

# 家族企業特性與負債水準關係之研究

## THE RELATION BETWEEN FAMILY BUSINESS AND FINANCIAL LEVERAGE

洪榮華

國立中央大學企業管理學系副教授

李易政

國立中央大學企業管理學系博士候選人

陳香如

國立台中技術學院國際貿易系副教授

謝可杉

國立中央大學企業管理學系碩士

**Jung-Hua Hung**

*Associate Professor, Department of Business Administration  
National Central University*

**I-Cheng Li**

*Ph.D. Candidate, Department of Business Administration  
National Central University*

**Hsiang-Ju Chen**

*Associate Professor, Department of International Trade  
National Taichung Institute of Technology*

**Ko-Shan Hsieh**

*Master of Business Administration, Department of Business Administration  
National Central University*

### 摘要

本研究探討家族企業特性及其股權偏離程度對負債水準之影響。

家族企業考量自身利益與多角化不足的風險會藉由負債水準的改變降低潛在風險及剝削少數股東，本研究考量內生性問題，利用三階段最小平方法檢測家族企業與非家族企業的負債水準是否有差異；此外，臺灣金字塔結構與交叉持股相當普遍，加重家族企業股權偏離嚴重性，有別於以往文獻，考量家族特性後，推論家族企業股權偏離程度與負債水準可能具有非線性關係。

實證結果發現，家族企業相對於非家族企業傾向採用高舉債來轉嫁風險給債權人及增加可剝削資源；再者，家族企業股權偏離程度與負債水準具有先降後升的非線性關係；最後，家族成員雖掌握董事會多數席次，但外部董事仍能發揮監督能力。

**關鍵字：**家族企業、資本結構決策、股權偏離、董事會、三階段最小平方法

## ABSTRACT

This paper examines how family businesses' characteristics and deviation from one-share-one-vote affect their financial leverage.

Family businesses are a special ownership structure in Taiwan. Considering family members' own benefits and under-diversified risk, family businesses have incentives to adjust their financial leverage for reducing potential risk and expropriating minority shareholders. We use three stages least squares method to solve the endogeneity problem and investigate whether financial leverage of family businesses are different from that of non-family businesses. Moreover, we consider the unique characteristics of family businesses and suggest that there may be non-linear relationship between deviation and financial leverage.

The results support the hypothesis that family businesses tend to use more debt for reducing the potential risk and maintaining their private control benefits. Moreover, there is a U-shape non-linear relationship between deviation and financial leverage for family businesses. Finally, although most directors of family businesses are family members, outside directors still can mitigate the wealth expropriation behavior in family businesses.

**Keywords:** Family Business, Capital Structure Decision, Deviation, Board of Directors, 3SLS

## 壹、緒論

觀察臺灣的經濟結構，由於東方社會的集體意識（collectivism）傾向明顯高於西方社會，個體成員間存在互相依存的關係，有利於解決成員間矛盾與衝突，故當組織運作時，其能力得以充分發揮，且以組織利益為一致的目標，因而此特殊社會文化使臺灣地區之企業普遍存在家族化的現象。Yeh（2005）以 1997 年到 1998 年，臺灣 251 家非金融類上市公司為樣本，發現臺灣上市公司存在明顯家族控制型態；李永全與馬黛（2006）亦發現 1997 年到 2004 年的 397 家發行債券的臺灣上市公司中，有 48.61% 是屬於家族公司，因此家族企業（family business）<sup>1</sup> 的研究日趨重要。

傳統代理理論認為管理者與股東間存在利益分歧，管理者有動機採取非公司價值極大化的行為，以獲取自身利益（Jensen & Meckling, 1976）。但家族企業獨特的特性，如家族所有權集中、家族成員佔據管理階層、家族掌握公司決策等，可能使傳統代理問題不再適用（林穎芬、劉維琪，2003），代理問題轉而存在於大股東剝削小股東及債券持有人之行為，故家族企業為獲得其控制私有利益（private benefits of control），即指任何由公司之控制股東享受，但不會被其他大股東所分享的價值（Bebchuk & Kahan, 1990），如利己交易、內部人交易及提升家族聲譽等，而有動機藉由負債水準的改變來剝削小股東。尤其相對於歐美國家，屬於新興經濟體的臺灣地區之法治環境運作缺乏效率，對小股東之保護亦不健全，黃旭輝、陳隆麒與謝劍平（2001）提到，國內的法制環境保護較差、市場弱式效率性及集中型股權結構的特性，使管理者的經營控制權相對安定，故我國外部監控機制無從發揮，須更仰賴內部機制。由於台灣公司監理機制尚未健全，導致許多台灣上市公司發生財務危機使投資人失去信心，更加重控制股東與小股東之間的核心代理問題（林穎芬、劉維琪，2003）。投資大眾對於家族企業的不信任及兩者間之資訊不對稱情形，將對整個資本市場造成巨大衝擊，故釐清家族企業負債水準背後隱含意義及可能影響之關鍵因素，將可提供投資大眾更進一步的資訊。

已有國外文獻針對家族企業對負債水準之影響進行研究，Agrawal and Nagarajan（1990）發現家族企業為了降低因個人財富及家族人力資本過度集中等多角化不足產生的風險，會偏好採用較低的槓桿水準；而 Mishra and McConaughy（1999）亦發現高舉債可能增加公司破產的可能性，為了降低此破產風險，家族企業會採用低槓桿水準的策略；但 Harijono, Ariff, and Tanewski（2004）則發現家族企業為了集中控制權而採取增加槓桿水準的力量遠大於為了減少公司風險而採取降低槓桿水準的力量。導致此不一致結果的原因，除了因為各研究所用的樣本國家之經濟與法律特性

具有差異外，忽略財務槓桿與公司特性間可能具有互為因果之關係可能是另外一個主要原因。Jensen, Solberg, and Zorn (1992) 發現內部人持股率、負債水準及股利政策是共同決定的；而 Harvey, Lins, and Roper (2004) 亦發現資本結構、股權結構與公司價值三者間存在聯立關聯性；國內文獻也具有同樣的發現（洪榮華、陳香如與柯璟瑩，2005；葉銀華、邱顯比，1996）。參考上述文獻，本研究除探討槓桿水準與公司特性間之關係外，亦考量槓桿、偏離程度、公司價值及股利間共同決定之特性，採用三階段最小平方法（Three Stages Least Squares, 3SLS），以避免以往文獻因忽略變數間互為因果的關係使結果可能產生偏誤。

此外，股權偏離<sup>2</sup>是家族企業的重要特性之一，尤其台灣企業普遍存在金字塔結構<sup>3</sup>與交叉持股<sup>4</sup>的現象（李永全、馬黛，2006），除加重股權偏離的程度，也強化探討股權偏離的重要性，以往雖有文獻針對偏離程度對負債水準的影響進行研究（Du & Dai, 2005；Harvey et al., 2004；Shleifer & Vishny, 1997；Stulz, 1988），但大多未考慮家族特性可能的潛在影響，因此在推論偏離程度對負債水準影響時，僅侷限於單一方向的線性關係。因家族企業將公司視為可留傳給繼任者之資產，當偏離程度增加時，因對公司已具有相當的掌控能力，故不需藉由舉債的方式來維持控制權<sup>5</sup>（Casson, 1999），兩者間具有替代的關係，即隨著偏離程度之增加，負債水準減少；然而，當偏離程度到達某一點時，隱含家族成員擁有相當低的現金流量權<sup>6</sup>，即家族成員較不需承擔高舉債所帶來的財務風險與潛在損失（Almeida & Wolfenzon, 2006），故家族成員會轉而藉高舉債投資高風險專案，亦即隨著偏離程度增加，負債水準亦增加，在損失有限的情況下，擴大家族之控制私有利益（Bianco & Nicodano, 2006）。本研究根據上述家族特性，推論兩者可能存在非線性關係，故於家族及非家族子樣本實證模型加入偏離程度二次項，期望釐清家族企業股權偏離程度對負債水準之影響是否異於非家族企業。

本研究以臺灣 2001 年到 2007 年的上市與上櫃公司為樣本，探討公司的財務槓桿決策是否因家族特性而有所不同。在以往國內的研究中，大多數均探討家族企業之特性對公司績效的影響，僅有少數文獻針對家族企業之負債代理成本進行研究（李永全、馬黛，2006；倪衍森、廖容岑，2006），但幾乎沒有文獻探討家族企業特性是否會影響公司負債水準，故本研究希望能夠彌補國內文獻上的不足。

歐美國家因法治環境保護較完善，故監控機制較能有效發揮功能，但鑒於臺灣屬於新興經濟體國家，市場及法制保護環境較不健全，使得家族企業更有動機及能力藉由不適當之負債水準來剝削小股東。在外部環境無法有效監控家族企業的情況下，本研究亦探討公司內部監理機制在法令條件無法提供應有支援時，是否仍然能

夠有效限制家族成員之行爲，保障小股東的權益，藉由檢測財務槓桿與董事會及股權結構之關係，希望能提供投資者更多關於家族企業負債水準之相關資訊。綜合上述，本研究與以往文獻主要不同處如下：

- 一、過去國內文獻少有探討家族企業特性對其負債水準之影響，同時亦少有文獻探討在法治環境保護較弱的情況下，家族企業內部監控機制是否能夠有效發揮能力。
- 二、雖有少數國外文獻探討相關議題，但卻忽略槓桿水準與公司特性間可能具有互為因果之關係，採用傳統檢測方式可能產生偏誤，故本研究採用 3SLS 模式來修正此問題。
- 三、雖有文獻針對股權偏離程度對負債水準影響進行研究，但大多未考慮家族企業特性，且忽略兩者間可能存在非線性關係，故本研究加入偏離程度的二次項，藉此做進一步的探討。

本研究冀望探討家族企業之特性在其負債水準選擇中扮演之角色、家族企業財務槓桿水準與董事會及股權結構之關係等問題，在補足國內文獻的同時，希望提供投資大眾進一步關於家族企業負債水準之相關資訊。本文的結構如下：第二節為文獻探討與研究假說。第三節為資料來源與實證模式。第四節為實證結果與分析。結論呈現於第五節。最後則為註釋與參考文獻。

## 貳、文獻探討與研究假說

Jensen and Meckling (1976) 認為管理者與股東間存在利益衝突，管理者往往會透過偷懶、浪費或是過度投資等犧牲公司價值的方式來極大化自身的利益，此即所謂傳統代理問題。而家族企業中，家族往往持有一定比例的擁有權，且家族成員常擔任管理者，因結合股東與管理者，可降低股東與管理者間的代理問題。Anderson, Mansi, and Reeb (2003) 主張控制家族代表擁有獨特結構和力量的特別大股東，具有公司長期生存與家族利益結合、家族關心公司聲望和低成本多角化投資等特性，所有權結構集中且管理階層亦多為家族成員，故管理者與股東及債權人間之代理問題也較小。考量家族特性，控制股東有較強烈的動機監督管理者之投機行爲，在監督較有效率及代理問題較小的情況下，負債融資成本也較低 (Anderson et al., 2003)，家族企業會追求最適資本結構以極大化家族及公司財富 (Anderson & Reeb, 2003；Driffield, Mahambare, & Pal, 2007)。但亦有文獻質疑家族特性對公司表現是否真的

具有幫助，Barth, Gulbrandsen, and Schone(2005)發現家族企業生產力較低，而 Miller, Breton-Miller, Lester, and Cannella(2007)亦發現家族企業的卓越財務表現可能是家族企業定義之差異所造成的假象。儘管家族企業內傳統代理問題較低，但當所有權結構過度集中時，也產生了大股東剝削小股東及債權人之新代理問題，故 Bertrand and Schoar(2003)指出家族企業效用極大化與公司價值極大化呈負相關。家族企業為追求家族成員效用極大化亦可能採用偏離最適資本結構之負債水準，亦即家族企業會透過降低舉債避免家族人力及財富多角化不足的風險，或是透過增加舉債來維持其控制權。因此，以往文獻針對此部分透過財務風險、控制私有利益、家族聲譽與傳承及法律環境等不同的考量因素，而有不同之解釋。

管理者為了避免因債券契約或相關規定導致其控制權受到債權人之限制以及可能之破產風險，會藉由降低舉債的方式來達成(Jensen & Meckling, 1976)；另外，亦有文獻認為當家族成員參與程度較高時，因家族人力與財富多角化不足的關係，破產風險帶來的損失也相對較大，故家族企業會降低舉債水準(Agrawal & Nagarajan, 1990；Mishra & McConaughy, 1999)。Anderson et al.(2003)亦認為家族成員往往將超過 60%的財富投資於公司，故會降低舉債來避免自身財富多角化不足所產生的風險。

Stulz(1988)認為若利用權益融資來替代債券融資，則因控制權的喪失，管理者地位可能不保，也可能面臨惡意收購等問題，家族成員可能會有喪失控制公司之風險，故家族企業會以舉債來代替權益融資；DeAngelo and DeAngelo(1985)指出當家族人力資本越集中時，維持控制權的利益也越大，故會增加舉債。Anderson et al.(2003)則認為家族企業在考量公司聲譽、長期生存及冀望公司能夠傳承給後代的情況下，為避免喪失控制權而使傳承公司給後代受到阻礙的風險，會以舉債替代權益融資。

由上述可知，家族企業的負債水準有追求最適資本結構、降低風險及維持控制權三種考量，但此三者對負債水準之影響須視其力量的相對大小而定。另外，有文獻認為法律環境對財產權的保護程度高低，能夠提供進一步的資訊。La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny(1998, 1999)認為當政府無法提供投資者有效的保護時，控制股東有動機透過取得控制權的方式，與其他投資者協調並強迫其執行相關公司契約，也就是說，當環境保護較弱時，集中控制權以維持控制私有利益並剝削小股東的力量會遠大於降低風險的力量(Claessens & Fan, 2002)。故考慮法律環境因素後，家族企業可能會傾向採用高舉債的方式，而 Mishra and McConaughy(1999)及 Wiwattanakantang(1999)亦有類似的結論。

就國內的狀況而言，黃旭輝等（2001）認為國內法制環境保護較差、市場弱式效率性及集中型股權結構的特性，再加上，近年來國內公司屢屢因作假帳、不法借貸行為和進行自利之內線交易，而宣告破產、重整，進而傷害、剝削小股東之權益，故知國內法制環境對小股東的保護較不健全。以往文獻指出當法制環境對少數股東權益保護較弱時，外部權益之代理成本會隨著提高，企業為提升公司價值及避免過高融資成本，會優先採用舉債的方式融資新投資案，此符合融資順位理論（*pecking order theory*）（Myers, 1984；Myers & Majluf, 1984）；而 Lins（2003）指出當投資者保護較弱，市場在預期管理者可能存在剝削行為進而降低公司價值時，亦會阻礙新權益證券的發行，導致過高之權益融資成本；故國內家族企業考量公司長期經營與價值，當需要額外資金時，相對於權益融資而言，可能會較偏好採用負債融資的方式。此外，Almeida and Wolfenzon（2006）發展出金字塔所有權理論（*pyramidal ownership theory*），主張金字塔結構在低度發展的金融市場和弱化的小股東保護環境下最為普遍；Yeh, Lee, and Woidtke（2001）亦發現國內家族企業相對於其他企業而言普遍存在交叉持股及金字塔結構的現象；李永全與馬黛（2006）亦有類似的結論。由此可知國內家族企業股權偏離情況相當嚴重。雖然股權偏離與負債融資在維持控制權上可能具有替代效果，但當股權偏離過大時，因控制股東擁有現金流量權較低，其財富與公司價值的關聯性也較低，透過高舉債的方式，不但可以解決公司資金問題，亦可透過舉債支應高風險專案轉嫁部份風險給債權人（Du & Dai, 2005）。最後，Bianco and Nicodano（2006）認為金字塔頂端最終控制者會透過擁有較低現金流量權之附屬公司舉債，藉此增加可控制資源，同時減少債券契約對控制股東擁有現金流量權較高之公司帶來限制。而 Bertrand, Mehto, and Mullainathan（2002）亦認為家族成員會藉由內部交易的方式將資源從金字塔底部移轉到家族現金流量權較高之公司。以上觀點符合利益輸送理論（*tunneling theory*），金字塔頂端的最終控制者會利用高舉債方式，增加公司可利用資本，透過內部交易等利益輸送方式，轉移公司資源，同時剝削其他非家族股東。

綜觀上述，國內因法律環境保護較弱，權益融資成本過高；加上企業普遍存在金字塔結構及交叉持股等股權型態，故家族企業傾向透過高舉債來解決公司資金問題、轉嫁風險及增加可控制資源，故本研究建立第一個假說：

假說 1：家族企業相對於非家族企業具有較高之槓桿水準。

台灣企業存在金字塔結構與交叉持股（李永全、馬黛，2006），控制權偏離現金流量權之股權偏離情況相當普遍，以往有部分文獻針對股權偏離與公司負債水準間關係進行研究，但其結果並不一致。

首先，股權偏離可能對負債水準具有正面的效果。Stulz (1988) 認為管理據守效果 (entrenchment effect) 會驅使控制股東利用高舉債的方式來維持其控制權，同時藉此阻礙外部投資者可能的接管行爲；而 Harris and Raviv (1988) 亦有類似的推論，即透過舉債購買庫藏股的方式，現存控制股東可以提高其投票權的影響力，減少控制權的喪失；Shleifer and Vishny (1997) 認為，當擁有者對公司具有掌控能力時，會偏好追求少數股東無法獲得之控制私有利益，故爲了維持控制權及避免股權稀釋，較可能偏好採用舉債的方式融資；Du and Dai (2005) 進一步發現上述情況於股權偏離情況嚴重時更爲顯著，因股權偏離隱含控制股東透過極少之現金流量權來控制公司，若發行新股，對於外部投資者而言有相當大的機會可以輕易取代現有控制股東，進而使控制股東偏好舉債融資。另外，Du and Dai (2005) 亦認為，高負債水準會導致過高財務風險，進而增加公司破產及財務危機的機會，但當股權偏離嚴重時，控制股東較不在意此等風險，因爲較低的現金流量權，使控制股東不至於承擔太多上述風險產生之損失，因此，透過舉債融資，除可解決公司財務限制及資金不足的問題外，亦可轉嫁風險給債權人，故股權偏離越嚴重，控制股東越會採用較高的負債融資。Harvey et al. (2004) 認為當公司因金字塔結構而使股權結構嚴重偏離時，透過舉債契約限制及債權人監督行爲能夠降低偏離所造成之代理問題，減少公司價值的降低，此即所謂的訊號效果 (signaling effect)，當偏離過大時，投資者預期控制股東會有剝削少數股東行爲，透過舉債融資降低公司之自由現金流量，同時亦可藉由其監督機制來約束管理者之行爲，故控制股東在偏離過大時，會藉由高舉債的方式傳遞管理者不會有剝削行爲的訊號給市場投資者 (Du & Dai, 2005)。

此外，有部分文獻主張股權偏離可能對負債水準具有負面的效果。Amihud and Lev (1981) 認為管理者有降低風險的動機，考量控制股東本身因人力資本集中於公司，在無法藉由其他方式多角化分散本身風險的情況下，管理者會偏好採用較低舉債水準，避免額外的財務風險。而考量管理者潛在自利的誘因及可能的代理問題，管理者爲了避免因自利行爲受到限制或懲罰，較不願意採用高舉債水準，避免債券契約及債權人的限制 (Friend & Hasbrouk, 1988)。Du and Dai (2005) 亦認為控制股東具有類似個人補貼或是利益輸送等自利行爲，而舉債融資除了因定期利息費用而限制自由現金流量之使用外，債券契約的可能限制也會增加自利行爲被懲罰的機會，故會降低舉債水準，而此現象當股權偏離嚴重時更是顯著，因爲當控制權嚴重偏離現金流量權時，會增加控制股東剝削少數股東利益的誘因，例如：藉由利益輸送來剝削少數股東時，因控制權遠高於現金流量權，故轉移公司資源所產生的利益遠大於可能產生的損失，故控制股東較不願意採用舉債融資。

以上文獻均未考量家族企業的特性。Casson (1999) 指出，家族股東視公司爲



一種可留傳給家族成員或繼任者的資產而非其生命中持續消費的財富。故當股權偏離程度增加時，因對公司已具有相當的掌控，不需要透過舉債的方式來維持控制權，而會降低舉債水準。觀察國內市場與相關文獻，部分學者指出國內金字塔結構與交叉持股情形相當普遍，股權結構偏離相當嚴重（李永全、馬黛，2006；洪榮華等，2005；Yeh et al., 2001）；因此，根據 Casson（1999）之論點，臺灣之家族企業可能較不須採用舉債的方式來維持其控制權，轉而透過金字塔結構及交叉持股的方式來維持對公司的掌控，同時能避免舉債過高產生財務風險，而使公司無法在家族間傳承。然而當偏離程度到達某一時，若家族管理者利用權益融資的方式，將可能有被外部投資者取代的危機，且股權偏離過大亦隱含家族成員擁有相當低的現金流量權，故家族成員亦不需承擔高舉債所產生之財務風險與損失。另外，家族企業可能透過金字塔底層公司舉債來擴大家族利益，此論點主要依據為金字塔結構所產生之極端股權偏離結構，類似情況會扭曲管理者的投資決策（Bebchuk, Kraakman, & Triantis, 2000），因家族企業於底層公司擁有較低現金流量權，藉由舉債投資高風險專案，不僅能夠擴大家族之控制私有利益（Bianco & Nicodano, 2006），再加上家族企業對底層公司僅需負擔有限的責任（Hadden, 1996），故即使投資案失敗，所受到的損害亦小；而 Almeida and Wolfenzon（2006）亦有類似的推論，當家族企業透過金字塔結構控制其他公司時，不僅能夠完全掌握控制公司（holding company）之盈餘，同時亦能分享金字塔下層公司之獲利，進而擴大家族企業之控制私有利益。最後，Bertrand et al.（2002）認為當股權偏離嚴重時，該公司會轉而淪為家族企業融資之工具，藉由高舉債方式取得資金，再透過利益輸送的方式轉移到家族成員擁有較高現金流量權的公司，故家族企業之股權偏離程度與舉債水準可能具有先降後升之非線性的關係。藉此本研究建立第二個假說：

假說 2：家族企業之股權偏離程度與負債水準具有 U 型的非線性關係。

透過假說 1 之文獻可知，家族企業會透過高舉債的方式，維持其控制私有利益，並藉此剝削少數股東及債權人的利益。Kim and Sorensen（1986）亦認為內部人控制公司（insider-controlled firms）的內部管理者會藉由高舉債的方式來維持其控制權，為了達到此目的，甚至會採用超過最適資本結構之負債水準。對非家族股東及外部投資者而言，過高的舉債水準可能會導致財務危機，而使其利益受到損害，故會企圖透過其影響力來降低公司之負債水準。

Chaganti and Damanpour（1991）認為負債水準是家族股東與外部機構投資人間衝突的潛在因素，因家族管理者沒有被懲罰或是取代的風險，故會藉由舉債的方式來融資高風險的投資案；當外部機構投資人預期公司價值會因舉債風險而受損時，

會透過其影響力，降低公司負債水準，且當外部投資人持股越高時，越有能力減少舉債。但 Grossman and Hart (1986) 及 Hart and Moore (1990) 指出只有當非家族股東及外部投資者等少數股東與控制股東權力相當，且有能力限制大股東剝削公司的財富時，少數股東才會受到保護；台灣由於投資人保護弱與資本市場發展不完全，再加上家族企業一些治理機制的相對缺乏，例如接管市場、機構投資人與誘因薪酬制等 (Gomez-Mejia, Larraza-Kintana, & Makri, 2003; Kole, 1997; Shivdasani, 1993)，使得少數股東傾向依賴外部董事，以抗衡家族董事的影響力與權力。La Porta et al. (1999) 認為非內部董事 (non-executive directors) 是少數股東對抗家族成員的保護者，透過非內部董事之運作，可以降低家族成員剝削少數股東的能力。Ng and Roberts (2007) 亦認為因內部董事與公司間具有利害關係，故有可能無法有效完成其監督之責任，反之非內部董事則無此顧慮，可以減少家族成員損害公司價值或是其他剝削行為。

觀察國內情況，因金字塔結構與交叉持股情形十分嚴重，家族企業更容易透過舉債的方式轉移公司資源或是增加其他家族成員之利益。洪榮華、陳香如與林慧珍 (2007) 提到因國內外外部治理機制並不活絡，因此更仰賴董事會特性此內部機制，來遏止家族企業過度舉債的自利行為。故當外部董事比例越高時，其影響力與監督能力越高，進而限制家族企業的剝削行為，因此本研究建立第三個假說：

假說 3：家族企業之外部董事比例越高時，家族企業負債水準越低。

## 參、資料來源與實證模式

### 一、資料來源

近年來政府為了改善臺灣法制環境，強化公司治理績效，歷年來不斷針對公司法與證券交易法等相關法規做進一步的修正。如立法院在民國 90 年針對公司法內股權結構、董監事資格、選任及解任等相關規定有突破性的變革，堪稱公司法自民國 18 年施行以來，最重大的一次修正<sup>7</sup>。本研究以 2001 年到 2007 年臺灣證券交易所上市與上櫃公司為研究對象，之所以採用 2001 年做為樣本的起始年度，即希望藉此避免相關法規修正產生的潛在影響。本研究之資料來源為臺灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal Data Bank)，在家族企業資料的判斷上，根據葉銀華 (1999) 之定義，將二等親納入家族成員，包含如父子、兄弟及配偶等關係；參考

La Porta et al. (1999) 的做法，若家族成員或其控制公司等最終控制者之直接持股與間接持股之持股比率總和超過 10% 且在董事會擁有席位或家族成員占公司董事會席位超過一半者為家族公司。由於國內許多公司存在集團化現象，且許多公司配偶也會參與公司管理或入主董事會，故此定義較符合國內的實情(李永全、馬黛，2006)。

在樣本篩選部分，因金融業為管制產業，且與一般產業在經營型態與會計處理上具有差異<sup>8</sup>，故予以排除，在研究期間 2001 年到 2007 年間，共計有 1177 家樣本公司，8239 個觀察值；部分年度或公司因臺灣經濟新報資料庫之財務比率資料遺失，刪除此類樣本後，計有 7130 個觀察值；此外因本研究採用 3SLS 的研究方式，若財務槓桿、偏離程度、股利率及公司價值等內生變數遺漏時，將導致模型因缺乏應變數而使估計產生偏誤，故進一步將內生變數遺漏之樣本加以刪除，最後得到 7079 個觀察值，其中包含家族企業觀察值 3529 個 (49.85%) 及非家族企業觀察值 3550 個 (50.15%)。研究樣本之產業分布如表 1，除電子業樣本數在研究期間中巨幅增加外，其他產業之樣本數大多相當穩定。

## 二、實證模式

為驗證家族企業和內部監控制度對負債決策之影響，本文先以文獻常用之 OLS 進行迴歸分析，衡量各治理變數對負債決策之影響，建立迴歸式(1)如下 ( $\varepsilon_1$  為式(1)的誤差項)：

$$\begin{aligned} LEVERAGE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 FDUM_{it} + \beta_2 DE_{it} + \beta_3 OO_{it} + \beta_4 OUT_{it} + \beta_5 Q_{it} \\ & + \beta_6 DIV_{it} + \beta_7 PROF_{it} + \beta_8 BR_{it} + \beta_9 ETR_{it} + \beta_{10} FA_{it} + \beta_{11} CR_{it} \\ & + \beta_{12} IND_{it} + \beta_{13} Y_{it} + \varepsilon_1 \end{aligned} \quad (1)$$

變數下標  $i$  代表第  $i$  家公司，而  $t$  分別代表第  $t$  年，模型之被解釋變數為財務槓桿 (LEVERAGE)，定義為長期負債的帳面價值/總資產的帳面價值<sup>9</sup>，家族因素 (FDUM) 為本文重要的變數之一，以虛擬變數來判斷家族公司 (FDUM=1) 與非家族公司 (FDUM=0)，除了加入主要治理變數偏離程度 (DE)、外部股東持股 (OO)、外部董事比例 (OUT) 外，式中依文獻加入控制變數公司價值 (Q)、股利率 (DIV)、獲利率 (PROF)、營業風險 (BR)、有效稅率 (ETR)、固定資產率 (FA)、控制持股 (CR)、產業因素 (IND) 和六個年度因素 (Y)，各變數操作性定義請見表 2。

Chaganti and Damanpour (1991) 認為資本結構決策是家族股東與外部投資人間衝突的潛在因素，因家族管理者沒有被懲罰或是取代的風險，故會藉由舉債的方式來支應高風險的投資案；當外部投資人預期公司價值會因舉債風險而受損時，會透

表 1 樣本產業分布之敘述統計

產業別	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
水泥業	7	7	7	7	7	7	7
食品業	21	22	22	22	22	22	22
塑膠業	25	25	25	28	28	27	27
紡織纖維	54	54	56	56	55	56	56
電機機械	40	43	47	52	55	60	60
電器電纜	14	14	14	14	14	14	14
化工業	44	49	55	65	69	73	73
玻璃陶瓷	7	7	7	7	7	7	7
造紙業	7	7	7	7	7	7	7
鋼鐵業	34	34	34	34	34	37	37
橡膠業	10	10	10	10	10	11	11
汽車業	4	4	4	5	5	5	5
電子業	306	413	493	564	616	617	696
建材營造	50	52	52	52	52	53	53
航運業	22	22	22	22	22	22	22
觀光業	10	10	11	11	11	11	11
貿易百貨	11	13	15	16	17	18	18
油電燃氣	9	9	12	12	12	12	12
其他	47	55	58	58	61	64	64

過其影響力，降低公司負債水準，當外部投資人持股越高時，越有能力減少舉債，故預期外部股東持股率與負債呈負相關；公司價值除了普通股權益市值外，最重要的部分即是未來成長機會之現值，Myers (1977) 認為舉債的代理成本是成長機會的遞增函數，即指當成長機會現值占公司價值較大比例時，因未來投資案獲利的不確定性，將增加公司風險，而使融資成本大幅提高，故預期公司價值與負債呈負相關。根據負債代理理論，當股東無法分享舉債投資之利益時，管理者可能放棄對公司有利之投資案，Jensen and Meckling (1976) 表示潛在價值減少行為 (potentially value-reducing behavior)，如資產替代 (asset substitution)、求償權稀釋 (claim dilution) 和投資不足 (underinvestment) 等，將增加股東和債權人的利益衝突；而 Long, Malitz, and Sefcik (1994) 認為投資不足是股利政策和資本結構關係中最獨特的利益衝突。負債帶給股東投資不足和剝削債券持有人的誘因，以舉債的資金發放股利來剝削債權人，符合財富剝削假說 (wealth expropriation hypothesis)，因此本研究預期股利和槓桿水準呈正相關。傳統的財務觀點都將營業風險和負債水準之間關係的注意力放在舉債能力上，營業風險會加重財務壓力的可能性，較高的營業風險會增加管理

表 2 變數之操作性定義

變數	操作性定義	變數	操作性定義
負債比率	長期負債/總資產	營業風險	(折舊前營業淨利/銷貨收入)之五年標準差
家族因素	家族企業 <sup>a</sup> =1，非家族企業=0	有效稅率	所得稅/稅前淨利
偏離程度	控制權/盈餘分配權	固定資產率	固定資產/總資產
控制持股	控制權 <sup>b</sup>	公司規模	ln(總資產帳面價值)
現金流量權	盈餘分配權 <sup>c</sup>	大股東持股率	持股 5%以上大股東 <sup>f</sup> 之持股數/普通股流通在外總股數
外部股東	外部人 <sup>d</sup> 持股數/普通股流通在外總股數	成長率	(本年營業收入淨額/上年營業收入淨額)-1
外部董事	外部董事 <sup>e</sup> 人數/全體董事人數	家族 CEO 因素	家族 CEO=1 <sup>g</sup> ，否則=0
股利率	普通股現金股利/普通股年底市值	年度因素	當年度=1，其他年度=0
公司價值	Tobin's Q[(負債帳面價值+股東權益市值)/總資產帳面價值]	產業因素	資訊電子產業=1 非資訊電子產業=0
獲利率	稅後淨利/銷貨淨額		

註：a 根據葉銀華（1999）的定義，家族成員或其控制的公司的持股比率總和超過 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公司。b 又稱投票權，即最終控制者之（直接持股率+間接持股率）。c 又稱現金流量請求權，最終控制者之（直接盈餘分配權+各間接持股率乘積）。d 外部人包括非公司管理者的個人、非最終控制者所控制之未上市櫃公司、財團法人和上市櫃公司。e 參照 Pearce and Zahra（1992）的定義，以董事未在公司或附屬機構擔任高階主管者且其配偶及二等親亦非為公司高階主管或大股東者為外部董事。f 我國證交法定義大股東為持股大於 10%的股東，但台灣股票週轉率高，符合前述定義的大股東不多，故參考 Berger, Ofek, and Yermack（1997）及 Chen and Steiner（1999），以持股 5%以上者為大股東。g 根據 TEJ 資料庫所提供的最終控制者名單，判斷經理人是否為名單上的家族成員。

者所暴露的風險，營業風險越高，管理者可能會減少財務槓桿來降低總風險（Mishra & McConaughy, 1999），因此預期營業風險與負債水準呈負向關係。舉債所產生的利息費用可降低應課稅所得，當有效稅率越高時，藉由稅盾所產生的利益也就越大，故預期有效稅率和負債為正向關係。固定資產較多的公司，因有較高資產抵押價值，較易對外舉債，故負債比率較高（Chen & Steiner, 1999；Jensen et al., 1992）。本研究主要討論的是家族企業和負債水準之間的關係，而非高控制持股對舉債之影響，因此加入控制持股這個變數來控制此效果。資訊電子產業相對於一般產業較重視無形資產之研發，因無形資產缺乏變現能力，在公司破產或發生財務危機時會蒙受重大損失，且無形資產對債權人而言，潛在違約風險較高，導致資訊電子產業之負債比率可能異於一般產業（Jensen et al., 1992），此外，資訊電子產業占本研究總樣本的 53.61%，故參考 TEJ 資料庫，將屬於資訊電子產業者設為 1，非資訊電子產業者設為 0。最後，考慮各年總體經濟與產業環境有所變動，故加入六個年度虛擬變數。

然而採用 OLS 的方式估計，其誤差項必須符合獨立性與一般性，若變數間存在互為因果或是共同決定等關係時，將使 OLS 的估計結果產生偏誤，彙整以往文獻（洪榮華等，2005；Harvey et al., 2004；Jensen et al., 1992）發現財務槓桿、公司價值、所有權結構及股利率等四變數可能具有互為因果的關係；本研究參考 Hausman（1978）及 Davidson and MacKinnon（1993）之作法，採用兩階段迴歸的 Hausman Test 進一步檢定研究樣本<sup>10</sup>，結果發現上述四變數間的確具有內生性的關係，若忽略此情形，將導致方程式(1)的估計結果出現誤差。本研究利用聯立方程式 3SLS 來衡量變數間的關係，具有兼顧獨立衡量與聯立決定變數關係的優點，同時也能修正可能的偏誤。故將財務槓桿、公司價值、股權偏離倍數及股利率視為內生變數，建立另外三條式子如下（變數操作性定義請見表 2， $\varepsilon_i$  為式（i）的誤差項）：

$$Q_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LEVERAGE_{it} + \alpha_2 DE_{it} + \alpha_3 DIV_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 FA_{it} + \alpha_6 IND_{it} + \alpha_7 CEO_{it} + \alpha_8 Y_{it} + \varepsilon_2 \quad (2)$$

$$DE_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 LEVERAGE_{it} + \lambda_2 Q_{it} + \lambda_3 DIV_{it} + \lambda_4 SIZE_{it} + \lambda_5 FA_{it} + \lambda_6 FDUM_{it} + \gamma_7 BLOCK_{it} + \lambda_8 Y_{it} + \varepsilon_3 \quad (3)$$

$$DIV_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 LEVERAGE_{it} + \gamma_2 Q_{it} + \gamma_3 DE_{it} + \gamma_4 BR_{it} + \gamma_5 GRO_{it} + \gamma_6 Y_{it} + \varepsilon_4 \quad (4)$$

方程式(2)、(3)及(4)的等號右邊，除了其他三個內生變數外，分別根據過去文獻，加入可能影響其應變數的其他控制變數（葉銀華、邱顯比，1996）。首先，參考 Harvey et al.（2004）在公司價值方程式(2)中加入公司規模（SIZE）、固定資產比率（FA）及家族 CEO（CEO），而家族 CEO 之判斷，利用 TEJ 資料庫提供之最終控制者名單，比對公司年報總經理資料，若總經理屬於最終控制者名單之家族成員，則視其為家族 CEO，隨後因 Campbell（1996）認為產業因素會影響公司價值，故加入產業（IND）和六個年度（Y）因素；其次，在所有權結構方程式(3)中，Jensen et al.（1992）認為考量風險趨避的因素，管理者只會在預期報酬能夠補償其額外風險時，才會願意持有公司股票，當公司規模越大時，管理者欲取得控制權的成本也越高，故擁有權結構與公司規模呈負相關，藉此本研究加入公司規模（SIZE）（Harvey et al., 2004）；此外參考以往文獻（Cho, 1998；洪榮華等，2005），也加入固定資產率（FA）、家族因素（FDUM）和六個年度（Y）因素；最後，在股利方程式(4)中，Miller and Rock（1985）認為股利支付率與未來獲利能力有關，故藉此加入成長率（GRO），而 Jensen et al.（1992）認為高營業風險隱含未來獲利能力不確定性高，可能影響股利支付能力，故再加入營業風險（BR）與六個年度因素（Y）。

在實證方法上，本研究先針對樣本做敘述性統計分析，藉此對樣本的分布情形與特性有初步的了解。因家族企業與非家族企業間的差異是本研究的重心，故分別採用有母數的  $t$  檢定及無母數的 Mann-Whitney U 檢定，檢測兩群體在各變數上是否具有差異。接著利用 Pearson 積差相關分析，觀察變數間相關程度與方向；之後再進行多元共線性的檢查，參考 Hair, Anderson, Tatham, and Black (1998) 採用兩階段的作法，先檢查條件指標 (condition index)，針對高於門檻值 15 者，再進一步檢查各變數的變異數比例 (variance proportions)，若有兩個以上變數之變異數比例皆大於 0.9 (含)，即代表有多元共線性的問題，反之則無。在確定沒有以上問題之後，先採用傳統 OLS 複迴歸，再考慮變數間互為因果的關係，進一步採用 3SLS 聯立方程式做檢定，藉此釐清家族企業特性與負債水準間的關係，並分別探討家族企業與非家族企業股權結構與外部董事與負債水準之關連性。

## 肆、實證結果與分析

實證結果與分析一共分成四個部分，第一部分透過敘述性分析探討樣本分布情形及其特性，同時藉由  $t$  檢定與 Mann-Whitney U 檢定，來比較家族企業與非家族企業間是否在各變數上具有差異。第二部分在衡量變數間是否具有相關性後，利用 OLS 的方式，估計家族企業負債水準與公司治理變數間的關係。第三部分則是考量變數間互為因果的關係後，進一步採用 3SLS 的方式估計。第四部分則是穩健性測試。

### 一、敘述性統計分析

本研究總計 7079 個觀察值，其中家族樣本 3529 個觀察值，非家族樣本 3550 個觀察值。計算各變數之敘述統計量，包含觀察值之平均數及中位數，並為檢視家族與非家族樣本是否存在差異性，以平均數差異  $t$  檢定與無母數 Mann-Whitney U 檢定進行檢測，結果彙整於表 3。

由表 3 可知，家族企業與非家族企業在大多數變數上均具有顯著差異。首先觀察主要變數，家族企業負債水準之平均數 (中位數) 為 0.174 (0.109) 高於非家族企業之 0.130 (0.066)，且在差異性檢定上亦達到 1% 的顯著水準，表示家族企業可能會利用高舉債的方式來維持控制權及剝削小股東。而在股權偏離程度上，雖然兩群樣本的平均數差異檢定沒有顯著差異，但是家族企業偏離程度中位數為 1.049 低於非家族企業之 1.084，且達到 5% 的顯著差異水準，此結果有別於以往文獻，考量差異可能

表 3 各變數之敘述統計量

變數	平均數			差異檢定 t 值	中位數			Mann-Whitney U 差異檢定 Z 值
	總樣本	家族 樣本	非家族 樣本		總樣本	家族樣本	非家族樣本	
負債水準	0.152	0.174	0.130	10.385***	0.087	0.109	0.066	9.312***
偏離程度	3.959	3.534	4.382	-0.708	1.065	1.049	1.084	-3.240**
外部股東	0.150	0.123	0.177	-21.460***	0.132	0.103	0.162	-23.265***
外部董事	0.342	0.207	0.477	-70.626***	0.381	0.200	0.444	-55.783***
股利率	0.026	0.025	0.027	-2.177**	0.020	0.016	0.022	-4.660***
公司價值	1.393	1.257	1.529	-13.609***	1.147	1.066	1.245	-15.194***
獲利率	0.021	-0.030	0.072	-1.294	0.056	0.047	0.065	-8.934***
營業風險	0.357	0.391	0.322	0.331	0.051	0.052	0.050	1.774*
控制持股	0.284	0.333	0.234	26.321***	0.256	0.303	0.202	27.081***
現金流量權	0.230	0.269	0.191	20.644***	0.193	0.238	0.148	22.215***
有效稅率	0.101	0.086	0.116	-0.750	0.118	0.107	0.126	-3.946***
固定資產率	0.249	0.268	0.230	8.434***	0.208	0.235	0.185	9.398***
公司規模	19.670	20.278	19.125	13.974***	21.104	21.559	20.716	17.278***
大股東	0.174	0.179	0.169	3.872***	0.158	0.160	0.154	2.308**
成長率	0.146	0.141	0.151	-0.448	0.072	0.059	0.087	-4.592***
CEO 因素	0.157	0.314	0.000	40.328***	0.000	0.000	0.000	36.368***
產業因素	0.536	0.404	0.667	-22.966***	1.000	0.000	1.000	-22.157***
樣本數	7079	3529	3550		7079	3529	3550	

註：\*差異達 10%顯著水準，\*\*達 5%顯著水準，\*\*\*達 1%顯著水準。

來自極端值的影響，參考 Hair et al. (1998) 刪除平均值正負三倍標準差以外共 29 個觀察值後，家族平均數 2.496 顯著高於非家族之 1.878，與文獻相符，且由穩健性測試可知，不影響本研究實證結果。最後是外部董事的部分，家族企業外部董事比例平均數（中位數）為 0.207（0.200）較非家族企業之 0.477（0.444）低，可能是因為家族成員掌握大部分股權，進而較容易佔據多數董事會席次。

接著觀察其他控制變數，營業風險僅中位數在 10%的水準下具有顯著差異；而獲利率、有效稅率及成長率同樣亦只有中位數具有顯著差異，達到 1%的顯著水準；外部股東、公司價值、控制持股、現金流量權、固定資產率、公司規模及 CEO 因素



等，不論是平均數或是中位數均在 1% 的水準下具有顯著差異；而大股東持股率則在平均數與中位數分別在 1% 及 5% 的水準下具有顯著差異。最後，在產業因素上，樣本觀察值中有 53.6% 屬於高科技產業，其中非家族企業屬於高科技產業之比例（66.7%）顯著高於家族企業（40.4%）。

為避免結果偏誤，在進行迴歸分析前，首先檢查變數間是否具有共線性的問題，本研究採用 Pearson 積差相關分析，結果如表 4。相關係數最大的為控制持股與現金流量權（0.83），其次則為家族因素與外部董事（-0.64）；最後，有幾組自變數的相關係數高於 0.3，即家族因素與家族 CEO（0.43）、負債水準與公司規模（0.37）、控制持股與外部股東（-0.31）、控制持股與大股東（0.34）、外部董事與外部股東（0.31）、外部股東與大股東（0.34）和產業因素與固定資產比率（-0.3），故再進行二階段多元共線性的檢查，結果發現迴歸式所有變數都通過條件指標（condition index）的檢查，在較嚴格的門檻值 15 的維度中，未發現任何變數的變異數比例（variance proportions）超過 0.9，代表變數間沒有共線性的問題。

## 二、OLS 複迴歸

接著利用 OLS 估計迴歸模式，即方程式(1)檢測家族企業與非家族企業在槓桿決策上的差異性，並將樣本分為家族與非家族兩群，檢視家族企業股權偏離程度及內部治理機制對負債水準之影響是否異於非家族企業。實證結果顯示<sup>11</sup>，在未考慮變數內生性的情況下，家族企業的負債水準顯著低於非家族企業，與預期相反；進一步觀察家族樣本，偏離程度與負債水準間無顯著關係，亦與預期不符；而外部董事雖然方向符合預期，但是不顯著；此外，其他控制變數的方向與顯著性，在總樣本、家族樣本及非家族樣本也呈現不一致的結果，甚至與理論及以往文獻實證結果互相矛盾，顯示模型估計若忽略變數互依性的問題，將使結果產生偏誤，故本研究再採聯立方程式來加以驗證。

## 三、3SLS 聯立方程式

本研究利用聯立方程式，即前述(1)(2)(3)(4)式，以 3SLS 估計之結果，分別列示於表 5（總樣本）及表 6（家族與非家族樣本）。

首先，於總樣本設置家族企業虛擬變數，藉此驗證假說 1 的推論，即考量資金問題、轉嫁風險及剝削利益的情況下，家族企業相對於非家族企業是否有較高負債水準。表 5 總樣本家族因素之係數為 0.014，在 5% 的顯著水準下顯著異於零，符合假說 1 的預期，顯示家族企業的負債水準明顯高於非家族企業，代表國內的家族企

表 4 Pearson 積差相關分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)
家族因素(1)	1.00	0.12	0.43	0.29	-0.64	-0.25	-0.00	-0.01	0.17	0.10	-0.01	0.05	-0.02	-0.16	-0.03	-0.26	-0.01
負債比率(2)		1.00	0.02	-0.02	-0.17	-0.06	-0.03	0.03	0.37	0.24	-0.02	-0.09	-0.04	-0.16	-0.23	-0.13	-0.01
CEO 因素(3)			1.00	0.07	-0.30	-0.15	-0.01	-0.01	0.01	0.01	-0.01	0.03	-0.02	-0.07	-0.02	-0.13	-0.02
控制持股(4)				1.00	-0.18	-0.31	0.00	-0.02	-0.05	0.06	0.00	0.34	0.01	-0.01	0.12	-0.23	0.00
外部董事(5)					1.00	0.31	0.00	0.01	-0.24	-0.09	0.01	-0.01	0.03	0.18	0.07	0.25	-0.02
外部股東(6)						1.00	-0.00	0.03	-0.05	-0.02	0.00	0.34	0.02	0.08	0.03	0.06	-0.02
獲利率(7)							1.00	0.17	-0.05	-0.02	-0.00	0.00	-0.02	0.03	0.02	-0.02	-0.00
營業風險(8)								1.00	-0.01	0.00	-0.00	0.01	0.02	-0.00	-0.03	-0.02	-0.00
公司規模(9)									1.00	0.16	-0.02	-0.09	-0.02	-0.15	-0.14	-0.08	0.02
固定資產(10)										1.00	0.00	-0.02	-0.06	-0.19	-0.11	-0.30	0.06
有效稅率(11)											1.00	0.00	-0.00	0.01	0.02	-0.00	0.00
大股東(12)												1.00	0.01	0.00	0.03	-0.15	0.01
成長率(13)													1.00	0.12	0.02	0.03	-0.00
公司價值(14)														1.00	0.06	0.27	0.00
股利率(15)															1.00	-0.10	0.03
產業因素(16)																1.00	-0.01
偏離程度(17)																	1.00

表 5 負債聯立模型-3SLS 估計結果 (總樣本)

	負債比率	公司價值	偏離程度	股利率
常數項	0.237(0.043)***	2.364(0.383)***	-36.263(7.805)***	-0.052(0.009)***
負債比率		7.225(2.096)***	33.877(60.455)	0.165(0.019)***
家族因素	0.014(0.007)**		-1.433(1.260)	
偏離程度	0.009(0.001)***	0.018(0.383)**		-0.001(0.000)***
外部股東	-0.021(0.016)			
外部董事	-0.005(0.009)			
大股東			3.024(2.962)	
股利率	4.847(0.398)***	35.641(4.457)***	-674.210(57.844)***	
公司價值	0.058(0.036)		0.738(2.906)	0.005(0.003)
控制持股	-0.034(0.019)*			
獲利率	-0.000(0.000)			
營業風險	0.001(0.001)			-0.000(0.000)
固定資產率	0.015(0.017)	-0.991(0.259)***	8.644(6.143)	

續下表

續表 5

	負債比率	公司價值	偏離程度	股利率
公司規模		-0.210(0.046)***	1.531(1.174)	
成長率				-0.001(0.001)
有效稅率	-0.000(0.000)			
產業因素	-0.040(0.016)**	0.707(0.062)***		
CEO 因素		0.087(0.060)		
年度因素	Yes	Yes	Yes	Yes
觀察值個數	6583	6583	6583	6583

註：各欄標題為該方程式的應變數，也為聯立模型的內生變數。括弧欄為估計係數之標準誤。

\*表示達 10%顯著水準，\*\*表示達 5%顯著水準，\*\*\*表示達 1%顯著水準。

業在法律對投資者保護相對較弱的情況下，為避免過高的外部權益融資成本會採用舉債方式融資；此外，因家族人力資本與財富過度集中，在家族多角化不足的情況下，亦較偏好採用高負債水準，藉此解決公司資金問題及轉移部分風險給債權人，此結果符合 Du and Dai (2005) 之推論。反觀非家族企業，透過管理據守假說 (managerial entrenchment hypothesis) 的角度，推測非家族企業舉債較低的原因，可能是當管理者企圖延長其任期時，若被接管的機會較低，則為了降低公司面對的風險，管理者會傾向採用較低的負債水準 (Jung, Kim, & Stulz, 1996)。Berger, Ofek, and Yermack (1997) 亦有類似發現，認為當管理者沒有受到外部懲戒的壓力時，將會忽略最佳舉債水準，而有舉債不足的現象。回顧國內文獻可知 (黃旭輝等, 2001)，因債券市場較不完善，再加上屬於外部監督機制的購併與接管活動並不普遍，在管理者經營控制權相對穩定的情況下，非家族的管理者可能為了避免風險，而導致有舉債不足的情形出現。另外，表 5 偏離程度係數為 0.009，在 1% 的水準下顯著異於零，此結果除了隱含國內企業可能藉由增加舉債水準傳遞管理者較不會有剝削或自利行為的訊號給市場投資者，除符合以往文獻所謂的訊號效果 (Du & Dai, 2005; Harvey et al., 2004) 外，亦顯示國內企業在金字塔結構與交叉持股普遍存在的情況下，股權偏離程度對負債水準有明顯影響，故為進一步釐清家族企業股權偏離程度對負債水準之影響是否異於非家族企業，本研究將樣本區分為家族企業與非家族企業，藉此檢測股權偏離程度在兩子樣本之影響是否有差異。

接著觀察偏離程度對負債水準的影響，本研究分別於家族與非家族子樣本加入偏離程度二次項，藉此驗證假說 2，即考量家族企業特性，如視公司為可傳承資產、家族財富及人力資本集中、多角化不足及控制私有利益，家族企業股權偏離程度與

表 6 負債聯立模型-3SLS 估計結果 (家族與非家族)

應收數 自變數	負債比率		公司績效		偏離程度		股利率	
	家族	非家族	家族	非家族	家族	非家族	家族	非家族
常數項	0.227*** (0.026)	0.050 (0.265)	-0.103 (0.239)	1.991*** (0.601)	-36.133*** (10.626)	-13.840 (54.999)	-0.013 (0.008)	0.033*** (0.009)
負債比率			11.782*** (1.565)	16.400*** (3.428)	279.700*** (29.302)	-1281.181*** (223.414)	0.054*** (0.015)	-0.033** (0.016)
偏離程度	-0.013*** (0.004)	0.080 (0.089)	0.004 (0.005)	0.003*** (0.000)			-0.000 (0.000)	0.000** (0.000)
偏離程度 <sup>2</sup>	1.98x10 <sup>-5</sup> *** (0.000)	-3.54x10 <sup>-5</sup> (0.000)						
外部股東	-0.014 (0.021)	-0.353 (0.187)						
外部董事	-0.076*** (0.019)	-0.146 (0.195)						
大股東					-21.693*** (4.616)	13.361 (25.646)		
股利率	2.802*** (0.775)	9.713** (4.344)	12.275*** (3.317)	73.309*** (8.672)	208.533** (81.243)	406.794 (453.644)		
公司價值	0.124*** (0.025)	0.102 (0.146)			18.388*** (2.858)	-16.373 (11.598)	0.006*** (0.002)	-0.002 (0.002)
控制持股	0.347*** (0.122)	-3.344 (3.447)						
現金流量權	-0.513*** (0.143)	3.507 (3.849)	0.461*** (0.137)	-0.240 (0.194)				
負債*偏離								
獲利率	-0.001 (0.001)	0.000 (0.008)						
營業風險	0.004*** (0.001)	0.002 (0.002)					-0.001*** (0.000)	-0.000* (0.000)
固定資產率	0.184*** (0.024)	0.422* (0.254)	-1.232*** (0.184)	-1.652*** (0.328)	-9.222** (4.330)	184.247*** (27.821)		
有效稅率	0.000 (0.000)	-0.003 (0.013)						
公司規模			-0.172*** (0.035)	-0.374*** (0.081)	-4.286*** (0.822)	22.125*** (5.120)		
成長率							-0.001 (0.001)	0.004*** (0.001)
產業因素	-0.043** (0.017)	-0.039 (0.093)	0.670*** (0.048)	0.969*** (0.129)				
CEO 因素								
年度因素	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
觀察值個數	3313	3270	3313	3270	3313	3270	3313	3270

說明：各欄標題為該方程式的應變數，也為聯立模型的內生變數。括弧內為估計係數之標準誤。

\*表示達 10%顯著水準，\*\*表示達 5%顯著水準，\*\*\*表示達 1%顯著水準。

負債水準間是否具有非線性關係。由表 6 偏離程度係數可知，偏離程度一次項係數為-0.013 而二次項係數為  $1.98 \times 10^{-5}$ ，兩者均在 1% 的水準下顯著異於零，符合假說 2 的預期，顯示股權偏離與負債水準間具有先降後升的 U 型非線性關係。首先，此結果與 Casson (1999) 一致，顯示家族企業將公司視為可留傳給子孫的資產，故當公司具股權偏離時，因家族對公司已具有完全掌控的能力，較不需要透過舉債的方式來維持控制權，會降低舉債水準，藉此避免不必要的財務風險及損失（洪榮華等，2005）；然而，與 Du and Dai (2005) 之推論一致，當偏離程度過高時，權益融資可能增加控制股東被外部投資者取代的機會，且因家族成員擁有較低現金流量權，在家族財富與公司價值關聯性較低的情況下，該公司反而淪為家族企業的融資工具，利用擁有較低現金流量權公司提高舉債水準，同時以利益輸送的方式將資源移轉到家族成員擁有現金流量權較高的公司，因此家族成員可以增加可控制資源，同時避免債權人對家族擁有較高現金流量權公司產生限制（Bertrand et al., 2002）。此論點首先可由表 6 家族樣本的負債迴歸式中現金流量權之係數獲得驗證，該係數為 -0.513 且在 1% 的水準下顯著異於零，此結果與 Bianco and Nicodano (2006) 相似，顯示當家族控制股東擁有現金流量權較高時，會降低其舉債水準，而為求精確，本研究亦進一步依照現金流量權之高低將家族企業分為兩群，檢定結果顯示 12，當家族擁有較高現金流量權時，偏離程度對負債水準具有顯著負向的影響；反之，當家族擁有的現金流量權較低時，偏離程度對負債水準的影響為顯著正向，此結果亦支持上述 U 型非線性關係。此外，由家族樣本的公司價值迴歸式中偏離程度與負債水準互動項可知，當偏離程度低時，舉債對公司價值有顯著正向的影響，可能原因是家族考量公司長期經營與財務風險的關係，然而，當偏離程度高時，舉債對公司價值有顯著負向的影響，顯示該公司可能淪為家族之融資工具，在投資決策與融資決策扭曲及存在利益輸送等問題下，舉債反而對公司價值造成傷害，上述兩結果均進一步支持假說 2 的推論，即偏離程度與負債水準間具有先降後升的 U 型非線性關係。反觀非家族企業，則不存在非線性關係，顯示考量家族特性後，家族企業股權偏離結構對其負債水準之影響明顯異於非家族企業。

家族企業具有剝削少數股東利益的潛在動機，且家族企業公司治理機制相對缺乏（Gomez-Mejia et al., 2003），必須依靠外部董事此內部機制與家族控制股東抗衡，故本研究亦驗證外部董事的監督力量於家族企業是否能夠有效發揮。由表 6 可知，外部董事係數為-0.076，在 1% 的水準下顯著異於零，符合假說 3 的預期，支持外部董事能在家族企業中發揮其監督能力，降低家族企業剝削少數股東的機會，如：利用擁有現金流量權較低公司採用高舉債水準並以利益輸送方式轉移資源等（Bianco & Nicodano, 2006；Bertrand et al., 2002），而非家族企業之外部董事反而無法發揮監督能力。此結果與大多數文獻的預期不一致，因家族成員往往占據過半董事席位，

外部董事理應無法發揮其制衡能力，可能原因有二：首先，Solomon, Lin, Norton, and Solomon (2003) 發現臺灣的外部董事認為其不應該與家族成員具有任何關係，且厭惡家族成員影響董事會之決策或介入干擾董事會成員執行其監督職責，因此，將使外部董事更積極的監督家族企業管理者之行為，期望藉此改善公司治理機制的執行效果，減少管理者潛在的自利行為。其次，國內法治環境缺乏效率，對投資人保護較弱（黃旭輝等，2001），外部治理機制亦不活絡（洪榮華等，2007），家族企業為避免投資者對公司不信任及缺乏信心，會選任具能力或聲譽之人士擔任外部董事，藉此降低可能增加的額外成本；且外部董事在預期家族成員可能會剝削少數股東的情況下，為了維持自身的聲譽與保障少數股東的利益，反而會更積極的參與監督活動，花費較長的時間與較多精力監督，而有效制衡家族企業管理者的自利行為。此結果亦符合 Ng and Roberts (2007) 的推論，顯示外部董事因與公司不具有利害關係，在較無顧慮的情況下，成為少數股東對抗家族成員的保護者，降低家族成員的剝削行為（La Porta et al., 1999）。

另外，負債比率對其它內生變數的影響在家族樣本與非家族樣本間有明顯差異，此結果亦值得注意。Crutchley, Jensen, Jahera, and Raymond (1999) 認為透過內部人持股、增加舉債水準及發放現金股利皆可降低代理問題，透過結合股東與管理者的利益或減少公司自由現金流量均可降低潛在代理成本，故三者間應該存在替代的關係；表 6 偏離程度及股利率兩條迴歸式中，非家族樣本負債水準負向的係數亦支持此論點，顯示舉債水準與偏離程度及股利率的確具有替代的關係；反觀家族企業的結果剛好相反，負債水準對偏離程度及股利率具有正向的影響，此結果符合本研究的推論，考量家族企業特性，當偏離程度過高時，因家族擁有現金流量權較低，該公司實為家族企業的融資工具，故為避免家族財富受到影響，會提高偏離程度，藉此在維持掌控的同時降低家族財富與公司價值的關聯性，此外，亦可利用舉債的資金發放股利，藉此剝削少數股東。

最後有關其他控制變數的影響，外部股東、獲利率及有效稅率在兩樣本均不顯著；固定資產在兩個子樣本中係數均為顯著正，顯示有較高資產抵押價值，較容易對外舉債；營業風險僅在家族樣本中顯著正向，表示當營業風險越高時，家族企業舉債水準也越高，此結果與以往文獻不一致，可能原因是台灣家族企業普遍存在金字塔結構與交叉持股情形，股權偏離相對嚴重（李永全、馬黛，2006），隱含家族成員擁有較低現金流量權，同時亦較不需承擔高舉債所產生的財務風險與損失，而類似狀況會扭曲管理者投資與融資決策（Bebchuk et al., 2000），即便公司營業風險較高，亦可能採用高舉債水準投資高風險專案，在損失有限的情況下，極大化家族成員的控制私有利益（Bianco & Nicodano, 2006）。

#### 四、穩健性測試

參考 Denis, Denis, and Yost (2002) 之穩健性測試方法，該文獻利用八種方式來做敏感度和穩健測試，如：替代性估計技術 (alternative estimation techniques)、標竿公司 (benchmark firms)、替代性價值衡量方法 (alternative valuation measure)、替代性公司規模衡量方法 (alternative measures of firm size) 等。考量研究主題差異及其他可能影響，本研究提出十種<sup>13</sup> 分別利用變數設計或估計技術的穩健性測試方法，以驗證本文實證結果是否具穩定性<sup>14</sup>。

##### (一) 家族公司定義

為進一步驗證不同家族企業定義所得到的研究結果是否不同，本研究針對定義家族公司之家族成員持股門檻做不同的修正，將原始門檻值 10% 改為家族成員持股至少達 5%、15% 和 20%。採用以上三種不同定義所得之 3SLS 估計結果顯示，三種定義的家族因素皆顯著為正，由此可見，家族公司負債水準大於非家族公司之論點獲得不同家族企業定義下的一致支持；同時，家族企業偏離程度與負債水準間仍然維持先降後升的非線性關係。

##### (二) 其他負債變數

為避免單一指標造成武斷，本文再分別利用總負債和長期負債市場價值，代替長期負債做為負債指標進行驗證，參考 Harijono et al. (2004)，將槓桿的市價定義為總付息負債的帳面價值 / (權益市值 + 總付息負債的帳面價值)，而本研究將總長期負債市場價值視為總付息負債。不論以總負債或長期負債市場價值做為負債指標，總樣本中的家族因素符號皆與假說一的預期一致，且達到 1% 的顯著水準，顯示家族公司的舉債水準高於非家族公司之實證結果得到驗證。在子樣本部份，兩種負債指標下的估計結果，變數符號與前節仍然一致，表示在考慮流動負債的情況下，家族企業負債水準仍高於非家族企業；並顯示以帳面價值或市值做為負債代理變數後，大部份主要變數符號和顯著性仍保持不變，故實證關係獲得驗證。

##### (三) 公司規模

在公司規模變數上，由於資產的多寡可能影響舉債能力，所以改以  $\ln$  (銷貨淨額) 來替代上一節使用的  $\ln$  (總資產)，結果家族因素仍為正，達到 5% 顯著水準，且家族企業股權偏離程度與負債水準仍具有 U 型非線性關係，其他治理變數符號亦皆一致。

#### (四) 營業風險

Wong (2009) 指出營運槓桿度 (DOL) 在衡量銷售額變動百分比對淨營運收益變動百分比之影響 (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2005), 當營運槓桿度高時, 隱含公司營運收益的不確定性較高, 進而有較高機會面臨破產危機, 故與負債水準間具有負向關係。參考上述文獻, 本研究採用營運槓桿度來衡量公司營業風險的高低, 即 (營收淨額-變動營業成本與費用) / 營業利益, 作為營業風險的代理變數進行敏感性分析, 結果發現, 家族企業虛擬變數、股權偏離及外部董事等主要變數之係數方向與原來結果均一致。

#### (五) 研發支出與密集度

公司研發密集程度可能會對公司負債水準及公司價值造成影響, 本研究分別以 (研發費用/營收淨額) 及 (研發費用/平均資產總額) 作為代理變數 (Lang, Stulz, & Walkling, 1989; 洪榮華等, 2005) 加入負債水準迴歸式(1)與公司價值迴歸式(2)中, 結果顯示, 家族企業係數仍為正, 而股權偏離程度之 U 型非線性關係與外部董事監督能力則與原來結果一致。

#### (六) 董事會獨立性

考量 Pearce and Zahra (1992) 有關外部董事的定義可能不適用於國內之企業; 然而, Shen and Chih (2007) 在針對包含台灣等九個亞洲國家的研究中, 將擔任董事且與公司控制股東或管理階層沒有任何關係者, 定義為獨立董事。本研究考量上述定義並參考金管證一字第 0950001615 號令訂定「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」及台灣經濟新報資料庫之資料, 改以證期局之獨立董事定義<sup>15</sup>進行敏感性分析。結果顯示, 家族企業係數仍然維持顯著正向, 股權偏離與負債水準間的 U 型非線性關係及獨立董事之監督能力亦與原來結果一致, 顯示本研究之實證結果是穩健的。

#### (七) 考慮偏離程度極端值

在未考慮極端值時, 偏離程度的平均數為 3.959, 明顯高於國內文獻, 如 Lemmon and Lins (2003) 之 2.32 及 Lins (2003) 之 2.54, 考量偏離程度的非線性關係為本研究主要變數與貢獻, 為了避免極端值造成實證結果之偏誤, 本文參考 Hair et al. (1998) 將平均值正負三倍標準差以外的觀察值予以刪除, 得到平均數為 2.186, 與過去文獻所得結果類似, 而刪除極端值之後的實證結果仍與 3SLS 估計結果相似, 家族因素的符號仍為顯著正, 與預期一致, 且大部分變數的符號和顯著性也皆與預期



一致。

#### (八) 融資成本

融資成本可能直接影響公司之負債融資決策，本研究參考倪衍森與廖容岑（2006）有關負債融資成本之定義，以（（利息支出+資本化利息）/平均長短期借款）作為代理變數，將負債融資成本加入迴歸式中，結果發現，融資成本加入迴歸式後，並不影響本研究之結果。

#### (九) 同期相關

考量控制變數與內生變數間，有可能因為同期相關，導致潛在內生性的問題，本研究將控制變數改以（t-1）期之資料代入，來避免可能的潛在偏誤，結果發現，家族企業因素、股權偏離程度及外部董事等主要變數之係數方向與顯著性與原來結果均一致。

#### (十) 替代性估計技術

一般迴歸模型若採用橫斷面與縱斷面結合的資料，可能會產生缺乏獨立性的問題，導致標準誤被低估與 t 值被高估，最後使結果產生偏誤，故本研究分年重新建立模式，以各年度估計係數平均為該變數估計係數，再以各年度估計係數標準誤為基礎計算 t 值，結果顯示全樣本中，家族因素方向仍如預期為正，雖然部分變數對負債的效果變得不明顯，但是大部份的結果仍保持一致。

綜合以上所有實證分析，發現穩健性測試中各主要變數之結果符合預期。

## 伍、結論

過去文獻在討論資本結構問題時，大多是透過傳統代理理論，藉由降低主理人與代理人間的利益衝突，使資本結構達到最適化，進而極大化公司價值。但隨著家族企業的研究逐漸受到重視，其獨特的所有權結構與特性對以往針對代理問題的推論與實證結果產生嚴格的考驗。

家族企業的特性包括財富與人力資本過度集中的多角化不足、對公司負有長期義務、重視公司聲譽、希望將公司傳承給後代及高階管理階層大多數為家族成員等，

因為管理者是家族成員，所以傳統代理問題中因為管理者與股東目標不一致所產生的利害衝突，在家族企業中似乎不再適用。不過，因為家族成員掌握公司的決策與資源，為了極大化家族的利益，往往會剝削及損害少數股東與債權人的利益，進而產生新的代理問題。

本研究針對 2001 年到 2007 年國內上市與上櫃公司進行研究，考量國內法制環境異於其他先進國家，對少數股東及債權人的保護較弱，故本研究希望釐清國內家族企業特性如何影響公司的負債水準。因負債水準與多項公司特性可能具有內生性，故採用 3SLS 估計聯立方程式來取代以往的 OLS 估計，以避免結果產生偏誤；此外，因國內金字塔結構與交叉持股的普遍存在，股權偏離情況相當嚴重，突顯出探討股權偏離對負債水準影響之重要性，且以往文獻因未考慮家族特性，而僅討論單方向的線性關係，故本研究藉由加入偏離程度二次項進一步驗證股權偏離程度與負債水準間的非線性關係；最後，採用多項的穩健性測試來確保結果的正確性及穩定性。

研究結果顯示：第一，家族企業相對於非家族企業具有較高的負債水準，表示家族企業考量國內法制環境對投資者保護較弱，為避免過高的外部權益融資成本，會傾向採用舉債的方式融資；另外，因國內家族企業普遍存在金字塔結構與交叉持股的現象，在股權偏離嚴重導致家族財富與公司價值關聯性低的情況下，也提供家族企業進一步採用高舉債的誘因與能力，如：轉嫁風險給債權人及增加可剝削資源。第二，家族企業偏離程度與負債水準具有先降後升的 U 型非線性關係，顯示因股權偏離使控制股東對公司具有完全掌控時，家族企業會降低舉債水準避免額外的財務風險或破產風險；但當偏離程度過大時，因家族成員擁有較低現金流量權，在家族財富與公司價值關聯性較低的情況下，該公司淪為家族企業融資工具，利用擁有較低現金流量權公司提高舉債水準，並以利益輸送將資源移轉到家族成員擁有現金流量權較高公司，藉此增加可控制資源及避免債權人對家族擁有較高現金流量權的公司產生限制。第三，外部董事在家族企業中能夠發揮其監督能力，降低家族企業藉由舉債來剝削少數股東的機會，除顯示家族企業之外部董事在厭惡家族成員介入並干擾董事會執行監督職責的情況下，會更積極的監督家族企業管理者行為之外（Solomon et al., 2003）；家族企業之外部董事，為維持自身聲譽及保護少數股東之利益，亦會花費較長的時間與精力來監督，進而有效制衡其藉由高舉債的方式剝削少數股東利益的可能性。

由上述結果延伸之政策與管理意涵為：一、考量國內企業因金字塔結構與交叉持股導致股權嚴重偏離，進而可能扭曲公司投資與融資決策的情況下，政府單位除

持續強化公司治理機制（如：董事會獨立性及資訊透明度等）外，亦宜強制規定公司揭露股權偏離相關資料，以利投資者正確判斷公司相關決策的目的與可能影響。二、股權偏離過大，除損害公司與股東價值外，亦會擾亂金融市場機制，故可修法限制股權偏離程度上限，減少類似人頭或空殼公司等惡意融資方式出現的可能性，降低對市場的潛在傷害。

後續研究方面，因為國內公司法強制設立獨立董事的規定施行期間尚短，且僅限於新上市上櫃公司，故本研究參考以往文獻，採用外部董事變數，並定義為未在公司擔任管理階層職位者作為外部董事的定義。但考量外部董事即使符合上述條件，仍可能與家族成員具有密切的聯繫，故在資料取得可行後，建議可以改採獨立董事變數進行相關實證研究，應該更能看出國內公司治理機制是否完善。此外，相對於非家族企業而言，儘管家族企業佔據過半董事席次，但外部董事在家族企業仍能發揮其監督能力，本研究雖提出可能的解釋，若後續研究能針對家族企業與非家族企業之外部董事特性，如專業能力、身分及聲譽等差別進行研究，應該能夠進一步提供國內法規制定外部董事必要條件之相關資訊，同時提升外部董事的監督效率。最後，有關家族 CEO 之特性，如 CEO 之背景、內生或外聘或世代等，因資料無法取得，故本研究無法進行實證，若後續研究能進一步加以區分，應該能夠更深入了解家族 CEO 對公司決策之影響；而有關家族企業外部董事能力的部分，如專業知識背景、相關工作經驗及是否積極執行監督職責等，若能取得相關資料，將有助於管理者更正確的選任稱職的外部董事，而市場投資者也能藉此判斷公司之治理機制是否已經有效發揮作用，避免自身利益因管理者的投機行為而受損。

## 註釋

1. 本研究參考葉銀華（1999）之定義，將二等親納入家族成員，包括如父子、兄弟及配偶等關係；參考 La Porta et al.（1999）的做法，將家族企業定義為，家族成員或其控制公司等最終控制者之直接持股與間接持股之持股比率總合超過 10%且在董事會擁有席位或家族成員佔公司董事席位超過一半者稱之。
2. 股權偏離（Deviation）：指最終控制者之持股偏離一股一權之情形，亦即當最終控制者擁有之控制權超過其擁有之現金流量權時，使其擁有之決策權力與其所需承擔的經營風險兩者產生不平衡者稱之（Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002）。
3. 金字塔結構（Pyramidal Structure）：凡最終控制者透過上市櫃公司、未上市櫃公司

或投資公司掌控被控制公司的控制權者稱之 (La Porta et al., 1999)。

4. 交叉持股 (Cross-Shareholdings)：指被控制公司持有控股公司的股權，或控股公司在被控制公司控制範圍 (La Porta et al., 1999)。
5. 控制權 (Control Rights)：指最終控制者直接或間接持有的投票權，亦即最終控制者參與公司經營決策的權利 (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2002)。
6. 現金流量權 (Cash Flow Rights)：指最終控制者直接或間接參與分配盈餘之權利，亦即其所需承擔的經營風險 (La Porta et al., 2002)。
7. 經濟部商業司 90 年 10 月 29 日新聞稿：立法院在 90 年 10 月 25 日三讀通過公司法部分條文修正案，並於 11 月 14 日正式生效，此次修正，共計修改了二百三十五條條文，占原有條文四百四十九條的一半以上。這不但大幅鬆綁對公司經營的限制，更在股東結構、公司營業範圍、公司資金貸放、董監事資格與選任、解任方面有突破性的變革，徹底顛覆了傳統公司法的規範，因此成爲全國企業不可忽視的一次修法。
8. 金融業營運資金來自大眾存款，利用高槓桿來供應資金需求者融資，並將其儲蓄資金作最有效率配置。一般產業主要資金來源除了內部資金，尚可由廣大外部金融市場籌借資金，因此，金融業負債比率通常較高，造成特殊資本結構，加上會計科目定義也有差異，故評估金融業與一般產業的財務指標更是迥然不同 (洪榮華、郭怡萍與李宜君，2008)。
9. 考量帳面價值往往偏離資產價值甚遠，故本研究亦採用市值的方式作爲穩健性測試，結果仍具有一致性，請參閱實證結果與分析之穩健性測試部分。
10. 考量篇幅限制，只做說明不列表，若需要可提供相關資料。
11. 考量篇幅限制，只做說明不列表，若需要可提供相關資料。
12. 本研究分別採用 30%、40%及 50%之百分位數，將家族企業依照現金流量權之高低區分爲兩群，檢定結果均相當穩健，考量篇幅限制，只做說明不列表，若需要可提供相關資料。
13. 因該文獻探討全球多角化，部份穩健性測試侷限於多角化相關議題，故不予處理。
14. 考量篇幅限制，只做說明不列表，若有需要，本研究可提供相關資料。
15. 首先，根據金管證一字第 0950001615 號令訂定「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」：獨立董事應具備五年以上財會或法律相關工作經驗，且於選任前兩年及任職期間無下列情事之一：公司或其關係企業之受雇人、公司或其關係企

業之董事或監察人、本人及其配偶或相關人士持有公司已發行股份總額百分之一以上或持股前十名之自然人大股東、前三款所列人員之配偶或二親等以內親屬與五親等以內直系血親親屬、直接持有公司已發行股份總額百分之五以上或持股前五名之法人股東的董事或監察人與受雇人、與公司有財務或業務往來之特定公司或機關之董事或監察人與受雇人、為公司或關係企業提供財會或法律服務之專業人士。此外，參考台灣經濟新報之資料，獨立董事除需符合上述規定外，尚需由公司宣告該董事為獨立董事，始符合獨立之資格。

## 參考文獻

### 一、中文部份

1. 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，25(3)，69-91。
2. 林穎芬、劉維琪(2003)，從高階主管薪酬的研究探討代理理論在台灣之適用程度，管理學報，20(2)，365-395。
3. 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，13(2)，153-179。
4. 洪榮華、郭怡萍與李宜君(2008)，財務限制下集團企業對研發投資現金流量敏感度之影響，財務金融學刊，16(3)，47-75。
5. 洪榮華、陳香如與柯璟瑩(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，12(4)，33-53。
6. 洪榮華、陳香如與林慧珍(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，15(1)，37-60。
7. 黃旭輝、陳隆麒與謝劍平(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，9(1)，37-59。
8. 葉銀華(1999)，家族控股集團、核心企業與報酬互動之研究－台灣與香港證券市場之比較，管理評論，18(2)，59-86。
9. 葉銀華、邱顯比(1996)，資本結構、股權結構與公司價值關聯性之實證研究：代理成本理論，臺大管理論叢，7(2)，57-90。

## 二、英文部份

1. Agrawal, A., & Nagarajan, N. J. (1990). Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: The case of all-equity firms. The Journal of Finance, 45(4), 1325-1331.
2. Almeida, H. V., & Wolfenzon, D. (2006). A theory of pyramidal ownership and family business groups. The Journal of Finance, 61(6), 2637-2680.
3. Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. Bell Journal of Economics, 12(2), 605-617.
4. Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. Journal of Finance, 58(3), 1301-1328.
5. Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. Journal of Financial Economics, 68(2), 263-286.
6. Barth, E., Gulbrandsen, T., & Schone, P. (2005). Family ownership and productivity: The role of owner-management. Journal of Corporate Finance, 11(1), 107-127.
7. Bebchuk, L. A., & Kahan, M. (1990). A framework for analyzing legal policy towards proxy contests. California Law Review, 78, 1071-1138.
8. Bebchuk, L. A., Kraakman, R., & Triantis, G. (2000). Stock pyramids, cross ownership and dual class equity: The creation and agency costs of separation control from cash flow rights. In R. Morck (Ed.), Concentrated corporate ownership (pp.295-315). Chicago: NBER and University of Chicago.
9. Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. Journal of Finance, 52(4), 1411-1438.
10. Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. Quarterly Journal of Economics, 118(4), 1169-1208.
11. Bertrand, M., Mehto, P., & Mullainathan, S. P. (2002). Ferreting out tunneling: An application to Indian business groups. Quarterly Journal of Economics, 117(1), 121-148.
12. Bianco, M., & Nicodano, G. (2006). Pyramidal groups and debt. European Economic Review, 50(4), 937-961.

13. Campbell, J. (1996). Understanding risk and return. Journal of Political Economy, 104(2), 298-345.
14. Casson, M. (1999). The economics of the family firm. Scandinavian Economics History Review, 47(1), 10-23.
15. Chaganti, R., & Damanpour, F. (1991). Institutional ownership, capital structure, and firm performance. Strategic Management Journal, 12(7), 479-492.
16. Chen, C. R., & Steiner, T. L. (1999). Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy. Financial Review, 34(1), 119-136.
17. Cho, M. H. (1998). Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis. Journal of Financial Economics, 47(1), 103-121.
18. Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. Journal of Finance, 57(6), 2741-2771.
19. Claessens, S., & Fan, J. P. H. (2002). Corporate governance in Asia: A survey international. Review of Finance, 3(2), 71-103.
20. Crutchley, C. E., Jensen, M. R. H., Jahera, J. S., & Raymond, J. E. (1999). Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership. International Review of Financial Analysis, 8(2), 177-197.
21. Davidson, R., & MacKinnon, J. G. (1993). Estimation and inference in econometrics. Oxford: Oxford University Press.
22. DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (1985). Managerial ownership and voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock. Journal of Financial Economics, 14(1), 33-69.
23. Denis, D. J., Denis, D. K., & Yost, K. (2002). Global diversification, industrial diversification, and firm value. Journal of Finance, 57(5), 1951-1979.
24. Driffield, N., Mahambare, V., & Pal, S. (2007). How does ownership structure affect capital structure and firm value? Economics of Transition, 15(3), 535-573.
25. Du, J., & Dai, Y. (2005). Ultimate corporate ownership structures and capital structures:

- Evident from East Asian economies. Corporate Governance, 13(1), 60-71.
26. Friend, I., & Hasbrouk, J. (1988). Determinants of capital structure. Research in Finance, 7(1), 1-19.
27. Grossman, S., & Hart, O. (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. Journal of Political Economy, 94(4), 691-719.
28. Gomez-Mejia, L., Larraza-Kintana, M., & Makri, M. (2003). The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. Academy of Management Journal, 46(2), 226-237.
29. Hadden, T. (1996). Liabilities in corporate groups. In G. Rossi (Ed.), Atti del Convegno sui Gruppi organizzati dalla Rivista delle Società (pp.1362-1378). Milano: Giuffrè.
30. Hair, J. F., Anderson, Jr., R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (1998). Multivariate data analysis (5th ed.). NJ: Prentice-Hall.
31. Harijono, H., Ariff, M., & Tanewski G. (2004). The impact of family control of firms on leverage: Australian evidence. Paper presented at the meeting of European Financial Management Association, Basel.
32. Harris, M., & Raviv, A. (1988). Corporate governance: Voting rights and majority rules. Journal of Financial Economics, 20(1), 203-235.
33. Hart, O., & Moore, J. (1990). Property rights and the nature of the firm. Journal of Political Economy, 98(6), 1119-1158.
34. Harvey, C. R., Lins, K. V., & Roper, A. H. (2004). The effect of capital structure when expected agency costs are extreme. Journal of Financial Economics, 74(1), 3-30.
35. Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. Econometrica, 46(6), 1251-1272.
36. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360.
37. Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 27(2), 247-262.



38. Jung, K., Kim, Y., & Stulz, R. M. (1996). Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision. Journal of Financial Economics, 42(2), 159-185.
39. Kim, W. S., & Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 21(2), 131-144.
40. Kole, S. (1997). The complexity of compensation contracts. Journal of Financial Economics, 43(1), 79-104.
41. Lang, L. H. P., Stulz, R. M., & Walkling, R. A. (1989) Managerial performance, Tobin's q, and the gains from successful tender offers. Journal of Financial Economics, 24(1), 137-154.
42. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and finance. Journal of Political Economy, 106(6), 1113-1155.
43. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). Corporate ownership around the world. Journal of Finance, 54(2), 471-518.
44. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. Journal of Finance, 57(3), 1147-1170.
45. Lemmon, M. L., & Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asia financial crisis, The Journal of Finance, 58(4), 1445-1468.
46. Lins, K. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38(1), 159-184.
47. Long, M. S., Malitz, I. B., & Sefcik, S. E. (1994). An empirical examination of dividend policy following debt issues. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 29, 131-145.
48. Miller, D., Breton-Miller, I. L., Lester, R. H., & Cannella, Jr., A. A. (2007). Are family firms really superior performers? Journal of Corporate Finance, 13(4), 829-58.
49. Miller, M., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. Journal of Finance, 40(4), 1031-1052.

50. Mishra, C. S., & McConaughy, D. L. (1999). Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt. Entrepreneurship: Theory and Practice, 23(4), 53-64.
51. Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economics, 5(2), 147-175.
52. Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. Journal of Finance, 39(3), 575-592.
53. Myers, S. C., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics, 13(2), 187-221.
54. Ng, W., & Roberts, J. (2007). Helping the family: The mediating role of outside directors in ethnic Chinese family firms. Human Relations, 60(2), 285-314.
55. Pearce, J. A., & Zahra, S. A. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. Journal of Management Studies, 29(4), 411-438.
56. Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (2005). Corporate finance (7th ed.). NY: McGraw-Hill/Irwin.
57. Shen, C. H., & Chih, H. L. (2007). Earnings management and corporate governance in Asia's emerging markets. Corporate Governance, 15(5), 999-1021.
58. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. The Journal of Finance, 52(2), 737-783.
59. Shivdasani, A. (1993). Board composition, ownership structure and hostile takeovers. Journal of Accounting and Economics, 16(1/3), 167-198.
60. Solomon, J. F., Lin, S. W., Norton, S. D., & Solomon, A. (2003). Corporate governance in Taiwan: Empirical evidence from Taiwanese company directors. Corporate Governance, 11(3), 235-248.
61. Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. Journal of Financial Economics, 20(1), 25-54.
62. Wiwattanakantang, Y. (1999). An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. Pacific Basin Finance Journal, 7(3), 371-403.

63. Wong, K. P. (2009). The effects of abandonment options on operating leverage and investment timing. International Review of Economics and Finance, 18(1), 162-171.
64. Yeh, Y. H. (2005). Do controlling shareholders enhance corporate value? Corporate Governance, 13(2), 313-325.
65. Yeh, Y. H., Lee, T. S., & Woidtke, T. (2001). Family control and corporate governance: Evidence from Taiwan. International Review of Finance, 2(1/2), 21-48.

2008 年 08 月 27 日收稿

2008 年 09 月 23 日初審

2009 年 03 月 02 日複審

2009 年 06 月 01 日接受