一節為公司治理架構相關探討；第二節為公司治理之相關研究。

第一節 公司治理架構

一、健全公司治理原則與機制

公司治理概念早在 1970 年代即已出現，但一直到 1997 年亞洲金融危機爆發後，此議題才又被再度重視，係因金融風暴發生後，各界所提出的防治金融危機辦法中，以公司治理機制的完善被公認為是企業對抗金融危機的最佳方法。所謂「公司治理」(Corporate Governance)，簡單來說，就是指保障公司資金提供者應有之權益為前提的一套管理與監控企業之程序與方法。而公司治理機制就是用來降低管理者與股東的利益衝突，以消除會降低公司經營績效的機制。Shleifer and Vishny(1997)認為公司治理是如何確保資金提供者的投資能獲得應有的報酬。葉銀華等人(2002)將公司治理定義為透過完整制度設計與執行，期能提昇策略管理效能與監督管理者的行為，藉以保障外部投資者(小股東與債權人)應得的報酬，並兼顧其他利害關係人的利益。王文宇(2003)認為公司治理就廣義來說，乃指利害關係人(stakeholder)與公司間之關係，此處所謂之利害關係人，係指不包括公司股東在內之其他與公司利益相關之人，如員工、客戶、供應商以及債權人等。

經濟合作發展組織(Organization for Economic Cooperation and Development, OECD (1999)指出公司治理是保障公司資金提供者應有權益的制度，而董事會為公司的所有權的代表。因此公司治理的核心即在董事會能否發揮應有的功能，來為資金提供者監督公司的組織。OECD 於 2004 年 4 月發布修正後的公司治理原則，從原先的 5 項基本原則，增列了目前的第 1 項原則成為六項。OECD 建議，健全之公司治理制度應考量公司治理整體性架構基礎(新增原則)、保障股東權益與發揮股權功能、公平對待所有股東、重視利害關係人之權益、資訊揭露與透明以及落實董事會職責等六項原則，為有心落實公司治理、健全經營的各國，提供

一個較具共通性的指導原則。表 2-1 說明 OECD(2004)六項公司治理原則與主要治理議題內容。

表 2-1 OECD(2004)公司治理實務核心原則與主要議題內容

確保有效的公司治理架構	保障股東權利與發揮股權功能	公平對待股東	重視利害關係人之權益	資訊揭露與透明性	落實董事會職責
整體考量 司法規範 主管機關 執行效率	基本權利 決策參與 投票機制 股權結構 控制權市場 機構投資者	同等對待 內線交易 利益衝突	基本保障 權益救濟 決策參與 資訊取得 破產機制	資訊內容 資訊品質 資訊查核 揭露管道 關係人交易	應有作為 公正客觀 道德標準 重要職責 獨立性 資訊取得

要達成有效監控公司的目標，除健全內部治理外，亦需強化外部環境與相關制度來配合。世界銀行(World Bank)以 OECD (1999)之公司治理原則為基礎，納入外部治理機制概念，於 1999 年提出內外治理兼具之公司治理體系架構(圖 2-1)：



圖 2-1 世界銀行之公司治理架構

資料來源：整理自 World Bank, 1999, Corporate Governance: A Framework for Implementation-Overview, P.5

綜合 OECD 之治理原則概念與 World Bank 之治理架構，從內部觀點來看，公司治理是界訂股東與負責經營之管理階層間彼此關係的契約安排，而其核心為董事會。由於董事會的責任在於提供公司經營上的建議，並監督管理階層，(因此，董事會必須對股東、債權人及其他利害關係人負責)，維護公司的利益。然而公司治理的問題與股權分散程度也有密切關係，為了避免資訊不對稱下引發的代理問題，防止控制股東或經營階層為了自身利益，侵害一股小股東的權益，公司治理制度設計的重點必須強調公司經營、財務及股權結構資訊的透明公開、股東權利的公平性、董事會之職責以及公司內外部治理機制監督能力之發揮。

二、我國公司治理架構

我國公司治理相關法令及規章，主要包括公司法、證券交易法，以及證券交易所上市審查準則及櫃檯買賣中心上櫃審查準則。公司法主要係規範公司實質上之運作，例如對董監事運作之規範。證券交易法有關公司治理的法令，主要為公開發行公司資訊揭露，建立獨立董事、審計委員會制度，及強化董事、監察人獨立性方面之規範。公司治理分為內部與外部機制，內部機制是指公司透過內部自治之方式來管理及監督公司業務而設計的制度，譬如董事會運作的方式、內部稽核的設置及規範等。外部機制是指透過外部壓力，迫使經營者放棄私利，全心追求公司利益，例如政府法規對公司所為之控制、市場機制中的購併等。¹⁰

公司法為公司治理之規範主軸，有關股東會、董事會及監察人之公司法制有如政治上三權分立體制，藉由彼此間相互制衡，達到公司治理之目的。我國公司治理機制係以董事會為業務執行機關，而由監察人監督董事會業務執行，股東會為最高意思機關，可藉由股東代位訴訟、團體訴訟、歸入權等制度的行使運作，同時監控董事會及監察人二個機關。另外，2006年1月11日總統公布修正之證券交易法規定，公開發行公司得依公司章程規定自願設置獨立董事，並擇一設置審計委員會或監察人，但主管機關得視公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況，要求公司設置獨立董事，或命令公司設置審計委員會替代監察人。

¹⁰證券暨期貨市場發展基金會，2007年5月，台灣公司治理。

第二節 公司治理之相關研究

一、股權結構

股權結構就是公司的所有權結構，亦是公司股權類型及比例分配的結構，其與公司治理機制間有密切關係，Berle and Means (1932)是最早提出所有權及經營權分離論點的二位學者，他們認為在一般情況下，大部分公司都是股權分散之結構，亦即公司所有權分散在眾多股東手上，在這樣的情形下，由於公司控制者所持有的股權不多，公司營業績效與其本身無太大利益關係，不需負擔決策失敗的代價，因此可能產生過度的特權消費(perquisites)，或是在做決策抉擇時，不是以公司利益極大化為考量，而是以本身利益為優先，造成管理者與股東間的利益衝突，這也是 Jensen and Meckling (1976)提出的權益代理問題(equity agency problem)。

股權結構對經營績效有直接影響，Fama and Jensen (1983a) 指出，當企業股權太分散，股東持股比例都不高甚至偏低時，就會缺乏管理監督的動機，此時容易使管理者做出自利之舉動。誠如，Shleifer and Vishny (1986)指出，大股東比股權分散且持股比例低的散戶更有監督管理階層的誘因，且較有能力承擔管理階層的成本支出，甚至在特殊情況下，直接參與管理，可以有效解決外部股東和內部管理階層之間的資訊不對稱問題，使公司價值提高。但也要注意不可讓股權過於集中在主要股東手上，以免主要股東兼任高階主管，增加弊案的發生機率。

二、最終控制權

根據 Claessens (2002) 和 La Porta et al. (2002) 的研究，指出控制股東的盈餘分配權(Cash flow right)與控制權(Control right)對於公司的價值有兩種效應與影響：(1)正向誘因效果(positive incentive effect):當控制股東享有的盈餘分配權越高，表示其對公司投資比例越高，自然會希望將公司價值極大化，以獲得最大利益，且也較不可能去侵佔公司財富，所以控制股東的盈餘分配權與公司價值間成正向關係。(2)負向侵佔效果(negative expropriation effect)：當控制股東的控制權越高，則將越有可能去侵佔小股東的利益，尤其是當盈餘分配權與控制權嚴重偏離時，更容易引起核心權益代理問題(core equity agency problem)，而傷害到小股

東的財富。故控制股東的控制權與公司價值間呈負向關係。

根據 Claessens et al. (2000)，所有權是簡單以盈餘分配權來定義，相對的，控制權以投票權來定義，可透過金字塔計畫或交叉持股來擴大，如此產生盈餘分配權與控制權的分歧，其研究遵循 La Porta et al.(1999)提出的最終控制觀念及非常仔細的追蹤所有權鏈，我們加總股東的直接及間接投票權，然後認定最終所有者—有最大控制權的人(最大股東)，直接投票權的計算是以登記在最終所有者名下(包括他們的家族成員)，間接投票權是以登記在最終所有者控制之其他企業體名下。

三、金字塔結構

根據 La Porta (1999)的定義，「金字塔結構」(pyramid ownership structure)是指某公司須存在控制股東，且該控制股東與被控制公司間形成之控制鏈上至少有一家為上市公司。La Porta et al. (1999) 和 Claessens et al. (2000)發現，許多上市公司的控制股東都會利用金字塔結構、交叉持股或參與管理(management participation)來增強對公司的控制力，而造成控制權與盈餘分配權的偏離現象。翁淑育(2000)研究以實例說明「金字塔結構」的意義，假設甲家族擁有 A 公司 30%的股權比率，而 A 公司轉投資 B 公司 30%的股權，則甲家族可擁有 B 公司 30%的投票權，但甲家族僅擁有 B 公司 9%的現金流量請求權，故甲家族控制 B 公司已偏離一股一權的原則。

四、交叉持股

交叉持股議題近年來被廣泛討論，無論是產官學界皆對此議題逐漸重視，根據國內學者許振明(1999)提出，交叉持股(Cross Ownership 或 Cross Holding)意指「兩個以上的公司，基於特定目的之考量，互相持有對方所發行之股票，而形成企業法人間相互持股的現象」；此外，郭人誌(1999)對交叉持股又有更詳盡的分類，一共分成三種型態：(1)母公司所成立的子公司持有母公司股權，(2)公司與公司間交互持有對方股權的行為，(3)以購買大數額共同基金受益憑證交換共同基金持有協議公司的股權等。

交叉持股一般被視為最重要且最容易被理解的一項正面的功能，乃是其可穩固公司的經營權，讓公司的經營者專心致力於公司的長期利益，而非著重於短線

利益，而這對公司整體而言是趨向正面的。美國的經營管理大師 Michael E.Porter 認為德、日等國以交叉持股的方式穩固經營權、並重視長期投資的作法，有利於其競爭優勢的形成。¹¹企業間透過垂直上、下游間實行交叉持股制度，可讓其達成多角化經營的目標，把集中對於專屬本業的投資，分散至整個產業鏈中，等於把風險分攤至其他的企業中。在日本的有關交叉持股亦指出，參與交叉持股的企業陷入破產清算的比例，相較於沒有交叉持股的企業為低，由此意味在垂直上、下游間實行交叉持股具有達成多角化經營並分擔風險的優點。¹²

不過，公司法學傳統上對於交叉持股最主要的批評，便是虛增資本的問題。¹³交叉持股制度使得公司的資本額虛增及資本空洞化，更違反了禁止出資返還的理念。在交叉持股的優點中所提及的鞏固企業的經營權中，係建立在經營者以公司的利益的前提之下始成立。然若經營者以自利為主，則濫用交叉持股所帶來的影響將不堪設想。因為交叉持股雖可以穩固企業的經營權，但也使得選任董、監事及其監督功能喪失，企業的經營權、董事及監察人席位完全由公司內部人士所把持，此時若經營者對公司的經營存有二心，必然造成不可收拾的後果。然而許多的案例告訴我們，公司的經營者往往運用交叉持股的方式以較低的股權便可以控制公司的經營權，此舉不僅嚴重偏離一股一權的原則，更使得公司內部的監控機能喪失殆盡。

針對非公開發行公司之資訊透明度偏低，國內在規範交叉持股時，目前已強制上市上櫃公司轉投資資訊之充分揭露，如「對有價證券上櫃公司資訊申報作業辦法」、「對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序」等相關規定皆新增訂重要子公司之營收、背書保證及資金貸放餘額等重大資訊應迅速辦理申報，以強化資訊揭露來保障眾大投資股東之知情權。政府並已於 2006 年 11 月修改公司法，於第 167 條第 3、4 項分別規定：「被持有已發行有表決權之股份總數或資本總額超過半數之從屬公司，不得將控制公司之股份收買或收為質物。」、「前項控制公司及其從屬公司直接或間接持有他公司已發行有表決權之股份總數或資本總額合

¹¹ 參見黃銘傑，2001，交叉持股 vs. 公司監控，臺大法學論叢，第 30 卷第 1 期，頁 208-209。

¹² 參見鄭富城，2002，公司取得自己股份之研究—兼論母子公司交叉持股，國立政治大學法律研究所碩士論文，頁 168。

¹³ 參見黃銘傑，2001，交叉持股 vs. 公司監控，臺大法學論叢，第 30 卷第 1 期，頁 206。

計超過半數者，他公司亦不得將控制公司及其從屬公司之股份收買或收為質物。」明文禁止具有高度從屬關係之公司買入母公司之持股，期能減少交叉持股的弊端並發揮交叉持股之正面效益。公司法在 2005 年 6 月修法後，將子公司所持有的母公司股份因達到公司法第 167 條第 3、4 項之情形而被視同庫藏股的部分，已於第 179 條明文規定此種股份無表決權。經濟部與金管會針對上述視同庫藏股的股權，若子公司將此部分股權信託出去，則受託單位取得此項股權，也不具有表決權；因此子公司所持有母公司的股票，也難以透過信託模式去行使表決權。並在公司法關係企業專章增訂第 369 條之 10，明定公司若屬相互投資公司，則相互投資公司所持有的股權，在股東會的表決權不可以超過被投資公司的三分之一。

五、控制權與盈餘分配權偏離所造成的財富侵佔

最大股東的盈餘分配權等於其真正的出資比率，也是公司價值下跌所損失之比率，所以當大股東盈餘分配權越大，本身利益和公司利益會愈趨一致，提升其努力經營的動力(La Porta et al.2000)，反之，最大股東盈餘分配權與股份控制權偏離程度越大，愈有可能作出對公司不利的行為。葉銀華(2002)指出，當董事會幾乎都是主要股東擔任時，由於其掌控了所有重大決策，監督機制將失靈，因為此時大股東可輕而易舉的控制董事會，加速達成對小股東侵佔財富之目的。

La Porta et al. (1999)追蹤公司擁有最大投票權的股東(控制股東)，發現他們常利用金字塔結構、交叉持股、指派與控制家族有關的經理人擔任董事方式來增加其對公司的控制力。另外，Harris and Raviv(1989)針對大股東的盈餘分配權與控制權的差異進行分析，也發現兩者偏離的主要原因是管理者採用金字塔結構來增強其對公司的控制力。當控制股東採用金字塔結構、交叉持股、指派與控制家族有關的經理人為董事，進而造成控制權與盈餘分配權嚴重偏離時，將損及小股東利益，降低企業經營績效。

六、董事會組成及家族董事比例

董事會組成包括董事會規模、型態及成員背景，國內外文獻對董事會與經營績效之研究著墨許多，董事會規模、董監事持股比例、內外部董監事比例...等，都是衡量董事會組成的變數。家族董事結構意指董事間相互存在親屬關係的比

例。國內許多企業皆是家族集團結構，已有許多文獻在探討家族企業對公司經營績效的影響。有些學者認為，家族董事比例越高，相對的公司經營績效也隨之提高，因為家族成員會有共同的努力目標，一起分享打拼甘苦，提升為公司賣力的誘因。如黃鈺光(1993)發現家族董事比例和經營績效有顯著正向相關。侍台誠(1994)發現，家族企業的經營績效比非家族企業來的高。

然而也有持不同論點的學者提出反對意見，他們認為家族成員容易妨礙企業正常運作，會妨礙董事會的獨立性，且若高階主管和董事之間有親屬關係，基於互惠原則，無法做出客觀的評估和決策。如戴淵明(1986)認為，當公司利益與家族利益相衝突時，家族成員會利用職務之便，竄改財務報表，使得代理問題更為嚴重。

此外，楊曉嵐(2004)發現，家族董監事比例於臺灣上市公司產業中存在著一個「最適家族董監事比例結構區」，亦即當家族董監事比例介於 0.29 及 0.39 之間時，增加家族董監事人數比例，可有效提高公司之價值；陳家慧(2000)指出，董事會規模大小與盈餘管理程度呈顯著正相關，即表示董事會規模越大，公司之盈餘管理程度越高。若最大家族在董事會中勢力越大，則對公司影響程度越大，於 1998 年度樣本分析中發現，最大家族成員董事持股比例與盈餘管理程度呈顯著正相關，表示最大家族成員董事持股比例越高，公司盈餘管理程度越高。

七、股權結構及控股型態之分析

林宛瑩與許崇源(2008)在探討相關之國外公司治理文獻後，發現：(1)國內外之研究趨勢係以「(最終的控制股東)」(ultimate owners)為重心，發展金字塔結構、交叉持股、控制權、盈餘分配權(現金流量權)及偏離程度等公司治理指標。(2)各研究中對相關變數的衡量，或因研究之國家、區域不同，法律、公司特性互異，對衡量方法及程序並未提供詳細之指引。但從最終控制者之角度發展公司治理指標，在衡量過程需要研究者運用大量的主觀判斷，因而造成在衡量方法上會隨控制關係之愈趨複雜，見解不同即會發展出互異衡量方法的現象，(3)國內外討論極多，一向被視為是判別公司治理良窳的主流指標「控制權及盈餘分配權之偏離程度」的定義不但多樣，而且部分算法結果偏差極大。因此，發展公司治理指標必須先就學理上釐清公司治理指標的各種說法與算法及各算法的優劣。(4)必須兼顧國內法律、企業的股權結構及實務操作特性，設法找出較合用的定義。林宛

瑩與許崇源(2008)因此主張，需針對國內集團企業特性，尤其是國內主要集團企業之控制型態、最終控制者之定義、股權結構型態等議題，以系統化方式辨認本土化公司治理指標。

林宛瑩與許崇源(2008)以國內十四家集團 63 家上市櫃公司為對象，針對其股權結構及董事會組成進行相關之研究。分析顯示，整體樣本之平均股份控制權、盈餘分配權與席次控制權分別為 22.01%、9.42%及 87.01%，平均盈餘分配權與股份控制權之偏離比為 0.45，席次控制權與盈餘分配權之偏離倍數為 144.69 倍。就國內而言，最終控制者可以一單位的出資獲取近 145 單位以席次控制力衡量的實質控制力。有關於林宛瑩與許崇源(2008)之分析方法，將於研究方法一節中作為較細的說明。



第三章 個案背景與研究方法

第一節 個案背景

首先針對大同企業集團董事長林蔚山，因涉嫌掏空，突然遭到檢調約談事件，本研究彙總說明相關問題。

一、大同企業集團深陷掏空資產的醜聞與相關問題

2011年1月28日大同公司爆發19億元掏空案，董事長林蔚山涉嫌重大，遭檢方以二千萬元交保，震驚產業界。根據網路媒體報導¹⁴，檢調調查其相關之弊案有如下列：

(一) 挹注通達 挪用資金紓困 鉅額投資虧損

除了林蔚山，檢調亦鎖定通達公司創辦人周雲楠。通達公司由周雲楠於1998年底創辦，林蔚山坐大位，周雲楠擔任執行長。林蔚山在2002年卸下董事長職位，但仍保留董事。檢調單位蒐證，周雲楠涉嫌虛報出口貨物，曾把新台幣二百萬元的電腦廢棄品，虛報成四千萬元的「可攜式電腦工作站」，她利用不實海外訂單美化帳面，再向銀行取得信用狀借款十多億元。後來鉅額款項下落不明，林蔚山是信用狀連帶保證人，為避免遭催款，涉嫌以大同集團董事長名義，指示大同子公司尚志資產公司借錢給通達。但通達事後並未還款，這筆紓困的錢，最後由「借款」變成「投資」，尚志投資以增資通達名義吸收損失，通達解散，尚志的「投資」亦血本無歸。檢調追查，通達虧損的錢部分疑似落入周雲楠私人手中，她涉嫌利用假進貨，把通達的錢逐一匯到海外。檢調雖然鎖定周雲楠，但她早已不知去向。

(二) 大幅減資、賤賣尚化股票與鞏固經營權

更重要的是，大同為打銷轉投資的龐大虧損，進行有史以來第一次減資，近六成股份價值，321.3億元的減資案經過近半年的波折，直到2011年1月17日

¹⁴ 參見神州股票資訊，2011.2.10，<http://realblog.zkiz.com/greatsoup38/22313>，2011.2.21，<http://realblog.zkiz.com/greatsoup38/22711>。

才獲金管會證期局核准。市場人士指出，表面上，減資案是為減少虧損，其實與經營權有關，主要用意是想稀釋市場派股權，減資後再透過私募，引進友好勢力，可鞏固公司派經營權。2010年5月，大同前財務長許嘉成去職時，就有媒體指出，許嘉成擔任財務長時，大同發行GDR（全球存託憑證）募得76.5億元，大同執行副總林郭文艷得悉係由單一法人買走，唯恐2008年經營權之爭再度上演，因此大力推動減資，稀釋對手股權。

檢調對大同集團的調查，除通達一案外，還有大同轉投資的尚志精密化學（尚化）登錄興櫃前的釋股案，疑似賤賣資產，將股票以便宜的價格釋出給與大同無關的股市聞人賈文中等人，讓大同的小股東無緣享受後來尚化股價大漲。根據「今周刊」第703期的報導，2009年5月，尚化要登錄興櫃之前，當時尚化的大股東大同公司拿出一萬二千張的尚化股票釋股，但這一萬二千張股票當中，竟然有七千張統統都以每股15.89元的價格，釋給了賈文中夫妻及其關係人。而短三個月後，尚化登錄興櫃首日股價就升到每股132元，讓大同小股東平白損失8.12億元的價差。林蔚山為何決定僅以每股15.89元的低價賣股？為何別人不賣，獨獨選擇賣給賈文中等人？是否與鞏固經營權有關？這幾個問題，據悉讓大同的經營高層疲於往返調查局作解釋，但至今仍是成案調查中。

許多大同長期的小股東，都對這次大規模的減資案感到氣憤難消。一位大同小股東、同時也是大同已離職的高階主管向「今周刊」透露：「大同需要大規模減資，原因當然是因為華映長期的虧損所致；事實上，有好幾次，大同都有機會賣掉華映這個大包袱，但就因為林蔚山一句：『華映是大同的祖產，不可以賣！』而錯失良機，才造成今日難以挽救的局面」。另一位大同離職主管亦表示：「真不懂為何林郭文艷執意要自己經營，做不好，就請經理人來做嘛，自己做大股東就好，讓公司經營績效好，才是所有股東之福。」員工、小股東長期對大同公司的經營積壓了許多的不滿，例如大同的工會幹部表示，因為公司營運績效不佳，十年來，大同只調了一次薪水，時間是在2008年董監改選前，當時為了爭取員工認同，公司勉為其難調了絕無僅有的一次薪水；但即使如此，當時最基層員工的調薪幅度僅為49元，許多員工至今仍感氣忿。

二、大同集團企業的經營問題及董事會之運作

根據公開資訊觀測站公告之重大訊息及網路媒體報導，¹⁵大同集團企業經營高層對媒體報導通達投資弊案曾提出以下回應，本研究從董事會之運作及財務報導觀點作一探討：

(一) 投資通達公司是錯誤決策或掏空大同資產？

大同公司發言人強調，董事長林蔚山與周雲楠女士 2 人完全沒有任何關係，會投資通達，也是因為大同本來就有投資其他產業的情況。然而大同公司內部設立三大事業體，分別為馬達重電、家電、及數位電子系統整合，為何會透過未上市之子公司尚志投資轉投資這家做伺服器與筆記型電腦之通達公司？根據網路媒體報導，林蔚山向檢察官坦承幾個事實，第一，確實將個人投資的通達股權賣給了大同，實屬關係人交易無誤；第二，這確實是一筆「錯誤的投資」，讓大同因此虧了不少錢。但林蔚山更應該向檢察官釐清的是，「掏空」與「錯誤投資」之間的界線如何劃分？大同公司的決策過程是否公正、公開？大同公司從林蔚山手上買下通達股權時，董事會或經營團隊是否對該投資案之可能風險予以理性的評估？對價格與報酬的合理性是否作適當的評估？

(二) 財務報導是否忠實與允當？

大同公司執行副總林郭文艷強調林蔚山並無掏空侵占大同公司資產。轉投資通達公司所產生的損失，已經在 2009 年度認列，不影響 2010 年財報。但依據大同公司 2009 年財報資料顯示，該公司係透過未上市子公司尚志投資轉投資通達公司 82.63% 股份，以財務會計觀點而言，大同公司並未直接持有通達公司，理論上不直接認列投資(通達公司)損失，而是以尚志投資持有通達公司有表決權之股份比例達 20% 以上，採權益法評價予以認列投資(尚志投資)損失。2009 年財報資料顯示，大同公司已於 2009 年度及 2008 年度認列投資(尚志投資)損失分別為 1.10 億元及 5.86 億元。

另依財務會計準則第七號「合併財務報表」之規定，大同公司因持有尚志投資有表決權之股份比例達 50% 以上，編製合併財務報表時予以納入。至於林郭文艷強調在 2009 年度已認列損失，不致影響 2010 年財報。實際上 2009 年的損失，不影響 2010 年損益表，但會影響 2010 年資產負債表(股東權益之累積未分配盈

¹⁵參見神州股票資訊，2011.2.21，<http://realblog.zkiz.com/greatsoup38/22711>。

餘)，更何況公司何時認列損失與管理高層是否做了錯誤的投資或掏空資產無關，不應混為一談。

金管會証期局 2011 年 4 月 1 日裁罰大同公司負責人林蔚山違反證券交易法，違章之事實理由係子公司尚志投資自 2007 年 2 月起至 2009 年 12 月 31 日止，對通達國際有多筆資金貸與，金額高達新臺幣 690,800 千元漏未公告，核有違反公開發行公司資金貸與及背書保證處理準則第 21 條代子公司公告申報資金貸與相關訊息之規定。因此，2011 年 4 月 20 日大同公司在公開資訊觀測站公告更正大同 2009 年之財務報告，將 2009 年 12 月 31 日資金貸與尚志投資之期末餘額自新臺幣 112,530 千元調整為新臺幣 803,330 千元。大同之財務報告為何遲至 2011 年 4 月 20 日才報導 2009 年底正確之資金貸與金額？又依據大同 2009 年財務報告之資金貸與他人明細表(附註 14)，依尚志投資公司資金貸與他人資金貸與總額規定，以不超過該公司前一個月淨值之 40% (即 186,036 千元)為限，尚志投資為何貸放 803,330 千元給通達國際，遠超過規定之限額 186,036 千元？大同 2009 年財務報告未做任何說明。

依據大同 2009 年財務報告，除尚志投資外，子公司尚志資產亦貸放資金與通達國際，2009 年 12 月 31 日止之餘額為 188,991 千元，尚志資產 2009 年度已全數提列呆帳損失 188,991 千元。大同 2009 年財務報告未揭露尚志資產鉅額資金週轉通達國際之緣由，亦未說明產生呆帳之原因。又尚志投資貸放給同一對象通達國際 803,330 千元，為何沒提列呆帳損失？會計處理是否違反一致性原則？財務資訊揭露是否不透明？

第二節 大同企業集團簡介

一、大同集團公司之發展背景、組織架構及業務範疇

大同公司的發展階段，歷經數個階段，逐漸形成今日的集團版圖。大同公司的主要商品為家電產品、電子及資訊產品、暨重電及電線電纜產品。根據台灣經濟新報(TEJ)資料顯示，三大類主要商品之營業比重，1995 年時各為 19.5%，52.69%，21.3%，2002 年時各為 9.3%，78.4%，12.3%，2009 年時各為 12.9%，41.5%，44.2%。顯見其產品 1995 年以電子及資訊佔營收過半，增至 2002 年約佔 8 成，2009 年時降至約 4 成；而重電及電線電纜產品比重在 1995 年約佔 2 成，2009 年時倍增至約 4 成，與電子及資訊產品形成兩大事業體。

大同是台灣最老的家電廠，大同公司的創辦人林尚志先生於 1918 年創業，以營造業起家，設立協志商號，於 1939 年成立大同鐵工所。1942 年由林挺生先生接任董事長，1945 年改為大同製鋼機械公司，1962 年在台灣證券交易所掛牌上市，1968 年正式更名為大同公司。

1970 年與 1971 年，大同營業額超過 22 億元，先後投資設立福華電子公司及中華映管公司，1972 年第二代林蔚山先生加入集團企業的經營，出任大同公司總經理。為了趕上時代的潮流，於 1981 年跨入了最時髦的資訊業。1995 年大同奧的斯公司自力開發商用型電扶梯正式啟用，並接獲台北市捷運系統電扶梯訂單。2004 年成立綠能科技公司，與 GT Solar Technologies 簽訂多晶矽晶片生產線的合約，生產太陽能電池用矽晶片。2005 年大同公司桌上型電腦系統事業部門與精英電腦公司合併，成為精英電腦公司之第一大股東。同年大同轉投資之尚志資產開發公司通過台北市政府都市更新獎勵案，順利完銷大同世界第一期高級住宅。2006 年林蔚山先生接掌大同公司董事長兼總經理。2007 年福華電子公司投資知光能源公司，跨足太陽能電池模組市場，同年中華映管公司投資凌巨科技公司，深耕中小尺寸面板。2009 年中華映管公司引進策略夥伴 NB 系統大廠仁寶電腦公司，讓華映有機會與仁寶共同設計開發產品、擴展 NB 面板業務。

由前述資料可知，大同集團歷經幾次轉型，逐步發展成一綜合工業之企業集團，涵蓋重電、家電、電子、通信、化學工業、機械、金屬、運輸倉儲、能源、

醫療設備、塑膠、資訊服務、光電、半導體、映像管、電腦及週邊設備、不動產開發、營造以及各種電子零組件等業務之經營，目前積極朝資訊、通信與消費性電子整合領域發展(參見圖 3-1)。

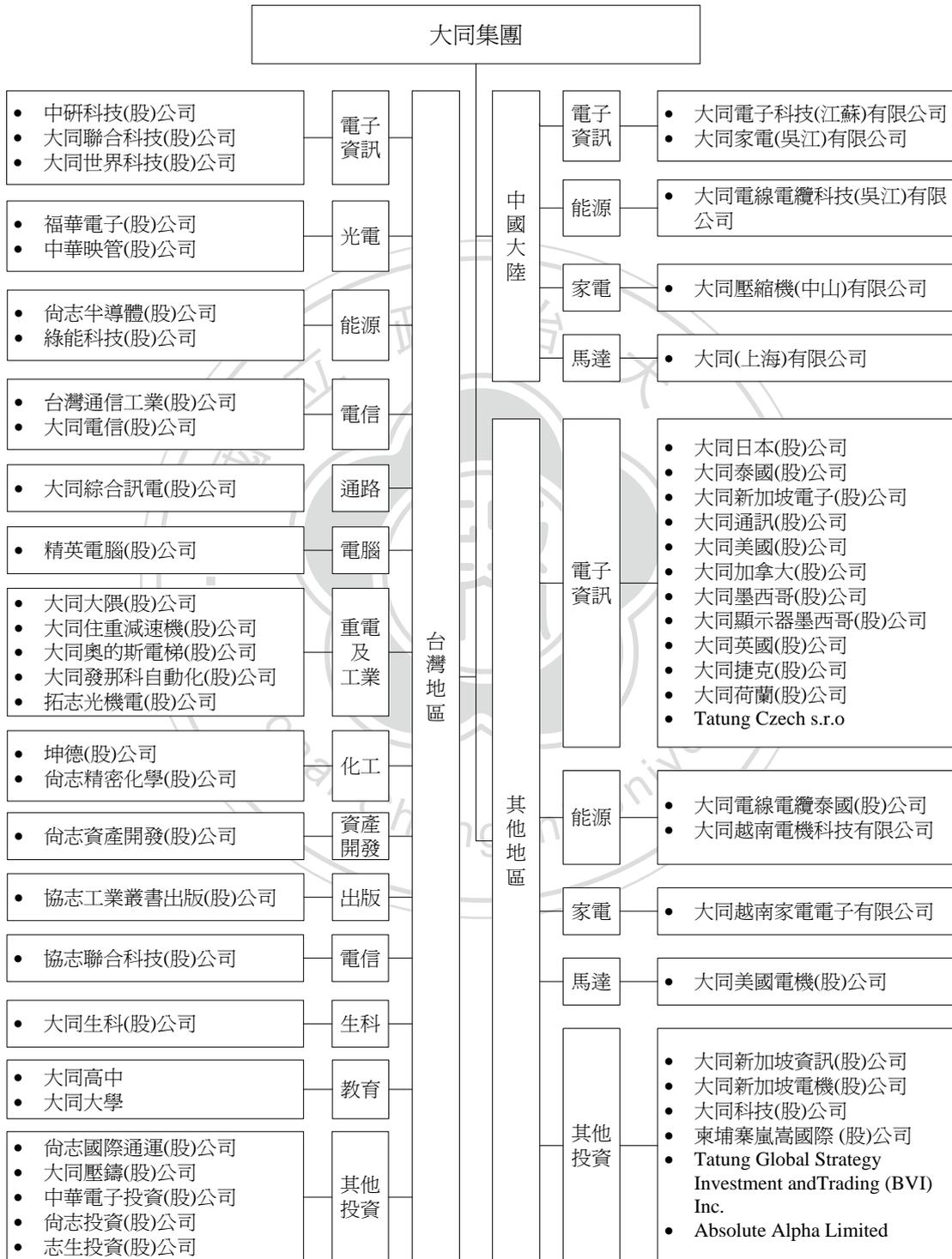


圖 3-1 大同集團關係企業組織圖

大同集團內企業多達 100 餘家，國內企業以生產製造業、重電、家電及電子資訊及其相關產品為主，海外公司則以生產塑膠、機械、電子資訊、馬達為主，資產總值亦逐年增加。較為特別的是，大同集團亦於集團內設置大同高中、大同大學等文教組織，期能發揮建教合一制度，培育專業人才。

二、大同集團公司簡介

根據大同集團之相關年報及公開資訊觀測站的資料顯示，大同集團於 2009 年時，共包含大同公司、中華映管、尚志半導體、綠能科技、誠創科技、凌巨科技、與精英電腦等 7 家上市公司，福華電子與大同世界科技公司 2 家上櫃公司，尚志精密化學一家興櫃公司及知光能源一家公開發行公司。表 3-1 為大同集團上市櫃公開發行公司成立年度及上市櫃年度彙總表，為期有一致之比較基準，本研究即以此十一家附屬公司 2009 年底之相關年報與財務報表及 2010 年公開說明書(知光能源於 2010 年 7 月公開發行)之資料為主進行。

表 3-1 大同集團上市櫃公開發行公司成立年度及上市櫃年度彙總

公司名稱	股票代號	成立年度	目前情況	上市櫃 公開發行年度
大同公司	2371	1950 年	上市	1962 年
中華映管	2475	1971 年	上市	2001 年
大世科技	8099	2000 年	上櫃	2004 年
尚志半導體	3579	1995 年	上市	2009 年
福華電子	8085	1970 年	上櫃	2004 年
尚志精密化學	4738	1980 年	興櫃	2009 年
綠能科技	3519	2004 年	上市	2008 年
誠創科技	3536	2000 年	上市	2008 年
精英電腦	2331	1987 年	上市	1994 年
凌巨科技	8105	1997 年	上市	2006 年
知光能源	4959	2005 年	公開發行公司	2010 年

表 3-2 彙總大同集團十家上市櫃公司董事長、總經理、員工人數、產業及主要產品，該表顯示，林蔚山擔任其中六家公司董事長並兼任大同公司總經理，林郭文艷擔任其中兩家公司董事長。員工人數以中華映管最高，近八千人，其次是大同公司約四千人，其餘公司約一千人上下，或低於一千人。產業涵蓋電子、光電、半導體、資訊服務、化學、電腦及週邊；主要產品比重各異。

表 3-2 大同集團上市櫃公司董事長、總經理、員工人數、產業及主要產品彙總

公司名稱	董事長	總經理	員工人數	TSE 新產業名	主要產品比重 (2009/12)
大同公司	林蔚山	林蔚山	3943	其他電子業	重電及電線電纜(44.2%),電子及資訊(41.5%),家電(12.9%)
中華映管	林蔚山	林盛昌	7790	光電業	TFT-LCD 液晶(99.8%),其他(0.2%)
大世科技	林郭文艷	沈柏延	325	資訊服務業	軟體技術收入(28.3%),工作站(24.4%),伺服器與資料儲存(24.1%)
尚志半導體	林蔚山	李龍達	182	半導體	3 吋& 4 吋研磨矽晶圓(81%),其他(19%)
福華電子	林蔚山	許孟祺	667	其他電子業	資訊產品(39.5%),背光模組(39%),電子零組件(20.4%)
尚志精密化學	林蔚山	楊文達	115	化學工業	塗料(72.5%),鋰電池材料(18.8%),其他(4.1%)
綠能科技	林蔚山	林和龍	1091	半導體	太陽能矽晶片(74.6%),晶錠(14%),其他(11.4%)
誠創科技	董廣業	葉俊顯	204	光電業	冷陰極燈管(98.8%),其他(1.2%)
精英電腦	林郭文艷	許志宏	1148	電腦及週邊	主機板(38.8%),筆記型電腦(26.8%),桌上型電腦(23.4%)
凌巨科技	黃洲杰	朱恒德	1253	光電業	液晶顯示器模組(62.9%),液晶顯示面板(25.1%),大對組合品(8.6%)

資料來源：台灣經濟新報(TEJ)

三、大同公司 1996 年至 2010 年之財務分析

為了解大同公司過去年度之營運狀況，本研究檢視台灣常使用之財務比率，以證券暨期貨管理委員會對公司財務報告揭露事項之要求標準中，選取 14 項財務比率，彙總大同公司 1996 年至 2010 年合併報表之 15 年財務資訊如表 3-3。該表顯示大同公司之財務結構、償債能力、經營能力及獲利能力。整體而言，自 1996 年以來，財務狀況變差；尤其是獲利能力，自 2005 年以來，除 2007 年之報酬率及純益率為正值外，其餘 5 個年度均為負值，呈現大幅衰退。其中，股東權益報酬率(%)及純益率(%)之趨勢變化參見圖 3-2 及圖 3-3。

表 3-3 大同公司 1996 年至 2010 年之財務分析

分析項目		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
財務結構	負債比率(%)	60.6	57.5	63.2	53.9	56.0	68.2	62.2	57.7	51.8	65.9	70.3	62.4	63.8	64.5	65.5
	償債能力															
償債能力	流動比率(%)	116.3	134.4	118.9	125.6	102.2	92.9	86.9	100.7	99.6	112.2	96.0	106.6	85.5	88.5	97.3
	速動比率(%)	67.3	92.1	89.7	91.8	68.1	70.0	61.8	64.5	69.9	79.1	65.2	79.2	55.7	58.7	60.8
	利息保障倍數	4.9	2.1	0.5	4.5	4.1	-2.0	-4.5	1.3	9.3	-2.6	-1.7	2.9	-2.3	-10.9	-4.4
經營能力	應收帳款週轉率(次)	6.1	4.7	4.7	4.5	6.3	5.5	3.1	4.8	5.6	6.8	5.1	5.6	5.3	5.1	7.2
	平均收帳天數	60.3	76.9	77.7	81.9	58.1	66.9	117.7	76.3	65.6	53.7	71.9	64.8	69.3	72.3	50.9
	存貨週轉率(次)	3.9	4.0	6.2	6.4	8.2	8.3	5.8	7.9	8.7	9.2	5.4	6.4	6.6	5.3	6.3
	應付帳款付現天數	32.4	38.8	55.5	64.5	44.8	58.2	89.8	50.7	48.9	56.0	95.0	82.6	68.7	66.4	55.3
	平均售貨天數	92.7	91.6	59.0	56.6	44.4	44.2	63.1	46.2	42.1	39.9	67.4	57.2	55.7	69.5	58.0
	固定資產週轉率(次)	1.6	1.2	1.4	1.7	2.6	1.8	1.2	3.6	3.9	1.8	1.0	1.3	1.1	0.8	1.2
	總資產週轉率(次)	0.8	0.6	0.7	0.7	0.9	0.8	0.5	0.9	1.0	0.9	0.6	0.7	0.6	0.4	0.6
獲利能力	資產報酬率(%)	9.2	5.0	0.9	6.0	5.8	-5.0	-3.2	0.6	4.9	-4.0	-3.7	4.6	-4.6	-14.2	-5.4
	股東權益報酬率(%)	19.7	8.6	-1.3	11.7	10.0	-17.4	-10.7	0.3	9.9	-13.1	-15.9	9.6	-16.0	-42.2	-18.0
	純益率(%)	9.8	6.1	-0.7	7.1	4.9	-8.1	-6.9	0.2	4.5	-5.3	-9.2	4.6	-9.6	-34.3	-9.8

資料來源：台灣經濟新報(TEJ)

圖 3-2 及圖 3-3 分別表示股東權益報酬率及純益率之趨勢變化。

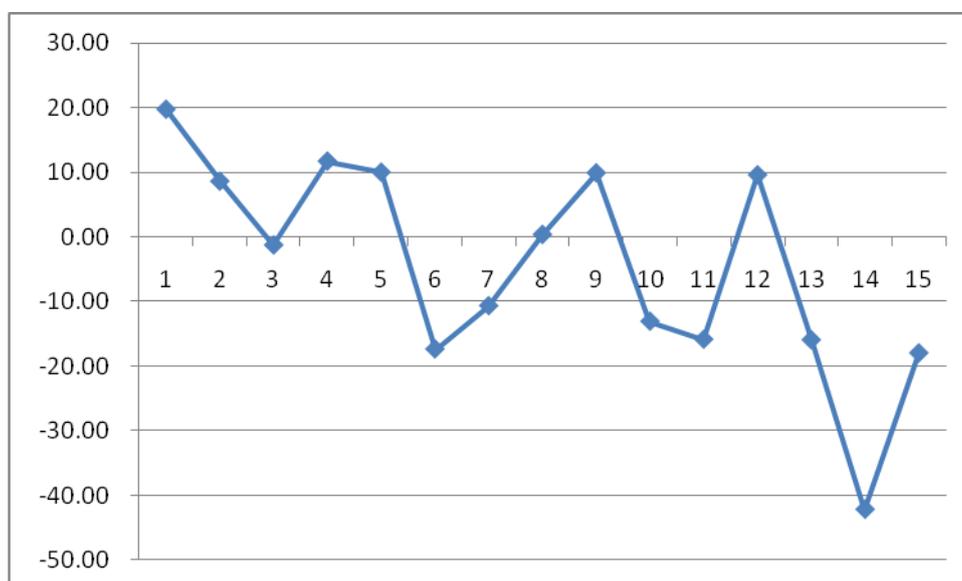


圖 3-2 大同公司 1996 年至 2010 年股東權益報酬率(%)

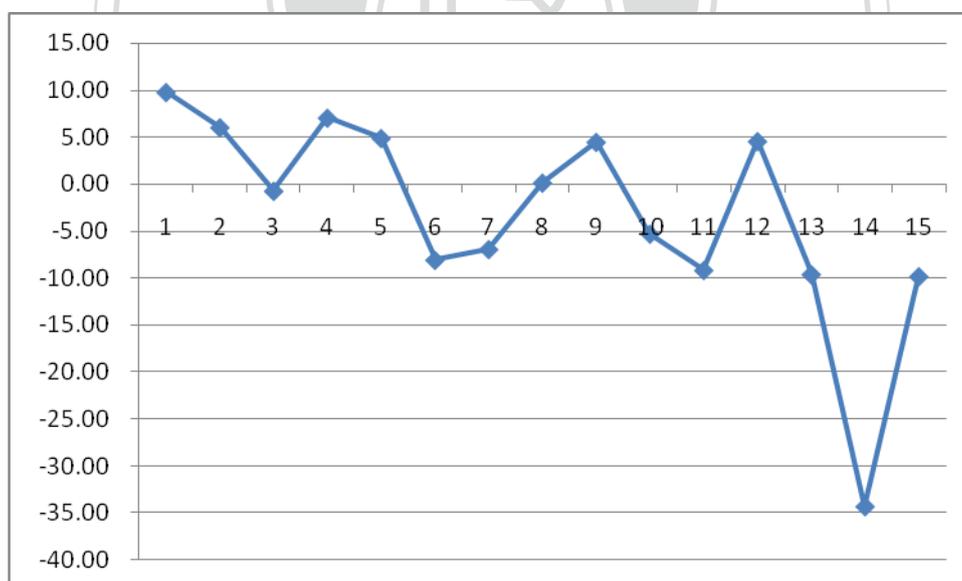


圖 3-3 大同公司 1996 年至 2010 年純益率(%)

由圖 3-2 及 3-3 可以看出，大同之純益率與股東權益報酬率之趨勢係往下走。而由表 3-2 之股東權益報酬率與資產報酬率亦可看出，在 2001、2002、2005、2006、2008 至 2010 等七年，大同之股東權益報酬率均低於資產報酬率，舉債效益問題值得關切。

第三節 研究方法

本研究採用次級資料內容分析研究方法，以台灣證卷市場交易股份有限公司公開資訊觀測站所公佈之財務報表及年報電子書為主要資料來源，參考林宛瑩與許崇源〈2008〉發展之股權結構分析與衡量方法，分析大同集團內十一家上市櫃及公開發行之股權結構、董監組成、席次控制與控制權與所有權之偏離程度等議題。茲將該研究中所提出之分析原則與程序簡要說明如下〈p.287-p.291〉：

一、家族控股型態之最終控制者認定問題

納入最終控制者定義之家族成員包括最終控制者家族成員(含配偶)及其二等親、集團所屬受其控制之未上市櫃公司、非營利組織等。

二、企業集團分析個體之認定

從集團觀點衡量相關的公司治理指標時，必須先選定納入分析之集團分子企業。上市櫃公司之資訊透明、易於取得，公司治理之重點在保障投資人的權益，故應列作分析個體。至於未上市櫃公開發行公司則可有兩種處理方式：(1)逕行納入最終控制者直接持股率(分析法一)；及(2)視為單獨之分析個體(分析法二)。本研究因資料均可取得，故採用第二法加以分析。

三、股份控制權、盈餘分配權及席次控制權之相關議題

計算股份控制權、盈餘分配權與席次控制權三項變數，需對分析標的公司之董事會的股權結構和席次組成加以分析。

(一) 股份控制權

股份控制權係將直接持股率及經過計算後之間接持股率兩數值相加而成。透過分析集團內各企業之年報，以最複雜之情況而言，最終控制者對集團企業施行股權控制力之主要途徑有五：

- (1) 透過最終控制者個人持有集團內上市櫃公司；
- (2) 透過集團內未上市櫃法人(包含非營利組織)持有集團內上市櫃公司；
- (3) 透過集團內上市櫃公司間相互持股(屬直接相互持股性質)；
- (4) 透過集團內上市櫃公司轉投資未上市櫃公司，並經由各未上市櫃公司再持股其他上市櫃公司(屬間接相互持股性質)；

(5) 透過集團內上市櫃公司轉投資未上市櫃公司，未上市櫃公司再回頭持有其上市櫃母公司(屬庫藏概念股)。

前述持股途徑之股份控制權觀念及計算，可以圖 3-4 例釋：

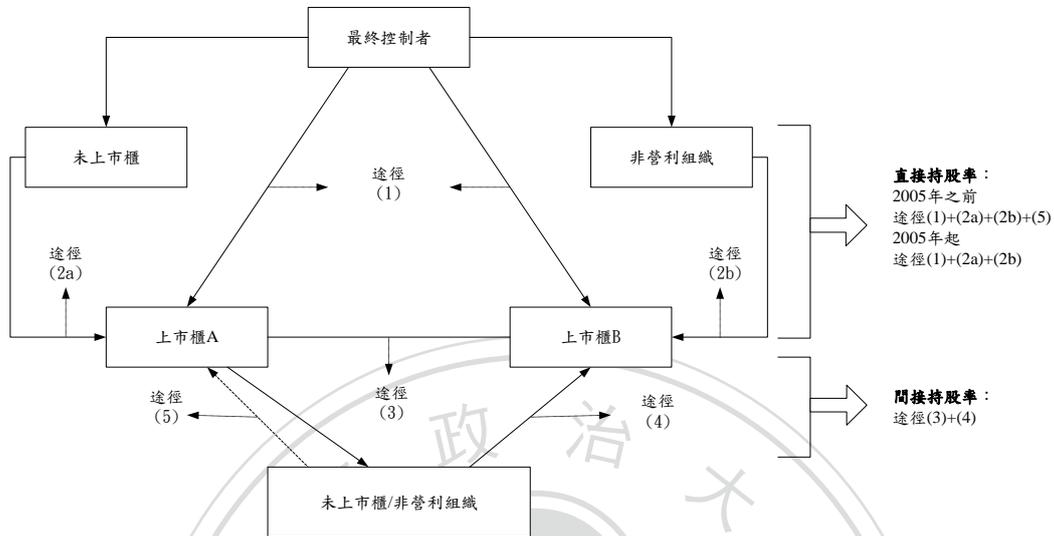


圖 3-4 集團控股途徑釋例

資料來源：林宛瑩與許崇源(2008, P.290)

1、直接持股率計算：

由上市櫃公司年底之董監持股及上市櫃公司公開說明書之十大主要股東表兩項資料來源，彙整直接持股率之資訊。十大股東中，若為集團內之公司且非屬上市櫃公司之子公司者，視為家族 100% 控制，計入直接持股率。故直接持股率之計算，包含下列三部份：

- (1) 最終控制者對集團內上市櫃公司之持股率；
- (2) 透過未上市櫃公司及非營利組織對集團上市櫃公司之持股率；
- (3) 上市櫃公司與其投資之未上市櫃公司(亦即子公司)發生相互持股情況(圖 3-1 中之虛線，即途徑(5))。

2005 年 6 月 22 日公布公司法第 179 條已限制從屬公司及控制公司與從屬公司再轉投資他公司已發行股份總數或資本總額過半之他公司所持有控制公司及其從屬公司股份之表決權，故對 2005 年後之計算，符合 179 條規定之途徑(5)，應該因應此項規定，改變算法，不再納入股份控制權之計算。但修法前，未限制子公司持股之投票權，最終控制者仍可透過此部份之持股增強對上市櫃 A 公司的控制力，故採用庫藏股概念，將此部份之持股計入直接持股率，但不計入直接

盈餘分配率。

2、 間接持股率計算：

間接持股率之計算，除需取得年底董監持股及十大主要股東表兩項資料外，還需取得上市櫃公司年報之期末持有有價證券表、關係企業組織圖及法人董監持股等三項資料。間接持股率之計算，包含下列部份：

- (1) 集團內上市櫃公司間相互持股之持股率(即圖 3-1 中之途徑(3))；
- (2) 集團內上市櫃公司轉投資未上市櫃公司，並經由各未上市櫃公司再持股其他上市櫃公司之持股率(即圖 3-1 中之途徑(4))。

3、 決定標的公司之控制階層順序：

為解決聯屬公司間因相互投資(即交叉持股)，在計算上造成多控制鏈途徑之迴路與控制力階層的問題，林宛瑩與許崇源(2008)建議，依照相對控制地位與成立年度決定標的企業之控制階層順序：

- (1) 先考慮標的公司在該企業集團中之控制地位，亦即該標的公司持有較多之其他聯屬公司，而被較少之其他聯屬公司所持有，則其相對控制地位越高，在計算最終控制者對其股份控制權時，其順序越優先；
- (2) 如相對控制地位相當，則依公司成立年度先後，作為決定最終控者對標的公司控制權之優先順序，成立越早者越優先。

一旦依此順序決定最終控制者對階層在前的公司之股份控制權後，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之股份控制權，以解決迴路問題。

4、 計算股份控制權：

計算最終控制者對被控制公司之股份控制權，文獻上有 La Porta et al.(2002)最末端和 Claessens et al. (2000)最弱者兩種概念，林宛瑩與許崇源(2008)採用最弱者概念，選取控制鏈上之最小值作為間接持股之衡量，加計直接持股率後，即得股份控制權。

(二) 董監席次控制權

最終控制者可透過下列方式，控制公司之董監事席次：

- (1) 個人名義擔任董監事；
- (2) 透過未上櫃關係法人擔任董監事；
- (3) 以上市櫃公司法人名義代表擔任董監事；
- (4) 由關係企業經理人擔任董監事；
- (5) 支持最終控制者之友好個人、企業、法人組織或官股。

在列計最終控制者所屬席次控制權時，係以法人或法人代表人、個人與最終控制者之關係作為判斷是否計入最終控制者掌握席次的原則。以法人出任董監事而言，若屬集團內公司(包含未上市櫃)或非營利組織，其席次全數計入。

(三) 盈餘分配權

盈餘分配率可分為直接和間接兩者，而盈餘分配權即為此兩者之合計數。

1、直接盈餘分配率

「直接盈餘分配率」與「直接持股率」應相配合但需排除下列兩種情況：

- (1) 透過非營利組織持股者，依法盈餘為該非營利組織所有，最終控制者無權享受，故於計算「盈餘分配率」時，予以排除。
- (2) 透過圖 3-1 之途徑(5)者，由於最終控制者仍可透過此部分增強對上市櫃公司的控制力，故採用庫藏股概念，將此部分之持股計入直接持股率，但不計入直接盈餘分配率。

2、間接盈餘分配率

係依控制鏈上之持股比率相乘而得，但經過多層後其乘積甚微者，操作上可省略不計。

(四) 衡量股份控制權、盈餘分配權及席次控制權間之偏離程度

以股份、席次控制權和盈餘分配權之偏離差和偏離比，衡量控制力(股份、席次控制權)與出資(盈餘分配權)間的落差。

本研究採上述分析及衡量方法，逐一分析大同集團企業其股權及控制結構。

第四章 個案分析

本章參考林宛瑩與許崇源(2008)之分析方法，首先分析大同集團企業之投資關係，接著探討其股權結構及董監事組成，並進一步衡量其股份控制權、盈餘分配權及席次控制權。

第一節 大同集團分子企業投資關係

依據大同集團內各分子企業 2009 年度之財務報表及年報，大同集團轉投資事業相互投資關係及持股率如圖 4-1 所示。

分析大同集團企業期末持有有價證券之資料顯示，大同集團內共擁有 121 家公司，其中上市(櫃)及公開發行公司 11 家，國內未公開發行公司 36 家，以及海外轉投資事業計 74 家。從圖 4-1 可以看出來，大同集團企業內存在為數眾多的未上市(櫃)與海外投資公司，由於其相關之資料較不完整也不易取得，本研究係以大同集團內上市(櫃)與公開發行公司為分析標的。

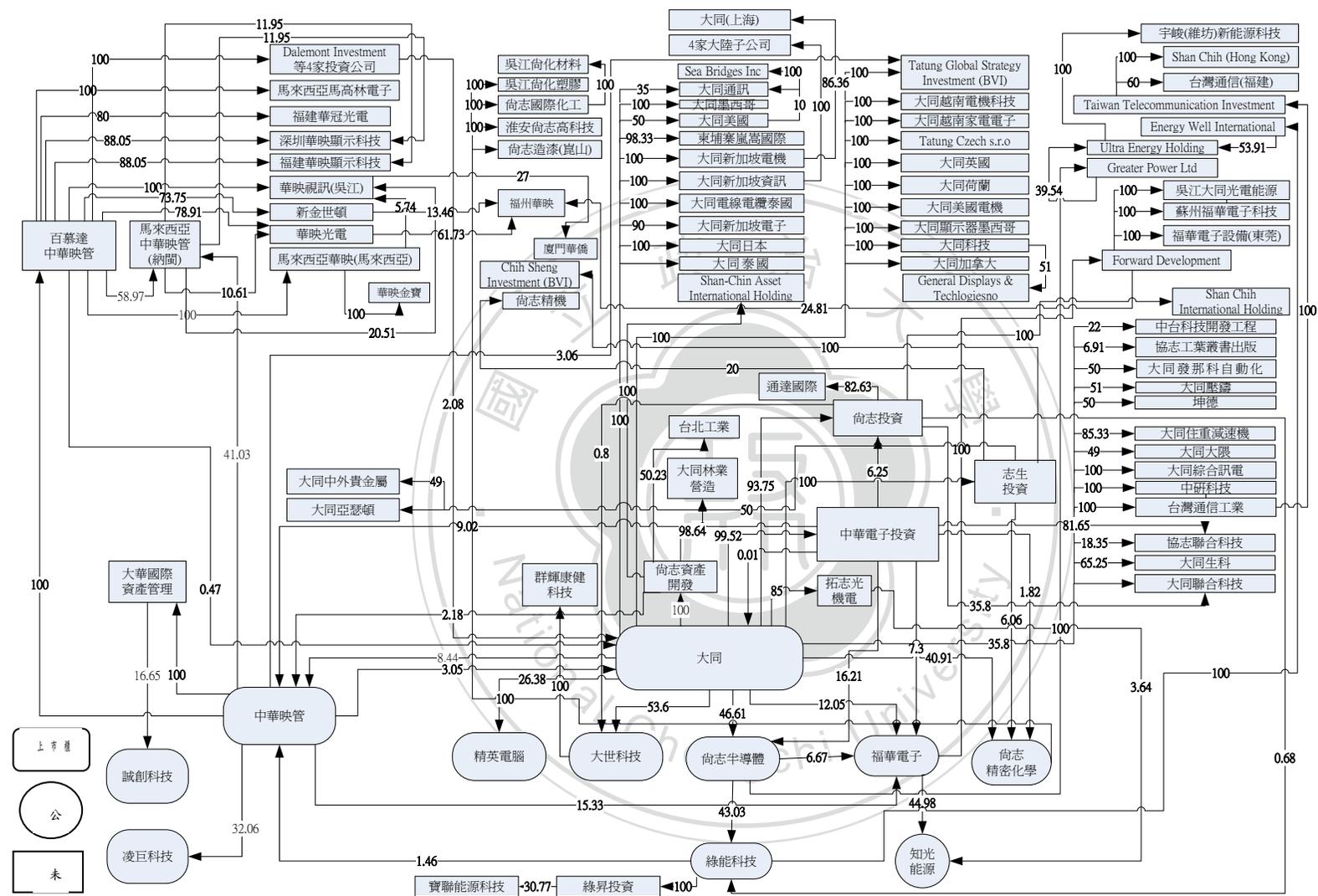


圖 4-1 大同集團內上市櫃(含公開發行)公司間相互投資關係及持股

第二節 股權結構與董監組成分析

本節定義大同集團企業之最終控制者，決定集團企業間之控制鏈，並分析其股權結構與董監事組成，以下依序說明之。

一、定義最終控制者

本研究將「最終控制者」定義為對公司決策具有最後或最大影響力者，通常指公司之最大股東，董事長、或總經理等及其家族或經營團隊。依據 2009 年及 2010 年之資料分析顯示，以「林蔚山」為首之「林氏家族」對集團企業決策具有最大影響力，因此將之定義為大同集團之最終控制者。

二、集團內的控制階層

由圖 4-1 可以看出，大同集團上市(櫃)及公開發行公司間存在相互投資持股之情況，故在計算股份控制權前，需先考量各被控制公司相對控制地位和成立年度，以決定其控制的階層順序，並以其計算股份控制權。一旦依此順序決定最終控制者對階層順序在前的公司之股份控制權後，所有經過此公司的控制途徑，直接以該股份控制權代替所有最終控制者透過此公司來控制其他聯屬公司之股份控制權，不再以循環計算該公司之股份控制權。解決控制鏈迴路問題後，在計算最終控制者對被控制公司之股份控制權時，則依循 Claessens et al.(2000)之最弱者概念，選取控制鏈中之最小值。

以下就持股率與董監席次兩個構面來分析大同集團之股權結構特性，並採用林宛瑩與許崇源(2008)對「最終控制者」之定義及股份控制權、盈餘分配權及席次控制權之計算進行分析。

在討論大同集團上市(櫃)公司的「盈餘分配權」時，需再深入分析最終控制者對集團內轉投資之未上市(櫃)關係企業的「直接盈餘分配率」。一般而言，「直接持股率」和「直接盈餘分配率」相配合，但有些情況下，會抽離部分持股率，而不計入林氏家族的直接盈餘分配率中。例如大同集團中的大同大學和大同高中為非營利機構，其盈餘不會分配，林氏家族無法直接分配到現金，因此不計入直接盈餘分配權之計算。以下針對大同集團上市(櫃)及公開發行企業逐一分析。

三、股權結構及董監事組成

要分析「席次控制權」，必須先分析集團中上市(櫃)公司的董監事組成。表 4-1 至表 4-11 即分別列示大同集團中上市(櫃)及公開發行之十一家公司董監事組成、直接持股率及直接盈餘分配率。

表 4-1 彙總整理大同公司之股權狀況及董監事組成，該表顯示：

1. 林氏家族成員個人對大同的直接持股率為 2.82%；
2. 未上市櫃關係法人大同大學、大同高中及大同職工福利會的合計直接持股率為 8.92%；
3. 大同集團未上市櫃子公司中華電子對大同的持股率為 0.01%，2005 年 6 月後，新修訂公司法 179 條明令限制子公司對母公司之投票權，該部分持股於 2005 年後即不應再計入直接持股率。

林氏家族對大同公司的直接持股率合計為 11.74% ($= 2.82\% + 8.92\%$)。在計算直接盈餘分配率時，因為大同大學(6.19%)、大同高中(1.37%)及大同職工福利會(1.36%)皆為非營利組織，不會分配盈餘給林氏家族成員，故不計入盈餘分配率之計算。另外，中華電子為大同公司的未上市櫃子公司，對大同公司之持股視為庫藏股，不計入直接盈餘分配率之計算。扣除非營利組織部分之持股率後，林氏家族對大同公司的直接盈餘分配率為 2.82% ($= 11.74\% - 6.19\% - 1.37\% - 1.36\%$)。

就席次組成而言，林氏家族以個人名義出任董事席次數為 1 席，擔任董事席次比例為 11.11% (9 席中 1 席)，董監合計席次比例為 9.09% (11 席中 1 席)。至於大同公司其餘 10 席之董監席位，則由大同集團內大同大學(7 人擔任董事)、大同高中(2 人擔任監察人)之代表人及林文淵(擔任董事)出任。在大同的董監組成中，大同大學及大同高中之董(監)事席次比例分別為 77.78% (100.00%)，董監合計席次比例為 81.82% (11 席中 9 席)。整體而言，大同林氏家族對大同公司可掌控之董監席次比例為 90.91% (11 席中佔 10 席)。

表 4-1 大同公司之股權狀況及董監事組成分析(共有董事 9 席、監察人 2 席)

資料時間：2009/12/31

董事會成員	持 股 途 徑	席 次 數	計 入 席 次	個人持股率 及直接盈餘 分配率	未上市櫃 關係法人		上市櫃關係法人 持股率	
					持股率	直接盈餘 分配率	透過 本身	透過未 上市櫃
董事								
林氏家族-林蔚山	(1)	1	1	0.45				
大同大學	(2b)				6.19	0.00		
大同大學-林郭文艷	(1)	1	1	0.06				
大同大學-林蔚東	(1)	1	1	0.45				
大同大學-張益華	(2b)	1	1		0.00	0.00		
大同大學-陳火炎	(2b)	1	1		0.00	0.00		
大同大學-何明果	(2b)	1	1		0.00	0.00		
大同大學-王隆潔	(2b)	1	1		0.00	0.00		
大同大學-鍾國華	(2b)	1	1		0.00	0.00		
林文淵		1	0		0.00	0.00		
小計(1)		9	8	0.96	6.19	0.00		
監察人								
大同高中	(2b)				1.37	0.00		
大同高中-呂秀正	(2b)	1	1		0.00	0.00		
大同高中-許文剛	(2b)	1	1		0.00	0.00		
小計(2)		2	2	0.00	1.37	0.00		
大股東								
陳秀鑾 ^a	(1)			1.86				
大同職工福利會	(2b)				1.36	0.00		
集團子公司股東								
中華電子 ^b	(5)				0.00	0.00		
百募達中華映管 ^c	(4)							0.47
Dalemont ^d	(4)							2.08
集團上市櫃公司								
中華映管	(3)							3.05
小計(3)				1.86	1.36	0.00		2.55
合計(1)+(2)+(3)		11	10	2.82	8.92	0.00	3.05	2.55

a:陳秀鑾為林蔚山的母親。

b:中華電子為大同公司的未上市櫃子公司，對大同公司之持股視為庫藏股，不計入直接持股率及盈餘分配率之計算。

c:百募達中華映管為中華映管 100%投資之子公司。

d: Dalemont Investment 等四家投資公司各對大同公司投資 0.52%，該四家投資公司為百募達中華映管 100%投資之子公司。

表 4-2 彙總整理中華映管之股權狀況及董監事組成，該表顯示：

1. 林氏家族成員未以個人名義持有中華映管之股份；
2. 未透過未上市櫃關係法人持有股份。

林氏家族對中華映管的直接持股率為 0.00%。故大同林家對中華映管的直接盈餘分配率亦為 0.00%。表 4-2 另顯示，大同公司本身對中華映管的持股為 8.44%，透過未上市櫃關係法人中華電子、尚志資產開發及中華電子-信託之合計持股為 9.62%，大同公司合計之持股 18.06% (=8.44% + 9.62%)，綠能科技對中華映管的持股為 8.44%，大同公司及綠能科技合計之持股 19.52% (=18.06% + 1.46%)，我們將之歸為間接持股率。

就席次組成而言，林氏家族未以個人名義出任董事席次，故董事席次比例為 0.00% (9 席中 0 席)，董監合計席次比例亦為 0.00% (14 席中 0 席)；以大同公司出任董事席位比例為 44.44% (9 席中 4 席)；以未上市櫃關係法人中華電子出任監事席位比例為 80.00% (5 席中 4 席)；以集團經理人(紀東發)出任監事席位比例為 20.00% (5 席中 1 席)。以董監席次合計數而言，大同林家對中華映管可掌控的席次比例為 64.29% (14 席中佔 9 席)。

表 4-2 中華映管之股權狀況及董監事組成分析(共有董事 9 席、監察人 5 席)

資料時間：2010/04/30

董事會成員	持 股 途 徑	席 次 數	計 入 席 次	個人持股率 及直接盈餘 分配率	未上市櫃 關係法人		上市櫃關係法人 持股率	
					持 股 率	直 接 盈 餘 分 配 率	透 過 本 身	透 過 未 上 市 櫃
董事								
大同-林蔚山	(3)	1	1	0.00			8.44	
大同-許超雲	(3)	1	1					
大同-林郭文艷	(3)	1	1					
大同-許嘉成	(3)	1	1					
溫清章		1	0					
仁寶-陳瑞聰		1	0					
袁建中(獨)		1	0					
朱平(獨)		1	0					
杜德成(獨)		1	0					
小計(1)		9	4	0.00	0.00	0.00	8.44	
監察人								
中華電子 ^a -王隆潔	(4)	1	1					5.68
中華電子 ^a -歐添發	(4)	1	1					
中華電子 ^a -陳淑芬	(4)	1	1					
中華電子 ^a -楊政杰	(4)	1	1					
紀東發 ^b		1	1					
小計(2)		5	5	0.00	0.00	0.00	0.00	5.68
集團子公司股東								
尚志資產開發 ^c	(4)							2.18
中華電子-信託 ^d								1.76
集團上市櫃公司股東								
綠能科技	(3)						1.46	
小計(3)				0.00	0.00	0.00	1.46	3.94
合計(1)+(2)+(3)		14	9	0.00	0.00	0.00	9.90	9.62

a: 中華電子為大同公司持有 99.52%的子公司。

b: 紀東發任職大同公司主計主任。

c: 尚志資產開發為大同公司持股 100.00%的子公司。

d: 中華電子之中國信託商業銀行受託信託財產專戶，應計入直接持股率及盈餘分配率之計算。

表 4-3 彙總整理大世科技之股權狀況及董監事組成，該表顯示：

1. 林氏家族成員個人對大同的直接持股率為 0.01%；
2. 未透過未上市櫃關係法人持有股份。

表 4-3 大世科技公司之股權狀況及董監事組成分析(共有董事 10 席、監察人 3 席)
資料時間：2010/04/30

董事會成員	持 股 途 徑	席 次 數	計 入 席 次	個人持股率 及直接盈餘 分配率	未上市櫃 關係法人		上市櫃關係法人 持股率	
					持股率	直接盈餘 分配率	透過 本身	透過未 上市櫃
董事								
林氏家族								
林郭文艷	(1)	1	1	0.004				
林蔚山	(1)	1	1	0.006				
大同(股)公司-許嘉成	(3)	1	1				53.600	
大同(股)公司-龔鍾嶸	(3)	1	1					
大同(股)公司-曾毅誠	(3)	1	1					
大同(股)公司-陳輝煌	(3)	1	1					
大同(股)公司-沈柏廷	(3)	1	1					
郭惠玉(獨)		1	0					
林祖嘉(獨)		1	0					
林柏生(獨)		1	0					
小計(1)		10	7	0.010	0.000	0.000	53.600	
監察人								
尚志投資 ^a -歐添發	(4)	1	1					0.800
陳志煒(獨)		1	0					
蔡士光(獨)		1	0					
小計(2)		3	1	0.000	0.000	0.000	0.000	0.800
合計(1)+(2)		13	8	0.010	0.000	0.000	53.600	0.800

a: 尚志投資為大同公司持有 93.75%的子公司。

林氏家族對大世科技的直接持股率為 0.01%。未透過未上市櫃關係法人持有股份，故大同林家對大世科技的直接盈餘分配率亦為 0.01%。表 4-3 中另顯示，持股 53.60%的大同公司為大世科技之最主要上市公司法人股東，透過未上市櫃公司尚志投資對大世科技持股 0.80%，大同公司合計持股 54.40% (= 53.60% + 0.80%)，我們將其列為間接持股率。

就席次組成而言，林氏家族以個人名義出任董事席次數為 2 席，擔任董事席

次比例為 20.00% (10 席中 2 席)，董監合計席次比例為 15.38% (13 席中 2 席)；以上市公司大同出任 5 席董事 0 席監察人，董(監)事席次比例分別為 50.00% 及 0% (10 席中 5 席、3 席中 0 席)；以未上市櫃關係法人尚志投資出任 1 席監察人，擔任監事席位比例為 33.33% (3 席中 1 席)，董監合計席次比例為 7.69% (13 席中 1 席)。整體而言，大同林氏家族對大世科技可掌控之董監席次比例為 61.54% (13 席中佔 8 席)。

表 4-4 彙總整理尚志半導體之股權狀況及董監事組成，該表顯示：

1. 林氏家族成員個人對尚志半導體的直接持股率為 0.19%；
2. 未透過未上市櫃關係法人持有股份。

林氏家族對尚志半導體的直接持股率為 0.19%。未透過未上市櫃關係法人持有股份，故大同林家對尚志半導體的直接盈餘分配率亦為 0.19%。表 4-4 中另顯示，持股 46.41% 的大同公司為尚志半導體之最主要上市公司法人股東，透過未上市櫃公司中華電子投資對尚志半導體持股 16.14%，大同公司合計持股 62.55% (= 46.41% + 16.14%)，我們將其列為間接持股率。

就席次組成而言，林氏家族以個人名義出任董事席次數為 2 席，擔任董事席次比例為 22.22% (9 席中 2 席)，董監合計席次比例為 16.67% (12 席中 2 席)；以上市公司大同出任 2 席董事 0 席監察人，董(監)事席次比例分別為 22.22% 及 0% (9 席中 2 席、3 席中 0 席)；以未上市櫃關係法人中華電子投資出任 1 席監察人，擔任監事席位比例為 33.33% (3 席中 1 席)，董監合計席次比例為 8.33% (12 席中 1 席)；以集團經理人之親友(翁豐在)出任董事席位比例為 11.11% (9 席中 1 席)。整體而言，大同林氏家族對尚志半導體可掌控之董監席次比例為 50.00% (12 席中佔 6 席)。

表 4-4 尚志半導體之股權狀況及董監事組成分析(共有董事 9 席、監察人 3 席)
資料時間：2010/04/17

董事會成員	持 股 途 徑	席 次 數	計 入 席 次	個人持股率 及直接盈餘 分配率	未上市櫃 關係法人		上市櫃關係法人 持股率	
					持股率	直接盈餘 分配率	透過 本身	透過未 上市櫃
董事								
林氏家族								
林郭文艷	(1)	1	1	0.04	0.00	0.00		
林蔚山	(1)	1	1	0.15		0.00		
大同(股)公司-李龍達	(3)	1	1		0.00	0.00	46.41	
大同(股)公司-林和龍	(3)	1	1					
許志仁		1	0					
翁豐在 ^a		1	1					
林漢卿(獨)		1	0					
張裕隆(獨)		1	0					
蘇鵬飛(獨)		1	0					
小計(1)		9	5	0.19	0.00	0.00	46.41	
監察人								
中華電子投資 ^b -王隆潔	(4)	1	1					16.14
馬嘉應		1	0					
田乾隆		1	0					
小計(2)		3	1					16.14
合計(1)+(2)		12	6	0.19	0.00	0.00	46.41	16.14
a: 翁豐在係大同大學機械工程研究所博士班畢業，大同公司秘書長何明果為其博士論文之指導教授，目前任職虎尾科技大學專任教授。								
b: 中華電子為大同公司持有 99.52%的子公司。								

表 4-5 彙總整理福華電子之股權狀況及董監事組成，該表顯示：

1. 林氏家族成員個人對福華電子的直接持股率為 0.04%；
2. 未透過未上市櫃關係法人持有股份。

表 4-5 福華電子之股權狀況及董監事組成分析(共有董事 7 席、監察人 3 席)

資料時間：2010/04/19

董事會成員	持 股 途 徑	席 次 數	計 入 席 次	個人持股率 及直接盈餘 分配率	未上市櫃 關係法人		上市櫃關係法人 持股率	
					持股率	直接盈餘 分配率	透過 本身	透過未 上市櫃
董事								
大同(股)公司-林蔚山	(3)	1	1	0.03			12.05	
大同(股)公司-林郭文艷	(3)	1	1	0.01				
大同(股)公司-王祥壽	(3)	1	1					
華映(股)公司-林盛昌	(3)	1	1				15.33	
蕭炳文(獨)		1	0					
陳吉明(獨)		1	0					
沈仰斌(獨)		1	0					
小計(1)		7	4	0.04	0.00	0.00	27.38	
監察人								
中華電子 ^a -楊政杰	(4)	1	1					7.30
陳調柏(獨)		1	0					
楊素芳(獨)		1	0					
小計(2)		3	1	0.00	0.00	0.00	0.00	7.30
集團上市櫃公司股東								
尚志半導體	(3)						6.67	
小計(3)				0.00	0.00	0.00	6.67	0.00
合計(1)+(2)+(3)		10	5	0.04	0.00	0.00	34.05	7.30

a: 中華電子為大同公司持有 99.52% 的子公司。

林氏家族對福華電子的直接持股率為 0.04%。未透過未上市櫃關係法人持有股份，故大同林家對福華電子的直接盈餘分配率亦為 0.04%。表 4-5 中另顯示，大同公司本身對福華電子的持股為 12.05%，透過未上市櫃關係法人中華電子持股為 7.30%，大同公司合計之持股 19.35% (= 12.05% + 7.30%)；中華映管對福華電子的持股為 15.33%；尚志半導體對福華電子的持股為 6.67%；三家上市公司大同公司、中華映管及尚志半導體之持股合計為 41.35% (= 19.35% + 15.33% + 6.67%)，我們將其列為間接持股率。

就席次組成而言，林氏家族未以個人名義出任董事席次，故董事席次比例為 0.00% (7 席中 0 席)，董監合計席次比例亦為 0.00% (10 席中 0 席)；以上市公司大同出任 3 席董事 0 席監察人，董(監)事席次比例分別為 42.86% 及 0% (7 席中

3 席、3 席中 0 席)；以上市公司中華映管出任 1 席董事 0 席監察人，董(監)事席次比例分別為 14.29% 及 0% (7 席中 1 席、3 席中 0 席)；以未上市櫃關係法人中華電子出任監察人席位比例為 33.33% (3 席中 1 席)，董監合計席次比例為 10.00% (10 席中 1 席)。整體而言，大同林氏家族對福華電子可掌控之董監席次比例為 50.00% (10 席中佔 5 席)。

表 4-6 彙總整理尚志精密化學之股權狀況及董監事組成，該表顯示：

1. 林氏家族成員個人對尚志精密化學的直接持股率為 0.84%；
2. 未透過未上市櫃關係法人持有股份。

林氏家族對尚志精密化學的直接持股率為 0.84%。未透過未上市櫃關係法人持有股份，故大同林家對尚志精密化學的直接盈餘分配率亦為 0.84%。表 4-6 中另顯示，持股 40.19% 的大同公司為尚志精密化學之最主要上市公司法人股東，透過未上市櫃公司志生投資及中華電子投資分別對尚志精密化學持股為 5.95% 及 1.79%，大同公司合計持股 47.93% (= 40.19% + 5.95% + 1.79%)，我們將其列為間接持股率。

就席次組成而言，林氏家族以個人名義出任董事席次數為 1 席，擔任董事席次比例為 14.29% (7 席中 1 席)，董監合計席次比例為 10.00% (10 席中 1 席)；以上市公司大同出任 4 席董事 0 席監察人，董(監)事席次比例分別為 57.14% 及 0% (7 席中 4 席、3 席中 0 席)；以未上市櫃關係法人志生投資出任 3 席監察人，擔任監事席位比例為 100.00% (3 席中 3 席)，董監合計席次比例為 30.00% (10 席中 3 席)。整體而言，大同林氏家族對尚志半導體可掌控之董監席次比例為 80.00% (10 席中佔 8 席)。

表 4-6 尚志精密化學之股權狀況及董監事組成分析(共有董事 7 席、監察人 3 席)
資料時間：2010/02/23

董事會成員	持 股 途 徑	席 次 數	計 入 席 次	個人持股率 及直接盈餘 分配率	未上市櫃 關係法人		上市櫃關係法人 持股率	
					持股率	直接盈餘 分配率	透過 本身	透過未 上市櫃
董事								
林氏家族-林蔚山	(1)	1	1	0.60				
大同(股)公司-林郭文艷	(3)	1	1	0.24	0.00	0.00	40.19	
大同(股)公司-許嘉成	(3)	1	1					
大同(股)公司-楊文遠	(3)	1	1					
大同(股)公司-李龍達	(3)	1	1					
林宏基(獨)		1	0					
陳柏尹(獨)		1	0					
小計(1)		7	5	0.84	0.00	0.00	40.19	
監察人								
志生投資 ^a -王榮基	(4)	1	1					5.95
志生投資 ^a -彭文傑	(4)	1	1					
志生投資 ^a -楊樹勳	(4)	1	1					
小計(2)		3	3	0.00	0.00	0.00	0.00	5.95
集團子公司股東								
中華電子投資 ^b	(4)							1.79
小計(3)				0.00	0.00	0.00	0.00	1.79
合計(1)+(2)+(3)		10	8	0.84	0.00	0.00	40.19	7.74

a: 志生投資為大同公司持股 100.00%的子公司。

b: 中華電子投資為大同公司持股 99.52%的子公司。

表 4-7 彙總整理綠能科技之股權狀況及董監事組成，該表顯示：

1. 林氏家族成員個人對綠能科技的直接持股率為 0.04%；
2. 未透過未上市櫃關係法人持有股份。

表 4-7 綠能科技之股權狀況及董監事組成分析(共有董事 8 席、監察人 0 席)

資料時間：2010/04/06)

董事會成員	持 股 途 徑	席 次 數	計 入 席 次	個人持股率 及直接盈餘 分配率	未上市櫃 關係法人		上市櫃關係法人 持股率	
					持股率	直接盈餘 分配率	透過 本身	透過未 上市櫃
董事								
尚志半導體-林蔚山	(1)	1	1	0.03			42.00	
尚志半導體-林郭文艷	(1)	1	1	0.01				
尚志半導體-林和龍	(1)	1	1					
唐遠生 ^a		1	1					
陳繁雄 ^b		1	1					
王居卿(獨)		1	0					
邱柏松(獨)		1	0					
涂登才(獨)		1	0					
小計(1)		8	5	0.04	0.00	0.00	42.00	
監察人^c								
小計(2)								
集團子公司股東								
尚志投資 ^d	(4)							0.68
尚志資產開發 ^e	(4)							0.41
小計(3)				0.00	0.00	0.00	0.00	1.09
合計(1)+(2)+(3)		8	5	0.04	0.00	0.00	42.00	1.09

a: 唐遠生任職大同公司協理。
b: 陳繁雄任職大同工學院副教授 (1976/12 ~ 1999/07) 及大同大學教授 (1999/08 迄今)。
c: 綠能科技於 97 年 6 月 10 日設置審計委員會，負責執行法令規定有關監察人職權，監察人同日解任。
d: 尚志投資為大同公司持股 93.75% 的子公司。
e: 尚志資產開發為大同公司持股 100.00% 的子公司。

林氏家族對綠能科技的直接持股率為 0.04%。未透過未上市櫃關係法人持有股份，故大同林家對綠能科技的直接盈餘分配率亦為 0.04%。表 4-7 中另顯示，持股 42.00% 的尚志半導體為綠能科技之最主要上市公司法人股東；大同公司透過未上市櫃公司尚志投資及尚志資產開發分別對綠能科技持股為 0.68% 及 0.41%，大同公司合計持股 1.09% (= 0.68% + 0.41%)，我們將尚志半導體及大同公司兩家公司持股合計 43.09% (= 43.00% + 1.09%) 列為間接持股率。

就席次組成而言，林氏家族未以個人名義出任董事席次，故董事席次比例為 0.00% (8 席中 0 席)；綠能科技於 97 年 6 月 10 日設置審計委員會，負責執行法

令規定有關監察人職權，監察人同日解任；以上市公司尚志半導體出任 3 席董事，董事席次比例分別為 37.50% (8 席中 3 席)；以集團經理人 (唐遠生) 出任董事席位比例為 12.50% (8 席中 1 席)；以集團之關係企業-大同大學(陳繁雄)出任董事席位比例為 12.50% (8 席中 1 席)。整體而言，大同林氏家族對綠能科技掌控之董監席次為 62.50% (8 席中佔 5 席)。

表 4-8 彙總整理誠創科技之股權狀況及董監事組成，該表顯示：

1. 林氏家族成員個人未以個人名義持有誠創科技之股份；
2. 未透過未上市櫃關係法人持有股份。

表 4-8 誠創科技之股權狀況及董監事組成分析(共有董事 7 席、監察人 3 席)
資料時間：2010/04/17

董事會成員	持 股 途 徑	席 次 數	計 入 席 次	個人持股率 及直接盈餘 分配率	未上市櫃 關係法人		上市櫃關係法人 持股率	
					持股率	直接盈餘 分配率	透過 本身	透過未 上市櫃
董事								
大華國際資產 ^a -董廣業	(4)	1	1					13.76
大華國際資產 ^a -陳光郎	(4)	1	1					
大華國際資產 ^a -許翼材	(4)	1	1					
林志峰 ^b		1	1					
林崇平		1	0					
黃嘉能(獨)		1	0					
魏清圳(獨)		1	0					
小計(1)		7	4	0.00	0.00	0.00	0.00	13.76
監察人								
友邦投資-黃志平		1	0					
黃明偉		1	0					
詹文雄		1	0					
小計(2)		3	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合計(1)+(2)		10	4	0.00	0.00	0.00	0.00	13.76

a: 大華國際資產為中華映管持股 100.00%的子公司。

b: 林志峰任職誠創科技總經理，總經理任期為 93.07.13~98.12.29，於 98 年 12 月 29 日辭任。

林氏家族對誠創科技的直接持股率為 0.00%。未透過未上市櫃關係法人持有股份，故大同林家對誠創科技的直接盈餘分配率亦為 0.00%。表 4-8 中另顯示，中華映管透過未上市櫃公司大華國際資產對誠創科技持股 13.76%，我們將其列

為間接持股率。

就席次組成而言，林氏家族未以個人名義出任董事席次，故董事席次比例為 0.00% (7 席中 0 席)，董監合計席次比例亦為 0.00% (10 席中 0 席)；以未上市櫃關係法人大華國際資產出任 3 席董事，董事席次比例為 42.86% (7 席中 3 席)，董監合計席次比例亦為 30.00% (10 席中 3 席)；以集團經理人(林志峰)出任董事席位比例為 14.29% (7 席中 1 席)，董監席次比例為 10.00% (10 席中 1 席)。整體而言，大同林氏家族對誠創科技可掌控之董監席次為 40.00% (10 席中佔 4 席)。

表 4-9 彙總整理精英電腦之股權狀況及董監事組成，該表顯示：

1. 林氏家族成員個人未以個人名義持有精英電腦之股份；
2. 未透過未上市櫃關係法人持有股份。

林氏家族對精英電腦的直接持股率為 0.00%。未透過未上市櫃關係法人持有股份，故大同林家對精英電腦的直接盈餘分配率亦為 0.00%。表 4-9 中另顯示，上市公司大同對精英電腦持股 26.38%，我們將其列為間接持股率。

就席次組成而言，林氏家族未以個人名義出任董事席次，故董事席次比例為 0.00% (9 席中 0 席)，董監合計席次比例亦為 0.00% (11 席中 0 席)；以上市公司大同出任 4 席董事 0 席監察人，董(監)事席次比例分別為 44.44% 及 0% (9 席中 4 席、2 席中 0 席)；以集團經理人(謝國雄)出任監事席位比例為 50.00% (2 席中 1 席)，董監席次比例為 9.09% (11 席中 1 席)。整體而言，大同林氏家族對精英電腦可掌控之董監席次為 45.45% (11 席中佔 5 席)。

表 4-9 精英電腦之股權狀況及董監事組成分析(共有董事 9 席、監察人 2 席)

資料時間：2010/05/15

董事會成員	持 股 途 徑	席 次 數	計 入 席 次	個人持股率 及直接盈餘 分配率	未上市櫃 關係法人		上市櫃關係法人 持股率	
					持股率	直接盈餘 分配率	透過 本身	透過未 上市櫃
董事								
大同(股)公司-林郭文艷	(3)	1	1	0.00			26.38	
大同(股)公司-林蔚山	(3)	1	1					
大同(股)公司-許志宏	(3)	1	1					
大同(股)公司-顏世朝	(3)	1	1					
寶成工業-蔡乃峰		1	0					
寶成工業-林啟雄		1	0					
寶成工業-蔡佳宏		1	0					
馮震宇(獨)		1	0					
林翰飛(獨)		1	0					
小計(1)		9	4	0.00	0.00	0.00	26.38	0.00
監察人								
謝國雄 ^a		1	1					
寶祥投資-吳邦治		1	0					
小計(2)		2	1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合計(1)+(2)		11	5	0.00	0.00	0.00	26.38	0.00

a: 謝國雄為綠能科技財務長。

表 4-10 彙總整理凌巨科技之股權狀況及董監事組成，該表顯示：

1. 林氏家族成員個人未以個人名義持有凌巨科技之股份；
2. 未透過未上市櫃關係法人持有股份。

表 4-10 凌巨科技公司之股權狀況及董監事組成分析(共有董事 9 席、監察人 3 席)
資料時間：2010/04/19

董事會成員	持 股 途 徑	席 次 數	計入 席次	個人持股 率及直接 盈餘分配 率	未上市櫃 關係法人		上市櫃關係法人 持股率	
					持股率	直接盈餘 分配率	透過 本身	透過未 上市櫃
董事								
中華映管-林盛昌	(3)	1	1				32.02	
中華映管-李學龍	(3)	1	1					
凌陽科技-黃洲杰		1	0					
凌陽科技-詹文雄		1	0					
可成科技-巫俊毅 ^a		1	1					
朱恒德 ^b		1	1					
藍榮裕 ^c		1	1					
李慶明(獨)		1	0					
林麗珍(獨)		1	0					
小計(1)		9	5	0.00	0.00	0.00	32.02	0.00
監察人								
呂健民 ^d		1	1					
遠見科技-馮竹健		1	0					
楊能傑		1	0					
小計(2)		3	1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合計(1)+(2)		12	6	0.00	0.00	0.00	32.02	0.00

a: 巫俊毅為中華映管前財務副總兼財會主管，於 99.03.01 離職。
b: 朱恒德任職凌巨科技總經理 (95.08.01 ~ 迄今)。
c: 藍榮裕為福華電子前總經理，任期為 90.07.06 ~ 98.12.22。
d: 呂健民任職誠創科技財務長。

林氏家族對凌巨科技的直接持股率為 0.00%。未透過未上市櫃關係法人持有股份，故大同林家對凌巨科技的直接盈餘分配率亦為 0.00%。表 4-10 中另顯示，上市公司中華映管對凌巨科技持股 32.02%，我們將其列為間接持股率。

就席次組成而言，林氏家族未以個人名義出任董事席次，故董事席次比例為 0.00% (9 席中 0 席)，董監合計席次比例亦為 0.00% (12 席中 0 席)；以上市公司

中華映管出任 2 席董事 0 席監察人，董(監)事席次比例分別為 22.22% 及 0% (9 席中 2 席、3 席中 0 席)；以集團現任經理人(朱恒德) 及集團前任經理人(藍榮裕) 各出任 1 席董事，合計董事席位比例為 22.22% (9 席中 2 席)，董監席次比例為 16.67% (12 中 2 席)；以集團經理人(呂健民) 出任 1 席監察人，監事席位比例為 33.33% (3 席中 1 席)，董監席次比例為 8.33% (12 中 1 席)。整體而言，大同林氏家族對凌巨科技可掌控之董監席次為 50.00% (12 席中佔 6 席)。

表 4-11 彙總整理知光能源之股權狀況及董監事組成，該表顯示：

1. 林氏家族成員個人未以個人名義持有知光能源之股份；
2. 未透過未上市櫃關係法人持有股份。

表 4-11 知光能源之股權狀況及董監事組成分析(共有董事 5 席、監察人 2 席)
資料時間：2010/06/10

董事會成員	持 股 途 徑	席 次 數	計 入 席 次	個人持股率 及直接盈餘 分配率	未上市櫃 關係法人		上市櫃關係法人 持股率	
					持股率	直接盈餘 分配率	透過 本身	透過未 上市櫃
董事								
福華電子-藍榮裕	(3)	1	1				44.98	
福華電子-楊銀發	(3)	1	1					
福華電子-蔡宜恭	(3)	1	1					
康宏投資-劉士來 ^a		1	1					
康均投資-劉禎光 ^b		1	1					
小計(1)		5	5	0.00	0.00	0.00	44.98	0.00
監察人								
拓志光機電 ^c -李振裕	(4)	1	1					3.64
張清景		1	0					
小計(2)		2	1	0.00	0.00	0.00	0.00	3.64
合計(1)+(2)		7	6	0.00	0.00	0.00	44.98	3.64

a: 劉士來任職知光能源總經理，於 99.3.10 請辭。

b: 劉禎光任職知光能源技術長，於 99.3.10 轉任顧問。

c: 拓志光機電為大同公司持股 85.00%的子公司。

林氏家族對知光能源的直接持股率為 0.00%。未透過未上市櫃關係法人持有股份，故大同林家對知光能源的直接盈餘分配率亦為 0.00%。表 4-11 中另顯示，持股 44.98%的福華電子為知光能源之最主要上市公司法人股東，透過未上市櫃

公司拓志光機電對知光能源持股 3.64%，福華電子及大同公司合計持股 48.62% (= 44.98% + 3.64%)，我們將其列為間接持股率。

就席次組成而言，林氏家族未以個人名義出任董事席次，故董事席次比例為 0.00% (5 席中 0 席)，董監合計席次比例亦為 0.00% (7 席中 0 席)；以上市公司福華電子出任 3 席董事 0 席監察人，董(監)事席次比例分別為 60.00% 及 0% (5 席中 3 席、2 席中 0 席)；以集團前任經理人(劉士來及劉禎光)各出任 1 席董事，合計董事席位比例為 40.00% (5 席中 2 席)，董監席次比例為 28.57% (7 中 2 席)；以未上市櫃關係法人拓志光機電出任 1 席監察人，監事席位比例為 50.00% (2 席中 1 席)，董監席次比例為 14.29% (7 中 1 席)。整體而言，大同林氏家族對凌巨科技可掌控之董監席次為 85.71% (7 席中佔 6 席)。

表 4-12 「林氏家族」對大同集團上市櫃(含公開發行)公司之直接持股率和直接盈餘分配率彙總

資料時間:2009/12

公司名稱	(A)林氏家族 個人持股率(%)	(B)未上市櫃 關係法人 持股率(%)	(C)=(A)+(B) 直接持股率(%)	直接盈餘分配率(%) (扣除財團法人持股率)
大同公司	2.82	8.92	11.74	2.82
中華映管	0.00	0.00	0.00	0.00
大世科技	0.01	0.00	0.01	0.01
尚志半導體	0.19	0.00	0.19	0.19
福華電子	0.04	0.00	0.04	0.04
尚志精密化學	0.84	0.00	0.84	0.84
綠能科技	0.04	0.00	0.04	0.04
誠創科技	0.00	0.00	0.00	0.00
精英電腦	0.00	0.00	0.00	0.00
凌巨科技	0.00	0.00	0.00	0.00
知光能源	0.00	0.00	0.00	0.00
平均	0.36	0.81	1.17	0.36

表 4-12 顯示，林氏家族成員對此 11 家公司之平均直接持股率為 0.36%，以大同公司的 2.82% 最高，5 家公司(中華映管、誠創科技、精英電腦、凌巨科技、知光能源)之 0.00% 最低；加計未上市櫃關係法人持股率後，平均直接持股率則增至 1.17%。在計算直接盈餘分配率時，因為大同大學(6.19%)、大同高中(1.37%)及大同職工福利會(1.36%)不會分配盈餘給林氏家族成員，不計入計算，故平均直接盈餘分配率為 0.36%。

表 4-13 分析的大同集團 11 家上市(櫃)及公開發行公司之董監事組成。表 4-13 顯示，林氏家族成員以個人名義出任董監席次分別為大同公司 1 席、大世科技 2 席、尚志半導體 2 席及尚志精密化學 1 席，簡單平均為 0.55 席，加權平均為 0.07 席，透過未上市(櫃)關係企業及上市(櫃)公司法人代表身份擔任董(監)之席次簡單平均為 3.73 席(1.18 席)，加權平均為 0.46 席(0.45 席)，透過內部經理人及關係企業出任董(監)之席次簡單平均為 0.82 席(0.27 席)，加權平均為 0.10 席(0.10 席)。整體而言，林氏家族對 11 家上市(櫃)及公開發行公司掌控的董監席次簡單及加權平均比例分別為 61.85% 及 61.02%。

在分析大同集團上市(櫃)及公開發行公司董監控制席次時，我們發現由林蔚山延攬身兼中鋼及台灣汽電共生董事長林文淵出任大同公司獨立董事，但大同公司 2009 年度董事會開會 10 次，他只出席了 1 次，出席率僅 10%，能否執行及發揮獨立董事之職能，值得商榷。

大同集團企業中有部分獨立董事具有大同大學、大同公司前經理人背景，或與關係企業董監事、經理人友好，通常會支持公司之經營決策。另外支持最終控制者之友好個人(如大同之林文淵)、企業(如中華映管之仁寶、精英電腦之寶成工業、凌巨科技之凌陽科技)在董事會表決時，較有可能支持大同林家決策。因此，我們將友好席次(如表 4-14)納入控制席次比例計算中，但將獨立董監事予以扣除，重新計算控制席次比例如表 4-15。

表 4-13 大同集團董監席次組成分析彙總

公司名稱	席次數		個人名義		未上市櫃 關係法人		上市櫃 關係法人		內部經理人		關係企業		友好		控制席次比例(%)		
	董	監	董	監	董	監	董	監	董	監	董	監	董	監	董	監	董監
大同公司	9	2	1	0	7	2	0	0	0	0	0	0	0	0	88.89	100.00	90.91
中華映管	9	5	0	0	0	4	4	0	1	0	0	0	0	44.44	100.00	64.29	
大世科技	10	3	2	0	0	1	5	0	0	0	0	0	0	70.00	33.33	61.54	
尚志半導體	9	3	2	0	0	1	2	0	0	0	1	0	0	55.56	33.33	50.00	
福華電子	7	3	0	0	0	1	4	0	0	0	0	0	0	57.14	33.33	50.00	
尚志精密化學	7	3	1	0	0	3	4	0	0	0	0	0	0	71.43	100.00	80.00	
綠能科技	8	0	0	0	0	0	3	0	1	0	1	0	0	62.50	NA	62.50	
誠創科技	7	3	0	0	3	0	0	0	0	0	1	0	0	57.14	0.00	40.00	
精英電腦	9	2	0	0	0	0	4	0	0	1	0	0	0	44.44	50.00	45.45	
凌巨科技	9	3	0	0	0	0	2	0	1	1	2	0	0	55.56	33.33	50.00	
知光能源	5	2	0	0	0	1	3	0	0	0	2	0	0	100.00	50.00	85.71	
席次數(89/29)	89	29	6	0	10	13	31	0	2	3	7	0	0	56	16	72	
簡單平均			0.55	0.00	0.91	1.18	2.82	0.00	0.18	0.27	0.64	0.00	0.00	0.00	64.28	53.33	61.85
加權平均			0.07	0.00	0.11	0.45	0.35	0.00	0.02	0.10	0.08	0.00	0.00	0.00	62.92	55.17	61.02

表 4-14 大同集團友好董監席次彙總

公司名稱	董監席次數		友好董監事	友好關係 (備註)
	董	監		
大同公司	1		林文淵	1
中華映管	1		仁寶(股)公司-陳瑞聰	2
			溫清章	3
誠創科技	1		林崇平	4
		1	詹文雄	5
精英電腦	1		寶成工業-蔡乃峰	6
	1		寶成工業-林啟雄	6
	1		寶成工業-蔡佳宏	6
		1	寶祥投資-吳邦治	7
凌巨科技	1		凌陽科技-黃洲杰	8
	1		凌陽科技-詹文雄	8
		1	遠見科技-馮竹健	9
席次數	9	3		

1. 依據工商時報 2008 年 6 月 12 日，大同董事長林蔚山延攬中鋼董事長林文淵擔任董事，希望借重他的汽電共生專才，協助大同規劃發展新能源及節能新事業。
2. 依據華映總處長簡永忠，引進仁寶作為策略投資人。華映 2009 年 12 月 14 日臨時股東會完成四席董事補選，仁寶總經理陳瑞聰當選新任董事，進駐董事會。
3. 於 2009 年 12 月 14 日與仁寶法人代表陳瑞聰同時補選就任；以個人名義獲選。同時兼任智易科技(董事長為陳瑞聰)之獨立董事。
4. 與誠創科技另一董事林志峰，自 2004 年 10 月 15 日同時初次選任為公司董事，兩人均為公司持股前十大之股東(2010 年 4 月 17 日之年報資料)；另林志峰於 2009 年 12 月 29 日辭任誠創科技總經理職務，而與林崇平於 2009 年 12 月 1 日設立新公司(英屬開曼群島科嘉國際)，由林志峰擔任新公司董事長，林崇平擔任新公司總裁。同時擔任集團企業凌巨科技之董事。
5. 寶成工業持股 12.12%，為精英電腦第二大之股東(2010 年 4 月 16 日之年報資料)。
6. 寶祥投資持股 1.23%，為精英電腦前十大之股東，另寶祥投資為寶成工業之子公司(2010 年 4 月 16 日之年報資料)，與寶成工業(註六)併列為友好企業。
7. 凌陽科技持股 20.71%，為凌巨科技第二大之股東(2010 年 4 月 19 日之年報資料)。其中黃洲杰同時擔任凌陽科技與凌巨科技之董事長。
8. 遠見科技持股 0.48%，為凌巨科技前十大之股東(2010 年 4 月 19 日之年報資料)。另凌陽科技為遠見科技之法人董事，而馮竹健為凌陽科技法人董事代表人。

表 4-15 大同集團董監席次組成分析彙總表—扣除獨立席次及納入友好席次

公司名稱	董監席次數				個人名義		未上市櫃 關係法人		上市櫃 關係法人		內部經理人		關係企業		友好		控制席次 比例(%)		
	董	監	獨董	獨監	董	監	董	監	董	監	董	監	董	監	董	監	董	監	董監
大同公司	9	2	0	0	1	0	7	2	0	0	0	0	0	0	1	0	100.00	100.00	100.00
中華映管	9	5	3	0	0	0	0	4	4	0	0	1	0	0	2	0	100.00	100.00	100.00
大世科技	10	3	3	2	2	0	0	1	5	0	0	0	0	0	0	0	100.00	100.00	100.00
尚志半導體	9	3	3	0	2	0	0	1	2	0	0	0	1	0	0	0	83.33	33.33	66.67
福華電子	7	3	3	2	0	0	0	1	4	0	0	0	0	0	0	0	100.00	100.00	100.00
尚志精密化學	7	3	2	0	1	0	0	3	4	0	0	0	0	0	0	0	100.00	100.00	100.00
綠能科技	8	0	3	0	0	0	0	0	3	0	1	0	1	0	0	0	100.00	NA	100.00
誠創科技	7	3	2	0	0	0	3	0	0	0	0	0	1	0	1	1	100.00	33.33	75.00
精英電腦	9	2	2	0	0	0	0	0	4	0	0	1	0	0	3	1	100.00	100.00	100.00
凌巨科技	9	3	2	0	0	0	0	0	2	0	1	1	2	0	2	1	100.00	66.67	90.00
知光能源	5	2	0	0	0	0	0	1	3	0	0	0	2	0	0	0	100.00	50.00	85.71
席次數(66/25)	89	29	23	4	6	0	10	13	31	0	2	3	7	0	9	3	65	19	84
簡單平均					0.55	0.00	0.91	1.18	2.82	0.00	0.18	0.27	0.64	0.00	0.82	0.27	98.48	78.33	92.49
加權平均					0.09	0.00	0.15	0.52	0.47	0.00	0.03	0.12	0.11	0.00	0.14	0.12	73.03	65.52	92.31

表 4-13 為最保守計算之大同集團上市(櫃)及公開發行公司董監控制席次比例，表 4-15 為納入友好席次、扣除獨立董監事，較貼近實際狀況計算之董監控制席次比例，我們比較兩種方式計算之董監控制席次比例如表 4-16。該表顯示，有 7 家公司之董監控制席次比例，由不到 100.00% 提高為 100.00%，有 1 家公司之控制董監席次比例，由 50.00% 提高為 90.00%，有 1 家公司之董監控制席次比例，由 40.00% 提高為 75.00%，有 1 家公司之控制董監席次比例，由 50.00% 提高為 66.00% 以上。另外有 1 家公司之董監控制席次比例未改變，因其無友好或獨立董監事席次。

表 4-16 「大同集團」董監控制席次比例比較表

公司名稱	(1) 控制席次比例(%)			(2) 控制席次比例(%)—扣除獨立席次及納入友好席次		
	董	監	董監	董	監	董監
大同公司	88.89	100.00	90.91	100.00	100.00	100.00
中華映管	44.44	100.00	64.29	100.00	100.00	100.00
大世科技	70.00	33.33	61.54	100.00	100.00	100.00
尚志半導體	55.56	33.33	50.00	83.33	33.33	66.67
福華電子	57.14	33.33	50.00	100.00	100.00	100.00
尚志精密化學	71.43	100.00	80.00	100.00	100.00	100.00
綠能科技	62.50	NA	62.50	100.00	NA	100.00
誠創科技	57.14	0.00	40.00	100.00	33.33	75.00
精英電腦	44.44	50.00	45.45	100.00	100.00	100.00
凌巨科技	55.56	33.33	50.00	100.00	66.67	90.00
知光能源	100.00	50.00	85.71	100.00	50.00	85.71
席次數	56	16	72	65	19	84
簡單平均	64.28	53.33	61.85	98.48	78.33	92.49
加權平均	62.92	55.17	61.02	73.03	65.52	92.31

第三節 直接持股率、直接盈餘分配率及席次控制權分析與衡量

第二節中，本研究依照 2009 年大同集團上市(櫃)公司之相關年報、公開發行公司之公開說明書與財報之資料，將表 4-1 至表 4-11 中「林氏家族」對大同集團之 11 家公開發行以上公司之直接持股率和直接盈餘分配率彙總於表 4-12，並將大同集團董事會席次組成分析列示如表 4-13。

本節依據表 4-12 之資料，進一步以圖 4-2 及圖 4-3 繪示大同集團 11 家公司之相互持股關係，以計算各公司之股份控制權及盈餘分配權。

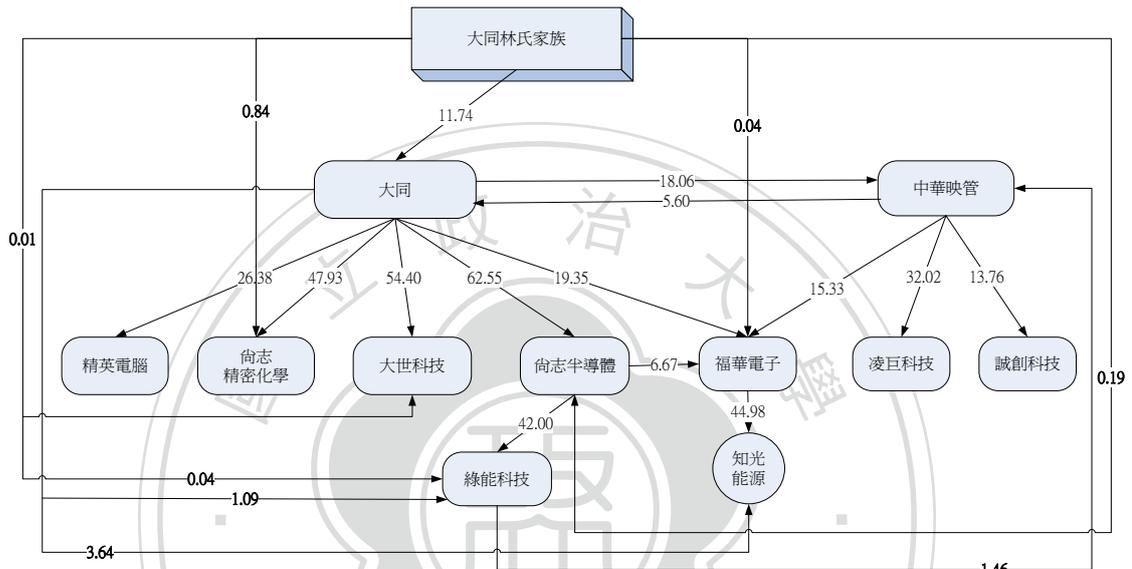


圖 4-2 大同集團企業計算股份控制權之相互持股關係

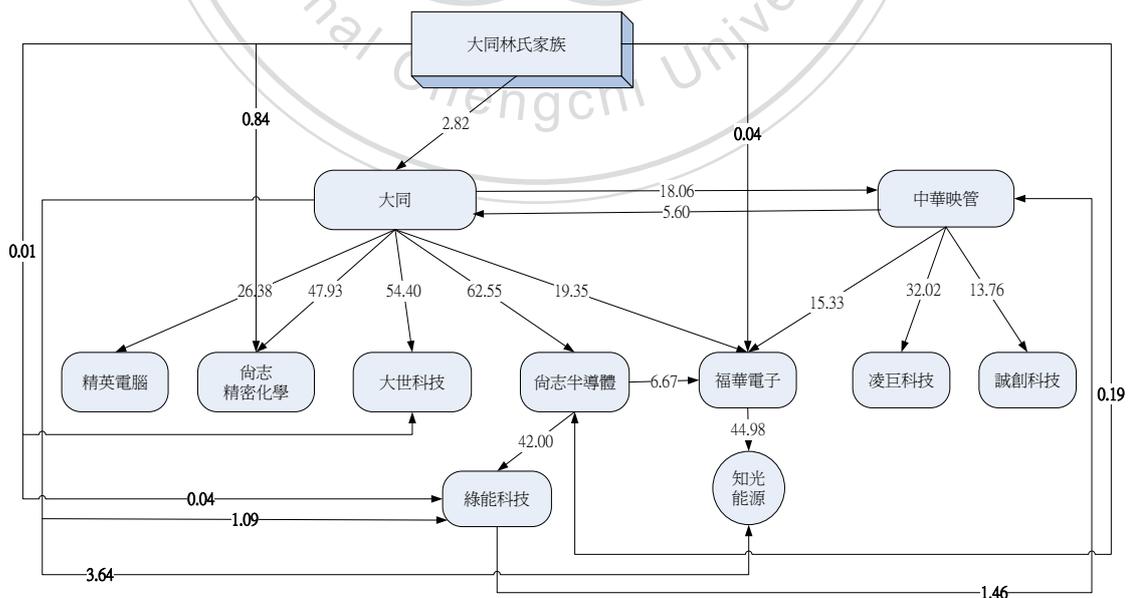


圖 4-3 大同集團企業計算盈餘分配權之相互持股關係

觀察圖 4-2，可以得知大同集團交叉持股之狀況，在大同集團中，我們配合圖 4-2 及公司相關資料，可以得知大同集團以大同公司及中華映管為林氏家族控制其他公司的核心。其中大同公司控制其他聯屬公司之家數較中華映管來得多，故其相對控制地位在中華映管之前，至於福華電子和尚志半導體，因為與大同公司、中華映管間無交叉持股的關係，所以無階層順序的問題。

一、股份控制權 vs. 盈餘分配權

大同集團的控制階層順序，依前述原則定為：大同公司→中華映管。以下即依照此階層順序，說明並計算大同林家對集團內各被控制上市(櫃)公司之股份控制權。

以表 4-17 說明林氏家族對大同公司股份控制權的計算。圖 4-2 顯示，林家除直接持有大同公司 11.74% 的持股率外，尚間接透過中華映管對大同持股。由於中華映管的階層在大同之後，所以在計算大同之股份控制權時，我們對中華映管的股份控制權尚未確定，此時我們以控制鏈的觀點及 Classens et al.(2000)之最弱者概念，分兩階段計算林家對大同公司的控制力。

第一階段，從中華映管推回林家，先初步決定林家對中華映管的控制力；第二階段，就上一階段所計算出之數值與中華映管對大同之持股率相比較取一較小值，作為間接持有之控制力。

以數字說明，第一階段可初步得出林家對中華映管的股份控制權為 11.74%，第二階段再將此數值與中華映管持有大同的 5.60% 相比較，取其小值，即可得出林家透過中華映管對大同所展現的控制力為 5.60%。經此，林家對大同的股份控制權確定為 17.34% (= 11.74% + 5.60%)。

本文中對間接盈餘分配權之計算，係依持股比率相乘而得，經過多層後，如其乘積甚微者，我們在操作上將其省略不計。

表 4-17「林氏家族」對大同公司之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算如下：

表 4-17 「林氏家族」對大同公司之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算

股份控制權 (%)	= 11.74 ^a	+ min{min(11.74,18.06), 5.60}	= 17.34%
盈餘分配權 (%)	= 2.82 ^b	+ 2.82*18.06*5.60	= 2.85%
席次控制權 (%)	董事會	8/9	= 88.89%
	監察人	2/2	= 100.00%
	董監	10/11	= 90.91%

a、b：來自表 4-1 (其中 a = 2.82% + 8.92%)。

以表 4-17 所示，林氏家族對大同之直接盈餘分配權為 2.82%，另外尚有間接透過中華映管取得大同之盈餘分配權。林家透過中華映管取得大同之間接盈餘分配權為 0.03% (=2.82%*18.06%*5.60%)，因此林家對大同的盈餘分配權為 2.85% (=2.82% + 0.03%)。

表 4-17 中，由於林氏家族對大同公司的控制力已經確定為 17.34%，所以在計算林氏家族經過大同來控制中華映管、大世科技、尚志半導體、福華電子、尚志精密化學、綠能科技、精英電腦、知光能源的控制力時，皆以 17.34% 作為林氏家族對大同公司的控制力。

同理表 4-21、4-24、4-26 中，對福華電子、誠創科技、凌巨科技的股份控制權計算，由於大同和中華映管的股份控制權已在 4-17 和 4-18 中先後決定為 17.34% 和 18.80%，故以該數值分別代替第一階段中所計算得林氏家族對大同與中華映管的控制力。由於階層順序在前之公司的控制力已決定，所以在計算對階層順序在後公司之控制力時，計算過程會較簡化。至於盈餘分配權的計算方法，前已說明，不再贅述。

表 4-18 至 4-27 係列示林氏家族對中華映管、大世科技、尚志半導體、福華電子、尚志精密化學、綠能科技、誠創科技、精英電腦、凌巨科技、知光能源之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算。除中華映管外，各公司與其他聯屬公司間無交叉持股情形，故無階層順序問題，但其計算原則及過程並無不同，因此請讀者自行參照圖 4-2 及圖 4-3 之投資關係圖，表 4-2 ~ 4-11 之董監事組成分析，及表 4-18 ~ 4-27 之計算過程，此處不再詳細敘述。

表 4-18 「林氏家族」對中華映管之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算如下：

表 4-18 「林氏家族」對中華映管之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算

股份控制權 (%)	= 0.00	+ min{17.34 ^a , 18.06}	+ min{17.34 ^a , 1.46}	= 18.80%
盈餘分配權 (%)	= 0.00	+ 2.82*18.06 + 0.04*1.46 + 2.82*1.09*1.46		= 0.51%
席次控制權 (%)	董事會	4/9		= 44.44%
	監察人	5/5		= 100.00%
	董監	9/14		= 64.29%

a：來自表 4-17。

表 4-19 「林氏家族」對大世科技之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算如下：

表 4-19 「林氏家族」對大世科技之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算

股份控制權 (%)	= 0.01	+ min{17.34 ^a , 54.40}		= 17.35%
盈餘分配權 (%)	= 0.01	+ 2.82*54.40		= 1.54%
席次控制權 (%)	董事會	7/10		= 70.00%
	監察人	1/3		= 33.33%
	董監	8/13		= 61.54%

a：來自表 4-17。

表 4-20 「林氏家族」對尚志半導體之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算如下：

表 4-20 「林氏家族」對尚志半導體之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算

股份控制權 (%)	= 0.19	+ min{17.34 ^a , 62.55}		= 17.53%
盈餘分配權 (%)	= 0.19	+ 2.82* 62.55		= 1.95%
席次控制權 (%)	董事會	5/9		= 55.56%
	監察人	1/3		= 33.33%
	董監	6/12		= 50.00%

a：來自表 4-17。

表 4-21 「林氏家族」對福華電子之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算如下：

表 4-21 「林氏家族」對福華電子之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算

股份控制權 (%)	= 0.04	+ min{17.34 ^a , 19.35}	+ min{18.80 ^b , 15.33}	+ min{17.53 ^c , 6.67}	= 39.38%
盈餘分配權 (%)	= 0.04	+ 2.82*19.35 + 2.82*18.06*15.33	+ 1.95*6.67		= 0.79%
席次控制權 (%)	董事會	4/7			= 57.14%
	監察人	1/3			= 33.33%
	董監	5/10			= 50.00%

a：來自表 4-17。 b：來自表 4-18。 c：來自表 4-20。

表 4-22 「林氏家族」對尚志精密化學之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算如下：

表 4-22 「林氏家族」對尚志精密化學之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算

股份控制權 (%)	= 0.84	+ min{17.34 ^a , 47.96}	= 18.18%
盈餘分配權 (%)	= 0.84	+ 2.82*47.96	= 2.19%
席次控制權 (%)	董事會	5/7	= 71.43%
	監察人	3/3	= 100.00%
	董監	8/10	= 80.00%

a：來自表 4-17。

表 4-23 「林氏家族」對綠能科技之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算如下：

表 4-23 「林氏家族」對綠能科技之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算

股份控制權 (%)	= 0.04	+ min{17.34 ^a , 1.09}	+ min{17.53 ^b , 42.00}	= 18.66%
盈餘分配權 (%)	= 0.04	+ 2.82*1.09 + 2.82*62.55*42.00		= 0.81%
席次控制權 (%)	董事會	5/8		= 62.50%
	監察人	無		NA
	董監	5/8		= 62.50%

a：來自表 4-17。 b：來自表 4-20。

表 4-24 「林氏家族」對誠創科技之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算如下：

表 4-24 「林氏家族」對誠創科技之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算

股份控制權 (%)	= 0.00	+ min{18.80 ^a , 13.76}	= 13.76%
盈餘分配權 (%)	= 0.00	+ 0.51*13.76	= 0.07%
席次控制權 (%)	董事會	4/7	= 57.14%
	監察人	0/3	= 0.00%
	董監	4/10	= 40.00%

a：來自表 4-18。

表 4-25 「林氏家族」對精英電腦之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算如下：

表 4-25 「林氏家族」對精英電腦之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算

股份控制權 (%)	= 0.00	+ min{17.34 ^a , 26.38}	= 17.34%
盈餘分配權 (%)	= 0.00	+ 2.82*26.38	= 0.74%
席次控制權 (%)	董事會	4/9	= 44.44%
	監察人	1/2	= 50.00%
	董監	5/11	= 45.45%

a：來自表 4-17。

表 4-26 「林氏家族」對凌巨科技之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算如下：

表 4-26 「林氏家族」對凌巨科技之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算

股份控制權 (%)	= 0.00	+ min{18.80 ^a , 32.02}	= 18.80%
盈餘分配權 (%)	= 0.00	+ 0.51*32.02	= 0.16%
席次控制權 (%)	董事會	5/9	= 55.56%
	監察人	1/3	= 33.33%
	董監	6/12	= 50.00%

a：來自表 4-18。

表 4-27 「林氏家族」對知光能源之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算如下：

表 4-27 「林氏家族」對知光能源之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權計算

股份控制權 (%)	= 0.00	+ min{17.34 ^a , 3.64}	+ min{39.38 ^b , 44.98}	= 43.02%
盈餘分配權 (%)	= 0.00	+ 2.82*3.64	+ 2.82*18.06*15.33*44.98	= 0.14%
席次控制權 (%)	董事會	5/5		= 100.00%
	監察人	1/2		= 50.00%
	董監	6/7		= 85.71%

a：來自表 4-17。 b：來自表 4-21

基於前述表 4-17 至 4-27 之計算與分析，表 4-28 彙整林氏家族對大同集團 10 家上市(櫃)及 1 家公開發行公司之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權。

表 4-28 大同集團上市櫃(含公開發行)公司股份控制權、盈餘分配權及席次控制權彙總

公司名稱	股份控制權 (%)	盈餘分配權 (%)	席次控制權(%)		
			董事會	監察人	董監合計
大同公司	17.34	2.85	88.89	100.00	90.91
中華映管	18.80	0.51	44.44	100.00	64.29
大世科技	17.35	1.54	70.00	33.33	61.54
尚志半導體	17.53	1.95	55.56	33.33	50.00
福華電子	39.38	0.79	57.14	33.33	50.00
尚志精密化學	18.18	2.19	71.43	100.00	80.00
綠能科技	18.66	0.81	62.50	NA	62.50
誠創科技	13.76	0.07	57.14	0.00	40.00
精英電腦	17.34	0.74	44.44	50.00	45.45
凌巨科技	18.80	0.16	55.56	33.33	50.00
知光能源	43.02	0.14	100.00	50.00	85.71
平均	21.83	1.07	64.28	53.33	61.85

表 4-28 顯示，除福華電子(39.38%)及知光能源(43.02%)外，其餘 9 家聯屬公司之股權均未達 20%。但席次控制權，除誠創科技(40.00%)及精英電腦(45.45%)

外，其餘 9 家聯屬公司之控制權均達 50% 或超過 5 成。林氏家族對大同集團 11 家聯屬公司之席次控制權平均為 61.85%，再次驗證「席次控制權」優於「股份控制權」。

二、股份控制權、盈餘分配權及席次控制權偏離程度之衡量

根據第一部份對大同集團內 11 家上市櫃及公開發行公司之「股份控制權」、「盈餘分配權」及「席次控制權」的分析，我們以表 4-29 列示林氏家族對大同集團該 11 家公司控制權與盈餘分配權之偏離程度。

以大同公司為例，股份控制權和盈餘分配權之偏離程度 A1 (A2) 為 14.49% (0.16)，看來不大；但依席次控制權(以董監席次合計數衡量)與盈餘分配權之偏離程度 B1 (B2)、與股份控制權之差異程度 C1 (C2) 則分別高達 88.06% (0.03)、73.57% (0.19)；另依股份控制權(席次控制權)與盈餘分配權計算之槓桿倍數 D1 (D2) 為 6.08 (31.90)。如表 4-29 所示，偏離程度 A1 之平均值僅 20.76%，但槓桿倍數 D2 之平均值高達 178.01 倍，亦即最終控制者可以一單位的出資獲取 178 單位以席次控制力衡量的實質控制力。

表 4-29 大同集團上市櫃(含公開發行)公司股份控制權、盈餘分配權及席次控制權偏離程度與差異程度之分析

公司名稱	偏離程度		偏離程度		差異程度		槓桿倍數	
	A1 (%)	A2	B1 (%)	B2	C1 (%)	C2	D1	D2
大同公司	14.49	0.16	88.06	0.03	73.57	0.19	6.08	31.90
中華映管	18.29	0.03	63.78	0.01	45.49	0.29	36.86	126.06
大世科技	15.81	0.09	60.00	0.03	44.19	0.28	11.27	39.96
尚志半導體	15.58	0.11	48.05	0.04	32.47	0.35	8.99	25.64
福華電子	38.59	0.02	49.21	0.02	10.62	0.79	49.85	63.29
尚志精密化學	15.99	0.12	77.81	0.03	61.82	0.23	8.30	36.53
綠能科技	17.85	0.04	61.69	0.01	43.84	0.30	23.04	77.16
誠創科技	13.69	0.01	39.93	0.00	26.24	0.34	196.57	571.43
精英電腦	16.60	0.04	44.71	0.02	28.11	0.38	23.43	61.42
凌巨科技	18.64	0.01	49.84	0.00	31.20	0.38	117.50	312.50
知光能源	42.88	0.00	85.57	0.00	42.69	0.50	307.29	612.21
平均	20.76	0.06	60.79	0.02	40.02	0.37	71.74	178.01

註：偏離程度(%)A1=股份控制權－盈餘分配權；偏離程度 A2=盈餘分配權/股份控制權
 偏離程度(%)B1=席次控制權－盈餘分配權；偏離程度 B2=盈餘分配權/席次控制權
 差異程度(%)C1=席次控制權－股份控制權；差異程度 C2=股份控制權/席次控制權
 槓桿倍數(倍)D1=股份控制權/盈餘分配權；槓桿倍數(倍)D2=席次控制權/盈餘分配權

以圖 4-4 彙整林氏家族對大同集團內 11 家上市櫃及公開發行公司之「股份控制權」、「盈餘分配權」和「席次控制權」資料，與圖 4-2 相比較，更可清楚地觀察林氏家族對大同集團內 11 家公司，透過持股與董監席次所發揮的決策影響力。

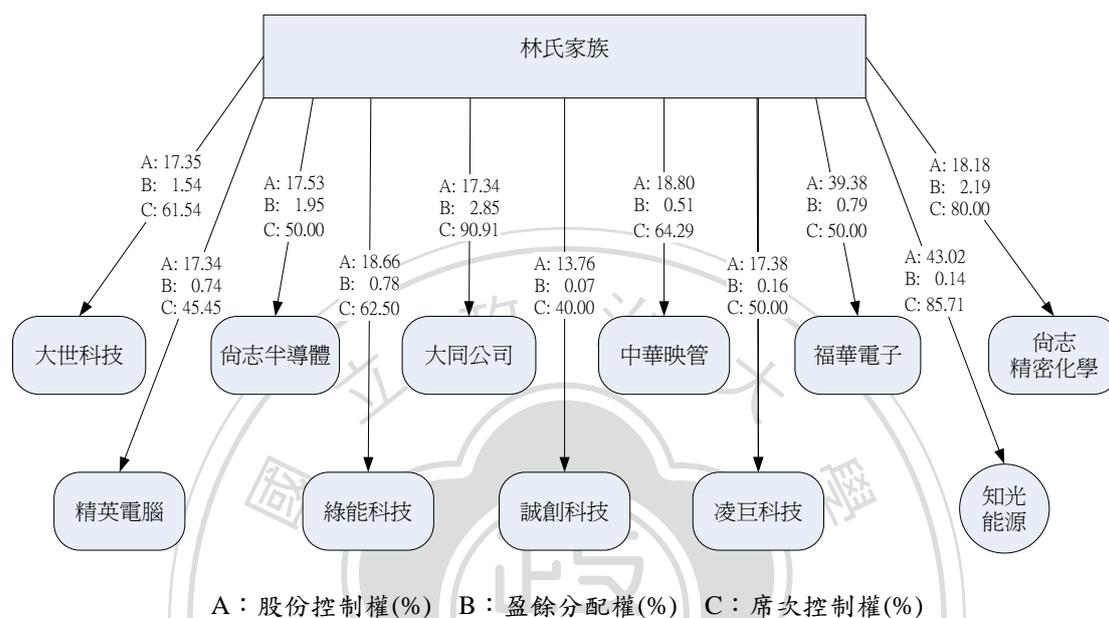


圖 4-4 林氏家族對大同集團上市櫃(含公開發行)公司之股份控制權、盈餘分配權及席次控制權

圖 4-4 顯示，就股份控制權而言，除福華電子、知光能源之股份控制權在 40% 上下外，其餘公司均在 20% 以下；就盈餘分配權而言，除大同、大世科技、尚志半導體、尚志精密化學之盈餘分配權達 1.5% 以上，其餘公司均在 1% 以下；至於席次控制權，除精英電腦與誠創科技未達 50% 及尚志半導體、福華電子、與凌巨科技達 50% 外，其餘公司均在六成以上，其中大同、尚志精密化學及知光能源更達 80% 以上(含 80%)。

第五章 結論

本研究首先針對大同集團的股權結構與董監組成進行分析，彙總研究分析結果，並對相關的公司治理議題做進一步討論。本章另對相關法令缺失，提出改善及政策建議，最後說明本研究之研究限制及未來研究建議。

第一節 股權結構之分析結論

(一) 林氏家族成員平均直接持股率 1.17% 及平均直接盈餘分配率為 0.36%

林氏家族成員對 11 家上市(櫃)及公開發行公司之平均直接持股率為 0.36%，以大同公司的 2.82% 最高，5 家公司(中華映管、誠創科技、精英電腦、凌巨科技、知光能源)之 0.00% 最低；加計未上市櫃關係法人持股率後，平均直接持股率則增至 1.17%。在計算直接盈餘分配率時，因為大同大學(6.19%)、大同高中(1.37%) 及大同職工福利會 (1.36%) 不會分配盈餘給林氏家族成員，不計入計算，故平均直接盈餘分配率為 0.36%。

(二) 林氏家族掌控的董監席次加權平均比例為 61.02%

林氏家族成員以個人名義出任董監席次分別為大同公司 1 席、大世科技 2 席、尚志半導體 2 席及尚志精密化學 1 席，簡單平均為 0.55 席，加權平均為 0.07 席，透過未上市櫃關係企業及上市櫃公司法人代表身份擔任董(監)之席次簡單平均為 3.73 席(1.18 席)，加權平均為 0.46 席(0.45 席)，透過內部經理人及關係企業出任董(監)之席次簡單平均為 0.82 席(0.27 席)，加權平均為 0.10 席(0.10 席)。整體而言，林氏家族對 11 家上市櫃及公開發行公司掌控的董監席次簡單及加權平均比例分別為 61.85% 及 61.02%。

(三) 林氏家族掌控的董監席次，納入友好席次、扣除獨立董監事後，有 7 家公司之董監控制席次比例，由不到 100.00% 提高為 100.00%

在分析大同集團上市櫃及公開發行公司董監控制席次時，我們發現由林蔚山延攬身兼中鋼及台灣汽電共生董事長林文淵出任大同公司獨立董事，但大同公司

2009 年度董事會開會 10 次，他只出席了 1 次，出席率僅 10%，能否執行及發揮獨立董事之職能，值得商榷。

大同集團企業中有部分獨立董事具有大同大學、大同公司前經理人背景，或與關係企業董監事、經理人友好，通常會支持公司之經營決策。另外支持最終控制者之友好個人(如大同之林文淵)、企業(如中華映管之仁寶、精英電腦之寶成工業、凌巨科技之凌陽科技)，在董事會表決時，較有可能支持大同林家決策。因此，我們將友好席次納入控制席次比例計算中，但將獨立董監事予以扣除，重新計算控制席次比例。

比較最保守計算之董監控制席次比例，與納入友好席次、扣除獨立董監事，較貼近實際狀況計算之董監控制席次比例，兩種方式計算之董監控制席次比例，我們發現，有 7 家公司之董監控制席次比例，由不到 100.00% 提高為 100.00%，有 1 家公司之控制董監席次比例，由 50.00% 提高為 90.00%，有 1 家公司之董監控制席次比例，由 40.00% 提高為 75.00%，有 1 家公司之控制董監席次比例，由 50.00% 提高為 66.00% 以上。另外有 1 家公司之董監控制席次比例未改變，因其無友好或獨立董監事席次。

(四) 林氏家族的股份控制權、盈餘分配權及席次控制權平均分別為 21.83%、1.07% 及 61.85%

林氏家族對大同集團 10 家上市(櫃)及 1 家公開發行公司之股份控制權、席次控制權及盈餘分配權，除福華電子(39.38%)及知光能源(43.02%)外，其餘 9 家聯屬公司之股權均未達 20%。但席次控制權，除誠創科技(40.00%)及精英電腦(45.45%)外，其餘 9 家聯屬公司之控制權均達 50% 或超過 5 成。林氏家族對大同集團 11 家聯屬公司之席次控制權平均為 61.85%，再次驗證「席次控制權」優於「股份控制權」。

(五) 最終控制者可以一單位的出資獲取 178 單位以席次控制力衡量的實質控制力

林氏家族對大同集團 11 家公司控制權與盈餘分配權之偏離程度，以大同公司為例，股份控制權和盈餘分配權之偏離程度 A1 (A2) 為 14.49% (0.16)，看來不

大；但依席次控制權(以董監席次合計數衡量)與盈餘分配權之偏離程度 B1 (B2)、與股份控制權之差異程度 C1 (C2) 則分別高達 88.06% (0.03)、73.57% (0.19)；另依股份控制權(席次控制權)與盈餘分配權計算之槓桿倍數 D1 (D2)為 6.08 (31.90)。研究顯示，偏離程度 A1 之平均值僅 20.76%，但槓桿倍數 D2 之平均值高達 178.01 倍，亦即最終控制者可以一單位的出資獲取 178 單位以席次控制力衡量的實質控制力



第二節 公司治理議題討論

針對大同集團的股權結構與董監組成分析，我們提出下列幾項相關的公司治理議題做進一步討論：

(一) 家族成員以低於百分之一的持股，但掌握百分之六十一之董監席次控制權現象

大同林氏家族對集團內公開發行公司之個人持股極低(平均 0.36%，參看表 4-12)，對於位居集團轉投資樞紐位置之大同公司，其家族成員持股亦僅達 2.82%。整體平均而言，大同集團之控制與出資偏離倍數極高，主要係因大同公司對中華映管、大世科技及尚志精密化學 3 家上市公司、福華電子對知光能源、中華電子對中華映管、志生投資對尚志精密化學，控有較高董監席次所致。問題是，中華電子和志生投資為大同公司分別持有 99.52% 及 100.00% 之子公司，無論是大同公司、福華電子、中華電子或志生投資，其資本皆來自於大眾而非林氏家族。如此的股權結構搭配 61% 的席次控制，最終控制者能否照顧小股東權益，繫於一念。

另外，大同集團除大同公司外之 10 家上市櫃及公開發行公司之董監成員，主要由有實際經營經驗的關係企業等之法人代表出任，但對於大同這家上市公司之董監成員，反而主要仰賴文教組織大同大學與大同中學之代表人高比例組成，在合計 11 席之董監席次中，大同大學及中學即合佔了 7 席董事與 2 席監察人。如此不同的安排是否代表最終控制者的特定理念，值得思考。

(二) 龐大轉投資事業之認定，徹底考驗資訊透明度

海外轉投資事業其相關資訊之揭露極端不充分，且有求證上之窒礙處，凸顯落實台灣企業財務資訊透明化之死角。依據 2010 年財報顯示，大同集團內共擁有 121 家公司，其中上市櫃及公開發行公司 11 家，國內未公開發行公司 36 家，以及海外轉投資事業計 74 家。由於未上市櫃公司資料極不充分，關係企業未必直接以家族名義持股，對於非由上市櫃公司進行轉投資的關係事業，辨識更加不易，此外，對於非集團企業經理人，持股極低或未持股卻能出任董監席次的個人，

在確認身份及控制家族關係上亦是困難重重，嚴重挑戰資訊之透明度及可驗證性。

(三) 法人董監事與自然人董監事之差異

在現行法制下，並無明文禁止法人董監事之代表人不得隨時更換，亦未禁止由不特定個人輪流出席董事會。因此由集團內之關係企業擔任法人董監事，不論其代表人為何，家族仍可透過其對關係企業的影響力掌握席次控制權。一旦代表人無法執行最終控制者的(家族)之意志，便極有可能被撤換。反之，由自然人出任董監事，一旦有所變動，依法必須向主管機關申報。此外，擔任董監事職位之集團外法人若可由不特定個人代表該法人出席董事會，無論興利或除弊功能，效果勢必難以持續或彰顯。從集團內或外觀點來看，以自然人出任董監事似乎均較法人董監事更能發揮企業公司治理之積極功能。

我們建議，董監之組成應以自然人出任董監事職位為主，主管機關或可考慮修法，規定不得自由撤換法人董監事代表人或由不特定個人代表法人出席董事會，使台灣企業之公司治理制度更臻完善。

(四) 關係企業法人同時分任董事與監察人

針對大同集團企業 2009 年底之董監事組成之分析結果，我們發現集團內上市櫃企業之監察人多數由關係企業擔任，且普遍存在由關係企業法人同時分任董事與監察人之情況。監察人之主要職能在監督董事會，如董事與監察人由同一集團關係企業擔任，在球員兼裁判的情況下，能否有效發揮監督職能，實有可議空間。值得一提的是，證交法於 2006 年 1 月 11 日更新，依第 26 條之三規定，除主管機關特准外，同一法人之代表不能兼任董事及監察人。我們從個案中注意到大同集團雖未由同一關係法人同時出任董監，但有由一家子公司出任董事而另一子公司出任監察人，在形式上的確未違反證交法第 26 條之三之規定，但實質而言，與由同一關係法人出任之意義並無不同。我們建議，未來如修正證交法或公司法時，可更周延的規範此種名異實同的實務作法。

國內企業董事會同時控有監察人席次，不足為奇，但最終控制者掌握董監席次，董事會是否淪為一言堂，能否兼顧小股東權益固然有待觀察，尤其監察人對董事會之監督功能是否能適當發揮，更值得質疑。

(五) 非營利組織代表出任董監事職位

在分析大同集團的董監事組成時，我們發現其中有高比例由非營利組織出任董監事的情形。例如在大同公司董監組成中，大同大學及大同中學合計持股 7.56%，共出任 7 席董事和 2 席監察人，約佔大同公司 77.78% 的董事席次比例及 100.00% 的監察人席次比例。值得一提的是，2011 年 6 月 24 日大同公司的股東會已完成董監改選，同時依證券交易法設置「審計委員會」，不設置監察人，審計委員會由全體獨立董事組成。董事當選名單為林蔚山、林郭文艷、林蔚東、大同大學代表人陳火炎、張益華、李龍達。獨立董事當選名單為呂東英、李鍾熙、蘇鵬飛。其中大同大學代表出任董事已由 7 席減為 3 席，約佔大同公司 33.33% 的董事席次比例。

以非營利組織而言，理論上沒有所有權人，但實務上常將其納入企業集團中（例如中華徵信所或該企業集團本身），認為非營利組織亦屬企業集團的一部份。非營利組織的財務狀況及投資狀況，不若公開發行公司透明，因此對於公司之董事會有由非營利組織出任董監事席次，亦應列為相關衡量公司治理指標之重要考量因素之一。

第三節 相關法令及公司治理之改善及政策建議

公司治理之核心為董事會，其責任在提供公司經營上的建議，並監督管理階層。依證券交易法第 14-2 條規定：「已依本法發行股票之公司，得依章程規定設置獨立董事。但主管機關應視公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況，要求其設置獨立董事，人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。」行政院金融監督管理委員會（金管會）並於 2006 年 3 月 28 日依證券交易法第 14-2 條以函令規範，已公開發行之金融控股公司、銀行、票券、保險及上市（櫃）或金融控股公司子公司之綜合證券商，暨實收資本額 500 億元以上之非屬金融業之上市（櫃）公司應於章程規定設置獨立董事。金管會為強化公司治理，又於 2011 年 3 月 22 日擴大公開發行公司應設置獨立董事適用範圍，廢止前揭令並整合後發布新令，重點臚列如下：

一、依據證券交易法第 14-2 條規定，已公開發行之金融控股公司、銀行、票券、保險、證券投資信託事業、綜合證券商及上市（櫃）期貨商，暨實收資本額達新臺幣一百億元以上非屬金融業之上市（櫃）公司，應設置獨立董事，其人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。

二、本次新增已公開發行之證券投資信託事業、非屬上市（櫃）或金融控股公司子公司之綜合證券商及上市（櫃）期貨商，暨實收資本額達新臺幣一百億元以上未滿新臺幣五百億元非屬金融業之上市（櫃）公司，應設置獨立董事。因考量公司應先修正章程後於下次股東會方可選任獨立董事，及獨立董事與非獨立董事應一併進行選舉，金管會爰依據證券交易法第一百八十一條之二規定，放寬現任董事、監察人任期若於中華民國一百年屆滿者，得自中華民國一百年選任之董事、監察人任期屆滿時始適用之。現任董事、監察人任期如於中華民國一百零一年屆滿者，公司應於一百年修正章程，於一百零一年時選任獨立董事。

另依 OECD 公司治理原則：「獨立的董事會成員能對董事會的決策作出重大貢獻，對董事會和經理階層的績效提出客觀評價。」獨立董事的獨立性與專業性使其在公司治理制度中佔有重要地位，有助於有效監督公司經營管理、制衡控股股東和經理人權利，並保護股東權益。因此，董事會必須對股東及債權人負責，

維護公司的利益，在制度之設計上必須強調公司經營、財務及股權結構資訊的透明公開、股東權利的公平性、董事會之職責以及公司內外部治理機制監督功能之發揮。

大同案件更凸顯董事會之重要性，建議：主管機關應一體強制規定所有公開發行以上公司均應設立獨立董事及監察人，以維護投資大眾及國民之權益。

大同林氏家族透過金字塔結構、交叉持股方式增加對集團中的上市櫃公司的持股，其對集團企業之平均直接持股率、股份控制權、盈餘分配權分別為 1.17%、21.83%、1.07%，但平均席次控制權則高達 61.85%。其股份控制權（席次控制權）與盈餘分配權偏離差之平均值則達 20.76%（60.79%）。建議：主管機關對未依規定設立獨立董事、監察人之已上市櫃公司，除限期依法改選，針對低持股高席次股權結構之公司應提高獨立董事及監察人之席次，以引進專業人士提升董事會的運作。

為協助上市上櫃公司建立良好之公司治理制度，並促進證券市場健全發展，臺灣證券交易所股份有限公司及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心共同制定「上市上櫃公司治理實務守則」，明訂上市上櫃公司建立公司治理制度，除應遵守法令及章程之規定，暨與證券交易所或櫃檯買賣中心所簽訂之契約及相關規範事項外，應依下列原則為之：

- 一、建置有效的公司治理架構
- 二、保障股東權益
- 三、強化董事會職能
- 四、發揮監察人功能
- 五、尊重利害關係人權益
- 六、提昇資訊透明度

上述原則參酌了 OECD 所提出之公司治理原則，且該實務守則第 18 條要求，對具控制能力之法人股東應負有下列義務：

(1) 對其他股東應負有誠信義務，不得直接或間接使公司為不合營業常規獲其他不利益之經營，

(2) 其代表人應遵循上市（櫃）公司所訂定行使權利及參與議決之相關規

範，於參加股東會時，本於誠信原則及所有股東最大利益，行使其投票權，並能踐行董事、監察人之忠實與注意義務。

(3) 對公司董事及監察人之提名，應遵循相關法令及公司章程規定辦理，不得逾越股東會、董事會之職權範圍。

(4) 不得當干預公司決策或妨礙經營活動。

(5) 不得以壟斷採購或封閉銷售管道等不公平競爭之方式限制或妨礙公司之生產經營。

另外，該實務守則對董事會結構、董事會議事規則及決策程序、董事之忠實注意義務與責任、公司與關係企業間之公司治理關係、提升資訊透明度等亦有詳盡規範。上市上櫃公司應隨時注意國內與國際公司治理制度之發展，據以建立、檢討、改進公司所建置之公司治理制度，以提昇公司治理成效。

大同案件更凸顯公司治理之重要性，建議：主管機關應研擬將「上市上櫃公司治理實務守則」列為強制規範，儘早頒布未來推動公司治理實施計畫，讓所有公開發行以上公司有足夠時間因應，參照「上市上櫃公司治理實務守則」相關規定訂定公司本身之公司治理守則。

第四節 研究限制

本研究在進行研究的過程，受到下列限制：

- 一、檢調官目前仍在偵查大同集團，尚未起訴，無法取得起訴書，深入了解掏空資產弊案之真相，其相關資訊係參考報章雜誌之報導，及公開資訊觀測站之財務簽證報告及年報，可能影響研究結果。
- 二、大同集團之關係企業大多為未公開發行公司，其相關資訊及財務報告無法取得，研究結果受其影響。

後續研究建議：

- 一、可納入檢察官對大同集團企業之起訴書，探討關係人交易，以構思公司治理、內部控制對關係企業應加強之規範。
- 二、可增加董監酬勞與股份控制權、盈餘分配權及席次控制權之關係研究，探討林氏家族以極少之股權取得董事會多數之控制權，其董監酬勞之分配是否有侵蝕股東之權益。

參考書目

- 王文字，2003，公司法論，台北市：元照出版。
- 林宛瑩、許崇源，2008，台灣集團企業之控股型態及公司治理指標衡量之研究與建議，*Chiao Da Management Review*, 28 (1)：267-311。
- 侍台誠，1994，董事會特性中家族因素與經營績效之實證研究—兼論法人董事的影響，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。
- 財團法人中華民國證券暨期貨發展基金會，2007年5月，台灣公司治理，台北。
- 許崇源、李怡宗、林宛瑩、鄭桂蕙，2003a，控制權與盈餘分配權偏離之衡量(上)，貨幣觀測與信用評等雙月刊，第42期：15-31。
- 許崇源、李怡宗、林宛瑩、鄭桂蕙，2003b，控制權與盈餘分配權偏離之衡量(下)，貨幣觀測與信用評等雙月刊，第43期：11-26。
- 許崇源、林宛瑩、周慈芳、陳書鈺，2005，科技類企業集團控股型態(II)-大同集團，貨幣觀測與信用評等雙月刊，第52期：66-80。
- 許崇源、林宛瑩、李宛臻、鄭雯馨，2004c，複雜交叉控股型態(II)－遠東集團，貨幣觀測與信用評等雙月刊，第47期：11-43。
- 許振明，企業交叉持股與改善之道，1999，證券暨期貨市場發展研討會論文集，第452期：1-8。
- 翁淑育，2000，「台灣上市公司股權結構核心代理問題及公司價值之研究」，輔仁大學金融研究所未出版碩士論文。
- 郭人誌，1999，上市公司交叉持股行為特性之研究，國立政治大學國際貿易學系國際財務管理組未出版之碩士論文。
- 黃鈺光，1993，「我國上市公司董事會特性與經營績效之研究」，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
- 黃銘傑，2001，交叉持股vs.公司監控，臺大法學論叢，第30卷第1期：206-209。
- 楊曉嵐，2004，最適家族董事比例結構之研究—縱橫門檻效果分析，私立淡江大學財務金融學系碩士論文。
- 葉銀華、蘇裕惠、柯承恩、李德冠，2004，公司治理機制對於關係人交易的影響，證券市場發展季刊，第15卷第4期：69-106。
- 葉銀華，2002，台灣公司治理的問題與改革之道，證券暨期貨管理月刊，第20期：1-16。
- 鄭富城，2002，公司取得自己股份之研究—兼論母子公司交叉持股，國立政治大學法律研究所碩士論文。
- Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang, 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation," *Journal of Financial Economics*, 58: 81-112.

Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, 1983, "Separation of Ownership and Control",
J.L. & Econ, 26 : 301.

Jensen, M. C., and Meckling, W. H. 1976. Managerial behavior, agency costs and
ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4) : 305-306.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, 1999, "Corporate Ownership
around the World," *Journal of Finance*, 54: 471-517.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, 2002, "Investor
Protection and Corporate Valuation," *Journal of Finance*, 57: 1147-1170.

Shleifer, A., and R. Vishny, 1997, "A Survey of Corporate Governance," *Journal of
Finance*, 52: 737-783.

