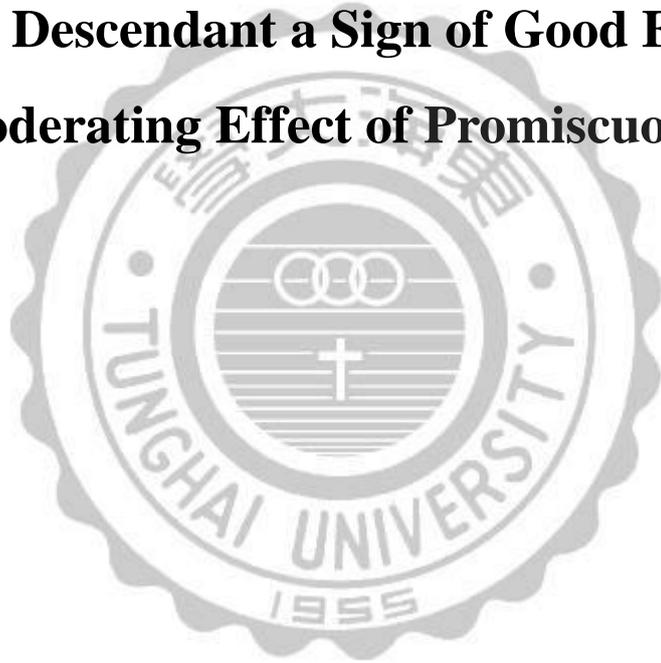


東海大學會計學系碩士班
碩士論文

多子多孫多福氣？濫情的調節效果
Is More Descendant a Sign of Good Fortune?
The Moderating Effect of Promiscuous Love



指導教授：林秀鳳 博士

研究生：林育陞 撰

中華民國一〇六年六月

謝辭

憶起兩年前剛踏入東海大學的那一刻，我是個什麼都還不懂的毛頭小鬼，而如今竟然已經到了論文完工的階段，不免感到驚嘆與感慨，驚嘆自己居然可以完成這本小作，但也感慨即將消逝的校園時光，而我要感謝的人很多，就讓我一一道來吧。

首先，我要感謝我的好友加諺、正霖、大成還有王威，如果沒有和你們一起嘴砲打鬧，我一定撐不過煩悶無趣的會計師考試，所以，你們繼續加油吧，我要先去海邊了，哈哈！緊接著，我要感謝我的指導教授林秀鳳老師，喔不對，現在要稱呼您為林主任了，謝謝您的悉心指導，除了論文的指導外，您更在我的人生中影響深遠，比起老師，您更像我的母親，謝謝您！

最後，我要感謝這一路上都支持我的父母，雖然沒有達成你們對我的期許，但你們依然默默地支持著我，謝謝你們，我愛你們！



多子多孫多福氣？ 濫情的調節效果

指導老師：林秀鳳 博士

研究生姓名：林育陞

學號：G04430120

中文摘要

華人企業創辦人離世後，家族產、權的爭奪，不僅破壞家族和諧，亦可能損及企業價值，特別是部分華人企業因房室複雜而繁衍之子嗣恐引發投資人更深之疑慮。本研究延伸家族企業接班議題，藉由“子嗣”與“房室”因素探討創辦人離世對於企業股價的短窗期市場反應，以及離世後的長期績效。

本研究收集臺灣百大集團中之上市櫃公司曾歷經創辦人辭世為觀察樣本，並採用事件研究法，檢測創辦人離世事件對其股價的影響外，亦由 Tobin's Q 測試創辦人離世與企業價值間的關聯性，即分別以創辦人離世前後三天之累積異常報酬檢視短窗期市場反應，離世後連續三年之企業價值閱觀察長期績效之變化。

實證結果發現，非單一非婚配關係的創辦人離世時，市場投資人可能因房室複雜隱含對企業狀態的不確定性，有負面的市場反應。而創辦人離世對企業績效的衝擊，將隨子嗣與房室狀況的差異而呈現不同的結果：單就子嗣及房室的個別觀察，兩者皆對創辦人離世初期的企業價值產生負面效應；進一步檢視兩因素之交互影響，單一婚配關係的創辦人離世，若子嗣越多，則創辦人離世初期之企業價值愈高。本研究實證結果呼應「多子多孫多福氣」的俗諺。家族企業生命的延續，本研究藉由代際關係突顯家族治理的重要性。

關鍵字：家族治理、公司治理、接班人、企業價值

Is More Descendant a Sign of Good Fortune?

The Moderating Effect of Promiscuous Love

Advisor : Dr. Hsiu-Feng Lin

Graduate Student : Yu-Sheng Lin

Student No. : G04430120

Abstract

The sons and the wives fight for power and money when the founder deaths. It not only destroy home peace but also cause value of firm decrease. Especially, the market participants may negatively react to the polygyny, because of this situation are implied that uncertainty of the firm's condition. This study examines how sons and wives as moderator factors affect long-term performance, and market reaction when founder deaths.

We collect sample of founder deaths from listed company in the top 100 group. We adopt event study to analyze short-window market reaction, and use Tobin's Q to proxy for long-term performance.

The empirical results show that market participants negatively react to the polygynous founder deaths; the factors of sons and wives exist differential influence, but both are negatively impact on Tobin's Q at initial period of founder deaths. The further evidences indicate that the sons factor is positively association with performance when the father is monogamy. Our findings reflect 'the more sons the more blessings'.

Key Word: Family Governance, Corporate Governance, Successor, Enterprise Value

目錄

目錄	I
表目錄	II
第壹章 緒論	1
第一節 研究背景及動機	1
第二節 研究目的	3
第貳章 文獻回顧	4
第一節 家族企業接班	4
第二節 CEO 的異動	8
第三節 創辦人離世	10
第參章 研究設計	13
第一節 研究假說	13
第二節 變數衡量	16
第三節 實證模型	21
第肆章 實證結果	23
第一節 敘述性統計	23
第二節 相關係數表	25
第三節 實證研究結果	27
第伍章 結論與建議	36
第一節 結論研究	36
第二節 管理意涵與研究貢獻	37
第三節 研究限制	37
參考文獻	38

表目錄

表 2-1 家族企業接班.....	6
表 2-1 家族企業接班(續).....	7
表 2-2 CEO 的異動.....	9
表 2-2 CEO 的異動(續).....	10
表 2-3 創辦人離世.....	11
表 2-3 創辦人離世(續).....	12
表 4-1 敘述性統計表.....	24
表 4-2 相關係數表.....	26
表 4-3 企業創辦人離世之股價反應.....	29
表 4-4 企業創辦人離世對企業價值之影響.....	31
表 4-5 企業創辦人離世對企業價值之影響--加入 BGR 變數.....	33
表 4-6 創辦人離世對企業價值之影響—不透過拔靴法也未刪除極端值.....	34
表 4-7 創辦人離世對企業價值之影響—大房及二房子嗣分別進行測試.....	35



第壹章 緒論

第一節 研究背景及動機

家族控制為全球企業主要經營類型之一，相關研究（龐道滿與胡軍 1998）亦指出，東南亞華人企業係以家族控股為主要型態，也就是所有權及經營權均在家族內部代代相傳，而經理人若不是該家族的成員，就無法擁有真正的經營權。檢視我國上市櫃公司的發展歷程，有不少企業原係家族經營，在面臨環境變遷與競爭，為擴大企業規模，以上市櫃方式從社會大眾募集資金，而後更以集團控股模式拓展經營版圖。中華徵信所 2016 年的資料也顯示台灣前 100 大集團中，約有一半是以創辦人為首的家族控制型態存在，並活躍於不同產業的舞台，與台灣的經濟發展息息相關。

隨著時序的推移、創辦人年齡的增長，企業終將面臨接班的問題，接班佈局規劃是現今最急迫的關鍵挑戰。另一方面，對於所有權與經營權高度重疊的台灣企業而言，企業的接班問題無法擺脫創辦人家族治理之考量。Miller and Breton-Miller (2006)指出，家族治理(family governance)涵蓋家族所有權、家族領導、家族成員涉入世代移轉之後代參與，以及創辦人離世短期間內不改變家族所有權的控制地位。創辦人在為下一代選擇所有權結構時，思考對企業和家庭最有意義的形式，不僅攸關家族情感維繫，更與創辦人離世後的企業營運與價值有著直接的關係(陳坤宏 1995；簡上智 1995；盧志偉 2010)

“多子多孫多福氣”是華人傳統社會形成的俗諺。台灣上市櫃家族企業隨著經濟發展累積相當資本，在家大業大的家族經營，企業創辦人無不希望後繼有人，能夠繼承掌舵，家族成員相互扶持，延續企業繼續經營的動能。不過，創辦人較多的子嗣未必能發揮較高的協同優勢，透過實際觀察在世代移轉(intergenerational transfer)的過程中，因創辦人離世後，即便是生前已進行安排，無法完全避免家族內紛爭的發生而影響企業的經營。另一方面，創辦人離世伴隨而來的家產繼承，子嗣多寡必將影響每人可分得之數。然而，不同於一般資產分配將隨人數之增加而降低，企業之分家可能由小而大。一大企業因分家而成了兩個較小企業，分開發展可能更為靈活、面臨危機更能彼此支援，最後各自的規模都超過原來的企業並非不可能。創辦人子嗣多寡對其開拓的事業版圖發展是否存在一定程度之影響，對國內企業普遍存在控制股東型態，不論是從投

資人、企業經營或人力資源管理角度，應是一個有意義的研究議題，因此本文將探討創辦人子嗣規模與創辦人離世後市場反應以及企業價值的關聯。

子嗣的多寡，可能決定於生理狀態、財富水準、教育背景或家庭觀念等多方面因素。若由企業經營的面向論析，家族血緣的維繫，將有較高的認同與歸屬感，對創辦人離世後的企業價值應有正面的助益，市場也可能給予較高的評價。但是，創辦人子嗣多亦較易衍生結黨生派，將瓦解創辦人視事期間的統一控制權力，無法發揮家族協同功能獲得相對效率的紅利，從而對企業的經營產生不利影響。因此，創辦人離世在子嗣規模較大的情況時，可能產生不利企業因素的不確定性提高，市場疑慮升高，而給予該公司負面的市場評價。

過去的學者在研究企業創辦人離世時之股價反應多關切創辦人個人因素或接班計畫(Etebari, Horrigan and Landwehr 1987; Salas 2010; Larcker and Tayan 2012)，並未論及子嗣效應。而文獻對於接班議題，大多著重於接班人的培訓過程對績效之影響(徐慶雲 1992；陳慧娥 1993)，鮮少考慮存在其他家族成員所造成的問題。鍾喜梅與林佳慧 (2009)在探討接班人議題時，曾考量創辦人婚配複雜度，研究發現接班人係出自大房擁有權力正當性與較多資源，惟該究採用個案分析，因而對總體現象的瞭解較為欠缺。

創辦人離世後的權力移轉過程，家族成員或許因家大業大而同室操戈，不過家族血緣也能夠形成具有向心力的網絡關係同悲同苦。本文試圖以華人社會的檔案型資料驗證諺語“多子多孫多福氣”之外，亦凸顯台灣家族控股企業型態面臨重要經營轉變的時刻。此外，傳統觀念的傳宗接代、子嗣延綿賦予或框架了每位家庭成員重要的責任，但若是非單純婚配關係，而有血緣差異的型態，則是否阻礙家族內的關係與互動狀態的凝聚力、擴大兄弟鬩牆的戰況。本文更進一步思考吞噬“多子多孫多福氣”的力量，是否與始作俑者的“濫情”有關，希望能夠藉由相關數據的分析，檢視家族治理的重要性。

第二節 研究目的

過去的學者在研究家族企業的接班議題時，大多著重於接班人的培訓過程對績效之影響(徐慶雲 1992；陳慧娥 1993)，但未考慮存在其他家族成員所造成的問題。在創辦人婚配複雜方面，也僅著重於大房、二房接班人所擁有的關係網絡及其接班資源差異(鍾喜梅與林佳慧 2009)。本研究檢視創辦人子嗣對企業可能存在之協同效益，研究目的如下：

- 一、探討投資人對創辦人離世的反應是否與創辦人子嗣之多寡有關。
- 二、探討創辦人離世初期之企業價值是否受創辦人子嗣之多寡影響。
- 三、探討投資人對創辦人離世的子嗣反應是否因創辦人之濫情而異。
- 四、探討創辦人離世初期子嗣影響企業價值的程度是否與創辦人之濫情有關係。



第貳章 文獻回顧

第一節 家族企業接班

根據表 2-1 顯示，家族企業係指企業已發行有表決權股份總數超過 10% 以上由某一家族所持有時，該企業即為家族企業(葉銀華 1998；Mok, Lam and Cheung 1992; Lam, Mok, Cheung and Yam 1994)。周行一、陳錦村與陳坤宏 (1996) 則認為，家族企業係指企業之董事席次，超過半數由某一家族成員所擔任時，該企業即為家族企業。而葉銀華 (1999) 更指出，台灣的上市公司相較於美國、日本及德國而言，有較高的比率由家族成員持有具表決權的股份，並同時擔任董事或高階經理人之職務，因此同時符合家族企業的多個特性。而根據表 2-1 顯示，家族係一種血緣的連結群體，是一種以血緣關係而構成的人際網絡(葉匡時與操禮芹 1996；Wong 1985; Hamilton 1996; Miller and Le Breton-Miller 2005)。

亦同表 2-1 顯示，所謂接班，是由上一代經營者事先妥為規劃，於死亡前逐漸的將企業的經營權、所有權及人際關係網絡移轉給下一代繼承者的過程 (Sharma, Chrisman and Chua 2003; Lee, Lim and Lim 2003; Ward 2011)，而下一代的繼承者，再透過自身能力的轉化，將接班的過程轉換成自己的能量，並以此能量作為維持企業經營、推動企業成長的動力(Lansberg, 1988)。蘇承貴 (1993) 也指出，接班是傳承的過程，並不同於繼承。繼承係指上一代經營者於死亡後，才由下一代繼承者接管並經營企業，而沒有事先的妥為規劃、逐漸移轉的過程。因此，接班係一系列動態的過程，是在一特定期間內，進行與傳承有關的活動。而接班的時間長短，會因企業的規模大小、產業類別有所不同(虞邦祥、林月雲與張小鳳 2009)，接班的成功與否，更因上一代經營者與下一代繼承者間價值觀念的差異而受到影響，使企業的接班更添變革壓力，也常引起「組織變革」的發生。至於價值觀念差異的產生，由表 2-1 顯示，吳建明與連雅慧 (2012); Breton-Miller, Miller and Steier (2004) 研究發現主要是因上一代經營者與下一代繼承者成長環境、教育程度、經營理念及交際圈等有所不同。此外，虞邦祥等人 (2009)；Garcia-Alvarez, López-Sintas and Gonzalvo (2002); Kansikas and Kuhmonen (2008) 也指出，大多數繼承者在進入家族企業前都會學習新的專業知識，或具有家族企業以外的的工作經歷，使得繼承人可能具有不同於組織慣例的想法。

當家族企業的下一代繼承人有多位時，接班的過程其實就是這多位繼承人

之間的一場競賽，而繼承人們之間的年齡、親等及是否系出同一母親的差異，將會影響其在接班過程中所能掌握的資源及權力之差距(鍾喜梅與林佳慧 2009)。由表 2-1 顯示，鍾喜梅與林佳慧 (2009)指出年齡較長的繼承人，相較於年齡較輕的繼承人而言，將更早進入企業中擔任要職，當年齡的差距越大，所能掌握的資源差距就越大。

繼承人間的親等關係可以分為兄弟(姊妹)、姻親、堂兄弟(姊妹) (許士軍 1997；王宏仁 2001；Hamilton and Kao 1990; Fukuyama 1995; Weidenbaum 1996; Hamilton 1996)。兄弟關係係指，在不考慮繼承人間是否系出同一母親的情況下，彼此的父親皆為同一位的垂直關係(許士軍 1997；王宏仁 2001；Hamilton and Kao 1990; Fukuyama 1995; Weidenbaum 1996; Hamilton 1996)，因此，繼承人間具有兄弟關係時，彼此所能掌握的資源差距就越小。姻親關係係指，基於婚姻所建立的連結關係，陳柔縉 (1999)；楊宜音 (2000)；Hamilton and Kao (1990); Yang (1993)均指出，雖然透過婚姻關係進入另一家族的男性或女性，在一般認知上會被視為外人，但婚姻關係是建立在夫妻之間的信任之上，因此，往往會比兄弟關係及其他關係更為緊密，因此繼承人間有姻親關係時，彼此所能掌握的資源差距就越小。堂兄弟關係係指，繼承人間彼此的父親具有兄弟關係，陳柔縉 (1999)；楊宜音 (2000)；Hamilton and Kao (1990)均指出，堂兄弟關係由於在垂直關係上有所差異，所以代表這是兩個不同的家庭，在溝通頻率及往來上都較兄弟關係薄弱，因此，繼承人間具有堂兄弟關係時，彼此所能掌握的資源差距就越大。

陳柔縉 (1999)；Weidenbaum (1996); Ward (2011)均指出，擁有兄弟關係的下一代繼承人間，若彼此並非系出同一母親時，則其在家族身分上的正當性及家族地位上的位階將會有所不同，與上一代經營者的相處時間更是有所差異。除此之外，繼承人之間從其母親處所獲得的專屬性資源、經驗及知識將會不同 (Castanias and Helfat 1991; Nooteboom 1993)，彼此之間的往來頻率，相較於係出同一母親之間更是有所差異(Nelson 1989)。

表 2-1 家族企業接班

作者	年度	研究目的	研究結論
Nelson	1989	探討社會網絡和組織間衝突之關聯	研究結果顯示，低衝突組織相較於高衝突組織，組織成員彼此間之牽絆與聯繫較強。此外，高衝突和低衝突組織具有顯著不同的社會網絡結構。
Mok, Lam and Cheung	1992	探討家族企業之股權結構，與庫藏股買回頻率間之關係。	當家族企業的股權結構越集中時，家族企業從市場上收回庫藏股的頻率就越大，因此，家族企業之極權特色，與庫藏股買回頻率具有關聯。
Lam, Mok, Cheung and Yam	1994	探討香港股市的投資組合，與投資標的企業之家族間之關係。	當投資組合考慮過投資標的之家族後，發現股票價格變動的相關模型，可以更準確的預測股票價格之變化。
葉匡時與操禮芹	1996	探討家族企業之接班過程與接班人之社會網路間之關係。	當家族企業接班人之社會關係網絡越廣，則接班人在接班後其企業績效、企業價值較高。
周行一、周錦宏與陳坤宏	1996	探討家族企業、聯屬持股與企業價值間之關聯。	當家族企業的股權愈集中時，企業價值就愈大，但是非家族企業卻不具有此種現象，因此，家族企業之集權特色確實可以提升企業價值。
葉銀華	1999	探討家族企業台灣與香港之家族企業內，股票報酬間之領先關係。	台灣家族企業之核心控股公司之股票報酬，顯著領先於香港家族企業之核心控股公司。
楊宜音	2000	探討農村與城市人之關係網絡及關係分類。	研究結果顯示，農村與城市的被研究者均出現差序格局的特徵，包括先賦性與交往性。

表 2-1 家族企業接班(續)

作者	年度	研究目的	研究結論
Sharma, P., Chrisman, J. J., & Chua, J. H.	2003	探討價族企業接班人之受信任程度與接班之關聯	當家族企業之下一代接班人較受上一代現任者信任時，下一代接班人會較參與接班過程的相關活動。
Lee, K. S., Lim, G. H., & Lim, W. S.	2003	探討家族企業之特質、家族後代之能力與接班之關聯	當家族之後代具有專業能力、擁有其他企業經理人之資歷時，由家族成員接班較能提升企業之經營績效。
吳建明和連雅 慧	2004	探討台灣家族企業之接班所衍生的組織變革、衝突與轉化之過程。	當家族企業接班時，發生組織變革的機率較大。而探索創新與利用創新是減緩因組織變革所產生的衝突因子。
虞邦祥、林月 雲與張小鳳，	2009	探討台灣家族企業接班之過程中，創辦人與接班人在想法與作為上之差異，並用以解釋企業傳承間的延續與改變。	當第一代創辦人傾向由其下一代子嗣接班時，仍然會保有其他接班人作為備案，且對其接班人所採取的培養是長久且有目的性的訓練。而下一代接班人是否能夠接班，主要受其生長環境與家族主義所影響。
鍾喜梅與林佳 慧	2009	探討台灣家族企業第二代成員彼此的角色鑲嵌特徵，與其可能掌握之接班資源間的關聯。	研究結果顯示，接班競爭者之間的年齡因素、系出哪位母親的垂直連結關係，以及彼此之間的水平角色關係，均可能影響到彼此之間所掌握資源與權力的差異。

第二節 CEO 的異動

由表 2-2 顯示 CEO 的異動原因可分為強迫性異動及自願性異動，強迫性異動又可細分為：績效不佳、解雇、個人因素、公司政策改變、控制權移轉、訴訟或醜聞及沒有任何原因；自願性異動又可細分為屆齡退休、原管理者死亡、年事已高或身體不佳及轉任公司其他職位(王雍智與尤虹惠 2009；李欣柔 2010；Farrell and Whidbee 2003)。其中，在強迫性異動方面，黃旭輝與王育偉(2006)；Warner, Watts and Wruck (1988)；Dahya, McConnell and Travlos (2002)均指出，企業的經營績效與 CEO 的異動具有負向關係。因為企業的經營績效、經營成果，通常是企業用來衡量 CEO 績效的衡量指標，而此衡量指標的高低，除了可以使企業決定 CEO 獎酬的多寡外，更可以使企業決定 CEO 的去留，所以當企業績效越差時，CEO 異動的可能性就越大(Gibbons and Murphy 1990)。而 Denis and Denis (1995)的實證結果也指出，當企業的經營績效顯著降低時，CEO 異動的可能性將會上升。此外，Morck, Shleifer and Vishny (1988)指出，當整個產業的績效都不好時，即使公司的經營績效差，CEO 也不太可能會被異動。

黃旭輝 (2002)認為，CEO 是企業的靈魂人物，舉凡企業重要的投資決策及經營策略，均需要透過 CEO 的同意或由其主導，因此，企業經營績效的好壞與 CEO 密不可分。而 CEO 異動對企業績效的影響，會因 CEO 的異動原因而有所差異(李欣柔 2010)，分述如下：

一、強迫性異動

Grusky (1963)；Allen, Panian, and Lotz (1979)；Cosh and Hughes (1997)；Suchard, Singh and Barr (2001)均指出，當 CEO 異動時，企業內部可能對新任 CEO 經營理念、領導風格尚不了解，或需要一段時間來適應，因此，經常會造成企業內部的緊張及分裂，更導致了企業經營績效的下降。而 Warner et al. (1988)；Huson, Malatesta, and Parrino (2004)則指出，當 CEO 異動時，企業會選擇具有專業知識及經驗者擔任 CEO，且新任 CEO 也可能對企業帶來新的變革，因此 CEO 異動後會導致企業經營績效的上升。此外，Huson, Parrino and Starks (2001)的實證結果發現，不論是自願性的 CEO 異動或強迫性的 CEO 異動，均不會對企業的經營績效造成明顯的影響。

二、 自願性異動

Huson et al. (2004)指出，由於CEO的異動是出於CEO本身的意願，與企業的經營績效較無關係，因此，CEO異動後對於企業的經營績效雖會有所改變，但是改變的程度，會小於強迫性異動所造成的影響。

表 2-2 CEO 的異動

作者	年度	研究目的	研究結論
Cosh and Hughes	1997	探討高階經理人之薪酬，與高階經理人被解雇間之關聯。	研究結果顯示，高階經理人之薪酬與企業規模、成長具有緊密關聯，且當高階經理人薪酬越高時，高階經理人被解雇的可能性就越低。
Singh and Barr	2001	探討董事會監督與企業 CEO 異動間之關聯。	研究結果顯示，當企業規模較大時，董事會糾正績效較差之 CEO 的可能性較大，且績效較差之 CEO 異動的可能性也較大。
Dahya, McConnell and Travlos	2002	探討企業績效，與高階經理人異動之關聯。	當董事會之規模擴大時，董事成員之人數會定會增加，但 CEO 與 COB 之人數異動的可能性將會增加。
Farrell and Whidbee	2003	探討 CEO 離職或更換，與企業績效之關聯。	當企業之規模較大時，CEO 離職或更換對企業績效之影響較大。此外，若 CEO 之年齡大於 60 歲以上，則企業更換 CEO 的可能性較大。
黃旭輝、陳美惠與王育偉	2003	探討經理人的異動宣告，與股東財富間之關聯。	研究結果顯示，當敬禮人異動係屬非自願時，會有較佳的股東財富效果；且當異動之前的股價績效愈差時，異動宣告的股價反應愈佳。
Huson M.R., P.H. Malatesta and Parrino	2004	探討 CEO 異動，與企業財務績效間之關聯。	研究結果顯示，在企業 CEO 異動前，企業之財務績效通常早已惡化，而且研究結果係屬顯著。

表 2-2 CEO 的異動(續)

作者	年度	研究目的	研究結論
王雍智與尤虹惠	2009	探討企業高階經理人之異動，與股價報酬、企業績效、企業價值、財務危機及信用風險間之關聯。	研究結果顯示，企業高階經理人之異動，確實含有重大資訊內涵之效果。
黃一祥與李欣柔	2010	探討高階經理人更換之宣告與企業績效之關聯。	當企業之會計績效較差時，董事會宣告更換高階經理人之可能性較大。此外，經理人異動之宣告對公司的股價績效以及獲利能力都有顯著正面影響。

第三節 創辦人離世

譚伯群 (1997)指出，不同企業的創辦人，即使在同一產業下，由於其個人特質及領導風格上的不同，將導致其企業文化、決策模式、經營策略及經營績效上的差異。

Kesner and Sehora (1994)指出，若企業之創辦人同時為企業之 CEO，則該創辦人 CEO 在企業的創立與發展過程中，將扮演著無法取代並具有影響力的重要角色，而創辦人 CEO 的成功或失敗，將會被投資人視為企業的成功或失敗。Bantel and Jackson (1989)也指出，由於創辦人 CEO 具有獨特的個人特質及領導風格，且其在企業的研究發展及經營管理上，均有著無法被他人複製的特點，因此，創辦人 CEO 與繼任者 CEO 對於企業的經營策略上將會有所不同，也導至了企業經營績效上的差異。

由表 2-3 顯示，過去文獻指出，針對企業創辦人離世事件之探討並不多見，大多數研究均著重在檢視 CEO 離世與企業股價、企業價值之關聯。而 CEO 離世最常見的原因分別為心臟病發作、癌症、中風、未公開原因、感冒或肺炎、交通事故及其他慢性疾病(Larcker and Tayan 2012)。但 Etebari, Horrigan and Landwehr (1987)指出，不論 CEO 離世之原因為何，當 CEO 離世時，均會對其離世當日的企業股價造成負面的影響。而 Salas (2010)更指出，若 CEO 生前之工作效率及企業績效較高，則其離世將會對企業未來股價造成負面的影響，但

若 CEO 生前具有管理防禦(entrenchment)之狀況，則其離世將會對企業未來股價造成正面的影響。

管理防禦假說起源於內部人持股與企業績效之關聯的研究。Jensen and Meckling (1976)指出，當經理人之持股比例較少時，股東對於經理人所做出的非企業價值極大化之行為，無法採取適當的抵制，經理人仍然可以透過控制企業之營運，獲取不當之自我利益，但是，隨著經理人持股比例之增加，當經理人做出非企業價值極大化行為的同時，也會造成其自我利益的損害，因此，提高經理人之持股比例，有助於將經理人與企業之目標一致化。而 Fama and Jensen (1983)則指出，提高經理人之持股比例，不一定能將經理人與企業之目標一致化，較高的所有權及投票權，反而能使經理人做出非企業價值極大化行為的同時，也不損害到自己在企業中的職位與報酬。最後，Short and Keasey (1999); Hillier and McColgan (2001)均指出，所謂管理防禦系係指經理人在公司內部與外部之控制機制下，選擇保護自身職位並追求自我利益最大化的行為。

誠如前述，創辦人對於企業來說是個不容小覷的存在，而且相較於 CEO 離世，創辦人離世也更可能對企業產生較為負面之衝擊。黃麗艷與江少波 (2013)即發現，企業創辦人的健康狀況會對企業造成一定程度的影響，而創辦人的死亡更會對企業的股價、股票交易量造成負面程度的影響。不過，若企業繼任者能夠盡快的發揮管理效應，那在某種程度上就能夠抑制創辦人死所造成的負面影響。黃麗艷與江少波 (2013)的實證結果也指出，創辦人死亡之消息公告後，雖然未通過顯著性之測試，但其企業之股價、股票交易量均發生了異常現象，而繼任者若能及時發揮管理效應，將能夠挽救創辦人死亡所造成的負面影響，增加投資人對企業的信心。上述實證結果意指創辦人離世之投資人反應，與繼任者之狀態具有關聯性。

表 2-3 創辦人離世

作者	年度	研究目的	研究結論
Etebari, Horrigan and Landwehr	1987	探討企業 CEO 之死亡事件，與企業股價之關聯。	研究結果顯示，不論 CEO 死亡原因為何，其離世時之企業股價均會下跌。而 CEO 的意外死亡相較於自然死亡，前者對企業股價影響較大。
Salas	2010	探討企業具有管理防禦行為 CEO 之意外死亡，與企業股價之關聯。	研究結果顯示，當 CEO 具有管理防禦之行為時，該 CEO 之死亡對於企業未來股價具有較為正面之影響。

表 2-3 創辦人離世(續)

作者	年度	研究目的	研究結論
黃麗艷與江少波	2013	探討資本市場，與創辦人 CEO 死亡事件間之關聯。	研究結果顯示，當創辦人 CEO 死亡之事件公告後，該企業之股票價格、股票交易量均出現了異常現象，但是，均無通過顯著性檢驗。



第參章 研究設計

第一節 研究假說

一、 創辦人子嗣效應

對於大部分的企業來說，創辦人是個不容小覷的存在，不論是在位期間的領導方針及經營策略，或是退位後的精神象徵及經驗傳承，都對企業影響深遠，因此企業創辦人的離世勢必對企業造成相當程度的衝擊(江向才與馬佳君 2014; Johnson, Magee, Nagarajan and Newman 1985)。Salas (2010)指出，雖然企業創辦人的死亡原因、離世前對於企業的作為，可能會影響其離世時企業股價的表現，但由於創辦人對企業的重要性難以被取代，因此創辦人離世均可能會對企業股價造成負面效應。

伴隨著創辦人的離世，企業的所有權必將有所移轉，所有權家族的控制地位卻不會在短期間內就輕易的改變，家族成員在創辦人離世之際，仍將對企業營運產生一定程度的影響力。由於創辦人離世，家族成員對企業運作可能存在危機意識而產生更為強烈凝聚力，也因為家族成員對於企業會有較高的認同感及歸屬感，會追求家族整體的利益及和諧(Anderson and Reeb 2003)，同時家族成員間較無資訊不對稱上的問題，能較有效率、有效果的溝通並發揮出較高的綜效(Yang 1993; Tsui and Farh 1997; Farh, Tsui, Xin, and Cheng 1998)。因此，若創辦人有較多的子嗣，將更有助於企業在其創辦人離世後的劇變中，快速的做成決策並執行(Lin and Chen 2012)，而能對企業價值產生較為正面的影響，投資人亦將給予正面評價，使得子嗣較多的創辦人離世對企業的股價帶來負面的影響程度較低。

過往文獻(Daily and Dollinger 1992; Anderson and Reeb 2003; Basco 2013)對於家族參與管理成效未有一致性看法，Buchanan (1975)認為利他主義會使得家族經理人產生“搭便車”(free rider)的行為，造成監督成本增加，並且因績效考核上的不公，導致有能力的專業經理人流失(Gomez-Mejia, Nunez-Nickel and Gutierrez 2001)。意味著子嗣較多的創辦人離世，縱使家族成員積極介入企業經營管理階層而存在著較高的家族參與管理，也未必能有較佳的經營績效。據此，創辦人離世時，家族成員的高凝聚力也未必能裨益企業經營，甚至更易造成人

力資源的逆選擇(adverse selection)，損害企業的價值(Buchanan 1975; Lin and Chen 2012)。再者，創辦人子嗣較多，其離世後隨著世代移轉，家族也較易出現派系間相互排擠與鬥爭情事(Schulze, Lubatkin, Dino, and Buchholtz 2001)，從而對企業的經營產生不利影響，皆可能造成投資人對子嗣較多的創辦人離世有較高的疑慮，使企業的股價發生較負面效應。

綜上所述，家族成員因對公司有強烈的認同感，會為了維護家族聲望而努力(Miller and Breton-Miller 2006)，且成員間溝通及資訊交換較有效率，創辦人離世後，其子嗣較多，能發揮較高的協同優勢，將有助於企業決策之形成與執行，對企業價值產生較為有利的作用，並易獲得投資人較正面的評價。但另一方面，創辦人子嗣較多，易出現派系間相互排擠與鬥爭情事，權力紛擾不僅傷害家族和諧，亦可能對企業經營管理層面與人才適任性產生不利影響，損及企業價值，而使得投資人對子嗣較多的創辦人離世反可能存在著較負面的看法。本研究認為創辦人離世時的子嗣狀況攸關著企業價值，投資人亦將有所反應。然而其影響之方向可能正面或負面，因此，本研究提出無方向性假說如下：

H1a：子嗣較多之創辦人離世對股價的影響程度較大。

H1b：子嗣較多之創辦人離世對企業價值的影響程度較大。

二、 創辦人濫情對子嗣效應的調節作用

在華人的社會文化中，普遍存在多子多孫多福氣的傳統觀念。傳宗接代、子嗣延綿是每個家族成員最重要的責任之一，特別是在非單純婚配之關係，妻妾為了鞏固自己在家族中的地位，也將會盡己所能的增加子嗣，所以「房」的觀念也就此衍生而來，以「房」來區分不同的配偶、子嗣，甚至是他們所擁有的地位(鍾喜梅與林佳慧 2009)。

依社會網絡理論觀點，家族是一種源於某一家族血緣所形成的一種人際網絡(葉匡時與操禮芹 1996；Wong 1985; Hamilton 1996; Miller and Le Breton-Miller 2005)。在該網絡當中，家族成員間的血緣關係，是一種強連結(strong tie)(Adler and Kwon 2002; Arregle, Hitt, Sirmon, and Very 2007;)，其連結關係包括了垂直連結關係與水平連結關係。不過，強連結中仍存在著差異，根據費孝通(1948)提出的差序格局理論的觀點，家族成員的概念是由兩種因子所組成，包括了先賦性與交往性，家人之間其實存在親疏遠近。所有家族成員間的關係，均受兩種因子的高、低程度而有所不同，並且，家族中的血緣關係不僅提供關係的建立基礎，更是信任機制成立的一個重要關鍵(Hamilton and Kao 1990;

Yang 1993; Fukuyama 1995; Hamilton 1996; Tsui and Farh 1997)。在家族內，會因為彼此在先賦性上的血緣差異，影響到彼此的關係緊密度與互動程度(費孝通 1948; 陳柔縉 1999; 楊宜音 2000; Wong 1985; Yang 1993; Weidenbaum 1996; Tsui and Farh 1997; Ward 2011)，亦即是經由「親」而「信」，而衍生出之信任程度的關係基礎(鍾喜梅與林佳慧 2009)。

若家族子嗣間同時存在大房與二房的關係，也就是同父異母的狀況，彼此間的先賦性將會出現差異(血緣差異)，進而影響了子嗣間的交往程度(楊宜音 2000)。再者，同父異母的第二代在家族中所處的正當性基礎並不相同(陳柔縉 1999; Weidenbaum 1996)，與父親相處的時間及在家族中的地位也會有所差別(陳柔縉 1999; Weidenbaum 1996)，導致彼此間的互動頻率將會有所差異(Nelson 1989)。

由於台灣的企業有 70% 是以家族企業的型態存在，而家族核心人物的“濫情”行為會增加「房」的單位，更會增加其後代子嗣間先賦性、交往性的差異，因此家族企業創辦人離世後，後代子嗣間往往會引發衝突，而台塑集團創辦人王永慶先生逝世後，其第二代子嗣所引發的爭產、爭權風波，即是“濫情”行為所造成的典型案例(鍾喜梅與林佳慧 2009)。

綜上所述，家族企業創辦人的濫情行為，可能會導致創辦人的婚配複雜，不但增加了「房」的單位，也影響了其後代子嗣間先賦性與交往性的差異，而先賦性與交往性的差異除了會降低其後代子嗣間溝通與資訊交換之效率，減緩家族成員間的協同優勢，更加劇了派系排擠與相互鬥爭之情事，導致企業價值受到損害，投資人產生負面之看法。因此，本研究提出假說如下：

H2a：濫情會提高子嗣較多之創辦人離世對企業股價的負面影響。

H2a：濫情會提高子嗣較多之創辦人離世對企業價值的負面影響。

第二節 變數衡量

本研究主要系探討，子嗣越多的創辦人離世時，其離世之宣告是否對企業的股價、企業價值影響越大，並以創辦人婚配複雜程度的不同為調節效果，評估婚配並非從一而終之創辦人，是否會加深離世宣告對企業的股價、企業價值之負面影響。相關變數衡量與實證模型方法說明如下。

一、 依變數

根據過去文獻指出，企業之創辦人及 CEO 的離世，將會對企業的股價、投資人反應造成衝擊(Worrell, Davidson, Chandy and Garrison 1986; Etebari et al. 1987)，因此，本研究之依變數為累積異常報酬(CAR)及企業價值(TQ)。

1. 累積異常報酬(CAR)：異常報酬可以反映出異常事件對企業的影響。本研究係將異常事件發生後之實際證券報酬，與使用資料所推估出的預期證券報酬之差額視為異常報酬(Abnormal Return)，並將各期之異常報酬加總求得累積異常報酬(Cumulative Abnormal Return)。而本研究係採用事件研究法(Event Study)評估企業創辦人離世前後之累積異常報酬(Cumulative Abnormal Returns, CAR)是否發生明顯變化。有關事件研究法之相關設定說明如下：

- (1) 事件：本研究系探討子嗣越多的創辦人死亡是否對企業的影響越大，因此，本研究之事件係指，創辦人死亡事件公告日之股價變化。
- (2) 事件發生日：本研究之事件發生日係指，企業創辦人死亡之事件於公開資訊觀測站公告之日，公開資訊觀測站無資料者，則為死亡之事件於新聞媒體公告之日。若死亡之事件於股票市場收盤後公告，則為次日之交易日。本研究將事件發生日設定為 $t=0$ ，而 $-t$ 代表事件發生日前第 t 個交易日， $+t$ 代表事件發生日後第 t 個交易日。
- (3) 事件期：本研究為觀察創辦人死亡事件對企業造成之影響，並考量事件期過長可能無法對創辦人之死亡事件聚焦，因此，本研究修改了事件期之設定，以死創辦人之死亡日為第一天，連續紀錄三天之累積異常報酬。

- (4) 估計期：本研究為了觀察未接收異常事件之市場，是否已經正常反應企業之已估計預期報酬率，因此，必須截取一段正常期間作為估計期 (Estimation Period)。本研究系承續 Salas (2010) 之研究，估計期間為事件發生日前 20 個交易日至前 270 個交易日 [t-270, t-20]，共計 270 日的交易日為估計期。

本研究之股價預期報酬率係以市場模型 (Market Model) 作為之估計方式，再將估計期之資料，以普通最小平方法 (Ordinary Least Square, 簡稱 OLS) 建立下列回歸模式：

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

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

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

而以實際報酬率減去預期報酬率可以得到異常報酬率，因此，異常報酬率為：

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

其中， AR_{iE} 係 i 企業在事件期 E 期之異常報酬率， R_{iE} 係實際報酬率， $E(\hat{R}_{iE})$ 則為預期報酬率。而將所有的異常報酬率匯總可以得到累積異常報酬率，因此，累積異常報酬率為：

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

2. 企業價值 (TQ)：企業價值與企業的未來就有關聯性，可以用來評估企業的為來的獲利能力、企業風險以及存續期間。本研究係將市場績效指標 Tobin's Q 作為評估企業價值的衡量方法，並跟隨 Lindenberg and Ross (1981) 對 Tobin's Q 之定義，把市場價值細分為普通股市場價值、特別股市場價值及公司債市場價值，再將市場價值對企業總資產重置成本之比率做為衡量標準。但有鑑於我國尚未對企業重置成本建立完整地財務、非財務資訊，且重置成本的計算過於複雜，因此，本研究也跟隨過去文獻 (曹常鴻、陳柏豪與陳彰文 2005；林有志、邱炳雲與高茂峰 2008；Chung and Pruitt 1994；

Habib and Ljungqvist 2005)之計算方法，以總資產帳面價值來替代總資產重置成本。有關 Tobin's Q 之設定相關如下：

$$TQ = \frac{\text{普通股市場價值} + \text{特別股市場價值} + \text{公司債市場價值}}{\text{總資產帳面價值}}$$

二、 實驗變數

本研究係以大量之虛擬變數作為實驗變數，目的是希望藉由各個企業在營運上所面臨的不同情況，來探討各種情況下之企業創辦人離世，是否對企業的股價、企業價值、投資人反應造成影響。

1. 企業之創辦人系較為多子多孫者(NDES)

此變數為死亡之創辦人於其死亡前，下一代直系子嗣之數量。

2. 企業之創辦人系較為濫情者(NMAR)

此變數為一虛擬變數，用以衡量創辦人是否係較為濫情者，因此，本研究設定若創辦人死亡時婚配關係並非從一而終者為1，從一而終者為0。

三、 控制變數

本研究係承續過去文獻對於離世事件與企業價值關聯性之研究，以企業規模(SIZE)、負債比率(DR)、資產報酬率(ROA)、企業成長率(BGR)、董事會規模(MSIZE)、經理人持股(GMSOP)作為本研究之控制變數。

1. 企業規模(SIZE)：

Salas(2010)指出，由於企業規模之大小會影響企業的營運概況及經營成果，投資人對大公司資訊的反應可能較為敏銳，且大公司的資訊之傳遞通常較小公司快速而詳實，使得規模較大之企業的股價變動較為劇烈(Atiase 1985)。本研究將企業規模(SIZE)以總資產之對數值衡量。

2. 負債比率(DR)：

負債比率係觀察企業整體之償債能力、周轉能力是否健全之重要指標，而

過去文獻也指出，企業所面臨的突發事件，除了會直接影響企業未來的現金流量外，也間接地增加了企業違反債務契約履行的可能性，使得事件日之累積異常報酬常受到影響(Leftwich 1981)。因此，當企業之負債比率較高時，死亡事件對累積異常報酬的影響就較大。預期對創辦人離世而造成的企業之股價、企業價值變動具有不利之影響，負債比率(DR)為負債除以總資產，符號為負。

3. 資產報酬率 (ROA):

Salas (2010)指出，由於資產報酬率是企業是否有效利用資源之重要指標，若該指標較高，代表企業之經營管理較有效率、有效果，若該指標較低，代表企業資源之利用效率較差，應分析原因並提高管理效率。因此，當企業之資產報酬率較大時，死亡事件對企業未來的營運可能較無影響，對累積異常報酬的影響也可能較小，而投資人的反應也可能較為平緩。資產報酬率(ROA)為稅前息前淨利除以期初總資產，而本研究也預期資產報酬率(ROA)對企業之股價、企業價值變動具有正向之影響。

4. 企業成長率 (BGR):

Salas (2010)指出，當企業的銷貨數量成長時，除了代表企業就有較高的獲利能力外，也代表企業具有較高的發展潛力與成長率，因此，當企業的成長率較大時，意味著企業正處於成長期之狀態，尚未進入成熟期，若面臨死亡事件的發生，將會直接地影響企業未來的營運及管理，對累積異常報酬的影響也可能較大，投資人得反映也可能較為劇烈。本研究對企業成長率(BGR)的定義為本期銷貨收入淨額與前期銷貨收入淨額之差異數除以前期銷貨收入淨額，預期企業成長率對於創辦人離世而造成的企業之股價、企業價值變動具有正向之影響。

5. 董事會規模 ($MSIZE$):

過去文獻指出，規模較小之董事會，由於在溝通及協調上較為容易，也因其規模較小較無資訊不對稱的問題，所以在企業之經營及管理上能較有效率、有效果，而規模較大之董事會，由於在溝通及協調上較為不易，會傾向將經營權及管理權交給 CEO(Hermalin and Weisbach 2001)，因此，當創辦人 CEO 或 CEO 離世時，董事會規模相對較大之企業，其在經營及管理上會產生較大之衝擊，投資人的反應也會較為劇烈。而 Salas (2010)也指出，當董事會規模較大時，死亡事件對累積異常報酬的影響可能較大，預期董事會規模對創辦人離世而造成的企業之股價、企業價值變動具有負向之影響，於董事會規模($MSIZE$)以董

事會人數衡量。

6. 繼任 CEO 持股比例(*GMSOP*)：

過往研究對於當 CEO 持有股份比例較高時，其死亡事件對累積異常報酬的影響並無一致性的看法(Salas 2010)。因此，本研究將繼任 CEO 持有股份比例(*GMSOP*)做為創辦人離世對企業之股價、企業價值之影響的控制變數，且不預期影響企業之股價、企業價值之方向。



第三節 實證模型

針對假說 H1a 與 H1b，本研究主要係測試創辦人離世後之企業股價、企業價值，是否因為創辦人直系子嗣的多寡而造成不同的影響，其衡量模型如下：

$$CAR_{it}(TQ_{it}) = \alpha_0 + \alpha_1 NDES_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 DR_{it} + \alpha_4 ROA_{it} + \alpha_5 BGR_{it} + \alpha_6 MSIZE_{it} + \alpha_8 GMSOP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， CAR 係 i 公司在 t 期期間內之累積異常報酬； $NDES$ 係創辦人子嗣(人數)，指 i 公司 t 期初創辦人直系子嗣之數量； $SIZE$ 係企業規模，指 i 企業在 t 期期間內取自然對數之總資產； DR 係負債比率，指 i 企業 t 期之期初負債總額除以資產總額； ROA 係資產報酬率，指 i 企業 t 期之期初稅後息前利益除以資產總額； BGR 係公司成長率，指 i 企業 t 期期間內之營業收入淨額(t)減前期營業收入淨額($t-1$)後，除以 t 期期間內之營業收入淨額($t-1$)； $MSIZE$ 係董事會規模，指 i 企業 t 期期初之董事會人數； $GMSOP$ 係創辦人 GM 持有股份之比率，指 i 企業 t 期期初之創辦人 CEO 的持有股份比率。

假說 H1 預期創辦人離世時，其子嗣多寡會影響股價(企業價值)，因此預期 $NDES$ 的係數 α_1 具顯著性，但不預期符號。

針對假說 H2a 與 H2b，本研究主要係測試創辦人離世時，其子嗣多寡對企業股價、企業價值所造成的影響，是否因為創辦人婚配結構之不同而有所差異，並預期創辦人婚配複雜時，投資人對較多子嗣的創辦人離世會產生較為負面的評價，本研究在模型內納入創辦人離世時之婚配關係之虛擬變數 $NMAR$ 及 $NDES$ 與 $NMAR$ 的交乘項，其衡量模型如下：

$$CAR_{it}(TQ_{it}) = \beta_0 + \beta_1 NDES_{it} + \beta_2 NMAR_{it} + \beta_3 NDES_{it} \times NMAR_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 DR_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 BGR_{it} + \beta_8 MSIZE_{it} + \beta_9 GMSOP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中， $NMAR$ 係創辦人離世時之婚配關係，並非從一而終者為 1，從一而終者為 0；其餘變數皆與式(1)相同。交乘項 β_3 符號預期為負即支持假說 H2 之觀點，意指創辦人之婚配複雜會提高其離世時多子多孫對股價(企業價值)的負面影響(當 β_1 係數為負時的解釋方式)或可減弱多子多孫對股價(企業價值)的正面影響(當 β_1 係數為正時的解釋方式)。

第四節 研究期間與樣本選取

本研究係以 1990 年至 2016 年間台灣百大集團所屬上市上櫃公司中，經歷過創辦人離世之企業為研究樣本。首先，本研究透過公開資訊觀測站之檢索，以「辭世、離世、死亡」等關鍵字，搜尋創辦人死亡之事件，以篩選出有經歷過創辦人離世之上市櫃企業，藉由中華徵信所出版之「2016 台灣地區大型集團企業研究」中家族關聯圖的分析，以獲取有關創辦人子嗣多寡及婚配結構複雜之資料。

在樣本篩選上，本研究刪除創辦人在離世前已喪失最終控制股東之樣本。至於控制股東，本研究則依文獻上對最終控制者(ultimate controller)的定義，故將控制股東界定對公司決策具有最後或最大影響力者。通常是指公司之最大股東、董事長或總經理等及其家族或經營團隊(許崇源等人，2003)，控制股東持股總數須超過企業必要控制持股門檻。本研究以創辦人離世後一年資料評估創辦人離世初期之企業價值，而本研究有關企業價值使用之樣本總觀察期間至 2015 年。



第肆章 實證結果

第一節 敘述性統計

表 4-1 為本研究各變數經由極端值調整 (winsorized) 之敘述性統計量。Panel A 部分衡量累積異常報酬 CAR 之平均數為 0.305。創辦人離世後所遺留的子嗣 ($NDES$) 平均人數為 6.255 位，最多可達 10 位。創辦人婚配變數 ($NMAR$) 平均值為 0.574，而中位數為 1，顯示樣本中，創辦人非為單一婚配關係的比例已超過 5 成。相關控制變數方面，本研究經歷過創辦人離世的企業規模 ($SIZE$) 平均為 7.618，最大的企業規模為 9.398。負債比率 (DR) 方面，平均約佔總資產的 0.486。資產報酬率 (ROA)，稅前息前淨利平均約佔期初總資產的 6.92%。企業成長率 (BGR) 平均為 0.14。董事人數 ($MSIZE$) 平均約 9 人，最高 15 人，最少為 4 人。繼任 CEO 的持股比例 ($GMSOP$) 平均為 0.011，最高則有 0.079。

Panel B 部分衡量企業價值 TQ 之平均數為 0.931。創辦人離世後所遺留的子嗣 ($NDES$) 平均人數為 6.902 位，最多可達 10 位。創辦人婚配次數 ($NMAR$) 平均值為 0.626，而中位數為 1，顯示樣本中，創辦人非為單一婚配關係的比例已超過 6 成。相關控制變數方面，本研究經歷過創辦人離世的企業規模 ($SIZE$) 平均為 7.639，最大的企業規模為 8.653。負債比率 (DR) 方面，平均約佔總資產的 0.465。資產報酬率 (ROA)，稅前息前淨利平均約佔期初總資產的 6%。董事人數 ($MSIZE$) 平均約 9 人，最高 15 人，最少為 9 人。繼任 CEO 的持股比例 ($GMSOP$) 平均為 0.266，最高則有 0.658。

表 4-1 敘述性統計表

Panel A (N=47)					
變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<i>CAR</i>	0.305%	0.118%	1.631%	-3.177%	6.545%
<i>NDES</i>	6.255	8.000	3.193	1.000	10.000
<i>NMAR</i>	0.574	1.000	0.500	0.000	1.000
<i>SIZE</i>	7.618	7.632	0.783	5.952	9.398
<i>DR</i>	0.486	0.481	0.195	0.138	0.938
<i>ROA</i>	6.920	5.110	13.263	-28.250	53.870
<i>BGR</i>	0.140	0.036	3.332	-14.836	15.832
<i>MSIZE</i>	8.830	9.000	3.205	4.000	15.000
<i>GMSOP</i>	0.011	0.002	0.019	0.000	0.079
Panel B (N=123)					
變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<i>TQ</i>	0.931%	0.606%	0.848%	0.110%	3.109%
<i>NDES</i>	6.902	9.000	2.795	2.000	10.000
<i>NMAR</i>	0.626	1.000	0.486	0.000	1.000
<i>SIZE</i>	7.639	7.641	0.717	6.208	8.653
<i>DR</i>	0.465	0.482	0.205	0.140	0.872
<i>ROA</i>	0.060	0.048	0.078	-0.053	0.269
<i>BGR</i>	0.084	0.036	0.239	-0.294	0.589
<i>MSIZE</i>	8.797	9.000	2.908	5.000	15.000
<i>GMSOP</i>	0.266	0.225	0.182	0.060	0.658

^a *CAR*：將實際與預期之證券報酬的差額加總做為衡量標準；*TQ*：企業價值：以普通股、特別股與公司債市場價值，對企業總資產重置成本之比率做為衡量標準；*NDES*：以創辦人死亡時之下一代子嗣之數量做為衡量標準；*NMAR*：為虛擬變數，以創辦人死亡時婚配關係並非從一而終者為1，從一而終者為0；*SIZE*：以創辦人死亡時之總資產的對數值做為衡量標準；*DR*：以創辦人死亡時之負債比率為負債除以總資產為衡量標準；*ROA*：以創辦人死亡時之稅前息前淨利除以期初總資產為衡量標準；*BGR*：以本期與前期之銷貨收入淨額的差額，除以前期銷貨收入淨額做為衡量標準；*MSIZE*：以創辦人死亡時之董事會人數做為衡量標準；*GMSOP*：以繼任CEO持有股份比例做為衡量標準；*NDES0*：以創辦人死亡時之大房子嗣人數為衡量標準；*NDESI*：以創辦人死亡時之二房子嗣人數為衡量標準。

^b變數若為單一預期符號則是單尾檢定；若無則是雙尾檢定。

***表示達 1% 顯著水準；**表示達 5% 顯著水準；*表示達 10% 顯著水準。

第二節 相關係數表

根據表 4-2 顯示，Panel A 的累積異常報酬(CAR)對子嗣多寡(NDES)、房室多寡(NMAR)等實驗變數並無顯著關係。Panel B 的企業價值(TQ)對子嗣多寡(NDES)、房室多寡(NMAR)等實驗變數則呈現顯著負向關係。實驗變數方面，Panel A 與 Panel B 的子嗣多寡(NDES)及房室多寡(NMAR)間之相關係數分別為 0.914 和 0.945，代表兩者間具有高度共線性之存在，必須做進一步的分析，以避免有交互捕捉效果。控制變數方面，大部份之相關性皆小於 0.5，表示各個變數間具有獨立性，且無重大之先關性，唯有 Panel A 與 Panel B 之企業規模(SIZE)及董事會規模(MSIZE)的相關係數分別為 0.550 和 0.540，與 Panel A 之資產報酬率(ROA)及繼任 CEO 持股比率(GMSOP)的相關係數分為 0.575，代表該等控制變數具有較高之關聯性。但由於各個變數之衡量標的並不相同，且均為影響本研究依變數之重要因素，因此，本研究仍然將該等變數納入回歸模型中進行分析。

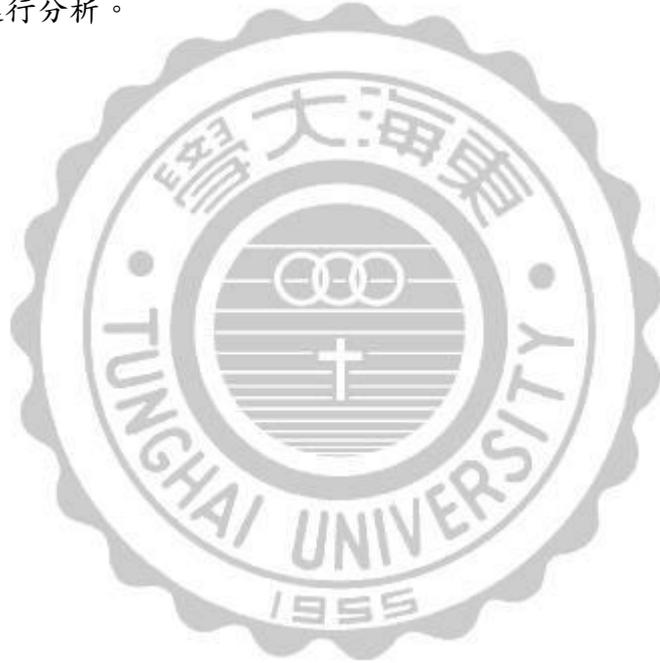


表 4-2 相關係數表

Panel A									
變數 ^a	<i>CAR</i>	<i>NDES</i>	<i>NMAR</i>	<i>SIZE</i>	<i>DR</i>	<i>ROA</i>	<i>BGR</i>	<i>MSIZE</i>	<i>GMSOP</i>
<i>CAR</i>		-0.069	-0.038	0.042	0.363 **	-0.316 **	0.083	0.042	-0.274*
<i>NDES</i>	-0.036		0.878***	0.116	0.106	-0.024	0.137	0.152	-0.186
<i>NMAR</i>	-0.009	0.914***		0.273	0.219	-0.049	-0.022	0.240	-0.396*
<i>SIZE</i>	0.073	0.139	0.273 *		0.416 ***	-0.293 **	-0.079	0.600***	-0.425***
<i>DR</i>	0.335**	0.100	0.240	0.466***		-0.392***	0.195	0.138	-0.222
<i>ROA</i>	-0.209	-0.088	-0.172	-0.195	-0.303 **		0.204	-0.018	0.358**
<i>BGR</i>	0.372**	0.081	0.025	0.036	0.001	0.240		-0.097	0.218
<i>MSIZE</i>	0.108	0.119	0.212	0.550***	0.094	-0.142	0.115		-0.375*
<i>GMSOP</i>	-0.231	-0.243*	-0.412***	-0.434***	-0.289**	0.575***	-0.013	-0.377***	
Panel B									
變數 ^a	<i>TQ</i>	<i>NDES</i>	<i>NMAR</i>	<i>SIZE</i>	<i>DR</i>	<i>ROA</i>	<i>MSIZE</i>	<i>GMSOP</i>	
<i>TQ</i>		-0.236***	-0.306***	-0.137	-0.713***	0.662***	0.071	0.031	
<i>NDES</i>	-0.264***		0.870***	0.106	0.127	-0.131	0.439***	0.296***	
<i>NMAR</i>	-0.344***	0.945***		0.243***	0.185**	-0.194**	0.448***	0.235***	
<i>SIZE</i>	-0.122	0.159*	0.250***		0.373***	-0.067	0.526***	-0.449***	
<i>DR</i>	-0.584***	0.105	0.191**	0.415***		-0.436***	0.060	-0.143	
<i>ROA</i>	0.758***	-0.219**	-0.286***	-0.141	-0.440***		0.055	-0.055	
<i>MSIZE</i>	0.030	0.382***	0.398***	0.540***	0.032	-0.036		0.132	
<i>GMSOP</i>	0.016	0.217**	0.188**	-0.414***	-0.169*	-0.044	0.136		

^a 變數定義如表 4-1。

^b 表格右邊為 Spearman 相關係數檢定，左邊為 Pearson 相關係數檢定。**與*分別表示 0.01 與 0.05 的顯著水準。

第三節 實證研究結果

本研究探討創辦人離世與繼任者代際間關係的「子嗣」規模是否對其股價與長期績效造成影響，此外，也更進一步以創辦人的濫情行為所形成之「房室」狀態納入本研究分析的範疇，以探討非單一婚配的「房室」狀態是否會加劇離世事件對企業股價與長期績效的負面影響。由於本研究之樣本僅 47 筆，因此透過拔靴法(bootstrap)以降低樣本分配常態性潛在影響而使結果偏誤的疑慮，並配合使用端點取代極端值(winsorize)後進行測試。實證分析先檢視短窗期的累積異常報酬(CAR)，其後再以企業價值(TQ)從事長期績效的關聯性研究。

一、 累積異常報酬(CAR)

藉由創辦人離世事件的 CAR 顯示，表 4-3 模式(一)單獨觀察子嗣規模的實證結果，NDES(係數-0.0633，t 值-0.130)與離世事件的市場反應間的關係並不顯著。離世事件多半並非隨機，亦即創辦人生前可能已擬妥接班規劃，甚至是已進行中或已完成接班，因此市場投資人對於創辦人的離世可能產生負面影響的不確定因素較低，而未能發現離世事件與市場間的顯著關聯。

模式(二)房室因素(NMAR)與創辦人離世市場反應的實證結果顯示，NMAR 係數顯著為負，且達 5% 顯著水準(係數-0.5077，t 值-1.78)，表示隨著創辦人非單一婚配關係的房室狀態，市場面對創辦人離世事件的不確定因素提高，而產生疑慮，致對公司股價有負面的影響。

本研究更進一步檢視子嗣與房室兩因素的交互關係，模式(三)呈現交乘項 $NDES \times NMAR$ 的係數非顯著為負(係數 0.1641，t 值 0.35)，該結果隱含非單一婚配關係的創辦人離世，子嗣多寡與市場反應間的關係難以取得具有統計意義的結論，即本研究並未發現在創辦人離世時，投資人對子嗣之市場反應將因創辦人房室複雜而更為惡化，實證結果並不符假說 H2a 之觀點。¹

¹ 本研究以創辦人離世樣本為觀察主軸，尚未擴及創辦人離世前的退位或實質營運接班等狀態，以致可能對於離世事件的短窗期研究結果產生未預期的影響。不過，以 CAR 模式(二)所觀察到 NMAR 非單一婚配狀態與市場間的負面反應現象，應可對創辦人房室狀態所隱含企業營運的不確定性提供部分的實證證據。

綜上所述，根據迴歸實證結果顯示，不論創辦人子嗣是否較多，又或是創辦人房室結構是否較為複雜，均未發現能明顯影響投資人在創辦人離世當時之決策。而投資人忽略了創辦人離世後因家室對企業發展的影響力的箇中原因，可能係子嗣及房室較多造成家族內鬥與排擠之情事未因創辦人離世與否而有明顯改變，但也可能在企業創辦人離世前即已尋得專業經理人主事，因而未能發現投資人決策受明顯的影響。



表 4-3 企業創辦人離世之股價反應

變數 ^a	預期 ^b 符號	模式(一)		模式(二)		模式(三)	
		係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
<i>Constant</i>	?	2.6803	1.48	2.4506	1.28	2.2192	1.13
<i>NDES</i>	?	-0.0633	-1.30			-0.0546	-0.18
<i>NMAR</i>	—			-0.5077**	-1.78	-1.6195	-0.56
<i>NDES</i> × <i>NMAR</i>	—					0.1641	0.35
<i>SIZE</i>	?	-0.4226	-1.31	-0.4169	-1.21	-0.3447	-1.00
<i>DR</i>	—	2.0615	1.60	2.2397*	1.88	2.2639 *	1.71
<i>ROA</i>	+	-0.0075	-0.28	-0.0047	-0.20	-0.0024	-0.10
<i>BGR</i>	+	0.2443	0.99	0.2130	0.94	0.1548	0.59
<i>MSIZE</i>	—	0.0377	0.50	0.0392	0.50	0.0188	0.17
<i>GMSOP</i>	?	-17.4732	-1.37	-20.7483*	-1.67	-21.0016	-1.38
F 值		12.34 **		16.60 **		16.63**	
adj R ² (%)		24.32		25.40		26.15	

^a 變數定義如表 4-1。

^b 變數若為單一預期符號則是單尾檢定；若無則是雙尾檢定。

***表示達 1% 顯著水準；**表示達 5% 顯著水準；*表示達 10% 顯著水準。

二、 企業價值(TQ)

假說 H1a 預期，子嗣規模越龐大之創辦人離世，對企業價值有較大程度的影響。根據表 4-4 的 Panel A，單獨檢視子嗣效果的模式(一)中，*NDES* 係數顯著為負(係數-0.0446，t 值-2.93)，代表當創辦人離世時，其後代子嗣越多，則離世事件對企業價值所造成的損害就越大，實證結果支持假說 H1a 的看法，此現象的可能原因係創辦人離世後，其後代子嗣間可能出現意見衝突、派系問題、相互鬥爭與排擠等不利之情事。另一方面，單獨檢視房室效果的模式(二)也同樣顯示，*NMAR* 係數呈現負值，並達 1% 顯著水準(係數-0.3152，t 值-3.48)，意指非單一婚配狀態的房室複雜性對於創辦人離世初期企業價值之負面影響大於單一婚配關係。

在表 4-4 的 Panel B 中，模式(三)是將 *NDES* 以及 *NMAR* 兩變數納入同一迴歸式估計，透過 Panel B 的迴歸式可以發現，房室效果的虛擬變數 *NMAR*，依然顯著為負(係數-0.5553，t 值-2.15)，但 *NDES* 的實證結果不同於先前在 Panel A 之負值，*NDES* 係數符號已轉為正數，且未達一般顯著水準(係數 0.0432，t 值 1.07)，即先前子嗣之負向效應恐僅是房室效果之反映。若僅單獨對子嗣進行測試，而未考慮創辦人房室複雜問題，所得結論將有所偏誤。為釐清變數間可能存在之干擾效果(confounding effect)，本研究進一步在迴歸式中納入 *NDES* 與 *NMAR* 的交乘項($NDES \times NMAR$)，實證結果列示於模式(四)。

根據模式(四)可知，*NDES* 係數顯著為正，表示在創辦人僅有單一房室的情況下，擁有子嗣越多，創辦人離世初期之企業價值愈高，實證結果呼應了俗諺「多子多孫多福氣」。此外，*NMAR* 係數亦顯著為正(係數 0.6734，t 值 1.79)，表示創辦人非單一婚配關係也非全然不利於企業價值，在創辦人並無子嗣的情況下，其離世時擁有較多房室，離世初期之企業價值高於單一婚配情況。最後，交乘項係數($NDES \times NMAR$)為負，且達 1% 顯著水準(係數-0.2452，t 值-3.28)，代表相較於單一婚配的複雜婚配關係之創辦人離世時，其後代子嗣越多，越不利於企業價值。子嗣對企業價值的負面影響與創辦人後代子嗣間並非系出同一母親有關，並且在創辦人離世初期，較易因不同房室後代子嗣間產生之紛擾而損及企業價值，實證結果支持假說 H2b 之觀點，婚配複雜提高子嗣較多之創辦人離世對企業價值的負面影響。

表 4-4 企業創辦人離世對企業價值之影響

Panel A					
變數 ^a	預期 ^b 符號	模式(一)		模式(二)	
		係數	t 值	係數	t 值
<i>Constant</i>	?	0.0648	0.09	-0.2502	-0.34
<i>NDES</i>	?	-0.0446***	-2.93		
<i>NMAR</i>	—			-0.3152***	-3.48
<i>SIZE</i>	?	0.1707*	1.72	0.1942*	1.82
<i>DR</i>	—	-1.4766***	-4.83	-1.4483***	-4.13
<i>ROA</i>	+	6.4818***	7.17	6.3401***	7.39
<i>MSIZE</i>	—	0.0092	0.40	0.0101	0.44
<i>GMSOP</i>	?	0.3195	0.96	0.3681	0.98
<i>F</i> 值		238.25***		275.11***	
<i>adj R</i> ² (%)		66.55		67.30	
Panel B					
變數 ^a	預期 ^b 符號	模式(三)		模式(四)	
		係數	t 值	係數	t 值
<i>Constant</i>	?	-0.5240	-0.72	-1.0873	-1.20
<i>NDES</i>	?	0.0432	1.07	0.2121***	2.78
<i>NMAR</i>	—	-0.5553**	-2.15	0.6734**	2.05
<i>NDES</i> × <i>NMAR</i>	—			-0.2452***	-3.28
<i>SIZE</i>	?	0.2125**	2.20	0.1863*	1.67
<i>DR</i>	—	-1.4325***	-4.49	-1.3223***	-3.42
<i>ROA</i>	+	6.2925***	7.31	6.2101***	7.13
<i>MSIZE</i>	—	0.0076	0.33	0.0227	1.05
<i>GMSOP</i>	?	0.3817	1.19	0.4587	1.45
<i>F</i> 值		258.29***		220.74***	
<i>adj R</i> ² (%)		67.22		68.27	

^a 變數定義如表 4-1。

^b 變數若為單一預期符號則是單尾檢定；若無則是雙尾檢定。

***表示達 1% 顯著水準；**表示達 5% 顯著水準；*表示達 10% 顯著水準。

三、 敏感性測試

為了瞭解實證結果的穩定性(Robustness)，本研究進行了下列幾項敏感性測試。首先，將先前未納入企業價值(TQ)的迴歸式中的變數 BGR 予以控制，本研究先前評估企業價值(TQ)的迴歸式中，並未加入企業成長率(BGR)的控制變數，係考量大多數的研究文獻中已將企業價值(TQ)作為衡量企業成長率之指標。然而，透過表 4-5 的模型(一)及模型(二)可以發現，在實驗變數方面均為顯著，兩者間僅有在模型(三)的 $NMAR$ (係數-0.5680，t 值-2.11)係數，與模型(四)的 $NDES$ (係數 0.2121，t 值 2.49)係數，在顯著程度及係數上與表 4-4 有些許差異外，結果仍與原分析結論一致。

本研究先前係透過反覆抽樣法(resampling)克服小樣本分配常態性之疑慮。為瞭解極端值對本研究結論造成之影響，另使用原始樣本資料，而不針對極端值進行端點取代(winsorize)之處理。同時亦直接透過普通最小平方法(OLS)進行之迴歸模型進行敏感性測試。由表 4-6 之實證結果可以發現，企業價值(TQ)模型顯示實驗變數結果未因極端值而受影響。

此外，本研究亦將創辦人離世後之下一代子嗣區分為大房子嗣、二房子嗣，並以此進行迴歸測試。由表 4-7 模型一、二之實證結果可以發現，不論是大房或二房之子嗣多寡，均會造成創辦人離世初期企業價值的負面影響。最後，由模型三之實證結果可以發現，當創辦人離世時，其大房子嗣越多，則離世事件對企業價值所造成的損害就越大，但二房子嗣越多，則對企業價值並沒有顯著之影響，此現象的可能原因係創辦人離世後，大房相較於二房擁有較大之權勢與資源，因此大房子嗣間較容易產生爭產奪權之情事，造成企業價值之下降。

表 4-5 企業創辦人離世對企業價值之影響--加入 BGR 變數(n=123)

Panel A					
變數 ^a	預期 ^b 符號	模式(一)		模式(二)	
		係數	t 值	係數	t 值
<i>Constant</i>	?	0.0616	0.09	-0.2543	-0.35
<i>NDES</i>	?	-0.0443***	-2.76		
<i>NMAR</i>	—			-0.3136***	-3.29
<i>SIZE</i>	?	0.1707	1.64	0.1941**	1.87
<i>DR</i>	—	-1.4702***	-4.83	-1.4352***	-4.28
<i>ROA</i>	+	6.5043***	7.31	6.3851***	7.28
<i>BGR</i>	+	-0.0177	-0.10	-0.0359	-0.20
<i>MSIZE</i>	—	-0.0090	0.41	-0.0098	0.49
<i>GMSOP</i>	+	0.3199	0.93	0.3692	1.11
<i>F</i> 值		321.86***		250.34***	
<i>adj R</i> ² (%)		66.26		67.03	
Panel B					
變數 ^a	預期 ^b 符號	模式(三)		模式(四)	
		係數	t 值	係數	t 值
<i>Constant</i>	?	-0.5494	-0.67	-1.0905	-1.17
<i>NDES</i>	?	0.0460	0.99	0.2121**	2.49
<i>NMAR</i>	—	-0.5680***	-2.11	0.6659**	1.73
<i>NDES</i> × <i>NMAR</i>	?			-0.2443***	-3.00
<i>SIZE</i>	?	0.2135***	2.01	0.1866	1.61
<i>DR</i>	—	-1.4075***	-3.70	-1.3175***	-3.40
<i>ROA</i>	+	6.3721***	6.62	6.2272***	6.91
<i>BGR</i>	+	-0.0660	-0.38	-0.0140	-0.07
<i>MSIZE</i>	—	0.0069	0.28	0.0225	0.90
<i>GMSOP</i>	+	0.3845	1.24	0.4590*	1.25
<i>F</i> 值		218.71***		293.68***	
<i>adj R</i> ² (%)		66.97		67.99	

^a 變數定義如表 4-1。

^b 變數若為單一預期符號則是單尾檢定；若無則是雙尾檢定。

***表示達 1%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；*表示達 10%顯著水準。

表 4-6 創辦人離世對企業價值之影響—不透過拔靴法也未刪除極端值
(n=123)

Panel A					
變數 ^a	預期 ^b 符號	模式(一)		模式(二)	
		係數	t 值	係數	t 值
<i>Constant</i>	?	0.1093	0.18	-0.2076	-0.34
<i>NDES</i>	?	-0.0420**	-2.36		
<i>NMAR</i>	—			-0.3270***	-3.00
<i>SIZE</i>	?	0.1707**	1.82	0.1953**	2.10
<i>DR</i>	—	-1.5206***	-5.49	-1.4916***	-5.45
<i>ROA</i>	+	4.4697***	9.28	4.6359***	9.05
<i>MSIZE</i>	—	0.0119	0.55	-0.0144	0.68
<i>GMSOP</i>	+	0.4231	1.43	0.4865	1.65
<i>F</i> 值		37.59***		39.19***	
<i>adj R</i> ² (%)		64.28		65.25	
Panel B					
變數 ^a	預期 ^b 符號	模式(三)		模式(四)	
		係數	t 值	係數	t 值
<i>Constant</i>	?	-0.5403	-0.80	-0.7737	-1.13
<i>NDES</i>	?	0.0520	1.08	0.1576**	2.08
<i>NMAR</i>	—	-0.6274**	-2.11	0.3868	0.60
<i>NDES</i> × <i>NMAR</i>	?			-0.1832*	-1.78
<i>SIZE</i>	?	0.2171**	2.29	0.1785*	1.85
<i>DR</i>	—	-1.4724***	-5.37	-1.3778***	-4.98
<i>ROA</i>	+	4.5812***	8.91	4.5293***	8.87
<i>MSIZE</i>	—	0.0126	0.59	0.0287	1.24
<i>GMSOP</i>	+	0.5144	1.74	0.5618*	1.91
<i>F</i> 值		38.81***		30.54***	
<i>adj R</i> ² (%)		65.31		65.95	

^a 變數定義如表 4-1。

^b 變數若為單一預期符號則是單尾檢定；若無則是雙尾檢定。

***表示達 1% 顯著水準；**表示達 5% 顯著水準；*表示達 10% 顯著水準。

表 4-7 創辦人離世對企業價值之影響—大房及二房子嗣分別進行測試
(n=123)

變數 ^a	預期 ^b 符號	模式(一)		模式(二)	
		係數	t 值	係數	t 值
<i>Constant</i>	?	0.3293	0.44	-0.2317	-0.37
<i>NDES0</i>	?	-0.0760***	-3.08		
<i>NDES1</i>	?			-0.0423 *	-1.86
<i>SIZE</i>	?	0.1712*	1.70	0.1790**	1.98
<i>DR</i>	—	-0.0154***	-4.46	-0.0144***	-4.22
<i>ROA</i>	+	6.4960***	7.01	6.6617***	7.21
<i>MSIZE</i>	—	-0.0065	-0.31	0.0071	0.30
<i>GMSOP</i>	+	0.0015	0.38	0.0035	1.02
<i>F 值</i>		312.69***		233.80***	
<i>adj R²(%)</i>		66.56		65.49	
Panel B					
變數 ^a	預期 ^b 符號	模式(三)			
		係數	t 值		
<i>Constant</i>	?	0.2372	-0.34		
<i>NDES0</i>	?	-0.0682**	-2.52		
<i>NDES1</i>	?	-0.0152	-0.49		
<i>SIZE</i>	?	0.1736*	1.93		
<i>DR</i>	—	-0.0152***	-4.14		
<i>ROA</i>	+	6.4849***	7.58		
<i>MSIZE</i>	—	-0.0018	-0.07		
<i>GMSOP</i>	+	0.0021	0.60		
<i>F 值</i>		2720.75***			
<i>adj R²(%)</i>		66.34			

^a 變數定義如表 4-1。

^b 變數若為單一預期符號則是單尾檢定；若無則是雙尾檢定。

***表示達 1% 顯著水準；**表示達 5% 顯著水準；*表示達 10% 顯著水準。

第五章 結論與建議

第一節 結論研究

本研究探討企業創辦人離世的市場反應及企業價值之關聯，並將研究問題分為兩個部分：(一)子嗣越多的創辦人離世與股價及企業價值；(二)房室越多的創辦人離世與股價、企業價值之關聯。由於部分臺灣上市櫃公司創辦人普遍擁有大房、二房等非單一婚配之現象，因此，本研究透過 TEJ 收集了經歷過創辦人離世之公司的股價及企業長期績效資料，其中，包含了單一婚配與擁有一房以上之非單一婚配創辦人，希望藉由離世事件的研究設計，在納入子嗣與房室兩因素的考量，延伸相關議題的討論。另一方面，家族企業生命的延續，事業體系的權力移轉，由代際關係突顯家族治理的重要性，以策略性因應離世事件對企業所造成的衝擊，為本研究最為關切之所在。本研究主要結論列示如下：

- 一、全樣本之子嗣效應實證結果顯示，子嗣越多的創辦人離世對企業價值有負面影響。
- 二、全樣本的房室效應實證結果顯示，創辦人非為單一婚配關係時，其離世對企業價值有負面影響，並且投資人亦對其離世產生不利的預期，而有負面的市場短窗期反應。
- 三、檢視不同房室之子嗣效應發現，子嗣對於企業價值的負面效應僅存在於創辦人非為單一婚配關係，當各房擁有其後代子嗣的情況下，兩因素將交互影響而不利於創辦人離世初期企業價值。反觀單一婚配之創辦人，其子嗣越多，離世初期之企業價值愈高。最後，本研究並未發現創辦人離世之市場短窗期反應與不同房室連結之子嗣明顯有關。

第二節 管理意涵與研究貢獻

企業創辦人之濫情行為，所造成的房室效應是近年來最受社會關注的議題，本研究顯示，在企業股價方面，沒有發現投資人會因子嗣及房室越多的創辦人離世而受到顯著影響，然而，本研究卻發現，該等創辦人的離世會影響長遠的企業價值，因此，本研究對企業或其家族而言，可以提供一個借鏡，使其適當的生前規劃安排。而對投資人而言，可以使其了解該等創辦人的離世，實際上是會影響到企業的長期績效，以幫助其作成適當的投資決策。

第三節 研究限制

本研究係針對台灣上市櫃公司中有歷經過創辦人離世之公司作為研究樣本，而本研究之樣本來源，取自於中華徵信所 2016 年台灣地區大型集團企業之研究，並同時以人工檢索之方式收尋報章雜誌，以獲取創辦人離世時間與死亡原因之資訊。然而，大多數的報章雜誌並未明確的說明創辦人的死亡原因，甚至無法判斷創辦人的離世是否為無預警的死亡。而本研究之研究限制列示如下：

- 一、無法對創辦人的死亡原因與股價、企業價值間之關連做進一步之探討。
- 二、本研究係以創辦人之配偶與子嗣的複雜程度作為調節效果，然而，仍有許多創辦人之非法定公認配偶及子嗣並未浮上檯面，因此，有鑑於資料收集之困難，本研究亦無法對創辦人未公開之配偶及子嗣做進一步的探討。
- 三、創辦人的婚配多寡尚有元配死亡後，再娶嫁入門之二房，但本研究之樣本尚未發現有此現象之創辦人，因此無法對此做更多的額外測試。

參考文獻

- 王宏仁，2001，社會階層化下的婚姻移民與國內勞動市場：以越南新娘為例，
台灣社會研究季刊第四十一期：99-127。
- 王雍智與尤虹惠，2009，企業高階主管人事異動與公司績效關聯性之研究：以
台灣上市公司為例，財金論文叢刊第十期：24-53。
- 江向才與馬佳君，2014，創辦人領導角色與企業社會責任，2014 創新整合服務
研討會：13-16。
- 吳建明與連雅慧，2012，家族企業接班衍生組織變革，衝突與轉化之歷程研究。
管理學報第二十九卷第三期:279-305。
- 李欣柔，2010，實證替換高階經理人之績效，高雄大學財務金融管理研究所碩
士論文。
- 周行一、陳錦村與陳坤宏，1996，家族企業聯屬持股與公司價值之研究，中國
財務學刊第四卷第一期：115-139。
- 林有志、邱炳雲與高茂峰，2008. 更換經理人對公司經營績效之影響，會計與
公司治理期刊第五卷第二期：1-28。
- 徐慶雲，1992，家族企業的繼承問題：以國內家族企業繼承人的培育為例。
- 曹常鴻、陳柏豪與陳彰文，2005，管理高層異動：以會計師更換及其保留意見
對財務危機公司盈餘管理之影響為例，立德學報第三卷第一期：9-26。
- 許士軍，1997，家族主義，專業主義與創業：以華人企業為背景為探討，管理
評論第十六卷第一期：1-9。
- 陳坤宏，1995，家族企業，聯屬持股與經營績效之研究，國立中央大學財務管
理研究所碩士論文。
- 陳柔縉，1999，總統的親戚：台灣權貴家族為例，時報文化出版企業股份有限
公司出版。
- 陳慧娥，1993，台灣家族企業傳承型之研究：第二代企業主與第一代專業經理
人之互動分析，私立中原大學企業管理研究所碩士論文。
- 黃麗艷與江少波，2013，上市公司高管死亡事件對資本市場的效應研究：基於
蘋果公司前 CEO 死亡事件的思考，中國證券期貨第一卷：26-27。
- 費孝通，1948，皇權與神權，上海觀察社出版。
- 黃旭輝，2002，影響經理人異動之原因與經理人異動對股價影響之研究。
- 黃旭輝與王育偉，2006，證券市場發展季刊，第十八卷第四期。
- 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
究第十三期：277-322。
- 葉匡時與操禮芹，1996，家族企業接班過程之網絡分析，管理科學學報第十三
卷第二期：197-225。

- 葉銀華，1998，家族控股，董事會組成與經營績效：台灣家族企業管治機制之研究，行政院國家科學委員會專題研究計劃成果報告。
- 葉銀華，1999，家族控股集團，核心金業與報酬互動之研究：台灣與香港證券市場之比較，管理評論第十八卷第二期：59-86。
- 虞邦祥、林月雲與張小鳳，2009，傳承或變革：台灣企業接班歷程之質性研究。組織與管理第二卷第二期：109-153。
- 盧志偉，2010，家族企業接班佈局之研究，國立政治大學企業管理研究所碩士論文。
- 鍾喜梅與林佳慧，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。
- 簡上智，1995，家族企業上市後股權結構變動對企業經營績效影響之研究，國立成功大學企業管理碩士論文。
- 譚伯群，1997，國內集團企業創辦人之個人特質及領導風格對其組織文化與決策模式之影響研究。
- 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論文。



- Adler, P. S., and S.-W. Kwon. 2002. Social capital: Prospects for a new concept. *Academy of Management Review* 27 (1):17-40.
- Allen, M. P., S. K. Panian, and R. E. Lotz. 1979. Managerial succession and organizational performance: A recalcitrant problem revisited. *Administrative Science Quarterly*:167-180.
- Anderson, R. C., and D. M. Reeb. 2003. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The journal of finance* 58 (3):1301-1328.
- Arregle, J. L., M. A. Hitt, D. G. Sirmon, and P. Very. 2007. The development of organizational social capital: Attributes of family firms. *Journal of management studies* 44 (1):73-95.
- Atiase, R. K. 1985. Predisclosure information, firm capitalization, and security price behavior around earnings announcements. *Journal of Accounting Research*:21-36.
- Bantel, K. A., and S. E. Jackson. 1989. Top management and innovations in banking: Does the composition of the top team make a difference? *Strategic Management Journal* 10 (S1):107-124.
- Basco, R. 2013. The family's effect on family firm performance: A model testing the demographic and essence approaches. *Journal of Family Business Strategy* 4 (1):42-66.
- Breton-Miller, I. L., D. Miller, and L. P. Steier. 2004. Toward an integrative model of effective FOB succession. *Entrepreneurship theory and practice* 28 (4):305-328.
- Buchanan, J. M. 1975. *The limits of liberty: Between anarchy and Leviathan*: University of Chicago Press.
- Castanias, R. P., and C. E. Helfat. 1991. Managerial resources and rents. *Journal of management* 17 (1):155-171.
- Chung, K. H., and S. W. Pruitt. 1994. A simple approximation of Tobin's q. *Financial management*:70-74.
- Cosh, A., and A. Hughes. 1997. Executive remuneration, executive dismissal and institutional shareholdings. *International Journal of Industrial Organization* 15 (4):469-492.
- Dahya, J., J. J. McConnell, and N. G. Travlos. 2002. The Cadbury committee, corporate performance, and top management turnover. *The journal of finance* 57 (1):461-483.
- Daily, C. M., and M. J. Dollinger. 1992. An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms. *Family Business Review* 5 (2):117-136.

- Denis, D. J., and D. K. Denis. 1995. Performance changes following top management dismissals. *The journal of finance* 50 (4):1029-1057.
- 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.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Agency problems and residual claims. *The journal of law & Economics* 26 (2):327-349.
- Farh, J.-L., A. S. Tsui, K. Xin, and B.-S. Cheng. 1998. The influence of relational demography and guanxi: The Chinese case. *Organization science* 9 (4):471-488.
- Farrell, K. A., and D. A. Whidbee. 2003. Impact of firm performance expectations on CEO turnover and replacement decisions. *Journal of Accounting and Economics* 36 (1):165-196.
- Fukuyama, F. 1995. Trust: The social virtues and the creation of prosperity: JSTOR.
- Garcia-Alvarez, E., J. López-Sintas, and P. S. Gonzalvo. 2002. Socialization patterns of successors in first-to second-generation family businesses. *Family Business Review* 15 (3):189-203.
- Gibbons, R., and K. J. Murphy. 1990. Relative performance evaluation for chief executive officers. *Industrial & Labor Relations Review* 43 (3):30S-51S.
- Gomez-Mejia, L. R., M. Nunez-Nickel, and I. Gutierrez. 2001. *The role of family ties in agency contracts. Academy of Management Journal* 44 (1):81-95.
- Grusky, O. 1963. Managerial succession and organizational effectiveness. *American Journal of Sociology*:21-31.
- Habib, M. A., and A. Ljungqvist. 2005. Firm value and managerial incentives: a stochastic frontier approach. *The Journal of Business* 78 (6):2053-2094.
- Hamilton, G. G. 1996. Asian business networks. *Vol. 64: Walter de Gruyter.*
- Hamilton, G. G., and C.-S. Kao. 1990. The institutional foundations of Chinese business in the family firm in Taiwan: Institute of Governmental Affairs, University of California, Davis, Research Program in East Asian Business and Development.
- Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach. 2001. Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature: National Bureau of Economic Research.
- Hillier, D., and P. McColgan. 2001. Insider ownership and corporate value: An empirical test from the United Kingdom corporate sector. *Paper read at Financial Management Association (FMA) Meeting, Paris.*
- Huson, M. R., P. H. Malatesta, and R. Parrino. 2004. Managerial succession and firm performance. *Journal of financial Economics* 74 (2):237-275.

- Huson, M. R., R. Parrino, and L. T. Starks. 2001. Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective. *The journal of finance* 56 (6):2265-2297.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial Economics* 3 (4):305-360.
- 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 (1-3):151-174.
- Kansikas, J., and T. Kuhmonen. 2008. Family business succession: Evolutionary economics approach. *Journal of Enterprising Culture* 16 (03):279-298.
- Kesner, I. F., and T. C. Sebor. 1994. Executive succession: Past, present & future. *Journal of management* 20 (2):327-372.
- Lam, K., H. M. Mok, I. Cheung, and H. Yam. 1994. Family groupings on performance of portfolio selection in the Hong Kong stock market. *Journal of banking & finance* 18 (4):725-742.
- Lansberg, I. 1988. The succession conspiracy. *Family Business Review* 1 (2):119-143.
- Larcker, D. F., and B. Tayan. 2012. Sudden Death of a CEO: Are Companies Prepared When Lightning Strikes? Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance No. *CGRP-24*.
- Lee, K. S., G. H. Lim, and W. S. Lim. 2003. Family business succession: Appropriation risk and choice of successor. *Academy of Management Review* 28 (4):657-666.
- Leftwich, R. 1981. Evidence of the impact of mandatory changes in accounting principles on corporate loan agreements. *Journal of Accounting and Economics* 3 (1):3-36.
- Lin, H.-k., and H. Chen. 2012. Family management and firm value: The moderating influence of founder-CEO and outside directorships. *International Research Journal of Finance and Economics* 85:40-54.
- Lindenberg, E. B., and S. A. Ross. 1981. Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of business*:1-32.
- Miller, D., and L. Breton-Miller. 2006. Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities. *Family Business Review* 19 (1):73-87.
- Miller, D., and I. Le Breton-Miller. 2005. *Managing for the long run: Lessons in competitive advantage from great family businesses*. Harvard Business Press.

- Mok, H. M., K. Lam, and I. Cheung. 1992. Family control and return covariation in Hong Kong's common stocks. *Journal of Business Finance & Accounting* 19 (2):277-293.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial Economics* 20:293-315.
- Nelson, R. E. 1989. The strength of strong ties: Social networks and intergroup conflict in organizations. *Academy of Management Journal* 32 (2):377-401.
- Nooteboom, B. 1993. Research note: An analysis of specificity in transaction cost economics. *Organization Studies* 14 (3):443-451.
- Porta, R. L., F. Lopez-deSilanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1999. Investor protection: origins, consequences, and reform: National Bureau of Economic Research.
- Salas, J. M. 2010. Entrenchment, governance, and the stock price reaction to sudden executive deaths. *Journal of banking & finance* 34 (3):656-666.
- Schulze, W. S., M. H. Lubatkin, R. N. Dino, and A. K. Buchholtz. 2001. Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization science* 12 (2):99-116.
- Sharma, P., J. J. Chrisman, and J. H. Chua. 2003. Succession planning as planned behavior: Some empirical results. *Family Business Review* 16 (1):1-15.
- Short, H., and K. Keasey. 1999. Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK. *Journal of corporate finance* 5 (1):79-101.
- Suchard, J.-A., M. Singh, and R. Barr. 2001. *The market effects of CEO turnover in Australian firms. Pacific-Basin Finance Journal* 9 (1):1-27.
- Tsui, A. S., and J.-L. L. Farh. 1997. Where guanxi matters relational demography and guanxi in the Chinese context. *Work and Occupations* 24 (1):56-79.
- Ward, J. L. 2011. Keeping the family business healthy: How to plan for continuing growth, profitability, and family leadership: Palgrave Macmillan.
- Warner, J. B., R. L. Watts, and K. H. Wruck. 1988. *Stock prices and top management changes. Journal of financial Economics* 20:461-492.
- Weidenbaum, M. 1996. The Chinese family business enterprise. *California Management Review* 38 (4):141-156.
- Wong, S.-l. 1985. The Chinese family firm: A model. *British Journal of Sociology*:58-72.
- 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.
- Yang, K. 1993. Chinese social orientation: An integrative analysis, in psychotherapy for the Chinese. *Paper read at Selected Papers from the First International*

Conference. Hong Kong: The Chinese University of Hong Kong.

