

台灣家族公司負債融資成本之研究

The Study of the Cost of Debt Financing of Taiwan's Family Firms

李永全* 馬黛**

Yung Chuan Lee Tai Ma

(Received May 2, 2005; First Revision Aug. 8, 2005; Accepted Jun. 20, 2006)

摘要：本研究主要在探討家族公司對負債融資成本的衝擊，為了家族公司是否有相對較低的負債融資成本，本研究將其影響區分為家族所有權、控制權和管理權等三種效果，實證結果發現家族公司持股比率與負債融資成本呈現倒U關係，透過擴增控制權機制所產生的代理問題會提高負債融資成本、家族成員擔任總經理會顯著降低負債融資成本，從代理問題的觀點發現股東和管理者的代理衝突對負債融資成本的影響大於家族股東與非家族股東的代理衝突。

關鍵詞：家族控制、代理問題、負債融資成本

Abstract: We investigate the impact of family firms on the cost of debt. We posit that, in order to understand whether family firms are related to a lower cost of debt financing, we must distinguish among three effects: ownership, control, and management. We find that the relationship of family firm's ownership and debt financing costs is inverted-U and family management is related, both statistically and economically, to a lower cost of debt financing. Our findings suggest that classic ownership-manager is more costly than the conflict between family and non-family shareholders on the cost of debt financing.

Keywords: family control, agency problem, the cost of debt financing

* 國立中山大學財務管理研究所博士班；私立僑光技術學院財務金融系專任講師

Ph.D. Candidate, National Sun Yat-Sen University Lecturer
Department of Finance, The Overseas Chinese Institute of Technology

** 國立中山大學財務管理研究所教授

Professor, Department of Finance, National Sun Yat-Sen University



壹、緒論

近年來的一些研究發現世界各國的上市公司普遍存在著家族企業型態 (Shleifer and Vishny, 1986; La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer, 1999; Claessens, Djankov and Lang, 2000; Faccio and Lang, 2002; Anderson and Reeb, 2003), 葉銀華(1999)指出台灣上市公司相較於美國、日本和德國而言, 較明顯的特徵為家族成員握有決定性的股權且普遍位居董事與高階管理者, Claessens, Djankov, Fan 與 Lang (1999)以最終控制的方式調查台灣上市公司, 發現 65.6% 的公司為家族公司, Yeh, Lee 與 Woidtke (2001) 加入轉投資公司對母公司的持股, 發現 1994 至 1995 的 208 家上市公司中 81.4% 屬於家族公司, 由此可知在台灣上市公司中, 家族控制是普遍存在的現象。

Jensen 與 Meckling(1976)指出由於所有權和經營權分離及資訊不對稱的情況, 使得公司存在代理問題, 在追求公司價值最大化的目標下, 管理當局應致力於降低公司代理問題。公司的代理問題可分為權益代理問題和負債代理問題兩部分。過去有關代理問題與所有權結構的研究都偏重在管理者與股東間的代理問題, 但是關於所有權結構與負債代理問題關係的研究則相對甚少, 主要發現包括有 Jensen 與 Meckling(1976)所提出多角化投資的股東有誘因藉由高風險性投資侵略公司債權人的財富, 此行為稱為資產替代 (asset substitution), 債權人為確保自身權益會要求公司提高債權的利息, 使得公司承受較高的負債融資成本。另外股權集中的股東可視為公司長期投資者, 當公司需要經常透過債券市場融資時, 他們將會致力的降低與債權人間的代理衝突。

Anderson, Mansi 與 Reeb(2003)認為家族公司通常會將其公司視為祖傳資產而要傳承給下一代, 因此特別會重視商譽和永續經營, 因此家族公司有更強的誘因

去降低公司經營風險和提高公司經營績效, 透過穩定的現金流量降低債權人的債權風險, 因此債權人會要求較低的負債融資成本。在該研究中以建立家族虛擬變數做為解釋變數, 結果發現家族公司會顯著較低的負債成本。但由葉銀華、李存修與柯承恩(2002)的研究報告發現, 國內家族企業在股權結構和經營管理上存在著顯著的差異, 而這些差異是否會影響家族公司負債融資成本? 這是一個值得探究的問題, 因此本研究進一步從家族所有權、控制權和經營權的角度去探討家族公司負債融資成本。

在所有權方面, 家族成員通常握有公司決定性的股權, 而家族公司高持股的情況使得家族控制股東的資產投資不具有多角化, 為降低個人資產的投資風險, 家族成員會有更大的誘因去降低公司風險。

台灣上市公司與美國企業不同之處在於存在著集團化的現象, 這些集團企業會透過金字塔結構或交叉持股方式來擴增其控制權, Claessens, Djankov, Fan 與 Lang (2002)和 Lins(2003)針對東亞國家進行研究發現, 大股東控制權超過其現金流量請求權時會有較大的誘因去掠奪其他小股東利益, 因而降低公司價值, 但仍不足以抵銷股權集中所帶來的利益。Cronqvist 與 Nilsson(2003)以瑞典公司所進行的研究也發現控制權偏離現金流量請求權對公司價值有負面的影響, 因此當家族公司採用擴增控制權機制時會有較大的誘因去掠奪其他小股東利益, 因而降低公司價值, 提高債權人的風險, 因此債權人會要求較高的風險溢酬。從管理權的角度來分析, 透過任用家族成員擔任總經理可以影響代理衝突, 若家族成員擔任總經理, 家族成員將同時具有管理者和大股東的角色, 因此家族管理當局的利益將會更趨於與其他股東一致, 因此相較於非家族公司或由非家族成員擔任的家族公司可降低代理衝突, 但是選任家族成員擔任總經理也可能會因為排除高品質的專業

人員而降低公司價值。債權人所關心的是其債權的保障，而債權受保障的程度可從公司經營績效來觀察，因此家族經營權對負債融資成本的影響要視家族成員擔任總經理的經營績效而定。

Claessens et al.(2002), Anderson 與 Reeb(2003), Anderson et al.(2003)以及 Cronqvist 與 Nilsson(2003)是近年來有關家族公司的負債融資成本與公司價值研究中較嚴謹的四篇研究，Anderson et al.(2003)以家族虛擬變數檢視美國家族公司對負債代理成本的影響，研究發現家族公司可以降低 0.4287 % 負債成本，且家族高持股比率的公司會增加 0.0021 % 的負債成本。但這些文章中並未將家族公司對負債成本的影響來源進行深入探討，因此所獲得結果無法真正的了解到家族公司對負債成本的影響。本研究的貢獻是同時從家族所有權、控制權和經營權三方面分析家族公司的對負債融資成本，研究結果有助於對家族公司的負債融資成本有更深入的剖析。

本研究主要探討的問題有以下幾個：(1)家族公司是否有較低的負債成本？(2)家族股東持股比率愈高的公司，是否有更大的誘因去降低公司風險，因此享有較低的負債融資成本？(3)家族公司為了擴增控制權而採用金字塔結構或交叉持股的機制，此機制的實施對負債融資成本有何影響？(4)家族公司任用家族成員擔任總經理對公司負債融資成本有何影響？(5)代理問題對負債融資成本有何影響？

貳、文獻探討

一、負債代理成本

負債代理成本主要來自於資產替代或風險移轉的問題，股東與債權人間的潛在衝突源於股東偏好投資於較高風險的計劃，在此情況下，面對高風險投資計劃，股東預期會有較高的報酬，但債權人

在固定報酬的情況下卻必須承擔較高風險 (Jensen and Meckling, 1976)，另外從選擇權訂價的角度來看，股東可視為買權的買方，其只會在資產價值大於負債請求權價值時才會執行權利，而風險增加將會使買權價值增加，但卻使得負債請求權的價值降低。

在面對上述可能存在的代理衝突，債權人通常會利用保護條款和監控的方式來維護本身的權益。譬如當公司再融資時，必須重訂契約，限制舉債資金不得用於股利發放等。但面公司投資不足的行爲卻難以監控，在此情況下債權人只有透過較高的風險溢酬來彌補可增加的風險，此結果將造成負債融資成本提高。綜合言之，任何因股東與債權人衝突所增加的成本將導致較高的負債融資成本。

二、家族公司與負債融資成本

台灣上市公司與美國不同的地方在於股權相對集中，所有權與經營權未完全分離，家族公司和集團化的情況很普遍，家族公司中高階管理人員大都由家族成員擔任，集團化的情況使得控制股東會藉由股權金字塔結構和交叉持股的方式來擴增其控制權。家族股東與一般大股東不同之處在於家族股東較重視企業的長久生存以及關心公司（家族）的商譽，另外在所有權、控制權和管理權方面也異於一般非家族公司。若要深入的了解家族公司對負債融資成本的影響就必須從家族所有權、控制權和管理權來分析。

家族因素會提高或降低負債融資成本？Casson(1999)及 Chami(1999)指出家族公司金將其公司視為可傳承給其家族成員或下一代的資產，而不會將其當做在生命期間消費的財富，所以家族股東關心如何將公司妥善經營以傳承給下一代勝於財富的繼承，因此公司的生存是家族股東重要的關心課題。倘若公司價值和股東財富的目標分歧時，家族股東會以追求公司價值最大化為前提，因此家族公司相較

於非家族公司而言有較大的動機去降低股東與債權人間的代理問題。Anderson et al. (2003)指出外部人士通常會將家族成員視為相同的治理團隊，若家族成員中有採取剝削的不當行為時將可能會使得外部人士預期未來其他家族成員為維持公司生存也會採取相同的措施，因此對家族公司而言，商譽具有長期持續的經濟效果，所以家族公司會較非家族公司更重視商譽，在此情況下，家族公司更有動機去降低股東與債權人間的代理問題，因此預期家族公司的負債融資成本應較非家族公司低。

家族所有權會提高或降低負債融資成本？家族公司中的家族股東通常擁有公司較高的股權，因此就其財富投資組合相較於一般股東而言缺乏多角化，Berle與Means(1932)提出股權集中有助於降低股東和管理者的衝突，對公司價值有正面的效果，但Demsetz(1983)則認為股權集中度是利潤最大化決策的內生效果，因此對公司價值沒有影響。Demsetz與Lehn(1985)和Demsetz與Villalonga(2001)的研究也支持Demsetz(1983)的論點。

擴增控制權會提高或降低負債融資成本？個人或家族所控制的公司是由一個大股東和許多小股東所組成的(Shleifer and Vishny,1986)，在這樣的公司組織結構下，Berle與Means(1932)或Jensen與Meckling(1976)所提出的股東和管理者的衝突(傳統代理問題)將較為緩和，但是在所有權和經營權未完全分離下，控制股東可能會利用其在公司的控制部位去掠奪小股東的利益(核心代理問題)，如果公司的大股東是銀行、投資信託公司或股權分散的法人，則掠奪小股東利益的誘因相對較低，但仍會存在著監控管理者的誘因，而家族公司同時存在著掠奪和監控的誘因，亦即同時存在著傳統和核心代理問題。La Porta et al.(1999)和Claessens et al.(2000)發現當控制股東的控制權與現金流量權偏離的幅度愈大時，有較低的公司

價值，Claessens et al.(2000)和翁淑育(2000)研究台灣上市公司的股權結構，結果發現，台灣上市公司存在有明顯的家族控制型態，其中有三分之二的公司是被單一股東所控制。控制股東的最大特色就是控制權超過他們的現金流量權，因為他們通常透過金字塔股權與交叉持股的方式來取得一部份的控制權，並透過參與管理的方式來增強控制權，控制股東會透過金字塔結構、交叉持股與互為董事等方式而達到控制公司的目的，因此造成控制權與現金流量權偏離一股一權的不合理現象，La Porta et al. (1999)與Claessens et al. (2000)的研究亦發現，家族擴增控制權是引起市場負面評價間的一個重要因素。

家族管理會提高或降低負債融資成本？因為家族公司會降低傳統代理問題，因此從傳統代理理論的觀點預期家族管理有助於增加公司價值，然而在家族用人為親的特質下，可能會放棄雇用能力較佳的專業人員而改聘用家族成員來管理公司，此舉將造成公司價值的損失(Burkart Panunzi and Shleifer,2003)，Palia與Ravid(2002)，Adams Almeida與Ferreira(2004)和Fahlenbrach(2004)皆支持家族管理有助於降低傳統代理問題。

參、資料描述與變數衡量

一、資料來源

本研究在探討家族股權結構與負債融資成本間的關係，其中控制股東之股權資料取自各上市公司之公開說明書，並根據中華徵信所所出版的台灣地區集團資料庫。判斷是否有彼此交叉持股和金字塔結構的股權型態。股東質押及公司相關財務和公司背景資料擷取自台灣經濟新報社資料庫。

過去有關家族公司的研究中對家族公司的定義並不一致，Burch(1972)指出若個人或家族成員擁有公司股權比例超過4%，且擁有董事席位，則稱之為家族公

司。彭懷真(1989)以公司董事長與總經理具有父子或兄弟關係亦或董事長和總經理為同一人的公司視為家族公司，結果發現在台灣 200 大民營製造業中有 46.3% 屬於家族公司。Mok, Lam 與 Cheung(1992)定義家族公司為同一家族成員或其設立的投資公司持股比率總和超過 10% 且在董事會擁有席位。周行一、陳錦村與陳坤宏(1996)則以董事長與總經理為同一人、父子、兄弟與三等親以內之親屬，且三等親內的親屬擔任董事會席為比率一半以上視為家族公司。葉銀華(1999)則將配偶納入家族成員，若家族成員或其控制的公司所有的持股比率總和超過 10% 且在董事會擁有席位或家族成員占公司董事會席位超過一半者視為家族公司。由以上的相關文獻可知家族公司的定義主要包含家族成員的定義和控制權的規定，由於國內許多公司存在集團化現象，且許多公司配偶也會參與公司管理或入主董事會，因此本研究採用葉銀華(1999)對家族公司的定義，此定義較符合國內的實情。

本研究樣本選自民國 86 年到 93 年底上市公司所發行的普通公司債，由於可轉換公司債具有轉換條件的規定，且其價值會受到股價的影響，因此排除可轉換公司債的樣本。國內普通公司債需於向證期會送件申報前完成價格之訂定，從證期會的申報資料取得發行價格資料，有關公司債的基本資料取自財團法人櫃檯買賣中心的資料庫，根據所取得的發行價格、票面利率、到期期限和付息方式求算到期殖利率¹。本研究中的負債融資成本的衡量是先找到同季發行且到期期限相同的公債當作配對公債，以兩者到期殖利率的差異值當作負債融資成本的代理變數，本研究稱之為利差(spread)，此利差可以剔除掉當期市場利率的影響。為了使公司債與公債能夠在同一條件下比較，本研究將公司

債發行條件中，貼現發行、非一次到期還本的部份予以剔除。此目的在消除特殊發行條件的樣本公司債，摒除其他影響公司債發行成本的因素，使樣本資料能在同一基準下做分析。符合條件者共有 397 筆資料。樣本產業別統計與樣本債券的特性的基本統計量整理如表 1。

二、解釋變數的衡量

本研究主要在分析影響家族公司的負債融資成本的因素，Anderson et al. (2003)認為家族公司相較於非家族公司會更重視商譽和公司的永續生存，因此在經理管理上會致力於降低公司風險和提升公司績效，對債權人而言，這樣的經營理念有助於提高債權的保障，因此本研究建立家族公司虛擬變數(Famfirm)來測試國內家族公司的負債融資成本是否存在同樣的現象。接下來進一步探究從代理問題的角度來分析家族公司的負債融資成本，本研究將家族公司的代理問題區分為家族所有權、控制權和管理權三個層面來分析家族公司的負債代理問題。

家族所有權對負債融資成本的影響可從控制家族的投資組合風險和代理問題兩方面來看，高持股形成的股權集中現象會造成投資組合不具多角化，而使得家族公司有更有誘因去降低公司風險。從代理理論的觀點，持股比率與公司價值有關，Morck, Shliefer 與 Vishny(1988)以及 McConnell 與 Servaes(1990)的研究發現當管理者的所有權增加時會使其與股東立場趨於一致，因而提高公司價值。然而當管理者所有權持續增加時，可能會去侵占小股東的財富而提高公司代理衝突，公司價值的降低將會影響到債權人債權的保障程度。本研究以家族成員在目標公司的直接持股總和(Ownership)當做家族所有權的代理變數。

¹若當年度樣本公司有發行超過一次以上的普通公司債，則採用發行量加權求算加權平均到期殖利率。



表 1 研究樣本描述

Panel A: 樣本產業統計

產業	公司數	資料筆數	家族資料筆數	非家族資料筆數		
水泥業	3	1.63%	7	1.76%	4	3
食品業	10	5.43%	18	4.53%	10	8
塑化業	11	5.98%	25	6.30%	12	13
紡織業	14	7.61%	25	6.30%	12	13
電機機械	8	4.35%	12	3.02%	7	5
電器電纜	6	3.26%	8	2.02%	4	4
化學生技	10	5.43%	13	3.27%	7	6
玻璃陶瓷	2	1.09%	2	0.50%	1	1
造紙業	3	1.63%	7	1.76%	5	2
鋼鐵業	8	4.35%	11	2.77%	7	4
橡膠業	3	1.63%	7	1.76%	4	3
汽車業	1	0.54%	1	0.25%	1	0
電子業	64	34.78%	183	46.10%	81	102
建材營造	10	5.43%	14	3.53%	8	6
航運業	9	4.89%	18	4.53%	12	6
貿易百貨	7	3.80%	20	5.04%	13	7
綜合和其他	15	8.15%	26	6.55%	16	10
總計	184		397		204	193

Panel B: 債券發行資料敘述統計

債券基本特性	平均數	標準差	最小值	最大值
殖利率(%)	4.102	1.984	2.252	9.200
到期期限	4.581	1.319	3	10
發行額度(百萬元)	258.027	291.703	50	5000

家族成員為確保在公司的控制權，可能會採取股權金字塔結構或交叉持股的方式來擴大其控制權，此舉將會造成控制權偏離現金流量請求權，La Porta et al. (1999)；Claessens et al. (2000)及 Lemmon 與 Lins (2001)等發現當控制股東的控制權與現金流量權偏離的幅度愈大時，有較低的公司價值。本研究以家族成員的控制權與現金流量權偏離程度來當做擴增控制權(Control)的代理變數。

控制權的計算包含家族控制股東之直接控制和間接控制的持股率。其中直接控制部份是指家族控制股東以個人名義或家族成員所持有的股權，間接控制則是

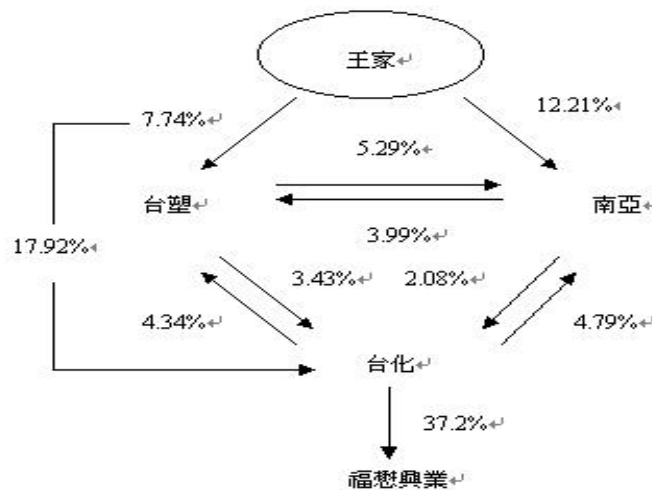
家族控制股東透過所控制的其他上市櫃公司間接持有的股權。直接控制可由家族成員在目標公司的直接持股總和求得，而間接控制部分，La Porta et al.(1999)和 Claessens et al. (2000)分別提出不同的衡量方式，前者是以各控制鏈的最末端的持股率總和當做間接控制程度，後者則以各控制鏈中最小持股率的總和當做間接控制程度，本研究採用 La Porta et al. (1999)的間接控制定義，其計算方式為：

家族控制股東的控制權 = 家族控制股東之直接持股率 + \sum { (各控制鏈最末端的間接持股率) }

現金流量請求權的計算乃採取家族控制股東的控制權之直接持股率加上各控制鏈之間接持股率乘積的加總。以控制權減掉現金流量請求權當作擴增控制權的代理變數。

以民國 88 年台塑集團持股情況為例，下圖為王永慶家族對台塑、南亞、台化及福懋興業的股權控制圖。在民國 88

年時，台塑集團內有台塑、南亞、台化及福懋等四家上市公司，由圖中可知王家以個人名義直接持有台塑 7.74% 的股權，王家所持有(控制)的其他機構及投資公司如長庚醫院、泰氏及萬順國際投資亦分別間接持有台塑股權 2.57%、5.54% 及 4.11%。因此王氏家族在民國 88 年對台塑公司的直接持股率為 19.96%。



台塑集團之股權控制圖

資料來源：民國 88 年台塑、南亞及台化之公開說明書。

在間接持股率方面，王氏家族對台塑集團的控制鏈有二：王氏家族-台化-台塑以及王氏家族-南亞-台塑，兩控制鏈的最末端持股率分別為台化持有台塑的 4.34% 的股權以及南亞持有台塑的 3.99% 的股權，兩者加總之後可得到王氏家族對台塑的間接持股率總和為 8.33%，王氏家族對台塑公司的控制權則為直接持股率 (19.96%) 加上各控制鏈的間接持股率的加總 (8.33%)，總計為 28.29%。

在現金流量請求權的計算方面假設王氏家族對於其他未上市櫃轉投資公司所持有的股權為 100%，王氏家族以個人名義及其他未上市櫃轉投資公司直接持有台塑股權共 19.96%，相同方法也可求出王氏家族對南亞以及台化的直接控制權分別為 26.34% 和 55.37%。間接現金流

量請求權則為各控制鏈之間接持股率乘積的加總，兩控制鏈的間接持股乘積分別為 1.05% 及 2.40%，因此可求得王氏家族對台塑的現金流量請求權為 23.41%。

在計算出王永慶家族對於台塑集團內各上市公司之控制權及現金流量請求權後，即可計算家族控制股東控制權與現金流量請求權的偏離程度。偏離程度是以家族控制股東控制權減現金流量請求權來衡量，計算結果為 4.88%。

家族公司通常家族成員兼具大股東和管理者的雙重身分，因此家族公司會降低傳統代理問題，因此從傳統代理理論的觀點預期家族管理有助於增加公司價值，而家族公司喜歡用家族成員當做高階管理者，因此可能會放棄雇用能力較佳的專業人員而造成公司價值的損失 (Burkart

et al.,2003)，本研究建立家族成員是否擔任總經理的虛擬變數當做家族管理權(Manage)的代理變數。

三、控制變數的衡量

在控制變數的選取方面，Anderson et al.(2003)的研究指出公司債發行成本與公司營運績效和公司規模呈負向關係，而與營運風險呈正相關，倪衍森與陳冠宇(2005)發現負債比率愈高的公司會有較高的負債成本，但 Anderson et al.(2003)卻發現兩者間並無顯著關係，Fridson 與 Garman(1998)及 Garman(2000)的研究發現信用風險是利差主要的決定因素，Anderson et al.(2003)與 Amira(2004)皆證實信用風險愈高的債券會有較高利差，Diaz 與 Eliseo(2002)與 Anderson et al.(2003)皆支持存續期間和債券的發行成本呈正向關係，提供擔保品的債券之利率預期較無擔保債券低。綜合以上的文獻，本研究的實證模型納入公司營運績效(Perform)、公司營運風險(Risk)、公司規模(Size)、負債比率(Leverage)、信用風險(Credit)、存續期間(Duration)以及是否提供擔保品(Guarant)等七個變數當做控制變數。從債權人的觀點，當公司營運績效好、營運風險低、公司規模愈大、負債比率低、信用風險佳、存續期間短和提供擔保品者，要求報酬率較低。

公司營運績效是以現金流量(淨利加

上折舊)占總資產的比例來衡量。公司風險則是求算前 5 年的現金流量佔長期負債比率的標準差來當做替代變數，其公式可表達如下：

$$Risk_t = \sqrt{\frac{\sum_{i=0}^3 \{(OCF/D)_{t-i} - (OCF/D)_{avg}\}^2}{4}}$$

公司規模是以債券發行前一季的總資產取自然對數值衡量之。負債比率則是採債券發行前一季的負債占總資產比例來衡量。信用評等是依樣本公司債首次上次日當年度台灣經濟新報社所公佈評分爲標準；評分共分 9 級，若被評等的等級愈高，則代表公司體質愈差，違約風險愈高。根據上節的樣本篩選原則共選取 397 筆樣本，其中家族與非家族樣本分別有 204 及 193 筆。信用風險是影響債券殖利率的主要因素之一，實務上公司信用風險可參考評等機構的評等結果，本研究根據台灣經濟新報社的所做的評等資料做爲信用風險的代理變數，樣本信用評等分數統計如表 2，家族樣本中高、中、低風險等級的樣本分別占 10%、30%及 60%，非家族樣本中高、中、低風險等級的樣本分別爲 7%、29%及 64%。全體研究樣本中低風險樣本占 64%，高風險的樣本只有 6%，可見發行公司債的公司大都爲信用良好的公司。

表 2 研究樣本信用評等等級統計

風險別	高風險之投機級		中度風險			低風險之投資等級			
信用風險等級分數	9	8	7	6	5	4	3	2	1
家族	0	3	8	25	36	42	64	20	6
非家族	0	10	4	16	40	57	42	16	8
小計	0	13	12	41	76	99	106	36	14

Anderson et al. (2003) 同時參考 Moody's 和 S&P 兩者的評等進行量化，但由於這些評等有包含家族持股的因素，因此爲剔除掉評等分數中所包含的家族因素，該研究以家族持股對評等分數進行迴

歸所求得的殘差項當做信用風險的替代變數，而經濟新報社所採用的信用評等模型雖未考慮家族持股因素，但卻包含舉債程度和公司規模兩個因素，爲避免造成線性重合的問題，本研究以舉債程度和公司

規模對信用評等級分的倒數進行迴歸所求得的殘差當做信用風險的代理變數。

利用存續期間來控制發行債券的到期期限和票面利率因素，存續期間的估算方式是採用 Macaulay duration，公式敘述如下：

$$Duration = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t * t}{(1+Y)^t}}{P}$$

上式中的 Y 代表到期殖利率，P 為債

券價格，CF 為每期現金流量。Guarant 為發行債券是否提供擔保品的虛擬變數，若該公司債有提供擔保品，則 Guarant =1；反之，Guarant=0。經統計研究樣本中家族公司 204 個的發行債券樣本中有提供擔保品的有 76 件，比率有 37%；非家族公司的 193 個發行債券樣本有提供擔保品的有 81 件，比率只有 42%。

表 3 樣本債券是否提供擔保品統計

	家族	非家族	小計
有擔保	76	81	157
無擔保	128	112	240
小計	204	193	397

肆、實證分析

一、樣本資料分析

本研究以樣本公司債與配對公債票面利率差異當作負債融資成本的代理變數，此變數稱之為利差(Spread)，樣本平均利差為 1.4837%，值得注意的是最小值為 0.2580%，而利差最大則高達 6.8842%。

在本研究 397 筆資料中，家族公司樣本占有 204 筆，比率達 51.4%，樣本公司家族成員平均持股為 10.8%，若扣除非家族公司，家族公司中家族成員平均持股率為 21%，其中最高持股達到 62.8%。家族公司中有 154 筆有採取擴增控制權的機制，比率達 75.5%，而研究樣本的平均控制權與現金流量請求權偏離程度為 6.3%，標準差為 1.37%。家族公司中總經理由家族成員擔任的資料共有 150 筆，占全體樣本的 37.8%。

在控制變數部份，信用風險(Credit)以台灣經濟新報社於發行日之前最近一次的信用評等分數的倒數並控制舉債程度和公司規模後的迴歸殘差值當作代理變數，Credit 值愈高代表該公司信用程度

愈好，平均分數為 0.017。存續期間(Duration)平均為 4.685 年，標準差 4.492 年，公司規模(Size)平均數為 17.759，長期負債比率(Leverage)平均數為 22.1%，標準為 23.1%，其中最大值高達 50%，而最小值只有 1.9%，顯示各樣本公司的資本結構差異頗大。公司營運風險(Risk)平均值為 2.3%，但標準差卻達 12.2%，主要是受部分公司營收大幅變動的影響，例如神達於民國 89 年第 3 季營收大幅成長，導致占現金流量比率呈現高度不穩定現象。在公司績效(Perform)方面則債券發行當年度營運現金流量占總資產比率來衡量，樣本平均數為 0.402，最小值為 -0.077，而績效最好的高達 3.062，可見樣本公司的營運績效差異甚大。

本研究進一步比較家族與非家族公司控制變數的差異，將樣本區分為家族公司與非家族公司，針對兩樣本的控制變數進行差異性檢定，以了解樣本中的家族公司和非家族公司在所發行債券特徵與公司特性上是否存在顯著差異。由表 5 的差異性檢定結果可知，家族公司所發行的債券利差顯著低於非家族公司，平均而言家族公司的負債融資成本相對於非家族公

表4 樣本相關變數敘述統計與分析

根據相關研究變數進行敘述統計以了解到研究資料的特性，*spread* 為負債融資成本的代理變數，根據發行債券的發行價格、票面利率、到期期限和付息方式求算到期殖利率，並找到同季發行且到期期限相同的公債當作配對公債，以兩者到期殖利率的差異值來衡量。*Famfirm* 為家族公司的虛擬變數，若家族成員或其控制的公司所有的持股比率總和超過 10%且在董事會擁有席位或家族成員占公司董事會席位超過一半者視為家族公司。

Ownership 為家族成員在目標公司的直接持股總和。*Control* 是用來衡量擴增控制權程度，以控制權減掉現金流量請求權來衡量，控制權的計算是採用 La Porta et al.(1999)的間接控制定義，其計算方式為：家族控制股東的控制權=家族控制股東之直接持股率+ \sum {(各控制鏈最末端的間接持股率)}，現金流量請求權的計算乃採取家族控制股東的控制權之直接持股率加上各控制鏈之間接持股率乘積的加總。*Manage* 為家族成員是否擔任總經理的虛擬變數當做家族管理權(的代理變數)。公司營運績效(*Perform*)是以現金流量(淨利加上折舊)占總資產的比例來衡量。公司營運風險(*Risk*)則是求算前 5 年的現金流量佔長期負債比率的標準差來當做替代變數，公司規模(*Size*)是以債券發行前一季的總資產取自然對數值衡量之。負債比率(*Leverage*)則是採債券發行前一季的負債占總資產比例來衡量。信用風險(*Credit*)是以舉債程度和公司規模對信用評等級分的倒數進行迴歸所求得的殘差當做信用評等的代理變數。存續期間(*Duration*)的估算方式是採用 Macaulay duration，*Guarant* 為發行債券是否提供擔保品的虛擬變數，若該公司債有提供擔保品，則 *Guarant*=1；反之，*Guarant*=0。***、**及*分別表示在 1%、5%及 10%水準下呈顯著。

Panel A：研究變數知敘述統計

變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<i>Spread</i>	148.372	136.259	108.736	25.798	688.420
<i>Famfirm</i>	0.514	1	0.499	0	1
<i>Ownership</i>	0.108	0.086	0.235	0	0.628
<i>Control</i>	0.063	0.057	0.137	0	0.308
<i>Manage</i>	0.378	0	0.611	0	1
<i>Credit</i>	0.017	0.015	0.016	-0.031	0.048
<i>Duration</i>	4.685	4.492	2.629	4.372	11.826
<i>Size</i>	17.759	17.902	0.856	15.238	19.647
<i>Leverage</i>	0.221	0.231	0.315	0.019	0.497
<i>Risk</i>	0.023	0.021	0.122	0.011	0.334
<i>Perform</i>	0.402	0.280	0.695	-0.077	3.062
<i>Guarant</i>	0.395	0	0.489	0	1

Panel B：樣本家族公司與非家族公司控制變數差異性檢定結果

	家族公司 (n=204)	非家族公司 (n=193)	差異	t 值
<i>Spread</i>	132.304	156.212	-23.908	1.682 *
<i>Credit</i>	0.013	0.021	-0.008	-0.982
<i>Duration</i>	4.664	4.707	-0.043	-0.918
<i>Size</i>	17.942	17.166	0.776	6.782 *
<i>Leverage</i>	0.194	0.250	-0.056	-2.108 **
<i>Risk</i>	0.018	0.028	-0.010	1.208
<i>Perform</i>	0.365	0.441	-0.076	-1.470
<i>Guarant</i>	0.372	0.419	-0.047	1.603

司低 0.2391 %。此點與 Anderson et al. (2003)的研究不同，Anderson et al.(2003)所採用的研究樣本中家族公司與非家族公司的負債融資成本並無顯著差異。另外家族公司的公司規模顯著大於非家族公司且負債程度顯著低於非家族公司，可見國內家族公司較不喜歡採用發行公司債融資。至於違約風險、存續期間、營運風險、公司績效和是否提供擔保品部分，家族公司和非家族公司並無顯著差異，此可能與國內發行公債的公司大都是信用良好的公司(表 2)且所發行的債券大都集中在 3-10 年間有關。

二、家族公司與負債融資成本

為了解家族公司相較於非家族公司是否有較高或較低的負債融資成本，本研究建立家族公司虛擬變數 Famfirm，如果該樣本公司屬於家族公司，則 Famfirm 值等於 1；反之，若樣本公司為非家族公司則 Famfirm=0。本研究中定義家族公司必須要符合以下兩個條件之一：(1)家族成員(含配偶及三等親以內的親屬)或其控制的公司所有的持股比率總和超過 10%且在董事會擁有席位，(2)家族成員占公司董事會席位超過一半。以發行債券的到期殖利率和配對公債到期殖利率的利差當做被解釋變數，債券相關特徵變數與公司特性變數，當做控制變數，此外為了避免產業和時間因素的影響效果，將產業別和年度亦納入控制變數。另外為避免殘差異質性的影響，本研究採用 White t 檢定來修正殘差異質性。利用 OLS 迴歸分析結果如表 5 之(1)，Famfirm 的估計係數為

-28.127 且達到顯著水準，此意謂著在控制相關債券相關特徵變數與公司特性變數後，家族公司的負債融資成本相較於非家族公司減少 0.2813 %，此結果與 Anderson et al.(2003)的結論一致。在控制變數方面，公司營運績效、公司規模、信用風險與是否提供擔保品均會顯著降低負債融資成本，而存續期間與負債融資成本則呈顯著正關係，亦即發行債券的存續期間若愈長，負債融資成本愈高。而負債比率的高低對負債融資成本並無顯著的影響。

為進一步驗證不同的家族公司定義所得到的研究結果是否不同，本研究針對之前的家族公司之家族成員的持股門檻做不同的修正，將原始定義的家族成員持股至少達 10%修正為家族成員持股至少達 20%、家族成員為公司的最大股東，採用以上兩者不同的家族持股門檻的規定所得到的 OLS 迴歸結果如表 5 之(2)和(3)，若家族公司定義為家族成員(含配偶及三等親以內的親屬)或其控制的公司所有的持股比率總和超過 20%且在董事會擁有席位或家族成員占公司董事會席位超過一半，則家族公司的負債融資成本相較於非家族公司低 0.3262 %，若家族公司定義改為家族成員(含配偶及三等親以內的親屬)或其控制的公司所有的持股比率總和為公司最大股東且在董事會擁有席位或家族成員占公司董事會席位超過一半，在負債融資成本方面，家族公司顯著低於非家族公司 0.2413 %，由此可見，針對以上三種家族公司定義所做的實證結果均一致支持家族公司享有較低的負債融資成本。



表5 家族公司對負債融資成本影響之迴歸結果

為了解家族公司對負債融資成本的影響，以 *spread* 為被解釋變數進行迴歸分析，*spread* 為負債融資成本的代理變數，根據發行債券的發行價格、票面利率、到期期限和付息方式求算到期殖利率，並找到同季發行且到期期限相同的公債當作配對公債，以兩者到期殖利率的差異值來衡量。建立家族公司的虛擬變數 *Famfirm* 作為模型的內生變數，以分析家族公司對負債融資成本的影響，家族公司的定義為家族成員或其控制的公司所有的持股比率總和超過 10% 且在董事會擁有席位或家族成員占公司董事會席位超過一半者視為家族公司。加入發行債券的特徵與公司特性作為控制變數，公司營運績效 (*Perform*) 是以現金流量 (淨利加上折舊) 占總資產的比例來衡量。公司營運風險 (*Risk*) 則是求算前 5 年的現金流量佔長期負債比率的標準差來當做替代變數，公司規模 (*Size*) 是以債券發行前一季的總資產取自然對數值衡量之。負債比率 (*Leverage*) 則是採債券發行前一季的負債占總資產比例來衡量。信用風險 (*Credit*) 是以舉債程度和公司規模對信用評等級分的倒數進行迴歸所求得的殘差當做信用評等的代理變數。存續期間 (*Duration*) 的估算方式是採用 Macaulay duration，*Guarant* 為發行債券是否提供擔保品的虛擬變數，若該公司債有提供擔保品，則 *Guarant*=1；反之，*Guarant*=0。另外為避免產業因素造成估計的偏誤，迴歸模型中亦納入產業和年度控制變數。另為了解殘差異質性的問題，迴歸模型採用 White t test。***、**及 * 分別表示在 1%、5% 及 10% 水準下呈顯著。模型 (2) 和 (3) 是採用不同的家族公司定義，模型 (2) 是將家族持股最低門檻改為 20%，模型 (3) 則不規定家族持股門檻但必須為公司最大股東。

解釋變數	被解釋變數為 <i>Spread</i>		
	(1)	(2)	(3)
<i>Intercept</i>	137.263*** (3.171)	162.121** (2.168)	146.328*** (2.864)
<i>Famfirm</i>	-28.127*** (2.648)	-32.624** (2.168)	-24.128** (2.210)
<i>Perform</i>	-3.318*** (-2.425)	-7.125** (-2.024)	-6.124 (1.462)
<i>Risk</i>	2.010 (1.428)	3.824* (1.728)	5.128* (1.658)
<i>Size</i>	-6.001** (-2.128)	-8.106* (-1.869)	-4.065* (-1.824)
<i>Leverage</i>	-6.744 (-1.428)	2.059 (1.056)	5.128 (0.924)
<i>Credit</i>	-12.108* (-1.682)	6.054 (1.069)	-12.168 (-0.779)
<i>Duration</i>	4.303* (1.987)	2.657*** (2.386)	4.215* (1.884)
<i>Guarant</i>	-26.514*** (-2.658)	-28.138*** (-2.399)	-26.428*** (-2.687)
<i>F</i>	18.594	13.248	13.283
<i>Adj. R²</i>	0.318	0.408	0.382

三、比較家族與非家族公司之債券特性對負債融資成本的影響

為了解家族公司與非家族公司在債券特性對負債融資成本的影響是否有顯著的差異，本研究考慮將 *Famfirm* 與所有控制變數取交乘項，若此交乘項的估計係數呈顯著，即代表家族因素會影響到此控

制變數對負債融資成本的衝擊。實證結果彙整如表 5。此迴歸模型與表 5 之差異在於表 5 是假設家族公司與非家族公司之各債券特性和公司特性變數對負債融資成本的衝擊是一樣的，而表 5 則把家族公司對負債融資成本的影響區分為透過控制變數和非透過控制變數的衝擊。為避免殘差異質性的影響，本研究採用 White t 檢定來修正殘差異質性。



表 6 比較家族與非家族公司知債券特性對負債融資成本的影響

為比較家族與非家族公司知債券特性對負債融資成本的影响，以 *spread* 為被解釋變數進行迴歸分析，*spread* 為負債融資成本的代理變數，根據發行債券的發行價格、票面利率、到期期限和付息方式求算到期殖利率，並找到同季發行且到期期限相同的公債當作配對公債，以兩者到期殖利率的差異值來衡量。建立家族公司的虛擬變數 *Famfirm* 作為模型的內生變數，以分析家族公司對負債融資成本的影响，家族公司的定義為家族成員或其控制的公司所有的持股比率總和超過 10% 且在董事會擁有席位或家族成員占公司董事會席位超過一半者視為家族公司。加入發行債券的特徵與公司特性以及其與家族虛擬變數的交乘項作為控制變數，公司營運績效(*Perform*)是以現金流量(淨利加上折舊)占總資產的比例來衡量。公司營運風險(*Risk*)則是求算前 5 年的現金流量佔長期負債比率的標準差來當做替代變數，公司規模(*Size*)是以債券發行前一季的總資產取自然對數值衡量之。負債比率(*Leverage*)則是採債券發行前一季的負債占總資產比例來衡量。信用風險(*Credit*)是以舉債程度和公司規模對信用評等級分的倒數進行迴歸所求得的殘差當做信用評等的代理變數。存續期間(*Duration*)的估算方式是採用 Macaulay duration, *Guarant* 為發行債券是否提供擔保品的虛擬變數，若該公司債有提供擔保品，則 *Guarant*=1；反之，*Guarant*=0。另外為避免產業因素造成估計的偏誤，迴歸模型中亦納入產業和年度控制變數。另為了解決殘差異質性的問題，迴歸模型採用 White t test。***、**及*分別表示在 1%、5%及 10%水準下呈顯著。模型(2)和(3)是採用不同的家族公司定義，模型(2)是將家族持股最低門檻改為 20%，模型(3)則不規定家族持股門檻但必須為公司最大股東。

解釋變數	被解釋變數為 <i>Spread</i>		
	(1)	(2)	(3)
<i>Intercept</i>	106.413 *** (6.725)	141.235 *** (5.134)	138.105 *** (3.452)
<i>Famfirm</i>	-16.127 * (-1.863)	-18.016 * (-1.927)	-14.012 ** (-2.102)
<i>Perform</i>	-3.079 * (-1.964)	-6.912 *** (-3.105)	-7.106 *** (-2.992)
<i>perform</i> × <i>Famfirm</i>	-1.623 ** (2.011)	1.605 (1.065)	-1.604 (-1.023)
<i>Risk</i>	5.182 * (1.898)	4.627 * (1.692)	6.108 * (1.725)
<i>Risk</i> × <i>Famfirm</i>	3.162 (0.713)	3.728 (0.729)	3.106 (1.209)
<i>Size</i>	-4.192 ** (-2.068)	-10.261 *** (-3.056)	-8.106 *** (-6.102)
<i>Size</i> × <i>Famfirm</i>	-2.128 *** (-5.138)	-2.011 * (-1.863)	-1.592 ** (-2.007)
<i>Leverage</i>	-8.125 (-1.204)	3.812 (0.428)	-5.102 (0.953)
<i>Leverage</i> × <i>Famfirm</i>	-2.568 *** (-3.015)	2.857 (0.942)	0.542 (1.006)
<i>Credit</i>	-13.013 *** (3.172)	-6.012 (-1.552)	-4.028 * (-1.776)
<i>Credit</i> × <i>Famfirm</i>	-6.105 *** (-2.924)	-3.026 * (-1.882)	-2.019 * (-1.868)
<i>Duration</i>	6.016 *** (3.882)	6.108 *** (2.886)	8.106 *** (2.931)
<i>Duration</i> × <i>Famfirm</i>	3.013 (0.559)	5.813 (1.032)	3.109 (0.862)
<i>Guarant</i>	-24.031 *** (-4.105)	-32.105 *** (-6.210)	-28.167 *** (-4.105)
<i>Guarant</i> × <i>Famfirm</i>	4.019 (0.826)	-2.038 (-1.205)	1.824 (0.726)
<i>F</i>	19.286	15.057	15.208
<i>Adj. R</i> ²	0.413	0.416	0.395

表 6 之(1)為考慮家族因素是否影響債券特性和公司特性對負債融資成本的衝擊，實證得知公司營運績效、公司規模、信用風險和是否提供擔保品皆與利差呈顯著負關係，而營運風險和存續期間與利差則呈顯著正相關，此結果與表 5 一致。但考慮到家族因素的影響之後，公司營運績效與家族虛擬變數的交乘項估計係數為-1.623 且達 5%的顯著水準，此表示當營運績效提升相同的幅度之下，家族公司的負債融資成本會比非家族公司降低更多，也就是說家族公司在營運績效對負債融資成本的敏感程度大於非家族公司。另外公司規模、負債比率以及信用風險與家族虛擬變數的交乘項也是具有同樣的效果，顯示在公司規模、負債比率以及信用風險對負債融資成本方面，家族公司相較於非家族公司有較高的敏感程度。值得注意的是，Famfirm 的估計係數為-16.127 且呈顯著，此結果隱含著家族公司除了透過部分的債券特性和公司特性去影響負債融資成本之外，還存在著一些家族因素對負債融資成本的衝擊，此結果亦支持本研究進一步從家族所有權、控制權和管理權去分析對家族公司負債融資成本的影響。

表 6 之(2)和(3)是採用不同的家族公司定義的迴歸結果，與表 6 之(1)不同的是，公司營運績效以及負債比率與家族虛擬變數交乘項的估計係數未達顯著，家族公司只有在公司規模和信用風險方面對負債融資成本具有顯著較高的敏感程度。

考慮加入控制變數與 Famfirm 交乘項的迴歸實證結果得知，家族公司除了透過公司規模和信用風險對負債融資成本的敏感度來影響發行普通公司債的舉債成本外，家族因素也會顯著降低負債融資成本，而各家族公司在家族所有權、控制權以及管理權方面存在著明顯的差異(參考表 4)，因此下一節將針對家族公司的樣本進行探討，分析家族所有權、控制權以及管理權對負債融資成本的影響。

四、家族所有權、控制權和管理權對負債融資成本的影響

由上一節的實證結果發現家族公司享有較低的負債融資成本，此結論與 Anderson et al.(2003)的一致，但此結果卻未真正了解到影響家族公司負債融資成本的因素，本研究進一步針對家族公司的樣本，就家族所有權、控制權和管理權來分析其負債融資成本的衝擊效果。

家族所有權對負債融資成本的影響可從家族資產組合風險和代理問題的觀點來看，家族股東持股愈多，其財富投資組合愈缺乏多角化，為降低個人資產組合風險，其會更有誘因去降低公司風險。從代理問題的觀點，股權結構與公司績效的關係則有利益收斂假說(the convergence-of-interest hypothesis)和利益掠奪假說(entrenchment hypothesis)兩種看法。利益收斂假說認為管理者的持股比率愈高，與股東的目標愈趨於一致，因此將降低權益代理問題，進而能提昇公司的價值。在國內，葉銀華與邱顯比(1996)探討資本結構、股權結構與公司價值之關聯性，詹錦宏與楊麗弘(2001)發現股權結構與資產報酬率呈顯著的正相關，林宜勉(1999)亦發現管理者股權與股票報酬呈顯著正相關。利益掠奪假說認為管理者的持股比率愈高，管理者為了鞏固其職權及私利，可能選擇對股東不利之方案，而降低公司的價值。故為了股東之利益，應減少經理人之持股。另部份學者認為利益收斂假說與利益掠奪假說會同時存在，而使得股權結構與公司績效間呈現非線性關係。Morck et al. (1988)以董事會的觀點檢視董事會持股比率與公司績效的關係，研究發現當持股比率低於 5%和持股比率高於 25%時，董事會有較高的股權比例，可以降低道德危險，故在此兩持股範圍內，持股比率與 Tobin's Q 呈正相關，符合利益收斂假說。而當持股比率為 5%-25%時，管理者有足夠的控制權及動機去進行對個人

較有利，對股東卻不利的行爲，故在此階段，董事會的持股比率與公司績效呈負相關，符合利益掠奪假說。McConnell 與 Servaes (1990)則以 Tobin's Q 爲績效衡量指標，內部人持股、外部大股東及法人投

資者之持股比率爲自變數。其實證結果發現當內部人持股比率在 40%-50% 以下時，公司價值會隨持股比率上升而提高，當內部人持股比率超過 40%-50% 以上時，公司價值會隨持股比率增加而下降。

表7 影響負債融資成本因素之OLS迴歸結果

以家族公司的樣本為研究對象，將家族公司對負債融資成本的影響區分為家族所有權、控制權和管理權三種效果，以 *spread* 為負債融資成本的代理變數。*Ownership* 為家族成員在目標公司的直接持股總和。*D(Ownership)* 為家族持股超過 20% 的虛擬變數。*Control* 是用來衡量擴增控制權程度，以控制權減掉現金流量請求權來衡量，控制權是採用 La Porta et al.(1999) 的計算方式，現金流量請求權的計算乃採取家族控制股東的控制權之直接持股率加上各控制鏈之間接持股率乘積的加總。*D(Control)* 為採用擴增控制權機制的虛擬變數。*D(Manage)* 為家族成員是否擔任總經理的虛擬變數當做家族管理權的代理變數。加入發行債券的特徵與公司特性作為控制變數，公司營運績效(*Perform*) 是以現金流量(淨利加上折舊)占總資產的比例來衡量。公司營運風險(*Risk*) 則是求算前 5 年的現金流量佔長期負債比率的標準差來當做替代變數，公司規模(*Size*) 是以債券發行前一季的總資產取自然對數值衡量之。負債比率(*Leverage*) 則是採債券發行前一季的負債占總資產比例來衡量。信用風險(*Credit*) 是以舉債程度和公司規模對信用評等級分的倒數進行迴歸所求得的殘差當做信用評等的代理變數。存續期間(*Duration*) 的估算方式是採用 Macaulay duration, *Guarant* 為發行債券是否提供擔保品的虛擬變數，若該公司債有提供擔保品，則 *Guarant*=1；反之，*Guarant*=0。另外為避免產業因素造成估計的偏誤，迴歸模型中亦納入產業和年度控制變數。另為了解決殘差異質性的問題，迴歸模型採用 White t test。***、**及* 分別表示在 1%、5%及 10%水準下呈顯著。

被解釋變數為 <i>Spread</i>		
解釋變數	(1)	(2)
<i>Intercept</i>	117.624 *** (3.405)	124.164 *** (3.628)
<i>D(Ownership)</i>	-12.310 * (-2.604)	
<i>Ownership</i>		22.105 * (1.968)
<i>(Ownership)²</i>		-68.495 * (-1.904)
<i>D(control)</i>	7.406 * (1.784)	
<i>Control</i>		36.105 * (1.805)
<i>D(Manage)</i>	-10.215 ** (-2.205)	-14.152 * (-1.951)
<i>Perform</i>	-6.198 *** (-3.086)	-6.942 *** (-2.699)
<i>Risk</i>	6.107 (0.583)	6.482 * (1.882)
<i>Size</i>	-9.105 *** (-3.405)	-10.052 ** (-2.015)
<i>Leverage</i>	7.105 (1.068)	6.418 (1.607)
<i>Credit</i>	-12.015 *** (-3.105)	-10.529 *** (-2.845)
<i>Duration</i>	8.012 (1.053)	7.064 (1.503)
<i>Guarant</i>	-21.052 *** (-3.056)	-28.045 *** (-5.105)
Adj. R ²	0.405	0.438

所有權與相關研究所獲得的結論卻不一致。為了解較高的家族股東持股比率是否會提高公司價值因而使債權人的債權受到更大的保障而降低其要求報酬率，本研究分別採用虛擬變數(D(Ownership))和連續變數(Ownership)來觀察，其中家族持股虛擬變數是以家族直接20%當做分界點²，若家族持股總和超過20%，則D(Ownership)值設定為1，反之則為0，家族持股連續變數(Ownership)則是以家族直接持股總和衡量之³，並測試家族所有權與負債融資成本是否存在非線性效果。

台灣上市公司存在著集團化的現象，而這些集團大部分為家族所控制，他們會透過股權金字塔結構和交叉持股來擴增其對公司的控制權，La Porta et al. (1999)與 Claessens et al. (2000)發現當控制股東的控制權與現金流量權偏離的幅度愈大時，有較低的公司價值，因此擴增控制權是引起市場負面評價間的一個重要因素。為了解到擴增控制權對負債融資成本的衝擊，本文分別採用擴增控制權虛擬變數(D(Control))和控制權與現金流量請求權偏離程度(Control)來進行分析。

從傳統代理理論的觀點來看，家族公司會因身兼公司大股東和擁有公司管理權而降低股東與管理者的代理衝突(傳統代理問題)，然而特殊的用人文化下，可能會放棄雇用能力較佳的專業人員而造成公司價值的損失(Burkart et al., 2003)，為了解到家族管理對負債融資成本影響，本研究建立一個家族管理虛擬變數(D(Manage))，當公司的總經理為家族成員所擔任時令D(Manage)值為1，公司總理由非家族成員擔任則D(Manage)值為0，透過迴歸分析來了解家族公司取得管理權對負債融資成本的影響。

除了公司經營績效、公司風險、公司規模、負債比率、信用風險、存續期間和是否提供擔保品等七個債券特徵和公司特性控制變數外，另加入產業和年度虛擬變數，以控制產業效果，另為了解殘差異質性的問題，迴歸模型採用 White t test。迴歸實證結果整理如表7。表7之(1)以家族所有權虛擬變數來觀察家族成員持股率對負債融資成本的衝擊，結果顯示D(Ownership)的估計係數為-12.310且顯著為負，此表示家族成員持股比率超過20%可減少0.1231%的負債融資成本，表7之(2)則是以連續變數來檢定家族持股率對負債融資成本的影響，並考慮非線性關係，實證結果發現Ownership的估計係數為22.105且達顯著水準，而(Ownership)²的估計係數-68.495且顯著為負，此結果表示家族持股比率對負債融資成本的影響是非線性且呈倒U形狀，若家族持股率較低會增加負債融資成本，但隨著家族持股比率的增加會使得負債融資成本逐漸減少。考慮家族持股率的邊際效果，對家族持股率做一階微分，結果得到當家族持股率超過16.1%時，家族持股率增加會降低負債融資成本，此結果與Anderson et al.(2003)的結果不一致。

在家族持股率對負債成本影響之分析方面，Anderson et al.(2003)在研究模型中是以全體樣本為研究對象，本研究則是只針對家族公司的樣本來分析家族所有權、控制權和管理權對負債融資成本的影響，在進行迴歸模型時並進行共線性檢定，以確認模型不存在共線性的問題。從股權結構的觀點來看，當家族持股低於16.1%，家族持股比率與負債成本呈正向關係，亦即公司價值呈反向關係，此點符合利益收斂假說的說法，而當持股比率超

²204筆家族資料中直接持股比率小於或等於20%有132筆，介於20%至30%的有51筆，超過30%的有21筆。本研究亦分別將分界點設為30%和40%，所得的結論皆一致支持家族持股比率愈高負債融資成本愈低。

³家族所有權只計算直接持股比率而未包含間接持股比率，主要原因是因為間接持股率主要是來自於公司採用擴增控制權機制所致，為了有效區分所有權和控制權的效果，不把間接持股率納入家族所有權的變數。

過 16.1%時，家族持股比率與負債融資成本變成負向關係，支持利益掠奪假說。由於實證結果發現家族持股率與負債融資成本兩者間呈 U 形關係，此現象與過去相關的研究指出內部人持股比率與公司價值呈倒 U 關係吻合，當持股比率高的時候支持利益掠奪假說，由此推論在家族持股率高時，股東會掠奪債權人利益。這可能是家族股東與非家族股東經營理念的差異所致，當家族股東持股比率較低時，對公司並沒有完全掌握控制權，因此會透過掠奪債權人利益來增加其財富，而當家族持股比率超過臨界持股比率時，對公司擁有完全控制權，基於將公司視為祖產的經營理念，家族股東會更致力於降低負債成本，使得債權人的報酬降低。

家族公司採用擴增控制權的機制來穩定其在目標公司的控制能力，此舉將造成控制權偏離現金流量請求權的現象，為了解採用擴增控制權機制對負債融資成本的影響本文分別建立家族控權的虛擬變數和連續變數來分析其效果，家族控制權虛擬變數(D(Control))是以該公司是否有採用擴增控制權機制來衡量，由表 5 之(1)的結果發現 D(Control)的估計係數為 7.406 且達顯著水準，家族控制的連續變數(Control)則採用控制權與現金流量請求權偏離程度來衡量，由表 7 之(2)顯示 Control 的估計係數為 36.105 且呈顯著，此結果意謂著核心代理問題對負債融資成本有顯著正的影響。

在家族管理方面，家族成員擔任總經理取得公司的管理權對負債融資成本的影響可從傳統代理理論和人力市場兩個角度來看，家族成員擔任公司總經理使得家族股東身兼大股東和管理者雙重身份，可降低股東與管理者的衝突，而用人唯親的人事管理特質下，也會造成放棄能力較佳的專業管理人員所產生的成本，為瞭解家族管理對負債融資成本的影響，本研究建立家族管理的虛擬變數來分析家族成員擔任總經理對負債融資成本的衝

擊，由表 7 之(1)和(2)可知 D(Manage)的估計係數皆顯著為負，表示家族成員擔任總經理可降低負債成本 0.1022 % (0.1415%)，意謂著傳統代理問題降低所減少的負債融資成本大於用人缺失所引發之負債融資成本的增加。

五、代理問題與負債融資成本

家族公司中的家族股東通常身兼大股東和管理者雙重身分，在此情況下有助於降低傳統代理問題(股東與管理者代理衝突)，而家族公司為了穩定其對目標公司的控制權而採取擴增控制權的機制使得控制權偏離現金流量請求權，此偏離狀況提高控制股東掠奪小股東財富的誘因而產生核心代理問題(大股東與小股東的代理衝突)，以上兩種代理問題都會衝擊到公司價值而影響債權人的債權保障，而那一種代理問題對負債融資成本的影響較大是本研究另一個要探討的問題。

在實務上代理問題很難直接去衡量，但是由以上的分析可知道家族公司若由家族成員擔任總經理可以降低甚至消除傳統代理問題，而擴增控制權機制的實施會造成控制權偏離現金流量請求權而引發大股東(家族成員)與小股東(非家族成員)的衝突，因此本研究將樣本公司區分為四種型態，以分析這兩種代理問題對負債融資成本的影響。

型 I 公司：採用擴增控制權的家族公司，且由家族成員擔任總經理，這種類型的公司存在著核心代理問題但沒有傳統代理問題。

型 II 公司：採用擴增控制權的家族公司，且由非家族成員擔任總經理，這種類型的公司同時存在著核心代理問題和傳統代理問題。

型 III 公司：沒有採用擴增控制權的家族公司，且由家族成員擔任總經理，這種類型的公司不存在傳統代理問題和核心代理問題。

型 IV 公司：非家族公司且沒有採用擴增控制權機制，這種類型的公司存在著傳統代理問題但沒有核心代理問題。

將樣本資料的所有控制變數代入表 5 之(1)所求得的估計係數，利差與該值的

差異值代表調整了發行債券特徵、公司特性產業因素和時間後的利差值，將調整利差值依照前述的分類區分為四組樣本，分別利用兩母體均數檢定比較這四組樣本的調整利差的差異。

表 8 代理問題對負債融資成本的影響

將樣本公司區分為四種型態，以分析這兩種代理問題對負債融資成本的影響。型 I 公司：採用擴增控制權的家族公司，且由家族成員擔任總經理，這種類型的公司存在著核心代理問題但沒有傳統代理問題。型 II 公司：採用擴增控制權的家族公司，且由非家族成員擔任總經理，這種類型的公司同時存在著核心代理問題和傳統代理問題。型 III 公司：沒有採用擴增控制權的家族公司，且由家族成員擔任總經理，這種類型的公司不存在傳統代理問題和核心代理問題。型 IV 公司：非家族公司且沒有採用擴增控制權機制，這種類型的公司存在著傳統代理問題但沒有核心代理問題。將樣本資料的所有控制變數代入表 5 之(1)所求得的估計係數，利差與該值的差異值代表調整了發行債券特徵、公司特性產業因素和時間後的利差值，將調整利差值依照前述的分類區分為四組樣本，分別利用兩母體均數檢定比較這四組樣本的調整利差的差異。[]內的值表示該組樣本的資料筆數，() 的值为 t 值。***、**及*分別表示在 1%、5%及 10%水準下呈顯著。

		傳統代理問題		差異值
		無	有	
核心代理問題	有	型 I 家族公司 32.152 [128]	型 II 家族公司 46.735 [28]	(I)-(II) -14.583 (-1.728)*
	無	型 III 家族公司 24.634 [26]	型 IV 非家族公司 42.293 [170] [#]	(III)-(IV) -17.659 (-2.106)**
差異值		(I)-(III) 7.518 (2.041)**	(II)-(IV) 4.442 (1.023)	(I)-(IV) -10.141 (-1.792)*

#：家族公司有 22 筆資料是沒有採取擴增控制權機制且家族成員為擔任總經理，因其在代理問題的性質與非家族公司類似，因此將其併入型 IV 公司，另外有 45 筆資料雖為非家族公司，但仍存在股權金字塔結構和交叉持股的情況，這些樣本則予以剔除。

家族公司有 22 筆資料是沒有採取擴增控制權機制且家族成員為擔任總經理，因其在代理問題的性質與非家族公司類似，因此將其併入型 IV 公司，另外有 45 筆資料雖為非家族公司，但仍存在股權金字塔結構和交叉持股的情況，這些樣本則予以剔除。由表 5 的實證結果可以發現，型 I 公司的調整後利差顯著高於型 III 公司，此結果表示核心代理理論會增加 0.0752 % 的負債融資成本。由型 III 公司與型 IV 公司的平均調整利差值的差異可知道到傳統代理理論對負債融資成本的影響，實證結果發現型 IV 公司的負債融資成本顯著高於型 III 公司 0.1766 %。因為型 I 公司只有核心代理問題，而型 IV

公司也只存在傳統代理問題，由兩者類型公司的調整利差的差異值可比較兩種代理問題對負債融資成本的衝擊，研究結果發現型 IV 公司的平均調整利差顯著高於型 I 公司 0.1014 %，此結果意謂著傳統代理問題對負債融資成本的衝擊大於核心代理問題。

值得注意的一點是型 III 公司的平均利差最低，而這類型的公司是不存在傳統代理問題和核心代理問題，且與其他三種類型公司平均利差呈現統計顯著性，由此可知沒有採用擴增控制權且由家族成員擔任總經理的家族公司享有最低的負債融資成本。

為研究結果的穩健性，增加二個 dummy：「有無傳統代理問題」以及「有無核心代理問題」，再進行必要的迴歸分析，迴歸結果整理如表 9，觀察表 9 兩個代理問題虛擬變數 $D(\text{Trad_Agency})$ 和 $D(\text{Core_Agency})$ 的迴歸係數發現，在不同的家族定義之下， $D(\text{Trad_Agency})$ 和

$D(\text{Core_Agency})$ 都顯著為正，此結果代表傳統代理問題和核心代理問題都會提高負債融資成本。另外 $D(\text{Trad_Agency})$ 的估計係數皆大於 $D(\text{Core_Agency})$ ，此結果亦支持傳統代理問題對負債融資成本的衝擊大於核心代理問題。

表 9 代理問題對負債融資成本之影響之迴歸結果

為了解代理問題對負債融資成本之影響，以 *spread* 為被解釋變數進行迴歸分析，*spread* 為負債融資成本的代理變數，根據發行債券的發行價格、票面利率、到期期限和付息方式求算到期殖利率，並找到同季發行且到期期限相同的公債當作配對公債，以兩者到期殖利率的差異值來衡量。建立家族公司的虛擬變數 *Famfirm* 作為模型的內生變數，以分析家族公司對負債融資成本之影響，家族公司的定義為家族成員或其控制的公司所有的持股比率總和超過 10% 且在董事會擁有席位或家族成員占公司董事會席位超過一半者視為家族公司。加入發行債券的特徵與公司特性作為控制變數，公司營運績效 (*Perform*) 是以現金流量 (淨利加上折舊) 占總資產的比例來衡量。公司營運風險 (*Risk*) 則是求算前 5 年的現金流量佔長期負債比率的標準差來當做替代變數，公司規模 (*Size*) 是以債券發行前一季的總資產取自然對數值來衡量之。負債比率 (*Leverage*) 則是採債券發行前一季的負債占總資產比例來衡量。信用風險 (*Credit*) 是以舉債程度和公司規模對信用評等分數的倒數進行迴歸所求得的殘差當做信用評等的代理變數。存續期間 (*Duration*) 的估算方式是採用 Macaulay duration，*Guarant* 為發行債券是否提供擔保品的虛擬變數，若該公司債有提供擔保品，則 *Guarant*=1；反之，*Guarant*=0。 $D(\text{Trad_Agency})$ 為傳統代理問題的虛擬變數，若該公司存在傳統代理問題，則 $D(\text{Trad_Agency})=1$ ，反之 $D(\text{Trad_Agency})=0$ 。 $D(\text{Core_Agency})$ 為核心代理問題的虛擬變數，若該公司存在傳統代理問題，則 $D(\text{Core_Agency})=1$ ，反之 $D(\text{Core_Agency})=0$ 。另外為避免產業因素造成估計的偏誤，迴歸模型中亦納入產業和年度控制變數。另為了解決殘差異質性的問題，迴歸模型採用 White t test。***、**及*分別表示在 1%、5% 及 10% 水準下呈顯著。模型 (2) 和 (3) 是採用不同的家族公司定義，模型 (2) 是將家族持股最低門檻改為 20%，模型 (3) 則不規定家族持股門檻但必須為公司最大股東。

解釋變數	被解釋變數為 <i>Spread</i>		
	(1)	(2)	(3)
<i>Intercept</i>	126.114*** (2.931)	138.649** (1.999)	129.758*** (2.664)
<i>Famfirm</i>	-19.286** (2.125)	--22.418** (2.218)	-21.862** (2.052)
<i>Perform</i>	-3.578*** (-2.662)	-6.108*** (-3.128)	-7.518 (-0.584)
<i>Risk</i>	1.990 (1.025)	2.668 (0.744)	3.442* (1.688)
<i>Size</i>	-5.541* (-1.908)	-7.159* (-1.994)	-5.943* (-1.805)
<i>Leverage</i>	-5.168 (-1.332)	3.819 (0.918)	7.125 (1.458)
<i>Credit</i>	-6.442 (-0.995)	5.138 (0.606)	-9.458 (-1.502)
<i>Duration</i>	3.486** (2.015)	2.812** (2.113)	3.455* (1.921)
<i>Guarant</i>	-21.529*** (-3.152)	-25.185*** (-3.419)	-24.105*** (-3.046)
$D(\text{Trad_Agency})$	21.208** (2.085)	18.235* (2.157)	20.824* (2.011)
$D(\text{Core_Agency})$	12.927** (3.141)	10.583* (1.729)	10.954** (2.152)
<i>F</i>	20.153	15.218	14.085
<i>Adj. R²</i>	0.418	0.418	4.035

伍、結論

本研究主要是在探討家族控制因素是否會影響到負債融資成本。研究結果發現家族公司的負債融資成本比非家族公司低 0.2813 %。為深入了解到為何家族公司的負債融資成本顯著較低，本研究將家族公司對負債融資成本的影響區分為家族所有權、控制權和經營權三種效果，以回答下列四個問題：(1)家族股東持股比例愈高的公司，是否有更大的誘因去降低公司風險，因此享有較低的負債融資成本？(2)家族公司為了擴增控制權而採用金字塔結構或交叉持股的機制，此機制的實施對負債融資成本有何影響？(3)家族公司任用家族成員擔任總經理對公司負債融資成本有何影響？(4)代理問題對負債融資成本有何影響？

家族成員持股比例超過 20%可減少 0.1231%的負債融資成本，若考慮非線性關係，實證結果發現家族持股率與負債融資成本呈倒 U 關係，此結果與 Anderson et al. (2003)的結果不一致，造成差異的原因可能是在研究模型的設計，Anderson et al. (2003)在研究模型中是以全體樣本為研究對象，同時放入家族虛擬變數和家族持股比例變數，而當該樣本公司為非家族公司時，這兩個解釋變數一定同時為 0，且其研究樣本中非家族公司的資料超過 7 成，這可能會導致模型存在共線性的問題。本研究則是只針對家族公司的樣本來分析家族所有權、控制權和管理權對負債融資成本的影響，在進行迴歸模型時並進

行共線性檢定，以確認模型不存在共線性的問題。

家族公司通常會採用擴增控制權的機制來穩定其在目標公司的控制能力，此舉將造成控制權偏離現金流量請求權的現象，此措施將使公司產生核心代理問題，根據研究結果顯示核心代理問題會提高負債融資成本。

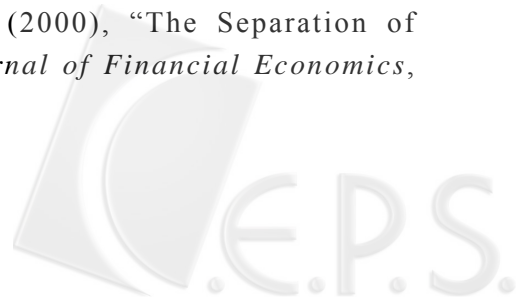
家族成員擔任總經理取得公司的管理權對負債融資成本的影響可從傳統代理理論和人力市場兩個角度來看，家族成員擔任公司總經理使得家族股東身兼大股東和管理者雙重身份，可降低股東與管理者的衝突，而用人唯親的人事管理特質下，也會造成放棄能力較佳的專業管理人員所產生的成本，研究結果顯示家族管理有顯著較低的負債融資成本，這表示傳統代理問題降低所減少的負債融資成本大於用人缺失所引發之負債融資成本的增加。

為比較傳統代理問題與核心代理問題對負債融資成本的影響，本研究根據以上兩種代理問題分別將樣本區分為四組來進行差異性檢定，另外求研究的穩健性，加入兩種代理問題的虛擬變數進行迴歸分析，結果皆發現傳統代理問題對負債融資成本的衝擊大於核心代理問題，而沒有採用擴增控制權且由家族成員擔任總經理的家族公司享有最低的負債融資成本。由本研究的結果可知債權人將家族公司視為較佳債權保障的組織。



參考文獻

- 1.周行一、陳錦村與陳坤宏(1996),「家族持股、聯屬持股與公司價值之研究」, *中國財務學刊*, 第4卷第1期, 頁115-139。
- 2.林宜勉(1999),「盈餘資訊性與管理者股權之關聯性研究」, *企銀季刊*, 第23卷第1期, 頁175-195。
- 3.倪衍森與陳冠宇(2005),「負債成本與財務變數之關連性研究-以台灣上市傳統產業為例」, *企業管理學報*, 第6卷第4期, 頁53-78。
- 4.翁淑育(2000),「台灣上市公司股權結構核心代理問題及公司價值之研究」, 輔仁大學金融研究所碩士論文。
- 5.彭懷真(1989),「台灣企業業主的關係及其轉變-依個社會學的分析」, 東海大學社會研究所博士論文。
- 6.葉銀華(1999),「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, 頁57-90。
- 7.葉銀華、李存修與柯承恩(2002), *公司治理與評等系統*。台北: 商智文化。
- 8.葉銀華與邱顯比(1996),「資本結構、股權結構與公司價值關聯性之實證研究: 代理成本理論」, *臺大管理論叢*, 第7卷第2期, 頁57-90。
- 9.詹錦宏與楊麗弘(2001),「臺灣上市公司股權結構與經營績效之研究-產業特性與股權質押之觀點」, *臺灣銀行季刊*, 第52期, 頁202-220。
- 10.Adams, R. B., H. Almeida and D. Ferreira(2004), "Understanding the Relationship between Founder-CEOs and Firm Performance," working paper, New York University.
- 11.Amira, K.(2004), "Determinants of Sovereign Eurobonds Yield Spread," *Journal of Business Finance & Accounting*, 31, pp.795-821.
- 12.Anderson ,R. C., S. A. Mansi and D. M. Reeb(2003), "Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt," *Journal of Financial Economics*,68, pp.263-285.
- 13.Anderson, R. C. and D. M. Reeb (2003), "Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500," *Journal of Finance* ,58, pp.1301-1329.
- 14.Berle, A. and G. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt, Brace, & World.
- 15.Burch, P. (1972), *Managerial revolution reassessed: Family control in America's largest corporations*. Lexington, MA: Lexington Books
- 16.Burkart, M., F. Panunzi and A. Shleifer (2003), "Family firms," *Journal of Finance*, 58, pp.2167-2202.
- 17.Casson, M. (1999), "The Economics of the Family firm," *Scandinavian Economic History Review*, 47, pp.10-23.
- 18.Chami, R. (1999), "What's Different about Family Business?," Unpublished working paper. University of Notre.
- 19.Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L. H. P. Lang (1999), "Expropriation on Minority Shareholders: Evidence from East Asia," Policy research working paper 2008, The World Bank.
- 20.Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L. H. P. Lang (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation," *Journal of Financial Economics*, 58, pp.81-112.



21. Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and H. P. Lang (2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," *Journal of Finance*, Forthcoming.
22. Cronqvist, H. and M. Nilsson (2003), "Agency Costs of Controlling Minority Shareholders," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, pp.695-719.
23. Demsetz, H. and K. Lehn (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, 93, pp.1155-1177.
24. Demsetz, H. (1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law and Economics*, 26, pp.375-390.
25. Demsetz, H. and B. Villalonga (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance," *Journal of Corporate Finance*, 7, pp.209-233.
26. Diaz, A. and N. A. Eliseo (2002), "Yield Spread and Term to Maturity: Default vs. Liquidity," EFMA 2002 London Meetings.
27. Faccio, M. and L. H. P. Lang (2002), "The Ultimate Ownership of Western European Corporations," *Journal of Financial Economics*, 65, pp.365-395.
28. Fahlenbrach, R. (2004), "Founder-CEOs and Stock Market Performance," working paper, Wharton School, University of Pennsylvania.
29. Jensen, M. and W.H. Mecking (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
30. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999), "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, 54, pp.471-517.
31. Lemmon, M. L. and K. V. Lins. (2001), "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asia Financial Crisis," Working paper.
32. Lins, K. V. (2003), "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, pp.159-184.
33. McConnell, J. and H. Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership Structure, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, 27, pp.595-612.
34. Mok, M.K., K. Lam and I. Cheung (1992), "Family Control and Return Covariation in Hong Kong's Common Stock," *Journal of Business Finance and Accounting*, 19, pp.277-293.
35. Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, pp.293-315.
36. Palia, D. and S. A. Ravid (2002), "The Role of Founders in Large Companies: Entrenchment or Valuable Human Capital?," working paper, Rutgers University.
37. Shleifer, A. and R. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, pp.737-783.
38. Shleifer, A. and R. Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 94, pp.461-488.
39. Yeh, Y. H., T. S. Lee and T. Woitke (2001), "Family Control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan," *International Review of Finance*, 2, pp.21-48.

