

台灣上市櫃家族企業與公司績效

林寶人

國立中央大學企業管理學系

摘要

本研究有別於以往文獻採用追蹤資料模型(panel data)來探討家族企業中兩類總經理、家族所有權、家族控制權及家族董事會等特性與上市櫃家族及非家族企業績效和價值之關係，期能對研究家族企業之領域提供更為完整的證據。實證結果顯示，台灣家族企業表現顯著不如非家族企業。其他發現如下：(1)家族總經理的經營績效不如家族企業裡非家族總經理(2)家族控制股東持股比率愈高公司績效與價值愈差(3)控制股東偏離程度對家族與非家族企業績效及價值之傷害並不存在顯著差異(4)透過擴增家族企業董事會規模能有效提升公司績效與價值(5)外部董事在家族與非家族企業中皆能發揮顯著的監督與制衡效果(6)由家族總經理兼任董事長能有效提升企業績效及價值。

關鍵詞：家族企業、家族總經理、代理問題、家族董事會、公司績效

Family Firm and Firm Performance: An Empirical Evidence from Taiwan Stock Exchange

Bao-Ren Lin

Department of Business Administration
National Central University

Abstract

This paper contributes to existing literatures by using fixed effects panel data regression to investigate the relation between firm performance and family CEOs, family ownership, family control, and family board characteristics. Our empirical evidence from Taiwan Stock Exchange reveals that nonfamily firms significantly outperform family firms. Other findings include the following: (1) Nonfamily CEOs in family firms are associated with superior performance than family CEOs (2) The firm with greater family blockholder ownership experiences impaired firm performance and stock price reaction. (3) As the deviation in family and nonfamily blockholder ownership increases no significant impact on firm performance and value. (4) Family firm with larger board size is more likely to have better firm performance and value. (5) There is a positive relationship between number of outside directors and firm performance in the family and nonfamily firm. (6) A significant difference in the family firm performance when family CEO also serves as board chairperson.

Keywords: *Family firm, Family CEO, Agency problem, Family board characteristics, Firm performance*

壹、緒論

世界各國上市櫃公司普遍存在家族控制股東的狀況(La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer, 1999；Claessens, Djankov and Lang, 2000；Faccio and Long 2002)。然而，Berle and Means (1932)提出所有權與控制權的偏離，不但無法反映美國企業現況，更與多數國家中家族企業盛行的事實不符。近年來，家族控制股東對公司績效與價值之影響，儼然已成為國外眾多學者研究的重點。國外文獻部份傾向支持，家族企業比非家族企業有著較高的市場價值，且獲利能力較佳(McConaughy, Walker, Henderson and Chandra, 1998；Anderson and Reeb, 2003；Maury, 2006；Saito, 2008)。然而，部份研究家族企業的學者卻主張，家族控制股東傾向傷害公司績效與價值，且可能進一步妨礙創新發展(Morck, Strangeland and Yeung, 2000；Schulze, Lubatkin, Dino and Buchholtz, 2001；Claessens, Djankov, Fan and Lang, 2002；Miller, Breton-Miller, Lester and Cammella Jr., 2007)。

綜觀國內外文獻，目前尚無法從理論的角度來合理推論，家族控制股東對企業的整體影響是利或弊。根據 Claessens et al., (2000)的研究，台灣上市櫃公司普遍存在控制股東且董事會家族色彩濃厚。葉銀華、李存修、柯承恩(2002)的研究也發現，國內家族與非家族企業在股權結構與經營管理上仍存在顯著的差異。隨著台灣資本市場的日趨成熟，家族企業在台灣經濟體內扮演的角色也更為重要，由於台灣與鄰近亞洲國家有著相似的制度與環境，我們有理由相信，一個深入對台灣上市櫃家族企業的實證研究，將可為全球家族企業之相關文獻，貢獻有價值且更為完整的證據。

本研究以台灣 2001 年到 2007 年的上市櫃公司為樣本，探討公司的績效與價值是否因家族特性而有所不同。過去國內的文獻中雖有探討家族企業之特性對公司績效的影響，但幾乎沒有文獻同時探討家族企業中兩類總經理、家族所有權、家族控制權及家族董事會等特性對公司會計績效(ROA)與市場績效(Tobin's q) 的影響，故本研究採用追蹤資料模型(panel data)進行研究，希望能對國內研究家族企業之領域提供更為完整的證據。綜合上述，本研究與以往文獻主要不同之處如下：

- 一、過去國內文獻少有同時探討家族企業之特性對會計績效(ROA)與市場績效(Tobin's q) 的影響。
- 二、雖有國內文獻探討家族總經理之相關議題，但卻忽略家族企業裡非家族總經理與家族總經理兩者間可能存在的差異。
- 三、雖有文獻探討國內家族企業與公司績效的關係，但大多未以橫斷面與時間序列合併之追蹤資料模型來進行實證分析。

Daily and Dollinger(1991)主張家族企業是一個最低成本的組織治理型態，因過度治理而產生的費用，反而影響家族企業的績效表現。然而，本研究實證結果與家族企業獲利能力較佳且擁有較高市場價值的結論並不一致。可能係因台灣家族企業傾向聘用家族總經理，故易受限於經驗與知識不足的人才庫，且投資環境中監理機制不彰，導致家族控制股東持股率過高時傾向做出傷害企業的決策(Fama and Jensen, 1985；Schulze et al., 2001)。另一方面，文獻多主張家族控制股東偏離程度愈高，利益衝突愈嚴重(Shleifer and Vishny, 1997；DeAngelo and DeAngelo, 2000)，此結論未獲本研究實證支持。最後，家族企業若能善用董事會為公司內部治理機制，將可有效提升公司績效和價值(Fama and Jensen, 1983；洪榮華、陳香如、柯璟瑩, 2005；Ng and Robert, 2007)與本研究實證結果一致。後續本研究將按文獻探討與假說推導、研究設計、實證結果分析及結論與建議，依序進行。

貳、文獻探討與假說推導

對家族企業的研究被世界各國所重視，主因不只是家族企業數量眾多更因為上市櫃家族企業在各經濟體裡所扮演的重要角色(Burkart, Panunzi and Shleifer, 2003)。以美國 S&P 500 為例，家族控制股東平均擁有 11% 的所有權及 18% 的投票權，且有高達 63% 的家族企業由家族成員擔任公司總經理，99% 的家族企業指派家族董事(Ali, Chen and Radhakrishnan, 2007)。

近年來愈來愈多的研究結果顯示，家族企業與非家族企業間存在著顯著的差異(Chrisman, Chua and Sharma, 2005)。McConaughy et al., (1998)與 Anderson and Reeb(2003)的美國實證研究發現由家族所控制的家族企業，比一般非家族企業有著較高的市場價值且獲利能力較佳。Sraer and Thesmar(2007)也提出法國實證支持，由家族總經理所經營的家族企業表現顯著優於非家族企業。然而，Claessen et al., (2002)在對東南亞八國的研究中發現，家族企業表現顯著不如非家族企業。Miller et al., (2007)亦指出美國家族企業的績效表現並不如非家族企業。

台灣上市櫃公司普遍存在所有權集中在少數家族的狀況(葉銀華, 1999)。周行一、陳錦村、陳坤宏(1996)提出國內實證支持，家族成員因持股集中，能大幅減少代理成本，進而提升公司的價值。倪衍森與廖容岑(2006)也發現台灣投資人及融資者，皆視家族為公司有效之內部治理機制。然而，呂佳玲與林基煌(2008)對台灣的實證研究指出，控制股東對家族企業長短期併購績效皆有負向影響。Chang, Wu and Wong(2009)亦發現小股東認為家族控股傾向存在嚴重的資訊不稱問題，故台灣家族企業宣告創新活動時，市場通常給予比非家族企業低的評價。

已開發國家因投資人保護環境較佳且公開資訊透明，能進一步有效約束家族控制股東的自利行為(Villalonga and Amit, 2006)。然而，台灣上市櫃公司普遍存在家族控制股東的狀況，雖因所有權集中可能有效監督非家族總經理，但台灣投資人保護環境普遍不佳，且控制股東傾向剝削小股東來滿足自己。綜觀推論，家族企業所擁有的優勢是否足以補償其所衍生之成本，目前尚無法從理論角度來說明。因此，本研究合理推論，台灣家族與非家族企業間存在績效上的差異，而家族企業特性如何影響公司績效與價值，則是一個實證問題。

一、兩類家族總經理與公司績效

家族總經理的積極參與將有助於提昇企業的獲利能力(Maury, 2006)。Karra, Tracey and Phillips(2006)亦主張，家族總經理因長期持續與企業內外關係人互動，可以有效與客戶、員工、供應商與銀行家發展特別情誼。然而，Barclay and Holderness (1989) 認為當家族成員擔任公司總經理時，外部投資人因無法真正掌握公司，投資意願減少將降低公司股價上漲的機會。Schulze, Lubatkin and Dino(2003)也提出，當家族總經理不再勝任卻持續掌控公司時，將嚴重傷害公司績效。Morck et al., (2000)亦主張，創辦人後裔通常只遺傳到部分企業家精神，家族企業競爭力常隨著後裔總經理接班而遞減。Karra et al., (2006)則認為，家族企業常面臨人力資源不足的問題，當家族控制股東推派家族成員擔任總經理時，公司績效傾向受損。

Davis, Schoorman and Donaldson (1997)提出管家理論支持，家族企業裡非家族總經理除了經濟動機外，也受到社會和成就動機的驅動，所作所為都在追求企業的最大福祉，不會為了個人利益而犧牲公司績效。Chrisman, Chua and Litz(2004) 則主張，家族企業裡非家族總經理擁有較佳的社會資產，有助於連結企業資源與外在環境，來提升公司競爭力。Schulze et al., (2001)認為家族企業常面臨，聘用不適任家族總經理所產生的逆選擇與道德風險，資格不符的家族總經理，將使企業面臨無效率的勞動市場，傷及競爭力與市場佔有率。Barth, Gulbrandsen, and Schone(2005)亦提出實證說明家族企業表現不如非家族企業，主因為家族總經理的能力不如非家族總經理。故本研究提出如下假說：

假說一：相較於家族企業裡非家族總經理，家族總經理的績效較差。

二、家族所有權與公司績效

Berle and Means(1932)主張企業是建立在所有權分散的基礎上，小股東並不參與公司日常決策，而是領取投資報酬的所有權人。Grossman and Hart(1980)認為企業裡的小股東通常無法取得足夠的資訊，且盡量避免投資私人資源去監督總經理。Jensen and Meckling(1976)提出利益收斂假說(the convergence of interest hypothesis)主張，所有權集中可以有效降低代理成本提升公司績效。

Gadhoun(2006)也指出控制股東不僅有強烈的動機去減少代理成本，更擁有足夠的股權向總經理施壓，能有效解決搭便車問題 (free-rider problem)。Agrawal and Mandelker(1990)亦提出積極監督假說(active monitoring hypothesis)主張，控制股東股權愈集中就愈有誘因去積極監督，公司績效也會愈好。

從 Jensen and Meckling(1976)的觀點，家族控制股東持股比率愈高，愈能有效減少企業的代理成本，降低型 I 代理問題。Ward and Dolan(1998)認為，所有權集中及長期持有股權的特性，能有助於建立家族企業的聲譽，進而提昇顧客忠誠度。Chami(1999)亦主張，當家族控制股東的持股比率愈高，愈傾向視公司為傳承給下一代的資產。Anderson and Reeb(2003)也認為，家族控制股東因所有權集中，能有效減緩為了提昇短期績效而放棄長期投資的管理短視(managerial myopia)。Sraer and Thesmar(2007)提出法國實證說明，家族控制股東因所有權集中，能有效降低與債權人間的衝突，使家族企業能享受較低的融資成本。Andres(2008)亦支持，家族控制股東持股比率愈集中，家族財富與公司績效愈緊密連結，家族控制股東的高持股比率將有助於提昇公司績效。故本研究提出如下假說：

假說二：相較於非家族控制股東，家族控制股東持股比率愈高公司績效愈佳。

三、家族控制權與公司績效

Maury(2006)認為，型 I 代理問題主要來自所有權與控制權的偏離，型 II 代理問題則是由控制股東與小股東間的衝突所引起。Demsetz and Lehn(1985)提出潛在福利(amenity potential)說明，控制股東因控股而獲得非財務的潛在利益。Shleifer and Vishny(1997)亦主張當控制股東完全掌握控制權時傾向與小股東有嚴重的利益衝突。DeAngelo and DeAngelo(2000)指出，當控制股東透過特別股利或內線交易來剝削小股東時，公司資本支出將受到影響，不利營運並損及股價。

當家族因所有權集中，可能有效降低型 I 代理問題，型 II 代理問題卻可能趨於嚴重，故所有權集中並無法完全替代其他治理機制 (Gomez-Mejia, Nunez-Nickel and Gutierrez, 2001)。Schulze et al., (2001)也認為，當家族控制股東的所有權與控制權嚴重偏離時，家族企業將更有動機去剝削小股東。Villalonga and Amit(2006)亦提出 Fortune 500 的實證支持，當控制股東為家族成員時，型 II 代理問題傾向超過型 I 代理問題。多數理論與實證皆傾向支持，家族企業的控制權與所有權偏離程度愈高，與小股東間利益衝突愈嚴重。故本研究提出如下假說：

假說三：相較於非家族控制股東，家族控制股東的控制權與所有權偏離程度愈高公司績效愈差。

四、家族董事會特性與公司績效

Veliyath(1999)認為董事會是小股東與總經理間的橋樑，負責保障與增加公司的長期價值。管家理論也主張，董事會不應是制衡總經理的監督機制，而是輔佐的顧問團與支持者(Dalton and Daily, 1999)。然而，Lipton and Lorsch(1992)主張董事會規模愈大愈不利於溝通與決策的效率，將抵銷因增加董事而提升的監督效能，故董事會規模不應超過十人。Cheng(2008)也提出實證支持，董事會規模愈大公司績效波動愈大，因各董事間不易達成一致決議，長期的內耗將傷害公司價值。

Boyd(2006)認為家族企業能透過擴大董事規模來蒐集更多產業相關資訊，協助控管經營環境中的不確定性。Aboody and Lev(2000)亦提出家族企業透過擴大董事規模與外部機構、法人與創投連結，能有效降低外界因資訊不對稱而帶來的誤判。洪榮華、陳香如、林慧珍(2007)主張，國內家族股東傾向使用金字塔結構(pyramidal structure)與交叉持股來剝削小股東，因此需要多仰賴公正的董事會，來抑制家族控制股東的自利行為，故本研究根據資源依賴理論(resources dependence theory)推論，家族企業的董事會規模愈大，愈能擁有多樣性專業背景之董事，亦不易為家族總經理所掌控。

假說四：相較於非家族企業，家族企業董事會規模愈大公司績效愈佳。

Brickley and James(1987)認為外部董事愈多，愈能降低總經理特權消費的問題。Rosenstein and Wyatt(1990)也發現當董事會指派外部董事時，公司股價會有正向的反應。然而，Hermalin and Weisbach(1991)指出公司績效與外部董事比率並無顯著關係。Agrawal and Knoeber(1996)亦認為，多數的外部董事係因政治因素所聘用，所以外部董事比率與公司績效為顯著的負關係。另一方面，Ng and Robert(2007)認為內部董事與公司管理階層間具有利害關係，較難有效完成監督之責。反之，外部董事比率愈高，董事會獨立性愈好，公司績效亦愈佳(Huson, Parrino and Starks, 2001)。

目前國內董監事選任普遍過於浮濫，且委託書制度弊端過多，設置一定比率的外部董事，應能有效降低家族的不當干預(鍾喜梅、劉韻僖、葉匡時，2003)。廖秀梅、李建然、吳祥華(2006)亦提出國內的實證研究主張，透過聘任具有管理經驗與法律背景之外部董事，的確能有效提升家族企業的績效。故本研究提出如下假說：

假說五：相較於非家族企業，家族企業外部董事比率愈高公司績效愈佳。

Rechner and Dalton(1991)引用管家理論主張，由總經理兼任董事長可統一領導權責，提高領導效率且有效提升財務績效。Weir and Laing(2001)也認為讓總經理同時兼任董事長，會使其更有動機致力於提昇公司績效。然而，Mallette

and Fowler (1992) 指出當總經理兼任董事長時，董事會可能受總經理控制，故不應由同一人兼任。Yermack(1996)也認為當總經理兼任董事長時，董事會在執行監督與考核功能時，將無法堅守客觀及公正性。

Booth, Cornett and Tehranian(2002)主張由家族總經理兼任董事長，常造成權力過度集中化，使利益衝突更加嚴重傷害公司績效。黃旭輝、陳隆麒、謝劍平(2001)認為國內投資環境保護較差，當家族總經理兼任董事長時權力的過度集中傾向傷害公司價值。依據國內上市櫃公司治理實務守則第23條第2項規定，「董事長及總經理不宜由同一人擔任」，由此可見國內對兼任的權力過度集中仍多所戒慎。洪榮華等(2005)亦提出國內實證支持，當總經理兼任董事長時，董事會不但無法有效監督更可能受其操控，因此預期家族總經理若兼任董事長時，公司績效較差。故本研究提出如下假說：

假說六:相較於非家族企業，家族總經理若兼任董事長公司績效變差。

參、研究設計

一、資料來源與選樣準則

當世界各國無不努力強化公司治理制度的同時，我國政府近年來亦不斷的透過修正公司法與證券交易法等相關法規來改善國內的投資環境。其中又以2001年針對公司法內股權結構、董監事資格、選任與解任等相關規定之修正，對企業的影響最為重大。為了避免因相關法規修正所帶來的潛在影響，本研究以2001年為樣本的起始年度，研究期間由2001至2007年以台灣證券交易所上市櫃公司為研究對象。股權結構、董事會特性及財務比率等資料，多取自於台灣經濟新報資料庫(TEJ)。集團間彼此股權結構，則參考中華徵信所出版的「台灣地區集團企業研究」資料。

以往文獻尚未對家族企業取得一致性的定義 Denis, Denis and Sarin(1997)認為，當二位以上的家族成員擔任公司董事或總經理時，即可定義該公司為家族企業。Faccio and Lang(2002)認為，家族或個人擁有20%以上的投票權或最終控制權時，該公司應定義為家族企業。周行一等(1996)則以董事長與總經理為同一人、父子、兄弟或三等親以內之親屬，且由家族成員擔任董事席次過半者視為家族企業。葉銀華(1999)則將配偶再納入家族成員，當家族成員或其控制公司最終持股比例總和超過10%，且家族董事或可控制之董事席次，超過董事會席次一半者歸類為家族企業。國內企業普遍存在集團化現象，且許多配偶參與公司管理或入主董事會，故此家族企業之定義應較為符合國內實情(李永全、馬黛，2006；洪榮華、李易政、陳香如、謝可杉，2009)。本研究將採用相同定義。

在樣本選樣準則方面，本研究資料係屬unbalanced panel data，採用追蹤資料模型來進行分析時，必須扣除橫斷面與縱斷面資料不完整之樣本公司。金融保險類股因為管制產業且經營型態與會計科目之定義與一般產業有所差異，故予以排除。特別股、受益憑證、已下市或列為全額交割股之公司，因避免研究結果產生偏差也予以刪除。扣除資料不完整者，本研究最終共得6090個觀察值，包含家族企業觀察值3276個(54%)及非家族企業觀察值2814個(46%)。研究樣本之產業分布如表一，其中資訊電子業占總研究樣本的55%。資訊電子業具有技術快速創新、產品生命週期短暫的特性，往往需要投入巨額研發資金，而資訊電子業占我國經濟產值的重要性亦逐年提升，儼然已成為台灣經濟成長的主要動力，考量不同產業特性在公司決策與治理機制上或有差異，故本研究將設產業虛擬變數來控制資訊電子業。

二、實證模型

為瞭解家族企業的各種特性與公司績效間之關係，本研究建立模型如下(變數操作性定義請見表二， e_{it} 為各模型之誤差項)：

1. 家族企業與兩類家族總經理

$$\begin{aligned} \text{Firm Performance} = & \beta_0 + \beta_1 FB_{it} + \beta_2 FCEO_{it} + \beta_3 FNFCEO_{it} + \beta_4 Leverage_{it} \\ & + \beta_5 RD_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 Industry_{it} + \sum_j \beta_j Year_{it} + e_{it} \quad (1) \end{aligned}$$

2. 家族所有權與控制權

$$\begin{aligned} \text{Firm Performance} = & \alpha_0 + \alpha_1 FB_{it} + \alpha_2 Block_{it} + \alpha_3 Deviation_{it} + \alpha_4 FB_{it} \times Block_{it} \\ & + \alpha_5 FB_{it} \times Deviation_{it} + \alpha_6 Leverage_{it} + \alpha_7 RD_{it} + \alpha_8 Size_{it} + \alpha_9 Age_{it} + \alpha_{10} \\ & Industry_{it} + \sum_j \alpha_j Year_{it} + e_{it} \quad (2) \end{aligned}$$

3. 家族董事會特性

$$\begin{aligned} \text{Firm Performance} = & \lambda_0 + \lambda_1 FB_{it} + \lambda_2 Bsize_{it} + \lambda_3 Out_{it} + \lambda_4 Duality_{it} + \lambda_5 FB_{it} \times \\ & Bsize_{it} + \lambda_6 FB_{it} \times Out_{it} + \lambda_7 FB_{it} \times Duality_{it} + \lambda_8 Leverage_{it} + \lambda_9 RD_{it} + \lambda_{10} \\ & Size_{it} + \lambda_{11} Age_{it} + \lambda_{12} Industry_{it} + \sum_j \lambda_j Year_{it} + e_{it} \quad (3) \end{aligned}$$

本研究以資產報酬率(ROA)與Tobin's q作為公司績效代理變數，並於模型中加入家族企業(FB)、家族總經理(FCEO)、家族企業裡非家族總經理(FNFCEO)、控制股東持股率(Block)、偏離程度(Deviation)、董事會規模(Bsize)、外部董事比率(Out)、領導結構(Duality)作為主要變數外，再參考文獻放入其他控制變數，負債比率(Leverage)、研發費用率(RD)、公司規模(Size)、公司上市櫃年數(Age)、產業(Industry)與年度(Year)因素等。

表一 樣本產業分布之敘述性統計

產業別	家族	非家族	產業合計	家族佔產業百分比	產業佔總樣本百分比
水泥工業	6	0	6	100.0%	0.7%
食品工業	14	4	18	77.8%	2.1%
塑膠工業	16	7	23	69.6%	2.6%
紡織纖維	31	18	49	63.3%	5.6%
建材營造	23	13	36	63.9%	4.1%
資訊電子業	210	265	475	44.2%	54.6%
電機機械	28	18	46	60.9%	5.3%
鋼鐵工業	19	11	30	63.3%	3.4%
生技醫療業	13	14	27	48.1%	3.1%
電器電纜	9	2	11	81.8%	1.3%
化學工業	18	9	27	66.7%	3.1%
玻璃陶瓷	4	0	4	100.0%	0.5%
造紙工業	4	1	5	80.0%	0.6%
橡膠工業	8	0	8	100.0%	0.9%
汽車工業	3	1	4	75.0%	0.5%
航運業	8	8	16	50.0%	1.8%
油電燃氣業	5	3	8	62.5%	0.9%
貿易百貨	14	1	15	93.3%	1.7%
觀光事業	5	3	8	62.5%	0.9%
其他	30	24	54	55.6%	6.2%

表二 變數操作性定義

變數名稱	操作性定義
家族企業 ^a (<i>FB</i>)	若該年度公司為家族企業，則設虛擬變數=1，否則為0
家族總經理 ^b (<i>FCEO</i>)	若該年度家族企業由家族成員擔任總經理，則設虛擬變數=1，否則為0
家族企業裡非家族總經理 (<i>FNFCEO</i>)	若該年度家族企業由非家族成員擔任總經理，則設虛擬變數=1，否則為0
息前稅前折舊前資產報酬率 <i>ROA (EBITDA)</i>	息前稅前折舊前之常續性淨利 / 平均資產總額
息前稅前資產報酬率 <i>ROA (EBIT)</i>	息前稅前之常續性淨利 / 平均資產總額
Tobin's <i>q</i> ^c	(普通股與特別股市價×流通在外普通股及特別股股數+長期負債+短期負債-流動資產) / 資產總額
控制股東持股率 (<i>Block</i>)	持股5%以上大股東 ^d 之持股數 / 發行總股數
偏離程度 (<i>Deviation</i>)	控制權 ^e 減所有權 ^f
董事會規模 (<i>Bsize</i>)	ln(全體董事人數)
外部董事 ^g 比率 (<i>Out</i>)	外部董事席位 / 董事會組成人數
領導結構 (<i>Duality</i>)	董事長由總經理兼任者，則設虛擬變數=1，否則為0
負債比率 (<i>Leverage</i>)	公司總負債 / 總資產
研發費用率 (<i>RD</i>)	公司研發支出 / 總銷售金額
公司規模 (<i>Size</i>)	ln(總資產帳面價值)
公司上市櫃年數 (<i>Age</i>)	ln(1+公司上市櫃年數)
產業因素 (<i>Industry</i>)	若該公司為資訊電子業，則設虛擬變數=1，否則為0
年度因素 (<i>Year</i>)	若該年度，則設虛擬變數=1，否則為0
()	括號內表示 t 檢定值
[]	中括號內表示 p 值
*、**、***	分別在 10%、5% 和 1% 的水準下呈現顯著

a. 根據葉銀華 (1999) 的定義，家族成員或其控制公司之持股比例總和超過 10%，且在董事會擁有席位或家族成員占公司董事席位過半者為家族企業。

b. 根據 TEJ 資料庫所提供的最終控制者名單，判斷總經理是否為名單上的家族成員。

c. 由於企業重置成本的估算複雜且有困難，因此參考 Chung and Pruitt (1994) 的近似 Tobin's *q* 定義之。

d. 雖然我國法令多以 10% 為門檻，但綜觀樣本中有大股東持股率超過 10% 的公司為少數，因此改用 Berger, Ofek, and Yermack (1997) 之定義，以 5% 為認定的標準。

e. 又稱投票權，即最終控制股東之(直接持股率+間接持股率)。

f. 又稱現金流量請求權，最終控制股東之(直接盈餘分配權+各間接持股率乘積)。

g. 外部董事係採 Pearce and Zahra (1992) 的定義：該董事未在公司或附屬機構中擔任高階主管者。

Claessens et al., (2000)指出，超過 2/3 的台灣企業，有所有權集中與家族總經理的狀況；且家族企業表現明顯不如非家族企業(Claessen et al., 2002)。葉銀華(1990)也認為，多數台灣家族企業未聘用足夠的非家族總經理，導致家族控制股東掏空公司的案例層出不窮，故預期公司績效與家族企業及家族總經理呈負向關係。Demsetz and Lehn(1985)認為，控制股東因所有權集中有強烈的動機去監督總經理，將有助於企業提昇績效。洪榮華等(2005)實證也發現控制股東持股率與公司績效關係顯著為正，故本研究預期控制股東持股率愈高公司績效愈佳。Yeh et al., (2008)亦指出控制股東的持股率過低，將傷害企業的市場價值。當投票權與控制權嚴重偏離時，控制股東將更有動機透過不同控制機制來剝削小股東(Stein, 1988)。Gilson and Gordon(2003)也認為投票權與控制權的嚴重偏離，使家族控制股東傾向轉而追求自利活動。Ali et al., (2007)亦提出實證支持，當投票權與控制權嚴重偏離時，市場自由機制傾向折價該公司價值，故預期控制股東偏離程度愈高公司績效愈差。

外部董事為了保護自身聲譽，較能對總經理發揮警戒規範的功用，因此較內部董事更為公正客觀(Fama, 1980)；且董事背景愈多元，對公司營運討論愈全面，亦愈能提供管理階層在政策和管理上的建議，來提昇公司營運績效(Fama and Jensen, 1983)，故預期公司績效與董事規模及外部董事比率呈正向關係。Daily and Dalton(1993)認為當總經理兼任董事長時，傾向對公司績效產生負面影響。Finkelstein and D'Aveni(1994)亦指出當總經理兼任董事長時，可能為了自保而使小股東權益嚴重受損，故本研究預期家族總經理若兼任董事長，公司績效變差。一般公司為避免因負債加重破產機率，會傾向降低舉債水準(Friend and Lang, 1988)；且融資順位理論亦主張，企業應以保留盈餘作為融資第一選擇，績效較佳的公司通常擁有較多內部資金，來因應投資或支付股利所需，可減少對舉債之需求(Myers, 1984)，故預期公司績效與負債比率呈負向關係。研發活動讓公司建立競爭優勢提升企業價值；研發投資代表公司未來成長機會，能提升公司競爭力與創造長期獲利能力(Ayadi, Dufrene and Obi, 1996)，故預期企業的研發費用率與公司價值呈正向關係。

為求各個變數之完整性，首先本研究對總樣本作敘述統計分析，以了解樣本分布情形與特性；再依企業型態將樣本分為家族與非家族企業兩組群體進行，有母數的t檢定及無母數的Mann-Whitney U檢定，檢測兩群體在各變數上是否存在差異，之後再以Pearson積差相關分析，觀察自變數的相關程度與方向。

肆、實證結果與分析

一、基本敘述性統計分析

由於家族與非家族企業可能存在不同程度的代理問題，故本研究將總觀察值分為家族企業及非家族企業，計算總樣本之敘述統計量，包含觀察值之平均數、中位數、標準差、最小值及最大值，結果彙整於表三。本研究中總樣本的平均公司研發費用約佔銷售金額的 2.660%；公司平均規模約為 82.931 億；最老的公司已上市 56 年。在公司會計績效表現方面，EBITDA 平均數為 8.669%；EBIT 中位數為 5.440%。另一方面，本研究以 Tobin's q 來衡量企業的市場績效表現，其平均數為 0.985、最小值與最大值分別是 -0.951 及 8.789。

此外，為檢視家族與非家族企業樣本是否存在差異性，本研究以平均數差異 t 檢定與無母數 Mann-Whitney U 檢定進行差異檢測，摘錄重要結果於表四並說明於下。表四顯示，家族與非家族企業幾乎在各變數上皆存在顯著差異。家族控制股東持股率之平均數(中位數)為 17.31% (16.64%) 高於非家族企業之 16.37% (14.96%)，且在差異性檢定上達 1% 的顯著水準，表示家族控制股東的所有權普遍較為集中。在股權偏離程度上，雖然家族與非家族企業在平均數差異檢定上並無顯著差異，但家族企業偏離程度的中位數為 0.47 低於非家族企業之 2.18，且其差異達到 1% 的顯著水準。最後，家族企業董事會規模與外部董事比例之平均數(中位數)為 6.39 (6) 人及 23.41% (20.01%) 低於非家族企業之 6.84 (7) 人及 43.62% (42.81%)，且在差異性檢定上皆達 1% 的顯著水準，表示家族控制股東傾向在董事會規模上較為保守，且指派多數的內部董事。

表三 總樣本之敘述統計量

數名稱	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
息前稅前折舊前資產報酬率	8.669	8.190	9.774	-44.270	47.660
息前稅前資產報酬率	5.492	5.440	9.235	-54.440	41.220
Tobin's q	0.985	0.825	0.906	-0.951	8.789
控制股東持股率	17.010	15.665	10.637	0.000	64.800
偏離程度	5.220	1.310	8.722	0.000	51.350
董事會規模	6.623	7.000	2.016	3.000	18.000
外部董事比率	32.989	33.333	1.601	0.000	85.714
負債比率	39.969	39.630	15.964	3.560	96.010
研發費用率	2.660	1.300	4.420	0.000	61.220
公司規模(億)	82.931	28.498	194.701	1.980	2819.406
公司上市櫃年數	22.430	21.000	11.067	2.000	56.000

註：表內各變數定義請參照表二變數操作性定義。

表四 各變數之敘述統計量

變數名稱	平均數		差異檢定 t 值	中位數		Mann-Whitney U 差異檢定 Z 值
	家族 樣本	非家族 樣本		家族 樣本	非家族 樣本	
企業家數	468	402		468	402	
家族總經理	61.32	0	86.497***	1	0	-57.941***
家族企業裡非家族總經理	38.68	100	36.833***	0	1	-33.311***
息前稅前折舊前資產報酬率	7.608	9.635	-8.124***	6.990	9.370	-10.508***
息前稅前資產報酬率	4.631	6.276	-6.971***	4.570	6.520	-10.029***
Tobin's q	0.910	1.053	-6.136***	0.818	0.940	-5.013***
控制股東持股率	17.314	16.369	-4.937***	16.640	14.960	-4.774***
偏離程度	5.044	5.380	1.502	0.470	2.180	-13.485***
董事會規模	6.388	6.837	-8.738***	6.000	7.000	-11.959***
外部董事比率	0.234	0.436	51.226***	0.200	0.428	-43.207***
負債比率	40.605	39.389	2.971***	40.310	39.120	-2.765***
研發費用率	1.902	3.35	-12.936***	0.680	1.880	-17.868***
公司規模(億)	91.895	74.766	3.432***	34.516	24.513	-11.096***
公司上市櫃年數	25.852	19.312	24.104***	25.000	18.000	-22.833***

註：表內各變數定義請參照表二變數操作性定義。

二、相關分析

本研究為避免結果偏誤，在進行迴歸分析前，先採用 Pearson 積差相關分析來檢查各變數間是否具有共線性問題。結果如表五，其中共有 12 組變數的相關係數高於 0.3。故再依 Hair, Anderson, Tatham and Black(1998)兩階段方式來進行共線性檢查，結果發現迴歸式中所有變數都通過條件指標(condition index)的檢查，在較為嚴格門檻值 15 的維度中，並未發現任何變數的變異數比例(variance proportions)同時達到 0.9 以上，故各變數間的共線性問題並不嚴重。

三、迴歸分析

追蹤資料模型基本上可分為固定與隨機效果兩類模型，其中固定效果模型考慮了觀察個體特性的存在；截距項將反映出橫斷面資料上的差異，但在時間序列上則不具有差異性，亦即變數不隨時間而改變。隨機效果模型則假設差異性是隨機發生於橫斷面或時間序列上，並反映在殘差項。Hausman(1978)提出模型的設定檢定方法，用來決定應該使用固定或隨機效果來推估研究模型，其

虛無假設為，個別效果與解釋變數不具相關性時，應採用隨機效果模型，反之則採用固定效果模型。本研究在 Hausman test 的檢驗下，因公司績效與各變數分組模型皆拒絕虛無假設，故應採用固定效果模型來進行實證分析。

1. 家族企業與兩類家族總經理

為了解家族企業與非家族企業間是否存在績效上的差異，本研究參考 Anderson and Reeb(2003)建立虛擬變數：家族企業(FB)、家族總經理(FCEO)，家族企業裡非家族總經理(FNFCEO)，若該樣本公司於該年度符合家族企業/ 家族總經理/ 家族企業裡非家族總經理之定義，則設 FB/ FCEO/FNFCEO 值等於 1；反之則設 FB/ FCEO/FNFCEO 值等於 0。本研究以 EBITDA 如表六之(1)、(2)與 EBIT(3)、(4)來衡量公司的會計績效表現；配合 Tobin's q 如表六之(5)、(6)來衡量企業的市場績效表現。由固定效果的實證分析結果 (1)、(3)、(5)得知，家族企業的會計與市場績效估計係數在 1%的水準下顯著異於零，顯示家族企業的績效明顯不如非家族企業，此結果與主張家族企業表現顯著不如非家族企業的研究結論一致(Morck et al., 2000；Claessen et al., 2002；Miller et al., 2007；呂佳玲與林基煌，2008)。

在控制變數的實證結果方面，負債比率對會計與市場績效的估計係數分為 -0.378、-0.363 及 -0.009 且皆達 1%顯著水準，代表企業的負債比率與公司績效呈顯著的負向關係，此結論與 Myers(1984)的融資順位理論一致，公司績效愈佳通常擁有愈多的內部資金，可減少對外舉債之需求。研發費用率與兩種會計績效皆達 1%顯著的負相關，代表企業可能長期缺乏人力資源與知識經驗，使研發費用無法轉換成對公司有利的競爭優勢(Schulze et al., 2003)。

然而，從市場績效的角度來看，研發費用率與公司價值呈 1%顯著的正相關，表示國內小股東普遍認為研發投資代表企業未來的成長機會，能有助於提升公司價值 (Chang et al., 2009)。公司規模對會計與市場績效的估計係數分為 0.120、0.123 及 0.148 且在 1%水準下呈顯著，意謂企業規模愈大資源愈多，公司績效亦愈佳。然而，公司上市櫃年數與會計及市場績效，皆呈顯著的負向關係；此結論與 Morck et al., (2000) 的論點相同，當公司創辦人效果隨著世代遞減時，企業的競爭力也隨著公司年齡而衰退。

表五 Pearson 積差相關分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
家族企業 (1)	1.00															
家族總經理 (2)	0.74	1.00														
家族企業裡非家族總經理 (3)	0.43	-0.29	1.00													
控制股東持股率 (4)	0.06	0.02	0.07	1.00												
偏離程度 (5)	-0.02	-0.11	0.12	-0.08	1.00											
董事會規模 (6)	-0.14	-0.20	0.06	-0.10	0.15	1.00										
外部董事比率 (7)	-0.55	-0.39	-0.26	-0.01	-0.10	0.13	1.00									
領導結構 (8)	-0.07	0.00	-0.10	0.00	-0.16	-0.17	0.07	1.00								
負債比率 (9)	0.04	0.00	0.06	0.06	-0.03	-0.03	-0.02	-0.01	1.00							
研發費用率 (10)	-0.16	-0.08	-0.13	-0.09	0.05	-0.03	0.13	0.06	-0.26	1.00						
公司規模 (11)	0.13	0.00	0.19	-0.08	0.10	0.27	-0.28	-0.14	0.13	-0.15	1.00					
公司上市櫃年數 (12)	0.28	0.19	0.15	0.10	-0.18	0.06	-0.27	-0.06	0.04	-0.30	0.27	1.00				
產業因素 (13)	-0.29	-0.17	-0.19	-0.15	0.09	-0.09	0.25	0.11	-0.08	0.32	-0.11	-0.50	1.00			
息前稅前折舊前資產報酬率 (14)	-0.10	-0.06	-0.07	-0.02	0.02	0.03	0.12	0.00	-0.32	-0.04	0.04	-0.16	0.10	1.00		
息前稅前資產報酬率 (15)	-0.09	-0.05	-0.06	-0.01	0.01	0.00	0.09	0.00	-0.32	-0.06	0.06	-0.11	0.08	0.94	1.00	
Tobin's q (16)	-0.08	-0.09	-0.02	0.03	-0.03	0.09	0.07	-0.04	-0.26	0.14	0.21	-0.05	0.11	0.45	0.48	1.00

註：表內各變數定義請參照表二變數操作性定義。

表六 公司績效實證模型-估計結果(家族企業與兩類家族總經理)

	ROA (EBITDA)		ROA (EBIT)			Tobin'q	
	1	2	3	4	5	6	
Intercept	9.405 (4.392)***	8.548 (3.963)***	2.516 (1.241)	1.737 (0.850)	-1.936 (-12.339)***	-1.908 (-12.055)***	
FB	-0.075 (-6.077)***		-0.071 (-0.076)***		-0.102 (-5.751)***		
FCEO		-0.081 (-6.445)***		-0.081 (-4.414)**		-0.111 (-5.788)**	
FNFCEO		-0.054 (-4.308)***		-0.056 (-6.391)***		-0.177 (-2.932)***	
Leverage	-0.378 (-31.074)***	-0.378 (-31.042)***	-0.363 (-0.384)***	-0.383 (-31.428)***	-0.009 (-17.180)***	-0.010 (-17.199)***	
RD	-0.195 (-15.351)***	-0.196 (-15.482)***	-0.191 (-0.202)***	-0.204 (-16.047)***	0.011 (5.380)***	0.112 (5.428)***	
Size	0.120 (9.819)***	0.125 (10.155)***	0.123 (0.131)***	0.135 (10.950)***	0.148 (20.233)***	0.147 (19.873)***	
Age	-0.215 (-16.236)***	-0.215 (-16.313)***	-0.161 (-0.171)***	-0.172 (-12.953)***	-0.065 (-3.969)***	-0.065 (-3.951)***	
Adj. R-squared	0.176	0.177	0.172	0.173	0.109	0.110	
F-statistic	119.277	110.326	115.911	107.156	150.678	125.856	
Observations	6,090	6,090	6,090	6,090	6,090	6,090	
Wald test of differences in model coefficients							
Null hypothesis							
FCEO = FNFCEO	3.674[0.079]	3.227[0.053]					2.980 [0.037]

註：表內各變數定義請參照表二變數操作性定義。

由上節的分析可知，國內家族企業績效顯著不如非家族企業，為進一步釐清兩類家族總經理與公司績效之關係，本研究將家族企業樣本區分為家族總經理與家族企業裡非家族總經理，藉此檢測公司績效在兩子樣本間是否存在差異，實證結果彙整如表六之(2)、(4)及(6)。當本研究使用 Wald test 來檢定模型中，家族總經理與家族企業裡非家族總經理之係數是否存在顯著差異時，得到實證結果的支持且在 10% 水準下呈現顯著。符合相較於家族企業裡非家族總經理，家族總經理績效較差的預期。家族企業傾向面臨聘用不適任家族總經理而產生的逆選擇與道德風險；人力資源不足的問題，可能是使家族企業績效表現不如非家族企業的原因之一。

2. 家族所有權與控制權

本研究為了解家族所有權與控制權對家族企業績效的影響，於實證模型中加入控制股東持股率及偏離程度與家族企業虛擬變數的交乘項，藉此來驗證假說二與三，實證結果如表七。表七之(2)、(4)、(6)與(1)、(3)、(5)之差異在於，多考慮了家族企業的虛擬變數，反應家族企業對公司績效除受各變數不同程度的影響外，亦可能受家族企業特性所影響。表七中，控制股東持股率與家族企業虛擬變數交乘後，其會計績效估計係數由0.052及0.059顯著為正轉為-0.077及-0.076顯著為負，使用Wald test檢定控制股東持股率與家族企業虛擬變數及控制股東持股率相乘項之係數後，結果顯示兩係數間存在顯著差異且達1%的顯著水準，表示國內家族企業傾向符合據守假說 (entrenchment hypothesis) 的論點。

在公司績效與偏離程度的實證結果方面，偏離程度與公司市場績效的估計係數為負且達1%的顯著水準，意謂當公司有所有權與控制權偏離的狀況時，投資人傾向折價該公司價值。另一方面，當檢定偏離程度與家族企業虛擬變數及偏離程度交乘項之係數後，本研究結果拒絕假說三的推論，即兩係數間並不存在顯著差異，代表所有權與控制權偏離對公司績效的傷害，並不會因為家族企業的特性而加深。

3. 家族董事會特性

為釐清家族董事會特性與公司績效的相關性，本研究除了在實證模型中加入董事會規模、外部董事比例與領導結構等變數，更進一步將這三組變數與家族企業的虛擬變數相乘，以了解家族董事會特性對公司績效的影響，實證結果彙整如表八。

表八中，董事會規模與家族企業的相乘項，再加入家族企業虛擬變數後，其估計係數由-0.079、-0.114及-0.219顯著為負轉為0.208、0.222及0.177顯著為正，檢定上述係數是否存在顯著差異，得到研究結果支持且達1%顯著水準，接受假說三的推論，相較於非家族企業，家族企業董事會規模愈大公司績效愈

表七 公司績效實證模型 - 估計結果 (家族企業與型 I、型 II 代理問題)

	ROA (EBITDA)			ROA (EBIT)			Tobin'q		
	1	2	3	4	5	6	5	6	6
Intercept	7.326 (3.324)***	7.395 (3.343)***	0.174 (0.083)	0.209 (0.100)	-2.139 (-13.307)***	-2.062 (-12.781)***			
FB		-0.009 (-0.367)		-0.005 (-0.195)		-0.163 (-4.767)***			
Block	0.056 (3.951)***	0.052 (3.066)***	0.060 (4.254)***	0.059 (3.414)***	0.006 (5.735)***	0.002 (1.995)**			
Deviation	-0.007 (-0.398)	-0.008 (-0.475)	0.000 (0.020)	0.000 (-0.028)	-0.004 (-2.834)***	-0.016 (-3.910)***			
FB*Block	-0.084 (-5.549)***	-0.077 (-2.970)***	-0.080 (-5.276)***	-0.076 (-2.947)***	-0.003 (-3.358)**	0.003 (1.890)*			
FB*Deviation	-0.031 (-1.795)*	-0.029 (-1.558)	-0.046 (-2.606)***	-0.044 (-2.379)**	-0.001 (-0.698)	-0.002 (0.984)**			
Leverage	-0.379 (-31.122)***	-0.379 (-31.122)***	-0.385 (-31.524)***	-0.385 (-31.521)***	-0.010 (-17.570)***	-0.010 (-17.657)***			
RD	-0.193 (-15.232)***	-0.194 (-15.234)***	-0.201 (-15.811)***	-0.201 (-15.805)***	0.012 (5.891)***	0.012 (5.690)***			
Size	0.130 (10.355)***	0.129 (10.348)***	0.142 (11.306)***	0.142 (11.300)***	0.158 (21.159)***	0.157 (21.075)***			
Age	-0.222 (-16.572)***	-0.222 (-16.413)***	-0.179 (-13.298)***	-0.178 (-13.182)***	-0.097 (-5.823)***	-0.089 (-5.317)***			
Adj. R-squared	0.178	0.178	0.175	0.175	0.113	0.116			
F-statistic	95.248	88.894	93.095	86.877	98.172	90.101			
Observations	6,090	6,090	6,090	6,090	6,090	6,090			
Wald test of differences in model coefficients									
Null hypothesis									
Block = FB*Block	9.680 [0.002]			9.338[0.003]			7.070 [0.008]		
Deviation = FB*Deviation	0.605[0.438]			0.477[0.538]			0.380 [0.742]		

註：表內各變數定義請參照表二變數操作性定義。

表八 公司績效實證模型 - 估計結果 (家族企業與家族董事會特性)

	ROA (EBITDA)			ROA (EBIT)			Tobin'q		
	1	2	3	4	5	6			
Intercept	2.515 (1.077)	6.105 (2.445)**	-3.065 (-1.387)	0.757 (0.321)	-2.398 (-14.127)***	-2.162 (-11.867)***			
FB		-0.336 (-4.033)***		-0.379 (-4.542)***		-0.427 (-3.532)***			
Bsize	-0.026 (-2.043)**	-0.079 (-4.307)***	-0.055 (-4.221)***	-0.114 (-6.202)***	-0.101 (-3.049)***	-0.219 (-4.658)***			
Out	0.075 (4.003)***	0.059 (3.130)***	0.056 (2.984)***	0.039 (2.030)**	0.380 (5.752)***	0.332 (4.919)***			
Duality	0.005 (0.310)	-0.007 (-0.467)	0.011 (0.702)	-0.003 (-0.180)	-0.019 (-0.780)	-0.036 (-1.441)			
FB*Bsize	-0.093 (-3.653)***	0.208 (2.643)***	-0.117 (-4.607)***	0.222 (2.816)***	-0.029 (-1.471)	0.177 (2.871)***			
FB*Out	0.079 (3.739)***	0.095 (4.421)***	0.097 (4.567)***	0.115 (5.330)***	0.075 (0.754)	0.101 (1.093)			
FB*Duality	-0.011 (-0.650)	0.008 (0.434)	-0.019 (-1.148)	0.002 (0.087)	0.028 (0.772)	0.062 (1.375)			
Leverage	-0.385 (-31.719)***	-0.385 (-31.740)***	-0.393 (-32.331)***	-0.393 (-32.362)***	-0.010 (-17.693)***	-0.010 (-17.683)***			
RD	-0.195 (-15.404)***	-0.196 (-15.527)***	-0.203 (-16.062)***	-0.205 (-16.204)***	0.011 (5.334)***	0.011 (5.241)***			
Size	0.156 (11.802)***	0.158 (11.937)***	0.174 (13.103)***	0.176 (13.260)***	0.169 (20.458)***	0.170 (21.570)***			
Age	-0.199 (-15.003)***	-0.198 (-14.965)***	-0.155 (-11.660)***	-0.154 (-11.615)***	-0.053 (-3.206)***	-0.052 (-3.176)***			
Adj. R-squared	0.185	0.187	0.183	0.186	0.118	0.120			
F-statistic	87.606	83.617	86.340	82.737	82.356	76.144			
Observations	6,090	6,090	6,090	6,090	6,090	6,090			
Wald test of differences in model coefficients									
Null hypothesis									
Bsize = FB*Bsize		35.721[0.000]		32.112[0.000]		24.001[0.000]			
Out = FB*Out		2.653[0.104]		2.300[0.125]		5.920[0.053]			
Duality = FB*Duality		4.700[0.029]		4.350[0.037]		3.410[0.090]			

註：表內各變數定義請參照表二變數操作性定義。

佳，代表國內家族企業符合資源依賴理論之推論，能透過擴大董事會規模來有效提升公司績效。

在公司績效與外部董事比率的實證結果方面，外部董事比率與公司會計及市場績效的估計係數為 0.059、0.039 及 0.322。檢定上述係數與家族企業虛擬變及外部董事比率交乘項之係數後發現，僅有 Tobin's q 呈現 10% 的顯著差異，顯示透過有效聘任與整合外部董事，確實可為家族與非家族企業創造競爭優勢。然而，國內投資人傾向認為，家族企業的外部董事係因政治因素所聘用，所以家族企業外部董事比率與公司價值僅呈現不顯著的正相關。

表八中領導結構與公司會計及市場績效的估計係數為 -0.007、-0.003 及 -0.036，其估計係數為負並不顯著。然而，領導結構與家族企業虛擬變數交乘後，其估計係數轉為 0.008、0.002 及 0.062，雖由為負轉正但並不顯著。檢定上述係數是否存在顯著差異，得到實證結果支持且達 10% 顯著水準，拒絕相較於非家族企業，家族總經理若兼任董事長公司績效變差的推論，代表微弱支持由家族總經理兼任董事長時，能有效協調公司資源，提升企業的營運現況。

4. 穩健性測試

為了增加實證結論的穩健性並考量其他可能影響，本研究運用八種穩健性測試方法，來驗證實證結果是否具穩健性，因篇幅限制本小節只做說明不再列表。

(1) 家族企業的定義

為進一步驗證不同家族企業的定義，是否影響實證結果，本研究參考其他文獻，對家族企業中家族成員的持股門檻做不同的調整，將本研究定義的 10% 修正為家族成員的持股率需達 5%、15% 及 20%。採用以上三種不同定義的家族企業，所得到的追蹤資料模型估計結果皆與上述結論相似；家族企業的績效表現顯著不如非家族企業，其他變數之符號及顯著性皆與上述結論相似，顯示本研究結果並未受不同定義之家族企業所影響。

(2) 其他公司績效的代理變數

考慮各變數對不同公司績效代理變數之影響程度可能不一，未避免過度武斷，本研究再分別以股東權益報酬率(ROE)與每股盈餘(EPS)作為公司績效指標進行驗證。參考 Copeland, Weston and Shastri(2005)對股東權益報酬率的定義為，稅後淨利/平均淨值；而每股盈餘定義則為，(稅後純益-特別股股利)/流通在外普通股總股數。不論股東權益報酬率或每股盈餘，顯著變數之符號皆與上述結論相似，顯示台灣上市櫃家族企業績效表現不如非家族企業之實證結果得到驗證。

(3)ROA 績效指標進行產業績效控制

本研究對於績效指標 EBIT 與 EBITDA 之運用係根據 Anderson and Reeb, (2003)的計算方式。為使本文的研究結果更為嚴謹，進一步將 EBIT 與 EBITDA 等績效指標進行產業績效控制。使用調整產業後績效指標所計算出來的研究結果與先前實證結果仍保持相當一致，無論變數之符號及顯著性皆與先前之結論相似，顯示本文研究結果堪稱穩健。

(4)控制股東持股率與公司績效

許多實證文獻指出，控制股東持股率與公司績效可能存在非線性的關係，因此本文參考 Anderson and Reeb (2003) 在聯立模型中加入控制股東持股率平方、家族虛擬變數與控制股東持股率平方交乘項，來表達此非線性關係。其結果因一次項顯著為正，平方項顯著為負，顯示家族控制股東持股率與公司績效，確實存在先升後降的倒U型非線性關係，大部分主要變數的符號和顯著性仍保持不變，故實證結果的穩健性得到驗證。

(5)控制股東具有之盈餘分配權

本研究以持股5%以上大股東之持股比率來衡量控制股東之持股比率對公司績效之影響，考量大股東持股並不同於控制股東持股，為避免研究結果產生偏誤，本研究改以台灣經濟新報資料庫中控制股東具有之盈餘分配權來進行穩健性測試。採用控制股東盈餘分配權所得到的追蹤資料模型估計結果與使用持股5%以上大股東之持股比率結論頗為一致。可能因為台灣上市櫃公司，普遍存在家族控制股東，對於出現有第二大股東能制衡控制股東之公司仍為少數的狀況。

(6)獨立董事

為進一步驗證不同外部董事的定義，是否影響實證結果，本研究參考金管會所訂定之「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」，並以台灣經濟新報資料庫中定義之獨立董事進行穩健性測試。結果顯示，家族企業的係數仍然顯著為負，家族企業與獨立董事相乘之係數則維持 ROA 顯著為正，Tobin's q 雖為正不顯著，顯示本研究結果並未受不同定義之外部董事所影響。

(7)同期相關

考量多項控制變數為時間序列資料，可能因同期相關而導致潛在內生性的問題，本研究以(t-1)期的控制變數資料來建立實證模型，結果發現家族企業、家族總經理、家族所有權、家族控制權與家族董事會特性等主要變數，受潛在偏誤之影響並不嚴重，其係數及顯著性與原來結果仍保持一致。

(8)追蹤資料模型的隨機效果

Andres (2008) 認為在有限的研究期間內，家族企業鮮少更換其所屬的產業別與其家族控制股東之關係，亦不容易有所改變，因此使用追蹤資料模型中的隨機效果，可能比固定效果更為適當。故本研究使用隨機效果重新建立模型，實證結果顯示與固定效果估計係數相似，家族企業虛擬變數的符號仍顯著為負，雖部分變數對公司績效的效果變得較不明顯，但多數結果仍保持相當一致。

比較以上實證結果發現，在穩健性測試中各主要變數之結果皆符合預期，台灣家族企業的特性，確實導致家族與非家族企業的績效差異。

伍、結論與建議

國內上市櫃公司普遍存在家族控制股東的狀況，家族企業特性是否影響公司的績效與價值是本研究探討重點。實證結果發現，國內家族企業表現顯著不如非家族企業，為進一步了解家族企業表現較差的原因，本研究將家族企業特性對公司績效與價值之影響，區分為兩類家族總經理、家族所有權、家族控制權與家族董事會等四種決定因素。

研究結果顯示，第一、家族總經理的經營績效不如家族企業裡非家族總經理。國內家族企業傾向推派家族成員擔任公司總經理，故常陷入知識與經驗不足的窘境。然而，當非家族總經理受聘於家族企業時，其績效表現亦不甚理想，可能係因在家族治理的影響下，不公平的獎勵與升遷制度，減低非家族總經理應有的專業表現。第二、家族控制股東持股率愈高，愈可能做出傷害企業價值的決策。當家族所有權過度集中，為降低公司破產風險在財務操作上常趨於保守且避免對外舉債，可能因此錯過有投資價值的專案與放棄因舉債可以帶來的稅盾利益。第三、偏離程度對公司績效與價值的負面影響，在家族與非家族企業間並不存在顯著差異。控制股東透過所有權與控制權的偏離，完全掌控公司時，型 II 代理問題趨於嚴重。控制股東財富與公司價值關聯性愈低，愈有動機剝削小股東。第四、家族企業的董事會規模愈大績效愈好，顯示透過擴張家族董事會可有效提升競爭優勢，為公司蒐集更多有關競爭對手、相關產業及整體營運環境所需的資訊。第五、外部董事在家族與非家族企業中皆能發揮其監督能力，能有效降低過度的特權消費與資源的不當配置。企業外部董事，為了保護自身聲譽傾向比內部董事更為公正客觀，可透過有效監督來提升公司績效。第六、當家族總經理兼任董事長，公司績效會有差異，表示由家族總經理兼任董事長時，可藉由提高領導效能來強化企業整體競爭力。

家族企業應妥善運用不同方法來提升公司績效與價值，本研究僅依上述結論提出以下建議。一、台灣上市櫃家族企業應多聘用非家族總經理，以更健全

的獎勵條件與升遷制度激勵非家族總經理在公司內持續努力的動機，透過強化所需人力資源與豐富相關知識經驗，來改善體質提升公司整體競爭力。二、國內對小股東的保護程度普遍不夠周延，政府除應持續強化各項公司治理機制的要求外，亦可修法限制股權偏離程度的上限，以期減少因金字塔結構和交叉持股，而導致惡意掏空與利益輸送的剝削行為。三、整體而言，董事會特性確實與公司的績效關係密切，透過擴增董事會規模與設立外部董事的確能有效提升公司績效，家族企業應以資源依賴的角度，積極聘用具有聲譽的董事以期獲取各項外部資源並減少對外在環境的不確定性。

多數國外文獻皆主張，創辦人在成功企業中扮演著重要的角色，這些由創辦人所控制的企業，通常有著極高的市場價值且成長迅速。由於國內上市櫃公司的公開資訊中並未揭露公司創辦人資料，因受限於資料的取得，本研究無法衡量家族企業中創辦人對公司績效的影響。此外，世界銀行使用揭露程度、董事責任與股東追訴權等指數來衡量企業對投資人保護程度的高低，因為該資料尚未取得，故本研究無法進行實證，若後續研究能取得相關資料加以分析，應能進一步協助小股東判讀，各家族企業之治理機制是否足夠完善，以期有效遏止控制股東的自利行為。

參考文獻

- 李永全，馬黛，2006，台灣家族公司負債融資成本之研究，管理評論，第25卷第3期：69-91。
- 周行一，陳錦村，陳坤宏，1996，家族持股、聯屬持股與公司價值之研究，中國財務學刊，第4卷第1期：115-139。
- 洪榮華，李易政，陳香如，謝可杉，2009，家族企業特性與負債水準關係之研究，商管科技季刊，第10卷第3期：491-525。
- 洪榮華，陳香如，林慧珍，2007，公司治理機制對創新、多角化策略及公司績效之影響-研發密集產業之實證，中山管理評論，第15卷第1期：37-60。
- 洪榮華，陳香如，柯璟瑩，2005，從代理理論的角度探討董事會特性、股權結構與負債之關聯性，管理與系統，第12卷第4期：33-53。
- 倪衍森，廖容岑，2006，家族企業負債代理成本及股利政策之研究-以台灣上市公司為例，管理與系統，第13卷第2期：153-179。
- 黃旭輝、陳隆麒、謝劍平，2001，公司成長機會對經理人持股與董事會組成影響之研究，中山管理評論，第9卷第2期：37-59。

- 葉銀華，1990，台灣股票市場成交量與股價關係之實證研究－轉換函數模式，台北市銀行月刊，第22卷第11期：57-70。
- 葉銀華，1999，家族控股集團、核心企業與報酬互動之研究-台灣與香港證卷市場之比較，管理評論，第18卷第2期：57-90。
- 葉銀華，李存修，柯承恩，2002，公司治理與評等系統，商智文化。
- 廖秀梅，李建然，吳祥華，2006，董事會結構特性與公司績效關係之研究－兼論台灣家族企業因素的影響，東吳經濟商學學報，第54期：117-160。
- 鍾喜梅，劉韻僖，葉匡時，2003，我國上市公司家族控制力與董事會運作關係之探討，中山管理評論，第11卷第2期：341-365。
- 呂佳玲，林基煌，2008，Corporate governance, diversification strategy in mergers and acquisitions and performances for Taiwanese family firms，亞太經濟管理評論，第11卷第2期：107-134。
- Aboudy, D., and Baruch Lev. 2000. Information Asymmetry, R&D, and Insider Gains. *Journal of Finance* 55: 2747-2766.
- Agrawal, A. and C. Knoeber. 1996. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31: 377-397.
- Agrawal, A. and G. Mandelker. 1990. Large shareholders and the monitoring of managers: the case of antitakeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25: 143-161.
- Ali, A., T. Chen, and S. Radhakrishnan. 2007. Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics* 44: 238-286.
- Anderson, R. and D. Reeb. 2003. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58:1301-1328.
- Andres, C. 2008. Large shareholders and firm performance - an empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance* 14: 431-445.
- Ayadi, F., U. Dufrene, and C. Obi. 1996. Firm performance measures: Temporal roadblock to innovation?. *Managerial Finance* 22:18-32.
- Barclay, M. and C. Holderness. 1989. Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics* 25:371-395.

- Barth, E., T. Gulbrandsen, and P. Schone. 2005. Family ownership and productivity: the role of owner-management. *Journal of Corporate Finance* 11:107-127.
- Berger, P., E. Ofek, and D. Yermack. 1997. Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance* 52:1411-1438.
- Berle, A. and G. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan
- Booth, J., M. Cornett, and H. Tehranian. 2002. Boards of directors, ownership, and regulation. *Journal of Banking and Finance* 26: 1973-1996.
- Boyd, B. 2006. Corporate Linkages and Organizational Environment: A Test of The Resource Dependence Model. *Strategic Management Journal* 11: 419-430.
- Brickley, J. and C. James. 1987. The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: the case of banking. *Journal of Law and Economics* 30: 161-180.
- Burkart, M., F. Panunzi, and A. Shleifer. 2003. Family firms. *Journal of Finance* 58: 2167-2210.
- Chami, R. 1999. What's different about family business?. *Computer World* 17: 67-69.
- Chang, S., W. Wu and Y. Wong. 2009. Family control and stock market reactions to innovation announcements. *British Journal of Management* 10: 1-18.
- Cheng, S. 2008. Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics* 87: 157-176.
- Chrisman, J., J. Chua and R. Litz. 2004. Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship Theory and Practice* 28: 335-354.
- Chrisman, J., J. Chua, and P. Sharma. 2005. Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm. *Entrepreneurship: Theory and Practice* 29: 555-575.
- Chung, K. and S. Pruitt. 1994. A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management* 23: 70-74.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang. 2002. Disentangling the incentives and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance* 57: 2741-2771.

- Claessens, S., S. Djankov, and L. Lang. 2000. Separation of ownership from control of East Asian firms. *Journal of Financial Economics* 58: 81-112.
- Copeland, T., J. Weston, and K. Shastri. 2005. *Financial Theory and Corporate Policy*. Boston: Pearson /Addison Wesley.
- Daily C. and D. Dalton. 1993. Boards of directors, leadership and structure: control and performance implications. *Entrepreneurship Theory and Practice* 17: 65-81.
- Daily, C. and M. Dollinger. 1991. Family firms are different. *Review of Business* 13: 3-5.
- Dalton, D. and C. Daily. 1999. Directors and shareholders as equity partners? handle with care!. *Compensation and Benefits Review* 31: 73-79.
- Davis, J., D. Schoorman, and L. Donaldson. 1997. Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review* 22: 20-47.
- DeAngelo, H. and L. DeAngelo. 2000. Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: A study of the Times Mirror Company. *Journal of Financial Economics* 56: 153-207.
- Demsetz, H. and K. Lehn. 1985. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93: 1155-1177.
- Denis, D., D. Denis, and A. Sarin. 1997. Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. *Journal of Finance* 52: 135-160.
- Faccio, M. and L. Lang. 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65: 365-395.
- Fama, E. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88: 288-307.
- Fama, E. and M. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26: 301-325.
- Fama, E. and M. Jensen. 1985. Organizational forms and investment decisions. *Journal of Financial Economics* 14: 101-119.
- Finkelstein, S. and R. Aveni. 1994. CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy Management Journal* 37: 1079-1108.

- Friend, I. and H. Lang. 1988. An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *Journal of Finance* 43: 271-281.
- Gadhoun, Y. 2006. Power of ultimate controlling owners: a survey of Canadian landscape. *Journal of Management and Governance* 10: 179-204.
- Gilson, R. and J. Gordon. 2003. Controlling shareholders. Unpublished paper, University of Pennsylvania.
- Gomez-Mejia, L., M. Nunez-Nickel, and I. Gutierrez. 2001. The role of family ties in agency contracts. *Academy of Management Journal* 44: 81-95.
- Grossman, Sanford J. and Oliver D. Hart. 1980. Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics* 11:42-64.
- Hair, J., R. Anderson, R. Tatham, and W. Black. 1998. *Multivariate Data Analysis*. N.J. : Prentice-Hall.
- Hausman, J. 1978. Specification tests in econometrics. *Econometrica* 46: 1251-1271.
- Hermalin, B. and M. Weisbach. 1991. The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management* 20: 101-112.
- Huson, M., R. Parrino, and L. Starks. 2001. Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: a long-term perspective. *Journal of Finance* 56: 2265-2297.
- Jensen, M. and W. Meckling. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Karra, N., P. Tracey, and N. Phillips. 2006. Altruism and agency in the family firm: exploring the role of family, kinship, and ethnicity. *Entrepreneurship Theory and Practice* 30: 861-877.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54: 471-517.
- Lipton, M. and J. Lorsch. 1992. A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer* 48: 59-77.
- Mallette, P. and K. Fowler, 1992. Effects of board composition and stock ownership on the adoption of poison pills. *Academy of Management Review* 35: 1010-1035.

- Maury, B. 2006. Family ownership and firm performance: empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance* 12: 321-341.
- McConaughy, D., M. Walker, G. Henderson, and M. Chandra. 1998. Founding family controlled firms: efficiency and value. *Review of Financial Economics* 7: 1-19.
- Miller, D., I. Breton-Miller, R. Lester, and A. Cammella Jr. 2007. Are family firms really superior performers?. *Journal of Corporate Finance* 13: 829-858.
- Morck, R., D. Strangeland, and B. Yeung. 2000. *Inherited wealth, corporate control, and economic growth: The Canadian disease*. Chicago: University of Chicago Press.
- Myers, S. 1984. The capital structure puzzle. *Journal of Finance* 39: 575-592.
- Ng, W. and J. Roberts. 2007. Helping the family: the mediating role of outside directors in ethnic Chinese family firms. *Human Relations* 60: 285-314.
- Pearce, J. and S. Zahra. 1992. Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies* 29: 411-438.
- Rechner, P. and D. Dalton. 1991. CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal* 12: 155-160.
- Rosenstein, S. and J. Wyatt. 1990. Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics* 26: 175-191.
- Saito, T. 2008. Family firms and firm performance: Evidence from Japan. *Journal of Accounting and Economics* 22: 620-646.
- Schulze, W., M. Lubatkin, and R. Dino. 2003. Dispersion of ownership and agency in family firms. *Academy of Management Journal* 46: 179-194.
- Schulze, W., M. Lubatkin, R. Dino, and A. Buchholtz. 2001. Agency relationships in family firms: theory and evidence. *Organization Science* 12: 99-116.
- Shleifer, A. and R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52: 737-783.
- Sraer, D. and D. Thesmar. 2007. Performance and behavior of family firms: evidence from the French stock market. *Journal of the European Economic Association* 5: 709-751.

- Stein, J. 1988. Takeover threats and managerial myopia. *Journal of Political Economy* 96: 61-80.
- Veliyath, R. 1999. Top management compensation and shareholder returns: Unravelling different models of the relationship. *Journal of Management Studies* 36: 123-143.
- Villalonga, B. and R. Amit. 2006, How do family ownership, management and control affect firm value?. *Journal of Financial Economics* 80: 385-417.
- Ward, John and Christina Dolan, 1998. Defining and describing family business ownership configurations. *Family Business Review* 11:305-310.
- Weir, C. and D Laing. 2001. Governance structures, director independence and corporate performance in the UK. *European Business Review* 13: 86-94.
- Yeh, Y. H., T. S. Lee and Y. H., Su. 2008. Family shareholding and corporate value in concentrated ownership structure environments. *Taiwan Banking & Finance Quarterly* 9:1-30.
- Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40: 185-211.