

家族所有權、控制權及經營權對資本結構的影響

The Effect of Family Ownership, Control and Management on Capital Structure

陳香蘭

國立高雄第一科技大學財務管理系 助理教授

angelachen@ccms.nkfust.edu.tw

陳怡伶

國立高雄第一科技大學財務管理系 研究生

u9643836@ccms.nkfust.edu.tw

摘要

本研究主要在探討家族企業之家族所有權、現金流量權與控制權偏離及經營權等三方面對資本結構的影響。以台灣家族型態的上市公司為研究對象，期間為 1998 到 2007 年，採用多元迴歸模型進行分析，實證結果顯示家族所有權愈集中或公司總理由家族成員所擔任皆會降低公司的舉債程度。而當公司有現金流量權與控制權偏離情形時，公司負債水準較高，符合反稀釋效果與負債訊號效果。由以上的實證結果可知，家族企業在家族所有權、控制權及經營權上的特殊性確實會對資本結構產生影響。

關鍵詞：家族所有權、控制權、經營權、資本結構

The Effect of Family Ownership, Control and Management on Capital Structure

ABSTRACT

The main objective of this study investigates the effect of family ownership, the separation of cash flow rights and control rights, and management on capital structure. The sample includes listed companies in Taiwan of family firms from 1998 to 2007. We use the multiple regression model to exam our data. The empirical results indicate that family ownership and management are negative associated with debt financing. A positive correlation existed between debt ratio and the difference between cash flow rights and control rights. Therefore the empirical results support non-dilution entrenchment effect and signaling effect of debt. According to the empirical results given above, family ownership, control and management will indeed have an effect on capital structure.

Key Words: Family Ownership, Control, Management, Capital Structure

壹、緒論

世界各國的上市公司普遍有股權集中的現象，因此存在最終控制股東，其中以家族控制型態為主，La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (1999)和 Faccio and Lang (2002)皆表示歐洲大部分的上市公司存在家族控制的型態，而且這些家族企業擁有大部分所有權和經營權。Anderson, Mansi and Reeb (2003)表示其以美國 S&P500 為研究樣本，發現至少有三分之一以上的企業為家族所控制。Claessens et al. (2000)以東亞的九個國家共 2980 家上市公司為樣本，發現有超過半數的公司為家族控股型態。而台灣上市公司也有此一現象，Yeh and Lee (2001)的研究指出台灣有 76%的上市公司為家族經營型態。由以上文獻可知，家族企業普遍存在於台灣以及全球市場，其所代表的重要性可想而知。

而家族企業有其獨特的結構，因此有別於非家族企業，尤其在家族所有權、控制權及經營權上，家族企業的股權較集中且經常透過金字塔結構與交叉持股的方式擴增控制權，公司的高階管理者通常也以家族成員為優先考量。而根據過去的文獻發現有關於家族企業的研究，大多致力於家族與非家族企業之間的比較(馬黛與李永全，2008)，而並未進一步探討家族與非家族企業之間的差異是否為家族企業在家族所有權、控制權及經營權上的特殊性所產生的影響，且過去家族企業之家族所有權、現金流量權與控制權偏離及經營權的相關研究大多針對公司績效(陳美華與高振楠，2008)與負債代理成本(李永全與馬黛，2006)加以探討，而較少研究其對負債融資決策的衝擊，因此本研究以家族企業之家族所有權、現金流量權與控制權偏離及經營權的角度探討其對資本結構的影響。

本研究以 1998 到 2007 年台灣家族型態的上市公司為研究對象，採用多元迴歸模型來進行檢測。實證結果顯示在家族所有權方面，其特色在於股權較為集中，因此家族大股東有誘因去侵占小股東的權益，而使核心代理成本增加(Anderson, Mansi and Reeb, 2003)，而且因為家族股東握有權力，可迫使公司滿足其個人需求，使股東與債權人的衝突更形惡化，負債代理成本增加，因此債權人為了保護自身利益會要求較高的風險貼水，負債融資成本提高(倪衍森與廖容岑，2006)。所以家族企業較不願意從事舉債，負債水準降低。

台灣上市公司經常會透過金字塔結構或交叉持股的方式來擴增控制權，產生現金流量權與控制權偏離的狀況。本研究實證結果支持反稀釋效果(non-dilution entrenchment effect)與負債的訊號效果(signaling effect of debt)，家族企業發生現金流量權與控制權偏離時，會提高舉債程度。從經營權的角度分析，家族企業大部分會由家族成員擔任總經理，因此家族企業的所有權與經營權合一，代表著家族成員同時兼具管理者和大股東的角色。從人力市場的角度，家族公司大部分會任用家族成員擔任

總經理，而放棄能力較佳的專業管理人員，因此使真正的專業人才不易進入家族企業，而導致公司價值遭受損失，因此債權人會要求提高風險貼水，負債融資成本較高(李永全與馬黛，2006)。家族企業較不願意以較高的負債融資成本從事舉債，負債水準降低。因此由以上的實證結果顯示，家族企業之家族所有權、現金流量權與控制權偏離及經營權確實會對資本結構產生影響。

因而使本研究產生以下之研究目的：(1)家族企業之家族所有權越集中，對資本結構有何影響？(2)家族企業發生現金流量權與控制權偏離情形，對資本結構產生何種影響？(3)家族企業的總經理由家族成員擔任時，對資本結構有何影響？

貳、文獻探討與研究假說

臺灣上市公司股權較集中，因此大部分的上市公司存在控制股東，而控制股東大多為家族，由此可知家族企業在臺灣相當普遍，Yeh and Lee (2001)指出台灣的上市公司中有 76% 為家族企業，因此過去有許多文獻¹針對家族企業進行探討。而在如此特殊的股權下，其所有權、控制權和經營權皆異於非家族企業，因此本研究進一步針對家族企業之家族所有權、現金流量權與控制權偏離及經營權，探討其對資本結構的影響。

一、家族所有權對資本結構的影響

根據過去的文獻顯示學者對於家族所有權對資本結構的影響迄今仍無一致的看法，因此接下來將針對正反兩面的看法進行探討。在正相關的部分，本研究根據過去的文獻從以下三個角度切入：(1)控制權(2)監督能力(3)負債融資成本。

首先，從控制權的角度，家族企業因為股權集中，所以特別重視公司長期永續經營，將公司視為傳承給下一代的資產(Anderson, Mansi and Reeb, 2003)，且台灣對投資者保護程度較不足，因此造成公司透過控制權可取得較高的私有利益(馬黛與李永全，2008)，因此基於以上兩個原因，家族股東相較於一般大股東會更努力去維持公司之控制權。而對外籌措資金的管道可分為權益融資與負債融資，若進行權益融資，也就是以發行新股的方式去籌措資金，會使流通在外的股數增加，而原有股東未再另外認股的情況下，將造成原有股東持股比率下降，控制權被稀釋，因此以負債融資的方式籌措資金為維持控制權的方法之一(Harris and Raviv, 1988；Stultz, 1988)。故 Wu, Chua and Chrisman (2007)認為家族企業的所有權愈高，代表家族成員掌握的控制權愈高，而為了維持控制權的優勢，並不採用會使股權被稀釋的公開權益融資的方式籌措資

¹倪衍森與廖容岑 (2006)以台灣上市公司為樣本，探討家族所有權與負債代理成本和股利政策之相關性；李永全與馬黛 (2006)探討家族企業所有權、控制權和管理權對負債融資成本之影響；陳美華、高振楠 (2008)以台灣電子產業為樣本，探討家族企業特性對公司績效之關聯性。

金，而會使用財務風險較高的負債融資。

在監督能力方面，當股權較集中時，大股東間較不存在著搭便車的問題，因此有強烈的誘因對公司管理者進行監督(Hill and Snell, 1988)，Anderson, Mansi and Reeb (2003)認為家族股東股權集中，較有誘因對公司進行監督，降低股東與債權人之間的代理問題，負債融資成本降低。至於外部股東的監督能力，Wu, Chua and Chrisman (2007)認為使用公開權益融資的方式籌措資金會給外部股東有權利去監督公司，因此為了降低外部股東的監督制衡力量，會傾向採取監督機制相對較為薄弱的舉債方式去籌措所需的資金(倪衍森與廖容岑，2006)。

在負債融資成本方面，因為家族股權是一種大股東的特別型式，與一般的大股東不同，因此家族股東特別重視公司的長期永續經營以及商譽(Anderson, Mansi and Reeb, 2003)。在公司長期永續經營方面，因為家族股東將公司視為一個可以傳承給其他家族成員或下一任繼承者的資產，而非在有限的生命裡持續消費的財富(Casson, 1999；Chami, 1999)。因此在希望將公司傳承給下一代的前提下，家族企業會特別重視公司的競爭能力，而且以極大化公司價值為目標，因此家族企業相對於非家族企業有較大的誘因去減緩股東和債權人的代理衝突。一旦代理衝突降低，債權人因為本身的財富受到保障，因此貸予公司資金就不會要求額外的補償，公司的負債融資成本較低(倪衍森與廖容岑，2006)。在商譽方面，商譽代表著一家公司的形象，也反映了外部人士對公司的看法，而家族企業重視公司長期發展，所以與外部人士的交易期間較長，家族的高階管理階層較能與債權人或其他外部人士建立私人且親密的合作關係，因此外部人士會將公司長時間的視為同一個治理機制(Anderson, Mansi and Reeb, 2003)，所以當商譽好時，家族企業較有議價空間和能力，可以降低負債融資成本。而家族企業負債融資成本低，也意味著家族企業較願意去從事舉債，負債水準較高。

根據上述文獻，家族企業的所有權愈集中，家族股東為了維持控制權、避免外部股東之監督以及可以較低的負債融資成本從事舉債，導致公司的負債水準較高，因此本研究建立：

假說 1a：家族企業的家族所有權愈高，公司的舉債程度愈大。

至於負相關的部分，可由風險與負債融資成本的角度切入。從風險的角度，Agrawal and Nagarajan (1990)認為家族成員掌握公司決定性的股權，其大部分的資產都投資在家族企業，所以家族股東的資產組合是不具多元化的，代表個人資產的投資風險已較高，但負債融資會使財務風險提高，所以在控制風險的動機下，家族企業有較高的誘因去降低公司風險，因此減少負債融資以降低家族股東投資組合的風險。因此當家族企業股權較高時，從控制風險的角度，會希望公司降低負債融資。

在負債融資成本方面，家族企業因為股權較集中，家族大股東有較大的誘因去侵佔小股東的權益，而使核心代理成本增加(Anderson, Mansi and Reeb, 2003)，而且因為家族股東握有權力，可迫使公司滿足其個人需求，使股東與債權人的衝突更形惡化，

負債代理成本增加，因此債權人為了保護自身利益會要求較高的風險貼水，負債融資成本提高(倪衍森與廖容岑，2006)。因此家族企業所有權愈集中，大小股東的代理成本與負債代理成本愈高，導致負債融資成本提高，因此家族企業較不願意從事舉債，負債水準降低。

根據以上文獻，家族企業的所有權愈集中，為了控制風險以及不以高負債融資成本舉債，導致公司的負債水準較低。因此本研究建立：

假說 1b：家族企業的家族所有權愈高，公司的舉債程度愈小。

二、現金流量權與控制權偏離對資本結構的影響

台灣上市公司經常會透過金字塔結構或交叉持股的方式來擴增控制權，因此使得控制權遠超過現金流量權，偏離傳統上一股一權的原則，而產生現金流量權與控制權偏離的狀況。

根據過去的文獻顯示學者對於家族企業現金流量權與控制權偏離情形對資本結構的影響有正反兩面的看法。首先，正相關的部分，可由 Du and Dai (2005)認為當現金流量權與控制權偏離時，會提高舉債程度的反稀釋效果與負債的訊號效果切入。反稀釋效果為當公司需要籌措資金時，為了維持控制權的優勢，並不採用會使股權被稀釋的公開權益融資的方式，而使用財務風險較高的負債融資。但家族控制股東可能會因為要控制風險，減少財務危機發生的可能性，而降低負債融資提高的程度。不過，因為當公司有現金流量權與控制權偏離情形，家族控制股東越願意承擔風險，因為家族股東使用較少的現金就可以擁有較高的控制權，因此若公司使用財務風險較高的負債去籌措資金時，就算有破產的風險，對此家族股東而言，因為所持有的股權並不多，所以受到的損失也較小，故當公司有現金流量權與控制權偏離的情況時，反稀釋效果愈大。

負債的訊號效果方面，當公司有現金流量權與控制權偏離情形，小股東會懷疑和害怕大股東侵占他們的財富，但若公司舉債的話，將要支付負債的超額準備金，因此減少大股東侵占小股東財富的情況。由此可知當公司進行舉債時，會給外部投資人不會去侵占小股東財富以及公司治理機制健全的訊息，因此當公司有現金流量權與控制權偏離情形時，公司為了消除外部投資人對公司的疑慮會傾向去從事舉債行為，舉債程度高。

根據以上文獻，家族企業有現金流量權與控制權偏離情形時，家族控制股東較願意承擔風險，因此為了掌握控制權，傾向使用會讓財務風險提高的負債融資方式籌措資金，再加上外部人認為公司進行舉債，大小股東的代理衝突變小，所以家族企業會提高舉債程度。因此本研究建立：

假說 2a：家族企業有現金流量權與控制權偏離情形，公司的舉債程度愈高。

另外，負相關的部分，可由負債融資成本與移轉管道效果 (the

reduce-debt-tunneling effect)著手。在負債融資成本方面，Claessens et al. (2002)、Lins (2003)和 Cronqvist and Nilsson (2003)研究皆認為大股東有控制權偏離現金流量權的情形時，大股東會有強烈的誘因從事極大化個人效用的行為，例如：以利益輸送和掏空資產等方式，掠奪小股東的利益，而且控制股東透過至少一家上市公司掌控被控制公司，代表控制股東必須同時兼顧多家公司，而無法專注於原來公司的經營，對公司價值有負面的影響(陳柏融，2003)。因而提高債權人的風險，債權人會要求較高的風險貼水，使負債融資成本提高(李永全與馬黛，2006)。因此家族企業較不願意從事融資成本較高的舉債，負債水準較低。

在移轉管道效果方面，Du and Dai (2005)認為現金流量權與控制權偏離時，大股東有較大的誘因會利用各種管道移轉公司的資源，但若公司進行舉債，因為要支付股息...等，將抑制大股東移轉公司資源的能力，因此大股東為了能自由使用公司資源，會減少舉債。

根據以上文獻，當現金流量權與控制權偏離時，會造成負債融資成本提高，且舉債會抑制大股東移轉公司資源的能力，所以家族股東會減少以舉債的方式籌措所需資金，負債水準降低。因此本研究建立：

假說 2b：家族企業有現金流量權與控制權偏離情形，公司的舉債程度愈低。

三、家族成員參與程度對資本結構的影響

家族公司大部分會由家族成員擔任總經理，因此家族企業的所有權與經營權合一，代表著家族成員同時兼具管理者和大股東的角色。

根據過去的文獻對於家族企業之家族成員參與經營的程度對資本結構的影響至今仍仍有正反兩面的看法。正相關的部分，可由負債融資成本與監督著手。負債融資成本方面，李永全與馬黛 (2006)指出公司是否能以較低的負債融資成本舉債，完全視債權人的利益能否受到保障，而從公司的經營績效可知債權人的利益受保障的程度，因此由家族成員擔任總經理對負債融資成本的衝擊要視家族成員擔任總經理時的經營績效而定。至於家族成員擔任總經理時的經營績效如何?根據 Jensen and Meckling (1976)提出「利益收斂假說」(convergence-of-interest hypothesis)，認為管理者的持股比率愈高或股權愈集中，管理者從事使公司財富招受損失的行為，其損失將大部份由管理者自行承擔，因此管理者的利益會與股東趨於一致，在此情況下，管理者的決策就會較為謹慎，並致力於提升公司價值。另外林穎芬與劉維琪 (2003)研究顯示家族公司的總理由家族成員擔任，將使代理理論的三大假設不成立，(1)自利假設：公司的高階主管由家族成員擔任，會使管理者的利益與股東趨於一致，因此促使管理者將公司的利益置於自我利益之上，因此不符合自立的假設。(2)組織內成員目標相互衝突：因為家族公司特別重視忠誠度，因此會被拔擢為總經理，代表公司對其有一定的信任，再加上家族公司以組織成員的安定與和諧為目標，因此組織成員有目標衝突的可能性將大幅降低，因此不符合此一假設。(3)資訊不對稱：由家族成員擔任總經理，董事長或其他董事對於經營的資訊未必少於高階管理者，因此此一假設不成立。

由於以上三大假設的不成立，可推論知家族公司管理者與股東的代理問題(權益代理問題)較不嚴重，權益代理成本較低，進而使公司價值提高。因此本研究推論家族企業的總經理若由家族成員所擔任，對公司績效會有正面的影響，因此債權人不會要求提高風險貼水，負債融資成本較低(李永全與馬黛，2006)，家族企業較願意去從事舉債，負債水準較高。

在監督方面，Wu, Chua and Chrisman (2007)認為使用公開權益融資的方式籌措資金會給外部股東有權利去監督，且若公司的經營權由家族成員所掌控會更不願意有外部股東的監督，因此為了降低外部股東的監督制衡力量，傾向使用監督機制相對較為薄弱的負債去籌措所需的資金。

因此家族企業的總經理若由家族成員所擔任，會使權益代理問題降低且管理者會致力於提升公司價值，債權人不會要求提高風險貼水，負債融資成本較低，公司負債水準提高。因而本研究建立：

假說 3a：家族企業由家族成員擔任總經理，公司的舉債程度愈大。

負相關的論點，從負債融資成本與負債監督機制的角度著手。在負債融資成本方面，李永全與馬黛 (2006)指出家族企業大部分會任用家族成員擔任總經理，而放棄能力較佳的專業管理人員，由於大部分的家族成員並沒有接受正規的訓練，較不具備同等級的專業知識，因此在真正的專業人才不易進入家族企業的情況下，將導致公司價值遭受損失，因此債權人會要求提高風險貼水，負債融資成本較高。而 Jensen and Ruback (1983)提出「利益掠奪假說」(entrenchment hypothesis)，認為當管理者的持股比率愈高時，管理者就會有擁有足夠的控制權從事使自己的效用極大化的行為(陳美華與高振楠，2008)，管理者持股達到一定的比例後，基於鞏固自身的職位與利益，往往會產生一些反接管行為 (anti-takeover behavior)，反對一些對公司有價值的購併案及股權收購行動，因此，若股權愈集中於管理者，管理者瀆職的行為就可獲得更大的保障，使過度特權消費的行為變得更為嚴重，進而降低公司的價值，因此債權人會要求提高風險貼水，負債融資成本較高(李永全與馬黛，2006)。

在負債監督機制方面，Agrawal and Knoeber (1996)認為管理者與股東之間的代理問題可藉由內部人、機構投資人、大股東持股、外部董事、負債、管理人力市場與公司控制市場等監督機制降低。因此將負債視為一監督機制下，李永全 (2007)認為家族企業之總經理由家族成員所擔任，代表家族股東同時兼具股東與管理者雙重身分，因此較不存在股東與管理者之間的代理衝突，權益代理問題較小，因此較不需要使用負債進行監督，舉債程度較小。

因此家族企業的總經理若由家族成員所擔任，會因為能力較佳的專業管理人才不易進入家族企業以及管理者的自利行為，導致公司價值遭受損失，因此債權人會要求提高風險貼水，負債融資成本較高，因此家族企業較不願意以較高的負債融資成本從事舉債，負債水準降低。因而本研究建立：

假說 3b：家族企業由家族成員擔任總經理，公司的舉債程度愈小。

參、研究方法

一、樣本資料

本研究以台灣所有家族型態的上市公司為研究對象。樣本選取的標準為(1)家族企業的定義採用葉銀華 (1999)的研究。葉銀華 (1999)表示若家族成員(含配偶和三等親以內之血緣關係者)或其所控制的公司持股總和超過 10%，且家族成員占公司董事席次一半以上即為家族企業。(2)排除金融保險業以及資料遺漏的觀察值。金融保險業因為受限於特殊的法規規定，所以在財務結構上與一般產業不同，故予以排除。根據以上樣本篩選的標準，以及研究期間為 1998 至 2007 年，共十年的期間，故本研究樣本共計 2579 筆資料。本研究資料來源，除家族所有權、現金流量權、控制權以及其他公司特性變數皆取自於台灣經濟新報資料庫(TEJ)外，經營權逐筆取自公開資訊觀測站以及中華徵信所出版的「台灣地區集團企業研究」。

二、變數的定義與衡量

(一)資本結構

本研究以負債比率當作資本結構的代理變數。過去文獻對於負債比率的衡量方式有很多種，而本研究採用 Balakrishnan and Fox (1993)的衡量方式，將總負債市值進行羅吉斯(logistic)轉換，主要是因為要避免出現極值的情況以及維持線性組合和殘差項仍然為常態分配的準則。

$$(1) \text{負債比率} = \log \left(\frac{\text{總負債比率的市場價值}}{1 - \text{總負債比率的市場價值}} \right)$$

(2)其中，總負債比率的市場價值

$$= \left(\frac{\text{總負債的帳面價值}}{\text{總負債的帳面價值} + \text{總權益的市場價值}} \right)$$

(二)家族所有權

家族所有權代表家族成員持有公司股權的總和，故本研究以家族持股率當作家族所有權的代理變數。

$$(3) \text{家族持股率} = \text{家族個人持股率} + \text{家族未上市公司持股率} + \text{家族基金會持股率} + \text{家族上市公司持股率}$$

(三)現金流量權與控制權偏離

台灣上市公司經常透過金字塔結構或交叉持股的方式來擴增控制權，因此才會產生現金流量權與控制權偏離的狀況。本研究以建立虛擬變數的方式當作現金流量權與控制權偏離的代理變數。當控制權大於現金流量權時，則為 1，其他情況，則為 0(Du and Dai, 2005)。

(四)經營權

家族公司通常較喜歡任用家族成員擔任高階管理者，因此家族公司常為所有權與經營權合一的經營型態，也就是家族成員同時兼具大股東和管理者的身分。因此本研究以家族成員是否擔任總經理的虛擬變數當作經營權的代理變數。家族成員擔任總經理，則為 1，其他情況，則為 0(李永全與馬黛，2006)。

(五)控制變數的衡量

1.公司規模

公司規模常被用來當作資本結構的決定因素。本研究以員工人數取自然對數當作公司規模的代理變數(Zahra, Ireland and Hitt, 2000)。

$$(4) \text{公司規模} = \ln(\text{員工人數})$$

2.獲利能力

本研究以總資產報酬率(ROA)當作獲利能力的代理變數(Du and Dai, 2005)。

$$(5) \text{ROA} = \frac{\text{稅後息前淨利}}{\text{總資產}}$$

3.非負債稅盾

本研究以折舊稅盾當作非負債稅盾的代理變數(Du and Dai, 2005)。

$$(6) \text{折舊稅盾} = \frac{\text{折舊}}{\text{總資產}}$$

4.公司成長機會

本研究以市值對帳面價值比(Market-to-book ratio)當作公司成長機會的代理變數。

$$(7) \text{公司成長機會} = \frac{\text{股東權益的市場價值}}{\text{股東權益的帳面價值}}$$

$$(8) \text{其中，股東權益的市場價值} = \text{每股股價} \times \text{流通在外的股數}$$

5.營運風險

營運風險是用來衡量一家公司發生財務危機的可能性。本研究以前五年的現金流量占長期負債比率的標準差作為衡量營運風險的代理變數(Anderson, Mansi and Reeb, 2003)。

$$(9) \text{營運風險} = \sqrt{\frac{\sum \left\{ \left(\frac{\text{Cashflow}}{\text{Debt}} \right) - \left(\frac{\text{Cashflow}}{\text{Debt}} \right)_{\text{avg}} \right\}^2}{n-1}}$$

6.產業別

控制產業因素。建立虛擬變數，若為電子產業，則為 1，其他產業，則為 0。

三、實證模型

本研究根據上述的假說，建立以負債比率為因變數，家族所有權、現金流量權與控制權偏離情形以及經營權為自變數，並考慮其他影響負債比率的控制變數後所形成的實證模型。實證模型如下所示：

$$\begin{aligned} \text{負債比率}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ 家族所有權}_{i,t} + \beta_2 \text{ 現金流量權與控制權偏離}_{i,t} + \beta_3 \text{ 經營權}_{i,t} + \\ & \beta_4 \text{ 公司規模}_{i,t} + \beta_5 \text{ 獲利能力}_{i,t} + \beta_6 \text{ 非負債稅盾}_{i,t} + \beta_7 \text{ 公司成長機會}_{i,t} \\ & + \beta_8 \text{ 營運風險}_{i,t} + \beta_9 \text{ 產業別}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

肆、實證結果與分析

本研究主要在探討家族企業之家族所有權、現金流量權與控制權偏離情形及經營權對資本結構的影響。透過實證分析，瞭解目前台灣家族型態上市公司的現況。本章第一部分為Pearson相關係數檢定，瞭解各變數間相關性的大小與方向以及進行變異數膨脹因素(VIF)檢定，進一步探討各變數間是否有共線性的情形，進而影響實證分析的有效性。第二部分多元迴歸分析，檢驗前述假說是否成立。

一、相關性檢定

在進行迴歸分析之前，必須先進行相關性檢定，以了解各變數間之關係是否會影響實證分析的有效性。本研究使用Pearson相關係數對各變數做檢定，以說明各變數間關聯程度的大小與方向。一般來說，相關係數值大於0.7為高度相關，小於0.3為低度相關。

由表一中可看出，負債比率與獲利能力的相關係數值-0.361為最大值。公司規模與非負債稅盾的相關係數值為0.359，除了以上兩相關係數值外，其他變數間的相關係數值皆小於0.3，表示變數間的相關程度並不高。為了更進一步確定自變數(含控制變數)間無共線性問題，本研究進行變異數膨脹因素(Variance Inflation Factor)之檢定，結果顯示各變數的VIF值皆小於2，表示自變數間共線性問題較不嚴重，因此本研究較不需要去處理共線性問題。

表一 相關係數表

變數	平均數	標準差	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1.負債比率(in log)	-0.140	0.444	1									
2.家族所有權(in %)	33.355	15.433	-0.069 ***	1								
3.現金流量權偏離控制權 (in dummy)	0.706	0.456	0.039 *	-0.028	1							
4.經營權(in dummy)	0.432	0.496	-0.019	0.027	-0.263 ***	1						
5.公司規模(in ln)	6.138	1.283	0.042 **	-0.042 **	0.133 ***	-0.058 ***	1					
6.獲利能力(in %)	3.708	7.718	-0.361 ***	0.068 ***	0.062 ***	-0.073 ***	0.239 ***	1				
7.非負債稅盾(in %)	2.426	2.049	0.057 ***	-0.021	0.022	-0.010	0.359 ***	-0.068 ***	1			
8.公司成長機會(in %)	147.042	575.016	-0.222 ***	-0.012	0.024	-0.030	-0.132 ***	-0.111 ***	-0.070 ***	1		
9.營運風險(in %)	18.586	66.124	-0.211 ***	-0.009	-0.055 ***	0.019	0.004	0.084 ***	0.043 **	-0.009	1	
10.產業別(in dummy)	0.234	0.423	-0.198 ***	-0.207 ***	0.033 *	-0.016	0.147 ***	0.091 ***	0.023	-0.003	0.117 ***	1

註： 1.研究期間 1998~2007 年，共 2579 筆樣本資料

2.「***」、「**」與「*」分別代表達 1%、5%與 10%之顯著水準。

資料來源：本研究整理

二、實證結果與分析

(一)假說1b：家族企業的家族所有權愈高，公司的舉債程度愈小。

由表二可以看出，家族所有權的係數為-0.002呈顯著的負相關。表示家族成員持有的股權愈集中，愈有能力從事極大化個人財富的行為，使其與債權人和小股東之間的代理問題日趨嚴重，因而使債權人提高風險貼水，導致負債融資成本提高，再加上家族成員的資產組合不具多角化，個人投資的風險高，因此為了控制風險以及負債融資成本較高，傾向降低會提高公司財務風險的舉債程度。與Agrawal and Nagarajan (1990)和Anderson, Mansi and Reeb (2003)提出的論點一致。

(二)假說2a：家族企業有現金流量權與控制權偏離情形，公司的舉債程度愈大。

由表二可以看出，現金流量權與控制權偏離的係數為0.040呈顯著的正相關。其研究結果表示家族企業有現金流量權與控制權偏離情形，家族成員愈願意承擔風險，因此公司為了維持控制權，會更加傾向使用財務風險較高的舉債方式籌措資金。此外，公司進行舉債，必須定期支付利息以及提列負債的超額準備金，因此較不能從事極大化自身利益的行為，公司治理機制健全，因此對外部投資人而言，公司進行舉債是好的訊息，因此公司為了消除外部投資人對公司的疑慮，也較願意以舉債的方式籌措資金，支持反稀釋效果和負債的訊號效果。因此家族企業有現金流量權與控制權偏離情形時，公司的舉債程度越大。此結果與Du and Dai (2005)的研究結果一致。

(三)假說3b：家族企業由家族成員擔任總經理，公司的舉債程度愈小。

由表二可以看出，經營權的係數為-0.033呈顯著的負相關。此研究結果顯示，家族企業任用家族成員擔任總經理，會放棄能力較佳的專業管理人員，使真正的專業人才不易進入家族企業以及管理者較易從事利益輸送與極大化個人財富的行為，而導致公司價值遭受損失，負債融資成本提高，公司不願意以較高的負債融資成本舉債，舉債程度降低。因此家族企業由家族成員擔任總經理時，公司的舉債程度愈小。

在控制變數部分，公司規模的係數為0.041呈顯著的正相關，表示公司規模越大的公司，擁有越多的資源與固定資產，所以較容易以負債的方式籌足資金，因此公司規模越大，負債比率越高。獲利能力的係數為-0.021呈顯著的負相關，其結果支持融資順位理論，當公司獲利能力很高時，內部的自有資金就可以滿足公司對資金的需求，因此舉債程度會降低。非負債稅盾的係數為-0.009呈顯著的負相關，其結果支持DeAngelo and Masulis (1980)論點認為折舊稅盾與負債稅盾間存在著抵換關係，因此當公司非負債稅盾而來的效益越高時，公司就會減少以舉債來取得負債稅盾的效益，負債比率降低。公司成長機會的係數-0.000呈顯著的負相關，顯示公司進行舉債會使財務危機發生的可能性提高，因而抑制公司成長，因此在控制風險的動機下，成長機會較高的公司，負債比率較低。營運風險的係數為-0.001呈顯著的負相關，顯示營運風險越高的公司為了避免舉債所帶來

的財務風險，而使公司發生財務危機的可能性提高，會減少以舉債的方式籌措資金。

本研究之迴歸模型F值達1%之顯著水準，調整後的R-squared為34.6%，表示模型中家族企業之家族所有權、現金流量權與控制權偏離及經營權對於負債比率具有解釋能力。

表二 迴歸結果

變數	係數
截距項	-0.324 *** (-6.336)
家族所有權(in %)	-0.002 *** (-4.239)
現金流量權與控制權偏離(in dummy)	0.040 ** (-2.430)
經營權(in dummy)	-0.033 ** (-2.217)
公司規模(in ln)	0.041 *** (-6.529)
獲利能力(in %)	-0.021 *** (-20.932)
非負債來源稅盾(in %)	-0.009 ** (-2.338)
公司成長機會(in %)	-0.000 *** (-14.956)
營運風險(in %)	-0.001 *** (-10.102)
產業別(in dummy)	included
year effect	included
R-squared(in %)	35.010
Adj. R-squared(in %)	34.553
F-statistic	76.616 ***

註： 1.因變數為負債比率(in log)

2.研究期間 1998~2007 年，共 2579 筆樣本資料

3.「***」、「**」與「*」分別代表達 1%、5%與 10%之顯著水準。

資料來源：本研究整理

伍、結論與建議

一、結論

家族企業在世界大部分的國家都佔有舉足輕重的地位，Anderson, Mansi and Reeb (2003)表示在美國S&P500中至少有三分之一以上的企業為家族所控制。台灣上市公司亦多為家族經營型態，Yeh and Lee (2001)認為台灣有百分之七十六為家族型態的上市公司，由此可見家族企業的重要性。而家族企業的特性與非家族企業不同，尤其在家族所有權、控制權與經營權上，家族企業的股權較集中且經常透過金字塔結構與交叉持股的方式擴增控制權，高階管理者也以家族成員優先考量。

當公司自有資金不足以滿足公司正常營運所需之資金時，必須對外籌措資金，而對外籌措資金有負債融資與權益融資兩個管道。企業資金來源的組合，即為資本結構，其主要探討負債融資與權益融資之間的比率關係，對於公司而言，資本結構之所以重要，在於公司最適資本結構以極小化資金成本與極大化公司價值為目標，因此一旦公司達到最適資本結構，對於公司價值有極為正面的影響。不過影響資本結構的因素有很多，例如：股東與經營者的利益、經營控制權、公司資產結構、公司規模、獲利能力、營運槓桿和風險移轉...等，不過因為家族企業在家族所有權、控制權與經營權上有其特殊性，因此本研究探討家族企業之家族所有權、現金流量權與控制權偏離及經營權對資本結構的影響。以1998到2007年台灣家族型態的上市公司為研究對象，採用多元迴歸模型來檢測家族企業之家族所有權、現金流量權與控制權偏離及經營權對資本結構的衝擊。

實證結果顯示家族所有權和經營權與負債比率呈現顯著負相關，表示家族成員持有的股權愈集中或公司之總經理由家族成員所擔任，皆會使公司較不願意以舉債的方式籌措資金。現金流量權與控制權偏離與負債比率呈現顯著正相關，表示家族企業有現金流量權與控制權偏離情形時，公司舉債程度愈高。因此家族企業之家族所有權、現金流量權與控制權偏離及經營權確實會對資本結構產生影響。

二、研究限制與建議

- (一) 本研究樣本僅包含台灣家族型態的上市公司，因此建議可將研究樣本的範圍擴大到台灣全部公開發行公司，探討所有權、現金流量權與控制權偏離及經營權對資本結構的影響。
- (二) 根據研究結果發現公司規模確實會對資本結構產生影響，因此可以進一步將樣本依公司規模進行劃分，探討大型企業與中小型企業在家族所有權、現金流量權與控制權偏離及經營權對資本結構的影響是否有差異。或者加入公司規模的干擾效果，探討家族所有權、現金流量權與控制權偏離及經營權對資本結構的關係是否會受其影響，而弱化或增強家族所有權、現金流量權與

控制權偏離及經營權對資本結構的關係。

參考文獻

1. 中華徵信社 (2007)。台灣地區集團企業研究。
2. 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》，25，69-91。
3. 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的適用程度。《管理學報》，20，365-395。
4. 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》，13，153-179。
5. 馬黛、李永全 (2008)。家族控制對負債融資決策的影響—以台灣為例。《臺大管理論叢》，18，133-170。
6. 陳柏融 (2003)。股權結構、監理機制與公司價值之研究—以台灣上市公司為例。國立中山大學企業管理研究所未出版碩士論文，高雄市。
7. 陳美華、高振楠 (2008)。家族企業特徵與公司績效之關聯性—以台灣電子產業為例。《台灣銀行季刊》，59，199-229。
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》，18，57-90。
9. 李永全 (2007)。台灣家族公司負債融資之研究。國立中山大學財務管理研究所未出版博士論文，高雄市。
10. Agrawal, A., & Nagarajan, N. (1990). Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: The case of all-equity firms. *Journal of Finance*, 45, 1325-1331.
11. Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-397.
12. Anderson, R., Mansi, S., & Reeb, D. (2003). Founding family ownership and agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68, 263-285.
13. Balakrishnan, S., & Fox, I. (1993). Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure. *Strategic Management Journal*, 14, 3-16.
14. Casson, M. (1999). The economics of the family firm, *Scandinavian Economic History Review*, 47, 10-23.

15. Chami, R. (1999). What's Different about Family Business? Unpublished working paper, University of Notre.
16. Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. (2000). The separation of ownership and control in east asian corporation. *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
17. Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57, 2379-2408.
18. Cronqvist, H., & Nilsson., M. (2003). Agency costs of controlling minority shareholders. *Journal of Fiancial and Quantitative Analysis*, 38, 695-719.
19. DeAngelo, H., & Masulis, R. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, 3-30.
20. Du, J., & Dai., Y. (2005). Ultimate corporate ownership structures and capital structures: evidence from East Asian economies. *Corporate Governance*, 13, 60-71.
21. Faccio, M., & Lang, L. (2002). The ultimate ownership of western european corporate, *Journal of Finance Economics*, 65, 365-395.
22. Harris, M., & Raviv, A. (1988). Corporate governance: voting rights and majority rules, *Journal of Financial Economics*, 20, 203-235.
23. Hill, C., & Snell, S. (1988). External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries. *Strategic Management Journal*, 9, 577-590.
24. Jensen, M., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
25. Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
26. La Porta, F., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
27. Stultz, R. (1988). Managerial control of voting rights: financing policies and the marker for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
28. Wu, Z., Chua, J. H., & Chrisman, J. (2007). Effects of family ownership and management on small business equity financing. *Journal of Business Venturing*, 22,

875-895.

29. Yeh, Y. H., Lee, T. S., & Woitdke, T. (2001). Family control and corporate governance: evidence from Taiwan. *International Review of Finance*, 2, 21-48.
30. Zahra, S. A. (2003). International expansion of U.S. manufacturing family business: The effect of ownership and involvement. *Journal of Business Venturing*, 18, 495-512.
31. Zahra, S. A., Ireland, R. D., & Hitt, M. A. (2000). International expansion by new venture firms: international diversity, mode of market entry, technological learning, and performance. *Academy of Management Journal*, 43, 925-950

