

被銷除關係人銷貨交易與現金持有 決策之關係－機構投資者角色之檢測

ELIMINATED RELATED PARTY SALES IN PREPARING THE CONSOLIDATED FINANCIAL STATEMENTS AND CASH HOLDING - FURTHER EVIDENCE FROM THE ROLE OF INSTITUTIONAL OWNERSHIP

陳慶隆*

國立雲林科技大學會計系教授

戴郁瑄

安侯建業會計師事務所審核員

張小玲

雲林縣稅務局北港分局主任

廖惠玲

財政部中區國稅局虎尾稽徵所綜所稅股長

Ching-Lung Chen

Professor, Department of Accounting,

National Yunlin University of Science and Technology

Yu-Syuan Dai

Auditor, Audit & Assurance Department, KPMG

Hsiao-Ling Chang

Beigang Branch Director, Revenue Service Bureau, Yunlin County

Hui-Ling Liao

Head, Individual Income Tax Section, Huwei Office,

National Taxation Bureau of the Central Area, Ministry of Finance

*通訊作者，地址：雲林縣斗六市大學路 3 段 123 號，電話：(05)534-2601
E-mail：clchen@yuntech.edu.tw

摘要

公司編製合併報表時，母公司與其具控制力之子公司間的銷貨交易應全數銷除。此被銷除關係人銷貨交易並不影響公司當期盈餘報導，然可視為公司的效率契約安排，有助於降低公司現金流量波動性。本研究檢測此被銷除關係人銷貨交易與現金持有水準之關聯性，且探討機構投資者持股率在前述關係所扮演的角色。實證結果顯示：上市櫃公司被銷除關係人銷貨交易與現金持有水準呈現負向關係，意味公司管理者在從事效率契約關係人銷貨安排後，顯著降低預防性現金持有部位。然機構投資者持股率愈高，被銷除關係人銷貨交易與現金持有水準之負向關係，某種程度會受到抑制。本研究進行若干敏感性測試，結果具備穩固性。

關鍵字：被銷除關係人銷貨交易、現金持有、機構投資者持股、預防性現金

ABSTRACT

When preparing consolidated financial statements, a listed firm must eliminate all related party sales between the reporting entity (parent company) and its controlled subsidiaries (i.e., ERPT) in the consolidated financial statements. The ERPT does not affect current earnings reporting and can be attributed to an efficient contracting that helps reduce the volatility of the firm's cash flows. This study thus examines the impact of ERPT on listed firms' cash holding decisions and further explores the role of institutional ownership in the above aforementioned relationship. Empirical result shows that ERPT is negatively associated with the firm's cash holding, indicating that managers significantly reduce the precautionary cash positions through efficient related-party sales arrangements. Further analysis documents that, in most cases, this negative relationship is suppressed by higher levels of institutional ownership. This study runs several diagnostic checks, the results confirm the robustness of the main findings.

Keywords: ERPT, Cash Holding, Institutional Ownership, Precautionary Cash

壹、緒論

關係人交易¹廣泛存在於我國企業集團或股權結構複雜的上市櫃公司之經濟活動中。效率契約（Efficient Contracting Hypothesis）關係人交易觀點主張，企業集團內的關係人交易可促進資源在聯屬公司間之資源流通，亦存在資訊傳遞及資源共享功能，可降低交易成本與提升公司經營績效（Balsam, Gifford, & Puthenpurackal, 2017；Ryngaert & Thomas, 2012；Wang, Cho, & Lin, 2019）。然投機性假說觀點（Opportunism Hypothesis）則認為，關係人交易並非完全在市場機制下進行，背後隱含盈餘操縱、利益輸送或資產掏空風險（Jian & Wong, 2010；Cheung, Rau, & Stouraitis, 2006），可能危害到非控制股東或其他利害關係人的權益。因公司從事關係人交易的動機無法直接觀察，故關係人交易是一個備受關注的實證議題。

我國財務會計準則第 7 號「合併報表」於 1985 年公布適用。為銜接國際會計準則，2004 年 12 月 9 日修訂財務會計準則第 7 號（以下稱 TSFAS 7，此準則與 IASB 2003 之 IAS 27 類似），將公司控制能力之定義由股權控制（50%）變更為可主導及監管其它個體之「實質控制能力」判斷。根據 TSFAS 7，我國金融監督管理委員會在 2005 年頒布第 0940001317 號令，規定上市櫃公司必須編製合併財務報表。證券發行人財務報告編製準則亦規定，在 2012 年之後，當母公司對經濟實體擁有財務利益及經營決策權時，公開發行公司須同時遵照該命令及 TSFAS 7，編製合併財務報表及母公司個體財務報告。延續此規範，我國全面適用 IFRS 後，上市櫃公司除依 IFRS10 編製合併財務報表外，仍須依據金融監督管理委員會的規定，提供報導個體（母公司）年度個體財務報表。此編製雙重財務報表的法規機制（Dual-Reporting Mechanism）提供本研究取得報導個體（母公司）財務報表中，因合併報表編製過程中被銷除的關係人銷貨交易（即報導個體對有控制力子公司之關係人銷貨交易）（以下簡稱被銷除關係人銷貨交易），進而檢測其與公司現金持有決策之關係。

此類型的關係人銷貨交易²在合併財務報表編製規範下，須進行抵銷處理（Eliminated Related Party Sales, ERPT），對當期盈餘報導不產生影響，預期與投機性盈餘報導的關係人銷貨交易安排關聯性較低。倘若公司進行此類型關係人銷貨交易與效率契約相關（翁佩瑜、陳慶隆、陳欣怡、王翰屏，2023；Chen, Solikhah, & Weng, 2025），係公司為促進聯屬企業間的資源流通，降低交易成本與提升經營績效，所從事的銷貨交易安排。為公司在市場機制失靈情況，透過內部或關聯企業關係人交易安排，進行上下游整合，使內部資源分配更有效率，降低市場交易成本與不確定性，可提升現金流量的品質及持續性，預期公司效率契約的銷貨安排將與預防性現金持有決策產

生連結。探討公司現金持有決定因素的文獻相當多元（譬如：Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 1999；Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 2006；Harford, Mansi, & Maxwell, 2008；Bates, Kahle, & Stulz, 2009；Liu & Mauer, 2011），而現金管理係公司流動性與資金配置的重要決策（Acharya, Almeida, & Campello, 2007），持有適當現金可協助公司在融資與製造活動間進行有利的資本配置。在預防性動機觀點下，公司維持現金水準是因應未來突發的緊急情況，降低現金流量的不確定性，以避免未來發生現金短缺的可能性（Opler et al., 1999；Bates et al., 2009）。倘若效率契約的關係人銷貨交易安排，可提升現金流量的品質及持續性，預期公司預防性現金需求將可降低。截止目前文獻，並無探討合併報表編製過程中被銷除的關係人銷貨交易對公司現金持有決策影響者，本研究實證發現可豐富關係人交易與公司現金持有決策等相關領域之文獻。

機構投資者是公司治理機制的重要環節，相較於個人投資者，機構投資者擁有資金、專業知識及治理工具，能透過其高持股比率、專業及豐富資源，降低資訊不對稱下代理問題所產生的負面影響，有效監督公司的盈餘報導品質（Bushee, 1998；Hadani, Goranova, & Khan, 2011；Aggarwal, Erel, Ferreira, & Matos, 2011）與經營決策（Luong, Moshirian, Nguyen, Tian, & Zhang, 2017；Ward, Yin, & Zeng, 2018）。Harford et al. (2008) 指出治理機制較弱的公司會迅速將現金用於資本支出與收購活動，進而降低現金儲備水準，隱含治理機制較佳的公司會有較多現金部位；此觀點在後續 Wu and Chang (2024) 研究中，獲得實證的支持。倘若高持股率的機構投資者可以強化治理功能，監督公司現金管理決策，提高現金持有的邊際價值（Aggarwal et al., 2011；Ferreira & Matos, 2008；Loncan, 2020；Frésard & Salva, 2010；Ward et al., 2018），預期機構投資者將在公司從事關係人銷貨交易與現金持有決策之間扮演一定的角色，特別是避免公司在從事被銷除的關係人銷貨交易後降低預防性現金部位，導致現金持有偏離公司最適現金水準。因此，本研究納入機構投資者持股率檢測其是否影響被銷除關係人銷貨交易與公司現金持有決策之間之連結。

本研究以 2005 年至 2024 年臺灣非金融產業之上市櫃公司為對象，進行實證測試。實證結果顯示：在不同的現金衡量指標下，被銷除關係人銷貨交易（ERPT）與公司現金持有水準呈現顯著負向關係。意味此類型關係人銷貨交易應該係效率契約安排（翁佩瑜等，2023；Chen, Solikhah, & Weng, 2025），公司管理者預期此類型關係人交易能提升現金流量的穩定性及持續性，進而降低公司預防性現金持有水準。納入機構投資者角色後，在多數設定下，被銷除關係人銷貨交易（ERPT）與機構投資者持股率（INST）的交乘項之迴歸係數為正號，且達到統計顯著水準，亦即機構投資者會弱化被銷除關係人銷貨交易（ERPT）與公司現金持有水準的負向關係。此結果意味機構投資者某種程度會抑制管理者透過被銷除關係人銷貨交易降低預防性現金持有水準的

作法。本研究可從兩個方面豐富相關領域文獻。首先，國內雖然有不少文獻檢測公司關係人交易安排與公司財務報導品質之關係（譬如：Yeh, Shu, & Su, 2012；Hwang, Chiou, & Wang, 2013；Wang, Cho, & Lin, 2019；翁佩瑜等，2023），較少研究檢測關係人交易安排與公司理財決策之關係，本研究延伸此系列研究，檢測公司關係人銷貨交易安排與現金持有決策之關聯性，發現管理者在有效率契約屬性的被銷除關係人銷貨交易安排後，顯著降低公司現金持有水準，意味被銷除關係人銷貨交易某種程度扮演替代現金持有的角色，此實證發現有助於資本市場參與者解讀公司從事關係人交易安排動機，及如何連結其現金持有決策。其次，探討公司現金持有決策的國內外文獻相當多元（譬如：Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 1999；Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 2006；Harford, Mansi, & Maxwell, 2008；Bates, Kahle, & Stulz, 2009；Liu & Mauer, 2011；林嘉慧、林美倫、郭玟秀，2010；蘇玄啟、羅仙法、施懿宸、李汶育，2016；陳慶隆、翁佩瑜、林煜陞、吳佳融，2024）。本研究基於我國強制編製合併報表與母公司個體財務報表的雙重報告規範，透過此兩份財務報告之比較，計算被銷除關係人銷貨交易（ERPT），作為衡量效率契約關係人銷貨交易安排的指標，發現報導個體（母公司）單獨報表上所揭露之關係人銷貨交易，可協助報表使用者獲得公司現金持有決策的增額資訊，為我國編製雙重財務報告規範下，關係人銷貨交易會影響公司現金持有決策，提供額外的證據，除可豐富現金持有決策相關研究，亦可提供監管單位作財務報導規範的政策評估，與會計專業後續修定會計報導準則的參考。

本研究安排如下：首先為緒論；其次為文獻探討及研究假說；第參節為研究設計，包括：樣本說明、變數衡量及實證模式；第肆節為實證結果分析；第伍節為敏感性測試；最後為結論。

貳、文獻探討與研究假說

一、文獻探討

Opler et al. (1999) 認為現金流量波動程度較大或有高成長機會的公司，會傾向保留較高現金部位，提供預防性動機作為解釋現金持有決策的重要理論基礎。後續研究發現公司在面對高現金流量風險(Bates et al., 2009)、經濟或政策不確定性上升(Duong, Nguyen, Nguyen, & Rhee, 2020；Heeney, Yang, Chowdhury, & Tan, 2023；Yang, Hsieh, & Hung, 2024)等因素時，會顯著提高預防性現金持有水準。此外，現金持有決策亦受到公司營運或投資理財活動影響，譬如：當公司增加廣告支出或經理人過度自信時，

會提高現金持有部位 (Chen, Ho, & Yeh, 2020 ; Luo, Wang, & Wu, 2023 ; Bui, Chou, Lin, & Lu, 2025) ; 當公司進行股票買回時, 則會顯著降低現金持有部位 (Ye, Wang, & Ren, 2024) 。在國內相關文獻中, 林嘉慧、林美倫與郭玟秀 (2010) 指出在公司治理機制較弱的情況下, 公司會持有較高現金部位, 且被優先用於償還債務。盧建霖、葉子瑄 (2022) 發現台灣家族企業的現金持有水準較低, 但在預防性動機較強或集團核心程度較高時, 則傾向保留更多現金; 蘇玄啟、羅仙法、施懿宸與李汶育 (2016) 則發現處於發展初期階段的公司, 因現金流量波動性高、研發支出比重大、及財務短缺議題較為嚴重, 會傾向提高現金持有水準以維持財務彈性; 陳以林、陳欣妤 (2017) 發現預期增加研發支出的公司, 會計保守性與現金持有水準間存在顯著的正向關係。部分研究則探討金融商品與現金持有決策之關聯性, 譬如: 陳慶隆、翁佩瑜、林煜陞與吳佳融 (2024) 發現衍生性金融商品與現金持有水準呈現正向關聯; Lee (2025) 發現美國在實施 SFAS 133 後, 衍生性金融商品會減少公司現金持有水準; Bick, Orlova, and Sun (2018) 發現金融商品的第 1 等級與第 2 等級公允價值衡量與現金持有水準正向關聯。然而, 除 Chen, Chen, and Huang (2025) 以中國公司為樣本, 發現公司存在一個以上大股東 (Multiple Large Shareholders) 時, 其關係人交易會強化現金持有水準外, 少研究檢測關係人交易安排是否與公司現金持有決策產生連結。

關係人交易與財務報導品質的關係存在競爭性觀點。投機性假說觀點 (譬如: Friedman, Johnson, & Mitton, 2003 ; Jian & Wong, 2010 等) 認為, 關聯公司之間關係人交易安排, 可能係被用來扶持業績不佳的企業或部門, 違反正常商業活動的公平交易原則, 從而導致盈餘品質與盈餘資訊的降低 (Cheung, Rau, & Stouraitis, 2006 ; Kohlbeck & Mayhew, 2010 ; Rahmat, Ahmed, & Lobo, 2020) 。效率契約觀點則主張, 作為商業集團的一分子, 集團內公司能獲得營運所需資源, 形成關聯公司間資源共享的網絡 (Gordon, Henry, Louwers, & Reed, 2007 ; Khanna & Palepu, 2000) , 集團成員之間所建立的緊密聯繫, 亦為控制股東提供多種途徑有效監督集團內的成員。因此, 部分關係人交易可能源自於日常運營活動, 而非公司管理者的投機性決策 (Gordon et al., 2007 ; Hwang, Chiou, & Wang, 2013 ; Balsam, Gifford, & Puthenpurackal, 2017 ; Wang, Cho, & Lin, 2019 ; Bansal & Singh, 2023) 。現有文獻採用不同的關係人交易衡量指標或不同資本市場的資料, 檢測公司關係人交易安排對公司盈餘報導、資訊品質或經營決策的影響, 然並無不一致性的結論。

在我國金融監督管理委員會的第 0940001317 號令與 TSFAS 7 (或 IFRS 10) 的規範下, 當母公司對經濟實體擁有財務利益及經營決策權時, 上市櫃公司有義務同時編製合併財務報表與母公司個體財務報告。且報導個體母公司對集團內有控制權公司之間的關係人交易, 在未與合併集團之外部第三方交易之前, 其損益視為未實現, 在編

製合併財務報表過程中，將被「全額」抵銷。在我國此特殊規範下，可以透過合併財務報表與報導個體母公司的個體財務報表比較，將母公司個體財務報表中揭露之關係人銷貨交易區分為兩種類型：(1)母公司與其有控制力須編製合併報表之子公司間的關係人銷貨交易；(2)母公司與其無控制力之關聯企業間所產生的關係人銷貨交易。前者因合併報表的編製而被全數銷除，對公司報導之當期合併損益，原則上不會產生影響。倘若此類型關係人銷貨交易為公司考量效率契約之決策，亦即為發揮綜效之關聯企業間交易安排，公司管理者預期此類型銷貨交易安排有助於提高現金流量穩定性，將影響管理者的預防性現金持有決策。國內關於編製合併報表相關研究所提供的間接證據，某種程度支持編製合併報表揭露關係人銷貨交易有助於提高盈餘品質的觀點。譬如：Hsu, Jung, and Pourjalali (2015) 發現合併報表的編製可以降低公司管理層透過關係人交易操縱盈餘報導的裁量權；翁佩瑜等 (2023) 指出被銷除關係人銷貨交易為公司考量效率契約之決策，可以提高盈餘的相對價值攸關性。Chen, Solikhah, and Weng (2025) 檢測被銷除關係人銷貨交易在 Tobin's Q 及內部現金流量對投資敏感性影響之角色，發現在我國 IFRS 實施前，被銷除關係人銷貨交易顯著提高 Tobin's Q 之投資敏感度，並降低內部現金流量之投資敏感性。截止目前，無研究檢測此類型關係人交易是否與公司的現金持有決策產生連結。

機構投資者監督假說 (Monitoring Hypothesis) 認為機構投資者擁有較多資金與專業知識，能透過其高持股比率及豐富資源，降低資訊不對稱所產生的負面影響，且能有效監督公司的盈餘報導品質，提升資訊的透明度 (Bushee, 1998; Hadani, Goranova, & Khan, 2011)。機構投資者為維護其權益，會積極監督公司管理者的各項投資理財決策 (Bushee, 1998; Chung, Firth, & Kim, 2002; Kim, Miller, Wan, & Wang, 2016)。此外，機構投資者亦會透過資訊搜集以正確評估公司經營決策，適時從事股票交易被動性監督 (Vote with Feet) 公司的經營決策。譬如：McCahery and Schwienbacher (2010) 發現機構投資者對盈餘績效不佳的公司，常見反應是止損，直接出售股票。Edmans and Manso (2011) 亦主張當機構投資者選擇退出盈餘績效表現不佳的股票時，出售股票可以作為有效的治理機制。機構投資者會適時從事股票交易，被動性監督公司的經營決策觀點，後續獲得 Qian (2011)、McCahery, Sautner, and Starks (2016)、Chen, Weng, and Chen (2025) 等實證研究支持。倘若持有超額現金或現金部位不足，在某種程度可以彰顯公司的現金部位偏離最適水準或將提高財務風險，預期機構投資者的監督角色將與公司現金管理產生連結。McConnell and Servaes (1990) 即發現機構投資者的持股比率較一般投資者高，有較大的動機積極監督公司管理者的各項財務決策，避免公司持有超額現金，造成無效率的使用，因此，機構投資者的持股比率與公司的績效存在正向關係。³

二、研究假說

關係人交易的效率契約假說認為，關聯企業可以透過企業內部間活動來降低交易成本及避免市場交易的複雜性和低效率。在市場機制失靈，會導致市場交易成本提高，管理階層透過公司內部或關聯企業進行上下游整合交易，使內部資源分配分享更有效率，降低市場交易的不確定性，有助於提升現金流量品質及持續性。在編製合併報表的情境下，公司並無法透過被銷除關係人交易以影響報導之當期盈餘，因此缺乏盈餘操縱的動機。因此，若公司進行的關係人銷貨交易安排，在合併報表範疇內將被銷除，則可符合效率契約假說觀點（翁佩瑜等，2023；Chen, Solikhah, & Weng, 2025）。

倘若在編製合併報表的情境下被銷除關係人銷貨交易係公司管理當局的效率契約安排，可降低交易成本，亦可降低市場交易的不確定性所導致的非預期現金波動。此時，關係人銷貨交易安排，除能以內部資金支援取代外部資金來源的限制之外，被銷除關係人銷貨交易可能改變公司的流動性策略或現金決策。亦即被銷除關係人銷貨交易比重越高，公司現金流量越穩定，財務限制較少，預防性現金需求降低（Bates et al., 2009），公司管理者將持有較低的現金部位。其次，雖然投機性關係人交易是傳遞公司代理問題的指標（Cheung et al., 2006；Kohlbeck & Mayhew, 2010；Jian & Wong, 2010），且高代理問題可能導致關係人交易比重高的公司會持有較高的現金部位（Chen, Chen, & Huang, 2025）。然而，Bates et al.（2009）認為相對於代理問題下的增額現金需求，預防性現金需求動機更能解釋公司的現金持有決策。此外，因關係人交易係我國財務報表的強制性揭露項目，此強制揭露的資訊某種程度可提高財務報導的透明度，有助於投資者與其他資本市場參與者，有效解讀公司關係人銷貨交易資訊的攸關性與可靠性（翁佩瑜等，2023），對關係人銷貨交易之資訊不對稱的疑慮或所產生的影響，相對不嚴重。倘若被銷除關係人銷貨交易係公司管理當局的效率契約安排，某種程度即可以排除此類型關係人交易安排與代理問題的關聯性。綜合前述討論，本研究臆測被銷除關係人銷貨交易安排係公司現金管理決策的一環，管理者將被銷除關係人銷貨交易安排作為預防性現金需求的替代工具。預期被銷除關係人銷貨交易比重越高，預防性現金需求越低，兩者會呈現負向關係。故本研究假說 H1 設定如下：

H1：在其他條件不變下，被銷除關係人銷貨交易與公司現金持有水準呈現負向關係

機構投資者係管理龐大資金並進行專業投資之組織，作為公司治理機制的重要環節，其持股比率反映對公司的影響力，無論是積極監督或被動透過股票交易影響公司經營決策（Bushee, 1998；Chung, Firth, & Kim, 2002；Kim, Miller, Wan, & Wang, 2016；Edmans & Manso, 2011；Qian, 2011；McCahery, Sautner, & Starks, 2016；Chen, Weng, & Chen, 2025），皆能影響公司治理功能表現。機構投資者監督假說認為，機構投資者

擁有專業知識及治理工具，能有效監督公司的經營決策（Luong, Moshirian, Nguyen, Tian, & Zhang, 2017；Ward, Yin, & Zeng, 2018），提升資訊透明度與抑制管理階層的投機行為，從而提升盈餘品質（Chung, Firth, & Kim, 2002）、提高現金流量穩定性與企業價值（Bushee, 1998；Loncan, 2020）。就現金管理的角度，Harford et al.（2008）認為機構投資者的監督是影響公司現金持有決策的重要因素。Ward et al.（2018）亦發現機構投資者會透過監督提高公司持有現金的邊際價值，促使公司管理者將現金餘額維持在與股東財富最大化相一致的水準。倘若管理者將被銷除關係人銷貨交易安排可視為預防性現金需求的替代工具，在被銷除關係人銷貨交易安排後，公司預防性現金需求可降低，進而持有較低現金部位，某種程度會降低公司的流動性，偏離最適現金持有水準，甚至提高財務風險。機構投資者無論是提高現金的邊際價值或避免財務風險的提高，預期將抑制管理者因被銷除關係人銷貨交易所導致的預防性現金需求的降低。故本研究假說 H2 設定如下：

H2：在其他條件不變下，機構投資者持股率越高，被銷除關係人銷貨交易與公司現金持有水準之負向關係將降低

參、研究設計

一、研究期間及樣本篩選

本研究使用之變數資料係取自臺灣經濟新報（Taiwan Economic Journal, TEJ）資料庫。被解釋變數公司現金、主要解釋變數被銷除關係人銷貨交易與控制變數資料，取自一般產業財務模組資料庫；機構投資者持股率資料取自企業股權結構及股權分散資料庫。

鑒於我國 2004 年修訂財務會計準則第 7 號公報「合併財務報表」，並於 2005 年起實施，故將研究期間設定為 2005 年至 2024 年。本研究研究樣本為我國上市櫃公司。考量銀行、證券、保險與投資信託等產業行業性質特殊，其會計實務、法令適用及財務資料結構與其他產業有差異，亦予以排除。若數據資料有遺漏不齊全者，也予以剔除。

原始樣本共 32,586 筆，扣除缺乏被解釋變數現金資料之觀測值（計 1,847 筆）、關係人銷貨交易資料之觀測值（計 1,797 筆）與機構投資者持股率資料之觀測值（計 580 筆）後，最後實證觀測值為 28,362 筆，樣本篩選過程如表 1 之 Panel A 所呈現。

表 1 樣本篩選歷程與分布

Panel A 樣本篩選歷程			
			樣本個數
TEJ 一般產業資料庫原始樣本數（2005-2024 年）			32,586
減：			
缺乏現金之觀測值			(1,847)
缺乏關係人銷貨交易之觀測值			(1,797)
缺乏機構投資者持股率之觀測值			(580)
最後實證樣本數			28,362
Panel B 研究樣本產業分布			
TEJ 產業代碼	產業名稱	樣本個數	樣本%
11	水泥工業	224	0.79%
12	食品工業	544	1.92%
13	塑膠工業	674	2.38%
14	紡織纖維	1,054	3.72%
15	電機機械	1,999	7.05%
16	電器電纜	200	0.71%
17	化學生技醫療	2,506	8.84%
18	玻璃陶瓷	113	0.40%
19	造紙工業	124	0.44%
20	鋼鐵工業	1,017	3.59%
21	橡膠工業	208	0.73%
22	汽車工業	285	1.00%
23	電子工業	14,678	51.75%
25	建材營造	1,867	6.58%
26	航運業	529	1.87%
27	觀光事業	600	2.12%
29	貿易百貨	414	1.46%
99	其他	1,326	4.68%
合計		28,362	100.00%

依 TEJ 產業別分類，各產業之分布情況如表 1 之 Panel B。樣本以電子業比例最高，計 14,678 筆，占總樣本數高達 51.75%；其次為化學生技醫療業，計 2,506 筆（8.84%）；電機機械業則有 1,999 筆（7.05%）；建材營造業有 1,867 筆（6.58%）。其餘產業觀測值則占 5%以下。

二、變數定義

(一)被解釋變數－現金持有水準（CASH）

參考現金衡量的相關文獻（譬如：Opler et al., 1999；Bates et al., 2009；陳慶隆等，2024），本研究以下列三種指標衡量現金持有水準。計算方式如下：CASH1：期末現金及約當現金總額除以期末資產總額；CASH2：期末現金及約當現金總額除以不含現金及約當現金總額之期末總資產；CASH3：為 CASH1 加 1 後，再取自然對數加以衡量，亦即 $CASH3 = \ln(CASH1 + 1)$ 。

(二)解釋變數（Explanatory Variable）

1. 被銷除關係人銷貨交易（ERPT, Eliminated Related Party Sales）

本研究以公司的關係人銷貨交易為衡量指標，參考翁佩瑜等（2023）的作法，以報導個體（母公司）單獨財務報表揭露之關係人銷貨交易（RPT），扣除合併報表中所揭露之關係人銷貨交易（即編製合併報表未被銷除的關係人銷貨交易，NERPT），再以報導個體（母公司）單獨財務報表之當期銷貨收入淨額加以平減，作為編製合併報表被銷除關係人銷貨交易（ERPT）的衡量指標（即 $ERPT = RPT - NERPT$ ），預期此指標應可捕捉公司因編製合併報表被銷除的關係人銷貨交易。然若 ERPT 為負數，則將其設為 0。

2. 機構投資者持股率（INST, Institutional Ownership）

延續 Chen, Weng, and Chen（2025）的作法，本研究以境內金融機構持股率、境內信託基金持股率、境外金融機構持股率及境外信託基金持股率之總和加以衡量。

(三)控制變數

參考 Opler et al.（1999）、Bates et al.（2009）、Bick et al.（2018）與陳慶隆等（2024）之實證模式，本研究之控制變數包括：

Tobin' Q（TOBIN）衡量公司市場價值對其資產重置成本的比率（Tobin, 1969），為公司股票市值加負債帳面價值除以期末總資產的比率。高 Tobin' Q 隱含公司增加額外投資的需求高，現金需求高（Bates et al., 2009；陳慶隆等，2024），預期此控制變數之迴歸係數符號為正。公司規模（SIZE）為期末資產總額取自然對數。規模較大的公司因較容易獲得外部資金，故對現金需求較低（Opler et al., 1999），預期該變數迴歸係數符號為負。現金流量比率（CASHF）為營業活動淨現金流量除以期末資產總額。當現金流量較高時，公司可儲備更多現金，預期該變數符號為正。淨營運資金比率

(NETWC) 為營運資金扣除現金及約當現金後之餘額除以期末資產總額。當現金以外的營運資金較多，表示其變現能力較高，故可以減少現金持有需求 (Bates et al., 2009)，預期該變數符號為負。資本支出比率 (CAPE) 為本期資本支出除以期末資產總額。當公司資本支出越高，表示內部資源偏低，其累積的現金水準較少 (Opler et al., 1999)，預期該變數符號為負。負債比率 (LEV) 為期末負債總額除以期末資產總額。Opler et al. (1999) 認為公司負債比率較高時，外部監督程度會提高，公司會避免持有閒置的現金部位，故有較低現金持有水準，預期負債比率的迴歸係數符號為負。支付現金股利之虛擬變數 (DIV) 為當年度有支付現金股利者設為 1，其餘為 0。當公司有發放現金股利，將提高現金需求進而持有更多現金 (Opler et al., 1999)，預期該變數符號為正。產業現金波動性 (RISK) 為過去十年期 (含 t 期) 之產業現金及約當現金數額，除以期末資產總額，再計算產業現金水準標準差，以此數值作為衡量產業現金波動性指標 (Bates et al., 2009；陳慶隆等，2024)，預期此控制變數與現金持有水準呈正向關係。

三、實證模式

本研究參考現金持有決策相關文獻 (Opler et al., 1999；Bates et al., 2009；Bick et al., 2018；陳慶隆等，2024)，建構被銷除關係人銷貨交易與公司現金持有決策之關係。倘若被銷除關係人銷貨交易安排會影響現金流量穩定性，那公司現金部位高低在某種程度會受到被銷除關係人銷貨交易決策的影響。為排除可能的內生關係對實證結果推論的影響，本研究的解釋變數，均按落後一期 (t-1 期) 數值衡量。此外，本研究採用非平衡追蹤資料 (Unbalanced Panel Data) 型態為實證模式，控制公司特性及年度效果，預期較混合資料最小平方法 (Pooled Least Square) 能有效降低迴歸係數的估計偏誤，且提升整體模式之解釋力。本研究亦以 White (1980) 的方法執行異質變異調整後，進行實證分析。實證模式如式 (1) 所示：

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ERPT_{i,t-1} + \beta_2 TOBIN_{i,t-1} + \beta_3 SIZE_{i,t-1} + \beta_4 CASHF_{i,t-1} + \beta_5 NETWC_{i,t-1} + \beta_6 CAPE_{i,t-1} + \beta_7 LEV_{i,t-1} + \beta_8 DIV_{i,t-1} + \beta_9 RISK_{i,t-1} + Firm\ Effect + Year\ Effect + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中，i 為公司，t 為年度，變數定義如下：

CASH : 現金持有水準量指標；**CASH1** 為期末現金及約當現金總額除以期末資產總額；**CASH2** 為期末現金及約當現金總額除以不含現金及約當現金總額之期末總資產；**CASH3** 為 **CASH1** 加 1 後，再取自然對數後，加以衡量。

<i>ERPT</i>	:	i 公司第 t-1 年被銷除關係人銷貨交易；係母公司個體財務報表中關係人銷貨收入扣除合併報表中關係人銷貨收入，再以母公司單獨財務報表之當期銷貨收入淨額加以平減，如差額為負數，則設為 0。
<i>TOBIN</i>	:	以 Tobin'Q 加以衡量；為 i 公司第 t-1 年股票市值加負債帳面價值，除以期末總資產。
<i>SIZE</i>	:	公司規模；為 i 公司第 t-1 年期末資產總額取自然對數。
<i>CASHF</i>	:	營業現金流量比率；為 i 公司第 t-1 年營業活動淨現金流量，除以期末資產總額。
<i>NETWC</i>	:	淨營運資金比率；為 i 公司第 t-1 年營運資金扣除現金及約當現金後之餘額，除以期末資產總額。
<i>CAPE</i>	:	資本支出比率；為 i 公司第 t-1 年資本支出除以期末資產總額。
<i>LEV</i>	:	長期負債比率；為 i 公司第 t-1 年期末長期負債總額，除以期末資產總額。
<i>DIV</i>	:	現金股利發放虛擬變數；為 i 公司第 t-1 年當年度有發放現金股利者，設為 1，其餘為 0。
<i>RISK</i>	:	產業現金波動性；以過去十年期（含 t 期）之產業現金及約當現金除以期末總資產，所計算之產業現金水準標準差。
<i>Firm Effect</i>	:	控制公司特性效果。
<i>Year Effect</i>	:	控制年度效果。
ε	:	殘差項。

依據研究假說 H1，被銷除關係人銷貨交易（ERPT）的迴歸係數（ β_1 ）之預期符號為負。

為測試研究假說 H2，將機構投資者持股率（INST）納入實證模式，以檢測機構投資者在被銷除關係人銷貨交易與公司現金持有水準關聯性之角色。實證模式如式（2）所示：

$$\begin{aligned}
 CASH_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 ERPT_{i,t-1} + \beta_2 INST_{i,t-1} + \beta_3 ERPT_{i,t-1} * INST_{i,t-1} + \beta_4 TOBIN_{i,t-1} \\
 & + \beta_5 SIZE_{i,t-1} + \beta_6 CASHF_{i,t-1} + \beta_7 NETWC_{i,t-1} + \beta_8 CAPE_{i,t-1} + \beta_9 LEV_{i,t-1} \\
 & + \beta_{10} DIV_{i,t-1} + \beta_{11} RISK_{i,t-1} + Firm\ Effect + Year\ Effect + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad (2)$$

$INST_{i,t}$: i 公司第 t-1 年機構投資者持股率；係以境內金融機構持股率、境內信託基金持股率、境外金融機構持股率及境外信託基金持股率之總和加以衡量。

其餘變數定義悉如模式（1）。

依據本研究之研究假說 H2，預期編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與機構投資者持股率的交乘項（ $ERPT*INST$ ）之迴歸係數（ β_3 ）為正號。

肆、實證結果分析

一、敘述性統計

表 2 為相關變數之敘述性統計。為避免變數極端值對實證結果之推論產生影響，本研究針對各連續變數觀察值前後 1%處理極端值，進行 winsorize 調整。表 2 顯示：三個現金持有水準衡量指標（CASH）平均數（中位數）分別為 0.128 (0.086)、0.183 (0.094)與-2.448 (-2.362)，現金持有水準變數呈現右偏分配，顯示在處理極端值後，被解釋變數的數值仍然受到部份持有高現金水準公司的影響。被銷除關係人銷貨交易（ERPT）之平均數（中位數）為 0.090 (0.004)，意味部份公司存在高 ERPT 的情形。機構投資者持股率（INST）之平均數（中位數）為 0.064 (0.019)，機構投資者持股似乎集中在規模較大，且有國際能見度的少數上市櫃公司。控制變數部分，樣本的 Tobin'Q 的平均數為 1.346、以期末公司總資產取自然對數衡量的公司規模平均值為 15.115、平均現金流量比率為 0.056、資本支出比率平均數為 0.026，平均負債比率為 0.366，約有 71%的樣本公司發放現金股利。最後，以過去十年期之產業現金及約當現金除以期末總資產，所計算產業現金水準標準差（RISK）的平均數為 0.012。

各變數之間的相關係數呈現於表 3。表 3 之右上角為 Pearson 相關係數矩陣，左下角為 Spearman 相關係數矩陣。應變數 CASH 與主要解釋變數 ERPT 皆呈現顯著負相關，顯示高被銷除關係人銷貨交易（ERPT）的公司有較低的現金持有水準。INST 變數與三個 CASH 衡量指標亦呈現顯著負相關，然與 ERPT 呈現顯著正向關係。全部控制變數與 CASH 指標皆顯著相關，顯示其對公司現金持有水準具備某種程度的解釋能力。

表 2 變數敘述性統計表 (N=28,362)

變數	平均值	標準差	最小值	第一四分位	中位數	第三四分位	最大值
CASH1	0.128	0.127	0.002	0.037	0.086	0.176	0.624
CASH2	0.183	0.262	0.002	0.039	0.094	0.214	1.661
CASH3	-2.448	1.322	-6.280	-3.253	-2.362	-1.544	0.508
ERPT	0.090	0.175	0.000	0.000	0.004	0.088	0.844
INST	0.064	0.101	0.000	0.000	0.019	0.081	0.517
TOBIN	1.346	0.938	0.380	0.790	1.050	1.540	5.990
SIZE	15.115	1.375	12.421	14.156	14.937	15.893	19.555
CASHF	0.056	0.098	-0.255	0.003	0.051	0.112	0.326
NETWC	0.081	0.171	-0.345	-0.026	0.069	0.184	0.553
CAPE	0.026	0.042	0.000	0.002	0.009	0.031	0.236
LEV	0.366	0.176	0.032	0.231	0.356	0.486	0.829
DIV	0.710	0.454	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
RISK	0.012	0.005	0.005	0.009	0.011	0.013	0.032

註：

1. 各變數定義如下：CASH1：（現金＋約當現金）／期末總資產；CASH2：（現金＋約當現金）／（期末總資產－（現金＋約當現金））；CASH3：CASH1 加 1，再取自然對數加以衡量；ERPT：編製合併報表被消除關係人銷貨交易，係個體財務報表中關係人銷貨收入扣除合併報表中關係人銷貨收入，並以個體銷貨淨額平減，如差額為負數，則設為 0；INST：境內外機構投資者持股率，以年底境內外金融機構持股率加上境內外信託基金持股率，加以衡量；TOBIN：以 Tobin' Q 加以衡量，為公司股票市值加負債帳面價值除以期末總資產的比率；SIZE：公司規模變數，以期末公司總資產取自然對數加以衡量；CASHF：現金流量比率，以營業現金流量除以期末總資產加以衡量；NETWC：淨營運資金比率，以（淨營運資金－現金及約當現金）除以期末總資產加以衡量；CAPE：資本支出比率，以資本支出除以期末總資產加以衡量；LEV：負債比率，以期末總負債占期末總資產比率加以衡量；DIV：支付現金股利之虛擬變數，當年度有支付現金股利者設為 1，其餘為 0；RISK：產業現金波動性，以過去十年期（含 t 期）之產業現金及約當現金除以期末總資產，計算產業現金水準標準差加以衡量。
2. 各連續變數資料皆以觀察值前後 1% 進行 winsorize 調整，處理極端值。

表 3 相關係數矩陣 (N=28,362)

	CASH1	CASH2	CASH3	ERPT	INST	TOBIN	SIZE	CASHF	NETWC	CAPE	LEV	DIV	RISK
CASH1		.955***	.867***	-.058***	-.048***	.325***	-.309***	.209***	.081***	0.002	-.268***	.019***	.034***
CASH2	1.000***		.742***	-.057***	-.043***	.329***	-.273***	.178***	.045***	-.017***	-.243***	-0.002	.034***
CASH3	1.000***	1.000***		-.051***	-.067***	.265***	-.342***	.206***	.128***	.045***	-.249***	.047***	.023***
ERPT	-.058***	-.058***	-.058***		.098***	0.008	.100***	-.024***	-.050***	-.041***	-.030***	.040***	-.037***
INST	-.081***	-.081***	-.081***	.130***		.141***	.511***	.138***	-.099***	.040***	-.017***	.210***	-.017***
TOBIN	.243***	.243***	.243***	-.036***	.125***		-.106***	.174***	.046***	.126***	-.231***	.042***	.021***
SIZE	-.341***	-.341***	-.341***	.142***	.533***	-.109***		.073***	-.183***	0.010	.183***	.271***	-.045***
CASHF	.244***	.244***	.244***	-0.008	.125***	.210***	.048***		-.026***	.198***	-.176***	.292***	.016***
NETWC	.151***	.151***	.151***	-.061***	-.093***	.040***	-.197***	.014**		-.086***	-.326***	.072***	-.088***
CAPE	.069***	.069***	.069***	-0.001	.051***	.154***	.023***	.264***	-.066***		.040***	.067***	.040***
LEV	-.263***	-.263***	-.263***	.020***	-.049***	-.220***	.197***	-.161***	-.301***	.035***		-.122***	-.041***
DIV	.049***	.049***	.049***	.085***	.250***	.107***	.280***	.306***	.071***	.100***	-.104***		-.016***
RISK	.070***	.070***	.070***	-0.005	-0.005	.019***	-.047***	.012**	-.083***	.046***	-.070***	-0.007	

註：

1. 右上角為 Pearson 相關係數矩陣，左下角為 Spearman 相關係數矩陣。
2. 各變數定義悉如表 2。
3. 「***」表示達 1%顯著水準，「**」表示達 5%顯著水準。（雙尾）

二、迴歸實證結果

本研究檢測被銷除關係人銷貨交易（ERPT）與公司現金持有水準之關係（ERPT 模式），並納入機構投資者持股率變數，檢測機構投資者在上述之關係所扮演之角色（ERPT_INST 模式）。實證結果如表 4 所呈現。依據表 4 顯示，三個現金持有水準衡量指標，在 ERPT 與 ERPT_INST 迴歸模式之解釋能力，皆達到 1%統計顯著水準，顯示實證模式具有適當配適度。

在 ERPT 模式的實證結果顯示，主要解釋變數 ERPT 在三個現金持有水準衡量指標，其迴歸係數分別為-0.0269 ($t=-6.12$)、-0.0548 ($t=-5.72$)及-0.3806 ($t=-6.99$)，係數符號為負，皆達到 1%之統計顯著水準。此結果表示被銷除關係人銷貨交易與公司現金持有水準呈現顯著負向關係，意味當公司從事效率契約關係人銷貨交易後，會顯著降低公司之現金持有水準，實證結果支持研究假說 H1。

控制變數部分，在三個現金持有水準衡量指標下，Tobin' Q 變數的迴歸係數分別為 0.0172 ($t=13.81$)、0.0385 ($t=12.82$)及 0.1300 ($t=17.03$)，意味高 Tobin' Q 之公司會持有較高現金水準，亦即公司成長機會較大，會保留較多現金以因應未來有利的投資（Opler et al., 1999）。公司規模（SIZE）之係數為-0.0235 ($t=-15.47$)、-0.0465 ($t=-12.60$)及-0.2407 ($t=-16.42$)，顯示當公司規模越大，獲得外部資金較容易，較不需要保留過多之現金（蘇玄啟等，2016）。現金流量比率（CASHF）之迴歸係數分別為 0.1225 ($t=13.69$)、0.2285 ($t=11.82$)及 1.0734 ($t=12.06$)，表示當營業現金流量為淨流入時，公司較有能力儲備現金（Bick et al., 2018）。淨營運現金比率（NETWC）之迴歸係數分別為-0.0474 ($t=-3.68$)、-0.1449 ($t=-5.38$)及 0.1096 ($t=0.84$)，在 CASH1 與 CASH2 的模式下達到 1%統計顯著水準，表示公司擁有高淨營運資金，其變現能力較高，會減少現金持有的需求（Bates et al., 2009）；資本支出比率（CAPE）之迴歸係數為-0.2057 ($t=-12.00$)、-0.4392 ($t=-11.68$)及-1.4662 ($t=-9.01$)，係數符號為負，且達 1%統計顯著水準，意味高資本支出之公司，會導致較低現金部位（Opler et al., 1999）。負債比率（LEV）之迴歸係數分別為-0.0787 ($t=-10.81$)、-0.1515 ($t=-8.75$)及-0.6736 ($t=-10.78$)，係數符號為負，且達 1%統計顯著水準，顯示高負債比率的公司面臨較大的外部監督力量，會降低閒置現金部位，導致較低現金持有水準。現金股利發放虛擬變數（DIV）之迴歸係數為 0.0098 ($t=5.30$)、0.0181 ($t=4.73$)及 0.1167 ($t=6.81$)，顯示發放現金股利之公司會有較高之現金持有部位。RISK 變數的迴歸係數則僅在 CASH3 模式達到統計顯著水準。

表 4 被銷除關係人銷貨交易，機構投資者與現金持有決策之關係

$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ERPT_{i,t-1} + \beta_2 TOBIN_{i,t-1} + \beta_3 SIZE_{i,t-1} + \beta_4 CASHF_{i,t-1} + \beta_5 NETWC_{i,t-1} + \beta_6 CAPE_{i,t-1} + \beta_7 LEV_{i,t-1} + \beta_8 DIV_{i,t-1} + \beta_9 RISK_{i,t-1} + Firm\ Effect + Year\ Effect + \varepsilon_{i,t}$ $CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ERPT_{i,t-1} + \beta_2 INST_{i,t-1} + \beta_3 ERPT_{i,t-1} * INST_{i,t-1} + \beta_4 TOBIN_{i,t-1} + \beta_5 SIZE_{i,t-1} + \beta_6 CASHF_{i,t-1} + \beta_7 NETWC_{i,t-1} + \beta_8 CAPE_{i,t-1} + \beta_9 LEV_{i,t-1} + \beta_{10} DIV_{i,t-1} + \beta_{11} RISK_{i,t-1} + Firm\ Effect + Year\ Effect + \varepsilon_{i,t}$						
應變數：現金水準（CASH）						
變數名稱	ERPT 模式			ERPT_INST 模式		
	CASH1	CASH2	CASH3	CASH1	CASH2	CASH3
	係數 (t 值)	係數 (t 值)	係數 (t 值)	係數 (t 值)	係數 (t 值)	係數 (t 值)
Intercept	0.4892*** (20.07)	0.8932*** (15.36)	1.2314*** (5.50)	0.4833*** (19.68)	0.8734*** (15.21)	1.2304*** (5.41)
ERPT	-0.0269*** (-6.12)	-0.0548*** (-5.72)	-0.3806*** (-6.99)	-0.0332*** (-6.34)	-0.0662*** (-5.97)	-0.4042*** (-6.67)
INST	---	---	---	-0.0253*** (-3.00)	-0.0654*** (-3.38)	-0.0486 (-0.61)
ERPT*INST	---	---	---	0.0870*** (3.45)	0.1592*** (3.31)	0.3199 (0.88)
TOBIN	0.0172*** (13.81)	0.0385*** (12.82)	0.1300*** (17.03)	0.0174*** (13.72)	0.0390*** (12.84)	0.1301*** (16.85)
SIZE	-0.0235*** (-15.47)	-0.0465*** (-12.60)	-0.2407*** (-16.42)	-0.0231*** (-14.99)	-0.0450*** (-12.30)	-0.2405*** (-16.19)
CASHF	0.1225*** (13.69)	0.2285*** (11.82)	1.0734*** (12.06)	0.1225*** (13.66)	0.2286*** (11.78)	1.0731*** (12.06)
NETWC	-0.0474*** (-3.68)	-0.1449*** (-5.38)	0.1096 (0.84)	-0.0475*** (-3.66)	-0.1455*** (-5.35)	0.1100 (0.84)
CAPE	-0.2057*** (-12.00)	-0.4392*** (-11.68)	-1.4662*** (-9.01)	-0.2057*** (-11.98)	-0.4394*** (-11.67)	-1.4661*** (-8.99)
LEV	-0.0787*** (-10.81)	-0.1515*** (-8.75)	-0.6736*** (-10.78)	-0.0791*** (-10.76)	-0.1532*** (-8.73)	-0.6736*** (-10.96)
DIV	0.0098*** (5.30)	0.0181*** (4.73)	0.1167*** (6.81)	0.0099*** (5.32)	0.0183*** (4.79)	0.1166*** (6.79)
RISK	-0.1668 (-1.28)	-0.0348 (-0.10)	-4.0676*** (-3.00)	-0.1521 (-1.17)	-0.0016 (-0.00)	-4.0285*** (-2.95)
Firm Effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Year Effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included
N	28,362	28,362	28,362	28,362	28,362	28,362
Adj-R ²	61.66%	57.33%	64.32%	61.67%	57.34%	64.32%
F 值	27.56***	23.19***	30.78***	27.55***	23.18***	30.74***

註：

1. 各變數定義悉如表 2。

2. 「***」表示達 1%顯著水準，「**」表示達 5%顯著水準，「*」表示達 10%顯著水準。
(雙尾)

ERPT_INST 迴歸模式之實證結果顯示：ERPT 變數在三個現金持有水準衡量指標，其迴歸係數分別為-0.0332 ($t=-6.34$)、-0.0662 ($t=-5.97$)及-0.4042 ($t=-6.67$)，亦皆達到 1%之統計顯著水準，此結果與 ERPT 模式的實證結果雷同。INST 的迴歸係數分別為-0.0253 ($t=-3.00$)、-0.0654 ($t=-3.38$)及-0.0486 ($t=-0.61$)，係數符號為負，且在 CASH1 與 CASH2 模式下，達到 1%之統計顯著水準。ERPT*INST 的迴歸係數分別為 0.0870 ($t=3.45$)、0.1592 ($t=3.31$)及 0.3199 ($t=0.88$)，迴歸係數符號為正，且在 CASH1 與 CASH2 模式下，達到 1%之統計顯著水準，此結果意味機構投資者某種程度降低 ERPT 與 CASH 之顯著負向關係。研究假說 2 在 CASH1 與 CASH2 模式下，獲得實證支持。CASH1 與 CASH2 衡量指標下的實證結果，某種程度支持 Harford et al. (2008) 與 Wu and Chang (2024) 的實證發現，亦即機構投資者持股率高的公司，公司治理較佳，在有效監督管理者經營決策下，可避免將現金用於損害公司價值的資本支出或收購活動，而有較高的現金儲備水準。控制變數的實證結果大致雷同於 ERPT 模式，不再額外贅述。

因被解釋變數現金持有水準呈現右偏分配，本研究曾將 CASH 變數改以百分比排序加以衡量，重新檢測實證模式，未呈現結果顯示在 ERPT 模式下，ERPT 變數的迴歸係數為-0.0625 ($t=-6.17$)，支持研究假說 H1。在 ERPT_INST 模式下，ERPT 變數的迴歸係數為-0.0712 ($t=-5.97$)，ERPT*INST 的迴歸係數為 0.1166 ($t=1.50$)，後者的迴歸係數符號為正，然未達統計顯著水準。此測試結果顯示，機構投資者持股率高會抑制 ERPT 與現金持有水準的負向關係，然某種程度受到高現金持有水準公司的影響。⁴

本研究亦將原實證模式 (1) 及模式 (2) 的主要解釋變數及控制變數，改以同期 (t 期) 數值取代，進行額外測試。未呈現的結果顯示，在 ERPT 迴歸模式，ERPT 在三個現金持有水準衡量指標，其迴歸係數分別為-0.0403 ($t=-7.79$)、-0.0896 ($t=-9.25$)及-0.4732 ($t=-6.83$)，係數符號為負，且皆達到 1%之統計顯著水準。在 ERPT_INST 迴歸模式，ERPT 變數在三個現金持有水準衡量指標，其迴歸係數分別為-0.0451 ($t=-7.22$)、-0.0980 ($t=-8.45$)及-0.4873 ($t=-6.70$)，亦皆達到 1%之統計顯著水準。ERPT*INST 的迴歸係數分別為 0.0669 ($t=2.41$)、0.1197 ($t=1.83$)及 0.2015 ($t=0.70$)，在 CASH1 與 CASH2 模式下，至少達到 10%之統計顯著水準。此額外測試結果支持原實證發現的推論。

伍、敏感性測試

一、混合資料型態之測試

本研究電子業樣本比重高達 51.75%，為控制產業特性與避免資料型態影響實證結果的解釋，本研究另以混合資料型態（Pooled Data）建構實證模式，在控制產業與年度效果後，重新檢測被銷除關係人銷貨交易、機構投資者持股率與現金持有水準之關係。實證結果呈現在表 5。表 5 之實證結果顯示，ERPT 與 ERPT_INST 迴歸模式之解釋力，略低於非平衡式追蹤資料實證模式，然皆達到 1%統計顯著水準。

在 ERPT 模式中，ERPT 變數在三個現金持有水準衡量指標，其迴歸係數分別為-0.0439 ($t=-14.15$)、-0.0855 ($t=-13.61$)及-0.4218 ($t=-13.58$)，此結果與非平衡式追蹤資料的實證結果雷同。在 ERPT_INST 迴歸模式中，ERPT 在三個現金持有水準衡量指標，其迴歸係數分別為-0.0475 ($t=-13.06$)、-0.0924 ($t=-11.70$)及-0.4092 ($t=-15.98$)，皆達到 1%之統計顯著水準；ERPT*INST 的迴歸係數分別為 0.0416 ($t=3.24$)、0.0845 ($t=2.49$)及-0.2142 ($t=-0.84$)，在 CASH1 與 CASH2 模式下，迴歸係數符號為正，至少達 5%之統計顯著水準。此實證結果顯示，機構投資者持股率高之公司，ERPT 與現金持有水準的顯著負向關係某種程度受到抑制。然在 CASH3 衡量指標下，實證結果顯示迴歸係數為負號，雖未達統計顯著水準，然略有差異。因 CASH3 變數的標準差較大，本研究另以 CASH3 與 ERPT 百分比排序後的數值，取代原數值後，在混合資料型態模式下進行額外測試。未呈現結果顯示：在 ERPT_INST 迴歸模式中，ERPT 的迴歸係數為-0.0404 ($t=-9.17$)，達到 1%之統計顯著水準；ERPT*INST 的迴歸係數為 0.0636 ($t=1.62$)，係數符號為正，然亦未達統計顯著水準。合理推論，前述差異可能與 CASH3 變數衡量存在較大標準差所導致。整體而言，混合資料型態控制產業及年度效果的測試，亦可支持原實證發現。

二、Covid-19 事件之影響

Chung, Jhang, and Ryu (2023) 發現 Covid-19 疫情事件顯著影響公司的現金持有決策。本研究之觀測期間涵蓋 Covid-19 事件，為檢測此事件是否對 ERPT 與現金持有水準關係產生影響。本研究將研究期間區分為 Covid-19 發生前 (2005-2018, Pre-Covid-19) 及 Covid-19 發生後 (2019-2024, Post-Covid-19) 兩個期間，進行額外測試。實證結果彙整於表 6。由表 6 之 Panel A (Pre-Covid-19) 顯示，ERPT 的係數在 ERPT 與 ERPT_INST 模式分別為-0.0224 ($t=-2.80$)、-0.0475 ($t=-2.53$)、-0.2027 ($t=-2.46$)與-0.0280 ($t=-2.77$)、-0.0541 ($t=-2.27$)、-0.2453 ($t=-2.59$)，係數符號為負，且至少達到 5%的統計

顯著水準。在 ERPT_INST 模式中，ERPT*INST 的迴歸係數分別為 0.0759 ($t=1.80$)、0.0922 ($t=1.04$)及 0.5444 ($t=1.09$)，迴歸係數為正，在 CASH1 衡量指標下達到 10%之統計顯著水準。在 Panel B (Post-Covid-19) 中，ERPT 的係數呈現類似的結果，ERPT 的係數符號為負，且至少達到 5%的統計顯著水準。ERPT*INST 的迴歸係數分別為 0.0874 ($t=2.04$)、0.0938 ($t=0.76$)及 0.8732 ($t=2.94$)，迴歸係數為正，在 CASH1 與 CASH3 衡量指標下，至少達到 5%之統計顯著水準。此實證結果與 Pre-Covid-19 次期間的實證結果大致雷同。本研究的實證發現在 Covid-19 事件發生前後，大致上可獲得實證支持。

在本研究期間除 2019 年底發生之 Covid-19 疫情事件外，另一重大事件係 2008-2009 年金融危機，為排除此兩重大事件影響實證結果之解釋，本研究曾將 2008-2009 年與 2019-2021 年，合計 5 年的觀測值加以刪除，重新檢測實證模型。未呈現的實證結果顯示：在 ERPT 模式，主要解釋變數 ERPT 在三個現金持有水準衡量指標，其迴歸係數分別為-0.0258 ($t=-4.80$)、-0.0510 ($t=-4.16$)及-0.3571 ($t=-4.71$)，皆達到 1%之統計顯著水準。在 ERPT_INST 迴歸模式，ERPT 的迴歸係數分別為-0.0319 ($t=-4.91$)、-0.0601 ($t=-4.22$)及-0.3918 ($t=-5.08$)，亦皆達到 1%之統計顯著水準；ERPT*INST 的迴歸係數分別為 0.0854 ($t=2.77$)、0.1282 ($t=2.37$)及 0.4779 ($t=1.12$)，迴歸係數為正，且在 CASH1 與 CASH2 衡量指標下，至少達到 5%之統計顯著水準。此結果顯示在排除 Covid-19 疫情與金融危機期間的觀測值後，原實證發現仍可獲得支持。

三、控制未被消除關係人銷貨交易之影響

報導個體（母公司）與其無控制力之關聯企業之間所產生的關係人銷貨交易（NERPT），並未因合併報表編製被全部銷除，透過公司報導盈餘影響資本市場參與者對公司評價，可能影響公司的現金持有決策。因此，本研究將合併報表中之關係人銷貨交易（即未被銷除的關係人銷貨交易），再以母公司單獨財務報表之當期銷貨收入淨額加以平減，取得編製合併報表未被銷除關係人銷貨交易衡量指標（NERPT），納入實證模式進行額外測試。主要解釋變數實證結果如表 7 之 Panel A 所呈現。

表 5 混合資料型態測試之實證結果

$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ERPT_{i,t-1} + \beta_2 TOBIN_{i,t-1} + \beta_3 SIZE_{i,t-1} + \beta_4 CASHF_{i,t-1} + \beta_5 NETWC_{i,t-1} + \beta_6 CAPE_{i,t-1} + \beta_7 LEV_{i,t-1} + \beta_8 DIV_{i,t-1} + \beta_9 RISK_{i,t-1} + Industry Effect + Year Effect + \varepsilon_{i,t}$						
$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ERPT_{i,t-1} + \beta_2 INST_{i,t-1} + \beta_3 ERPT_{i,t-1} * INST_{i,t-1} + \beta_4 TOBIN_{i,t-1} + \beta_5 SIZE_{i,t-1} + \beta_6 CASHF_{i,t-1} + \beta_7 NETWC_{i,t-1} + \beta_8 CAPE_{i,t-1} + \beta_9 LEV_{i,t-1} + \beta_{10} DIV_{i,t-1} + \beta_{11} RISK_{i,t-1} + Industry Effect + Year Effect + \varepsilon_{i,t}$						
應變數：現金水準 (CASH)						
變數名稱	ERPT 模式			ERPT_INST 模式		
	CASH1 係數 (t 值)	CASH2 係數 (t 值)	CASH3 係數 (t 值)	CASH1 係數 (t 值)	CASH2 係數 (t 值)	CASH3 係數 (t 值)
Intercept	0.4486*** (38.16)	0.7576*** (33.50)	1.2888*** (10.22)	0.4618*** (32.65)	0.7704*** (27.61)	1.4766*** (10.70)
ERPT	-0.0439*** (-14.15)	-0.0855*** (-13.61)	-0.4218*** (-13.58)	-0.0475*** (-13.06)	-0.0924*** (-11.70)	-0.4092*** (-15.98)
INST	---	---	---	0.0176*** (3.10)	0.0112 (0.76)	0.3572*** (5.99)
ERPT*INST	---	---	---	0.0416*** (3.24)	0.0845** (2.49)	-0.2142 (-0.84)
TOBIN	0.0319*** (27.87)	0.0733*** (28.54)	0.2152*** (22.69)	0.0315*** (26.25)	0.0729*** (26.92)	0.2085*** (20.96)
SIZE	-0.0246*** (-27.83)	-0.0439*** (-26.41)	-0.2916*** (-30.77)	-0.0255*** (-24.34)	-0.0448*** (-22.13)	-0.3048*** (-29.34)
CASHF	0.2072*** (22.55)	0.3571*** (17.89)	2.0938*** (21.39)	0.2065*** (22.71)	0.3566*** (17.97)	2.0826*** (21.58)
NETWC	-0.0238*** (-3.21)	-0.1044*** (-6.31)	0.3013*** (4.55)	-0.0234*** (-3.15)	-0.1039*** (-6.26)	0.3071*** (4.68)
CAPE	-0.1526*** (-10.31)	-0.4347*** (-15.68)	0.0941 (0.65)	-0.1524*** (-10.24)	-0.4344*** (-15.49)	0.0952 (0.66)
LEV	-0.0911*** (-10.75)	-0.1886*** (-11.38)	-0.5854*** (-5.78)	-0.0903*** (-10.55)	-0.1878*** (-11.24)	-0.5748*** (-5.63)
DIV	0.0065** (2.55)	0.0038 (0.73)	0.1654*** (8.04)	0.0063** (2.48)	0.0036 (0.70)	0.1623*** (7.89)
RISK	0.3814*** (3.05)	0.8968*** (3.45)	0.9132 (0.58)	-0.3871*** (3.08)	0.9063*** (3.48)	0.9206 (0.59)
Industry Effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Year Effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included
N	28,362	28,362	28,362	28,362	28,362	28,362
Adj-R ²	27.88%	23.48%	29.47%	27.90%	23.48%	29.51%
F 值	297.29***	236.18***	321.33***	282.41***	224.17***	305.46***

註：

1. 各變數定義悉如表 2。
2. 「***」表示達 1%顯著水準，「**」表示達 5%顯著水準，「*」表示達 10%顯著水準。
(雙尾)

表 6 Covid-19 疫情事件檢測之實證結果

$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ERPT_{i,t-1} + \beta_2 TOBIN_{i,t-1} + \beta_3 SIZE_{i,t-1} + \beta_4 CASHF_{i,t-1} + \beta_5 NETWC_{i,t-1} + \beta_6 CAPE_{i,t-1} + \beta_7 LEV_{i,t-1} + \beta_8 DIV_{i,t-1} + \beta_9 RISK_{i,t-1} + Firm\ Effect + Year\ Effect + \varepsilon_{i,t}$						
$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ERPT_{i,t-1} + \beta_2 INST_{i,t-1} + \beta_3 ERPT_{i,t-1} * INST_{i,t-1} + \beta_4 TOBIN_{i,t-1} + \beta_5 SIZE_{i,t-1} + \beta_6 CASHF_{i,t-1} + \beta_7 NETWC_{i,t-1} + \beta_8 CAPE_{i,t-1} + \beta_9 LEV_{i,t-1} + \beta_{10} DIV_{i,t-1} + \beta_{11} RISK_{i,t-1} + Firm\ Effect + Year\ Effect + \varepsilon_{i,t}$						
應變數：現金水準（CASH）						
變數名稱	ERPT 模式			ERPT_INST 模式		
	CASH1 係數 (t 值)	CASH2 係數 (t 值)	CASH3 係數 (t 值)	CASH1 係數 (t 值)	CASH2 係數 (t 值)	CASH3 係數 (t 值)
Panel A: Pre-Covid-19						
ERPT	-0.0224** (-2.80)	-0.0475** (-2.53)	-0.2027** (-2.46)	-0.0280** (-2.77)	-0.0541** (-2.27)	-0.2453** (-2.59)
INST	---	---	---	-0.0232** (-2.25)	-0.0507** (-2.23)	-0.0320 (-0.30)
ERPT*INST	---	---	---	0.0759* (1.80)	0.0922 (1.04)	0.5444 (1.09)
Controls/Firm/ Year Effects	Included	Included	Included	Included	Included	Included
N	18,568	18,568	18,568	18,568	18,568	18,568
Adj-R ²	66.35%	62.99%	67.05%	66.35%	62.99%	67.05%
F 值	24.36***	21.16***	25.11***	24.34***	21.14***	25.08***
Panel B: Post-Covid-19						
ERPT	-0.0277** (-3.67)	-0.0409** (-2.38)	-0.4582*** (-7.54)	-0.0340*** (-4.06)	-0.0476* (-2.10)	-0.5212*** (-7.54)
INST	---	---	---	-0.0098 (-0.56)	0.0016 (0.04)	-0.0643*** (-0.42)
ERPT*INST	---	---	---	0.0874** (2.04)	0.0938 (0.76)	0.8732** (2.94)
Controls/Firm/ Year Effects	Included	Included	Included	Included	Included	Included
N	9,794	9,794	9,794	9,794	9,794	9,794
Adj-R ²	72.01%	67.05%	75.30%	72.00%	67.04%	75.30%
F 值	15.80***	12.71***	18.54***	15.78***	12.69***	18.52***

註：

1. 各變數定義悉如表 2。
2. 「***」表示達 1%顯著水準，「**」表示達 5%顯著水準，「*」表示達 10%顯著水準。
(雙尾)

表 7 其他額外檢測之實證結果

變數名稱	應變數：現金水準 (CASH)					
	ERPT 模式			ERPT_INST 模式		
	CASH1	CASH2	CASH3	CASH1	CASH2	CASH3
	係數 (t 值)	係數 (t 值)	係數 (t 值)	係數 (t 值)	係數 (t 值)	係數 (t 值)
Panel A：控制 NERPT 之測試						
ERPT	-0.0301*** (-6.99)	-0.0595*** (-6.47)	-0.4325*** (-8.22)	-0.0362*** (-7.12)	-0.0706*** (-6.74)	-0.4528*** (-7.71)
INST	---	---	---	-0.0252 (-1.69)	-0.0653*** (-3.39)	-0.0479 (-0.60)
ERPT*INST	---	---	---	0.0845*** (3.32)	0.1554*** (3.19)	0.2786 (0.77)
NERPT	-0.0148*** (-3.22)	-0.0221** (-2.09)	-0.2415*** (-5.68)	-0.0146*** (-3.15)	-0.0219** (-2.05)	-0.2408*** (-5.65)
Controls/Firm/ Year Effects	Included	Included	Included	Included	Included	Included
N	28,362	28,362	28,362	28,362	28,362	28,362
Adj-R ²	61.68%	57.33%	64.36%	61.69%	57.35%	64.36%
F 值	27.57***	23.19***	30.82***	27.55***	23.17***	30.78***
Panel B：機構投資者重大影響力（持股 5%以上）之測試						
ERPT	---	---	---	-0.0324*** (-6.36)	-0.0647*** (-5.95)	-0.4028*** (-6.77)
INST	---	---	---	-0.0218** (-2.79)	-0.0535*** (-3.01)	-0.0505 (-0.96)
ERPT*INST	---	---	---	0.0841*** (3.51)	0.1520*** (3.28)	0.3320 (0.96)
Controls/Firm/ Year Effects	---	---	---	Included	Included	Included
N	---	---	---	28,362	28,362	28,362
Adj-R ²	---	---	---	61.67%	57.33%	64.32%
F 值	---	---	---	27.54***	23.18***	30.74***

續下表

續表 7

Panel C：區分境外及境內機構投資者之測試						
ERPT	---	---	---	-0.0336*** (-6.47)	-0.0664*** (-6.06)	-0.4056*** (-6.83)
DII	---	---	---	0.0090 (0.65)	0.0186 (0.57)	0.3647 (2.18)
FII	---	---	---	-0.0467*** (-3.81)	-0.1192*** (-4.19)	-0.2764 (-2.60)
ERPT*DII	---	---	---	0.1858*** (3.02)	0.2981** (2.31)	0.8008 (0.95)
ERPT*FII	---	---	---	0.0550 (1.23)	0.1151 (1.36)	0.1908 (0.30)
Controls/Firm/ Year Effects	---	---	---	Included	Included	Included
N	---	---	---	28,362	28,362	28,362
Adj-R ²	---	---	---	61.69%	57.36%	64.33%
F 值	---	---	---	27.53***	23.17***	30.73***

註：

1. NERPT：編製合併報表未被銷除關係人銷貨交易，係合併報表中關係人銷貨收入，以個體銷貨淨額平減；DII：境內機構投資者持股率，以年底境內金融機構持股率加上境內信託基金持股率，加以衡量；FII：境外機構投資者持股率，以年底境外金融機構持股率加上境外信託基金持股率，加以衡量；其餘變數定義悉如表 2。
2. 「***」表示達 1%顯著水準，「**」表示達 5%顯著水準，「*」表示達 10%顯著水準。（雙尾）

由表 7 之 Panel A 顯示，ERPT 的係數在 ERPT 與 ERPT_INST 模式分別為-0.0301 (t=-6.99)、-0.0595 (t=-6.47)、-0.4325 (t=-8.22)與-0.0362 (t=-7.12)、-0.0706 (t=-6.74)及-0.4528 (t=-7.71)，係數符號為負，均達到 1%的統計顯著水準。在額外控制 NERPT 變數後，研究假說 1 仍獲得支持。在 ERPT_INST 模式，ERPT*INST 的迴歸係數分別為 0.0845 (t=3.32)、0.1554 (t=3.19)及 0.2786 (t=0.77)，迴歸係數符號為正，且前兩者達統計顯著水準，此結果亦雷同於未控制 NERPT 變數的測試。至於 NERPT 的迴歸係數，在 ERPT 與 ERPT_INST 模式分別為-0.0148 (t=-3.22)、-0.0221 (t=-2.09)、-0.2415 (t=-5.68)、-0.0146 (t=-3.15)、-0.0219 (t=-2.05)及-0.2408 (t=-5.65)，係數符號為負，且達到統計顯著水準。目前文獻（譬如：Gordon et al., 2007；Ryngaert & Thomas, 2012；翁佩瑜等，2023）顯示，未被銷除關係人銷貨交易（NERPT）的動機，存在效率契約的可能性，

此實證結果意味 NERPT 係捕捉公司效率契約安排 (Chen, Chen, & Weng, 2020)，管理者降低公司的現金持有水準。

四、考慮機構投資者影響力之影響

Bushee (1998) 認為機構投資者的持股率達到一定水準時，才會對管理階層的決策產生影響。本研究以機構投資者持股率高於 5%，作為是否對公司經營決策具有重大影響力之基準；亦即將機構投資者持股率大於或等於 5% 之樣本設定為原持股率，小於 5% 者則設為 0，重新設定機構投資者持股率 (INST) 檢測實證模式。實證結果如表 7 之 Panel B 所示。

表 7 之 Panel B 顯示，ERPT 的迴歸係數在 ERPT_INST 模式分別為 -0.0324 ($t=-6.36$)、-0.0647 ($t=-5.95$) 及 -0.4028 ($t=-6.77$)，達到 1% 的統計顯著水準。INST 的迴歸係數分別為 -0.0218 ($t=-2.79$)、-0.0535 ($t=-3.01$) 及 -0.0505 ($t=-0.96$)，係數符號為負，且在 CASH1 與 CASH2 模式下，達到統計顯著水準。ERPT*INST 的迴歸係數為 0.0841 ($t=3.51$)、0.1520 ($t=3.28$) 及 0.3320 ($t=0.96$)，前兩者達統計顯著水準。此額外測試結果與主要實證結果雷同，亦即機構投資者某種程度會抑制 ERPT 與 CASH 之顯著負向關係。本研究在考慮機構投資者影響力之後，實證結果並未顯著改變。

五、境內及境外不同類型機構投資者之檢測

因機構投資者區分為境內機構投資者 (Domestic Institutional Investors, DII) 及境外機構投資者 (Foreign Institutional Investors, FII) 兩種類型，本研究進一步檢測此兩種類型機構投資者，在 ERPT 與公司現金持有水準關係中所扮演的角色是否有差異。此時，DII 係以境內金融機構持股率與境內信託基金持股率之總和加以衡量；FII 係以境外金融機構持股率及境外信託基金持股率之總和加以衡量。測試結果呈現於表 7 之 Panel C。

表 7 之 Panel C 顯示，ERPT 的迴歸係數在 ERPT_INST 模式，分別為 -0.0336 ($t=-6.47$)、-0.0664 ($t=-6.06$) 及 -0.4056 ($t=-6.83$)，係數符號為負，達到 1% 的統計顯著水準。FII 的迴歸係數在 ERPT_INST 模式，分別為 -0.0467 ($t=-3.81$)、-0.1192 ($t=-4.19$) 及 -0.2764 ($t=-2.60$)，係數符號為負，且達到統計顯著水準。DII 的迴歸係數符號為正，然皆未達到統計顯著水準。ERPT*DII 的迴歸係數為 0.1858 ($t=3.02$)、0.2981 ($t=2.31$) 及 0.8008 ($t=0.95$)，前兩者達統計顯著水準。ERPT*FII 的迴歸係數分別為 0.0550 ($t=1.23$)、0.1151 ($t=1.36$) 與 0.1908 ($t=0.30$)，迴歸係數符號皆為正，然未達統計顯著水準。綜合此檢測結果，FII 與 DII 兩者在 ERPT 與公司現金持有水準關係中所扮演的角色略有差

異，DII 持股率高之公司，ERPT 與現金持有水準的負向關係某種程度受到抑制。意味 DII 在 ERPT 與現金持有水準關聯性中所扮演的角色較為顯著，然 FII 的角色則較不明顯。因 Baik, Kang, and Kim (2010) 與 Chung, Kim, and Wang (2022) 基於本土優勢假說 (Hometown Advantage Hypothesis) 觀點，發現相對於 FII，DII 具有資訊優勢（地理位置接近、熟悉當地資本市場、共同語言與文化淵源等），能獲得公司更多內部相對精確資訊，進而發揮監督功能。前述實證結果是否與 DII 的本土優勢相關，有待後續研究加以檢測。

陸、結論

本研究首先探討編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與公司現金持有水準之關係，實證結果顯示：被銷除關係人銷貨交易與公司現金持有水準呈現顯著負向關係，意味公司從事效率契約關係人銷貨交易後，管理者會顯著降低公司之現金持有水準，被銷除關係人銷貨交易安排某種程度替代公司之現金持有部位。納入機構投資者之角色檢測被銷除關係人銷貨交易與現金持有水準之關係，發現高機構投資者持股率公司，在多數設定下，會抑制被銷除關係人銷貨交易與公司現金持有水準之負向關係。顯示管理者在被銷除關係人銷貨交易安排後，顯著降低公司現金持有水準的現象，在機構投資者持股率高的公司相對不明顯。此結果意味機構投資者關切預防性現金部位減少所可能導致的財務風險提高，進而影響公司的現金持有決策。

企業集團在我國經營環境中扮演重要角色 (Yeh et al., 2012; Chen et al., 2020)，關係人銷貨交易的財務報導，法規監管機制應容許差異性。本研究之實證結果隱含強制性編製雙重財務報表的法規機制，雖然以外部報導為目的，然透過雙重財務報表比較所取得的被銷除關係人銷貨交易資訊，可視為集團公司內部效率契約衡量指標，可捕捉其對管理者的流動性決策的影響，有助於資本市場參與者解讀管理階層之現金管理決策，某種程度支持強制性編製雙重財務報告機制，對於財務報導法規完整性與主管機關監管企業透明度的重要性。其次，本研究發現高機構投資者持股率的公司，被銷除關係人銷貨交易與公司現金持有水準之負向關係，在多數情境設定下會受到抑制。就現金管理實務而言，實證結果意味機構投資者限制被銷除關係人銷貨交易作為現金替代工具的作法，此發現可提供管理者制定公司現金管理政策的參考。

解釋本研究之實證結果時，需注意(1)本研究考量產業類別特殊性，刪除銀行、證券、保險與投資信託等相關產業之樣本，故無法將實證結果推論至所有產業之公司；(2)本研究所使用之被銷除關係人銷貨交易（ERPT）係將報導個體母公司單獨財務報表及合併報表所揭露之銷貨基礎關係人交易相減，若相減後為負數則以 0 取代，此設定可能對研究結果產生影響；(3)倘若集團內關係人銷貨交易安排相對複雜，母公司單獨財務報表及合併報表所揭露之銷貨基礎關係人交易直接相減所得出的數值，未必能捕捉真正的被銷除關係人銷貨交易，不排除存在衡量誤差之可能性。

註釋

1. 關係人交易指的是企業與其關係企業、主要股東、高階管理階層或其親屬之間所進行的交易。
2. 關係人交易活動中，商品和服務的銷售是最常見且最頻繁的交易活動（Jian & Wong, 2010；Yeh et al., 2012），關係人銷貨交易安排直接影響公司收益與現金流量，為資本市場參與者或管制機關關切的重點（翁佩瑜等，2023）。故本研究以關係人銷貨交易為探討基礎。
3. 另一觀點主張機構投資者本質上是短期導向的交易者，Bhide（1993）認為機構投資者頻繁的交易策略和分散的持股結構會阻礙他們積極參與公司治理活動，鼓勵公司管理者採取短視的決策行為。然而，Bushee（1998）亦指出短期投資導向機構投資者可透過資訊蒐集與積極股票交易，經由市場交易潛在矯正公司股價以發揮監督角色，進而影響公司管理決策。因此，倘若存在短期導向的機構投資者，此類型機構投資者對公司治理實務與經營決策的影響，應該是一個實證的議題。
4. 在 CASH 變數進行百分比排序後，CASH1、CASH2 及 CASH3 的排序相同，本研究僅呈現 CASH 的結果。

致謝

感謝兩位審稿教授的寶貴意見與建議，惟一切文責皆為作者責任。

參考文獻

一、中文部分

1. 林嘉慧、林美倫、郭玟秀(2010)，公司治理與超額現金持有之償付決策關係，中山管理評論，18(4)，1051-1088。
Lin, J. H., Lin, M. L., & Kuo, W. H. (2010). Corporate governance and the payment decisions of excess cash holdings. Sun Yat-Sen Management Review, 18(4), 1051-1088.
2. 翁佩瑜、陳慶隆、陳欣怡、王翰屏(2023)，關係人銷貨交易在編製報導個體財務報表規範下對會計資訊相對價值攸關性之影響，當代會計，24(2)，297-335。
Weng, P. Y., Chen, C. L., Chen, H. Y., & Wang, H. P. (2023). Impacts of disclosure of related-party sales in parent company only financial statements on the relative value-relevance of accounting numbers. Journal of Contemporary Accounting, 24(2), 297-335.
3. 陳以林、陳欣妤(2017)，會計保守性、研發支出與現金持有，管理學報，34(2)，257-275。
Chen, I. L., & Chen, H. Y. (2017). Accounting conservatism, R&D expenditure and cash holdings. Journal of Management and Business Research, 34(2), 257-275.
4. 陳慶隆、翁佩瑜、林煜陞、吳佳融(2024)，衍生性金融商品使用程度與現金持有決策之關係，期貨與選擇權學刊，17(1)，81-134。
Chen, C. L., Weng, P. Y., Lin, Y. S., & Wu, C. R. (2024). The use of financial derivatives and cash holding decisions. Journal of Futures and Options, 17(1), 81-134.
5. 盧建霖、葉子瑄(2022)，企業特性與集團核心程度對於家族企業現金決策的影響，證券市場發展季刊，34(3)，1-52。
Lu, C. L., & Yeh, T. H. (2022). The effect of firm perspective and family position on family firms' cash holding propensity. Review of Securities and Futures Markets, 34(3), 1-52.
6. 蘇玄啟、羅仙法、施懿宸、李文育(2016)，台灣上市公司的現金持有、現金持有價值與公司生命週期：預防性動機假說之驗證。臺大管理論叢，26(2)，173-210。
Su, X. Q., Lowe, A., Shih, Y. C., & Li, S. (2016). Cash holding, the value of cash holding, and corporate life cycle in Taiwan: An examination of the precautionary motive hypothesis. NTU Management Review, 26(2), 173-210.

二、英文部分

1. Acharya, V. V., Almeida, H., & Campello, M. (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. Journal of Financial Intermediation, 16(4), 515-554.
2. Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. Journal of Financial Economics, 100(1), 154-181.
3. Baik, B., Kang, J. K., & Kim, J. M. (2010). Local institutional investors, information asymmetries, and equity returns. Journal of Financial Economics, 97(1), 81-106.
4. Balsam, S., Gifford, R. H., & Puthenpurackal, J. (2017). Related party transactions, corporate governance and CEO compensation. Journal of Business Finance & Accounting, 44(5-6), 854-894.
5. Bansal, S., & Singh, H. (2023). Does market competition foster related party transactions? Evidence from emerging market. Pacific-Basin Finance Journal, 77, 101909.
6. Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? The Journal of Finance, 64(5), 1985-2021.
7. Bhidé, A. (1993). The hidden costs of stock market liquidity. Journal of Financial Economics, 34(1), 31-51.
8. Bick, P., Orlova, S., & Sun, L. (2018). Fair value accounting and corporate cash holdings. Advances in Accounting, 40, 98-110.
9. Bui, D. G., Chou, R. K., Lin, C. Y., & Lu, C. L. (2025). CEO neuroticism and corporate cash holdings: Evidence from CEOs' tweets. Journal of Empirical Finance, 80, 101566.
10. Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. The Accounting Review, 73(3), 305-333.
11. Chen, Y., Chen, M., & Huang, Y. (2025). Multiple large shareholders and cash holdings: Evidence from China. International Review of Financial Analysis, 103, 104180.
12. Chen, Y. R., Ho, K. Y., & Yeh, C. W. (2020). CEO overconfidence and corporate cash holdings. Journal of Corporate Finance, 62, 101577.

13. Chen, C. L., Chen, C. Y., & Weng, P. Y. (2020). Do related party transactions always deteriorate earnings informativeness? The North American Journal of Economics and Finance, 54, 101270.
14. Chen, C. L., Solikhah, B., & Weng, P. Y. (2025). Unlocking investment sensitivity patterns: The role of eliminated related party transactions before and after IFRS adoption in Taiwan. Review of Accounting and Auditing Studies, 15(2), 1-39.
15. Chen, C. L., Weng, P. Y., & Chen, M. Y. (2025). Do foreign institutional investors vote with their feet when firms engage in distinctive characteristics of real earnings management. Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics, 32(4), 571-589.
16. Cheung, Y. L., Rau, P. R., & Stouraitis, A. (2006). Tunneling, propping, and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong. Journal of Financial Economics, 82(2), 343-386.
17. Chung, R., Firth, M., & Kim, J. B. (2002). Institutional monitoring and opportunistic earnings management. Journal of Corporate Finance, 8(1), 29-48.
18. Chung, H. J., Jhang, H., & Ryu, D. (2023). Impacts of COVID-19 pandemic on corporate cash holdings: Evidence from Korea. Emerging Markets Review, 56, 101055.
19. Chung, C. Y., Kim, H., & Wang, K. (2022). Do domestic or foreign institutional investors matter? The case of firm information asymmetry in Korea. Pacific-Basin Finance Journal, 72, 101727.
20. Duong, H. N., Nguyen, J. H., Nguyen, M., & Rhee, S. G. (2020). Navigating through economic policy uncertainty: The role of corporate cash holdings. Journal of Corporate Finance, 62, 101607.
21. Edmans, A., & Manso, G. (2011). Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders. Review of Financial Studies, 24(7), 2395-2428.
22. Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. Journal of Financial Economics, 88(3), 499-533.
23. Frésard, L., & Salva, C. (2010). The value of excess cash and corporate governance: Evidence from US cross-listings. Journal of Financial Economics, 98(2), 359-384.

24. Friedman, E., Johnson, S., & Mitton, T. (2003). Propping and tunneling. Journal of Comparative Economics, 31(4), 732-750.
25. Gordon, E. A., Henry, E., Louwers, T. J., & Reed, B. J. (2007). Auditing related party transactions: A literature overview and research synthesis. Accounting Horizons, 21(1), 81-102.
26. Hadani, M., Goranova, M., & Khan, R. (2011). Institutional investors, shareholder activism, and earnings management. Journal of Business Research, 64(12), 1352-1360.
27. Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. Journal of Financial Economics, 87(3), 535-555.
28. Heeney, L., Yang, S., Chowdhury, H., & Tan, K. J. K. (2023). Corporate cash holdings through economic policy uncertainty: An Australian study. Pacific-Basin Finance Journal, 79, 102008.
29. Hsu, A. W. H., Jung, B., & Pourjalali, H. (2015). Does international accounting standard No.27 improve investment efficiency? Journal of Accounting, Auditing & Finance, 30(4), 484-508.
30. Hwang, N. C. R., Chiou, J. R., & Wang, Y. C. (2013). Effect of disclosure regulation on earnings management through related-party transactions: Evidence from Taiwanese firms operating in China. Journal of Accounting and Public Policy, 32(4), 292-313.
31. Jian, M., & Wong, T. J. (2010). Propping through related party transactions. Review of Accounting Studies, 15, 70-105.
32. Khanna, T., & Palepu, K. (2000). Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. The Journal of Finance, 55(2), 867-891.
33. Kim, I., Miller, S., Wan, H., & Wang, B. (2016). Drivers behind the monitoring effectiveness of global institutional investors: Evidence from earnings management. Journal of Corporate Finance, 40, 24-46.
34. Kohlbeck, M., & Mayhew, B. W. (2010). Valuation of firms that disclose related party transactions. Journal of Accounting and Public Policy, 29(2), 115-137.

35. Lee, J. (2025). Effects of fair value reporting of derivatives on liquidity management policies and firm value: Evidence from SFAS No.133. Journal of Accounting, Auditing and Finance, 40(1), 76-100.
36. Liu, Y., & Mauer, D. C. (2011). Corporate cash holdings and CEO compensation incentives. Journal of Financial Economics, 102(1), 183-198.
37. Loncan, T. (2020). Foreign institutional ownership and corporate cash holdings: Evidence from emerging economies. International Review of Financial Analysis, 71, 101295.
38. Luo, H., Wang, H., & Wu, Y. (2023). Advertising and corporate cash holdings. Finance Research Letters, 58, 104475.
39. Luong, H., Moshirian, F., Nguyen, L., Tian, X., & Zhang, B. (2017). How do foreign institutional investors enhance firm innovation? Journal of Financial and Quantitative Analysis, 52(4), 1449-1490.
40. McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. The Journal of Finance, 71(6), 2905-2932.
41. McCahery, J., & Schwienbacher, A. (2010). Bank reputation in the private debt market. Journal of Corporate Finance, 16(4), 498-515.
42. McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. Journal of Financial Economics, 27(2), 595-612.
43. Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. Journal of Financial Economics, 52(1), 3-46.
44. Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. The Journal of Finance, 61(6), 2725-2751.
45. Qian, M. (2011). Is “voting with your feet” an effective mutual fund governance mechanism? Journal of Corporate Finance, 17(1), 45-61.
46. Ryngaert, M., & Thomas, S. (2012). Not all related party transactions (RPTs) are the same: Ex ante versus ex post RPTs. Journal of Accounting Research, 50(3), 845-882.

47. Rahmat, M. M., Ahmed, K., & Lobo, G. J. (2020). Related party transactions, value relevance and informativeness of earnings: Evidence from four economies in East Asia. Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, 23(1), 2050005.
48. Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. Journal of Money, Credit and Banking, 1(1), 15-29.
49. Wang, H. D., Cho, C. C., & Lin, C. J. (2019). Related party transactions, business relatedness, and firm performance. Journal of Business Research, 101, 411-425.
50. Ward, C., Yin, C., & Zeng, Y. (2018). Institutional investor monitoring motivation and the marginal value of cash. Journal of Corporate Finance, 48, 49-75.
51. White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. Econometrica, 48(4), 817-838.
52. Wu, Y., & Chang, Q. (2024). Large state-owned shareholders and cash holding: Evidence from family firms. Pacific-Basin Finance Journal, 85, 102374.
53. Yang, C. W., Hsieh, Y. S., & Hung, C. Y. (2024). Economic uncertainty and corporate cash holdings: Evidence from Taiwan. The North American Journal of Economics and Finance, 73, 102183.
54. Ye, L., Wang, Z., & Ren, H. (2024). Share repurchase and cash holdings: Evidence from China. International Review of Economics and Finance, 96, 103568.
55. Yeh, Y. H., Shu, P. G., & Su, Y. H. (2012). Related-party transactions and corporate governance: The evidence from the Taiwan stock market. Pacific-Basin Finance Journal, 20(5), 755-776.

115 年 04 月 14 日收稿

115 年 04 月 16 日初審

115 年 05 月 08 日複審

115 年 05 月 13 日接受

作者介紹

Author's Introduction

姓名	陳慶隆
Name	Ching-Lung Chen
服務單位	國立雲林科技大學會計系教授
Department	Professor, Department of Accounting, National Yunlin University of Science and Technology
聯絡地址	640301 雲林縣斗六市大學路 3 段 123 號
Address	No.123, Sec. 3, University Road, Douliu City, Yunlin County 640301, Taiwan
E-mail	clchen@yuntech.edu.tw
專長	財務會計、資本市場研究
Specialty	Financial Accounting, Capital Market Research
姓名	戴郁瑄
Name	Yu-Syuan Dai
服務單位	安侯建業會計師事務所審核員
Department	Auditor, Audit & Assurance Department, KPMG
聯絡地址	110 臺北市信義區信義路五段 7 號 68 樓
Address	68F, No.7, Sec. 5, Xinyi Road, Taipei City 110, Taiwan (R.O.C.)
E-mail	winniedai@kpmg.com.tw
專長	盈餘品質、關係人交易
Specialty	Earnings Quality, Related Party Transactions

姓名 張小玲
Name Hsiao-Ling Chang
服務單位 雲林縣稅務局北港分局主任
Department Beigang Branch Director, Revenue Service Bureau, Yunlin County
聯絡地址 651 雲林縣北港鎮文仁路 6 號
Address No.6, Wunren Rd., Beigang Township, Yunlin County 651, Taiwan (R.O.C.)
E-mail A74042@yltb.gov.tw
專長 財務會計、租稅研究
Specialty Financial Accounting, Tax Research

姓名 廖惠玲
Name Hui-Ling Liao
服務單位 財政部中區國稅局虎尾稽徵所綜所稅股長
Department Head, Individual Income Tax Section, Huwei Office, National Taxation Bureau of the Central Area, Ministry of Finance
聯絡地址 632 雲林縣虎尾鎮光明路 118 號 4 樓
Address 4F., No.118, Guangming Rd., Huwei Township, Yunlin County 632, Taiwan (R.O.C.)
E-mail NB09499@ntbca.gov.tw
專長 財務會計、租稅研究
Specialty Financial Accounting, Tax Research