

南華大學管理學院財務金融學系財務管理碩士班

碩士論文

Master Program in Financial Management

Department of Finance

College of Management

Nanhua University

Master Thesis

公司治理對股價崩盤風險的影響

—以家族企業為例

The Impact of Corporate Governance on the Risk of Stock Price

Crashes in Family Business

施雅文

Ya-Wen Shih

指導教授：賴丞坡 博士

Advisor: Cheng-Po Lai, Ph.D.

中華民國 110 年 6 月

June 2021

南 華 大 學
財務金融學系財務管理碩士班
碩 士 學 位 論 文

公司治理對股價崩盤風險的影響-以家族企業為例

The Impact of Corporate Governance on the Risk of Stock Price Crashes
in Family Business

研究生： 施 雅 文

經考試合格特此證明

口試委員： 林 昌
解 永 熙
賴 丞 坡

指導教授： 賴 丞 坡

系主任(所長)： 解 永 熙

口試日期：中華民國 110 年 6 月 23 日

謝辭

時光飛逝，在南華大學財務管理研究所的求學生活已接近尾聲，感謝同事們的邀約，開啟了我這兩年來的研究所生涯。至今仍猶記在南華會館上課的美好時光，許多回憶頓時湧上心頭，深刻的烙印在我心深處。

跨越不同領域的學習，需要極大的勇氣，感謝在研究所修課期間，授課老師們——廖永熙老師、白宗民老師、吳依正老師及趙永祥老師的悉心指導，以不同的教學方式傳授專業的知識，培養我們對時事及財經知識的敏感度，更教導我們寶貴的人生哲學。此外，同學們在課業上的相互砥勵與幫助，分享各自的專業知識及寶貴的人生經驗，也同樣讓我受益良多。

看著自己的論文終於完成了，心中的激動與歡喜實非短短幾句可比擬！回想起這段撰寫論文的的日子，從題目底定、文獻閱讀、內容撰寫、蒐集資料等，每每因自己的才疏學淺，或因無法掌握到論文寫作方向而斷斷續續進行著，若不是師長、同事們的鼓勵及協助，實在很難想像我能在短短的一年內，發揮無限的潛力，於龐雜混亂的研究資料中，完成畢業論文。

特別感謝我的指導教授——賴丞坡博士，感謝他在整個研究過程中所給予細心與真誠的指導、正向的鼓勵與幫助，不僅傳授學生理論上的知識，也培養學生嚴謹做事態度，並分享自己的人生經驗與學生共勉之。更感謝老師在論文撰寫的過程中，犧牲許多休息時間來指導論文的的方向與細節，讓我這個門外漢學生終能走出研究的迷思，找到研究的方向，順利完成論文。另外，也要感謝廖永熙博士、林文昌博士這二位口試委員，於百忙之中撥冗仔細審視我的論文，並惠予我許多寶貴的建議，讓我受益匪淺。

最後，由衷感謝父母親及家人的關懷，支持我做自己人生的每個選擇，不論我遭遇任何挫折都在我身邊給予我鼓勵與支持，你們的鼓勵是我勇於挑戰的原動力；謝謝同事們一路上的陪伴，在我面臨論文寫作的挫折與疲憊時，給予安慰與鼓勵，與您們在南華共度的求學時光，我會一輩子永存心底！

南華大學財務金融學系財務管理碩士班

109 學年度第 2 學期碩士論文摘要

論文題目：公司治理對股價崩盤風險的影響－以家族企業為例

研究生：施雅文

指導教授：賴丞坡 博士

中文摘要

近年來，有關家族企業相關研究漸漸受到重視，獨特家族企業特性的對盈餘管理、融資決策等可能產生重要的影響力，家族企業成員通常也掌握了決定性的股權，以持股優勢與其他股東權益相互抵制。良善的公司治理是緩解代理問題和資訊不對稱的重要手段，皆與公司股價崩盤風險存在著密切的關聯性，故本文主要探討公司治理對股價崩盤風險所造成的影響。本研究是以 2017 年至 2019 年間臺灣上市櫃公司為研究對象，分析各產業由家族主導之公司分佈，並探討各家族企業之公司治理現況，再進一步採用負報酬率的偏態係數（NCSKEW）為股價崩盤風險之代理變數，分析家族企業中公司治理與股價崩盤風險間的關係。實證結果發現，家族企業的董事會規模、獨立董事比率、董監總持股比率、大股東持股比率、經理人持股比率、股票之系統風險及年報酬率對股價崩盤風險呈現負向影響。

關鍵詞：公司治理、家族企業、股價崩盤風險

Title of Thesis: The Impact of Corporate Governance on the Risk of Stock
Price Crashes in Family Business

Name of Institute: Master Program in Financial Management, Department of
Finance, Nanhua University

Graduate date: June 2021

Degree Conferred: M.S.

Name of student: Ya-Wen Shih

Advisor: Cheng-Po Lai, Ph.D.

Abstract

In recent years, research on family businesses has gradually received attention. The unique characteristics of family businesses may have an important influence on earnings management, financing decisions, etc. Family business members usually also have decisive shareholdings to use their shareholding advantages to compete with other shareholders' rights. Good corporate governance is important to alleviate agency problems and information asymmetry, and is closely related to the risk of company stock price collapse as well. Therefore, this article mainly discusses the impact of corporate governance on the risk of stock price collapse. Using Taiwan listed companies from 2017 to 2019, this study analyzes the distribution of family business in various industries, and discusses the corporate governance variables of each family business, and then further adopts the skewness coefficient of negative returns(NCSKEW). This study applies NCSKEW as the proxy of stock crash risk to analyze the effects of corporate governance on stock crash risk in family businesses. The empirical results show that the size of the board of directors, the ratio of independent directors, the total shareholding ratio of directors and supervisors, the shareholding ratio of major shareholders, the shareholding ratio of managers, the systematic risk and annual rate of return have negative effects on the risk of stock price collapse.

Keywords: Corporate Governance, Family Business, Stock

Crash Risk

目 錄

謝辭	i
中文摘要	ii
Abstract	iii
目 錄	iv
表目錄	vi
圖目錄	vii
第一章 緒論	1
第一節 研究背景與動機	1
第二節 研究目的	2
第三節 研究流程	2
第二章 文獻探討	4
第一節 股價崩盤風險之研究	4
第二節 家族企業之研究	6
第三節 公司治理之研究	9
第三章 資料來源與研究方法	12
第一節 資料來源	12
第二節 研究方法	12
第三節 實證模型	13
第四章 實證結果與分析	15
第一節 敘述統計量	15
第二節 皮爾森 (Pearson) 相關係數	18

第三節 迴歸分析	21
第四節 子樣本測試	22
第五章 結論與建議	26
第一節 結論	26
第二節 後續研究建議	26
參考文獻	27
中文部份	27
英文部份	29



表目錄

表 1 變數定義.....	14
表 2 臺灣上市櫃公司各產業股價崩盤風險統計表.....	16
表 3 敘述統計量.....	18
表 4 皮爾森相關係數.....	20
表 5 上市櫃公司之迴歸分析.....	22
表 6 上市公司之迴歸分析.....	23
表 7 上櫃公司之迴歸分析.....	25



圖目錄

圖 1 研究流程圖..... 3



第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

現今，學術界對個股的股價崩盤風險所形成的資訊隱藏假說已達成共識，此假說是以資訊不對稱理論及委託代理理論為主要依據，而良善的公司治理是緩解代理問題和資訊不對稱的重要手段，因此與公司股價崩盤風險存在著密切的關聯性。此外，公司的獨立董事、投資者及經理人的薪酬、特質等也與財務之間有著極大的相關性，若公司經營不善，恐怕有損股東利益，甚至可能導致企業面臨破產的危機。

回顧國內外文獻，對於家族企業的研究範疇，主要皆在探討特定變數對於家族企業的經營績效或經營決策的影響，根據張力等人(2013)的研究指出，在家族企業中，若過度自信經理人受到家族企業趨避風險的特性效果所影響，會降低過度自信與負債水準的敏感度，甚至也可能降低其藉由舉債以釋放訊號的動機，因為過度自信經理人比非過度自信經理人更傾向以舉債的方式來融資。Kiran et al. (2020) 則運用領導—成員交換理論 (Leader-member exchange, 簡稱 LMX 理論) 探討家族接班人對家族或非家族利益關係者具有正向的關係。盧逸君等人 (2019) 探討到家族領導雙元性與家族集團股權結構對代理的問題。鍾喜梅及葉家豪 (2010) 探討家族企業接班的議題，相較於非家族企業，在臺灣的家族企業成員普遍擔任董監事與高階管理者的職務，且掌握了決定性的股權。

從家族企業的特性中，可以看出家族企業普遍較為保守、與企業資源緊密結，不願改變組織策略、家族涉入程度高及偏好雇用家族成員等，使得家族企業在管理層面上與非家族企業有著極大的差異。家族企業經營的最大目的在於家族財富達到最大化與永續經營，若採取的投資策略失敗，家族企業勢必得概括承受所有的損失。因此，家族企業會選擇投資較低風險的方案，此時所要承擔的風險也相對較低。

近年來，與家族企業相關的研究漸漸受到重視，但是，過去有關家族企業的研究大多著重在研發投資活動、公司經營績效或是接班人的探討，少著墨在公司治理對於股價崩盤風險的影響。獨特的家族企業特性對盈餘管理、融資決策等將產生重要的影

響力，若公司出現股價崩盤風險的危機，家族企業勢必會出現護盤的舉動。

第二節 研究目的

目前在眾多研究中顯示，家族企業對公司的經營績效是重要的。與其它企業形式相比之下，家族企業有其特殊性及優越的一面。家族企業中的家族成員擁有控制權及所有權，既可以參與企業的經營管理，同時也參與了股權分配，因此，在家族式的企業中，家族成員對於經營好自家企業是具有高度企圖心的。

由於血緣的關係，家族成員對於家族事業具有高度的認同感，連勇智等人(2009)研究指出，家族成員共享家族整體利益，其營收也攸關著家族私利，因而形成對經營者無形且嚴密的監控能力，在此情況下，經營者會強化對公司的忠誠與承諾，將公司的利益置於比本身私利之上。又因家族企業中的家族成員經常聚在一起交流訊息，使得成員之間的資訊不對稱性以及溝通協調成本大為降低，因此，家族成員的股份控制權與盈餘分配權偏離程度愈大，公司經營績效越好，且監督水準也會越高(戴怡蕙，2018)。

本研究將以家族企業為主要探討對象，分析臺灣上市櫃公司各產業由家族主導之公司分佈，並探討臺灣上市櫃公司各家族企業之公司治理現況，進一步研究家族企業中公司治理與股價崩盤風險間的關係。

本研究目的如下：

- 一、分析臺灣上市櫃公司之各產業由家族主導之公司分佈。
- 二、探討臺灣上市櫃公司各家族企業之公司治理情形。
- 三、家族企業中公司治理與股價崩盤風險之關聯。

第三節 研究流程

本研究的資料出處取自臺灣 TEJ 經濟新報與公開資訊觀測站，並利用迴歸模型進行分析，探討公司治理與股價崩盤風險之間的影響。

本研究的流程主要包含第一章緒論，以研究背景、動機和研究目的；第二章文獻探討，整理與歸納過去股價崩盤風險、家族企業與公司治理的相關研究文獻；第三章為資料來源與研究方法；第四章實證結果與分析；第五章結論。

本文之研究流程圖，如圖 1 所示。

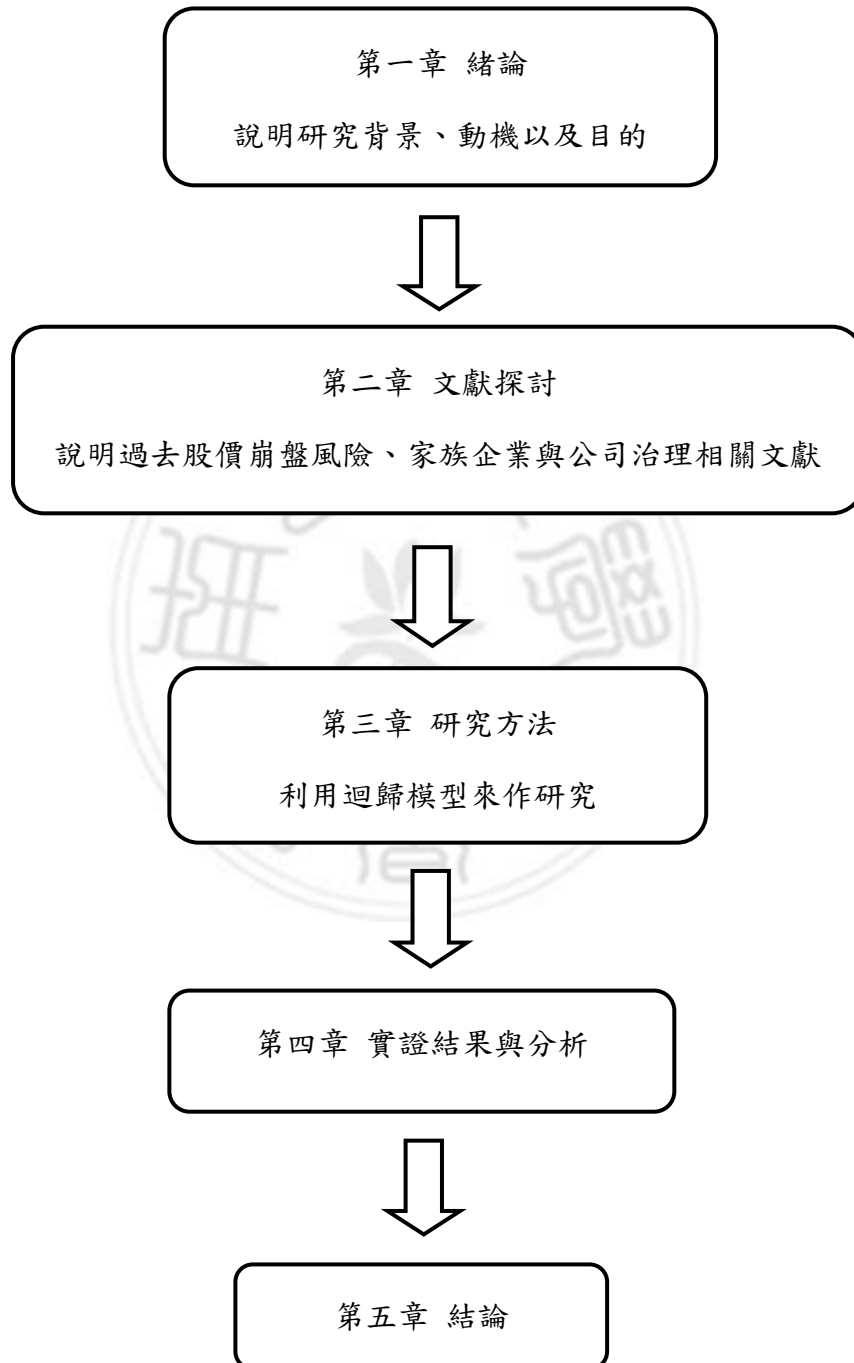


圖 1 研究流程圖

第二章 文獻探討

本研究之文獻探討分為幾個部分來撰寫。首先介紹股價崩盤風險之相關文獻，接著分別回顧文獻中關於家族企業及公司治理的相關研究，並探討公司治理對股價崩盤風險是否會有所影響。

第一節 股價崩盤風險之研究

在新冠肺炎（COVID-19）疫情大爆發下，美國、英國、印度、德國、西班牙、法國、韓國及日本等國家爆出大量的確診案例，並逐漸向歐洲、中東、亞洲國家擴散。短短一個月內，全球疫情的確診國家高達 100 國以上，確診案例也新增 52 萬例，不論是累計的確診人數或國家數都呈現指數型增加。這一場令人始料未及的疫情，致使全球多座城市第一次面臨封城的處境，隨著各國實施封城及邊境限制，導致經濟成長大幅下跌，航空、觀光及零售業也大幅衰退，恐慌情緒衝擊著消費者信心與就業市場，美國的失業率已破紀錄，英國的失業人口比率也同樣創下歷史上的新高。

自 2020 年 3 月中旬以來，全球經濟正面臨經濟大蕭條以來最嚴重的衰退，股市一下子暴跌 30%，是股市在歷史紀錄上反應最快且最劇烈的崩盤。也造成全球主要股市暴跌，全球經濟在 2020 年的第一季可說是相當的艱困。

往前追溯，1972 到 1974 年間的經濟大蕭條、1987 年的美國股市大崩盤、1997 年的亞洲金融危機、2000 年的科技泡沫、2001 年的美國 911 恐怖攻擊事件以及 2008 年的金融危機等，股價崩盤的風險已引起學者們的關注。許多研究皆顯示股價崩盤風險的主要預測因素，在於公司管理階層傾向於對外界投資者累積負面消息，包括財務報告的不透明性、採用財務報表和 IFRS 可比性、管理階層的過度自信和額外津貼、企業社會責任及債務融資等（Kim et al., 2016）。

股價崩盤風險的主要預測因素是管理階層傾向於拒絕外界投資者的負面消息，此時，經理人只能將公司內部的壞消息隱藏或累積到一定的門檻，但是，壞消息沒辦法永遠被掩蓋，當隱藏的壞消息累積到臨界點時，隱藏的成本將大於相關的收益，造成

公司內部累積的所有壞消息會立即全部出現，從而導致大規模的、意料之外的股價大幅度下跌，此即為股價崩盤（Jin and Myers, 2006）。Xiaofang et al. (2020) 的研究也指出，股價崩盤風險是指公司股票價格突然發生大規模下跌的可能性，通常被公司特定週報酬率分配的第三階動差或排除常見（市場範圍和/或行業範圍）因素後，公司特定報酬率分配的條件偏度所捕獲。Kim et al. (2014) 也指出隱匿壞消息、經理人基於生涯與薪酬等誘因的考量、虛偽不實與不透明的財務報導、企業逃漏稅或者避稅受到政府相關機構裁罰等，當這些事情爆發後，公司聲譽與實質營業立即受到負面影響，金融市場上也會出現投資人拋售所持有之股票，進而使股價產生暴跌的現象。

目前有越來越多文獻在探討有關環境因素的外部信息對股價崩盤風險的影響，這些要素可能會影響投資者併入壞消息或對經理的壞消息隱瞞行為產生影響，從而導致公司之間的股票價格崩盤風險存在差異。國際財務報告準則的強制採用增加了信息環境中的披露和可比性，促進了投資者對股票價格的評估並降低了崩盤風險（DeFond et al., 2015）。專業的會計師還具有及時發現壞消息並降低股票崩盤風險的卓越能力（Robin and Zhang, 2015）。Kim et al. (2017) 專注於技術溢出，善用經理人或投資者從同類型的技術發展中學習，並利用這些知識來加速採用好項目或放棄壞項目，從而降低股價崩盤的風險。另一方面，透過觀察先前技術的失敗和成功，投資者可以更準確、更及時的評估公司經營，從而降低股票價格崩盤的風險。

根據 Hameed et al. (2010) 有關股票流動性與市場價格劇烈變動方面的研究，發現到市場價格劇烈下跌期間，市場參與者可能因恐慌而賣出股票，亦或可能因金融機構資金受限而退出流動性供給，造成股票流動性的匱乏。事後的極端報酬率分配，或是劇烈及突發性的負報酬，都可能導致價格崩盤（Ak et al., 2016）。預期的崩潰風險會隨著財務報表可比性的降低而降低，這種負相關性在經理人使用預扣稅的情況下更為顯著。表明可比性可以緩解不對稱市場行為對壞消息披露的不利影響，也可以使管理者拋棄不符的壞消息，從而降低投資者對公司未來崩潰的看法（Jeong-Bon et al., 2016）。

羅進水等人（2018）實證結果也指出，個股股價崩盤還不致於使個股流動性與市

場全體股票流動性產生同方向變動，但是市場崩盤風險會增加個股流動性共變的程度。基金經理人從眾買入的行為可能基於非資訊的交易行為，助長企業隱藏壞消息的動機，增加未來股價崩盤的可能（羅進水，2019）。Jin and Myers（2006）也提出，當企業隱匿壞消息時，易導致未來股價崩盤之觀點。擁有集中公司客戶群的公司容易遭受未來股價暴跌的影響，且主要客戶的集中度會對公司的盈利能力產生負面影響，因為主要客戶利用其有利的議價能力以犧牲供應商的公司為代價來提取租金，因此供應商公司暴露於集中的客戶群可能會增加運營風險，這與股價崩盤風險呈正相關（Hui et al., 2018）。總而言之，因公司大量投資於特定關係的企業，對主要客戶切換供應商的障礙很少，且資訊環境較差，使得主要客戶的集中度對公司的盈利能力產生負面影響，故公司股價暴跌風險的淨影響是前所未有的（Xiaofang et al., 2020）。

第二節 家族企業之研究

在亞洲國家中，家族企業（family business）之公司治理研究已成為世界潮流，家族企業成員的持股比例也相當普遍，全亞洲約有 85% 之公司由家族企業所控制，其占總體市值約 32%。相較歐洲及北美洲國家，亞洲家族企業的規模仍屬小型企業，對外除了要面臨在國際市場上的競爭資源及維持永續發展等挑戰，也面臨到傳承與接班問題。

在臺灣上市櫃公司中，有高達 73% 是家族企業，市值占總體資本市場比重達 63%，若再加上為數眾多未上市的中小企業，臺灣企業屬家族企業之比例必然為之更高。由此可見，不論是在亞洲國家或臺灣上市櫃公司中，家族企業在中小企業中占有大多數的比例，其扮演著重要的角色，對各國的經濟發展貢獻頗大。

就現今的臺灣來看，目前第一代的家族企業掌權者有 56%，第二代有 35%，僅 9% 為第三代以上，由此可見，相較於歐美國家的百年企業，在臺灣的家族企業正處於全球家族企業發展週期中的「青壯年階段」。家族成員間存在著共同的倫理及價值觀念，使他們從不計較付出的勞動成本多寡，以及所獲得到的報酬是否處於合理的比

例關係，因此，相對於其它組織形式，家族企業的組織形式在一定的環境下更具優勢，這也是家族企業之所以能普遍存在及成長的主要原因。

我國之家族企業色彩濃厚，由家族高度掌控的企業主要特色在於股權大多集中於家族成員，經營階層即為大股東本身，兼具所有權與經營權重疊的特性。近年來，家族企業接班問題與經營議題已漸漸浮上檯面，對於如何傳承企業文化、增進企業之價值，為投資人與社會創造更大的利益，皆凸顯出家族企業接班及公司治理之重要性(曾煌鈞，2017)。

在家族企業中，由於管理階層和所有權的相互交織作用，首席執行官的接任計畫相當複雜。家族企業在後代獲得成功比率只有 30%，因家庭的需要和業務要求，皆影響著首席執行官的接任決定權。當雙方的利益不相容時，就會發生嚴重的衝突。因此，在高層管理職位的轉變中，首席執行官的接任對家族企業至關重要。家族企業在選擇新任的接班人時，會同時滿足家族需要和業務要求。

臺灣是個小型且開放的經濟體，家族企業在公司治理中有著至關重要的作用，從一開始監督企業的發展，甚至在上市後仍舊保有其控制權。臺灣的公司治理中，董事會是最重要的角色之一，家族企業的新任領導人與在企業中的家族成員和非家族成員進行互動，因此，彼此之間的聯繫超越了正式的等級關係。在此基礎上，下一代繼任者與公司利益相關者之間的關係可能是下一代繼任者領導力發展的關鍵要素。Berrone et al. (2012) 描述了家族企業中的社會關係如何通過信任，親密感和對公司有利的互惠關係提供社會資本。但是，關於這些關係如何在家族企業環境中發展的知識很少。因此，在家族企業環境中，這些關係跨越了內部和外部利益相關者的網絡。

家族企業在大多數國家的經濟發展中起主導作用。根據過去的文獻，學者們對家族企業的定義有各種闡述，但是目前並沒有一致性的準則。大致上可以從所有權、控制權、經營權、家族涉入程度、家族世代間權力的移轉與繼承等來加以歸類，與企業之間的互動更是造就家族企業獨特性的原因。當家族要素涉入企業的程度越深，企業便越可能趨向於單一家族企業，此時，家族企業中的經營權與所有權的決策將受到同一人或同一家族所影響。

家族企業通常由同一家族的多個成員甚至跨幾代人提供控制和管理任務的組織 (Miller et al., 2007)。家族企業也是擁有多數股權或多數控制權屬於同一家族的企業，且至少有一個家庭成員投入此企業中。在臺灣中小企業中普遍存在集團化的現象，配偶被納入家族成員之中，且參與公司的管理或入主董事會，此時，家族成員或其控制公司的最終持股比例總和超過 10%，而家族董事或可控制之董事席次也超過董事會席次的一半，可被歸類為家族企業 (葉銀華，1999)。Faccio and Lang (2002) 則認為個人或家族擁有的投票權或最終控制權達 20% 以上，此公司可以定義為家族企業。Denis et al. (1997) 另有不同的看法，其認為家族成員中有二位以上擔任公司董事或總經理時，即可定義此公司為家族企業。總而言之，家族企業通常由持有該公司更大比例的股權及對該企業具有支配性的管理控制權這兩個主要組成所支配，因此主導股權和管理控制權構成了家族企業和非家族企業之間的差異 (Chin-Jung et al., 2018)。

追究過往的文獻，繼承問題對家族企業的生存和公司績效的影響引起眾多的爭論。下一代的接班者對於接掌家族事業並沒有足夠的準備，以致無法充分發揮領導作用，使得家族企業在創始第一代後的繼承者表現不及家族領導，這也成了家族企業跨代是否能繼續發展的關鍵因素之一。

Beckhard and Dyer (1983) 所述，家族企業是一個組織，家族成員影響有關其所有權或管理的決策。Gallo and Sveen (1991) 也指出，家族企業中的家族成員持有多數股份，在做出重要的商業決策時，會對管理團隊施加管理控制權。因此，家族企業通常由兩個主要組成部分支配：擁有公司更大比例的股權以及對企業具有支配性的管理控制權 (Chin-Jung et al., 2018)。

陳麗如等人 (2010) 也指出，當控制股東具有誘因，會透過侵占少數股東的權益來擴張自我利益，此時控制股東 (如，家族成員) 的股份控制權會大於盈餘分配權。當盈餘分配權與股份控制權的偏離程度越大時，侵占的行為會更嚴重 (Du and Dai, 2005)。因此，當家族企業所需的監督機制更強大時，家族成員會較關心自我利益，藉以保障少數股東的權益 (Claessens et al., 2000; Yeh and Woidtke, 2005; Chen and

Nowland, 2010)。家族中控制股東持股比率越高，越可能做出傷害企業價值的決策。當家族所有權過度集中，在財務操作上會採取趨於保守的態度，且避免對外舉債以降低公司破產的風險，但是，也可能因此而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（林寶人，2010）。

家族企業普遍用複雜的控股結構與交叉持股，家族成員以持股優勢相互抵制，藐視其他股東權益，讓經營團隊在公司營運上窒礙難行，容易造成家族股權分散，進而導致控制權與經營權旁落的問題（林志翔、孫大忠，2017）。對於家族企業而言，股東之間的協議是實現家族某些核心目標的重要手段，例如：維護家族在企業中的最終控制權，確保企業在有能力和有決心的領導者手中，維持家族的團結與家庭成員之間的歸屬感（Gomez-Mejia et al., 2011）。當股東協議將家族股東捆綁在一起，通常包括管理條款或所有權條款，這些條款迫使家族成員以集體表決的方式，使其他家族成員在出售股票時享有拒絕的優先權（Chemla et al., 2007）。採用股東協議作為解決代理衝突的一種手段，幫助分散的家庭成員團結在一起，從而提供更清晰的指導和對管理者的更好監控（Chemla et al., 2007）。同時，股東協議也可以幫助限制多數和少數族裔所有者之間的衝突（Baglioni, 2011），因此，它們對於延長家族企業的壽命至關重要，故制定充分的股東協議被認為是擁有家族的重要挑戰。

家族成員有可能為了鞏固自己的地位，排除有能力的非家族成員所提供的資訊，使其無法投資決策，以致無法幫助企業進行正確的投資判斷。因此，家族企業可能不自覺的選擇了風險較高的投資決策（陳怡珮等人，2012）。為了使家族財富最大化及永續經營，家族企業經營者若投資策略失敗，家族企業勢必概括承受所有的損失。

第三節 公司治理之研究

公司治理（Corporate Governance）是一個多面向的主題，也可以稱作「公司監理」或「公司管控」，主要目的在於建立公司內部與外部機制。內部治理機制包括股利政策、董監事監督、股權結構及獎勵制度；外部治理機制包括法令限制、資本、人力市

場的威脅、股東與債權人監督等機制（李顯儀，2013）。不論是內部或外部機制，皆在於保障公司股東、董事、債權人及各種利害關係人（包括供應商、銀行、僱員、顧客、其它貸款人、政府政策管理者等）應有的權益，進而提升公司的經營績效，所以公司治理是難以概括殆盡。

在公司治理文獻中，主要探討公司的所有權結構、董事會規模以及高階主管的薪酬結構，這三方面雖與代理成本無關，卻是企業績效乃至生存的重要決定因素。實際上，公司治理的定義在於如何在組織內的各個利益相關者之間分配決策權，以及代理成本的降低如何決定分配決策權。總而言之，公司治理的主旨在於減輕代理成本對不同治理機制的影響，不同的治理結構在某些程度上可能促進或阻礙了公司的發展。自從世通公司和安隆公司等大型企業發生崩盤事件後，社會上對於如何實踐公司治理有很大的興趣。

對內而言，公司治理應設計一套健全的制度，引導董事會與管理階層努力提升公司的經營管理能力，創造企業更好的價值及財務績效，並降低代理成本；對外而言，可藉由資訊透明化加強溝通、增進互信，使資本與管理效能得以提升，進一步解決各種利益衝突與獎勵的分配（宋四君，2013）。但是，也有一些專家認為企業不僅要為股東的利益而行動，更要為所有相關利益人士而行動，使公司能更融入於社會中。

賴丞坡等人（2012）的研究指出，公司治理（Corporate Governance）是一種管理機制，目的在於維護公司價值與股東權益，以確保公司所有利害關係人（包括股東、債權人、供應商和員工等）之權益。張元等人（2017）也指出，股價崩盤風險與企業社會責任呈現正向的相關，相對有較高崩盤風險的公司，其企業社會責任表現也較佳，主要是因公司社會責任有可能惡化代理問題或過度投資，以致成本可能過大，進而提高公司股價崩盤的可能性。現今，較少研究著墨在探討企業社會責任如何影響公司在金融市場出現崩盤的可能性，若公司的經營過於關注股東的利益，越有可能使得該種狀態在越過某臨界點時，凸顯出其他利害關係人的權益惡化或喪失的狀態，使得公司在營運及金融市場上受到負面的影響，例如：失去商譽、財務績效的惡化等，進而導致股價異常暴跌等惡果。

根據 Pirson and Turnbull (2015) 指出，公司治理之所以會失敗，2008 年的金融危機是根源之一，若能建立更強大的公司治理制度，其影響程度能較早獲得緩解。良好的公司治理行動能降低公司違約風險的機制，了解不同的公司治理機制對信用風險的影響是否取決於制度環境 (Laura, 2020)。當董事會擁有大量股權時，這種消極關聯就會變成積極關聯，表示擁有更高董事會所有權的收購方可以做出更好的質量裁員決定，從而在裁員後實現經營績效的提高，更大的董事會規模和董事會獨立性可減少與收購相關的裁員對後續運營績效的負面影響 (Kamran, 2021)。

好的公司治理品質所產生的股價溢酬，是資本市場中客觀、即時的獎懲機制，也反映了對公司經營的肯定；若公司經營不善或資訊不透明，可能使投資人降低信心，拋售手中持有的股價，進而導致股價下跌，嚴重者甚至引發破產或被併購的後果 (宋四君, 2013)。股價跌破面值的公司，隨著總資產報酬率 (ROA) 的增加會傾向同時發放現金股利及股票股利以符合「健全股利政策」。而股價偏離面值愈大的公司若只發放股票股利，並非基於未來有好的前景，而是因為其有較差的公司治理 (王肇蘭, 2010)。

在組織決策與代理理論上，均強調公司風險承擔行為是影響公司投資決策的重要因子，也是影響公司績效的重要決定因素 (Wiklund and Shepherd, 2003)，若公司願意承擔更多的風險，則績效表現也會越好。根據 John et al. (2008) 的研究發現，投資者保護品質會與公司的風險承擔及成長率呈現正相關，亦指公司投資決策會涉及風險程度，是公司價值提升的重要來源。過去對於公司風險承擔行為的研究，大都探討在所有權與控制權分離下，當股東和管理者之間利益不一致性時，若管理者持有股權增加，公司內部人會因承擔高的風險而獲利，因此偏好承擔高風險 (陳怡珮等人, 2012)。

公司所有權結構會影響公司風險的承擔，不同的所有權結構，其利益與誘因會對公司風險承擔產生差異。Wiseman and Gomez-Meija (1998) 就認為，公司層次的監理結構是影響管理者風險選擇的重要因素，公司的組織與監理結構不同，風險承擔的行為就會產生極大的差異。

第三章 資料來源與研究方法

第一節 資料來源

本研究以 2017 年至 2019 年間臺灣上市櫃公司為研究對象，探討家族企業之公司治理對股價崩盤風險的影響。樣本選取 TEJ 臺灣證券交易所上市及櫃檯買賣中心上櫃之普通股，不含臺灣存託憑證（Taiwan Depositary Receipt，簡稱 TDR）和 F 股（國外企業發行之股票來臺上市/櫃），並剔除金融保險業。所有迴歸分析中所使用之變數資料係取自臺灣經濟新報資料庫（TEJ），根據公司揭露之公開說明書或年報中刊載之股東資訊進行統計分析而來。

本研究對於單一家族控制型態的認定為：（1）由單一家族成員出任董事長及總經理（2）董事的控制席次比重大於 50%（不含友好席次）且友好董事席次及外部董事席次比重均小於 33%（3）董事控制席次比重大於 33%，且最終控制者家族成員至少需有三人出任董監事及經理人（4）必要控制持股比重小於控制持股比重。

總歸而論，本研究對單一家族控制的基本條件是：至少要有二人以上的家族企業成員出任集團旗下的公司董監事，或達到公開說明書及年報揭露標準的經理人，以此依據來衡量公司股權控制型態是否屬於單一家族主導。

第二節 研究方法

本文主要探討公司治理對股價崩盤風險的影響，以公司特定的週報酬率為基準，使用 NCSKEW 來計算股價崩盤之風險。首先，透過公式（1）計算個股的週報酬率。

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$R_{i,t}$ ：公司的股票報酬率

$R_{m,t}$ ：市場加權指數的報酬率

$\varepsilon_{i,t}$ ：為 i 公司股票週市場偏離市場週報酬率的程度

接著，將市場報酬率的超前兩項和滯後兩項考慮在內，利用殘差序列取（公式 2）

自然對數，以此得到符合標準正態分佈的新序列，亦即表示公司的週市場。

$$W_{i,t} = Ln(1 + \varepsilon_{i,t}) \quad (2)$$

最後，利用 $W_{i,t}$ 分別計算負報酬率的偏態係數 $NCSKEW_{i,t}$ ，根據 Chen et al.(2001) 的研究，NCSKEW 定義為各股票公司特定週報酬率的第三階動差 (moment) 的負值。透過以下公式計算出公司在一個會計年度的 NCSKEW，其中 n 表示公司 i 在第 t 年中交易的週數， $NCSKEW_{i,t}$ 的值越大，表示公司股票收益率的負偏態係數程度越高，則股票的崩盤風險越高。

$NCSKEW_{i,t}$ 的計算方式為：

$$NCSKEW_{it} = -[n(n-1)^{3/2} \sum W_{it}^3] / [(n-1)(n-2)(\sum W_{it}^2)^{3/2}] \quad (3)$$

第三節 實證模型

本文主要探討公司治理對股價崩盤風險的影響-以家族企業為例，並參考過去家族企業及公司治理文獻，例如：Gallo and Sveen (1991)、Kamran (2021)、Pirson and Turnbull (2015)、張元等人 (2017)、王肇蘭 (2010)、宋四君 (2013)、蔡明宏等人 (2020) 建構分析模型，實證模型如下：

$$\begin{aligned} CRASH_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 BOARD_{i,t} + \alpha_2 INDR_{i,t} + \alpha_3 D_SHARE_{i,t} \\ & + \alpha_4 B_SHARE_{i,t} + \alpha_5 M_SHARE_{i,t} + \alpha_6 I_SHARE_{i,t} + \alpha_7 CEOGM_{i,t} \\ & + \alpha_8 SIZE_{i,t} + \alpha_9 BETA_{i,t} + \alpha_{10} ROR_{i,t} + \alpha_{11} LEV_{i,t} + \alpha_{12} CR_{i,t} \\ & + \alpha_{13} ROA_{i,t} + \alpha_{14} PB_{i,t} + \alpha_{15} TURN_{i,t} + \alpha_{16} PE_{i,t} + \alpha_{17} AGE_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (4) \end{aligned}$$

其中，應變數為家族企業公司股價崩盤風險 (CRASH) 以 NCSKEW 為代理變數。自變數中包括董事會規模 (BOARD)、獨立董事比率 (INDR)、董監總持股比率 (D_SHARE)、大股東持股比率 (B_SHARE)、經理人持股比率 (M_SHARE)、法人持股比率 (I_SHARE)、董事長兼總經理 (CEOGM)、資產總額 (SIZE)、CAPM_Beta

一年 (BETA)、年報酬率 (ROR)、負債比率 (LEV)、流動比率 (CR)、稅前息前折舊前淨利 (ROA)、股價淨值比 (PB)、年週轉率 (TURN)、本益比 (PE) 與上市年數 (AGE)，各變數定義如表 1。

表 1 變數定義

變數	定義	預期符號
股價崩盤 (CRASH)	NCSKEW	
董事會規模 (BOARD)	公司董事會之總席次	-
獨立董事比率 (INDR)	獨立董事數量佔所有董事數量之比例	±
董監總持股比率 (D_SHARE)	董監事持股股數佔總股數之比例	-
大股東持股比率 (B_SHARE)	持股佔公司流通在外股數達 5% 以上且非董監事或經理人之股東的持股合計數佔公司流通在外股數的比例	-
經理人持股比率 (M_SHARE)	公司高階主管持股佔公司流通在外股數的比例	-
法人持股比率 (I_SHARE)	外資持股比重+投信與自營商持股佔發行張數的比例	-
董事長兼總經理 (CEOGM)	兼任=1，無兼任=0	+
資產總額 (SIZE)	Ln (總資產)	-
CAPM_Beta 一年 (BETA)	股票之系統風險	+
年報酬率 (ROR)	股票報酬率	-
負債比率 (LEV)	負債總額佔資產總額之比例	+
流動比率 (CR)	流動資產佔流動負債之比例	-
稅前息前折舊前淨利 (ROA)	稅後息前折舊前常續性淨利佔平均資產總額之比例	?
股價淨值比 (PB)	股價佔每股淨值的比例，	?
年週轉率 (TURN)	當日交易的總股數與上市的總股數之比例，或當日交易的成交值與上市的股數之總市值的比值。	+
本益比 (PE)	最近 4 季之常續性淨利之合計	+
上市年數 (AGE)	受查公司上市櫃掛牌年數	-

第四章 實證結果與分析

本文主要探討公司治理的變數是否影響股票崩盤風險，過去研究大多以年資料來衡量股價崩盤，但是，考量到股價崩盤風險可能是短時間的現象，故本文使用公司特定的週報酬率為基準，利用 NCSKEW 來計算出股價崩盤之風險。

第一節 敘述統計量

表 2 為 2017 年至 2019 年臺灣上市櫃公司各產業股價崩盤風險統計表，共計 29 個產業，包括各產業公司數、平均值、中位數、標準偏差、峰態、偏態及總數百分比。

由表 2 可知，臺灣上市櫃公司整體股價崩盤風險 (CRASH) 的平均值為-0.6304、中位數比平均值略高為-0.5400、標準偏差為 0.9483、峰態係數為 2.669、偏態係數為負偏態-0.588，表示臺灣上市櫃各公司的股價崩盤風險大多數高於平均值-0.6304。

從各產業之分布情形來觀察，總數百分比以電子零組件 12.8% 占最大宗，其 CRASH 平均值為-0.5805，略高於全體產業之平均值 (-0.6304)，表示其股價崩盤風險相對略高；化學 9.7% 位居第二，其 CRASH 平均值為-0.6103，高於全體產業之平均值 (-0.6304)，表示其股價崩盤風險相對較高；另外，汽車、其他電子、玻璃陶瓷、造紙、電線、PC 系統等產業，總數百分比皆不到 1%，其中又以玻璃陶瓷 0.5% 比例最低，其 CRASH 平均值為-0.3393，高於全體產業之平均值 (-0.6304)，表示其股價崩盤風險相對較高。

從表 2 之 CRASH 的平均值來觀察，以橡膠輪胎-0.3289 最高、玻璃陶瓷-0.3393 居第二，兩者都高於全體產業平均 -0.6304，表示在所有產業中，橡膠輪胎和玻璃陶瓷的股價崩盤風險相對較大；而電線和通訊設備的 CRASH 平均值最低，分別-0.8976 和-8231，兩者都低於全體產業平均 -0.6304，是所有產業中最低，表示電線和通訊設備的股價崩盤風險相對較小。

從表 2 之 CRASH 的標準差來觀察，以觀光業 1.2681 最高、通訊設備 1.0799 居第二，兩者都高於全體產業之標準差 0.9483，表示在所有產業中，觀光業和通訊設備

的離散程度相對較高，亦指各公司間的股價崩盤風險差異較大；而標準差最低的是造紙業 0.5601，低於全體產業之標準差 0.9483，表示造紙業是所有產業中離散程度最低，亦指各公司之間的股價崩盤風險差異最小。

表 2 臺灣上市櫃公司各產業股價崩盤風險統計表

產業名稱	N	平均值	中位數	標準偏差	峰態	偏態	總數百分比
化學	276	-0.6103	-0.6150	0.9989	2.801	0.010	9.7%
水泥	33	-0.7064	-0.6200	0.9608	0.131	-0.592	1.2%
主機板	163	-0.6389	-0.5900	0.9764	3.806	-0.983	5.7%
半導體	145	-0.7419	-0.6400	0.7529	0.570	-0.526	5.1%
石化塑膠	90	-0.3679	-0.2200	0.9612	5.702	-1.644	3.2%
光電/ IO	180	-0.6712	-0.6200	0.7976	1.143	-0.310	6.3%
百貨	44	-0.7114	-0.5850	0.8632	0.475	-0.740	1.5%
汽車	24	-0.6708	-0.7000	0.8556	0.209	-0.622	0.8%
其他電子	17	-0.6576	-0.6300	0.8843	1.832	-1.018	0.6%
其它	168	-0.5743	-0.5050	0.9438	4.520	-0.886	5.9%
玻璃陶瓷	15	-0.3393	-0.2400	0.9440	0.176	-0.197	0.5%
食品	70	-0.4999	-0.4250	1.0700	7.270	0.068	2.5%
消費性電子	49	-0.6653	-0.5500	0.9411	0.529	-0.758	1.7%
紡織人纖	150	-0.5149	-0.3900	0.9704	0.581	-0.562	5.3%
軟體服務	76	-0.6504	-0.4650	0.9841	0.289	-0.582	2.7%
通訊設備	58	-0.8231	-0.6200	1.0799	1.991	-0.767	2.0%
造紙	18	-0.5128	-0.5550	0.5601	-0.808	-0.059	0.6%
資訊通路	77	-0.7118	-0.5500	0.9476	1.327	-1.039	2.7%
運輸	60	-0.5598	-0.4450	0.8703	2.128	-0.260	2.1%

表 2 臺灣上市櫃公司各產業股價崩盤風險統計表 (續)

電子設備	74	-0.6707	-0.5950	0.9898	0.823	0.197	2.6%
電子零組件	364	-0.5805	-0.4950	0.9026	2.449	0.015	12.8%
電線	21	-0.8976	-0.7400	0.8067	-0.065	-0.836	0.7%
網路設備	33	-0.6400	-0.4700	0.8077	0.946	-0.869	1.2%
機電設備	226	-0.7616	-0.5400	1.0510	4.365	-1.564	7.9%
橡膠輪胎	28	-0.3289	-0.2550	0.7499	-0.983	-0.034	1.0%
鋼鐵	107	-0.5365	-0.4500	1.0098	2.119	-0.671	3.8%
營建	196	-0.7357	-0.6450	0.9242	1.077	-0.600	6.9%
觀光	66	-0.6645	-0.4350	1.2681	1.448	-0.521	2.3%
PC 系統	21	-0.5276	-0.4000	0.6831	-0.498	-0.495	0.7%
總計	2849	-0.6304	-0.5400	0.9483	2.669	-0.588	100.0%

註：表 2 資料為 2017 年至 2019 年臺灣上市櫃公司之普通股 (不含 TDR+F-股) 中的單一家族，共計 2849 家，分為 29 個產業。統計表表中包括公司數、平均值、中位數、標準偏差、峰態、偏態及總數百分比。

表 3 為本研究迴歸模型中使用的各項變量的敘述統計結果，包括樣本數、最小值、最大值、平均值與標準差。由表 3 中得知，在 2249 個觀察值中，股價崩盤指數 (CRASH) 之最小值為 -6.19，最大值 4.10，平均值為 -0.6304，標準偏差為 0.9483。

在控制變數中，董事會規模 (BOARD) 之平均值為 7.57，標準差為 1.949；獨立董事比率 (INDR) 平均值為 0.3489，標準差為 0.0832；董監總持股比率 (D_SHARE) 平均值為 0.2368，標準差為 0.1504；大股東持股比率 (B_SHARE) 平均值為 0.0379，標準差為 0.0947；經理人持股比率 (M_SHARE) 平均值為 0.0164，標準差為 0.0402；法人持股比率 (I_SHARE) 平均值為 0.4180，標準差為 0.2254；董事長兼總經理 (CEO/M) 平均值為 0.36，標準差為 0.480；資產總額 (SIZE) 平均值為 15.3500，標準差為 1.4675；CAPM_Beta 一年 (BETA) 平均值為 0.6181，標準差為 0.4476；年報酬率 (ROR) 平均值為 0.1312，標準差為 0.4391；負債比率 (LEV) 平均值為 0.4192，標準差為

0.1833；流動比率（CR）平均值為 3.5604，標準差為 18.6310；稅前息前折舊前淨利（ROA）平均值為 0.0744，標準差為 0.0980；股價淨值比（PB）平均值為 1.9274，標準差為 2.7067；年週轉率（TURN）平均值為 1.2460，標準差為 2.3111；本益比（PE）平均值為 46.2842，標準差為 244.1571；上市年數（AGE）平均值為 18.35，標準差為 9.755。

表 3 敘述統計量

	N	最小值	最大值	平均值	標準偏差
CRASH	2849	-6.19	4.10	-0.6304	0.9483
BOARD	2849	0	19	7.57	1.949
INDR	2850	0.00	0.80	0.3489	0.0832
D_SHARE	2849	0.0000	0.8846	0.2368	0.1504
B_SHARE	2849	0.0000	0.7058	0.0379	0.0947
M_SHARE	2849	0.0000	0.4674	0.0164	0.0402
I_SHARE	2849	0.0000	1.0000	0.4180	0.2254
CEOGM	2845	0	1	0.36	0.480
SIZE	2848	9.7565	21.9491	15.3500	1.4675
BETA	2787	-0.8549	2.8100	0.6181	0.4476
ROR	2850	-0.7969	5.9031	0.1312	0.4391
LEV	2850	0.0000	0.9976	0.4192	0.1833
CR	2850	0.0000	711.4948	3.5604	18.6310
ROA	2850	-0.9280	0.5564	0.0744	0.0980
PB	2847	0.33	72.15	1.9274	2.7076
TURN	2850	0.0000	53.8882	1.2460	2.3111
PE	2249	0.00	6239.51	46.2842	244.1571
AGE	2844	0	58	18.35	9.755

註：本表資料為 2017 年至 2019 年臺灣上市櫃公司之普通股（不含 TDR+F-股）中的單一家族，包括樣本數、最小值、最大值、平均值與標準差。各變數之名稱請見表 1。

第二節 皮爾森（Pearson）相關係數

表 4 為本研究各項控制變數與股價崩盤風險間的皮爾森（Pearson）相關係數分析結果，從表 4 中得知董事會規模（BOARD）與股價崩盤風險間為正相關 0.052，顯示公司的董事會規模越大，股價崩盤風險可能越高；獨立董事比率（INDR）與股

價崩盤風險之間的相關性為負相關-0.069，顯示公司的獨立董事比率越高，股價崩盤風險越高；經理人持股比率（M_SHARE）與股價崩盤風險之間為負相關-0.051，顯示公司的經理人持股比率越高，股價崩盤風險可能越低；法人持股比率（I_SHARE）與股價崩盤風險之間為正相關 0.078，顯示公司的法人持股比率越高，股價崩盤風險可能越高；資產總額（SIZE）與股價崩盤風險之間為正相關 0.107，顯示公司的資產總額越高，股價崩盤風險可能越高；年報酬率（ROR）與股價崩盤風險之間為負相關-0.228，顯示公司的年報酬率越高，股價崩盤風險可能越低；上市年數（AGE）與股價崩盤風險之間為正相關 0.117，顯示公司的上市年數越久，股價崩盤風險可能越高。

而董監總持股比率（D_SHARE）、大股東持股比率（B_SHARE）、董事長兼總經理（CEOGM）、CAPM_Beta 一年（BETA）、負債比率（LEV）、流動比率（CR）、稅前息前折舊前淨利（ROA）、股價淨值比（PB）、年週轉率（TURN）及本益比（PE）等，其相關性未達統計顯著水準。

表 4 皮爾森相關係數

	CRASH	BOARD	INDR	D_SHARE	B_SHARE	M_SHARE	I_SHARE	CEOGM	SIZE	BETA	ROR	LEV	CR	ROA	PB	TURN	PE	AGE	
CRASH	1																		
BOARD	.052**	1																	
INDR	-.069**	-.510**	1																
D_SHARE	-0.035	0.019	-0.035	1															
B_SHARE	-0.023	-.079**	.067**	-.131**	1														
M_SHARE	-.051**	-.099**	.103**	-.081**	-.049**	1													
I_SHARE	.078**	.223**	-.049**	.313**	.249**	-.063**	1												
CEOGM	-0.034	-.118**	.097**	-0.021	-.084**	.108**	-.148**	1											
SIZE	.107**	.425**	-.129**	-.157**	-0.021	-.099**	.407**	-.151**	1										
BETA	-0.014	.049*	0.028	-.107**	-.111**	-.056**	0.000	-0.011	.257**	1									
ROR	-.228**	-0.020	0.001	-0.008	0.022	0.014	0.012	-0.019	.045*	.165**	1								
LEV	0.015	0.003	-0.014	-.042*	.042*	-.048**	.064**	-.038*	.292**	-.041*	-0.010	1							
CR	-0.015	-0.032	0.007	-0.016	0.017	-0.007	-0.035	.052**	-.093**	-.053**	0.022	-.169**	1						
ROA	-0.011	.089**	0.004	.075**	-0.028	.055**	.192**	-.061**	.256**	.182**	.212**	-.113**	-.060**	1					
PB	-0.010	-0.018	0.030	0.029	0.010	.060**	.068**	0.026	-.175**	0.014	.143**	0.019	0.002	-.059**	1				
TURN	-0.008	-.089**	0.011	-.136**	-.086**	-.055**	-.145**	0.024	.037*	.542**	.314**	-.042*	-0.021	.142**	.059**	1			
PE	-0.022	-0.036	0.019	-0.033	0.013	-0.024	-.046*	0.010	-.053*	-0.006	-0.007	-.044*	.080**	-.108**	-0.027	0.003	1		
AGE	.117**	.277**	-.258**	-.205**	0.026	-.121**	.136**	-.053**	.442**	-.067**	-0.013	.131**	0.037	-.102**	-.145**	-.090**	0.004	1	

註：表 4 資料為 2017 年至 2019 年臺灣上市櫃公司之普通股（不含 TDR+F-股）中的單一家族。***表示達 1% 的顯著水準；**表示達 5% 的顯著水準。各變數之名稱請見表 1。

第三節 迴歸分析

表 5 為上市櫃各項控制變因與股價崩盤風險之迴歸分析結果，從表 5 中可得知，應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與董事會規模 (BOARD) 達到 1% 的顯著水準，且與股價崩盤風險呈現負向影響，顯示公司董事會規模越大，股價崩盤風險越低；應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與獨立董事比率 (INDR) 達到 1% 的顯著水準，且與股價崩盤風險呈現負向影響，顯示公司獨立董事比率越高，股價崩盤風險越低；應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與董監總持股比率 (D_SHARE) 達 10% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現負向影響，顯示公司董監總持股比率越高，股價崩盤風險越低；應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與大股東持股比率 (B_SHARE) 達 10% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現負向影響，顯示公司大股東持股比率越高，股價崩盤風險越低；應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與經理人持股比率 (M_SHARE) 達 5% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現負向影響，顯示公司經理人持股比率越高，股價崩盤風險越低；應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與資產總額 (SIZE) 達 1% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現正向影響，顯示公司資產總額越多，股價崩盤風險越高；應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與 CAPM_Beta 一年 (BETA) 達 5% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現負向影響，顯示公司 CAPM_Beta 一年越高，股價崩盤風險越低；應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與年報酬率 (ROR) 達 1% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現負向影響，顯示公司年報酬率越高，股價崩盤風險越低；應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與稅前息前折舊前淨利 (ROA) 達 5% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現正向影響，顯示公司稅前息前折舊前淨利越高，股價崩盤風險越高；應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與股價淨值比 (PB) 達 5% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現正向影響，顯示公司股價淨值比越高，股價崩盤風險越高；應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與年週轉率 (TURN) 達 1% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現正向影響，顯示公司年週轉率越高，股價崩盤風險越高。應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與上市年數 (AGE) 達 10% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現正向影響，顯示公司上市年數越久，股價崩

盤風險越高。

而法人持股比率 (I_SHARE)、董事長兼總經理 (CEOGM)、負債比率 (LEV)、流動比率 (CR) 及本益比 (PE) 等未達統計顯著水準，表示這些控制變因與股價崩盤風險無顯著影響。

表 5 上市櫃公司之迴歸分析

模型	非標準化係數		標準化係數		顯著性
	B	標準誤	β	T	
(常數)	-1.260	0.289		-4.363	0.000***
BOARD	-0.039	0.013	-0.087	-3.105	0.002***
INDR	-1.038	0.286	-0.092	-3.636	0.000***
D_SHARE	-0.250	0.148	-0.041	-1.691	0.091*
B_SHARE	-0.355	0.212	-0.037	-1.668	0.095*
M_SHARE	-1.076	0.455	-0.050	-2.365	0.018**
I_SHARE	0.153	0.114	0.038	1.343	0.179
CEOGM	-0.044	0.040	-0.023	-1.103	0.270
SIZE	0.085	0.022	0.134	3.929	0.000***
BETA	-0.126	0.056	-0.063	-2.233	0.026**
ROR	-0.625	0.048	-0.300	-13.135	0.000***
LEV	-0.182	0.124	-0.035	-1.475	0.140
CR	0.000	0.001	0.007	0.355	0.722
ROA	0.637	0.326	0.052	1.957	0.050**
PB	0.035	0.015	0.059	2.328	0.020**
TURN	0.052	0.012	0.129	4.449	0.000***
PE	-6.543E-05	0.000	-0.018	-0.871	0.384
AGE	0.004	0.002	0.045	1.761	0.078*

註：表 5 資料為 2017 年至 2019 年臺灣上市櫃公司之普通股 (不含 TDR+F-股) 中的單一家族。應變數為股價崩盤 (CRASH)，***表示達 1% 的顯著水準；**表示達 5% 的顯著水準；*表示達 10% 的顯著水準。各變數之名稱請見表 1。

第四節 子樣本測試

除上述研究外，本研究進一步進行子樣本測試，分別觀察上市公司及上櫃公司的公司治理對股價崩盤的影響是否有所差異。

表 6 為上市公司各項控制變因與股價崩盤風險之迴歸分析結果，從表 6 中可得

知，應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與董事會規模 (BOARD) 達到 1% 的顯著水準，且與股價崩盤風險呈現負向影響，顯示公司董事會規模越大，股價崩盤風險越低；應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與獨立董事比率 (INDR) 達到 1% 的顯著水準，且與股價崩盤風險呈現負向影響，顯示公司獨立董事比率越高，股價崩盤風險越低；應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與董監總持股比率 (D_SHARE) 達 5% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現負向影響，顯示公司董監總持股比率越高，股價崩盤風險越低；應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與大股東持股比率 (B_SHARE) 達 10% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現負向影響，顯示公司大股東持股比率越高，股價崩盤風險越低；應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與經理人持股比率 (M_SHARE) 達 1% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現負向影響，顯示公司經理人持股比率越高，股價崩盤風險越低；應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與資產總額 (SIZE) 達 1% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現正向影響，顯示公司資產總額越多，股價崩盤風險越高；應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與年報酬率 (ROR) 達 1% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現負向影響，顯示公司年報酬率越高，股價崩盤風險越低；應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與股價淨值比 (PB) 達 5% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現正向影響，顯示公司股價淨值比越高，股價崩盤風險越高；應變數股價崩盤風險 (CRASH) 與年週轉率 (TURN) 達 5% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現正向影響，顯示公司年週轉率越高，股價崩盤風險越高。

而法人持股比率 (I_SHARE)、董事長兼總經理 (CEOGM)、CAPM_Beta 一年 (BETA)、負債比率 (LEV)、流動比率 (CR)、稅前息前折舊前淨利 (ROA)、本益比 (PE) 及上市年數 (AGE) 等未達統計顯著水準，表示這些控制變因與股價崩盤風險無顯著影響。

表 6 上市公司之迴歸分析

模型	非標準化係數		標準化係數	T	顯著性
	B	標準誤	β		
(常數)	-0.980	0.372		-2.632	0.009***
BOARD	-0.039	0.015	-0.101	-2.651	0.008***

表 6 上市公司之迴歸分析 (續)

INDR	-1.220	0.366	-0.114	-3.330	0.001***
D_SHARE	-0.448	0.181	-0.075	-2.474	0.013**
B_SHARE	-0.456	0.259	-0.050	-1.765	0.078*
M_SHARE	-1.848	0.536	-0.093	-3.450	0.001***
I_SHARE	0.215	0.143	0.054	1.507	0.132
CEOGM	-0.038	0.052	-0.020	-0.720	0.472
SIZE	0.073	0.027	0.113	2.705	0.007***
BETA	-0.073	0.070	-0.038	-1.051	0.293
ROR	-0.607	0.065	-0.274	-9.335	0.000***
LEV	-0.087	0.154	-0.017	-0.566	0.572
CR	0.000	0.001	0.009	0.318	0.750
ROA	0.429	0.405	0.036	1.057	0.291
PB	0.047	0.019	0.079	2.401	0.016**
TURN	0.036	0.015	0.087	2.409	0.016**
PE	-6.581E-05	0.000	-0.016	-0.623	0.533
AGE	0.002	0.003	0.027	0.849	0.396

註：表 6 資料為 2017 年至 2019 年臺灣上市公司之普通股（不含 TDR+F-股）中的單一家族。應變數為股價崩盤（CRASH），***表示達 1% 的顯著水準；**表示達 5% 的顯著水準；*表示達 10% 的顯著水準。各變數之名稱請見表 1。

表 7 為上櫃公司之各項控制變因與股價崩盤風險之迴歸分析結果，從表 7 中可得知，應變數股價崩盤風險（CRASH）與資產總額（SIZE）達 1% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現正向影響，顯示公司資產總額越多，股價崩盤風險越高；應變數股價崩盤風險（CRASH）與 CAPM_Beta 一年（BETA）達 5% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現負向影響，顯示公司 CAPM_Beta 一年越高，股價崩盤風險越低；應變數股價崩盤風險（CRASH）與年報酬率（ROR）達 1% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現負向影響，顯示公司年報酬率越高，股價崩盤風險越低；應變數股價崩盤風險（CRASH）與稅前息前折舊前淨利（ROA）達 5% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現正向影響，顯示公司稅前息前折舊前淨利越高，股價崩盤風險越高；應變數股價崩盤風險（CRASH）與年週轉率（TURN）達 1% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現正向影響，顯示公司年週轉率越高，股價崩盤風險越高；應變數股價崩盤風險（CRASH）與上

市年數 (AGE) 達 5% 顯著水準，且與股價崩盤風險呈現正向影響，顯示公司的上市年數越久，股價崩盤風險越高。

而董事會規模 (BOARD)、獨立董事人數 (IND)、獨立董事比率 (INDR)、董監總持股比率 (D_SHARE)、大股東持股比率 (B_SHARE)、法人持股比率 (I_SHARE)、董事長兼總經理 (CEOGM)、負債比率 (LEV)、流動比率 (CR)、股價淨值比 (PB) 及本益比 (PE) 等未達統計顯著水準，表示這些控制變因與股價崩盤風險無顯著影響。

表 7 上櫃公司之迴歸分析

模型	非標準化係數		標準化係數	T	顯著性
	B	標準誤	β		
(常數)	-2.155	0.653		-3.302	0.001***
BOARD	-0.035	0.027	-0.050	-1.292	0.197
INDR	-0.789	0.492	-0.064	-1.603	0.109
D_SHARE	0.197	0.259	0.031	0.761	0.447
B_SHARE	-0.072	0.379	-0.007	-0.190	0.849
M_SHARE	1.009	0.886	0.040	1.139	0.255
I_SHARE	-0.007	0.196	-0.002	-0.036	0.971
CEOGM	-0.072	0.063	-0.038	-1.148	0.251
SIZE	0.121	0.047	0.117	2.568	0.010***
BETA	-0.192	0.098	-0.093	-1.966	0.050**
ROR	-0.654	0.071	-0.340	-9.183	0.000***
LEV	-0.327	0.250	-0.059	-1.306	0.192
CR	0.008	0.013	0.027	0.658	0.511
ROA	1.277	0.585	0.096	2.183	0.029**
PB	0.017	0.025	0.029	0.679	0.497
TURN	0.073	0.019	0.188	3.882	0.000***
PE	-6.176E-05	0.000	-0.019	-0.565	0.572
AGE	0.016	0.007	0.093	2.358	0.019**

註：表 7 資料為 2017 年至 2019 年臺灣上櫃公司之普通股 (不含 TDR+F 股) 中的單一家族。應變數為股價崩盤 (CRASH)，***表示達 1% 的顯著水準；**表示達 5% 的顯著水準；*表示達 10% 的顯著水準。各變數之名稱請見表 1。

第五章 結論與建議

近年來，有關家族企業的研究漸漸受到重視，不僅著重在研發投資活動、公司經營績效或是接班人的探討，家族企業特性對盈餘管理、融資等的決策也同樣影響著股價崩盤的風險。

第一節 結論

本文以 2017 年至 2019 年臺灣上市櫃公司之普通股（不含 TDR+F-股）中單一家族之資料，共 2853 家公司，來探討公司治理是否會影響股價崩盤風險。實證結果發現，董事會規模（BOARD）、獨立董事比率（INDR）、董監總持股比率（D_SHARE）、大股東持股比率（B_SHARE）、經理人持股比率（M_SHARE）、CAPM_Beta 一年（BETA）及年報酬率（ROR）等與股價崩盤風險具有顯著性水準，且呈現負向影響，會降低股價崩盤風險。

資產總額（SIZE）、稅前息前折舊前淨利（ROA）、股價淨值比（PB）、年週轉率（TURN）及上市年數（AGE）等與股價崩盤風險具有顯著性水準，且呈現正向影響，會增加股價崩盤風險。

總而言之，家族企業的 NCSKEW 的值越大，表示公司股票收益率負偏態係數程度越高，報酬率波動也越劇烈，則股票的崩盤風險則越高。由於股價崩盤風險是一種公司因某些特定事件而導致股價崩跌的現象，若能了解這些事件對股價崩盤風險所產生的震盪，便可更進一步提供給公司經營者或投資人，做為在進行投資時的參考依據，藉以分散風險，增加公司營運之收益。

第二節 後續研究建議

本研究在探討公司治理對股價崩盤風險的影響，主要以單一家族控制為研究對象，然而，非家族企業之公司治理也與股價崩盤風險有著密切的關係，未來的研究者或許可以考慮根據所蒐集到的資料，進一步分析家族企業與非家族企業對股價崩盤風險的影響程度。

參考文獻

中文部份

- 王肇蘭、池祥萱、侯玟伶(2010),「股價跌破面值公司發放股票股利動機之實證研究」,會計與公司治理,第七卷第一期,31-51頁。
- 宋四君(2013),「好的公司治理品質能產生股價溢酬嗎?」,品質月刊,第四十九卷第五期,16-21頁。
- 李顯儀(2013),「公司治理資訊對股價傳遞速度之研究」,台灣管理學刊,第十三卷第一期,95-120頁。
- 林志翔、孫大忠(2017),「家族企業公司治理實務」,會計研究月刊,第三百八十四期,109-113頁。
- 林寶人(2010),「台灣上市櫃家族企業與公司績效」,會計學報,第三卷第一期,53-82頁。
- 張力、蔡函芳、林翠蓉、王禹軒、洪榮華(2013),「家族企業特性與經理人過度自信對其舉債決策之影響」,中山管理評論,第二十一卷第一期,123-163頁。
- 張元、涂峻瑋、許敏政(2017),「社會責任表現較佳的公司有較低的股價崩盤風險嗎?—來自上海證券交易所的證據」,兩岸金融季刊,第五卷第二期,23-66頁。
- 陳怡珮、林翠蓉、侯啟嫻、張力、謝佩娟(2012),「家族所有權、公司治理與風險承擔關係」,輔仁管理評論,第十九卷第二期,59-90。
- 陳麗如、彭金隆、王儷玲(2010),「台灣保險業公司治理結構對風險決策行為的影響」,管理評論,第二十九卷第四期,1-18頁。
- 曾煌鈞(2017),「淺談家族企業之治理」,證券暨期貨月刊,第三十五卷第九期,32-47頁。
- 黃麗津、林穎芬(2020),「總經理減薪效應、公司治理與家族企業」,臺大管理論叢,第三十卷第一期,65-102頁。
- 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，第十八卷第二期，57-90 頁。
- 蔡明宏、翁培師、王子綾、張航(2020)，「家族企業與集團企業中董事會性別組成對公司的影響：績效、研發投資以及現金持有」，管理學報，第三十七卷第一期，35-68 頁。
- 盧逸君、詹淑婷、蘇怡方、鍾喜梅(2019)，「家族集團股權結構與家族領導雙元性對 [主理人—主理人]-代理問題之探討」，人力資源管理學報，第十九卷第二期，29-55 頁。
- 賴丞坡、李昇倫(2012)，「公司治理對產險公司經營績效影響之研究」，保險專刊，第二十八卷第二期，169-185 頁。
- 戴怡蕙(2018)，「家族企業的監督水準與績效關聯性」，會計審計論叢，第八卷第二期，77-82 頁。
- 鍾喜梅、葉家豪(2010)，「家族連結、政商關係與多角化擴張：台灣家族集團的跨時分析」，組織與管理，第三卷第一期，67-106 頁。
- 羅進水(2019)，「基金經理人從眾行為與股價崩盤風險」，商管科技季刊，第二十卷第四期，371-401 頁。
- 羅進水、吳政宏(2018)，「崩盤風險、股票流動性」，商管科技季刊，第十九卷第二期，169-199 頁。
- 連勇智、鐘招正、方至民(2009)，「創業研究與家族企業：回顧與展望」，組織與管理，第二卷第二期，51-76 頁。

英文部份

- Ak, B. K., Rossi, S., Sloan, R., and Tracy, S. (2016), "Navigating stock price crashes," *The Journal of Portfolio Management*, Vol.42(4), pp.28-37.
- Baglioni, A. (2011), "Shareholders' agreements and voting power: Evidence from Italianlisted firms," *Applied Economics*, Vol.43(27), pp.4043-4052.
- Beckhard, R., and Dyer, W. (1983), "Managing continuity in the family-owned business," *Organizational Dynamics*, Vol.12(1), pp.5-12.
- Berrone, P., Cruz, C., and Gomez-Mejia, L. R. (2012). "Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research," *Family Business Review*, Vol.25(3), pp.258-279.
- Chemla, G., Habib, M. A., and Ljungqvist, A. (2007), "An analysis of shareholder Agreements," *Journal of the European Economic Association*, Vol.5(1), pp.93-121.
- Chen, E.-T., and J. Nowland. (2010), "Optimal board monitoring in family-owned companies : Evidence from Asia," *Corporate Governance:An International Review*, Vol.18(1), pp.3-17.
- Chin-Jung Luan, Ying-Yu Chen, Hsiu-Ying Huang, Kai-Shiuan Wang. (2018), "CEO succession decision in family businesses e A corporate governance perspective," *Asia Pacific Management Review*, Vol.23(2), pp.130-136.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L. H. P. (2000), "The separation of ownership and control in East Asian corporations," *Journal of Financial Economics*, Vol.58(1-2), pp.181-112.
- Daspit, J. J., Holt, D. T., Chrisman, J. J., and Long, R. G. (2016). "Examining family firm succession from a social exchange perspective: A multiphase, multistakeholder review," *Family Business Review*, Vol.29(1), pp.44-64.

- DeFond, M. L., Hung, M., Li, S., and Li, Y. (2015), "Does mandatory IFRS adoption affect crash risk?" *The Accounting Review*, Vol.90(1), pp.265-299.
- Denis, D., D. Denis, and A. Sarin. (1997). "Agency problems, equity ownership, and corporate diversification," *Journal of Finance*, Vol.52, pp.135-160.
- Du, J., and Y. Dai. (2005), "Ultimate corporate ownership structures and capital structures : Evidence from East Asian economies," *Corporate Governance : An International Review*, Vol.13(1), pp.60-71.
- Faccio, M. and L. Lang. (2002). "The ultimate ownership of Western European corporations," *Journal of Financial Economics*, Vol.65, pp.365-395.
- Gallo, M. A., and Sveen, J. (1991), "Internationalizing the family business : Facilitating and restraining factors," *Family Business Review*, Vol.4(2), pp.181-190.
- Gomez-Mejia, L., M. Nunez-Nickel., and I. Gutierrez. (2001), "The role of family ties in agency contracts," *Academy of Management Journal*, Vol.44, pp.81-95.
- Hameed, A., Kang, W., and Viswanathan, S. (2010), "Stock market declines and liquidity," *Journal of Finance*, Vol.65(1), pp.257-293.
- Hui, K. , Liang, C. , Yeung, E. (2018), "The effect of major customer concentration on firm profitability: competitive or collaborative," *Review of Accounting Studies*, Vol.24, pp.189–229.
- Jeong-Bon Kim, LeyeLi, LouiseYi Lu, Yangxin Yu.(2016), "Financial statement comparability and expected crash risk," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.61, pp.294–312.
- Jin, L. and S. C. Myers. (2006), "R2 around the World: New Theory and New Tests," *Journal of Financial Economics*, Vol.79, pp.257-292.
- John, K., Litov, L. and B. Yeung.(2008), "Corporate Governance and Risk- Taking," *Journal of Finance*, Vol.63(4), pp.1679-1728.
- Kamran Malikov, Mehmet Demirbag, Azimjon Kuvandikov, Stuart Manson.(2021),

- “Workforce reductions and post-merger operating performance : The role of corporate governance,” *Journal of Business Research*, Vol.122, pp.109-120.
- Kim, J. B., Sun, S. T., and Zhang, Z. (2017), “Technology spillovers, information externality and stock price crash risk,” *Available at SSRN*, pp.44.
- Kim, J. B., Wang, Z., and Zhang, L. (2016), “CEO overconfidence and stock price crash risk,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.33(4), pp.1720-1749.
- Kim, Y., H. Li. and S. Li. (2014), “Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk,” *Journal of Banking and Finance*, Vol.43, pp.1-13.
- Kiran Kandade, Georges Samarab, Maria José Paradad, and Alexandra Dawsons. (2020), “From family successors to successful business leaders: A qualitative study of how high-quality relationships develop in family businesses,” *Journal of Family Business Strategy Available online*, Vol 12.
- Laura Ballester, Ana González-Urteaga, and Beatriz Martínezc.(2020), “The role of internal corporate governance mechanisms on default risk:A systematic review for different institutional settings,” *Research in International Business and Finance*, Vol.54, pp.101-293.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H., and Cannella, A.(2007), “Are family firms really superior performers?” *Journal of Corporate Finance*, Vol.13, pp.829-858.
- Pirson, M., and Turnbull, S. (2015), The future of corporate governance: network governance-a lesson from the financial crisis, ” *Hum. Syst. Manag*, Vol.34, pp.81–89.
- Robin, A. J., and Zhang, H. (2015), “Do industry-specialist auditors influence stock price crash risk? ” *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, Vol.34(3), pp.47-79.
- Wiklund, J. and D. Shepherd. (2003), “Knowledge-Based Resources, Entrepreneurial Orientation, and the Performance of Small and Medium-Sized Businesses,” *Strategic Management Journal*, Vol.24(13), pp.1307-1314.
- Wiseman, R. M. and L. R. Gomez-Meija. (1998), “A Behavioral Agency Model of

Managerial Risk Taking,” *Academy of Management Review*, Vol.23(1), pp.133-153.

Xiaofang Ma, Wenming Wang, Jiangang Wu, and Wenlan Zhang. (2020), “Corporate customer concentration and stock price crash risk,” *Journal of Banking Finance*, Vol.119.

Yeh, Y.-H., and T. Woidtke. (2005), “Commitment of entrenchment?: Controlling shareholders and board composition,” *Journal of Banking and Finance*, Vol.29(7), pp.1857-1885.

