

企業特性與集團核心程度對於家族企業現金決策的影響

- 盧建霖/國立宜蘭大學應用經濟與管理學系助理教授
- 葉子瑄/國立宜蘭大學應用經濟與管理學系碩士

完整全文收錄於證券市場發展季刊第 135 期(2022 年 9 月出版)

家族企業之研究對台灣經濟發展而言為一重要的課題。臺灣董事學會(2020)發表的〈華人家族企業關鍵報告〉指出台灣上市櫃公司中約有七成是家族企業，家族企業市值則佔了總市值的六成，此企業結構顯示出家族企業對台灣整體市場與經濟之影響。相較於非家族企業，家族企業又有下列不同之處。第一，家族控制股東在做決策時勢必需在家族與公司利益之間做出權衡，如果公司暴露在不確定性較高的財務風險中，家族會將企業視為一項傳承後代的資產，以長期經營為首要目標，並採取相對保守的決策(Zahra, 2005)。第二，當家族集團擴大規模，旗下子公司之間可能存在成員相互交叉持股，或由家族成員擔任董事或監察人的情況，此舉促使家族掌握較高的控制權卻只需承擔較低的成本，對公司衍生代理成本問題(Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002)。

本研究探討家族特性對公司現金持有量的影響。在各種公司資產中，現金是所有資產中流動性最高的科目，其金額多寡關乎公司所有營業活動的資金支應，且在公司財務危機爆發時扮演重要的角色。然而，以往文獻對於家族企業的現金決策卻有不同的看法。基於預防性動機的原因，Durán, Lozano, & Yaman (2016)指出歐洲的家族企業

會增加公司現金持有以確保未來投資所需資金；基於代理機制的因素，Liu (2011)則發現美國的家族企業可能將現金大多數用在有利於創始家庭的項目上，而導致公司持有較低的現金。

為驗證前述文獻的不同論點，本文以家族企業佔比較大的台灣全體上市公司為對象，依據預防性及代理問題等現金持有動機區分家族企業，以此分析高預防性動機的家族企業是否會因風險趨避的特性選擇增加現金持有量，而公司內部資金多寡又是否會影響高控制權與現金流量權偏離的家族企業之現金持有比例(Caprio, Del, & Signori, 2020)。實證結果顯示家族企業平均而言會比非家族企業減少 0.4%的現金持有，家族企業降低現金持有的比例又隨著家族成員持股率上升而提高。然而，當家族企業從事科技業或具有公司規模小、財務彈性低等高預防性動機時，控制股東會選擇增加公司現金持有量以避免外部財務衝擊。上述結果顯示高預防性動機的台灣家族企業仍會如 Durán et al. (2016)所示提高現金持有量以防患未然。在代理問題方面，本文結果顯示當公司內部資金較低時，高控制權偏離的家族企業仍會選擇增加現金部位，反之高控制權偏離的公司在公司內部資金充沛時會減少現金持有量。呼應關於預防性動機的研究發現，此部分結果指出高代理問題的公司仍會在公司面臨資金不確定性時選擇增加現金持有。

考量到家族企業的集團化特性，本文進一步估計企業於各集團中的核心程度，並探討在集團內擁有較高權力的核心企業在做現金決策時有何不同。Masulis et al. (2011)指出在同一集團中，當公司屬於集團內金字塔頂端的核心企業時，該公司通常具有成立歷史較悠久、規模較龐大、以及風險較低等特性。考量到該類家族控制股東握

有強大權力，可調動旗下子公司的資源，所做的決策影響層面也更廣，此點應與家族集團內的其他成員有明顯區隔。此外，雖然集團化企業有助於集團內的資源調動，集團企業多會藉由成員間相互交叉持股方式擴增其控制權，當集團企業一旦經營不善遭受財務危機，則受害的不僅是企業本身，集團企業之所有利害關係人都是受害者，不僅將使總體經濟受創，更可能連帶造成相關企業後續的財務問題。

不同於以往文獻會以單一集團的持股結構判斷各企業的核心程度，資料顯示一間企業實際上會同時隸屬於多個集團，並可能於多個集團中位居核心位置。藉由集團內企業的成立時間、控制鏈、與營運規模等因素，本文依據各企業在不同集團間是否為核心企業的資訊計算出每間公司的平均核心程度。研究結果顯示核心程度越高的公司傾向減少公司的現金持有，此點隱含高核心程度的公司可能因融資成本較低而不需持有過多現金。然而，相較於非家族企業，家族企業在核心程度增加時會有相對較高的超額現金儲備，家族持股率上升時也會對公司現金持有比例有顯著的正向影響，表示家族控制股東可能基於預防性動機、投資需求或自身利益等原因，將集團資源集中在核心企業上，進而提高公司的現金部位。

本文的研究成果共有下列幾點貢獻：首先，雖然我國經濟體中有眾多家族企業，國內研究家族企業之現金持有決策的文獻仍較少，關於現金決策之研究主要集中於分析股權結構與預防性動機等因素(林嘉慧、林美倫與郭玫秀，2010；蘇玄啟、羅仙法、施懿宸與李汶育，2016)。本文以對台灣經濟有重要影響力的家族企業作為研究對象，除了在控制公司特性、產業及年份固定效果下分析家族企業的現金持有決策差異外，並進一步發現預防性動機與代理問題對家族企業之現

金持有決策的影響，以此深究家族企業的現金決策。本文成果顯示家族企業的現金持有決策在各種動機之上仍會受到資金多寡及籌資能力所影響，此點也可以呼應文獻對家族企業之現金持有政策的不同看法。

集團企業方面，從家族核心程度與現金持有呈正向關係的結果中，隱含在家族企業的金字塔結構下，核心成員握有較多資源，非核心成員相對而言則有較低的現金持有以及較高的流動性問題。隨著新冠肺炎疫情產生的企業併購潮，本文結果顯示有關當局於檢視家族企業營運狀況時應注意其因家族或集團性企業結構所可能產生的資源配置不均問題。另一方面，如果當一家公司被家族企業併購後成為家族集團的底層，金字塔結構內的資源重新配置可能將導致資源分配不均的潛在議題。

回顧國外學者的研究，有鑑於家族企業在台灣所扮演的重要角色，後續學者或可進一步延伸下列議題。首先，本文發現家族創始人傾向持有更少的現金，因台灣部分家族企業已面臨世代傳承課題，若將家族繼承者再細分成直系繼承人、非直系繼承人或姻親等，上述角色皆可能因其家族主義的價值觀或成長背景等差異而改變公司本身的現金決策。另外，公司規模成長到某個階段，公司之控制型態將可能由單一家族轉為多家族控制(例如家族聯姻)，集團是否會因此而改變其風險管理決策。最後，本文雖推測集團內的核心企業掌握較大的控制權做資源的調度，亦可能產生核心代理問題，但如果能將集團層級數納入考量，或董事是否藉由併購或其他方法跨足金融機構，使公司更容易取得資金，將會是個有趣的議題。

參考文獻

- 林嘉慧、林美倫、郭玟秀 (2010), 「公司治理與超額現金持有之償付決策關係」, 《中山管理評論》, 第 18 卷第 4 期, 1051-1088。
- 臺灣董事學會 (2020), 《2020 年華人家族企業關鍵報告》。
- 蘇玄啟、羅仙法、施懿宸、李汶育 (2016), 「台灣上市公司的現金持有、現金持有價值與公司生命週期: 預防性動機假說之驗證」, 《臺大管理論叢》, 第 26 卷第 2 期, 173-210。
- Caprio, L., Del Giudice, A., & Signori, A. (2020), "Cash holdings in family firms: CEO identity and implications for firm value." *European Financial Management*, Vol. 26, No.2, 386-415.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002), "Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings." *Journal of Finance*, Vol. 57, No.6, 2741-2771.
- Durán, R. F., Lozano, M. B., & Yaman, S. (2016), "Is family control relevant for corporate cash holding policy?" *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 43, No.9-10, 1325-1360.
- Liu, Y. (2011), "Founding family ownership and cash holdings." *Journal of Financial Research*, Vol. 34, No.2, 279-294.
- Masulis, R.W., Wang, C., & Xie, F. (2009), "Agency problems at dual-class companies." *Journal of Finance*, Vol. 64, 1697-1727.
- Zahra, S. A. (2005), "Entrepreneurial risk taking in family firms." *Family Business Review*, Vol. 18, No.1, 23-40.