臺大管理論叢 2010/12
第21卷第1期　171-204

從代理理論觀點探討家族企業之股票買回行為

Share Repurchase Activities in Family Firms: An Agency Theory Perspective

洪榮華／國立中央大學企業管理系副教授
Jung-Hua Hung, Associate Professor, Department of Business Administration, National Central University

陳怡珮／中原大學財務金融系助理教授
Yi-Pei Chen, Assistant Professor, Department of Finance, Chung Yuan Christian University

許凱婷／國立中央大學企業管理碩士
Kai-Ting Hsu, Master, Department of Business Administration, National Central University

Received 2008/10, Final revision received 2010/2

摘要

本文從代理理論觀點探討家族企業特性、家族成員隸屬以及內部制衡機制對企業股票買回政策之影響。實證結果發現：相較於非家族企業，家族企業較不會進行股票買回活動；家族企業中，偏離程度與股票買回活動之可能性呈現倒 U 型非線性關係，此可能為傳統代理問題與大小股東間代理問題兩者抵換之結果，故家族與非家族企業可能因股權偏離程度以及上述代理問題之嚴重性等，調整股票買回政策。此外，家族 CEO 以及董事長兼任 CEO 皆會利用股票買回活動可改變股權結構之特性，增加對公司經營之控制權。因此，在控制股東涉入經營下，股票買回政策較不能作為監督經理人之機制，符合管理據守效果。在制衡機制方面，家族企業之外部董事能發揮監督公司之效。

【關鍵字】股票買回、家族企業、代理理論

Abstract

We investigate the effects of the characteristics of family firms and the mechanisms of corporate governance on the share repurchase activities of such firms. The results indicate that there is a higher likelihood that shares will be repurchased in family firms than in non-family firms. The divergence between control rights and cash flow rights has an inverted u-shaped relationship with the likelihood of share repurchases in family firms, implying a tradeoff between type Ⅰ and type Ⅱ agency problems. We find that both family and non-family firms adjust their share repurchase programs in response to the degree of the divergence and the variety of agency problems. In addition, the presence of a family CEO and of that CEO also serving as chairperson of the board of directors in a family firm is positively related to the likelihood of share repurchasing. Outside directors provide superior monitoring of family firms.

【Keywords】share repurchases, family business, agency theory

臺灣大學學術期刊資料庫

作者感謝國科會所提供的研究計畫補助 (計畫編號：NSC96-2416-H-008-022-MY2)

壹、緒論

台灣經濟成長初期，家族成員或好友以有限資金開創中小企業之情形普遍存在，加上由於台灣的法律系統屬大陸法系 (Civil Law) 相較於英美法系 (Common Law)，對投資人保護較弱，且屬於新興經濟體，資本市場較不健全的情況下 (Solomon, Lin, Norton, & Solomon, 2003)，帶動台灣經濟的中小企業逐漸形成關係緊密的家族企業。La Porta、Lopez-De-Silanes 與 Shleifer (1999) 指出當一國法令對投資人的保護較為不足時，將會使得家族控制公司盛行；Yeh、Lee 與 Woidtke (2001) 進一步指出家族控制讓企業有潛在的優勢，因為董事與監察人常屬同一血親或有裙帶關係，透過交叉持股與金字塔結構等方式，聯合家族成員在公司中佔有較高的領導地位並擁有較團結的管理團隊，加上嚴重的資訊不對稱下，管理當局自利的動機常使家族企業之管理和監督形成黑箱作業，使得小股東權益遭到漠視，控制股東與小股東間的利益衝突於焉產生。

本文嘗試從代理理論觀點，從公司股權偏離之現象 (Claessens, Djankov, & Lang, 2000; Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002)，探討台灣家族企業之股票買回行為。Claessens et al. (2000) 首先研究東亞八個股權集中國家，指出由於控制權與現金權偏離，造成控制股東與小股東間產生新的代理問題，而家族企業的偏離程度又較一般公司為高，所以大小股東間的衝突更加嚴重。Claessens et al. (2002) 進一步針對股權偏離國家 (註[1]) 研究發現，當控制股東所握有的現金權越趨集中，公司越會盡力追求與小股東之間的利益皆為最大；但是當控制權與現金權偏離越大，大股東的自利行為將會損害小股東之利益，所產生的管理據守效果因而也越強。

與小股東利益最直接相關的即為公司現金分配的方式，相較於現金股利，股票買回活動擁有較佳財務彈性 (Jagannathan, Stephens, & Weisbach, 2000) 及調整股權結構 (González & Gonzalez, 2004) 等特性，因此被認為是給予管理當局較高之自由裁量權的財務決策。股票買回活動和現金股利發放雖同樣可達到釋放股價被低估的訊號以及藉由發放自由現金流量來降低傳統代理問題等功能，但股票買回活動又可被用來調整公司股權結構之用 (註[2]) (González & Gonzalez, 2004)。不同於過去文獻大多僅著重於家族企業之股權結構與公司價值的關係，或公司宣告庫藏股買回之動機及其股價反應；本研究根據台灣資本市場不活絡、投資人保護不足以及家族企業盛行等環境特性，造成控制股東自利動機較強、小股東權益易被剝削的情況，嘗試探討家族企業之

註[1] Claessens et al. (2002) 之研究樣本包含八個地區，包含香港 (72%)、印尼 (73%)、南韓 (73%)、馬來西亞 (75%)、菲律賓 (51%)、新加坡 (55%)、台灣 (59%)、泰國 (72%)。括弧中為家族企業持有最終控制權 10% 以上之樣本比例。

註[2] 意指管理當局將股權從散戶投資人手中買回，以調整自有持股比例，增加對公司之控制權 (González & Gonzalez, 2004)。

臺灣大學學術期刊資料庫

公司治理特性與股票買回活動之關係。

家族企業對於股票買回活動之態度可從兩方面來探討：基於保護家族聲譽及希望流芳百世之考量，家族企業會與股東利益一致，致力於股東財富最大化，因此倘若企業擁有自由現金流量且缺乏良好投資機會時，會傾向進行股票買回；而若由永續經營和利他主義 (Altruism) (註[3]) 角度觀之，為了替下一代保留財富，家族企業之管理當局較傾向保留現金供子孫使用，使得進行股票買回的意願較低。然而，家族中的利他主義亦可能促使管理當局增加股票買回的意願。由於股票買回活動可調整公司之股權結構，進行買回後會使得股權更為集中，可增加家族成員對公司的控制程度，此時股票買回活動反而對家族成員有利。因此可知基於利他主義，家族企業之股票買回行為尚無定論。由代理理論觀之，當公司進行股票買回時，股權結構的改變會進而影響控制權-現金權之偏離程度。雖然股票買回後控制權和現金權兩者皆會增加，但前者之增加幅度較後者大，使得偏離程度增加，大小股東間之代理問題因而更趨嚴重(註[4])，小股東利益容易遭到剝削；反之，若公司減少股票買回活動，甚或為強化競爭地位，進行現金增資，以致股權遭稀釋，使得偏離程度降低，則容易存在傳統代理問題(Solomon et al., 2003)。由此可知，基於家族特性，公司進行股票買回可能會降低傳統代理問題，但卻造成大小股東間代理問題增加之結果 (Ali, Chen, & Radhakrishnan, 2007) (註[5])。

Ginglinger 與 L'her (2006) 利用股票買回宣告之股價反應檢視法國的庫藏股買回活動與股權結構之關係。由於法國公司股權集中，且多受到家族控制，現金權和控制權嚴重偏離，容易產生大小股東間的代理衝突，因此，股票買回活動對於此衝突究竟會有加強或緩和作用，為其重要研究議題。其研究發現，股票買回宣告之股價反應程度視公司治理機制強弱而定，因此該文強調，探討股票買回活動時，必須同時考量股權結構及公司治理等重要影響因素。由於台灣股權集中，且家族企業盛行，家族控制常產生大小股東間之代理問題 (Yeh et al., 2001)，此一環境與法國頗為相似，因此引起本研究動機，亦即，本文嘗試以同樣具有股權集中、家族企業盛行且大小股東間代理問題嚴重但法令對投資人保護較弱的台灣企業與 Ginglinger 與 L'her (2006) 對法國企

註[3] Schulze、Lubatkin 與 Dino (2002) 指出利他主義 (Altruism) 為一種個人不求回報為他人付出的價值觀，因此父母基於此考量會移轉資源給下一代，以免影響他們的自有福利 (Altruist's Welfare)。

註[4] Bebchuk、Kraakman 與 Triantis (2000) 以及 Claessens et al. (2002) 的研究指出，大、小股東的代理問題是由於股權集中所產生，其中當控制權與現金權所產生之偏離越大，型二代理問題越為嚴重。

註[5] Ali et al. (2007) 研究指出，家族企業之型一代理問題低於非家族企業，型二代理問題則高於非家族企業，且前者之差距大於後者型二代理問題所產生的差距。

臺灣大學學術期刊資料庫

業之研究結果互相印證，探討台灣的公司治理機制是否會影響企業庫藏股買回政策。由於當家族成員在公司中擁有較高的領導地位時，容易造成內、外部公司治理機制的不足 (註[6])，因此讓控制股東有足夠的誘因和機會剝削小股東，加上台灣家族企業中唯親資本主義 (Crony Capitalism) 與利他主義等特性皆會影響股票買回政策，故本研究嘗試從內部治理及外部董事、第二大股東、機構投資人等公司制衡機制來探討家族企業股票買回之可能性。

本文與 Ginglinger 與 L'her (2006) 主要不同之處，在於本研究是從公司管理當局的立場，探討家族企業與非家族企業在股票買回的態度是否有差異，以及此種態度是否會受到股權結構與公司治理機制的影響；而後者是從市場的觀點，探討股市投資人對於公司買回庫藏股的反應，以及此種反應是否會受到公司股權結構和治理機制的影響。此外，在現金權和控制權的偏離程度方面，本研究認為隨著偏離程度的不同，公司買回庫藏股的態度也會改變，因此，兩者應呈非線性關係，比 Ginglinger 與 L'her (2006) 考慮得更為周延。最後，本研究也探討家族 CEO、董事長兼任 CEO 以及外部董事占董事席次比例等重要公司治理機制對公司庫藏股買回的影響，而 Ginglinger 與 L'her (2006) 則並未將之納入考慮。值得注意的是，在台灣，家族企業與第二大股東、機構投資人之間可能存在利益勾結關係，由於台灣家族企業發展枝繁葉密，家族間常互為友好集團 (註[7])，導致可能產生利益一致的情形。因此，倘若企業基於私有利益決議減少股票買回計畫時，第二大股東可能會遵循公司決策，而非 Ginglinger 與 L'her (2006) 所主張：第二大股東、機構投資人具有保護小股東之監督效果。

本研究期望能強調出公司治理在股票買回活動上所扮演的重要角色，亦即透過探討公司治理機制對股票買回政策的影響，填補過去針對公司宣告股票買回動機相關研究的缺口。

貳、文獻探討與假說建立

家族企業對於買回自家股票決策的態度取決於偏離程度 (Claessens et al., 2002)、家族成員涉入程度 (Yeh, 2005) 以及是否欲利用股票買回達到其股權調整之目的

註[6] 內、外部公司治理機制包含機構投資人持有權、董事會的組成及公司控制的市場等。公司控制的市場係指當家族成員在公司中具有優勢領導地位時，容易造成外部治理機制不健全。除非家族內部產生衝突或是大股東透過市場稀釋他們手中的持股，公司才會有被接管的危機，此時公司被市場控制的機制才會較佳。

註[7] 根據 TEJ 資料庫定義，友好集團可歸納為下列五種型態：1. 集團間之最終控制者具血源關係。例如：中信集團與台泥集團、鴻海集團與正崴集團等。2. 集團間之最終控制者具姻親關係。例如：新光集團與太子車集團、永豐餘與精業集團、台泥集團與嘉泥集團。3. 本屬同一集團，但後來分割獨立。例如：宏碁，明基，緯創。4. 公司係由三五好友共同創立，但後來又各自獨立，不同集團。例如：太電，華新麗華。5. 其他。例如：寶成集團與精英集團 (互取所需)、官股支持 (開發金控)。

臺灣大學博碩士論文知識加值系統

(González & Gonzalez, 2004)。因此本研究由家族特性，判斷家族企業股票買回之可能性；再由公司經營階層之家族成員隸屬以及內部制衡機制角度檢測家族企業之股票買回行為。

一、家族企業之特性、股權結構與股票買回間之關係

家族企業中，由於管理階層多為家族成員或親信，往往具有一定比例之持股，並且家族企業基於保護聲譽和希望流芳百世的特性，所以與公司其他股東的利益較為一致，因此，當公司內部擁有自由現金流量時，會較為願意將現金分配給股東，股票買回的可能性較高；相反的，家族基於子承父業和利他主義的特性，上一代有傾向和義務為下一代保留財富，因此，家族控制公司通常比非家族公司經營長久 (James, 1999)，故即使企業內部擁有自由現金流量，為了保留現金作為未來投資之用或是供子孫使用，其進行股票買回的意願可能不高。

另外，一國制度環境亦能影響公司股票買回的決策。首先，台灣的法律系統屬於大陸法系 (Civil Law)，相較於英美法系 (Common Law)的國家，投資人保護較弱、資本市場較不健全 (La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1997)。La Porta et al. (1999) 主張家族控制公司的盛行，導因於一國法令對投資人保護不足；La Porta、Lopez-De-Silanes、Shleifer 與 Vishny (2000) 針對股權集中國家進行研究，發現對於投資人的保護越弱的國家，現金股利發放相對越少，控制股東與小股東間之代理問題亦越趨嚴重，Dittmar、Mahrt-Smith 與 Servaes (2003) 之研究亦有類似發現。在台灣由於家族企業特性之影響，所產生的代理問題存在於控制股東與小股東之間，並且家族企業基於唯親資本主義，為維持家族控制力量，導致家族與政治人物間互相依賴持續加深的惡性循環 (Claessens et al., 2000)，因此，家族企業可能需要挪用公司現金或是花費管理者的時間精神去經營與政府間的關係，所以容易犧牲或疏忽小股東利益。故本研究預期家族企業較會傾向保留現金而不進行股票買回活動。

H_1：相較於非家族企業，家族企業之股票買回的可能性較低。

由自由現金流量觀點可知，股票買回對市場而言是一項好消息，因為公司會將自由現金流量分配給股東，以減輕經理人與股東間之傳統代理問題 (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986)，然而，公司的股權結構會影響股票買回的資訊內涵。Claessens et al. (2002) 研究指出當控制股東擁有較高的現金權時，會有正向的誘因效果，他們利用蒐集公司資訊去監督經理人的行為，目的就是盡力促使公司價值極大化；Yeh (2005) 研究台灣上市公司亦發現當控制股東手中之現金權增加 10%，公司價值會增加 8.8%，顯示大股東利益與小股東較為一致。此外，Claessens et al. (2002) 亦發現東亞國家企業的股權結構通常存在現金權與控制權偏離，大股東通常僅擁有少數的現金權卻握有公司大部分的控制權，因此可以操縱公司營運，並且當

臺灣大學學術期刊資料庫

偏離程度 (註[8]) 大於 15% 就會損害公司價值。亦即當控制股東現金權較高時，公司會較傾向於進行股票買回，發放公司多餘的自由現金流量，表示控制股東本身的利益與小股東較為一致；但倘若公司之股權結構偏離一股一權時，控制股東就可以利用握有之控制權，決定是否進行股票買回。

從代理理論觀之，在無偏離或低度偏離時，公司容易存在管理權與經營權分離之傳統代理問題，加上 Villalonga 與 Amit (2006) 指出，傳統代理問題影響公司價值的程度更甚於大小股東間之代理問題，而且非家族企業之傳統代理問題明顯較家族企業嚴重 (Ali et al., 2007)。因此，非家族企業可能會致力於降低傳統代理問題並提升公司價值，此時公司會基於與股東利益一致為考量而發放現金股利或進行股票買回，偏離程度與股票買回活動兩者間可能呈現正向關係 (利益收斂假說) (González & Gonzalez, 2004)。

家族企業方面，由於 Ali et al. (2007) 的研究指出，家族企業之傳統代理問題明顯較非家族企業輕微，因此，當偏離程度較低時，家族企業並不會著重於降低傳統代理問題，而是基於利他主義較傾向欲增加控制權而進行股票買回活動 (管理據守假說) (González & Gonzalez, 2004; Ginglinger & L'her, 2006)，而非發放現金股利。如此一來使得公司之偏離程度增加，進而衍生出大小股東間之代理問題，而此一代理問題隨著股票買回活動之增加而越趨嚴重 (La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2002; Faccio & Lang, 2002) (註[9])，此時，控制股東可利用較高控制權涉入公司營運，掌握公司現金流量之使用權 (Claessens et al., 2002)。當偏離程度增加至某一水準時，若再持續進行股票之買回活動，則所產生的大小股東間之邊際代理成本將高於降低傳統代理成本之邊際效益 (註[10])，此時，家族企業可能較不偏好進行高成本之股票買回計畫，更何況當偏離程度很高時，控制股東可藉由股票買回活動的獲利程度已相當有限，因此會傾向保留資金於公司內部，減少股票買回之可能性。綜上所述，可知家族企業進行股票買回之行為主要可能係為了鞏固其控制權 (Ginglinger & L'her, 2006)，而非降低傳統代理問題。因此，本研究推論台灣家族企業之偏離程度與股票買回活動兩者具有先正後負之倒 U 型關係，此為傳統代理問題與大小股東間之代理問題抵換下的結果。

H_2：相較於非家族企業，台灣家族企業之偏離程度與股票買回活動兩者為先正後負之非線性關係。

註[8] Claessens et al. (2002) 研究中之偏離程度以控制權減現金權衡量。

註[9] 台灣家族企業所存在之金字塔結構及交叉持股等特性所導致的高度偏離會促使管理當局產生自利的管理據守效果 (La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2002; Faccio & Lang, 2002)。

註[10] Anderson 與 Reeb (2003) 提出家族控制股東的存在可監督管理者，進而降低傳統代理問題。

臺灣大學學術期刊資料庫

二、家族成員隸屬與股票買回之關係

McConaughy、Walker、Henderson 與 Mishra (1998) 研究美國家族控制公司的營運效率以及公司價值，發現當 CEO 為創辦人或是家族成員時，經營會更有效率，但此情況僅適用於大小股東間沒有利益衝突之前提下才成立。許多家族企業為了防止內部人進行利益輸送，並且為了控制管理階層的自由裁量權，所以管理階層多由家族成員 (控制股東) 來擔任，控制股東與小股東之間的衝突會因為控制股東參與公司經營決策 (Gomez-Mejia, Nunez-Nickel, & Gutierrez, 2001) 以及控制權與現金權間的偏離而增加 (Bebchuk et al., 2000)。

Yeh (2005) 指出台灣家族企業通常由控制股東掌握人事指派權，由家族成員直接或間接擔任要職且負責營運，形成家族企業之經營權與所有權合一的情形，又 Claessens et al. (2000) 指出，投票權集中等於控制權集中，控制股東可以決定現金發放政策、投資以及人事指派等經營決策，產生管理據守效果。雖然許士軍 (1997) 指出家族成員擔任董事及高階主管的程度已經趨緩，專業經理人的進駐也越來越多，但以台灣家族企業關係緊密 (註[11]) 的情況來看，由於權力的濫用以及資訊透明度低 (Solomon et al., 2003)，內部治理機制還是相對較弱。當 CEO 為家族成員時，營運決策容易受控制股東支配，在管理及制定決策上會配合及貫徹家族的意志與利益，因此，剝削小股東的可能性會增加，亦即將現金發放給股東的可能性較低，小股東無法以股票買回方式分享到公司利益。故本研究推論，當 CEO 為家族成員，進行股票買回的可能性較低。

另外，本研究欲驗證若在偏離程度較高的樣本公司中，因為偏離所導致的代理問題較為嚴重，控制股東利用所持有的控制權能更有效執行及影響公司之決策，因此，家族企業在偏離程度越高的情況下，若 CEO 為家族成員，小股東的利益越容易被忽視，其股票買回的可能性也會越低。

$H_{3\text{-}1}$：CEO 為家族成員，進行股票買回的可能性較低。

$H_{3\text{-}2}$：CEO 為家族成員，且偏離程度越高時，進行股票買回的可能性越低。

過去文獻指出，董事長兼任 CEO 能使公司的目標與經營情況更清楚且達到一致 (Anderson & Anthony, 1986; Stoeberl & Sherony, 1985)，Stewart (1991) 亦指出董事長兼任 CEO 時，對於決策的批准與執行速度較快；另一方面，有學者認為董事長兼任 CEO 時，CEO 會以保護個人利益為優先，限制董事會的獨立性並且降低董事會執行監督與治理的可能性，同時會增加 CEO 的權力 (Patton & Baker, 1987; Lorsch & Maciver, 1989; Jensen, 1993)，因此，在股票買回及現金股利等財務決策的制定上會有

註[11] 本研究資料顯示，2001~2006 年之上市櫃家族企業中 (4876 筆)，CEO 為家族成員之比例高達 75.64% (3688 筆)。

臺灣大學學術期刊資料庫

較高的掌握權。

Yeh et al. (2001) 指出台灣上市公司最明顯的特質，就是家族成員握有決定性的股權比例，且家族成員位居董事會成員與高階管理者的情形也相當普遍，對這些實際掌握控制與經營權的持股者而言，所有權與控制權是結合的，但相對於外部的小股東而言，卻是分離的；這意謂著，代理問題並沒有消失，少數持股控制的董監事成員，為了自身的利益會努力監督公司經營，然而，並不代表小股東的利益受到保障。Solomon et al. (2003) 進一步指出，台灣家族企業之董事長通常由家族中的父親或最長者擔任，決策主宰權屬於董事長所有，並非在 CEO 手中，而在董事長兼任 CEO 情況下，更有可能依據本身利益進行各項政策的制定與決議，例如，減少股票買回以保留現金供作己用，使得小股東的利益將會因為管理據守效果而受到忽略或剝削；所以本研究預期家族企業中，若董事長兼任 CEO，股票買回的可能性較低。

本研究並依據 Claessens et al. (2002)，進一步檢驗若董事長兼任 CEO，加上控制權與現金權偏離程度高的情況下，由於董事長更能夠透過對於公司董事會決議之高度影響力，操作公司營運及政策之決議，所以使其股票買回可能性更為降低。

$H_{4\text{-}1}$：相較於非家族企業，若家族企業中之董事長兼任 CEO，股票買回可能性較低。

$H_{4\text{-}2}$：相較於非家族企業，若家族企業中之董事長兼任 CEO，且偏離程度高時，股票買回可能性越低。

三、家族企業之內部制衡機制對股票買回的影響

理論上，公司內的管理決策由董事於董事會議中投票決議，因此董事會是一項有效的公司治理機制，扮演著減少傳統代理問題的角色 (Zahra & Pearce II, 1989)。但是針對東南亞家族控制公司有關公司治理的研究中指出，台灣企業的董事大多為家族成員 (Young, Ahlstrom, Bruton, & Chan, 2001；Bruton, Ahlstrom, & Wan, 2003)；此外，擔任查核董事會決策、監督企業運作的監察人亦有相同問題，公司法除了規定現職員工及董事不可當監察人 (註[12]) 外，沒有禁止家族成員當監察人，因此監察人多由控制股東當中的家族成員擔任。表示若家族有效控制董事會，且在監察人機制形同虛設的情況下，將導致管理據守效果，使得董事會可能無法發揮有效的監督功能 (Anderson & Reeb, 2003; Gomez-Mejia et al., 2001)。因此本研究以外部董事、第二大股東以及外部機構投資人為內部制衡機制之代表，檢測公司治理機制是否能有效扮演監督家族企業的角色，以期能降低因股權偏離而產生之代理問題。

Fama 與 Jensen (1983) 指出董事獨立性越高，表示公司治理品質越佳；而 Schulze

臺灣大學學術期刊資料庫

註[12] 公司法 §222：監察人不得兼任公司董事、經理人或其他職員。

et al. (2002) 研究指出，由於利他主義影響，家族企業中的董事會常存在家族成員，因為家族關係的羈絆使得董事會的監督能力降低，其會較傾向於以家族控制股東的利益為考量來制訂決策，導致決策可能有所偏頗。基於此，更突顯出外部董事的重要性。

但 Yeh 與 Lee (2001) 指出有 76% 的台灣上市公司由家族所控制，而被家族掌控的董事會亦高達 66.45%，家族企業在指派外部董事時可能會考量外部董事與控制家族成員的關係，或是否支持管理者的經營方針，因此可能損害外部董事的獨立性與監督的功能；Ching、Firth 與 Rui (2002) 亦指出，控制股東實際掌握公司經營決策與董事會的議程主導權，故董監事基本上欠缺獨立性。Yeh 與 Woidtke (2005) 進一步提出當董事會中家族成員所佔比例越高，越會產生負的據守效果，因此，若企業之董事會中外部董事席次比例較高，可減輕管理據守效果。台灣法規亦於 2002 年引進獨立董事制度，強制企業設置外部董事 (註[13])，顯示外部董事在公司治理機制中扮演重要制衡角色。本研究預期願意設置較多外部董事席次之企業較會兼顧小股東利益，由於外部董事不實際執行公司業務，與公司控制者或大股東可能較無利害關係，地位較為超然獨立，決策時可較客觀地衡量企業全面性的發展 (Fama, 1980; Baysinger & Hoskisson, 1990)，且具有專業能力 (註[14])，因而在緩和核心代理問題及監督決策評估上，仍可扮演積極的角色，有助於提升小股東利益與公司價值，故有利於小股東的股票買回政策執行的可能性亦會提升。因此本文預期縱使在家族控制下，當外部董事占董事會席次比例越高，越有權力以超然專業之地位監督企業，致力於與小股東之利益一致的財務政策，故股票買回可能性較高。

H_5：相較於非家族企業，若家族企業中之外部董事占董事會席次比例越高，股票買回之可能性越高。

家族企業中，第一大股東皆為內部人或家族成員，因此家族勢力涉入公司經營決策及行使表決權利時，容易產生以家族利益最大化卻忽略小股東利益之決策。Yeh et al. (2001)定義若有其他家族或是獨立機構擁有公司股份超過 3%，並且占有至少一席董事席次，則定義為有第二大股東之存在，並說明若第二大股東在董事會中占有席次，可以減輕大股東與小股東間的代理問題；Claessens et al. (2000) 研究八個股權集

註[13] 自 2002 年 2 月起，申請上市櫃公司，依證券交易所及櫃臺買賣中心之審查準則要求，董事會成員中應包括至少獨立董事二人，且至少其中一人須為會計或財務專業人士。但 2006 年 1 月 11 日新修訂之證券交易法明定，已依本法發行股票之公司，得「依章程規定」設置獨立董事。但主管機關應視公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況，要求其設置獨立董事，人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一(證交法 § 14-2)。

註[14] 根據證交法 § 14-2，發行股票之公司應設置具備具有專業知識之獨立董事。但根據公司年報中所提之「董監事資料－獨立性資料」中，本研究發現所有上市櫃公司標示其名下所有董事（常務董事、董事、獨立董事）皆具有財會相關專業知識，因此為避免資料有所偏頗且為避免與「獨立董事」混淆，本文依據註釋 25 之說明自行判斷「外部董事」。

臺灣大學學術期刊資料庫

中之東亞國家，指出若公司有第二大股東的存在，可以平衡第一大股東的權力，使得第一大股東較難控制董事會之決策；Ginglinger 與 L'her (2006) 研究法國該股權集中國家，亦指出第二大股東的存在可以對控制股東產生監督效果，並且公司較能公平看待小股東利益。因此，本研究推論在家族企業中若存在第二大股東，並且在董事會中占有席次，則對控制股東產生監督力量，進而傾向保護小股東利益，所以股票買回可能性較高。

H_6：相對於非家族企業，若家族企業中存在第二大股東，則股票買回之可能性較高。

Brennan 與 Thakor (1990) 的逆選擇理論指出，若公司有大型機構投資人存在，現金發放政策會傾向以股票買回為主。此乃因為基於股利顧客效果，賣回股票之資本利得稅低於收受現金股利之所得稅，所以機構投資人較偏好股票買回活動 (註[15])，而且大型機構投資人具備專業的分析能力，會投入成本以獲取個別投資人所無法得到的公司資訊 (Michaely & Shaw, 1994)。Anderson 與 Reeb (2003) 指出當家族處於控制優勢的地位，外部投資人的存在可以消除家族與外部小股東間的潛在道德危機衝突。若管理當局欲進行可能損害小股東利益的決策時，這些機構投資人可能基於自身利益(較大的現金權)行使否決權，一方面可因此獲利，另一方面可有效避免小股東的財富受到損害。因此，本研究推論當家族企業有機構投資人存在，會進行監督工作，故根據 Yeh et al. (2001) 機構投資人之定義，判斷若機構投資人在董事會中占有席次，對於公司之決策具有影響力的情況下，其財務政策會兼顧小股東之利益，使得家族企業較不會將公司之自由現金流量挪做他用，又基於機構投資人較偏好股票買回之特性，預期股票買回之可能性較高。

H_7：相對於非家族企業，若家族企業中機構投資人在董事會占有席次時，股票買回可能性較高。

參、研究方法

一、選樣準則與資料來源

本研究以 2001~2006 年台灣證券交易所之上市及上櫃公司為樣本。由於庫藏股買回制度實施始於 2000 年 10 月 16 日，加上 2001 年立法院對公司法有重大修正 (註[16])，為求研究期間同時考量實施庫藏股制度及公司法修正後所帶來的影響，故樣

註[15] Lee、Liu、Roll 與 Subrahmanyam (2006) 研究發現，發放現金股利之稅賦效果對於機構投資人並不明顯，而相較於現金股利，機構投資人較喜好股票買回活動。

註[16] 堪稱為公司法自民國 18 年正式實施以來最大幅度的一次修正，針對股權結構、董監事資格、選任與解任有突破性的變革。

臺灣大學學術期刊資料庫

本選取之起始年度統一為 2001 年。另外考量金融保險業為管制性產業、財務特性歧異，故予以排除後，得研究樣本共 1,188 家公司，計 6,526 筆觀察值。其中家族公司 1,024 家，共計 4,876 (75%) 筆觀察值；非家族公司 518 家，共計 1,650 (25%) 筆觀察值 (註[17])。財務和公司治理變數之相關資料來源，為公開資訊觀測站及台灣經濟新報資料庫。

公司買回股份，除相關法規另有規定外，應經由證券集中交易市場電腦自動交易系統或櫃檯買賣等價成交系統為之，並不得以鉅額交易、零股交易、標購、參與拍賣、盤後定價交易或證券商營業處所進行議價交易之方式買回其股份 (註[18])。所以公司買回自家股份的方式，僅限於公開市場買回與公開標售。但公開標售的過程過於繁瑣，所以至今上市櫃公司買回自家股份的方式皆為公開市場買回。

二、變數選取與實證模型

(一) 變數選取

在家族定義之判斷上，本研究根據葉銀華 (1999) 將二等親納入家族成員，包含父子、兄弟及配偶等關係，此外，台灣的上市上櫃公司雖具有濃厚的家族色彩，但並非所有的國內企業皆有提供家族成員表，故本研究參考 La Porta et al. (1999)，以最終控制者的觀念來判定控制家族，若家族成員或其控制公司等最終控制者之直接和間接持股比率總和超過 10% (註[19])，且在董事會擁有席位或家族成員 (註[20]) 占公司董事會席位超過一半者為家族公司。若該公司為家族企業則設虛擬變數 (Family Business；FB) 為 1，否則為 0。

偏離程度 (DEV)，依據 La Porta et al. (1999) 及 Yeh 與 Woidtke (2005)，以金字塔結構及交叉持股去判斷股權偏離程度，即以控制權 (Control Right) 減去現金權(Cash Flow Right) 來衡量偏離程度，此為連續變數。其中，現金權係參考 La Porta et al. (1999) 的定義衡量之：最終控制者之直接持股率＋Σ (各控制鏈之間接持股率乘積)；控制權係依據 La Porta et al. (1999)，以投票權 (Voting Right) 衡量之：最終控制者之直接持股率＋Σ (各控制鏈之最末端持股率)。

除了家族企業 (FB) 及偏離程度 (DEV)，其他主要解釋變數為：家族 CEO

註[17] 其中家族與非家族企業之公司家數總和不等於 1,188 家。由於上市櫃公司在各年之控制權及董事席次會有變動情形，因此可能產生同一家公司在 6 年間由家族 (非家族) 變動為非家族 (家族) 企業之情形。例如：台揚、中環、仁寶等。變動公司計 354 家 (29.80%)，共 1,969 筆觀察值 (30.17%)。括弧中為佔研究樣本之百分比。

註[18] 上市上櫃公司買回本公司股份辦法§9 (2008 年 1 月 1 日修正版)。

註[19] 以控制鏈最末端持股率為間接持股 (La Porta et al., 1999)。

臺灣大學學術期刊資料庫

(FCEO)；董事長兼任 CEO (DUA)；外部董事 (EXBD)；第二大股東 (SLS)；機構投資人 (INS)。其變數定義請見表 1。由於本研究係針對家族企業，其中，若機構投資人為子公司或有親屬關係，可能會減弱內部制衡機制的監督力量，因此本文以 TEJ 所定義之外部人或友好集團 (註[21]) 為機構投資人之研究樣本。

上述兩個實證模型皆考慮下列控制變數，包括現金股利 (*Cashdiv*)；公司成立年數 (*AGE*)；公司規模 (*SIZE*)；獲利能力 (*VALUE*)；負債比 (*DEB*)；投資成長機會 (*GO*)；外部董事任期 (註[22]) (*ODTEN*)。此外，當考量投資成長機會時，現金流量權與公司價值可能會存在非線性關係 (Chan, Hu, & Wang, 2003)。因此，本文一併考慮投資成長機會與偏離程度之交互作用。而影響股票買回活動之因素包含價值低估、自由現金流量分配、防禦購併、盈餘管理、股價操弄等，本文亦控制以上可能影響股票買回活動之因素。然而，國內企業購併相關法制於 2001 年後才陸續完成，實務發生個案不多且多屬金控公司，又因金控業較其他產業經營性質特殊，故本研究未將金控公司及防禦購併動機列入探討範圍。股價操弄方面，由於台灣並無強制規定宣告股票買回之公司必須實際執行買回動作，因而可能造成有公司宣告股票買回，卻無實際買回任何自家股票之情形。因此，本研究亦以執行率為依變數進行 Tobit 迴歸檢測之，結果將於後面章節討論。

茲將本研究變數之操作性定義列示於表 1 (註[23])。

註[21] 請參考附註 7。

註[22] 外部董事-由公開資訊觀測站所提供年報中「董監事資料—獨立性資料」中判斷出「外部董事」。同時符合「非為公司受雇人或其關係企業之董監事或受雇人」和「非前二 (三) 欄之配偶或其二親等以內直系親屬」即為外部董事。但若：

1. 董監事資料列表中，若符合以上判斷，但董監事主要列表中為該公司之董事長、總經理、經理、協理等，只要為該公司受雇人，即「不是」外部董事。
2. 董監事資料列表中，若符合以上判斷，但董監事主要列表中為董事長或董事之「配偶」、「子女」或「二等親屬」，只要為董事長以及其二等親屬，即「不是」外部董事。

註[23] 本文進行變數之相關係數分析，發現家族企業 (FB) 與家族 CEO (FCEO) 相關係數為 0.58，家族企業 (FB) 與外部董事 (EXBD) 相關係數為 0.60，庫藏股買回 (RP)、庫藏股宣告規模 (RPV)、庫藏股執行率 (RPC) 三者之相關係數至少達到 0.64；其餘變數間之相關係數皆低於 0.34，且以上三組相關係數偏高之變數並不為同一迴歸模式中之變數，因此，本研究之變數間並無共線性之問題。

國立臺灣大學 期刊資料庫

表 1 操作性定義

變 數	定 義
股票買回活動 (RP)	若公司當年度進行股票買回宣告，則 RP＝1，否則為 0
股票買回宣告規模 (RPV)	公司宣告買回的庫藏股數／流通在外股數
股票買回執行率 (RPC)	公司實際買回的庫藏股數／公司宣告買回的庫藏股數
家族企業 (FB)	家族＝1，非家族＝0
偏離程度 (DEV)	控制權與現金權之偏離＝(控制權－現金權)
偏離程度 (DEV^2)	偏離程度 (DEV) 之平方
家族 CEO (FCEO)	存在家族 CEO＝1，否則為 0
董事長兼 CEO (DUA)	最終控制者的家族成員為董事長兼任總經理＝1，否則為 0
外部董事 (EXBD)	外部董事[a] 席次／董事會組成人數
第二大股東 (SLS)	其他家族或獨立企業持股超過 3%，且至少占有董事會一個席次＝1，否則為 0
機構投資人 (INS)	當有機構投資人在董事會占有席次則為 1，否則為 0
現金股利 (Cashdiv)	(當年度普通股現金股利＋特別股現金股利)／稅後淨利
公司成立年數 (AGE)	Log (1＋上市年數[b])
公司規模 (SIZE)	ln (總資產帳面價值)
獲利能力 (VALUE)	總資產報酬率＝稅前息前折舊前淨利／總資產
外部董事任期 (ODTEN)	外部董事平均任期
負債比 (DEB)	公司總負債／總資產
外部董事任期 (ODTEN)	外部董事平均任期
投資成長機會 (GO)	Tobin's Q＝(公司權益市價＋負債帳面價值)／總資產帳面價值
自由現金流量 (FCF)	(營運活動現金流量－投資活動現金流量)／公司總資產帳面價值
盈餘管理 (EM)	以產業別橫斷面修正後 Jones 模型估計之異常應計數[c]
$CAR_{-1,-10}$	以市場報酬調整模式估計股票買回宣告前 1 至前 10 天之累積超常報酬[d]

a. 參照 Pearce II 與 Zahra (1992) 的定義，以董事未在公司或附屬機構擔任高階主管者為外部董事。
b. 上市年數為目前財報年度減公司上市年度。
c. 參照 Dechow、Sloan 與 Sweeney (1995)。一般認為此模型對於盈餘管理具有較佳的檢定力 (DeFond & Subramanyam, 1998; Bartov, Gul, & Tsui, 2000)。
d. 參考 Hung 與 Chen (2010)，以 $CAR_{10,-1}$ 為價值低估之代理變數。由於在宣告股票買回之前，通常股價是明顯下跌的狀態，因此若以 Market model 估計超常報酬可能會有高估的情形 (Vijh, 2006)，故以市場調整報酬 (Market-adjusted Return) 估計之。

(二) 實證模型

本研究欲驗證家族企業特性、家族成員隸屬以及內部制衡機制對於股票買回政策實施之影響程度，為更清楚表示主要變數，模型中不列出控制變數。

臺灣大學學術期刊資料庫

下列迴歸模型檢驗假說 1，利用家族企業變數 (FB)，探討家族與非家族間股票買回政策可能性的高低。

$$RP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FB_{it} + \alpha_2 DEV_{it} + \alpha_3 DEV^2_{it} + \alpha_4 FCEO_{it} + \alpha_5 FCEO \times DEV_{it} + \alpha_6 DUA_{it} + \alpha_7 DUA \times DEV_{it} + \alpha_8 EXBD_{it} + \alpha_9 SLS_{it} + \alpha_{10} INS_{it} + \varepsilon_{it}$$

下列迴歸模型檢驗假說 2~7，探討家族企業及非家族企業中，股權偏離程度和公司治理機制對於實施股票買回活動之影響。

$$RP_{it} = \beta_0 + \beta_1 DEV_{it} + \beta_2 DEV^2_{it} + \beta_3 FCEO_{it} + \beta_4 FCEO \times DEV_{it} + \beta_5 DUA_{it} + \beta_6 DUA \times DEV_{it} + \beta_7 EXBD_{it} + \beta_8 SLS_{it} + \beta_9 INS_{it} + \eta_{it}$$

上列模型分別以依變數為庫藏股宣告機率之 Logistic 迴歸模型，與依變數為庫藏股買回宣告規模之 Tobit 迴歸模型檢測之。

肆、實證分析

一、樣本分析

首先計算家族與非家族企業中，所有變數之平均數及中位數，並以 T 檢定及 Mann-Whitney U 檢定之，以瞭解其差異性，結果列於表 2。

由表 2 可知，本研究樣本中，家族企業佔 75%，非家族企業佔 25%。經由差異性檢定結果可知，家族與非家族企業之公司特性大部份皆有顯著不同。在股票買回部份，家族企業中股票買回之宣告件數佔 15%，顯著少於非家族企業的 17%，初步支持假說 1 之結果。在家族成員隸屬的部份，非家族企業中董事長兼任 CEO 的情形 (33%) 顯著多於家族企業 (30%)；內部制衡機制上，不論是外部董事、第二大股東或機構投資人，家族企業皆顯著少於非家族企業，表示家族企業可能較不願意外部人介入家族企業之治理。本研究將進一步控制公司特性後，以 Logistiic 迴歸分析檢測之。此外，偏離程度之 T 檢定和 Mann-Whitney U 檢定結果皆達 1% 顯著水準，但方向不一致，表示家族及非家族之控制權與現金權偏離的變異程度頗高，因此本研究將進一步考量此偏離程度之極端值進行穩健性檢定。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 2 家族和非家族企業樣本之差異性檢定

變數名稱	家族企業		非家族企業		H0: μFB = μNFB	
	平均數	中位數	平均數	中位數	t 值	M-W U 值
股票買回	0.15	0.00	0.17	0.00	-1.72*	-1.76*
股票買回宣告規模 (%)	0.003	0.00	0.004	0.00	-0.89	-2.93***
股票買回執行率 (%)	0.11	0.77	0.10	0.74	1.941*	-1.01
偏離程度 (%)	6.82	1.78	3.06	0.74	16.41***	-12.81***
家族 CEO	0.73	1.00	0.00	0.00		
董事長兼任 CEO	0.30	0.00	0.33	0.00	-1.96**	-1.98**
外部董事	0.26	0.29	0.55	0.57	-58.70***	-48.32***
第二大股東	0.01	0.00	0.03	0.00	-3.62***	-4.43***
機構投資人	0.18	0.00	0.45	0.00	-19.78***	-21.60***
現金股利	0.37	0.18	0.28	0.16	1.97**	-1.76**
公司規模	15.00	14.85	14.72	14.46	6.86***	-8.89***
獲利能力	7.60	7.32	8.88	8.59	-3.93***	-5.47***
負債比	0.41	0.41	0.41	0.40	0.66	-0.69
公司成立年數	1.79	1.18	2.12	3.30	-9.52***	-9.41***
投資成長機會	0.44	0.42	0.42	0.41	2.15**	-1.56
外部董事任期	3.07	2.00	3.24	2.50	-1.61	-4.43 ***
自由現金流量	-0.003	0.02	-0.009	0.01	0.90	-0.33
盈餘管理	0.07	0.05	0.08	0.05	-3.59***	-0.11
$CAR_{-1,-10}$	-3.54	-3.11	-5.14	-4.12	2.55**	-0.59

變數之操作型定義請參考表 1。* 表示達 10% 顯著水準，** 表示達 5% 顯著水準，*** 表示達 1% 顯著水準。

為瞭解企業之股權偏離程度是否影響股票買回計畫的執行，表 3 為在不同偏離程度下，股票買回事件數之變化。股票買回事件數共計 1,011 筆。依偏離程度分類後之公司數 (含庫藏股及非庫藏股公司) 共 2,187 家。當控制權與現金權相等時，股票買回事件數為 171 筆，佔樣本 16.91%；當偏離程度為 0%-10% 時，股票買回政策增加至 676 筆，佔樣本 66.86%，由此可以看出隨偏離程度越高，股票買回政策事件數越多；而當偏離程度達 10%-20%、20%-30% 及 30% 以上時，股票買回事件數隨偏離程度越高而遞減，分別下降至 98、39、27 筆，約佔樣本 16%，表示偏離程度達到一定程度，管理當局會減少實施股票買回計畫。此外，由觀察股票買回件數占公司數的比率發現，庫藏股買回件數占公司數的比率依然呈現倒 U 型，依偏離程度由低到高 (0% ～＞30%) 之順序，其比率分別為 32.26%、55.27%、45.37%、34.51%、25.71%。

臺灣本國學術期刊資料庫

表 3 偏離程度與股票買回活動之關係

偏離程度	股票買回事件數	股票買回事件數占總買回事件數 (%)	公司數		股票買回事件數占總買回事件數 (%)
			庫藏股公司	非庫藏股公司	
0%	171	16.91	113	417	32.26
0%-10%	676	66.86	348	875	55.27
10%-20%	98	9.69	52	164	45.37
20%-30%	39	3.86	26	87	34.51
＞30%	27	2.67	18	87	25.71

偏離程度為控制權減現金權。股票買回總事件數共 1,011 筆。偏離程度為 0 之公司數共 530 家，偏離程度 0%-10% 之公司數共 1,223 家，偏離程度 10%-20% 之公司數共計 216 家，偏離程度 20%-30% 之公司數共有 113 家，偏離程度 ＞30% 之公司數共 105 家。

由表 3 之結果初步可知，偏離程度高低對股票買回政策可能存在非線性關係，故本研究將偏離程度細分為 0% 、0%~10% 、10%~20% 、20%~30% 以及 ＞30% 等五個等級，設置四個虛擬變數，進一步控制公司特性後，利用 Logistic 迴歸進行分析，結果列於表 4 。

表 4 中，觀察全樣本及家族樣本之結果，可知偏離程度 0%-10% 和 10-20% 之係數皆至少達正向 5% 顯著水準，表示當企業股權偏離程度介於 0%-20% 之間時，會增加股票買回政策之實行。然而，全樣本及家族中，其偏離程度大 30% 之係數分別為 -0.40、-0.39，達至少 10% 顯著水準，顯示當股權偏離程度大於 30% 時，企業會減少股票買回政策之實行。由以上可得家族企業之偏離程度和股票買回政策可能呈現非線性關係之結果。而非家族企業方面，僅有偏離程度 0%-10% 係數達顯著 5% 水準，顯示非家族企業不會隨著偏離程度增加而減少股票買回之行為。

但考量偏離程度為零的公司特性較特別，因此，本文再將控制權與現金權有偏離和沒有偏離兩大類分開，有偏離的群組中再以中位數區分偏離程度高低兩組進行檢測 (註[24])，結果與表 4 相似 (註[25])。可知公司之偏離程度的確會影響公司之股票買回政策，偏離程度與股票買回活動兩者間依然具有先正後負之倒 U 型非線性關係。

註[24] 囿於篇幅，檢測之結果未列於本文，惟作者備有該等資料。

註[25] 在無偏離的樣本中，家族與非家族企業並無顯著差異。有偏離之樣本部分，家族企業中，低度偏離時，偏離程度之係數為正向但不顯著 (係數 0.05，t 值 1.38)；高度偏離時，偏離程度之係數轉為負向高度顯著 (係數 -0.03，t 值 -2.54)。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 4 偏離程度與股票買回活動之關係- Logistic Regression

	全樣本	家族企業	非家族企業
常數項	-4.52***	-3.84***	-5.84***
	(-9.13)	(-6.52)	(-6.12)
偏離程度 0-10%	0.37***	0.36***	0.46**
	(3.76)	(2.97)	(2.55)
偏離程度 10-20%	0.37**	0.49***	0.06
	(2.52)	(2.95)	(0.17)
偏離程度 20-30%	0.13	0.32	-1.31
	(0.63)	(1.48)	(-1.26)
偏離程度 ＞30%	-0.40*	-0.39**	0.42
	(-1.77)	(-2.56)	(0.70)
Log likelihood	-2607.65	-1773.81	-618.22
McFadden R-squared	0.03	0.04	0.05
觀察值	5475	4158	1317

變數之操作型定義請參考表 1。* 表示達 10% 顯著水準，** 表示達 5% 顯著水準，*** 表示達 1% 顯著水準。括弧中為 z 值。以上模型皆有控制現金股利、公司規模、獲利能力、公司成立年數、負債比、外部董事任期、自由現金流量、盈餘管理、投資成長機會。

二、實證結果

本研究針對控制權與現金權之偏離程度及內部治理機制對於股票買回政策實施之可能性進行分析。主要以三種不同代理變數衡量股票買回活動，以求研究結果之穩健性，分別為庫藏股宣告機率、庫藏股買回宣告規模、以及實際執行率；並將樣本分為全樣本、家族企業以及非家族企業等分別進行 Logistic 及 Tobit 迴歸分析。結果分別列示於表 5、表 6、和表 7。以下結果之說明主要係以表 5 為主。

(一) 家族特性與股票買回之關係

由表 5 之全樣本迴歸結果可知，家族企業係數為 -0.46，達 1% 顯著水準，表示相較於非家族企業，家族企業執行股票買回政策之可能性較低，符合假說 1 的預期。家族企業會減少股票買回活動，原因可能來自於 Claessens et al. (2000) 提及的大小股東代理問題，由於家族企業之控制股東通常由家族成員擔任，會涉及經營管理層面的決策，並且基於家族企業永續經營、子承父業的特性下，為保留現金以作未來投資之用或供子孫使用，因此進行股票買回政策的可能性較低。

(二) 股權偏離程度與股票買回之關係

由表 3、表 4 的結果發現，偏離程度與股票買回活動兩者間具有先正後負之倒 U 型非線性關係，可知公司進行股票買回決策時的偏離狀況會影響公司之股票買回政

臺灣大學學術期刊資料庫

策。為驗證此一非線性關係，本研究於模型中加入偏離程度二次項。

由表 5 中全樣本之迴歸結果可知，偏離程度及其二次項之係數分別為 0.04、-0.001，至少達 5% 顯著水準，顯示偏離程度與股票買回政策間的確呈現倒 U 型非線性關係。非家族企業樣本方面，偏離程度與偏離程度二次項之係數皆未達 10% 顯著水準，可知非家族企業並不存在大小股東間之代理問題，此結果與 Ali et al. (2007) 一致。家族企業樣本方面，偏離程度及其二次項之係數為 0.04、-0.001，達至少 5% 顯著水準，顯示台灣家族企業之偏離程度與股票買回活動兩者具有先正後負之非線性關係，此結果與本研究之預期符合。可知台灣家族企業進行股票買回之行為主要可能係為了鞏固其控制權，故符合管理據守假說，與 Ginglinger 與 L'her (2006) 一致，而家族企業之偏離程度與股票買回活動兩者呈倒 U 型關係，為型一與型二代理問題抵換下之結果亦在此得證。亦即，在低度偏離下，相較於大小股東間之代理問題 (型二代理問題)，家族企業存在較為嚴重之傳統代理問題 (型一代理問題)，但隨著偏離程度提高，型一代理問題趨於和緩，但型二代理問題轉趨嚴重，因此，形成偏離程度與股票買回活動兩者間之非線性關係。

(三) 家族成員隸屬與股票買回之關係

由表 5 之結果得知，全樣本、家族以及非家族企業中，家族 CEO 及董事長兼任 CEO 係數皆達至少 5% 正向顯著水準，表示此兩個變數會增加股票買回政策實施的可能性，與本研究之預期不符。推測可能是經營者本身所擁有之控制權不足，會透過股票買回政策調整股權結構 (González & Gonzalez, 2004)；此外，收回股權增加了手中之現金權比例，也因此強化了現金權的正向誘因，使得控制股東從股東財富效果增加所獲得的利益，高於進行剝削所得 (Yeh & Woidtke, 2005)，故管理當局會傾向於進行股票買回活動。此外，Fama 與 Jensen (1983) 指出董事長兼任 CEO 代表著決策制定權的集中，而會導致董事會較不能充分執行監督與治理機制，且會促使據守行為 (Entrenchment) 之產生 (Finkelstein & D'Aveni, 1994; Gul & Leung, 2004)。Jensen 與 Meckling (1976) 等多位學者 (註[26]) 則指出，當管理者控制董事會的情形產生在股權集中的公司，會導致較差的公司績效，進而造成公司價值容易被市場低估 (Chahine & Tohme, 2009)，而公司價值被低估即為庫藏股買回最重要的動機之一。因此，本研究認為董事長兼任 CEO 之係數顯著為正的另一原因可能係因為董事長兼任 CEO 通常對於公司績效會有負向影響，公司股價因而低估，公司為拉抬股價而進行自家股票買回。交乘項方面，家族 CEO 及董事長兼任 CEO 與偏離程度之交乘項係數皆未達達 10% 顯著水準。

註[26] 除了 Jensen 與 Meckling (1976)，另有 Fama (1980) 和 Fama 與 Jensen (1983)、Rechner 與 Dalton (1991)、Shleifer 與 Vishny (1997) 等學者皆提出相同看法。

臺灣大學學術期刊資料庫

(四) 內部制衡機制與股票買回之關係

內部制衡機制方面，根據表 5 可知，家族企業中外部董事之係數為 1.10，達 1% 顯著水準，顯示當外部董事佔董事會席次越高，進行股票買回政策的可能性越高，符合假說預期。此結果表示外部董事在家族企業內，較能利用其專業、超然地位發揮監督效果，以防止 Schulze et al. (2002) 所提出之家族企業的利他主義會降低董事會之監督能力發生的可能性，減緩家族企業剝削小股東的情形，降低型二代理問題。而非家族企業中，外部董事之係數為負，達 5% 顯著水準，可能是相較於家族企業，非家族企業較無自利動機，因此使得外部董事之監督效果不明顯。

第二大股東監督效果方面，由表 5 可知，只有全樣本之第二大股東係數顯著為負，但僅達邊際顯著水準，表示當台灣企業存在第二大股東時，其監督效果並不明顯。國外許多文獻皆顯示第二大股東能減緩控制股東剝削小股東的情形 (Ginglinger & L'her, 2006; Claessens et al., 2000)，而國內學者 Yeh et al. (2001) 亦探討第二大股東之存在可以平衡第一大股東的權力，但其結果亦不顯著。故會產生此研究結果原因可能在於台灣企業文化及環境與國外不同，國內之公司治理法規制度薄弱、資本市場較不健全 (Leuz, Nanda, & Wysocki, 2003)，使得第二大股東無法發揮監督之效。

機構投資人監督效果方面，係數皆未達顯著水準。推測可能由於台灣股票市場機構投資人所佔比例並不高 (註[27])，其中影響股價指數甚鉅的外資佔約 10.8%，主要係以賺取資本利得等投機性行為為主，對於公司治理的監督職權較為被動，可能因此無法有效發揮其制衡功能。

由以上結果可知，由於台灣家族企業連結緊密，家族間常互為友好集團 (註[28])，導致家族企業與第二大股東、機構投資人之間可能會傾向與公司利益一致，因此，倘若企業基於自利考量進行股票買回決策時，第二大股東及機構投資人可能傾向於遵循公司決策，此與 Ginglinger 與 L'her (2006) 主張之監督效果並不相同。

控制變數方面，公司規模之係數皆達正向 1% 顯著水準，表示當公司規模越大，越有能力進行高成本的股票買回活動。家族企業之獲利能力係數顯著為負，表示當企業獲利能力降低時，其對股票買回活動較不積極。負債比率方面，相較於非家族企業未達 10% 顯著水準，家族企業則達到 1% 顯著水準，顯示出家族企業趨避風險之特性

註[27] 根據金管會證期局統計，2001-2006 年機構投資人在集中交易市場之成交金額平均佔 22%（本國 11.2%，僑外 10.8%），自然人佔 78% (本國 76.6%，外國 1.4%)。

註[28] 請參考附註 7。

臺灣大學學術期刊資料庫

(註[29])，此結果亦和 Hu 與 Kumar (2004) 之主張一致 (註[30])。

表 5 之模型為檢驗偏離程度與庫藏股宣告機率之關係，本研究進一步探討庫藏股買回宣告規模與各項公司治理變數的關係，以依變數為股票宣告規模進行 Tobit 迴歸分析，結果列於表 6。由表 6 可知，全樣本和家族樣本中，偏離程度與偏離程度平方項之係數皆分別達正向與負向之 1% 顯著水準；非家族企業樣本之偏離程度與偏離程度平方項之係數則皆未達 10% 顯著水準，與表 5 之結果類似，表示本研究結果具有相當之穩健性。

由於台灣並無強制規定宣告股票買回之公司必須實際執行買回動作，因此可能造成有公司宣告股票買回，卻無實際買回任何自家股票之情形。為檢驗本文之結果，因此再以執行率為依變數進行 Tobit 迴歸檢測之，結果列於表 7 (註[31])。由表 7 可知，家族樣本中，偏離程度與偏離程度平方項之係數皆分別達正向與負向 5% 顯著水準；非家族企業樣本之偏離程度與偏離程度平方項之係數則皆未達 10% 顯著水準，與表 5 和表 6 結果一致，顯示本研究結果相當穩健。

註[29] Gallo、Tapies 與 Cappuyns (2004) 研究指出，相較於非家族企業，家族企業進行融資決策較為謹慎，會盡量避免承擔過多的負債，因此具有趨避財務風險的特性。

註[30] Hu 與 Kumar (2004) 研究發現，槓桿程度越高，進行現金支付之可能性越低。

註[31] 由於無進行股票買回宣告之公司與有宣告但無實際買回自家股票之公司其執行率皆為零，為避免混淆，故此模型僅考慮有進行股票買回宣告之公司 (買回庫藏股公司)。此外，由於只有買回庫藏股的公司可估計出 CAR-10,-1，若在表 5 和表 6 兩模型中控制價值低估變數 (CAR-10,-1)，會造成遺漏大量非庫藏股公司之樣本 (非庫藏股公司佔總樣本 84.51%)，因此，本研究僅於表 7 之迴歸模型控制價值低估變數 (CAR-10,-1)。

國立臺灣大學 期刊資料庫

表 5 Logistic 迴歸分析結果

	預期方向	全樣本	家族企業	非家族企業
常數項		-5.16***	-5.33***	-4.95***
		(-8.47)	(-7.69)	(-4.06)
家族企業	−	-0.46***		
		(-3.49)		
偏離程度	+	0.04**	0.04**	0.04
		(2.51)	(2.48)	(0.81)
偏離程度^2	−	-0.001***	-0.001***	-0.001
		(3.64)	(-3.64)	(-1.10)
家族 CEO	−	0.38***	0.41***	
		(3.29)	(3.13)	
董事長兼任 CEO	−	0.28***	0.23**	0.47***
		(3.00)	(2.07)	(2.69)
家族 CEO×偏離程度	−	-0.01	-0.02	
		(-1.13)	(-1.52)	
董事長兼任 CEO×偏離程度	−	-0.02	-0.02	-0.06
		(-1.54)	(-1.13)	(-1.51)
外部董事	+	0.35	1.10***	-1.19**
		(1.40)	(3.62)	(-2.52)
第二大股東	+	-0.68*	-0.52	-1.00
		(-1.75)	(-1.06)	(-1.57)
機構投資人	+	0.02	-0.07	0.13
		(0.20)	(-0.54)	(0.86)
現金股利	+	0.03	0.03	0.05
		(1.46)	(1.34)	(0.61)
公司規模	+	0.28***	0.27***	0.29***
		(8.27)	(6.52)	(4.25)
獲利能力	+	-0.003	-0.01**	0.01
		(-0.88)	(-2.43)	(1.64)
公司成立年數	+	0.006	-0.03	0.09
		(0.17)	(-0.71)	(1.34)
負債比	−	-1.77***	-1.98***	-0.90
		(-6.03)	(-6.00)	(-1.24)
外部董事任期		0.003	-0.004	0.01
		(0.32)	(-0.39)	(0.79)
自由現金流量	+	0.40	0.42	0.48
		(1.61)	(1.45)	(0.94)
盈餘管理	+	0.24	0.52	-0.50
		(0.51)	(0.90)	(0.55)
投資成長機會	−	-0.47*	-0.44	-0.92
		(-1.84)	(-1.54)	(-1.52)
投資成長機會×偏離程度	?	0.02	0.02	0.02
		(0.87)	(1.05)	(0.26)
Log likelihood		-2391.55	-1758.73	-615.44
McFadden R-squared		0.04	0.04	0.06
觀察值		5475	4158	1317

變數之操作型定義請參考表 1。* 表示達 10% 顯著水準，** 表示達 5% 顯著水準，*** 表示達 1% 顯著水準。括弧中為 z 值。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 6 Tobit 迴歸分析結果—庫藏股買回宣告規模

	預期方向	全樣本	家族企業	非家族企業
常數項		-0.22***	-0.22***	-0.19***
		(-7.90)	(-7.05)	(-3.61)
家族企業	−	-0.02***		
		(-2.96)		
偏離程度	+	0.001**	0.001*	0.002
		(2.10)	(1.87)	(1.15)
偏離程度^2	−	-3.80×10^{-5}***	-4.00×10^{-5}***	-5.61×10^{-5}
		(-3.23)	(-3.14)	(-1.32)
家族 CEO	−	0.01***	0.02***	
		(3.01)	(2.88)	
董事長兼任 CEO		−0.01***	0.01**	0.02***
		(2.90)	(1.99)	(2.60)
家族 CEO×偏離程度	−	-4.98×10^{-4}	-6.36×10^{-4}	
		(-1.38)	(-1.57)	
董事長兼任 CEO×偏離程度	−	-9.47×10^{-4}*	-0.001	-0.003
		(-1.73)	(-1.40)	(-1.40)
外部董事	+	0.02	0.05***	-0.05**
		(1.46)	(3.64)	(-2.50)
第二大股東	+	-0.03*	-0.02	-0.05*
		(-1.81)	(-1.06)	(-1.81)
機構投資人	+	3.98×10^{-4}	-0.004	0.007
		(0.10)	(-0.73)	(1.10)
現金股利	+	0.001	0.001	0.003
		(1.20)	(1.09)	(0.72)
公司規模	+	0.01***	0.01***	0.01***
		(7.35)	(5.74)	(3.65)
獲利能力	+	-1.43×10^{-4}	-4.98×10^{-4}**	4.37×10^{-4}
		(-0.88)	(-2.44)	(1.64)
公司成立年數	+	0.001	-1.90×10^{-4}	0.002
		(0.42)	(-0.10)	(0.82)
負債比	−	-0.08***	-0.08***	-0.04
		(-6.09)	(-5.94)	(-1.34)
外部董事任期		1.01×10^{-4}	-1.54×10^{-4}	4.46×10^{-4}
		(0.26)	(-0.34)	(0.58)
自由現金流量	+	0.02**	0.02*	0.02
		(1.86)	(1.82)	(0.79)
盈餘管理	+	0.01	0.02	-0.01
		(0.55)	(0.87)	(-0.38)
投資成長機會	−	-0.02*	-0.02	-0.03
		(-1.70)	(-1.60)	(-1.15)
投資成長機會×偏離程度	?	3.76×10^{-4}	7.03×10^{-4}	-6.67×10^{-4}
		(0.48)	(0.82)	(-0.20)
Log likelihood		-407.21	-326.44	-63.96
Adj R^2		0.01	0.01	0.02
觀察值		5475	4158	1317

變數之操作型定義請參考表 1。* 表示達 10% 顯著水準，** 表示達 5% 顯著水準，*** 表示達 1% 顯著水準。括弧中為 z 值。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 7 Tobit 迴歸分析結果—庫藏股執行率

	預期方向	全樣本	家族企業	非家族企業
常數項		0.80***	0.62***	0.76**
		(4.16)	(2.70)	(2.12)
家族企業	−	-0.07*		
		(-1.74)		
偏離程度	+	0.01	0.01**	-0.01
		(1.64)	(2.23)	(-0.50)
偏離程度^2	−	-1.62×10^{-4}*	-2.04×10^{-4}***	8.14×10^{-5}
		(-1.87)	(-2.16)	(0.26)
家族 CEO	−	0.08**	0.10**	
		(2.36)	(2.54)	
董事長兼任 CEO	−	0.06**	0.08**	0.002
		(2.20)	(2.24)	(0.04)
家族 CEO×偏離程度	−	0.001	-1.94×10^{-4}	
		(0.27)	(-0.06)	
董事長兼任 CEO×偏離程度	−	-0.01*	-0.01**	0.007
		(-1.78)	(-2.03)	(0.36)
外部董事	+	-0.08	-0.14	0.09
		(-1.06)	(-1.59)	(0.61)
第二大股東	+	-0.01	0.09	-0.14
		(-0.07)	(0.59)	(-0.72)
機構投資人	+	0.01	-0.01	0.04
		(0.49)	(-0.32)	(1.00)
現金股利	+	0.005	0.01	0.07
		(0.95)	(1.03)	(1.08)
公司規模	+	-0.01	-0.005	-0.01
		(-0.93)	(-0.36)	(-0.44)
獲利能力	+	3.29×10^{-4}	-1.01×10^{-4}	0.002
		(0.28)	(-0.07)	(0.89)
公司成立年數	+	-0.003	-0.005	-0.004
		(-0.24)	(-0.38)	(-0.22)
負債比	−	0.16*	0.20**	0.11
		(1.74)	(1.96)	(0.49)
外部董事任期	+	0.003	0.003	0.01
		(1.22)	(0.90)	(1.49)
自由現金流量	+	-0.03	-0.07	0.10
		(-0.33)	(-0.78)	(0.63)
盈餘管理	+	0.05	0.15	-0.14
		(0.32)	(0.86)	(-0.48)
CAR-10,-1	+	0.004***	0.004***	0.003
		(3.38)	(2.88)	(1.27)
投資成長機會	−	-0.11	-0.07	-0.27
		(-1.33)	(-0.73)	(-1.41)
投資成長機會×偏離程度	?	0.001	-0.002	0.01
		(0.25)	(-0.36)	(0.49)
Log likelihood		-297.35	-219.16	-70.33
Adj R^2		0.01	0.02	0.02
觀察值		929	670	259

變數之操作型定義請參考表 1。* 表示達 10% 顯著水準，** 表示達 5% 顯著水準，*** 表示達 1% 顯著水準。括弧中為 z 值。

臺灣大學學術期刊資料庫

三、穩健性檢定

本研究利用不同的變數設計和估計技巧，來驗證實證結果是否具穩定性 (註[32])。

(一) 不同股權控制標準

La Porta et al. (1999) 及 Claessens et al. (2000) 以不同控制持股的標準下，觀察各國上市公司股權分散的情形。本文亦仿照此法，呈現不同標準下之最終控制者在台灣上市上櫃公司的比例，如表 6 所示。從表中得知，以最終控制者是否擁有 10%、20% 以上的控制權判斷企業股權型態中，本研究樣本之家族企業之比例達 74.72% 及 58.18%，與 Yeh 與 Lee (2001) 研究中的 81.40% 和 51.44% 相仿。本文進一步以最終控制者擁有 20% 以上的控制權，且在董事會佔有 50% 以上席次者，為家族企業之定義，進行穩健性檢定。檢定結果與原始結果 (表 5) 相當一致，皆存在至少 5% 之顯著水準。相較於非家族企業，家族企業進行股票買回活動的可能性較低，差異達 1% 顯著水準。而家族企業之偏離程度與股票買回活動之關係亦呈現倒 U 型關係，偏離程度及其二次方項之係數分別為 0.05、-0.001，皆達 1% 顯著水準。針對家族企業之結果，家族 CEO 及董事長兼任 CEO 之係數皆達 5% 正向顯著；交乘項方面，家族 CEO 與偏離程度之交乘項係數顯著為負，表示當偏離程度越高時，家族 CEO 可能較不會進行股票買回。外部董事方面，全樣本及家族企業之係數皆顯著為正，達 1% 顯著水準，顯示外部董事的存在可有效加強公司治理機制，符合假說之預期。

表 8 台灣上市上櫃公司家族控制比較表

	股權控制標準—家族控制			
	研究期間	樣本數	10%	20%
本研究	2001-06	6526	74.72%	58.18%
Yeh 與 Lee (2001)	1994-95	208	81.40%	51.44%
Claessens et al. (2000)	1996	141	65.60%	48.2%

資料來源：Yeh 與 Lee (2001) 及 Claessens et al. (2000)。

(二) 現金股利政策

公司發放現金給股東的方式有現金股利及股票買回等兩種，故本研究對現金股利政策進行分析。有實施現金發放之樣本公司平均約佔全樣本 61% (股票買回佔 15%)，可知台灣企業之現金發放政策還是以股利方式為主。現金股利政策衡量變數為公司之普通股現金股利加特別股現金股利總額除以稅後淨利。

臺灣大學學術期刊資料庫

註[32] 囿於篇幅，以上數據之相關表格並未列出，惟作者備有該等資料。

由結果分析得知，家族企業發放現金股利之可能性高於非家族企業。另外，偏離程度高低對於現金股利政策沒有影響，亦即現金股利政策可以有效釋放公司訊息或者是減少公司之自由現金流量，但卻無法改變公司之持股結構，與 González 與 Gonzalez (2004) 之主張相符；並且相對於股票買回政策，只有外部董事以及機構投資人的存在對於現金股利政策有顯著的影響，在全樣本下外部董事之係數為 2.01，達顯著水準 1%，表示若董事會存在外部董事，會提高現金股利之發放；相較於機構投資人在股票買回政策為應變數下無顯著之影響，在此係數則為 -0.26，達顯著水準 1%，表示若公司存在機構投資人，則會減少股利之發放，此結果與 Lee et al. (2006) 之研究一致，亦即相較於現金股利，機構投資人會較偏好股票買回活動。

(三) 機構投資人持股

針對機構投資人對於公司股票買回決策之影響，本研究主要是以機構投資人在董事會中占有席次與否為判斷依據 (Yeh et al., 2001)，而亦有研究是以機構投資人之持股比例衡量之 (Grinstein & Michaely, 2005)，故本文亦利用機構投資人持股比例 (Institutional Shareholdings) 為機構投資人之代理變數，再次檢驗對於股票買回決策之影響。而在全樣本及家族企業樣本中之結果與原先的符號及顯著性一致，唯有非家族企業中第二大股東之存在對於股票買回之影響較不顯著但方向一致，故關係仍可獲得驗證。

(四) 考慮極端值

由表 2 可知，家族及非家族之控制權與現金權偏離的變異程度頗高，本文進一步考量此偏離程度之極端值，分別刪除平均值正負三倍及四倍標準差以外的觀察值後進行穩健性檢定，結果與表 5 相當一致。惟家族樣本中，不論是刪除三倍或四倍標準差後之結果，家族 CEO 之交乘項皆不顯著 (原結果達 10% 顯著水準)，但方向一致，表示研究結果仍具有穩健性。

本研究之控制變數獲利能力 (VALUE)，其標準差較大，表示樣本中之獲利能力偏差大，故本文將平均值正負三倍標準差以外的觀察值予以刪除，刪除後全樣本及家族企業樣本中之結果與原先的符號及結果一致，惟非家族樣本中，董事長兼 CEO 之交乘項較原先顯著，但方向一致，故結果仍可獲得驗證。

(五) 其他投資成長機會之衡量

為避免單一指標造成武斷，本文再利用市價淨值比 (M/B ratio) 代替 Tobin's Q 作為公司投資成長機會之衡量指標，在全樣本、家族樣本、以及非家族樣本中，所有變數之符號皆與原先結果一致。唯有在家族樣本中，董事長兼任 CEO 此項變數較不顯著，但方向一致，表示研究結果具有相當之穩健性。

Chan et al. (2003) 研究發現，當考量投資成長機會時，現金流量權與公司價值會存在非線性關係。因此，本文一併考慮投資成長機會與偏離程度之交互作用，除了以

臺灣大學學術期刊資料庫

本研究定義之控制變數—Tobin's Q，作為投資成長機會 (GO) 之代理變數之外，並參考 Chan et al. (2003)，另外使用長期產業平均營業成長率、資本支出、和研究發展費用三類代理變數 (註[33])，檢測投資成長機會與偏離程度的交互作用和庫藏股宣告的關係。結果顯示不論使用何種投資成長機會之代理變數，全樣本、家族、非家族企業樣本中，投資成長機會與偏離程度的交互作用對庫藏股宣告的關係皆未達 10% 顯著水準。此結果大致符合 Chan et al. (2003) 之研究發現，而且在考慮此交互作用之後，並未影響本研究之主要結果，亦即偏離程度與庫藏股活動間之非線性關係依然存在。

(六) 其他獲利能力之衡量

本文再利用 ROA (A)，稅後息前淨利除以平均總資產，以及 ROA (B)，稅後息前折舊前淨利除以平均總資產，作為獲利能力之衡量指標，在全樣本中的所有因素之符號皆與原先之結果一致。在家族樣本部份，唯有董事長兼任 CEO 之交乘項較不顯著，但方向一致；另外在非家族樣本部份，所有因素之符號皆與原先之結果一致，故關係可獲得驗證。

伍、結論與研究建議

本研究針對台灣上市上櫃公司，探討家族企業特性、家族成員隸屬以及內部制衡機制對於股票買回政策實行的影響，實證結果發現，相較於非家族企業，家族企業進行股票買回活動之可能性較低。家族企業之偏離程度與股票買回之關係呈現倒 U 型非線性關係，此現象應為傳統代理問題與大小股東間代理問題抵換下之結果，表示隨著偏離程度不同，代理問題亦有所差異，股票買回政策會隨之調整。家族成員隸屬方面，家族企業中，家族 CEO 以及董事長兼任 CEO 皆會利用股票買回政策改變現有之股權結構，以增加對公司經營之控制權。制衡機制方面，發現外部董事可達監督之效，使企業透過股票買回發放現金，一方面可增加小股東利益，一方面可使公司達到最適股權結構，增加企業價值。

除了家族企業特性之結果與 Yeh (2005) 之主張一致，本研究另一重要發現在於偏離程度與股票買回政策具有倒 U 型非線性關係，在低度偏離時，家族企業之管理當局欲鞏固控制權而進行股票買回，卻進而增加偏離程度，導致隨之衍生的大小股東代理問題越趨嚴重，而此時控制權之比例已足以涉入公司營運，掌握現金流量使用權 (Claessens et al., 2002) 時，家族公司則會減少股票買回活動，一方面減少自有資金之浪費，一方面則是因為偏離程度較高時，管理當局可藉由股票買回活動所獲得之利益有限，因此本研究推測此倒 U 型關係為傳統代理問題與大小股東代理問題兩者抵換之

註[33] 長期產業平均營業成長率＝三年幾何平均營業收入成長率。資本支出＝固定資產／總資產。研究發展費用＝(研究發展費用＋廣告費用)／營業收入淨額。

臺灣大學學術期刊資料庫

結果。此發現有助於小股東判斷公司是否視自身利益為優先考量。此外，當存在家族 CEO 以及董事長兼任 CEO 時，雖然會增加股票買回政策的實施，但其隱含意義在於此情形可能對小股東的財富產生負面影響，原因在於家族控制公司透過股票買回政策改變股權結構，增加對公司的控制權，使得家族成員對於公司決策有相當大的影響力，造成小股東的權益被忽略 (Ginglinger & L'her, 2006)。故在控制股東涉入經營下，股票買回政策較不能當作為監督經理人之機制。綜合以上，可知台灣之家族企業之股票買回行為符合管理據守效果。此結果可供投資大眾評估公司價值時之參考，除了傳統營運風險與財務風險的衡量外，尚須考慮公司所屬家族之特性、股權偏離程度，以及公司監理機制健全與否，才能充分掌握自身利益。

然而，本研究受到些許限制，因為家族企業雖有許多學者從多方面加以定義，但尚無定論。機構投資人方面，雖然本研究在定義時已去除子公司或有親屬關係之機構，但所定義的友好集團中，尚包含最終控制者具血緣關係、具姻親關係、具好友關係等，使得機構投資人的制衡效果無法完全衡量之。另外，本研究結果顯示，家族企業中，家族 CEO 及董事長兼任 CEO 之兩種情況的顯著性較為突出，未來可進一步考量 CEO 之學經歷 (能力) 或是與家族聯結性之高低 (動機) 對公司決策的影響；此外，家族企業中董事長兼任 CEO 與偏離程度之交乘項不顯著，可能與 Villalonga 與 Amit (2006) 之主張有關，亦即董事長的世代角色與公司價值具有非線性關係，建議未來可加入此考量進一步驗證之。內部制衡機制方面，外部董事的存在亦對於家族企業有顯著影響，加上台灣是否須引進獨立董事制度亦尚未定論 (註[34])，故可針對獨立董事方面的法規變革深入探討其對於家族企業之制衡力量。建議後續研究可針對以上深入分析，藉以瞭解家族企業進行財務決策之動機及其影響。

註[34] 請參見註釋 14。

臺灣大學學術期刊資料庫

參考文獻

李永全、馬黛，2006，「台灣家族公司負債融資成本之研究」，管理評論，25 卷 3 期：頁 69-91。(Lee, Yung-Chuan, & Ma, Tai. 2006. The study of the cost of debt financing of Taiwan's family firms. ***Management Review***, 25 (3): 69-91.)

許士軍，1997，「家族主義、專業主義與創業-以華人企業為背景的探討」，管理評論，16 卷 1 期：頁 1-9。(Hsu, Paul S. C. 1997. Familism, professionalism and entrepreneurship: In the perspective of Chinese business firms. ***Management Review***, 16 (1): 1-9.)

葉銀華，1999，「家族控股集團、核心金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 卷 2 期：頁 59-86。(Yeh, Yin-Hua. 1999. Family groupings, core business and return interaction: Taiwan and Hong Kong stock markets. ***Management Review***, 18 (2): 59-86.)

Ali, A., Chen, T. Y., & Radhakrishnan, S. 2007. Corporate disclosures by family firms. ***Journal of Accounting and Economics***, 44 (1/2): 238-286.

Anderson, C. A., & Anthony, R. N. 1986. ***The new corporate directors***. New York, NY: John Wiley & Sons.

Anderson, R. C., & Reeb, D. M. 2003. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. ***The Journal of Finance***, 58 (3): 1301-1328.

Bartov, E., Gul, F. A., & Tsui, J. S. 2000. Discretionary accruals models and audit qualifications. ***Journal of Accounting and Economics***, 30 (3): 421-452.

Baysinger, B., & Hoskisson, R. E. 1990. The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. ***Academy of Management Review***, 15 (1): 72-87.

Bebchuk, L. A., Kraakman, R., & Triantis, G. 2000. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights. In R. K. Morck (Ed.), ***Concentrated corporate ownership***: 445-460. Chicago, IL: University of Chicago Press.

Brennan, M. J., & Thakor, A. V. 1990. Shareholder preferences and dividend policy. ***The Journal of Finance***, 45 (4): 993-1018.

Bruton, G. D., Ahlstrom, D., & Wan, J. C. C. 2003. Turnaround in East Asian firms: Evidence from ethnic overseas Chinese communities. ***Strategic Management Journal***, 24 (6): 519-540.

Chahine, S., & Tohme, N. S. 2009. Is CEO duality always negative? An exploration of CEO duality and ownership structure in the Arab IPO context. ***Corporate Governance:***

臺灣大學學術期刊資料庫

An International Review, 17 (2): 123-141.

Chan, K., Hu, S. Y., & Wang, Y. Z. 2003. When will the controlling shareholder expropriate investors? Cash flow right and investment opportunity perspectives. ***Academic Economic Papers***, 31 (3): 301-331.

Ching, K., Firth, M., & Rui, O. M. 2002. ***Earnings management, corporate governance and the market performance of seasoned equity offerings***. Working paper no. 337880, Hong Kong Polytechnic University.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. ***The Journal of Finance***, 57 (6): 2741-2771.

Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporation. ***Journal of Financial Economics***, 58 (1/2): 81-112.

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. 1995. Detecting earnings management. ***The Accounting Review***, 70 (2): 193-225.

DeFond, M. L., & Subramanyam, K. R. 1998. Auditor changes and discretionary accruals. ***Journal of Accounting and Economics***, 25 (1): 35-67.

Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. 2003. International corporate governance and corporate cash holdings. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, 38 (1): 111-133.

Easterbrook, F. H. 1984. Two agency-cost explanations of dividends. ***American Economic Review***, 74 (4): 650-659.

Faccio, M., & Lang, L. H. P. 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. ***Journal of Financial Economics***, 65 (3): 365-395.

Fama, E. F. 1980. Agency problems and the theory of the firm. ***Journal of Political Economy***, 88 (2): 288-307.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. 1983. Separation of ownership and control. ***Journal of Law and Economics***, 26 (2): 301-325.

Finkelstein, S., & D'Aveni, R. A. 1994. CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. ***Academy of Management Journal***, 37 (5): 1079-1108.

Gallo, M. A., Tapies, J., & Cappuyns, K. 2004. Comparison of family and nonfamily business: Financial logic and personal preferences. ***Family Business Review***, 17 (4): 303-318.

Ginglinger, E., & L'her, J. F. 2006. Ownership structure and open market stock repurchases

臺灣大學學術期刊資料庫

in France. ***The European Journal of Finance***, 12 (1): 77-94.

Gomez-Mejia, L. R., Nunez-Nickel, M., & Gutierrez, I. 2001. The role of family ties in agency contracts. ***Academy of Management Journal***, 44 (1): 81-95.

González, V. M., & Gonzalez, F. 2004. Stock repurchases with legal restrictions: Evidence from Spain. ***The European Journal of Finance***, 10 (6): 526-541.

Grinstein, Y., & Michaely, R. 2005. Institutional holdings and payout policy. ***The Journal of Finance***, 60 (3): 1389-1426.

Gul, F. A., & Leung, S. 2004. Board leadership, outside directors expertise and voluntary corporate disclosures. ***Journal of Accounting & Public Policy***, 23 (5): 351-379.

Hu, A., & Kumar, P. 2004. Managerial entrenchment and payout policy. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, 39 (4): 759-790.

Hung, J. H., & Chen, Y. P. 2010. Equity undervaluation and signaling power of share repurchases through price range in Taiwan. ***Emerging Markets Finance and Trade***, 46 (2): 101-115.

Jagannathan, M., Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. 2000. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchase. ***Journal of Financial Economics***, 57 (3): 355-384.

James, H. S. 1999. Owner as manager, extended horizons and the family firm. ***International Journal of Economics of Business***, 6 (1): 41-55.

Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeover. ***American Economic Review***, 76 (2): 323-329.

_____. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. ***Journal of Finance***, 48 (3): 831-880.

Jensen, M. C., & Meckling, W. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure. ***Journal of Financial Economics***, 3 (4): 305-360.

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. 1999. Corporate ownership around the world. ***Journal of Finance***, 54 (2): 471-517.

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1997. Legal determinants of external finance. ***Journal of Finance***, 52 (3): 1131-1150.

_____. 2000. Agency problems and dividend policies around the world. ***The Journal of Finance***, 55 (1): 1-33.

Lee, Y. T., Liu, Y. J., Roll, R., & Subrahmanyam, A. 2006. Taxes and dividend clientele: Evidence from trading and ownership structure. ***Journal of Banking & Finance***, 30 (1): 229-246.

臺灣大學學術期刊資料庫

Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. 2003. Earnings management and investor protection: An international comparison. ***Journal of Financial Economics***, 69 (3): 505-527.

Lorsch, J. W., & Maciver, E. 1989. ***Pawns or potentates: The reality of America's corporate boards***. Boston, MA: Harvard Business School Press.

McConaughy, D. L., Walker, M. C., Henderson, G., & Mishra, C. S. 1998. Founding family controlled firms: Efficiency and value. ***Review of Financial Economics***, 7 (1): 1-19.

Michaely, R., & Shaw, W. H. 1994. The pricing of initial public offerings: Tests of the adverse selection and signaling theories. ***Review of Financial Studies***, 7 (2): 279-319.

Patton, A., & Baker, J. C. 1987. Why won't directors rock the boat? ***Harvard Business Review***, 65 (6): 10-14.

Pearce II, J. A., & Zahra, S. A. 1992. Board composition from a strategic contingency perspective. ***Journal of Management Studies***, 29 (4): 411-438.

Rechner, P. L., & Dalton, D. R. 1991. CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. ***Strategic Management Journal***, 12 (2): 155-160.

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. 2002. Altruism, agency, and the competitiveness of family firms. ***Managerial and Decision Economics***, 23 (4/5): 247-259.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1997. A survey of corporate governance. ***Journal of Finance***, 52 (2): 737-783.

Solomon, J. F., Lin, S. W., Norton, S. D., & Solomon, A. 2003. Corporate governance in Taiwan: Empirical evidence from Taiwanese company directors. ***Corporate Governance***, 11 (3): 235-248.

Stewart, R. 1991. Chairmen and chief executives: An exploration of their relationship. ***Journal of Management Studies***, 28 (5): 511-528.

Stoeberl, P. A., & Sherony, B. C. 1985. Board efficiency and effectiveness. In E. Mattar, & M. Ball (Eds.), ***Handbook for corporate directors***, 12: 1-10. New York, NY: McGraw-Hill.

Vijh, A. M. 2006. Does a parent-subsidiary structure enhance financing flexibility? ***Journal of Finance***, 61 (3): 1337-1360.

Villalonga, B., & Amit, R. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? ***Journal of Financial Economics***, 80 (2): 385-417.

Yeh, Y. H. 2005. Do controlling shareholders enhance corporate value? ***Corporate***

臺灣大學學術期刊資料庫

Governance: An International Review, 13 (2): 313-325.

Yeh, Y. H., & Lee, T. S. 2001. ***Corporate governance and performance: The case of Taiwan***. Paper presented at the seventh Asia Pacific Finance Association annual conference, Shanghai.

Yeh, Y. H., Lee, T. S., & Woidtke, T. 2001. Family control and corporate governance: Evidence from Taiwan. ***International Review of Finance***, 2 (1/2): 21-48.

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

Young, M. N., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Chan, E. S. 2001. The resource dependence, service and control functions of board of directors in Hong Kong and Taiwanese firms. ***Asian Pacific Journal of Management***, 18 (2): 223-244.

Zahra, S. A., & Pearce II, J. A. 1989. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrated model. ***Journal of Management***, 15 (2): 291-334.

臺灣大學學術期刊資料庫

作者簡介

洪榮華

國立中央大學企業管理系副教授，國立政治大學企業管理博士。主要研究領域為公司理財、公司治理、家族企業等有關之領域。學術論文曾發表於財務金融學刊、管理學報、管理評論、中山管理評論、臺大管理論叢、管理與系統、輔仁管理評論、商管科技季刊、亞太經濟管理評論、Global Finance Journal, Small Business Economics: An Entrepreneurship Journal, Corporate Governance: An International Review, Family Business Review, Health Policy, Health Services Management Review, Emerging Markets Finance and Trade, Asia-Pacific Journal of Financial Studies, Journal of Air Transport Management 等。

陳怡珮

中原大學財務金融系助理教授，國立中央大學管理博士。主要研究領域為公司理財、現金發放政策、行為財務學等有關之領域。學術論文曾發表於 Emerging Markets Finance and Trade、商管科技季刊、及台灣銀行季刊等。

許凱婷

國立中央大學企業管理碩士。

臺灣大學學術期刊資料庫

臺灣大學學術期刊資料庫