

東海大學會計學系研究所

碩士論文

企業高階管理階層離世的股價反應

The Stock Price Reaction to Executive Deaths

指導教授：鍾宇軒 博士

研究生：鄭大成 撰

中華民國一〇五年十二月

誌謝

進入東海會研所兩年的時間倏忽即逝，這段時間非常感謝師長們的指導，不論是課程的專業領域或是做人處事的經驗談都使我獲益良多。如今論文已經完成，這代表很快地我將離開這美麗的校園並進入人生的下個階段，我會把在東海學習的種種回憶深刻的記在腦海中，並帶著這份回憶迎接人生接下來更多的挑戰。

在此必須感謝我的指導教授 鍾宇軒 博士給予我撰寫論文過程中的各種協助，老師親切認真的指導態度以及淵博的學術知識都令我非常敬佩。對於撰寫論文曾經也感到非常徬徨，不過經過老師的細心指導，論文漸有起色而我的信心也與日俱增。還記得有次和老師從下午開始 meeting，結果一轉眼就到了晚上九點，心裡正在擔心是否耽誤到老師的時間，此時老師卻主動關心我會不會肚子餓，當下心裡真的非常感動，對於老師的尊敬又更上了一層。同時也感謝我的口試委員 黃劭彥 教授與 廖麗凱 教授對我的論文提出精闢的指正以及中肯的建議，讓此論文更臻完善。

在東海求學的這段歲月，感謝我的朋友 亞修、家慶、祐民 及 孝儒 對我的幫助以及包容，你們每一位都擁有不同的優點是值得我學習的。雖然之後大家都將各奔東西，各自努力於自己的領域，但我想我們的友情將會長存在你我心中。特別感謝與我同門的好兄弟 亞修，在我碰上任何困難時，我知道有個人會仔細地聽我述說並且一起嘗試解決問題。那些在你租屋處一起埋頭苦寫論文五味雜陳的回憶我想我們應該都忘不了。

感謝我的父母親在我求學路上給予的支持與鼓勵，讓我沒有後顧之憂的探索這片挖不完的寶藏。所謂學海無涯，碩士畢業不是個結束而是個開始，未來也期許自己能夠秉持著這份學習的熱忱繼續好好努力，闖出自己的一片天。

最後，謹以此篇論文作為在東海大學進修這段美好時光的見證。

企業高階管理階層離世的股價反應

指導教授：鍾宇軒 博士

研究生姓名：鄭大成

研究生學號：G03430105

中文摘要

本研究欲以台灣 2003 至 2016 上市櫃企業中發生高階管理階層離世之企業為樣本，探討離世事件時對企業股價之反應。利用高階管理階層之不同特性，分別為（1）職位別差異（2）任期差異（3）所屬產業別差異，探討不同特性之高階管理階層離世時對企業股價之反應。本研究發現企業發生離世事件且離世者之職位為總裁、董事長或總經理時，會使企業股價呈現負向反應。然而，本研究進一步發現離世者擁有較長之任期或是任職於高科技公司，當發生離世事件時，與企業股價呈正向反應。最後，離世者職位為總裁且其任期超過 16 年或是任職於高科技公司，離世事件與企業股價反應呈負向反應。

關鍵字：高階管理階層離世、高階管理階層特性、股價反應

The Stock Price Reaction to Executive Deaths

Advisor : Dr.Yu-Hsuan Chung

Graduate Student name : Da-Cheng Cheng

Graduate Student number : G03430105

Abstract

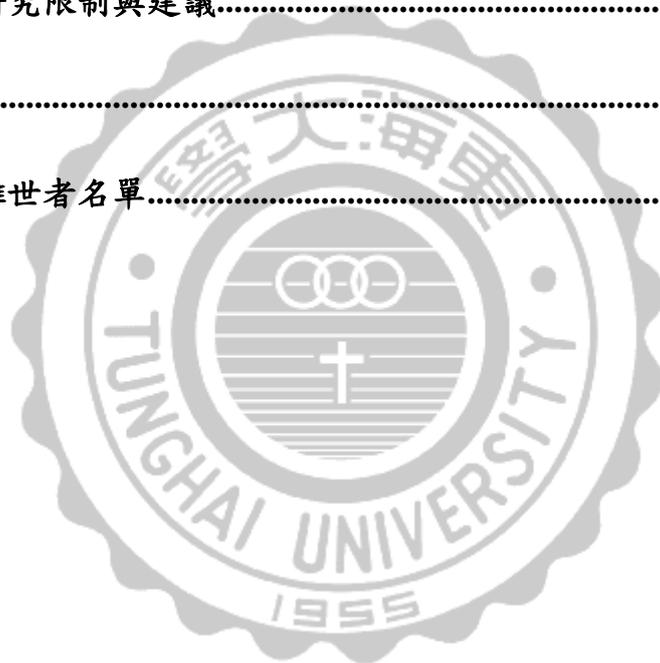
This study investigates stock price reactions to executive deaths in Taiwan from 2003 to 2016. Using three top manager characteristics, including (1) position, (2) tenure, and (3) industry, to examine the stock price reaction on executive deaths. This paper finds that abnormal stock price changes are negative associated with the positions of president, chairman or general manager deaths. Although, individually, top managers' long tenure or in a high-tech firm are positive correlate with the stock price reaction to executive deaths, the reaction is negative if the president's tenure exceeds 16 years or in a high-tech firm.

Keywords: Executive deaths, Manager characteristics, Stock price reaction.

目錄

| | |
|--------------------|----|
| 誌謝..... | 2 |
| 中文摘要..... | 3 |
| ABSTRACT..... | 4 |
| 目錄..... | 5 |
| 壹、 緒論..... | 9 |
| 第一節 研究背景及動機..... | 9 |
| 第二節 研究目的..... | 12 |
| 第三節 研究架構..... | 13 |
| 貳、 文獻回顧及假說發展..... | 15 |
| 第一節 高階管理階層離世..... | 15 |
| 第二節 高階管理階層職位..... | 17 |
| 第三節 高階管理階層任期..... | 19 |
| 第四節 高階管理階層產業面..... | 21 |
| 參、 研究設計..... | 23 |
| 第一節 觀念性架構..... | 23 |
| 第二節 樣本選取與資料來源..... | 24 |
| 第三節 研究模型..... | 28 |
| 第四節 變數衡量..... | 31 |

| | |
|------------------|----|
| 肆、 研究結果分析..... | 38 |
| 第一節 基本資料分析..... | 38 |
| 第二節 研究結果..... | 45 |
| 伍、 結論與建議..... | 53 |
| 第一節 研究結論..... | 53 |
| 第二節 研究貢獻..... | 54 |
| 第三節 研究限制與建議..... | 55 |
| 參考文獻..... | 56 |
| 附錄一 企業離世者名單..... | 60 |



表目錄

| | |
|------------------------------------|----|
| 表 3-1 樣本篩選..... | 25 |
| 表 3-2 研究樣本之年度..... | 25 |
| 表 3-3 研究樣本之產業類別..... | 26 |
| 表 3-4 研究樣本之平均異常報酬..... | 27 |
| 表 4-1 敘述性統計量..... | 40 |
| 表 4-2 相關係數表..... | 44 |
| 表 4-3 企業高階管理階層離世者職位對企業的股價反應..... | 47 |
| 表 4-4 企業高階管理階層離世者任期對企業的股價反應..... | 49 |
| 表 4-5 企業高階管理階層離世者所屬產業對企業的股價反應..... | 51 |

圖目錄

| | |
|-------------------|----|
| 圖 1-1 研究架構..... | 14 |
| 圖 3-1 觀念性架構圖..... | 23 |



壹、緒論

第一節 研究背景及動機

管理者對於企業而言其主要功能在於規劃、組織、領導及控制，而高階管理階層更需要透過宏觀的視野以釐清問題並做出正確的決策（黃恆獎、王仕茹與李文瑞 2011）。首先必須具備通盤規劃的能力，透過個人良好的分析能力，設定組織目標並且研擬策略最後發展一套有系的計劃，以整合與協調企業的各项活動。再者高階管理階層需具備組織能力，管理者需要安排工作來達成組織目標，包括決定必須完成的任務、執行人選、任務編組、決定報告體系等（黃恆獎、王仕茹與李文瑞 2011）。此外高階管理階層領導的能力也是不可或缺的，領導係指運用影響力來讓組織成員達成組織的目的，工作內容包括如何領導組織成員共同達成年度目標、過程中遇到問題時如何激勵士氣、跨部門之間如何溝通與協調等（方至民與李世珍 2013）。最後控制係指監督組織成員進行的各項活動，確認其合乎預先規劃的目標或預設的績效標準，必要時採取行動來維持或改善成員及各部門之績效（張國雄 2010）。故高階管理階層於企業扮演著關鍵及不可或缺的角色。

然而，隨著公司逐漸成長，企業高階管理階層也會面臨老化及接班的問題，甚至有許多的企業高階管理階層在尚未來及規劃接班及工作事由時就面臨了死亡事件，導致企業受到影響。例如：2008年10月15日台塑集團創辦人王永慶先生辭世，除了造成台塑集團旗下各企業受到影響，對於時下經濟環境，王永慶董事長離世事件也間接影響到塑化相關產業。根據過去報章雜誌的報導，企業高階管理階層離世對於企業價值會產生一定程度的影響。例如根據聯合報的報導¹，2016年1月20日長榮集團創辦人暨總裁張榮發辭世，造成集團旗下各企業股價下跌，長榮股價跌幅高達3.4%，

¹ 聯合晚報(2016/1/20)的「張榮發辭世股價同悲 長榮集團全都綠」報導中表示：「長榮集團大家長張榮發今日上午逝世，集團的股價齊哀悼！長榮首當其衝跌幅最重超過3.4%，長榮航跌幅逾2%，至於榮運（2607）、中再保（2851）跌幅也有約1.5%。...」。

長榮航股價跌幅也達 2%。另外，根據聯合報的報導分析²，科技產業由於競爭激烈，過勞及壓力大的問題再度浮出檯面，單就 2015 年科技業之高階管理階層就有五人不幸離世。由於企業高階管理階層離世事件時有所傳，也造就了本篇研究最主要的動機來源。

過去學術文獻曾對高階管理階層離世進行相關的研究，發現高階管理階層離世確實會對企業價值造成影響(Worrell, Davidson, Chandy, and Garrison 1986; Etebari, Horrigan, and Landwehr 1987; Haynes and Schaeffer 1999)。但市場卻會產生不同反應，其主要原因可能來自於高階管理階層特性之差異(Johnson, Magee, Nagarajan, and Newman 1985) (Salas 2010)。因此本研究欲從高階管理階層的特性著手，探討高階管理階層離世對企業的影響。高階管理階層第一個特性為不同的職位別，我國公司法對於董事長及經理人的設置均有明文規定，董事長於企業內為股東會、董事會及常務董事會的主席，對外則代表公司之人；而總經理則為經理人中的最高主管，相當於執行長，負責執行公司股東會、董事會及常務董事會的決議。至於實務上常見的總裁一職在公司法內並無明文規定，然集團企業設置總裁制度亦時有所聞，而總裁也實際參與公司內政策的制定並操縱公司的營運，此即為所謂的「影子董事」(劉連煜 2010)。本研究欲以國內企業不同職位的高階管理階層為討論對象，檢視企業高階管理階層離世是否會對企業價值造成影響。

再者，本研究除了討論高階管理階層離世者因職位不同對企業帶來的影響，更進一步根據高階管理階層的任期長短以及任職科技公司的高階管理階層配合離世事件對企業影響進行深入討論。首先是高階管理階層之任期，高階管理階層所在企業職位任期越長，對於企業整體運作越熟悉，因此當任期長之高階管理人員離世時可能會對企業造成負面影響，譬如說很難找到替代人選。此外，任期越長的高階管理階層可能會著重於自利行為，也就是所謂的肥貓問題。當此類型的高階管理階層離世時可能也會造成企業受到影響。接下來則討論任職於科技公司的高階管理階層發生離世事件對於企業的影響。根據中華民國統計資訊網的統計資料顯示民國 93 年至民國 97 年中、高科技製造業國內生產毛額分別為 14,595 億、14,892 億、

² 中央社新聞(2015/9/10)表示：「...宏碁泛美營運總部事業群總經理蘇密特 9 日因癌症病逝，年僅 38 歲，3 個月內有 5 位科技菁英相繼過世，令人遺憾，科技業過勞壓力大的問題也備受關注。...」。

15,578 億、17,726 億及 16,246 億。而中、高科技製造業國內生產毛額佔整個製造業的比例從民國 93 年至民國 97 年分別為 55.6%、56%、56.7%、58.4% 及 60.6%。由以上數據發現台灣科技產業對於整個製造業環境佔的比例是越來越高，也足以證見高科技產業對於台灣經濟的重要性。因此本研究欲將高科技產業與其他產業分離來作討論。



第二節 研究目的

過去國內文獻鮮少以離世之高階管理階層對企業的股價反應作為主題，但國外文獻已有此方面的主題，因此本研究參考國外相關文獻，以台灣各上市上櫃企業之高階管理階層離世之企業為樣本，欲探討高階管理階層離世事件對企業股價反應的影響。另外更探討高階管理階層離世是否會因其任期之長短而對企業帶來不同程度的股價反應。最後單獨討論科技公司高階管理階層離世對於企業帶來的股價反應。本研究希望透過將離世之高階管理依照特性及產業特性稍作分類，探討不同類型之高階管理階層離世對企業股價之影響。希望藉由離世事件的討論提供企業管理當局作為參考，應對離世事件設置相對應的措施，以減緩離世事件所帶來的衝擊。



第三節 研究架構

本研究架構共分為五章，列示於圖 1-1，各章內容概述如下：

第壹章 緒論

本章主要敘述本研究的研究背景及動機、研究目的以及本研究的架構。

第貳章 文獻探討及假說發展

本章主要回顧過去高階管理階層離世的文獻、高階管理階層職位、高階管理階層任期與高階管理階層產業別特性。

第參章 研究設計

本章主要敘述本研究的觀念架構、樣本來源、資料選取、研究模型與變數衡量。

第肆章 研究結果與分析

針對蒐集樣本進行統計測試，並根據研究結果進行分析與討論。

第伍章 研究結論與建議

根據研究結果做出結論，並提出本研究的研究貢獻、研究限制與建議。

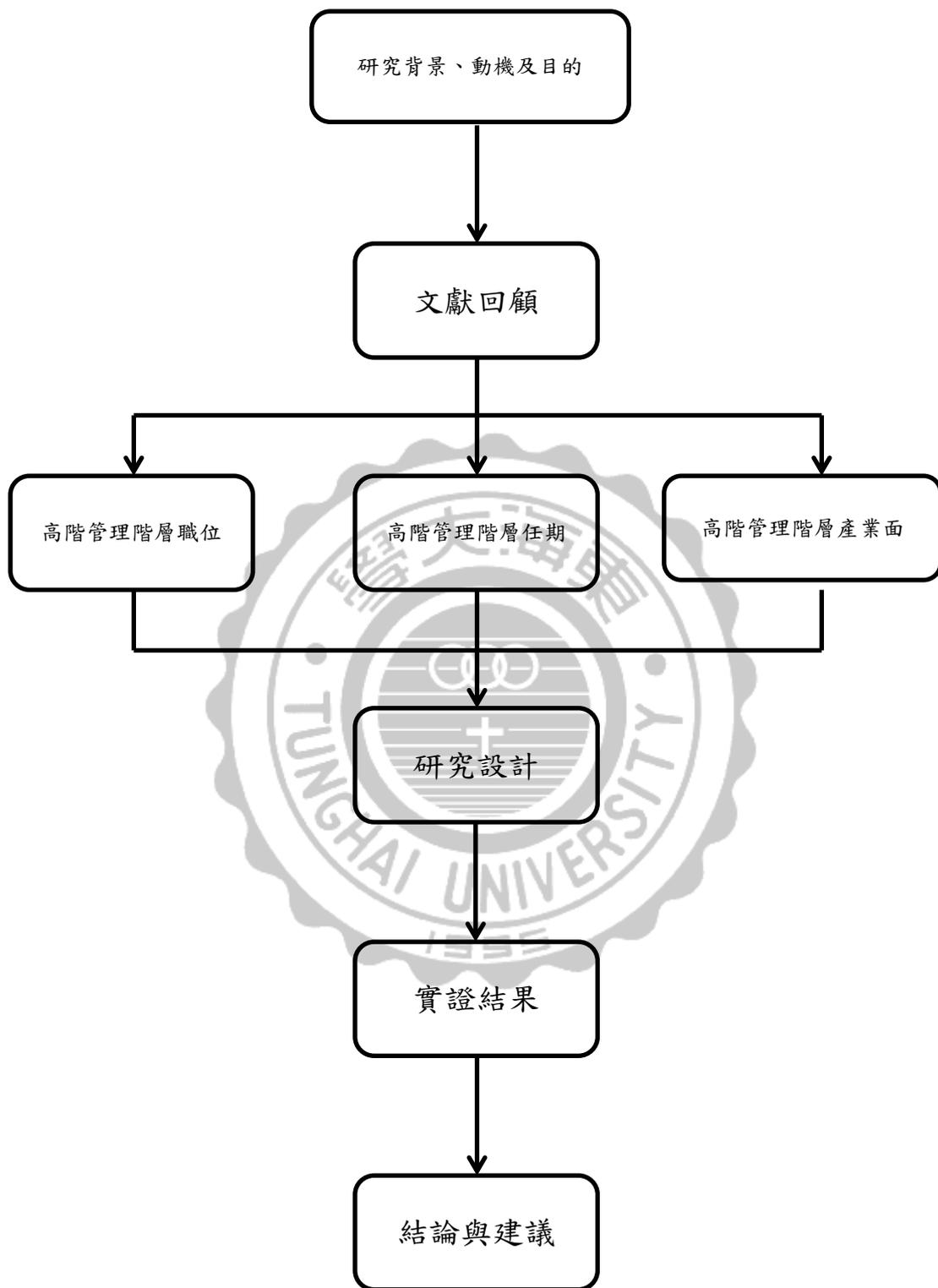


圖 1-1 研究架構

貳、文獻回顧及假說發展

第一節 高階管理階層離世

首先，關於高階管理階層的定義於個學者的研究中略有差異，但最被普遍採用的定義是高階經營團隊為副總裁層級以上的經理人，包括董事長、總裁、總經理、副總經理等。(Chaganti & Sambharya, 1987; Michel & Hambrick, 1992)。過去有關於高階管理階層離世對於企業影響的文獻，其結果並無明確定論，Etebari et al. (1987)提到離世之高階管理階層於死亡日之股票市場反應均是呈現負向影響，其死亡日後之市場反應則取決於高階管理階層類型及高階管理階層死亡之原因。若為企業之董事長，則死亡日後三十日內之累積異常報酬率呈現顯著正向影響；若為企業之總裁，並無顯著影響，但是偏向負向影響。此外，高階管理階層死亡原因若為意外身亡，則死亡日後二十日之累積異常報酬率危險著正向影響，死因為心臟病或自殺者則無顯著影響。Worrell et al. (1986) 將高階管理階層分為三組，分別為 1. CEO 2. 董事長 3. 同時為 CEO 及董事長，其結果發現第一組高階管理階層 23 位離世 CEO 於死亡日後三至七日內之累積異常報酬率呈現顯著負向影響，其理由可能為新聞報導延遲，致使股票市場發生反應。第二組 61 位董事長離世者在死亡日當日企業之異常報酬率呈現顯著正向影響，第三組同時為 CEO 及董事長共有 43 人，其離世事件使得企業在死亡日及死亡日後第七日呈現顯著負相關。Salas (2010) 提到以企業績效配合任期作為管理防禦 (entrenchment) 的代理變數，進而討論管理防禦型的 CEO 離世對於企業累積異常報酬率之影響，其結果為顯著正相關。Johnson et al. (1985)發現離世之高階管理階層離世若屬創辦人則會使股價上漲 3.5%，離世之高階管理階層若非為創辦人則會使股價下跌 1.16%。Haynes and Schaeffer (1999)提到以離世者所屬 29 間企業為樣本，發現離世事件會和股價反應呈正相關，但是如果此位高階管理階層曾受僱於其他公司，則離世事件和股價反應呈負相關。

故此，以上文獻對於高階管理階層離世對企業之市場股價反應無一明確結果，有可能因為離世之管理階層具管理防禦性質而使企業股價上升，也有可能因為離世事件導致投資大眾產生一個衝擊進而使企業股價下降。

造成市場股價反應產生正向及負向反應之原因可能源自於高階管理階層分別為不同特性。本研究欲以特性為出發點，分別將於以下章節探討不同特性之高階管理階層以及不同特性之產業型態發生離世事件時，事件對於企業之股價反應。



第二節 高階管理階層職位

企業中之管理階層可分為高階管理階層、中階管理階層及第一線管理者，其中高階管理階層包括董事長、總經理、執行長等等，是組織最上層的管理者，負責組織的整體營運及跨部門的協調，並決定組織的計畫與目標；此類管理者工作內容是設定組織目標，制訂出達成目標的策略方法，監督並詮釋外部環境的變化，並制定會影響整個公司的決策（方至民與李世珍 2013）。根據我國公司法規定，董事長僅為對內為股東會、董事會及常務董事會的主席，對外則代表公司之人；而總經理則為經理人中的最高主管，相當於執行長，負責執行公司股東會、董事會及常務董事會的決議。在我國公司實務上，總裁與榮譽董事長等制度相當盛行，這些人可能並非公司董事，但卻能在幕後實質的操縱公司營運，使得公司檯面上的董事淪為人頭以外，這些「影子董事」亦可免受公司法、證交法等對於公司負責人等規定之適用（劉連煜 2010）。另外，總裁與 CEO 的設立發生於集團企業，且通常只會有一位。總裁能夠擔任多家企業的總裁，同一位董事長及總經理卻只能任職於一家企業，這也是總裁與董事長、總經理最大的差別。

過去文獻對於集團企業的定義相當多，Khanna&Rvkin(2001) 提到集團企業為由若干個合法且獨立的企業結合在一起，彼此藉由正式與非正式的結合來進行合作。Anderson et al. (2000)和 Berry et al. (2000)探討總裁的替換宣告對公司績效之影響在集團企業與非集團企業中是否有所差異，在 Anderson et al. (2000)的研究結果中，認為不論是集團企業或是非集團企業，其總裁的替換和績效之間的敏感性是沒有太大差異的。但 Huson et al. (2004)以會計績效來衡量高階經理人更換前後對於公司績效的影響，利用營業收入為主的資產報酬率為衡量指標，發現在更換公司總裁前，公司會計績效較差，但在更換之後，公司的會計績效有顯著改善的情況。Cosh and Hughes (1997)的研究結果指出在公司宣告更換高階經理人後，公司的經營績效出現下滑的情況，另外 Bendeck and Waller (1999)、Suchard et al. (2001)與邱淑暖與李淑玲(2004)也都支持此一理論。Warner et al.(1988)的研究結果中，發現當公司股價報酬率偏低時，公司更換 CEO、總裁或是董事長的機率增加；而 Kim(1996)發現公司的股價報酬率對於經理人替換的機率有持續性的負面影響；另外，Khanna and Poulsen(1995)利用事件研究法發現到當公司宣告更換經理人時，會對公司股價有負面影響。但在 Weisbach(1988)以及 Bonnier and Bruner(1989)等的研究中得出到當公司發布有關經理人更換的

宣告時,公司股價會有正面的反應;然而,Reinganum(1985)和 Warner et al.(1988)發現公司股價表現和經理人更換宣告兩者之間不存在顯著關性,即兩者之間的相關性是很小的。另外,在過去的文獻中有部分採用事件研究法為主要的研究方法,所得到的結果也大相逕庭,在 Bonnier and Bruner (1989)和 Weisbach (1988)得到當企業宣告更換高階經理人時,公司的股價會有正面的反應;但在 Khanna and Poulsen (1995)卻發現公司的股價對於公司宣告更換高階經理人的訊息會有負向的反應。

綜合以上文獻可以得知,針對集團企業內的總裁與非集團企業內的董事長及總經理而言,當宣告更換高階管理階層時,就企業未來的績效面以及企業的股價反應均無一明確定論。績效面而言,以常識理論(Common Sense Theory)的觀點,預期在宣告更換高階經理人之後會增加公司管理者之品質,也會提升公司之績效,因此,在公司宣告更換高階經理人時,對公司的經營績效是有正面影響(Smith et al 1984)。反之惡性循環理論 (Vicious Circle Theory) 的觀點則認為更換高階經理人的過程中因為公司組織內部隊新任者領導風格的不熟悉,需要時間適應等因素,導致組織內部緊張與分裂,使得公司績效變得更差 (Cosh and Hughes 1997)。股價面而言,過去研究同樣指出了在宣告更替高階管理階層後,企業的股價可能會產生正向或負向的反應。本研究根據以上推論推出以下假說:

假說 1-1: 總裁離世與企業股價反應具關聯性。

假說 1-2: 董事長、總經理離世與企業股價具關聯性。

第三節 高階管理階層任期

對一間公司來說,決定是否要更換高階管理階層,對於公司的董事會而言都是一項非常重大而且困難的決定,對於公司未來的經營方針以及績效都會有很重大的影響,而在過去有部分的研究發現當公司的管理者在公司的年資越久時,這項決策就會變得非常困難,主要有兩個原因,第一個原因高階管理階層具管理防禦的行為。Dikolli, Hofmann, and Pfeiffer (2011)的研究提到高階管理階層年資越長,管理防禦的性質就越強,因此在企業績效不佳時,年資長的高階管理階層較年資短的高階管理階層不易更換。此外,管理防禦行為也包括鞏固職位。Arikawa and Mitsusada (2011)則以日本有關毒藥丸事件(poison pills)資料進行探討,研究結果指出股票市場會將經理人進行毒藥丸事件之宣告視為經理人想要固守職位之訊號,在有敵意購併威脅下,年資愈長的經理人愈有可能進行毒藥丸策略,因年資愈長愈有權力能夠做獨立決策,因而愈有權力之經理人愈有可能進行毒藥丸策略。該文發現只有在公司績效差的時候,擁有權力的經理人會傾向採用毒藥丸的策略。第二個原因為管理者在公司就職已經有很長一段時間,讓公司的董事會很難在短時間內找到適合的接任人選。

此外,過去也有研究提到當企業績效不佳時,高階管理階層於企業中的年資越長,越有可能提供程度較佳的企業政策(Boeker 1997)。Hermalin and Weisbach (1998)提到董事會的獨立性會隨著高階管理階層的年資而減少,理由為年資長之高階管理階層對於公司所有權人的協商能力較強。Shleifer and Vishny (1989)提及隨著高階管理階層在公司的年資逐漸拉長,高階管理階層可以擴大自己在決定公司投資決策方面的權力,甚至是決定公司董事會成員選舉的權力。Ryan et al. (2007)發現總經理年資對董事會監督強度呈負相關,這顯示了隨著總經理年資增加,可能因董事會對總經理有更深層的認識,或因總經理對董事會的影響力增強,進接影響董事會對其之監督。

綜合以上文獻可得知高階管理階層任期越長越可能產生管理防禦的動機及行為,導致無法帶給企業最佳的經營績效。同時可能因為在企業的年資越長,坐擁更大的權力進而作出自利的決策。此外還可能因為於企業的年資越長使得自身影響力增強使得董事會對其之監督減弱。上述均是高階管理階層任期越長帶企業帶來之負向影響。不過過去文獻也指出高階管

理階層任期越長越有可能在企業績效不佳時提出較好的企業政策，以利於改變經營績效不佳的狀況。在這種任期長之高階管理階層可能對企業績效帶來正向及負向的情況下，當此位高階管理階層離世時，本研究根據以上推論推出以下假說：

假說 2：企業高階管理階層離世者之任期與企業股價具關聯性。



第四節 高階管理階層產業面

學術界內對於產業的分類非常多，首先就傳統產業而言，王健全(2001)指出：傳統產業必須具備兩項特質，一是產業的產量、產值及利潤預期將長期持續遞減；二是衰退的原因與景氣循環或個別廠商的財務狀況無關。徐文復、廖文芳(2000)在管理雜誌中定義傳統產業為與民生(包含食、衣、住、行等行業)，其中也包含了這些行業的上下游產業，如鋼鐵業、石化業、模具業、機械設備業、塑膠業、建材業等。兩人認為，凡屬於傳統產業之企業應具備以下特質：(1)技術本位，創新研發成本投入較低。(2)產品生命週期較長。(3)勞力密集的產業。(4)與民生相關密切的產業，如食品業、紡織業、營造業、汽車業等。(5)國際化程度較低的產業。(6)成長率趨緩的產業。(7)家族色彩濃厚之產業。(8)較不具有市場競爭力的企業生產線固定長久不變。陳麗秀(2015)指出國內傳統產業多為家族企業，而過去學者針對家族企業的高階管理階層也有許多研究，在家族企業之繼任者方面，分為內部繼任者和外部繼任者兩種，有部份學者的研究發現內部繼任者較外部繼任者不會使企業績效變差(Allen, Panian, and Lotz, 1979; Grusky 1964)。另外，有一部份學者的研究提出：外部繼任者較可能帶來企業成長(Helmich, 1974; Helmich and Brown, 1972)。有些研究是由股東財富的角度進行研究，而產生不同的結果，Furtado and Rozeff(1987), and Davidson and Worrell (1990)發現由內部繼任者繼任股價會上漲，然而，Chung, Lubatkin, Rogers, and Owers(1987)研究發現由外部繼任者繼任股價也會上漲。Beatty and Zajac(1987)的研究則指出內部及外部繼任者都會減少企業價值。Bennedsen et al.(2007)的研究更指出，家族企業在交替CEO後，均會產生一段負績效的過渡時期，因為繼任CEO的專業技能可能並非企業所需要的專業技能。

隨著科技的進展，台灣的產業結構與經營競爭環境出現極大的轉變。以加工製造業為主的產業結構逐漸式微，高科技產業繼之而起成為台灣經濟力的主流，也因高科技產業的資本密集性與人力資源高度專職性等產業特殊性，使得我國企業傳統的所有權及經營權合併的模式必須有所改變。目前我國的產業結構與經營競爭環境正面臨重要的轉型期，由於高科技產業的資本密集性與資訊密集性相當高，產品週期短，人員流動率高，加上隨時會遭遇科技大幅變動的轉折，故該產業的競爭比其他產業要更激烈，自然高階管理階層的效率要求也比其他產業為高。(劉韻僖, 2006)。高科技產業是個快速成長，創業機會多的產業，高階管理階層為企業創辦人的比例甚高(楊丁元與陳慧

玲 1996)。Morck, Shleifer, and Vishny (1988), Palia, Ravid, and Reisel (2008), Anderson and Reeb (2003), Adams et al. (2009), Fahlenbrach (2008), Villalonga and Amit (2006)的研究均指出企業高階管理階層為創始人，其與企業經營績效呈正相關。例如：Anderson and Reeb (2003)指出企業創始人能夠取得企業個層面的內部資訊，以至於可能再出現企業績效警訊時提早離開企業 Salas (2010)研究中的實證結果指出企業創始人離世事件發生會使累積異常報酬率呈負向反應，但是將創始人搭配管理防禦變數重新討論，則累積異常報酬率會呈正向反應。此結果表示企業之創始人一部分是非常有價值另一部分則是具管理防禦性質。Pelser & Prinsloo (2014) 提到高層管理者在技術密集型行業中的作用已經變得更加多元化和多學科，例如在 R&D 職能以及控制市場規劃職能分配給最高管理者和最高管理團隊職能而得到認可。而在高科技產業中，選擇一位新 CEO 時，判斷真的很重要。過去文獻提到選擇的差可能毀滅一家公司而選擇的好將能創造巨大的價值。這些被選擇出來的優秀 CEO 必須有兩個或三個不同的能力，CEO 也往往需要在有問題的公司才能茁壯成長 (Charan 2014)。Eisenhardt(1989)指出在快速變動的環境中，例如高科技產業，高階經營團隊較可能對組織績效有重要的影響，因為在這種環境下，管理者比較需要從事策略判斷，經由高階經營團隊所制定的策略決策品質會影響企業創新及組織績效。

綜合以上文獻可得知家族企業在傳統產業中的比重高，過去文獻針對高階管理階層內部繼任者不論就績效面或企業價值面均有討論，但結果並無一明確定論。而高科技公司的高階管理階層常常由創辦人所擔任，過去文獻也提到企業高階管理階層為創始人，其與企業經營績效呈正相關，然而也有文獻提到創辦人的管理防禦性質較高。並且在高科技產業這種特殊的產業環境中，高階管理階層更必須具備多種能力才足夠應付所遭遇的困境與難題。最後，在高科技產業，高階經營團隊較可能對組織績效有重要的影響，因為在這種環境下，管理者比較需要從事策略判斷，任何的判斷都會影響企業的績效。本研究根據以上推論推出以下假說：

假說 3：高階管理階層離世者其屬產業與企業股價具關聯性。

參、研究設計

第一節 觀念性架構

根據先前文獻所載，本研究將高階管理階層離世分為三個主題：(1)探討高階管理階層因職位不同，發生離世事件時對企業股價之影響；(2)探討高階管理階層因任期不同，發生離世事件對企業股價之影響；(3)探討高階管理階層於不同產業，發生離世事件對企業股價之影響。本研究之觀念性架構如圖 3-1 所示：

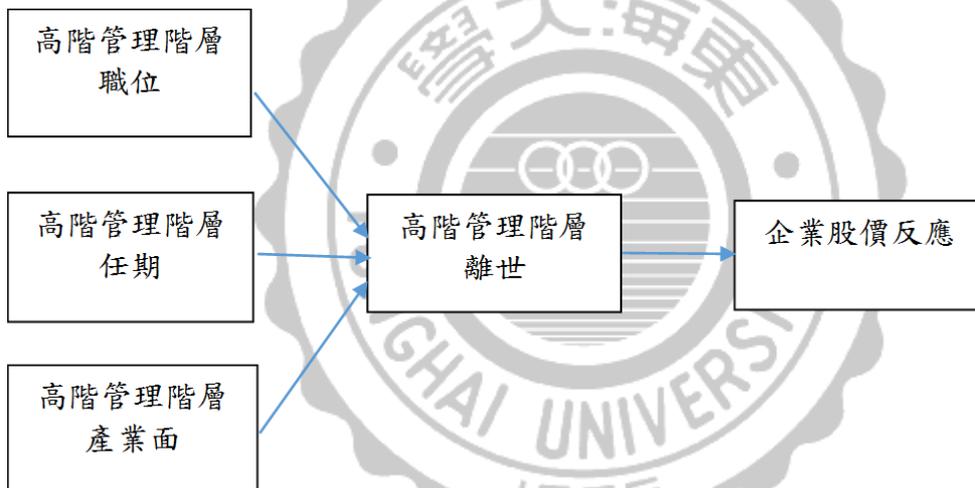


圖 3-1 觀念性架構圖

第二節 樣本選取與資料來源

本研究以我國 2003 年至 2016 年之上市櫃企業發生高階管理階層離世事件的公司作為研究樣本。首先，本研究透過台灣經濟新報 (TEJ) 公司治理資料庫中之人事穩定度資料比對高階管理階層 (董事長、總經理、執行長及財務長) 之異動情形後再透過公開資訊觀測站重大訊息主旨全文檢索以「辭世、離世、死亡」等關鍵字，搜尋高階管理階層異動確實來自於死亡事件，最後篩選找出高階管理階層之死亡事件。本研究共蒐集 72 個觀察值 (包含 2003 年 4 個，2004 年 5 個，2005 年 1 個，2006 年 8 個，2007 年 3 個，2008 年 6 個，2009 年 3 個，2010 年 1 個，2011 年 1 個，2012 年 4 個，2013 年 2 個，2014 年 9 個，2015 年 8 個，2016 年 17 個)，其中，排除資料不完全或有遺漏的公司，共計 5 個觀察值。最後，本研究最終樣本共計 67 個觀察值 (表 3-1)。

表 3-2 為研究樣本之年度分佈情形，其中 2016 年共 17 個樣本佔整體樣本 25.37%。2014 到 2016 年合計 33 個樣本佔整體 49.25%，佔了將近一半的比例。

表 3-3 為研究樣本之產業類別分佈情形，根據公開資訊觀測站之產業分類要點，將公司區分為 22 種產業類別。另外，根據 salas(2010)分類科技公司的方法，即光電業、其他電子類、半導體業、生技醫療業、網路業、電子零組件業及電腦及週邊設備業共計 19 家，佔整體 28.36%。

表 3-4 為離世事件前十日至後十日各日之平均異常報酬 (Average Returns)，其中，離世事件發生日當日之平均異常報酬為 -0.1637，初步發現在離世事件當日企業之股價呈現負項反應。然而，在離事件間發生日之後兩日企業之股價馬上呈現正向反應。上述之資訊可能代表著離世事件對於企業股價之影響不具蔓延效果。

表 3-1 樣本篩選

| 樣本資料篩選 | 樣本數 |
|---------------------|-----|
| 2003 年至 2016 年原始觀察值 | 72 |
| 減：無異常報酬公司 | -5 |
| 公司/年樣本數合計 | 67 |

表 3-2 研究樣本之年度

| 年度 | 家數 | 比率 |
|------|----|-------|
| 2003 | 4 | 5.97 |
| 2004 | 4 | 5.97 |
| 2005 | 1 | 1.49 |
| 2006 | 6 | 8.96 |
| 2007 | 3 | 4.48 |
| 2008 | 6 | 8.96 |
| 2009 | 3 | 4.48 |
| 2010 | 1 | 1.49 |
| 2011 | 1 | 1.49 |
| 2012 | 3 | 4.48 |
| 2013 | 2 | 2.99 |
| 2014 | 8 | 11.94 |
| 2015 | 8 | 11.94 |
| 2016 | 17 | 25.37 |
| 合計 | 67 | 100 |

表 3-3 研究樣本之產業類別

| 產業 | 家數 | 比率 |
|----------|----|-------|
| 光電業 | 6 | 8.96 |
| 其他 | 5 | 7.46 |
| 其他電子類 | 1 | 1.49 |
| 化學工業 | 3 | 4.48 |
| 半導體業 | 1 | 1.49 |
| 塑膠工業 | 4 | 5.97 |
| 文化創意類 | 1 | 1.49 |
| 水泥工業 | 3 | 4.48 |
| 玻璃陶瓷 | 2 | 2.99 |
| 生技醫療業 | 4 | 5.97 |
| 紡織纖維 | 5 | 7.46 |
| 航運業 | 5 | 7.46 |
| 觀光業 | 1 | 1.49 |
| 資訊服務業 | 1 | 1.49 |
| 通信網路業 | 2 | 2.99 |
| 造紙工業 | 1 | 1.49 |
| 金融保險業 | 4 | 5.97 |
| 鋼鐵工業 | 4 | 5.97 |
| 電子零組件業 | 1 | 1.49 |
| 電機機械 | 7 | 10.45 |
| 電腦及週邊設備業 | 4 | 5.97 |
| 食品工業 | 2 | 2.99 |
| 合計 | 67 | 100 |

表 3-4 研究樣本之平均異常報酬

| Day | 樣本 | 平均異常報酬 |
|-----|----|---------|
| -10 | 67 | 0.1528 |
| -9 | 67 | 0.2876 |
| -8 | 67 | 0.2798 |
| -7 | 67 | 0.0224 |
| -6 | 67 | -0.7683 |
| -5 | 67 | -0.1812 |
| -4 | 67 | 0.1770 |
| -3 | 67 | 0.2082 |
| -2 | 67 | 0.5527 |
| -1 | 67 | 0.4011 |
| 0 | 67 | -0.1637 |
| 1 | 67 | 0.2717 |
| 2 | 67 | 0.5925 |
| 3 | 67 | -0.4211 |
| 4 | 67 | 0.0809 |
| 5 | 67 | -0.3516 |
| 6 | 67 | -0.3237 |
| 7 | 67 | -0.4817 |
| 8 | 67 | 0.1405 |
| 9 | 67 | -0.1684 |
| 10 | 67 | 0.3568 |

第三節 研究模型

本研究共採用兩種迴歸模型作為研究模型。第一種研究模型為穩健迴歸模型(robust regression)。一般迴歸分析最常採用的最小平方方法具有許多統計學上的優良性質，但這些性質大多建立在實驗誤差為常態分配的假設條件下。而偏好量測屬於心理量測，其誤差通常會有厚尾的現象。此時，將每個觀測值之殘差視為同等重要的最小平方方法估計量很容易受到離群值(Outliers)影響。穩健估計量的設計就在降低離群值在估計中的權重，使估計量較不受離群值影響。本研究所採用的第二種研究模型為反覆抽樣法(bootstrap resampling method)本文用到的原始樣本量為 67，因為樣本量不大，為保守起見，在偏迴歸法中再以 bootstrap 反覆抽樣法(bootstrap resampling method)作推論。Bootstrap 反覆抽樣法係 Efron (1979)提出之無母數統計推論法，它不像傳統的 z 或 t 統計量，需要假設母體的分配，而是以「放回後再抽樣」(resampling with replacement)的反覆抽樣程序，求出各種統計量如標準差、假設檢定以及信賴區間等。反覆抽樣之程序，係以現有之原始樣本為虛擬母體(pseudo-population)作「放回後再抽樣」之反覆抽樣程序，抽出一個包含 N 個獨立觀察值之樣本 (N 為原始樣本量)，計算所需要之統計量，再依此程序進行，反覆抽出 B 個樣本並各別求出該統計量 (例如 B 可能為 1,000)，這些統計量的分配即是所需統計量之分配。Bootstrap 反覆抽樣法與 Monte Carlo 模擬很類似，但後者需要知道母體分配，而前者卻不需要，這項特性使得 Bootstrap 反覆抽樣法很實用而變成非常盛行。研究發現 bootstrap 所用的樣本 即使小到 20 也能得到很好的結果(Zhang et al. 1991)。以上兩種模型詳細建立如下：

(一) 企業高階管理階層職位差異，發生離世事件時，對企業之股價反應：

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PRE_{it} + \beta_2 MAN_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 BtoM_{it} + \beta_8 BSIZE_{it} + \beta_9 EXEOWNER_{it}$$

其中，

CAR ： i 公司 t 期內之累積異常報酬。

PRE ： i 公司 t 期離世者為總裁者為 1，其他為 0。

MAN ： i 公司 t 期離世者為董事長或總經理者為 1，其他為 0。

SIZE：公司規模，指 i 公司 t 期初總資產取自然對數。

LEV：負債比率，指 i 公司 t 期初總負債除以總資產。

ROA：資產報酬率，指 i 公司 t 期初稅後息前利益除以總資產。

GROWTH：公司成長率，指 i 公司 t 期營業收入淨額減 (t-1) 期營業收入淨額除以 (t-1) 期營業收入淨額。

BtoM：股價淨值比，指 i 公司 t 期初公司市值除以公司帳面價值。

BSIZE：董事會規模，指 i 公司 t 期初之董事會人數。

EXEOWNER：經理人持股，指 i 公司 t 期初之內部經理人或集團經理人持股率。

(二) 企業高階管理階層任期差異，發生離世事件時，對企業之股價反應：

$$\begin{aligned} CAR_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 TENURE_{it} + \beta_2 PRE * TEN_{it} + \beta_3 MAN * TEN_{it} + \beta_4 SIZE_{it} \\ & + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 GROWTH_{it} + \beta_8 BtoM_{it} + \beta_9 BSIZE_{it} \\ & + \beta_{10} EXEOWNER_{it} \end{aligned}$$

其中，

TENURE：指 i 公司離世之高階管理階層離世前於企業任職的年數。

*PRE*TEN*：指 i 公司離世者職位為總裁且屬任期長（超過中位數 16 年）者為 1，其他為 0。

*MAN*TEN*：指 i 公司離世者職位為董事長或總經理且屬任期長（超過中位數 16 年）者為 1，其他為 0。

(三) 企業高階管理階層所屬產業差異，發生離世事件時，對企業之股價反應：

$$\begin{aligned} CAR_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 TECHFIRM_{it} + \beta_2 PRE * TECH_{it} + \beta_3 MAN * TECH_{it} \\ & + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 GROWTH_{it} + \beta_8 BtoM_{it} \\ & + \beta_9 BSIZE_{it} + \beta_{10} EXEOWNER_{it} \end{aligned}$$

其中，

TECHFIRM：指 i 公司離世之高階管理階層其所屬企業為科技公司者為 1，

其他為 0。

*PRE*TECH*: 指 i 公司離世者職位為總裁且其所屬產業為高科技公司者為 1，其他為 0。

*MAN*TECH*: 指 i 公司離世者職位為董事長總經理且其所屬產業為高科技公司者為 1，其他為 0。



第四節 變數衡量

一、應變數

累積異常報酬 (CAR)：過去文獻曾提及高階管理階層離世會對企業價值造成影響 (Worrell et al, 1986 ; Etebari et al, 1987)。本研究採用事件研究法 (Event Study) 以估計高階管理階層離世事件期間之累積異常報酬 (Cumulative Abnormal Returns, CAR), 並作為企業價值變動的代理變數, 藉此判斷離世事件對企業是否有關連性。詳細介紹與相關步驟如下：

(一) 事件之定義：本研究探討主題為企業高階管理階層離世與企業股價之關聯性，因此需要觀察企業高階管理階層離世事件發生日後一段時間內股價的變化。

(二) 事件發生日之定義：本研究將事件發生日定義為高階管理階層離世事件於公開資訊觀測站之重大訊息公告日。若無此資料則為離世事件於新聞報導之發佈日。

(三) 異常報酬之定義：異常報酬可以反映異常事件對企業的影響。實際測量方法是將市場接收到事件後實際發生的證券報酬記錄下來, 並使用過去資料計算出沒有異常事件發生的預期證券報酬。最後將實際報酬減去預期報酬, 如此就可估計異常報酬 (Abnormal Return)。最後將各期之異常報酬加總即為累積異常報酬 (Cumulative Abnormal Return)。

1. 估計期之設定

為了觀察公司在沒有異常事件下的市場正常反應已估計預期報酬率, 需要截取一段正常期間作為估計期 (Estimation Period)。本研究延續 Salas (2010) 的研究以高階管理階層離世事件報導日前 20 天之 270 天交易日作為研究估計期。

2.事件期間之設定

為了完整觀察高階管理階層離世事件對企業產生之影響，並有鑒於事件期間太長可能會使離世事件焦點模糊，因此本研究修改事件期的設定，以死亡日為第一天，紀錄連續五天的累積異常報酬，即 CAR[0,4]。藉由事件期間觀察高階管理階層離世對企業產生之累積異常報酬並進行分析。

3.市場模式(Market model)

本研究採用市場模式(Market Model)作為股價預期報酬率之估算方式，市場模式是以估計期資料，利用普通最小平方法(Ordinary Least Square ;簡稱 OLS)建立以下回歸模式

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it},$$

其中， ε_{it} 為誤差項且 $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2)$ 。經過最小平方法即可以得到估計值 $\hat{\alpha}_i$ 與 $\hat{\beta}_i$ ，因此事件期 E 期的預期報酬率為

$$E(\hat{R}_{iE}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mE}$$

4.異常報酬率估計模式：

所謂的異常報酬是以事件期的實際報酬率減去預期報酬率，亦即

$$AR_{iE} = R_{iE} - E(\hat{R}_{iE})$$

其中， AR_{iE} 為 i 公司在事件期 E 之異常報酬率， R_{iE} 為實際報酬率與 $E(\hat{R}_{iE})$ 為預期報酬率

最後將異常報酬加總即為累積異常報酬。

$$CAR_{iE} = \sum AR_{iE}$$

二、自變數

本研究採用大樣的虛擬變數作為自變數，目的係藉由不同種情況（如高階管理階層不同的身份別以及不同的產業環境）探討各情況高階管理階層離世對於企業股價之影響。

（一）高階管理階層離世其離世者職位屬企業之總裁(PRE)：

此變數為一虛擬變數，若離世之高階管理階層為企業之總裁則為 1，不屬於總裁則為 0。

（二）高階管理階層離世其離世者職位屬企業之董事長、總經理(MAN)：

此變數為一虛擬變數，若離世之高階管理階層為企業之董事長或總經理則為 1，不屬於董事長或總經理則為 0。

（三）高階管理階層任期 (TENURE)：

此變數為離世之高階管理階層於離世前於企業任職的年數。

（四）企業之總裁屬於任期長者 (PRE*TEN)：

此變數為一虛擬變數，用以衡量企業之總裁是否屬於任期長者，凡任職年數超過 16 年（大於整體樣本任期之中位數），該類總裁及屬於任期較長之總裁，符合條件之企業為 1，反之為 0。

(五) 企業之董事長或總經理屬於任期長者 ($MAN*TEN$):

此變數為一虛擬變數，用以衡量企業之董事長或總經理是否屬於任期長者，凡任職年數超過 16 年（大於整體樣本任期之中位數），該類總裁及屬於任期較長之總裁，符合條件之企業為 1，反之為 0。

(六) 離世之高階管理階層其所屬企業為科技公司 ($TECHFIRM$)

此變數為一虛擬變數，用以衡量離世之高階管理階層其所屬企業是否為科技公司，符合條件之企業為 1，反之為 0。

(七) 離世者為總裁且其所屬企業為科技公司 ($PRE*TECH$)

此變數為一虛擬變數，用以衡量離世之高階管理階層其職位為總裁且所屬企業為科技公司，符合條件之企業為 1，反之為 0。

(八) 離世者為董事長或總經理且其所屬企業為科技公司 ($MAN*TECH$)

此變數為一虛擬變數，用以衡量離世之高階管理階層其職位為總裁且所屬企業為科技公司，符合條件之企業為 1，反之為 0。

三、控制變數

本研究跟隨 Salas(2010), Nguyen(2010)對於企業價值與離世事件之關聯選用公司規模 ($SIZE$)、負債比率 (LEV)、資產報酬率 (ROA)、公司成長率 ($GROWTH$)、公司價值 ($BtoM$)、董事會規模 ($Bsize$)、經理人持股 ($EXEOWNER$) 作為本研究之控制變數。

(一) 公司規模 (*SIZE*):以總資產取自然對數衡量公司規模。

公司規模會影響企業的營運狀況，過去文獻認為公司規模越大，發生離世事件時累積異常報酬越會受到影響 Salas(2010)。本研究參考過去文獻，使用公司規模做為離世事件對股價反應的控制變數之一，預期公司規模對離世事件產生的股價反應呈正向關係。其定義如下：

$$\text{公司規模} = \log(\text{總資產})$$

(二) 負債比率 (*LEV*):

負債比率攸關公司財務結構的良莠，當負債比率愈高，離世事件發生時對累積異常報酬的影響越大。因此本文將負債比率做為控制變數之一，預期負債比率與公司績效呈正向關係。其定義如下：

$$\text{負債比率} = \frac{\text{負債總額}}{\text{資產總額}}$$

(三) 資產報酬率 (*ROA*):

過去文獻認為資產報酬率越大，企業的累積異常報酬越不會受到影響 Salas(2010)。本研究參考過去文獻，使用資產報酬率做為離世事件對股價反應的控制變數之一，預期資產報酬率對離世事件產生的股價反應呈負向關係。其定義如下：

$$ROA_{i,t} = \frac{\text{稅後息前利益}}{\text{總資產}}$$

(四) 公司成長率 (*GROWTH*):

銷貨成長的公司意味其具有發展潛力，進而提升公司獲利。過去文獻認為公司成長率越大，企業的累積異常報酬會越高 Salas(2010)。本研究參考過去文獻，使用公司成長率做為離世事件對股價反應的控制變數之一，預期公司成長率對離世事件產生的股價反應呈正向關係。其定義如下：

$$\text{公司成長率} = \frac{\text{本期營業收入淨額} - \text{前期營業收入淨額}}{\text{前期營業收入淨額}}$$

(五) 股價淨值比 (*BtoM*):

過去文獻認為公司價值越大，企業的累積異常報酬越不會受到影響 Nguyen(2010)。本研究參考過去文獻，使用公司價值做為離世事件對股價反應的控制變數之一，預期公司價值對離世事件產生的股價反應呈負向關係。其定義如下：

$$\text{公司價值} = \frac{\text{公司市值}}{\text{公司帳面價值}}$$

(六) 董事會規模 (*BSIZE*):

過去文獻認為董事會規模越大，企業的異常報酬越會越高 Salas(2010)。本研究參考過去文獻，使用董事會規模做為離世事件對股價反應的控制變數之一，預期董事會規模對離世事件產生的股價反應呈正向關係。其定義如下：

$$\text{董事會規模} = \text{董事會人數}$$

(七) 經理人持股 (*EXEOWNER*):

過去文獻認為經理人持股比率越高，對企業累積異常報酬的影響並無明確說法 Salas(2010)。本研究參考過去文獻，使用經理人持股做為離世事件對股價反應的控制變數之一，不預期經理人持股對離世事件產生的股價反應關係。其定義如下：

$$\text{經理人持股} = \text{公司內部經理人或集團經理人持股率}$$

肆、研究結果分析

第一節 基本資料分析

一、敘述性統計量分析

表 4-1 為離世之高階管理階層所屬企業的敘述統計量與比較分析。Panel A 為全體樣本的敘述性統計量，其中顯示離世者所屬企業自離世日始至其後四天(*CAR*)之平均數為 0.2829，其中位數為-0.2107。離世者職位屬總裁(*PRE*)者約佔整體樣本 53.73%。離世者職位屬董事長或總經理(*MAN*)者約佔整體樣本 43.28%。離世者於企業之任期(*TENURE*)之平均數為 21.597 年，其中位數為 16 年，本研究並將任職超過 16 年之離世者歸類為屬任期長者。樣本中屬於科技公司之企業佔整體樣本 26.87%。在控制變數方面，全體樣本的公司規模(*SIZE*)平均數為 16.3577(標準差=1.9954)，公司的股價淨值比(*BtoM*)及經理人持股(*EXEOWNER*)平均數分別為 1.6326%(標準差=1.4041)與 1.0309(標準差=2.1480)。全體樣本董事會規模(*BFSIZE*)平均人數為 8.3731 人(標準差=2.6562)。上述相關影響公司累積異常報酬因素的標準差較小，標示整體樣本資料的分散程度較小。然而，整體樣本公司負債比率(*LEV*)、資產報酬率(*ROA*)及公司成長率(*GROWTH*)之平均數分別為 47.0269%(標準差=18.4357)、4.2725%(標準差=8.0842)與 6.5891%(標準差=27.0583)，顯示這些變數的資料波動性較高。

表 4-1 Panel B 為進一步針對離世者職位為企業之總裁與離世者職位為企業之董事長或總經理進行分析比較，表中顯示離世者為董事長或總經理之企業，事件期內之累積異常報酬較高(離世者為董事長或總經理之公司平均數為 17.2602>離世者為總裁之公司平均數 15.5612)。在控制變數的部分，公司規模(*SIZE*)、負債比率(*LEV*)及董事會規模(*BFSIZE*)等變數均具有差異。其中離世者屬於董事長或總經理之公司其公司規模(*SIZE*)較大(離世者為董事長或總經理之公司平均數為 17.2602>離世者為總裁之公司平均數 15.5612)、負債比率(*LEV*)較高(離世者為董事長或總經理之公司平均數為 52.7007>離世者為總裁之公司平均數 42.4964)，且董事會規模(*BFSIZE*)

較大（離世者為董事長或總經理之公司平均數為 9.0690>離世者為總裁之公司平均數 7.9444）。

表 4-1 Panel C 為進一步針對離世者於企業之任期長短進行分析比較，其中任期長者（大於 16 年）總共有 33 個樣本，任期短者（小於等於 16 年）總共有 34 個樣本。表中顯示公司規模（*SIZE*）變數具有差異，離世者任期長者之企業公司規模較大（離世者任期長者公司平均數為 17.0061>離世者任期短者公司平均數 15.7283）。

表 4-1 Panel D 為進一步針對離世者所在企業屬高科技公司與離世者所在企業非屬高科技公司進行分析比較，屬於科技公司總共有 18 個樣本，非屬高科技公司總共有 49 個樣本。表中顯示公司成長率（*GROWTH*）、公司規模（*SIZE*）、股價淨值比（*BtoM*）與經理人持股（*EXEOWNER*）等變數科技公司均高於非科技公司。其中離世者所在企業屬高科技公司其公司成長率（*GROWTH*）明顯較大（離世者公司為科技公司平均數為 18.9933>離世者公司非為高科技公司平均數 2.0324）。公司規模（*SIZE*）較大（離世者公司為科技公司中位數為 16.9055>離世者公司非為科技公司中位數 15.7131）、股價淨值比（*BtoM*）較高（離世者公司為科技公司中位數為 1.9564>離世者公司非為科技公司中位數 1.0976）與經理人持股（*EXEOWNER*）較大（離世者公司為科技公司中位數為 0.465>離世者公司非為科技公司中位數 0.05）。

表 4-1 敘述性統計量

Panel A: 整體樣本之敘述性統計量分析

| 變數 | 樣本 | 平均數 | 中位數 | 標準差 | 25 百分位數 | 75 百分位數 |
|-----------------|----|---------|---------|---------|----------|---------|
| <i>CAR</i> | 67 | 0.2829 | -0.2107 | 4.5260 | -2.1553 | 1.6269 |
| <i>PRE</i> | 67 | 0.5373 | 1.0000 | 0.5024 | 0.0000 | 1.0000 |
| <i>MAN</i> | 67 | 0.4328 | 0.0000 | 0.4992 | 0.0000 | 1.0000 |
| <i>TENURE</i> | 67 | 21.5970 | 16.0000 | 15.8622 | 9.0000 | 35.0000 |
| <i>TECHFIRM</i> | 67 | 0.2687 | 0.0000 | 0.4466 | 0.0000 | 1.0000 |
| <i>SIZE</i> | 67 | 16.3577 | 15.9715 | 1.9954 | 15.1389 | 17.3124 |
| <i>LEV</i> | 67 | 47.0269 | 44.6900 | 18.4357 | 32.9600 | 59.9100 |
| <i>ROA</i> | 67 | 4.2725 | 3.0700 | 8.0842 | -0.4100 | 10.1900 |
| <i>GROWTH</i> | 67 | 6.5891 | 2.5700 | 27.0583 | -10.7900 | 13.6900 |
| <i>BtoM</i> | 67 | 1.6326 | 1.1793 | 1.4041 | 0.7619 | 2.0036 |
| <i>BSIZE</i> | 67 | 8.3731 | 8.0000 | 2.6562 | 7.0000 | 9.0000 |
| <i>EXEOWNER</i> | 67 | 1.0309 | 0.1100 | 2.1480 | 0.0100 | 0.6800 |

Panel B: 離世者職位為公司總裁及董事長、總經理之單變量分析

| 變數 | 離世者為總裁之企業 n=36 | | | 離世者為董事長或總經理之企業 n=29 | | | 差異 | |
|-----------------|-------------------|---------|---------|------------------------|---------|---------|------------|------------|
| | 平均數 | 中位數 | 標準差 | 平均數 | 中位數 | 標準差 | 平均數檢定 | 中位數檢定 |
| <i>CAR</i> | -0.7863 | -0.7481 | 3.3407 | 1.3522 | 0.0210 | 5.4748 | -2.1385* | -0.7691 |
| <i>TENURE</i> | 18.9444 | 14.0000 | 14.2286 | 25.0345 | 20.0000 | 17.6988 | -6.0901 | -6.0000 |
| <i>TECHFIRM</i> | 0.2222 | 0.0000 | 0.4216 | 0.2759 | 0.0000 | 0.4549 | -0.0537 | 0.0000 |
| <i>SIZE</i> | 15.5612 | 15.6030 | 1.4856 | 17.2602 | 17.1377 | 2.2034 | -1.6990*** | -1.5347*** |
| <i>LEV</i> | 42.4964 | 42.5850 | 17.2237 | 52.7607 | 51.4900 | 19.2264 | -10.2643** | -8.9050*** |
| <i>ROA</i> | 4.3028 | 3.2300 | 8.5386 | 3.8914 | 2.2800 | 7.8018 | 0.4114 | 0.9500 |
| <i>GROWTH</i> | 5.7647 | 2.2150 | 29.0501 | 7.6962 | 3.0600 | 25.8155 | -1.9315 | -0.8450 |
| <i>BtoM</i> | 1.6755 | 1.2110 | 1.4980 | 1.5605 | 1.1525 | 1.3455 | 0.1150 | 0.0585 |
| <i>BSIZE</i> | 7.9444 | 7.5000 | 2.5740 | 9.0690 | 9.0000 | 2.6717 | -1.1246* | -1.5000 |
| <i>EXEOWNER</i> | 0.9753 | 0.1050 | 2.3573 | 0.8817 | 0.0600 | 1.7748 | 0.0936 | 0.0450 |

Panel C: 離世者任期之單變量分析

| | 任期>16 | 任期≤16 |
|--|-------|-------|
|--|-------|-------|

| 變數 | n=33 | | | n=34 | | | 差異 | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| | 平均數 | 中位數 | 標準差 | 平均數 | 中位數 | 標準差 | 平均數檢定 | 中位數檢定 |
| <i>CAR</i> | 0.6315 | -0.4194 | 4.8431 | -0.0554 | 0.1690 | 4.2409 | 0.6869 | -0.5884 |
| <i>PRE</i> | 0.4545 | 0.0000 | 0.5056 | 0.6176 | 1.0000 | 0.4933 | -0.1631 | -1.0000 |
| <i>MAN</i> | 0.5152 | 1.0000 | 0.5075 | 0.3529 | 0.0000 | 0.4851 | 0.1623 | 1.0000 |
| <i>TECHFIRM</i> | 0.3030 | 0.0000 | 0.4667 | 0.2353 | 0.0000 | 0.4306 | 0.0677 | 0.0000 |
| <i>SIZE</i> | 17.0061 | 16.6873 | 1.7192 | 15.7283 | 15.3911 | 2.0661 | 1.2778*** | 1.2962*** |
| <i>LEV</i> | 48.5633 | 48.3500 | 16.3167 | 45.5356 | 44.0350 | 20.4190 | 3.0277 | 4.3150 |
| <i>ROA</i> | 5.3055 | 3.0700 | 8.5346 | 3.2700 | 2.6700 | 7.6140 | 2.0355 | 0.4000 |
| <i>GROWTH</i> | 10.9721 | 3.0600 | 29.0007 | 2.3350 | 1.9900 | 24.7163 | 8.6371 | 1.0700 |
| <i>BtoM</i> | 1.6551 | 1.1136 | 1.5377 | 1.6108 | 1.3269 | 1.2842 | 0.0443 | -0.2133 |
| <i>BSIZE</i> | 8.7879 | 9.0000 | 3.0696 | 7.9706 | 7.5000 | 2.1530 | 0.8173 | 1.5000 |
| <i>EXEOWNER</i> | 0.8091 | 0.1500 | 1.7957 | 1.2462 | 0.1050 | 2.4504 | -0.4371 | 0.0450 |

Panel D: 離世者所屬產業之單變量分析

| 變數 | 高科技公司 n=18 | | | 非高科技公司 n=49 | | | 差異 | |
|-----------------|---------------|---------|---------|----------------|---------|---------|-----------|-----------|
| | 平均數 | 中位數 | 標準差 | 平均數 | 中位數 | 標準差 | 平均數檢定 | 中位數檢定 |
| <i>CAR</i> | 0.9859 | -1.3946 | 6.5547 | 0.0246 | 0.0210 | 3.5632 | 0.9613 | -1.4156 |
| <i>PRE</i> | 0.4444 | 0.0000 | 0.5113 | 0.5714 | 1.0000 | 0.5000 | -0.1270 | -1.0000 |
| <i>MAN</i> | 0.4444 | 0.0000 | 0.5113 | 0.4286 | 0.0000 | 0.5000 | 0.0158 | 0.0000 |
| <i>TENURE</i> | 19.8333 | 18.0000 | 14.4558 | 22.2449 | 16.0000 | 16.4425 | -2.4116 | 2.0000 |
| <i>SIZE</i> | 16.8214 | 16.9055 | 1.6367 | 16.1873 | 15.7131 | 2.1014 | 0.6341 | 1.1924* |
| <i>LEV</i> | 48.5600 | 47.2650 | 15.5690 | 46.4637 | 43.8700 | 19.5007 | 2.0963 | 3.3950 |
| <i>ROA</i> | 6.0039 | 7.0550 | 8.7367 | 3.6365 | 2.8600 | 7.8289 | 2.3674 | 4.1950 |
| <i>GROWTH</i> | 18.9933 | 2.0450 | 35.9970 | 2.0324 | 3.0600 | 21.6539 | 16.9609** | -1.0150 |
| <i>BtoM</i> | 2.4353 | 1.9564 | 1.6916 | 1.3377 | 0.9973 | 1.1692 | 1.0976 | 0.9591*** |
| <i>BSIZE</i> | 7.8333 | 7.0000 | 2.4314 | 8.5714 | 9.0000 | 2.7310 | -0.7381 | -2.0000 |
| <i>EXEOWNER</i> | 1.5956 | 0.4650 | 2.3145 | 0.8235 | 0.0500 | 2.0697 | 0.7721 | 0.415*** |

1. 平均數檢定與中位數檢定為雙尾檢定機率值，*、**及***分別表示 10%、5%及 1%的顯著。

2. 表中：

CAR：i 公司 t 期內之累積異常報酬。

PRE：i 公司 t 期離世者為總裁者為 1，其他為 0。

MAN：i 公司 t 期離世者為董事長或總經理者為 1，其他為 0。

TENURE：指 i 公司離世之高階管理階層離世前於企業任職的年數。

TECHFIRM：指 i 公司離世之高階管理階層其所屬企業為科技公司者為 1，其他為 0。

SIZE：公司規模，指 i 公司 t 期初總資產取自然對數。

LEV：負債比率，指 i 公司 t 期初總負債除以總資產。

ROA：資產報酬率，指 i 公司 t 期初稅後息前利益除以總資產。

GROWTH：公司成長率，指 i 公司 t 期營業收入淨額減 (t-1) 期營業收入淨額除以 (t-1) 期營業收入淨額。

BtoM：股價淨值比，指 i 公司 t 期初公司市值除以公司帳面價值。

BSIZE：董事會規模，指 i 公司 t 期初之董事會人數。

EXEOWNER：經理人持股，指 i 公司 t 期初之內部經理人或集團經理人持股率。



二、相關係數分析

本研究將針對各變數間相關性進行 Pearson 相關性分析並彙總於表四，該表顯示累積異常報酬(*CAR*)對總裁離世之企業(*PRE*)呈現顯著負向關係，對董事長或總經理離世之企業 (*MAN*) 呈現顯著正向關係。自變數間之相關係數均未超過 0.8，並無共線性的問題。大部份控制變數相關性均小於 0.5，表示個變數具有獨立性且無重大相關性，唯資產報酬率(*ROA*)與股價淨值比(*BtoM*)於相關係數檢定中為 0.639，表示兩變數間相關性較高。雖然上述變數具有較高的相關性，但個變數所衡量的標的不同，且均為影響離世者企業累積異常報酬的重要因素，故本研究仍將相關變數納入研究迴歸式進行分析。



表 4-2 相關係數表

| | <i>CAR</i> | <i>PRE</i> | <i>MAN</i> | <i>TENURE</i> | <i>PRE*TEN</i> | <i>MAN*TEN</i> | <i>TECHFIRM</i> | <i>PRE*TECH</i> | <i>MAN*TECH</i> | <i>SIZE</i> | <i>LEV</i> | <i>ROA</i> | <i>GROWTH</i> | <i>BtoM</i> | <i>BSIZE</i> | <i>EXEOWNER</i> |
|-----------------|------------|------------|------------|---------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------|------------|------------|---------------|-------------|--------------|-----------------|
| <i>CAR</i> | 1.000 | | | | | | | | | | | | | | | |
| <i>PRE</i> | -0.256** | 1.000 | | | | | | | | | | | | | | |
| | -0.036 | | | | | | | | | | | | | | | |
| <i>MAN</i> | 0.208* | -0.941*** | 1.000 | | | | | | | | | | | | | |
| | -0.091 | 0.000 | | | | | | | | | | | | | | |
| <i>TENURE</i> | 0.186 | -0.182 | 0.191 | 1.000 | | | | | | | | | | | | |
| | -0.131 | -0.141 | -0.122 | | | | | | | | | | | | | |
| <i>PRE*TEN</i> | -0.115 | 0.498*** | -0.469*** | 0.405*** | 1.000 | | | | | | | | | | | |
| | -0.354 | 0.000 | 0.000 | -0.001 | | | | | | | | | | | | |
| <i>MAN*TEN</i> | 0.194 | -0.628*** | 0.667*** | 0.581*** | -0.313*** | 1.000 | | | | | | | | | | |
| | -0.117 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | -0.010 | | | | | | | | | | | |
| <i>TECHFIRM</i> | 0.095 | -0.113 | 0.014 | -0.068 | -0.002 | 0.033 | 1.000 | | | | | | | | | |
| | -0.445 | -0.363 | -0.909 | -0.585 | -0.985 | -0.788 | | | | | | | | | | |
| <i>PRE*TECH</i> | -0.184 | 0.342*** | -0.322*** | -0.140 | 0.244** | -0.215* | 0.608*** | 1.000 | | | | | | | | |
| | -0.136 | -0.005 | -0.008 | -0.260 | -0.047 | -0.081 | 0.000 | | | | | | | | | |
| <i>MAN*TECH</i> | 0.237* | -0.397*** | 0.422*** | 0.059 | -0.198 | 0.314*** | 0.608*** | -0.136 | 1.000 | | | | | | | |
| | -0.053 | -0.001 | 0.000 | -0.635 | -0.109 | -0.010 | 0.000 | -0.274 | | | | | | | | |
| <i>SIZE</i> | 0.236* | -0.433*** | 0.398*** | 0.337*** | -0.142 | 0.483*** | 0.142 | -0.083 | 0.219* | 1.000 | | | | | | |
| | -0.054 | 0.000 | -0.001 | -0.005 | -0.253 | 0.000 | -0.252 | -0.505 | -0.075 | | | | | | | |
| <i>LEV</i> | 0.253** | -0.267** | 0.274** | 0.075 | -0.161 | 0.253** | 0.051 | -0.053 | 0.130 | 0.443*** | 1.000 | | | | | |
| | -0.039 | -0.029 | -0.025 | -0.546 | -0.194 | -0.039 | -0.683 | -0.672 | -0.294 | 0.000 | | | | | | |
| <i>ROA</i> | -0.063 | 0.004 | -0.041 | 0.036 | 0.115 | 0.020 | 0.131 | 0.177 | -0.056 | -0.035 | -0.385*** | 1.000 | | | | |
| | -0.612 | -0.974 | -0.739 | -0.775 | -0.356 | -0.871 | -0.291 | -0.152 | -0.655 | -0.777 | -0.001 | | | | | |
| <i>GROWTH</i> | 0.169 | -0.033 | 0.036 | 0.076 | 0.018 | 0.176 | 0.280** | 0.157 | 0.230* | 0.128 | -0.131 | 0.483*** | 1.000 | | | |
| | -0.172 | -0.790 | -0.772 | -0.543 | -0.882 | -0.155 | -0.022 | -0.205 | -0.061 | -0.303 | -0.291 | 0.000 | | | | |
| <i>BtoM</i> | -0.173 | 0.033 | -0.045 | -0.056 | 0.073 | -0.046 | 0.349*** | 0.338*** | 0.121 | -0.117 | -0.258** | 0.639*** | 0.432*** | 1.000 | | |
| | -0.161 | -0.790 | -0.717 | -0.655 | -0.557 | -0.713 | -0.004 | -0.005 | -0.328 | -0.345 | -0.035 | 0.000 | 0.000 | | | |
| <i>BSIZE</i> | 0.286** | -0.175 | 0.231* | 0.347*** | -0.062 | 0.282** | -0.124 | -0.052 | -0.035 | 0.473*** | 0.333*** | -0.187 | 0.103 | -0.077 | 1.000 | |
| | -0.019 | -0.156 | -0.060 | -0.004 | -0.616 | -0.021 | -0.317 | -0.675 | -0.781 | 0.000 | -0.006 | -0.129 | -0.408 | -0.536 | | |
| <i>EXEOWNE</i> | -0.081 | -0.028 | -0.061 | -0.187 | -0.084 | -0.100 | 0.161 | 0.028 | 0.055 | -0.118 | -0.159 | 0.441*** | 0.483*** | 0.322*** | -0.144 | 1.000 |
| | -0.516 | -0.821 | -0.623 | -0.129 | -0.501 | -0.420 | -0.194 | -0.821 | -0.660 | -0.341 | -0.198 | 0.000 | 0.000 | -0.008 | -0.244 | |

第二節 研究結果

本研究探討企業高階管理階層離世者職位對企業股價反應之影響，如表 4-3 顯示，Panel A 為使用穩健迴歸模型之實證結果，Panel B 為使用反覆抽樣法之實證結果。其中兩條迴歸模型之 Adj. R-square 均為 0.1773，表示兩條迴歸模型之解釋力良好。經由兩條迴歸模型的實證結果發現，企業之高階管理階層中，職位為總裁 (*PRE*) 與職位為董事長或總經理 (*MAN*) 的離世均會使企業股價呈現負向的影響，表示在企業的高階管理階層中，總裁、董事長或總經理的確扮演相當重要的角色，發生離世事件也確實為一重大訊息，足以影響企業的股價反應。因此，本研究假說 1-1 與假說 1-2 均獲得支持。在控制變數方面，採用穩健迴歸模型情況下，公司成長率 (*GROWTH*) 與董事會規模 (*BSIZE*) 越大，企業的股價反應越好；當公司股價淨值比 (*BtoM*) 越高時，企業的股價反應越差。採用反覆抽樣法下，公司成長率與公司股價淨值比均獲得相同的結果。

本研究接續探討企業高階管理階層離世者之任期對於股價反應之影響，如表 4-4 顯示，Panel A 為使用穩健迴歸模型之實證結果，Panel B 為使用反覆抽樣法之實證結果。其中兩條迴歸模型之 Adj. R-square 均為 0.1199，表示兩條迴歸模型之解釋力良好。經由兩條迴歸模型的實證結果發現，企業之高階管理階層離世者之任期 (*TENURE*) 與企業股價反應呈現正向的影響，這可能和高階管理階層的管理防禦性質有關，過去研究提到管理者的任期越長，則管理者會具備管理防禦性質 (Dikolli, Hofmann, and Pfeiffer 2011)。然而本研究進一步發現高階管理階層中屬任期長之總裁 (*PRE*TEN*) 發生離世事件時企業股價會呈現負向的影響。因此，本研究假說 2 獲得支持。在控制變數部分，穩健迴歸模型及反覆抽樣法模型均顯示當公司股價淨值比 (*BtoM*) 越高時，企業的股價反應越差。

本研究最後探討高階管理階層離世者所屬產業對於股價反應之影響，如表 4-5 顯示，Panel A 為使用穩健迴歸模型之實證結果，Panel B 為使用反覆抽樣法之實證結果。其中兩條迴歸模型之 Adj. R-square 均為 0.2252，表示兩條迴歸模型之解釋力良好。經由兩條迴歸模型的實證結果發現，高科技公司之高階管理階層離世 (*TECHFIRM*) 與企業股價反應呈現顯著正向的影響，其中原因可能為高科技公司中的高階管理階層長由創辦人所擔任，而這些創辦

人具有管理防禦的性質(Salas 2010)。然而本研究進一步發現高科技公司高階管理階層中總裁之離世(*PRE*TECH*)及企業董事長或總經理(*MAN*TECH*)與企業股價均呈現負向的影響，但是後者並不顯著。因此，本研究假說3獲得支持。在控制變數方面，採用穩健迴歸模型情況下，公司成長率(*GROWTH*)與董事會規模(*BFSIZE*)越大，企業的股價反應越好；當公司股價淨值比(*BtoM*)越高時，企業的股價反應越差。採用反覆抽樣法下，公司股價淨值比與董事會規模均獲得相同的結果。



表 4-3 企業高階管理階層離世者職位對企業的股價反應

| Panel A | | <i>OLS Model</i> | | |
|-----------------|------|-------------------------|---------|--------|
| | | Dependent variable= CAR | | |
| 自變數 | 預期符號 | 係數 | t 值 | p 值 |
| <i>PRE</i> | ? | -8.0836*** | -3.2272 | 0.0021 |
| <i>MAN</i> | ? | -6.3934** | -2.5592 | 0.0132 |
| <i>SIZE</i> | + | -0.529 | -1.2711 | 0.2089 |
| <i>LEV</i> | + | 0.0599 | 1.3498 | 0.1824 |
| <i>ROA</i> | - | 0.099 | 1.1752 | 0.2448 |
| <i>GROWTH</i> | + | 0.0627* | 1.8416 | 0.0707 |
| <i>BtoM</i> | - | -1.0036*** | -2.7005 | 0.0091 |
| <i>BSIZE</i> | + | 0.4312** | 2.211 | 0.0311 |
| <i>EXEOWNER</i> | +/- | -0.5477 | -1.4158 | 0.1623 |
| <i>_cons</i> | | 10.9840 | 1.6601 | 0.1024 |
| 樣本數 | | 67 | | |
| Adj. R-square | | 0.1773 | | |
| F 值 | | 2.7551*** | | |
| Panel B | | <i>Bootstrap Model</i> | | |
| | | Dependent variable= CAR | | |
| 自變數 | 預期符號 | 係數 | z 值 | p 值 |
| <i>PRE</i> | - | -8.0836** | -2.4557 | 0.0141 |
| <i>MAN</i> | - | -6.3934** | -1.9883 | 0.0468 |
| <i>SIZE</i> | + | -0.529 | -1.4402 | 0.1498 |
| <i>LEV</i> | + | 0.0599* | 1.7647 | 0.0776 |
| <i>ROA</i> | - | 0.099 | 1.0475 | 0.2949 |
| <i>GROWTH</i> | + | 0.0627 | 1.6409 | 0.1008 |
| <i>BtoM</i> | - | -1.0036** | -2.3102 | 0.0209 |
| <i>BSIZE</i> | + | 0.4312** | 2.402 | 0.0163 |
| <i>EXEOWNER</i> | +/- | -0.5477 | -1.041 | 0.2979 |
| <i>_cons</i> | | 10.9840 | 1.5033 | 0.1328 |
| 樣本數 | | 67 | | |
| Adj. R-square | | 0.1773 | | |
| Wald 值 | | 2.7551*** | | |

1.變數有預期符號者為單尾檢定，無為雙尾檢定，***、**與*分別表示 1%、5%與 10%的顯著水準。

2.表中：

PRE：i 公司 t 期離世者為總裁者為 1，其他為 0。

MAN：i 公司 t 期離世者為董事長或總經理者為 1，其他為 0。

SIZE：公司規模，指 i 公司 t 期初總資產取自然對數。

LEV：負債比率，指 i 公司 t 期初總負債除以總資產。

ROA：資產報酬率，指 i 公司 t 期初稅後息前利益除以總資產。

GROWTH：公司成長率，指 i 公司 t 期營業收入淨額減 (t-1) 期營業收入淨額除以 (t-1) 期營業收入淨額。

BtoM：股價淨值比，指 i 公司 t 期初公司市值除以公司帳面價值。

Bsize：董事會規模，指 i 公司 t 期初之董事會人數。

EXEOWNER：經理人持股，指 i 公司 t 期初之內部經理人或集團經理人持股率。



表 4-4 企業高階管理階層離世者任期對企業的股價反應

| Panel A | | <i>OLS Model</i> | | |
|---------------------|------|-------------------------|---------|--------|
| 自變數 | 預期符號 | Dependent variable= CAR | | |
| | | 係數 | t 值 | p 值 |
| <i>TENURE</i> | ? | 0.1088* | 1.9487 | 0.0563 |
| <i>PRE*TEN</i> | ? | -3.703** | -2.3637 | 0.0216 |
| <i>MAN*TEN</i> | ? | -2.9578 | -1.5358 | 0.1302 |
| <i>SIZE</i> | + | -0.2214 | -0.4704 | 0.6399 |
| <i>LEV</i> | + | 0.066 | 1.3406 | 0.1855 |
| <i>ROA</i> | - | 0.1 | 1.2963 | 0.2002 |
| <i>GROWTH</i> | + | 0.0591* | 1.7659 | 0.0829 |
| <i>BtoM</i> | - | -0.9116*** | -2.7869 | 0.0073 |
| <i>BSIZE</i> | + | 0.2026 | 0.9757 | 0.3334 |
| <i>EXEOWNER</i> +/- | | -0.372 | -1.1143 | 0.2699 |
| <i>_cons</i> | | -0.6120 | -0.0956 | 0.9242 |
| 樣本數 | | 67 | | |
| Adj. R-square | | 0.1199 | | |
| F 值 | | 2.4258** | | |
| Panel B | | <i>Bootstrap Model</i> | | |
| 自變數 | 預期符號 | Dependent variable= CAR | | |
| | | 係數 | z 值 | p 值 |
| <i>TENURE</i> | ? | 0.1088* | 1.8375 | 0.0661 |
| <i>PRE*TEN</i> | ? | -3.703* | -1.9183 | 0.0551 |
| <i>MAN*TEN</i> | ? | -2.9578 | -1.4019 | 0.1609 |
| <i>SIZE</i> | + | -0.2214 | -0.4828 | 0.6292 |
| <i>LEV</i> | + | 0.066 | 1.389 | 0.1648 |
| <i>ROA</i> | - | 0.1 | 1.1382 | 0.255 |
| <i>GROWTH</i> | + | 0.0591 | 1.5041 | 0.1326 |
| <i>BtoM</i> | - | -0.9116** | -2.2723 | 0.0231 |
| <i>BSIZE</i> | + | 0.2026 | 1.0029 | 0.3159 |
| <i>EXEOWNER</i> +/- | | -0.372 | -0.8646 | 0.3873 |
| <i>_cons</i> | | -0.6120 | -0.0983 | 0.9217 |
| 樣本數 | | 67 | | |
| Adj. R-square | | 0.1199 | | |

wald 值

2.4258**

1. 變數有預期符號者為單尾檢定，無為雙尾檢定，***、**與*分別表示 1%、5%與 10%的顯著水準。

2. *TENURE*：指 i 公司離世之高階管理階層離世前於企業任職的年數。

*PRE*TEN*：指 i 公司離世者職位為總裁且屬任期長（超過中位數 16 年）者為 1，其他為 0。

*MAN*TEN*：指 i 公司離世者職位為董事長或總經理且屬任期長（超過中位數 16 年）者為 1，其他為 0。

SIZE：公司規模，指 i 公司 t 期初總資產取自然對數。

LEV：負債比率，指 i 公司 t 期初總負債除以總資產。

ROA：資產報酬率，指 i 公司 t 期初稅後息前利益除以總資產。

GROWTH：公司成長率，指 i 公司 t 期營業收入淨額減 (t-1) 期營業收入淨額除以 (t-1) 期營業收入淨額。

BtoM：股價淨值比，指 i 公司 t 期初公司市值除以公司帳面價值。

Bsize：董事會規模，指 i 公司 t 期初之董事會人數。

EXEOWNER：經理人持股，指 i 公司 t 期初之內部經理人或集團經理人持股率。



表 4-5 企業高階管理階層離世者所屬產業對企業的股價反應

| Panel A | | <i>OLS Model</i> | | |
|-----------------|------|-------------------------|---------|--------|
| | | Dependent variable= CA5 | | |
| 自變數 | 預期符號 | 係數 | t 值 | p 值 |
| <i>TECHFIRM</i> | ? | 7.9133*** | 3.0915 | 0.0031 |
| <i>PRE*TECH</i> | ? | -9.1343*** | -3.9823 | 0.0002 |
| <i>MAN*TECH</i> | ? | -3.9316 | -1.345 | 0.184 |
| <i>SIZE</i> | + | -0.6231 | -1.504 | 0.1382 |
| <i>LEV</i> | + | 0.0664 | 1.5847 | 0.1187 |
| <i>ROA</i> | - | 0.1665 | 1.657 | 0.1031 |
| <i>GROWTH</i> | + | 0.0496* | 1.8101 | 0.0756 |
| <i>BtoM</i> | - | -1.1453** | -2.3763 | 0.0209 |
| <i>BSIZE</i> | + | 0.5737*** | 2.875 | 0.0057 |
| <i>EXEOWNER</i> | +/- | -0.5742 | -1.539 | 0.1294 |
| <i>_cons</i> | | 3.4065 | 0.6430 | 0.5229 |
| 樣本數 | | 67 | | |
| Adj. R-square | | 0.2252 | | |
| F 值 | | 3.9840*** | | |
| Panel B | | <i>Bootstrap Model</i> | | |
| | | Dependent variable= CAR | | |
| 自變數 | 預期符號 | 係數 | z 值 | p 值 |
| <i>TECHFIRM</i> | ? | 7.9133*** | 3.0278 | 0.0025 |
| <i>PRE*TECH</i> | ? | -9.1343*** | -3.4081 | 0.0007 |
| <i>MAN*TECH</i> | ? | -3.9316 | -1.3013 | 0.1932 |
| <i>SIZE</i> | + | -0.6231* | -1.7697 | 0.0768 |
| <i>LEV</i> | + | 0.0664* | 1.6454 | 0.0999 |
| <i>ROA</i> | - | 0.1665* | 1.8935 | 0.0583 |
| <i>GROWTH</i> | + | 0.0496 | 1.2232 | 0.2213 |
| <i>BtoM</i> | - | -1.1453** | -2.1844 | 0.0289 |
| <i>BSIZE</i> | + | 0.5737* | 1.936 | 0.0529 |
| <i>EXEOWNER</i> | +/- | -0.5742 | -1.2318 | 0.218 |
| <i>_cons</i> | | 3.4065 | 0.7013 | 0.5229 |
| 樣本數 | | 67 | | |
| Adj. R-square | | 0.2252 | | |

wald 值

3.9840***

1. 變數有預期符號者為單尾檢定，無為雙尾檢定，***、**與*分別表示 1%、5%與 10%的顯著水準。

2. *TECHFIRM*：指 i 公司離世之高階管理階層其所屬企業為科技公司者為 1，其他為 0。

*PRE*TECH*：指 i 公司離世者職位為總裁且其所屬產業為高科技公司者為 1，其他為 0。

*MAN*TECH*：指 i 公司離世者職位為董事長總經理且其所屬產業為高科技公司者為 1，其他為 0。

SIZE：公司規模，指 i 公司 t 期初總資產取自然對數。

LEV：負債比率，指 i 公司 t 期初總負債除以總資產。

ROA：資產報酬率，指 i 公司 t 期初稅後息前利益除以總資產。

GROWTH：公司成長率，指 i 公司 t 期營業收入淨額減 (t-1) 期營業收入淨額除以 (t-1) 期營業收入淨額。

BtoM：股價淨值比，指 i 公司 t 期初公司市值除以公司帳面價值。

BSIZE：董事會規模，指 i 公司 t 期初之董事會人數。

EXEOWNER：經理人持股，指 i 公司 t 期初之內部經理人或集團經理人持股率。



伍、結論與建議

第一節 研究結論

本研究主要探討企業之高階管理階層發生離世事件時對企業股價之關聯性。分為三項研究問題：(一) 高階管理階層離世與企業對股價反應之關聯性。；(二) 離世之高階管理階層任期對企業股價反應之關聯性 ；(三) 科技公司高階管理階層離世對企業股價反應之關聯性。本研究希望藉由離世事件的討論提供企業管理當局作為參考，形成對離世事件設置相對應的措施，以減緩離世事件所帶來的衝擊。

本研究之研究結果如下：(1) 當離世者職位為總裁、董事長或總經理時，發生離世事件時會使企業股價均呈現負向反應。(2) 當離世者於企業中任期越長時，發生離世事件時會使企業股價呈現正向反應 (3) 當離世者職位為總裁且其任期長者，發生離世事件時會使企業股價呈現負向反應。(4) 任職於高科技公司之高階管理階層，發生離世事件時會使企業股價呈現正向反應。(5) 任職於高科技公司之高階管理階層，其職位若為總裁，發生離世事件時會使企業股價呈現負向反應。

從研究結果可以發現，企業的高階管理階層不論是總裁、董事長或總經理在企業中扮演的角色非常重要，一旦這些高階管理階層不幸離世對於企業的股價反應均呈現負向影響。然而任期長與任職於高科技公司的高階管理階層可能具有管理防禦之特性，因此發生離世事件時，對企業的股價反應呈現正向的影響。

第二節 研究貢獻

本研究之貢獻有下列三項：第一，隨著資本市場的發展，早期企業第一代創使人或是高階管理階層團隊可能已於企業打拼二、三十年，在這種年事已高的情況下，離世事件也與日俱增。但是目前國內學術文獻鮮少對於高階管理階層離世對企業之影響進行相關研究。本研究首先就高階管理階層離世對企業股價反應進行討論，確定高階管理階層離世事件確實會對企業造成影響並反映於股票市場。接著加入高階管理階層特性，以任期因素討論離世之企業高階管理階層任期對於企業股價之反應。最後以台灣代表性產業，高科技產業為討論對象，探討高科技公司高階管理階層離世對企業股價的影響。希望藉由離世事件的討論提供企業管理當局作為參考，應對離世事件設置相對應的措施，以減緩離世事件所帶來的衝擊。

第二，根據上市公司重大訊息發布應注意事項，重大訊息設置目的之一為維持市場之公平性及保障投資人權益，因此就投資面而言，投資人對於企業各種重大訊息無非相當關注，因為企業的任何事件發生都可能影響到投資人財富的累積。當企業高階管理階層離世事件透過有系統的分析經過資訊的傳遞到投資人手上，便成為投資人做決策時攸關且可靠的依據。因此，本研究透過討論高階管理階層離世對企業之影響，期待提供投資人於投資行為時作為參考。

最後，企業接班對於每一間企業都是一大難題，因管理階層離世而造成的世代交替也是經常見到的情形，當然，每一間企業的企業主也因各自不同的想法自然有不同的接班考量。不同的企業面臨高階管理階層離世，為何有的企業能夠化險為夷，而有的企業卻蒙受巨大損失；有的企業混亂不堪甚至業績下滑，而有的企業卻平穩過渡穩健前行？其中的差異可能為企業是否能在這個不穩定的時刻，迅速做好繼任者的安排。那些有繼任計畫的公司能夠很快實現平穩過渡，而那些沒有繼任安排的公司往往是匆忙上陣。本研究希望以高階管理階層離世事件對於企業價值影響之議題，建議企業管理當局應妥善安排接班計畫以降低離世事件對企業帶來的影響。

第三節 研究限制與建議

本研究係針對所有上市櫃公司中其符合高階管理階層離世之公司作為研究樣本，由於本研究之研究樣本來源取自於公開資訊觀測站重要訊息檢索並以人工方式搜索新聞報導，資料並不容易取得，並且再從中扣除資料遺漏之樣本，最後研究樣本總共僅有 67 筆。再者，大多數於公開資訊觀測站及新聞報導的樣本中，並沒有明確指出離世者的死因也無法判斷是否為無預警的死亡(sudden deaths)，參閱過去外國離世主題的文獻，絕大部份是針對無預警的死亡進行探討，本研究並無法進一步探討無預警的死亡對於企業股價反應的影響，因此成為本研究的研究限制。

未來研究之建議如下：(1) 在高階管理階層特性方面，本文所探討離世之高階管理階層特性只有職位和任期兩項，未來研究可以增加更多的高階管理階層特性進行研究，如管理階層是否為創辦人或管理階層是否同時擔任兩個職務以上等等，期許能使離世主題添加更多面向。(2) 在企業產業方面，本文特別單獨挑出對於台灣經濟環境影響甚大之高科技產業作為研究對象，探討高科技公司高階管理階層離世與企業股價之反應，建議未來可比較不同產業中企業高階管理階層離世與股價之反應，探討不同產業之差異。

參考文獻

- 方至民、李世珍. 2013. *管理學：內化與實踐*。
- 王健全. 2001. 再造傳統製造業競爭優勢，P2-1~2-19，P6-1~6-19，台北：中華經濟研究院。
- 洪榮華，陳香如，and 王玉珍. 2005. 公司內部治理機制與公司績效之關係——股權結構與董事會特性的觀點. *輔仁管理評論*, 第十二卷第三期:23-40.
- 邱淑暖及李淑玲. 2004. 股票市場對更換高階主管之反應，*吳鳳學報*第 13 期:1-14.
- 陳麗秀. 2015. 談運用鑑識會計如何強化董事會之功能，台灣舞弊防治與鑑識協會
- 張國雄. 2010. *管理學-挑戰與新思維*.
- 黃旭輝，and 王育偉. 2007. 績效不佳的經理人會被撤換嗎?. *證券市場發展季刊*.
- 黃恆獎、王仕茹與李文瑞. 2011. *管理學*, 第二版.
- 楊丁元, & 陳慧玲. 1996. *業競天擇：高科技產業生態*, 台北市, 工商時報社.
- 劉連煜. 2010. 事實上董事及影子董事. *月旦法學教室*.
- 劉韻僖. 2006. 台灣高科技產業高階經營團隊及董事會權力與組織績效關係之研究. *交大管理學報*, 1, 173-200.
- Allen, M. P., Panian, S. K., & Lotz, R. E. (1979). Managerial succession and organizational performance: A recalcitrant problem revisited. *Administrative Science Quarterly*, 167-180.
- Anderson, R. C., Bizjak, J. M., Lemmon, M. L., & Bates, T. W. (1998). Corporate governance and firm diversification. Available at SSRN 121013.
- Anderson, R. C., and D. M. Reeb. 2003. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of finance*:1301-1328.
- Arikawa, Y., and Y. Mitsusada. 2011. The adoption of poison pills and managerial entrenchment: Evidence from Japan. *Japan and the World Economy* 23 (1):63-77.
- Astley, W. G., and P. S. Sachdeva. 1984. Structural Sources of Intraorganizational Power: A Theoretical Synthesis. *Academy of management review* 9 (1):104-113.
- Beatty, R. P., & Zajac, E. J. (1987). CEO change and firm performance in large corporations: Succession effects and manager effects. *Strategic*

- Management Journal*, 8(4), 305-317.
- Bendeck, Y. M., & Waller, E. R. (1999). The wealth effects of non-senior management departures from investment banks. *Journal of Business Research*, 46(1), 95-105.
- Bennedsen, J., & Caspersen, M. E. (2007). Failure rates in introductory programming. *ACM SIGCSE Bulletin*, 39(2), 32-36.
- Berry, T. K., Lemmon, M. L., Bizjak, J. M., & Naveen, L. (2000). CEO turnover and firm diversification. Available at SSRN 219934.
- Boeker, W. 1997. Executive migration and strategic change: The effect of top manager movement on product-market entry. *Administrative Science Quarterly*:213-236.
- Bonnier, K. A., & Bruner, R. F. (1989). An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms. *Journal of Accounting and Economics*, 11(1), 95-106.
- Chung, K. H., Rogers, R. C., Lubatkin, M., & Owers, J. E. (1987). Do insiders make better CEOs than outsiders?. *The Academy of Management Executive*, 1(4), 325-331.
- Cosh, A., & Hughes, A. (1997). Executive remuneration, executive dismissal and institutional shareholdings. *International Journal of Industrial Organization*, 15(4), 469-492.
- Dalton, D. R., and I. F. Kesner. 1987. Composition and CEO duality in boards of directors: An international perspective. *Journal of International Business Studies* 18 (3):33-42.
- Davidson, W. N., & Worrell, D. L. (1990). A comparison and test of the use of accounting and stock market data in relating corporate social responsibility and financial performance. *Akron Business and Economic Review*, 21(3), 7.
- Dikolli, S., C. Hofmann, and T. Pfeiffer. 2011. Accounting for Net Performance in Compensation Contracts.
- Donaldson, L., and J. H. Davis. 1991. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management* 16 (1):49-64.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management review*, 14(1), 57-74.
- Etebari, A., J. O. Horrigan, and J. L. Landwehr. 1987. To Be Or Not to Be-

- Reaction of Stock Returns to Sudden Deaths of Corporate Chief Executive Officers. *Journal of Business Finance & Accounting* 14 (2):255-278.
- Fahlenbrach, K. 2008. Emotions in sound: Audiovisual metaphors in the sound design of narrative films. *Projections* 2 (2):85-103.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*:301-325.
- Fuerst, O., and S. Kang. 2000. Corporate governance, expected operation performance: and pricing. Working Paper, Yale School of Management, New Haven.
- Furtado, E. P., & Rozeff, M. S. (1987). The wealth effects of company initiated management changes. *Journal of Financial Economics*, 18(1), 147-160.
- Grusky, O. (1964).
- Haynes, R. E., and S. Schaeffer. 1999. How much are differences in managerial abilities worth. *Journal of Accounting and Economics* 27:125-148.
- Helmich, D. L., & Brown, W. B. (1972). Successor type and organizational change in the corporate enterprise. *Administrative Science Quarterly*, 371-381.
- Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach. 1998. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*:96-118.
- Huson, M. R., Malatesta, P. H., & Parrino, R. (2004). Managerial succession and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 237-275.
- Johnson, W. B., R. P. Magee, N. J. Nagarajan, and H. A. Newman. 1985. An analysis of the stock price reaction to sudden executive deaths: Implications for the managerial labor market. *Journal of Accounting and Economics* 7 (1):151-174.
- Khanna, N., & Poulsen, A. B. (1995). Managers of financially distressed firms: Villains or scapegoats?. *The Journal of Finance*, 50(3), 919-940.
- Kim, Y. (1996). Long-term firm performance and chief executive turnover: An empirical study of the dynamics. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 12(2), 480-496.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20:293-315.
- Palia, D., S. A. Ravid, and N. Reisel. 2008. Choosing to cofinance: Analysis of

- project-specific alliances in the movie industry. *Review of Financial Studies* 21 (2):483-511.
- Prinsloo, H., Groenewald, A., & Pelsler, T. (2014). Market positioning of branded meat products: A case of the feedlot industry in South Africa. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 5(1), 129.
- Reinganum, J. F. (1989). The timing of innovation: Research, development, and diffusion. *Handbook of industrial organization*, 1, 849-908.
- Salas, J. M. 2010. Entrenchment, governance, and the stock price reaction to sudden executive deaths. *Journal of Banking & Finance* 34 (3):656-666.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1989. Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics* 25 (1):123-139.
- Smith, J. E., Carson, K. P., & Alexander, R. A. (1984). Leadership: It can make a difference. *Academy of Management Journal*, 27(4), 765-776.
- Suchard, M. A., Weiss, R. E., & Sinsheimer, J. S. (2001). Bayesian selection of continuous-time Markov chain evolutionary models. *Molecular biology and evolution*, 18(6), 1001-1013.
- Villalonga, B., and R. Amit. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80 (2):385-417.
- Warner, J. B., Watts, R. L., & Wruck, K. H. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of financial Economics*, 20, 461-492.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.
- Worrell, D. L., W. N. Davidson, P. Chandy, and S. L. Garrison. 1986. Management turnover through deaths of key executives: Effects on investor wealth. *Academy of Management Journal* 29 (4):674-694.

附錄一 企業離世者名單

| 上市/上櫃編號 | 公司名稱 | 職稱 | 姓名 | 發生事實 | 發生日期 |
|----------|------|-----|-----|------|------------|
| 上市(1109) | 信大 | 董事長 | 楊德雄 | 死亡 | 2016/5/2 |
| 上市(1109) | 信大 | 總經理 | 楊德雄 | 死亡 | 2016/5/2 |
| 上市(1110) | 東泥 | 董事長 | 陳敏賢 | 死亡 | 2009/9/14 |
| 上市(1216) | 統一 | 總裁 | 高清愿 | 死亡 | 2016/4/1 |
| 上市(1219) | 福壽 | 董事長 | 洪炳煌 | 死亡 | 2010/12/6 |
| 上市(1303) | 南亞 | 總裁 | 王永在 | 死亡 | 2014/11/27 |
| 上市(1313) | 聯成 | 董事長 | 苗育秀 | 死亡 | 2004/3/30 |
| 上市(1322) | 國喬 | 董事長 | 辜濂松 | 死亡 | 2012/12/7 |
| 上市(1324) | 地球工業 | 董事長 | 張天送 | 死亡 | 2005/3/11 |
| 上市(1413) | 宏洲纖維 | 董事長 | 陳景仁 | 死亡 | 2009/11/24 |
| 上市(1413) | 宏洲纖維 | 董事長 | 陳林富 | 死亡 | 2013/11/25 |
| 上市(1416) | 廣豐 | 總裁 | 賀鳴玉 | 死亡 | 2016/4/27 |
| 上市(1434) | 福懋興業 | 總裁 | 王永慶 | 死亡 | 2008/10/15 |
| 上市(1466) | 聚隆 | 董事長 | 陳秀卿 | 死亡 | 2011/4/22 |
| 上市(1503) | 士電 | 董事長 | 許淑貞 | 死亡 | 2003/9/1 |
| 上市(1525) | 江申工業 | 董事長 | 張覺民 | 死亡 | 2009/5/14 |
| 上市(1533) | 車王電 | 董事長 | 蔡宜雄 | 死亡 | 2003/12/31 |
| 上市(1707) | 葡萄王 | 董事長 | 曾水照 | 死亡 | 2014/12/2 |
| 上市(1707) | 葡萄王 | 總經理 | 曾水照 | 死亡 | 2014/12/2 |
| 上市(1712) | 興農 | 董事長 | 楊文彬 | 死亡 | 2016/1/29 |
| 上市(1726) | 永記造漆 | 董事長 | 張添永 | 死亡 | 2006/6/18 |
| 上市(1730) | 花仙子 | 董事長 | 王堯倫 | 死亡 | 2012/3/2 |
| 上市(1802) | 台玻 | 總裁 | 林玉嘉 | 死亡 | 2015/2/15 |
| 上市(1810) | 和成 | 總裁 | 邱俊榮 | 死亡 | 2016/10/2 |
| 上市(1903) | 士紙 | 董事長 | 陳朝傳 | 死亡 | 2013/10/18 |
| 上市(2009) | 第一伸銅 | 董事長 | 胡佑國 | 死亡 | 2007/9/7 |
| 上市(2010) | 春源鋼鐵 | 董事長 | 蔡進季 | 死亡 | 2004/6/2 |
| 上市(2038) | 海光 | 董事長 | 黃滄海 | 死亡 | 2016/2/25 |
| 上市(2038) | 海光 | 總經理 | 黃滄海 | 死亡 | 2016/2/25 |
| 上市(2331) | 精英 | 總裁 | 林挺生 | 死亡 | 2006/5/10 |

| | | | | | |
|----------|--------|------|-----|----|------------|
| 上市(2332) | 友訊科技 | 董事長 | 高次軒 | 死亡 | 2008/4/3 |
| 上市(2332) | 友訊科技 | 董事長 | 高次軒 | 死亡 | 2008/4/3 |
| 上市(2356) | 英業達 | 副董事長 | 溫世仁 | 死亡 | 2003/12/7 |
| 上市(2357) | 華碩 | 財務長 | 張偉明 | 死亡 | 2015/7/24 |
| 上市(2371) | 大同 | 總裁 | 林挺生 | 死亡 | 2006/5/10 |
| 上市(2379) | 瑞昱 | 副總 | 李朝政 | 死亡 | 2015/9/17 |
| 上市(2406) | 國碩 | 董事長 | 陳繼仁 | 死亡 | 2014/10/17 |
| 上市(2475) | 華映 | 總裁 | 林挺生 | 死亡 | 2006/5/10 |
| 上市(2603) | 長榮海運 | 總裁 | 張榮發 | 死亡 | 2016/1/20 |
| 上市(2607) | 榮運 | 總裁 | 張榮發 | 死亡 | 2016/1/20 |
| 上市(2613) | 中櫃 | 總經理 | 盧順鴻 | 死亡 | 2008/10/17 |
| 上市(2618) | 長榮航空 | 總裁 | 張榮發 | 死亡 | 2016/1/20 |
| 上市(2704) | 國賓 | 董事長 | 許淑貞 | 死亡 | 2003/9/1 |
| 上市(2845) | 遠東銀 | 總經理 | 洪信德 | 死亡 | 2016/4/27 |
| 上市(2851) | 中再保 | 總裁 | 張榮發 | 死亡 | 2016/1/20 |
| 上市(2881) | 富邦金控 | 總裁 | 蔡萬才 | 死亡 | 2014/10/5 |
| 上市(2891) | 中信金 | 董事長 | 辜濂松 | 死亡 | 2012/12/7 |
| 上市(3691) | 碩禾 | 董事長 | 陳繼仁 | 死亡 | 2014/10/17 |
| 上市(4167) | 展旺 | 總經理 | 柯榮順 | 死亡 | 2015/12/26 |
| 上市(5312) | 寶島科 | 董事長 | 蔡國彬 | 死亡 | 2016/5/11 |
| 上市(6230) | 超眾 | 董事長 | 吳宗 | 死亡 | 2015/6/14 |
| 上市(6702) | 興航 | 總經理 | 陳華洲 | 死亡 | 2016/5/31 |
| 上市(8222) | 寶一 | 董事長 | 曾煥明 | 死亡 | 2016/6/2 |
| 上市(8222) | 寶一 | 總經理 | 曾煥明 | 死亡 | 2016/6/2 |
| 上櫃(4173) | 久裕 | 董事長 | 陳啟修 | 死亡 | 2015/7/17 |
| 上櫃(4530) | 宏易精密 | 董事長 | 陳五常 | 死亡 | 2015/6/15 |
| 上櫃(5530) | 龍巖 | 董事長 | 陳吉勝 | 死亡 | 2004/11/9 |
| 上櫃(6144) | 得利影視 | 董事長 | 蔡瑞東 | 死亡 | 2007/5/24 |
| 上櫃(6204) | 艾華電子 | 董事長 | 黃依滕 | 死亡 | 2004/1/5 |
| 上櫃(6244) | 茂迪 | 董事長 | 鄭福田 | 死亡 | 2008/3/16 |
| 上櫃(6244) | 茂迪 | 總經理 | 鄭福田 | 死亡 | 2008/3/16 |
| 上櫃(6244) | 茂迪 | 董事長 | 左元淮 | 死亡 | 2015/7/24 |
| 上櫃(8085) | 福華 | 總裁 | 林挺生 | 死亡 | 2006/5/10 |
| 上櫃(8099) | 大同世界科技 | 總裁 | 林挺生 | 死亡 | 2006/5/10 |

| | | | | | |
|----------|------|-----|-----|----|-----------|
| 上櫃(8906) | 花王企業 | 董事長 | 謝有諒 | 死亡 | 2014/3/19 |
| 上櫃(8906) | 花王企業 | 總經理 | 謝有諒 | 死亡 | 2014/3/19 |
| 上櫃(8938) | 明安 | 總經理 | 陳韻磬 | 死亡 | 2007/7/30 |

