

家族企業海外投資對股票報酬影響研究-以台灣上市公司為例

指導老師：翁鶯娟老師

組員：許家福 王麗卿

黃立誠 石啟東

摘要

台灣為海島型國家，有著先天環境之限制。當今經濟環境高速成長與快速變遷，各國逐漸撤除貿易之間的藩籬及鬆綁投資的管制，國內許多投資案，面臨嚴苛的環評，使得一些企業紛紛外移，追求更低的成本和更有效的經營動機，企業為了維持競爭力，導致海外投資已蔚為風氣，使產業結構亦隨之改變，希望能為企業帶來營運效率增加、資源利用效能提升、為股東創造價值。

本研究主要探討國內家族企業上市公司FDI宣告對股價變化之影響，以國內家族企業上市公司FDI宣告事件為研究對象，透過資本市場股票價格的變化做為指標，來判定其對股價變化影響的方向與大小。「所有權」與「經營權」分離的概念，來分析家族企業對FDI在股價報酬之影響。

本研究以家族企業海外投資宣告作為研究對象，研究期間是從西元2000年至2010年，本研究實證結果為國內家族企業上市公司宣告FDI會負向影響股價報酬，家族績效比非家族差；現金流量請求權與控制投票權的分離程度會負向影響股市報酬，分離程度越高，其報酬越差、分離程度越低，其報酬越好。

第壹章緒論

第一節 研究背景與動機

台灣為海島型國家，有著先天環境之限制。當今經濟環境高速成長與快速變遷，各國逐漸撤除貿易之間的藩籬及鬆綁投資的管制，國內許多投資案，面臨嚴苛的環評，使得一些企業紛紛外移，追求更低的成本和更有效的經營動機，企業為了維持競爭力，導致海外投資已蔚為風氣，使產業結構亦隨之改變，希望能為企業帶來營運效率增加、資源利用效能提升、為股東創造價值。而海外投資熱潮之所以形成，其原因眾多，如國內匯率變動、環保意識抬頭、推動企業國際化政策和投資成本增加之「推力」或海外投資成本低、市場大之「拉力」。為克服大環境之因素，保持較佳之國際競爭力，造成不少企業赴海外發展。

近幾十年來在台灣經濟發展的過程中，家族企業扮演了非常重要的角色，佔全國企業總數98%以上的中小企業幾乎都是家族經營型態(許士軍, 1991)。家族企業在全球商業中一直扮演著相當重要的角色，家族公司仍然是最普遍的企業組織形式。在華人圈中頗負盛名的有王永慶的台塑集團、香港李嘉誠的長實集團等，這些家族企業不少都赫赫有名，企業發展時間也很長。

在目前一百大集團企業中，多數亦具有濃厚的家族色彩(中華徵信所, 1999)。Yeh et al.(2001)以台灣208家上市公司為研究對象，以20%股權作為最終控制者的區分標準，研究指出台灣上市公司有76%為家族控制型態，而其董事會有66.45%為控制家族完全掌握，對於台灣近數十年來經濟的成長與社會的繁榮，家族企業有其存在的條件與對經濟發展的貢獻。因此要探討家族企業會如何影響FDI，在FDI宣告上對股票報酬有何影響？家族有何特性會影響股票是本論文的研究動機。

第二節 研究目的

本文試圖探討影響家族企業FDI宣告會如何影響股價。我們估計宣告後的異常的股市反應。

這種方法是基於效率市場,一個投資宣告在有效率的股票市場中,任何出乎意外或新的投資宣告將反應在證券價格(Fama,1970)。

本研究主要探討家族有何特性如何影響FDI,會對股票報酬有何影響,以國內家族企業上市公司FDI宣告事件為研究對象,透過資本市場股票價格的變化做為指標,來判定其對股價變化影響的方向與大小。「所有權」與「經營權」分離的概念,來分析家族企業對FDI在股價報酬之影響。本研究採用事件研究方法,以市場模式來估計期望報酬率,計算累積異常報酬率,主要目的有二

1. 探討家族企業FDI對股票報酬之影響,宣告FDI是否具有正面的影響。
2. 探討現金流量請求權與控制投票權的分離程度,對於家族企業FDI是否會影響股票報酬。

參考文獻

一、 中文部份

- 1、中華微信所。『台灣地區集團企業研究』,1999。
- 2、林映成,台灣家族企業之績效、組織及策略,台灣大學商學研究所碩士論文,2006。
- 3、許士軍,『卓越的台灣管理模式』,中華民國管理科學學會,1991。
- 4、許士軍及陳光中,『台家家族企業發展與家族結構關係』,行政院國家科學會專題研究,1989。
- 5、許珮蓉,『從企業型態探討創新活動行為—以家族與集團企業為例』,國立中央大學企業管理研究所碩士論文,1997。
- 6、曹慧柔,『日本企業購併宣告對股價影響之探討』,國立中正大學財務金融研究所碩士論文』,2001。
- 7、蔡彥卿,『控制權股東所有權與控制權偏離程度、應計數持續性與股市反應』,國立臺灣大學會計學系暨研究所,2005。
- 8、葉銀華,『家族控股集團、核心企業與報酬互動之研究:台灣與香港證券市場之比較』,管理評論,18(2),59-86,1999。
- 9、翁淑育,『台灣上市公司股權結構.核心代理問題及公司價值之研究』,輔仁大學金融研究所,2000。
- 10、陳泰和,『台灣家族接班人選擇因素之研究:以交易成本、信賴機制、網絡關係之觀點探討』,國立台灣大學國際企業學研究所碩士論文,2001。
- 11、陳禎祐,『台灣地區上市公司海外直接投資績效與股價關聯性之研究』,國立政治大學企業管理研究所,1998。
- 12、劉敏禎,『企業赴海外投資之訊息宣告對股票報酬影響研究-以台灣上市公司在大陸為例』,國立東華大學國際企業研究所碩士論文,2002。
- 13、簡聖紋,『海外投資宣告對股東財富影響之研究』—「西進」與「南向」之比較,朝陽科技大學企業管理所碩士論文,2000。

二、 英文部份

- 1 ‧ Anderson, R. and Reeb, D. (2003) Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *Journal of Finance*, 53, 1301-1328.
- 2 ‧ Anderson, R. C., and Reeb, D. M. (2004) Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms. *Administrative Science Quarterly*, 49, 209-237.
- 3 ‧ Ben-Amar, W. and Andre, P. (2006) Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada, *Journal of Business Finance and Accounting*, 33, 517-549.
- 4 ‧ Berle, A., and Means, G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York.
- 5 ‧ Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., and Lang, L. H. P. (2000a) Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. *World Bank, Policy Research Working Paper*.
- 6 ‧ Claessens, S., Djankov, S. and Lang, H.P. (2000) The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- 7 ‧ Claessens, S., Djankov, S., Fan J. and Lang, H.P. (2002) Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, *Journal of Finance*, 57, 2741-2771.
- 8 ‧ Dollinger, M. J. (1993) Alternative Methodologies for Identifying Family Versus Nonfamily-managed Businesses. *Journal of Small Business Management*, 31, 4-6.
- 9 ‧ Dyer, W. G. J. (1986) *Cultural Change in Family Firms: Understanding and Managing Business and Family Transitions*. Jossey-Bass, San Francisco.
- 10 ‧ Fama, E.F. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- 11 ‧ Jensen, M., and Meckling, W. H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- 12 ‧ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. (1999) Corporate Ownership Around The World. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- 13 ‧ Leland, H. E., and Pyle, D. H. (1977) Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- 14 ‧ Lubatkin, M.H., Schulze, W.S., Ling, Y. and Dino, R.N.

(2005)Commentary: The Effects of Parental Altruism on the Governance of Family-Managed Firms, *Journal of Organizational Behavior*, 26, 313-330.

15 · Morck, R., Wolfenzon, D. and Yeung, B. (2005) Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth, *Journal of Economic Literature*, 43, 655-720.

16 · Perez-Gonzalez, F. (2006) Inherited Control and Firm Performance, *American Economic Review*, 96, 1559-1588.

17 · Schulze, W., Lubatkin, M.H. and Dino, R. (2003) Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms, *Journal of Business Venturing*, 18, 473-490.

18 · Sirmon, D. G., and Hitt, M. A. (2003)Managing Resources : Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27, 339-359.

19 · Smith, B. F., and Amoako-Adu, B.(1999) Management Succession and Financial Performance of Family Controlled Firms. *Journal of Corporate Finance*, 5(4), 341-368.

20 · Weidenbaum, M. (1996) The Chinese Family Business Enterprise, *California Management Review*, 38, 141-156.

21 · Wilkinson, B. (1996) Culture, institutions and business in East Asia, *Organization Studies*, 17,421-47.

22 · Woolridge, J. R., & Snow, C. C. (1990) Stock market reaction to strategic investment decisions. *Strategic Management Journal*,11(5), 353-363 .

23 · Wong, Y.J, Chang, S.C & Chen, L.Y(2010) Does a Family-controlled Firm Perform Better in Corporate Venturing? *Corporate Governance: An International Review*, 175-192

24 · Yammeesri, J., and Lodh, D. S. C.(2004) Is Family Ownership a Pain or Gain to Firm Performance? *Journal of American Academy of Business, Cambridge*, 4, 263-270.

25 · Yeh, Y.h., T. S. Lee and T. Woidtke, (2001) Family Control and Corporate Governance : Evidence form Taiwan, *International Review of Finance*, 2, 21-48.

26 · Yeh, Y. H., Lee, T. S. (2002) Corporate Governance and Corporate Equity Investments: Evidence from Taiwan. *The 9th Global Finance Conference*.

27 · Yeh, Y.H. and Woidtke, T. (2005) Commitment or Entrenchment? Controlling Shareholders and Board Composition, *Journal of Banking*

and Finance, 29, 1857-1885.

28 · Yeh, Y. H. (2005) Do Controlling Shareholders Enhance Corporate Value? *Corporate Governance*, 13, 313-325.

29 · Young, M.N., Peng, M.W., Ahlstrom, D., Bruton, G.D. and Jiang, Y. (2008) Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective, *Journal of Management Studies*, 45, 196-220.

