

中國家族企業接班與政治關係對 公司績效的影響

Family Firm Succession, Political Connection and Performance: Evidence from China

翁慈青 *Tzu-Ching Weng*

逢甲大學會計學系

Department of Accounting,
Feng Chia University

曾家璿* *Chia-Hsian Tseng*

銘傳大學會計學系

Department of Accounting,
Ming Chuan University

鄭雨新 *Yu-Hsin Cheng*

南山人壽保險股份有限公司收費管理部

Nan Shan Life Insurance Company,
Premium Collection Department

本文引用格式建議：翁慈青、曾家璿、鄭雨新，2019，「中國家族企業接班與政治關係對公司績效的影響」，中山管理評論，27 卷 3 期：583~630。

Suggested Citation: Weng, T. C., Tseng, C. H., and Cheng, Y. H., 2019, "Family Firm Succession, Political Connection and Performance: Evidence from China," **Sun Yat-sen Management Review**, Vol. 27, No. 3, 583-630 .

* 通訊作者：曾家璿，地址：台北市中山北路五段 250 號會計學系，Tel：02-2882-4564 #2160，E-mail: chtseng@mail.mcu.edu.tw。

摘要

本研究以2007年至2012年在中國上海、深圳交易所上市的A股為樣本，探討中國家族企業於後代接班後對公司績效之影響。以Tobin's Q為企業績效衡量指標，實證結果發現家族企業由後代接班對其績效有負向影響。此外，本研究發現家族企業由後代接班者，若擁有政治關係則能維持較佳經營績效。若進一步將接班程度區分成完全接班或準接班，則不論接班狀態為何，政治關係都能對績效有正面影響。本研究也發現家族企業政治關係對績效之正面效果係來自於地方政府關係，在幅員廣大的中國，地區性的政治關係反而能為企業帶來實質助益。整體而言，本研究提供中國證據支持華人家族企業在後代接班後會有較差績效，而政治關係對於後代接班家族企業具有正向的中介影響。

關鍵詞：家族企業接班、政治關係、公司績效

Abstract

This study investigates the effect of succession on family firm performance by using Chinese family firms listed as A-share on Shanghai and Shenzhen exchange from 2007 to 2012. We use Tobin's Q as our measure for corporate performance. The empirical results show that succession has a negative effect on family firm performance. In addition, we find that family firms succeeded by their heirs will have better performance if they own political connections relative to those without political connections. Dividing succession into stages of fully and quasi-succession, we find that political connection has a positive effect on family firm performance in both stages. Finally, we find that the positive relation between political connection and firm performance of family firms succeeded by their heirs comes mainly from family firms that own locally political connection. This is consistent with the fact that local connection is more useful in a huge country like China.

Keywords: Family Firm Succession, Political Connection, Corporate Performance

壹、研究動機與背景

本研究主要目的為探討中國家族企業後代接班對企業績效之影響。自2000年以來，中國經濟快速成長，根據2014年世界銀行世界發展報告指出，中國已從世界工廠轉變成為世界市場，以中國國內生產總值來看，中國為僅次於美國的世界第二大經濟體。此外，中國政府之十二五計畫與十三五計畫¹，目標是擴大內需、促進產業轉型與升級，帶動新興產業發展，創造另一波成長。歷年來，中國市場佔台灣企業對外投資最大比重²，對台商海外布局相當重要。故本研究以中國企業作為樣本，希冀增進我國政府與企業界對中國市場之瞭解。

在經濟發展中，最基本的組織莫過於家族，許多現代企業也是從家族轉換而來，根據Anderson & Reeb (2003)的研究統計，美國S&P500企業中三分之一屬家族企業，Yeh et al. (2001)指出台灣上市公司有76%是由家族控制，66.45%的董事會也掌握在家族手中，可見家族企業是一種普遍的企業經營型態。家族企業具有企業和家族雙重關係，以家族掌握企業實質控制權為特徵，追求家族利益為主的一種組織形式。家族企業之經營權與所有權合一，較少受到控制權移轉的威脅，經營理念與目標政策較能維持一貫性，且經營成果由家族成員共享，對家族成員有強大工作誘因(范揚松，1987)；再者，企業為家族所控制，使得公司利益與家族結合，可有效提高企業內部的管理效率，也可將資源達到最佳分配，故家族企業往往能產生較佳績效(Steier, 2001; Anderson & Reeb, 2003; Hoffman et al., 2006; 金昌民，2004)。然而，家族企業卻可能劃分不清家族與企業，把家族利益置於企業之上，忽視其他利害關係人的權益，因而損及公司價值與經營績效(Claessens et al., 2000; Claessens et al., 2002; Lins, 2003; 范揚松，1987；楊蕉囊，1990)。在經營上，家族企業往往人治色彩濃厚，家族成員可能身兼數職，使得若干職能無法發揮原有制衡功能(黃湘綺，1995)；在用人方面，家族企業選才多以家族關係為重，致使有專

¹ 十二五計畫是指中國政府制定的從2011年到2015年國民經濟發展計劃，以擴大內需及發展七大新興產業為主軸；十三五計畫是指自2016年到2020年的國民經濟發展規劃，目標除了要傳統製造業全面升級轉型，提高附加價值，增快紅色供應鏈的崛起外，也要注重服務業和文化財。

² 根據經濟部投資審議委員會統計，自1991至2016年2月止，我國企業對外投資金額累計為254,984.9百萬美元，其中對中國投資金額累計156,916.6百萬美元，佔整體對外投資約60%。

業能力之非家族成員被排除或不受重用(黃光國，1999)。

成功的家族企業往往擁有其獨特資產(Specialized assets)，例如：特定的經營模式、滲透企業的價值觀導向領導、家族企業文化與人脈網路等，這些特殊資產能否有效地傳承給下一代，使下一代成功接班，是家族企業無法避免的挑戰。探討家族企業接班的文獻多數認為企業績效在家族後代接班後較差³，這一類文獻歸納出績效表現較差的幾個原因，包括：接班者管理天分不如創辦人或缺乏裙帶關係(Smith & Amoako-Adu, 1999; Perez-Gonzalez, 2006; Bennedsen et al., 2007)，接班過程流失其特殊資產(Bennedsen et al., 2015)，繼承人之間的爭權爭產導致家族分崩離析，侵蝕家族企業特殊資產與競爭力(Bertrand et al., 2008)。

由於家族企業終究會面臨創辦人退休或辭世，後代接班在家族企業生命週期內必然會到來。在中國、香港、新加坡與台灣等地，由於深受華人文化著重倫理與強調家庭之影響，逐漸發展出迥異於歐美之家族企業。華人家族企業的創辦人往往具有父權作風，這種家長式領導能對華人家族企業發揮有效領導作用(Redding, 1990)。不同於歐美家族企業在創辦人傳承給第二代時，會適時引進專業經理人進行制度化管理，華人家族企業重視香火綿延，企業往往被當作延續家族的一項工具，而非尋求所有利害關係人之利益極大化，因此，華人家族企業大多是由家族創辦人之子女接掌事業(許士軍，1997；梁瑋鈞，2011)。接班子女不需與外部人競爭即獲得接掌企業，若接班人無法承接創辦人的知識、能力、領導風格與所累積之社會資本及人際網絡等特殊資產(Perez-Gonzalez, 2006; Villalonga & Amit, 2006; Bennedsen et al., 2007; Bennedsen et al., 2015)，在權力移轉的過程則無法獲得公司其他管理者及員工認同，或因為爭權分產導致衝突、鬥爭與訴訟(Bertrand et al., 2008; 蘇承桂，1993)⁴，或是排擠掉企業發展所需求的外部專業經理人(Redding, 1990; Anderson & Reeb, 2003; 嚴奇峰，1994)等，都將阻礙家族企業長期發展，不利於其經營績效。有鑑於多數現存研究皆發現家族企業接班不利於企業績效，因此，本研究預期家族企業由後代接班之後，可能產生較差的經營績效。

³ 亦有少數研究做出不同結論，例如：Amran & Ahmad (2010)以馬來西亞家族企業為樣本，發現馬來西亞家族企業在後代接班後反而有較佳績效，尤其是家族持股越高的企業。

⁴ 家族企業創辦人因過世或健康不佳無法繼續掌權，移轉權利予第二代所引發的家族成員爭權爭產風波時有所聞，例如：台塑集團的王永慶家族、長榮集團的張榮發家族、韓國樂天(LOTTE)集團的辛格浩家族，爭權爭產鬥爭往往造成企業內部耗損、對外形象受損，有時候還造成股價下跌(王憶紅，2016)。

本研究以中國家族企業為研究樣本，係因家族企業在中國經濟體系中也是普遍的企業型態⁵，更重要的是中國家族企業與中國政經背景具備相當特殊性。中國自1978年開放設立民營企業至今已40年，家族企業創辦人皆已年邁而面臨關鍵的首次接班問題，此一特性迥異於歷史悠久、已經歷過數代接班的許多歐美日家族企業。又由於長期的一胎化政策⁶，使得中國家族企業可能僅有一接班人可選，不似其他華人社會，台灣、新加坡、香港等，家族企業往往開枝散葉擁有眾多子嗣。此外，由於中國近代發展歷程上的許多政治事件衝擊了人與人間的信賴感⁷，中國家族更依賴本身的親屬關係，而較不信賴外人接班。因此，有別於台灣、香港等其他華人社會，家族企業接班議題在中國近代社會、文化與人口結構下確有其特殊性。

另外，由於中國自改革開放以來所施行的中國特色社會主義⁸，其市場經濟係由政府主導，其經濟發展方向受政府政策支配。私營企業為了避免政府部門的干擾及規避其政經環境下的經營風險，相當重視建構其政治關係，並視政治連結為一種重要的聲譽機制，企業主參與政治的情況也屢見不鮮⁹ (Xin & Pearce, 1996; Li et al., 2006; 孫錚等, 2005; 羅黨論、唐清泉, 2009)。過去有相當研究發現企業建立政治關係可獲得許多益處，例如：較有機會獲得國營銀行債務融資優惠、享有較低稅賦、容易獲得政府特許權或政府紓困等 (Drope & Hansen, 2004; Khwaja & Mian, 2005; Adhikari et al., 2006; Goldman et al., 2009; Duchin & Sosyura, 2012; 羅黨論、劉曉龍, 2009)，且由於具政治連結之企業在市場上的能見度較高，可獲得較佳成長機會和企業價值、產生較佳績效 (Agrawal & Knoeber, 2001; Fisman, 2001; Khwaja & Mian, 2005; Faccio,

⁵ 根據 2013 年 Forbes 所公布中國家族企業調查報告顯示，截至 2013 年 7 月 31 日為止，共有 2,470 家 A 股上市公司，其中 1,039 為國營、1,431 為私營，又將私營企業以家族與非家族企業劃分，其中 711 家為家族企業。

⁶ 中國的計畫生育政策始於 1980 年，終於 2015 年，在計畫施行期間，絕大多數家庭只能生育一胎，只有滿足特定條件之少數家庭能生育兩胎，例如：偏遠農村、少數民族、夫妻雙方均為獨生子女等，則可以生育兩個孩子。

⁷ 例如：始於 1966 年的文化大革命，嚴重打擊了人與人間的互信以及自漢朝後的主流儒家文化，其影響至今仍然存在。

⁸ 中國特色社會主義是指中國在鄧小平的改革開放以後，在社會主義以及共產主義的理論及意識形態的基礎上，引入資本主義在市場經濟上的部份概念，使中國在發展經濟之餘，仍然能夠保有社會主義社會結構的特色，由中國共產黨作為唯一執政黨與中國共產黨領導的多黨合作與政治協商制度。

⁹ 根據 2008 年所公布中國人民政治協商會議第十一屆全國委員會委員名單中，在 2,237 名委員中，超過百位委員是民營企業家。2008 年底，Forbes 所公布中國富豪榜中，有 9% 為人大代表，13% 是全國政治協商委員，約 25% 富豪為中國共產黨黨員。

2006; Ramalho, 2007; Li et al., 2008; 羅黨論、劉曉龍, 2009)¹⁰。由於政治關係對企業之影響力在政府主導性愈強的國家愈明顯(Faccio, 2006)，中國企業在由政府主導的政經環境下，取得政治關係不僅有助於規避經營風險，亦有助於取得有利企業發展的經濟資源，鑑於此，本研究第二個主題則探討由後代接班之家族企業若擁有政治關係，是否相較於無政治關係之家族企業能維持較佳的經營績效。

在中國進行商業活動時，「關係」如同一項無形機制，是中國社會人與人之間往來的連結，亦是遇到問題的解決方案(Tsui & Farh, 1997; Luk et al., 1999; Wong et al., 2007)。由於家族企業同時具備經濟與親屬關係，透過親緣、血緣的信任關係來建構其社會網絡資本、取得經濟資源與效益、進行企業管理與經營(楊國樞, 1995; 秦歲民, 2002)，所以，當家族企業在面對挑戰時，往往傾向利用「社會和情感方法」而非「正式組織和制度」來解決問題(嚴奇峰, 1994)。在以「關係」為主的政治和社會結構中，政治資源與社會資源等外在資源會成為影響企業發展的因素。因此，本研究推測家族企業將會有更強的動機利用政治人脈，除了能規避中國政經環境下的經營風險外，更能透過政治關係以較低的尋租成本為公司爭取更多經濟資源與競爭優勢，而政治人脈也象徵著良好的聲譽以及來自家族外部的支持，有助於協調及化解與家族其他成員在接班過程中的衝突，進而鞏固其領導，於後代接班後較能維持其競爭優勢與經營績效。故本研究預期，相較於無政治關係之家族由後代接班，擁有政治關係的家族企業，其後代接班後較能維持競爭優勢，有較佳的經營績效。

本研究以2007年至2012年在中國上海、深圳兩交易所上市的A股為研究對象，蒐集家族企業接班與政治關係之資料，以Tobin's Q值作為公司績效衡量指標，進行迴歸分析。實證結果分述如下，第一，家族企業由後代接班對企業績效有負向影響，由於Tobin's Q為市場基礎之績效指標，此一負向關係反映了市場上對家族企業由後代接班隱含了不利企業成長之評估，表示投資人普遍認為後代接班人無法完全繼承家族企業創辦人之管理能力與特殊資產，而家族內接班也意味著排擠了外部專業經理人；第二，家族企業由後代接班者，若擁有政治關係則能有較佳績效，此一結果顯示市場對後代接班家族企

¹⁰ 此外，亦有研究認為企業與政治的緊密關係可能會產生較嚴重的代理問題(Johnson & Mitton, 2003; Chan et al., 2006)、產生較差績效(Boubakri et al., 2008)、導致較差信用評等(翁慈青、紀信義, 2014)。

業之評估受政治關係影響，若後代接班家族企業擁有政治關係則市場普遍預期其績效較佳；第三，若進一步將接班程度區分成完全接班或準接班，不論是家族後代已完全接班或處於準接班狀況者，皆對Tobin's Q值有顯著負面影響。再者，不論接班狀態為何，只要擁有政治關係都能對績效產生正面影響。第四，若將政治關係區分成中央政府關係及地方政府關係，發現家族企業政治關係對績效之正面效果主要來自於地方政府關係，可見在幅員廣大的中國，地區性的政治關係反而能為企業帶來實質助益。第五，在中國的許多產業皆需要經過政府特許才能經營，本研究排除特許產業重行測試後，實證結果維持不變。第六，以會計績效指標—ROA、ROE、EPS取代Tobin's Q值重測，實證結果大致相符。

彙總而言，本研究為首篇探討中國家族企業接班與公司績效關聯的研究，亦將中國特有之政治與社會文化對企業建構政治關係之影響納入討論，因此，對國內外的實務界和學術界具有下列幾點貢獻：第一，中國為僅次於美國的世界第二大經濟體，台商歷年來在中國的投資佔我國對外投資最大宗，本研究結果有助於增進我國政府及企業界對中國市場文化與運作之瞭解。第二，由於家族企業是一常見的中國企業型態，家族企業的績效對中國資本市場所產生的經濟影響力不容小覷，本文主題之重要性由此可見。第三，家族企業發展必定會經歷傳承階段，接班是否順利、對企業績效的影響為何，皆與企業未來經營息息相關。家族企業之相關研究在國內外實屬常見，但現存文獻針對家族企業接班的討論並不多見(Perez-Gonzalez, 2006; Bennedsen et al., 2007; Bertrand et al., 2008; Fan et al., 2012; Bennedsen et al., 2015)¹¹。中國自1978年開放民營企業已40載，創辦人皆已年邁，現今中國家族企業面臨的往往是首次接班的問題。中國家族接班主要受華人獨特的「用人唯親」文化影響，多傳承於具有血緣關係的家族成員，迥異於一般企業用人標準為注重專業能力、經濟效能與效率的理性思維(張慧芳，1995)。又因中國長期實施計畫生育，接班人的選擇相對受限。綜合前述，中國家族企業確有其特殊性，是故本研究能藉此補充家族企業接班之研究。第四，現存國內外研究對於政治

¹¹ Perez-Gonzalez (2006)使用美國資料分析家族 CEO 接班之後，會有較差的績效。Bertrand et al. (2008)使用泰國資料探討家族接班對企業價值的影響，其實證結果發現大部分家族企業創辦人過世後，由後代接班會產生較差的公司績效。Fan et al. (2012)則使用香港、新加坡及台灣資料探討家族接班對會計盈餘品質的影響，其實證結果發現家族第二代接班之後，由於會有較嚴重的代理衝突，因此接班人會採用較佳的會計盈餘品質來提高外部的資訊溝通。

關係與公司績效之關聯尚未形成一致結論(Agrawal & Knoeber, 2001; Boubakri et al., 2008; Wong, 2010)，中國自改革開放以來實施具中國特色之社會主義經濟發展政策，由政府強勢主導經濟發展，使政治關係在中國有關鍵影響力，因此本研究特別將政治關係納入考量，蒐集中國家族企業政治連結之相關資訊，藉以瞭解政治關係對中國家族企業的影響。第五，本研究實證結果發現中國家族企業由後代接班其績效較差，但後代接班家族企業若擁有政治關係則能對企業績效產生明顯助益，此一結果凸顯了在商業規則與法治制度未臻完備且由政府強勢主導的中國市場，良好的政商關係如同商業活動與企業發展的一項無形機制，能幫助企業取得資源與優勢。

本研究後續章節架構如下，第二節為文獻探討與假說發展，第三節為研究設計與樣本選擇，第四節為實證結果與敏感性分析，第五節提出本研究結論。

貳、文獻探討與假說發展

家族是經濟發展過程中最基本的組織，許多現代企業也是從家族轉換而來，家族企業的定義為透過親緣關係或血緣關係所構成的企業(Anderson & Reeb, 2003; Villalonga & Amit, 2006; 許士軍、陳光中，1989；陳泰和，2001；秦歲民，2002)，因此，家族企業具有企業和家族雙重關係，以家族掌握企業實質控制權為特徵，追求家族利益為主的一種組織形式。由於家族企業之經營權與所有權合一，經營理念與目標政策較能維持一貫性，且經營成果由家族成員共享，對家族成員有強大工作誘因，而企業由家族控制，使得公司利益與家族結合，可有效提高企業內部的管理效率，使資源達到最佳分配，前述優點使家族企業往往能有較佳績效(Steier, 2001; Anderson & Reeb, 2003; Hoffman et al., 2006; 范揚松，1987；金昌民，2004)。然而，家族企業卻也可能把家族利益置於企業之上，忽視其他利害關係人的權益，而損及公司價值；在經營上，家族企業往往人治色彩濃厚，家族成員可能身兼數職，使得若干職能無法發揮原有制衡功能(黃湘綺，1995)；在用人方面，家族企業選才多以家族關係為重，致使有專業能力之非家族成員被排除或不受重用，導致企業處於人才競爭劣勢，不利於中長期發展(Claessens et al., 2000; Claessens et al., 2002; Anderson & Reeb, 2003; Lins, 2003; 范揚松，1987；楊蕉囊，1990；黃湘綺，1995；褚先忠譯，1995；黃光國，1999)。

相較於西方國家，在中國、新加坡、台灣與香港等華人社會，由於注重傳統的家族規則與倫理觀念，逐漸發展出迥異於歐美國家之家族企業，這些觀念對家族企業的影響使華人家族企業具有以下特色：

一、高度的凝聚力和向心力

華人傳統文化的基礎是家族，家庭為社會中最基本的單位，也是文化和組織的核心，一般而言，家族關係在華人社會中超越任何資本，以家族利益而成立的企業比起非家族企業有更強的凝聚力和向心力，一旦面臨困境時，可以迅速聚集人才、降低人力成本，幫助企業渡過困境(Farh & Cheng, 2000; 嚴奇峰，1994)。

二、家長式管理

家族企業的創辦人或是接班人，通常輩分較高、持有較多股份、或取得家族信任，在華人傳統思想中，家族家長管理整個家族，家族家屬尊敬家長，在階層關係下，家族企業的決策權往往在家長或是家族內部，而產生家長式或集權式的管理(許士軍，1997)；在集權式管理下，一方面避免企業決策意見不一致導致決策效率低下的問題，另一方面，也可以大幅度的提高企業在策略上的執行力(Redding, 1990; 鄭伯壘等，2000)。

三、採人治而非法治

根據 Luk et al. (1999)，在華人社會裡人情和感情是兩項經營「關係」的重要因素。人情是在華人文化下的獨特用語，通常是指面對每天生活不同情況下的情緒反應，而許多家族企業仍然採行「人治」的方式管理，便有可能產生有法不依、制度混亂的情況，導致企業員工無所適從 (Redding, 1990; 黃湘綺，1995)。

四、用人唯親

家族企業往往用人唯親，而非選賢舉能，高階管理階層通常由家族成員擔任，排擠了具有能力或更合適的外部人才，恐不利企業長期發展(許士軍，1997)。

歐美家族企業之創辦人傳承給第二代時，會適時引進專業經理人，進行制度化的管理，若子孫輩無適當人才，則可不積極參與公司之管理，而是透

過持有多數股份成為企業之擁有者，但不一定要成為經營者，如此，企業仍然可有效地運作(Fukuyama, 1995)。由於華人家族企業用人唯親的觀念，再加上華人社會重視家族香火綿延、強調家族主義，往往由子女接班以確保家族事業及財產的世代繼承，家族企業亦成為延續家族的一項工具，而非尋求股東利益極大化(許士軍，1997；梁瑋鈞，2011)。目前多數研究發現家族企業若由後代接班，普遍呈現較差績效，這類文獻歸納出幾個原因，包括：接班者管理天分不如創辦人或缺乏裙帶關係(Smith & Amoako-Adu, 1999; Perez-Gonzalez, 2006; Bennedsen et al., 2007)，接班過程流失創辦人累積之特殊資本(Bennedsen et al., 2015)，繼承人之間的爭權爭產導致家族分崩離析，侵蝕家族企業特殊資產與競爭力(Bertrand et al., 2008)。

首先，以人才資本的角度來看，家族企業用人的封閉性恐造成人力資本融合度不高，導致企業處於人才競爭的劣勢(Anderson & Reeb, 2003)。傳統家族文化在創業初期可以強化凝聚力，但企業成長後則需引進非家族成員之專業人才，華人家族企業主要建立在血緣、親源關係上，不具血親關係者很難被接受成為內部人，然而，當家族企業組織規模成長到一定階段時，若無法吸收外部專業經理人才進入公司核心，帶領企業走向專業化和制度化，將不利於組織的長期發展(Redding, 1990; 嚴奇峰，1994；許士軍，1997)。Perez-Gonzalez (2006)採用美國資料檢測家族後代接任執行長之後對公司的影響，結果發現第二代執行長由於專業經驗不足而有較差績效。Bloom & Van Reenen (2007)使用英、美、德、法四國共計 732 家中型製造業為研究樣本，發現由後代管理的家族企業其績效和企業管理成果普遍較差。Cucculelli & Micucci (2008)以義大利家族企業為樣本，實證結果認為相較於外部人接班，家族後代接班會產生較差公司績效。由於家族企業的接班是一個過程而非結果，在權力移轉過程中，若不能順利傳承至家族下一代接班人，並且讓公司其他管理者及員工認同時，將導致公司內部同時存在許多意見而影響其發展。Bertrand et al. (2008)發現泰國家族接班過程容易產生子嗣之間的鬥爭，這類爭權分產問題會造成資源分散、派系衝突，流失家族向心力，進而影響接班後的企業績效(蘇承桂，1993)。在用人唯親與重視家族綿延的觀念下，華人家族企業大多是由家族創辦人之子女接掌事業，子女不需與外部人競爭即接掌企業，而且可能排擠掉適合的外部專業經理人，長期而言可能會使組織在發展上產生瓶頸，在子女接班後家族企業的經營績效可能變差。

另外，從資源基礎觀點論之，家族企業涉入公司經營時，會因為家族創辦人的領導，進而產生具有獨特性、不可分割性以及具有綜效性的資源及能力，例如：特定的經營模式、社會人脈網絡、特定協商契約、滲透企業的價值觀導向領導與管理風格等(Habbershon et al., 2003; Sirmon & Hitt, 2003; Miller & Le Breton-Miller, 2006)，這類屬於家族企業的特殊社會資本或特殊資產(Specialized assets)，對家族企業的成長與發展有卓越貢獻(Arregle et al, 2007; Gomez-Mejia et al., 2007)。但若家族企業由後代接班，這些具有獨特性、不可分割性的特殊資本往往無法從創辦人完全移轉至後代接班人(Bennedsen et al., 2015)，若家族後代接班人無法繼承創辦人原先保有的社會人脈網絡、領導與管理能力等，則容易與企業內部員工產生衝突，而不利於企業良性發展(Perez-Gonzalez, 2006; Villalonga & Amit, 2006)。Redding (1990)以縱貫二十餘年之亞洲華人企業為研究樣本，發現家長式領導普遍存在華人家族企業。華人企業的創辦人擁有鮮明的特色，表現出類似父權的作風，重視地位、權力與階級，企業上下對領導人的命令必須遵從，呈現大家長式領導與重權。強烈的家長式領導能在家族企業中發揮作用，展現力威、施恩與立德三種領導能力(Farh & Cheng, 2000; 許士軍, 1997; 鄭伯壘等, 2000)。然而，一旦下一代的接班人無法繼承創辦人的領導與管理能力時，接班人與員工的衝突在具備父權式領導的華人企業恐更為明顯。彙總以上文獻，家族企業由後代接班之後，可能因為接班人無法完全繼承創辦人擁有的領導、管理能力及獨特資本，或接班過程衝突導致企業資源分散、派系鬥爭，或排擠掉企業需求的專業經理人，而使企業產生較差的經營績效，據此，本研究提出假說一如下：

假說一：由家族後代接班的企業，會有較差的公司績效。

在華人社會中，人與人之間除了人口背景因素的相似性或差異性會影響到彼此的互動與溝通外，更重要的是人與人之間是否具有一定的關係基礎(如血緣、朋友、同鄉等)(Tsui & Farh, 1997; Farh et al., 1998; 鍾喜梅、林佳慧, 2009)。在中國現階段的政經體制下，由於商業規則與法治制度未臻完備，「關係」便成為一項無形機制，被視為在中國市場遇到問題的解決方案(Wong et al., 2007)。良好的「關係」有利於商業活動運作，能夠帶來廣大的商業利益，包含稀少性資源、特許權、獲得保證及援助、降低不確定性等(Xin & Pearce, 1996)。

Faccio (2006)發現在政府主導性愈強的國家，「政治關係」對企業發展的影響較為明顯。1978 年中國進行改革開放並實施具中國特色之社會主義，從其經濟政策與發展歷程來看¹²，中國政府對於經濟發展具有強大主導權，對私營企業有關鍵影響力。在此情況下，私營企業為了獲得有利資源及避免政府部門的干擾，十分重視與政府的關係(Xin & Pearce, 1996)。根據蔡國裕(2006)統計，中國的私營企業政治參與度愈來愈高，至 2004 年已有近 30% 的私營企業經營者擔任各級政協委員。中國企業爭取政治連結可歸因於其特殊的制度環境，孫錚等(2005)認為由於中國的銀行與企業產權均為公有，在這種制度環境下，政治連結是一種重要的聲譽機制，當私營企業家獲得如人大代表或者政協委員的政治身份，一方面除了代表企業具有相當的經濟實力和規模，另一方面亦表示該企業為經濟發展做出貢獻並得到社會和政府的認可。Li et al. (2006)、羅黨論、唐清泉(2009)及 Chen et al. (2011)等皆以中國企業進行實證研究，發現在產權保護愈差、市場經濟越不發達、政府干預愈大、金融發展愈不健全、司法效率愈差的地區，私營企業愈有動機去建立政治關係。此外，由於中國社會結構仍存在明顯的階級制度，使得政治資源成為決定企業發展的重要因素(Appleton et al., 2005; Fan et al., 2007; Knight & Yueh, 2008)。

過去研究發現企業建立政治關係可獲得許多助益，例如：較有機會獲得國營銀行債務融資優惠、享有較低稅賦、較容易獲得政府特許權或政府紓困等(Drope & Hansen, 2004; Khwaja & Mian, 2005; Adhikari et al., 2006; Goldman et al., 2009; Duchin & Sosyura, 2012; 羅黨論、劉曉龍, 2009)，且由於具政治連結企業在市場上的能見度較高，可擁有較佳的成長機會和企業價值(Agrawal

¹² 其歷程簡述如下：第一，允許私營經濟發展階段(1978-1987 年)，這時期計畫經濟的情況逐漸消失，商品經濟開始發展，但此時政府對私營經濟發展的政策上不明確，態度不鼓勵也不反對。第二，鼓勵私營經濟發展階段(1987-1992 年)，1988 年中國通過憲法修正案中增加「國家允許私營經濟在法律規定的範圍內存在和發展」條款，表示以國家最高法律層面確定了私營經濟的合法存在，也意味著國家保護私營經濟的合法權利，開始對私營企業進行經濟引導、監督和管理。第三，制度建設階段(1992-2002 年)，以 1992 年鄧小平南方談話為契機，政府發展私營經濟的政策更進一步明朗化，開始堅定鼓勵和支持私營經濟的發展，法律規範和鼓勵私營企業發展的法律得到更進一步的完善。1999 年中國的憲法修正案，明確的規定「在法律規定範圍內的個體經濟、私營經濟等非公有制經濟是社會主義市場經濟的重要組成部分」。第四，開放發展時期(2002 年至今)，中國在 2002 年中共十六大報告中提出了必須鞏固和發展公有制經濟，必須毫不動搖的鼓勵、支持和引導非公有制經濟發展，這一報告表示非公有制經濟必須得到中國的支持與推動。

& Knoeber, 2001; Fisman, 2001; Khwaja & Mian, 2005; Faccio, 2006; Ramalho, 2007)。然而，亦有研究認為企業與政治的緊密關係可能會產生較高的代理問題、產生較差績效，影響企業資訊揭露與會計資訊程度、導致較差信用評等 (Johnson & Mitton, 2003; Chan et al., 2006; Boubakri et al., 2008; Chaney et al., 2011; 翁慈青、紀信義，2014)。由於政府與其政策是中國企業經營不確定性因素的主要來源，規避特殊制度環境下的經營風險是企業建立政治關係的重要因素。又因中國政府控制著大量的社會資源，當企業擁有政治關係或企業家具有與政府交往的能力時，較能爭取到對企業有利的政策或補助，進而對企業發展產生較明顯的經濟效果(Faccio, 2006; 田國強，2001；董明，2001)。胡旭陽（2006）發現民營企業主的政治身份能提高民營企業的資本獲得能力，促進民營企業發展。王慶文、吳世農（2008）認為民營企業擁有政治關係對業績有提升作用。余明桂、潘紅波（2008）發現具有政治關聯的上市公司比沒有政治關聯的上市公司能獲得更多的長期債權融資。Li et al. (2008)指出私營企業所有人若具有中國共產黨黨員身分，對於他們所屬企業之績效有正向的影響。羅黨論、唐清泉（2009）與羅黨論、劉曉龍（2009）則發現政治關係將可更容易獲得政府控制的政策性資源，幫助企業進入高壁壘產業，對提升企業價值極有幫助。姜躍龍（2008）指出具有政府背景的高階主管任職之後，其企業價值顯著高於不具有政府背景之高階主管所任職企業的價值。姚姍姍（2014）發現私營企業的政治關聯在幫助公司擺脫財務困境方面有積極明顯作用，而對國有企業影響不顯著，陷入財務困境後的民營公司若擁有政治關聯可改善其短期業績。綜上所述，中國私營企業建立政治關係，除了能規避其制度環境下的經營風險，更能獲得有利資源，從而提升企業經營績效。

由於受到華人文化影響，中國家族企業依賴親緣、血緣、社會網絡與信任關係積累資本，並且依賴這些關係進行對企業的管理與經營（秦歲民，2002）。一般而言，歐美家族企業為「專業主義」導向，接受傳賢於專業經理人而不傳子，強調「企業系統」。由於中國傳統文化重視家族綿延與傳承，通常以具血緣或親緣關係的家族後代作為接班對象。接班後代若無法承接創辦人的知識、能力、領導與所累積之社會資本，或接班時因為分家分產導致衝突與鬥爭，或是排擠掉企業需求的外部專業經理人，將增加企業內部問題，不利其長期經營(Perez-Gonzalez, 2006; Bennedsen et al., 2007; Bertrand et al., 2008; Bennedsen et al., 2015; 蘇承桂，1993)。然而，由於家族企業同時具備

「經濟」與「親屬關係」，所以，當家族企業在面對挑戰時，往往傾向採取「社會和情感方法」而非「正式組織和制度」，這也是為什麼中國人在經營企業上較為重視「人際關係」，而家族企業往往藉由人際關係網取得經濟資源與效益（嚴奇峰，1994；楊國樞，1995）。

綜合以上文獻，在以「關係」為主的社會結構中，政治資源與社會資源等外部關係資源能影響企業發展。由於中國家族企業慣於以「社會和情感方法」來解決問題，是故在中國特殊的政治經濟體制下，政治人脈必然是很重要的人際關係，中國家族企業會有更強的動機充分利用其政治人脈，以規避中國政經環境下的經營風險，且能透過政治關係以較低的尋租成本為公司爭取更多取得經濟資源與競爭優勢，包括：債務融資的優惠、稅收的優惠、政府的補貼或紓困、獲得特許權等。此外，政治人脈的連結象徵著良好的聲譽以及來自家族外部的支持，有助於協調及化解與家族成員在接班過程中的衝突，促使家族成員與員工接受與信任接班人，進而鞏固其領導地位，於下一代接班後較能維持其競爭優勢與經營績效。據此，本研究推論，擁有政治關係之家族企業，於下一代接班後較能維持其競爭優勢，換句話說，相較於政治人脈薄弱的家族企業同樣由後代接班，有政治關係之家族其後代接班的經營績效較佳，故形成假說二如下：

假說二：相較於其他同樣由後代接班之家族企業，具有政治關係的家族企業由後代接班能有較佳公司績效。

參、研究設計與樣本選擇

一、研究設計

（一）家族企業接班對公司績效之影響

為了驗證家族企業由後代接班後是否影響公司經營績效，應變數為以 *Tobin's Q* 指標作為公司績效的代理變數，欲測試之自變數為家族企業是否已經由後代接班之指標變數(*SUCC*)，依據假說一建立之線性迴歸模型如下：

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{SUCC}_{it} + \alpha_2 \text{LEV}_{it} + \alpha_3 \text{SIZE}_{it} + \alpha_4 \text{DUAL}_{it} + \alpha_5 \text{AGE}_{it} + \alpha_6 \text{BOARDSIZE}_{it} \\ & + \alpha_7 \text{BIGHOLD}_{it} + \delta \text{YEAR} + \varphi \text{INDUSTRY} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

模型(1)之變數定義如下：

Tobin's Q = [(年底流通在外股數×年底收盤價)+年底負債總額] / 年底資產總額；

SUCC = 家族企業是否已由家族後代接班，若已接班者為 1，否為 0；

LEV = 財務槓桿比率，年底總負債除以年底總資產；

SIZE = 公司規模，年底總資產取自然對數；

DUAL = 董事長與總經理是否為同一人，若為同一人者為 1，否則為 0；

AGE = 公司年齡為公司成立至今的年數，以年作為單位；

BOARDSIZE = 董事會規模，為企業年底董事會成員人數；

BIGHOLD = 家族內部人持股比率，企業年底最大家族股東持股數除以年底在外流通股數；

YEAR = 年度效果。

INDUSTRY = 產業效果。

本研究應變數為公司績效指標(*Tobin's Q*)，在眾多的公司績效衡量指標當中，財務性指標是衡量企業整體績效的重要依據，檢視企業如何運用公司資產來影響股東價值，是較正統且重要之衡量方式(Eccles & Pyburn, 1992)。財務性指標主要可分兩種，一種是以公司帳面價值為基礎的績效指標，代表了公司運用資源創造利潤的能力，用來衡量公司會計績效表現，如資產報酬率(return on assets, ROA)、股東權益報酬率(return on equity, ROE)等皆屬之；另一種則是市場基礎(股價)指標，用來衡量企業的市場績效表現，預測公司未來的獲利，以 *Tobin's Q* 為代表(張簡麗萍, 2006)。雖然使用會計績效指標有其優勢，但會計指標無法衡量市場變化所帶來的績效，且會計指標可能存在管理階層裁量性，基於此原因，本研究主要實證模型採用市場指標 *Tobin's Q* 來作為公司績效的代理變數，但為求實證結果之穩健性，另於敏感性測試採用會計績效指標作為公司績效之衡量。

依 Lindenberg & Ross (1981)的定義，*Tobin's Q* 值為公司的市場價值相對於其資產重置成本的比率，其作用在於反映市場上對企業所擁有的特殊資產所隱含企業成長機會價值高低的評估。公司的市場價值一般等於它的普通股、債券和優先股價值的總和，考慮到中國 A 股股票價格波動性較大，為了平滑價格波動對公司價值的影響，本研究採用 12 月每日收盤價格的平均值作為流通股的市場價值。由於原公式的企業廠房設備重置成本資料難以取得，故本文以負債帳面價值與權益市值加總作為公司市場價值的代理變數，形成

Proxy Tobin's Q，其公式與變數說明如下：

$$\text{Proxy Tobin's Q} = (S + B) \div A = [(N \times P) + B] \div (E + B)$$

S：權益市值

B：負債帳面價值

A：資產帳面價值

N：企業當年度平均流通在外普通股股數

P：企業當年度 12 月平均流通在外普通股股價

E：股東權益

本研究所要測試的自變數為家族企業是否已由後代接班企業的指標變數 (*SUCC*)，參考 La Porta et al. (1999)與 Yeh et al. (2001)之家族企業定義，「若股東同屬一家族且其股權合計超過 10%」或「董事會中有 2 人以上為家族成員」則歸類為家族企業。若符合家族企業定義者，其創辦人已經完全離開企業的董事會或管理階層，公司決策事項完全交由具有親緣及血緣之後代接班人管理時，則視為家族後代接班企業，*SUCC* 令為 1，否則為 0。

其他控制變數之說明如下。首先，財務槓桿比率(*LEV*)係指公司的負債比率，採用年底的總負債帳面價值除以總資產帳面價值來衡量。財務槓桿的影響是多面向的，相對於權益融資來說，債務融資具有抵稅作用，融資成本低，因此在短期內較高的資產負債率可能提高公司的業績，同時，負債可用來降低股東與管理者之間的代理成本，提高公司價值。另一方面，較高的資產負債率使得公司承受較高的到期還債壓力，破產風險相應增加，所帶來的財務困境和破產風險也可能影響市場對公司價值的評估(Beneish & Press, 1995)。公司規模(*SIZE*)定義為公司年底總資產帳面價值取自然對數。一般公司的規模大小會影響經營績效，主要在於大公司比較容易獲得內部與外部資金，且規模大的公司在營運、行銷及財務方面會有經濟規模，能夠讓公司所產生的效益反映在公司之經營績效上(Demsetz & Lehn, 1985)。當董事長與總經理為同一人時，可能會發生缺乏獨立性的情況而影響董事會監督之機制，進而對績效產生負向影響(Dechow et al., 1996)，因此本研加入董事長與總經理為同一人時(*DUAL*)之控制變數，若董事長兼任總經理時，*DUAL* 為 1，否為 0。公司年齡(*AGE*)為公司成立年數，以公司成立年度至樣本公司所屬年度，衡量公司成立年數。以往文獻發現企業的發展階段會影響到公司價值（金成隆等，2005；林宛瑩等，2012），因此，本研究推論公司成立年數愈長，企業規模與經營能力愈趨於成熟，會有較佳的企業績效。董事會規模(*BOARDSIZE*)

以董事會人數來衡量，董事會規模愈大，其成員所具備的專業知識、經歷、背景可能更為豐富多樣，應能更有效發揮其職能，使企業產生較佳的營運績效(Dalton et al., 1999)，故本研究將董事會規模列為控制變數。家族股東最大持股數(*BIGHOLD*)係以百分比計算，基於利益收斂假說，當家族成員持股愈高則與股東利益愈趨一致，較少出現嚴重代理問題，進而產生正的誘因效果，對企業績效有正向影響(Jensen & Meckling, 1976; Claessens et al., 2002; 周淑卿等，2004)。產業(*INDUSTRY*)及年度(*YEAR*)則為各產業與各年度之虛擬變數，藉此控制不同年度及產業對企業績效之影響。

(二) 家族企業接班與政治關係對公司績效之影響

本研究除了探討家族後代接班企業是否產生較差的公司績效之外，更進一步測試由後代接班之家族企業若具有政治關係者其公司績效表現為何？故另以政治關係(*POLITICAL*)作為中介變數進行檢測，相關的線性迴歸模型如下：

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{SUCC}_{it} + \beta_2 \text{POLITICAL}_{it} + \beta_3 \text{SUCC}_{it} * \text{POLITICAL}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} \\ & + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{DUAL}_{it} + \beta_7 \text{AGE}_{it} + \beta_8 \text{BORADSIZE}_{it} + \beta_9 \text{BIGHOLD}_{it} \\ & + \delta \text{YEAR} + \varphi \text{INDUSTRY} + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

模型(2)之政治關係(*POLITICAL*)為依據企業董事及管理階層是否具有政治關係所建構的一指標變數，該變數是以各該公司董事會或管理階層其中任何一位成員過去或現在是否擔任中央部委、省直轄市、副省級城市、地級市、縣級市、全國(地方)人大、全國(地方)政協、軍警等政治職務，當家族後代接班企業之董事以及管理階層現在或過去有擔任過相關政治職務者，則 *POLITICAL* 令為 1，否則為 0。*SUCC* 為家族企業是否已由家族後代接班，若屬已接班者為 1，否則為 0。由於本研究假說二推論由家族後代接班之企業若擁有政治關係者，較能取得經濟資源與競爭優勢，因此會有較佳的公司績效，故預期模式(2)之交乘項(*SUCC_{it} * POLITICAL_{it}*)係數應顯著為正。其他控制變數之定義皆同模型(1)。

二、樣本選擇

本研究以 2007 年至 2012 年在中國上海、深圳上市的 A 股作為取樣對象，由於中國自 2007 年採用國際會計準則(IFRS)，故本研究從 2007 年度開始蒐集樣本。其中金融、保險、證券皆屬政府特許行業，故予以排除。此外，公司績效指標與控制變數係自台灣經濟新報資料庫與國泰安資料庫蒐集而成，家族企業與政治關係相關資料皆從中國 A 股公司所公布的年報蒐集取

得。最後，本研究樣本的篩選標準如下：

1. 樣本為中國境內公開發行於 A 股市場的上市公司，且年報有揭露董事及管理階層相關資訊。
2. 由於金融、保險與證券業之行業性質特殊且會計處理與其他產業差異較大，故不納入本研究樣本。
3. 排除被列為 ST 類別的公司，係因 A 股交易所針對「存在股票終止上市風險」的公司在其簡稱前冠以*ST 標記，故將之排除。
4. 排除無法取得相關之董事、公司治理、政治關係、股價、財務、家族資料或前述資料不全之公司。
5. 刪除研究期間內不繼續公開發行或下市的公司。

表 1 的 Panel A 列出樣本篩選過程，本研究以每公司/年度(firm-year)為一觀察值，初步取得 15,120 個研究樣本，刪除金融保險證券業 282 筆樣本、列為 ST 股 312 筆樣本¹³，以及相關財務及家族資料不全者 4,879 筆樣本觀察值，因此共取得 9,647 筆有效樣本觀察值，然而，由於本研究主要是在探究家族企業接班後的績效情形，因此樣本僅限於中國家族企業，故排除 7,002 筆非家族企業之樣本觀察值之後，最後共獲得 2,645 個公司/年度的有效樣本(firm-year observation)用以檢測模型(1)及模型(2)。這 2,645 個公司/年度觀察值係取自於 789 間家族企業，其中，有 59 間企業共計 215 個公司/年度屬於後代接班家族企業。

本研究根據中國證券監督管理委員會所制定上市公司行業分類指引作為分類產業之標準，樣本的產業分佈如表 1 之 Panel B，樣本中製造業所佔比率最大，佔全體樣本的 77.69%，顯示中國 A 股市場中家族企業大多以製造產業為主，其次則為房地產(4.57%)與資訊傳輸、軟體和資訊技術服務業(4.16%)。樣本的年度分布圖如表 1 之 Panel C 顯示，樣本數從 2007 年開始有逐年增加的現象，其中，超過五成的樣本觀察值集中在 2011 年與 2012 年。此外，本研究考量極端值的影響，對所有連續變數以 winsorize 方式處理，對前後各 1%變數以外之樣本，將該變數值設定為 1%與 99%的數值。

¹³ 中國監管會對於有財務狀況或其他異常情形的上市公司股票交易進行特別處理 (Special treatment)，因此當股票簡稱被冠上*ST 時，表示該公司連續兩年虧損，故存有投資風險與下市風險。此外，根據中國監管會頒布的「證券交易所股票上市規則」規定，當 ST 股若改善，則恢復正常上市，未改善則摘牌(De-listing)終止上市，所以中國股票市場強制下市之公司大多經過 ST 股階段。另外，根據官月緘 (2002) 研究顯示中國 ST 股在面臨下市緩衝機制時，會有較明顯的盈餘管理意圖，據此，公司盈餘操縱行為可能會干擾本研究實證結果，所以本研究將列為 ST 股及研究期間下市的公司樣本予以刪除。

表 1：樣本篩選過程與研究期間樣本公司產業/年度分配狀況

Panel A 本篩選過程		總計
2007 至 2012 年中國 A 股之上市公司樣本		15,120
減：金融、保險與證券業公司樣本		(282)
減：列為 ST 股樣本		(312)
減：相關變數資料不全與研究期間下市		(4,879)
2007 至 2012 年中國 A 股之上市公司有效樣本		9,647
減：非家族企業		(7,002)
家族企業有效樣本數		<u>2,645</u>

Panel B 樣本公司產業分布狀況			
產業名稱	產業代碼	樣本數	佔全體樣本百分比
農、林、牧、漁業	A	54	2.04%
採礦業	B	14	0.53%
製造業	C	2,055	77.69%
電力、熱力、燃氣及水生產和供應業	D	4	0.15%
建築業	E	85	3.22%
批發和零售業	F	91	3.44%
交通運輸、倉儲和郵政業	G	16	0.60%
住宿和餐飲業	H	9	0.34%
資訊傳輸、軟體和資訊技術服務業	I	110	4.16%
房地產業	K	121	4.57%
租賃和商務服務業	L	14	0.53%
科學研究和技術服務業	M	12	0.46%
水利、環境和公共設施管理業	N	26	0.98%
文化、體育和娛樂業	R	16	0.60%
綜合	S	18	0.69%
合計		2,645	100%

Panel C 樣本公司年度分布狀況		
年度分布	樣本數	佔全體樣本百分比
2007 年	197	7.45%
2008 年	237	8.96%
2009 年	292	11.04%
2010 年	489	18.49%
2011 年	674	25.48%
2012 年	756	28.58%
合計	2,645	100%

資料來源：本研究整理

肆、實證結果與敏感性測試

一、敘述性統計分析

表 2 之 Panel A 列出研究樣本之各變數敘述性統計量，全體樣本共計 2,645 筆公司/年度(firm-year)，應變數為公司績效(*Tobin's Q*)，其平均數為 1.4336，最小值為 0.4977，最大值為 7.673，標準差為 1.0484，可見中國 A 股公司的公司績效差異大。在全體樣本中，約有 8.36%的家族企業由後代接班，約 39.09%的家族企業具有政治關係。控制變數方面，財務槓桿比率(*LEV*)的平均數為 0.3530，顯示本研究家族企業樣本其總負債帳面值約占總資產帳面值的 35%。公司規模(*SIZE*)之平均數為 14.3842，中位數為 14.2566。約有 33.99%的樣本董事長有兼任總經理。樣本公司平均成立年數約 14.38 年，觀察 *AGE* 的中位數與最大最小值，樣本公司的成立年數差距偏大。董事會規模(*BOARDSIZE*)平均約在 8.8 人，家族股東最大持股比率(*BIGHOLD*)平均為 12.56%。

表 2 之 Panel B 將家族企業樣本區分為後代接班與非後代接班兩大群，分別進行變數間的平均數及中位數差異檢定，以觀察分群後各變數是否存在差異性。從 Panel B 可得知，後代接班家族企業之樣本觀察值為 215 筆，非後代接班家族企業之樣本觀察值則為 2,430 筆，在公司績效(*Tobin's Q*)部分，後代接班家族企業之平均數(中位數)為 1.4060(1.1024)；非後代接班家族企業之平均數(中位數)為 1.7360 (1.1786)，差異檢定之 t 值為-4.496，z 值為 1.517，就平均數而言，後代接班家族企業之績效顯著低於非後代接班家族企業。就政治關係(*POLITICAL*)來看，後代接班家族企業之平均數(中位數)為 0.3439(0.0000)；非後代接班家族企業之平均數(中位數)為 0.3952(0.0000)，差異檢定之 t 值與 z 值分別為-1.496 與 2.048，就敘述性統計來看，後代接班家族企業具有政治關係之比率低於於非後代接班家族企業。其他控制變數方面，相對於非後代接班家族企業之樣本公司而言，後代接班家族企業其財務槓桿較大(*LEV*)，有較大的公司規模(*SIZE*)、較小的董事會規模(*BOARDSIZE*)以及較高的家族股東最大持股比率(*BIGHOLD*)，董事長兼任總經理比率較高(*DUAL*)。然而，公司的成立年數(*AGE*)在兩群樣本間之差異未達顯著水準。

表 2：敘述性統計分析表

Panel A 家族企業全部樣本 (N=2,645)					
變數	平均數	標準差	最小值	中位數	最大值
<i>Tobin's Q</i>	1.4336	1.0484	0.4977	1.1096	7.6737
<i>SUCC</i>	0.0836	0.2768	0.0000	0.0000	1.0000
<i>POLITICAL</i>	0.3909	0.4881	0.0000	0.0000	1.0000
<i>LEV</i>	0.3530	0.2118	0.3850	0.3276	1.2228
<i>SIZE</i>	14.3842	0.9106	12.1131	14.2566	18.0454
<i>DUAL</i>	0.3399	0.4738	0.0000	0.0000	1.0000
<i>AGE</i>	13.7433	8.8681	1.0000	12.0000	79.0000
<i>BOARDSIZE</i>	8.8624	1.5710	1.0000	9.0000	19.0000
<i>BIGHOLD</i>	0.4573	0.1636	0.1342	0.4533	0.9883

Panel B 後代接班家族企業與非後代接班家族企業之平均數與中位數檢定						
變數	後代接班家族企業 (N=215)		非後代接班家族企業 (N=2,430)		差異檢定	
	平均數	中位數	平均數	中位數	t-statistics	z-statistics
<i>Tobin's Q</i>	1.4060	1.1024	1.7360	1.1786	-4.496***	1.517
<i>POLITICAL</i>	0.3439	0.0000	0.3952	0.0000	-1.496	2.048**
<i>LEV</i>	0.3891	0.3573	0.3497	0.3228	2.648***	2.546**
<i>SIZE</i>	14.4735	14.4745	14.3761	14.2379	2.083**	2.992***
<i>DUAL</i>	0.4344	0.0000	0.3313	0.0000	2.996***	2.992***
<i>AGE</i>	13.0588	12.0000	13.8057	12.0000	-1.290	0.860
<i>BOARDSIZE</i>	8.7059	9.0000	8.8767	9.0000	-1.649*	0.791
<i>BIGHOLD</i>	0.1400	0.0690	0.1243	0.0351	1.445	1.809*

- a. 變數說明：*Tobin's Q*=[(當年度流通在外股數×當年度收盤價)+負債總額] / 資產總額；*SUCC*=當家族創辦人已經完全離開企業的董事會或是管理階層，公司決策事項完全交由後代接班人管理之家族企業，令為 1，否則為 0；*POLITICAL*=若該公司董事或管理階層現在或過去有擔任過相關政治職務者，則令為 1，否則為 0；*LEV*=負債比率；*SIZE*=公司總資產取自然對數；*DUAL*=董事長兼任總經理之企業則令為 1，否則為 0；*AGE*=公司成立年齡；*BOARDSIZE*=董事會規模；*BIGHOLD*=家族股東最大持股數。
- b. 兩群組之平均數差異係採用 t 檢定，而中位數差異則採 Wilcoxon 等級符號檢定。***, **, * 分別表示 1%、5%、10% 顯著水準(雙尾檢定)。

資料來源：本研究整理

二、相關性分析

表 3 為樣本之應變數(*Tobin's Q*)、自變數(*SUCC* 與 *POLITICAL*)、控制變數之 Pearson 相關係數檢定表。由檢定結果可知公司績效(*Tobin's Q*)與是否由家族後代接班(*SUCC*)的 Pearson 相關係數為-0.0511, Pearson 相關性分析顯示兩者呈現顯著負相關($p=0.0086$)。此外,公司績效(*Tobin's Q*)與是否有政治關係(*POLITICAL*)之 Pearson 相關係數為 0.0890 且相關性皆達顯著水準,顯示具有政治關係之公司其績效較佳。再者,公司績效(*Tobin's Q*)與財務槓桿(*LEV*)、公司的成立年數(*AGE*)、家族股東最大持股比例較高 (*BIGHOLD*)顯著正相關,以上之相關係數方向與預期相符。然而,*Tobin's Q* 與家族企業規模(*SIZE*)及董事會規模(*BOARDSIZE*)呈現顯著負相關,與預期不符。董事長兼任總經理(*DUAL*)則與公司績效無顯著相關。就相關性分析整體而言,本研究各變數之間呈現顯著的相關係數皆未超過 0.8,因此並無共線性之問題。接下來,本研究將透過迴歸模型進一步檢測假說。

表 3：相關係數表

	<i>Tobin's Q</i>	<i>SUCC</i>	<i>POLITICAL</i>	<i>LEV</i>	<i>SIZE</i>	<i>DUAL</i>	<i>AGE</i>	<i>BOARDSIZE</i>	<i>BIGHOLD</i>
<i>Tobin's Q</i>	1								
<i>SUCC</i>	-0.0511*** (0.0086)	1							
<i>POLITICAL</i>	0.0890*** (0.0000)	-0.0398** (0.0405)	1						
<i>LEV</i>	0.1549*** (0.0000)	0.0391** (0.0446)	0.0991* (0.0000)	1					
<i>SIZE</i>	-0.1069*** (0.0000)	0.0405** (0.0373)	0.1066*** (0.0000)	0.4537*** (0.0000)	1				
<i>DUAL</i>	-0.0138 (0.4772)	0.0582*** (0.0028)	-0.1054*** (0.0000)	-0.1275*** (0.0000)	-0.1575*** (0.0000)	1			
<i>AGE</i>	0.1632*** (0.0000)	-0.0251 (0.1970)	0.0238 (0.2210)	0.1641*** (0.0000)	0.1162*** (0.0000)	-0.1062*** (0.0000)	1		
<i>BOARDSIZE</i>	-0.0680*** (0.0005)	-0.0321* (0.0991)	0.0470** (0.0156)	0.0665*** (0.0006)	0.2107*** (0.0000)	-0.1246*** (0.0000)	0.0151 (0.4373)	1	
<i>BIGHOLD</i>	0.3983*** (0.0000)	0.0281 (0.1484)	0.0630*** (0.0012)	0.3276*** (0.0000)	0.2989*** (0.0000)	-0.0899*** (0.0000)	0.1803*** (0.0000)	0.0414** (0.0330)	1

a. 變數說明：*Tobin's Q*=[(當年度流通在外股數×當年度收盤價)+負債總額] / 資產總額；*SUCC*=當家族創辦人已經完全離開企業的董事會或是管理階層,公司決策事項完全交由後代接班人管理之家族企業,令為 1,否則為 0；*POLITICAL*=若該公司董事或管理階層現在或過去有擔任過相關政治職務者,則令為 1,否則為 0；*LEV*=負債比率；*SIZE*=公司總資產取自然對數；*DUAL*=董事長兼任總經理之企業則令為 1,否則為 0；*AGE*=公司成立年齡；*BOARDSIZE*=董事會規模；*BIGHOLD*=家族股東最大持股數。

b. 此為 Pearson 相關係數檢定；為()為 p 值。***, **, *分別表示 1%、5%、10%顯著水準(雙尾檢定)。

資料來源：本研究整理

三、迴歸模型結果

本研究首先檢測假說一，家族企業由後代接班(*SUCC*)是否影響公司經營績效(*Tobin's Q*)，模型(1)實證結果列於表 4。由迴歸分析結果得知，後代接班之家族企業(*SUCC*)之係數顯著為負(係數估計值= -0.1780，t 值=-3.36，p 值=0.0010)，顯示家族企業由後代接班對企業績效有負向影響，由於 *Tobin's Q* 為市場基礎績效指標，*SUCC* 對 *Tobin's Q* 之負向影響反映了市場上對後代接班隱含了不利家族企業成長之評估。此一結果顯示，家族創辦人的能力與領導往往被視為不可分割性的資產，接班人恐無法完全繼承創辦人擁有的領導、管理能力及獨特資本，而由後代接班也代表排除了外部專業經理人才，不利於企業中長期發展，因而反映在較差的 *Tobin's Q* 上。

在控制變數部分，大部分與本研究之預期方向相符，其中財務槓桿(*LEV*)與 *Tobin's Q* 呈顯著正相關(係數估計值=0.3400，t 值=3.96)，過去研究指出財務槓桿對企業績效的影響有正反兩面(Beneish & Press, 1995)，在本研究樣本中，財務槓桿對家族企業績效呈現正向影響，可能是舉債方式之融資成本比權益融資來得低，且舉債可能有助於減緩家族控制股東(即家族成員)與小股東之間的核心代理問題，提高公司價值；然而，本研究發現公司規模(*SIZE*)與 *Tobin's Q* 顯著負相關(係數估計值=-0.2757，t 值=-14.51)，一般而言，大公司比較容易獲得資金，在營運、行銷及財務方面會有經濟規模，對企業績效通常有正面影響(Demsetz & Lehn, 1985)，由於本研究樣本為中國家族企業，推測可能是中國家族企業仍深受中國家族文化影響，選才多以家族關係為重，有卓越表現之非家族成員不易進入企業或不易被重用，當家族企業規模擴大後，人才不足以應付快速變動的經濟環境，導致績效變差(Anderson & Reeb, 2003; 褚先忠譯，1995；黃光國，1999)。公司的成立年數(*AGE*)與績效呈現正相關係(係數估計值=0.0119，t 值=7.02)，表示企業成立越久，其經營能力愈趨於成熟，有利於企業績效表現。家族股東最大持股比率(*BIGHOLD*)與績效亦呈現顯著正相關(係數估計值=2.5100，t 值=26.05)，本研究結果符合利益收斂假說，當家族成員持股愈高，與股東利益方向愈趨一致，減少嚴重代理問題的發生，進而產生正向誘因效果，有助於企業績效之提升(Jensen & Meckling, 1976; Claessens et al., 2002；周淑卿等，2004)。董事長兼任總經理(*DUAL*)及董事會規模(*BOARDSIZE*)則對公司績效無顯著影響。綜合模型(1)結果，假說一獲得支持。最後，為確認迴歸模型中，各自變數之間是否存有嚴重的共線性問題，進而造成迴歸結果產生偏差，本研究使用變異膨脹因子(Variance Inflation

Factor, VIF)來瞭解變數之間的共線性程度，當 VIF 值大於 10，則表示有嚴重的共線性問題，表 4 顯示，所有自變數之 VIF 值均為小於 2，表示變數間均無共線性的問題。

表 4：後代接班家族企業對公司績效之影響

Dependent Variable= <i>Tobin's Q</i>					
Variables	Expected Sign	Coefficient	t-statistic	p-value	VIF
<i>INTERCEPT</i>	+/-	4.5117***	16.76	0.0000	
<i>SUCC</i>	-	- 0.1780***	- 3.36	0.0010	1.02
<i>LEV</i>	+/-	0.3400***	3.96	0.0000	1.67
<i>SIZE</i>	+	- 0.2757***	- 14.51	0.0000	1.57
<i>DUAL</i>	-	0.0335	1.07	0.2840	1.08
<i>AGE</i>	+	0.0119***	7.02	0.0000	1.06
<i>BOARDSIZE</i>	+	0.0061	0.64	0.5230	1.08
<i>BIGHOLD</i>	+	2.5100***	26.05	0.0000	1.11
<i>YEAR</i>		省略			
<i>INDUSTRY</i>		省略			
<i>Adj. R²</i>		35.18%			
<i>N</i>		2,645			

a. 變數說明：Tobin's Q=[(當年度流通在外股數×當年度收盤價)+負債總額] / 資產總額；SUCC=當家族創辦人已經完全離開企業的董事會或是管理階層，公司決策事項完全交由後代接班人管理之家族企業，令為 1，否則為 0；LEV=負債比率；SIZE=公司總資產取自然對數；DUAL=董事長兼任總經理之企業則令為 1，否則為 0；AGE=公司成立年齡；BOARDSIZE=董事會規模；BIGHOLD=家族股東最大持股數。

b. ***, **, *分別表示 1%、5%、10%顯著水準(雙尾檢定)。

資料來源：本研究整理

表 5 列報模型(2)實證結果。根據假說二推論，由後代接班家族企業若具有政治關係者其績效表現是否較無政治關係者佳。迴歸結果顯示家族企業由後代接班(*SUCC*)與企業績效呈顯著負向關(係數估計值= -0.2519, t 值=-3.89)，與模型(1)結果一致；另外，政治關係(*POLITICAL*)之係數顯著為正(係數估計值=0.1046, t 值=3.35)，顯示政治關係普遍有利於企業績效，此一結果與過去研究認為政治連結對企業之績效與價值有利之觀點一致，例如：(Agrawal & Knoeber, 2001; Fisman, 2001; Johnson & Mitton, 2003; Khwaja & Mian, 2005; Adhikari et al., 2006; Faccio, 2006; 董明, 2001; 王慶文、吳世農, 2008; 姜躍龍, 2008; 羅黨論、劉曉龍,

2009)。然而，假說二是否獲得支持須視家族企業由後代接班(*SUCC*)與政治關係(*POLITICAL*)之交乘項能否對經營績效(*Tobin's Q*)呈現正向關聯，實證結果發現 *SUCC*POLITICAL* 交乘項之係數顯著為正(係數估計值=0.2555, t 值=2.28)，可見家族企業由後代接班者，若其擁有政治關係則能有較佳績效，此一正向關係亦代表市場上對家族企業由後代接班後之預期，若其擁有政治關係則意味著市場預期企業未來能維持較佳成長，模型(2)結果支持假說二。在控制變數部分，與模型(1)結果大致相同。此外，以 VIF 值來檢查變數共線性問題，結果其值皆小於 10，故實證結果不受共線性的影響。

表 5：後代接班家族企業與政治關係對公司績效之影響

Dependent Variable= <i>Tobin's Q</i>					
<u>Variables</u>	<u>Expected Sign</u>	<u>Coefficient</u>	<u>t-statistic</u>	<u>p-value</u>	<u>VIF</u>
<i>INTERCEPT</i>	+/-	4.5134***	16.74	0.0000	
<i>SUCC</i>	-	- 0.2519***	- 3.89	0.0000	1.78
<i>POLITICAL</i>	+	0.1046***	3.35	0.0010	1.19
<i>SUCC*POLITICAL</i>	+	0.2555**	2.28	0.0230	1.85
<i>LEV</i>	+/-	0.3100***	3.61	0.0000	1.68
<i>SIZE</i>	+	- 0.2764***	- 14.49	0.0000	1.61
<i>DUAL</i>	-	0.0473	1.51	0.1300	1.08
<i>AGE</i>	+	0.0118***	7.03	0.0000	1.06
<i>BOARDSIZE</i>	+	0.0055	0.58	0.5650	1.11
<i>BIGHOLD</i>	+	2.5100***	26.09	0.0000	1.11
<i>YEAR</i>		省略			
<i>INDUSTRY</i>		省略			
<i>Adj. R²</i>		35.67%			
<i>N</i>		2,645			

a. 變數說明：*Tobin's Q*=[(當年度流通在外股數×當年度收盤價)+負債總額] / 資產總額；*SUCC*=當家族創辦人已經完全離開企業的董事會或是管理階層，公司決策事項完全交由後代接班人管理之家族企業，令為 1，否則為 0；*POLITICAL*=若該公司董事或管理階層現在或過去有擔任過相關政治職務者，則令為 1，否則為 0；*LEV*=負債比率；*SIZE*=公司總資產取自然對數；*DUAL*=董事長兼任總經理之企業則令為 1，否則為 0；*AGE*=公司成立年齡；*BOARDSIZE*=董事會規模；*BIGHOLD*=家族股東最大持股數。

b. ***, **, *分別表示 1%、5%、10%顯著水準(雙尾檢定)。

資料來源：本研究整理

四、敏感性測試

(一) 家族後代接班狀態分類

由於接班是一個過程而非一個事件，許多家族企業在家族創辦人退休之前會安排準後代接班人提前進入公司的董事會或管理階層學習，因此，本研究將家族企業接班過程區分為完全接班(*SUCC*)與準接班(*READY*)，以進一步瞭解接班程度或狀態是否對公司績效有所影響。其中，完全接班(*SUCC*)之定義為若家族創辦人已經完全離開企業的董事會或管理階層，公司決策事項完全交由下一代管理者，則令 *SUCC* 為 1，否則為 0；準接班(*READY*)之定義為當家族創辦人仍處在董事會或管理階層，而準後代接班人亦已進入董事會或管理階層中學習者，*READY* 設為 1，否則為 0。本研究分別將 *SUCC* 與 *READY* 變數分別放入迴歸模型中，以凸顯不同接班狀態對於公司績效的影響，另外，亦加入政治關係以探討該中介變數對實證結果的影響。

自表 6 第(1)欄與第(3)欄結果得知，家族後代完全接班(*SUCC*)對 *Tobin's Q* 值呈現顯著負面影響，但是準接班(*READY*)未有影響，推究其可能原因，雖然先安排準接班人進入董事會或管理階層，但是家族創辦人仍然掌控企業的經營權與決策權，因此公司整體的營運仍由家族創辦人所控制，此時準接班人參與經營的影響力相對較小，故對 *Tobin's Q* 不具顯著影響。表 6 第(2)欄與第(4)欄則列出接班狀態(*SUCC* 與 *READY*)與政治關係(*POLITICAL*)之交乘項是否對 *Tobin's Q* 值呈現不同影響，其中 *SUCC*POLITICAL* 及 *READY*POLITICAL* 兩交乘項仍與企業績效呈顯著正相關，可見不管家族企業之接班狀態為何，只要擁有政治關係都能對公司績效產生正面影響，此結果符合本文對中國資本市場之預期，亦即在中國政府強力主導的經濟體系下，政治關係具有關鍵影響，能為企業績效帶來實質助益。其他控制變數之結果與前述表 4 與表 5 之結果一致。

表 6：家族後代完全接班或準接班與政治關係對公司績效之影響

Dependent Variable= <i>Tobin's Q</i>				
	(1)	(2)	(3)	(4)
Variables	Coefficient	Coefficient	Coefficient	Coefficient
<i>INTERCEPT</i>	6.1114*** (14.53)	6.0320*** (8.39)	6.1338*** (14.45)	6.1949*** (8.39)
<i>SUCC</i>	-0.1225** (-2.36)	-0.0970* (-1.74)		
<i>READY</i>			0.0310 (0.88)	-0.0254 (-0.54)
<i>POLITICAL</i>		0.0553* (1.66)		0.0130* (1.99)
<i>SUCC*POLITICAL</i>		0.1141* (1.71)		
<i>READY*POLITICAL</i>				0.0280* (1.68)
<i>LEV</i>	0.7814*** (8.12)	0.6963*** (6.92)	0.7675*** (7.98)	0.7771*** (7.07)
<i>SIZE</i>	-0.2380*** (-11.22)	-0.2343*** (-6.28)	-0.2402*** (-11.23)	-0.2429*** (-6.37)
<i>DUAL</i>	-0.1171*** (-3.41)	-0.1141*** (-3.32)	-0.1161*** (-3.37)	-0.1126*** (-3.32)
<i>AGE</i>	0.0149*** (7.71)	0.0150*** (2.74)	0.0149*** (7.68)	0.0147*** (2.71)
<i>BOARDSIZE</i>	0.0063 (0.58)	0.0023 (0.20)	0.0071 (0.65)	0.0057 (0.51)
<i>BIGHOLD</i>	0.3211*** (3.15)	0.3501*** (2.72)	0.3093*** (3.04)	0.3224** (2.53)**
<i>YEAR</i>	省略	省略	省略	省略
<i>INDUSTRY</i>	省略	省略	省略	省略
<i>Adj. R²</i>	14.41%	8.37%	14.26%	14.85%
<i>N</i>	2,645	2,645	2,645	2,645

a. 變數說明：*Tobin's Q*=[(當年度流通在外股數×當年度收盤價)+負債總額] / 資產總額；*SUCC*=當家族創辦人已經完全離開企業的董事會或是管理階層，公司決策事項完全交由後代接班人管理之家族企業，令為 1，否則為 0；*READY*=當家族創辦人尚處在董事會或管理階層，而準後代接班人亦已進入董事會或管理階層中學習者令為 1，否則為 0；*POLITICAL*=若該公司董事或管理階層現在或過去有擔任過相關政治職務者，則令為 1，否則為 0；*LEV*=負債比率；*SIZE*=公司總資產取自然對數；*DUAL*=董事長兼任總經理之企業則令為 1，否則為 0；*AGE*=公司成立年齡；*BOARDSIZE*=董事會規模；*BIGHOLD*=家族股東最大持股數。

b. ()內為 t-statistic。***, **, *分別表示 1%、5%、10%顯著水準(雙尾檢定)。

資料來源：本研究整理

(二) 政治關係區分為中央及地方政治關係

由於中國幅員地域廣大，中央政府的影響力有時候或許不如地方政府更能符合企業需求，因此，本研究亦將政治關係(POLITICAL)區分為中央政府關係(CENTRAL)以及地方政府關係(LOCAL)，其中，中央政府關係(CENTRAL)定義為若該公司董事或管理階層現在或過去擔任過中央政府單位之政治職務者，則令為 1，否則為 0；而地方政府關係(LOCAL)則定義為若該公司董事或管理階層現在或過去擔任過地方政府單位(省份、縣市、鄉鎮)之政治職務者，則令為 1，否則為 0。

表 7 結果顯示家族企業由後代接班(SUCC)對企業績效仍呈現負向影響，而政治關係不論是屬於中央政府關係(CENTRAL)或地方政府關係(LOCAL)，其係數皆顯著為正，代表只要是政治關係都有助於企業績效。交乘項 $SUCC*CENTRAL$ 係數為負但未達顯著標準，而交乘項 $SUCC*LOCAL$ 則對績效呈現顯著正相關(係數估計值=0.4072，t 值=3.21)，其他控制變數之結果仍維持不變。由此一結果得知，家族企業政治關係對績效之正面效果主要係來自於地方政府關係而非來自中央政府關係，因此在幅員廣大的中國，地區性的政治關係反而能為企業帶來實質幫助。表 7 結果仍支持假說二之推論。

表 7：家族後代接班企業與中央及地方政治關係對公司績效之影響

Dependent Variable= Tobin's Q				
Variables	Expected Sign	Coefficient	t-statistic	p-value
INTERCEPT	+/-	4.5079***	16.51	0.0000
SUCC	-	-0.2513***	-3.88	0.0000
CENTRAL	+	0.1224***	2.61	0.0090
LOCAL	+	0.0948***	2.70	0.0070
SUCC*CENTRAL	+	-0.0968	-0.54	0.5870
SUCC*LOCAL	+	0.4072***	3.21	0.0010
LEV	+/-	0.3100***	3.62	0.0000
SIZE	+	-0.2761***	-14.34	0.0000
DUAL	-	0.0433	1.38	0.1670
AGE	+	0.0120***	7.12	0.0000
BOARDSIZE	+	0.0055	0.58	0.5650
BIGHOLD	+	2.5100***	26.05	0.0000
YEAR		省略		
INDUSTRY		省略		
Adj. R ²		35.78%		
N		2,645		

- a. 變數說明： $Tobin's\ Q = [(當年度流通在外股數 \times 當年度收盤價) + 負債總額] / 資產總額$ ； $SUCC$ =當家族創辦人已經完全離開企業的董事會或是管理階層，公司決策事項完全交由後代接班人管理之家族企業，令為 1，否則為 0； $CENTRAL$ =若該公司董事或管理階層現在或過去有擔任過中央政府相關職務者，則令為 1，否則為 0； $LOCAL$ =若該公司董事或管理階層現在或過去有擔任過地方政府相關職務者，則令為 1，否則為 0； LEV =負債比率； $SIZE$ =公司總資產取自然對數； $DUAL$ =董事長兼任總經理之企業則令為 1，否則為 0； AGE =公司成立年齡； $BOARDSIZE$ =董事會規模； $BIGHOLD$ =家族股東最大持股數。
- b. ***, **, *分別表示 1%、5%、10%顯著水準(雙尾檢定)。

資料來源：本研究整理

(三) 排除政府特許產業

在中國，許多產業皆需要經過政府特許才能經營，因此，本研究將需要取得政府特許之相關產業予以刪除，以排除特許行業本身之行業特殊性對政治關係之影響，其中，刪除樣本中產業代號 B(採礦業)之 14 筆觀察值、產業代號 D (熱力、燃氣及水生產和供應業)之 4 筆觀察值、產業代號 G (交通運輸、倉儲和郵政業)之 16 筆觀察值、產業代號 M (科學研究和技術服務業)之 12 筆觀察值以及產業代號 N (水利、環境和公共設施管理業)之 26 筆觀察值，最後以 2,573 筆觀察值重新進行檢測。

依據表 8 結果，排除需政府特許之產業後，家族企業由後代接班($SUCC$)對企業績效仍有不利影響(係數估計值=-0.1546，t 值=-3.09)，交乘項 $SUCC * POLITICAL$ 對績效仍維持顯著正相關(係數估計值=0.4072，t 值=3.21)，重測結果仍與表 5 模型(2)結果一致，控制變數結果亦維持不變。由此可見，即使排除需政府特許之產業，政治關係與績效間的關聯仍然存在，由家族後代接班之非特許行業仍能從政治關係中獲益。表 8 結果仍支持假說二之推論。

表 8：排除特許產業之家族後代接班企業與政治關係對公司績效之影響

Dependent Variable= <i>Tobin's Q</i>			
<u>Variables</u>	<u>Expected Sign</u>	<u>Coefficient</u>	<u>Coefficient</u>
<i>INTERCEPT</i>	+/-	4.0079*** (13.02)	4.0332*** (14.99)
<i>SUCC</i>	-	-0.1546*** (-3.09)	-0.2100*** (-3.28)
	+		0.1185*** (3.83)
<i>POLITICAL</i>	+		0.2002* (1.81)
<i>SUCC*POLITICAL</i>	+/-	0.5200*** (4.64)	0.4900*** (5.53)
<i>LEV</i>	+	-0.2433*** (-11.05)	-0.2447*** (-12.70)
<i>SIZE</i>	-	0.0154 (0.50)	0.0296 (0.95)
<i>DUAL</i>	+	0.0136*** (5.21)	0.0135*** (8.09)
<i>AGE</i>	+	0.0012 (0.13)	0.0001 (0.03)
<i>BOARDSIZE</i>	+	2.500*** (20.08)	2.4900*** (26.24)
<i>BIGHOLD</i>			
<i>YEAR</i>		省略	省略
<i>INDUSTRY</i>		省略	省略
<i>Adj. R²</i>		37.57%	37.58%
<i>N</i>		2,573	2,573

a. 變數說明：*Tobin's Q*=[(當年度流通在外股數×當年度收盤價)+負債總額] / 資產總額；*SUCC*=當家族創辦人已經完全離開企業的董事會或是管理階層，公司決策事項完全交由後代接班人管理之家族企業，令為 1，否則為 0；*POLITICAL*=若該公司董事或管理階層現在或過去有擔任過相關政治職務者，則令為 1，否則為 0；*LEV*=負債比率；*SIZE*=公司總資產取自然對數；*DUAL*=董事長兼任總經理之企業則令為 1，否則為 0；*AGE*=公司成立年齡；*BOARDSIZE*=董事會規模；*BIGHOLD*=家族股東最大持股數。

b. ()內為 t-statistic。***, **, *分別表示 1%、5%、10%顯著水準(雙尾檢定)。

資料來源：本研究整理

(四) 使用不同公司績效衡量指標

由於本研究對於公司績效變數之設定方式係以 *Tobin's Q* 為主，然該變數代表的是市場績效衡量指標，因此，為避免公司績效之衡量基準不同而影響本研究實證結果，本研究另使用會計績效衡量指標—*ROA*、*ROE*、*EPS*，以及公司相對於產業的 *Tobin's Q* 進行模型檢測。其中，*ROA* 為公司稅後淨利除以平均總資產，*ROE* 為公司稅後淨利除以平均股東權益，*EPS* 則為該公司年底之每股盈餘，而公司相對於產業中位數的 *Tobin's Q* (*Industry_Q*) 則是以公司當年度 *Tobin's Q* 減當年度同產業中位數¹⁴之 *Tobin's Q* 作為績效衡量基礎。

表 9 結果顯示，當公司績效以 *ROA*、*EPS* 與公司相對於產業中位數的 *Tobin's Q* 衡量時，後代接班家族企業(*SUCC*)對公司績效皆有顯著的負向影響，此結果基本上與前述主要實證發現相符，故仍支持假說一之推論。然而，當本研究考慮到政治關係的中介影響時，發現交乘項 *SUCC*POLITICAL* 對公司績效的影響，僅於 *ROA* 與 *Industry_Q* 模型中呈顯著正相關，但於 *ROE* 與 *EPS* 則未產生顯著影響，表示當後代接班家族企業具有政治關係時，對於公司的資產報酬率與相對於產業的市場價值皆有明顯正向的影響，是故假說二在不同績效衡量指標下，大致上仍獲支持¹⁵。由於表 9 敏感性測試所呈現之主要測試變數結果仍多與表 4、表 5 一致，亦即 *SUCC* 與績效衡量指標負相關，交乘項 *SUCC×POLITICAL* 呈現正相關，因此，本研究認為此一敏感性測試仍具穩健性。

¹⁴ 本研究使用產業中位數 *Tobin's Q* 而非產業平均數 *Tobin's Q*，其主要原因在於中國大陸各產業間的公司績效分配差異甚大，且多為右偏分佈型態，故使用平均數 *Tobin's Q* 容易受到極端值所影響。因此本研究採用同產業的中位數 *Tobin's Q* 作為衡量基準，藉此減少可能產生的衡量偏差。

¹⁵ 若干控制變數在會計基礎指標(*ROA*、*ROE* 及 *EPS*)迴歸下與市場績效指標之 *Tobin's Q* 及 *Industry_Q* 迴歸下卻有係數符號不一致之情況，可能是因為財務會計控制變數對會計績效指標與對市場基礎之績效指標之關聯不盡相同，因此無法完全捕捉市場績效與價值之變化。過去研究亦有發現相同控制變數對會計績效指標與對市場績效指標之影響方向呈現不一致者(Yeh et al., 2001; 吳先聰、劉星, 2012; 呂素蓮等, 2013; 王竹泉等, 2017; 郭翠菱、王志洋, 2017)，例如負債比率對公司的 *ROA* 或 *EPS* 產生顯著負向影響，但是對市場績效指標卻產生顯著正向影響(王竹泉等, 2017)，公司規模對 *ROA* 等會計績效指標有顯著正向影響，卻對市場績效指標有負向影響(Yeh et al., 2001; 吳先聰、劉星, 2012)。

表 9：使用不同公司績效衡量指標實證結果

Dependent Variable	ROA		ROE		EPS		Industry_Q	
	Cof.	Cof.	Cof.	Cof.	Cof.	Cof.	Cof.	Cof.
<i>INTERCEPT</i>	-0.0372 (-0.39)	-0.0201 (-0.20)	-0.1036 (-0.60)	-0.0729 (-0.40)	-2.9805*** (-9.56)	-2.9478*** (-9.47)	2.3904*** (5.42)	2.5201 (5.67)
<i>SUCC</i>	-0.0126*** (-4.15)	-0.0081** (-2.19)	0.0026 (0.09)	0.0319 (0.62)	-0.0907*** (-4.31)	-0.0970*** (-4.02)	-0.1244** (-2.29)	-0.1342* (-1.87)
<i>POLITICAL</i>		0.0062*** (2.61)		0.0175** (2.01)		0.0174 (0.99)		0.0746 (0.30)
<i>SUCC*POLITICAL</i>		0.0102* (1.66)		-0.0673 (-1.18)		0.0169 (0.39)		0.0324** (2.03)
<i>LEV</i>	-0.0966 (-7.58)	-0.0985*** (-7.75)	0.0268 (0.37)	0.0290 (0.39)	-0.9562*** (-15.84)	-0.9557*** (-15.85)	0.8174*** (7.91)	0.8216*** (7.95)
<i>SIZE</i>	0.0073 (1.63)	0.0069 (1.53)	0.0120 (1.45)	0.0105 (1.18)	0.1782*** (11.16)	0.1772*** (11.10)	-0.1669*** (-7.4)	-0.1713*** (-7.55)
<i>DUAL</i>	-0.0010 (-0.44)	-0.0010 (-0.40)	0.0147 (0.94)	0.0155 (0.96)	0.0262 (1.50)	0.0261 (1.49)	-0.1159*** (-3.22)	-0.1162*** (-3.22)
<i>AGE</i>	0.0007 (0.96)	0.0007 (0.98)	0.0012 (1.55)	0.0013 (1.57)	-0.0005 (-0.33)	-0.0005 (-0.33)	0.0166*** (8.13)	0.0166*** (8.14)
<i>BOARDSIZE</i>	-0.0011 (-0.92)	-0.0013 (-1.04)	-0.0031 (-1.15)	-0.0032 (-1.20)	-0.0071 (-0.95)	-0.0081 (-1.08)	0.0084 (0.74)	0.0044 (0.39)
<i>BIGHOLD</i>	0.0538*** (3.96)	0.0518*** (3.96)	0.1120*** (6.53)	0.1130*** (6.53)	0.3490*** (5.58)	0.3465*** (5.53)	0.1025 (0.96)	0.1107 (1.04)
<i>YEAR</i>	省略	省略	省略	省略	省略	省略	省略	省略
<i>INDUSTRY</i>	省略	省略	省略	省略	省略	省略	省略	省略
<i>Adj. R²</i>	11.06%	10.76%	4.06%	4.34%	20.44%	20.48%	9.19%	9.30%
<i>N</i>	2,645	2,645	2,645	2,645	2,645	2,645	2,645	2,645

a. 變數說明：*ROA*=稅後淨利/平均總資產；*ROE*=稅後淨利/平均股東權益；*EPS*=年底每股盈餘；*Industry_Q*=公司當年度 Tobin's Q-當年度同產業中位數 Tobin's Q；*SUCC*=當家族創辦人已經完全離開企業的董事會或是管理階層，公司決策事項完全交由後代接班人管理之家族企業，令為 1，否則為 0；*POLITICAL*=若該公司董事或管理階層現在或過去有擔任過相關政治職務者，則令為 1，否則為 0；*LEV*=負債比率；*SIZE*=公司總資產取自然對數；*DUAL*=董事長兼任總經理之企業則令為 1，否則為 0；*AGE*=公司成立年齡；*BOARDSIZE*=董事會規模；*BIGHOLD*=家族股東最大持股數。

b. ()內為 t-statistic。***, **, *分別表示 1%、5%、10%顯著水準(雙尾檢定)。

資料來源：本研究整理

(五) 使用同產業與公司規模樣本配對結果

本研究除了採用 pooling 迴歸，亦另以樣本配對方式進行迴歸分析，以確認前述主要實證結果是否係由公司規模與產業特性所致。由後代接班與非由後代接班家族企業之樣本配對，係以規模(總資產)及產業別進行配對¹⁶，每個後代接班家族企業觀察值配對至多 2 家非後代接班家族企業觀察值，故本研究樣本原 2,645 個觀察值，可配對選出 645 筆觀察值，其中包括 215 筆後代接班之觀察值與 430 筆非由後代接班之觀察值，以此配對樣本重行測試假說。此外，為了跟主要實證樣本的 *SUCC* 區隔，將此處的 *SUCC* 另命名為 *SUCC_Match*。由表 10 之配對樣本迴歸結果知，*SUCC_Match* 變數與 *SUCC_Match*POLITICAL* 之交乘項係數值分別為-0.0871 與 0.1204，且分別達 10%與 1%雙尾檢定之顯著水準，顯示家族企業在下一代接班之後，會有較差的公司績效，然而，後代接班家族企業若擁有政治關係則有助其績效提升。是故，使用配對樣本控制產業與規模的影響後，後代接班的績效差距以及政治關係帶來的績效差距仍存在，故重測結果皆與主要測試結果相符。

表 10：使用同產業與規模配對之實證結果

Dependent Variable= <i>Tobin's Q</i>			
<u>Variables</u>	<u>Expected Sign</u>	<u>Coefficient</u>	<u>Coefficient</u>
<i>INTERCEPT</i>	+/-	6.1777*** (8.36)	3.3087*** (10.92)
<i>SUCC_Match</i>	-	-0.0871* (-1.78)	-0.0606** (-2.09)
<i>POLITICAL</i>	+		0.0638** (2.28)
<i>SUCC_Match*POLITICAL</i>	+		0.1204*** (2.76)
<i>LEV</i>	+/-	0.5228*** (3.23)	-0.0727 (-1.05)
<i>SIZE</i>	+	-0.2007*** (-5.71)	-0.0387** (-2.55)
<i>DUAL</i>	-	-0.1482*** (-2.70)	-0.0063 (-0.28)
<i>AGE</i>	+	0.0101**	0.0011

¹⁶ 本研究配對方法係以公司規模(總資產)及產業別進行配對，按年度將全部家族樣本依照產業別先進行公司規模排序，之後，再選取與後代接班樣本規模最相近之非後代接班樣本，若無，則為未配對樣本。

		(2.37)	(0.83)
	+	0.0005	-0.0074
<i>BOARDSIZE</i>		(0.03)	(-0.96)
	+	0.4817***	0.2031***
<i>BIGHOLD</i>		(2.79)	(2.92)
<i>YEAR</i>		省略	省略
<i>INDUSTRY</i>		省略	省略
<i>Adj. R²</i>		21.40%	59.26%
<i>N</i>		645	645

a. 變數說明：*Tobin's Q*=[當年度流通在外股數×當年度收盤價]+負債總額 / 資產總額；*SUCC_Match*=在配對樣本中，當家族創辦人已經完全離開企業的董事會或是管理階層，公司決策事項完全交由後代接班人管理之家族企業，令為 1，否則為 0；*POLITICAL*=若該公司董事或管理階層現在或過去有擔任過相關政治職務者，則令為 1，否則為 0；*LEV*=負債比率；*SIZE*=公司總資產取自然對數；*DUAL*=董事長兼任總經理之企業則令為 1，否則為 0；*AGE*=公司成立年齡；*BOARDSIZE*=董事會規模；*BIGHOLD*=家族股東最大持股數。

b. ()內為 t-statistic。***, **, *分別表示 1%、5%、10%顯著水準(雙尾檢定)。

資料來源：本研究整理

(六) 家族後代接班前後對公司績效之影響

前述模型係以由後代接班家族企業與非由後代接班家族企業為樣本進行實證分析，然而，為了瞭解家族企業後代接班前後對於自己績效的影響，本研究援以樣本中後代接班家族企業進行前後期比較。首先，將 59 間後代接班家族企業進行接班前後期¹⁷各變數的平均數比較，藉此觀察期間分群後各變數是否存在差異。其結果如表 11 之 Panel A 所述，家族後代接班前的 *Tobin's Q* 值(1.2742)顯著大於家族後代接班後的 *Tobin's Q* 值(1.0329)，並達 10%顯著水準。其它控制變數並未因為家族後代接班前後而產生明顯的差異，由此可知，家族後代接班後，在財務槓桿、公司規模、股權結構等部份皆未產生明顯的變化。

再者，本研究針對這 59 間由後代接班之家族企業進行迴歸模型檢測。為了凸顯後代接班前後的績效差異，本文採用兩組樣本：(1)後代接班家族企業，接班前一年的 59 筆樣本觀察值，本研究把該群樣本視為控制組；(2)後代接班家族企業於接班後一年的 59 筆樣本觀察值，則該群樣本為實驗組。樣本數共計 118 筆進行敏感性分析。其中，*SUCCPOST* 為接班後虛擬變數，若家族創辦人離開企業的董事會或是管理階層，公司決策事項完全交由後代接班人管理之後

¹⁷ 家族後代接班前主要是以後代接班前一年(t-1)為主，而家族後代接班後則係以後代接班後一年(t+1)為主。

一年者，則設為 1；若屬前一年者，則設為 0。實證結果如表 11 之 Panel B 所示，*SUCCPOST* 的係數為負，且達 5%的顯著水準，由此可見，在接班後一年，由後代接班對企業績效呈現顯著負向影響，接班家族企業本身的績效確實在接班前後有明顯差距，故假說一仍獲實證支持。

表 11：家族後代接班前後對公司績效之影響

Panel A 家族後代接班前後期各變數平均數比較(n=59)				
<u>Variables</u>	<u>家族後代接班前</u>	<u>家族後代接班後</u>	<u>t-statistic</u>	
<i>Tobin's Q</i>	1.2742	1.0329	1.63*	
<i>LEV</i>	0.3954	0.4054	-0.28	
<i>SIZE</i>	21.1259	21.2382	-0.83	
<i>DUAL</i>	0.3484	0.3787	-0.35	
<i>AGE</i>	10.5	12.5	-0.98	
<i>BOARDSIZE</i>	8.4696	8.5454	-0.29	
<i>BIGHOLD</i>	0.4327	0.4394	-0.24	

Panel B 家族後代接班前後期對公司績效影響之實證結果				
Dependent Variable= <i>Tobin's Q</i>				
<u>Variables</u>	<u>Expected Sign</u>	<u>Coefficient</u>	<u>t-statistic</u>	<u>p-value</u>
<i>INTERCEPT</i>	+/-	6.2543***	3.15	0.0020
<i>SUCCPOST</i>	-	-0.2163**	-2.17	0.0320
<i>LEV</i>	+/-	0.6926	1.39	0.1660
<i>SIZE</i>	+	-0.2589**	-2.52	0.0130
<i>DUAL</i>	-	-0.1561	-1.35	0.1790
<i>AGE</i>	+	0.0130	1.43	0.1540
<i>BOARDSIZE</i>	+	0.0530*	1.66	0.1000
<i>BIGHOLD</i>	+	0.6443*	1.75	0.0830
<i>YEAR</i>		省略		
<i>INDUSTRY</i>		省略		
<i>Adj. R²</i>		32.60%		
<i>N</i>		118		

a. 變數說明：*Tobin's Q*=[當年度流通在外股數×當年度收盤價]+負債總額 / 資產總額；*SUCCPOST*=當家族創辦人離開企業的董事會或是管理階層，公司決策事項完全交由後代接班人管理後一年者，令為 1，否則為 0；*LEV*=負債比率；*SIZE*=公司總資產取自然對數；*DUAL*=董事長兼任總經理之企業則令為 1，否則為 0；*AGE*=公司成立年齡；*BOARDSIZE*=董事會規模；*BIGHOLD*=家族股東最大持股數。

b. ***, **, *分別表示 1%、5%、10%顯著水準(雙尾檢定)。

資料來源：本研究整理

(七) 控制公司與年度效果

由於本研究所採用的樣本群為公司-年度樣本觀察值(firm-year observation)，公司特性可能會影響實證結果，應予以控制。在前述迴歸模型中，本研究將原控制產業效果的部份改為控制公司效果，並持續控制年度效果的影響。實證結果如表 12 所呈現，*SUCC* 該變數顯著為負(係數估計值=-0.2456，t 值=-3.96)，交乘項 *SUCC*POLITICAL* 則顯著為正(係數估計值=0.0983，t 值=1.72)，其餘變數符號亦大致相同。由此可知，在控制公司與年度效果之後，假說一與二仍獲支持。

表 12：控制公司與年度效果之實證結果

Dependent Variable= Tobin's Q			
Variables	Expected Sign	Coefficient	Coefficient
<i>INTERCEPT</i>	+/-	7.0565*** (13.34)	7.2123*** (9.85)
<i>SUCC</i>	-	-0.2456*** (-3.96)	-0.1976** (-2.36)
<i>POLITICAL</i>	+		0.0892** (2.42)
<i>SUCC*POLITICAL</i>	+		0.0983* (1.72)
<i>LEV</i>	+/-	0.03082 (0.27)	0.0515 (0.33)
<i>SIZE</i>	+	-0.2504*** (-9.13)	-0.2576*** (-6.95)
<i>DUAL</i>	-	-0.0411 (-0.98)	-0.0381 (-0.78)
<i>AGE</i>	+	0.0101*** (4.17)	0.0104*** (4.26)
<i>BOARDSIZE</i>	+	0.0116 (0.90)	0.0094 (0.63)
<i>BIGHOLD</i>	+	0.4962*** (3.97)	0.5026*** (2.99)
<i>YEAR</i>		省略	省略
<i>FIRM</i>		省略	省略
<i>Adj. R²</i>		28.89%	42.21%
<i>N</i>		2,645	2,645

- a. 變數說明： $Tobin's\ Q = [(當年度流通在外股數 \times 當年度收盤價) + 負債總額] / 資產總額$ ； $SUCC$ =當家族創辦人已經完全離開企業的董事會或是管理階層，公司決策事項完全交由後代接班人管理之家族企業，令為 1，否則為 0； $POLITICAL$ =若該公司董事或管理階層現在或過去有擔任過相關政治職務者，則令為 1，否則為 0； $SUCC \times POLITICAL$ 為 $SUCC$ 與 $POLITICAL$ 之交乘項； LEV =負債比率； $SIZE$ =公司總資產取自然對數； $DUAL$ =董事長兼任總經理之企業則令為 1，否則為 0； AGE =公司成立年齡； $BOARDSIZE$ =董事會規模； $BIGHOLD$ =家族股東最大持股數。
- b. ()內為 t-statistic。***, **, *分別表示 1%、5%、10%顯著水準(雙尾檢定)。

資料來源：本研究整理

伍、結論與建議

本研究以 2007 年至 2012 年在中國上海、深圳交易所掛牌的 A 股為研究對象，首先探討中國家族企業後代接班下對公司績效之影響。家族企業是一種普遍的企業經營型態，中國家族企業深受華人文化影響，大多是由家族創辦人之子女接掌事業(許士軍, 1997)。接班子女若無法繼承創辦人的知識、能力、領導風格與所累積之社會資本，在權力移轉的過程若無法獲得公司其他管理者及員工認同，或接班時因為爭權分產導致衝突與鬥爭，或是排擠掉企業發展所需求的外部專業經理人，將阻礙家族企業長期發展、不利於其經營績效。根據本研究實證結果，家族企業由後代接班對企業績效(Tobin's Q)有負面影響，可見市場普遍認為家族企業由後代接班不利企業成長。

接著，本研究探討由後代接班之家族企業若擁有政治關係，是否相較於無政治關係之家族企業能維持較佳的經營績效。過去研究發現在政府主導性愈強的國家，政治關係對企業發展的影響更為顯著(Faccio, 2006)。中國自改革開放以來實施具中國特色之社會主義經濟政策，其經濟發展受到政府政策強力主導，私營企業為了避免政府部門的干擾及規避其政經環境下的經營風險以及獲取競爭優勢、提高企業聲望，一向非常重視政治關係，企業主參與政治的情況也相當高。中國家族企業依賴親緣、血緣、社會網絡與信任關係積累資本，並且依賴這些關係進行對企業的管理與經營，透過人際網絡帶來經濟資源與效益。在以「關係」為主的政治和社會結構中，政治資源與社會資源等外在資源會成為影響企業發展的因素。因此，本研究認為家族企業將會有更強的動機利用政治人脈，並透過政治關係為公司爭取更多取得經濟資源與競爭優勢，同時也有助於協調及化解與家族其他成員在接班過程中的衝

突，進而鞏固其領導，於下一代接班後較能維持其競爭優勢與經營績效。

本研究為首篇探討中國家族企業接班與政治關係對公司績效影響的研究，由於現存文獻針對家族企業接班的議題仍有討論空間，且目前國內外研究對於政治關係與公司績效之關聯尚未達成一致之結論，本研究實證結果可彌補這類文獻之不足。在研究限制的部分，本研究採用手工方式蒐集資料，在蒐集家族企業接班與政治關係相關資料的過程中，若干公司未能完全揭露所有項目，將影響樣本之完整性，致使本文樣本涵蓋範圍受限。其次，本文樣本僅限於家族企業，並未涵蓋非家族企業，故本文針對政治關係之結論無法推論至非家族企業，建議未來研究可以比較分析家族與非家族企業的政治連結對績效之影響。此外，本研究所定義之家族後代接班主要是家族創辦人已經完全離開企業的董事會或是管理階層，公司決策事項交由具有親緣及血緣後代接班人管理時，才屬於後代接班家族企業。目前，在中國家族企業中，家族接班主要還是傳承給具有血緣、親緣關係之後代晚輩，鮮少由外部專業經理人接班，由於僅有 13 家公司將企業交由外部經理人接班，佔全部樣本公司家數約 1.6%，樣本數稀少，故未針對此一議題加以討論，未來若能取得充足之外部專業經理人接班家族企業之樣本時，則可比較分析家族企業內外部接班之差異與影響。最後，本研究僅以在中國上海、深圳上市的 A 股作為取樣來源，A 股主要參與者為中國境內投資者，然而上海及深圳交易所亦有發行 B 股，其參與者為境外投資人，以 A 股和 B 股將國內及國外投資人分成兩個市場是中國證券市場的特色，建議未來研究可納入 B 股為樣本，以瞭解境外投資人對中國家族企業與政治關係之反應。

參考文獻

- 王竹泉、段丙蕾、王苑琢、陳冠霖，2017，「資產錯配、資產專用性與公司價值—關於營業活動重分類的視角」，中國工業經濟，2017年第3期：120~138。(Wang, Z. Q., Duan, B. L., Wang, Y. Z., and Chen, G. L., 2017, “Capital Misallocation, Asset Specificity, and Firm Value—Based on the Perspective of Reclassification of Business Activities,” **China Industrial Economics**, Vol. 2017, No. 3, 120-138.)
- 王慶文、吳世農，2008，「政治關聯對公司業績的影響—基於中國上市公司政治影響力指數的研究」，中國第七屆實證會計國際研討會論文集。(Wang, C. and Wu, S., 2008, “Political Connection and Firm Performance—A Study Based on Chinese Listed Firms’ Political Influence Index,” **Proceedings of the Seventh Positive Accounting Theory Conference**, Chengdu, China.)
- 王憶紅，2016，「繼承者們爭產不利股價」，自由時報，2月22日，<http://news.ltn.com.tw/news/business/paper/960441>, accessed on July 30, 2016. (**Liberty Times Net**, 2016, “Battles of Fortune among Successors Harm Share Prices,” <http://news.ltn.com.tw/news/business/paper/960441>, accessed on July 30, 2016.)
- 田國強，2001，「一個關於轉型經濟中最優所有權安排的理論」，經濟學季刊，1卷1期：45~70。(Tain, G., 2001, “A Theory of Ownership Arrangements and Smooth Transitional to A Free Market Economy,” **China Economic Quarterly**, Vol. 1, No. 1, 45-70.)
- 余明桂、潘紅波，2008，「政治關係，制度環境與民營企業銀行貸款」，管理世界，8期：9~21。(Yu, M., and Pan, H., 2008, “The Relationship between Politics, Institutional Environments and Private Enterprises’ Access to Bank Loans,” **Management World**, Vol. 2008, No. 8, 9-21.)
- 吳先聰、劉星，2012，「機構投資者異質性與公司業績」，中國會計與財務研究，14卷3期：1~25。(Wu, X. and Liu, X., 2012, “Heterogeneity of Institutional Investors and Firm Performance,” **China Accounting and Finance Review**, Vol. 14, No. 3, 1-25.)
- 呂素蓮、李國榮、蔡柏彥，2013，「公司治理對經營績效之影響：以台灣與大陸市場為例」，中原企管評論，11卷2期：79~104。(Lu, S. L., Lee, K. J., and Tsai, B. Y., 2013, “The Effects of Corporate Governance on a Firm’s Performances: Evidence from Taiwan and China Market,” **Chung Yuan Management Review**, Vol. 11, No. 2, 79-104.)
- 周淑卿、吳欽杉、陳安琳，2004，「電子資訊產業與非電子資訊產業之研究發展支出、股權結構與公司績效之關聯性研究」，台北科技大學學報，37之2期：267~288。

- (Chou, S. C., Wu, C. S., and Chen, A. L., 2004, "The Research Expenditure, Ownership Structure and Performance Consequences-Empirical Evidence from Electric and Non-electric Industries," **Journal of National Taipei University of Technology**, Vol. 37-2, 267-288.)
- 官月緞，2002，中國大陸下市緩衝機制與盈餘管理之實證研究，政治大學會計學系博士學位論文。(Guan, Y. D., 2002, **An Empirical Study of the Chinese Delisting Buffer Mechanism and Earnings Management**, Ph. D. Dissertation, National Chengchi University.)
- 林宛瑩、汪瑞芝、游順合，2012，「研發支出、內部董事與經營績效」，會計審計論叢，2 卷 1 期：61~90。(Lin, W. Y., Wang, J. C., and Yu, S. H., 2012, "R&D, Insider Board Members and Firm Performance," **Review of Accounting and Auditing Studies**, Vol. 2, No. 1, 61-90.)
- 金成隆、紀信義、林裕凱，2005，「強制性財務預測與法人說明會關聯性之研究」，管理學報，22 卷 5 期：629~651。(Chin, C. L., Chi, H. Y., and Lin, Y. K., 2005, "Manadated Financial Forecast and Conference Calls," **Journal of Management and Business Research**, Vol. 22, No. 5, 629-651.)
- 金昌民，2004，公司治理在家族企業之應用宏傳電子股份有限公司實例探討，台灣大學會計學研究所碩士論文。(Chin, C. M., 2004, **Corporate Governance in Family-owned Businesses: A Study on Well Communication Corporation**, Master Thesis, National Taiwan University.)
- 姚姍姍，2014，「政治關聯與財務困境恢復—基於 ST 上市公司摘帽的實證研究」，兩岸金融季刊，2 卷 2 期：29~44。(Yao, S. S., 2014, "Political Connections and Financial Distress Recovery: Based on ST Firms Uncapped Empirical Study," **Quarterly Journal of Cross-Strait Finance**, Vol. 2, No. 2, 29-44.)
- 姜躍龍，2008，「具有政府背景的高管繼任影響公司價值嗎?托賓 Q 值視角下的解讀」，中山大學研究生學刊，29 卷 1 期：82~89。(Jiang, Y. L., 2008, "Does Politically Connected Top Managers Affect Firm Values? From the Perspective of Tobin's Q," **Journal of the Graduates Sun Yat-Sen University**, Vol. 29, No. 1, 82-89.)
- 胡旭陽，2006，「民營企業家的政治身份與民營企業的融資便利—以浙江省民營百強企業為例」，管理世界，5 期：107~113。(Hu, S., 2006, "Private Entrepreneur's Political Position and Firm Financing Convenience: Evidence from top 100 Private Firms of Zhejiang Province," **Management World**, Vol. 5, 107-113.)
- 范揚松，1987，「家族企業的病理分析」，現代管理月刊，126 卷：16~38。(Fan, Y. S., 1987, "Pathological Analyses of Family Owned Firms," **Modern Management**

- Monthly, Vol. 126, 16-38.)
- 孫錚、劉鳳委、李增泉，2005，「市場化程度，政府干預與企業債務期限結構」，經濟研究，5期：52~63。(Sun, Z., Liu, F., Li, Z., 2005, "Market Development, Government Influence and Corporate Debt Maturity Structure," **Economic Research Journal**, No. 5, 52-63.)
- 秦歲民，2002，「對我國家族企業人才管理機制的探索」，重慶交通學院學報，4期：27~27。(Qin, S. M., 2002, "Inquiry into Personnel Administration of China's Household Corporations," **Journal of Chongqing Jiaotong University**, No. 4, 27-27.)
- 翁慈青、紀信義，2014，「董事會政治背景與企業信用風險之關係」，證券市場發展季刊，26卷2期：43~90。(Weng, T. C. and Chi, H. Y., 2014, "Political Connection and Credit Risk," **Review of Securities and Futures Markets**, Vol. 26, No. 2, 43-90.)
- 許士軍，1997，「家族主義、專業主義與創業-以華人企業為背景的探討」，管理評論，16卷1期：1~9。(Hsu, S. C., 1997, "Familism, Professionalism and Entrepreneurship-in the Perspective of Chinese Business Firms," **Management Review**, Vol. 16, No. 1, 1-9.)
- 許士軍、陳光中，1989，台灣家族企業發展與家族結構關係。行政院國家科學委員會專題研究報告。(Hsu, S. C. and Chen, G. C., 1989, **The Development of Taiwanese Family Firms and its Relation with Family Structure**, Ministry of Science and Technology Research Project.)
- 陳泰和，2001，台灣家族企業接班人選擇因素之研究－以『交易成本』、『信賴機制』、『網絡關係』之觀點探討，國立臺灣大學國際企業學研究所碩士學位論文。(Chen, T. H., 2001, **Theoretical and Empirical Study on Selection Factors of Taiwan Family Business Successor**, Master Thesis, National Taiwan University.)
- 梁瑋鈞，2011，華人家族主義如何影響家族企業：一項雙元系絡的觀點，元智大學管理學院博士學位論文。(Liang, W. C., 2011, **How Does Chinese Familism Influence Family Business: A Perspective of Dual-contextual System**, Ph. D. Dissertation, Yuan Ze University.)
- 郭翠菱、王志洋，2017，「公司治理如何影響家族企業之績效？長期縱貫分析」，會計評論，64期：61~111。(Kuo, T. L., and Wang, C. Y., 2017, "How Does Corporate Governance Affect the Performance of Family Businesses? A Long-term Longitudinal Analysis," **Journal of Accounting Review**, Vol. 64, 61-111.)
- 張慧芳，1995，領導者與部屬間信任格局的決定要素與行為效果之探討，台灣大學心理學研究所碩士學位論文。(Zhang, H. F., 1995, **The Determinants of Trust and the Implications of Trust for Leadership and Job-satisfaction**, Master Thesis, National Taiwan University.)

- 張簡麗萍，2006，內部人持股比例變動與經營績效關聯性之研究，國立臺北大學會計學系碩士論文。(Chang Chien, L. P., 2006, **An Empirical Study on the Relationship between Changes in Insider's Ownership and Corporate Performance in Taiwan**, Master Thesis, National Taipei University.)
- 黃光國，1999，「華人的企業文化與生產力」，應用心理學研究，1 卷：163~185。(Hwang, K. K., "Business Culture and Productivity of Chinese Enterprises," **Research in Applied Psychology**, Vol. 1, 163-185.)
- 黃湘綺，1995，家族企業與盈餘操縱現象的關連性研究，中正大學會計學研究所碩士學位論文。(Huang, S. C., 1995, **Family Business and Earnings Manipulation**, Master Thesis, National Chung Cheng University.)
- 楊國樞，1995，「家族化歷程、泛家族主義、及組織管理」，台灣與大陸的企業文化及人力資源管理研討會論文集。(Yang, K. S., 1995, "Familization, Pan-familism, and Organization Management," **Proceedings of Business Culture and Human Resource Management Conference**, Taipei, Taiwan.)
- 楊蕉囊，1990，所有權結構與公司價值間關係之研究，中山大學企業管理研究所碩士學位論文。(Yang, J. Y., 1990, **Ownership Structure and Firm Value**, Master Thesis, National Sun Yat-sen University.)
- 董明，2001，「關於溫州市民營企業家政治參與的調查」，國家行政學院學報，3 月號：86~89。(Tung, M., 2001, "A Survey of Political Involvement of Entrepreneurs in Wenzhou City," **Journal of China National School of Administration**, March, 86-89.)
- 褚先忠譯，荒和雄著，1995，家族企業的優勢與劣勢，初版，台北：建宏出版社。(Chu, S. C., Translator, Ara K., Author, **Strength and Weakness of Family Firms**, 1st, Taipei, Chien Hong Publisher.)
- 蔡國裕，2006，「中國大陸的私營企業：定義、屬性、地位與特點」，展望與探索，4 卷 9 期：36~49。(Tsai, K. Y., 2016, "Private Firms in China: Definition, Attribute, Status, and Feature," **Prospect & Exploration**, Vol. 4, No. 9, 36-49.)
- 鄭伯壘、周麗芳、樊景立，2000，「家長式領導：三元模式的建構與測量」，本土心理學研究，14 期：3~64。(Cheng, B. S., Chou, L. F., and Farh, J. L., 2000, "A Triad Model of Paternalistic Leadership: Constructs and Measurement," **Indigenous Psychological Research in Chinese Societies**, Vol. 14, 3-64.)
- 鍾喜梅、林佳慧，2009，「家族集團接班資源與角色鑲嵌關係：網絡觀點之初探」，組織與管理，2 卷 2 期：155~195。(Chung, H. M. and Lin, C. H., 2009, "The Relationship between Succession Resources and Role Embeddedness in Family Business Group: A Network Perspective," **Organization and Management**, Vol. 2, No. 2, 155-195.)

- 羅黨論、唐清泉，2009，「中國民營上市公司制度環境與績效問題研究」，經濟研究，2 期：106~118。(Luo, D. and Tang, Q., 2009, “A Research on Institutional Environment and Performance of Chinese Listed Firms,” **Economic Research**, Vol. 2, 106-118.)
- 羅黨論、劉曉龍，2009「政治關係、進入壁壘與企業績效—來自中國民營上市公司的經驗證據」，管理世界，5 期：97~106。(Luo, D. and Liu, X., 2009, “Political Connections, Industry Access Restrictions, and Firm Performance,” **Management World**, No. 5, 97-106.)
- 嚴奇峰，1994，「台灣傳統家族企業極端共存組織現象之探討-系統隱態觀點」，管理評論，13 卷 1 期：1~22。(Yen, G. F., 1994, “Bipolar Coexistence of Traditional Taiwanese Family Enterprises: A Perspective of System Stability,” **Management Review**, Vol. 13, No. 1, 1-22.)
- 蘇承桂，1993，台灣家族企業傳承之研究--第二代企業之傳承條件與組織類型之關係，中原大學企業管理研究所碩士學位論文。(Su, C. G., 1993, **The Study of Business Inheritance of Taiwan Family Enterprises—The Relationship Between Inheritance Conditions of the Second Generation Entrepreneurs and the Inheriting-organizational Patterns**, Master Thesis, Chung Yuan Christian University.)
- Adhikari, A., Derashid, C., and Zhang, H., 2006, “Public Policy, Political Connections, and Effective Tax Rates: Longitudinal Evidence from Malaysia,” **Journal of Accounting and Public Policy**, Vol. 25, No. 5, 574-595.
- Agrawal, A. and Knoeber, C. R., 2001, “Do Some Outsider Directors Play A Political Role?,” **Journal of Law and Economics**, Vol. 44, No. 1, 179-199.
- Amran, N. A. and Ahmad, A. C., 2010, “Family Succession and Firm Performance among Malaysian Companies,” **International Journal of Business and Social Science**, Vol. 1, No. 2, 193-203.
- Anderson, R. and Reeb D., 2003, “Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500,” **Journal of Finance**, Vol. 58, No. 3, 1301-1328.
- Appleton, S., Song, L., and Xia, Q., 2005, “Has China Crossed the River? The Evolution of Wage Structure in Urban China During Reform and Retrenchment,” **Journal of Comparative Economics**, Vol. 33, No. 4, 644-663.
- Arregle, J., Hitt, M. A., Sirmon, D. G., and Very, P., 2007, “The Development of Organizational Social Capital: Attributes of Family Firms,” **Journal of Management Studies**, Vol. 44, No. 1, 73-95.
- Beneish, M. D. and Press, E., 1995, “The Resolution of Technical Default,” **The Accounting Review**, Vol. 70, No. 2, 337-353.

- Bennedsen, M., Nielsen, K. M., Perez-Gonzalez, F., and Wolfenzon, D., 2007, "Inside the Family Firm: the Role of Families in Succession Decisions and Performance," **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 122, No. 2, 647-691.
- Bennedsen, M., Fan, J. P. H., Jian, M., and Yeh, Y. H., 2015, "The Family Business Map: Framework, Selective Survey, and Evidence from Chinese Family Firm Succession," **Journal of Corporate Finance**, Vol. 33, 212-226.
- Bertrand, M., Johnson, S., Samphantharak, K., and Schoar, A., 2008, "Mixing Family with Business: A Study of Thai Business Groups and the Families Behind Them," **Journal of Financial Economics**, Vol. 88, No. 3, 466-498.
- Bloom, N. and Van Reenen, J., 2007, "Why Do Management Practices Differ Across Firms and Countries?," **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 24, No. 1, 203-224.
- Boubakri, M., Cosset, J. C., and Saffar, W., 2008, "Political Connections of Newly Privatized Firms," **Journal of Corporate Finance**, Vol. 14, No. 5, 654-673.
- Chan, K. H., Lin, K. Z., and Mo, P. L., 2006, "A Political-economic Analysis of Auditor Reporting and Auditor Switches," **Review of Accounting Studies**, Vol. 11, No. 1, 21-48.
- Chaney, P. K., Faccio, M., and Parsley, D., 2011, "The Quality of Accounting Information in Politically Connected Firms," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 51, No. 1-2, 58-76.
- Chen, C. J., Li, P., Su, Z. X., and Sun, Z., 2011, "Rent-seeking Incentives, Corporate Political Connections, and the Control Structure of Private Firms: Chinese Evidence," **Journal of Corporate Finance**, Vol. 17, No. 2, 229-243.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L. H. P., 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," **Journal of Finance Economics**, Vol. 58, No. 1-2, 81-112.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., and Lang, L. H. P., 2002, "Disentangling the Incentives and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," **Journal of Finance**, Vol. 57, No. 6, 2741-2771.
- Cucculelli, M. and Micucci, G., 2008, "Family Succession and Firm Performance: Evidence from Italian Family Firms," **Journal of Corporate Finance**, Vol. 14, No. 1, 17-31.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., and Ellstrand, A. E., 1999, "Number of Directors and Financial Performance: A Meta-analysis," **Academy of Management Journal**, Vol. 42, No. 6, 674-686.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., and Sweeney, A. P., 1996, "Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the

- SEC,” **Contemporary Accounting Research**, Vol. 13, No. 1, 1-36.
- Demsetz, H. and Lehn, K., 1985, “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences,” **Journal of Political Economy**, Vol. 93, No. 6, 1155-1177.
- Drope, J. M. and Hansen, W. L., 2004, “Purchasing Protection? The Effect of Political Spending on U.S. Trade Policy,” **Political Research Quarterly**, Vol. 57, No. 1, 27-37.
- Duchin, R. and Sosyura, D., 2012, “The Politics of Government Investment,” **Journal of Financial Economics**, Vol. 106, No. 1, 24-48.
- Eccles, R. G. and Pyburn, P. J., 1992, “Creating A Comprehensive System to Measure Performance,” **Management Accounting**, Vol. 74, No. 4, 41-44.
- Faccio, M., 2006, “Politically Connected Firms,” **The American Economic Review**, Vol. 96, No. 1, 369-386.
- Fan, J. P. H., Wong, T. J., and Zhang, T., 2007, “Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China’s Newly Partially Privatized Firms,” **Journal of Financial Economics**, Vol. 84, No. 2, 330-357.
- Fan, J. P. H., Wong, T. J., and Zhang, T., 2012, “Institutions and Organizational Structure: the Case of State-owned Corporate Pyramids,” **The Journal of Law, Economics, and Organization**, Vol. 29, No. 6, 1217-1252.
- Farh, J. L. and Cheng, B. S., 2000, “A Cultural Analysis of Paternalistic Leadership in Chinese Organizations,” **Management and Organizations in the Chinese Context**, 1st, 84-127. London: Palgrave Macmillan.
- Farh, J. L., Tsui, A. S., Xin, K., and Cheng, B., 1998, “The Influence of Relational Demography and Guanxi: The Chinese Case,” **Organization Science**, Vol. 9, No. 4, 471-488.
- Fisman, R., 2001, “Estimating the Value of Political Connections,” **American Economic Review**, Vol. 91, No. 4, 1095-1102.
- Fukuyama, F., 1995, **Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity**, 1st, New York: Free Press.
- Goldman, E., Rocholl, J., and So, J., 2009, “Do Politically Connected Boards Affect Firm Value?” **Review of Financial Studies**, Vol. 22, No. 6, 2331-2360.
- Gomez-Mejia, L. R., Haynes, K. T., Nunez-Nickel, M. N., Jacobson, K. J. L., and Moyano-Fuentes, J., 2007, “Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills,” **Administrative Science Quarterly**, Vol. 52, No. 1, 106-137.
- Habbershon T. G., Williams, M., and MacMillan, I. C., 2003, “A Unified Systems Perspective of Family Firm Performance,” **Journal of Business Venturing**, Vol. 18,

- No. 4, 451-465.
- Hoffman J., Hoelscher M., and Sorenson, R., 2006, "Achieving Sustained Competitive Advantage: A Family Capital Theory," **Family Business Review**, Vol. 19, No. 2, 135-145.
- Jensen, M. C. and Meckling, W., H. 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure," **Journal of Financial Economics**, Vol. 3, No. 4, 305-360.
- Johnson, S. and Mitton, T., 2003, "Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia," **Journal of Financial Economics**, Vol. 67, No. 2, 351-382.
- Khwaja, A. I. and Mian, A., 2005, "Do Lenders Favor Politically Connected Firm? Rent Provision in An Emerging Financial Market," **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 120, No. 4, 1371-1411.
- Knight, J. and Yueh, L., 2008, "**The Role of Social Capital in the Labour Market in China**," *The Economics of Transition*, Vol. 16, No. 3, 389-414
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A., 1999, "Corporate Ownership Around the World," **Journal of Finance**, Vol. 54, No. 2, 471-517.
- Li, H., M. L., and Zhang. J., 2006, "Why Do Entrepreneurs Enter Politics?," **Economic Inquiry**, Vol. 44, No. 3, 559-578.
- Li, H. B., Meng, L., Wang, Q., and Zhou, L. A., 2008, "Political Connections, Financing and Firm Performance: Evidence from Chinese Private Firms," **Journal of Development Economics**, Vol. 87, No. 2, 283-299.
- Lindenberg, E. B. and Ross, S. A., 1981, "Tobin's Q Ratio and Industrial Organization," **The Journal of Business**, Vol. 54, No. 1, 1-32.
- Lins, K. V., 2003, "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 38, No. 1, 159-184.
- Luk, S. T. K, Fullgrabe, L., and Li, S. C. Y., 1999, "Managing Direct Selling Activities in China: A Cultural Explanation," **Journal of Business Research**, Vol. 45, No. 3, 257-266.
- Miller, D. and Le Breton-Miller, I., 2006, "Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship, and Capabilities," **Family Business Review**, Vol. 19, No. 1, 73-87.
- Perez-Gonzalez, F., 2006, "Inherited Control and Firm Performance," **The American Economic Review**, Vol. 96, No. 5, 1559-1588.
- Ramalho, R., 2007, "**The Persistence of Corruption: Evidence from the 1992 Presidential Impeachment in Brazil**", Manuscript, Washington, DC, World Bank.

- Redding, G. 1990. **The Spirit of Chinese Capitalism**, 2nd, Berlin and New York: Walter de Gruyter.
- Smith, B. F. and Amoako-Adu, B., 1999, "Management Succession and Financial Performance of Family Controlled Firms," **Journal of Corporate Finance**, Vol. 5, No. 4, 341-368.
- Sirmon, D. G. and Hitt, M., 2003, "Managing Resources: Linking Unique Resources, Management and Wealth Creation in Family Firm," **Entrepreneurship Theory and Practice**, Vol. 27, No. 4, 339-358.
- Steier, L., 2001, "Next-generation Entrepreneurs and Succession: An Exploratory Study of Modes and Means of Managing Social Capital," **Family Business Review**, Vol. 14, No. 3, 259-276.
- Tsui, A. S. and Farh, J. L., 1997, "Where Guanxi Matters: Relational Demography and Guanxi in the Chinese Context," **Work and Occupations**, Vol. 24, No. 1, 56-79.
- Villalonga, B. and Amit, R., 2006, "How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value?," **Journal of Financial Economics**, Vol. 80, No. 2, 385-417.
- Wong, S. H. W., 2010, "Political Connections and Firm Performance: the Case of Hong Kong," **Journal of East Asian Studies**, Vol. 10, No. 2, 275-313.
- Wong, Y. H., Leung, T. P. K., Hung, H., and Ngai, E. W. T., 2007, "A Model of Guanxi Development: Flexibility, Commitment and Capital Exchange," **Total Quality Management & Business Excellence**, Vol. 18, No. 8, 875-887.
- Xin, K. K. and Pearce, J. L., 1996, "Guanxi: Connections as Substitutes for Formal Institutional Support," **Academy of Management Journal**, Vol. 39, No. 6, 1641-1658.
- Yeh, Y., Lee, T., and Woidtke, T., 2001, "Family Control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan," **International Review of Finance**, Vol. 2, No. 1-2, 21-48.

作者簡介

翁慈青

國立政治大學會計學研究所博士。現職為逢甲大學會計學系專任副教授。研究領域主要為財務會計、資訊透明度、審計學等。學術論文曾發表於 International Review of Economics and Finance、Journal of Business Research、Pacific-Basin Financial Journal、中山管理評論、管理學報、財務金融學刊、證券市場發展季刊、會計評論、臺大管理論叢、管理與系統等國內外學術期刊。

E-mail: tcweng@fcu.edu.tw

曾家璿

國立政治大學會計學研究所博士。現職為銘傳大學會計學系專任助理教授。研究領域為財務會計、審計學、公司治理等。學術論文曾發表於國內外學術期刊與研討會。

E-mail: chtseng@mail.mcu.edu.tw

鄭雨新

逢甲大學會計學研究所碩士。現職為南山人壽財會專員，工作年資四年，主要工作業務為會計行政。

E-mail: schniel0601@gmail.com