臺大管理論叢 2008/6
第18卷 第2期 133-170

家族控制對負債融資決策的影響—以臺灣爲例

The Influence of Family Control on Leverage Decision: Taiwan Evidence

馬黛／國立中山大學財務管理系教授
Tai Ma, Professor, Department of Finance, National Sun Yat-Sen University

李永全／私立僑光技術學院財務金融系副教授
Yung-Chuan Lee, Associate Professor, Department of Finance, The Oversea Chinese Institute of Technology

Received 2005/9, Final revision received 2007/5

摘要

本研究主要在測試家族公司的負債決策是否與非家族公司不同，實證結果發現家族公司有較低的負債水準。家族公司集中控制權和風險控管的誘因是影響負債決策的因素，家族控制權與負債比率呈倒 U 關係，當家族控制持股率低於 25% 時，家族股東集中控制權的誘因會大於風險控管，使得家族控制持股與負債比率呈正向關係，但當家族持股率超過 25%時，控管風險的誘因相對較大，因此會減少舉債，導致家族控制持股與負債比率呈負向關係。

【關鍵字】家族公司、舉債、私人控制利益

Abstract

This paper investigates whether leverage of family controlled firms differs from that of non-family controlled firms. The empirical results indicate that family firms have relatively lower levels of leverage. There are two main characteristics of families, the incentive of concentration of control and risk controls, are likely to have an impact on leverage decision. Family controlled shareholdings and the levels of leverage are in an inverse U-shape relationship. When the family controlled shareholdings lower than 25%, the incentive for family shareholders to concentration of control will be greater than that of risk controls. Thus, family controlled shareholdings and the levels of leverage are in a positive relationship. But when the family controlled shareholdings exceed 25%, the incentive of risk controls is relatively greater. Debt-financing will be avoided, and family controlled shareholdings and the levels of leverage are in a negative relationship.

【Keywords】family firms, leverage, private benefits of control

臺灣大學學術期刊資料庫

壹、前言

近年來家族公司的研究愈來愈受到重視，Anderson、Mansi 與 Reeb (2003) 認為家族控制公司的特點是家族成員所持有的股權是具高集中度而不具多角化，另外，家族成員會將其控制的公司視為家產傳承給他們的下一代。在此具有特別的誘因結構的組織下，其經營績效和財務決策是否異於一般非家族公司乃成為研究的焦點。

傳統的財務理論認為融資決策會影響到大股東的風險與控制權，因為透過改變資本結構可調整公司風險與大股東控制權。Holderness 與 Sheehan (1988) 和 Gugler (2001) 認為融資決策會受到不同的動機跟誘因影響。台灣上市公司普遍存在著家族控制的型態，家族股東在股權集中和傳承的經營理念之下，預期會有比較強烈的誘因去降低公司的風險並集中控制權。Myers (2003) 指出未來在融資決策的研究領域應該致力於瞭解管理者和股東不同誘因對融資決策的影響有何差異。

Wiwattanakantang (1999) 以及 Mishra 與 McConaughy (1999) 皆曾針對泰國和美國之家族公司，實證研究家族控制對舉債之影響，但得到的結論卻不一致。Wiwattanakantang (1999) 發現泰國家族控制公司會有較高的舉債程度，而 Mishra 與 McConaughy (1999) 的研究卻觀察到美國的家族控制公司之負債程度相對比較小。Claessens 與 Fan (2002) 從 La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer 與 Vishny (1998) 和 La Porta、Lopez-de-Silanes 與 Shleifer (1999) 所提出法律和財產權觀點的角度來解釋此差異性，他們認為這兩國家的投資者保護品質的差異是造成資本結構不同的主因。在低投資保護品質的公司，管理當局較容易透過控制權取得私人利益，所以他會用比較多的負債來集中他的投票權，以取得控制權。因為泰國投資人保護品質較低，因此泰國的家族股東會有較強的慾望去爭取公司的控制權。相反地，美國公司因為投資者受到較良好的保護，掠奪私人利益的機會相對較低，因此利用負債來集中控制權的誘因較低。台灣的公司治理環境不如歐美國家完善，管理者與股東的誘因應有所不同，因此本研究以台灣上市公司為研究對象，探討獨特的家族因素對融資決策的影響。

從風險的角度來看，由於家族股東的股權集中而造成財富未具多角化，為了降低其財富組合的風險，會傾向少舉債。Harijono、Mohammed 與 George (2004) 曾針對澳洲的上市公司進行研究，結果發現家族控制的公司會有顯著較高的負債比率，Lamba 與 Stapledon (2001) 也發現 La Porta et al. (1998) 及 La Porta et al. (1999) 所提出的法律要件假說 (Law Matters Hypothesis) 並無法充分地解釋澳洲公司的所有權結構的問題，其研究發現在投資者保護品質高的澳洲，家族公司反而會維持較高的負債水準，因此推論家族公司維持公司控制權的誘因大於風險控管，但並未實際去驗證造成家族公司負債比率偏高的原因為何？

由以上的分析可知，負債可以用來當作集中控制權與風險控管的工具，若控制股東較關心控制權的維護則會傾向避免股權稀釋而多舉債，但若控制股東較重視分散

臺灣大學學術

風險，則會傾向少舉債。Lamba 與 Stapledon (2001) 指出控制權的私人利益取決於市場對投資者保護的程度大小，進而影響到公司的資本結構決策。台灣近幾年來積極推動公司治理制度，以期建立一個良好的投資者保護環境，在投資者保護措施上並未及歐美和澳洲等國家的完善，因此在這樣的環境下，家族公司的負債融資決策因素是否會與其他國家不同？此乃本研究的所欲探討的主題。

李永全與馬黛 (2006) 以民國 86 年至 93 年台灣上市公司為研究對象，探討家族因素對負債融資成本的衝擊，研究結果發現家族公司有較低的負債融資成本，且家族持股率與負債融資成本呈倒U關係，擴增控制權機制會提高負債融資成本，而當家族成員擔任總經理或董事長則會顯著降低負債融資成本。該研究與本文同樣都是在研究家族公司的負債融資，與本文不同的是，該文主要是從債權人的角度來看對投資家族公司的風險所要求的負債融資成本，而本研究則是從公司管理階層的決策面來看是否採用負債融資取得長期資金，本研究可對家族公司的負債融資提供另一個角度的分析。本研究延續 Harijono et al. (2004) 的研究，進一步驗證家族公司的負債決策是否是為了控管風險或集中控制權。實證結果發現台灣家族公司有較低的負債水準，造成此現象的原因主要來自於集中控制權和控管風險，當家族持股率低於 25% 時，管理當局會為了擴增投票權而傾向多負債，但當家族持股率超過 25% 時，集中控制權的效果即消失。另外家族公司較非家族公司更重視公司風險的控管而少舉債。本研究的結果可為影響家族公司負債決策相關研究提供更有利的證據。

本文之架構安排如下：第壹單元為研究動機說明，第貳單元為相關文獻探討，第參單元為資料來源、變數衡量和實證模型，第肆單元為基本統計量分析與實證結果分析，第伍單元為本文結論。

貳、文獻探討

Anderson et al. (2003) 認為家族是一個特別的大股東，對公司而言，家族股東具有獨特的誘因動機，近年來公司財務研究領域有愈來愈多的文獻以家族公司為研究對象，探討家族獨特的誘因對公司的財務決策的影響。例如就融資決策而言，當面臨長期資金需求時，家族公司是否會偏好長期負債，導致負債比率較高？Wiwattanakantang (1999) 以及 Mishra 與 McConaughy (1999) 分別以泰國和美國的大型家族公司為研究對象，探討家族控制因素對負債決策的影響，兩者所獲得的結論不同， Wiwattanakantang (1999) 發現到泰國家族控制公司會有較高的舉債程度，而 Mishra 與 McConaughy (1999)則發覺在美國家族公司的負債程度相對比較小，Claessens 與 Fan (2002) 從 La Porta et al. (1998) 及 La Porta et al. (1999) 認為主要原因是這兩國家的投資者保護品質的不同。

台灣近幾年來積極推動公司治理制度，投資者保護品質並未及歐美和澳洲等國

臺灣大學學術期刊資料庫

家的完善，在這樣的環境之下，家族控制與舉債程度預期會有正向的關係，因此建立第一個研究假說：

假說一：家族控制公司會有較高長期負債水準

負債可以用來做為風險控管的工具，也可以用來集中控制權，而家族股東股權集中和傳承經營理念的特性，使得家族股東在風險控管和控制權的誘因有別於一般股東，因此家族控制對負債決策的影響可從控管風險和集中控制權兩個角度來分析。

Anderson et al. (2003) 發現平均而言，家族股東有超過 69% 的財富投資在公司中，Agrawal 與 Nagarajan (1990) 亦提出家族控制股東的資產投資不具多角化，較多的股權伴隨著較高的財富風險，因此相較於非家族公司而言，家族控制股東規避風險的誘因較高，因此在控管風險的動機下會減少負債融資，以降低家族股東財富投資組合的風險。融資決策將會影響公司財務風險，當負債提高會增加公司財務危機的可能性。管理者對風險的態度也會與股權結構有關，對於股權集中的公司而言，管理者有較大的風險規避傾向且比其他股東更關心公司的總風險，管理者會偏好較低的負債。但如果公司是屬於股權分散的公司，自利的管理者可能會採用次佳資本結構。

由於家族股東的資產投資是不具多角化的，因此預測家族控制公司會用比較少的負債以降低其資產投資非多角化的風險，Mishra 與 McConaughy (1999) 與 Agrawal 與 Nagarajan (1990) 的研究均支持此觀點。Mishra 與 McConaughy (1999) 發現在美國的家族控制公司相較於非家族公司會有比較低的負債水準，而 Agrawal 與 Nagarajan (1990) 的研究則指出沒有長期負債的公司大部分是由家族所控制。由以上的文獻分析可推論家族股東較重視風險控管，預期風險對舉債的負面影響較大，因此建立假說二：

假說二：相較於非家族公司而言，家族公司的風險對舉債之負面影響較大

Anderson et al. (2003) 的研究顯示家族公司通常較關心公司的長期永續經營，因為他們把公司視為家產，想要繼續傳承給其他的家族成員或者是下一代，在此情況之下，家族控制股東相較於其他大股東會更致力於維持公司的控制權。

Harris 與 Raviv (1988) 和 Stultz (1988) 研究發現負債是用來維護控制權的一種手段，因為以負債融資方式可減少股權稀釋的效果 (Hawawini & Viallet, 1999)，避免原有控制股東喪失其控制利益。

DeAngelo 與 DeAngelo (1985) 發現家族控制公司的內部人可以透過發行無投票權的證券，以提高資本或者是避免增加財務風險，而不會降低其對公司的控制權。家族公司想要維持對公司的控制權，可能會選擇採用負債而不是發行新股，在集中控制權的角度之下，相較於非家族控制公司，家族控制公司會有較高的負債水準。Wiwattanakantang (1999) 發現在泰國家族控制公司相較於非家族控制公司有顯著比較高的負債水準，原因是家族控制股東為了要保護其本身的投票權和控制權。

臺灣大學學術期刊資料庫

Wiwattanakantang (1999) 以及 Mishra 與 McConaughy (1999) 分別對泰國和美國家族公司的舉債程度進行研究卻獲得不同的結論，Claessens 與 Fan (2002) 認為主要原因在於兩個國家的投資者保護程度不同而造成控制利益不同。但對澳洲而言，投資者在法律上受到良好的保護，可是家族控制公司負債比率卻較非家族公司高。Lamba 與 Stapledon (2001) 認為 Bebchuk (1999a, 1999b) 所提出私人控制權利益理論比 La Porta et al. (1998, 1999) 法律要件假說更能解釋澳洲的所有權結構，該研究指出所有權的集中程度取決於家族或大股東的私人利益之大小，因此當控制權所能取得的私人利益越高，控制權就變得更具價值。Nenova (2003) 指出澳洲的控制權私人利益約佔公司利益的 23%，且控制公司時間越長所能夠獲得的利益越高。台灣的投資者保護程度相對歐美國家不足，預期透過控制權可取得的私有利益較高，因此推論台灣家族公司會為了集中控制權而提高舉債程度，由以上論述建立研究假說三：

假說三：家族公司會為了集中控制權而提高舉債程度

參、研究方法與步驟

一、樣本選擇與資料來源

本研究係以民國 87 年至民國 93 年的上市公司為研究對象。樣本的選取標準為能提供完整的董監事持股比率和名冊、經理人持股比率和名冊、公司績效及其他財務變數資料之公司。金融保險業則因資本結構受限於特殊的法規規定而予以排除。扣除資料不完整者，根據以上的樣本篩選原則，本研究樣本共計 3,216 筆資料。所有的相關變數數字皆取自台灣經濟新報。集團間彼此持股結構則參考中華徵信所出版的集團公司資料。董事會成員之親屬關係參考各公司年報、中華徵信所出版的集團公司資料以及台灣經濟新報公司治理資料庫。

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 (1989) 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

臺灣大學學術典藏資料庫

司的定義，此定義較符合國內的實情。

二、實證模型的建立

(一) 家族控制是否會影響公司的負債水準

為了解家族公司是否會有較高或較低的負債水準，本研究參考 Harijono et al. (2004) 的模型，建立家族控制虛擬變數 (Family)，若該公司在當年度符合本研究家族控制公司的定義，Family 值為 1，否則為 0。本研究分別以長期負債占總資產比率的負債水準作為被解釋變數，參考 Harijono et al. (2004) 的研究，於模型中加入有效稅率、折舊稅盾、獲利能力、營運風險、公司規模、成長機會、產業和年度因素做為控制變數，各控制變數對負債決策的影響敘述如下:

有效稅率是表達公司所得稅負擔的高低及反應企業所享受租稅減免的程度，負債融資的利息費用具有節稅效果，當有效稅率愈高時，公司採用負債融資可抵減的所得稅愈高，因此預期有效稅率愈高的公司傾向多舉債。有效稅率是以當期所得稅費用除以稅前淨利衡量之。

折舊稅盾為公司最主要的非負債稅盾，非負債稅盾對公司而言具有節稅的利益，效果與負債利息稅盾相同。DeAngelo 與 Masulis (1980) 的研究指出非負債稅盾與負債稅盾間具有抵換關係，即當公司非負債稅盾效益愈多時，愈會降低藉由舉債來取得負債稅盾利益的動機，因此會減少公司的負債比率。本研究以折舊稅盾做為非負債稅盾的代理變數，折舊稅盾的計算為折舊除以營業收入。

獲利能力與負債比率的關係有兩個不同的看法，從財務成本的觀點來看，當獲利提高，它的稅所得就會較高，導致預期財務危機風險降低，使得財務成本降低，因此會多鼓勵公司舉更多債。但融資順位理論認為當企業獲利能力高時，企業本身獲利足以供應內部資金的需求，舉債程度會相對較低。劉維琪與李怡宗 (1993) 曾對國內上市公司的獲利率與資本結構進行研究，研究結果發現獲利能力愈強的公司負債比率愈低，支持融資順位理論的看法。本研究以稅前息前盈餘除以總資產當作獲利能力的代理變數。

營運風險是以過去五年獲利能力的標準差來當作企業風險的代理變數，假設稅前息前盈餘占總資產比率變動越大代表它的相對風險也越大。營運風險主要在看財務危機的可能性，當公司的營業收入不確定性越高，發生財務危機的可能性就愈高，而舉債會提高公司的財務風險，因此營運風險愈高的公司應會儘量避免舉債，以降低發生財務危機的可能性。因此預期營運風險與與舉債程度呈反向關係。

具有成長機會的公司需要資金得持續挹注，若公司自有資金不足時就必須向外融資。根據不對稱資訊理論，投資人視發行權益證券為不好的訊息，認為公司是因為營運不佳，才需發行權益證券，迫使公司不得不折價發行，才能募足資金，此舉卻會

臺灣大學學術期刊著作權

減損公司價值。因此成長性愈高的公司會傾向採用負債來募集資金。Myers (2003) 從公司價值和未來投資機會的角度提出不同的看法，他認為對具有投資機會的公司而言，它對於未來的投資選擇會有比較大的彈性，因此會提高管理當局與債權人的潛在代理衝突，增加公司的代理成本，因此會使得成長性愈高的公司，傾向減少負債比率以降低公司代理成本。成長機會是以市價對帳面價值比率來當作代理變數。

公司規模小的公司，資訊不對稱的情況較嚴重，管理當局較容易採行不利於債權人的高風險投資行為，因此股東和債權人的代理成本較高。另外公司規模大的公司，愈有能力進行多角化投資來降低破產風險，加上可抵押的資產較多，因此較有能力去進行負債融資，所以公司規模與負債比率間呈正向關係。為了降低負債代理成本，公司會儘量去少舉債，因此預期公司規模和舉債程度呈正相關。公司規模是以總資產取自然對數值來衡量。

由於帳面價值經常偏離資產價值甚遠，因此使用帳面價值的負債比率總有高估之嫌，而且對那些成長的公司更是嚴重扭曲，所以最好使用資產市值，問題是資產市值不容易取得，目前有關以資本結構為研究主題的學者，經常從事部分調整 (例如 Titman & Wessels, 1988)，其方法為：長期負債帳面價值 / (長期負債長面價值+權益市值)，權益市值就是用流通在外股數乘以股價。本研究同時採用帳面價值和市場價值的負債比率，透過兩個 leverage 變數所得到的兩套結果進行比較分析。

為了瞭解家族控制對公司舉債決策有何影響，本研究建立實證模型一如下：

$$Leverage_{it} = \beta_0 + \beta_1 Family_{it} + \beta_2 Tax_Rate_{it} + \beta_3 Dep_Tax_{it} + \beta_4 \Pr ofit_{it} + \beta_5 Risk_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \beta_7 Size_{it} + \sum_{i=8} \beta_i Indust_{it} + \sum_j \gamma_j Year_{it} + e_{it} \quad (1)$$

模型一：

變數說明：

Family：家族公司虛擬變數，若該公司一年度資料符合家族公司定義，則 Family=1，其他情況，Family=0。

Leverage：負債比率

Tax_Rate：有效稅率，以所得稅除以稅前淨利來衡量。

Dep_Tax：折舊稅盾，以折舊除以營業收入來衡量。

Profit：獲利能力，以稅前息前盈餘除以總資產來衡量。

Risk：公司營業風險，以過去五年每年獲利能力的標準差來當作代理變數。

Size：公司規模，以總資產取自然對數值來衡量。

Growth：公司成長機會，以市價對帳面價值比率來當作代理變數。

Indust：產業別控制變數

臺灣大學學術期刊資料庫

Year：年度控制變數

產業虛擬變數是以證交所上市股票之產業分類標準，共區分為 19 項產業，每一個產業設立一個虛擬變數。年度變數則是以研究期間 87-93 共建立 7 個年度虛擬變數。由模型一的估計係數 β_1 來判斷家族公司對負債決策的影響。

(二) 家族公司負債決策與風險控管

為了分析家族公司是否較非家族公司更注重風險，進而影響公司的負債決策，本研究以模型一為基礎，加入各控制變數與家族虛擬變的交乘項當做解釋變數，以了解家族公司與非家族公司在負債決策的考量上是否存在著顯著差異，模型二建立如下：

$$\begin{aligned} Leverage_{it} &= \alpha_0 + \alpha_1 Family_{it} + \alpha_2 Tax_Rate_{it} + \alpha_3 Tax_Rate_{it} * Family_{it} + \alpha_4 Dep_Tax_{it} \\ &+ \alpha_5 Dep_Tax_{it} * Family_{it} + \alpha_6 \Pr ofit_{it} + \alpha_7 \Pr ofit_{it} * Family_{it} + \alpha_8 Risk_{it} \\ &+ \alpha_9 Risk_{it} * Family_{it} + \alpha_{10} Growth_{it} + \alpha_{11} Growth_{it} * Family_{it} + \alpha_{12} Size_{it} \\ &+ \alpha_{13} Size_{it} * Family_{it} + \sum_{i=14} \alpha_i Indust_{it} + \sum_j \gamma_j Year_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

模型二：

由模型二中的各控制變數與家族虛擬變數交乘項的估計係數可判斷家族公司與非家族公司在該因素對負債決策的考量上是否有顯著差異。根據先前的文獻分析，家族公司較非家族公司更重視風險，而負債決策是控制風險的工具之一，由模型二可知非家族公司營運風險對負債水準的影響為 α_8，理論上預期 α_8 應小於 0，也就是營運風險較大的公司應減少負債融資。而家族公司營運風險對負債水準的影響為 ($\alpha_8 + \alpha_9$)，如果家族公司會較非家族公司更重視風險，因此在增加相同的營運風險下，會減少更多的負債，因此預期 α_9 應顯著小於 0。另由其他控制變數與家族虛擬變數交乘項的估計係數也可了解到家族公司與非家族公司在負債決策的考慮因素是否有所不同。

(三) 家族公司負債決策與集中控制權

Anderson et al.(2003) 認為家族公司較注重控制權的維持，Harris 與 Raviv(1988)、Stultz (1988) 和 Hawawini 與 Viallet (1999) 指出負債融資可降低股權稀釋，是集中控制權的一種手段。為驗證家族公司是否會為了集中控制權而傾向採用負債融資，本研究以家族公司樣本為研究對象，分析控制權對負債水準的影響，並考慮非線性的效果。控制權的衡量方法有二:家族持股率和家族董事席位比率。

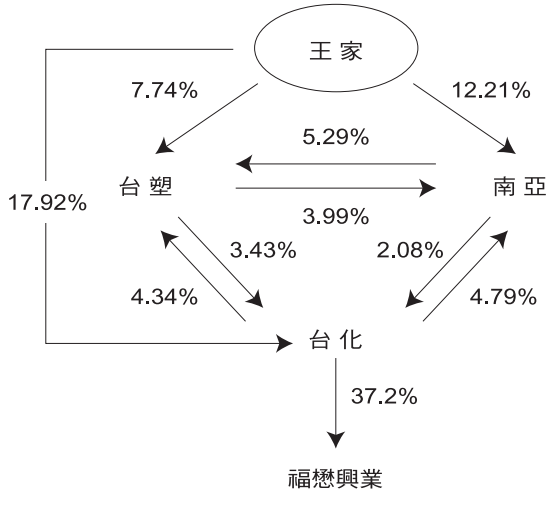
家族持股率的計算包含家族控制股東之直接控制和間接控制的持股率。其中直接控制部份是指家族控制股東以個人名義或家族成員所持有的股權，間接控制則是家族控制股東透過所控制的其他上市櫃公司間接持有的股權。直接控制可由家族成員在目標公司的直接持股總和求得，而間接控制部分，La Porta et al. (1999) 和 Claessens、

臺灣大學學術期刊資料庫

Djankov 與 Lang (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＋{ (各控制鏈最末端的間接持股率)}

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%。



圖一　台塑集團股權控制圖

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%。

模型建立如下:

模型三：

臺灣大學學術期刊資料庫

$$Leverage_{it} = \delta_0 + \delta_1 Control_{it} + \delta_2 (Control)^2 + \delta_3 Tax_Rate_{it} + \delta_4 Dep_Tax_{it} + \delta_5 \Pr ofit_{it} + \delta_6 Risk_{it} + \delta_7 Growth_{it} + \delta_8 Size_{it} + \sum_{i=9} \delta_i Indust_{it} + \sum_j \gamma_j Year_{it} + \psi_{it} \quad (3)$$

Control：家族控制權，分別以家族控制持股率和家族董事席位比率當做代理變數。

由模型三的 δ_1 和 δ_2 來判斷家族公司是否會因為要集中控制權而傾向採用負債融資。若不考慮非線性的問題， δ_1 預期為正，若考慮非線性的問題時，當家族控制權達到某一臨界水準之後，其控制權已達穩定的狀況，因此較不需要透過負債來穩定其控制權，所以預期 δ_2 為負。

肆、實證結果分析

一、敘述統計

本研究共計有 3,216 筆觀察值，其中符合本家族公司定義的有 2,026 筆，占全體樣本的 63%。表 2 陳述研究變數的基本統計量，就負債水準來看，平均負債水準分別為 9.7%，可見國內上市公司較偏好權益融資，觀察發現有 150 家公司完全沒有使用長期負債，而這些公司中有 133 家屬於家族公司，由此可知，國內家族公司傾向不採用長期負債融資。有效稅率主要在衡量公司的平均所得稅率，由樣本資料觀察發現，平均有效稅率為 11.4%，標準差為 13.8%，可見各上市公司在稅前淨利和節稅策略上有很大的差異。非負債稅盾主要是指來自於折舊方面的稅盾，折舊和負債是公司財務二個節稅的工具，折舊稅盾平均為 6.3%。獲利能力是以稅前息前盈餘占總資產比率來衡量，因此只考慮到公司營運面而未考慮到財務政策的影響，平均獲利能力為 5.3%。營運風險則是以前 5 年的獲利能力標準差來衡量，平均值為 0.061，標準差為 0.040，可見各公司營運風險的差異並不大。公司成長機會平均值為 1.339，其中具有成長價值的資料 (大於 1) 有 2,525 筆，約全體樣本的 78.51%。平均家族成員持股比率和董事席位比率分別為 14.4% 和 33.3%。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 1 研究變數彙整

變數	定義	變數衡量方法
Family	家族公司虛擬變數	若該公司一年度資料符合家族公司定義，則 Family=1，其他情況，Family=0。
Leverage (BV)	長期負債帳面價值	長期負債佔總資產帳面價值比率來衡量。
Leverage (MV)	長期負債市場價值	依據 Titman 與 Wessels (1988) 的做法，以長期負債佔總資產市場價值比率來衡量。
Contorl	家族控制持股	根據 La Porta et al. (1999) 的最終控制鏈方法所計算之間接持股率加上直接持股率總和。
Cash	現金流量請求權	最終控制者之 (直接持股率＋Σ各控制鏈之間持股率乘積)
Divergence	控制權與現金流量請求權之偏離程度	家族控制持股減現金流量請求權
Tax_Rate	有效稅率	當期所得稅除以稅前淨利來衡量。
Dep_Tax	折舊稅盾	折舊除以營業收入來衡量。
Profit	獲利能力	稅前息前盈餘除以總資產來衡量。
Risk	公司營業風險	以過去五年每年獲利能力的標準差來當作代理變數
Asset	公司總資產	公司年報總資產金額，以千元為單位表示。
Size	公司規模	以公司總資產取自然對數值。
Growth	公司成長機會	以市價對帳面價值比率來當作代理變數。
Holdings	家族持股比率	家族成員直接和間接持股率之總和。
Board	家族董事席位比率	以家族成員擔任董事人數除以全體董事人數來衡量。

表 2 主要變數的敘述統計 (N=3,216)

變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Leverage (BV)	0.097	0.069	0.103	0	0.653
Leverage (MV)	0.056	0.047	0.094	0	0.546
Tax_Rate	0.114	0.083	0.138	0	0.500
Dep_Tax	0.063	0.031	0.169	0.005	0.676
Profit	0.053	0.056	0.083	-0.253	0.619
Risk	0.061	0.051	0.040	0.004	0.485
Growth	1.339	1.278	0.901	0.229	3.452
Asset	15604144	14874496	40546137	428040	4.88E+08
Holdings	0.144	0.099	0.003	0	0.857
Board	0.333	0.250	0.236	0	1

臺灣大學學術期刊資料庫

表 3 陳述的是各研究變數間的 Pearson 相關係數，由相關係數矩陣表發現各變數相關係數絕對值皆小於 0.320 ，顯示變數的相關性不高，因此預期不會存在共線性的問題。

將樣本區分為家族公司與非家族公司兩組，並檢定其相關變數的差異檢定結果如表 4 所示。由表 4 得知家族公司的有效稅率顯著低於非家族公司，而非負債稅盾和公司成長機會則明顯高於非家族公司。另外家族公司的負債水準顯著低於非家族公司，此結果究竟是受到家族控制因素抑或其他相關變數的影響？為了了解造成國內家族公司與非家族公司負債水準差異的原因，本研究將利用模型一至三進行實證。

表 3 研究變數相關係數表

	Leverage (BV)	Leverage (MV)	Tax_Rate	Dep_Tax	Profit	Risk	Size	Growth
Leverage (BV)	1							
Leverage (MV)	0.812**	1						
Tax_Rate	0.028	-0.151**	1					
Dep_Tax	0.102**	0.140**	-0.008	1				
Profit	-0.147**	-0.352**	0.025	-0.200**	1			
Risk	-0.045*	-0.084**	-0.052*	0.031	0.096**	1		
Size	0.280**	0.205	0.002	0.039	0.055*	-0.163**	1	
Growth	-0.079**	-0.319**	-0.024	-0.059**	0.307**	0.320**	0.024	1

說明： ***、**、*分別表示在 1%、5% 和 10% 的水準下呈現顯著。

二、家族公司與負債決策

為了分析家族公司是否較傾向多舉債或少舉債，本研究以模型一進行驗證，實證結果如表 5。由表 5 發現不論以帳面價值或市場價值為基礎來衡量負債比率，家族虛擬變數的估計係數皆顯著為負，表示家族公司傾向於少舉債，此結果與 Harijono et al. (2004) 的研究結果相反，因此有必要進一步去探討造成家族公司較不傾向採用長期負債融資的原因為何？

在控制變數的實證結果方面，在帳面價值負債比率模型中，有效稅率的估計係數為 0.004 且達顯著水準，此結果支持有效稅率與負債比率呈正相關的論點。折舊稅盾與負債水準也呈顯者正相關，表示折舊稅盾愈高，負債比率愈高。營運風險對帳面價值的負債比率影響方面，營運風險的估計係數未達顯著性，可見營運風險的大小並不影響帳面價值負債比率。公司獲利能力的估計係數為 -0.140 且在 1% 水準下呈顯

臺灣大學圖書館 期刊資料庫

著，此結果支持融資順位理論的觀點。公司成長機會與負債比率呈現顯著負相關，意謂著成長性較高的公司傾向少舉債，此結論支持 Myers (2003) 提出的觀點，對成長機會較高的公司而言，未來投資機會的選擇彈性較大，因此會造成公司管理當局與債權人間的代理衝突提高，因此成長性愈高的公司，愈傾向降低負債比率以降低代理成本。在公司規模方面，本研究指出公司規模與負債比率並無顯著關係。在市場價值負債比率的模型中，結果大致與帳面價值負債比率模型相同，差別在於營運風險與負債比率呈顯著負相關。

表 4　家族公司與非家族公司相關變數的差異性檢定

	家族企業	非家族企業	差 異	t 值
Leverage (BV)	0.092	0.102	-0.010 **	-2.117
Leverage (MV)	0.055	0.057	-0.002 *	-1.701
Tax_Rate	0.070	0.168	-0.098 **	-2.182
Dep_Tax	0.071	0.053	0.018 **	2.142
Risk	0.061	0.062	-0.001	-0.492
Profit	0.056	0.049	0.007	1.210
Growth	1.376	1.293	0.083 *	1.982
Size	15.619	15.567	0.052	0.974

註：1. 家族公司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。

2. ***、**、* 分別表示在 1%、5% 和 10% 的水準下呈現顯著。

三、家族公司負債決策與風險控管

由上節的分析可知國內家族公司傾向少舉債，此結論與 Harijono et al. (2004) 對澳洲上市公司所做的研究不同。Harijono et al. (2004) 的研究並未實際去驗證造成家族公司傾向多舉債的原因為何，而僅是從過去的研究提出家族公司的負債決策可能與風險和集中控制權有關。本研究則實際去測試公司是否特別重視風險和集中控制權，以找出為何國內家族公司會傾向少舉債的原因。

首先本研究要測試的家族公司是否較非家族公司更重視風險而傾向於少舉債，利用模型二加入各控制變數與家族虛擬變數的交乘項來分析家族公司和非家族公司在負債決策的考量上是否有顯著不同，實證結果如表 6。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 5 家族因素對負債融資決策之影響

自變數\ 因變數	預期符號	Leverage (BV)	Leverage (MV)
截距項		-0.276 ***	-0.281 ***
		(-8.749)	(-5.732)
Family	?	-0.008 *	-0.003 ***
		(-1.703)	(-2.489)
Tax_Rate	+	0.004 *	-0.074 ***
		(1.708)	(-2.877)
Dep_Tax	−	0.032 ***	0.046 ***
		(2.879)	(2.791)
Risk	−	0.041	-0.209 **
		(0.672)	(-2.175)
Profit	?	-0.140 ***	-0.320 ***
		(-6.852)	(-9.018)
Growth	?	-0.005 **	-0.041 ***
		(-2.068)	(-6.077)
Size	+	0.025 ***	0.029 ***
		(12.836)	(9.677)
F 值		14.307	21.516
Adj R^2		0.157	0.245

註：1.括號內的值表 t 檢定值。

2. ***、**、* 分別表示在 1%、5% 和 10% 的水準下呈現顯著。

表 6 的 (1)-(4) 的差別在於表 6 之 (2) 和 (4) 保留家族虛擬變數，表示家族公司對負債決策的影響除了透過控制變數的不同影響程度之外，還可能受到家族公司獨特的經營特色影響。帳面價值負債比率的實證結果方面，由折舊稅盾與家族虛擬變數交乘項的估計係數顯著為負來看，家族公司的折舊稅盾對負債水準的衝擊小於非家族公司。而營運風險與家族虛擬變數交乘項的估計係數顯著為負，此結果代表家族公司較非家族公司更重視風險，相同的風險變動下，家族公司減少的負債水準會大於非家族公司，因此家族公司會為了控管風險而少舉債。公司規模對負債比率的影響來看，非家族公司的公司規模對負債比率的影響係數為 0.022，而家族公司則提高到 0.024，此結果意味著家族公司的公司規模對負債水準的影響大於非家族公司。表 6 之 (2) 的結論大致與表 6 之 (1) 一致，家族虛擬變數的估計係數並未達到顯著，表示家族公司和非家族公司對負債水準影響程度的差異主要是在折舊稅盾、營運風險和公司規模三方面。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 6 家族公司與非家族公司負債決策因素的差異

自變數\ 因變數	Leverage (BV)		Leverage (MV)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
截距項	-0.259 ***	-0.229 ***	0.129 ***	0.228 ***
	(-8.248)	(-4.838)	(3.601)	(4.243)
Family		-0.052		-0.170
		(-0.854)		(-0.472)
Tax_Rate	0.005	0.005 *	-0.000	-0.000
	(1.657)	(1.649)	(-0.122)	(-0.144)
Tax_Rate× Family	0.000	-0.000	-0.003	-0.003
	(-0.079)	(-0.064)	(-0.499)	(-0.457)
Dep_Tax	0.279 ***	0.283 ***	0.292 ***	0.306 ***
	(5.686)	(5.743)	(5.236)	(5.468)
Dep_Tax× Family	-0.260 ***	-0.264 ***	-0.279 ***	-0.294 ***
	(-5.171)	(-5.232)	(-4.879)	(-5.120)
Risk	0.113	0.100	0.248 ***	0.205 **
	(1.398)	(1.214)	(2.689)	(2.185)
Risk× Family	-0.192 *	-0.166 *	-0.156	-0.069
	(-1.690)	(-1.807)	(-1.204)	(-0.514)
Profit	-0.118	-0.117 ***	0.137 ***	0.140 ***
	(-4.580)	(-4.541)	(4.666)	(4.770)
Profit× Family	-0.040	-0.043	-0.031	-0.039
	(-0.963)	(-1.018)	(-0.665)	(-0.828)
Growth	0.000	-0.000	-0.041 ***	-0.041 ***
	(0.079)	(-0.085)	(-7.522)	(-7.515)
Growth× Family	-0.006	-0.006	0.021 ***	0.021 ***
	(-1.099)	(-1.104)	(3.310)	(3.298)
Size	0.022 ***	0.021 ***	-0.006 **	-0.012 ***
	(11.220)	(6.861)	(-2.517)	(-3.524)
Size× Family	0.002 ***	0.005 **	-0.000	0.011 **
	(2.982)	(2.325)	(-0.051)	(2.431)
F 值	13.289	12.906	5.596	5.626
Adj R^2	0.170	0.170	0.071	0.074

說明：括號內的值表 t 檢定值，***、**、* 分別表示在 1%、5% 和 10% 的水準下呈現顯著。

在市場價值負債比率的實證結果方面，家族公司的折舊稅盾對負債比率的影響程度顯著小於非家族公司，成長機會對負債比率的影響則是家族公司大於非家族公司。

臺灣大學學術期刊資料庫

四、家族公司負債決策與集中控制權

為了解家族公司的負債決策是否與集中控制權有關，本研究針對家族公司樣本加入控制權因素當做解釋變數，以分析控制權對負債水準的影響，實證結果彙整如表 7。

表 7 家族控制權對負債融資決策的影響

自變數\ 因變數	預期符號	Leverage (BV)		Leverage (MV)	
		(1)	(2)	(3)	(4)
截距項		0.107 **	-0.281 **	-0.121 **	0.055
		(2.360)	(-6.791)	(-2.082)	(1.230)
Control	?	0.182 **	0.105 **	0.017 *	-0.038 *
		(2.458)	(2.162)	(1.725)	(-1.719)
$(Control)^2$	?	-0.423 ***	-0.086 *	-0.063 *	-0.167 ***
		(-3.575)	(-1.980)	(-1.820)	(-2.556)
Tax_Rate	+	-0.005	0.004	0.005	-0.005
		(-1.009)	(1.013)	(1.125)	(-1.079)
Dep_Tax	−	0.006	0.018	0.018	0.009
		(0.534)	(1.606)	(1.612)	(0.771)
Risk	−	0.240 ***	-0.053	-0.005	0.195 **
		(2.594)	(-0.605)	(-0.054)	(2.071)
Profit	?	0.110 ***	-0.133 ***	-0.132 ***	0.103 ***
		(3.130)	(-3.974)	(-4.008)	(2.888)
Growth	?	-0.020 ***	-0.007 **	-0.007 **	-0.020 ***
		(-6.009)	(-2.245)	(-2.234)	(-5.912)
Size	+	-0.005 *	0.027 ***	0.025 ***	-0.001
		(-1.821)	(10.517)	(9.990)	(-0.517)
F 值		7.780	9.612	5.399	8.1249
Adj R^2		0.049	0.123	0.098	0.032

註：1. (1)、(3) 式是以家族持股率當做控制權的代理變數，(2) 、(4) 式是以家族董事席位比率當做控制權的代理變數

2.括號內的值表t 檢定值。

3. ***、**、* 分別表示在 1%、5% 和 10% 的水準下呈現顯著。

表 7 之 (1) 是以家族控制持股率當做控制權的代理變數，結果發現家族控制持股率與負債水準呈現非線性關係。因和的估計係數為 0.182 和 -0.423 且達顯著水準，對家族控制權做一階微分可得到臨界家族控制持股率為 25.43%，當家族控制持股率低於 25.43% 時，家族持股比率與負債水準呈正相關，亦即在此階段公司為了維持或提高控制權而會多舉債。當家族持股率超過 25.43% 時，家族股東對公司的控制權已達

臺灣大學會計學系 碩博士論文資料庫

穩定的階段，因此當家族持股率增加時，反而會傾向少舉債，以降低家族股東投資組合的風險。

表 7 之 (2) 則是從董事會席位比率來檢定家族控制權對負債決策的影響。實證結果發現 δ_1 和 δ_2 的估計係數分別為 0.105 和 -0.086 且達顯著水準，同樣對家族董事席位做一階微分，得到臨界家族董事席位比率為 61.05%，亦即當家族董事席位比率低於 61.05% 時，家族股東為了增加其控制權而會採用多舉債，而當家族董事席位比率超過 61.05%，此時家族股東對公司決策具有完全控制權，因此當董事席位比率提高時反而會減少負債以降低公司財務風險。

表 7 之 (3) 和 (4) 為以市場價值負債比率為因變數的實證結果，其結果亦支持在控制權低的時候，控制權與負債比率呈正向關係，而在控制權高時，控制權與負債比率轉變為呈負向關係。

從降低風險和集中控制權的角度來看，若公司為控管風險將會減少舉債，而為了集中控制權將會傾向採用負債來融資。由以上的實證發現，台灣家族公司較非家族公司更重視風險，因此在控管風險的誘因之下會少舉債。而在集中控制權方面，由於國內家族公司存在著金字塔結構與交叉持股的現象，加上國內對投資者保護的品質不高，導致控制權擁有較高私人利益，因此家族公司在持股率不高的時候會透過發行負債來維持其控制權，但當控制持股率超過 25.43% 時，對公司的控制已達穩定的情況，此時集中控制權的誘因較低，相對控管風險的誘因較高。改用家族董事席位比率來做為控制權的代理變數也得到相同的結論。

Schooley (1990) 與 Moh'd、Perry 與 Rimbey (1998) 研究發現，隨著管理階層持股比率增加，公司負債比率會降低。此外，Morck、Shleifer 與 Vishny (1988) 的實證研究也發現，公司價值與負債比率呈現倒 U 型，這些現象與本研究發現在家族企業持股在超過 25.43% 之後，負債比率下降，有某些共通之處。為進一步驗證此結果的穩健性，另外將表 7 改放入 CEO (定義為董事長加總經理) 持股比率的變數當做控制權代理變數，另外執行一條複迴歸，以此檢驗表 7 中，Control 變數與其平方項的參數估計結果的穩健性 (Robustness)，實證結果如表 8。實證結果亦支持控制權與負債比率呈倒 U 關係。

根據定義，控制股東的投票權和現金流量請求權的偏離程度 (註[1]) 等於家族控制持股率 (投票權 減控制股東現金流量權 (註[2])。因此本研究將表 7 的家族控制持股比率 (Control) 區分為控制股東現金流量權以及控制股東的投票權和現金流量請求權的偏離

註[1] 控制權現金流量權的偏離程度的平均數、標準差和中位數分別為 0.066、0.118 和 0.013。

註[2] 現金流量請求權的平均數、標準差和中位數分別為 0.236、0.170 和 0.205。

臺灣大學學術期刊資料庫

程度兩變數。由理論分析可知，控制股東的現金流量請求權對公司價值而言是正的誘因效果，控制股東的投票權和現金流量請求權的偏離則是負的侵占效果。本研究進一步分別探討這兩個變數對負債融資決策的影響，實證結果如表 9。

由表 9 的實證結果發現，現金流量請求權與負債比率呈現顯著負相關，此結果表示當家族股東現金流量請求權愈高時，公司價值與股東財富的關係愈大，因而傾向少使用負債，以降低公司財務風險，維護家族股東本身的財富。控制權與現金流量權偏離程度與負債比率則呈正向關係，意味著偏離程度愈高時，家族股東與小股東的代理問題愈嚴重，公司會傾向採用負債融資取得長期資金。

表 8 CEO 持股比率對負債融資決策的影響

自變數\ 因變數	預期符號	Leverage (BV)	Leverage (MV)
截距項		0.203 **	-0.209 ***
		(2.775)	(-5.019)
Control	?	0.167 **	0.115 **
		(3.153)	(1.991)
$(Control)^2$	?	-0.319 ***	-0.103 *
		(-2.995)	(-1.804)
Tax_Rate	+	-0.005	-0.004
		(-1.014)	(-1.023)
Dep_Tax	−	0.016	0.018
		(0.881)	(1.335)
Risk	−	0.243 ***	-0.056
		(2.694)	(-1.156)
Profit	?	0.108 ***	0.151 ***
		(2.859)	(4.297)
Growth	?	-0.107 ***	-0.008 ***
		(-5.628)	(-3.442)
Size	+	-0.085 *	0.018 ***
		(-1.996)	(4.628)
F 值		6.482	12.015
Adj R^2		0.068	0.123

說明：1.Control 代表董事長加總經理的控制持股。

2.括號內的值表 t 檢定值。

3.***、**、* 分別表示在 1%、5% 和 10% 的水準下呈現顯著。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 9 現金流量權與控制權和現金流量權偏離對負債融資決策的影響

自變數\ 因變數	預期符號	Leverage (BV)	Leverage (MV)
截距項		0.096 *	0.012 **
		(1.941)	(2.016)
Cash	?	-0.049 *	-0.053 **
		(-1.778)	(-2.016)
Divergence	?	0.117 ***	0.104 ***
		(3.902)	(2.885)
Tax_Rate	+	0.007	0.019
		(1.329)	(1.065)
Dep_Tax	–	0.016	0.019
		(0.923)	(1.006)
Risk	–	0.186 **	0.016
		(2.109)	(1.334)
Profit	?	0.114 ***	0.106 *
		(3.812)	(1.862)
Growth	?	-0.026 ***	-0.105
		(-4.206)	(-1.024)
Size	+	0.018 ***	0.014 ***
		(6.013)	(3.428)
F 值		8.106	9.034
Adj R^2		0.120	0.145

註：1.括號內的值表 t 檢定值。

2. ***、**、* 分別表示在 1%、5% 和 10% 的水準下呈現顯著。

表 10 不同負債比率變數的敘述統計與差異性檢定

Panel A：敘述統計

變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Debt	0.414	0.410	0.004	0.025	0.988
Lend	0.107	0.023	0.235	0	0.840
Bond	0.026	0	0.002	0	0.412

Panel B：家族公司與非家族公司的差異性檢定

	家族企業	非家族企業	差 異	t 值
Debt	0.414	0.413	0.001	0.083
Lend	0.126	0.081	0.045	0.947
Bond	0.023	0.030	-0.007 **	-2.374

註：1.家族公司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。

2.變數定義如下：Debt；總負債比率，以公司總負債除以總資產來衡量。

Lend；銀行借款比率，以銀行借款除以總資產來衡量。

Bond；公司債比率，以公司債除以公司總資產來衡量。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 11 不同負債比率的實證結果

自變數\ 因變數	總負債比率	銀行借款比率	公司債比率
截距項	0.238 ***	0.265	-0.020
	(3.190)	(0.512)	(-0.602)
Family	-0.131	-0.615	-0.024
	(-1.348)	(-0.913)	(-0.550)
Tax_Rate	0.003	0.001	0.000
	(0.688)	(0.034)	(0.177)
Tax_Rate× Family	-0.006	0.025	0.000
	(-0.727)	(0.457)	(0.138)
Dep_Tax	-0.248 ***	-0.164	0.054
	(-3.115)	(-0.280)	(1.445)
Dep_Tax× Family	0.264 ***	0.135	-0.058
	(3.325)	(0.226)	(-1.520)
Risk	-0.185 ***	-0.050	-0.001
	(-4.223)	(-0.169)	(-0.054)
Risk× Family	-0.309 ***	-0.414	0.030
	(-3.841)	(-0.764)	(0.870)
Profit	-0.599 ***	0.107	0.064
	(-4.443)	(0.118)	(1.107)
Profit× Family	0.376 **	-0.823	0.159 *
	(1.928)	(-0.626)	(1.907)
Growth	0.016 ***	-0.008	0.002
	(3.386)	(-0.229)	(0.909)
Growth× Family	0.006	0.044	0.001
	(1.042)	(1.402)	(0.418)
Size	0.092 ***	-0.066	0.015 ***
	(9.135)	(-0.972)	(3.401)
Size× Family	0.018	0.041	-0.010 *
	(1.304)	(0.436)	(-1.779)
F 值	45.539	4.951	5.193
Adj R^2	0.238	0.029	0.044

註：1. 家族公司定義為 (1) 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 (2) 家族成員占公司董事會席位超過一半者。

2.括號內的值表 t 檢定值。

3. ***、**、* 分別表示在 1%、5% 和 10% 的水準下呈現顯著。

臺灣大學學術期刊資料庫

五、不同負債比率的實證結果

本研究探討家族控制對負債決策的影響是採用長期負債比率當做負債決策的代理變數，而公司總負債包括長期負債和短期負債，長期負債主要有公司債和長期借款，短期負債則包含與營運有關的自發性短期負債和短期銀行借款等，為了研究的周延性，進一步採用總負債比率、銀行借款比率和公司債比率來當做負債決策的代理變數，有關此三個研究變數的敘述統計以及家族與非家族二群樣本的平均數差異檢定結果列示於表 10，結果發現國內公司平均負債比率為 41.4%，但長期負債平均只有 9.7%，可見公司負債主要來自於短期的流動負債。家族和非家族公司在負債比率和銀行借款方面並無顯著差異，而公司債比率方面，非家族公司則顯著高於家族公司。將被解釋變數改為上述三個負債變數進行模型二的實證，實證結果如表 11。

總負債比率的衡量是以總負債除以總資產，觀察實證結果發現，影響總負債的因素包括有效稅率、折舊稅盾、獲利能力和公司規模，而家族公司在折舊稅盾和營運風險對總負債決策的影響係數低於非家族公司，但在公司規模的影響程度則大於非家族公司。

在銀行借款比率和公司債比率的實證方面，銀行借款比率的衡量是以銀行借款除以總資產，公司債比率則是以公司債除以總資產來當做代理變數，實證結果發現除了家族公司在公司規模對公司債比率的影響係數小於非家族公司之外，家族控制因素和其他控制變數對銀行借款比率及公司債比率均無顯著的影響。

比較各種負債比率的實證結果發現，家族控制因素只有在面臨長期資金需求的時候才會有影響效果，在面臨長期資金需求時，公司即會選擇採用權益或是長期負債來融資，而這個決策的結果會影響到控制權和財務風險，因為家族公司對於控制權的維護會更甚於非家族公司，另外由於台灣債券市場正在發展中的緣故，發行公司債的比率不高，因此導致家族公司與非家族公司在長期負債比率和總負債比率有顯著的差異。

伍、結論

國內上市公司存在著家族所控制的現象，家族控制是否會影響到公司的負債決策是本研究所要探討的課題，研究結果發現國內家族公司傾向於少舉債，此結果與 Harijono et al. (2004) 的研究結果相反，Harijono et al. (2004) 的研究並未實際去驗證造成家族公司傾向多舉債的原因為何，而僅是從過去的研究提出家族公司的負債決策可能和風險和集中控制權有關。本研究則是實際去測試公司是否特別重視風險和集中控制權而影響舉債程度，以找出為何國內家族公司會傾向少舉債的原因。

在風險的測試方面，家族公司較非家族公司更重視風險的控管，相同的風險變動下，家族公司減少的負債水準會大於非家族公司，因此家族公司會為了控管風險而

臺灣大學學術典藏資料庫

少舉債。在集中控制權的測試方面，分別採用家族控制持股率和家族董事席位比率來當做控制權的代理變數。研究結果發現，當家族控制權較低時，家族持股比率與負債水準呈正相關，亦即在此階段公司為了維持或提高控制權而會多舉債，但是當家族股東對公司的控制權已達穩定的階段，反而會傾向少舉債，此結果表示當家族控制權較低時，集中控制權的誘因會大於控管風險，而控制權較高時，集中控制權的誘因則會低於控管風險，使得控制權與負債比率呈現倒 U 關係。

附錄一：

表 1 各年度的變數敘述統計

87年 (N= 427)

變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Leverage (BV)	0.095	0.037	0.121	0	0.629
Leverage (MV)	0.042	0.030	0.090	0	0.520
Tax_Rate	0.116	0.091	0.142	0	0.500
Dep_Tax	0.061	0.053	0.171	0.005	0.606
Profit	0.054	0.058	0.079	-0.208	0.601
Risk	0.061	0.059	0.046	0.004	0.426
Growth	1.068	0.984	0.926	0.238	3.128
Asset	15020908	14874496	44123728	427945	4.15E+08
Holdings	0.150	0.109	0.003	0	0.807
Board	0.334	0.250	0.226	0	1

88年 (N=430)

變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Leverage (BV)	0.097	0.073	0.113	0	0.605
Leverage (MV)	0.055	0.031	0.097	0	0.511
Tax_Rate	0.119	0.083	0.136	0	0.500
Dep_Tax	0.068	0.036	0.160	0.016	0.594
Profit	0.055	0.066	0.081	-0.253	0.619
Risk	0.063	0.058	0.042	0.004	0.432
Growth	1.217	0.798	0.988	0.318	3.007
Asset	15405798	14874496	38420128	4364858	4.18E+08
Holdings	0.148	0.129	0.004	0	0.829
Board	0.331	0.250	0.237	0	1

臺灣大學學術期刊資料庫

89年 (N=439)

變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Leverage (BV)	0.096	0.089	0.100	0	0.541
Leverage (MV)	0.056	0.029	0.090	0	0.493
Tax_Rate	0.095	0.073	0.139	0	0.422
Dep_Tax	0.065	0.041	0.172	0.009	0.601
Profit	0.051	0.036	0.076	-0.211	0.579
Risk	0.060	0.053	0.049	0.012	0.416
Growth	1.064	1.278	0.916	0.317	3.005
Asset	15548020	14874496	40789216	4512853	4.24E+08
Holdings	0.146	0.130	0.002	0	0.857
Board	0.331	0.250	0.236	0	1

90年 (N=458)

變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Leverage (BV)	0.098	0.054	0.114	0	0.592
Leverage (MV)	0.056	0.032	0.099	0	0.502
Tax_Rate	0.129	0.083	0.142	0	0.500
Dep_Tax	0.062	0.031	0.172	0.012	0.612
Profit	0.053	0.056	0.086	-0.148	0.583
Risk	0.060	0.051	0.045	0.013	0.446
Growth	1.112	0.778	0.926	0.416	3.452
Asset	15618024	4874496	41601762	4435218	4.31E+08
Holdings	0.145	0.099	0.003	0	0.802
Board	0.335	0.250	0.196	0	1

91年 (N=470)

變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Leverage (BV)	0.098	0.065	0.106	0	0.602
Leverage (MV)	0.077	0.102	0.116	0	0.526
Tax_Rate	0.128	0.090	0.201	0	0.500
Dep_Tax	0.071	0.034	0.079	0.005	0.674
Profit	0.050	0.490	0.090	-0.516	0.421
Risk	0.062	0.052	0.043	0.004	0.485
Growth	0.901	0.718	0.667	0.001	3.375
Asset	14616695	4425364	37730201	493706	4.66E+08
Holdings	0.147	0.102	0.137	0	0.826
Board	0.337	0.250	0.235	0	1

臺灣大學學術期刊資料庫

92年 (N=486)

變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Leverage (BV)	0.097	0.073	0.100	0	0.511
Leverage (MV)	0.079	0.083	0.172	0	0.456
Tax_Rate	0.129	0.085	0.186	0	0.500
Dep_Tax	0.057	0.031	0.099	0.008	0.676
Profit	0.059	0.055	0.094	-0.371	0.396
Risk	0.061	0.052	0.040	0.007	0.418
Growth	1.046	0.844	0.770	0.011	3.142
Asset	15644280	4978292	39849006	552308	4.61E+08
Holdings	0.142	0.102	0.132	0	0.857
Board	0.335	0.250	0.238	0	1

93年 (N=506)

變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Leverage (BV)	0.095	0.068	0.102	0	0.653
Leverage (MV)	0.076	0.072	0.180	0	0.546
Tax_Rate	0.087	0.075	0.426	0	0.438
Dep_Tax	0.056	0.027	0.178	0.007	0.624
Profit	0.051	0.060	0.153	-0.253	0.403
Risk	0.059	0.052	0.037	0.006	0.387
Growth	0.894	0.761	0.554	0.317	3.452
Asset	17179646	5400364	45003422	531342	4.88E+08
Holdings	0.132	0.088	0.131	0	0.854
Board	0.326	0.250	0.237	0	1

臺灣大學學術期刊資料庫

附錄二：將所有變數改成平均數的資料型式迴歸結果

表 1 家族因素對負債融資決策之影響—平均數的資料型式迴歸結果

自變數\ 因變數	預期符號	Leverage (BV)	Leverage (MV)
截距項		-0.287 ***	-0.304 ***
		(-5.862)	(-3.869)
Family	?	-0.008 **	-0.001 **
		(-2.012)	(-2.070)
Tax_Rate	+	0.004 *	0.018 *
		(1.662)	(1.964)
Dep_Tax	−	0.026	0.050
		(1.313)	(1.593)
Risk	−	-0.012 **	0.348 *
		(-2.115)	(1.928)
Profit	?	-0.194 ***	-0.373 ***
		(-3.640)	(-4.296)
Growth	?	0.009	-0.044 ***
		(1.000)	(-3.080)
Size	+	0.025 ***	0.031 ***
		(8.211)	(6.323)
F 值		13.381	19.679
Adj R^2		0.128	0.184

說明：1.括號內的值表 t 檢定值。

2. ***、**、* 分別表示在 1%、5% 和 10% 的水準下呈現顯著。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 2 家族與非家族公司負債決策因素之差異—平均數的資料型式迴歸結果

自變數\ 因變數	Leverage (BV)		Leverage (MV)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
截距項	-0.279 ***	-0.210 ***	-0.282 ***	-0.157
	(-5.732)	(-3.006)	(-3.608)	(-1.399)
Family		-0.116		-0.211
		(-1.374)		(-1.564)
Tax_Rate	0.003	0.003	0.023 **	0.023 **
	(0.468)	(0.447)	(2.062)	(2.045)
Tax_Rate×Family	0.005	0.005	-0.010	-0.009
	(0.374)	(0.425)	(-0.525)	(-0.470)
Dep_Tax	0.313 ***	0.321 ***	0.519 ***	0.534 ***
	(3.421)	(3.510)	(3.560)	(3.663)
Dep_Tax×Family	-0.302 ***	-0.312 ***	-0.501 ***	-0.518 ***
	(-3.220)	(-3.315)	(-3.342)	(-3.453)
Risk	0.007	-0.029	0.401 *	0.339
	(0.045)	(-0.192)	(1.665)	(1.391)
Risk×Family	-0.076 **	-0.006 **	-0.169 ***	-0.032 **
	(-2.349)	(-2.027)	(-2.457)	(-2.085)
Profit	-0.191 ***	-0.187 ***	-0.250 **	-0.242 ***
	(-2.740)	(-2.668)	(-2.212)	(-2.144)
Profit×Family	0.024	0.016	-0.257	-0.270
	(0.201)	(0.133)	(-1.348)	(-1.416)
Growth	0.023	0.022	-0.042 *	-0.043 *
	(1.573)	(1.532)	(-1.807)	(-1.836)
Growth×Family	-0.023	-0.023	0.006	0.006
	(-1.217)	(-1.183)	(0.183)	(0.188)
Size	0.023 ***	0.018 ***	0.027 ***	0.019 ***
	(7.192)	(4.158)	(5.349)	(2.725)
Size×Family	0.002 **	0.009 *	0.003 *	0.016 *
	(1.974)	(1.755)	(1.655)	(1.878)
F 值	9.105	8.562	12.785	12.020
Adj R^2	0.141	0.142	0.196	0.198

臺灣大學學術期刊資料庫

表 3 家族控制權對負債融資決策的影響—平均數的資料型式迴歸結果

自變數\ 因變數	預期符號	Leverage (BV)		Leverage (MV)	
		(1)	(2)	(3)	(4)
截距項		-0.285 ***	-0.291 ***	-0.272 ***	-0.305 ***
		(-5.623)	(-5.943)	(-3.346)	(-3.898)
Control	?	0.002**	0.012 *	0.001 **	0.015 ***
		(2.133)	(1.723)	(2.105)	(2.575)
$(Control)^2$	?	0.008 ***	-0.031 *	-0.004 *	-0.046 **
		(2.575)	(-1.824)	(-1.721)	(-2.053)
Tax_Rate	+	0.005	0.004	0.019 **	0.019 **
		(0.824)	(0.692)	(2.046)	(2.015)
Dep_Tax	−	0.024	0.026	0.049	0.048
		(1.239)	(1.319)	(1.551)	(1.530)
Risk	−	0.002	-0.012	0.370 **	0.355 **
		(0.022)	(-0.111)	(2.051)	(1.968)
Profit	?	-0.198 ***	-0.196 ***	-0.379 ***	-0.372 ***
		(-3.706)	(-3.671)	(-4.372)	(-4.279)
Growth	?	0.008	0.008	-0.044 ***	-0.043 ***
		(0.950)	(0.892)	(-3.095)	(-3.026)
Size	+	0.024 ***	0.025 ***	0.029 ***	0.030 ***
		(7.871)	(8.223)	(5.802)	(6.207)
F 值		11.743	13.298	17.993	19.737
Adj R^2		0.127	0.127	0.190	0.184

註：1. (1)、(3) 式是以家族持股率當做控制權的代理變數，(2) 、(4) 式是以家族董事席位比率當做控制權的代理變數

2.括號內的值表t 檢定值。

3. ***、**、* 分別表示在 1%、5% 和 10% 的水準下呈現顯著。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 4 CEO 持股比率對負債融資決策的影響—平均數的資料型式迴歸結果

自變數\ 因變數	預期符號	Leverage (BV)	Leverage (MV)
截距項		0.106 *	0.130 **
		(1.811)	(2.034)
Control	?	0.058 **	0.107 **
		(2.034)	(2.330)
$(Control)^2$	?	-0.216 **	-0.361 **
		(-1.996)	(-1.998)
Tax_Rate	+	0.038	0.108 ***
		(0.853)	(3.628)
Dep_Tax	−	0.038 *	-0.056 **
		(1.669)	(-2.138)
Risk	−	-0.216 ***	-1.068 **
		(-2.557)	(-2.200)
Profit	?	0.109 ***	0.127
		(3.056)	(0.593)
Growth	?	-0.204 *	0.188 *
		(-1.839)	(1.663)
Size	+	-0.338	0.069 ***
		(1.068)	(3.016)
F 值		9.862	10.230
Adj R^2		0.181	0.162

說明：1.Control 代表董事長加總經理的控制持股。

2.括號內的值表 t 檢定值。

3. ***、**、* 分別表示在 1%、5% 和 10% 的水準下呈現顯著。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 5　不同負債比率的實證結果—平均數的資料型式迴歸結果

自變數\ 因變數	總負債比率	銀行借款比率	公司債比率
截距項	0.201 *	0.225 ***	0.008
	(1.765)	(2.906)	(0.248)
Family	-0.080	0.040	-0.052
	(-0.229)	(0.430)	(-1.334)
Tax_Rate	0.007	0.004	-0.002
	(0.642)	(0.554)	(-0.682)
Tax_Rate×Family	-0.009	-0.010	-0.001
	(-0.467)	(-0.702)	(-0.095)
Dep_Tax	-0.364 ***	-0.220 **	0.059
	(-2.446)	(-2.166)	(1.387)
Dep_Tax×Family	0.385 ***	0.173 *	-0.064
	(2.514)	(1.654)	(-1.451)
Risk	-0.789 ***	0.173	-0.018
	(-3.192)	(1.028)	(-0.258)
Risk×Family	-0.292 ***	-0.002	0.340 ***
	(-2.807)	(-0.009)	(3.289)
Profit	-0.119	-0.069	-0.070 **
	(-1.049)	(-0.889)	(-2.169)
Profit×Family	0.404 **	0.425	0.188 ***
	(2.121)	(0.280)	(3.450)
Growth	0.131 ***	0.083 ***	0.025 ***
	(5.611)	(5.169)	(3.702)
Growth×Family	0.050	0.061	-0.034
	(1.609)	(0.864)	(-0.818)
Size	0.020 ***	-0.004	0.000
	(2.781)	(-0.862)	(0.039)
Size×Family	0.002	-0.005	0.003
	(0.196)	(-0.791)	(1.323)
F 值	17.012	13.696	0.474
Adj R^2	0.260	0.218	0.071

註：1.家族公司定義為 (1) 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 (2) 家族成員占公司董事會席位超過一半者。

2.括號內的值表 t 檢定值。

3.***、**、* 分別表示在 1%、5% 和10% 的水準下呈現顯著。

臺灣大學學術期刊資料庫

附錄三：

表 1　家族因素對負債融資決策之影響—分年度迴歸結果

	截距項	Family	Tax_Rate	Dep_Rate	Risk	Profit	Growth	Size	F 值	Adj R^2
被解釋變數：Leverage (BV)										
87	-0.342	-0.005	0.007	-0.036	-0.055	-0.301	0.023	0.028	20.283	0.173
	(-6.586)	(-1.641)	(1.365)	(-2.500)	(-2.596)	(-5.491)	(3.056)	(8.636)		
88	-0.267	-0.010	0.002	-0.054	-0.055	-0.186	0.009	0.023	10.251	0.090
	(-5.103)	(-2.336)	(1.805)	(-1.356)	(-2.527)	(-3.543)	(1.361)	(7.124)		
89	-0.251	-0.019	0.006	-0.028	-0.045	-0.112	0.001	0.023	9.721	0.087
	(-4.657)	(-2.503)	(0.619)	(-2.241)	(-2.403)	(-3.856)	(0.072)	(6.716)		
90	-0.255	-0.004	0.006	-0.021	-0.007	-0.207	0.003	0.023	6.048	0.176
	(-5.090)	(-0.535)	(2.052)	(-2.049)	(-2.062)	(-3.882)	(0.320)	(7.589)		
91	-0.363	-0.002	0.007	-0.037	-0.082	-0.301	0.020	0.029	8.384	0.188
	(-6.717)	(-2.207)	(2.427)	(-2.469)	(-1.857)	(-5.451)	(2.626)	(8.672)		
92	-0.256	-0.006	0.004	0.056	-0.073	-0.186	0.004	0.023	4.970	0.132
	(-4.774)	(-1.815)	(2.248)	(1.370)	(-1.694)	(-0.384)	(0.598)	(6.903)		
93	-0.240	-0.017	0.009	0.032	0.062	-0.111	-0.005	0.022	4.412	0.118
	(-4.257)	(-2.147)	(1.943)	(1.363)	(0.525)	(-3.838)	(-0.556)	(6.334)		
達顯著性年數	7	6	4	4	6	6	2	7		
被解釋變數：Leverage (BV)										
87	-0.210	0.014	0.006	-0.105	-0.732	0.025	-0.136	0.028	22.131	0.190
	(-1.952)	(0.892)	(2.634)	(-3.635)	(-3.660)	(0.200)	(-8.021)	(4.220)		
88	-0.108	-0.005	0.007	-0.172	0.209	-0.039	-0.073	0.019	15.223	0.134
	(-1.206)	(-2.368)	(2.401)	(-2.552)	(1.182)	(-0.417)	(-6.204)	(3.463)		
89	-0.167	-0.019	0.005	-0.053	-0.472	-0.157	-0.104	0.025	16.715	0.147
	(-1.778)	(-2.416)	(2.310)	(-1.384)	(-2.375)	(-3.073)	(-7.014)	(4.228)		
90	-0.307	-0.000	0.019	-0.043	-0.421	-0.402	-0.042	0.030	6.979	0.205
	(-3.757)	(-2.008)	(2.018)	(-2.301)	(-2.259)	(-4.552)	(-2.832)	(5.998)		
91	-0.252	-0.020	0.006	-0.111	-0.701	0.039	-0.144	-0.030	8.294	0.189
	(-2.227)	(-2.236)	(0.613)	(-3.581)	(-3.376)	(0.308)	(-8.131)	(-0.147)		
92	-0.147	-0.003	0.009	-0.193	0.257	-0.034	-0.076	0.022	5.821	0.157
	(-1.589)	(-2.235)	(1.865)	(-2.757)	(1.420)	(-0.362)	(-6.193)	(3.761)		
93	-0.176	-0.015	0.009	-0.070	-0.451	-0.157	-0.109	0.026	5.883	0.162
	(-1.779)	(-2.115)	(0.584)	(-1.729)	(-2.138)	(-3.054)	(-7.188)	(4.203)		
達顯著性年數	5	6	5	6	5	3	7	6		

臺灣大學學術期刊資料庫

表 2 家族公司與非家族公司負債決策因素的差異—分年度迴歸結果

	截距項	Family	Tax-Rate	Tax_Rate ×Family	Dep_Tax	Dep_Tax ×Family	Risk	Risk × Family	Profit	Profit ×Family	Growth	Growth× Family	Size	Size ×Family	F 值	Adj R^2
被解釋變數：Leverage (BV)																
87	-0.212	-0.177	0.012	-0.010	0.331	-0.305	-0.006	-0.187	-0.251	-0.062	0.034	-0.013	0.018	0.014	12.821	0.193
	(-2.567)	(-1.671)	(1.806)	(-1.038)	(4.073)	(-3.695)	(-2.053)	(-2.006)	(-3.075)	(-0.567)	(2.808)	(-0.866)	(3.302)	(2.084)		
88	0.094	0.007	0.001	0.006	0.258	-0.221	-0.012	-0.022	-0.090	-0.046	0.108	-0.203	0.018	0.106	6.585	0.121
	(7.778)	(0.463)	(0.253)	(0.942)	(2.964)	(-2.231)	(-2.083)	(-2.111)	(-1.501)	(-0.537)	(2.015)	(-0.359)	(6.013)	(1.119)		
89	-0.209	-0.034	0.010	-0.015	0.410	-0.398	0.178	-0.336	-0.110	0.069	0.006	-0.016	0.018	0.004	7.278	0.113
	(-2.617)	(-0.320)	(0.999)	(-0.706)	(4.409)	(-4.160)	(1.130)	(-2.514)	(-3.342)	(1.005)	(0.480)	(-0.916)	(3.538)	(2.615)		
90	-0.188	-0.097	0.007	0.002	0.305	-0.303	-0.007	-0.048	-0.178	-0.060	0.015	-0.016	0.017	0.008	5.448	0.189
	(-2.697)	(-1.180)	(1.012)	(0.153)	(3.379)	(-3.265)	(-2.045)	(-2.219)	(-2.579)	(-0.520)	(1.011)	(-0.846)	(3.912)	(2.616)		
91	-0.220	-0.136	0.013	-0.011	0.299	-0.275	-0.010	-0.263	-0.252	-0.098	0.027	-0.009	0.019	0.012	7.071	0.228
	(-2.678)	(-1.292)	(2.010)	(-1.167)	(3.684)	(-3.337)	(-1.086)	(-2.425)	(-3.129)	(-0.902)	(2.202)	(-0.592)	(3.578)	(2.748)		
92	-0.282	0.042	0.002	0.005	0.185	-0.173	-0.101	-0.045	-0.157	-0.063	0.007	-0.005	0.024	-0.002	4.172	0.131
	(-3.434)	(0.396)	(0.741)	(0.772)	(2.198)	(-1.809)	(-1.664)	(-2.217)	(-2.252)	(-0.598)	(0.736)	(-0.387)	(4.608)	(-0.258)		
93	-0.184	-0.064	0.014	-0.017	0.406	-0.392	-0.176	-0.287	-0.112	0.074	0.005	-0.023	0.016	0.006	4.450	0.144
	(-2.274)	(-0.595)	(1.335)	(-0.808)	(4.381)	(-4.096)	(-1.100)	(-2.289)	(-3.448)	(1.075)	(0.397)	(-1.302)	(3.183)	(1.940)		
達顯著性年數	7	1	2	0	7	7	4	7	6	0	3	0	7	6		
被解釋變數：Leverage (MV)																
87	0.184	-0.130	0.010	-0.019	-0.318	0.312	0.543	-0.066	-0.405	-0.224	-0.076	0.036	0.019	0.007	14.561	0.234
	(1.369)	(-0.771)	(1.066)	(-1.343)	(-2.282)	(2.212)	(2.470)	(-0.201)	(-2.498)	(-1.103)	(3.124)	(1.230)	(2.196)	(0.646)		
88	0.154	0.015	0.007	0.002	0.364	-0.245	-0.361	0.181	-0.227	-0.323	-0.109	0.048	0.007	0.005	6.518	0.141
	(7.528)	(0.564)	(1.233)	(0.168)	(2.472)	(-1.462)	(-1.464)	(0.535)	(-2.227)	(-2.185)	(-3.216)	(0.856)	(1.039)	(2.206)		
89	-0.065	-0.115	0.022	-0.065	0.593	-0.557	0.579	-0.271	-0.156	0.130	-0.120	0.013	0.017	0.008	10.576	0.163
	(-0.468)	(-0.611)	(1.226)	(-1.746)	(3.667)	(-3.342)	(2.108)	(-0.686)	(-2.711)	(1.029)	(-5.423)	(0.405)	(1.926)	(1.678)		
90	-0.164	-0.201	0.026	-0.013	0.522	-0.517	0.412	0.004	-0.269	-0.303	-0.039	0.005	0.019	0.016	6.278	0.220
	(-1.446)	(-1.504)	(2.286)	(-0.684)	(3.575)	(-3.444)	(1.689)	(0.012)	(-2.373)	(-1.575)	(-1.602)	(0.157)	(2.594)	(1.835)		
91	0.163	-0.051	0.019	-0.026	0.943	-0.874	0.728	-0.035	0.529	-0.767	-0.190	0.069	0.003	0.036	7.302	0.238
	(0.942)	(-2.291)	(1.423)	(-1.323)	(5.667)	(-5.175)	(2.882)	(-0.085)	(2.657)	(-3.042)	(-6.360)	(1.934)	(0.284)	(2.575)		
92	-0.140	-0.014	0.009	0.002	0.357	-0.231	0.237	0.039	0.079	-0.279	-0.084	0.020	0.021	0.001	4.790	0.154
	(-0.977)	(-0.079)	(1.481)	(0.226)	(2.481)	(-1.404)	(0.907)	(0.110)	(0.654)	(-1.468)	(-4.775)	(0.829)	(2.318)	(0.097)		
93	-0.057	-0.149	0.027	-0.066	0.595	-0.545	0.591	-0.313	-0.158	0.140	-0.122	0.009	0.017	0.011	5.425	0.179
	(-0.401)	(-0.787)	(1.469)	(-1.796)	(3.665)	(-3.246)	(2.106)	(-0.783)	(-2.763)	(1.097)	(-5.507)	(0.274)	(1.831	(1.900)		
達顯著性年數	1	1	1	2	7	5	5	0	6	2	6	0	5	5		

期刊資料來源 學術庫

表 3 以家族成員持股比率當做控制權代理變數—分年度迴歸結果

	截距項	Control	$(Control)^2$	Tax_Rate	Dep_Rate	Risk	Profit	Growth	Size	F 值	Adj R^2
被解釋變數：Leverage (BV)											
87	-0.350	0.006	-0.015	0.007	0.035	-0.049	-0.304	0.022	0.028	17.464	0.170
	(-6.452)	(1.667)	(-2.426)	(1.479)	(2.465)	(-2.521)	(-5.449)	(2.949)	(8.382)		
88	-0.273	0.012	-0.012	0.003	0.053	0.057	-0.184	0.009	0.023	8.722	0.087
	(-5.146)	(2.281)	(-2.311)	(0.981)	(1.323)	(0.545)	(-3.498)	(1.304)	(7.060)		
89	-0.234	0.002	-0.004	0.005	0.022	-0.042	-0.113	0.001	0.022	8.173	0.082
	(-4.254)	(1.924)	(-1.905)	(0.559)	(1.002)	(-2.373)	(-3.880)	(0.115)	(6.329)		
90	-0.257	0.004	-0.033	0.007	0.021	-0.003	-0.211	0.002	0.023	5.825	0.175
	(-4.945)	(2.272)	(-2.056)	(1.188)	(1.026)	(-2.029)	(-3.940)	(0.275)	(7.369)		
91	-0.336	0.001	-0.026	0.007	0.034	-0.089	-0.323	0.017	0.028	7.437	0.208
	(-6.011)	(1.949)	(-1.756)	(1.566)	(2.259)	(-1.937)	(-5.776)	(2.251)	(8.226)		
92	-0.264	0.004	-0.015	0.004	0.058	0.072	-0.184	0.004	0.023	4.768	0.131
	(-4.852)	(1.658)	(-1.761)	(0.051)	(1.406)	(0.680)	(-3.437)	(0.513)	(6.910)		
93	-0.222	0.001	0.020	0.008	0.028	-0.051	-0.112	-0.005	0.021	4.166	0.114
	(-3.839)	(1.793)	(1.591)	(0.922)	(1.206)	(-2.432)	(-3.871)	(-0.534)	(5.956)		
達顯著性年數	7	7	6	0	2	5	7	2	7		
被解釋變數：Leverage (MV)											
87	-0.140	0.001	-0.006	0.007	0.106	-0.740	-0.003	-0.133	0.024	20.458	0.198
	(-1.253)	(1.974)	(-1.923)	(0.757)	(3.668)	(-3.711)	(-0.023)	(-7.854)	(3.513)		
88	-0.095	0.000	-0.002	0.007	0.170	0.223	-0.039	-0.074	0.018	13.417	0.133
	(-1.035)	(2.376)	(-1.684)	(1.444)	(2.514)	(1.258)	(-0.424)	(-6.240)	(3.235)		
89	-0.138	0.002	-0.006	0.004	0.047	-0.472	-0.156	-0.104	0.023	14.790	0.147
	(-1.442)	(1.624)	(-1.761)	(0.256)	(1.230)	(-2.384)	(-3.047)	(-7.047)	(3.916)		
90	-0.282	0.001	-0.009	0.020	0.041	-0.436	-0.406	-0.042	0.029	6.859	0.208
	(-3.331)	(1.712)	(-2.287)	(2.094)	(1.267)	(-2.332)	(-4.602)	(-2.849)	(5.587)		
91	-0.132	0.001	-0.006	0.007	0.107	-0.695	-0.004	-0.144	0.025	7.122	0.203
	(-1.123)	(1.735)	(-1.703)	(0.701)	(3.479)	(-3.360)	(-0.033)	(-8.158)	(3.523)		
92	-0.143	0.000	-0.002	0.009	0.192	-0.264	-0.035	-0.076	0.021	5.602	0.156
	(-1.489)	(2.051)	(-2.269)	(1.914)	(2.747)	(-1.454)	(-0.369)	(-6.225)	(3.617)		
93	-0.145	0.002	-0.000	0.009	0.066	-0.438	-0.155	-0.110	0.024	5.712	0.162
	(-1.436)	(1.353)	(-1.454)	(0.555)	(1.620)	(-2.089)	(-3.020)	(-7.230)	(3.907)		
達顯著性年數	1	5	6	2	4	5	3	7	7		

臺灣大學圖書館 期刊資料庫

表 4 以家族董事席位比率當做控制權代理變數—分年度迴歸結果

	截距項	Control	$(Control)^2$	Tax_Rate	Dep_Rate	Risk	Profit	Growth	Size	F 值	Adj R^2
被解釋變數：Leverage (BV)											
87	-0.202	0.021	-0.049	0.005	0.108	-0.715	0.019	-0.136	0.029	22.056	0.190
	(-1.892)	(2.611)	(-1.938)	(0.531)	(3.706)	(-3.569)	(0.153)	(-8.009)	(4.264)		
88	-0.270	0.023	-0.018	0.002	0.055	0.049	-0.192	0.008	0.024	10.285	0.091
	(-5.716)	(2.383)	(-2.206)	(0.790)	(1.381)	(0.469)	(-3.650)	(1.202)	(7.200)		
89	-0.257	0.006	-0.009	0.005	0.025	-0.041	-0.115	0.000	0.023	8.779	0.078
	(-4.771)	(2.364)	(-1.695)	(0.560)	(1.120)	(-2.362)	(-3.965)	(0.056)	(6.638)		
90	-0.257	0.010	-0.037	0.006	0.021	-0.005	-0.209	0.002	0.024	6.052	0.176
	(-5.132)	(2.609)	(-1.882)	(1.043)	(1.059)	(-2.044)	(-3.912)	(0.257)	(7.600)		
91	-0.325	0.021	-0.045	0.007	0.034	-0.098	-0.326	0.018	0.028	7.772	0.210
	(-6.082)	(2.201)	(-1.263)	(1.405)	(2.288)	(-2.027)	(-5.851)	(2.347)	(8.437)		
92	-0.259	0.017	-0.138	0.003	0.056	-0.072	-0.190	0.004	0.023	4.964	0.132
	(-4.824)	(1.991)	(-2.003)	(1.214)	(1.382)	(-1.686)	(-3.546)	(0.533)	(6.940)		
93	-0.242	-0.001	-0.016	0.009	0.031	0.056	-0.114	-0.005	0.022	4.126	0.112
	(-4.288)	(-0.040)	(-1.945)	(0.934)	(1.313)	(0.471)	(-3.955)	(-0.573)	(6.205)		
達顯著性年數	6	6	6	0	2	5	6	2	7		
被解釋變數：Leverage (MV)											
87	-0.207	0.001	-0.015	0.008	0.106	-0.754	0.002	-0.136	0.027	22.754	0.195
	(-1.937)	(2.071)	(-2.038)	(0.794)	(3.675)	(-3.776)	(0.018)	(-8.023)	(4.095)		
88	-0.112	0.004	-0.006	0.007	0.174	0.209	-0.027	-0.073	0.019	15.041	0.132
	(-1.263)	(2.158)	(2.003)	(1.449)	(2.575)	(1.181)	(-0.289)	(-6.191)	(3.429)		
89	-0.174	0.018	-0.046	0.004	0.053	-0.457	-0.160	-0.104	0.025	16.471	0.145
	(-1.861)	(0.621)	(-1.772)	(0.276)	(1.360)	(-2.303)	(-3.140)	(-7.050)	(4.258)		
90	-0.307	0.008	-0.023	0.019	0.042	-0.421	-0.402	-0.042	0.030	6.983	0.205
	(-3.765)	(2.278)	(-1.739)	(2.047)	(1.284)	(-2.263)	(-4.546)	(-2.819)	(5.929)		
91	-0.186	0.007	-0.041	0.005	0.108	-0.680	0.022	-0.146	0.029	7.033	0.195
	(-1.6.54)	(2.175)	(-2.038)	(0.487)	(3.500)	(-3.277)	(0.175)	(-8.263)	(4.132)		
92	-0.151	0.006	-0.018	0.009	0.193	0.253	-0.022	-0.076	0.022	5.867	0.159
	(-1.634)	(2.185)	(-1.931)	(1.889)	(2.777)	(1.402)	(-0.232)	(-6.246)	(3.745)		
93	-0.179	-0.012	-0.055	0.009	0.070	-0.441	-0.160	-0.110	0.026	5.852	0.161
	(-1.816)	(-0.371)	(-1.444)	(0.574)	(1.715)	(-2.100)	(-3.120)	(-7.228)	(4.195)		
達顯著性年數	5	5	6	1	4	5	3	7	7		

臺灣大學期刊資料庫

表 5 以 CEO 持股比率比率當做控制權代理變數分年度迴歸結果

	截距項	Control	$(Control)^2$	Tax_Rate	Dep_Rate	Risk	Profit	Growth	Size	F 值	Adj R^2
被解釋變數：Leverage (BV)											
87	-0.013	0.003	-0.014	0.006	0.010	-0.036	0.114	0.062	0.019	8.215	0.013
	(-3.210)	(1.806)	(-1.068)	(2.003)	(0.358)	(-1.965)	(1.368)	(1.931)	(2.018)		
88	-0.270	0.002	-0.036	0.003	0.052	0.057	0.185	0.009	0.023	9.968	0.088
	(-5.171)	(2.003)	(-2.038)	(0.905)	(1.309)	(0.550)	(3.514)	(1.328)	(7.071)		
89	-0.257	0.006	-0.068	0.005	0.024	0.042	0.114	0.001	0.023	8.786	0.078
	(-4.764)	(2.418)	(-3.023)	(0.555)	(1.084)	(0.371)	(3.920)	(0.088)	(6.656)		
90	-0.258	0.000	-0.015	0.007	0.021	0.003	0.211	0.002	0.023	6.069	0.176
	(-5.155)	(1.837)	(-2.006)	(1.193)	(1.030)	(0.031)	(3.944)	(0.273)	(7.538)		
91	-0.012	0.004	-0.068	0.062	0.046	-0.054	0.028	0.019	0.402	6.128	0.108
	(-2.130)	(1.969)	(-1.968)	(1.695)	(2.389)	(-1.660)	(2.035)	(0.244)	(2.823)		
92	-0.105	0.027	-0.018	0.054	0.119	-0.057	0.006	0.007	0.042	6.728	0.119
	(-3.024)	(2.016)	(-2.504)	(0.934)	(2.456)	(-2.652)	(2.210)	(3.158)	(2.446)		
93	-0.305	0.009	-0.063	0.524	0.060	-0.001	0.033	0.038	0.037	9.016	0.905
	(-3.099)	(2.068)	(-3.885)	(1.225)	(3.789)	(-2.063)	(1.047)	(2.561)	(3.757)		
達顯著性年數	7	7	6	2	3	4	5	2	7		
被解釋變數：Leverage (MV)											
87	-0.007	0.033	-0.019	0.052	0.068	0.051	0.012	-0.052	0.061	11.035	0.109
	(-1.450)	(3.379)	(-1.405)	(1.128)	(2.213)	(1.673)	(0.441)	(-1.762)	(1.746)		
88	-0.111	0.006	-0.016	0.007	0.172	0.221	-0.040	-0.074	0.019	15.280	0.134
	(-1.249)	(0.690)	(-1.845)	(1.480)	(2.545)	(1.246)	(-0.436)	(-6.240)	(3.413)		
89	-0.174	0.008	-0.006	0.004	0.050	0.466	-0.160	-0.104	0.025	16.406	0.144
	(-1.861)	(2.010)	(-1.692)	(0.253)	(1.307)	(2.346)	(-3.127)	(-7.012)	(4.205)		
90	-0.312	0.001	-0.004	0.020	0.043	0.447	-0.408	-0.043	0.030	7.059	0.207
	(-3.828)	(2.234)	(-3.562)	(2.158)	(1.311)	(2.389)	(-4.617)	(-2.904)	(5.968)		
91	-0.005	0.017	-0.158	0.012	0.053	0.012	-0.036	-0.028	0.075	12.036	0.165
	(-0.115)	(3.912)	(-1.968)	(0.527)	(1.944)	(2.312)	(-2.368)	(-1.533)	(2.487)		
92	-0.097	0.008	-0.056	0.003	0.024	0.033	-0.032	-0.015	0.127	10.368	0.109
	(-3.379)	(1.661)	(-2.009)	(1.105)	(1.179)	(2.402)	(-1.889)	(-0.451)	(6.841)		
93	-0.118	0.020	-0.055	0.019	0.029	0.027	-0.027	0.034	0.031	9.024	0.163
	(-2.697)	(1.698)	(-3.445)	(1.446)	(3.145)	(4.295)	(-2.512)	(4.540)	(2.038)		
達顯著性年數	4	6	6	1	4	6	5	5	7		

臺灣大學圖書館期刊資料庫

表 6 不同負債比率的實證結果—分年度迴歸結果

	截距項	Family	Tax-Rate	Tax_Rate ×Family	Dep_Tax	Dep_Tax ×Family	Risk	Risk× Family	Profit	Profit ×Family	Growth	Growth× Family	Size	Size ×Family	F 值	Adj R^2
被解釋變數：總負債比率																
87	0.184	-0.130	0.010	-0.019	-0.318	0.312	-0.543	-0.066	-0.405	-0.224	0.076	0.036	0.019	0.007	14.561	0.234
	(1.369)	(-0.771)	(1.066)	(-1.343)	(-0.282)	(2.212)	(-2.470)	(-2.201)	(-2.498)	(-1.103)	(3.124)	(1.230)	(2.196)	(0.646)		
88	0.452	-0.020	0.004	0.001	-0.213	0.179	-0.196	-0.466	-0.668	-0.222	0.019	0.024	0.119	0.005	14.834	0.173
	(24.014)	(-0.804)	(0.778)	(0.052)	(-1.583)	(1.164)	(-0.876)	(-2.493)	(-7.249)	(-1.608)	(1.938)	(0.686)	(2.106)	(0.007)		
89	0.262	-0.201	-0.010	-0.026	-0.319	0.399	-0.689	-0.684	-0.097	-0.184	0.132	-0.011	0.016	0.011	19.014	0.282
	(2.097)	(-1.185)	(-0.642)	(-0.781)	(-2.191)	(2.663)	(-2.740)	(-1.895)	(-1.895)	(-1.588)	(6.545)	(-0.379)	(2.066)	(0.984)		
90	0.216	-0.106	0.010	-0.002	-0.271	0.315	-0.788	-0.248	-0.151	-0.359	0.121	0.046	0.017	0.004	8.745	0.289
	(1.887)	(-0.782)	(0.831)	(-0.093)	(-1.826)	(2.068)	(-3.203)	(-1.690)	(-1.335)	(-1.884)	(5.025)	(1.480)	(2.416)	(0.651)		
91	0.174	-0.187	0.011	-0.020	-0.239	0.248	-0.528	-0.055	-0.464	-0.111	0.057	0.016	0.017	0.011	7.442	0.259
	(1.294)	(-1.109)	(1.110)	(-1.404)	(-1.717)	(1.764)	(-2.422)	(-2.166)	(-2.811)	(-0.542)	(2.216)	(0.535)	(2.027)	(1.028)		
92	0.202	-0.019	0.004	0.006	-0.161	0.187	-0.551	-0.480	-0.484	0.042	0.047	-0.019	0.016	0.000	7.380	0.249
	(1.536)	(-0.113)	(0.692)	(0.581)	(-1.217)	(1.233)	(-2.336)	(-2.484)	(-4.292)	(0.229)	(2.815)	(-0.824)	(2.009)	(0.008)		
93	0.259	-0.237	-0.011	-0.022	-0.245	0.351	-0.752	-0.546	-0.105	-0.190	0.129	-0.013	0.015	0.014	10.181	0.325
	(2.078)	(-1.421)	(-0.716)	(-0.705)	(-1.710)	(2.377)	(-2.993)	(-2.530)	(-2.108)	(-1.655)	(6.459)	(-0.479)	(1.939)	(1.308)		
達顯著性年數	4	0	0	0	4	5	6	7	6	0	7	0	7	0		
被解釋變數：銀行借款比率																
87	0.191	-1.578	-0.005	0.074	-0.324	0.296	0.253	-3.471	0.130	-0.369	-0.081	0.105	-0.002	0.117	0.467	0.013
	(0.113)	(-0.745)	(-0.039)	(0.416)	(-0.172)	(0.156)	(0.094)	(-0.063)	(0.863)	(-0.145)	(-0.268)	(0.289)	(-0.016)	(0.871)		
88	0.112	0.010	0.003	-0.003	-0.137	-0.003	-0.093	0.327	-0.346	-0.350	-0.106	0.106	-0.117	0.106	15.312	0.184
	(8.716)	(0.573)	(0.856)	(-0.392)	(-1.362)	(-0.028)	(-0.616)	(1.559)	(-5.505)	(-3.758)	(-1.937)	(0.549)	(-0.939)	(1.226)		
89	0.310	-0.150	0.004	-0.016	-0.145	0.105	-0.004	0.543	-0.018	-0.115	-0.075	0.008	-0.010	0.008	9.230	0.157
	(3.418)	(-1.225)	(0.323)	(-0.697)	(-1.339)	(0.944)	(-0.020)	(2.123)	(-0.514)	(-1.407)	(-5.202)	(0.409)	(-1.694)	(0.974)		
90	0.223	-0.034	-0.000	0.004	-0.114	0.082	0.158	0.149	-0.164	-0.282	-0.045	0.037	-0.008	0.001	12.738	0.381
	(3.143)	(-0.412)	(-0.021)	(0.337)	(-1.242)	(0.874)	(1.039)	(0.669)	(-2.349)	(-2.391)	(-3.003)	(1.904)	(-1.726)	(0.098)		
91	-0.085	-1.664	-0.007	0.058	-0.372	0.392	0.044	-4.192	-0.167	-0.109	-0.129	0.117	0.018	0.124	3.798	0.012
	(-0.049)	(-0.771)	(-0.057)	(0.333)	(-0.193)	(0.201)	(0.016)	(-1.013)	(-0.078)	(-0.041)	(-0.396)	(0.308)	(0.162)	(0.907)		
92	0.227	-0.026	0.000	0.004	-0.017	-0.059	0.112	0.275	-0.205	-0.295	-0.022	0.013	-0.009	0.001	11.395	0.360
	(2.675)	(-0.237)	(0.078)	(0.651)	(-0.183)	(-0.576)	(0.754)	(1.358)	(-2.864)	(-2.577)	(-2.096)	(0.915)	(-1.754)	(0.215)		
93	0.273	-0.145	-0.005	-0.008	-0.050	-0.014	0.162	0.477	-0.039	-0.115	-0.057	0.009	-0.011	0.008	9.300	0.312
	(3.235)	(-1.289)	(-0.522)	(-0.373)	(-0.502)	(0.136)	(0.962)	(2.016)	(-1.200)	(-1.526)	(-4.353)	(0.501)	(-2.011)	(1.059)		
達顯著性年數	5	0	0	0	0	0	0	3	3	3	4	1	4	0		

國家圖書館 學術期刊資料庫

被解釋變數：公司債比率																
87	0.014	-0.051	-0.002	0.001	0.101	-0.104	-0.127	0.356	-0.055	0.103	0.029	-0.029	-0.000	0.003	1.774	0.018
	(0.214)	(-0.647)	(-0.448)	(0.140)	(1.431)	(-1.457)	(-1.258)	(2.363)	(-0.714)	(1.079)	(2.582)	(-2.116)	(-0.081)	(0.623)		
88	0.011	-0.016	0.001	0.001	0.002	-0.005	0.350	0.114	0.023	0.054	0.012	-0.105	0.006	0.008	5.155	0.061
	(1.136)	(-1.405)	(0.308)	(0.291)	(0.035)	(-0.067)	(3.500)	(0.822)	(0.555)	(0.866)	(0.306)	(-0.716)	(0.034)	(1.024)		
89	-0.066	0.028	0.002	-0.003	0.066	-0.068	0.042	-0.069	0.011	0.039	0.005	-0.012	0.005	-0.001	1.290	0.007
	(-1.397)	(0.433)	(0.380)	(-0.233)	(1.172)	(-1.174)	(0.447)	(-0.517)	(0.596)	(0.912)	(0.724)	(-1.135)	(1.745)	(-0.330)		
90	0.031	-0.037	-0.001	-0.001	0.051	-0.054	-0.059	0.255	-0.039	0.145	0.012	-0.024	0.000	0.002	3.838	0.129
	(0.967)	(-0.966)	(-0.291)	(-0.101)	(1.218)	(-1.261)	(-0.845)	(2.513)	(-1.216)	(2.695)	(1.808)	(-2.739)	(0.086)	(0.944)		
91	0.047	-0.061	-0.003	0.003	0.103	-0.103	-0.127	0.193	0.048	-0.016	0.004	-0.008	0.000	0.004	2.158	0.061
	(0.734)	(-0.775)	(-0.571)	(0.536)	(1.463)	(-1.452)	(-1.273)	(1.282)	(0.611)	(-0.165)	(0.304)	(-0.597)	(0.019)	(0.726)		
92	-0.001	-0.030	0.002	0.001	-0.010	0.005	0.242	0.105	-0.028	0.042	0.007	-0.002	0.002	0.001	2.368	0.069
	(-0.013)	(-0.373)	(0.637)	(0.123)	(-0.144)	(0.069)	(2.184)	(0.692)	(-0.526)	(0.494)	(0.940)	(0.216)	(0.413)	(0.234)		
93	-0.020	0.023	0.004	-0.002	0.048	-0.048	-0.074	-0.042	0.014	0.029	0.003	-0.012	0.003	-0.001	1.735	0.039
	(-0.409)	(0.358)	(0.672)	(-0.164)	(0.855)	(-0.832)	(-0.770)	(-0.310)	(0.741)	(0.678)	(0.457)	(-1.132)	(1.147)	(-0.243)		
達顯著性年數	0	0	0	0	0	0	2	2	0	0	2	2	1	0		

臺灣大學學術期刊資料庫

參考文獻

李永全、馬黛，2006，「台灣家族公司負債融資成本之研究」，管理評論，25 卷 3 期：頁 69-91。

周行一、陳錦村、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，4 卷 1 期：頁 115-139。

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未出版博士論文。

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，18 卷 2 期：頁 59-86。

劉維琪、李怡宗，1993，「融資順位理論之調查研究」，管理評論，12 卷 1 期：頁 119-144。

Agrawal, A., & Nagarajan, N. 1990. Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: The case of all-equity firms. ***Journal of Finance***, 45 (4): 1325-1331.

Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. 2003. Founding family ownership and the agency cost of debt. ***Journal of Financial Economics***, 68 (2): 263-285.

Bebchuk, L. 1999a. ***A rent protection theory of corporate ownership and control***. NBER Working paper no. 7203, Harvard University.

_____. 1999b. ***The evolution of ownership structure in publicly traded companies***. NBER Working paper no. 6591, Harvard University.

Burch, P. 1972. ***Managerial revolution reassessed: Family control in America's largest corporations***. Lexington, MA: Lexington Books.

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

Claessens, S., & Fan, J. P. H. 2002. Corporate governance in Asia: A Survey. ***International Review of Finance***, 3 (2): 71-103.

DeAngelo, H., & DeAngelo, L. 1985. Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock. ***Journal of Financial Economics***, 14 (1): 33-69.

DeAngelo, H., & Masulis, R. 1980. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. ***Journal of Finance Economics***, 9 (1): 3-29.

Gugler, K. 2001. ***Corporate governance and economic performance***. Oxford, UK: Oxford University Press.

Harijono, Mohammed, A., & George, A. T. 2004. ***The impact of family control of firms on leverage: Australian evidence***. EFMA 2004 Basel Meetings Paper.

臺灣大學學術期刊資料庫

Harris, M., & Raviv, A. 1988. Corporate governance: Voting rights and majority rules. ***Journal of Financial Economics***, 20 (1): 203-235.

Hawawini, G., & Viallet, C. 1999. ***Finance for executives***. California, CA: South-Western College.

Holderness, C. G., & Sheehan, D. 1988. The role of majority shareholders in publicly held corporations. ***Journal of Financial Economics***, 20 (2): 317-346.

Lamba, A., & Stapledon, G. 2001. ***The determinants of corporate ownership structure: Australian evidence***. Working paper no. 20, Faculty of Law, The University of Melbourne.

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

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1998. Law and finance. ***Journal of Political Economy***, 106 (6): 1113-1155.

Mishra, C. S., & McConaughy, D. L. 1999. Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt. ***Entrepreneurship Theory and Practice***, 23 (4) : 53-64.

Moh'd, M. A., Perry, L. G., & Rimbey, J. N. 1998. The impact of ownership structure on corporate debt policy: A time-series cross-sectional analysis. ***Financial Review***, 33 (3): 85-98.

Mok, H. M. K., Lam, K., & Cheung, I. Y. K. 1989. The unique structure of stock returns in Hong Kong. ***Journal of Business Finance and Accounting***, 19 (2): 277-293.

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. ***Journal of Financial Economics***, 20 (1): 293-315.

Myers, S. 2003. Financing of Corporations, In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stultz (Eds.), ***Handbook of the economics of finance***: 215-253. Cambridge, MA: Elsevier.

Nenova, T. 2003. The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. ***Journal of Financial Economics***, 68 (3): 325-351.

Schooley, D. K. 1990. ***An examination of how CEO stock ownership and corporate ownership structure are related to corporate debt ratios***. Unpublished doctoral dissertation, University of Colorado, Boulder, U.S.A.

Stultz, R. 1988. Managerial control of voting rights: Financing policies and the marker for corporate control. ***Journal of Financial Economics***, 20 (1): 25-54.

Titman, S., & Wessels, R. 1988. The determinants of capital structure choice. ***Journal of Finance***, 43 (1): 1-19.

Wiwattanakantang, Y. 1999. An empirical study on the determinants of the capital structure of thai firms. ***Pacific Basin Finance Journal***, 7 (3/4): 371-403.

臺灣大學學術期刊資料庫