

2010 TOPCO 崇越論文大賞

論文題目：

家族成員角色鑲嵌與分子企業的代理問題：
台灣金融業家族集團之觀察

報名編號： E0063

摘要

家族式經營是台灣企業普遍的治理模式，本研究從代理理論觀點，以台灣家族金融集團為分析對象，探討家族角色鑲嵌對於分子企業代理成本之影響。具有多分子企業與家族控制特徵的家族集團，是討論家族企業治理類型所衍生代理問題的適當場域。研究結果顯示，當分子企業主要決策者具有父子關係，不影響該分子企業的代理成本；分子企業主要決策者為兄弟關係情況時，具有顯著降低該分子企業代理成本之效益，但是如果主要決策者之間具有姻親關係，則會衍生愈高的代理成本。研究結果對於延伸代理理論的討論，具有相當意義與價值。

關鍵字：代理理論、角色鑲嵌、家族企業集團、控制股東衝突

壹、緒論

一、研究背景與動機

台灣的經濟體系主要以中小企業為重心，2008年台灣中小企業家數有123萬4千家，占全體企業的97.64%（經濟部，2009）。台灣之集團企業是由中小企業逐漸擴張所形成，而不論台灣的中小企業或是大型的集團企業大部分都以家族為組成核心，隱含著家族控制的重要性。不論國內外，家族企業是普遍存在的企業組織型態，美國約有80%左右的企業是屬於家族擁有與控制的，雖然其中有80%是小型企業（Kirchhoff and Kirchhoff, 1987），但仍有三分之一強的大型企業仍掌握在家族手中。歐洲則是有75%的中型企業仍由家族所掌控（Anderson and Reeb, 2004；Miller and Le-Breton-Miller, 2005; James, 2006），且在泛中國經濟區域，包括中國大陸、台灣與香港，甚至是東南亞，家族企業都是相當主要且深具經濟貢獻影響力的企業治理類型（鍾喜梅、林佳慧，2009）。

公司治理中的內部監督模式以歐洲大陸以及日本的公司為代表，股權集中、家族控制、與銀行關係密切、交叉持股以及金字塔結構均是內部治理模式的主要特色。在內部治理模式下的利益衝突，主要來自強大控制的大股東以及少數的小股東。以台灣而言，隨著台灣政治經濟的發展，企業的規模快速擴張，其中攸關金融產業發展的「二次金改」政策在2000年前後由政府推動，而促成了幾個大型金控集團的誕生。李宗榮（2010）指出由於這些集團擅於使用金融槓桿的手段，近年來急速擴張，資產規模膨脹迅速，而引來媒體很大注意。絕大部分的金控公司都是由歷史悠久、政商關係良好的家族企業所掌控，台灣的財經雜誌還特別以「吳

吳、辜辜、蔡蔡」，意謂著台灣的幾大金控公司是由少數家族所經營控制。故在台灣金融業由家族控制是很普遍之現象，而家族控制往往會出現交互持股與金字塔結構的控制方式來增加家族資產。

因此在家族控制之下的集團，家族企業在治理上有資訊透明度不足與不對稱的問題存在，控制股東為了保有其對企業的影響力與決策權，可能會制定出危害企業整體發展的決策，也可能對其他少數的小股東的權益造成損害。李宗榮 (2009) 指出由於台灣的市場規模急速擴大，但家族企業仍是主體，到2003年，仍有接近八成的企業具有家族特色，家族力量在台灣市場變遷過程中，仍然是個重要的常數。因此親屬關係之特性也提供關係、親密、信任與責任的這種穩定連帶，進而限定親密、信任與義務之發生局限於親緣關係或準親緣關係 (Yan, 1996)，故家族成員依其關係之不同也會產生不同的利害關係，雖然同屬一個家族中人，也是有親疏之分，因此引發本研究探討在不同的關係之下會衍生出的代理問題高低。

二、問題陳述與研究目的

當企業愈集權時，表示決策權力愈集中在少數核心人物手中，同時代表這些核心人物對於決策有愈高的影響力 (Child, 1973, Fredrickson, 1986)。因此，家族集團的特徵之一，即是權力相當集中在家族成員手中 (Fried, 1953; Amyot, 1973)，尤其是家族的父親或兄長等人物，此種現象被稱為父權主義 (paternalism) (鍾喜梅，2004)。有許多企業主理人間會發生衝突，即在於家族企業的核心決策權仍是掌握在家族成員的手中。控制股東以達到他們的利益最大化為導向，故企業中的小股東的權益不在他們所關切的範圍內，因此小股東的權益是被忽略的。

總而言之，家族與非家族企業成長過程不同之處在於，本土家族企業強調「家族重於企業」，內舉不避親，採用家族成員擔任經理人員，也就是家族凌駕專業。由於重視家族觀念，家族企業主在追求企業成長時必定整合家族成員共同投入(創業)、實際經營(組織決策核心的成員)，並分配組織的資源(如分家)(嚴奇峰，1996)。因此在鑲嵌的概念下，人們會自然與有血緣關係之家人、或是建立在婚姻上所衍生之關係的人以及有相關之背景的人產生互動行為。然而，在互動的過程中，難免因為意見或目標不一致等因素之下而產生利益衝突，而在家族企業中常見家族成員同時任職於企業之中，且隨著關係的不同互動的模式也會有所差異，在華人社會當中，不同關係基礎其實存在不同的角色界定與行為規範 (Yang,

1993; Weidenbaum, 1996; Tusi and Farh, 1997)。因此家人在不同的關係，如父子、兄弟與姻親等關係之下會有不同的角色界定、行為規範與互動模式，若以鑲嵌的角度來看，則表示角色的差異會有不同的互動方式，則可能掌握的資源也就會有所差異 (Granovetter, 1985; Montgomery, 1998)。以家族企業而言，家族成員間的關係之差異也可能造成彼此間的利益衝突，因此家族企業中的控制股東間之所以會產生衝突，最主要的原因便是目標不一致，為了達到各自的利益而產生衝突，進而對企業的所有權與經營權的進行爭奪。

綜合以上討論，家族控制力量對企業決策制定具有不容忽視之影響力，而家族角色關係差異，則可能對代理問題有不同意涵。本研究試圖以代理理論觀點，討論控制股東間的角色鑲嵌，對於代理問題會有何種可能影響。

貳、文獻探討

一、家族集團企業

所謂的家族企業，在定義上均需包含家族、所有權以及控制力等概念，即是一群具有血緣關係所構成的一個企業個體。不管是從不同世代的家族成員對企業的所有權與經營權加以界定 (Ward, 1987)，或是單獨考量家族對企業所有權的掌握 (Miyamoto, 1984)，家族企業與非家族企業的差異，在於家族企業不僅在企業所有權上握有主導權，同時如果家族成員願意參與經營，必然對企業經營握有掌控權 (Kiong, 1996)。因此不僅家族世代接班的企業被定義為家族企業，同時對於自己創業，但是家族成員積極參與企業經營的企業，也應該被定義為家族企業 (鍾喜梅，李琬茜，林立農，2006)。

家族企業的主要特徵，在於少數幾個家族是企業的主要股東，同時也擁有企業的經營權，而該家族中至少有兩位成員(曾經)同時直接涉入企業經營 (Barnes and Herson, 1976; Roseblatt et al., 1985; Stern, 1986)，因此家族企業一方面必須透過董事會席次的取得掌握所有權，同時必須實際經營公司，將經營權傳遞至下一代 (Handler, 1994; 葉匡時與操禮芹, 1996)，才能維持該家族對企業之控制力。當家族對企業所有權與經營權的控制力有所改變時，其對董事會的運作功能，以及企業的經營方向，必然有重大影響。

一個家族事業從生產經營的合作對象到繼承事業的接班人都選擇自己的家

人，家族內的親屬關係與事業的經營相互結合，可說是一種廠商與家庭的結合體。由企業的所有權和經營權兩方面來看，家族企業的家族成員掌握了企業大部份的股權，也大多位居管理的重要職位。研究也指出，在家族成員積極介入管理的家族企業裡，企業表現相對而言是較佳的 (Anderson and Reeb, 2003； Burkart, Panunzi and Shleifer, 2002)，由於家族企業的核心管理階層都是由家族成員所擔任，同一家族所形成的組織結構，在相同的成長背景與價值觀之下，會為共同目標而努力去經營企業。

二、代理理論之相關文獻

(一) 代理理論

代理理論主要的論點是在闡述企業的資源的提供者與使用者之間的契約關係，而企業資源的所有權人即是所謂的主理人 (principal)，然而由主理人委託的專業經理人即是代理人 (agency)。因此主理人與代理人間的關係主要是透過契約來約束並維繫，代理人則必須達成主理人所交付的任務但因為代理人的自利與資訊不對稱等因素，所對主理人做出非理性或逆選擇的決策 (Jensen and Meckling, 1976)；而且當企業規模擴大，為了籌措充足的資金，企業主會將股權釋放，造成外部股權的比率逐漸加重，所有權與經營權分離的現象也會愈來愈明顯。

任何組織間的合作，必定會存在著主理人與代理人間的問題，例如因為代理人的自利因素與資訊上的不對稱，代理人便容易做出違背主理人的理念的決策方針。因此，為了降低此一情形發生的機率，主理人會採取一些對代理人有利的誘因，來促使代理人能夠以創造主理人財富最大化來做為決策的出發點。是故，代理理論是在下列假設前提下，決定一個最有效率的契約，來管理代理關係 (Jensen and Meckling, 1976)：

1. 自利原則：主理人與代理人兩者是基於自利原則，欲使本身利益達到最大化。
2. 資訊不對稱與有限理性：主理人相較於代理人是處於資訊不完全 (incomplete information)的情況下，主理人可能瞭解部份代理人的特質或能力，但未能完全瞭解其所採取行動是否能夠符合主理人欲達到的利益水準。
3. 主理人與代理人之風險偏好差異：假定主理人為中立 (neutral)風險偏好，代理人為趨避 (averse)風險偏好。

4. 績效的不確定性：組織經常因面臨許多隨時間變化且不容易加以預測等不確定環境因素，主理人與代理人均難以管理這些不確定性，是故，代理人的績效是否全為其努力結果，抑或其他因素所造成，並不容易判斷。
5. 資訊是有價格可購的商品：主理人為了對代理人的行為有所瞭解，主理人可以透過各種管道，以獲得代理人行為的相關資訊。

綜合以上所述，代理理論主要是要解決主理人與代理人兩者之間的風險的分攤，在資訊不對稱與在有限理性的前提下，代理人會選擇對己身有利但不一定對主理人有利的決策來執行。因此，代理關係主要是以契約的關係來約束代理人的行為，主理人將任務委託與執行任務的權力賦予代理人，故透過契約來約束代理人的行為避免代理人做出危害主理人利益的決策。

(二) 主理-主理人會造成什麼問題

在已開發國家，企業的所有權與經營權經常是分離的，並且設有法定機制來保障所有人的權益，因此便會造成公司治理上的衝突，也就是所謂的主理－代理人間的衝突（principal-agency conflict），因為在公司經營上，股東跟管理者的理念可能是相互衝突的，股東想要管理者以達到最大利益為經營目標，然而管理者有時在進行決策時，總是有與之目標相衝突的時候（Jensen and Meckling, 1976）。就新興國家而言，新興國家在這種體制下會造在執行上必須付出更多的代價並面臨更多的困難，所以企業在經營上反而是以集中所有權最為常見（Dharwadkar et al., 2000）。但是集中所有權，再加上缺乏有效的外部公司治理機制，反而會造成控制股東與少數股東間更加頻繁的衝突（Morck et al., 2005），因此這種不同主理人間的衝突，進而發展出在公司治理上新觀點，也就是所謂的主理－主理人模型（principal-principal model），也就是指一家企業中控制股東與少數股東間的衝突。（Dharwadkar et al., 2000）。主理－主理人（principal-principal; 以下簡稱PP）衝突的特點即是由於集中所有權與經營權所造成的，而少數股東的權益只能靠著微弱的體制來保護，因此控制股東與少數股東間會產生目標不一致的問題。

根據英美的代理理論種類，主要的代理衝突，也就是主理－代理人（principal-agency; 以下簡稱PA）衝突，係指股東與專業經理人間的衝突。因此，許多公司治理機制主要是要去保障股東與管理者的權益，故公司治理的機制可以分為內部與外部，而內部公司治理機制則包含了董事會的董事、集中所有權與執行

津貼方案，外部的公司治理機制則是指產品市場報酬、人力市場管理與收購上的威脅 (Fama and Jensen, 1983; Demsetz and Lehn, 1985)。然而最佳的治理機制則是結合了內部與外部的各項措施，因為企業的經營時必須考量到的因素有很多，故必然要在內部與外部都設置適宜的公司治理制度來因應主理人與代理人的需求。

(三) 家族治理環境下的主理-主理問題

對於家族企業而言，其總是透過掌控董事席次以取得所有權，其將經營權傳承於後代子孫或是親自掌控 (Handler, 1994; 葉匡時、操禮芹，1996)。從高階經營團隊 (top management team) 中家族成員的比例可以作為家族對企業經營控制力的強弱指標 (鍾喜梅、劉韻僖、葉匡時，2003)。換言之，家族成員透過集團分子公司之所有權與經營權的控制 (擔任董事長與總經理職務)，進而影響集團分子企業之決策。在家族企業治理的環境下，Parsons (1986) 假設現今既有家族參與企業的代理相關問題是較為缺乏的，同樣的，Eisenhardt (1989) 也提到說，家族控制意謂著人與人之間的目標一致，因此減少需要監測的行為或結果則會導致控制動機問題的消失。無論如何，一個家族企業並非全為龐大且同性質的一群人所集結而成，亦非所有的家族事業會具有同一組織的特性或行為 (Sharma, Chrisman, and Chua, 1997)。

而PP衝突在家族持有的企業中包含了以家族成員為主的股東與非家族持有的少數股東，而本研究所探討的PP衝突則是指控制股東間的衝突。因此Young, M. N et al. (2008)指出在以家族為主的企業中，其所呈現的狀況則是，1.家族成員集中在企業的所有權，或是集中所有權在一個家族與其他重要的股東手中；2.家族投資的項目會影響企業的績效；3.以所有權人的角色去參與企業集團；4.企業集團的結構與一般集團會有所差異。因此，在家族控制的集團，在重大決策上大都是由家族成員所制定，且由於企業內的重要職位都是由家族成員擔任，造成內部升遷機制受到侷限進而無法吸引有能力的人才進入企業，所以企業的發展可能也會受到限制。Jensen and Meckling (1976)與Shleifer and Vishny (1997)提到說集中所有權可以使公司有更好的公司治理模式，但以大型家族企業而言，過度的集中所有權，將導致控制股東在進行決策時並不會考量到少數股東的權益，在華人家族經營的企業集團更為明顯。

以東方國家而言，受到環境、文化背景等因素影響，大多偏好以集中所有權

來控管企業，雖然比較沒有在代理方面的問題，但是卻容易發生主理—主理人之間的衝突，以利豐集團為例，馮氏家族內部即發生過兩次內部兩權分離，而家族企業內部兩權分離即是源於所有權與經營權的不對稱分佈所造成企業形成家族股東與家族經理的角色（馮邦彥，2006）。以主理—主理人之間的衝突論之，家族控制股東間若不能共同為企業的利益為前提來做為經營的理念，勢必會削弱了企業在市場上的競爭力，或者是策略執行上的衝突，影響了公司的整體發展。且主理人間可能由於控制權的問題與經營理念上的分歧，而將集團中的公司分割經營，一個集團可能分化成兩家以上的企業經營，將使得企業經營版圖縮小。

三、 家族企業之代理問題

在華人家族成員中之關係主要可以分為垂直連接與水平連結兩種，而垂直連結主要以父子關係為主要探討對象，水平連結關係當中兄弟關係與姻親關係則是兩種相當典型的角色。父子關係代表其具有直系血親之連結關係；兄弟（或姊妹）關係代表彼此有系出同一父親的血緣連結；至於姻親關係，則是代表與另外一個家族聯繫的重要方式（Hamilton and Kao, 1990; 陳柔縉，1999；楊宜音，2000；王宏仁，2001）。所以父子關係、兄弟關係與姻親關係，往往代表不一樣的角色定義，以及後續彼此間的互動方式與信任程度。

（一）家族控制當中為父子關係之因素影響

我國家族企業較重視血緣關係，因而較不易接受外部優秀人才進入家族企業中擔任核心管理階層，Williamson (1976) 跨國研究指出，台灣社會的家庭中普遍對兒子具有強烈的偏好，許士軍 (1997) 指出華人家族主義表現特色之一，在於是華人家族十分重視香火綿延，這樣的家族「綿延」（perpetuation）觀念，主要建立於血統上有人繼承香火。故在華人家族的繼承制度下，家族之創辦人通常會培育自己的下一代進入企業中，並擔任重要決策角色。黃光國 (1999) 年指出華人的傾向於在社會互動中維持地位和權力的差距，華人的權威性格是在傳統社會的父權體制中形成的。因此在中國傳統思維的影響之下，華人傳統的父子關係是父親是具有權威性的，兒子對於父親的任何指示都會去尊重並且依循，所以在華人家族企業中，父子間的傳承是最常見的模式，只有少部分的家族願意將企業的經營權轉讓給外部的專業經理人。

故在家族網絡當中，直系血系往往是最具有代表性的的一種垂直連結（Ward,

1987)。因此在家族企業內部，直系血親所傳遞的專屬性知識，在組織資源的討論上，往往具有依附在個人身上，而非屬於整體企業的特徵 (Carney, 1998; Castanias and Helfat, 1991)。正因為直系血親之間具有難以被其他人關係所取代的情感與知識傳遞意義，因此家族第一代與第二代之間的直系血緣垂直連結，不僅是使家族目標與使命得以延續的一種重要連結方式，同時對第二代來說，是一種深具特殊性與專屬性的資產 (Castanias and Helfat, 1991; Nooteboom, 1993)。因此提出本研究之假說一如下：

H1：同一家族集團企業之中，若其分子企業的主要決策者具有父子關係，其所產生的代理問題愈低。

(二) 家族控制當中為兄弟關係之因素影響

家族成員在董事會的席次與比例，可以反映家族所有權之強弱（鍾喜梅，劉韻僖，葉匡時，2003）。針對華人企業而言，董事長的職位較總經理的職位更具有重要的決策能力（陳泰和，2001；蘇靜怡，2006）。因此，由以上所述可以得知，家族成員任職於集團企業之中，所握有的所有權比例愈高對企業的影響力也相對提高，因此為了取得企業的所有權與經營權，而控制股東為了追求各自的利益而發生衝突，Pfeffer (1981) 指出依賴 (dependence) 是權力重要的來源，更進一步指出組織內可構成權力的多種資源，如金錢、聲望、合法性、獎勵與懲罰、專長或訊息等。以此推論，若一個人所掌握的資源越多，權力就越大，越不受限於他人，換言之，個人權力越大其對他人的依賴就越小。所以在家族集團企業之下，若家族集團中兄弟同時任職於企業之中，為了提高自我利益並握有集團企業中更多的資源，相對地也代表在分子企業中的影響力也愈大，因此，在集團企業之中，控制股東為了達到自己的利益而產生衝突，葉匡時，操禮芹 (1996)的研究中指出第一代的班底如果無法被第二代採用，或是第二代無法確立自己班底的正當性，會引發家族企業內部接班的不穩定性以及衝突。

H2：同一家族集團企業之中，若其分子企業的主要決策者具有兄弟關係，其所產生的代理問題愈大。

(三) 家族控制當中為姻親關係之因素影響

家族企業不是中小型企業的特產，在大型集團當中，單一家族對企業經營的影響力仍在，甚至家族會透過彼此間的姻親關係的建立，強化其企業經營實力（鍾

喜梅，2004)。因此當家族企業剛成立，或是家族企業規模較小時，企業的集權程度，會反映出家族內的權力安排 (Fried, 1953)，但是當企業開始成長，甚至從一家企業，變成兩家或三家企業時，家族企業會傾向透過家族成員的分家，甚至姻親關係的延伸，來管理規模愈來愈大的企業 (Smith, 1979; Whitley, 1990)。對家族企業來說，血緣關係所鋪陳的人際網絡以及信任度，是支撐家族企業運作的關鍵因素 (Kao, 1996; Redding, 1990; Whitley, 1990, 1992)，家族企業也因此比非家族企業，決策權更集中在有血緣關係的家族成員手中 (Reeding, 1990; Whitely, 1992)。

所以以姻親的角色而言，其是因為婚配而所產生之關係，在沒有足夠之信任的話，是很難有較多可支配之資源，因此家族中之姻親可能會透過提高所有權的持有，或者是握有經營上之實質權力來確保其在企業中之地位。因此，姻親在家族企業中之關係少了血緣的連結，也由於家庭成長環境的不同而產生價值觀的差異，而在此一情況之下，以姻親之關係在家族企業中擔任核心決策角色時，為了提高個人權益而可能與其他家族成員產生利益上的衝突。故提出本研究之假說三：

H3：同一家族集團企業之中，若其分子企業的主要決策者具有姻親關係，其所產生的代理問題愈大。

參、研究設計

一、資料蒐集

在資料蒐集與樣本選取方面，集團企業樣本資料皆取自於中華徵信所出版「台灣地區集團企業研究」(1988—2004)，根據中華徵信所蒐集之資料，作為本研究重要變數的探討，並進一步加以計算整理。將集團之分子企業之相關資料進行整理，且依中華徵信所之資料顯示，1988至2004年台灣地區集團企業資料，其資料蒐集截止時間為1988至2004年；換言之，次級資料欲探討的時間為1988至2004年。

本研究對象是以台灣金融產業中五大家族集團企業，分別為中信金控、富邦金控、國泰金控、新光金控與元大金控，共五家金控集團為研究對象，根據下列之因素為考量：

- (一) 歷年集團規模排名在100大之內。
- (二) 具有家族經營特徵，家族成員第一代、第二代仍身居要職。
- (三) 集團分子企業具有家族成員之角色鑲嵌。

二、研究變數介紹

(一) 依變數 (Y)：各分子企業的代理問題，其偏離值程度之代表。

通常偏離權的衡量有三種方式：以控制股東的控制權（亦即，投票權）減去現金流量權（或董事會席次比率減去現金流量權；董事會席次比率減去控制權）來衡量。控制股東常藉由交叉持股或金字塔結構來增加自己控制的權力，當控制股東擁有的控制權偏離現金流量權程度愈大時，則愈有能力和誘因影響公司決策而傷害小股東的財富（Shleifer and Vishny, 1997; La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2002）。因此同一集團企業內，若其分子企業的偏離值愈大，代表其代理問題可能愈大；反之，代理問題愈小。

(二) 自變數 (X)：主要決策者為父子關係 (X1)、兄弟關係 (X2)與姻親關係 (X3)

本研究將參考集團家族表上所呈現的家族成員為分類標準，同一集團企業之中，其分子企業之主要決策者由家族成員擔任，先從擔任各分子企業之董事長與總經理來判斷，與集團家族表上相同者，董事長與總經理之關係為父子關係、兄弟關係與姻親關係者編碼為1；若主要決策者只有其中一人為家族成員，另一人為外部經理人者，則不在本研究探討的範圍之中，因此編碼為0。

(三) 控制變數

由於本研究為跨時研究，為控制可能年度影響，而先控制年度因素 (Khanna and Rivkin, 2001)，各年度變數均採虛擬變數計算之，如該年度資料屬於1990年，則在1990年度上以“1”表示之，其餘年度為“0”。

本研究主要將控制變數區分為集團企業與分子企業兩者。首先在集團企業層次本研究控制核心資產比率，而這核心企業的資產額占集團總資產額的數目大小，顯示出集團內各分子企業間擔任董事長與總經理之家族成員對企業之可能影響。亦控制集團規模與集團成立年數，一般而言，企業的年齡愈高，組織的結構愈是複雜，有可能因成立時間久遠導致較大的規模。並選擇集團內家族成員占核心人物比例與集團交叉持股程度作為控制之變項，Lemmon and Lins（2001）亦指出在公司利用金字塔結構與交叉持股使其現金流量權與控制權偏離程度加大的情況下，控制股東會有誘因與能力侵害公司財產，造成公司價值降低，且在控制股東有參與管理時，公司價值降低更多。因此家族控制股東持股比例愈高，其損害公司價值的情況將更嚴重。

而在集團分子企業層次上則選擇分子企業規模、分子企業成立年數與分子企業之產業別予以控制之。

三、研究方法介紹

本研究採用多層混合效果最大概似模型 (Multilevel Mixed-effects Maximum Likelihood Model)進行資料之處理，以下將此模型簡稱為 ML 模型。ML 模型當資料在集團層級變數 (nested group-level variables)時具有雙重隨機效果 (random effects)的特性與在獨立變數時具有固定效果 (fixed effects) 時利用迴歸的方式來驗證 (Rabe-Hesketh and Skrondal, 2008)。

ML 模型是用於迴歸時其數據是具有嵌入 (nested)集團層次中的雙重隨機效果與自變數中的固定效果的特性((Rabe-Hesketh and Skrondal, 2008)。反覆觀察來自相同的家族企業集團的子公司使得子公司的觀察值鑲嵌於同一群組之中，因此，此一模型是選擇能夠配適於集團層次作用中的隨機效果與標準迴歸係數的固定效果。運用 ML 模型可以解決可能出現在 Panel Data 模型中的異質 (heteroskedasticity) 與自我相關 (autocorrelation)的問題 (Beck and Katz, 1995; Rabe-Hesketh and Skrondal, 2008)。

肆、實證分析結果

本研究的實證分析主要採用 Stata9.0 統計軟體進行檢測，因研究資料具有橫斷面與時間序列的特性，結合樣本之特性，並採用 ML 模型進行資料之處理。由於本研究必須考量樣本集團每一分子企業概況，如總資產、年資與家族成員之分佈等因素，且每一集團之分子企業是不平衡的，也會隨著年度的不同而有所差異，因此運用 ML 模型來分析集團分子公司之偏離值程度，該模型的運用可以將模本之間與同一樣本各年度數值間所可能存在的異質變異與自我相關列為估計模型的衡量條件，以求最佳迴歸估計值。

一、相關分析結果

本研究整理五家金融集團 (富邦金、新光金、國泰金、中信金與元大金)之數據進行相關分析，表1即為本研究之各項變數的相互關係分析表，藉由此表瞭解變數之間的相關程度分析。

在表1中可以得知皮爾森相關分析顯示，董事長與總經理為兄弟關係的皮爾森

相關為-0.05 ($p<0.05$)，表示具有負向關聯顯著關係；而董事長與總經理為姻親關係之皮爾森相關為0.06 ($p<0.01$)，數據顯示其相關分析為正向關聯顯著關係。故家族成員在家族集團企業中所扮演之角色與所掌控的資源的多寡可能存在因果關係。

二、迴歸分析結果

本研究選定之五家家族金融集團企業的樣本數不盡相同，但將五家集團之資料融合分析而軟體會刪除不對稱的部分，原樣本數有2276個，但經軟體刪除後研究樣本數依然有2198個，在樣本總體上依舊具有意義與價值性。故本研究分別以五個模型探究五個集團樣本資料的總和分析。依據表2顯示，五個迴歸模型的配適度均達顯著值，在控制變數-隨機樣本數上也均達合理標準，顯示所選取的控制變數與自變數，對於解釋應變數之數據具有一定的效力與解釋力。

在模型的分析上，首先在模型一置入年度虛擬變數 (year 1988- year 2004)、集團分子企業之資產總額、集團分子企業之年資、該分子企業是否為國內企業與分子企業之產業別是否為製造業。而在變數處理上，因系統會自動除去兩個年度 (year 1988與year 2004)，故本研究將此兩個年度刪除，以避免線性重複問題。

由表2中可以看出模型一至五之2000年度變數具有正向顯著關係 ($p<0.05$)，這代表在2000年度的代理成本偏高；分子企業之年資在變數上顯示，模型一至五均呈現負向顯著關係，意謂著分子企業之年資愈高其所產生之代理成本則愈低，這充分說明企業會隨著年資的增長，其公司治理之機制是愈完善的，因而降低了代理成本；分子企業是否為國內企業之變數在模型一至五上均顯示正向顯著關係 ($p<0.01$)，表示分子企業之所在地對於是否產生代理問題有很大之正向關係，故分子企業若為國內企業則其代理成本是愈高。

本研究主要探討三種家族成員類型擔任分子企業之董事長與總經理是否造成衝突。在模型二中，董事長與總經理具有父子關係之變數在分析上並不顯著，可能在數據上有些為正的影響效果，有些則是負的影響效果，因此在正負效果互相抵消的情況下，導致研究結果呈現不顯著，故假說一不成立。而模型三中可以由表中得知，董事長與總經理具有兄弟關係者呈現負向顯著，即-0.013 ($p<0.1$)，表示具有兄弟關係者，其衝突程度是愈低的，故假說二不成立；而在模型四中，董事長與總經理具有姻親關係者之數據為0.037 ($p<0.05$)，代表其代理成本是愈高的，因此假說三是成立的。模型五則是同時考慮父子關係、兄弟關係與姻親關係，其

表 1 五家集團相關分析係數表

	Mean	S.D.	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.
1.代理成本	0.04	0.12												
2.分子企業之董事長與總經理為父子關係	0.01	0.09	-0.03											
3.分子企業之董事長與總經理為兄弟關係	0.12	0.33	-0.05*	0.08**										
4.分子企業之董事長與總經理為姻親關係	0.03	0.17	0.06**	-0.02	-0.07**									
5.集團分子企業之總資產（億元）	20,243	11,158	-0.03	0.08**	-0.10**	-0.07**								
6.集團分子企業之年資	12.64	11.12	-0.06**	0.09**	0.12**	-0.05*	-0.03							
7.分子企業是否為國內企業	0.76	0.428	0.06**	0.05*	-0.02	-0.05*	-0.04*	0.31**						
8.集團分子企業是否為製造業	0.12	0.328	-0.03	-0.03	0.04	-0.06**	0.08**	0.22**	-0.03					
9.集團之總資產（億元）	1,214,243	734,655	-0.13**	-0.03	0.01	0.012	-0.09**	-0.04	-0.21**	0.07**				
10.集團之年資	39.19	4.09	0.01	-0.03	-0.11**	0.04	-0.12**	-0.14**	-0.33**	-0.05*	0.71**			
11.創辦人是否為集團之核心人物	0.39	0.49	-0.08**	-0.02	-0.07**	0.01	-0.04	-0.12**	-0.34**	0.08**	0.74**	0.66**		
12.集團分子企業之家數	86.31	57.33	0.06**	0.08**	-0.11**	0.07**	0.07**	-0.10**	-0.38**	-0.03	-0.34**	-0.06**	-0.39**	
13.家族成員為核心人物比例	0.88	0.17	-0.05*	-0.04*	0.16**	-0.05*	-0.01	0.19**	0.24**	0.07**	0.06**	-0.31**	-0.27**	-0.16**

**在顯著水準為 0.01 時(雙尾)，相關顯著。

* 在顯著水準為 0.05 時(雙尾)，相關顯著。

表2 家族集團分子企業決策者與其代理成本之迴歸模型

模型	M1	M2	M3	M4	M5
常數項	0.044 (0.056)	0.044 (0.057)	0.044 (0.057)	0.039 (0.057)	0.043 (0.057)
自變數					
X1：集團分子企業董事長與總經理為父子關係		-0.020 (0.029)			-0.014 (0.029)
X2：集團分子企業董事長與總經理為兄弟關係			-0.014 (0.008+)		-0.012 (0.008)
X3：集團分子企業董事長與總經理為姻親關係				0.037 (0.015*)	0.036 (0.015*)
控制變數					
Year 1990	0.019 (0.022)	0.019 (0.022)	0.017 (0.022)	0.019 (0.022)	0.018 (0.022)
Year 1992	0.002 (0.020)	0.003 (0.020)	0.001 (0.020)	0.002 (0.020)	0.001 (0.020)
Year 1994	-0.008 (0.019)	-0.008 (0.019)	-0.010 (0.019)	-0.008 (0.019)	-0.010 (0.019)
Year 1996	-0.011 (0.019)	-0.011 (0.019)	-0.012 (0.019)	-0.013 (0.019)	-0.013 (0.019)
Year 1998	-0.007 (0.019)	-0.007 (0.019)	-0.008 (0.019)	-0.008 (0.019)	-0.009 (0.019)
Year 1999	0.011 (0.013)	0.011 (0.013)	0.011 (0.013)	0.010 (0.013)	0.011 (0.013)
Year 2000	0.020 (0.010*)	0.020 (0.010*)	0.021 (0.010*)	0.020 (0.010*)	0.020 (0.010*)
Year 2001	0.005 (0.009)	0.005 (0.009)	0.006 (0.009)	0.004 (0.009)	0.005 (0.009)
Year 2002	0.004 (0.009)	0.004 (0.009)	0.004 (0.009)	0.004 (0.009)	0.004 (0.009)
Year 2003	0.002 (0.008)	0.002 (0.008)	0.002 (0.008)	0.001 (0.008)	0.002 (0.008)
分子企業之總資產	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
分子企業之年資	-0.001(0.000**)	-0.001 (0.000*)	-0.001 (0.000*)	-0.001 (0.000*)	-0.001 (0.000*)
分子企業是否為國內企業	0.030 (0.007**)	0.030 (0.007**)	0.029 (0.007**)	0.031 (0.007**)	0.030 (0.007**)
分子企業為製造業	0.005 (0.008)	0.005 (0.008)	0.005 (0.008)	0.006 (0.008)	0.006 (0.008)
隨機變數 (Control Variables-Random parts)	0.005 (0.001**)	0.005 (0.001**)	0.005 (0.001**)	0.005 (0.001**)	0.005 (0.001**)
配適度 (Wald Chi-Square)	33.19**	33.68**	36.29**	39.07**	42.00**
觀察集團分子企業之家數	2198	2198	2197	2197	2197
集團數	5	5	5	5	5

註：1. + if $P \leq 0.10$, * if $P \leq 0.05$, ** if $P \leq 0.01$.

2.隨機變數包含集團規模、集團年資、分子企業家數、家族占核心人物比例以及創辦人是否為集團之核心人物。

顯示在兄弟關係的部分轉為不顯著，表示在分子企業中具有兄弟關係者同時具有正負關係，因而抵消代理問題因而轉為不顯著，而在姻親關係的部分依然為正向顯著之關係，代表其代理成本在此關係下是愈高的。

伍、結論

在華人傳統思維與文化背景之下，企業主有權支配家族之私有財產，同時有義務照顧家族成員，因此絕大部分之企業主會選擇將企業之核心決策職務傳承予子女或其他家族成員。此舉亦延續了家族企業之經營，故在許多企業中存在著父子、兄弟或姻親共職於同一家企業，共同為企業之經營打拼。然而在此一狀況之下，家族成員亦會為了各自的利益而做出危害企業經營之決策，所以具有同一價值觀，對所任職之企業具有認同感，也就能夠盡心為企業盡一分心力。本研究透過代理理論之觀點，以台灣家族金控公司探討家族控制股東為父子關係、兄弟關係與姻親關係之下，是否產生代理成本。

因此研究結果顯示，在金融業中控制股東若為父子關係者，數據顯示為不顯著，代表在此關係之下並不一定會造成企業經營上之衝突而產生代理成本，因為同時具有正與負的效益而抵消了顯著之顯示。由社會文化背景的層次下去討論，台灣為華人所組成之社會體系，受到文化上之倫理關係所支配，父親在家族中具有極大之威權，因此由數據中並無顯著，也代表著父權主義左右了家族企業之經營。華人傾向於尊敬並服從其居高者，服從權威通常被看作是自制、正直、並且有利於社會，而不是懦弱的表現（Bond, 1991）。故董事長與總經理為父子關係之下所產生的代理成本之機率是愈小的，但並不是說一定不會產生代理成本，而是可能在台灣之環境之下抵消了代理問題。

假說推論中，發現具有兄弟關係者其所產生的代理成本是愈高的。但研究結果卻顯示金融業中若董事長與總經理為兄弟關係者其所產生之代理成本是愈低的。高承恕（1991）對台灣企業的研究中發現，信任格局的不同，會導致企業內資源分配與職位安排的差異。表示關係越親近時，信任程度就愈高，由於兄弟具有血緣之關係連結，彼此間所握有的資源是相同的，因此更能夠一心一意地為家族經營之企業付出，因此以「宗族網絡」為骨幹的家族企業也具有其優點，在兄弟同心協力之下，經營方向正確也會使得企業的發展是更為穩定的，其代理成本也相較之下是愈低的。

在姻親關係上，研究結果顯示姻親在家族企業中擔任董事長或總經理之職位時，其所產生之代理成本會愈高。姻親相較於父子關係與兄弟關係少了一層血緣的羈絆，因為成長背景與該家族是不同的，所以會具有不同的經營理念，且因不具有血緣之關係，姻親擔任家族企業之高階管理階層時，可能為了追求個人之利益而做出有損公司之決策，因而造成代理成本提高。

總而言之，在家族角色之分析上，家族成員之關係的確對於企業之營運有顯著之關係，過去亦有研究指出，多數家族企業的主要目的都是為了增加家族的財富 (Hitt et. al, 2007)，這也說明為何一個家族出身的執行長會優於一個外聘的執行長。且以研究結果來看，在金融控股業中表示血緣關係愈接近者，對於家族之成長是有助益的。

二、理論意涵

若代理理論套用在家族企業中且對象皆為家族成員，所探討之意涵即大為不同，故本研究運用實證檢驗家族內部代理問題的存在，同時家族角色鑲嵌關係，會決定代理問題之高低，並以此觀點之下探討控制股東間的代理問題，即當控制股東具有父子關係、兄弟關係與姻親關係時，其所衍生之代理問題為何。

在傳統的家族企業之經營模式之下是將兒子視為接班人來培訓，有傳承之意謂，冀望由下一代繼續引領企業之發展，因此彼此間具有很強之連結，例如：華人與韓國家族企業，普遍偏好選取有嫡系血緣關係的長子做為可能接班人 (Hamiton, 1996; Reeding, 1990; Weidenauum, 1996; Whitley, 1992)，但是日本家族企業，則偏好選取最有能力的第二代擔任接班人，摒除血緣聯繫的必要考慮條件 (Bhappu, 2000)。由以上之文獻得出，血緣並非一個絕對條件，但為充份之要件，家族企業之經營大多優先考慮有血緣連結之人進入核心管理階層。就連美國，S&P 500 大企業中至少有三分之一的企業就是實質的家族式所有權，各持有平均18%的龐大股權，而美國以外之國家，如在拉丁美洲、亞洲和一些歐洲國家，家族企業更占大宗 (Hitt, et. al, 2007)，可見血緣的連結之強烈，因此家族成員間的互動關係與企業運作具有很大之影響力，而所衍生之代理問題更是值得我們去重視的。

以兄弟是關係而言，同樣具有血緣之連結，且具有相同的成長背景之下，彼此對於家族經營之企業具有較高的凝聚力，因此對於父親傳承下來的基業具有使命感，華人最重視血脈之延續，因此兄弟間若能同心協力，共同為企業之經營努力，在本研究之結果顯示具有兄弟關係且位於集團企業之核心決策角色者，其代理成本是愈低的。我們亦可以得知，姻親雖任職於企業之中，但由於缺乏血緣之連結，且可能因為個人因素的關係，在為了追求個人利益最大化之下，而提高了企業之代理成本。故以姻親之角色進入集團企業之中者，其為了鞏固個人在集團企業中之地位與權利，則有可能會做出有損企業之利益之決策，但是提高了個人之利益。因此企業對於具姻親關係之管理者，勢必必須要建立一套完善的治理機制，來預防代理成本的提高。

家族成員擔任企業之核心決策角色在家族企業中是很常見的，其如何在所有權與經營權上取得平衡，降低代理問題產生的機率是很重要的課題，因為家族控制股東對於企業之經營策略具有很大的影響力，影響著企業是否能夠永續發展。

三、實務意涵

從實務的角度來看待家族企業之關係，同時具有父子與兄弟最典型之案例即為國泰金控。國泰金控之核心人物為蔡宏圖，接掌霖園集團並承繼了父親的經營理念，創辦人蔡萬霖在世前為了避免家族成員相互爭產的疑慮，平時便教導兄弟間「倫理」、「兄友弟恭」的重要性，而如今國泰金控也很少有兄弟不睦等負面傳聞，可見父親對他們的影響力之高，因此目前的國泰金控是目前台灣規模最大的金控公司。蔡宏圖背負著整個集團的期望，而他也不負父親與眾人的期望將企業治理的井然有序、穩健發展。為這都顯示家族關係愈緊密者，對於企業之成長是有正向之關係，來自同一家族對於家族經營之企業有相當高之認同感與使命感，也由於能夠了解前人創業之艱難處，更能夠延續創辦人的經營理念。而另一對比案例，萬蓓琳、劉俞青 (2007)指出張榮發創立的長榮集團現在是台灣運輸集團的龍頭，而張榮發育有四子。然而張榮發的個性專斷，事必躬親，對於兒子的決策常常無法給予認同，雖然有接班的規劃，但接班只是表象。即使張榮發有意培養他的兒子們或是女婿成為長榮集團的接班人，但由於他不將實質權力下放，使得他們無法放手經營，形成了代際間在經營理念上的衝突，導致接班人只擁有形式上稱號而沒有實質上的權力。由以上兩個案例可以看出，代際間的互動模式影響著企業的發展，此兩大集團各有一片天。因此可見具有父子關係者，則可能為企業帶來正的效益或負的效益。而由國泰金控例子也同於本研究之研究結果所示，具有兄弟關係者，其代理成本是愈低的，因此兄弟關係者可以為家族企業帶來正面的效益。

最後提到姻親之關係，在本研究結果是顯示代理成本是愈高的，而以大同集團之案例作為說明之對象，大同目前之主要決策者為林郭文豔，而其為大同集團董事長之妻，她以姻親之角色在大同集團中握有實權，而身為握有實權者，流言與人事，始終是身為媳婦的林郭文豔的燙手山芋。自從 2003 年四月，與林郭文豔向來不合的二房次子林鎮源，突然辭去華映董事長之位，換成林鎮弘（二房三子），家族鬥爭更加台面化，據了解，林鎮源至今仍對嫂嫂的奪權行動憤恨難平，只是受限於大同與華映之間的權力結構，即使有心振作仍很難有作為(邱莉燕，2004)。因此，以姻親之角色進入集團核心決策中心是很少見的例子，而以本研究之結果所顯示，具有姻親關係所產生的代理問題是較高的，然而家族企業檯面下之實際之互動模式為何不得而知，故我們也僅能片面了解家族互動之概況。

因此我們可以從以上案例看出，不同的家族成員角色鑲嵌為集團企業帶來的效益大不相同，其家族成員間的關係左右著企業之經營，可見家族成員間之代理問題是值得我們去重視並省思的。

四、後續研究建議

本研究建議日後之研究可佐以訪談方式，發掘其他可能造成家族成員間代理問題發生之因素，並嘗試以量化的方式納入處理，如此對家族成員間所產生之代理問題更具有解釋力。此外，本研究並無探討表(堂)兄弟姐妹，主要原因在於其資料有限，無法進行資料之處理，故對該關係所可能產生之代理問題無從得知，此部分將有賴未來研究進行探討與補充。

本研究所選取之樣本主要是以金融控股業為主，然而各產業會因產業特性之不同而有不同的發展模式，是否在不同的環境因素之下，家族成員所扮演的角色意義是否也會有所差異，且本研究主要是以單一產業為主要討論模式，因此未來研究亦可以進行不同產業間控制股東所產生的代理問題之比較。

參考文獻

1. 王宏仁，2001。家族或是企業？：社會價值與市場原理的矛盾衝突，見張維安（編），台灣的企業組織結構與競爭力，297-312。台北：聯經。
2. 李宗榮，2009。制度變遷與市場網絡：台灣大型企業間董監事跨坐的歷史考察（1962-2003），台灣社會學，第十七卷，101-160。
3. 李宗榮，2010。台灣企業間的親屬網絡，中央研究院週報，1262。
4. 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，第十六卷第一期，1-9。
5. 陳柔縉，1999。總統的親戚：台灣權貴家族。台北：時報。
6. 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，台灣大學國際企業研究所，碩士論文。
7. 馮邦彥，2006。百年利豐-從傳統商號到現代跨國集團。三聯書店(香港)有限公司。
8. 楊宜音，2000。「自己人」一項有關中國人關係分類的個案研究，本土心理學研究，第十三卷，227-316。
9. 葉匡時、操禮芹，1996。家族企業接班過程的網絡分析，管理學報(原管理科學學報)，第十三卷第二期，197-225。
10. 鍾喜梅，2004。台灣家族集團之變遷：1990/1991與2001年之比較，行政院國家科學委員會，計畫編號：NSC 92-2416-H-214-001。
11. 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，第二卷第二期，155-195。

12. 嚴奇峰，1996。台灣家族企業之文化與結構關係研究-雙元系統模型及相關管理問題。 *中原學報*，第二十四卷第四期，1-9。
13. 蘇靜怡，2006。台灣家族型態之中小企業接班問題的探討。國立交通大學管理學院國際經貿學系碩士班，碩士論文。
14. Anderson, R. C., and Reeb, D. M., 2004. Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Science Quarterly*, 49, 209-237.
15. Barnes, L. B. and Hershon, S. A., 1976. Transferring power in the family business. *Harvard Business Review*, 53(4), 105-114.
16. Burkart, M., Panunzi, F., and Shleifer, A., 2002. Family Firms, Working Paper, Harvard University.
17. Carney, M., 1998. A management capacity constraint? Obstacles to the development of overseas Chinese family business. *Asia Pacific Journal of Management*, 15, 137-162.
18. Castanias, R. P., and Helfat, C. E., 1991. Managerial resources and rents. *Journal of Management*, 17, 155-171.
19. Child, J., 1973. Strategic of control and organizational behavior. *Administrative Science Quarterly*, 18(1), 1-17.
20. Claessens, Djankov, and Lang, 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Finance Economics*, 58, 81-112.
21. Demsetz, H. and Lehn, K., 1985. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-77.
22. Dharwadkar, R., George, G. and Brandes, P., 2000. Privatization in emerging economies: an agency theory perspective. *Academy of Management Review*, 25, 650-69.
23. Fama, E. and Jensen, M., 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
24. Fredrickson, J. W., 1986. The nature of diversified business groups: A research design and two case studies. *Journal of Industrial*.
25. Hamilton, G. G. and Kao, C. S., 1990. The institutional foundations of Chinese Business: The family firm in Taiwan. In Calhoun, C. (Ed.). *Comparative Social Research*, 12, 135-151. JAI Press.
26. Handler, W. C., 1994. Succession in the family business: A review of the research. *Family Business Review*, 7, 133-157.
27. Hitt, M. A., Ireland, R. D. and Hoskisson R. E., 2007. *Strategic*

28. James, H., 2006. *Family capitalism: Wendels, haniels, falcks, and the continental european model*. Cambridge: The Belknap Press of Harvard University Press.
29. Jensen, M. C. and W. H. Meckling., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
30. Kiong, T. C., 1996. *Centripetal authority, differentiated networks: The social organization of Chinese firms in Singapore*. In Hamilton, Gary G. (Ed.). *Asian Business Networks*, 133–156. New York: Walter de Gruyter.
31. Kirchhoff, B. A. and Kirchhoff, J. J., 1987. Family contributions to productivity and profitability in small business. *Journal of Small Business Management*, 25(4), 25–31.
32. Morck, R., Wolfenzon, D. and Yeung, B., 2005. Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, 63, 655–720.
33. Pfeffer, J., 1981. *Power in Organizations*. Marshfield, MA : Pitman.
34. Rabe-Hesketh, S., and Skrondal, A., 2008. *Multilevel and longitudinal modeling using Stata*. 2nd Ed. Texas : Stata Press Publication.
35. Sharma, P., Chrisman, J.J. and Chua, J.H., 1997. Strategic management of the family business: Past research and future challenges. *Family Business Review*, 10, 1–35.
36. Shleifer, A. and Vishny, R., 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737–83.
37. Tsui, A. S. and J. L. Farh, 1997. Where Guanxi Matters: Relational Demography and Guanxi in the Chinese Context. *Work and Occupations*, 24(1), 56–79.
38. Ward, J., 1987. *Keeping the Family Business Healthy: How to Plan for Continuing Growth, Profitability, and Family Leadership*. San Francisco: Jossey-Bass.
39. Whitley, R. D., 1990. Eastern Asian enterprise structures and the comparative analysis of forms of business organization. *Organization Studies*, 11(1), 47–74.
40. Whitley, R. D., 1992. *Business Systems in East Asia: Markets, Firms and Societies*. London: Sage.
41. Yan, Y.X., 1996. The Culture of Guanxi in a North China Village. *The China Journal*, 35, 1–25.
42. Young, M. N., Pen, M. W., Ahlstrom D., Bruton G. D., Jiang Y., 2008. Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies* . 45(1), 196-220.