

# 公司治理如何影響家族企業之績效？ 長期縱貫分析\*

郭翠菱\*\*

輔仁大學會計學系

王志洋

振樺電子股份有限公司財務處

## 摘要

本文探討家族企業之經營績效是否優於非家族企業，並進一步分析影響家族企業經營績效之決定因素。本文以 1996 年至 2010 年上市櫃公司為樣本，實證結果發現家族企業會計績效優於非家族企業；額外分析發現家族企業之經營績效大多優於專業經理人治理型態企業，專業經理人對高科技業績之影響程度大於傳統產業。有關影響家族企業經營績效之決定因素之研究發現如下：提高家族成員之控制持股對於會計績效有正面影響，該影響主要源自家族成員之直接持股，且家族控制持股與財務績效呈現非線性關係；家族成員提高控制董事席次與經營績效之間雖無顯著關聯性，董監薪酬結構在家族控制董事與家族經營績效關係中則具有調節效果；家族成員擔任重要管理職位對會計績效有正面影響，當家族創業者或繼任者仍擔任總經理或董事長，更有助於提升企業績效；提高機構法人持股對會計績效有正面影響，且國內機構法人對於會計績效影響程度較國外機構法人強；股權偏離程度愈大對於家族企業經營績效愈有不利影響。

**關鍵詞：**家族企業、經營績效、決定因素、縱貫分析

\* 作者感謝會計評論編輯委員會與兩位匿名審查委員所提供之寶貴意見，以及科技部專題研究計畫補助(NSC 99-2410-H-030-007-MY3)。

\*\* 通訊作者電子信箱：079381@mail.fju.edu.tw。地址：新北市新莊區中正路 510 號。

收稿日：2011 年 11 月

接受日：2016 年 10 月

四審後接受

主審領域主編：楊朝旭教授

DOI: 10.6552/JOAR.2017.64.3

# How Does Corporate Governance Affect the Performance of Family Businesses? A Long-term Longitudinal Analysis\*

**Tsui-Lin Kuo\*\***

Department of Accounting  
Fu Jen Catholic University

**Chih-Yang Wang**

Department of Finance  
Posiflex Technology Incorporation

## Abstract

This study compares the impact of family versus nonfamily businesses on their performance. Furthermore, this study examines the factors determining the relationship between family businesses and firm performance. Using Taiwanese listed firms from 1996 to 2010, we find that family businesses perform better than nonfamily businesses, and that family businesses perform better than do professionally managed firms. Professional managers affect performance more in high-tech industries compared with traditional industries. Family-controlled shareholding has a positive impact on accounting-based performance. Additional analyses suggest that the family effect mainly originates from direct shareholding and that the relationship between family-controlled shareholding and performance is nonlinear. The number of family members on the BOD has no impact on firm performance. However, compensation has a moderating effect on the relation of a family-based BOD and performance. There is a positive relationship exists between family members who serve as top executives and accounting-based performance, especially when the founder or descendants serve as CEOs or chairpersons increasing performance. Institutional shareholding is associated with higher accounting-based performance, and this positive effect is stronger for domestic institutions than for foreign institutions. Finally, the higher the deviation between voting and cash flow rights of family businesses is, the more negative the effect on firm performance is.

**Keywords:** *Family businesses, Performance, Determinants, Longitudinal analysis.*

---

\* The authors appreciate the insightful comments by the editor committee and two anonymous reviewers. Professor Kuo gratefully acknowledges the financial support of the Ministry of Science and Technology. (Project No. NSC 99-2410-H-030-007-MY3).

\*\* Corresponding author, email: 079381@mail.fju.edu.tw. Address: No. 510, Zhongzheng Rd., Xinzhuang Dist., New Taipei City 24205, Taiwan (R.O.C.).

Submitted November 2011

Accepted October 2016

After 4 rounds of review

Field Editor: Professor Chaur-Shiuh Young

DOI: 10.6552/JOAR.2017.64.3

## 壹、緒論

家族企業在世界經濟為非常重要的支柱，根據富比士(Forbes)(Forbes.com 2011)雜誌報導，家族企業佔全球總數 75%，支撐全球六成 GDP。Anderson and Reeb (2003)指出美國 S&P500 大企業中，有將近三分之一的企業為家族企業。Maury (2006)研究西歐企業，亦發現超過三分之一的企業為家族企業。La Porta, Lopez-De-Silanes, and Shleifer (1999)調查 27 個國家大型上市企業，發現樣本中 68.59% 存在控制股東(control shareholder)，且家族控制型態最為普遍。Claessens, Djankov, and Lang (2000)採用 La Porta et al. (1999)之做法，亦發現東亞九個國家企業皆存在控制股東的現象，並進一步發現控制股東型態以家族為主。Yeh, Lee, and Woidtke (2001)指出 76% 的台灣上市公司由家族所控制。根據天下雜誌(張翔一與黃靖萱 2010)統計，台灣新十大家族合計掌握 13 大金融和商業集團<sup>1</sup>，創造 77 家上市櫃公司，掌握台灣股市市值 25.7%，總市值超過六兆新台幣。上述資料顯示家族企業不論中外扮演舉足輕重的角色，因此，值得深入探討家族企業之經營績效是否優於非家族企業。

國外研究比較家族與非家族企業經營績效差異結果並不一致，部分研究發現家族企業之經營績效優於非家族企業(例如：Maury 2006; Lee 2006; Villalonga and Amit 2006; Martínez, Stöhr, and Quiroga 2007; Allouche, Amann, Jaussaud, and Kurashina 2008)。然而，也有學者指出非家族企業之經營績效優於家族企業(例如：Morck, Shleifer, and Vishny 1988; Lauterbach and Vaninsky 1999; Gomez-Mejia, Nunez-Nickel, and Gutierrez 2001)。國內探討家族與非家族企業經營績效差異之研究尚屬少見，而實證結果也不一致，沈育宏(2007)及曹壽民、林哲弘與陳羿安(2010)皆指出台灣上市之家族企業績效優於非家族企業，然而，詹凱玲(2007)與沈昱均(2008)發現家族企業之經營績效較差。

過去探討家族與非家族經營績效差異之研究多以代理理論(agency theory)角度，主張家族企業具有股權集中、經營者與企業所有權人間存在親屬關係之特性，家族企業可能透過交叉持股(cross-shareholding)、金字塔結構(pyramid structure)或集團內公司互為董事方式掌握控制權，使得控制權(control rights)超過其擁有之現金流量權(cash flow rights)，左右公司決策，造成剝奪小股東利益，產生控制股東與小股東間的核心代理問題(central agency problem)(La Porta et al. 1999; Claessens et al. 2000; Yeh et al. 2001)。管家理論(stewardship theory)則從不同角度，主張當家族企業經營者為家族成員所擔任，或由與家族成員間具有親屬關係者擔任時，經理人在工作上會追求更高的目標，不單是滿足個人成就，更會以組織及公司股東利益為出發點，因而產生利他行為(altruism)，為

<sup>1</sup> 天下雜誌所稱新十大家族包括台塑王家、遠東徐家、富邦蔡家、國泰蔡家、統一、中信辜家、和信辜家、裕隆嚴家、台新吳家、新光吳家、永豐餘何家、華南林家及大同林家，天下雜誌統計該十大集團市值之資料來源取自台灣經濟新報資料庫。

了組織利益的實現可能犧牲自我，維護企業與股東的利益，催化出管家態度，使家族企業比非家族企業更有長遠的思考與經營目標(Donaldson and Davis 1991; Davis, Schoorman, and Donaldson 1997; Lee and O'Neill 2003; Miller and Breton-Miller 2006; Miller, Breton-Miller, and Scholnick 2008)。回顧過去比較家族與非家族企業經營績效差異之相關研究，Dyer (2006)指出雖然過去已有文獻論述家族企業與公司績效之關聯性，但過去研究並未特別強調有關家族對企業績效的影響，鑑於過去文獻大多從代理理論之角度出發來探討家族與非家族企業在經營績效之差異，實證結果並不一致，故引發本文研究目的之一乃在於同時從管家理論及代理理論之觀點，比較家族與非家族企業在經營績效上是否產生差異。

家族企業普遍存在於許多國家，因此，有關家族企業之研究一直是國內外探討股權結構與公司治理相關議題之關注焦點。根據本研究統計，台灣上市櫃公司過去十五年平均之家族企業比例達 67.1%，接近 Claessens et al. (2000)以 10%為最終控制股權計算，台灣上市公司中平均有 65.6%為家族企業。本文除了找出家族企業經營績效是否優於非家族企業，更聚焦於家族企業，進一步分析影響家族企業經營績效之決定因素。過去已有文獻探討影響家族企業經營績效的決定因素，但實證結果分歧。Jensen and Meckling (1976)主張當家族控制持股增加，損失風險承擔程度愈大，經營者較不會做出損害公司價值的決策，存在利益一致效果(alignment effect)，實證結果顯示利益一致效果是較為普遍的現象(詹凱玲 2007；曹壽民等 2010；Lee 2004, 2006; Yammessri and Loth 2004; Villalonga and Amit 2006)。然而，Jensen and Ruback (1983)及 Shleifer and Vishny (1997)則指出，當家族控制持股愈高有足夠表決權或影響力時，特權消費或怠惰情形將更嚴重，導致犧牲小股東利益，存在利益侵佔效果(entrenchment effect)。近來亦有研究將公司治理機制視為影響家族企業經營績效的決定因素。例如，家族控制董事席次增加時，家族董事可以有效降低代理與交易成本(Patton and Baker 1987)，並透過與企業緊密連結健全企業之福祉(Davis et al. 1997)，對於企業績效有正面影響(侍台誠 1994；詹凱玲 2007)。家族成員擔任重要管理職位任期較長，投資決策上較具長遠的眼光(Stein 1989)，並可透過加強研發、訓練員工及維持顧客良好關係以達成長遠的目標(Kowalewski, Talavera, and Stetsyuk 2010)。另外，Filatotchev, Lien, and Piesse (2005)發現機構法人投資者持有家族企業股份，可透過擁有董事席次，適時監督公司營運，減緩家族控制股東與小股東間之代理問題。在股權偏離程度方面，研究發現家族成員常透過金字塔結構、交叉持股及參與企業管理職位等方式使其投票權超過現金流量權，藉此增強對企業決策之影響力。但當家族控制股東投票權與現金流量權偏離程度愈大，可能使控制股東侵佔小股東財富的動機愈強，進而造成公司價值降低(La Porta et al. 1999; Claessens et al. 2000; Faccio and Lang 2002)。如前述，影響家族企業經營績效之決定因素已經引起學者的高度關注，但過去研究大多僅探討少數的治理機制，因此，引發本文第二個研究目的，擬廣泛採

用各項公司治理變數，包含家族控制持股、家族控制董事席次、家族成員擔任重要管理職位、機構法人持股與股權偏離程度等五項因素，衡量其是否為影響家族企業經營績效之關鍵因素。在研究方法上，檢視國內外有關家族企業之相關研究後，本文發現過去文獻的研究期間多為混合橫斷面與時間序列的追蹤型資料(panel data)型態，卻多採用普通最小平方法(ordinary least square, 簡稱 OLS)進行分析，並無法完整捕捉家族企業經營績效的優劣及指出影響家族企業經營績效之各項因素。考量所選取的資料擁有時間序列和橫斷面特性，故本文採用追蹤型資料模型，比較我國 1996 至 2010 年共計十五年之上市櫃公司。本文分別採用台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal, 簡稱 TEJ)及參考過去文獻(Villalonga and Amit 2006)對於家族控制型態之定義來區分家族及非家族企業，本文的結果應更能反映家族與非家族企業長期經營績效之優劣性及分析影響家族企業績效之決定因素，較不致於有模型誤設(misspecification)之虞。

## 貳、文獻探討與假說發展

### 一、家族與非家族企業經營績效差異之相關文獻

過去文獻在比較家族與非家族企業經營績效優劣的研究結果並不一致，大部分學者的實證結果顯示家族企業績效優於非家族企業(Daily and Dollinger 1992; Beehr, Drexler, and Faulkner 1997; McConaughy, Matthews, and Fialko 2001; Anderson and Reeb 2003; Barontini and Caprio 2006; Maury 2006; Lee 2006; Villalonga and Amit 2006; Martínez et al. 2007; Allouche et al. 2008)。Anderson and Reeb (2003)比較家族與非家族企業經營績效之差異，以 1992 至 1999 年 S&P 500 的 403 家公司為樣本，使用會計績效(ROE 及 ROA)與市場績效(Tobin's Q)為衡量指標，實證結果發現家族企業績效優於非家族企業。Lee (2006)延伸 Anderson and Reeb (2003)之研究，採用雇用成長率、收入成長率、稅前毛利成長率及邊際利益為績效衡量指標，結果指出家族成員持股比率對績效產生正面影響，當經濟蕭條時，家族企業經營穩定性比非家族企業高。Maury (2006)探討 2003 年西歐 1,672 家企業家族所有權與經營績效之關係，發現無論保護投資人機制強或弱之國家，當家族控制程度較高時，其績效優於非家族企業。Villalonga and Amit (2006)探討家族股權控制及管理如何影響公司績效，樣本為 1994 至 2000 年 508 家財星 500 大企業，發現家族企業績效優於非家族企業，當家族成員擔任重要職位時，家族持股會創造公司價值。Martínez et al. (2007)探討家族持股與經營績效之關係，以 1994 至 2004 年共 175 家智利之公開發行公司為樣本，顯示長期而言家族企業績效優於非家族企業。Allouche et al. (2008)比較 1998 與 2003 兩個年度日本家族與非家族企業，發現家族企業獲利能力及財務結構皆優於非家族企業，家族控制程度高低會影響企業之獲利能力。國內研究方面，沈育宏(2007)探討台灣家族持股與家族管理對公司績效的影響，以

2002 至 2006 年之 465 家上市公司為樣本，結果顯示台灣家族企業無論在會計績效或市場績效上均較非家族企業來的優異，證實發現結合股權與管理權的家族企業有助於降低代理成本。曹壽民等(2010)探討 1996 至 2008 年台灣上市櫃家族企業與會計保守性之關聯性，實證結果發現相較於非家族企業，家族企業的公司績效較好，間接證實台灣家族企業代理成本較非家族企業小。

然而，部分學者研究結果呈現反向的看法，Morck et al. (1988)研究管理者持股與績效間的關係，使用 *Tobin's Q* 及利潤率為績效指標，發現控制家族與績效呈負向關係。Lauterbach and Vaninsky (1999)探討家族成員持股比例對公司績效的影響，分析以色列 280 家公開交易公司，研究結果發現專業經理人經營績效優於家族企業，建議企業組織要分散股權，並聘用專業經理人。Gomez-Mejia et al. (2001)實證發現當 CEO 由家族成員擔任時，西班牙的非家族企業會比家族企業更小心監督 CEO 行為，因此當 CEO 績效表現不佳時，非家族企業會更願意解雇不適任的 CEO 俾改善績效。國內研究方面，詹凱玲(2007)探討股權結構、董事會組成對公司績效的影響，樣本為 2001 年至 2005 年間之台灣上市公司，研究結果發現家族企業與非家族企業擁有不同的股權結構，導致不同的公司績效，非家族企業的經營績效較家族企業佳。沈昱均(2008)比較家族與非家族企業，研究結果發現家族企業之經營績效較差。Tsao, Chen, Lin, and Hyde (2009)探討家族企業與績效關聯性兼論高績效工作系統，研究結果則發現家族企業與會計績效無顯著關聯性。

過去研究家族與非家族企業之文獻多以代理理論角度解釋兩者控制型態對經營績效之差異。傳統代理理論指出，公司主理人雇用代理人替公司服務，代理人為了追求自身利益極大化，當主理人與代理人利益不一致有衝突時，就會產生代理問題(Berle and Means 1932; Jensen and Meckling 1976)。企業利用誘因或監督機制來解決代理問題，所產生之成本稱為代理成本(Fama and Jensen 1983)。其他研究從股權結構的角度，發現亞洲國家許多上市公司普遍存在最大控制股東，並且以家族控制型態為主，進一步研究後發現家族控制型態之股東利用交叉持股、金字塔結構或集團內公司互為董事會成員等方式增加對該公司之控制權，產生控制權與現金流量權偏離之現象，導致家族大股東剝奪小股東利益，產生核心代理問題(Shleifer and Vishny 1997; La Porta et al. 1999; Claessens et al. 2000; Yeh et al. 2001)。Anderson and Reeb (2003)指出，家族特性會減少代理理論中經營權與所有權分離的代理問題，而主要面臨具控制權家族股東與不具有控制權小股東間的衝突。Maury (2006)研究發現當家族控制權過高及對少數股東保護較低時，會增加家族成員與少數股東間的利益衝突。我國上市公司董事會及股權結構家族色彩濃厚，普遍存在家族大股東且大部分家族企業經營權由家族成員所擔任，較少發生所有權與經營權分離現象，然而，我國資本市場中散戶投資人眾多，小股東持有股份比例偏低，且人數眾多較不易凝聚力量行使權利(廖秀梅、李建然與吳祥華 2006)，加上家族企業投票權與現金流量

權偏離程度高達 11.14%，相較之下非家族企業僅為 7.99%（林嬋娟與張哲嘉 2009），此時，控制股東即可透過利益輸送和掏空公司資產方式，剝奪小股東利益<sup>2</sup>。蘇淑慧、呂倩如與金成隆(2009)及湯麗芬(2010)發現家族企業盈餘品質較非家族企業差，隱含家族企業代理成本較大。

綜上所述，代理理論相關研究發現，當家族控制者透過交叉持股、金字塔結構或集團內公司互為董事方式，使得所掌握之控制權超過其擁有之現金流量權，在這種情況下可能出現剝奪小股東利益，此時，家族企業中代理問題性質已非 Berle and Means (1932)與 Jensen and Meckling (1976)宣稱之所有權與經營權分離的傳統代理問題，而是轉變為家族控制股東與小股東間的核心代理問題 (Shleifer and Vishny 1997)，或導致更嚴重之特權消費行為(Jensen and Ruback 1983)產生利益侵佔效果。

管家理論是觀察家族與非家族企業經營績效差異的另一種觀點。管家理論最早是由 Donaldson and Davis (1991)提出，他們主張代理理論根基於經濟學中的功利主義，認為人都是理性的自利主義者(self-serving)和機會主義者(opportunist)，個人通過計算成本和收益盡可能牟取個人利益極大化。相反的，管家理論則從組織心理學和組織社會學出發，認為經理人並不是機會主義的偷懶者，他們通過完成挑戰性工作、承擔責任、樹立權威、取得認可等方式獲得內在滿足感。經理人對自身尊嚴、信仰以及內在工作滿足的追求，會促使他們努力經營公司，將自己的未來與公司、股東緊密聯繫在一起，成為公司資產的「管家」。因此，管家理論主張在制度的設計上不應僅僅依賴監督和物質激勵，更應通過充分授權、協調和精神激勵，發展一種相互合作、完全信任的關係 (Davis et al. 1997; Lee and O'Neill 2003)。

綜觀文獻，國內外實證研究大多發現家族企業之經營績效或穩定性優於非家族企業（沈育宏 2007；曹壽民等 2010；Anderson and Reeb 2003; Lee 2006; Maury 2006; Villalonga and Amit 2006; Martínez et al. 2007; Allouche et al. 2008; Miller et al. 2008），隱含支持管家理論，然而，從管家理論之角度出發進行實證研究者並不多見。Miller and Breton-Miller (2006)分別從代理理論及管家理論兩種不同觀點，探索家族企業治理和財務績效的關聯性，他們推論家族企業的管家行為，包含：專業化、減少短視近利的收購或裁員、以及增加研發、培訓和資本支出的投入，能夠使經理人產生利他行為，維護企業與股東的利益，培育企業核心競爭力(core capabilities)，創造家族企業更高的績效。Miller et al. (2008)發現因為家族的命運、聲望，使家族企業經營者更關心企業的長期發展，該管家行為非常重視企業永續性、積極與員工溝通及和顧客建立緊密關係。

綜上所述，以管家理論的角度，當家族企業經營者由具有親屬關係的家族成員所擔任時，經理人不單是滿足個人成就，更會以組織及公司股東利益為出

<sup>2</sup> 例如：近年力霸舞弊案即是利用複雜交叉持股方式掏空資產，犧牲小股東利益圖利家族成員。

發點，促使經營者努力經營公司，牢記企業使命，維護企業與股東的利益，因為這種管家的態度，長期而言，可能使家族企業創造比非家族企業更高的績效。

總結上述文獻，在代理理論之下，當家族企業控制股東之控制權過高時，會增加家族成員與小股東間之利益衝突，此核心代理問題將造成公司價值降低，導致家族企業經營績效劣於非家族企業；相反的，在管家理論之下，企業經理人具有管家態度，會以組織及公司股東利益為出發點，使家族企業具有長遠的思考與經營策略，導致家族企業經營績效優於非家族企業。據此，形成本文假說 H1a 與假說 H1b：

**H1a：在代理理論之下，非家族企業經營績效優於家族企業。**

**H1b：在管家理論之下，家族企業經營績效優於非家族企業。**

## 二、影響家族企業經營績效決定因素之相關文獻

對於世界上多數國家而言，家族企業占有相當高的比率，在我國企業中有超過一半的控制型態屬於家族企業，家族治理型態為台灣及歐亞地區常見的企業控制機制(Claessens et al. 2000; Yeh et al. 2001)。家族治理型態普遍存在，加上其性質特殊，使得如何成功領導並管理家族企業成為近年來學術界所關切之重要研究議題(Craig and Salvato 2012)。過去雖已有文獻探討影響家族企業經營績效的決定因素，但大多研究僅探討少數的治理機制，以下將進一步推論，哪些重要的決定因素會影響家族企業經營績效。本節將回顧過去文獻，彙整影響家族企業經營績效的五項重要決定因素，分別為家族控制持股、家族控制董事、家族成員擔任重要管理職位、機構法人持股及股權偏離程度，裨益釐清國內家族企業情況。茲將相關之理論基礎、文獻論述說明如下：

### (一) 家族控制持股對經營績效之影響

過去探討企業股權結構與經營績效關聯性的研究存在兩派不同論點，一派為 Jensen and Meckling (1976)提出之「利益收斂假說(convergence of interest hypothesis)」，另一派為 Jensen and Ruback (1983)提出之「鞏固職位假說(entrenchment hypothesis)」。利益收斂假說認為，若發生管理者特權消費、怠惰和追求個人利益極大化，對公司價值會產生損失，而企業價值損失必須由管理者自己承擔，所以當管理者持股愈高，愈能降低代理問題，存在利益一致效果。相反的，鞏固職位假說認為當管理者持股愈高，將擁有足夠的表決權保障其職位，管理者會反對任何與其權力、威望與職位不利之決策，誘發反接管行為(anti-takeover behavior)，使經營者特權消費或怠惰情形更為嚴重，造成公司價值的降低，損害少數股東權益，存在利益侵佔效果。

Claessens et al. (2000)指出，在大多數的東亞國家中有三分之二以上股權由單一股東所控制，而多數上市公司又受到家族所控制，此種現象不僅出現在台灣中小企業，大型上市櫃公司也存在這種現象。過去已有文獻探討家族控制持股對公司經營績效產生之影響，實證結果顯示利益收斂假說是較為普遍的現



象。例如：周行一、陳錦村與陳坤宏(1996)探討家族企業、聯屬持股與公司價值關係，研究顯示家族成員持股愈集中，因溝通順暢可大幅減低代理成本，進而導致公司價值提升。Lee (2004)探討家族所有權對經營績效之影響，以2002年150家美國家族企業為樣本，研究結果顯示家族成員持股愈高可對經營績效產生正面影響，且能提高投資報酬率。Lee (2006)進一步採用1992至2002年美國S&P 500公司為樣本，研究結果亦發現家族成員持股比率愈高對績效愈有正面影響。Villalonga and Amit (2006)探討家族所有權、控制權及管理如何影響公司價值，研究結果發現唯有家族創始人擔任董事長或CEO時，家族所有權才能提升公司績效。詹凱玲(2007)探討股權結構、董事會組成對公司績效之影響，研究結果指出家族成員持股比例對公司績效呈顯著正向影響力。曹壽民等(2010)發現家族持股愈高，家族企業的經營績效愈好，顯示家族企業可能帶來正向的利益一致效果。

然而，部分實證結果則顯示家族成員持股對績效呈現負效果或無顯著關係。Lauterbach and Vaninsky (1999)探討家族成員持股比例對公司績效之影響，樣本為以色列280家公開交易公司，研究結果指出家族成員持股對績效有負面之影響。Filatotchev et al. (2005)探討家族企業公司治理與績效之關係，樣本為1999年228家台灣上市公司，研究結果發現家族持股與績效之關係並不顯著。Sciascia and Mazzola (2008)探討家族持股、家族成員擔任管理職位與績效是否存在關係，樣本為2000年620家義大利中小型未公開上市之家族企業，研究也發現家族持股與績效並無顯著關係。

綜上所述，家族企業透過家族成員控制持股方式主導企業，多數學者研究結果支持家族控制持股比例對經營績效有正效果，當股權愈集中，家族利益與公司利益密不可分，而家族成員間緊密連結與高度信任感，會趨使企業所有者監督經理人降低代理問題，並提高公司績效。據此，本文預期家族企業家族成員控制持股比例愈高，股權集中將會導致家族成員有誘因監督管理者，進而提升家族企業績效，支持利益收斂假說，家族企業存在利益一致效果。茲建立假說H2a如下：

**H2a：在家族企業，家族控制持股比例對公司之經營績效具有正向影響。**

## (二) 家族控制董事對經營績效之影響

Fama and Jensen (1983)指出董事會有降低代理問題的功能，能否發揮職能與董事會組成結構有關。公司治理中內部治理的核心為董事會，董事會主要角色除了監督的功能外，亦扮演如何減緩各利害關係人利益衝突的角色，並且協助管理者制定決策，提高公司績效。家族控制董事席次增加時，家族董事可以有效降低代理與交易成本(Patton and Baker 1987)，並透過與企業緊密連結健全企業之福祉(Davis et al. 1997)，將有利於公司績效。

台灣家族企業中，家族成員擔任董事席次的情形相當普遍，Yeh et al. (2001) 指出台灣上市公司 66.45% 的董事會由家族所主導，林嬋娟與張哲嘉(2009)發現台灣上市櫃家族企業中，家族成員直接或透過其他機構間接持有之董事會席次佔 57%，顯示家族透過董事會的控制對於公司決策具有相當影響<sup>3</sup>。國內實證結果亦發現，若家族透過取得董事席次掌控企業經營權，負擔企業監督經理人的決策責任愈大，所得到的財富補償效果也隨之增加，故家族將有較大誘因監督經理人，參與決策提升公司績效（侍台誠 1994；詹凱玲 2007）。當家族企業控制股東與公司利益一致，對於董事會組成將以提高決策品質為考量，可對績效產生正面效果（梁韻嵐與蘇裕惠 2010）。

綜上所述，台灣家族企業家族成員透過擔任董事席次掌控企業經營情形相當普遍，本文推論家族控制董事席次比率能有較強的誘因監督管理者，對於績效產生正面影響，據此建立假說 H2b 如下：

**H2b：在家族企業，家族控制董事席次比例對公司之經營績效具有正向影響。**

### （三）家族成員擔任重要管理職位對經營績效之影響

家族企業另一個特殊現象是，家族成員涉入管理階層並擔任重要職位會主導公司決策。家族企業經理人由家族成員所擔任的情況很多，當家族控制股東同時擁有 CEO 職位時，將使所有權與經營權結合，降低代理問題，並使家族的利益與企業整體利益一致，更能達到企業績效目標(Demsetz and Lehn 1985)。另外，以任期長短來看，Miller and Shamsie (2001)發現經理人的職位上所產生之學習效果創造出之績效會在任職 7 至 10 年時達到最高峰。而家族經理人平均任期為 15 至 25 年，通常較外部經理人任期長(Miller and Breton-Miller 2005)，因此，家族經理人較不容易被撤換，在任期內投資決策上較具長遠的眼光(Stein 1989)，並可透加強研發、訓練員工及維持與顧客良好關係以達成長遠的目標(Kowalewski et al. 2010)。

實證研究方面，發現家族企業由家族成員擔任重要職位對於績效有正面影響。Anderson and Reeb (2003)探討家族企業經營權，發現創設家族(founding-family)擔任 CEO 其績效優於聘請非家族成員。Villalonga and Amit (2006)研究結果也發現，當家族創始人擔任 CEO 或董事長，家族股權集中能創造績效。Kowalewski et al. (2010)以新興國家波蘭企業為樣本，發現家族企業 CEO 由家族成員擔任則績效較佳，隱含家族經理人較熟悉該企業經營型態，可與企業利害關係人(stakeholders)建立較佳之社會網絡。曹壽民等(2010)亦發現台灣家族企業由創辦人擔任 CEO 對於績效有正面影響。

綜上所述，當家族企業由家族成員擔任重要職位時，可降低所有者與經營者利益衝突之代理問題。若家族經理人任期較長，在投資決策上較能避免短視

<sup>3</sup> 依據我國公司法第 202 條規定：公司業務的執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均由董事會決議行之。

近利之決策，並能提升企業之績效。因此，本文預期家族企業重要職位由家族成員所擔任時，在投資決策上較具有長遠眼光，對於績效產生正面影響，據此形成假說 H2c：

**H2c：在家族企業，家族成員擔任重要管理職務對公司之經營績效具有正向影響。**

#### (四) 機構法人持股對經營績效之影響

機構法人在金融市場的角色日趨重要，其挾帶龐大金額投資對於股市波動具有相當之影響力，因此，機構投資人對於公司決策經營上具有一定程度之影響。Pound (1988)提出「效率監督假說(efficient monitoring hypothesis)」，認為機構投資人較易取得資訊且具備專業知識，相較於一般小股東而言，其監督成本較低，可有效監督管理當局，並提升公司績效。Tihanyi, Johnson, Hoskisson, and Hitt (2003)探討機構法人與企業國際多角化之關聯性，發現機構投資人與企業投資策略有正向關聯性，隱含企業管理當局的投資政策為機構投資人選擇投資的一項重要指標。此意謂著，當機構法人對於企業持股比率夠大則可具有足夠控制力，能發揮監督效果，有助解決委任問題(Douma, George, and Kabir 2006)。當機構法人發現管理當局可能做出損害股東的情況時，會充分運用權限或參與董事會運作，改善管理當局投資決策(Mangel and Singh 1993)，其對於企業經營績效亦有顯著的影響(McConnell and Servaes 1990)。

在家族企業有關機構法人的研究方面，Wang (2006)以機構投資人持股做為衡量家族企業外部監督機制指標，發現機構投資人持股之增加可提高企業盈餘品質。Filatotchev et al. (2005)探討台灣上市公司家族企業公司治理與績效之關聯性，發現國外機構法人投資者持有家族企業股份，可透過擁有董事席次，適時監督公司營運，減緩家族控制股東與小股東間之代理問題，對家族企業績效具有正面影響。因此，本文推論機構法人較易取得資訊且具備專業知識，其監督成本較小股東低，可有效監督管理當局，減緩家族控制股東與小股東間之代理問題，並提升公司價值。據此，本文預期機構法人對於家族企業績效有正面影響，茲建立假說 H2d 如下：

**H2d：在家族企業，機構法人持股對公司之經營績效具有正向影響。**

#### (五) 股權偏離程度對經營績效之影響

家族成員透過金字塔結構、交叉持股、參與企業管理職位等方式使其控制權超過現金流量權，藉此增強對企業決策影響力(La Porta et al. 1999; La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, and Vishny 2002; Claessens et al. 2000)，建立有利的股權結構，保護控制股東利益(Ehrhardt and Nowak 2001)。而 Claessens, Djankov, Fan, and Lang(2002)與 Faccio and Lang (2002)進一步探討控制權與現金流量權偏離程度對於公司價值的影響，兩權分別代表正面利益一致效果(現金流量權)及負面利益侵佔效果(控制權)，當家族控制股東控制權與現金流量權偏離程

度愈大，將造成控制股東侵佔小股東財富的動機愈強，進而造成公司價值降低。Fan and Wong (2002)探討東亞七國經濟體<sup>4</sup>，發現控制權與現金流量權偏離程度愈大，控制股東會基於自身利益而掌控會計資訊的報導，降低盈餘資訊性。Francis, Schipper, and Vincent (2005)以美國公司為樣本，發現股權偏離程度較大之企業，其盈餘反應係數較低，隱含當股權偏離程度愈大，控制股東可能基於自身利益而掌控會計資訊的報導，隱匿壞消息造成外部監督機制效能降低，將導致家族控制股東侵佔小股東財富的動機愈強，長期而言會影響公司績效。

國內研究方面，國內家族企業通常以家族利益為優先考量，其經營決策通常基於家族共同意志，因此，股權偏離程度可做為評斷公司治理好壞的依據(林宛瑩與許崇源 2008)。實證研究方面，翁淑育(2000)以 1997 至 1998 年台灣上市公司為樣本，研究發現家族控制型態企業現金流量權與控制權產生偏離後，將形成控制股東與小股東間的核心代理問題，降低公司市場價值。李永全與馬黛(2006)及湯麗芬(2010)發現家族企業控制權與現金流量權偏離程度愈大，控制股東掠奪少數股東財富情形愈嚴重，且提高代理成本。林宛瑩與許崇源(2008)以國內 14 家集團 63 家上市櫃公司為對象，發現控制權與現金流量權偏離程度較高之公司，經營績效顯著較差。曹壽民等(2010)將家族企業以股權偏離程度分群，亦發現股權沒有偏離之家族企業，其公司績效優於非家族企業。

綜上所述，家族控制者透過金字塔結構、交叉持股和介入管理使家族控制股東掌握之控制權遠超過其現金流量權時，具有強烈動機追求家族利益，而枉顧小股東財富利益(Shleifer and Vishny 1997)，此時，家族企業將產生利益侵占效果，對於績效有負面影響，使得代理問題擴大。相反地，若家族控制者有較多的現金流量權，家族承擔盈餘損失風險將較大，侵占小股東財富利益的動機將降低，對於績效則有正面影響。因此，本文推論家族企業控制權、現金流量權兩權偏離程度愈大，將產生家族控制股東侵佔小股東財富現象，對於績效有不利之影響，據此形成本文假說 H2e：

**H2e：在家族企業，控制權與現金流量權偏離程度愈大對公司之經營績效愈有負向影響。**

<sup>4</sup> 東亞七國經濟體分別為，香港、印尼、新加坡、馬來西亞、南韓、台灣及泰國。

## 參、研究方法

### 一、樣本篩選過程

本文的樣本資料取自於TEJ 1996年至2010年底止，共計十五個年度之台灣上市櫃公司，初步獲得18,121筆，排除無法辨認家族或非家族控制型態企業219筆、排除金融保險此管制行業597筆、排除公股控制型態345筆、排除缺乏績效變數相關資料3,978筆、排除缺乏控制變數相關資料1,780筆，最後實際分析資料共有11,202筆之公司年度(firm-year)觀察值<sup>5</sup>。其中，家族企業共7,517筆，佔總樣本比率約67%，顯示家族控制型態企業在台灣社會佔大多數，足見台灣家族企業在上市櫃公司中扮演相當重要的角色。茲將樣本篩選過程列示如表1。

表1 研究樣本篩選過程表

篩選過程	樣本數
1996至2010年上市櫃公司之年度樣本數	18,121
減：無法辨認控制型態	(219)
減：排除金融保險業 (TEJ 產業別 28, 30, 31)	(597)
減：排除公股控制型態	(345)
減：缺乏績效變數相關資料	(3,978)
減：缺乏控制變數相關資料	(1,780)
總樣本數	11,202
家族企業 (家族企業佔總樣本比率)	7,517(67.10%)
非家族企業 (非家族企業佔總樣本比率)	3,685(32.90%)

表2之第一部分係列示樣本的產業分佈。統計結果指出，水泥及造紙工業中家族樣本占該產業比率高達100%，顯示台灣水泥與造紙產業控制型態皆為家族所控制；其次為塑膠工業與食品工業，分別佔89%與85%。另外，表2第二部分台灣家族企業年度分佈資料顯示，家族企業佔總樣本比例有逐年減少的趨勢，從1996家族比率高達77%，至2004年已減少至66%，近五年家族比率大約維持在63%至65%。

表2 樣本分佈表

第一部分：樣本之產業分佈				
產業代碼	產業名稱	總樣本	家族企業	家族樣本占該產業比率
11	水泥工業	104	104	100.00%
12	食品工業	297	253	85.19%
13	塑膠工業	347	310	89.34%
14	紡織工業	699	587	83.98%
15	電機機械	577	403	69.84%
16	電器電纜	172	129	75.00%
17	化學生技醫療	671	526	78.39%

<sup>5</sup> 為避免極端值影響實證結果，本文將連續變數以 winsorize 1% 方式進行處理(Lien and Balakrishnan 2005)。

表 2 樣本分佈表 (續)

第一部分：樣本之產業分佈															
產業代碼	產業名稱		總樣本	家族企業	家族樣本占該產業比率										
18	玻璃陶瓷		74	62	83.78%										
19	造紙工業		104	104	100.00%										
20	鋼鐵工業		394	310	78.68%										
21	橡膠工業		145	119	82.07%										
22	汽車工業		63	50	79.37%										
23	電子工業		5,721	3,093	54.06%										
25	建材營造		595	486	81.68%										
26	航運		222	189	85.14%										
27	觀光		130	92	70.77%										
29	貿易百貨		181	128	70.72%										
97	油電燃氣		93	66	70.97%										
99	其他		613	506	82.54%										
合計			11,202	7,517	67.10%										
第二部分：家族企業之年度分佈															
年度	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
總樣本數	258	311	329	386	468	515	750	849	915	994	1,043	1,047	1,093	1,160	1,084
家族企業	200	237	247	292	338	371	521	576	606	653	681	666	688	738	703
%	77.52%	76.21%	75.08%	75.65%	72.22%	72.04%	69.47%	67.84%	66.23%	65.69%	65.29%	63.61%	62.95%	63.62%	64.85%

## 二、實證模型與變數定義

在研究方法上，檢視國內外有關家族企業之相關研究後，本文發現過去文獻的研究期間多為混合橫斷面與時間序列的追蹤型資料型態，卻多採用普通最小平方法進行分析，並無法完整捕捉家族企業經營績效的優劣及指出影響企業經營績效之各項因素。考量所選取的資料擁有時間序列和橫斷面特性，有別於過去文獻，本文採用追蹤型資料模型來建立實證模式。

依據假說 1，本文關切的自變數為家族與非家族企業之經營績效(*Firm performance*)，模型 1 為檢定家族與非家族企業對經營績效影響之差異比較模式，針對 11,202 筆之總研究樣本進行測試：

$$\begin{aligned}
 Firm\ performance_{i,t} = & \alpha + \beta_1 FAM_{i,t} + \beta_2 GROWTH_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} \\
 & + \beta_5 RISK_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 HHI_{i,t} + \beta_8 FIRM_{PERF_{i,t-1}} \\
 & + \varepsilon_{i,t}.
 \end{aligned} \tag{1}$$

其中，

- Firm performance*<sub>*i,t*</sub> = *i* 公司第 *t* 年之經營績效，採用三種績效指標分別為：資產報酬率、股東權益報酬率及 *Tobin's Q*；
- FAM*<sub>*i,t*</sub> = 虛擬變數，若 *i* 公司第 *t* 年屬於家族企業，則 *FAM* = 1；否則 *FAM* = 0；
- GROWTH*<sub>*i,t*</sub> = *i* 公司第 *t* 年成長機會，以每股市價 / 每股帳面價值 × 100(%) 衡量；

$LEV_{i,t}$	=	$i$ 公司第 $t$ 年負債程度，以年底負債總額／資產總額 $\times 100\%$ 衡量；
$SIZE_{i,t}$	=	$i$ 公司第 $t$ 年公司規模，以資產總額取自然對數衡量；
$RISK_{i,t}$	=	$i$ 公司第 $t$ 年企業風險，以（本期稅前息前淨利＋本期折舊＋本期利息支出－前期稅前息前淨利－前期折舊－前期利息支出）÷（前期稅前息前淨利＋前期折舊＋前期利息支出） $\times 100\%$ 衡量；
$AGE_{i,t}$	=	$i$ 公司第 $t$ 年成立年數；
$HHI_{i,t}$	=	$i$ 公司第 $t$ 年所屬產業的競爭程度，計算每個產業內各公司之市場佔有率，並將所有公司佔有率取平方後加總衡量；
$FIRM\ PERF_{i,t-1}$	=	$i$ 公司前一年度之經營績效。

依據假說 2，本文關切的自變數為家族企業之經營績效 (*Family performance*)，模型 2 為檢定影響家族企業績效之決定因素模式，針對 7,517 筆之家族企業進行測試：

$$\begin{aligned}
 Family\ performane_{i,t} = & \alpha + \beta_1 FAM_{HOLD_{i,t}} + \beta_2 FAM_{BOD_{i,t}} + \beta_3 FAM_{TITLE_{i,t}} \\
 & + \beta_4 INS_{HOLD_{i,t}} + \beta_5 DEV_{i,t} + \beta_6 FAM_{GROWTH_{i,t}} \\
 & + \beta_7 FAM_{LEV_{i,t}} + \beta_8 FAM_{SIZE_{i,t}} + \beta_9 FAM_{RISK_{i,t}} \\
 & + \beta_{10} FAM_{AGE_{i,t}} + \beta_{11} FAM_{HHI_{i,t}} \\
 & + \beta_{12} FAM_{PERF_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{2}$$

其中，

$Family\ performane_{i,t}$	=	$i$ 家族企業第 $t$ 年之經營績效；
$FAM\_HOLD_{i,t}$	=	$i$ 家族企業第 $t$ 年家族控制持股比率，以家族控制者之（直接持股%＋間接持股%）衡量；
$FAM\_BOD_{i,t}$	=	$i$ 家族企業第 $t$ 年家族控制董事比率，以家族成員所控制之（董事席次／全部董事席次）衡量；
$FAM\_TITLE_{i,t}$	=	虛擬變數，若 $i$ 家族企業第 $t$ 年由家族成員擔任董事長、總經理或財務長職位為1，否則為0；
$INS\_HOLD_{i,t}$	=	$i$ 家族企業第 $t$ 年機構法人持股比率，以（機構法人持股數／流通在外總股數）衡量；
$DEV_{i,t}$	=	$i$ 家族企業第 $t$ 年股權偏離程度，以（股份控制權－盈餘分配權）衡量；
$FAM\_GROWTH_{i,t}$	=	$i$ 家族企業第 $t$ 年成長機會；
$FAM\_LEV_{i,t}$	=	$i$ 家族企業第 $t$ 年負債程度；
$FAM\_SIZE_{i,t}$	=	$i$ 家族企業第 $t$ 年公司規模；
$FAM\_RISK_{i,t}$	=	$i$ 家族企業第 $t$ 年企業風險；
$FAM\_AGE_{i,t}$	=	$i$ 家族企業第 $t$ 年成立年數；
$FAM\_HHI_{i,t}$	=	$i$ 家族企業第 $t$ 年所屬產業的競爭程度；
$FAM\_PERF_{i,t-1}$	=	$i$ 家族企業前一年度之經營績效。

### (一) 應變數

Watts and Zimmerman (1986)指出會計績效指標可以將企業各部門對於公司整體之貢獻有較正確的評估，且財務指標資料易於取得，然而，如管理當局運用盈餘操弄，該指標可能無法確實的表達公司價值，因此，本文另參照 Chung and Pruitt (1994)之作法，加入 *Tobin's Q* 市場績效，衡量市場對公司價值的反應。其衡量方式如下：

1. 資產報酬率(ROA)衡量方式為(經常淨利+利息支出×(1-稅率))/平均資產總額。
2. 股東權益報酬率(ROE)衡量方式為經常利益/平均股東權益總額。
3. *Tobin's Q* 衡量方式為(普通股市值+特別股帳面價值+負債帳面價值)/總資產。

### (二) 自變數

#### 1. 家族企業(FAM)

本文衡量各企業是否為家族控制時，採用TEJ並參照過去文獻對於家族控制型態之定義方式，若符合下述任一條件則視為家族企業<sup>6</sup>：(1)控制持股比率大於必要控制持股比率(Yeh et al. 2001)<sup>7</sup>；(2)董事控制席次比率大於33%且最終控制者家族成員至少有三人出任董監事及經理人(La Porta et al. 1999)；(3)董事長及CEO由單一家族成員出任(Yeh et al. 2001)；(4)董事控制席次比率大於50%且友好董事席次比率及外部董事席次比率均小於33% (林嬋娟與張哲嘉2009)。

<sup>6</sup> TEJ 對於家族企業之認定，是以公司揭露的公開說明書或年報的資訊為主，一般來說年報會揭露二等親以內家族成員，但有些公司會揭露姻親關係的資訊，TEJ 以年報公告的親屬關係來判斷是否為單一家族。單一家族控制基本條件定義為：家族裡面至少要有兩人以上出任集團旗下公司的董監事或者有達到公開說明書及年報揭露標準的經理人。

<sup>7</sup> 必要控制持股% (critical control level)之計算請參考 Cubbin and Leech (1983)：

$$P^* = Z_\alpha \times \sqrt{\frac{\pi H}{1 + Z_\alpha^2 \frac{\pi}{\alpha}}}$$

$$H = \sum_{i=1}^k \left[ \frac{S_i}{N_i} \right]^2 \times N_i$$

$P^*$  = 必要控制持股%；

$Z_\alpha$  = Z-value when  $P(z < Z) = \alpha$ ；

$\alpha$  = 在股東會贏得勝選的機率 (假設 = 1, Z-value = 3.32)；

$\pi$  = 股東投票之機率 (假設 = 0.999)；

$H$  = 衡量股權集中度之 H 指數；

$S_i$  = 第  $i$  群股東之總持有股份%；

$N_i$  = 第  $i$  群股東之總股東人數。



## 2. 家族控制持股(*FAM\_HOLD*)

La Porta et al. (1999)主張家族企業之特色為股權高度集中且控制股東普遍兼任管理職位，因此，衡量家族控制持股時，應採用「最終控制者」概念，而非「最大持股者」。本文參照 La Porta et al. (1999)之作法，以控制鏈最末端最終控制者所控制之持股率為間接持股。家族控制持股係指家族成員透過直接與間接方式之持股比率。

## 3. 家族控制董事(*FAM\_BOD*)

家族控制董事為家族控制者在董事會上所占董事席次比率。

## 4. 家族成員擔任重要管理職位(*FAM\_TITLE*)

觀察家族企業重要職位是否有內部化之情形，Anderson and Reeb (2003)研究發現家族成員擔任 CEO 績效相較於由外部人士擔任呈現績效較高，預期家族成員擔任重要管理職位對企業經營績效有正向影響，本文考量台灣家族企業董事長、總經理或財務長在職位分工界線模糊，因此，家族企業家族成員擔任董事長、總經理或財務長視為擔任企業重要管理職位。

## 5. 機構法人持股比率(*INS\_HOLD*)

本文採用 Firth (1995)之作法，機構法人包括政府機構、本國及僑外金融機構、信託投資機構、公司法人、其他法人機構及外國機構持股比例合。

## 6. 股權偏離程度(*DEV*)

股權偏離程度係指控制權與現金流量權偏離程度，當家族管理者增強對公司決策的影響力，使其所擁有投票權超過現金流量權之現象(La Porta et al. 1999)。

### (三) 控制變數

本文控制其他影響企業經營績效的因素，包括：公司規模(*SIZE*)、企業風險(*RISK*)、成長機會(*GROWTH*)、負債程度(*LEV*)、公司成立年數(*AGE*)、產業競爭程度(*HHI*)、以及前期績效調整數(*PERF<sub>t-1</sub>*)等。鑑於企業規模不同，所創造出的績效與利潤也不同，規模愈大，愈能在營運、行銷及財務方面獲取規模經濟效益，提升公司價值(廖秀梅等2006)，本文預期*SIZE*的係數符號為正。另外，企業之事業風險反映企業營業收入的不確定性，本文參考Burgman (1996)採用事業風險作為衡量企業風險指標，當公司採行風險愈高之投資決策，則其績效報酬愈高，預期*RISK*的係數符號為正。企業核心競爭能力主要來自如何累積慧資本創造無形價值，成長機會可控制無形資產對於績效之影響，本文預期*GROWTH*的係數符號為正(蘇淑慧等2009)。由負債程度可看出企業對外部資金之依賴程度，Jensen and Meckling (1976)指出當公司資本結構較健全時，負債比率較低，對債權人保障較高，因此有較高之

公司價值, 本文預期 *LEV* 的係數符號為負 (Anderson and Reeb 2003)。再者, 當企業成立年數愈長, 即會面臨公司需轉型的難關, 或者需導入專業化與制度化系統, 因此, 相較於公司成立年數較長之公司, 當公司成立年數愈短績效表現可能較好 (Lee 2006), 預期 *AGE* 的係數符號為負。考量公司經營績效會受到該產業競爭程度之影響, 本文採用赫芬德指數 (Herfindahl - Hirschman Index, 簡稱 *HHI*) 做為衡量產業競爭性指標 (Rhoades 1993), *HHI* 愈接近 1, 表示該產業集中度愈高, 競爭程度愈小, 企業獲利能力愈高 (Gilbert 1984; Bajtelsmit and Bouzouita 1998)。本文預期 *HHI* 值愈高, 競爭度愈低, 產業領導者之績效愈好。最後, 先前研究顯示企業經營績效亦可能受到過去績效表現之潛在影響 (例如: Klein 1998), 本文參考 Ho, Wu, and Xu (2011) 採用企業前一年度之經營績效當作前期績效調整數的替代變數, 預期 *PERF<sub>-1</sub>* 的係數符號為正。

## 肆、實證結果分析

### 一、敘述性統計分析

表 3 Panel A 列示全部樣本之敘述性統計結果, 平均而言, 全部樣本之會計績效與市場績效分別為 5.588、7.425 與 1.317, 其中, *ROE* 最大值 52.922 與最小值 -68.141 相較下顯示各企業之經營績效存在極大差異。表 3 Panel B 將樣本區分為家族企業與非家族企業兩類, 從表中發現, 三種衡量績效的變數 *ROA*、*ROE*、*Tobin's Q* 在家族企業的平均數 (中位數) 為 6.566、8.925 及 1.465 (6.62、7.28 及 0.999), 而在非家族企業的平均數 (中位數) 為 6.644、9.096 及 1.49 (6.66、10.255 及 1.141)。從差異檢定發現, 家族與非家族企業在三個績效變數的平均數差異 *t* 檢定及 Mann Whitney 中位數差異 *Z* 檢定均達 1% 的顯著水準, 此結果說明家族企業和非家族企業的經營績效有顯著不同。就成長機會而言, 家族企業的平均數 (中位數) 為 1.519 (1.24), 而非家族企業的平均數 (中位數) 為 1.823 (1.49), 兩者差異達顯著水準。就負債水準而言, 家族企業的平均數 (中位數) 38.815 (38.43) 低於非家族企業 39.023 (38.785), 但其差異並不顯著, 就規模而言, 家族企業規模大於非家族企業, 差異達顯著水準。就公司風險而言, 家族企業風險中位數顯著低於非家族企業, 但平均數差異並不顯著。就公司成立年數而言, 家族企業年齡平均顯著高於非家族企業, 而家族企業競爭程度顯著低於非家族企業。

表 3 敘述性統計

Panel A:全部樣本敘述性統計(N=11,202)						
變數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差	
<i>ROA</i>	5.588	5.440	-27.672	32.038	9.410	
<i>ROE</i>	7.425	8.200	-68.141	52.922	17.732	
<i>Tobin's Q</i>	1.317	1.040	0.482	6.951	0.946	
<i>FAM</i>	0.673	1.000	0.000	1.000	0.469	
<i>GROWTH</i>	1.622	1.310	0.270	6.804	1.151	
<i>LEV</i>	38.883	38.530	6.920	80.974	16.311	
<i>SIZE</i>	15.237	15.101	12.814	18.880	1.250	
<i>RISK</i>	-0.129	-0.019	-11.118	9.198	2.104	
<i>AGE</i>	25.354	24.000	6.000	61.210	12.136	
<i>HHI</i>	0.090	0.044	0.021	0.446	0.092	

  

Panel B:分組檢測						
變數	家族企業樣本 (N=7,517)		非家族企業樣本 (N=3,685)		差異檢定	
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數 <i>t-value</i>	中位數 <i>z-value</i>
<i>ROA</i>	5.108	5.010	6.566	6.620	-7.150***	-9.555***
<i>ROE</i>	6.752	7.280	8.925	10.255	-5.795***	-10.265***
<i>Tobin's Q</i>	1.237	0.999	1.465	1.141	-10.555***	-13.767***
<i>GROWTH</i>	1.519	1.240	1.823	1.490	-11.950***	-11.937***
<i>LEV</i>	38.815	38.430	39.023	38.785	-0.613	-0.535
<i>SIZE</i>	15.265	15.161	15.178	14.974	3.413***	-5.285***
<i>RISK</i>	-0.139	-0.027	-0.097	0.001	-1.131	-2.270**
<i>AGE</i>	27.338	27.000	21.226	18.000	25.333***	-27.988***
<i>HHI</i>	0.103	0.059	0.063	0.037	23.823***	-25.427***

註：1.*ROA*：(經常淨利 + 利息支出 × (1 - 稅率)) / 平均資產總額；

*ROE*：經常利益 / 平均股東權益總額；

*Tobin's Q*：(普通股市值 + 特別股帳面價值 + 負債帳面價值) / 總資產；

家族企業(*FAM*)為虛擬變數，若屬於家族企業，則 *FAM* = 1；否則 *FAM* = 0；

*GROWTH*：成長機會；

*LEV*：負債程度；

*SIZE*：公司規模；

*RISK*：公司風險；

*AGE*：公司成立年數；

*HHI*：產業競爭程度。

2.兩群組之平均數差異檢定採 *t* 檢定；中位數差異檢定採 Mann Whitney 等級符號檢定。

3.\*、\*\*、\*\*\* 分別代表達雙尾檢定 10%、5%、1% 的顯著水準。

## 二、相關分析結果

表 4 列示各自變數間之相關係數。一般而言,若自變數間相關係數大於 0.7,則可能存在共線性(multicollinearity)問題,由表 4 Panel A 與 Panel B 中得知,各自變數間相關係數皆小於 0.7,因此,整體而言自變數之共線性問題並不嚴重。本文另以變異數膨脹因子(variance inflation factor, 簡稱 VIF)作為測試自變數間是否存有共線性的標準,檢測結果發現,各 VIF 值皆遠低於 10,顯示研究模式之共線性問題並不嚴重(Hair, Anderson, Tatham, and Black 1998)。

表 4 變數間之相關係數表

<b>Panel A: 全部樣本之相關係數表 (N=11,202)</b>								
	<i>FAM</i>	<i>GROWTH</i>	<i>LEV</i>	<i>SIZE</i>	<i>RISK</i>	<i>AGE</i>	<i>HHI</i>	VIF 值
<i>FAM</i>		-0.115***	-0.005	0.051***	-0.022**	0.270***	0.245***	1.178
<i>GROWTH</i>	-0.122***		-0.098***	-0.001	0.286***	-0.250***	-0.214***	1.330
<i>LEV</i>	-0.006	-0.077***		0.123***	-0.069***	0.012	0.001	1.115
<i>SIZE</i>	0.033***	0.009	0.109***		0.090***	0.250***	0.160***	1.562
<i>RISK</i>	-0.011	0.103***	-0.046***	0.057***		-0.017	-0.026	1.024
<i>AGE</i>	0.237***	-0.213***	0.003	0.250***	0.057***		0.507***	1.374
<i>HHI</i>	0.202***	-0.158***	-0.045***	0.177***	0.250***	0.418***		1.310

  

<b>Panel B: 家族企業樣本之相關係數表 (N=7,517)</b>												
	<i>FAM_HOLD</i>	<i>FAM_BOD</i>	<i>FAM_TITLE</i>	<i>INS_HOLD</i>	<i>DEV</i>	<i>FAM_GROWTH</i>	<i>FAM_LEV</i>	<i>FAM_SIZE</i>	<i>FAM_RISK</i>	<i>FAM_AGE</i>	<i>FAM_HHI</i>	VIF 值
<i>FAM_HOLD</i>		0.124***	0.014	0.298***	0.080***	0.019	0.009	-0.096***	0.020*	0.042***	0.138***	1.314
<i>FAM_BOD</i>	0.113***		-0.024**	0.110***	0.119***	-0.195***	0.037***	0.328***	-0.022*	0.234***	0.275***	1.254
<i>FAM_TITLE</i>	0.009	-0.024**		-0.109***	-0.172***	0.020*	0.018	-0.005	0.036***	0.021*	0.003	1.052
<i>INS_HOLD</i>	0.340***	0.112***	-0.114***		0.254***	0.145***	0.015	0.358***	0.071***	0.021*	0.094***	1.615
<i>DEV</i>	0.247***	0.088***	-0.170***	0.416***		0.032***	-0.022*	0.179***	0.038***	-0.060***	-0.039***	1.294
<i>FAM_GROWTH</i>	0.017	-0.169***	0.025**	0.136***	0.020*		-0.101***	-0.030**	0.276***	-0.206***	-0.198***	1.343
<i>FAM_LEV</i>	0.018	0.035***	0.011	0.013	0.005	-0.077***		0.146***	-0.073***	0.009	-0.007	1.115
<i>FAM_SIZE</i>	-0.080**	0.314***	-0.006	0.383***	0.219***	-0.025**	0.134***		0.082***	0.279***	0.202***	1.601
<i>FAM_RISK</i>	0.025**	-0.001	0.024**	0.028**	0.019*	0.091***	-0.050***	0.052***		0.01	-0.001	1.023
<i>FAM_AGE</i>	0.023**	0.226***	0.021*	0.033***	-0.035***	-0.191***	0.002	0.279***	0.026**		0.476***	1.338
<i>FAM_HHI</i>	0.136***	0.277***	-0.004	0.128***	0.023**	-0.159***	-0.059***	0.209***	0.023*	0.414***		1.320

註：1. *FAM\_HOLD*：家族控制者直接持股%+間接持股%；

*FAM\_BOD*：家族控制者在董事會上所佔董事席次比率；

*FAM\_TITLE*：虛擬變數，若家族成員出任董事長、總經理或財務長時為 1，否則為 0；

*INS\_HOLD*：機構法人持股比率；

*DEV*：股份控制權-盈餘分配權。

其餘表中各變數之定義參見表 3 之說明。

2. 右上角為 Spearman 等級相關係數，左下角為 Pearson 相關係數。

3. \*、\*\*、\*\*\* 分別代表達雙尾檢定 10%、5%、1% 的顯著水準。

## 三、選取實證研究模型之分析結果

如前所述,本文採用追蹤型資料模型來建立實證研究,為了避免研究結果受到樣本公司存續年度的限制,本文採用非平衡之追蹤型資料(unbalanced panel data)進行實證檢測。追蹤型資料兼具了時間序列動態性與橫斷面不同公司之特性,依據資料截距項的特性,產生固定效果模型(fixed effect model)與隨機效果模型(random effect model)兩種不同的截距項模型(Wooldridge 2009)。固定效果模型假設截距項係數會依照公司單位不同而異,但不隨著時間改變而有所差異;隨機效果模型則假設截距項係數為隨機變數,截距項會因不同公司單位和

時間而有不同截距。本文依照 F-test、Largrange Multiplier (LM-test) 與 Hausman-test 檢定選取模型的標準<sup>8</sup>。F-test 與 LM-test 之檢定結果發現，固定效果模型與隨機效果模型皆較普通最小平方法合適，進一步採用 Hausman test 檢定選取固定效果模型或隨機效果模型，顯示隨機效果模型並非一致且無偏誤的估計式，檢定結果指出應採用固定效果模型較適當。因此，本文測試所有假說皆採用固定效果模型做為追蹤型資料的測試方法。

#### 四、家族與非家族企業經營績效差異之分析結果

檢驗假說一方面，表 5 係比較家族與非家族企業經營績效差異之實證分析結果。經營績效採用三種方式衡量，Model 1 與 Model 2 分別以 *ROA* 與 *ROE* 衡量會計績效；Model 3 則以 *Tobin's Q* 衡量市場價值。實證結果顯示，在會計績效 *ROA* 與 *ROE* 方面，家族企業之係數皆顯著大於 0 (*p-value* 小於 0.05)，家族企業會計績效優於非家族企業，與假說 1b 預期相符，支持管家理論，此結果反映出家族企業存有利益一致效果，表示家族企業經理人由具有親屬關係的人擔任時，會促使他們努力經營公司，成為公司資產的管家，維護企業與股東的利益，培育企業核心競爭力，裨益創造家族企業更高的績效，此結果與國外及部分國內之研究一致。然而，市場績效方面(*Tobin's Q*)則與家族控制型態企業無顯著關聯性，與假說 1 預期不符。

控制變數方面，成長機會(*GROWTH*)對所有績效變數皆呈現顯著正向影響，顯示成長機會愈高企業績效表現愈好。負債程度(*LEV*)對三種績效變數皆呈現顯著負向影響，槓桿程度較低有較高之績效。公司規模(*SIZE*)方面對各績效衡量變數皆呈現正向影響，顯示規模愈大創造出規模經濟。公司風險(*RISK*)方面，呈現出公司採行風險較高投資決策對於會計績效報酬越高但對市場績效則越不利，顯示高風險產生高會計報酬，且台灣股市是效率市場，投資人可及時反應企業的營運事業風險。公司成立年數(*AGE*)方面，當企業年齡愈小則績效表現愈好，從企業生命週期的角度推斷，公司成立年數愈短處於成長期，其績效表現較為優異。產業競爭程度(*HHI*)則對會計績效呈現正向影響，支持本文推論產業集中程度愈高，企業所面臨之競爭程度愈低績效愈好。前期績效調整數(*PERF<sub>-1</sub>*)對所有績效變數皆呈現顯著正向影響，顯示企業過去績效表現愈高當期經營績效愈好。

<sup>8</sup> Mundlak (1978)認為，當隨機效果模型的截距項與解釋變數間具有相關性，應使用固定效果模型，否則將產生偏誤情形；反之，若截距項與解釋變數間無關，則選取隨機效果模型。有關固定效果模型與隨機效果模型檢定方面，本文採用 Hausman (1978)檢定法決定應該採用哪一種模型。

表 5 比較家族與非家族企業對經營績效影響之差異(N=11,202)

$$Firm\ performanc_{i,t} = \alpha + \beta_1 FAM_{i,t} + \beta_2 GROWTH_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 RISK_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 HHI_{i,t} + \beta_8 FIRM_{PERF_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

		應變數					
		Model1		Model2		Model3	
選取模型		Fixed ROA		Fixed ROE		Fixed Tobin's Q	
自變數	預期符號	不含 $PERF_{-1}$	包含 $PERF_{-1}$	不含 $PERF_{-1}$	包含 $PERF_{-1}$	不含 $PERF_{-1}$	包含 $PERF_{-1}$
Constant	?	-33.449 *** (-11.86)	-26.017 *** (-9.43)	-71.307 *** (-12.93)	-54.343 *** (-10.04)	-9.767 *** (-46.51)	-8.439 *** (-40.60)
FAM	+ / -	1.445 *** (2.58)	1.351 ** (2.49)	4.451 *** (4.07)	4.086 *** (3.84)	0.015 (0.37)	0.031 (0.79)
GROWTH	+	1.893 *** (25.03)	1.656 *** (22.33)	3.038 *** (20.56)	2.672 *** (18.48)	0.444 *** (79.56)	0.423 *** (77.96)
LEV	-	-0.157 *** (-23.54)	-0.127 *** (-19.12)	-0.286 *** (-21.88)	-0.225 *** (-17.33)	-0.008 *** (-17.05)	-0.007 *** (-15.41)
SIZE	+	3.154 *** (16.57)	2.338 *** (12.42)	6.229 *** (16.74)	4.546 *** (12.32)	0.712 *** (50.42)	0.594 *** (41.65)
RISK	+	0.287 *** (8.59)	0.287 *** (8.84)	0.576 *** (8.83)	0.564 *** (8.88)	-0.005 ** (-2.29)	-0.004 * (-1.77)
AGE	-	-0.288 *** (-13.80)	-0.173 *** (-8.29)	-0.530 *** (-12.98)	-0.319 *** (-7.83)	-0.008 *** (-5.02)	0.00 (0.13)
HHI	+	5.264 ** (2.26)	4.305 * (1.90)	8.042 * (1.77)	6.016 (1.36)	0.218 (1.32)	0.184 (1.16)
ROA <sub>-1</sub>	+	-	0.231 *** (24.06)	-	-	-	-
ROE <sub>-1</sub>	+	-	-	-	0.234 *** (23.72)	-	-
Tobin's Q <sub>-1</sub>	+	-	-	-	-	-	0.199 *** (27.45)
F 值		228.60 ***	283.99 ***	187.30 ***	243.45 ***	1206.36 ***	1233.05 ***
調整後 R 平方		0.139	0.186	0.116	0.164	0.470	0.508

註：1.表中各變數之定義參見表3之說明。

2.括弧內為  $t$  值，\*、\*\*、\*\*\*分別代表達雙尾檢定 10%、5%、1%的顯著水準。

## 五、影響家族企業經營績效決定因素之分析結果

本文進一步將公司治理因素納入，檢測影響家族企業經營績效之決定因素，實證結果列示於表 6。

表 6 影響家族企業經營績效之決定因素(N=7,517)

$$\begin{aligned} Familyperformanc_{i,t} = & \alpha + \beta_1 FAM_{HOLD_{i,t}} + \beta_2 FAM_{BOD_{i,t}} + \beta_3 FAM_{TITLE_{i,t}} + \beta_4 INS_{HOLD_{i,t}} + \beta_5 DEV_{i,t} \\ & + \beta_6 FAM_{GROWTH_{i,t}} + \beta_7 FAM_{LEV_{i,t}} + \beta_8 FAM_{SIZE_{i,t}} + \beta_9 FAM_{RISK_{i,t}} + \beta_{10} FAM_{AGE_{i,t}} \\ & + \beta_{11} FAM_{HHI_{i,t}} + \beta_{12} FAM_{PERF_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (2)$$

自變數	預期符號	Modell		應變數 Model2		Model3	
		Fixed ROA		Fixed ROE		Fixed Tobin's Q	
		不含 PERF-1	包含 PERF-1	不含 PERF-1	包含 PERF-1	不含 PERF-1	包含 PERF-1
Constant	?	-36.930 *** (-10.81)	-29.840 *** (-8.86)	-79.939 *** (-12.08)	-64.014 *** (-9.77)	-8.175 *** (-35.59)	-7.313 *** (-32.19)
FAM_HOLD	+	0.052 *** (5.22)	0.046 *** (4.69)	0.135 *** (7.00)	0.122 *** (6.42)	-0.005 *** (-8.03)	-0.004 *** (-6.98)
FAM_BOD	+	0.001 (0.24)	0.002 (0.39)	0.008 (0.64)	0.009 (0.72)	0.000 (-0.93)	0.000 (0.24)
FAM_TITLE	+	0.739 ** (2.10)	0.641 * (1.87)	1.581 ** (2.32)	1.399 ** (2.10)	0.033 (1.43)	0.036 (1.61)
FAM_INS_HOL	+	0.059 *** (6.94)	0.042 *** (5.05)	0.108 *** (6.62)	0.077 *** (4.78)	-0.002 *** (-2.81)	-0.002 *** (-3.86)
FAM_DEV	-	-0.065 *** (-2.65)	-0.045 * (-1.88)	-0.122 *** (-2.56)	-0.089 * (-1.90)	-0.001 (-0.70)	0.000 (-0.07)
FAM_GROWTH	+	2.017 *** (21.92)	1.796 *** (19.76)	3.275 *** (18.37)	2.926 *** (16.63)	0.469 *** (76.57)	0.445 *** (73.32)
FAM_LEV	-	-0.157 *** (-20.54)	-0.130 *** (-17.06)	-0.276 *** (-18.66)	-0.224 *** (-15.08)	-0.008 *** (-16.35)	-0.007 *** (-15.06)
FAM_SIZE	+	3.107 *** (13.53)	2.400 *** (10.52)	6.225 *** (14.00)	4.783 *** (10.77)	0.602 *** (39.07)	0.519 *** (33.45)
FAM_RISK	+	0.269 *** (7.62)	0.274 *** (7.92)	0.538 *** (7.85)	0.537 *** (8.00)	-0.006 *** (-2.62)	-0.005 ** (-2.18)
FAM_AGE	-	-0.248 *** (-10.82)	-0.152 *** (-6.59)	-0.444 *** (-10.01)	-0.274 *** (-6.14)	0.002 (1.07)	0.007 *** (4.73)
FAM_HHI	+	4.647 ** (2.00)	3.822 * (1.68)	5.126 (1.14)	3.683 (0.83)	0.057 (0.38)	0.039 (0.27)
FAM_ROA-1	+	-	0.205 *** (17.47)	-	-	-	-
FAM_ROE-1	+	-	-	-	0.201 *** (16.68)	-	-
FAM_Tobin's Q-1	+	-	-	-	-	-	0.170 *** (19.81)
F 值		120.97 ***	141.39 ***	101.21 ***	119.80 ***	690.87 ***	704.62 ***
調整後 R 平方		0.166	0.203	0.143	0.177	0.542	0.569

註：1.表中各變數之定義參見表 3 和表 4 之說明。

2.括弧內為 t 值，\*、\*\*、\*\*\* 分別代表達雙尾檢定 10%、5%、1% 的顯著水準。

表 6 顯示，在家族企業樣本中，家族控制持股比率(*FAM\_HOLD*)對會計績效(*ROA*, *ROE*)影響之係數顯著為正，實證結果與假說 2a 之預期相符，從股權結構觀之，隱含當家族控制持股比率愈高，股權集中於家族成員使其與公司經營損益共擔之程度愈高，家族成員與企業之利益將更趨於一致。然而，家族控制持股比率對市場績效(*Tobin's Q*)影響之負係數與假說 2a 之預期方向相反，顯示出當家族持股比率愈高時，該公司的市場績效反而愈低。針對此一結果，本文推論可能的原因為市場投資人認為家族企業的資訊透明程度較低，其財務報表數字較不可信，當家族成員持股愈高其特權消費或怠惰情形可能更為嚴重，危及少數股東權益，才會發現市場績效相較於會計績效呈現不同之反應。

家族控制董事席次比率(*FAM\_BOD*)方面，實證結果發現家族控制董事席次比率對會計與市場績效並無顯著影響，假說 2b 未獲支持。此項結果隱喻家族控制董事席次增加時，家族董事所扮演的功能性角色較弱，無法有效降低代理與交易成本。

家族成員擔任重要管理職位(*FAM\_TITLE*)方面，家族成員擔任董事長、總經理或財務長之係數對會計績效衡量變數皆呈現顯著正向關係，假說 2c 獲得支持。

機構法人持股比率(*INS\_HOLD*)對會計績效變數呈現顯著正向影響，支持假說 2d，隱含機構法人相較小股東而言，其監督成本較低，可有效監督管理當局，減緩家族控制股東與小股東間之代理問題，對於家族企業績效有正面影響。然而，機構法人持股比率愈高則愈不利於市場績效表現，實證結果不同於假說 2d 之預期，該結果和先前 Ho et al. (2011)研究台灣電子業發現機構法人持股不一定會提高公司績效的結果相符合，也呼應 Becht, Bolton, and Röell (2003)主張當市場具有良好的流動性時，機構法人可選擇將股票出脫而非只能選擇介入或監督公司。本文推論可能的解釋為由於我國股市的流動性佳，機構法人因為投資時間較短，較無法即時發現家族成員可能做出損害股東之反功能性自利活動，造成其擬定投資決策上主要根據家族企業過去歷史表現的會計績效，但較無法遵循市場法則。

控制權與現金流量權偏離程度(*FAM\_DEV*)則對會計績效變數有顯著反向影響，實證結果支持假說 2e，表示在家族企業中，控制權與現金流量權偏離程度愈小，愈能降低家族股東與小股東之間的衝突，對於績效有正面影響。

控制變數方面，當家族企業成長機會愈大績效愈高；家族負債比率槓桿程度愈低則績效愈高；公司規模愈大對於績效愈有正面影響；企業事業風險愈高，愈有利於會計績效但愈不利於市場績效；當家族企業成立年數愈短會計績效表現愈好但市場績效則表現較差；家族企業所處產業競爭程度越低會計績效表現愈好。上述結果與迴歸一之結果相似<sup>9</sup>。

<sup>9</sup> 本文之結論對於其他長期績效變數（例如：銷貨成長率、自由現金流量、及稅前息前折舊前淨利）與其他控制變數（例如：資本支出率、成本抑減率）具有堅韌性。惟基於篇幅，不再重複列表詳述。



## 伍、敏感性分析

### 一、比較不同控制型態對績效之影響

從表 2 之樣本分佈中可看出台灣產業以電子業的公司家數最多，然而，家族樣本占電子業比率卻最低（約佔 54%），代表電子業多由非家族企業所經營。進一步分析發現電子業有將近 36% 的公司經營係由專業經理人主導控制<sup>10</sup>，為了檢測本文之結論是否具有堅韌性，此處將比較「家族」與「專業經理人」兩種不同控制型態對企業經營績效之影響，重新執行假說 1a 與假說 1b 之檢測，結果列示於表 7。本文刪除非家族企業中屬於共治型態企業後之樣本數共 9,851 筆，其中專業經理人治理型態企業佔總樣本比率約 24%。表 7 之結果顯示，家族企業之會計績效顯著優於專業經理人主導之企業，此結果仍然支持假說 1b 管家理論的觀點，隱含家族企業存在利益一致效果，家族企業在台灣是一較有效率之組織型態。

表 7 家族與專業經理人治理企業對經營績效影響之差異比較(N=9,851)

自變數	預期符號	應變數					
		Model1		Model2		Model3	
		Fixed ROA	Fixed ROA	Fixed ROE	Fixed ROE	Fixed Tobin's Q	Fixed Tobin's Q
Constant	?	不含 PERF-1 -35.795 *** (-11.72)	包含 PERF-1 -27.979 *** (-9.35)	不含 PERF-1 -73.422 *** (-12.56)	包含 PERF-1 -56.756 *** (-9.87)	不含 PERF-1 -9.004 *** (-43.09)	包含 PERF-1 -8.069 *** (-38.64)
FAM	+ / -	1.794 ** (2.37)	1.537 ** (2.08)	5.066 *** (3.49)	4.597 *** (3.25)	-0.066 (-1.31)	-0.053 (-1.07)
GROWTH	+	1.850 *** (23.24)	1.618 *** (20.69)	2.958 *** (19.42)	2.590 *** (17.32)	0.442 *** (81.73)	0.426 *** (79.82)
LEV	-	-0.158 *** (-21.96)	-0.127 *** (-17.75)	-0.263 *** (-19.08)	-0.204 *** (-14.86)	-0.008 *** (-16.78)	-0.007 *** (-15.47)
SIZE	+	3.337 *** (16.27)	2.497 *** (12.28)	6.335 *** (16.13)	4.682 *** (11.99)	0.654 *** (46.73)	0.570 *** (39.97)
RISK	+	0.251 *** (6.97)	0.257 *** (7.32)	0.508 *** (7.36)	0.504 *** (7.49)	-0.004 * (-1.80)	-0.003 (-1.41)
AGE	-	-0.324 *** (-14.13)	-0.203 *** (-8.82)	-0.582 *** (-13.24)	-0.366 *** (-8.33)	-0.002 (-0.99)	0.004 *** (2.60)
HHI	+	7.421 *** (2.90)	5.981 ** (2.40)	11.070 ** (2.26)	8.569 * (1.80)	0.071 (0.42)	0.071 (0.44)
ROA-1	+	-	0.226 *** (21.94)	-	-	-	-
ROE-1	+	-	-	-	0.227 *** (21.41)	-	-
Tobin's Q-1	+	-	-	-	-	-	0.155 *** (20.63)
F 值		202.06 ***	246.68 ***	160.01 ***	204.65 ***	1217.06 ***	1172.27 ***
調整後 R 平方		0.140	0.184	0.114	0.158	0.505	0.529

註：1.表中各變數之定義參見表 3 之說明。

2.括弧內為 t 值，\*、\*\*、\*\*\* 分別代表達雙尾檢定 10%、5%、1% 的顯著水準。

<sup>10</sup> 專業經理人控制型態企業，最終控制者需具有專業或技術背景，本身除出任董事外，亦為公司實際營運的主要關鍵人物，並會出任要職（CEO、執行長、研發主管等）。

考量我國科技業由專業經理人主導的情形日益普遍, 本文進一步將表 7 的樣本區分為高科技業 (5,162 筆) 與傳統產業 (4,689 筆), 未列示的資料發現專業經理人治理型態企業佔高科技業樣本比率約 40%、佔傳統產業則只有約 5%。表 8 之結果顯示, 傳統產業中家族企業之會計績效顯著優於專業經理人主導之企業, 此結果仍然支持假說 1b 管家理論的觀點, 然而, 高科技業中家族和專業經理人之績效相較下並無顯著差異。本研究結果顯示專業經理人對高科技業績效之影響程度大於傳統產業, 本文推論國內高科技業偏好找專業經理人經營, 而傳統產業大多屬於家族經營, 可能是高科技業技術創新快, 國際化營運程度高, 競爭壓力相對較高, 故需借重專業經理人在管理方面的知識和經驗俾益提升經營績效。

**表 8 家族與專業經理人治理企業對經營績效影響之差異比較(N=9,851):  
區分高科技業與傳統產業**

		應變數					
		Model1		Model2		Model3	
選取模型		Fixed ROA		Fixed ROE		Fixed Tobin's Q	
自變數	預期符號	高科技業	傳統產業	高科技業	傳統產業	高科技業	傳統產業
<i>Constant</i>	?	-49.538 *** (-10.73)	-18.558 *** (-4.81)	-89.893 *** (-10.34)	-49.436 *** (-6.05)	-12.081 *** (-36.23)	-2.760 *** (-5.29)
<i>FAM</i>	+/-	1.280 (1.29)	3.070 ** (2.06)	2.780 (1.49)	9.991 *** (3.17)	-0.004 (-0.05)	-0.718 *** (-3.57)
<i>GROWTH</i>	+	1.482 *** (13.07)	1.280 *** (11.97)	2.340 *** (10.97)	1.565 *** (6.91)	0.244 *** (29.86)	0.164 *** (11.32)
<i>LEV</i>	-	-0.177 *** (-15.38)	-0.111 *** (-13.98)	-0.294 *** (-13.57)	-0.228 *** (-13.54)	-0.006 *** (-7.64)	-0.002 (-1.57)
<i>SIZE</i>	+	4.237 *** (13.42)	1.515 *** (6.18)	7.758 *** (13.06)	3.938 *** (7.59)	0.767 *** (33.67)	0.160 *** (4.84)
<i>RISK</i>	+	0.108 (1.61)	0.252 *** (7.61)	0.296 ** (2.35)	0.505 *** (7.20)	-0.005 (-1.13)	-0.006 (-1.40)
<i>AGE</i>	-	-0.596 *** (-11.44)	-0.167 *** (-7.92)	-1.213 *** (-12.38)	-0.444 *** (-9.98)	-0.001 (-0.40)	0.027 *** (9.58)
<i>HHI</i>	+	16.74 (0.87)	1.736 (1.01)	70.560 ** (1.96)	3.037 (0.84)	5.071 *** (3.67)	-0.777 *** (-3.35)
<i>F</i> 值		94.19 ***	74.27 ***	82.14 ***	60.74 ***	275.98 ***	40.87 ***
調整後 <i>R</i> 平方		0.128	0.109	0.114	0.091	0.301	0.063

註：1.高科技業樣本數為 5,162；傳統產業樣本數為 4,689。表中各變數之定義參見表 3 之說明。

2.括弧內為 *t* 值, \*, \*\*, \*\*\* 分別代表達雙尾檢定 10%、5%、1% 的顯著水準。

## 二、家族直接持股與間接持股對績效之影響

此處欲進一步探究，在家族企業中，家族控制持股對於績效之正面影響是源自家族直接對於企業之持股力量，亦或源自金字塔結構與交叉持股之間接持股力量，我們將家族控制持股區分為「家族直接持股(*FAM\_HOLD\_direct*)」與「家族間接持股(*FAM\_HOLD\_indirect*)」兩群，並重新執行假說 2a 之檢測，結果列示於表 9。

表 9 家族直接持股與間接持股對績效之影響(N=7,517)

$$\begin{aligned} Familyperformane_{i,t} = & \alpha + \beta_1 FAM\_HOLD\_direct_{i,t} + \beta_2 FAM\_HOLD\_indirect_{i,t} + \beta_3 FAM\_BOD_{i,t} \\ & + \beta_4 FAM\_TITLE_{i,t} + \beta_5 INS\_HOLD_{i,t} + \beta_6 DEV_{i,t} + \beta_7 FAM\_GROWTH_{i,t} \\ & + \beta_8 FAM\_LEV_{i,t} + \beta_9 FAM\_SIZE_{i,t} + \beta_{10} FAM\_RISK_{i,t} + \beta_{11} FAM\_AGE_{i,t} \\ & + \beta_{12} FAM\_HHI_{i,t} + \beta_{13} FAM\_PERF_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned}$$

自變數	預期符號	應變數					
		Model1		Model2		Model3	
		Fixed ROA		Fixed ROE		Fixed Tobin's Q	
		不含 <i>PERF<sub>t-1</sub></i>	包含 <i>PERF<sub>t-1</sub></i>	不含 <i>PERF<sub>t-1</sub></i>	包含 <i>PERF<sub>t-1</sub></i>	不含 <i>PERF<sub>t-1</sub></i>	包含 <i>PERF<sub>t-1</sub></i>
<i>Constant</i>	?	-37.007 *** (-10.78)	-29.761 *** (-8.80)	-79.315 *** (-11.93)	-63.026 *** (-9.56)	-7.982 *** (-34.82)	-7.167 *** (-31.61)
<i>FAM_HOLD_direct</i>	+	0.051 *** (4.82)	0.042 *** (4.01)	0.125 *** (6.07)	0.104 *** (5.15)	-0.007 *** (-9.96)	-0.006 *** (-8.70)
<i>FAM_HOLD_indirect</i>	+	0.072 * (1.69)	0.077 * (1.86)	0.149 * (1.81)	0.157 * (1.95)	-0.018 *** (-6.68)	-0.016 *** (-5.90)
<i>FAM_BOD</i>	+	0.003 (0.51)	0.004 (0.67)	0.013 (1.07)	0.014 (1.16)	0.000 (-0.95)	0.000 (0.21)
<i>FAM_TITLE</i>	+	0.736 ** (2.09)	0.646 * (1.88)	1.576 ** (2.31)	1.411 ** (2.11)	0.033 (1.45)	0.036 (1.62)
<i>FAM_INS_HOLD</i>	+	0.057 *** (6.72)	0.041 *** (4.93)	0.107 *** (6.46)	0.077 *** (4.72)	-0.001 * (-1.77)	-0.002 *** (-2.92)
<i>FAM_DEV</i>	-	-0.092 ** (-1.96)	-0.083 * (-1.81)	-0.158 * (-1.74)	-0.146 (-1.64)	0.011 *** (3.76)	0.011 *** (3.63)
<i>FAM_GROWTH</i>	+	2.013 *** (21.86)	1.793 *** (19.72)	3.264 *** (18.29)	2.919 *** (16.58)	0.469 *** (77.07)	0.446 *** (73.78)
<i>FAM_LEV</i>	-	-0.159 *** (-20.70)	-0.132 *** (-17.18)	-0.280 *** (-18.84)	-0.227 *** (-15.23)	-0.008 *** (-15.86)	-0.007 *** (-14.66)
<i>FAM_SIZE</i>	+	3.120 *** (13.53)	2.403 *** (10.48)	6.211 *** (13.90)	4.746 *** (10.62)	0.590 *** (38.38)	0.511 *** (33.00)
<i>FAM_RISK</i>	+	0.268 *** (7.59)	0.273 *** (7.89)	0.536 *** (7.83)	0.536 *** (7.98)	-0.006 ** (-2.54)	-0.005 ** (-2.12)
<i>FAM_AGE</i>	-	-0.250 *** (-10.86)	-0.153 *** (-6.59)	-0.449 *** (-10.07)	-0.277 *** (-6.16)	0.002 (1.14)	0.007 *** (4.70)
<i>FAM_HHI</i>	+	4.591 ** (1.97)	3.854 * (1.69)	5.012 (1.11)	3.755 (0.85)	0.063 (0.42)	0.044 (0.30)

表 9 家族直接持股與間接持股對績效之影響(N=7,517) (續)

$$Familyperformane_{i,t} = \alpha + \beta_1 FAM\_HOLD\_direct_{i,t} + \beta_2 FAM\_HOLD\_indirect_{i,t} + \beta_3 FAM\_BOD_{i,t} + \beta_4 FAM\_TITLE_{i,t} + \beta_5 INS\_HOLD_{i,t} + \beta_6 DEV_{i,t} + \beta_7 FAM\_GROWTH_{i,t} + \beta_8 FAM\_LEV_{i,t} + \beta_9 FAM\_SIZE_{i,t} + \beta_{10} FAM\_RISK_{i,t} + \beta_{11} FAM\_AGE_{i,t} + \beta_{12} FAM\_HHI_{i,t} + \beta_{13} FAM\_PERF_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

		應變數					
		Model1		Model2		Model3	
選取模型		Fixed		Fixed		Fixed	
		ROA		ROE		Tobin's Q	
自變數	預期符號	不含 PERF <sub>-1</sub>	包含 PERF <sub>-1</sub>	不含 PERF <sub>-1</sub>	包含 PERF <sub>-1</sub>	不含 PERF <sub>-1</sub>	包含 PERF <sub>-1</sub>
FAM_ROA <sub>-1</sub>	+	-	0.205*** (17.43)	-	-	-	-
FAM_ROE <sub>-1</sub>	+	-	-	-	0.200*** (16.61)	-	-
FAM_Tobin's Q <sub>-1</sub>	+	-	-	-	-	-	0.167*** (19.40)
F 值		110.62***	130.12***	91.72***	109.38***	645.31***	659.5***
調整後 R 平方		0.166	0.202	0.142	0.176	0.547	0.572

註：1. FAM\_HOLD\_direct 家族直接持股%：包括最終控制者之（個人持股% + 最終控制者未上市公司持股% + 最終控制者基金會持股%（不含友好集團持股））。FAM\_HOLD\_indirect 家族間接持股%：最終控制者透過金字塔結構或交叉持股所增加之控制持股。其餘表中各變數之定義參見表 3 和表 4 之說明。

2. 括弧內為 t 值，\*、\*\*、\*\*\* 分別代表達雙尾檢定 10%、5%、1% 的顯著水準。

分析結果發現，在會計績效方面，家族直接持股之係數顯著為正，家族間接持股之係數亦為正，卻只有邊際顯著。結果反映家族控制持股對會計績效之正面影響主要源自家族成員直接持股，家族直接持股愈高，股權愈集中裁量權愈大，愈能解決所有權與經營權分離所產生之代理問題，支持假說 2a 之利益收斂觀點，家族直接持股使家族成員與企業之利益更趨於一致。

在市場績效方面，家族直接持股、家族間接持股皆對市場績效呈顯著負向影響，家族持股比率之負係數與假說 2a 之預期方向相反，該結果無論在係數的方向或是顯著性上，皆與前文的實證結果相當類似，顯示當家族之直接或間接持股比率愈高時，其特權消費或怠惰情形更可能危及少數股東權益，反而對公司的市場績效產生不利影響。

### 三、國內外金融機構法人持股對績效之影響

Caves (1996) 研究多國籍企業提出理論主張國外金融機構法人因為擁有「專屬知識財(proprietary knowledge)」而能在國際市場上進行槓桿操作獲取益處。另一方面，Zaheer (1995) 則主張由於國外金融機構法人對當地的文化、環境背景、管理風格等知識相當有限，當參與企業管理時其效益可能不如國內金融機構法人，據此提出國外金融機構法人具有「外國人負債(liability of foreignness)」的缺點。有關國外金融機構法人持股對企業績效影響之研究結果

至今尚無定論（例如：Qi, Wu, and Zhang 2000; Tan 2002）。Taylor (1990)認為，在新興國家中，國外金融機構法人對於當地企業所產生的正面績效影響更甚於國內金融機構法人，因為國外金融機構法人可運用全球性金融資源，相較之下國內金融機構法人其資源僅限於地區性。Thomsen and Pedersen (2000)發現，相較於國內金融機構法人，國外金融機構法人具有較豐富的投資組合管理經驗，以及處理不同國家各類代理問題之歷練，因此，其對於企業管理當局的監督效果較國內金融機構法人高。Douma et al. (2006) 以印度企業為樣本，發現國外金融機構法人對於市場績效(*Tobin's Q*)有正面影響，其影響力更甚於國內金融機構或公司法人。再就台灣本土情境而言，隨著越來越多國外大型金融機構等熱錢湧入台灣金融交易市場，國內與國外金融機構對於家族企業經營績效可能有不同程度之影響，因此，我們將機構法人持股區分為「本國金融機構法人持股(*INS\_HOLD\_domestic*)」與「國外金融機構法人持股(*INS\_HOLD\_foreign*)」兩群，並重新執行假說2d之檢測，結果列示於表10。

表 10 國內外金融機構法人持股對績效之影響(N=7,517)

$$\begin{aligned}
 \text{Familyperformane}_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \text{FAM}_{\text{HOLD}_{i,t}} + \beta_2 \text{FAM}_{\text{BOD}_{i,t}} + \beta_3 \text{FAM}_{\text{CEO}_{i,t}} + \beta_4 \text{INS}_{\text{HOLD}_{\text{domestic}_{i,t}}} \\
 & + \beta_5 \text{INS}_{\text{HOLD}_{\text{foreign}_{i,t}}} + \beta_6 \text{DEV}_{i,t} + \beta_7 \text{FAM}_{\text{GROWTH}_{i,t}} + \beta_8 \text{FAM}_{\text{LEV}_{i,t}} + \beta_9 \text{FAM}_{\text{SIZE}_{i,t}} \\
 & + \beta_{10} \text{FAM}_{\text{RISK}_{i,t}} + \beta_{11} \text{FAM}_{\text{AGE}_{i,t}} + \beta_{12} \text{FAM}_{\text{HHI}_{i,t}} + \beta_{13} \text{FAM}_{\text{PERF}_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}.
 \end{aligned}$$

自變數	選取模型	應變數					
		Model1		Model2		Model3	
		Fixed ROA		Fixed ROE		Fixed Tobin's Q	
預期符號	不含 PERF <sub>t-1</sub>	包含 PERF <sub>t-1</sub>	不含 PERF <sub>t-1</sub>	包含 PERF <sub>t-1</sub>	不含 PERF <sub>t-1</sub>	包含 PERF <sub>t-1</sub>	
Constant	?	-39.258 *** (-11.49)	-31.377 *** (-9.32)	-84.752 *** (-12.81)	-67.036 *** (-10.22)	-8.003 *** (-34.99)	-7.152 *** (-31.58)
FAM_HOLD	+	0.065 *** (6.64)	0.055 *** (5.73)	0.160 *** (8.38)	0.139 *** (7.42)	-0.006 *** (-8.64)	-0.005 *** (-7.83)
FAM_BOD	+	0.003 (0.42)	0.003 (0.53)	0.009 (0.79)	0.010 (0.83)	0.000 (-0.86)	0.000 (0.22)
FAM_CEO	+	0.720 ** (2.04)	0.626 * (1.82)	1.560 ** (2.29)	1.379 ** (2.06)	0.031 (1.35)	0.035 (1.55)
FAM_INS_HOLD_domestic	+	0.179 *** (4.76)	0.129 *** (3.50)	0.290 *** (3.99)	0.209 *** (2.92)	0.000 (0.11)	-0.002 (-0.88)
FAM_INS_HOLD_foreign	+	-0.028 (-0.19)	-0.026 (-0.18)	-0.166 (-0.59)	-0.112 (-0.41)	0.028 *** (3.14)	0.021 ** (2.38)
FAM_DEV	-	-0.041 * (-1.71)	-0.028 (-1.19)	-0.076 (-1.62)	-0.056 (-1.22)	-0.002 (-1.23)	0.001 (-0.72)
FAM_GROWTH	+	2.057 *** (22.38)	1.821 *** (20.05)	3.353 *** (18.84)	2.974 *** (16.93)	0.467 *** (76.58)	0.443 *** (73.21)
FAM_LEV	-	-0.156 *** (-20.36)	-0.129 *** (-16.88)	-0.275 *** (-18.50)	-0.222 *** (-14.91)	-0.008 *** (-16.28)	-0.007 *** (-15.05)
FAM_SIZE	+	3.295 *** (14.41)	2.521 *** (11.07)	6.610 *** (14.92)	5.021 *** (11.32)	0.589 *** (38.52)	0.507 *** (32.87)
FAM_RISK	+	0.271 *** (7.64)	0.275 *** (7.94)	0.540 *** (7.87)	0.538 *** (8.01)	-0.006 *** (-2.59)	-0.005 ** (-2.17)

表 10 國內外金融機構法人持股對績效之影響(N=7,517) (續)

$$Familyperformane_{i,t} = \alpha + \beta_1 FAM_{HOLD_{i,t}} + \beta_2 FAM_{BOD_{i,t}} + \beta_3 FAM_{CEO_{i,t}} + \beta_4 INS_{HOLD_{domestic_{i,t}}} + \beta_5 INS_{HOLD_{foreign_{i,t}}} + \beta_6 DEV_{i,t} + \beta_7 FAM_{GROWTH_{i,t}} + \beta_8 FAM_{LEV_{i,t}} + \beta_9 FAM_{SIZE_{i,t}} + \beta_{10} FAM_{RISK_{i,t}} + \beta_{11} FAM_{AGE_{i,t}} + \beta_{12} FAM\_HHI_{i,t} + \beta_{13} FAM\_PERF_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

自變數	預期符號	應變數					
		Model1		Model2		Model3	
		Fixed ROA		Fixed ROE		Fixed Tobin's Q	
		不含 PERF <sub>-1</sub>	包含 PERF <sub>-1</sub>	不含 PERF <sub>-1</sub>	包含 PERF <sub>-1</sub>	不含 PERF <sub>-1</sub>	包含 PERF <sub>-1</sub>
FAM_AGE	-	-0.230 *** (-10.08)	-0.138 *** (-6.00)	-0.411 *** (-9.29)	-0.248 *** (-5.58)	0.001 (0.70)	0.006 *** (4.23)
FAM_HHI	+	4.698 ** (2.02)	3.842 * (1.69)	5.322 (1.18)	3.783 (0.86)	0.042 (0.28)	0.028 (0.19)
FAM_ROA <sub>-1</sub>	+	-	0.209 *** (17.83)	-	-	-	-
FAM_ROE <sub>-1</sub>	+	-	-	-	0.205 *** (17.09)	-	-
FAM_Tobin's Q <sub>-1</sub>	+	-	-	-	-	-	0.168 *** (19.52)
F 值		110.62 ***	130.12 ***	91.72 ***	109.38 ***	645.31 ***	659.5 ***
調整後 R 平方		0.166	0.202	0.142	0.176	0.547	0.572

註：1.INS\_HOLD\_domestic：本國金融機構持股%。INS\_HOLD\_foreign：外國金融機構持股%。其餘表中各變數之定義參見表 3 和表 4 之說明。

2.括弧內為 t 值，\*、\*\*、\*\*\*分別代表雙尾檢定 10%、5%、1%的顯著水準。

表 10 結果顯示，在會計績效方面，本國金融機構法人持股對會計績效皆有顯著正效果，而國外金融機構法人持股對績效的影響則為負但不顯著，此結果和 Zaheer (1995) 所主張國外金融機構法人之管理效益低於國內金融機構法人一致。相反的，在市場績效方面，結果則顯示國外金融機構對市場績效呈現顯著正效果，但國內金融機構持股對市場績效則無顯著影響，此結果與 Douma et al. (2006) 之研究相似，表示在台灣家族企業亦發現，國外金融機構因為擁有管理知識和財物資源，會「精心挑選(cherry-picking)」經營表現較好的家族企業，俾獲取較高之市場報酬。

#### 四、額外測試<sup>11</sup>

##### (一) 採用不同的家族企業定義測試假說

Dyer (2006) 彙整過去文獻，指出研究家族與非家族企業經營績效差異結論不一致的可能原因，包含各學者對於家族企業之定義方式不同，或所採用的績效指標不同，都會使研究結果出現差異。Miller, Breton-Miller, Lester, and Cannella (2007) 認為結論不一致是因為績效和家族企業分類方式不同及控制樣本所產生的敏感性結果。本文之實證結果可能受到家族企業不同定義之影響，為了增加實證結果的穩健性，我們分別依據 Villalonga and Amit (2006) 及 TEJ 的

<sup>11</sup> 本文額外測試之結論具有堅韌性。惟基於篇幅，不再重複列表詳述。

作法，使用由寬鬆到嚴格的不同方式來定義家族企業<sup>12</sup>。未列表的測試結果顯示，根據不同家族定義之實證結果大致和表5與表6一致，表示不同的家族企業定義不會影響本文實證結果，整體而言迴歸模式的分析結果尚屬可靠。

## (二) 家族企業變數的內生性問題

有關家族企業及其成員持股對公司績效的影響，本文的應變數為經營績效，自變數為家族控制持股。家族企業變數可能具有內生性的問題，因為家族成員可能根據公司經營績效之優劣性決定是否繼續持有股票(Demsetz and Villalonga 2001; Anderson and Reeb 2003)。為了避免家族變數內生性的問題導致家族變數係數估計的偏誤，我們採用兩階段最小平方法(2 Stage Least Square, 簡稱 2SLS)重新執行迴歸模式(2)。第一階段的迴歸式中，我們首先將家族控制持股對國際化程度、多角化程度、與研發支出率進行迴歸，並得到家族控制持股預測值(predicted value)<sup>13</sup>。第二階段的迴歸式中，再將該家族控制持股的預測值帶入原本的實證模式中。為了測試內生性問題，我們針對迴歸模式(2)比較 OLS 估計值與利用工具變數估計內生變數的 2SLS 估計值，利用 Hausman test 測試 2SLS 估計值是否為漸進一致性估計值。若 2SLS 估計值具漸進一致性，則確認必須採用 2SLS 估計法進行處理。未列表的測試結果發現財務績效與家族控制持股之間並不存在內生性問題，故適合以 OLS 進行檢測；但市場績效與家族控制持股兩者具有相互的內生性，應採用 2SLS 估計法進行檢測。未列表的實證結果發現 2SLS 與表 6 OLS 的結果大致相同，表示家族企業變數的內生性問題並不會造成係數估計的偏誤，雖然我們無法完全消除當公司績效越差時家族企業及其成員越可能降低持股的機率，本文之結果尚稱穩健。

<sup>12</sup> Villalonga and Amit (2006)對家族企業之定義方式有八種，包括：(1)家族的所有權最大（此定義下家族企業比例為 49%），(2)至少一位家族成員為高階管理階層、董事或前十大股東（此定義下家族企業比例為 48%），(3)家族的所有權最大，且至少擁有 20%的投票權（此定義下家族企業比例為 42%），(4)家族的投票權最大（此定義下家族企業比例為 40%），(5)至少一位家族成員為董事或前十大股東（此定義下家族企業比例為 37%），(6)家族的投票權最大，至少一位家族成員為高階管理階層及至少一位家族成員為董事（此定義下家族企業比例為 35%），(7)第二代後家族成員為高階管理階層、董事或前十大股東（此定義下家族企業比例為 31%），以及(8)家族的所有權最大，且至少擁有 20%的投票權，且第二代後家族成員至少一位家族成員為高階管理階層及至少一位家族成員為董事（此定義下家族企業比例為 27%）。TEJ 對家族企業之定義方式有四種，包括：(1)控制持股比率大於必要控制持股比率（此定義下家族企業比例為 90%）；(2)董事控制席次比率大於 33%且最終控制者家族成員至少有三人出任董監事及經理人（此定義下家族企業比例為 63%）；(3)董事長及 CEO 由單一家族成員出任（此定義下家族企業比例為 43%）；(4)董事控制席次比率大於 50%且友好董事席次比率及外部董事席次比率均小於 33%（此定義下家族企業比例為 30%）。

<sup>13</sup> 本研究根據 Anderson and Reeb (2003)方式，第一階段迴歸中，我們首先將家族控制持股對國際化程度(FAM\_INT)、多角化程度(FAM\_DIV)、與研發支出率(FAM\_RDEXP)進行迴歸，得出下列的估計模式：

$$\begin{aligned} \text{Family performance}_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \text{FAM}_{INT,i,t} + \beta_2 \text{FAM}_{DIV,i,t} + \beta_3 \text{FAM}_{RDEXP,i,t} \\ & + \langle \text{exogenous variables} \rangle + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned}$$

其中，外生性變數(exogenous variables) 包含迴歸模式(2)之所有外生變數。

### (三) 家族控制持股與企業績效之非線性關係

過去文獻懷疑家族及非家族企業經營績效差異結論不一致的可能原因為家族控制持股與企業績效呈現非線性關係(Maury 2006; Sciascia and Mazzola 2008)。本研究調查非線性關係之影響，發現家族控制持股的係數值顯著為正、家族控制持股平方的係數值顯著為負，表示家族控制持股與企業財務績效存在先遞增後遞減的倒U型曲線關係。整體而言，本研究的分析結果建議家族控制持股與企業財務績效的關係並非完全一致，企業財務績效會先隨著家族控制持股遞增，直到持股比例接近三分之二時則開始反轉遞減。超過轉折點家族企業的財務績效會開始遞減，惟平均而言家族績效仍優於非家族。

### (四) 家族創業者或繼任者是否仍擔任總經理或董事長之影響

過去比較家族及非家族企業經營績效差異發現結論不一致的學者建議，家族創業者(founder)或繼任者(descendants)是否仍擔任總經理或董事長可以適度捕捉家族成員對該公司的影響程度(Anderson and Reeb 2003; Barontini and Caprio 2006; Villalonga and Amit 2006)。本研究透過手工蒐集資料調查家族創業者或繼任者是否仍擔任總經理或董事長之影響<sup>14</sup>，結果發現家族創業者或繼任者仍擔任總經理或董事長對 *ROE* 和 *Tobin's Q* 有邊際正效果。另外，調查家族創業者或繼任者擔任總經理或董事長持股率之影響，結果亦發現家族創業者或繼任者仍擔任總經理或董事長時，其持股率對 *Tobin's Q* 有顯著正效果。整體而言，本研究的分析結果和過去的實證研究一致(Fahlenbrach 2004; Barontini and Caprio 2006; Villalonga and Amit 2006)，建議當家族創業者或繼任者仍擔任總經理或董事長時，其效益可降低所有者與經營者利益衝突之代理問題，有助於提升企業績效。

### (五) 董監薪酬結構之調節效果

Demsetz and Villalonga (2001)指出公司的薪酬計畫(compensation plans)可能影響所有權結構和企業經營績效之關係。為了瞭解「董監薪酬結構」對家族控制董事與企業經營績效關係的調節效果，本研究參酌過去文獻作法(例如：Anderson and Reeb 2003; Maury 2006)，將董監薪酬結構納入分析，以加強本研究結果的堅韌性<sup>15</sup>。表11之實證結果發現，在測試假說2b家族控制董事席次比率(*FAM\_BOD*)方面，家族控制董事席次比率對家族企業經營績效雖無顯著影響；有趣的是，額外加入董監薪酬結構之調節變項後則發現，家族控制董事席次比率和董監薪酬結構的交乘項顯著為正，表示董監薪酬結構在家族控制董事

<sup>14</sup> 家族創業者或繼任者是否仍擔任總經理或董事長係透過手工蒐集所取得之資料，作者依據中華徵信所出版之「台灣地區集團研究」，台灣經濟新報社「公司治理」模組中的控制股東持股與董監事明細資料，公司的公開說明書，公開資訊觀測站中之董監事組成與親屬關係、大股東名冊與持股比例等資料，先判斷公司為家族或非家族企業，再按姓名逐筆判斷家族創業者或繼任者是否仍擔任總經理或董事長，最後再進一步求得家族成員持股總和。

<sup>15</sup> 本文之結論對於其他調節變項(例如：外部獨立董事席次)具有堅韌性。惟基於篇幅，不再重複列表詳述。



與家族經營績效關係中具有調節效果。該結果隱含，當平均每席董監酬勞愈高時，家族增加控制董事席次比率愈能顯著提升家族企業之經營績效。另外，家族控制持股比率(*FAM\_HOLD*)對*ROA*與*ROE*影響之係數顯著為正，實證結果與假說2a之預期相符。家族成員擔任重要管理職位(*FAM\_TITLE*)方面，家族成員擔任董事長、總經理或財務長之係數對*ROA*與*ROE*變數有邊際正向影響，假說2c獲得支持。機構法人持股比率(*INS\_HOLD*)對*ROA*與*ROE*呈現顯著正向影響，支持假說2d。控制權與現金流量權偏離程度(*DEV*)則對*ROA*與*ROE*變數有顯著負向影響，實證結果支持假說2e。整體而言，本研究之結論在額外考量「董監薪酬結構」之調節變項後並無改變，仍具堅韌性。

表11 影響家族企業經營績效之決定因素：董監薪酬結構調節變項

$$\begin{aligned} Familyperformanc_{i,t} = & \alpha + \beta_1 FAM\_HOLD_{i,t} + \beta_2 FAM\_BOD_{i,t} + \beta_3 FAM\_BOD_{i,t} \times SAL_{i,t} + \beta_4 FAM\_TITLE_{i,t} \\ & + \beta_5 INS\_HOLD_{i,t} + \beta_6 DEV_{i,t} + \beta_7 FAM\_GROWTH_{i,t} + \beta_8 FAM\_LEV_{i,t} + \beta_9 FAM\_SIZE_{i,t} \\ & + \beta_{10} FAM\_RISK_{i,t} + \beta_{11} FAM\_AGE_{i,t} + \beta_{12} FAM\_HHI_{i,t} + \beta_{13} FAM\_PERF_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned}$$

自變數	選取模型 預期符號	應變數					
		Model1		Model2		Model3	
		Fixed ROA		Fixed ROE		Fixed Tobin's Q	
		不含 <i>PERF<sub>t-1</sub></i>	包含 <i>PERF<sub>t-1</sub></i>	不含 <i>PERF<sub>t-1</sub></i>	包含 <i>PERF<sub>t-1</sub></i>	不含 <i>PERF<sub>t-1</sub></i>	包含 <i>PERF<sub>t-1</sub></i>
<i>Constant</i>	?	-27.545*** (-7.73)	21.609*** (-6.16)	-65.118*** (-9.34)	51.060*** (-7.39)	-8.453*** (-33.17)	-7.462*** (-29.84)
<i>FAM_HOLD</i>	+	0.056*** (5.63)	0.050*** (5.06)	0.147*** (7.52)	0.132*** (6.88)	-0.006*** (-9.16)	-0.005*** (-7.98)
<i>FAM_BOD</i>	+	-0.005 (-0.84)	-0.004 (-0.62)	-0.004 (-0.3)	-0.002 (-0.17)	0.000 (-1.01)	0.000 (0.17)
<i>FAM_BOD</i> × <i>FAM_SAL</i>		0.000*** (12.8)	0.000*** (12.05)	0.000*** (10.51)	0.000*** (9.95)	0.000*** (-2.67)	0.000*** (-2.74)
<i>FAM_TITLE</i>	+	0.676* (1.88)	0.588* (1.66)	1.470** (2.08)	1.304* (1.88)	0.036 (1.46)	0.038 (1.59)
<i>FAM_INS_HOLD</i>	+	0.052*** (6.06)	0.036*** (4.3)	0.095*** (5.63)	0.066*** (3.95)	-0.001** (-2.1)	-0.002*** (-3.26)
<i>FAM_DEV</i>	-	-0.082*** (-3.35)	-0.060** (-2.49)	-0.161*** (-3.37)	-0.119** (-2.52)	0.001 (0.61)	0.002 (1.34)
<i>FAM_GROWTH</i>	+	1.751*** (19.14)	1.565*** (17.32)	2.772*** (15.49)	2.485*** (14.06)	0.472*** (72.51)	0.446*** (69.87)
<i>FAM_LEV</i>	-	-0.155*** (-19.83)	-0.129*** (-16.55)	-0.279*** (-18.27)	-0.229*** (-14.94)	-0.008*** (-15.13)	-0.007*** (-13.84)
<i>FAM_SIZE</i>	+	2.572*** (10.76)	1.945*** (8.2)	5.421*** (11.59)	4.106*** (8.8)	0.623*** (36.55)	0.529*** (31.06)
<i>FAM_RISK</i>	+	0.265*** (7.22)	0.270*** (7.51)	0.526*** (7.33)	0.525*** (7.44)	-0.006** (-2.46)	-0.005** (-1.99)
<i>FAM_AGE</i>	-	-0.267*** (-11.49)	-0.174*** (-7.43)	-0.482*** (-10.59)	-0.317*** (-6.91)	0.000 (0.24)	0.007*** (4.19)
<i>FAM_HHI</i>	+	3.619 (1.51)	2.96 (1.26)	3.276 (0.71)	2.093 (0.46)	0.145 (0.89)	0.118 (0.75)

表11 影響家族企業經營績效之決定因素：董監薪酬結構調節變項（續）

$$Familyperformane_{i,t} = \alpha + \beta_1 FAM\_HOLD_{i,t} + \beta_2 FAM\_BOD_{i,t} + \beta_3 FAM\_BOD_{i,t} \times SAL_{i,t} + \beta_4 FAM\_TITLE_{i,t} + \beta_5 INS\_HOLD_{i,t} + \beta_6 DEV_{i,t} + \beta_7 FAM\_GROWTH_{i,t} + \beta_8 FAM\_LEV_{i,t} + \beta_9 FAM\_SIZE_{i,t} + \beta_{10} FAM\_RISK_{i,t} + \beta_{11} FAM\_AGE_{i,t} + \beta_{12} FAM\_HHI_{i,t} + \beta_{13} FAM\_PERF_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

自變數	預期符號	應變數					
		Model1		Model2		Model3	
		Fixed ROA		Fixed ROE		Fixed Tobin's Q	
		不含 PERF <sub>-1</sub>	包含 PERF <sub>-1</sub>	不含 PERF <sub>-1</sub>	包含 PERF <sub>-1</sub>	不含 PERF <sub>-1</sub>	包含 PERF <sub>-1</sub>
FAM_ROA <sub>-1</sub>	+	0.195 *** (16.62)					
FAM_ROE <sub>-1</sub>	+			0.191 *** (15.73)			
FAM_Tobin's Q <sub>-1</sub>	+					0.190 *** (21.74)	
F 值		122.73 ***	139.26 ***	98.77 ***	113.60 ***	571.66 ***	603.25 ***
調整後 R 平方		0.1822	0.2150	0.1521	0.1826	0.5194	0.5527

註：1.FAM\_SAL: 平均每席董監酬勞；表中各變數之定義參見表 3 和表 4 之說明。

2.括弧內為 t 值，\*、\*\*、\*\*\*分別代表達雙尾檢定 10%、5%、1%的顯著水準。

#### （六）金融風暴之影響

為了檢測金融風暴期間對實證結果是否有影響，本研究剔除2008與2009年金融風暴期間後共得到8,974個樣本，重新執行迴歸模型分析，結果列示於表12和表13。實證結果發現本文結果並未受到金融風暴期間所影響，該結果顯示本文之結論具有嚴謹性與堅韌性。

表 12 比較家族與非家族企業對經營績效影響之差異(N=8,974)：  
剔除 2008 與 2009 年樣本（排除金融風暴影響）

自變數	預期符號	應變數					
		Model1		Model2		Model3	
		Fixed ROA		Fixed ROE		Fixed Tobin's Q	
		不含 PERF <sub>-1</sub>	包含 PERF <sub>-1</sub>	不含 PERF <sub>-1</sub>	包含 PERF <sub>-1</sub>	不含 PERF <sub>-1</sub>	包含 PERF <sub>-1</sub>
Constant	?	-32.208 *** (-10.72)	-25.267 *** (-8.61)	-68.356 *** (-11.53)	-50.831 *** (-8.75)	-9.871 *** (-38.00)	-7.951 *** (-31.43)
FAM	+ / -	0.738 (1.14)	0.941 (1.50)	3.361 *** (2.64)	3.380 *** (2.73)	0.137 ** (2.53)	0.135 *** (2.63)
GROWTH	+	2.219 *** (27.11)	1.884 *** (23.27)	3.659 *** (22.65)	3.099 *** (19.49)	0.427 *** (60.34)	0.386 *** (56.75)
LEV	-	-0.158 *** (-22.18)	-0.127 *** (-17.96)	-0.273 *** (-19.42)	-0.210 *** (-15.07)	-0.009 *** (-15.43)	-0.007 *** (-12.94)
SIZE	+	2.941 *** (14.41)	2.158 *** (10.71)	5.724 *** (14.21)	3.997 *** (10.01)	0.720 *** (40.90)	0.557 *** (31.96)
RISK	+	0.297 *** (8.43)	0.301 *** (8.78)	0.597 *** (8.58)	0.595 *** (8.80)	-0.006 ** (-2.29)	-0.004 (-1.49)

表 12 比較家族與非家族企業對經營績效影響之差異(N=8,974)：  
剔除 2008 與 2009 年樣本（排除金融風暴影響）（續）

		應變數					
		Model1		Model2		Model3	
選取模型		Fixed		Fixed		Fixed	
		ROA		ROE		Tobin's Q	
自變數	預期符號	不含 PERF-1	包含 PERF-1	不含 PERF-1	包含 PERF-1	不含 PERF-1	包含 PERF-1
AGE	-	-0.214 *** (-9.35)	-0.097 *** (-4.24)	-0.383 *** (-8.48)	-0.160 *** (-3.55)	-0.010 *** (-5.21)	-0.001 (-0.73)
HHI	+	4.462 * (1.88)	3.319 (1.44)	6.91 1.47	4.299 0.94	0.241 1.24	0.142 0.78
ROA <sub>-1</sub>		-	0.230 *** 21.71	-	-	-	-
ROE <sub>-1</sub>		-	-	-	0.237 *** 21.63	-	-
Tobin's Q <sub>-1</sub>		-	-	-	-	-	0.260 *** (30.23)
F 值		218.48 ***	261.73 ***	168.08 ***	214.48 ***	743.76 ***	846.47 ***
調整後 R 平方		0.166	0.214	0.132	0.182	0.417	0.482

註：1.表中各變數之定義參見表 3 之說明。

2.括弧內為 t 值，\*、\*\*、\*\*\*分別代表達雙尾檢定 10%、5%、1%的顯著水準。

表 13 影響家族企業經營績效之決定因素(N=6,090)：  
剔除 2008 與 2009 年樣本（排除金融風暴影響）

		應變數					
		Model1		Model2		Model3	
選取模型		Fixed		Fixed		Fixed	
		ROA		ROE		Tobin's Q	
自變數	預期符號	不含 PERF-1	包含 PERF-1	不含 PERF-1	包含 PERF-1	不含 PERF-1	包含 PERF-1
Constant	?	-33.689 *** (-9.32)	-26.772 *** (-7.53)	-73.370 *** (-10.43)	-56.193 *** (-8.08)	-8.457 *** (-30.92)	-7.261 *** (-27.15)
FAM_HOLD	+	0.051 *** (4.89)	0.043 *** (4.22)	0.131 *** (6.48)	0.114 *** (5.74)	-0.004 *** (-5.26)	-0.003 *** (-4.42)
FAM_BOD	+	0.005 (0.84)	0.006 (0.95)	0.01 (0.81)	0.012 (0.94)	-0.002 *** (-3.22)	-0.001 * (-1.74)
FAM_TITLE	+	0.764** (2.13)	0.668 * (1.91)	1.552 ** (2.23)	1.373 ** (2.02)	0.051* (1.95)	0.054 ** (2.15)
FAM_INS_HOLD	+	0.052 *** (5.86)	0.038 *** (4.43)	0.103 *** (6.00)	0.077 *** (4.56)	-0.003 *** (-4.10)	-0.003 *** (-4.57)
FAM_DEV	-	-0.068 *** (-2.64)	-0.054 ** (-2.13)	-0.147 *** (-2.92)	-0.123 ** (-2.50)	0.001 (0.39)	0.002 (1.11)
FAM_GROWTH	+	2.326 *** (23.68)	2.016 *** (20.61)	3.803 *** (19.91)	3.281 *** (17.31)	0.445 *** (60.33)	0.400 *** (54.42)

表 13 影響家族企業經營績效之決定因素(N=6,090)：  
剔除 2008 與 2009 年樣本 (排除金融風暴影響) (續)

		應變數					
		Model1		Model2		Model3	
選取模型		Fixed		Fixed		Fixed	
		ROA		ROE		Tobin's Q	
自變數	預期符號	不含 PERF-1	包含 PERF-1	不含 PERF-1	包含 PERF-1	不含 PERF-1	包含 PERF-1
FAM_LEV	-	-0.163 *** (-20.17)	-0.135 *** (-16.75)	-0.274 *** (-17.44)	-0.218 *** (-13.84)	-0.009 *** (-15.94)	-0.008 *** (-13.88)
FAM_SIZE	+	2.719 *** (11.16)	2.035 *** (8.42)	5.471 *** (11.55)	3.938 *** (8.32)	0.633 *** (34.41)	0.523 *** (28.51)
FAM_RISK	+	0.341 *** (9.05)	0.344 *** (9.36)	0.687 *** (9.38)	0.686 *** (9.59)	-0.006 ** (-2.12)	-0.005 * (-1.80)
FAM_AGE	-	-0.159 *** (-6.41)	-0.063 ** (-2.52)	-0.291 *** (-6.03)	-0.108 ** (-2.23)	-0.001 (-0.76)	0.004 ** (2.43)
FAM_HHI	+	4.112 * (1.73)	3.226 (1.39)	4.892 (1.06)	3.16 (0.70)	0.077 (0.45)	0.044 (0.27)
ROA <sub>-1</sub>	-	-	0.202 *** 16.06	-	-	-	-
ROE <sub>-1</sub>	-	-	-	-	0.207 *** 15.81	-	-
Tobin's Q <sub>-1</sub>	-	-	-	-	-	-	0.219 *** (21.53)
F 值		121.82 ***	138.62 ***	98.46 ***	115.37 ***	469.64 ***	508.96 ***
調整後 R 平方		0.203	0.240	0.171	0.208	0.508	0.550

註：1.表中各變數之定義參見表 3 和表 4 之說明。

2.括弧內為 t 值，\*、\*\*、\*\*\* 分別代表達雙尾檢定 10%、5%、1% 的顯著水準。

## 陸、結論與建議

根據本文統計，1996 年至 2010 年家族企業佔台灣上市櫃樣本比率約達 67%，顯見台灣企業家族色彩濃厚，故本文試圖以長時間的追蹤型資料樣本，分別從代理理論及管家理論的觀點，比較家族與非家族企業對於經營績效影響之差異，並進一步探討影響家族企業經營績效之決定因素。

本文分別從代理理論與管家理論兩個角度比較家族與非家族企業之差異，探討家族企業之經營績效是否優於非家族企業。本文並進一步分析影響家族企業經營績效之決定因素，探討家族控制持股、家族控制董事席次、家族成員擔任重要管理職位、機構法人持股與股權偏離程度是否會影響家族企業之經營績效。本文以 1996 年至 2010 年台灣上市櫃 1,237 家公司為樣本，共 11,202 筆觀察值，以追蹤型資料進行分析。實證結果發現，相較於非家族企業，家族企業之會計績效較優，支持管家理論，隱含家族企業存在利益一致效果，表示當家族企業

經理人由具有親屬關係的人擔任時，會促使他們努力經營公司，將自己的未來與公司、股東緊密聯繫在一起，成為公司資產的管家，牢記企業使命，維護企業與股東的利益，使家族企業比非家族企業具有更長遠的思考與經營策略。此結果與過去多數的實證研究結果相互呼應，證實家族企業之經營績效或穩定性優於非家族企業，間接證實家族企業之代理成本較低（沈育宏 2007；曹壽民等 2010；Anderson and Reeb 2003；Lee 2006；Maury 2006；Villalonga and Amit 2006；Martínez et al. 2007；Allouche et al. 2008）。本文額外進行敏感性分析，比較家族與專業經理人兩種控制型態如何影響企業之經營績效，結果顯示家族企業之會計績效優於專業經理人治理企業，隱含家族企業在台灣是一較有效率的組織型態。比較高科技與傳統產業之結果發現，傳統產業中家族企業之會計績效仍顯著優於專業經理人主導之企業，然而，高科技業中家族和專業經理人之績效相較下並無顯著差異，顯示專業經理人對高科技業績效之影響程度大於傳統產業。本文探討影響家族企業經營績效之決定因素，發現幾項有趣的實證結果是：提高家族成員之控制持股、由家族成員擔任重要管理職位、與縮小股權偏離程度，皆對於會計績效有正面影響；提高機構法人持股比率對於會計績效有正面影響，卻不利於績效；家族成員提高控制董事席次與經營績效之間並無顯著關聯性。另外，敏感性分析方面，進一步將家族控制持股區分為直接與間接持股，結果發現家族控制持股對會計績效有正面影響主要係源自家族成員之直接持股。額外測試發現家族控制持股與財務績效呈現非線性關係，家族控制持股與企業財務績效存在先遞增後遞減的倒U型曲線關係。家族成員提高控制董事席次與經營績效之間雖無顯著關聯性，額外測試則發現董監薪酬結構在家族控制董事與家族經營績效關係中，具有調節效果。有關家族成員擔任重要管理職位對會計績效的正面影響，特別是當家族創業者或繼任者仍擔任總經理或董事長時，可適度降低代理問題，更有助於提升企業績效。本文另將機構法人持股細分為國內及國外，結果發現國內機構法人對於會計績效之影響程度較國外機構法人強，相反的，國外機構法人對於市場績效之影響程度則比國內機構法人佳。至於家族企業定義方式不同和金融風暴兩者，對本文實證結果並未造成影響；控制市場績效與家族成員持股之內生性問題之後，與前述實證結果大致相同，整體而言本文之結論具有堅韌性。

茲將本文對學術界之重要貢獻說明如後。首先，過去文獻大多從代理理論之角度出發來探討家族與非家族企業在經營績效之差異，但實證結果並不一致，本文同時從管家理論及代理理論之觀點，比較家族與非家族企業在經營績效上是否產生差異，可彌補文獻上之不足。其次，過去研究影響家族企業經營績效所採用的變數，恐無法完整捕捉家族治理機制的優劣，本文廣泛採用各項決定因素，包含家族控制持股、家族控制董事席次、家族成員擔任重要管理職位、機構法人持股與股權偏離程度等五項因素，並進一步細分家族直接與間接持股、國內外金融機構法人持股、家族創業者或繼任者擔任職務對於家族企業績效之影響，廣泛測試家族企業定義不同方式、内生性、非線性、調節效果、

金融風暴等問題之影響，可針對我國家族企業本土情境提供較全面之實證研究，讓我們對台灣家族企業經營管理之特色有更進一步的瞭解。最後，綜觀國內外有關影響家族企業績效差異之研究，其資料型態多為混合橫斷面與時間序列的混合型資料型態，卻多採用普通最小平方法進行檢測，統計方法誤用可能產生錯誤之結論，故本文採用追蹤型資料模型，樣本期間涵蓋1996年至2010年，共計15年，並將研究對象擴充至上市櫃公司，結果應更能反映家族與非家族企業長期經營績效之優劣性及其影響之決定因素，較不至於有模型誤設之虞。

至於未來研究方向，我們提出以下幾點建議。首先，本文探討影響家族企業長期績效之決定因素時，主要從企業治理角度進行分析，然而影響家族企業績效可能還有其他重要因素，例如：非家族的第二大股東之外部監督效能訊息、經理人權力(power)強弱、經理人任期、企業文化、創業家及領導者風格等因素，建議後續研究者可透過問卷調查或手工蒐集取得此類非公開之資料，裨益釐清其他家族特色對家族企業績效影響的優劣性。另外，本文發現提高家族控制董事席次對績效雖無顯著影響，唯董監薪酬結構在家族控制董事與經營績效關係中具有調節效果，建議後續研究者可進一步探究家族企業董事會組成情況如何影響經營績效，從董事會家族董事兼職狀況或董事會監督職能等方面進行更深入之探討，例如：可追蹤有擔任管理職的家族成員其在非家族集團的股權投資狀況或分散程度，檢視其是否影響公司的決策或績效，俾能更完整地捕捉企業治理機制良窳。

### 參考文獻

- 李永全與馬黛，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（7月）：69-91。(Lee, Y. C., and T. Ma. 2006. The study of the cost of debt financing of Taiwan's family firms. *Management Review* 25 (July): 69-91.) (DOI: 10.6656/MR.2006.25.3.CHI.69)
- 沈育宏，2007，家族持股、家族管理與公司績效：以台灣上市公司為例，國立台灣科技大學財務金融研究所未出版碩士論文。(Shen, Y. H. 2007. Family ownership, family management, and firm performance: Empirical evidence from Taiwan firms. Unpublished master thesis, National Taiwan University of Science and Technology.)
- 沈昱均，2008，家族企業與非家族企業經營績效之比較，國立雲林科技大學會計系未出版碩士論文。(Shen, Y. C. 2008. The comparison of operating performance between family and nonfamily businesses. Unpublished master thesis, National Yunlin University of Science and Technology.)
- 侍台誠，1994，董事會特性中家族因素與經營績效之實證研究—兼論法人董事的影響，國立台灣大學會計研究所未出版碩士論文。(Shih, T. C. 1994. An

empirical study of the relationship between family-related attributes in the board of directors and business performance-Institutional director's influence also examined. Unpublished master thesis, National Taiwan University.)

- 周行一、陳錦村與陳坤宏，1996，家族企業、聯屬持股與公司價值之研究，中國財務學刊，第4卷第1期（7月）：115-139。(Chow, H. E., J. T. Chen, and K. H. Chen. 1996. Family business, affiliated groups, and the value of Taiwanese firms. *Journal of Financial Studies* 4 (July): 115-139.) (DOI: 10.6545/JoFS.1996.4 (1).5)
- 林宛瑩與許崇源，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（6月）：269-312。(Lin, W. Y., and C.Y. Hsu. 2008. A research on ownership structure and corporate governance performance indicators of Taiwanese business groups. *Chiao Da Management Review* 28 (June): 269-312.)
- 林嬋娟與張哲嘉，2009，董監事異常變動、家族企業與企業舞弊之關聯性，會計評論，第48期（1月）：1-33。(Lin, C. J., and C. C. Chang. 2009. Abnormal change of board members, family firms and fraud. *Journal of Accounting Review* 48 (January): 1-33.) (DOI: 10.6552/JOAR.2009.48.1)
- 翁淑育，2000，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未出版碩士論文。(Weng, S. Y. 2000. Central agency problem and corporate value on a concentrated ownership environment-Empirical of Taiwan stock market. Unpublished master thesis, Fu Jen Catholic University.)
- 張翔一與黃靖萱，2010，血脈、人脈、錢脈交織 華麗一族，天下雜誌，第462期（12月）：124-136。(Zhang, X. Y., and J. X. Huang. 2010. Blood, contact, and money link intertwined: Gorgeous family. *CommonWealth Magazine* 462 (December): 124-136.)
- 曹壽民、林哲弘與陳羿安，2010，家族企業與會計保守性，2010會計理論與實務研討會論文集，淡江大學。(Tsao, S. M., C. H. Lin, and A. A. Chen. 2010. Family Ownership and Accounting Conservatism. Paper presented at the 2010 Accounting Theory and Practice Conference, Taipei.)
- 梁韻嵐與蘇裕惠，2010，家族企業董事兼職對公司經營績效之影響，2010會計理論與實務研討會論文集，淡江大學。(Liang, Y. L., and Y. H. Su. 2010. The performance impact of interlocking directorates in family firms: Evidence from Taiwan. Paper presented at the 2010 Accounting Theory and Practice Conference, Taipei.)
- 湯麗芬，2010，家族企業特質與盈餘品質之關聯性，當代會計，第11卷（12月）：

371-410。(Tang, L. F. 2010. Family-controlled firms characteristics and earnings quality. *Journal of Contemporary Accounting* 11 (December): 371-410.)

詹凱玲, 2007, 股權結構、董事會組成與公司績效之關係—以家族與非家族企業之角度, 銘傳大學會計學系未出版碩士論文。(Chan, K. L. 2006. The relationships among ownership structure, board structure and firm performance-Evidence from family and nonfamily firms. Unpublished master thesis, Ming Chuan University.)

廖秀梅、李建然與吳祥華, 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期(9月): 117-160。(Liao, H. M., J. Z. Lee, and S. H. Wu. 2006. The relationships between board structure and firm performance-And the influence of family control in Taiwan listed company. *Soochow Journal of Economics and Business* 54 (September): 117-160.)

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S2期(9月): 75-90。(Sue, S. H., C. J. Lu., and C. L. Chin. 2009. The association between family firms and earnings quality: Ownership, management and control. *NTU Management Review* 19 (September): 75-90.)

Allouche, J., B. Amann, J. Jaussaud, and T. Kurashina. 2008. The impact of family control on the performance and financial characteristics of family versus nonfamily businesses in Japan: A matched-pair investigation. *Family Business Review* 21 (December): 315-330. (DOI: 10.1177/08944865080210040104)

Anderson, R. C., and D. M. Reeb. 2003. Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance* 58 (June): 1301-1328. (DOI: 10.1111/1540-6261.00567)

Bajtelsmit, V. L., and R. Bouzouita. 1998. Market structure and performance in private passenger automobile insurance. *The Journal of Risk and Insurance* 65 (September): 503-514.(DOI: 10.2307/253662)

Barontini, R., and L. Caprio. 2006. The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. *European Financial Management* 12 (November): 689-723. (DOI: 10.1111/j.1468-036X.2006.00273.x)

Becht, M., P. Bolton, and A. Röell. 2003. Corporate governance and control. In *Handbook of the Economics of Finance 1 A: Corporate Finance*, edited by G. M. Constantinides, M. Harris, and R. M. Stulz: 1-109. Amsterdam, North



- Holland: Elsevier Science Publishers. (DOI: 10.1016/S1574-0102(03)01005-7)
- Beehr, T. A., J. A. Drexler, and S. Faulkner. 1997. Working in small family businesses: Empirical comparisons to non-family businesses. *Journal of Organizational Behavior* 18 (May): 297-312. (DOI: 10.1002/(SICI)1099-1379(199705)18:3<297::AID-JOB805>3.0.CO;2-D)
- Berle, A., and G. C. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick, N.J.: Transaction Publishers.
- Burgman, T. A. 1996. An empirical examination of multinational corporate capital structure. *Journal of International Business Studies* 27 (September): 553-570. (DOI: 10.1057/palgrave.jibs.8490143)
- Caves, R. E. 1996. *Multinational Enterprise and Economic Analysis*. 2<sup>nd</sup> edition. New York, N.Y.: Cambridge University Press.
- Chung, K. H., and S. W. Pruitt. 1994. A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management* 23 (3): 70-74. (DOI: 10.2307/3665623)
- 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): 81-112. (DOI: 10.1016/S0304-405X(00)00067-2)
- Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, and L. H. P. Lang. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance* 57 (December): 2741-2771. (DOI: 10.1111/1540-6261.00511)
- Craig, J. B., and C. Salvato. 2012. The distinctiveness, design, and direction of family business research: Insights from management luminaries. *Family Business Review* 25 (1): 109-116. (DOI: 10.1177/0894486511429682)
- Cubbin, J., and D. Leech. 1983. The effect of shareholding dispersion on the degree of control in British companies: Theory and measurement. *The Economic Journal* 93 (June): 351-369. (DOI: 10.2307/2232797)
- Daily, C. M., and M. J. Dollinger. 1992. An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms. *Family Business Review* 5 (June): 117-136. (DOI: 10.1111/j.1741-6248.1992.00117.x)
- Davis, J. H., F. D. Schoorman, and L. Donaldson. 1997. Toward a stewardship theory of management. *The Academy of Management Review* 22 (January): 20-47. (DOI: 10.5465/AMR.1997.9707180258)
- Demsetz, H., and B. Villalonga. 2001. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance* 7 (September): 209-233. (DOI:

10.1016/S0929-1199(01)00020-7)

- Demsetz, H., and K. Lehn. 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93 (December): 1155-1177. (DOI: 10.1086/261354)
- Donaldson, L., and J. H. Davis. 1991. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management* 16 (June): 49-64. (DOI: 10.1177/031289629101600103)
- Douma, S., R. George., and R. Kabir. 2006. Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market. *Strategic Management Journal* 27 (July): 637-657. (DOI: 10.1002/smj.535)
- Dyer, W. G. 2006. Examining the “family effect” on firm performance. *Family Business Review* 19 (December): 253-273. (DOI: 10.1111/j.1741-6248.2006.00074.x)
- Ehrhardt, O., and E. Nowak. 2001. Private benefits and minority shareholder expropriation: Empirical evidence from IPOs of German family-owned firms. Working paper, Center for Financial Studies (CFS).
- Faccio, M., and L. H. P. Lang. 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65 (September): 365-395. (DOI: 10.1016/S0304-405X(02)00146-0)
- Fahlenbrach, R. 2004. Founder-CEOs and stock market performance. Working paper, Wharton School, University of Pennsylvania.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics* 26 (June): 301-325. (DOI: 10.1086/467037)
- Fan, J. P. H., and T. J. Wong. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33 (August): 401-425. (DOI: 10.1016/S0165-4101(02)00047-2)
- Filatotchev, I., Y. C. Lien, and J. Piesse. 2005. Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: Evidence from Taiwan. *Asia Pacific Journal of Management* 22 (September): 257-283. (DOI: 10.1007/s10490-005-3569-2)
- Firth, M. 1995. The impact of institutional stockholders and managerial interests on the capital structure of firms. *Managerial and Decision Economics* 16 (March): 167-175. (DOI: 10.1002/mde.4090160207)
- Forbes.com. 2011. The best family businesses. Available at: <http://www.forbes.com>.

- com/2011/06/17/best-family-businesses.html. Accessed: June 17, 2011.
- Francis, J., K. Schipper, and L. Vincent. 2005. Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of Accounting and Economics* 39 (June): 329-360. (DOI: 10.1016/j.jacceco.2005.01.001)
- Gilbert, R. A. 1984. Bank market structure and competition: A survey. *Journal of Money, Credit and Banking* 16 (November): 617-645. (DOI: 10.2307/1992096)
- Gomez-Mejia, L. R., M. Nunez-Nickel, and I. Gutierrez. 2001. The role of family ties in agency contracts. *The Academy of Management Journal* 44 (February): 81-95. (DOI: 10.2307/3069338)
- Hair, J. F. Jr., R. E. Anderson, R. L. Tatham, and W. C. Black. 1998. *Multivariate Data Analysis*. 5<sup>th</sup> edition. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.
- Hausman, J. A. 1978. Specification tests in econometrics. *Econometrica* 46 (November): 1251-1271. (DOI: 10.2307/1913827)
- Ho, J. L. Y., A. Wu, and S. X. Xu. 2011. Corporate governance and returns on information technology investment: Evidence from an emerging market. *Strategic Management Journal* 32 (September): 595-623. (DOI: 10.1002/smj.886)
- Jensen, M. C., and R. S. Ruback. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11 (April): 5-50. (DOI: 10.1016/0304-405X(83)90004-1)
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (October): 305-360. (DOI: 10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Klein, A. 1998. Firm performance and board committee structure. *The Journal of Law and Economics* 41 (April): 275-304. (DOI: 10.1086/467391)
- Kowalewski, O., O. Talavera, and I. Stetsyuk. 2010. Influence of family involvement in management and ownership on firm performance: Evidence from Poland. *Family Business Review* 23 (1): 45-59. (DOI: 10.1177/0894486509355803)
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 2002. Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance* 57 (June): 1147-1170. (DOI: 10.1111/1540-6261.00457)
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance* 54 (April): 471-517. (DOI: 10.1111/0022-1082.00115)

- Lauterbach, B., and A. Vaninsky. 1999. Ownership structure and firm performance: Evidence from Israel. *Journal of Management and Governance* 3 (June): 189-201. (DOI: 10.1023/A:1009990008724)
- Lee, J. 2004. The effects of family ownership and management on firm performance. *Advanced Management Journal* 69 (September): 46-53.
- Lee, J. 2006. Family firm performance: Further evidence. *Family Business Review* 19 (June): 103-114. (DOI: 10.1111/j.1741-6248.2006.00060.x)
- Lee, P. M., and H. M. O'Neill. 2003. Ownership structures and R&D investments of U.S. and Japanese firms: Agency and stewardship perspectives. *The Academy of Management Journal* 46 (April): 212-225. (DOI: 10.2307/30040615)
- Lien, D., and N. Balakrishnan 2005. On regression analysis with data cleaning via trimming, winsorization, and dichotomization. *Communication in Statistics-Simulation and Computation* 34 (August): 839-849. (DOI: 10.1080/03610910500307695)
- Mangel, R., and H. Singh. 1993. Ownership structure, board relationship and CEO compensation in large U.S. corporations. *Accounting and Business Research* 23 (1): 339-350. (DOI: 10.1080/00014788.1993.9729902)
- Martínez, J. I., B. S. Stöhr, and B. F. Quiroga. 2007. Family ownership and firm performance: Evidence from public companies in Chile. *Family Business Review* 20 (June): 83-94. (DOI:10.1111/j.1741-6248.2007.00087.x)
- Maury, B. 2006. Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance* 12 (January): 321-341. (DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2005.02.002)
- McConaughy, D. L., C. H. Matthews, and A. S. Fialko. 2001. Founding family controlled firms: Efficiency, risk, and value. *Journal of Small Business Management* 39 (January): 31-49. (DOI: 10.1111/0447-2778.00004)
- McConnell, J., and H. Servaes. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics* 27 (October): 595-612. (DOI: 10.1016/0304-405X(90)90069-C)
- Miller, D., and I. L. Breton-Miller. 2005. *Managing for the Long Run: Lessons in Competitive Advantage from Great Family Businesses*. Boston, M.A.: Harvard Business School Press.
- Miller, D., and I. L. Breton-Miller. 2006. Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities. *Family Business Review* 19 (March): 73-

87. (DOI: 10.1111/j.1741-6248.2006.00063.x)
- Miller, D., and J. Shamsie. 2001. Learning across the life cycle: Experimentation and performance among the hollywood studio heads. *Strategic Management Journal* 22 (August): 725-745. (DOI: 10.1002/smj.171)
- Miller, D., I. L. Breton-Miller, and B. Scholnick. 2008. Stewardship vs. stagnation: An empirical comparison of small family and non-family businesses. *Journal of Management Studies* 45 (January): 51-78. (DOI: 10.1111/j.1467-6486.2007.00718.x)
- Miller, D., I. L. Breton-Miller, R. H. Lester, and A. A. Cannella. 2007. Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance* 13 (December): 829-858. (DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2007.03.004)
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20 (January-March): 293-315. (DOI: 10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- Mundlak, Y. 1978. On the pooling of time series and cross section data. *Econometrica* 46 (January): 69-85. (DOI: 10.2307/1913646)
- Patton, A., and J. C. Baker. 1987. Why won't directors rock the boat? *Harvard Business Review* 65: 10-18.
- Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics* 20 (January-March): 237-265. (DOI: 10.1016/0304-405X(88)90046-3)
- Qi, D., W. Wu, and H. Zhang. 2000. Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies. *Pacific-Basin Finance Journal* 8 (October): 587-610. (DOI: 10.1016/S0927-538X(00)00013-5)
- Rhoades, S. A. 1993. The Herfindahl-Hirschman Index. *Federal Research Bulletin* 79 (March): 188-189.
- Sciascia, S., and P. Mazzola. 2008. Family involvement in ownership and management: Exploring nonlinear effects on performance. *Family Business Review* 21 (December): 331-345. (DOI: 10.1111/j.1741-6248.2008.00133.x)
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 52 (June): 737-783. (DOI: 10.2307/2329497)
- Stein, J. C. 1989. Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior. *The Quarterly Journal of Economics* 104 (4): 655-669.

(DOI: 10.2307/2937861)

- Tan, J. 2002. Impact of ownership type on environment strategy linkage and performance: Evidence from a transitional economy. *Journal of Management Studies* 39 (May): 333-354. (DOI: 10.1111/1467-6486.00295)
- Taylor, W. C. 1990. Can big owners make a difference? *Harvard Business Review* 68: 70-82.
- Thomsen, S., and T. Pedersen. 2000. Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal* 21 (June): 689-705. (DOI: 10.1002/(SICI)1097-0266(200006)21:6<689::AID-SMJ115>3.0.CO;2-Y)
- Tihanyi, L., R. A. Johnson, R. E. Hoskisson, and M. A. Hitt. 2003. Institutional ownership differences and international diversification: The effects of board of directors and technological opportunity. *The Academy of Management Journal* 46 (April): 195-211. (DOI: 10.2307/30040614)
- Tsao, C. W., S. J. Chen., C. S. Lin, and W. Hyde. 2009. Founding-family ownership and firm performance: The role of high-performance work systems. *Family Business Review* 22 (July): 319-332. (DOI: 10.1177/0894486509339322)
- Villalonga, B., and R. Amit. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80 (May): 385-417. (DOI: 10.1016/j.jfineco.2004.12.005)
- Wang, D. 2006. Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research* 44 (June): 619-656. (DOI: 10.1111/j.1475-679X.2006.00213.x)
- Watts, R. L., and J. L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.
- Wooldridge, J. M. 2009. *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. 4<sup>th</sup> edition. Mason, O.H.: South Western Educational Publishing.
- Yammessri, J., and S. C. Loth. 2004. Is family ownership a pain or gain to firm performance? *Journal of American Academy of Business, Cambridge* 4: 263-270.
- Yeh, Y. H., T. S. Lee, and T. Woidtke. 2001. Family control and corporate governance: Evidence from Taiwan. *International Review of Finance* 2 (March-June): 21-48. (DOI: 10.1111/1468-2443.00014)

Zaheer, S. 1995. Overcoming the liability of foreignness. *The Academy of Management Journal* 38 (April): 341-363. (DOI: 10.2307/256683)

# How Does Corporate Governance Affect the Performance of Family Businesses? A Long-term Longitudinal Analysis

## 1. INTRODUCTION

Based on the statistics of our sample, family businesses account for approximately 67% of Taiwan-listed firms, suggesting that Taiwanese enterprises are primarily family-owned. This study combines two perspectives, agency theory and stewardship theory, and compares the performance of family and nonfamily businesses. Furthermore, this study examines the factors associated with the relationship between family businesses and firm performance. We consider five determinants of family business governance structure: family-controlled shareholding, number of family members on the board of directors (BOD), family members serving as top executives, institutional shareholding, and deviation of voting rights from cash flow rights.

## 2. LITERATURE REVIEW AND HYPOTHESES DEVELOPMENT

According to agency theory, when the control rights of the controlling shareholders of family businesses are excessive, conflicts of interest between family members and minority shareholders increase. Such a central agency problem reduces the value of the company, resulting in inferior family business performance compared with that of nonfamily businesses (Shleifer and Vishny 1997; La Porta et al. 1999; Claessens et al. 2000; Yeh et al. 2001). By contrast, according to stewardship theory, managers who possess altruism will benefit their organization as well as shareholders on a long-term perspective. Consequently, family businesses incorporate long-term strategies, resulting in family businesses outperforming nonfamily businesses (Anderson and Reeb 2003; Lee 2006; Maury 2006; Villalonga and Amit 2006; Martínez et al. 2007; Allouche et al. 2008; Miller et al. 2008). Accordingly, we posit the following hypotheses:

**H1a : In accordance with agency theory, nonfamily business performance is higher than that of family businesses.**

**H1b : In accordance with stewardship theory, family business performance is higher than that of nonfamily businesses.**

Family members control a company through voting rights in the business. Most scholars agree that family-controlled shareholding has a positive effect on business performance (Lee 2004, 2006; Villalonga and Amit 2006). When ownership is more concentrated, family interests and business interests are inseparable. Family members are closely linked with one another with a high degree of trust; therefore, family business owners supervise managers to reduce agency



problems and improve corporate performance. According to the convergence of interest hypothesis, we develop the following hypothesis:

**H2a : Family-controlled shareholding has a positive effect on family business performance.**

In Taiwanese family businesses, family members commonly hold majority BOD seats to control the company (Yeh et al. 2001). Once the control of the family business is obtained through holding BOD seats, family members bear greater responsibilities of monitoring manager decisions. Thus, greater wealth is required to compensate family members. Accordingly, we conjecture that the size of the family-BOD ratio corresponds to the incentive to supervise managers, resulting in a positive impact on family business performance. We posit the following hypothesis:

**H2b : The number of family members on the BOD has a positive effect on family business performance.**

When family members serve as top executives, agency problems arising from the conflicts of interest between owners and managers can be reduced (Demsetz and Lehn 1985; Anderson and Reeb 2003; Kowalewski et al. 2010). If family managers have a longer tenure, they may be more inclined to avoid short-sighted investment and can enhance the performance of family businesses (Miller and Breton-Miller 2005; Villalonga and Amit 2006). We predict that the family members who serve as top executives would have a more comprehensive perspective in terms of investment decisions, which would have a positive impact on family business performance. Therefore, we posit the following hypothesis:

**H2c : Family members who serve as top executives have a positive effect on family business performance.**

Pound (1988) proposed the “efficient supervision hypothesis,” in which he argued that it is easier for institutional shareholders to access information and that they possess the expertise required to supervise the company with lower costs, and are more effective in supervision and management. Prior literature shows that institutional shareholding helps reduce agency problems between the family-controlled shareholders and minority shareholders, improve investment decisions and business performance, and enhance corporate value (McConnel and Servacs 1990; Mangel and Singh 1993; Filatotchev et al. 2005; Douma et al. 2006). Thus, we posit the following hypothesis:

**H2d : Institutional shareholding has a positive effect on family business performance.**

Family members may control their businesses through pyramid structures, cross-shareholdings, and involvement in the management of voting rights more than their shares in cash flow rights. Family controllers are strongly motivated to pursue family interests, at the expense of the interests of small shareholders’ wealth (Shleifer and Vishny 1997; La

Porta et al. 1999; Claessens et al. 2000; Claessens et al. 2002; Faccio and Lang 2002; La Porta et al. 2002; Fan and Wong 2002). Certain family businesses are likely to suffer from the entrenchment effect, resulting in a greater agency problem and having a negative effect on firm performance. We conjecture that a higher deviation between voting and cash flow rights increases the likelihood that family-controlled shareholders take advantage of minority shareholders' wealth, resulting in a negative effect on firm performance. Therefore, we propose the following hypothesis:

**H2e : The degree of deviation between voting and cash flow rights is negatively associated with the performance of family businesses.**

### 3. RESULTS AND CONCLUSIONS

Our sample consists of 1,237 Taiwanese listed firms (11,202 firm-year observations) from 1996 to 2010, of which 67% are family businesses. The results show that family businesses perform better than nonfamily businesses. The results support the stewardship theory and imply that family businesses are consistent with the alignment effect argument. Our findings suggest that when family businesses are managed by those who have kinship, family controllers are motivated to operate their businesses well, to closely link their future to the success of the firm and the wealth of shareholders. Therefore, family controllers become stewards of company assets, enabling family businesses to incorporate more long-term strategies than nonfamily businesses. In addition, we find that family businesses perform better than professionally managed firms. The effect of professional managers on firm performance is more pronounced in high-tech industries than in traditional industries.

Concerning the determinants of family governance on firm performance, family-controlled shareholding has a positive impact on accounting-based performance. Additional analyses suggest that the family effect mainly originates from direct shareholding; the relationship between family-controlled shareholding and performance is nonlinear, and the inverted U-shaped curve exists, first ascending, then descending. The number of family members on the BOD has no impact on firm performance; however, compensation is proven to moderate the relations between a family-based BOD and performance. A positive relationship exists between family members who serve as top executives and accounting-based performance, especially when the founder or descendants serve as CEOs or chairpersons, which can modestly reduce agency problems, while enhancing performance. Our results show that institutional shareholding is associated with higher accounting-based performance, and this positive effect is stronger for domestic institutional shareholding than for foreign counterparts. By contrast, foreign institutional shareholding has a greater impact on market-based performance than domestic counterparts. We also find that for family businesses, the higher the deviation between voting and cash flow rights, the more negative the effect on firm performance. Our results remain robust after using different methods for

defining family businesses, controlling for the effect of the 2008 financial crisis, and controlling for the endogeneity problem within market performance and family member shareholding.

#### **4. CONTRIBUTIONS**

This study contributes to the literature in the following aspects. First, most of the prior literature examined the difference in performance between family and nonfamily businesses from the perspective of the agency theory. However, the empirical results are inconsistent. This study, from the dual perspective of agency theory and stewardship theory, examines whether a significant difference in performance exists between family and nonfamily businesses, and provides insights for enriching the stream of family businesses research. Second, prior research on family businesses performance studied the effect of corporate governance only to the limited scope of family governance mechanisms. This paper incorporates five critical determinants of governance structure for family businesses, and can provide a more comprehensive empirical perspective for family businesses, enabling a better understanding of the features of the management of Taiwanese family businesses. Finally, our study adopts a long-term longitudinal analysis model. By using the panel data, we are able to control for the unobservable inherent characteristics of Taiwanese family businesses.