

台湾家族企业国际多角化经营绩效研究

——基于金融危机前后的对比分析

林哲弘¹, 徐永槟²

(1. 台湾中央大学 管理学院, 台湾 桃园 32001 2. 台湾台北大学 管理学院, 台湾 台北 10478)

[摘要] 主要从代理理论视角研究国际多角化的动机以及企业所面临的代理成本, 探讨家族企业与非家族企业在全球金融危机时期的国际多角化绩效。研究表明: 家族企业的利益一致效果大于权力巩固效果则家族企业国际多角化绩效比非家族企业好; 反之, 若家族企业的权力巩固效果大于利益一致效果, 则非家族企业国际多角化绩效比家族企业好。研究结果还显示: 在家庭企业的利益一致效果大于权力巩固效果的背景下, 无论金融稳定期或是金融危机期, 家族企业的国际多角化绩效皆比非家族企业佳, 故家族企业仍然为一种较有效率的组织型态。

[关键词] 家族企业; 金融危机; 国际多角化经营绩效; 代理理论; 股权结构; 企业价值; 次贷危机; 公司绩效

[中图分类号] F279.12 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2014)06-0083-11

一、引言

2007年开始的经济大衰退源于次贷危机(subprime mortgage crisis), 其中企业受到的波及可以被看作是一种外生冲击(exogenous shock)^[1], 因为该冲击表现出的不是地区性的经济衰退(如1997年亚洲金融危机), 而是全球性的经济衰退(financial crisis; 以下称为金融危机)。各个国家中, 家族企业是普遍存在的一种企业组织形态, 在美国500强的公司中, 有三分之一的企业为家族企业^[2], 在一些亚洲及欧洲地区甚至有超过二分之一的企业是由家族所控制^[3-6]。如同大多数的亚洲及欧洲国家, 台湾地区的上市(柜)公司也普遍存在家族企业形态, 且家族企业普遍存在股权高度集中的现象, 家族成员常亲自参与公司的经营。根据本研究的统计, 台湾地区的家族成员持有约31%的家族股权, 家族成员担任CEO的比例约占55%。另外, 许多台湾地区的家族企业采用金字塔、交叉持股的方式扩大其控制权。这些家族企业在金融危机时对经济发展有着举足轻重的作用。

家族持股企业从事多角化活动既能够为公司带来效益也会产生成本。例如: 家族成员持股较多, 可以克服非家族企业所有权与经营权分离所产生的代理问题; 家族成员亲自参与公司的经营, 更能监督职业经理人; 家族持股期间较长, 且将家族企业视为可传给后代子孙的产业, 会使得家族企业重视企业声誉^[7-9]。本文将这些效益称为利益一致效果(诱因效果)(incentive alignment effect)。对于家族企业所产生的成本, 本文则称之为权力巩固效果(entrenchment effect)。随着家族企业持股的增加, 董事会与投资人较难监督家族成员。家族成员对家族企业具有绝对的控制力就可能掠夺小股东或员工的利益, 尤其是当家族企业的控制权大于现金流量权时, 家族企业的权力巩固效果更为严重^[3-4, 10]。此时, 多角化经营能够使企业获得经济规模、创造内部资本市场、分散经营风险等, 进而提升公司价值^[12-14]。但是多角化经营又会使组织结构更为复杂, 导致协商、监督与控制的成本增加, 同时, 当企业迈入跨国经营时, 需面对不同国家的法律规范、文化差异、币值波动以及经贸限制等问题^[15-17]。因

[收稿日期] 2014-01-28

[作者简介] 林哲弘(1983—), 男, 台湾高雄人, 台湾中央大学管理学院教授, 博士, 台湾中央大学中华创意与创新管理协会(CACIM)理事, 从事管理学、财务会计、公司治理研究; 徐永槟(1978—), 男, 台湾台北人, 台湾台北大学管理学院教授, 博士, 从事管理学、财务会计、分析师预测等研究。

此,相关企业不论直接以原有产品进行销售,或进一步将其改良以符合新市场经营环境的需求,都会额外增加企业的经营成本,导致公司价值下降。目前,国内外的文献对于多角化经营是否能提高公司价值尚无定论^[18-20]。

过去学者们关于家族企业的研究只在正常的经济环境及市场条件中比较家族企业与非家族企业的优和劣。当经济环境及市场条件出现衰退时,家族企业而非家族企业必须重新审视自身的生存环境。因为在衰退的经济环境中(如金融危机时期),客户需求下降以及金融机构信贷约束增加。若企业高度依赖于债务融资,便可能会增加内在组织的脆弱性(intrinsic organizational fragility)^[11],并将最终反映在企业绩效上面。本文认为,家族企业的代理成本将影响家族企业在金融危机时期的国际多角化经营绩效。这是一个值得探讨的命题。

本文以2004—2009年间的台湾地区上市(柜)公司为样本,并将样本区分为两组(2004—2006年为金融稳定时期;2007—2009年为金融危机时期),分别探讨家族企业在这两个不同时期内国际多角化经营绩效。研究结果显示,相比于非家族企业,家族企业在金融稳定时期的国际多角化经营绩效较好。此结果表明:家族成员有动机搜集公司内部信息并监督经理人执行国际多角化经营策略;对于国际多角化经营知识与经验的持续交流、传承能够促进家族企业在面对国际多角化经营时,有效整合信息从而提高企业绩效^[21]。另外,家族企业而非家族企业在金融危机时期的国际多角化经营绩效均下降,但家族企业国际多角化经营绩效下降的幅度较小。此实证结果表明:长期持股的家族企业在金融危机时期较少有通过国际多角化经营进行自利的动机,其在金融危机时期会试图投资更保守的项目来降低因国际多角化经营带来的不确定性风险,这也使得家族企业国际多角化经营绩效在金融危机时期比非家族企业更好。

本研究的创新或贡献有三个方面。第一,目前中国大陆多数企业为政府所持有,而台湾地区多数企业为家族成员所持有,因此台湾地区企业的股权结构不同于中国大陆企业。另外,中国大陆关于家族企业、国际多角化经营与企业绩效影响的文献十分缺乏,少数学者研究也只是就企业多角化经营对公司绩效的影响而开展^[16-17],因此本研究对于相关的领域而言,可增加此方面的文献,进而明确学者未来研究的方向。第二,现今关于国际多角化经营对企业绩效影响的文献大多未区分公司所处的环境,如正常的经济环境(金融稳定时期)或是衰退的经济环境(金融危机时期),另外,家族企业所面临的代理问题也不同于非家族企业,两者在金融危机时期(金融稳定时期)对国际多角化经营绩效的影响应有所不同。因此,本研究可补足现今文献上的不足。第三,家族企业而非家族企业谁的代理成本更高尚无定论,如以美国企业为样本的研究发现,家族企业的代理成本较小^[22-24],但是以东亚国家或台湾地区企业为样本的研究则多支持家族企业代理成本较大^[25-28]。本研究结果显示,台湾地区上市(柜)公司家族企业不论处在金融危机时期还是在金融稳定时期,其国际多角化经营的绩效均较非家族企业好,这间接证实了家族企业的代理成本较小,且与美国的研究结果相一致,说明了即使在信息透明度较低,政治关说严重的地区,家族企业仍然为一种较有效率的组织形态。

本文其他部分如下:第二部分为相关文献回顾,第三部分为理论阐述与假说发展,第四部分为研究设计,第五部分为实证分析,第六部分为本文的结论。

二、文献回顾

(一) 家族企业相关研究

Villalonga 和 Amit 依照内部人(经理人或控制股东)持股的多寡以及最终控制股东的类型将公司区分为两种形态:家族企业而非家族企业^[9]。非家族企业包括股权分散的公司、股权集中但最终控制股东不为家族股东的公司,包括政府持有、最终控制股东为金融机构或股权分散的公司。通常这些具有控制股东的非家族企业,经理人持股较低,他们所面临的代理问题与股权分散的公司相同。由于所有权结构的不同,家族企业而非家族企业所面临的代理问题也就不同。对于非家族企业而言,所有权与经营权分离,代理问题主要来自于经理人与股东之间的利益冲突(型I代理问题),因此经理人可

能为了自身的利益而牺牲股东的利益。由于家族企业的控制股东通常拥有较多的股份,持股期间也较长,因此家族企业可以克服来自于所有权与经营权分离的代理问题,但是随着家族控制权的集中,家族企业也可能衍生另一个代理问题:家族控制股东与小股东之间的利益冲突(型II代理问题)。

Villalonga 和 Amit 以及 Anderson 等的研究显示,家族企业的经营绩效较好,公司价值较高,相比于非家族企业,家族企业有较低的负债资金成本,这些结果隐含家族企业的代理成本较小^[9,22]。Wang 和 Ali 等研究显示,家族企业会有较好的盈余质量,盈余管理的幅度较低,并且盈余信息性也较大,当公司有坏消息时,家族企业也会主动揭露^[23,24],这些结果间接支持家族企业的型I代理成本大于型II代理成本。

(二) 国际多角化程度与企业绩效关联性的文献

Hitt 等将国际多角化定义为企业扩张至除了本国以外的跨国地区或跨国市场,进行销售产品或服务而得到收益即^[20,29]。过去的文献指出,国际多角化可以为公司带来许多利益,这些利益包括:由国际多角化来扩大企业的市场进而获取跨国的市场利益、运用当地国家的资源来发展自身的竞争优势、学习更多的国际化经验、通过国际化达到规模经济与范畴经济、较好地交叉补贴、差别定价,更具有套利的潜力^[30-32]。但是国际化多角化也会带来许多成本,这些成本包括:组织沟通与协调成本,无效率的资源分配^[34-35]以及较高的交易成本^[36],不同国家间的法律规章、币值波动程度、经贸限制等问题衍生的相关成本^[12,37]。

过去的文献试图由代理成本的视角解释多角化对公司绩效的影响。Denis 等探讨内部人持股对多角化的影响,其研究发现,公司多角化与内部人持股呈现负向关系。此实证结果显示:内部人持股比例较低的公司,代理成本较大,内部人可能基于其私有利益进行多角化的投资;内部人持股比例较大的公司,较不愿意进行多角化的投资,以避免多角化投资对公司价值的负向影响。另外,内部人持股也会影响多角化的投资绩效,由于持股比例较高的内部人可以降低代理成本,因此内部人持股与多角化的投资绩效又会表现为正向关系^[38]。

三、理论阐述与研究假说

(一) 家族企业的特色与代理问题

股权集中或家族企业是否为一种较好、较有效率的组织结构一直是财务管理研究的重要课题,过去的文献对于家族企业是否能提高公司价值并无定论。家族企业可以带来两种效果:利益一致效果(或诱因效果)与权力巩固效果(或侵占效果)。就利益一致效果而言,由于家族企业的控制成员拥有较多的股份,家族成员的财富与公司价值的关联性也较大,因此家族成员会有较大的诱因搜集公司内部信息以及监督经理人;家族成员的持股期间较长,也较能长期监控经理人的许多决策,因此家族企业不会为了短期的绩效牺牲长期的投资计划;家族成员通常将公司视为可传承给子孙后代的产业,所以重视家族企业的声誉。但是,家族企业也会带来成本,这些成本主要来自于家族企业的权力巩固效果。随着家族成员持股比例的增加,使得董事会较难监督家族成员,家族成员也较有能力掠夺其他小股东或公司员工的利益,对于股权存有偏离的家族企业而言,掠夺的动机更强,因为家族企业成员可以享有所有掠夺的利益,但只要负担部分的成本。过去的文献发现,家族成员可以通过许多方式掠夺小股东或员工,这些方式包括:家族成员任命不适任的家族成员或亲戚为公司的经理人^[10];对家族成员发放过多的股利^[30];进行不当的关系人交易^[39];进行不当的投资^[17];过度地消费^[40]。

(二) 金融稳定期间家族企业国际多角化对企业绩效之影响

家族与非家族企业所面临的代理成本不同,家族企业的股权较集中,持股期间也较长,这些因素在金融稳定期间都会影响企业执行国际多角化的绩效。家族企业会利用国际多角化来提高企业价值,可能原因有两个。第一,由过去的文献显示,企业执行国际多角化需要面对国际多重市场,企业掌握的信息及整合资源的难度提高,导致企业经营风险提高^[20]。相比于非家族企业,家族企业拥有公

司大量的股份,家族成员会有动机搜集公司内部信息并监督经理人执行国际多角化。因此,虽然国际多角化会使企业风险增加,但家族企业一旦决定执行国际多角化,会试图投资较保守的项目以降低风险并提高绩效。第二,企业进行国际多角化后,对资源的运用和营运效率均会提升,因为企业可以通过国际多角化将资源共享以提高企业价值^[41]。相对于非家族企业,家族企业的利益依赖于企业整体价值,并会将产业传给后代^[42-43],其知识与经验的持续交流传承能促进家族企业在面对国际多角化时,有效整合信息以提高企业绩效。

但是家族企业实施国际多角化亦有可能会降低企业绩效。随着家族持股的增加,家族成员同时掌握公司的经营权与控制权,因此家族成员也较有能力掠夺小股东的利益(家族的权力巩固效果)。对于股权存有偏离的家族企业而言,家族成员更有动机掠夺小股东,因为股权偏离的公司,家族成员因掠夺小股东付出的成本较小。对于有掠夺动机的家族企业,通过国际多角化是实现掠夺的手段之一,因此这些企业会借助国际多角化的执行获取投资所带来的利益^[44]。

综上所述,金融稳定时期,家族企业执行国际多角化是否会提高企业绩效并无一致的结论,因此本文建立第一个假说。

H₁:金融稳定时期,家族企业和非家族企业的国际多角化绩效存在差异。

(三) 金融危机期间家族企业国际多角化对企业绩效的影响

实施国际多角化的企业在金融危机时期,由于面对跨国间的制度、货币及经营环境等多重差异,必须投入更多的管理资源来协调内部组织及外部环境差异^[45],因此,一旦实施国际多角化的企业遭受金融危机时,便要同时处理更多问题及面临各国不同的挑战,这让国际多角化企业无法有效配置公司内部资源以及处理所面临突如其来的改变,因此会使企业的绩效变差。

根据假说1的推论,家族企业在金融危机时期执行国际多角化的企业绩效可能比非家族企业好。第一,相较于非家族企业,长期持股的家族企业若在金融危机时期通过国际多角化进行自利行为,侵占少数股东权益的同时亦会危害到家族的利益,因此,金融危机时期家族企业自利动机较小(家族的利益一致效果),家族企业国际多角化绩效比非家族企业好。第二,如不考虑家族企业自利动机的影响,相较于非家族企业,家族企业比非家族企业更重视声誉^[2],因为实施国际多角化会使企业风险加剧^[46],企业为了维持长期建立的形象,在金融危机时期会试图投资更保守的项目来降低因国际多角化本身存在的不确定性风险,所以家族企业国际多角化绩效在金融危机时期应比非家族企业佳。

由于金融危机时期,企业实施国际多角化是否会使企业的绩效较差,以及家族企业与非家族企业实施国际多角化改变企业绩效的程度可能存在差异,故本文建立第二和第三个假说。

H₂:金融危机时期,家族企业和非家族企业的国际多角化绩效均下降。

H₃:金融危机时期,家族企业与非家族企业的国际多角化绩效下降的幅度不同。

四、研究设计

(一) 研究期间与数据说明

依据 Watts 和 Zuo 的研究,本文将伦敦银行间的拆放利率及隔夜指数交换利率(简称 LIBOR-OIS)息差的标准定义在 10 基本点(bps),其中 LIBOR-OIS 息差小于 10 基本点(bps)为全球金融稳定期(2004—2006 年),LIBOR-OIS 息差大于 10 基本点(bps)为全球金融危机期(2007—2009 年)^[46]。因此,本研究的样本以 2004—2009 年的台湾地区上市(柜)公司为样本,并将 2004—2006 年划分为金融稳定期,将 2007—2009 年划分为金融危机期^①。本研究的数据来源于台湾地区经济新报数据库,

^①本文除了参考 Watts 和 Zuo 的分类之外,还参考了 Acharya 及 Kuppaswamy 和 Villalonga 的分类,他们都将 2007—2009 年划分为金融危机时期。

从该数据库取得 2004—2009 年间所需的变量数据共有 9,621 个(公司年观察值),删除 1,869 个(公司年观察值)不具有家族相关信息的数据,再删除 2,828 个(公司年观察值)其控制变量不完全的数据,最后符合本研究所需的样本数为 4,924 个(公司年观察值)。本研究进一步将所有样本区分为家族企业与非家族企业样本,家族企业样本数为 2,885 个(公司年观察值);非家族企业样本数为 2,039 个(公司年观察值)。

(二) 模型设定

本研究将样本按年度区分为两组。模型(1)测试样本在 2004—2006 年金融稳定期间的反应情况,模型(2)测试样本在 2007—2009 年金融危机期间的反应情况。为了了解家族企业在不同金融状况下的实证结果,后文将以家族企业及非家族企业分组的实证结果来呈现。实证模型如下:

$$\text{Tobin's } Q = \alpha_0 + \alpha_1 INT + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 LEV + \alpha_4 R\&D + \alpha_5 AGE + \alpha_6 GROWTH + \alpha_7 RISK + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{Tobin's } Q = \beta_0 + \beta_1 INT + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 R\&D + \beta_5 AGE + \beta_6 GROWTH + \beta_7 RISK + \varepsilon \quad (2)$$

上述两式中的被解释变量为企业绩效。Tobin's Q 表示,使用 Tobin's Q 比传统会计获利指标更佳,因为 Tobin's Q 将货币价值观点纳入分析中,改善了传统会计获利指标的缺点,因此本研究以 Tobin's Q 来衡量企业绩效,衡量方式为普通股权益市值加负债账面价值并按总资产来平减^[48]。主要解释变量为国际多角化程度(INT)。Sullivan 提出三个方面(绩效属性、结构属性及态度属性)、九项指标来衡量国际多角化的程度^[47]①。本研究以 Sullivan 绩效属性中的海外销售额占总销售额之比例(Foreign Sales as a percentage of Total Sales, FSTS)来衡量国际多角化的程度。此外,本研究对企业分群的方式为:若有家族成员担任公司董事、高级经理人或大股东时则划分为家族企业,否则划分为非家族企业^[2,23-24]。研究模型还进一步引入了若干控制变量。具体取值参见表 1。

表 1 变量定义表

变量名称	变数代码	变量定义
市场报酬率	Tobin's Q	(每股价格 × 流通股份数 + 每股净资产 × 非流通股份数 + 负债账面价值) / 总资产账面价值
经营绩效	ROE	企业当年总股东权益报酬率
国际多角化程度	INT	海外销售额 / 总销售额之比例
家族虚拟变数	FAM	家族企业为 1, 非家族企业为 0
家族所有权变数	FOWN	家族企业之家族成员持股总和
企业规模	SIZE	年度账面总资产取自然对数
财务杠杆	LEV	企业当年的资产负债率
研究发展密集度	R&D	研究发展支出 / 营业收入净额
企业年龄	AGE	企业上市年限 + 1 的自然对数
成长机会	GROWTH	(当年主营业务收入 - 上年主营业务收入) / 上年主营业务收入
企业风险	RISK	60 个月前的股价报酬标准偏差

模型(1)金融稳定期家族企业分组样本的 INT 系数(α₁) 预期大于金融稳定期的非家族企业分组样本 INT 系数(α₁),表示金融稳定期家族企业国际多角化程度的企业绩效比非家族企业好,反之亦然,这一结果支持了假说 1。预期模型(1)与模型(2)中,若金融稳定期的家族企业分组样本 INT 系数(α₁) 大于金融危机期的家族企业分组样本 INT 系数(β₁),表示家族企业在金融危机期国际多角化程度的企业

①本文亦采用 Sullivan 衡量国际多角化程度的指标,例如:(1)海外资产占总资产之比例(Foreign assets as a percentage of total assets, FATA);(2)海外子公司数(Overseas subsidiaries, OSC);(3)海外子公司数占总子公司数之比例(Over-sea subsidiaries as a percentage of total subsidiaries, OSTs);(4)厂商拥有海外子公司的国家数(Overseas subsidiaries of countries, OCC)。Sullivan 分析所得的系数及相关检定与本文实证结果相似,且本文的实证结果具有稳健性(未列表)。

绩效比金融稳定期间差;若金融稳定期的非家族企业分组样本 INT 系数(α_1) 大于金融危机期的非家族企业分组样本 INT 系数(β_1),表示非家族企业在金融危机期实施国际多角化的绩效比金融稳定期间差,反之亦然,这一结果支持了假说2。预期模型(1)与模型(2)中,家族企业分组样本在不同金融状况下的 INT 系数差异相较于非家族企业分组样本在不同金融状况下的 INT 系数差异小,则表示金融危机期间家族企业国际多角化程度的企业绩效下降幅度小于非家族企业,反之亦然,这一结果支持了假说3。

五、实证分析

(一) 描述性统计分析

表2的Panel A将样本区分为家族企业与非家族企业并进行描述统计及差异验证。其中,就家族企业绩效(Tobin's Q)而言,其平均数(中位数)为1.288(1.105),非家族企业则为1.188(1.094),两者差异显著($T=5.207$),表示家族企业的绩效比非家族企业好。就国际多角化程度(INT)而言,家族企业的国际多角化程度平均数(中位数)为0.465(0.483),非家族企业则为0.511(0.576),两者差异显著($T=-4.324$),表示非家族企业的国际多角化程度大于家族企业国际多角化程度。

表2 描述统计表

Panel A:家族企业差异分析								
变数	家族企业(N=2,885)			非家族企业(N=2,039)			差异验证	
	平均数	标准偏差	中位数	平均数	标准偏差	中位数	平均数差异验证 T 值	中位数差异验证 Z 值
Tobin's Q	1.288	0.777	1.105	1.188	0.458	1.094	5.207***	4.051***
ROE	0.049	0.095	0.048	0.030	0.112	0.043	6.259***	4.164***
INT	0.465	0.375	0.483	0.511	0.359	0.576	-4.324***	-4.238***
FOWN	0.384	0.142	0.355	0.000	0.000	0.000	5.410***	6.106***
SIZE	7.575	0.557	6.511	6.660	0.609	6.600	5.058***	4.590***
LEV	0.382	0.169	0.371	0.388	0.182	0.386	1.334	0.738
R&D	0.089	0.101	0.029	0.038	0.077	0.018	1.816*	4.668***
AGE	27.657	2.773	26.808	23.994	1.326	21.271	3.545***	2.068**
GROWTH	0.061	0.264	0.034	0.044	0.243	0.017	2.349**	3.969***
RISK	0.764	0.286	0.777	0.907	0.272	0.921	-3.341***	-4.785***

Panel B:金融状况差异分析								
变数	金融稳定期(N=2,362)			金融危机期(N=2,562)			差异验证	
	平均数	标准偏差	中位数	平均数	标准偏差	中位数	平均数差异验证 T 值	中位数差异验证 Z 值
Tobin's Q	1.278	0.643	1.116	1.218	0.685	1.056	3.155***	6.061***
ROE	0.045	0.105	0.051	0.036	0.101	0.042	2.981***	3.880***
INT	0.500	0.365	0.551	0.467	0.373	0.497	3.124***	3.268***
FAM	0.590	0.490	1.000	0.580	0.490	1.000	1.164	1.163
FOWN	0.226	0.216	0.240	0.223	0.219	0.240	0.395	0.396
SIZE	6.598	0.574	6.529	6.622	0.587	6.555	-1.417	-1.415
LEV	0.401	0.171	0.398	0.369	0.175	0.358	6.413***	7.126***
R&D	0.104	1.095	0.015	0.034	0.095	0.012	2.148**	1.976**
AGE	25.060	1.942	23.386	27.136	1.235	25.407	-6.016***	-5.830***
GROWTH	0.074	0.288	0.039	0.036	0.220	0.018	5.311***	6.542***
RISK	0.797	0.302	0.804	0.848	0.274	0.875	-6.096***	-6.479***

注:1.平均数差异为T统计量,中位数差异为Z统计量,***、**、*分别表示双尾检定的p值小于1%、5%及10%。各变数定义参见表1。

表2的Panel B将样本区分为金融稳定期与金融危机期并进行描述统计及差异验证。其中,就金融稳定期的企业绩效(Tobin's Q)而言,其平均数(中位数)为1.278(1.116),金融危机期的企业绩效则为1.218(1.056),两者差异达到显著水平($T=3.155$),表示金融稳定期的企业绩效会高于金融危机期。就国际多角化程度(INT)而言,金融稳定期的企业国际多角化程度平均数(中位数)为0.500(0.551),金融危机期则为0.467(0.497),两者差异显著($T=3.124$),表示企业在金融稳定期的国际多角化程度较高。

(二) 相关性分析

表3为各变量的Pearson积差相关系数检验结果。从表3可以看出,除了个别变量间的相关系数值较高外,其他变量间的相关系数值都很低,基本上都在0.3以下,所以可以表明存在严重多重共线性的可能性较低,后文的回归结果可信。

表3 相关系数表

	Tobin's Q	ROE	INT	FAM	FOWN	SIZE	LEV	R&D	AGE	GROWTH	RISK
Tobin's Q	1										
ROE	0.078	1									
INT	0.104 ***	0.027 **	1								
FAM	0.074 ***	0.089 ***	-0.062 ***	1							
FOWN	0.063 ***	0.088 ***	-0.116 ***	0.168 ***	1						
SIZE	0.034 **	0.190 ***	-0.021	-0.072 ***	-0.070 ***	1					
LEV	-0.119 ***	-0.068 ***	-0.079 ***	-0.019	-0.015	0.091 ***	1				
R&D	0.024 *	0.031 **	-0.013	0.012	0.007	-0.029 **	-0.032 **	1			
AGE	0.172 ***	0.034 **	-0.058 ***	0.149 ***	0.152 ***	0.143 ***	0.011	-0.035 **	1		
GROWTH	0.109 ***	0.102 ***	0.011	0.033 **	0.031 **	0.130 ***	0.040 ***	-0.004	-0.084 ***	1	
RISK	-0.003	-0.024	0.169 ***	-0.135 ***	-0.187 ***	0.037 ***	-0.052 ***	0.034 **	-0.068 ***	0.032 **	1

注: *、**、*** 分别表示双尾验证的p值小于10%、5%及1%的显著水平。各变数定义参见表1。

(三) 回归分析

下页表4的Panel A验证金融稳定期家族企业国际多角化程度对企业绩效(Tobin's Q)的影响。金融稳定期间为2004—2006年。Model 1为简单回归,以Tobin's Q为被解释变量,国际多角化程度(INT)为解释变量;Model 2为Model 1再加入其他控制变量;Model 3及Model 4则将金融稳定期的样本数依是否为家族企业分群。表4的Panel B验证金融危机期家族企业国际多角化程度对企业绩效(Tobin's Q)的影响。金融危机期间为2007—2009年,以Tobin's Q为被解释变量,国际多角化程度(INT)为解释变量,Model 3及Model 4将金融危机期的样本数依是否为家族企业分群。

表4Panel A的Model 1及Model 2结果显示,国际多角化程度(INT)的系数(α_1)与企业绩效(Tobin's Q)均呈现显著正相关,表示金融稳定时期,若企业采用国际多角化策略则会增加企业价值。另外,在Model 3及Model 4的分群样本中,家族企业样本的国际多角化程度系数($\alpha_1 = 0.206$)显著大于非家族企业样本的国际多角化程度系数($\alpha_1 = 0.181$, F检验 = 6.894, $p < 0.01$),表示相较于非家族企业,家族企业若在金融稳定期间执行国际多角化则会增加企业绩效。此结果支持假说1,隐含家族企业在经济稳定时期进行国际多角化投资会以企业价值极大化为目标,而不太会基于自利动机实施国际多角化进而侵占少数股东的权益。

表4Panel B的Model 1至Model 4结果显示,国际多角化程度(INT)的系数(β_1)与企业绩效(Tobin's Q)均呈现显著负相关,表示金融危机时期,若企业采用国际多角化策略则会降低企业价值。其中在家族企业样本下,表4Panel B的Model 3的金融危机时期国际多角化程度(INT)系数($\beta_1 = -0.009$)显著小于表4Panel A的Model 3的金融稳定时期国际多角化程度(INT)系数($\alpha_1 = 0.206$, F检验 = 7.487, $p < 0.01$)。在非家族企业样本下,表4Panel B的Model 4的金融危机时期国际多角化程度(INT)系数($\beta_1 = -0.095$)亦显著小于表4Panel A的Model 4的金融稳定时期国际多角化程度(INT)系数($\alpha_1 = 0.181$, F检验 = 6.982, $p < 0.01$),由此可知相较于金融稳定期,家族企业及非家族企业在金融危机时期若实施国际多角化则会弱化企业之绩效,此结果支持假说2。

本文依据假说2的结果进一步探讨金融危机时期家族企业与非家族企业到底谁实施国际多角化会导致企业绩效下降更多。表4中家族企业样本在不同金融状况下的INT系数差异为0.215($\alpha_1 - \beta_1 = 0.206 + 0.009$),而非家族企业样本在不同金融状况下的INT系数差异为0.276($\alpha_1 - \beta_1 = 0.181 + 0.095$,两者差异检验值 $F = 7.339$, $p < 0.01$),表示家族企业样本在不同金融状况下的INT系数差异相较于非家族企业样本在不同金融状况下的INT系数差异小,显示金融危机期

间家族企业因为国际多角化使得企业绩效下降的幅度小于非家族企业,此结果支持假说3。上一结果也表明相较于非家族企业,家族企业在金融危机时期面临国际多角化时,较能有效配置公司内部资源以及妥善处理所面临突如其来的改变,金融危机时期家族企业会试图投资更保守的项目来降低因国际多角化本身存在的不确定性风险,以树立企业长期的形象,因此家族企业国际多角化绩效在金融危机时期比非家族企业佳。

表4的结果显示,家族企业无论处在金融稳定期或是金融危机时期,其国际多角化绩效皆比非家族企业好。此一实证结果显示,家族企业在参与公司经营及监控经理人决策的情况下,不会让经理人为了获取短期绩效而作出错误决策。另外,家族企业股权高度集中,可以通过国际多角化实现自利动机,这一行为说明,家族企业的利益一致效果可以降低家族股东与少数股东间之利益冲突,即家族企业型II代理成本小于型I代理成本。

(四) 稳健性检验

本文除了采用市场报酬率(Tobin'sQ)来衡量企业绩效外,亦采用股东权益报酬率(ROE)来衡量企业绩效。股东权益报酬率是一项传统会计指标,衡量公司过去或目前的经营绩效,并可以预估企业盈余再投资的成效,因此本研究修正回归式模型(1)及模型(2),采用股东权益报酬率(ROE)来当作被解释变量重新进行回归式。下页表5的结果与表4相同,从稳健性检验结果来看,不同检验的结果并未出现明显差异,可以认为本文研究结论是稳健的。

(五) 进一步检验

在上面研究的基础上,本文进行了如下进一步检验。(1)本文采用家族所有权(FOWN)来衡量家族变量,并利用交乘项之方式重新进行了回归;(2)本文认为家族成员可能根据公司绩效的高低来

表4 不同金融状况之家族企业国际多角化程度对绩效之影响

Panel A: 金融稳定期家族企业国际多角化程度对绩效之影响					
Variable		应变数: Tobin's Q			
		Model 1	Model 2	Model 3 家族企业	Model 4 非家族企业
Intercept	α_0	1.134 (5.594)***	1.190 (7.827)***	1.234 (5.212)***	1.063 (6.639)***
INT	α_1	0.307 (8.600)***	0.198 (5.668)***	0.206 (4.007)***	0.181 (4.170)***
SIZE	α_2		0.107 (4.169)***	0.128 (3.194)***	0.093 (3.543)***
LEV	α_3		-0.781 (-3.817)***	-1.038 (-3.332)***	-0.481 (-3.317)***
R&D	α_4		0.226 (1.900)*	0.157 (1.050)	0.496 (2.414)**
AGE	α_5		0.012 (3.385)***	0.017 (2.848)***	0.006 (2.295)**
GROWTH	α_6		0.792 (4.369)***	0.919 (3.906)***	0.585 (3.082)***
RISK	α_7		-0.195 (-4.192)***	-0.073 (-1.035)	-0.243 (-4.622)***
F-statistics		69.956***	81.725***	96.929***	89.548***
Adj. R ²		0.030	0.199	0.225	0.218
No. of observations		2,362	2,362	1,405	957
Panel B: 金融危机时期家族企业国际多角化程度对绩效之影响					
Variable		应变数: Tobin's Q			
		Model 1	Model 2	Model 3 家族企业	Model 4 非家族企业
Intercept	β_0	1.174 (5.905)***	1.282 (7.918)***	1.675 (6.446)***	0.898 (5.617)***
INT	β_1	-0.088 (-2.429)**	-0.025 (-2.678)***	-0.009 (-2.106)**	-0.095 (-2.787)***
SIZE	β_2		0.050 (1.796)*	0.028 (0.651)	0.053 (1.930)*
LEV	β_3		-0.353 (-4.451)***	-0.554 (-4.449)***	-0.130 (-1.626)
R&D	β_4		0.701 (4.802)***	0.809 (3.923)***	0.578 (3.371)***
AGE	β_5		0.007 (3.173)***	0.012 (4.021)***	0.005 (2.034)**
GROWTH	β_6		0.791 (3.969)***	1.117 (2.594)***	0.535 (3.104)***
RISK	β_7		-0.128 (-2.267)**	-0.141 (-0.480)	-0.095 (-0.812)
F-statistics		58.991***	63.795***	84.405***	78.868***
Adj. R ²		0.021	0.093	0.127	0.101
No. of observations		2,562	2,562	1,482	1,080

注: *、**、*** 分别表示双尾验证的 p 值小于 10%、5% 及 1% 的显著水平。各变数定义参见表 1。

决定是否继续持有家族股票并进行国际多角化。为了避免家族所有权变数内生性的问题导致系数估计出现偏差,因此本文采用两阶段方法重新进行回归;(3)家族成员亦可能因为面临金融危机而决定是否继续持有家族股票并实施国际多角化。鉴于这一考虑,本文进一步剔除了在金融危机前后发生家族持股变动的企业,并重新进行了回归,发现上述进一步检验的结果与本文前述主要结论无显著差异(未列表)。

六、研究结论

本研究以 2004—2009 年

表 5 采用股东权益报酬率(ROE)之稳健性检验

Variable	应变数:ROE					
	金融稳定期		金融危机期			
	Model 1	Model 2	Model 3 家族企业	Model 4 非家族企业		
Intercept	α_0	-0.076 (-3.060)***	-0.048 (-1.396)	β_0	-0.050 (-1.814)*	-0.133 (-4.258)***
	INT	α_1	0.102 (4.675)***	0.079 (1.966)**	β_1	-0.017 (-1.656)*
SIZE		α_2	0.039 (2.365)**	0.041 (3.212)***	β_2	0.030 (3.425)***
	LEV	α_3	-0.206 (-2.636)***	-0.259 (-2.754)***	β_3	-0.176 (-3.162)***
R&D		α_4	0.098 (3.266)***	0.157 (2.047)**	β_4	0.131 (2.907)***
	AGE	α_5	0.013 (3.402)***	0.009 (2.920)***	β_5	0.006 (3.426)***
GROWTH		α_6	0.189 (2.372)**	0.266 (2.248)**	β_6	0.255 (2.404)**
	RISK	α_7	-0.045 (-3.067)***	-0.075 (-2.693)***	β_7	-0.039 (-4.320)***
F-statistics			136.090***	130.254***		100.814***
Adj. R ²		0.329	0.316		0.244	0.223
No. of observations		1,405	957		1,482	1,080

注: *、**、*** 分别表示双尾验证的 p 值小于 10%、5% 及 1% 的显著水平。各变数定义参见表 1。

台湾地区上市(柜)公司为样本,探讨家族企业国际多角化程度对企业绩效的影响。实证结果显示,相较于非家族企业,家族企业在金融稳定期(2004—2006年)进行国际多角化的绩效较佳。此一实证结果还表明,家族企业在经济稳定时期进行国际多角化投资会以企业价值极大化为目标,而不太会基于自利动机为由实施国际多角化进而侵占少数股东的权益。另外,金融危机时期(2007—2009年),家族企业与非家族企业的国际多角化绩效均下降,但家族企业国际多角化绩效下降幅度较小。此一实证结果表明,相较于非家族企业,家族企业在金融危机时期会试图投资更保守的项目来降低因国际多角化本身存在的不确定性风险,另外,由于家族企业具有参与公司经营及监控经理人决策的特色,因此不易使经理人为了短期绩效而做出错误决策。

过去文献认为,台湾地区上市(柜)公司的非家族企业的型I代理问题比家族企业严重,而家族企业的型II代理问题比非家族企业严重。通过本研究可以了解到,家族与非家族企业所面临的代理问题在不同经济状况(金融稳定及金融危机)下对国际多角化绩效有不同的影响。研究结果发现,不论在何种经济状况下,家族企业的国际多角化绩效都较非家族企业佳,显示台湾地区的家族企业型II代理问题没有想象中那么严重,家族企业仍然是一个有效率的组织结构,另外,通过研究家族控制股东的股权结构有助于解释国际多角化的绩效变动,这一实证结果也有助于我们了解国际多角化对公司价值的影响。

最后,由于中国大陆地区目前关于家族企业(非家族企业)国际多角化程度对企业绩效影响的相关研究仍然很少,所以本研究具有创新价值,并且可以增加此方面研究的文献。未来中国大陆地区学者研究的方向亦可以本研究为依据,进一步探讨家族和非家族企业的国际多角化程度对企业绩效造成差异的原因。

参考文献:

- [1] Campello M, Graham J R, Harvey C R. The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 97(3): 470-487.
- [2] Anderson R, Reeb D M. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500[J]. The Journal of Finance, 2003,

- 58(3):1301-1328.
- [3] La P, Lopez-de-Silanes R F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. *Journal of Finance*,1999,54(3):471-517.
- [4] Claessens S, Djankov S, Lang L H. The separation of ownership and control in east asian corporation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000,58(3):81-112.
- [5] Faccio M, Larry H, Lang P. Dividends and expropriation[R]. *American Economic Review*,2001.
- [6] Burkart M., Panunzi F, Shleifer A. Family firms[J]. *Journal of Finance*,2003,58(5):2167-2202.
- [7] Benjamin M. Family ownership and firm performance: empirical evidence from western european corporations[J]. *Journal of Corporate Finance*,2006,12(2):321-341.
- [8] Miller D, Isabelle L, Richard H. Do family businesses outperform? A study of the Fortune 1000[J]. *Journal of Corporate Finance*,2007, (13):829-858.
- [9] Villalonga B, Amit R. How do family ownership, control, and management affect firm value? [J]. *Journal of Financial Economics*,2006, 80(3):85-417.
- [10] Shleifer A, Vishny R W. The limits of arbitrage[J]. *Journal of Finance*,1997,52(1):35-55.
- [11] Erkens D H, Hung M, Matos P. Corporate governance in the 2007—2008 financial crisis: evidence from financial institutions worldwide [J]. *Journal of Corporate Finance*,2012,18(2):389-411.
- [12] Sundaram A K, Black J S. The environment and internal organization of multinational enterprises[J]. *The Academy of Management Review*,1992,17(4):729-757.
- [13] Williamson O E. Corporate control and business behavior: an inquiry into the effects of organizational form enterprise behavior[M]. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall,1970.
- [14] Kim W C, Hwang P, Burgers W P. Multinationals' diversification and the risk - return trade-off. *Strategic Management Journal*,1993,14 (4):237-317.
- [15] Denis D J, Denis D K, Yost K. Global diversification, industrial diversification, and firm value[J]. *Journal of Finance*,2002,57(5): 1951-1979.
- [16] 张俊生,曾亚敏.上市公司多元化经营、盈余管理与业绩背离[J]. *审计与经济研究*,2010(4):58-64.
- [17] 曾春华,杨兴全.多元化经营、财务杠杆与过度投资[J]. *审计与经济研究*,2012(6):83-91.
- [18] Lins K, Servaes H. International evidence on the value of corporate diversification [J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54 (6):2215-2239.
- [19] Martin J D, Sayrak A. Corporate diversification and shareholder value: a survey of recent literature[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2003,9(1):37-57.
- [20] Hitt M A, Tihanyi L, Miller T. International diversification: antecedents, outcomes, and moderators[J]. *Journal of Management*,2006, 32(6):831-867.
- [21] Koopman M, Sebel K. The internationalization of family firms facilitating constraining feature [M]. Jonkoping: Jonkoping University,2009. .
- [22] Anderson R C, Mansi S A, Reeb D M. Founding family ownership and the agency cost of debt[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003,68(2):263-285.
- [23] Wang D. Founding family ownership and earnings quality[J]. *Journal of Accounting Research*,2006,44(3):619-656.
- [24] Ali A, Chen T Y, Radhakrishnan S. Corporate disclosures by family firms[J]. *Journal of Accounting and Economics*,2007,44(5):238-286.
- [25] Lemmon M L, Lins K V. Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the east asian financial crisis[J]. *Journal of Finance*,2003,58(4):1445-1468.
- [26] 李永全,马黛.台湾地区家族公司负债融资成本的研究[J]. *管理评论*,2006(3):69-91.
- [27] 马黛,李永全.家族控制对负债融资决策的影响——以台湾地区为例[J]. *台大管理论丛*,2008(2):133-170.
- [28] 苏淑慧,吕倩如,金成隆.家族企业与盈余质量关系的研究:所有权、管理权与控制权[J]. *台大管理论丛*,2009(2):35-70.
- [29] Hitt M A, Hoskisson R E, Kim H. International diversification: effects on innovation and firm performance in product-diversified firms [J]. *The Academy of Management Journal*,1997,40(4):768-798.
- [30] Deeds D L, Hill C W. An examination of opportunistic action within research alliances: evidence from the biotechnology industry[J]. *Journal of Business Venturing*,1999,14(2):141-163.
- [31] Grant R M, Jammine A P, Thomas H. Diversity, diversification, and profitability among British manufacturing companies,1972—1984 [J]. *Academy of Management Journal*,1988,31(4):771-801.
- [32] Contractor F J, Kundu S K, Hsu C C. A three-stage theory of international expansion: the link between multinationality and performance

- in the service sector[J]. *Journal of International Business Studies*, 2003, 34(1): 5-18.
- [33] DeAngelo H, DeAngelo L. Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: a study of the Times Mirror Company[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 56(3): 153-207.
- [34] Lamont O A, Polk C. Does diversification destroy value? Evidence from industry shocks[J]. *Journal of Finance Economics*, 2002, 63(1): 51-77.
- [35] Franko L G. The death of diversification? The focusing of the world's industrial firms, 1980—2000[J]. *Business Horizons*, 2004, 47(4): 41-50.
- [36] Hitt M A, Smart D L. Debt: a disciplining force for managers or a debilitating force for organizations? [J]. *Journal of Management Inquiry*, 1994, 3(2): 144-152.
- [37] Chakrabarti A, Singh K, Mahmood I. Diversification and performance: evidence from east asian firms[J]. *Strategic Management Journal*, 2007, 28(2): 101-120.
- [38] Denis D J, Denis D K, Sarin A. Agency problems, equity ownership, and corporate diversification[J]. *Journal of Finance*, 1997, 52(1): 135-160.
- [39] 葉银华, 苏裕惠, 柯承恩. 公司治理? 机制对于关系人交? 的影响[J]. *证券市场发展季刊*, 2003(4): 69-106.
- [40] Jensen M C, Meckling W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(2): 305-360.
- [41] Stein J C. Internal capital markets and the competition for corporate resources[J]. *Journal of Finance*, 1997, 52(3): 111-133.
- [42] Chittoor R, Das R. Professionalization of management and succession performance-a vital linkage. *Family Business Review*, 2007, 20(1): 65-80.
- [43] Steier L. New venture creation and organization: a familial sub-narrative[J]. *Family Business Review*, 2007, 60(1): 107-109.
- [44] Claessens S, Djankov S, Fan J P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*, 2002, 57(6): 2741-2771.
- [45] Chang S C, Wang C F. The effect of product diversification strategies on the relationship between international diversification and firm performance[J]. *Journal of World Business*, 2007, 42(1): 61-79.
- [46] Watts R L, Zuo L. Accounting Conservatism and Firm Value: Evidence from the Global Financial Crisis. MIT Sloan Research Paper, 2011, 4941(11).
- [47] Sullivan D. Measuring the degree of internationalization of a firm[J]. *Journal of International Business Studies*, 1994, 25(2): 325-342.
- [48] Anderson R C, Duru A, Reeb D M. Investment policy in family controlled firms [J]. *Journal of Banking and Finance*, 2012, 36: 1744-1758.

[责任编辑:杨志辉]

The Impact of Financial Crisis on Taiwan Family Firms: from the Perspective of International Diversification-Performance

Che-Hung Lin¹, Yung-Pin Hsu²

(1. Department of Enterprise Management, Taiwan Central University, Taiwan 32001, China;

2. Department of Accounting, Taiwan Taipei University, Taiwan 10478, China)

Abstract: This study investigates how family firms and nonfamily firms achieve the international diversification-performance during the global financial crisis. We use agency theory to explore the motivation of international diversification and the impact of firm's agency problem on international diversification-performance. If family firm's alignment effect dominates entrenchment effect, family firm's international diversification-performance will be better than nonfamily firm. On the contrary, if a family firm's entrenchment effect dominates the alignment effect, a nonfamily firm's international diversification-performance will be better than family firm. The empirical results show family firms outperform non-family firms during the financial crisis period and financial stability period, under the background of the effect of family interprise benefit consistency is greater than that of power consolidation. Therefore, family firm is still a more efficient organization.

Key Words: family firms; financial crisis; international diversification operational performance; agency theory; equity structure; enterprise value; subprime mortgage crisis; company performance