

# 家族所有權、公司治理與風險承擔關係

陳怡珮·林翠蓉·侯啓娉·張力·謝佩娟\*

(收稿日期：100 年 6 月 8 日；第一次修正：100 年 8 月 8 日；  
接受刊登日期：101 年 2 月 15 日)

## 摘要

本文主要探討家族所有權、公司治理機制對公司風險承擔之影響，並以 2001 至 2008 年間台灣上市、上櫃共 1208 家公司為樣本，進行假說之驗證。研究結果顯示，相較於非家族企業，家族企業風險承擔程度較高。顯示，台灣上市櫃家族企業中，控制股東與小股東間的核心代理問題甚為嚴重，使家族企業透過高風險的承擔剝削小股東；在將家族企業之經理人，區分為家族經理人與非家族經理人後，發現，相較於非家族經理人，家族經理人風險承擔程度較低。此結果表示，家族企業經營首重企業的傳承，因此偏好低風險的投資專案，且家族經理人會獲得管理上的職位，與其管理知識及能力並沒有太大的相關，使得風險承擔程度較低。此外，公司治理機制對風險承擔的差異影響分析發現，在家族企業中，董事會規模越大，公司風險承擔越低；外部董事比例越高，風險承擔越高；董事長兼任總經理，風險承擔越低。整體而言，本研究結果顯示，公司治理機制會影響公司中不同所有權特性股東所承擔之風險。

關鍵詞彙：家族所有權，公司治理，風險承擔

## 壹·導論

公司風險承擔行為是影響公司投資決策的重要因子，也是影響公司績效的重要決定因素，尤其在組織決策與代理理論上，均強調公司風險承擔會影響公司績效 (Wiklund & Shepherd, 2003)。然而過去文獻針對風險承擔與公司績效間的關係並無一致的結論 (Wiseman & Catanach, 1997)。Wiklund (1999) 與 Zahra & Covin (1995) 認為，有更多創業精神 (Entrepreneurial Orientation) (EO)<sup>1</sup>，亦即願意承擔更多風險的公司，績效表現越好。而最近以相關文獻整理出來的結論，也支持此一論點，例如 Rauch, Wiklund, Frese & Lumpkin (2004) 以 Meta-Analysis 分析 37 篇有關組織創業精神與組織績效間關係的文章，發現兩者之間呈現正相關，亦即創業精神越高的公司，績效越好。Durnev, Morck &

---

\* 作者簡介：陳怡珮，中原大學財務金融系助理教授。林翠蓉，文化大學財務金融系副教授。侯啓娉，中國科技大學會計系副教授。張力，世新大學企業管理學系副教授。謝佩娟，台北富邦商業銀行專員。作者感謝國科會所提供的研究計畫補助 (NSC 100-2410-H-033-008-)

<sup>1</sup> Miller (1983, p.771) 認為創業型公司是重視產品市場研發、執行風險性投資，並積極創新，打敗競爭者，亦即所謂的創業精神 (Entrepreneurial Orientation) (EO)，本文將創業精神與公司風險承擔視為同義。

Yeung (2004) 也發現，當公司有越好的投資者保護機制時，更多的風險套利會有更多的價值提升的資本預算決策。然而也有一些學者並無發現此種正向的關係 (Smart & Conant, 1994)。甚至有些學者認為，公司的創業策略尋求在特定的狀況下，會導致更弱的組織績效。Bromiley (1991) 以美國製造業為樣本，研究公司風險承擔與績效間的關係，發現風險承擔會導致未來弱的組織績效，而弱的組織績效會導致組織尋求更多的風險承擔。由於公司風險承擔與組織績效間關係莫衷一是的結論，使得學者認為，公司風險承擔與組織績效間關係，必須建立在不同組織內涵、結構與特性上進行探討，因此學者從所有權結構 (Naldi, Nordqvist, Sjoberg & Wiklund, 2007)、公司治理機制 (John, Litov & Yeung, 2008) 與管理實務 (Wang, 2008) 等組織內涵上發展不同的觀點。由於過去研究結論，大多立基於歐美已開發國家為樣本，然而發展中國家或新興經濟體，其法令規章不若已開發國家完善，體制結構也迥異於已開發市場，因此，這些研究結論是否能夠解釋新興經濟體的現象，過去文獻未加以探討，例如 La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer (1999) 與 Claessens, Djankov & Lang (2000) 針對東亞國家的研究發現，許多上市公司之控制股東是透過金字塔結構和交叉持股的方式來控制上市公司，且以台灣上市櫃公司而言，普遍存在控制股東之股權型態 (葉銀華、李存修、柯承恩，2002；許崇源、李怡宗、林宛瑩、鄭桂蕙，2003)，使得其股份盈餘偏離程度較高<sup>2</sup>，易產生自利行為損害小股東權益，成為核心代理問題。此外，Claessens, Djankov & Lang (2000) 的研究也發現，台灣上市公司中，約有一半以上的公司，是由家族企業所掌控。因此研究台灣上市櫃公司的所有權型態與公司治理機制的差異，如何影響公司的風險承擔行為，正可以填補文獻上在此議題上研究之不足。

此外，John, Litov & Yeung (2008) 研究 1992 到 2002 年間，跨國與美國公司風險承擔對投資行為的影響，發現公司的風險承擔與成長率及投資者保護品質呈現正向關係，且強調公司的投資決策涉及風險程度，亦正是公司價值提升的重要來源。Durnev, Morck & Yeung (2004) 也發現，在較佳保護投資環境下的風險套利，會有更多價值提升的資本支出決策。此顯示，管理者對風險承擔的意向與行為，將是影響公司投資決策的重要因素，也是公司價值提升的重要關鍵。但過去針對公司風險承擔行為的研究，大都探討在所有權與控制權分離的情況下，若股東和管理者之間利益具有不一致性時，如何導致公司風險承擔行為的差異，亦即當管理者持有股權增加，公司內部人會因承擔高的風險而獲

<sup>2</sup> Fan & Wong (2002) 發現東亞七國控制權與盈餘分配權偏離程度，台灣偏離程度 (0.86) 大於七國的平均值 (0.85)，僅次於泰國及香港。

利，因此偏好承擔高風險。但另一方面，Wright, Ferris, Sarin & Awasthi (1996) 的研究也發現，內部人持有股權越高，因個人財富未加以分散，使得內部人不願承擔風險；此外，該研究也指出，所有權結構會影響公司風險承擔，且公司內部人的財富組合也會影響其差異性，亦即支持鞏固假說的論證，顯示不同所有權結構，其利益與誘因會對公司風險承擔產生差異。

進一步分析，在過去針對公司風險承擔差異性的研究中，皆立基於型 I 代理問題且為已開發國家的實證，在發展中國家尤其是亞洲，公司所有權主要控制於家族手中 (Tan & Fock, 2001)，型 I 代理問題不若西方國家嚴重，且投資者保護環境較弱。因此，西方國家所得之結論，是否能應用於開發中國家，尤其是亞洲國家，此將有研究之必要性。由於在家族企業特性中，家族和企業資源緊密結合、家族企業較為保守 (Aronoff & Ward, 1997；Sharma, Chrisman & Chua, 1997)、不願改變組織策略 (Hall, Melin, & Nordqvist, 2001)、家族涉入程度高與偏好雇用家族成員等，使得家族企業管理思維與非家族企業有極大的差異；此外，家族企業經營最大目的是為了使家族財富最大化與永續經營，若投資策略失敗，家族企業必須概括承受所有的損失。因此，家族企業會選擇較低風險的投資方案，承擔較低的風險 (Fama & Jensen, 1983)。相反的，由於家族企業代理成本低 (Fama & Jensen, 1983) 且有較少的內外部監督機制，因此，家族企業較少評估風險且較不願意接納外部專業人員的意見 (Schulze, Lubatkin, Dino & Buchholtz, 2001; Schulze, Lubatkin & Dino, 2003)。因而，有較大的自主權分配資源，以追求企業短期利益，進而風險承擔較高。由此可知，家族企業承擔風險的行為，文獻上呈現不一致的看法。其原因可能在於，過去文獻未考量組織體制與企業文化內涵，如，Wiseman & Gomez-Meija (1998) 就認為，公司層次的監理結構是影響管理者風險選擇的重要因素，公司的組織與監理結構不同，風險承擔的行為就會產生極大的差異。過去的代理理論也強調，所有權結構與公司監理機制的不同會影響風險承擔行為，尤其，臺灣家族企業的經理人大多由家族內部系統所產生，家族特性對管理者的影響力極深 (Yen, 1996)。因此本研究欲探討，在不同所有權結構與監理機制下，公司風險承擔行為的差異，並進一步分析身處於不同環境與不同身份的經理人，其在風險承擔行為上有否不同。

整體而言，本研究與過去文獻不同之處在於：

1. 在組織決策與代理理論上，均強調公司風險承擔會影響公司績效 (Wiklund & Shepherd, 2003)，然而文獻上也認為管理者會因為生涯的考量與保護私有利益而避免風險承擔，甚至捨棄會提升公司價值的專案

- (Amihud & Lev, 1981)。公司的投資決策涉及風險程度，是公司價值提升的重要來源 (John, Litov & Yeung, 2008)，亦即從股權擁有者角度來看，風險承擔是公司價值創造的重要來源，然而從管理者角度來看，風險承擔會提高其職涯風險，破壞其既有的私有利益，因此本文探討家族所有權特性與公司治理對公司風險承擔的影響，正可以瞭解個人 (經理人) 與公司，在風險承擔上如何取得平衡，又外部機制如何影響此種平衡，以創造公司與個人最大之價值。
2. 過去文獻探討風險承擔行爲，並無考量組織文化特性對此議題之影響，然而家族企業長久以來，被認爲是所有權人和管理者合一的代表組織類型，家族個人與公司目標的一致性，故能確保公司決策的有效性 (Randoy & Goel, 2003; Schulze, Lubatkin & Dino, 2003)，加上所有權者 (家族) 即爲重要決策者，因此較能有效地利用公司資源創造財富，使得家族企業較能對風險做出反應。此外，當家族企業承擔高於平均的財務風險時，此種壓力將會致力於潛在成功的最大化；所以，家族企業會比非家族企業更能承擔財務性風險。但另一方面，也有文獻指出，家族企業的管理能力有限、人才庫的缺乏、較保守的管理思維等都不利於公司的風險承擔。因此，本研究將從家族的所有權特性出發，探討家族對公司風險承擔行爲的影響，以驗證台灣家族企業在風險承擔上是支持何種理論。
  3. 過去針對風險承擔行爲的研究，並未將管理者身份作區分，但處於不同所有權特性下的管理者，是否表現出不同的思維，進而影響其風險承擔行爲，文獻上並未深入著墨，Solomon, Lin, Norton & Solomon (2003) 針對台灣家族企業所做的研究即指出，家族企業中的非家族經理人多由家族董事所指派，因此非家族經理人在進行決策上，常會受到家族成員的牽制與監控，因此非家族經理人在家族特性的壓制下是否表現出不同的風險承擔行爲，有待驗證。藉由本研究的實證，將可瞭解家族企業中，家族經理人與非家族經理人，在家族的氛圍與非正式監督機制下，兩者對風險承擔的差異。
  4. Wiseman & Gomez-Meija (1998) 指出，公司層次的監理結構是影響管理者風險選擇的重要因素。但家族企業由於家族獨特的誘因與權力結構 (Anderson & Reeb, 2003)，使得家族企業常將公司視爲一種傳承的資產，領導風格也偏向權威式領導，再加上家族企業用人政策較狹隘，導致資訊的獲取較爲缺乏。若家族企業有較開放的監理結構，引進外部專業人

才，則是否會對家族企業風險承擔行為產生差異性之影響，文獻上並無探討。因此，本研究將從家族企業內部治理機制的差異，探討不同所有權特性與不同監理機制下，風險承擔行為的差異，以填補文獻上對此議題研究之不足。

## 貳·文獻探討與研究假說

風險的選擇不只影響公司內部人與管理者的所有權，更會影響他們可以從中劫取的私有利益。過去代理問題強調，風險行為受所有權結構與公司治理結構影響深，因此本研究首先針對所有權結構如何影響公司風險承擔作探討，其次再加入公司治理機制的調節，以瞭解所有權型態、公司治理機制的不同，如何影響公司的風險承擔。

### 一、所有權結構對風險承擔之影響

積極進取的創業精神與強烈的家族凝聚力，是家族企業成功的主要因素 (Yen, 1994)。也因為如此，家族企業在許多管理特性上迥異於非家族企業。例如，比起非家族企業裡契約關係的合作方式，家族企業的團結合作態度更受到家族關係所產生的信任感與利他主義影響 (James, 1999; Pollak, 1985)。此外，由代理關係所衍生的代理成本、資訊不對稱與經理人道德危機，也因為家族企業所有權與經營權合一、家族的緊密關係、家族成員間互相分享資訊及目標一致等而降低。在亞洲，家族企業管理型態更與西方的家族企業不同。如清楚的層級制度、權威主義 (Zapalska & Edwards, 2001)、溫和的專制領導、集體主義以及強調順從而非個人主義 (Begley & Tan, 2001) 等，皆塑造了亞洲企業獨特的管理型態。其中，華人所領導的家族企業更深受儒家思想所影響，父權主義的重視便是一大特性，亦即，華人家族企業在制定決策時，會傾向由企業的最高領導者作最終的衡量裁定，使下屬較難參與公司的決策制定。Feltham, Feltham & Barnett (2005) 也提到，家族企業在制定決策時傾向於過度依賴單一的決策制定者，因此，在家族企業中，高階經理人的個人特性比起非家族企業的高階經理人，更影響企業的決策制訂。所以，本研究從代理理論、管家理論與資源依賴理論出發，探討家族所有權結構與風險承擔二者間的關係。

## (一)代理理論 (Agency Theory)

Jensen & Meckling (1976) 認為，在所有權與控制權分離的情況下，若管理者持有股權較少，會產生個人利益與公司目標間之衝突，使得管理者以追求自身利益為目的，進而犧牲組織與股東權益。然而，La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer (1999) 的研究發現，世界上許多的公司都是由家族企業或是國家所控制，股權傾向集中在少數控制股東與管理者身上，而控制股東可以透過金字塔結構與交叉持股方式，剝削小股東的利益，因此所有權與控制權分離所造成的代理問題，遂轉為大股東與小股東間的核心代理問題 (Bebchuk, Kraakam & Triantis, 2000；Claessens, Djankov, Fan & Lang, 2002)。以利益輸送角度來說，當國家有較差的投資者保護政策且所有權結構較為集中時，經理人會透過利益輸送的方式，剝削股東的利益；尤其是在金字塔式的所有權結構中，控制股東會以較低之現金流量權以掌握較高的控制權，因此當控制股東有高的現金流量權時就會將利益輸送於個人身上，以致損害投資者與少數股東權益。所以，在選擇投資方案時較偏好高風險承擔的方案。由於過去研究發現，在新興亞洲國家，大部分公司的股權皆集中在控制股東身上 (La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999；Claessens, Djankov & Lang, 2000；Lemmon & Lins, 2003)，尤其，台灣的法治環境，投資者保護較弱，家族企業中的核心代理問題較傳統代理問題嚴重。因此，若從核心代理問題來看，本研究認為家族企業承擔風險會高於非家族企業。

## (二)管家理論 (Stewardship Theory)

有別於代理理論的觀點，管家理論不是完全地以自身利益為動機，而必須考慮到管理者的心理與社會需求。管家理論認為，管理者親近於組織且認同組織 (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997)，故不會和股東的利益產生衝突。由於管理者忠於公司且是公司資產的好管家，因此，將能提升公司績效與達到股東價值最大化。在進行投資決策時，管理者會選擇正的淨現值方案，並以追求組織最大利益為目的。Ward (1988) 的研究中發現，家族的成功是建立在信任與忠誠的工作環境上，且有較低的流動率與招募成本；同時，家族企業管理者為了保有家族企業的名譽，並延續家族後代並永續生存 (Anderson & Reeb, 2003)，使得管理者會偏向選擇較低風險承擔的投資方案，規避風險，以維護家族的聲譽。因此，從管家理論觀點，家族企業風險承擔應較低。

### (三)資源依賴理論 (Resource Dependence Theory)

代理理論、管家理論皆是強調公司風險承擔的動機與誘因，但公司是否有能力承擔風險，文獻上未加以著墨。本研究認為，探討公司風險承擔除了動機與誘因外，公司資源的多寡，更是風險承擔的重要考量。根據資源依賴理論觀點，企業為了獲取資源提升競爭力，會與持有重要資源的企業或個人相互合作與連結 (Barney, 1991; Peteraf, 1993)。但是在家族企業裡，家族所聘任的員工大都與家族有關係，加上家族有屬於自己的語言，使成員更有效地溝通與資訊交流，更加鞏固家族關係間的忠誠度與信任感 (Tagiuri & Davis, 1996)，但是緊密的家族關係使家族企業無法與外部資源進行互動，且由於家族成員大都於該企業中就職，將限制企業從外部聘僱優秀人才的能力，也限制企業從外部獲取更優質資源的能力。此將導致家族在進行任何評估與投資決策，錯估形勢或進行不當的決策，且家族成員可能為了鞏固自己的地位，排除非家族成員所提供的資訊，使有能力的非家族成員無法參與投資決策，以致無法幫助企業進行正確的投資判斷。因此，家族企業在獲取資源上，較非家族企業不具完整性，以致家族企業可能不自覺的選擇風險較高的投資決策。所以從資源角度來看家族企業的風險承擔，本研究認為家族企業風險承擔會高於非家族企業。

綜合以上文獻可發現，從代理理論、管家理論與資源依賴角度來檢視家族企業的風險承擔行為，有其不一致性。

但由於台灣家族企業核心代理問題嚴重，且加上外部資源取得的不完整性，因此本研究推論，在台灣，代理理論與資源依賴理論對家族企業風險承擔行為的影響將大於管家理論的影響，使得家族企業風險承擔行為較非家族企業高，假說如下：

**假說 1.1：相較於非家族企業，家族企業風險承擔程度較高。**

此外，臺灣家族企業的控制權大都集中在所有權人身上，在如此的集權式領導架構中，家族所控制的企業會較偏好任用與家族有關聯或是較為友好的高階管理者，而不是任用外部的專業管理者，亦即家族經理人是因其家族關係而擁有權力，而非其專業能力上有較優於一般人，因此，從專業能力上，家族經理人的風險承擔能力低於非家族專業經理人。然而，家族經理人受到家族企業的保護，且家族企業給予家族經理人極大的自主權以分配家族企業資源，使得家族經理人受到較少內外部機制的監督，致使在進行任何決策會較少評估風險性決策 (Schulze, et al., 2001; Schulze, Lubatkin & Dino, 2003)，也可能使其在不知不覺中承擔了更多的風險。

但是，若家族企業聘任非家族經理人，必須是具備相當的能力與專業，才能得到家族的信任，因此，較有能力評估投資方案的優劣，且非家族經理人在評估投資決策時，會受到家族成員強大的監督，又由於非家族經理人須要透過企業整體績效的提升來鞏固其在家族企業的地位，因此，非家族經理人將會承擔更風險性的投資方案，以鞏固自身的利益。然而過去研究均顯示，家族企業首重家族的傳承與控制 (McMahon & Stanger, 1995)，再加上家族 CEO 個人能力低於非家族 CEO，因此，本文推論家族企業中的家族經理人風險承擔應低於非家族經理人，因此形成以下假說：

**假說 1-2：在家族企業中，家族經理人相較於非家族經理人風險承擔程度較低**

## 二、所有權結構、公司治理機制與風險承擔之關係

公司背景與監理機制會影響管理者態度與其風險承擔行為 (Lumpkin & Dess, 1996; Lyon, Lumpkin & Dess, 2000)，尤其是公司治理系統不同，所影響的公司行為與決策就有顯著的不同。過去文獻將公司治理系統大多區分為市場導向和網絡導向 (Weimer & Pape, 1999)，以市場為導向描述公司治理的國家有美國、英國、加拿大和澳洲等，其特點是有一個活絡的外部控制市場，就如同獨立股東影響管理者做決策。相反地，以網絡為導向的公司治理，權力集中在少數的家族手中，主要是由於家族企業較具有穩定關係且與股東形成特殊的網絡，影響公司營運深。

在公司治理機制中，董事會在公司策略決策裡扮演積極的角色 (Johnson, Daily & Ellstr, 1996; Pearce & Zahra, 1992)，也是取得內外部重要資訊的機制，好的董事會，不僅可以是組織疆界的守護與開創者，更可以對公司做出有價值的策略貢獻，Brewer (1985) 就認為，董事會是公司做出重大國際決策的主要決策機構，且在代理理論中，將董事會視為監督管理者的機制，代理理論假定股東和經理人目的是使個人財富最大化，但是兩者目標經常是相互衝突的；股東以及所有權人對於管理者財務風險有不同的態度，股東較偏好高風險性活動，能夠透過股票來分散風險，且為了使股東利益最大化，因此會選擇較高風險性活動 (Jensen & Meckling, 1976)；相較於股東而言，管理者由於有無法分散的事業風險，且為了鞏固自己的工作地位，會有較高的風險規避傾向 (Eisenhardt, 1989)。所以為了保護股東的利益，董事會遂成了限制管理者取得個人利益的重要機構 (Jensen & Meckling, 1976)；也是驅使管理者承擔高風險



的重要監督機制。因此本研究將探討不同所有權特性與董事會運作對公司承擔風險的影響，以瞭解不同所有權特性在不同的董事會運作下，是否表現出不同的風險承擔行爲。本文董事會運作包括董事會規模、外部董事之比例、董事長兼任總經理等，進行探討。

### (一)董事會規模與風險承擔之關係

Daily & Dalton (1994) 與 Daily (1995) 指出，董事會扮演家族企業或是小型公司的資源依賴角色，提供組織資源與服務，且董事會由不同背景、技術、以及專業人員所組成，並依董事會成員個人經驗提供有利於組織的策略建議 (Bacon, 1973; Zahra & Pearce II, 1989)。因此當董事會規模大時，董事會所集結的知識是較多元性的，提供的資源與關係也較多，其監督較強。相反的，Vafeas (2000) 認爲，董事會規模越小，將更能了解企業的狀況且更具有監督能力，所以在進行投資決策時，董事會成員將發揮監督力量，以利評估企業的各项投資決策。Andres, Azofra & Lopez (2005) 亦認爲，規模較大的董事會，會增加董事會間溝通與協調的問題，使其僵化，導致規模較大的董事會較規模小的董事會有較差的效率與監督力量，且不易達成共識。因此在進行風險投資決策時，董事會規模較大者，不易通過，只有風險低之投資方案才比較容易通過，所以將會使企業選擇風險規避的投資方案。此外，在家族企業中，董事成員多爲與家族有關係之人士擔任，因此，即使董事規模大，未必就能爲家族企業帶來不同的專業與多元知識，藉以判斷風險。因此，本文推論，規模大的董事會，公司風險承擔較低，建立之假說爲：

假說<sub>2-1</sub>：在家族企業中，董事會規模越大，風險承擔越低。

### (二)外部董事之比例與風險承擔之關係

董事會具有效率性是因其由各種不同種類之董事所組成 (Lorsch & MacIver, 1989)，其中研究內、外部董事所佔比例，以及不同類型的董事其所具有的能力在公司所扮演的角色，將有助於公司的發展 (Mizuchi, 1983)。然而，董事會組成也會影響到公司策略。Johnson, Hoskisson & Hitt (1993) 發現，外部董事較有可能使公司改造；Judge & Zeithaml (1992) 則認爲，內部董事傾向較少參與策略規劃。此外，董事會組成及其結構與 CEO 的某些特質有關係，也會影響到公司策略；Pearce & Zahra (1992) 研究發現，外部董事與公司策略改變是有關係的。內部董事是公司獲取重要的知識來源，扮演關鍵性角色 (Kesner, 1987)，是由於內部董事在參與決策過程中較能接近公司資訊且選擇符

合公司的策略方案 (Baysinger & Hoskisson, 1990)。然而，內部董事較不適合扮演監督者角色，在作決策時缺少客觀性且較可能會支持個人利益之目標；因此，其主張風險策略，亦是因為此結果是有助於或甚至於保護其個人利益。相反地，外部董事較具客觀性以監督管理者，並具有廣泛的經驗及與外部有密切的連繫 (Jensen & Meckling, 1976; Kesner, 1987; Mizruchi, 1983)，外部董事在代理衝突過程中，具有關鍵中介效果，以代表整體股東利益 (Rechner & Dalton, 1991)。但是，外部董事由於較無法深入了解公司本身狀況，且較缺乏時間以獲取資訊，因此在進行決策時無法提供較具體的建議給公司 (Lorsch & MacIver, 1989)。John, Litov & Yeung (2008) 認為，公司內部人員的個人利益會影響公司的投資風險，內部人員會透過擷取公司資源以追求個人利益，且為鞏固自身地位而選擇較為保守的投資案，承擔較低的風險，犧牲股東的權益。因此，在董事會中，內部董事比例越高，就算處於有好的投資者保護政策和更有效的監督機制之外在環境，在保護其職位前提下，仍會選擇承擔很低風險；但是，同樣情況，若公司外部董事比例越高，將選擇更高且更合理風險承擔的投資案。因此，董事會若引進外部董事，則監督機制提高，並願意承擔較高風險。因此本研究之假說為：

假說 2.2：在家族企業中，外部董事比例越高，風險承擔越高。

### (三) 董事長兼任總經理與風險承擔之關係

董事長兼任總經理的優劣，在過去已受到學術界與實務界廣泛的重視關注 (Dalton, Daily, Ellstrand & Johnson, 1998)，董事長兼任總經理最關鍵的問題在於，總經理在公司管理與控制上擁有過多的權力。首先，在台灣企業中，總經理的權力相當高，假若董事長兼任總經理，將降低董事會的獨立性 (Rechner & Dalton, 1991)，使得總經理有更多的機會，透過職權追求有利於自身利益的策略，因此有可能選擇高風險的策略，以擴大其財富，使得公司風險承擔能力提高。另一方面，董事長兼任總經理，增加總經理和董事會之間的資訊不對稱 (Eisenhardt, 1989)，由於總經理對公司內部情況有相當的知識，但是不一定會全然將所有的資訊提供給董事會成員，使得彼此對公司資訊的掌握程度不一致，所以在進行投資方案決策時，兼任所產生的資訊不對稱性，會使得總經理偏好高風險性投資策略，以達個人價值最大化，但其他董事成員不會察覺或是無能力監督。但是，從管家理論角度來看，Weir & Laing (2001) 認為，董事長兼任總經理，會有更多資訊了解公司營運狀況，因此在進行任何投資決策時，會考慮到公司本身有限的資源與創造股東價值最大化。此外，Donaldson &

Davis (1991) 認為，總經理會犧牲個人利益藉以成就組織最大利益為考量，因此會偏好低風險策略，以維護公司永續經營。由於台灣家族企業，董事長若兼任總經理，其守護家族資產的意識會更高，因此，本文認為董事長兼任總經理，將使得家族企業承擔較低的風險，假說如下：

假說 2.3：在家族企業中，若董事長兼任總經理，則公司風險承擔越低。

## 參 · 研究方法

### 一、資料來源與樣本選擇

本研究以 2001 年至 2008 年間台灣上市上櫃共 1208 家公司為樣本，進行假說驗證，並以 Panel Data Analysis 進行研究模型之分析，藉以檢定家族所有權、公司治理與風險承擔間之關係。此外，由於金融與保險產業行業特性特殊，因此本研究將之排除，財務資料來源為台灣經濟新報資料庫 (TEJ) 及各公司年報。

### 二、研究模型

由於本文資料兼具橫斷面與時間動態特質，因此採用 Panel Data Analysis 進行分析。研究模型為：

$$RK_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FB_{i,t} + \alpha_2 BODSIZE_{i,t} + \alpha_3 OUTBOD_{i,t} + \alpha_4 DUAL_{i,t} + \alpha_5 GROWTH_{i,t} + \alpha_6 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$RK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FCEO_{i,t} + \beta_2 BODSIZE_{i,t} + \beta_3 OUTBOD_{i,t} + \beta_4 DUAL_{i,t} + \beta_5 ROWTH_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \pi_{it} \quad (2)$$

$$RK_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 FB_{i,t} + \gamma_2 BODSIZE_{i,t} + \gamma_3 OUTBOD_{i,t} + \gamma_4 DUAL_{i,t} + \gamma_5 FB_{i,t} * BODSIZE_{i,t} + \gamma_6 FB_{i,t} * OUTBOD_{i,t} + \gamma_7 FB_{i,t} * DUAL_{i,t} + \gamma_8 GROWTH_{i,t} + \gamma_9 SIZE_{i,t} + \delta_{it} \quad (3)$$

### (一)所有權特性對風險承擔之影響

本研究以模型(1)驗證假說 1-1，即在不同所有權結構下，經理人<sup>3</sup>對風險承擔的差異性；並加入董事會規模 (BODSIZE)、內外部董事比例 (OUTBOD)、董事長兼任總經理 (DUAL) 以及規模 (SIZE) 與成長 (GROWTH) 為控制變數， $\epsilon_{i,t}$ 為模型之殘差項，且 $\epsilon_{i,t} \sim N(0,1)$ 。

### (二)經理人型態對公司風險承擔之影響

本研究以模型(2)驗證假說 1-2，即在家族所有權中，家族經理人 (FCEO) 與非家族經理人 (NFCEO)，對風險承擔的差異性。其中，FCEO 代表第 i 家家族公司在會計年度 t 的總經理 (CEO) 為家族成員； $\pi_{i,t}$ 為模型之殘差項，且 $\pi_{i,t} \sim N(0,1)$ 。

### (三)所有權結構、公司治理機制與風險承擔之關係

本研究以模型(3)驗證假說 2-1 至假說 2-4，並以家族與董事會相關變數之交叉相乘項加以檢定。其中，FB \* 董事會相關變數，代表第 i 個家族公司與各董事會相關變數的交互作用對公司風險承擔的影響， $\delta_{i,t}$ 為模型之殘差項，且 $\delta_{i,t} \sim N(0,1)$ 。

## 三、研究變數之操作型定義

### (一)依變數

風險指標變數 (RK)：本研究參考薛健宏 (2008) 的研究，以資產報酬率標準差作為風險衡量變數，並將資產報酬率標準差定義如下：

$$\sigma(\text{ROA}) = \sigma\left(\frac{\text{稅前息前折舊前之常規性淨利}}{\text{平均資產總額}} * 100\%\right)$$

### (二)自變數

1. 家族企業 (FB)：本研究參考 La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer (1999) 定義，以「最終控制者」持股比例與家族成員在董事會之席次，來做為判定的標準。所謂「最終控制者」定義為家族成員 (包含配偶) 等直接或

<sup>3</sup> 本研究所指之經理人以總經理為代表。

間接控制公司及持有多數股份的所有權者。最後本研究參考葉銀華 (1999) 對家族企業的定義，將家族企業 (FB) 標準設定為上市、上櫃公司中最終控制者所持有的比率超過 10%，且家族成員的董事會席次超過董事成員總數一半的企業視為家族企業 (FB)，並設為「1」，若不符合上述條件則標示為「0」。

2. **家族經理人 (FCEO)**：代表第  $i$  家家族公司在會計年度  $t$  的總經理 (CEO) 是否為家族成員之虛擬變數，若由家族成員擔任總經理 (FCEO) 則為 1，否則為 0。

### (三) 公司治理相關變數

1. **董事會規模 (BODSIZE)**：Bacon (1973) 認為董事會規模較大，有較多元的教育、技術與產業背景，因此對公司的經營政策能夠提出較多的意見和建議；相對地，若董事會規模較大時，則董事會的效率也會因整合及解決成本之間的意見與溝通程序問題而變差 (Hermalin & Weisbach, 2001)；因此本研究以董事會人數代表董事會規模。
2. **外部董事之比例 (OUTBOD)**：根據 Bacon (1973) 針對 855 家擁有外部董事的公司進行研究，發現 41% 的外部董事具有律師、投資專家甚至是顧問專家，皆顯示出外部董事將能扮演好角色，並能夠為公司提出意見以及建議；因此，Fama & Jensen (1983) 認為，外部董事在執行決策上是有獨立的地位性且較重視本身的聲譽，因此相較於內部董事而言較不會有自利動機。本研究以外部董事人數除以董事會規模作為衡量。
3. **董事長兼任總經理 (DUAL)**：Booth, Cornett & Tehranian (2002) 認為，董事長兼任總經理會造成權力集中，使利益衝突更加惡化並降低監督效能。當董事或董事長兼任總經理的情形時，董事會對總經理的監督能力降低 (楊朝旭、蔡柳卿，2003)，而不易更換 CEO。本文以該公司董事長兼任總經理情形者以「1」表示，否則為「0」。

### (四) 控制變數

1. **公司成長機會 (GROWTH)**：在成長中的企業，若企業成長機會較大，經理人會受到這些機會影響而願意承擔風險。Myers & Majluf (1984) 認為，市場價值比帳面價值比例越高時，公司的未來投資機會將越高；因此，本研究以企業的市場價值與帳面價之比，作為此變數之衡量。

**2.公司規模 (SIZE)：**一般而言，規模大的公司較於規模小的公司擁有資源，因此有能力承擔較高的風險性決策；除此之外，當公司規模越大，管理者目標不見得和投資者具有一致性，所以更會影響管理者擁有公司較大股權的能力與意願。本研究以期末總資產取自然對數以衡量公司規模大小。

## 肆·實證結果與分析

本研究以 2001~2008 年臺灣上市櫃公司為研究樣本，進行實證模型的驗證與分析，首先，進行敘述性統計、獨立樣本單變量 t 檢定及 Pearson 相關分析，以了解樣本特徵，其次以 Panel Data Analysis 進行假說驗證。

### 一、基本敘述性統計分析

本研究共有 9665 個觀察值，其中家族樣本 4182 個觀察值，非家族樣本為 5043 個觀察值。家族企業 (FB) 的平均數為 45.3%，代表台灣有接近半數的上市上櫃公司為家族企業。在表一中顯示，家族企業風險承擔的平均數為 2.149，非家族企業風險承擔的平均數為 2.311，而在差異 t 檢定與 Mann-Whitney U 檢定中，均存在顯著差異結果，初步顯示家族企業較非家族企業承擔風險程度較低。在自變數方面，不論是家族企業或非家族企業的董事會成員平均皆為 9 人。外部董事之比例，家族企業為 0.260，非家族企業外部董事之比例為 0.459，在差異 t 檢定與 Mann-Whitney U 檢定中呈現顯著差異，即非家族企業外部董事比例高於家族企業外部董事的比例。在家族企業之董事長兼任總經理平均數為 0.287，非家族企業之董事長兼任總經理平均數為 0.326，顯示出家族企業董事長兼任總經理較非家族企業之董事長兼任總經理低。控制變數方面，公司成長機會 (GROWTH) 與公司規模 (SIZE) 的平均數分別，家族企業為 0.001 與 15.255，非家族企業為 0.002 與 14.898，平均數差異 t 檢定及無母數 Mann-Whitney U 差異檢定，均顯示有顯著差異。以上單變量分析顯示，家族與非家族企業的財務特性有極大的差異。

表一 家族企業與非家族企業之差異性檢定

變數	平均數			中位數		
	家族 樣本	非家族 樣本	差異檢定 t 值	家族 樣本	非家族 樣本	Mann-Whitney U 差異檢定 Z 值
RK	2.149	2.311	-3.467***	1.450	1.737	-6.916***
BODSIZE	9.050	9.583	-9.719***	8.000	10.000	-16.746***
OUTBOD	0.260	0.459	-41.765***	0.250	0.429	-42.292***
DUAL	0.287	0.326	-4.049***	0.000	0.000	-4.046***
GROWTH	0.001	0.002	-9.506***	0.001	0.003	-13.173***
SIZE	15.255	14.898	12.250***	15.107	14.701	-13.300***
N	4182	5043		4182	5043	

說明：\*達 10%顯著水準，\*\*達 5%顯著水準，\*\*\*達 1%顯著水準。

本研究更進一步探討家族企業樣本中由家族成員所擔任的經理人與非家族成員所擔任的經理人，其間的差異，並以平均數差異 t 檢定與中位數 Mann-Whitney U 差異檢定 Z 值驗證之，如表二所示。在風險承擔方面，由家族成員所擔任經理人的風險承擔平均數為 2.110，非家族成員所擔任的經理人，風險承擔值為 2.293，初步顯示家族經理人承擔風險的程度低於非家族經理人。中位數檢定，也出現同樣的結果。然而，在統計方法上，單變量分析是在不放入其他控制變數時，對主要變數所做的差異性檢測，而多變量分析主要在衡量，當考量其他變數對模型影響後，主要自變數對依變數的影響，由於過去文獻均指出，公司風險承擔相關議題，必須建立在不同組織內涵、結構與特性上進行探討 (Naldi, et al., 2007; John, Litov & Yeung, 2008; Wang, 2008)，因此本文以考量其他變數後之多變量分析結果，作為實證結果的闡述。

表二 家族經理人與非家族經理人各變項差異性檢定

變數	平均數			中位數		
	家族經理人	非家族經理人	差異檢定 t 值	家族經理人	非家族經理人	Mann-Whitney U 差異檢定 Z 值
RK	2.110	2.293	-3.623***	1.428	1.520	-6.824***
BODSIZE	8.797	9.580	-13.251***	8.000	9.000	-15.981***
OUTBOD	0.261	0.415	-28.333***	0.250	0.226	-43.714***
DUAL	0.318	0.305	1.203	0.000	0.000	-3.979***
GROWTH	0.001 <sup>4</sup>	0.002	-6.272***	0.001	0.003	-14.725***
SIZE	15.074	14.953	3.720***	14.998	15.572	-16.647***
N	2813	1369		2996	1427	

說明 1：RK：風險變數，FB：家族企業，BODSIZE：董事會規模，OUTBOD：外部董事比例，DUAL：董事長兼任總經理，GROWTH：公司成長機會，SIZE：公司規模。

說明 2：\*達 10%顯著水準，\*\*達 5%顯著水準，\*\*\*達 1%顯著水準。

而在相關分析方面，本文以 Pearson 相關分析探討變數間之相關性，呈現如表三所示。表三顯示，家族企業 (FB) 與風險承擔 (RK) 雖呈顯著負相關，然相關係數值極小 (-0.037)，顯示家族企業與風險承擔存在關連性；家族經理人 (FCEO) 與風險承擔 (RK) 呈負相關且顯著 (係數值為-0.039)，顯示家族企業中若為家族經理人，則承擔風險程度較低。同時表中，各變數之間的相關係數並不高，多數的變數皆在 0.5 以下，僅在家族企業 (FB) 與家族企業經理人 (FCEO) 之相關係數為 0.727，但這個高度相關變數並不會出現在同一個模型中。然而，本研究後續計算各變數之變異膨脹因素 (Variance Inflation Factors, VIF)，檢視變數間是否存在共線性問題，變數的 VIF 值均小於 10，表示各變數之間的共線性程度並不嚴重，因此可忽略共線性問題。

<sup>4</sup> 家族經理人 GROWTH 平均數為 0.00134，非家族經理人 GROWTH 的平均數為 0.00165，本文取小數點第三位，並以第四位四捨五入至第三位之方法，將數字放入表中。



表三 Pearson 相關係數表

	RK	FB	FCEO	BODSIZE	OUT	DUAL	GROWTH	SIZE
RK	1							
FB	-.037**	1						
FCEO	-.039**	.727**	1					
BODSIZE	-.062**	-.101**	-.137**	1				
OUTBOD	.139**	-.409**	-.291**	.086**	1			
DUAL	.0190	-.042**	.013	-.173**	.038**	1		
GROWTH	.137**	-.129**	-.085**	-.016	.119**	.006	1	
SIZE	-.077**	.127**	.038**	.285**	-.248**	-.137**	-.057	1

說明 1：RK：風險變數，FB：家族企業，FCEO：家族經理人，BODSIZE：董事會規模，OUTBOD：外部董事比例，DUAL：董事長兼任總經理，GROWTH：公司成長機會，SIZE：公司規模。

說明 2：\* 在顯著水準為 0.05 時 (雙尾)，相關顯著\*\*，在顯著水準為 0.01 時 (雙尾)，相關顯著。

## 二、多變量迴歸分析結果<sup>5</sup>

### (一) 家族企業對風險承擔程度關係之實證分析

表四為模型 1 之固定效果迴歸分析結果。首先，個別看自變數與控制變數對風險承擔的影響，表四模式 1 為未放入控制變項之實證結果。結果顯示，家族企業 (FB) 與公司風險承擔 (RK) 呈正相關且達 1% 顯著水準 (係數為 0.139,  $p=0.092$ )，表四模式 2 為放入控制變項後之全模型實證結果，結果亦顯示家族企業與公司風險承擔呈正相關 (係數為 0.181,  $p=0.091$ )，顯示出家族企業，風險承擔程度較高，符合本文假說 1-1 「相較於非家族企業，家族企業風險承擔程度較高」的推論。此結果顯示，台灣家族企業由於股權皆集中在少數控制股東身上，核心代理問題 (型 I) 較傳統代理問題 (型 II) 嚴重，較有誘因行使高風險計畫，圖利自己與家族，再加上家族人才庫缺乏，管理資源不足以辨識投資風險，使得家族企業風險承擔行為高於非家族企業。

<sup>5</sup> 要測試本研究之統計是否適用 panel data analysis。本研究首先採用 likelihood ratio test 以驗證統計模式與樣本適用 panel data analysis 或 ordinary least squared (OLS) analysis。若其 F 值顯著，則適用 panel data analysis。但是 panel data analysis 有固定效果 (fixed effects) 與隨機效果 (random effects) 兩種效果。因此要採用 Hausman test 來驗證，若屬顯著，則適用固定效果 (fixed effects)，否則應採用隨機效果 (random effects)。

表四 家族企業對風險承擔影響之固定效果迴歸分析結果

$RK_{i,t} = a_0 + a_1 FB_{i,t} + a_2 BODSIZE_{i,t} + a_3 OUTBOD_{i,t} + a_4 DAUAL_{i,t} + a_5 GROWTH_{i,t} + a_6 SIZE_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
變數	預期方向	模式 1	模式 2
C	?	2.288*** (9.104)	10.225** (6.841)
FB	+	0.139* (1.809)	0.181* (1.743)
BODSIZE	-	-0.005 (-0.226)	-0.000 (-0.013)
OUTBOD	+	0.067 (0.454)	-0.287 (-1.299)
DUAL	-	0.091 (1.148)	0.008 (0.076)
GROWTH	+		100.847*** (4.806)
SIZE	+		-0.522*** (-5.591)
R-squared		0.467	0.481
Adjusted R <sup>2</sup>		0.360	0.369
F value		4.372***	4.308***
觀察值		6542 <sup>6</sup>	4074

說明 1：RK：風險變數，FB：家族企業，BODSIZE：董事會規模，OUTBOD：外部董事比例，DUAL：董事長兼任總經理，GROWTH：公司成長機會，SIZE：公司規模。

說明 2：\*達 10%顯著水準，\*\*達 5%顯著水準，\*\*\*達 1%顯著水準。

## (二) 家族經理人對風險承擔關係之實證分析

此外，本研究爲了釐清風險承擔程度會否因經理人的不同身份而有差異，進一步將家族企業的經理人依其是否來自家族，分爲家族經理人 (FCEO) 與非家族經理人 (NFCEO)，並以家族經理人 (FCEO) 虛擬變數進行檢定，分析結果如表五所示。

由表可五知，在未加入公司治理變項時 (模式 1)，家族 CEO (FCEO) 的風險承擔係數爲-0.181，達 5%顯著水準，再加入公司治理變數後，係數爲-0.179，仍達到 5%的顯著水準，支持本文研究假說。顯示，在家族企業中，

<sup>6</sup> 本研究共有 9665 個觀察值，其中家族樣本 4182 個觀察值，非家族樣本爲 5043 個觀察值，表四係探討若上市櫃公司爲家族企業對風險承擔的影響，而非只條件於家族企業樣本，因此會有觀察值筆數高於家族樣本筆數的現象。

家族經理人風險承擔程度小於非家族經理人。在家族企業中，經營首重企業的傳承，因此，如何在世代交替中仍能維持家族對公司的控制，是管理者的首要課題。而當家族企業的管理者在進行財務決策時，也將問題的重心放在此決策是否會影響家族對企業的控制，其次才是對複雜財務問題的廣泛評估 (McMahon & Stanger, 1995)。正因為如此，家族企業在用人政策上，會優先採用與家族有關的成員，也由於創立者不願意放棄其控制權，因此會安排家族成員擔任重要的管理職位，亦即，經理人會獲得管理上的職位，與其管理知識及能力並沒有太大的相關，使得家族經理人風險承擔程度較低。Semkow (1994) 即指出，當非家族成員的能力被限制住，而擔任重要管理職位的家族成員並沒有足夠的能力使企業維持營運及成長時，會對公司價值有負面影響。相較之下，非家族經理人是經過重重嚴格地篩選，從外部徵選出的具專業知識及有能力的人才，其承擔風險的能力將優於家族經理人，因此，家族經理人風險承擔程度低於非家族經理人。

表五 經理人屬性對風險承擔之迴歸分析結果

RK <sub>i,t</sub> =β <sub>0</sub> +β <sub>1</sub> FCEO <sub>i,t</sub> +β <sub>2</sub> BODSIZE <sub>i,t</sub> +β <sub>3</sub> OUTBOD <sub>i,t</sub> +β <sub>4</sub> DUAL <sub>i,t</sub> +β <sub>5</sub> ROWTH <sub>i,t</sub> +β <sub>6</sub> SIZE <sub>i,t</sub> +π <sub>it</sub>			
變數	預期方向	模式 1	模式 2
c	?	3.799*** (7.456)	3.088*** (5.802)
FCEO	-	-0.181** (-2.057)	-0.179** (-2.044)
BODSIZE	-		-0.033** (-2.408)
OUTBOD	+		1.139*** (5.532)
DUAL	-		0.005 (0.060)
GROWTH	+	256.523*** (7.202)	241.08*** (4.803)
SIZE	+	-0.122*** (-3.938)	-0.073** (-2.214)
R-squared		0.02	0.04
Adjusted R <sup>2</sup>		0.02	0.04
F value		24.234***	18.148***
觀察值		2930	2909

說明 1：RK：風險變數，FB：家族企業，BODSIZE：董事會規模，OUTBOD：外部董事比例，DUAL：董事長兼任總經理，GROWTH：公司成長機會，SIZE：公司規模。

說明 2：\*達 10%顯著水準，\*\*達 5%顯著水準，\*\*\*達 1%顯著水準。

### (三)所有權型態、公司治理與風險承擔關係之實證分析

#### 1.家族企業與董事會規模對風險承擔關係之分析

表六 家族企業與董事會規模對風險承擔之固定效果迴歸分析結果

$RK_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 FB_{i,t} + \gamma_2 BODSIZE_{i,t} + \gamma_3 OUTBOD_{i,t} + \gamma_4 DUAL_{i,t} + \gamma_5 FB_{i,t} * BODSIZE_{i,t} + \gamma_6 FB_{i,t} * OUTBOD_{i,t} + \gamma_7 FB_{i,t} * DUAL_{i,t} + \gamma_8 GROWTH_{i,t} + \gamma_9 SIZE_{i,t} + \delta_{it}$				
變數	預期方向	模式 1	模式 2	模式 3
c	?	7.956*** (6.461)	10.046*** (6.703)	10.119*** (6.756)
FB	+	0.478 (1.488)	0.747** (1.981)	0.665 (1.535)
BODSIZE	-	-0.022 (-0.752)	0.027 (0.769)	0.029 (0.843)
OUTBOD	+		-0.293 (-1.325)	-0.632** (-2.329)
DUAL	-		0.005 (0.045)	0.274** (1.999)
FB* BODSIZE	-	-0.038 (-1.154)	-0.059 (-1.560)	-0.068* (-1.770)
FB* OUTBOD	+			0.850** (1.992)
FB* DUAL	-			-0.628*** (-3.426)
GROWTH	+	100.324*** (5.229)	100.483*** (4.789)	97.925*** (4.672)
SIZE	+	-0.370*** (-4.812)	-0.528*** (-5.645)	-0.529*** (-5.658)
R-squared		0.464	0.481	0.484
Adjusted R <sup>2</sup>		0.370	0.369	0.372
F value		4.958***	4.307***	4.317***
觀察值		5342	4074	4074

說明 1：RK：風險變數，FB：家族企業，BODSIZE：董事會規模，OUTBOD：外部董事比例，DUAL：董事長兼任總經理，GROWTH：公司成長機會，SIZE：公司規模。

說明 2：\*達 10%顯著水準，\*\*達 5%顯著水準，\*\*\*達 1%顯著水準。

在所有權型態與公司治理機制對公司風險承擔行為影響部分，實證結果如表六所示。由表六模式 1 與模式 2 可知，未放入家族企業考量時，董事會規模 (BODSIZE) 越大，與公司風險承擔呈負相關但不顯著；然而模式 3 顯示，若將家族企業與董事會規模一起考量時 (FB\*BODSIZE)，呈顯著負相關 (係數為-0.068, p=0.1)，符合本研究假說 2-1「在家族企業中，若董事會規模越大，風

險承擔越低」的推論。此結果亦符合 Andres, Azofra & Lopez (2005) 的研究，亦即大的董事會，會增加溝通與協調間困難度，尤其在家族企業中，董事會規模越大，難取得共識，投資案不易通過，因此，風險承擔越低。

2. 家族企業與外部董事比例對風險承擔關係之實證分析

表七 家族企業與外部董事比例對風險承擔之固定效果迴歸分析結果

$$RK_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 FB_{i,t} + \gamma_2 BODSIZE_{i,t} + \gamma_3 OUTBOD_{i,t} + \gamma_4 DUAL_{i,t} + \gamma_5 FB_{i,t} * BODSIZE_{i,t} + \gamma_6 FB_{i,t} * OUTBOD_{i,t} + \gamma_7 FB_{i,t} * DUAL_{i,t} + \gamma_8 GROWTH_{i,t} + \gamma_9 SIZE_{i,t} + \delta_{it}$$

變數	預期方向	模式 1	模式 2	模式 3
c	?	8.251*** (6.733)	10.326*** (6.910)	10.119*** (6.756)
FB	+	-0.010 (-0.078)	-0.171** (-0.919)	0.665 (1.535)
BODSIZE	-		-0.000 (-0.004)	0.029 (0.843)
OUTBOD	+	-0.541** (-2.481)	-0.623 (-2.345)	-0.632** (-2.329)
DUAL	-		0.012 (0.108)	0.274** (1.999)
FB* BODSIZE	-			-0.068* (-1.770)
FB* OUTBOD	+	0.373 (1.253)	0.915** (2.277)	0.850** (1.992)
FB* DUAL	-			-0.628*** (-3.426)
GROWTH	+	105.120*** (5.440)	99.006*** (4.718)	97.925*** (4.672)
SIZE	+	-0.391*** (-5.066)	-0.519*** (-5.557)	-0.529*** (-5.658)
R-squared		0.464	0.482	0.484
Adjusted R <sup>2</sup>		0.371	0.370	0.372
F value		4.967***	4.314***	4.317***
觀察值		5305	4074	4074

說明 1：RK：風險變數，FB：家族企業，BODSIZE：董事會規模，OUTBOD：外部董事比例，DUAL：董事長兼任總經理，GROWTH：公司成長機會，SIZE：公司規模。

說明 2：\*達 10%顯著水準，\*\*達 5%顯著水準，\*\*\*達 1%顯著水準。

在家族企業中，外部董事比例對風險承擔的影響方面，實證結果如表七所示。表七模式 1、2 與 3 顯示，不考量家族因素時，外部董事比例對公司風險承擔呈顯著負相關，但放入家族因素考量後 (FB\*OUTBOD)，係數為正且

達到 5% 顯著水準 (係數為 0.85,  $p=0.050$ )。此檢驗結果顯示，在家族企業中，若外部董事比例越高，公司風險承擔行為越高，符合本研究假說 2-2 「在家族企業中，外部董事比例越高，風險承擔越高」的推論。此結果也顯示，外部董事較具客觀性與具備專業知識，可以為保守的家族企業提供較完整的資訊，並提供廣泛的經驗與外部網絡，提升家族企業承擔風險的能力。

### 3. 家族企業與董事長兼任總經理對風險承擔關係之實證分析

表八 家族企業與董事長兼任總經理對風險承擔之固定效果迴歸分析結果

$RK_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 FB_{i,t} + \gamma_2 BODSIZE_{i,t} + \gamma_3 OUTBOD_{i,t} + \gamma_4 DUAL_{i,t} + \gamma_5 FB_{i,t} * BODSIZE_{i,t} + \gamma_6 FB_{i,t} * OUTBOD_{i,t} + \gamma_7 FB_{i,t} * DUAL_{i,t} + \gamma_8 GROWTH_{i,t} + \gamma_9 SIZE_{i,t} + \delta_{it}$				
變數	預期方向	模式 1	模式 2	模式 3
c	?	7.928*** (6.508)	10.241*** (6.859)	10.119*** (6.756)
FB	+	0.245** (2.426)	0.345** (2.940)	0.665 (1.535)
BODSIZE	-		-0.001 (-0.059)	0.029 (0.843)
OUTBOD	+		-0.306 (-1.385)	-0.632** (-2.329)
DUAL	-	0.085 (0.698)	0.237* (1.738)	0.274** (1.999)
FB* BODSIZE	-			-0.068* (-1.770)
FB* OUTBOD	+			0.850** 1.992
FB* DUAL	-	-0.308** (-2.011)	-0.540*** (-2.988)	-0.628*** (-3.426)
GROWTH	+	100.376*** (5.233)	100.704*** (4.805)	97.925*** (4.672)
SIZE	+	-0.386*** (-5.010)	-0.527*** (-5.649)	-0.529*** (-5.658)
R-squared		0.464	0.482	0.484
Adjusted R2		0.370	0.371	0.372
F value		4.958***	4.324***	4.317***
觀察值		5342	4074	4074

說明 1：RK：風險變數，FB：家族企業，BODSIZE：董事會規模，OUTBOD：外部董事比例，DUAL：董事長兼任總經理，GROWTH：公司成長機會，SIZE：公司規模。

說明 2：\*達 10% 顯著水準，\*\*達 5% 顯著水準，\*\*\*達 1% 顯著水準。

在董事長兼任總經理對公司風險承擔影響方面，實證結果如表八模式 1、2 與 3 所示。當不考慮家族因素時，董事長兼任總經理對公司風險承擔為正且達統計顯著水準，但放入家族因素考量後 (FB\*DUAL)，董事長兼任總經理對公司風險承擔為顯著負 (係數為-0.308~0.628,  $p=0.1$  與 0.001)，此實證結果符合本研究假說<sub>2,3</sub>「在家族企業中，若董事長兼任總經理，則公司風險承擔越低」之推論。Weir & Laing (2001) 就認為，董事長兼任總經理，會有更多資訊了解公司營運狀況，則在進行任何投資決策時，會考慮到公司本身有限的資源與創造股東最大價值，因此會偏好低風險策略。尤其在家族企業，董事長兼任總經理使得決策資訊來源更受限，評估風險的機制更不完善，承擔風險的能力更低。

#### (四)控制變數之實證結果

其餘控制變數之實證研究結果，公司成長機會 (GROWTH) 與公司風險承擔呈正相關且具顯著。亦即，企業若成長機會較大，經理人會受到機會影響而願意承擔風險。而在公司規模 (SIZE) 方面，發現公司規模與風險承擔呈負相關且顯著，此實證結果未支持本研究假說，有可能原因為規模小的公司，在資訊取得與擁有資源都較規模大的公司不完整，以至於在進行任何投資決策時較無法進行審慎的評估，所以較規模大的公司傾向承擔高風險投資決策。

#### (五)穩健性測試

本研究利用不同變數設計藉以驗證實證結果的穩定性。在依變數風險承擔方面，本研究利用股東權益報酬率之標準差，作為本研究模型 1、模型 2 及模型 3 之穩健性測試。在單變量之穩健性分析中，家族企業 (FB) 風險承擔之平均數為 3.273，非家族企業 (NFB) 風險承擔之平均數為 2.880，差異 t 檢定為 1.458，顯著性達到 10%，表示在家族企業中，相較於非家族企業風險承擔程度較高，符合本研究假說「相較於非家族企業，家族企業風險承擔程度較高」之推論。在多變量之穩健性分析中，家族企業 (FB) 對風險承擔 (RK) 程度為正相關但不顯著；模型 2 主要檢驗假說「在家族企業中，家族經理人風險承擔程度顯著異於非家族經理人」的推論，然實證顯示不顯著。模型 3 主要驗證在家族企業中，公司治理結構對公司風險承擔程度之影響。在董事會規模影響上，家族企業董事會規模越大 (FB\*BODSIZE)，公司風險承擔越低，但不顯著；若外部董事之比例 (FB\*OUTBOD) 越高，公司風險承擔程度越高，係數

值為 8.221，且達到 1%之顯著水準，此結果符合本研究假說之推論；在家族企業中，董事長兼任總經理 (FB\*DUAL) 方面，呈正相關但不顯著。

此外為避免內生性、虛象相關、或是倒因為果的質疑，本文在衡量風險承擔的變數方面，亦考量以「超額風險承擔」作為代理變數，包含以下三種衡量方式<sup>7</sup>：(1)RK1：以同期上市、櫃公司標竿，控制產業、規模、權益市值對帳面值比值；(2)RK2：以前期為標竿，考慮股權結構或是董事會結構變動對風險承擔的影響；(3)RK3：以變動值 (change) 對變動值 (change) 進行迴歸，可避免內生性、虛象相關、或是倒因為果的質疑。此三種衡量方式之實證結果具有一致性，各係數之方向一致，惟各係數所達之顯著水準略有差異，茲分別說明如下。

當以 RK1 為風險承擔代理變數時，模型 1 之實證結果為家族企業 (FB) 之係數為 0.006，雖不顯著但與預期方向一致；模型 2 之實證結果為家族 CEO (FCEO) 之係數為-0.012，達到 10%顯著水準，表示家族經理人風險承擔程度顯著低於非家族經理人，支持假說 1-2；此外，模型 3 之實證結果顯示，FB\*OUT 之係數 (0.043) 達到 5%顯著水準，表示家族企業中，外部董事比例越高，則風險承擔程度越高，符合假說 2-2 之預期；家族企業之董事會規模 (FB\*BODSIZE) 和董事長兼任總經理 (FB\*DUAL) 其係數方向皆與預期符合但未達顯著水準。

當以 RK2 為風險承擔代理變數時，其模型 1 之實證結果與上述 RK1 之結果相似，惟模型 2 之實證結果為家族 CEO (FCEO) 之係數 (0.452) 未達到 10%顯著水準；此外，模型 3 之實證結果亦顯示，FB\*OUT 之係數 (0.523) 達到 1%顯著水準，表示家族企業中，外部董事比例越高，則風險承擔程度越高，再度支持假說 2-2 之論證。

當以 RK3 為風險承擔代理變數時，其模型 1 和模型 2 實證結果與上述 RK1 之結果相似，惟模型 2 之實證結果為家族 CEO (FCEO) 之係數 (-0.488)，達到 10%顯著水準，支持假說 1-2；此外，模型 3 之實證結果顯示，FB\*DUAL 之係數為-1.808，達到 1%顯著水準，表示家族企業中，外部董事比例越高，則風險承擔程度越高，支持假說 2-3 之論證。

其次，為避免財務槓桿影響風險承擔程度，本文以企業息前稅前折舊前利益 (EBITDA) 的標準差<sup>8</sup>作為風險承擔衡量，進行進一步的穩健性測試。驗證結果顯示，當以公司 EBITDA 標準差為風險承擔衡量時，家族企業的風險

<sup>7</sup> 感謝評審委員建議。

<sup>8</sup> 感謝評審委員建議。



承擔係數不顯著但方向符合預期，而在家族 CEO 與非家族 CEO 風險承擔差異上，家族 CEO 風險程承擔係數-157910.4，且達 10%顯著水準，此結果與本文研究結果一致。而在家族所有權與公司治理變數交乘項上，實證結果顯示， $FB*BODSIZE$  係數為-45340.12，顯著水準小於 5%，顯示在家族企業中，董事會規模越大，風險承擔程度越低，與本文主要實證結果一致；在家族企業與外部董事比例對風險承擔關係之實證分析上，實證結果不顯著；而在家族企業與董事長兼任總經理，對公司風險承擔程度的影響上 ( $FB*DUAL$ )，係數為-569518.1，達 1%顯著水準，與本文主要實證結果一致，亦即家族企業中，董事長兼任總經理，風險承擔程度越小。過去研究顯示，董事長兼任總經理，會有更多資訊了解公司營運狀況，在進行任何投資決策時，會考慮到公司本身有限的資源與創造股東價值最大化，因此會偏好低風險策略，以維護公司永續經營 (Weir & Laing, 2001; Donaldson & Davis, 1991)。由於台灣家族企業，董事長若兼任總經理，其守護家族資產的意識會更高，因此承擔較低的風險。以上實證結果顯示，若以 EBITDA 的標準差衡量風險承擔，結果仍與本文研究結果大致相若。

此外，在家族企業衡量上，本研究參考 La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer (1999) 的定義，以「最終控制者」持股比例與家族成員在董事會席次做為判定的標準。其中本文以家族成員控制持股% > 20% 且董事席次 > 50% 視為家族企業，進行穩健性分析，藉以瞭解控制持股比例變動是否會影響本文研究結果。研究結果顯示，家族企業 (FB) 與家族經理人 (FCEO) 對公司風險承擔程度之影響，為正向關係但不顯著。在所有權結構與公司治理變數對風險承擔影響上，董事會規模 ( $FB*BODSIZE$ ) 之係數值為-0.067，且達到 10%顯著水準，符合本研究假說之推論；家族企業中，外部董事之比例 ( $FB*OUTBOD$ ) 與風險承擔關係之係數值為 1.302，且達到 1%顯著，與主實證結果相同；家族企業中，董事長兼任總經理 ( $FB*DUAL$ ) 對風險承擔影響方面，係數值為-0.639 且達到 1%顯著，也與主實證結果相同，限於本研究之篇幅，因此穩健性分析並未列於本研究論文中<sup>9</sup>。

## 伍·結論與意涵

本研究以 2001~2008 年臺灣上市櫃公司為樣本，探討家族所有權結構、公司治理機制與風險承擔間之關係。由於過去文獻甚少探討不同所有權結構與

<sup>9</sup> 若有需要，本研究將提供資料。

公司治理機制對風險承擔行為的影響，尤其深處於不同所有權結構下的管理者，是否表現出不同思維進而影響公司風險承擔之行為，文獻上並未有深入研究。本研究之分析結果，將能填補文獻上對此議題討論之不足。本文從代理理論、管家理論與資源依賴理論角度出發，推論出家族企業相較於非家族企業，風險承擔程度較高，而家族企業中若經理人為家族成員，其風險承擔將低於非家族成員。實證結果顯示，相較於非家族企業，家族企業風險承擔程度較高，符合本研究假說，亦即，臺灣的家族企業股權傾向集中在少數控制股東身上，透過金字塔結構與交叉持股方式以剝削股東利益，將個人利益集結於一身，在進行投資決策時，會偏好風險承擔性較高的決策；而在家族企業中，若經理人為家族成員，風險承擔會較低，顯示家族企業經營首重企業的傳承，在用人政策上為維持家族的控制，會優先採用與家族有關的成員，因此經理人會獲得管理上的職位，與其管理知識及能力並沒有太大的相關，使得家族經理人風險承擔程度較低。相較之下，非家族經理人是經過重重嚴格地篩選，從外部徵選出的具專業知識及有能力的人才，其承擔風險的能力將優於家族經理人，因此，家族經理人風險承擔程度低於非家族經理人。

此外，在家族所有權與公司治理機制，對公司風險承擔的影響上，實證結果顯示，在家族企業中，董事會規模越大，公司風險承擔越低，此實證結果符合本研究預期。亦即，在家族企業中，董事會規模越大，將增加彼此間溝通與協調的難度，影響到公司選擇風險性投資決策的能力，降低了公司風險承擔能力；其次在家族企業中，外部董事比例越高，公司風險承擔越高，此實證結果與本研究假說相符，顯示，外部董事的專長、經驗與網絡關係，將能提升家族企業判斷風險的能力，提高家族企業風險性投資方案。在董事長兼任總經理對公司風險承擔影響上，研究結果顯示，在家族企業中，董事長兼任總經理，公司風險承擔越低，與本研究假說推論一致，表示董事長兼任總經理較能掌握公司整體狀況，並且考慮到公司本身的有限資源，因此，進行任何投資決策會偏好低風險性策略。

總而言之，本文的研究結果對家族企業的管理有重大意義。本文研究結果隱含，代理理論在台灣家族企業仍有其適用性，亦即當家族企業要改變對風險的認知與承擔能力時，公司治理機制尤其是董事會運作，將是重大關鍵。而在投資意涵上，本研究結果顯示，當投資人尋找投資標的時，除了財務面的因素考量外，所有權結構的差異、公司治理機制的健全與否，將是經理人投資的重要考量。最後在公司聘僱實務上，本文研究結果也隱含了經理人的身份，亦

即是否來自家族，將對公司的風險承擔程度產生重大影響，因此在經理人的選任上，應該更加謹慎與篩選。

在研究限制與建議方面，本文僅考慮內部公司治理機制對公司風險承擔行為影響，然而，外在投資者保護也是公司治理強弱重要的一環，因此，建議未來研究者可朝外部投資者保護角度切入，探討公司風險承擔之差異。

## 參考文獻

- 許崇源、李怡宗、林宛瑩、鄭桂蕙，「控制權與盈餘分配權偏離之衡量」(上)，*貨幣觀測與信用評等*，2003年7月，頁15-31。
- 葉銀華、李存修、柯承恩，「公司治理與評等系統」，初版，台北：商智文化，2002年。
- 葉銀華，「家族控股集團、核心企業與報酬互動之研究-台灣與香港證券市場之比較」，*管理評論*，第18卷第2期，1999年，頁59-86。
- 楊朝旭、蔡柳卿，「總經理更換與相對績效評估」，*人力資源管理學報*，第3卷第1期，2003年，頁63-80。
- 薛健宏，「董監持股、盈餘平穩化與企業風險之關聯性研究」，*會計評論*，第46卷，2008年，頁107-130。
- Amihud, Y. & B. Lev, "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *The Bell Journal of Economic*, Vol. 12(2), 1981, pp.605-617.
- Andres, P. D., Azofra, V. & F. Lopez, "Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness", *Corporate Governance*, Vol. 13(2), 2005, pp. 197-210.
- Anderson, R. C. & D. M. Reeb, "Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500", *Journal of Finance*, Vol. 58(3), 2003, pp. 1301-1327.
- Aronoff, C. E. & J. L. Ward, "Preparing Your Family Business for Strategic Change", Family Business Leadership Series 9, Marietta, GA: Business Owner Resource, 1997.
- Bacon, J., "Corporate Directorship Practices: Membership and Committees of the Board", New York: The Conference Board, 1973.
- Barney, J. "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage", *Journal of Management*, Vol. 17(1), 1991, pp. 99-120.
- Baysinger, B. & R. E. Hoskisson, "The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy", *Academy of Management Review*, Vol. 15(1), 1990, pp. 72-87.
- Bebchuk, L. A., Kraakam, R. & Triantis, G. G., "Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights", Harvard Law and Economics Discussion Paper, 2000, pp. 295-315.

- Begley, T. M. & W-L. Tan, "The Socio-Cultural Environment for Entrepreneurship: A Comparison between East Asian and Anglo-Saxon Countries", *Journal of International Business Studies*, Vol. 32(3), 2001, pp. 537-553.
- Booth, J. R., Cornett, M. M. & H. Tehranian, "Boards of Directors, Ownership, and Regulation", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 26(10), 2002, pp. 1973-1996.
- Brewer, T. L., "Politics, Risks and International Business", In T. L. Brewer (Ed.), *Political Risks in International Business*, New York: Praeger, 1985, pp. 3-12.
- Bromiley, P. "Testing A Causal Model of Corporate Risk Taking and Performance", *Academy of Management Journal*, Vol. 34(1), 1991, pp.37-59.
- Claessens, S., Djankov, S. & L. H. P. Lang, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58(1-2), 2000, pp. 81-112.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P.H. & L. H. P. Lang, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, Vol. 57(6), 2002. pp. 2741-2771.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D. & L. Donaldson, "Toward a Stewardship Theory of Management", *Academy of Management Review*, Vol. 22(1), 1997, pp.20-47.
- Daily, C. M. & D. R. Dalton, "Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure", *Academy of Management Journal*, Vol. 37(6), 1994, pp. 1603-1617.
- Daily, C. M. "The Relationship between Board Composition and Leadership Structure and Bankruptcy Reorganization Outcomes", *Journal of Management*, Vol. 21(6), 1995, pp. 1041-1056.
- Dalton, D.R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E. & J. L. Johnson, "Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 19, 1998, pp. 269-290.
- Donaldson, L. & J. H. Davis, "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management*, Vol. 16(1), 1991, pp. 49-64.
- Durnev, A., Morck, R. & B. Yeung, "Value Enhancing Capital Budgeting and Firm-Specific Stock Returns Variation", *Journal of Finance*, Vol. 59(1), 2004, pp.65-105.
- Eisenhardt, K. M. "Agency Theory: An Assessment and Review", *Academy of Management Review*, Vol. 14(1), 1989, pp. 57-74.
- Fama, E. F. & M. C. Jensen, "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law & Economics*, Vol. 26(2), 1983, pp. 301-325.
- Fan, J. P. H. & T. J. Wong, "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earning in East Asia", *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 33(3), 2002, pp.401-425.
- Feltham, T. S., Feltham, G. & J. J. Barnett, "The Dependence of Family Businesses on a Single Decision-Maker", *Journal of Small Business Management*, Vol. 43(1), 2005, pp. 1-15.
- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S., "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", NBER Working Paper 8161, 2001.

- Hall, A., Melin, L. & M. Nordqvist, "Entrepreneurship as Radical Change in Family Business: Exploring the Role of Cultural Patterns", *Family Business Review*, Vol. 14(3), 2001, pp.193-208.
- James, H. S. "Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm", *International Journal of the Economics of Businesses*, Vol. 6(1), 1999, pp. 41-55.
- Jensen, M. C. & W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3(4), 1976, pp. 305-360.
- Judge, W. Q. & C. P. Zeithaml, "Institutional and Strategic Choice Perspectives on Board Involvement in the Strategic Decision Process", *Academy of Management Journal*, Vol. 35(4), 1992, pp. 766-794.
- Johnson, J. L., Daily, C. M. & A. E. Ellstrand, "Boards of Directors: A Review and Research Agenda", *Journal of Management*, Vol. 22(3), 1996, pp. 409-438.
- John, K., Litov, L. & B. Yeung, "Corporate Governance and Risk- Taking", *Journal of Finance*, Vol. 63(4), 2008, pp. 1679-1728.
- Johnson, R. A., Hoskisson, R. E. & M. A. Hitt, "Board of Director Involvement in Restructuring: The Effects of Board versus Managerial Controls and Characteristics", *Strategic Management Journal*, Vol. 14(1), 1993, pp. 33-50.
- Kesner, I. F. "Directors' Stock Ownership and Organizational Performance: An Investigation of Fortune 500 Companies", *Journal of Management*, Vol. 13(3), 1987, pp. 499-508.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & A. Shleifer, "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, Vol. 54(2), 1999, pp. 471-517.
- Lemmon, M. L. & K. V. Lins, "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis", *Journal of Finance*, Vol. 58(4), 2003, pp. 1445-1468.
- Lorsch, J. W. & E. MacIver, "Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards", Boston: Harvard Business School Press, 1989.
- Lumpkin, G. T. & G. G. Dess, "Clarifying the Entrepreneurial Orientation Construct and Linking It to Performance", *Academy of Management Review*, Vol. 21(1), 1996, pp. 135-172.
- Lyon, D.W., Lumpkin, G. T. & G. G. Dess, "Enhancing Entrepreneurial Orientation Research: Operationalizing and Measuring a Key Strategic Decision Making Process", *Journal of Management*, Vol. 26(5), 2000, pp. 1055-1085.
- McMahon, R.G.P. & A.M.J. Stanger, "Understanding the Small Enterprise Financial Objective Function", *Entrepreneurship Theory & Practice*, Vol. 19(4), 1995, pp.21-40.
- Miller, D. "The Correlates of Entrepreneurship in Three Types of Firm", *Management Science*, Vol. 29(7), 1983, pp. 770-791.
- Mizruchi, M. S. "Who Controls Whom? An Examination of the Relation between Management and Boards of Directors in Large American Corporations", *Academy of Management Review*, Vol. 8(3), 1983, pp. 426-435.

- Myers, S. C. & N. S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13(2), 1984, pp. 187-221.
- Naldi, L., Nordqvist, M., Sjoberg, K. & J. Wiklund, "Entrepreneurial Orientation, Risk Taking, and Performance in Family Firms", *Family Business Review*, Vol. 20(1), 2007, pp.33-47.
- Pearce, J. A. & S. A. Zahra, "Board Composition from a Strategic Contingency Perspective", *Journal of Management Studies*, Vol. 29(4), 1992, pp. 411-438.
- Peteraf, M. A. "The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-Based View", *Strategic Management Journal*, Vol. 14(3), 1993, pp. 179-191.
- Pollak, R. A. "A Transaction Cost Approach to Families and Households", *Journal of Economic Literature*, Vol. 23(2), 1985, pp. 581-608.
- Randoy, T. & S. Goel, "Ownership Structure, Founder Leadership, and Performance in Norwegian SMEs: Implications for Financing Entrepreneurial Opportunities", *Journal of Business Venturing*, Vol. 18(5), 2003, pp. 619-637.
- Rauch, A., Wiklund, J., Frese, M. & T.G. Lumpkin, "Entrepreneurial Orientation and Business Performance: Cumulative Empirical Evidence", In W.D. Bygrave, C.G. Brush, M.L.P Davidsson, G.D. Meyer, J. Fiet, J. Sohl, P.G. Greene, A. Zacharakis, & R.T. Harrison(Eds.), *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 2004, Wellesley, MA: Babson College.
- Rechner, P. L. & D. R. Dalton, "CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis", *Strategic Management Journal*, Vol. 12(2), 1991, pp. 155-160.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N. & A. K. Buchholtz, "Agency Relationships in Family Firm: Theory and Evidence", *Organization Science*, Vol. 12(2), 2001, pp. 99-116.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H. & R. N. Dino, "Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms", *Journal of Business Venturing*, Vol. 18(4), 2003, pp. 473-490.
- Semkow, B.W. "Chinese Corporate Governance and Finance in Taiwan", *Journal of International Banking & Financial Law*, December 1994, pp.528-540.
- Sharma, P., Chrisman, J. J. & J. H. Chua, "Strategic Management of the Family Business: Past Research and Future Challenges", *Family Business Review*, Vol. 10(1), 1997, pp. 1-35.
- Smart, D. T. & J. S. Conant, "Entrepreneurial Orientation, Distinctive Marketing Competencies and Organizational Performance", *Journal of Applied Business Research*, Vol. 10(3), 1994, pp.28-38.
- Solomon, J. F., Lin, S. W., Norton, S. D. & A. Solomon, "Corporate Governance in Taiwan: Empirical Evidence from Taiwanese Company Directors", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11(3), 2003, pp. 235-248.
- Tagiuri, R. & J. Davis, "Bivalent Attributes of the Family Firm", *Family Business Review*, Vol. 9(2), 1996, pp. 199-208.
- Tan, W. L. & S. T. Fock, "Coping with Growth Transitions: The Case of Chinese Family Businesses in Singapore", *Family Business Review*, Vol. 14(2), 2001, pp. 123-139.

- Vafeas, N. "Board Structure and the Informativeness of Earnings", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 19(2), 2000, pp. 139-160.
- Wang, C. L. "Entrepreneurial Orientation, Learning Orientation, & Firm Performance", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 32(4), 2008, pp. 635-657.
- Ward, J. L. "The Special Role of Strategic Planning for Family Businesses", *Family Business Review*, Vol. 1(2), 1988, pp. 105-117.
- Weimer, J. & J. Pape, "A Taxonomy of Systems of Corporate Governance", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 7(2), 1999, pp. 152-166.
- Weir, C. & D. Laing, "Governance Structures, Director Independence and Corporate Performance in the UK", *European Business Review*, Vol. 13(2), 2001, pp. 86-95.
- Wiklund, J. "The Sustainability of the Entrepreneurial Orientation-Performance Relationship", *Entrepreneurship Theory & Practices*, Vol. 24(1), 1999, pp. 37-48.
- Wiklund, J. & D. Shepherd, "Knowledge-Based Resources, Entrepreneurial Orientation, and the Performance of Small and Medium-Sized Businesses", *Strategic Management Journal*, Vol. 24(13), 2003, pp. 1307-1314.
- Wiseman, R. M. & A.H. Catanach, "A Longitudinal disaggregation of Operational Risk under Changing Regulatory Conditions: Evidence from the Savings and Loan Industry", *Academy of Management Journal*, Vol. 40(4), 1997, pp. 799-830.
- Wiseman, R. M. & L. R. Gomez-Meija, "A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking", *Academy of Management Review*, Vol. 23(1), 1998, pp. 133-153.
- Wright, P., Ferris, S. P., Sarin, A. & V. Awasthi, "Impact of Corporate Insider, Blockholder, and Institutional Equity Ownership on Firm Risk Taking", *Academy of Management Journal*, Vol. 39(2), 1996, pp. 441-463.
- Yen, G. F. "A Study on the Problems of Organizational Growth of Family Business in Taiwan: Socio-Cultural Aspect and the Phenomena of Autonomous Obstruction to Size", *Sun Yet-Sen Management Review*, Vol. 2(4), 1994, pp. 55-68.
- Yen, G. F. "A Research on Cultural-Structural Relationship of Taiwan Family Enterprises: The Dual-System Model and Some Relayed Managerial Problems", *Chung Yuan Journal*, Vol. 24(4), 1996, pp. 1-9.
- Zahra, S.A. & J.G. Covin, "Contextual Influence on the Corporate Entrepreneurship- Performance Relationship: A Longitudinal Analysis", *Journal of Business Venturing*, Vol. 10(1), 1995, pp. 43-58.
- Zapalska, A. M. & W. Edwards, "Chinese Entrepreneurship in a Cultural and Economic Perspective", *Journal of Small Business Management*, Vol. 39(3), 2001, pp. 286-292.
- Zahra, S. A. & Pearce II, J. A., "Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model", *Journal of Management*, Vol. 15(2), 1989, pp. 291-334.

# The Relationship among Family Ownership, Corporate Governance and Risk-Taking

YI-PEI CHEN, TSUI-JUNG LIN, CHI-PING HOU, LI CHANG,  
PEI-CHUAN HSIEH \*

## ABSTRACT

The study investigates the effects of family ownership and corporate governance mechanism on corporate risk-taking during 2001-2008. The empirical results show that family business undertakes more risk than non-family business, suggesting that the family tends to seek private benefits at the expense of minority shareholders because of the serious agency problem between majority and minority shareholders in family business. Furthermore, family members serving as CEOs undertake less risk than non-family CEOs in family business. We posit that the family prefers less risky investment projects because they seek to pass the firm to their heirs, not because of their expertise. The corporate governance mechanism also significantly influences the corporate risk-taking. The board size and the CEO duality are negatively related to the degree of corporate risk-taking, but the proportion of outside directors is positively related.

Keywords: family ownership, corporate governance, risk-taking

---

\* Yi-Pei CHEN, Assistant Professor, Department of Finance, Chung Yuan Christian University. Tsui-Jung LIN, Associate Professor, Department of Banking and Finance, Chinese Culture University. Chi-Ping HOU, Associate Professor, Department of Accounting, China University of Technology. Li CHANG, Associate Professor, Department of Business Administration, Shih Hsin University. Pei-Chuan HSIEH, Officer, Taipei Fubon Commercial Bank.