

公司治理是否能增加我國家族企業之企業價值

Is Corporate Governance Profitable to Firm Value? An Analysis of Taiwan Family Business

黃素慧¹ 黃劭彥² 洪嘉聲³ 林萱霈⁴

(Received: Jul. 5, 2011 ; First Revision: Aug. 23, 2011 ; Accepted: Sep. 1, 2011)

摘要

本研究以我國家族企業為研究對象，探討相較於非家族企業，公司治理對家族企業之企業價值的影響，與以往研究不同之處為，本研究考慮很多企業具有集團特性，包括家族企業，進一步再將家族企業依是否具有集團特性區分為單一家族企業與家族集團企業，探討在同樣是家族企業下，是否會因具有集團特性，而使公司治理對其企業價值之影響有所不同，並另以集團企業為對象，驗證相較於單一集團企業，具有家族特性之集團企業，公司治理對其企業價值之影響會有所不同，用以驗證無論是否為單一企業或集團企業，只要具有家族之特性，更應注意公司治理機制之設置，有助於提昇其企業價值。

本研究結果支持公司治理確實對我國家族企業之企業價值有重大影響，實證結果發現相較於非家族企業，董事會規模及獨立董事之設置會顯著正向影響家族企業之企業價值，且相較於單一家族企業，若為家族集團企業時，經營更形複雜，更應具備一定之董事會規模及獨立董事，使能提昇其企業價值。而相較於非家族企業，家族企業更應減小控制權與現金流量權偏離程度，但在參與管理及資訊透明度是否會重大影響家族企業之企業價值，本研究未取得支持之證據。另外，本研究發現電子業確實會有顯著較高的企業價值。

關鍵詞：公司治理、家族企業、家族集團企業、企業價值

Abstract

The focus of this study is to investigate the influence of board size, outside directors, the deviation between voting right and cash flow right, the dual role of CEO and chairperson of the board, and information transparency on firm value of family business. Most studies of family business have focused on either family business or business group, while few studies have reported on both. We have attempted to combine both characteristics in this study. For

¹朝陽科技大學會計學系助理教授

²中正大學會計與資訊科技學系副教授

³南華大學會計資訊系副教授

⁴安侯建業聯合會計師事務所審計部高級審計員

identifying whether “family” or “group” is the most significant factor which will affect how to establish corporate governance mechanisms in family business group, we adopt business groups as the samples to identify whether corporate governance will have more influence on the value of family business group by comparison with nonfamily business group.

The results indicate that corporate governance does matter in Taiwan family business. Board size and outside directors are important corporate governance mechanisms for family businesses, especially for family business groups. Family businesses should reduce the deviation between voting right and cash flow right in order to avoid harming firm value. We find no evidence that the dual role of CEO and chairperson of the board and information transparency affect firm value. We also find that firms belonging to the electronics and information technology industries have significantly higher firm value.

Keywords: Corporate Governance, Family Business, Family Business Group, Firm Value

1. 前言

Black(2001)發現在法令限制較少的國家，公司治理行為會強而有力的影響企業價值，Bolton and Bhagat (2008)也指出好的公司治理機制會提高營運績效，有助於提高企業價值，增加投資者對企業價值之信賴。因此，對於公司治理績效較佳的公司，投資者較願意相信管理階層之經營，可減輕代理問題，致使在相同發行條件之下，投資人會願意以較高價格投資該公司(Newell & Wilson, 2002; 廖秀梅、李建然、吳祥華，2006)。

先進國家與新興市場大部份的公司是以家族企業起家(倪衍森、廖容岑，2006)，家族企業在某些文化上確實與其他企業有所不同，且會影響其企業價值(Vilejo, 2008)，其中，家族企業會因具有「親屬」與「經濟」關係而較難解決某些衝突，且易縱容無生產力之行為發生，引發較嚴重的代理問題(Schulze, Lubatkin, Dino and Buchholtz, 2001; Schulze, Lubatkin & Dino, 2003)，另因家族企業多為大股東所掌權，資訊不對稱的問題更甚於非家族企業，因而大股東如只著重於自身家族的權益，會影響眾多小股東的利益(倪衍森、廖容岑，2006)，故相較於非家族企業，家族企業更應注意代理問題的存在。

家族企業是台灣民營企業擁有的特色之一(許士軍，1997)，在台灣佔有舉足輕重的角色，自1996年至2006年間，家族企業占我國上市及上櫃公司約59%(林嬋娟、張哲嘉，2007)，不僅為台灣創造了經濟奇蹟，且為支配台灣經濟體系的重要力量之一，然而隨著產業結構與社會結構變遷，加上國際化與全球化的風潮，部份家族透過相互持股或互為董事結合控制多家公司，形成家族集團企業(葉銀華，1998；葉銀華，1999)，例如：台塑、國泰、長榮、新光、力霸等。我國前一百大集團企業中，多數具有濃厚的家族色彩(中華徵信所，2006)，且家族控股型態之公司及席次(或股份)控制權與盈餘分配權偏離程度較高之企業，經營績效顯著較差(林宛瑩、許崇源，2008)，據此，本研究以



為當企業具有家族又兼有集團特性時，相較僅具有家族特性或僅具有集團特性者，其組織結構、股權結構及營運更形複雜，公司治理對其企業價值的影響是否因其具有“家族”、“集團”、或同時具有“家族及集團”而有所不同，故進一步將家族企業依是否具有集團企業特性，區分為單一家族企業與家族集團企業，探討同樣屬於家族企業下，是否會因其具有集團特性，使公司治理對其企業價值之影響有所不同。

綜上所述，本研究目的有二：(一)探討相較於非家族企業，公司治理對家族企業之企業價值影響。(二)驗證具有“家族”及“集團”特性下，公司治理對企業價值影響。因此，進一步將家族企業依其是否具有集團特性，區分為單一家族企業與家族集團企業，探討公司治理對其企業價值之影響。

有別於以往相關研究，本研究有以下三點：第一，過去探討公司治理與企業價值關聯之研究，主要以一般企業或僅以家族企業、集團企業為探討對象，甚少同時從家族及集團此二大特性探討公司治理對企業價值之影響；第二，本研究中除比較家族企業與非家族企業外，亦考慮是否具有集團特性，以二個方式(1)家族企業為樣本，依其是否具有集團特性，比較單一家族企業與家族集團企業；(2)改以集團企業為樣本，依是否具有家族特性，比較單一集團企業與家族集團企業，分別探討公司治理對其企業價值影響，並取得當企業係屬家族企業時，無論是否具有集團特性，公司治理有益提昇其企業價值之證據；第三，我國監理單位為了保護投資人權益，持續制定及修正相關公司治法法規，本研究除可協助企業管理當局架構適合本身企業之公司治理機制外，更可提供我國政府監理單位於制定或修正相關公司治理規範時之參考依據，尤其是具有交叉持股或金字塔結構之家族企業，以達到強化確實發揮公司治理機制之目的。

本研究後續依序為第二單元探討相關文獻，將彙總家族企業、集團企業、公司治理與企業價值之研究，並據此建立相關研究假說；第三單元為研究方法，分別說明樣本來源、變數衡量及實證模式等；第四單元為實證結果之分析，及敏感性測試；最後，針對本文之結果提出結論，並說明研究限制。

2. 文獻探討與研究假說

2.1 家族企業定義

一般來說，企業之所有權與經營權是分離的，但家族企業將「家族」關係注入企業經營中，使得家族企業所有權、經營權與管理權變得更密不可分。國內外學者主要以所有權、控制權與管理權三大觀點來定義家族企業。從所有權觀點來定義家族企業者，是以家族是否持有或控制企業一定程度的股權作為判斷標準，例如：家族成員持有股權比率超過 10% 以上 (Mok, Lam and Cheung, 1992; Lam, Mok, Cheung and Yam, 1994; 葉銀華, 1998; 李永全、馬黛, 2006) 或家族成員持股比率達 20% 以上 (La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer, 1999; 倪衍森、廖容岑, 2006; 范宏書、陳慶隆, 2007) 來區分家族與非家族企業。



從控制權觀點來定義家族企業者，主要是以企業經營是否由家族操控作為判斷依據，若家族成員於董事會中佔有一定比率席次時，則可以操控董事會並擁有企業之決策權及高階主管的任免權，因此，部分研究針對家族企業定義係以董監事席次比率作為判斷標準(Anderson and Reeb, 2003; Mok *et al.*, 1992; Lam *et al.*, 1994)，例如董事會中同一家族所持有董事會席次超過 50%(楊朝旭, 2004; 楊朝旭與蔡柳卿, 2003; 葉銀華, 1998; 李永全、馬黛, 2006; 湯麗芬、李建然, 2008)或董事會中同一家族持有董事會席次超過 51%(廖秀梅等, 2006)。從管理權觀點來定義家族企業者，主要是以家族成員是否於企業擔任管理職務(Chrisman, Chua and Steier, 2002; Chrisman, Chua and Litz, 2004)，例如：家族成員擔任董事長或總經理(葉銀華, 1999; 楊朝旭, 2004; 楊朝旭與蔡柳卿, 2003; 蘇淑慧、呂倩如與金成隆, 2009); Chrisman *et al.*(2002)與 Chrisman *et al.*(2004)指出同時自所有權、管理權及繼承權定義該企業是否為家族企業，如該企業同時符合家族成員持有股份比率、家族成員擔任管理職位及企業之繼承由家族成員中挑選等此三條件者，即視為家族企業。

本研究認為家族企業多由家族長所創立，持有具控制水準之股權再一代傳承一代，並控制董事會之運作，依此推論，本研究認為家族之成員可透過對該企業之股權直接或間接持有進而掌握或影響該企業之經營或管理，甚至掌控董事會之運作，因此，「控制權」為家族企業重要關鍵因素，本研究參考 La Porta *et al.*(1999)與 Yeh, Lee and Woitdke (2001)對家族企業之定義作為標準，「當數股東同屬一家族且其股權總和超過 20%者」視為家族企業。

2.2 集團企業定義

有關集團企業之定義學者並沒有一致的看法，在國外方面，集團企業主要是由數個分子企業結合而成的一種特殊組織型態，擁有共同的企業家與財務控制，因此當集團的資本為單一家族提供及高階管理者通常由單一家族成員擔任時，即形成集團企業之特色(Leff, 1978); Chung(2001)與 Khanna and Rivikin (2001)將集團企業定義為「在法律上其各自獨立，但在交易市場上卻具有一致的制度與營運作業並被視為一體」；南韓公平交易委員會(Korea Fair Trade Commission, 簡稱為 KFTC)則將集團企業定義為一群持有超過 30% 以上之股份之控制股東及聯屬公司(Bae, Kang and Kim, 2002; Kim and Yi, 2006)。

在國內方面，民國 86 年時公司法增訂「關係企業專章」，將關係企業做一明確之定義。蔡明田與廖曜生(2001)提出集團企業是由一群獨立而彼此具有控制與從屬關係之關係企業所組成之企業體。證券交易所制定了臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則補充規定第六條，條文中明確的規定了「集團企業」係指於申請上市會計年度及其最近一個會計年度內，與申請公司彼此間具有控制或從屬關係之企業整體。中華徵信所(2008)則指出，集團企業是由客觀條件與主觀條件所構成，具有客觀條件者視為關係企業，再配合心理上之認同則稱為集團企業。



綜合公司法、證券交易所、中華徵信所及各學者之主張整理可知，多以具有實質控制權、董事或總經理合計有半數以上相同者、半數以上相同股東出資者、取得對方過半數之董事席位者等來定義集團企業，因此，本研究將集團企業之定義為，凡是最終控制者相同之公司符合下列條件之一者，則視為集團企業：(一)前 10 大股東或持股超過 5% 以上之股東多為同一家族成員或由家族控制之法人；(二)董監事組成三分之一以上相同者；(三)主要經營階層相同，董事長或總經理相同；(四)具有控制或從屬關係，持股超過 10% 或不足但具有實質控制力；(五)具有相互投資關係。

2.3 公司治理與企業價值

2.3.1 董事會職能

我國家族企業的核心代理問題較為嚴重(呂佳玲、林基煌，2008)，而公司治理主要在降低代理成本及防範代理問題的發生，洪榮華、陳香如及柯錦瑩(2005b)指出台灣公司治理尚有很大的進步空間。其中，內部公司治理機制核心為董事會，董事會同時具有控制、策略、資源依賴及服務功能(謝錦堂，2009)，亦即董事會除傳統監督角色外，亦具有緩和各利害關係人利益衝突的機制，且協助管理者因應複雜及不確定性的外部環境、擬定公司的重大策略，以提高公司績效(廖秀梅等，2006)。因此，本研究將董事會職能區分為董事會規模、獨立董事比率及參與管理三部分加以探討。

2.3.1.1 董事會規模

董事會規模與組成會影響董事會運作的有效性(姚蕙芸與黃銘圭，2009)，部分研究結果公司規模越大，更需外部資金，當公司不願意舉債而採發行新股取得資金時，相對必須接受外部監督而增加董事會人數，對專業知識需求也會增加(李馨蘋與莊宗憲，2007)，故較大規模的董事會因可擁有不同管理特質、教育背景和專業技能之人員所組成，會提昇決策的有效性(姚蕙芸、黃銘圭，2009)，因此董事會規模會與企業價值呈正向關係(李馨蘋、莊宗憲，2007)。Newell and Wilson (2002)即指出對股東而言有良好公司治理架構之企業其最適董事會規模為 5 至 9 人。但 Lipton and Lorsch(1992)及 Jensen(1993)研究發現，較小規模董事會較能監督管理當局的決策行為，增加企業績效，其中 Jensen(1993)提出若董事會規模過大(超過 7 人或 8 人時)，組織內部容易產生派系，不容易整合不同之意見，易產生「人多嘴雜」之情況，反而使決策效率變差，企業價值降低(Dechow, Sloan and Sweeney, 1996 ;Yermack, 1996 ; Eisenberg, Sundgren and Wells, 1998)。

本研究認為因家族企業具有「親屬」與「經濟」關係之特性，而本研究對家族企業之定義是以「控制權」作為衡量標準，亦即在家族企業中，董事會多為家族董事握有控制權進而影響企業之決策，此時，若董事會規模過小會導致家族董事主導董事會，若家族利益與小股東利益不一致時，反而會做出自利於家族之行為而減損小股東的利益；若董事會規模大，董事會中除了家族董事外會增加非家族董事席次，此時較能夠制衡董事



會決策的力量，較不偏向家族利益，有利於提高企業價值，因此，建立假說 1-1：相較於非家族企業，董事會規模與家族企業之企業價值有較強之正向關聯。

當企業具有家族特性時，本研究認為董事會規模大時較能夠產生制衡之力量，亦即當具有家族特性時，董事會規模與企業價值呈正向關係，且同時具有集團特性時(本研究稱為「家族集團企業」)，企業之複雜程度會高於單一家族企業。雖然有學者指出集團企業之董事會規模擴大時，會提高企業多角化的程度，易造成溝通及協調的困難度，反而有損企業價值(馮君弘，2002)，但亦有學者研究指出在集團企業之董事會，當有較高比率的管理人員擔任董事時會產生更嚴重的代理問題(Zhang, 2008)，換句話說，如果企業之董事會規模小且有管理人員參與董事會，會損害企業價值，本研究以為對於家族集團企業而言，董事會中更需有制衡力量存在，應具備一定規模之董事會，避免少數人之決策損害多數人利益，才有利於企業價值的提昇。因此，董事會規模會對其企業價值之提昇有所幫助，據此建立假說1-2：相較於單一家族企業，董事會規模與家族集團企業之企業價值有較強之正向關聯。

2.3.1.2 獨立董事比率

廖秀梅等(2006)指出在家族企業中設置獨立董事能提昇企業績效，換言之，獨立董事會顯著增加股東價值(MacAvoy and Millstein, 1999)。當外部董事席次比率以及獨立董事專業性愈高，對於企業之信用風險而言，有助於信評機構給予較佳的信用風險評量(林宛瑩等，2009)，企業可能因此取得成本較低之資金，此可推論獨立董事的設立有助於監督功能的發揮，始能有較佳的信用風險評量及提昇企業真實價值；且 Baek, Johnson and Kim(2009)研究發現當外部董事比率愈高，愈可能揭露有關董事會及管理階層決策的過程，進而降低資訊不對稱，且陳振遠、王朝仕與徐如萍(2008)研究發現獨立董事人數會正向影響市場價格，亦有多數研究指出獨立董事比率與企業價值呈正向關係(Rosenstein and Wyatt, 1997; Omran, 2009; 洪榮華、陳香如與王玉珍，2005a; 許崇源與朱全斌，2006; 方俊儒、李秀英與龍春伶，2008)，但 Agrawal and Knoeber (1996)及 Yermack (1996)卻指出外部董事比率與企業價值呈負相關，原因為董事會可能因政治因素而額外增加外部董事席次，包括政治人物、環保人士、消費者代表，此舉動可能會降低公司績效。因此，是否具有較高獨立董事比率的董事會必能架構出較好的董事會機能，以往研究結果未有一致之結果。

雖然決定公司治理機制的優劣在於是否獨立董事實際發揮其職能(林嬋娟、張哲嘉，2009)，但本研究認為前題必須為企業先有獨立董事(註5)的設置，許多國家規定董事會中必須設有獨立董事，獨立董事能夠代表社會大眾利益，監督公司運作，考量家族

註5：學者之研究有些為「外部董事」，有些為「獨立董事」，我國證券交易所於91年2月22日公告修正之「有價證券上市審查準則」第9條及「有價證券上市審查準則補充規定」第17條明定『獨立董事』之資格條件，且95年1月11日公告修正後證券交易法，給予公司設置獨立董事之依據，現已無採用「外部董事」此一名詞，因此，本研究採「獨立董事比率」，而非「外部董事比率」。



企業特性，董事會中家族董事席次比率通常較非家族企業高，若能增加獨立董事比率反而較能制衡家族董事，降低家族董事掌控整個董事會決策，做出自利行為而損害小股東利益之決定，據此建立假說 2-1：相較於非家族企業，獨立董事比率與家族企業之企業價值有較強之正向關聯。

當企業為集團企業時，因交叉持股因素導致代理問題較為嚴重，而獨立董事機制可替小股東扮演著監督的角色，降低代理問題，增加小股東投資的意願(洪榮華等，2005a)，故當企業為家族集團企業時，代理問題會較單一家族企業多，若額外增加獨立董事比率更能監督董事會之經營，應會降低代理成本，在集團企業中獨立董事與企業價值應具有正向影響。因此，本研究以為相較於單一家族企業，獨立董事比率對於家族集團企業之企業價值應具有更為正向的影響，建立假說 2-2：相較於單一家族企業，獨立董事比率與家族集團企業之企業價值有較強之正向關聯。

2.3.1.3 參與管理－董事長兼任總經理

有些學者研究發現當董事長兼總經理時(雙重性)，與公司價值呈正相關(Donaldson and Davis,1991; Daily and Dalton,1993; 杜玉振、黃荃與林容竹，2002)，可能的原因為當總經理具雙重身份時，公司的目標與作業可以獲得清楚的聚焦，降低資訊不對稱的情形，況且董事長兼任總經理時，可能基於其自身利益盡心盡力於公司經營之上，因此會提昇企業之價值，使得公司績效較佳。但亦有學者指出此雙重性會對該企業之信用評等有不利的影响(林宛瑩等人，2009)，且 Lam and Lee(2008)發現在家族企業中，當 CEO 不具雙重性時會正向影響公司績效，主要因為董事會係由股東所選任之董事所組成，再經由董事會任命與監督管理團隊，如 CEO 不具雙重性，則能將決策執行者與監督者分離，可創造股東最大價值。

本研究認為董事會代理股東執行監督角色，若以代理理論觀點探討，股東倚重董事會監督管理團隊，由於家族企業有「用人唯親」觀念，在選擇管理者時通常以家族成員為優先考量，尤其是董事長與總經理此二要角。當董事長兼任總經理時，決策執行者及決策監督者的角色重合，頗有「球員兼裁判」意味，可能發生董事會為管理團隊所把持會削弱董事會獨立性及客觀性，降低監督效果，大幅減弱董事會緩和代理問題的功能，股東與管理者間代理成本會增加，對企業價值產生負向的影響(Yermack, 1996; Zhang, 2008; 洪榮華等，2005a; 廖秀梅等，2006; 石水平與石本仁，2009)，但從另一角度審視，當 CEO 具雙重性時，對於政策之執行較能聚焦，且企業利益與本身利益也較息息相關，因此反而有利於企業價值的提昇，據此，本研究建立假說 3-1，但不預期影響方向：相較於非家族企業，董事長兼任總經理與家族企業之企業價值有較強之關聯。

因集團企業具有企業規模大及交易複雜之缺點，此時若董事長兼總經理，更可能會基於自身之利益考量盡心盡力於企業之經營決策上，可提昇企業之價值，但也因此降低董事會對總經理的監督能力，因此，本研究進一步將家族企業依是否具有集團特性區分為家族集團企業與單一家族企業時，預期相較於單一家族企業，總經理有兼任情形



時，更會影響家族集團企業之企業價值，建立假說 3-2：相較於單一家族企業，董事長兼任總經理與家族集團企業之企業價值有較強之關聯。

2.3.2 股權結構

當企業因具有股權集中之特性且對企業具有實質控制能力，此時會由管理者與股東之間的傳統代理問題(註6)轉變為控制股東與小股東之間的核心代理問題，多位學者研究指出當企業具有核心代理問題時，控制股東對小股東會進行財富侵佔，企業價值會隨著降低，因此，當控制權與現金流量權偏離程度會與企業價值成負向關係，表示控制股東控制權與現金流量權偏離幅度愈大時，會有較低的企業價值，亦即控制股東對小股東進行財富侵佔的幅度會愈大(La Porta *et al.*, 1999; Claessens, Djankov and Lang, 2000; Fan and Wong, 2002; Lemmon and Lins, 2003; Yeh, Shu and Guo, 2008; 高蘭芬、陳振遠與李焮慈，2006；葉勇等，2007；楊朝旭、蔡柳卿與吳幸蓁，2008；劉錦紅，2009)。

許多上市公司的控制股東會透過金字塔結構、交叉持股與互為董事等方式而達到控制企業之目的，造成控制權與現金流量權偏離一股一權的不合理現象，使得所掌握的控制權超過現金流量權，此情況下，控制股東可能藉由利益輸送和掏空資產等方式，剝奪小股東的財富，衍生控制股東與小股東之間的核心代理問題(La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; 蘇淑慧等，2009)。本研究以為相較於非家族企業，家族企業中的大股東利益侵佔問題更為嚴重(葉勇等，2007；鄒暉，2008)，黃俊秋與張奇峰(2007)即發現控制權及現金流量權的分離程度愈大，控制性家族掏空上市公司的機率愈高，原因為控制權和現金流量權的偏離則會加劇控制性家族與小股東之間的代理衝突，產生利益侵佔效應，降低企業之盈餘資訊內涵，亦即當控制股東所擁有的現金流量權越高，企業價值也越高(La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer and Vishny, 2002)，控制權與現金流量權偏離程度會與企業績效成負相關(石水平、石本仁，2009)，據此建立本研究假說 4-1：相較於非家族企業，控制權與現金流量權偏離程度與家族企業之企業價值有較強之負向關聯。

本研究認為集團企業多利用金字塔結構與交叉持股等方式增加其對企業之控制能力，此方式會導致控制權與現金流量權偏離程度愈大，愈具有負的侵占效果，對企業價值會產生更負向影響，因此在家族企業中，相較於單一家族企業，控制權與現金流量權偏離程度對家族集團企業之企業價值應該具有更負向的影響，建立假說 4-2：相較於單一家族企業，控制權與現金流量權偏離程度與家族集團企業之企業價值有較強之負向關聯。

2.3.3 資訊透明度

註6：傳統代理問題係指在股權分散的公司中，因為企業的控制權與所有權分離，因此在自利的動機之下，接受委託經營的管理當局有誘因為極大化個人效用而採取違背公司利潤(或股東利益)極大化的行為，亦即管理當局與股東之間存在利益衝突(金成隆等，2007)。



資訊透明度係指企業將公司經營、財務績效及公司治理等相關資訊向投資人做即時且適當的公開揭露，主要內容除財務相關資訊外，包含附註、重大消息及時揭露、管理當局對未來營運政策或規劃的相關訊息等（薛明玲、蔡朝安，2003）。若由外部投資者角度觀之，Lang and Lundholm(1996)提出管理者自願性揭露資訊的誘因在於減輕資訊不對稱(註7)，有助於提高投資人的投資意願；若由企業內部人員角度而言，資訊揭露可降低資訊不對稱行為，減少企業做出不利於公司的決策，損害股東的權益，進而提昇企業價值(周建新與林宗得，2005)，因此，較佳的資訊揭露品質可以提昇企業價值(Bloomfield and Wilks, 2000; Patel, Balic and Bwakira, 2002; 周建新、林宗得，2005)，也是提昇公司治理機制的重要源頭之一。

我國行政院於民國 91 年 5 月 31 日通過「挑戰 2008:國家發展重點計畫(2002-2007)」明確宣示制定「公司治理最佳實務準則」，其中，強化公司資訊內容之透明度為發展重點。證券暨期貨市場發展基金會於民國 92 年開始實行資訊揭露評鑑系統，一年辦理一次評鑑，並以全體上市櫃公司（不含管理股票、二類股票及興櫃股票）為評鑑對象，於 2004 年 5 月 10 日發布「第一屆上市櫃公司資訊揭露評鑑系統」之評鑑結果(證券暨期貨市場發展基金會，2008)。證基會實施此評鑑系統的目的為期望藉由企業資訊的透明化，讓外部監督力量來督促企業落實公司治理的相關機制。

本研究認為因資訊不對稱是造成代理問題主要因素之一，高蘭芬等人(2006)研究即發現在我國電子業中，當其企業績效愈好，其資訊透明度愈高，此意謂資訊之揭露會傳遞企業相關績效訊息，應會影響投資者對其企業價值之評估。Chen, Chen and Cheng (2008)研究即指出相較於非家族企業，家族企業會有較少的盈餘預測資訊之揭露，但家族股東在考量其法律責任及聲譽下，亦可能會傳遞較多的盈餘警訊。因此，本研究以為若家族利益與小股東利益不一致時，家族管理者可能會隱匿資訊做出自利行為而損害小股東權益，若資訊愈透明，會因降低資訊不對稱而使代理成本減少，進而提昇企業價值，建立假說 5-1：相較於非家族企業，資訊透明度與家族企業之企業價值有較強之正向關聯。

集團企業中，其轉投資之子公司，經常為有限公司或資本額小於兩億元公司，因不須公開發行，資訊透明度及公眾監督力量較不足，故集團企業較易衍生內線交易、非常規交易及交叉持股之問題，代理問題可能較為嚴重(洪榮華等，2005b)。本研究認為於家族集團企業中，因同時具有家族及集團兩大特性，資訊透明度的提昇更顯重要，因此，相較於單一家族企業，資訊透明度對於家族集團企業之企業價值應具有更正向影響，建立假說 5-2：相較於單一家族企業，資訊透明度與家族集團企業之企業價值有較強之正向關聯。

註7：管理當局掌握公司資源，擁有較外部投資者更多公司資訊，但卻未透露與外部投資者而產生資訊不對稱的情況(Barnea, Haugen & Senbet, 1980)。



3. 研究方法

3.1 實證模型及變數衡量

本研究分別以模型(1)驗證研究目的一：相較於非家族企業，公司治理對家族企業之企業價值的影響；模型 (2) 驗證研究目的二：相較於單一家族企業，公司治理對家族集團企業之企業價值的影響。

$$\begin{aligned} PRICE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{it} \times Family_{it} + \beta_2 OUTB_{it} \times Family_{it} + \beta_3 DUA_{it} \times Family_{it} \\ & + \beta_4 SEP_{it} \times Family_{it} + \beta_5 INF_{it} \times Family_{it} + \beta_6 Family_{it} + \beta_7 DEBIT_{it} \\ & + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 CPI_t + \beta_{10} LnSize_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} PRICE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{it} \times Group_{it} + \beta_2 OUTB_{it} \times Group_{it} + \beta_3 DUA_{it} \times Group_{it} \\ & + \beta_4 SEP_{it} \times Group_{it} + \beta_5 INF_{it} \times Group_{it} + \beta_6 Group_{it} + \beta_7 DEBIT_{it} \\ & + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 CPI_t + \beta_{10} LnSize_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

其中， i 為公司別，表第 i 公司， t 為年度別，表第 t 年，本研究取樣期間為 2003 年至 2007 年，各變數定義如下所述：

$PRICE_{it}$ 企業價值；本研究企業價值之衡量以 i 公司第 t 期期末市值取自然對數後衡量之。

$BSIZE_{it}$ 董事會規模； i 公司第 t 期董事總席次，驗證假說 1 及預期其對企業價值為正向或負向影響。

$OUTB_{it}$ 獨立董事比率； i 公司第 t 期獨立董事席次除以董事總席次之百分比，驗證假說 2 及預期其對企業價值為正向影響。

DUA_{it} 董事長兼任總經理； i 公司第 t 期之虛擬變數，當董事長兼任總經理時設為 1，其它為 0，驗證假說 3 及預期其對企業價值為負向或正向影響。

SEP_{it} 控制權與現金流量權偏離； i 公司第 t 期之控制權減掉現金流量權，其中，控制權為公司之最大控制股東實際擁有公司之直接控制權與間接控制權，所謂「直接控制權」係指登記於最終控制者名下的控制權；間接控制權則為控制股東透過其他公司，間接持有該公司之股權，計算方式為最大控制股東對公司的控制鏈之最小股權比率相加；「現金流量權」為公司之最大控制股東對於公司現金流量的分配權，亦即最大控制股東對該公司真正出資的比率，計算方式為找出公司最大股東並將控制鏈上的各股權相乘後相加。驗證假說 4 及預期其對企業價值為負向影響。

INF_{it} 資訊透明度； i 公司第 t 期之資訊透明度，資料來源為證券交易所及證券櫃檯買賣中心委託證券暨期貨市場發展基金會(證基會)所建置之「資訊揭露評鑑系統」為主，此系統依評鑑成績高低於第一屆(2003)及第二屆(2004)僅分為資訊較透明與資訊較不透明二組，第三屆(2005)開始則依成績高低區分為 A+ 級、A 級、B 級、C 級及 C- 級，本研究將資訊透明度設為虛擬變數，將第一屆及第二屆之評鑑結果為資訊較透明者為 1，其他為 0，第三



屆開始則為 A+級與 A 級為 1，其它為 0，藉以驗證假說 5，且預期其對企業價值為正向影響。

$Family_{it}$ 家族企業； i 公司第 t 期之虛擬變數，當數股東同屬一家族且其股權總和超過 20% 者為 1，否則為 0。

$Group_{it}$ 集團企業； i 公司第 t 期之虛擬變數，若符合本研究集團企業定義者為 1，否則為 0。

ε_{it} 隨機誤差項。

此外，本研究考慮尚有其它可能影響企業價值之因素，例如：負債比率、物價指數與資產報酬率，說明如下：

$DEBIT_{it}$ 負債比率； i 公司第 t 期總負債除以資產總額。Maury and Pajuste (2005) 提出長期負債比率與企業價值呈負向關係，陳四清(2004)亦指出負債將增加企業的財務危機成本和債務融資代理成本，從而降低企業價值；此外，高負債比率為較差公司治理之風險因子之一(Smiechewicz, 2009/2010)，利息費用也會使得公司盈餘減少，降低企業價值(廖秀梅等，2006)，因此本研究將負債比率作為控制變數，預期負債比率對企業價值為負向影響。

ROA_{it} 資產報酬率； i 公司第 t 期資產報酬率。當資產報酬率愈高，表示資產運用於賺取利潤的能力愈高，因此本研究預期資產報酬率對企業價值有正向影響。計算公式如下：

$$ROA_{it} = \frac{\text{經常淨利} + \text{利息支出} \times (1 - 25\%)}{\text{平均資產總額}} \times 100\%$$

CPI_t 物價指數；第 t 期台灣消費者物價指數 CPI 年增率，2006 年=100。本研究認為企業營運及資產價值會受到物價指數之影響，本研究亦控制消費者物價指數此一影響。

$LnSize_{it}$ 公司規模； i 公司第 t 期之期末總資產取自然對數。

茲將各變數之定義彙總於表 1。

表 1 變數定義表

變 數	定 義
企業價值($PRICE$)	以期末市值取自然對數衡量。
董事會規模($BSIZE$)	以董事總席次衡量。
獨立董事比率($OUTB$)	以獨立董事席次除以董事總席次之百分比衡量。
董事長兼任總經理(DUA)	虛擬變數，董事長兼任總經理時為 1，其它為 0。
控制權與現金流量權偏離(SEP)	為控制權減掉現金流量權。
資訊透明度(IN_t)	虛擬變數，將第一屆及第二屆之資訊揭露評鑑結果為資訊較透明者為 1，其他為 0，第三屆開始則為 A+級與 A 級為 1，其它為 0。
家族企業($Family$)	虛擬變數，當數股東同屬一家族且其股權總和超過 20% 者為 1，否則為 0。
集團企業($Group$)	虛擬變數，符合本研究集團企業定義者為 1，否則為 0。



變數	定義
負債比率(<i>DEBIT</i>)	總負債除以資產總額之比率。
資產報酬率(<i>ROA</i>)	以【經常淨利+利息支出×(1-25%)】/平均資產總額×100%衡量。
物價指數(<i>CPI</i>)	台灣消費者物價指數 <i>CPI</i> 年增率，2006 年之 <i>CPI</i> 值=100。
公司規模(<i>LnSize</i>)	以期末總資產取自然對數衡量。

3.2 資料來源、研究期間與樣本選取

本研究資料取自「公開資訊觀測站」、「台灣經濟新報社」(Taiwan Economic Journal, 簡稱 TEJ)、「時報資訊資料庫」及證券暨期貨發展基金會網站之「資訊揭露評鑑系統」相關資料庫。因資訊透明度變數取自證券暨期貨發展基金會之「資訊揭露評鑑系統」，此系統由 2003 年開始評鑑，故本研究樣本期間以 2003 年至 2007 年止，共計五年，以台灣證券市場之上市及上櫃公司為主要研究對象，排除金融、保險與證券業等行業特性與管制環境異於一般之產業、會計年度屬非曆年制及變數資料缺漏者，不列入本研究樣本中，符合條件之原始全部上市及上櫃公司樣本其家族企業及非家族企業各 1,025 個及 4,079 個觀察值，因此，進一步以規模(總資產)及產業別進行配對(註8)。

如表 2 所列，配對後用以測試之樣本，其中用以測試本研究目的(一)共計 1,926 個觀察值；測試本研究目的(二)共計 490 個觀察值。而配對後全部樣本中，發現屬於上市之樣本為 1,078 筆，約佔 55.97%、上櫃樣本為 848 筆，約佔 44.03%，產業別中，相較於傳統產業，屬於電子工業者即有 898 筆，約佔 46.63%，因此本研究後續進一步以樣本之市場別及產業別，作為控制變數，驗證本研究結果之穩健性。

表 2 樣本篩選情形及分類

項	目	合計
原始樣本(上市及上櫃公司)		7,585
減：金融、保險、證券業等行業		(385)
減：非曆年制公司		(10)
減：變數資料缺漏之樣本		<u>(2,086)</u>
配對前全部樣本(家族企業及非家族企業各 1,025 筆及 4,079 筆)		5,104
減：未配對樣本(按家族企業及非家族企業配對)		<u>(3,178)</u>
配對後全部樣本(家族企業及非家族企業各 963 筆)		1,926
減：配對後之非家族企業		(963)
減：未配對樣本(按單一家族企業及家族集團企業配對)		<u>(473)</u>
配對後家族企業樣本(單一家族企業及家族集團企業各 245 筆)		<u>490</u>
市場別	樣本數	%

註8：本研究配對方法係以規模(總資產)及產業別進行配對，按年將全部樣本依產業別先進行規模排序，選取與家族企業樣本規模最相近之非家族企業樣本，如無，則為未配對樣本。



項	目	合計
上市樣本	1,078	55.97
上櫃樣本	848	44.03
合計	<u>1,926</u>	<u>100.00</u>
產業別	樣本數	%
水泥工業	16	0.83
食品工業	24	1.24
塑膠工業	72	3.74
紡織工業	58	3.01
電機機械	146	7.58
電器電纜	32	1.66
化學生技醫療	156	8.10
玻璃陶瓷	2	0.10
鋼鐵工業	52	2.70
橡膠工業	4	0.21
汽車工業	8	0.42
電子工業	898	46.63
建材營造	124	6.44
航運	64	3.32
觀光	34	1.77
貿易百貨	42	2.18
綜合	42	2.18
其他	<u>152</u>	<u>7.89</u>
合計	<u>1,926</u>	<u>100.00</u>

4. 實證結果與分析

4.1 敘述性統計分析

表 3 敘述性統計結果顯示上市及上櫃公司在董事會規模、偏離權及資產報酬率存在很大的差異。在董事會規模(*BSize*)方面，平均規模為 6.78 席次，最多有 27 席次，最少有 2 席次，遠超過公司法至少需設置董事 3 席次之規定(註9)。偏離權(*SEP*)平均數為 2.91、標準差為 5.12，表示樣本之偏離權存在很大的差異性，而獨立董事比率(*OUTB*)平均為 14%，代表目前台灣設立獨立董事席次偏低。在公司規模部份，因本研究採產業及規模配對，配對後樣本規模(*LnSize*)平均數為 14.95，中位數為 14.81，標準差為 1.32，表示配對後之樣本公司規模差異不大，但資產報酬率(*ROA*)之最大值為 43.22%，平均資產報酬率為 5.55%，標準差為 10.75，表示樣本公司之資產報酬率差異甚大。

註9：民國 91 年 2 月 22 日新上市公司董事會成員需符合台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第九條規定「申請公司之董事會成員少於五人」。而 91 年前已上市公司董事會成員只需符合公司法第 192 條規定「公司董事會設置董事不得少於 3 人」，本研究樣本董事會規模最小為 2 席次，此樣本為上櫃公司，並未受到公司法 192 條之規定。



表 3 變數基本統計量(配對樣本=1,926)

變數名稱	平均數	最大值	最小值	中位數	標準差
<i>PRIC</i>	7.80	14.31	3.81	7.63	1.48
<i>BSize</i>	6.78	27.00	2.00	7.00	2.39
<i>OUTB</i>	0.14	0.67	0.00	0.00	0.17
<i>SEP</i>	5.14	69.96	0.00	1.07	9.61
<i>DEBIT</i>	40.52	216.44	1.58	39.49	18.41
<i>ROA</i>	5.55	43.22	-88.25	5.81	10.76
<i>CPI</i>	1.54	3.33	-0.05	1.62	1.18
<i>LnSize</i>	14.95	20.13	11.71	14.81	1.32

變數定義：各變數之定義參見表1之說明。

4.2 相關係數分析

表 4 列示配對全部樣本之 Pearson/Spearman 等級相關係數矩陣，結果顯示自變數與應變數之間皆有顯著相關，董事會規模、控制權與現金流量偏離程度、資訊透明度、資產報酬率及公司規模皆與企業價值具有顯著正相關，而獨立董事比率、董事長兼總經理及負債比率則與企業價值呈顯著負相關，此代表本研究中公司治理變數在解釋企業之價值上扮演重要的角色。但從結果中亦發現，自變數間亦有顯著相關，因此，本研究另以變異數膨脹因子(Variance Inflation Factor，簡稱 VIF)作為輔助判斷自變數間是否存在共線性的標準，VIF 值均小於 10(最高 7.467，最低 1.018)，因此，無重大共線性問題存在(Neter, Wasserman and Kutner, 1989)。

表 4 相關係數矩陣(配對樣本=1,926)

變數名稱	<i>PRIC</i>	<i>BSize</i>	<i>OUTB</i>	<i>SEP</i>	<i>DEBIT</i>	<i>ROA</i>	<i>CPI</i>	<i>LnSize</i>
<i>PRIC</i>		0.35 ***	(0.11) ***	0.10 ***	(0.23) ***	0.47 ***	(0.02)	0.88 ***
<i>BSize</i>	0.28 ***		(0.13) ***	0.19 ***	(0.10) ***	0.07 ***	(0.03)	0.37 ***
<i>OUTB</i>	(0.11) ***	(0.06) **		(0.04) *	(0.10) ***	0.19 ***	0.12 ***	(0.27) ***
<i>SEP</i>	0.07 ***	0.21 ***	(0.04)		(0.01)	0.03	0.00	0.12 ***
<i>DEBIT</i>	(0.21) ***	(0.07) ***	(0.10) ***	(0.01)		(0.42) ***	(0.07) ***	0.05 **
<i>ROA</i>	0.52 ***	0.07 ***	0.23 ***	0.02	(0.38) ***		(0.02)	0.20 ***
<i>CPI</i>	(0.03)	(0.01)	0.12 ***	(0.02)	(0.08) ***	0.00		(0.04)
<i>LnSize</i>	0.83 ***	0.28 ***	(0.30) ***	0.07 ***	0.10 ***	0.16 ***	(0.04) *	

變數定義：各變數之定義參見表 1 之說明。

4.3 實證結果分析

表 5 為模型(1)及模型(2)之迴歸結果，結果發現當企業為家族企業(*Family*)或家族集團企業(*Group*)時，會顯著負向影響其企業價值(分別為-0.11(t=-1.75)，-0.457(t=-3.40))，此結果支持當企業具有家族或集團特性時，因複雜程度高，較易產生少數人主導公司經營，加上資訊不對稱問題之存在，致使投資人對其產生不信任感，因而損害了企業價值。



從模型(1)結果可以發現，相較於非家族企業，當企業屬於家族企業時，董事會規模與獨立董事比率與其企業價值存在顯著正向關聯（分別為 0.0129(t=1.64)，0.444(t=4.53)）；從模型(2)結果發現，相較於單一家族企業，當企業為家族集團企業時，董事會規模及獨立董事比率亦與其企業價值有顯著正向關聯(分別為 0.042(t=2.47)，0.37(t=1.63))，支持本研究假說 1-1、1-2、2-1 及 2-2。此表示董事會規模及獨立董事比率確實會提昇家族企業之價值，尤其是家族集團企業，在具有「親屬」與「經濟」關係，又具有「交叉持股」及「金字塔」結構特性下，企業更應有較大的董事會規模及獨立董事席次，避免因董事會規模過小，使投資者害怕家族董事會主導整個董事會，或獨立董事比率過低，會無法發揮獨立董事之職能，致使董事，若具有家族特性時或具有家族集團特性時，獨立董監制度的設立可增強企業之價值，應當注重獨立董事制度，若為家族集團企業時，更應增加獨立董事席次，故支持本研究假說 2-2。

偏離權方面，本研究結果發現模型(1)中，偏離權對企業價值有顯著負向之影響(係數為-0.003，t=-1.88)，此代表相較於非家族企業，當家族企業之控制權與現金流量權偏離程度越大，越會損及企業價值，支持本研究假說 4-1。但於模型(2)，雖發現相較於單一家族企業，家族集團企業之控制權與現金流量權偏離程度對其企業價值有負向之影響，惟未有顯著影響，因此未支持本研究假說 4-2。此實證結果顯示投資者認為當企業具有家族企業之特性時，家族成員可能透過「金字塔結構」、「交叉持股」或「互為董事」等方式達到控制企業之目的，造成控制權與現金流量權偏離一股一權之不合理現象，且會可能藉由利益輸送等方式，剝奪小股東利益，而衍生核心代理問題，對小股東會進行財富侵佔，因此損害其企業價值。但在參與管理及資訊透明度方面，無論模型(1)或模型(2)，雖均顯示對企業價值有正向影響，但均未達到顯著水準，未支持假說 3-1、3-2、5-1 及 5-2。另本研究結果顯示資產報酬及公司規模會重大影響企業價值，而在負債比率上，於模型(1)結果顯示企業之負責比率越高，企業價值越低，與本研究預期一致。

表 5 公司治理對企業價值影響之迴歸結果

變數	預期符號	模型(1)(N=1,926)	模型(2)(N=490)
<i>Constant</i>	?	-5.958(-40.26) ***	-6.515(-19.11) ***
<i>BSize</i> × <i>Family</i>	+	0.012(1.64) **	
<i>OUTB</i> × <i>Family</i>	+	0.444(4.53) ***	
<i>DUA</i> × <i>Family</i>	?	0.004(0.12)	
<i>SEP</i> × <i>Family</i>	-	-0.003(-1.88) **	
<i>INF</i> × <i>Family</i>	+	0.04(0.98)	
<i>BSize</i> × <i>Group</i>	+		0.042(2.47) ***
<i>OUTB</i> × <i>Group</i>	+		0.370(1.63) *



變數	預期符號	模型(1)(N=1,926)	模型(2)(N=490)
<i>DUA</i> × <i>Group</i>	?		0.122(1.52)
<i>SEP</i> × <i>Group</i>	—		-0.004(-1.18)
<i>INF</i> × <i>Group</i>	+		0.017(0.27)
<i>Family</i>	—	-0.110(-1.75) **	
<i>Group</i>	?		-0.457(-3.40) ***
<i>DEBIT</i>	—	-0.015(-20.56) ***	0.000(-0.21)
<i>ROA</i>	+	0.029(23.44) ***	0.044(16.67) ***
<i>CPI</i>	?	0.000(0.02)	-0.012(-0.54)
<i>LnSize</i>	+	0.948(94.47) ***	0.947(41.25) ***
F-statistic		1,469.865 ***	291.355 ***
<i>Adj. R</i> ²		0.884	0.856

註 a：變數定義：各變數之定義參見表 1 之說明。
 註 b：括號內為 t 統計量。*：表示 p<0.1；**：表示 p<0.05；***：表示 p<0.01。
 註 c：自變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

4.4 敏感性分析

從表 2 之研究樣本組成發現研究樣本包括上市(約佔 55.97%)及上櫃公司(約佔 44.03%)，且電子工業佔約 46.63%，其餘產業均未超過 9%，而 Shekher and Stapledon(2007) 研究結果指出董事會的組成會受到企業產業別的影響，因此，本研究進一步在各模型中同時考量「產業別」與「市場別」因素之影響，如模型(3)及模型(4)所示，檢驗研究結果是否會受到產業別及市場別影響，驗證研究結果之穩健性。

$$\begin{aligned}
 PRICE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{it} \times Family_{it} + \beta_2 OUTB_{it} \times Family_{it} + \beta_3 DUA_{it} \times Family_{it} \\
 & + \beta_4 SEP_{it} \times Family_{it} + \beta_5 INF_{it} \times Family_{it} + \beta_6 Family_{it} + \beta_7 DEBIT_{it} \\
 & + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 CPI_{it} + \beta_{10} LnSize_{it} + \beta_{11} IND_{it} + \beta_{12} MAR_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{3}$$

$$\begin{aligned}
 PRICE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{it} \times Group_{it} + \beta_2 OUTB_{it} \times Group_{it} + \beta_3 DUA_{it} \times Group_{it} \\
 & + \beta_4 SEP_{it} \times Group_{it} + \beta_5 INF_{it} \times Group_{it} + \beta_6 Group_{it} + \beta_7 DEBIT_{it} \\
 & + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 CPI_{it} + \beta_{10} LnSize_{it} + \beta_{11} IND_{it} + \beta_{12} MAR_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{4}$$



表 6 公司治理對企業價值影響之迴歸結果—考慮市場別與產業別影響

變數	預期符號	模型(3)(N=1,926)	模型(4)(N=490)
<i>Constant</i>	?	-6.256(-39.26) ***	-6.369(-17.83) ***
<i>BFSIZE</i> × <i>Family</i>	+	0.017(2.27) **	
<i>OUTB</i> × <i>Family</i>	+	0.244(2.51) ***	
<i>DUA</i> × <i>Family</i>	?	-0.026(-0.77)	
<i>SEP</i> × <i>Family</i>	—	-0.004(-2.44) ***	
<i>INF</i> × <i>Family</i>	+	0.015(0.39)	
<i>BFSIZE</i> × <i>Group</i>	+		0.053(3.14) ***
<i>OUTB</i> × <i>Group</i>	+		0.125(0.53)
<i>DUA</i> × <i>Group</i>	?		0.1(1.27)
<i>SEP</i> × <i>Group</i>	—		-0.006(-1.95) **
<i>INF</i> × <i>Group</i>	+		0.031(0.50)
<i>Family</i>	—	-0.088(-1.45) *	
<i>Group</i>	?		-0.48(-3.66) ***
<i>DEBIT</i>	—	-0.014(-20.73) ***	0.000(0.00)
<i>ROA</i>	+	0.029(24.23) ***	0.045(17.49) ***
<i>CPI</i>	?	-0.001(-0.07)	-0.017(-0.78)
<i>LnSize</i>	+	0.96(85.02) ***	0.925(36.9) ***
<i>IND</i>	+	0.25(10.58) ***	0.287(5.33) ***
<i>MAR</i>	?	0.002(0.06)	0.101(1.69) *
F-statistic		1,306.423 ***	258.979 ***
<i>Adj. R</i> ²		0.891	0.864

註 a：變數定義：*IND_{it}*：產業別；*i* 公司第 *t* 期之虛擬變數，企業若屬於電子工業則為 1，否則為 0；*MAR_{it}*：市場別；*i* 公司第 *t* 期之虛擬變數，企業若屬於上市公司則為 1，否則為 0；其餘各變數之定義參見表 1 之說明。

註 b：括號內為 *t* 統計量。*：表示 $p < 0.1$ ；**：表示 $p < 0.05$ ；***：表示 $p < 0.01$ 。

註 c：自變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

如表 6 所示，相較於其他產業，當企業為電子工業時，會有顯著較高的企業價值，但是否因市場別因素顯著影響其企業價值，本研究結果未有定論，於模型(3)中，本研究未發現企業為上市公司或上櫃公司而重大影響其企業價值，但在模型(4)中，實證結果顯示當企業為家族企業時，該企業為上市公司或上櫃公司會重大影響其企業價值，家族企業係屬上市公司時會有顯著較高的企業價值。於考量產業別及市場別對企業價值之影響後，與表 5 實證結果大致相同，支持本研究假說 1-1、1-2 及 2-1，亦即董事會規模及獨立董事比率會顯著正向影響家族企業之企業價值，於股權結構上，且於考量產業別及市場別影響下，實證結果無論是否具有集團特性，控制權與現金流量權偏離程度會顯著侵害家族企業之企業價值，支持本研究假說 4-1 及 4-2。



本研究目的二係探討企業在同時具有家族及集團兩大特性時，公司治理對企業價值之影響，因而將樣本區分為單一家族企業及家族集團企業，且預期相較於單一家族企業，公司治理對家族集團企業之企業價值應有更重大的影響，本研究結果發現相較於單一家族企業，董事會規模及獨立董事比率與家族集團企業之企業價值有顯著正向關聯，因此，進一步改以集團企業為樣本，將集團企業依其是否具有家族特性區分為家族集團企業與非家族集團企業時，探討當企業同時具有家族及集團兩大特性時，董事會規模及獨立董事比率對企業價值之影響，且預期相較於非家族及企業，董事會規模及獨立董事比率與家族集團企業仍會有顯著正向關聯。實證結果與表 6 結亦相同，意指無論為單一家族企業或家族集團企業，當企業具有家族特性時，必須具有一定規模的董事會及獨立董事比率，以提昇其企業價值，且控制權與現金流量權之偏離會顯著侵害企業價值。

另本研究考慮極端值可能會影響結果之可靠性，將應變數企業價值(*PRICE*)位於平均數調整正負三倍標準差以外的觀察值予以刪除，於模型(1)之全部樣本中共計刪除 18 筆觀察值，共計 1,908 筆觀察值，而模型(2)之家族企業樣本中未有應變數企業價值(*PRICE*)位於平均數調整正負三倍標準差者，因此重新執行模型(1)，結果顯示與表 5 之實證結果均相同，驗證本研究結果具穩健性。

5. 結論與限制

5.1 研究結論

本研究主要以我國上市家族企業為研究對象探討公司治理與企業價值之關係。且進一步將家族企業樣本依是否具有集團特性區分為單一家族企業與家族集團企業，探討在同樣具有家族特性下，如再具有集團特性，相對於僅具有家族特性之企業，公司治理對其企業價值之影響程度。

實證結果發現(1)由於家族具有「親屬」與「經濟」關係之特性，當董事會規模過小時會導致家族董事主導整個董事會，此時若增加董事會席次，董事會中除了家族董事外會增加非家族董事席次，較能夠制衡董事會決策力量，使之不侵害小股東利益；另一方面，相較於單一家族企業，若為家族集團企業時，經營更形複雜，更應具備一定之董事會規模，使能提昇其企業價值。

(2)獨立董事在家族企業之企業價值上扮演重要的角色，此係因家族企業具有「親屬」特性導致董事會中大多為家族董事，因此獨立董事可替小股東扮演監督角色，反而更能增加投資者對家族之信任，提高企業價值；若為家族企業又具有集團特性時，因「交叉持股」與「互為董事」導致董事會中大部份多為家族成員，此時更顯獨立董事之重要性，獨立董事的設置可提高董事會之客觀性，增加投資意願與企業價值。

(3)無論家族或集團企業可能透過「金字塔結構」、「交叉持股」或「互為董事」等方式達到控制企業之目的，造成控制權與現金流量權偏離一股一權之不合理現象，此情況下，控制股東可能藉由利益輸送等方式，剝奪小股東利益，而衍生核心代理問題，



當家族企業具有核心代理問題時，控制股東對小股東會進行財富侵佔，企業價值會隨著降低，此時若提昇公司治理制度，減小控制權與現金流量權偏離幅度，可解決核心代理問題，提昇企業之價值。因此，當企業具有家族特性時，為免重大損及企業價值，應減小控制權與現金流量權偏離程度。

(4)由於家族企業之精神、領導風格偏向家族式權威領導，當長輩擔任董事長，晚輩擔任總經理時，即是同時扮演決策執行者及決策監督者的角色，造成權力過大，較易喪失其客觀性及監督的力量，使得投資者降低對企業之價值。相對的，若總經理具雙重身份時，公司的目標可清楚聚焦，可降低資訊不對稱的情形，而經理人可能基於自身利益而盡心盡力於公司經營上，漸而提昇企業價值。因此，董事長兼任總經理是會否會重大影響企業之價值，本研究未取得支持之證據。

(5)本研究並未發現提昇資訊透明度對家族企業之企業價值有顯著重大影響之證據，可能之原因為投資者注重企業經營過程中的監理效果，因此董事會規模及獨立董事比率在公司治理上扮演重大影響企業價值之角色，當能發揮監理機制時，資訊不對稱程度可能因而降低之故。

5.2 研究限制

公司治理之機制包含很多面向，會影響企業價值因素眾多，尚有其他可能影響因素未納入考量；另因我國資訊揭露評鑑制度從 2003 年才開始為第一屆，因此樣本年度只能從 2003 年開始，後續研究可隨此評鑑系統實行年度，而增加研究期間。



參考文獻

1. 中華徵信所 (2006), 台灣地區集團企業研究 2007 年版, 中華徵信所。
2. 中華徵信所 (2008), 2008 年版台灣地區集團企業研究, 中華徵信所。
3. 方俊儒、李秀英、龍春伶 (2008), 「獨立董監事對公司績效與盈餘品質之影響-控制股東之調節效果」, 會計與公司治理, 第 5 卷第 1 期, 55-80 頁。
4. 石水平、石本仁 (2009), 「家族控股、終極所有權與企業績效—來自我國上市公司的經驗證據」, 財貿研究, 第 20 卷第 4 期, 110-117 頁。
5. 呂佳玲、林基煌 (2008), 「家族企業公司治理、併購策略與績效之探討」, 亞太經濟管理評論, 第 11 卷第 2 期, 107-134 頁。
6. 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 頁。
7. 李馨蘋、莊宗憲 (2007), 「公司治理機制與公司績效之實證研究」, 東吳經濟商學學報, 第 57 期, 1-27 頁。
8. 杜玉振、黃荃、林容竹 (2002), 「董事會特性對經營績效、財務決策之影響研究—以台灣上市公司為例」, 管理與系統, 第 9 卷第 3 期, 345-368 頁。
9. 周建新、林宗得 (2005), 「資訊透明度對企業價值增額解釋能力之研究」, 會計與公司治理, 第 2 卷第 2 期, 25-46 頁。
10. 林宛瑩、許崇源 (2008), 「台灣集團企業之控股型態及公司治理衡量指標之研究與建議」, 交大管理學報, 第 28 卷第 1 期, 269-312 頁。
11. 林宛瑩、許崇源、戚務君、陳宜伶 (2009), 「公司治理與信用風險」, 台大管理論叢, 第 19 卷第 2 期, 71-98 頁。
12. 林嬋娟、張哲嘉 (2009), 「董監事異常異動、家族企業與企業舞弊之關聯性」, 會計評論, 第 48 期, 1-33 頁。
13. 姚蕙芸、黃銘圭 (2009), 「Relationships between Corporate Governance and Firm Value for the Electronic Listed Firms in Taiwan」, 北商學報, 第 16 期, 1-24 頁。
14. 洪榮華、陳香如、王玉珍 (2005a), 「公司內部治理機制與公司績效之關係—股權結構與董事會特性的觀點」, 輔仁管理評論, 第 12 卷第 3 期, 23-40 頁。
15. 洪榮華、陳香如、柯璟瑩 (2005b), 「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 頁。
16. 范宏書、陳慶隆 (2007), 「會計師異動、存在最終家族控制股東與財務報表公佈時效性之探討」, 當代會計, 第 8 卷第 1 期, 1-34 頁。
17. 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 1 期, 153-179 頁。
18. 高蘭芬、陳振遠、李焮慈 (2006), 「資訊透明度及席次控制權與現金流量權偏離對公司績效之影響—以台灣電子業為例」, 台灣管理學刊, 第 6 卷第 2 期, 81-104 頁。



19. 許士軍 (1997), 「家族主義、專業主義與創業—以華人企業背景的探討」, 管理評論, 第 16 卷第 1 期, 1-9 頁。
20. 許崇源、朱全斌 (2006), 「獨立董事及外部董事功能之研究」, 2006 會計理論與實務研討會論文集, 台北市, 1-23 頁。
21. 陳四清 (2004), 「負債比率與企業價值」, 湖南商學院學報, 第 11 卷第 5 期, 94-95 頁。
22. 湯麗芬、李建然 (2008), 「家族企業特質與盈餘品質之關聯性」, 2008 年國際會計學術研討會, 雲林。
23. 馮君弘 (2002), 「企業多角化與企業價值關係之研究: 公司治理機制與高階管理團隊觀點」, 未出版碩士論文, 國立雲林科技大學企業管理研究所。
24. 黃俊秋、張奇峰 (2007), 「終極控制權、現金流量權與盈餘信息含量—來自家族上市公司的經驗證據」, 經濟與管理研究, 第 12 期, 10-16 頁。
25. 楊朝旭 (2004), 「產品市場競爭可否降低公司內部監理機制不佳所導致的代理成本」, 管理學報, 第 21 卷第 2 期, 153-173 頁。
26. 楊朝旭、蔡柳卿 (2003), 「總經理更換與相對績效評估」, 人力資源管理學報, 第 3 卷第 1 期, 63-80 頁。
27. 楊朝旭、蔡柳卿與吳幸蓁 (2008), 「最終控制股東與公司創新之績效與市場評價: 台灣電子業之證據」, 管理評論, 第 27 卷第 4 期, 29-56 頁。
28. 葉勇、胡培、譚德慶與黃雷 (2007), 「控制權和現金流量權偏離下的公司價值和公司治理」, 管理工程學報, 第 21 卷第 1 期, 71-76 頁。
29. 葉銀華 (1998), 「家族控股集團與股票報酬共變性之實證研究」, 臺大管理論叢, 第 9 卷第 1 期, 25-49 頁。
30. 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 18 卷第 2 期, 59-86 頁。
31. 鄒暉 (2008), 「家族企業大股東侵佔與股權制衡—基於家族類上市公司控制權轉移事件的實證分析」, 現代管理科學, 第 2008 卷第 4 期, 95-96 頁。
32. 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 卷第 9 期, 117-160 頁。
33. 劉錦紅 (2009), 「控制權、現金流權與公司績效—基於中國民營上市公司的分析」, 財經科學, 第 2009 卷第 5 期, 64-71 頁。
34. 蔡明田、廖曜生 (2001), 「集團子公司人力資源控制與績效關係—集團管理控制型態之節制作用」, 商管科技季刊, 第 2 卷第 1 期, 27-44 頁。
35. 薛明玲、蔡朝安 (2003), 「從資訊揭露看公司治理」, 月旦法學雜誌, 第 96 期, 335-343 頁。
36. 謝錦堂 (2008), 「董事會功能理論模型之驗證: 台灣上市公司董監事的觀點」, 管理學報, 第 26 卷第 2 期, 127-144 頁。



37. 證券暨期貨市場發展基金會 (2008), 「資訊揭露評鑑系統」資訊, available from <http://www.sfi.org.tw/EDIS>。
38. 蘇淑慧、呂倩如與金成隆 (2009), 「家族公司與盈餘品質關係之研究: 所有權、管理權與控制權」, 台大管理論叢, 第 19 卷第 2 期, 35-69 頁。
39. Agrawal, A. and C. R. Knoeber (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders," *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 31(3), pp.377-397.
40. Anderson, R. C. and D. M. Reeb (2003), "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500," *Journal of Finance*, 58(3), pp.1301-1327.
41. Bae, K. H., J. K. Kang and J. M. Kim (2002), "Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups," *Journal of Finance*, 57(6), pp.2695-2740.
42. Baek, H. Y., D. R. Johnson and J. W. Kim (2009), "Managerial Ownership, Corporate Governance, and Voluntary Disclosure," *Journal of Business & Economic Studies*, 15(2), pp.44-61.
43. Barnea, A., R. A. Haugen and L. W. Senbet (1980), "A Rationale for Debt Maturity Structure and Call Provisions in The Agency Theoretic Framework," *Journal of Finance*, 35(5), pp.1223-1234.
44. Black, B. (2001), "The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian firms," *Emerging Markets Review*, 2(2), pp.89-108.
45. Bloomfield, R. J. and T. J. Wilks (2000), "Disclosure Effects in the Laboratory: Liquidity, Depth, and the Cost of Capital," *Accounting Review*, 75(1), pp.13-41.
46. Bolton, B. and S. Bhagat (2008), "Corporate Governance and Firm Performance," *Journal of Corporate Finance*, 14, pp.257-273.
47. Chen, S., X. Chen and Q. Cheng (2008), "Do Family Firms Provide More or Less Voluntary Disclosure?" *Journal of Accounting Research*, 46(3), pp.499-536.
48. Chrisman, J. J., J. H. Chua and R. A. Litz (2004), "Comparing the Agency Cost of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence," *Entrepreneurship Theory & Practice*, 28(4), pp.335-354.
49. Chrisman, J. J., J. H., Chua and L. P. Steier (2002), "The Influence of National Culture and Family Involvement on Entrepreneurial Perceptions and Performance at the State Level," *Entrepreneurship Theory & Practice*, 26(4), pp.113-130.
50. Chung, C. N. (2001), "Markets, Culture and Institutions: The Emergence of Large Business Groups in Taiwan, 1950s-1970s," *Journal of Management Studies*, 38(5), pp.719-745.



51. Claessens, S., S. Djankov and L. H. P. Lang (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation." *Journal of Financial Economics*, 58(1/2), pp.81-112.
52. Daily, C. M. and D. R. Dalton (1993), "Board of Directors Leadership and Structure: Control and Performance Implications," *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 17(3), pp.65-81.
53. Dechow, P. M., R. G. Sloan and A. P. Sweeney (1996), "Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC," *Contemporary Accounting Research*,13(1), 1-36.
54. Donaldson, L. and J. H. Davis (1991), "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Return," *Australian Journal of Management*, 16(1), pp.49-65.
55. Eisenberg, T., S. Sundgren and M. T. Wells (1998), "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms," *Journal of Financial Economics*, 48(1), pp.35-54.
56. Fan, J. P. H. and T. J. Wong (2002), "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asian," *Journal of Accounting & Economics*, 33(3), pp.401-426.
57. Jensen, M. C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, 48(3), pp.831-880.
58. Khanna, T. and J. W. Rivkin (2001), "Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets," *Strategic Management Journal*, 22 (1), pp.45-74.
59. Kim, J. B. and C. H. Yi (2006), "Ownership Structure, Business Group Affiliation, Listing Status, and Earnings Management: Evidence from Korea," *Contemporary Accounting Research*, 23(2), pp.427-464.
60. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999), "Corporate Ownership around the World," *The Journal of Finance*, 54(2), pp.471-517.
61. La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2002), "Investor Protection and Corporate Valuation," *The Journal of Finance*, 57(3), pp.1147-1170.
62. Lam, K., H. M. K. Mok, I. Cheung and H. C. Yam (1994), "Family Groupings on Performance of Portfolio Selection in the Hong Kong Stock Market," *Journal of Banking & Finance*, 18(4), pp.725-742.
63. Lam, T. Y. and S. K. Lee (2008), "CEO Duality and Firm Performance: Evidence from Hong Kong," *Corporate Governance: The International Journal of Effective Board Performance*, 8(3), pp.299-316.
64. Lang, M. H. and R. J. Lundholm (1996), "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior," *Accounting Review*, 71(4), pp.467-492.



65. Leff, N. H. (1978), "Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Group," *Economic Development & Cultural Change*, 26(4), pp.661-674.
66. Lemmon, M. L. and K. V. Lins (2003), "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis," *The Journal of Finance*, 58(4), pp.1445-1468.
67. Lipton, M. and J. W. Lorsch (1992), "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance," *Business Lawyer*, 48(1), pp.59-78.
68. MacAvoy, P.W. and I. M. Millstein (1999), "The Active Board of Directors and Its Effect on the Performance of the Large Publicly Traded Corporation," *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(4), pp.8-20.
69. Maury, B. and A. Pajuste (2005), "Multiple Large Shareholders and Firm Value," *Journal of Banking & Finance*, 29(7), pp.1813-1834.
70. Mok, H. M. K., K. Lam and I. Cheung (1992), "Family Control and Return Covariation in Hong Kong Common Stocks," *Journal of Business Finance & Accounting*, 19(2), pp.277-293.
71. Neter, J., W. Wasserman and M. H. Kutner (1989), "Applied Linear Regression Models," 2nd Edition. Irwin Homewood IL.
72. Newell, R. and G. Wilson (2002), "A Premium for Good Governance," *McKinsey Quarterly*, No. 3, pp.20-23.
73. Omran, M. (2009), " Post-Privatization Corporate Governance and Firm Performance: The Role of Private Ownership Concentration, Identity and Board Composition," *Journal of Comparative Economics*, 37(4), pp.658-673.
74. Patel, S. A., A. Balic and L. Bwakira (2002), "Measuring Transparency and Disclosure at Firm-Level in Emerging Markets," *Emerging Markets Review*, 3(4), pp.325-338.
75. Rosenstein, S. and J. G. Wyatt (1997), "Inside Directors, Board Effectiveness, and Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 44(2), pp.229-250.
76. Schulze, W. S., M. H. Lubatkin and R. N. Dino (2003), "Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms," *Journal of Business Venturing*, 18(4), pp.473-491.
77. Schulze, W. S., M. H. Lubatkin, R. N. Dino and A. K. Buchholtz (2001), "Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence," *Organization Science*, 12(2), pp.99-116.
78. Shekher C. and G. Stapledon (2007), "Governance Structures of Initial Public Offerings in Australia," *Corporate Governance*, 15(6), pp.1177-1189.
79. Smiechewicz, W. (2009/2010), "15 Risk Factors for Poor Governance," *Directorship*, 35(6), pp.64-66.



80. Vllejo, M. C. (2008), "Is the Culture of Family Firms Really Different? A Value-based Model for Its Survival through Generations," *Journal of Business Ethics*, 81(2), pp.261-279.
81. Yeh, Y. H., P. G. Shu and R. J. Guo (2008), "Ownership Structure and IPO Valuation--Evidence from Taiwan," *Financial Management*, 37(1), pp.141-161.
82. Yeh, Y. H., T. S. Lee and T. Woidtke (2001), "Family Control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan," *International Review of Finance*, 2(1/2), pp.21-48.
83. Yermack, D. (1996), "Higher Market Valuation of Companies with A Small Board of Directors," *Journal of Financial Economics*, 40(2), pp.185-211.
84. Zhang, H. (2008), "Corporate Governance and Dividend Policy: A Comparison of Chinese Firms Listed in Hong Kong and in the Mainland," *China Economic Review*, 19(3), pp.437-459.

