

東海大學會計學系碩士班

碩士論文

創始企業之 CEO 接班與企業績效

— 所有權與經營權策略佈局的考量

CEO Succession of Founding Firm and Performance

-The Strategy of Ownership and Management

指導教授：林秀鳳 博士

研究生：謝孟純 撰

中華民國一〇四年七月

創始企業之 CEO 接班與企業績效

—所有權與經營權策略佈局的考量

指導老師：林秀鳳 博士
研究生：謝孟純
學號：G02430115

摘要

隨著創辦人年紀漸增，創始企業逐漸面臨接班的問題，為了維繫企業永續經營，如何規劃並順利完成接班成了相當迫切的議題。過去研究多針對單一企業深入探討接班過程與結果，有別於此，本研究從創辦人的角度，歸納出多數企業在面臨接班時，將如何透過股權結構改變，以及人力資源調度，營造權力與資源傳承的氛圍，替後續接班奠定良好基石。

本研究以 1990 年至 2010 年間台灣上市上櫃創始企業中，經歷 CEO 接班之企業為研究樣本，研究期間為接班時點之前後各 3 年，共計 6 年時間。採用水準模型(level model)檢測跨公司間的接班佈局對接班後的企業績效之影響；以及變動模型(change model)分析年度間各企業趨勢變化的影響。

研究結果發現，接班人持股比率越高，接班後的企業績效越好，且越接近接班時點，提高持股的效果越為明顯，對績效的影響具有持續性。但提高核心經理人持股率則不利於接班後的企業績效，此負向關係在接班後依舊存在。再者，接班人具有核心經理人資歷，有益於接班後的企業績效；而接班人兼任董監事越多，接班後的企業績效越低，在接班前一年的效果最明顯，且持續影響接班後的企業績效。最後，企業的核心經理人異動能顯著並持續裨益接班後的企業績效。

關鍵字：創始企業、接班、企業績效、創辦人

CEO Succession of Founding Firm and Performance -The Strategy of Ownership and Management

Advisor : Dr. Hsiu-Feng Lin
Graduate Student : Meng-Chun Hsieh
Student NO : G02430115

Abstract

When the founders are getting old, the founding firms face the problem of succession gradually. To maintain business constantly, how to plan and complete the succession became immediate issues. Previous studies focus on succession's process and results with a single corporate. Is different from the past, this study summarized the majority of firms in the face of succession through the founder's perspective. The founding firm should change ownership structural and human resource to lay the foundation for the subsequent succession.

Samples are selected from listed companies which had been CEO succession in Taiwan during 1990 to 2010. The period of research is each three years in the succession before and after. This study used the level model to observe that cross-company succession arrangement effects on the performance of firm after succession. In addition, the change model analyzes the impact of performance by each year.

The empirical results show that Successors get more shares, which has positively effects on the performance of firm after succession. However, manager's ownership has negative effect on the performance of firm after succession. When successors had been managers, firm performance after succession will be better. The performance of firm after succession will be poor with successor's director interlock frequency. Finally, manager's change has positively effects on the performance of firm after the succession.

Key Words : Founding Firm 、 Succession 、 Performance 、 Founder

誌謝

兩年的研究生涯中，得之於人者很多，對於人生也有更多的體悟。身為一位碩士生，最重要的是跟著指導教授學習並完成一篇學術研究，一開始對於這樣的任務覺得徬徨焦慮，但我很幸運也很感謝，我的指導教授秀鳳老師，總是循循善誘而且不厭其煩地，為我們的論文打下良好的基礎。要完成一篇著作確實很不容易，思慮需要周詳、文筆需要琢磨，而老師永遠是一盞明燈，在我們泉思枯竭之時，照亮一條筆直的道路。

三個臭皮匠勝過一個諸葛亮，在我們班上完美地體現了這句話，雖然同學們個性迥異，但同在一間研究室中卻無私地分享各種事物，互相學習並一起解決問題。這是我之前從未有過的經歷，現在回想起這兩年種種，如同一部青春斑斕的微電影，歡笑與淚水交織。主角們：最愛三胞胎明欣、百搭牧得、追車彥中、軟骨特務呂雅雯、美食家施雅雯、肌肉哥信志、十元怡菱、同門的行動派志隆與悶騷士程、早安子恆、齊瀏海琬欣、偶像派敬安、班代緒薇、穩重承霖、害羞均怡、心直口快芝君、美女禹岑及樂天郁婷，很慶幸能與你們相遇相惜，在人生的此刻留下我們學涯的最佳劇本，我相信多年後再次放映，依舊是令人會心一笑的記憶。

在東海大學，除了感受到校園幅員遼闊，樹木鬱鬱蒼蒼，每天都要經過那一片竹林來到系館之外，更令我感動的，是會計系的老師們對於學生的關懷，感謝曾經教導過我們的老師，在研究及做人處事上傾囊相授，毫無保留地栽培我們，如同再生父母般叮嚀囑咐，期盼我們有更美好的未來。

最後，感謝我的父母，雖然我已蹉跎不少時間，但仍然給我無憂的後盾順利完成研究所的學業，再辛苦再忙碌，回到家總是有一聲溫暖問候，給我繼續前進的動力。以及身邊的朋友們，謝謝你們在我心情煩躁時，傾聽我的煩惱、給我打氣。更謝謝口委教授們的寶貴意見，點出自身的思考盲點，讓我的論文能夠更加完整成熟。這兩年間要感謝的人事物太多，溢於言表，此番心情我將銘記在心，在未來的路上，時刻提醒自己莫忘初衷，樂觀前進。

謝孟純 謹致
中華民國一〇四年七月

目錄

| | |
|-------------------------|-----------|
| 中文摘要 | I |
| 英文摘要 | II |
| 誌謝 | III |
| 目錄 | IV |
| 圖目錄 | V |
| 表目錄 | VI |
| 第壹章緒論 | 1 |
| 第一節 研究背景與動機 | 1 |
| 第二節 研究目的 | 4 |
| 第三節 研究架構 | 5 |
| 第貳章文獻探討 | 7 |
| 第一節 代理理論 | 7 |
| 第二節 家族企業接班 | 11 |
| 第三節 CEO 異動與企業績效 | 13 |
| 第參章研究設計 | 15 |
| 第一節 研究假說 | 15 |
| 第二節 變數衡量與實證模型 | 20 |
| 第三節 研究期間與樣本選取 | 26 |
| 第肆章 實證結果分析 | 27 |
| 第一節 敘述性統計 | 27 |
| 第二節 迴歸結果分析 | 30 |
| 第三節 額外測試 | 36 |
| 第四節 敏感性測試 | 38 |
| 第伍章 結論與建議 | 47 |
| 第一節 研究結論 | 47 |
| 第二節 管理意涵與研究貢獻 | 48 |
| 第三節 研究限制與建議 | 49 |
| 參考文獻 | 50 |

圖目錄

| | |
|---------------------|----|
| 圖 1-1 論文研究架構圖 | 6 |
| 圖 3-1 觀念性架構圖 | 19 |
| 圖 3-2 接班期間示意圖 | 23 |



表目錄

| | |
|---|----|
| 表 3-1 變數定義彙總表..... | 25 |
| 表 4-1 各變數之敘述性統計量..... | 28 |
| 表 4-2 相關係數矩陣..... | 29 |
| 表 4-3 企業績效 ROE 與 TOBIN'S Q 水準模型..... | 32 |
| 表 4-4 接班前各年之企業績效變動模型..... | 34 |
| 表 4-5 接班後三年間之企業績效(ROE)變動模型..... | 37 |
| 表 4-6 敏感性測試之一 LEVEL MODEL (極端值處理)..... | 39 |
| 表 4-7 敏感性測試之一 CHANGE MODEL (極端值處理)..... | 40 |
| 表 4-8 敏感性測試之二 CHANGE MODEL (接班前一年佈局)..... | 42 |
| 表 4-9 敏感性測試之三 LEVEL MODEL(企業績效為 ROA)..... | 43 |
| 表 4-10 敏感性測試之三 CHANGE MODEL(企業績效為 ROA)..... | 44 |
| 表 4-11 敏感性測試之四 CHANGE MODEL(控制前期企業績效)..... | 46 |



第壹章緒論

第一節 研究背景與動機

本研究主要探討台灣上市上櫃公司中，創始企業面臨接班的過程如何影響其企業績效，並從代理理論的角度，比較所有權及經營權兩方面的策略佈局。

台灣在二戰後掀起一陣創業風潮，以一己之力創建公司的人不在少數，在組織或是企業成立時出錢出力，將公司視為子女般培養並掌握關鍵控制權的企業創辦人，隨著企業成長影響力也逐漸擴大，形成以創辦人風格為首的獨特企業體系，在本研究稱之為創始企業，例如：鴻海集團、長榮集團及台積電企業等等。

然而時間流逝，當時的第一代創辦人，目前也已屆退休之齡，即將面臨後續接班的問題。根據天下雜誌(2012)關於集團方面的研究數據顯示，截至2012年底，有六成的集團接班狀態不明，僅有兩成的集團已點名接班人選；而集團領導人未滿60歲之無急迫接班企業，則從2009年的12家減少為5家，顯見企業接班的重要性已浮上檯面。如何規劃完善的接班計畫，順利完成第二代、甚至是第三代的接棒，並同時維護企業價值，達成企業的永續發展，是現階段多數創始企業的重要任務，亦是各界持續關注的焦點。

當創始企業面臨接班時，為使企業核心權力能順利移轉並維繫良好的企業績效，創辦人適度調整企業組織結構是其關鍵因素(Lansberg 1988)。對企業體而言，領導人與高階經理團隊具有決策權及影響力，亦能左右企業績效(Daily and Dalton 1992; Hambrick and Finkelstein 1987)。因此有關於創辦人如何佈局接班，將會是決定接班計劃順利與否之關鍵。

接班，可以解釋為上一個世代交接給下一個世代的經過，其中包括了權力與資源、甚至是人際關係的移轉，繼承此職位的接班人將移轉的過程內化成為自身的權力基礎，繼續維持企業的運作。根據企業準備的程度及組織規模的不同，所需要的接班時間長短也會不一樣。而企業為了有效率地將管理與控制權移轉至接班人，常需擬定完整的接班計畫，包括從接班人的選擇、領導能力的培養，到整合企業資源的過程。

以家族企業而言，企業資源多掌握在家族成員手中，為了維持企業的發展，接班人的選擇會以成員為主，可確保資源由信任的成員傳承下去(Lee, Lim and Lim 2003)。家族接班人在各個階段中也會有不同的角色鑲嵌效果，藉由經驗的累積以及家族成員之間因血緣關係而建立社會網絡(social network)，而取得管理企業的核心權力 (鍾喜梅、林佳慧 2009)。

但根據美國家族企業傳承的研究指出，只有30%的家族企業能夠順利地移轉至第二代，之後再傳給第三代成功的則不到一半(Birley 1986)。為解決繼任不易的困境，西方多採用引進專業經理人的接班方式，進行制度化的管理；而家族企業的成員則握有多數股份，並不積極參與管理，此舉可維持企業的發展，但也可能產生代理問題。

相較於西方，華人傳統的父承子的接班模式是組織或企業延續的手段。為延續企業家族化之經營模式，在子女年幼之時，便會以接班準備的考量之下，選擇相關的教育及培養專長；進入企業之時，利用薪酬的方式、對公司的影響力及教育訓練或輪調的方式逐漸培養出業主理想接班人的雛形(虞邦祥、林月雲與張小鳳 2009)。中信集團創辦人辜濂松為培養子女獨立自主的性格，將三名子女送往國外留學，歸國後便接管企業旗下各事業體，學習經營相關課題，即為典型的家族企業接班。

相關文獻多採個案或質性研究，議題主要為接班人選的計畫分析及對企業的影響等。例如吳建明與連雅慧(2012)採個案研究，討論家族企業接班時，因兩代間經營立場不同的衝突，會影響家族企業未來的經營走向。虞邦祥等(2009)的質性研究中，創辦人不同的企業結構認知，會有相異的接班模式，以家族為重之企業較偏向家族成員接班。就研究方法上，個案或質性研究雖然利於刻畫觀察個體之互動心理層面，但使用大樣本進行檔案資料(archival data)實證分析具有補強對總體現象瞭解的優點。再者，過去研究之設計係針對不同類型接班人之效果進行檢視，然企業接班實際上極可能因接班人類型之不同而進行策略性之規劃，影響後續接班人之績效表現。相關文獻未能探究接班時企業狀態之差異將使得單純比較不同類型接班人績效良窳之研究模式有所不足，本文即以量化資料，系統性的觀察企業接班前後組織結構與績效之關係為研究主軸。

根據家族企業相關文獻，CEO¹為企業創辦人或其後代，對企業價值的影響並不相同。創辦人常扮演精神領袖的角色，不但具備真知灼見，也為其公司帶來創新和提高價值的專門智識或技能，易獲得認同、凝聚向心力，創始企業有較好的市場績效(Anderson and Reeb 2003)，創辦人集結之社會資本往往是維繫企業發展茁壯的重要因素(鍾喜梅、葉家豪 2010)。不過，CEO 一個人顯然不易應付企業經營的千頭萬緒，複雜環境變遷、資訊的快速流動，均非領導者所能獨自處理，領導者通常有一群高階同僚協助，擬定經營決策、思考經營方向，並且策動與執行具體行動方案，高階管理團隊同為攸關組織產出的決定因素(Hambrick and Finkelstein 1987)。

考量對於企業體而言，當內部核心權利移轉時，相關人事的變動與結構的調整，對企業績效，甚至是未來的發展脈動至為關鍵。經年歷練的創辦人，其所累積相當的社會資本在接班的過程中，可否藉由調度核心人力資源改變企業組織結構的方式，營造傳承氛圍，甚或利於此類無形資產順利之移轉，而裨益接班後的企業績效，不論從企業經營角度或人力資源管理角度，應是一個重要且亟待瞭解的課題，

另一方面，創設者多視其公司為傳承的資產，而非是供其消費一生的財富(Villalonga and Amit 2006)，創辦人相對於繼任者存在較小之代理問題，但隨著創辦人卸下 CEO 職務，創始企業之接班將使代理問題轉趨明顯。有鑒於管理者持股亦可視為一種緩和代理問題的機制，利益收斂假說(convergence of interest hypothesis)即認為管理者持股愈多，與其他利害關係人(外部股東及債權人)的利益愈趨一致，公司價值將愈高(Jensen and Meckling 1976)。創始企業之接班，繼任者及高階經理人之持股是否亦為影響接班後績效表現，實有賴相關研究進一步的檢視與分析。

本研究以創始企業接班為探討主題，整合代理理論(Jensen and Meckling 1976)以及策略性人力資源管理觀點(Devanna, Tichy and Fombrun 1984)，從現代企業多為所有權及經營權分離的角度(Berle and Means 1932)，針對股權結構與經營管理人力結構，檢視企業創辦人與繼任者之間移轉的樣本族群特性。

¹ 本研究所稱 CEO(Chief Executive Officer)，指管理團隊之最高領導人，其職稱因公司而異，一般稱為總經理、總裁或執行長。

第二節 研究目的

本研究有別於過去只著重於家族企業的接班過程及成果，而是觀察台灣多數創始企業面臨接班問題時，創辦人是否會考量所有權與經營權之層面，進行人力資源的變動及持股比例改變等組織結構調整的佈局模式，協助接班人掌握企業的核心權力。

有關企業所有權的經濟誘因方面，本研究檢視企業接班人的持股比例與核心團隊持有股份等股權結構與接班後企業績效之關係，分別為研究目的之第一項與第二項。在經營權方面，本研究在人力資源變動之中的觀察重點包含：企業接班人擔任企業重要管理職務、在所屬企業或是相關企業中具有董監事職位，以及從培養核心團隊的角度，為篩選有利接班的經理人，可能進行的職位調整，並列示於研究目的的第三項、第四項及第五項。整體研究目的如下：

- 一、 創始企業接班人持股是否會對接班後的企業績效有影響。
- 二、 創始企業核心經理人持股是否對接班後的企業績效有影響。
- 三、 創始企業接班人任核心經理人職位是否對接班後企業績效有影響。
- 四、 創始企業接班人兼任董監事是否對接班後的企業績效有影響。
- 五、 創始企業核心經理人的異動是否會影響接班後的企業績效。

第三節 研究架構

本論文之研究架構共分為五章，列示於圖 1-1-1，各章內容摘要說明如下：

第壹章 緒論

說明本論文之研究動機、研究目的及研究架構。

第貳章 文獻探討

本章之文獻探討分為三小節。第一節先是概述代理理論之基本架構，並延伸至本研究之相關概念；其次為家族企業接班之現況；最後一節為 CEO 異動與企業績效之關聯性研究。

第參章 研究設計

本章中建立本研究之假說，依據假說發展各種實證模型及定義各個變數的衡量方法，並說明資料來源與選樣標準。

第肆章 實證結果分析

針對蒐集之實證資料，進行統計分析與檢定，說明本研究假說之實證結果，並加以分析。

第伍章 結論與建議

依據驗證之結果做出結論，說明研究限制，並提出未來研究方向之建議。

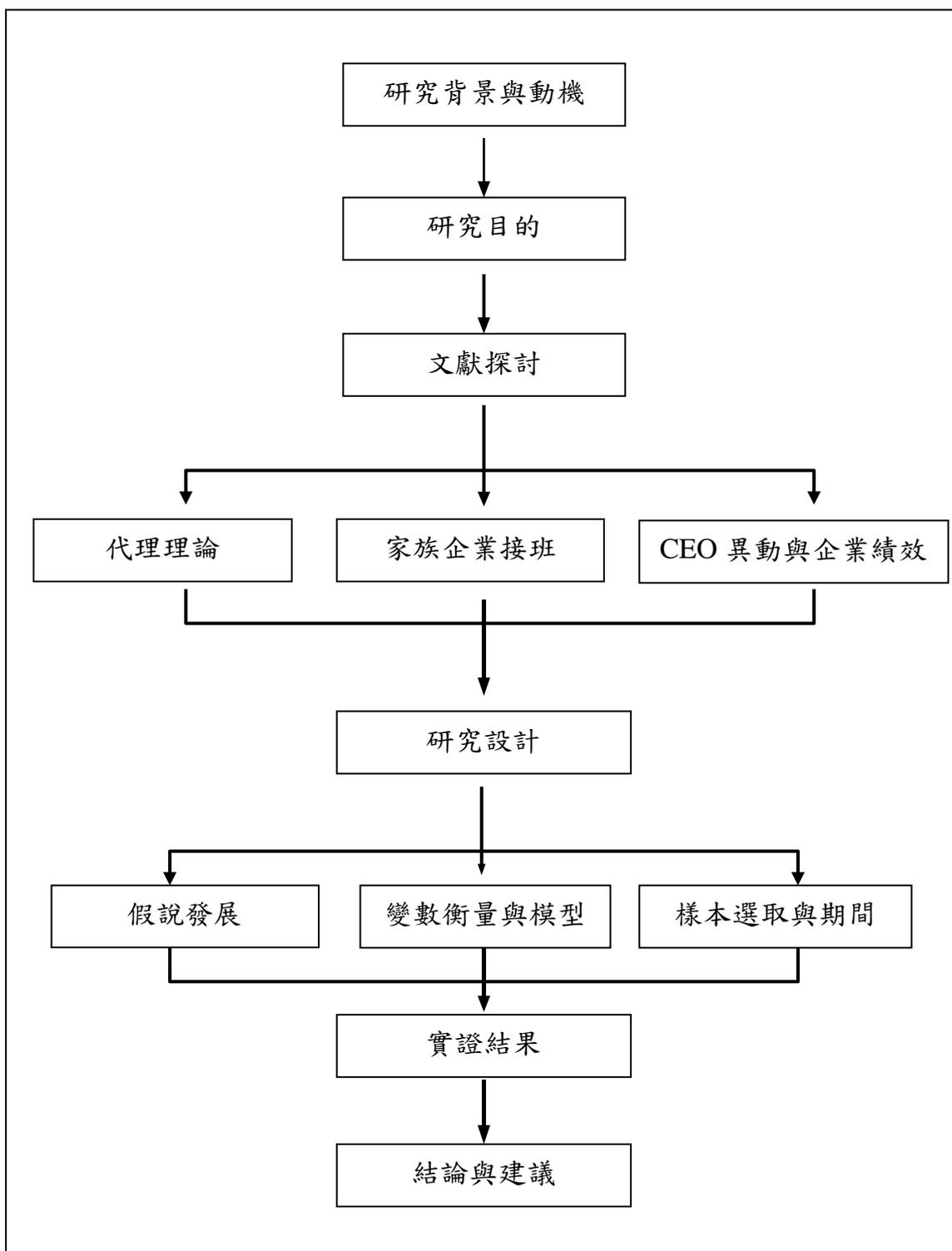


圖 1-1 論文研究架構圖

第貳章文獻探討

第一節 代理理論

Berle and Means(1932) 提出當企業的經營權與所有權分離，股東持股比例逐漸分散，且經理人追求個人利益極大化的影響下，導致企業偏離利潤極大化的營運軌跡。Jensen and Meckling (1976) 進一步討論股東與管理者間目標不一致的現象，發展代理理論(agency theory)的架構。日後也有許多學者針對代理理論與代理問題進行探討並致力於解決方案。

一、所有權與經營權分離

隨著社會變遷、經濟環境日趨複雜，原本以自有資金營運為主的企業體已無法維持良好的運作，當企業的組織規模逐漸擴大，所需的資金與資源也越多，發行股份便是其中一種資金籌措來源。股東雖然是企業的所有權者，有控制公司的權力，但為了取得企業所需的資金，大量發行股份導致股東權力分散的結果。為此降低所有權分散所產生決策上的困境，企業需借助專業人才參與管理經營，代替股東達成企業目標。如此一來，股東與管理階層間便存在著代理關係。

根據 Jensen and Meckling (1976)代理理論，意指企業主理人(股東)，雇用並授與代理人(管理階層)行使企業之經營權，並以契約方式維繫彼此的關係。由於各關係人間的利益不一致，股東與管理階層之間存在著資訊不對稱，管理階層將會有自利動機，促使管理階層從事以公司資源所進行的特權消費，或是工作怠惰、迴避風險的自利行為，追求個人利益極大化，從而損及股東及企業的整體利益(Fama and Jensen 1983)，產生代理問題。

管理階層為取得個人財富最大，股東為確保自身的利益不受侵蝕，隨之而來的代理成本皆會降低企業利潤，如何在股東與管理階層間取得各自利益的平衡，長久以來，一直是學界反覆探討的主題。

二、股權結構與權益代理問題

代理問題又可分為權益代理問題與負債代理問題，前者主要是股東與管理階層間因資訊不對稱及利益不一致所引起的代理問題；負債代理問題係指債權人與股東、債權人與管理階層間因資金運用所導致的利益侵害之問題。本研究主要針對權益代理問題作探討，故以股權結構之角度切入代理理論。

由於所有權與經營權分離，管理階層無需承擔決策失敗的損失，也因為持股比例低於百分百，無法享受企業營運所帶來的全部利得。因此，管理階層透過在職消費取得額外的補貼，此舉卻傷害公司價值(Jensen and Meckling 1976)。管理階層也會為了鞏固自身地位，成為風險趨避者，選擇短期獲利的方案，拒絕對企業長期有力的決策。甚至利用與外部投資者間的資訊不對稱，進而剝削外部投資者之財富，導致企業績效降低。

為解決股東與管理階層之間的代理問題，降低管理階層的自利誘因為主要的改善方法，透過股權結構的調整，提高管理階層的持股比例，當管理階層身分也是股東時，能使其發覺特權消費的成本大於私有利益，理性減少侵害股東利益之行為，從而提高企業價值(Jensen and Meckling 1976; Agrawal and Mandelker 1987)。

根據利益收斂假說(convergence of interest hypothesis)，管理階層持股比例較高時，自行承擔因自我怠惰及額外補貼造成企業價值降低之損失的比例也較高，其行為會趨向與股東利益一致，企業績效也會越好(Oswald and Jahera 1991)。Agrawal and Mandelker (1990)亦提出積極監督假說，當大股東的持股比率越高，越有誘因去監督管理階層，降低代理問題。

然而根據 Jensen and Ruback (1983)提出的利益掠奪假說(entrenchment hypothesis)，管理階層持股高過一定比例時，考量個人職位安全性，管理階層會採取反接管行為(anti-takeover behavior)，例如否決對股東有利之合併案、阻礙企業的股權收購等，傷害公司價值。大股東也會藉由掌握公司決策，增加自身財富及產生剝削小股東之掠奪行為(Morck, Shleifer and Vishny 1988; Fan and Wong 2002)。

此外，Morck et al. (1988)、王元章與張椿柏(2011)指出，管理階層持股比率

介於 0~5% 時，與企業價值為正相關，符合利益收斂假說；當持股介於 5%~25% 時，為負相關，與利益掠奪假說一致；但持股比大於 25% 時，兩者又呈現正相關，並非為一線性關係。綜合上述，關於管理階層持股比例的高低對企業的影響，學界的看法並不一致。

三、核心代理問題與董事會

Jensen and Meckling (1976) 所提出的代理理論，強調的是企業所有權與經營權分離的情形下，管理階層追求個人利益極大而傷害股東權益的代理問題。但近年來的研究發現，有不少的企業存在股權集中的現象，由少數股東控制多數股權，經營權與所有權並未分離。La Porta and Shleifer (1999) 亦針對 27 個經濟體做研究，以追索最終控制權的方式，發現這些經濟體中的上市公司皆存在惟一控制股東。

Claessens, Djankov and Lang (2000) 進一步發現，許多上市公司的控制股東會採取交叉持股、金字塔結構及互為董事等方式，間接取得其他企業的投票權，達到控制企業的目的。林明謙(2001)以台灣上市公司為樣本，研究其股權結構，結果顯示家族控制型態為大宗，其中三分之二企業由單一控制股東掌控，且控制股東多以交叉持股、參與管理等方式取得企業控制權。

當控制股東的持股比率能控制企業決策方向時，代理問題即由所有權與經營權之間的權益代理問題轉變成大股東與小股東之間的核心代理問題。當控制股東擁有的控制權(control right)偏離現金流量請求權(cash flow right)，代表控制股東主導企業決策，但不需承擔相對之風險，因此控制股東的決策可能會侵害其他股東的權益，產生核心代理問題(王元章、張椿柏 2012)。為防止管理階層或是控制股東與小股東之間的代理問題，建立有效的內部監督機制是多數企業採取的一種方法，以董事會為軸心，擔任監督管理階層的任務，使其行為與股東目標趨於一致(Daily and Dalton 1992)。

Fama and Jensen (1983) 提到，董事會能否有效解決代理問題取決於董事會結構。董事會可劃分為內部董事及外部董事，內部董事擁有較多的企業資訊，較能直接監督管理階層之行為決策，但也可能與管理階層產生不當勾結，降低企業價值；外部董事獨立性較內部董事為高，能發揮降低代理問題之功效，另外，不具股份的獨立董事，其超然之獨立性更能監督管理階層。

而董事會的獨立性，也會因為成員擔任企業經營要職而影響監督有效性，如董事長兼任總經理，會導致企業權責劃分不易及內控功能欠佳，對於企業績效會有負向的影響(Dahya, Lonie and Power 1996)。而董事長兼任總經理之CEO 雙重性(CEO duality)之情形在家族企業最為常見 (Yeh, Lee and Woitdtk 2001)，因擁有多數不可分的股權，家族企業掌控企業的監督與經營兩個面向，當家族持股比例較高時，即使職位具雙重性，家族成員為追求永續經營的效果，會有誘因監督總經理以提高公司長期績效表現(李馨蘋、呂奇潔 2012)。

也有學者認為，企業在不同的生命週期，會有不同的效果產生。在成長期的企業，董事長兼任總經理所引起的自利行為，會被其責任感與成就感抵銷，更有動機提升公司績效；但在成熟期及衰退期的公司，董事會的自主性及獨立判斷的空間減少，導致董事會失去應有的中立立場，無法有效解決代理問題，對其公司績效不利 (劉若蘭、許永聲與劉力維 2014)。

在代理理論的基礎下，本研究探討創始企業接班時，接班人及副總經理以上之核心經理人在企業組織結構之改變，將如何影響其接班後企業績效。考量創始企業的特性，創辦人從無到有建立一家企業，掌握多數之權力，重視經年累月堆砌的企業聲譽及文化為寶貴資產，不輕易做出損害企業價值之決策，因此，為了提升企業績效並有效降低代理問題，創辦人傾向持有較高比例的股權 (Jayaraman, Khorana, Nelling and Covin 2000)，企業結構多屬股權集中型態，且常有總經理兼任董事長之雙重性情況發生。創辦人通常追求永續經營的理念，並積極監督管理階層，使其與股東利益一致進而達成理想企業績效，與利益收斂假說較為相符。

第二節 家族企業接班

所謂的接班，可以解釋為上一個世代交接給下一個世代的經過，包括權力與資源、甚至是人際關係的移轉，繼承此職位的接班人將移轉的過程內化成為自身的權力基礎，繼續維持企業的運作(Lansberg 1988)。因此，現任領導者與即將繼承的接班人即為傳承是否成功的關鍵因素。若現任領導者能根據企業創造良好的接班環境，而接班人也已為此做好相關之訓練準備，能承擔企業的責任，便能使此接班時所產生的風險及衝突降低，進而為企業帶來新的觀點。

葉銀華(1999)指出，台灣上市公司普遍存在家族控制的型態，家族企業的特性為控制股東掌控企業大部份之股權，並同時擔任企業中的重要職務，企業的獲利與聲譽價值與家族成員的利得及發展息息相關。根據美國家族企業傳承的研究指出，只有30%的家族企業能夠順利地移轉至第二代，之後再傳給第三代成功的則不到一半(Birley 1986)。相較於美國，家族企業對於台灣經濟有更重要的影響，華人傳統的父承子的接班模式是組織或企業延續的手段(Lee et al. 2003)。因此，面臨企業接班時，培養合適的家族成員成為企業接班人之計畫，便顯得重要。

虞邦祥等(2009)以質性研究的方式，探討華人家族企業的接班如何造成組織策略的傳承或變革。結果顯示，第一代業主傾向子代繼承，利用薪酬的方式、對公司的影響力及教育訓練或輪調的方式逐漸培養出業主理想接班人的雛形。另外，比較集團企業間的接班模式與業主的價值觀和世代差異有相關。當第一代不希望由內部接班時，就會轉而讓專業經理人擔任，並且防止家族勢力介入；反之，世代差異越小，內部接班的可能性越大。進一步比較東西方的差異，西方多採用董事會或人事上調度的接班模式，有一定的任期及評估期間，若不適任則取代性很高，故相關的利害關係人會以觀望或試探的態度看待接班者；前任者的經營歷練也不易被接班人重視。但華人家族企業中的接班名單早已讓企業內部瞭解且接受，故權力與經驗的移轉會較全面與順利。

吳建明與連雅慧(2012)藉由個案剖析，揭露家族企業如何透過「接班」、「組織變革」，使公司在夕陽產業環境中，逆轉具有商機的新創企業之過程。台灣企業多數為家族企業型態，這些特性使其無可避免「世代交替的必然性」與「因應環境壓力促發變革的必要性」。其中兩代之間懸殊的成長背景與經驗、產業情境劇烈變遷、競爭者眾等特徵，讓企業的接班歷程更添變革壓力，也常衍生「組織變革」的發生，進而對公司現有班底與組織能力產生衝擊，使組織內部

質變。兩代之間的經營理念衝突，以及組織變革的選擇問題將會成為企業發展的阻礙。如何轉化衝突並尋求解決之道，是為一重要議題。

楊朝景(2010)主要在探討CEO繼承與對興業績效之影響，並加入CEO個人特殊資產作為干擾，進一步探討CEO個人特殊資產對家族與非家族繼承CEO與興業績效間的關係之影響。非家族的繼任CEO具有創業家的精神，對於風險承擔的能力較高，較願意從事興業以追求企業成長。另外CEO的特殊資本越高，代表教育程度高及經驗較豐富，當公司進行興業時制定決策與判斷情勢的能力也越強。

華人傳統的嫡系旁系之分在家族集團中，仍具有決定性的因素。企業接班人面對接班競爭時，彼此的血緣關係與系出何門將會影響取得接班資源與權力的差異。鍾喜梅與林佳慧(2009)透過台塑集團與大同企業的接班過程，分析50位第二代家族成員且逾二十年間的配對資料，探討接班候選人之間的角色鑲嵌特徵。結果發現，候選人的年齡與系出哪位母親的垂直連結，以及候選人間的水平關係，都會影響彼此取得權力與資源的多寡。候選人的年齡差距越大，取得資源的差距則越大，因年長的接班人一般會先進入公司任職，可以率先掌握較多的資源。此外，同屬嫡系在社會地位較具正當性，取得的資源會多過於旁系。若候選人具備姻親關係，則資源的差距會縮小；但關係為堂兄弟時，資源的差距會加大。

Ambrose(1983)以問卷調查 174 間家族企業，70%的家族企業只願意由子女接班，但隨著教育程度逐漸提高，外在環境能提供的就業選擇也變多，促使家族成員的接班意願降低，對於家族的義務及使命感也日漸薄弱，最終導致企業繼承失敗。但 Laband and Lentz (1990)的研究指出，在美國有 52.2%的自營商皆承襲於父母，子女從小便受到父母行業的影響，對於生產技術、管理方法及人脈的累積，都來自父母的傳承，因此若願意接手父母的事業，將會是利往後發展的選擇。

許多企業選擇接班人時，並不只針對長子作規劃。主要考量還是以能力、教育程度及對企業的使命感。西方企業在進行接班計劃時即引進專業經理人，導入制度化的管理，同時評估家族成員接班的適任性，若無法勝任接班計劃時，便減少經營比重改持有多數股份的型態。參考國內外文獻，無論是由家族成員接班或是引入專業經理人，現任領導者的考量與接班人具備的能力是為關鍵要素，本研究將探討接班過程中的安排，是否能有效影響接班後的企業績效。

第三節 CEO 異動與企業績效

世代交替的年代，經濟體制與社會背景急遽變化，內外環境競爭之激烈，面對這樣的考驗，企業組織的變革關係著存亡。當企業進行接班計劃之時，決定合適的高階經理人領導企業決策，是一個重要的關鍵因素，並連繫著企業的發展與維持。

從公司治理的角度，高階經理人的職位異動，特別是公司經營之最高領導者 CEO 異動與企業績效及經營環境息息相關。Denis and Denis (1995)以事件研究法發現，當企業績效顯著下降時，將會造成 CEO 的異動發生。為了改善企業績效與經營的效率，異動高階經理人是其一重要手段。Clayton, Hartzell and Rosenberg (2005)也認為 CEO 的異動對於企業是項重大事件，對其未來的營運方向及獲利能力都有程度之影響。

而CEO異動的動機原因及企業組織型態之差異，會使異動後的企業績效產生不一樣的結果。先前的文獻將異動的原因分為自願性與強迫性異動，晉升、轉任他職及屆齡退休都視為自願性異動(Farrell and Whidbee 2003)；強迫性異動則是因企業政策離職或遭到董事會撤換。國內的企業的CEO異動是為強制性之揭露，與國外自願性揭露不同，一旦更換CEO就必須公告於投資大眾，但對於更換原因是否說明並無特別要求。公司揭露CEO異動的宣告具資訊內涵，投資者對其有程度不一的股價反應，強迫性的異動會為企業帶來顯著負向的股價反應(王曉雯、吳明政 2011)；反之，CEO自願性的異動，投資者會給予正面的股價反應。

企業組織型態方面，相關文獻則比較家族企業與非家族企業的 CEO 異動之頻率及異動前後績效的表現。在家族企業若由家族成員擔任 CEO，具有較長之任期且異動頻率較低，即使績效不佳也不會輕易更換 CEO(Liu 2007)。張力等人(2010)也指出，在家族企業中的非家族成員 CEO，多半是董事會所信任的人才，因此即使是非家族成員 CEO，延展其任期亦為相當普遍的現象。林穎芬、洪晨桓及陳羽甄(2011)研究發現，家族企業 CEO 的替換並不會對公司經營績效帶來顯著的改變，主要原因可能是家族企業的人事安排帶有濃厚的血緣關係特色，不易以個人績效為衡量標準，使家族成員居多的董事會無法發揮監督的機制，甚至讓不適任的高階主管損及公司整體利益(Dyer 2006)。且家族掌控的董事會擁有企業的決策權與人事的裁量權，實際掌握企業營運，亦可能限制 CEO 最適策略之制定

反觀非家族企業的 CEO 替換的頻率較高，顯示非家族企業會以更換 CEO 作為改善企業績效之方法(Lausten 2002)。非家族控制企業，其董事會監督力量與獨立性較高，關於高階主管的聘任問題上，也會有較為公正客觀的決策。當獎酬績效無法使高階主管與公司整體利益一致時，董事會則採取強迫高階主管替換的方式，讓適任的人選重新領導公司團隊，改善公司經營績效。因此，企業在 CEO 替換後的經營績效上，非家族企業的改善效果也比家族企業顯著。

CEO 異動後的企業績效，根據過去文獻又可分為三種結論：常識理論 (common sense theory)、代罪羔羊理論 (ritual-scapegoating theory) 及惡性循環理論 (vicious cycle theory)。常識理論派學者認為由於前任 CEO 績效不好，董事會便替換更合適的 CEO 接任領導企業，故異動後的企業績效會大幅改善 (Shen and Cannella 2002)。支持代罪羔羊理論的學者認為，CEO 更換與企業績效無關，企業績效不佳是外部因素造成，被撤換的 CEO 只是企業績效不好的代罪羔羊，因此替換後不會改變企業績效 (Zajac 1990)。而惡性循環理論派學者則提出，CEO 替換後會造成內部恐慌，新的作風也可能會傷害組織，企業績效反而變差，導致董事會再次更動 CEO，如此惡性循環 (Suchard, Singh and Barr 2001)。

綜合上述文獻可知，相關研究多著眼於 CEO 異動的狀態及是否任職於家族企業或非家族企業之差異，然而，對於異動後的績效並無一致的定論。除了過去研究提及的成因外，企業接班所導致的 CEO 異動，是否能夠改善企業績效並提高企業的價值，為本研究探討的主題之一。

第參章研究設計

第一節 研究假說

當企業型態為所有權與經營權分離，如何透過治理機制使企業價值極大化是一重要課題。Jensen and Ruback (1983)提出的利益掠奪假說(entrenchment hypothesis)指出管理者持股高過一定比例時，考量個人職位安全性，管理者會採取反接管之行為傷害公司價值。大股東也會藉由掌握公司決策，增加自身財富及產生剝削小股東之掠奪行為(Morck et al. 1988; Fan and Wong 2002)。相反的，Jensen and Meakling (1976)提出的利益收斂假說(convergence of interest hypothesis)則認為提高管理者持股比例，可以降低代理問題，使管理者與利害關係人利益趨於一致，進而提升企業價值。包括經理人在內的管理者持股比率越高，決策越傾向追求股東財富最大化，公司的經營績效也越好(Oswald and Jahera 1991)。因此，對於持股比例的多寡影響企業績效，學界並無一致見解。

為了提升企業績效並降低代理問題，創辦人傾向持有較高比例的股權(Jayaraman et al. 2000)，因此創始企業的結構多屬股權集中型態。不過創辦人一手建立企業，多半重視企業價值與聲譽，應與利益收斂假說較為相符。並且從領導統馭之觀點，當管理者擁有較高的持股比例，便可以行使較多的投票權來影響企業決策。換言之，高持股的管理者意味著掌握決策權，在形式上較容易取得員工信任與依賴(Hill and Shnell 1989)。另外Leland and Pyle(1977)指出當管理者持股較高，會傳遞企業正面資訊給投資大眾，投資人基於管理者持股比例高，企業績效較好的認知而增加投資。

據此，在所有權方面，考量接班時企業狀態不穩定，本研究推論接班人及核心經理人若持股比例較高，權力及利益目標較為一致，此時無論在推動決策方針，或是領導經營團隊，亦或符合投資大眾之期望方面，皆有正向之影響(俞海琴、周本鄂 1994)，從而提高接班後企業績效。綜合上述，本研究發展假說如下：

H1a：創始企業接班人持股比例越高，接班後的企業績效越好。

H1b：創始企業核心經理人持股比例越高，接班後的企業績效越好。

企業接班涉及整體組織改變，新任接班人雖可為企業帶來新的契機，也對現有人員與企業結構帶來衝擊，並且容易因新舊世代之差異而引發衝突(吳建明、連雅慧 2012)。過去研究指出接班人先於企業中任職，累積經營管理經驗，熟習企業營運狀況，可有效預防並降低此類摩擦產生(虞邦祥等 2009；蘇靜怡 2006)。如就職位本身而言，Astley and Sachdeva (1984)認為，位處企業高層所產生的權利責任，能有效取得下屬之順從以利指派任務，對企業績效有正向影響，意味著接班人先於企業核心管理階層擔任重要職位，將有助於接班人領導權力之順利移轉，而增進企業績效。

接班人的績效表現也可能與曾任其他企業重要管理職務之經驗有關。Herrmann and Datta (2002)指出，高階管理者外部導向(如行銷、營運規劃等)的工作經驗對於企業擴張有顯著效果，其背景資歷的高低也會影響對企業控制權之消長。此外，Cohen and Dean (2005)發現投資人對企業之評價與經理人特性有關，並且在資訊不對稱情況下尤為明顯。其論述意味著在接班初期面對之企業經營環境不確定程度較高，接班人若有高階管理職位之經歷，外界會認為其具有管理與經營之能力，處理問題的方法與企業狀態的認知較有全盤性的規劃(Hitt and Tyler 1991)，從而對接班人未來任職的效果評價較高，將有利於交易成本之降低，進而提升企業績效。

因此，在經營權方面，本研究推論接班人若曾擔任企業之核心經理人，藉由經驗的累積與影響經營權力之認知，將可緩和利害關係人的疑慮及不信任感，對內將有助於降低兩代間的衝突，並有效率達成接班資源之傳承，掌握人事脈動取得企業控制權，對外則可降低交易成本，裨益接班後的企業績效。綜合上述，本研究發展假說如下：

H2a：創始企業接班人在接班前曾任核心經理人職位對接班後企業績效有正面影響。

根據資源依賴理論(resource dependence theory)，在多變且複雜的環境下，各別組織皆無法維持單一運作，需依賴環境中的資源並與其他組織互動，取得組織平衡發展的必要元素。實務上，企業間常會有一人同時擔任兩家以上董監事職位之董監連結的情況，藉由個人的相關管理連結，可以為企業獲取外部資訊及建立企業之間的利益關係，增加企業的優勢，同時降低資訊成本(Wu and Leung 2005)。此外，若個人擔任多家企業之董監事，會給予外界決策與經營之經驗豐富的印象，具有聲望效果亦能為企業帶來更多價值(Fama and Jensen 1983; Nicholson et al. 2004)。

相較於擔任非關係企業之董監事，接班人出任關係企業董事多與創辦人的安排有關。華人企業中較重視關係網絡的運作，集團內各分屬關係企業藉由資源共享與經驗傳遞建立一個互相信賴的連結迴圈(李宗榮 2011)。為了能整合各企業間的網絡，Mizruchi (1996)指出集團企業常以交叉持股或互為董事(interlocking directorate)的方式，加強企業內部資訊連結與達到協調控制的目的，提升企業績效。且集團企業接班人除了取得核心企業的關鍵決策權外，掌握集團內不同關係企業的權力基礎也是接班時的重要資源之一(鍾喜梅、林佳慧 2009)，意味著接班人若能擔任關係企業董監事，在接班時較能取得正式的支持。

綜合上述，本研究認為企業接班人在接班前擔任非關係企業之董監事，能擴大企業與外界的互動交流，活絡企業的資訊網並強化企業體間的往來橋梁；而擔任關係企業之董監事，則可以整合集團企業的關係網絡，獲取各關係企業的資源，亦能建立個人經驗及聲望，正向影響接班後的企業績效，因此，發展假說如下：

H2b：創始企業接班人兼任董監事對接班後的企業績效有正面影響。

一個企業之運行不單只靠領導者一人力量，其背後之管理團隊對於企業績效也有舉足輕重之關係。根據 Hambrick and Mason(1984)的高層理論(upper echelons perspective)觀點，年齡與任期等高階管理團隊(top management team)的個人特質與組織結構會影響企業決策及經營績效。由於領導者從事決策判斷需高階經理人協助，因此領導者與其間的互動關係也將影響企業之發展。

在企業面臨接班之際，要如何吸引合適的人才並留住關鍵經理人，也是企業一項挑戰。高階經理人中，跟隨創辦人打拼的老臣若與新任接班人間的经营理念差異較大，常會導致老臣離去，接班人缺少過去經驗的傳承，可能讓接班過程出現經營斷層；亦或是新舊勢力的拉扯，也可能損耗企業績效(林瓊瀛 2013)。

另一方面，企業接班除了傳承過去良好經驗外，亦能為企業帶來新的活血(林美姿、張經義 2005)。為建立接班人的經營團隊以利接班，企業可能從外界招攬優秀人才，或改變舊有的組織結構，導入不一樣的管理思維，打造新任經營團隊在接班後可帶領企業走向另一個境界。

本研究推論創始企業接班時，需考量核心經理人對於企業決策的影響力。無論是舊有的核心經理人去留問題與新任核心經理人在職位上的安排，對於新上任的接班人在推動企業決策，及建立領導形象方面可能會有相輔相成，或是相互衝突的情形。因此，經營團隊的成員異動亦可能影響接班後的企業績效。綜述，發展下列假說：

H3：創始企業核心經理人的異動影響接班後的企業績效。

彙總上列所述，本研究依據假說針對創始企業接班時，關於接班人及核心經理人所有權與經營權之改變，發展本研究之觀念性架構圖，如下所示：

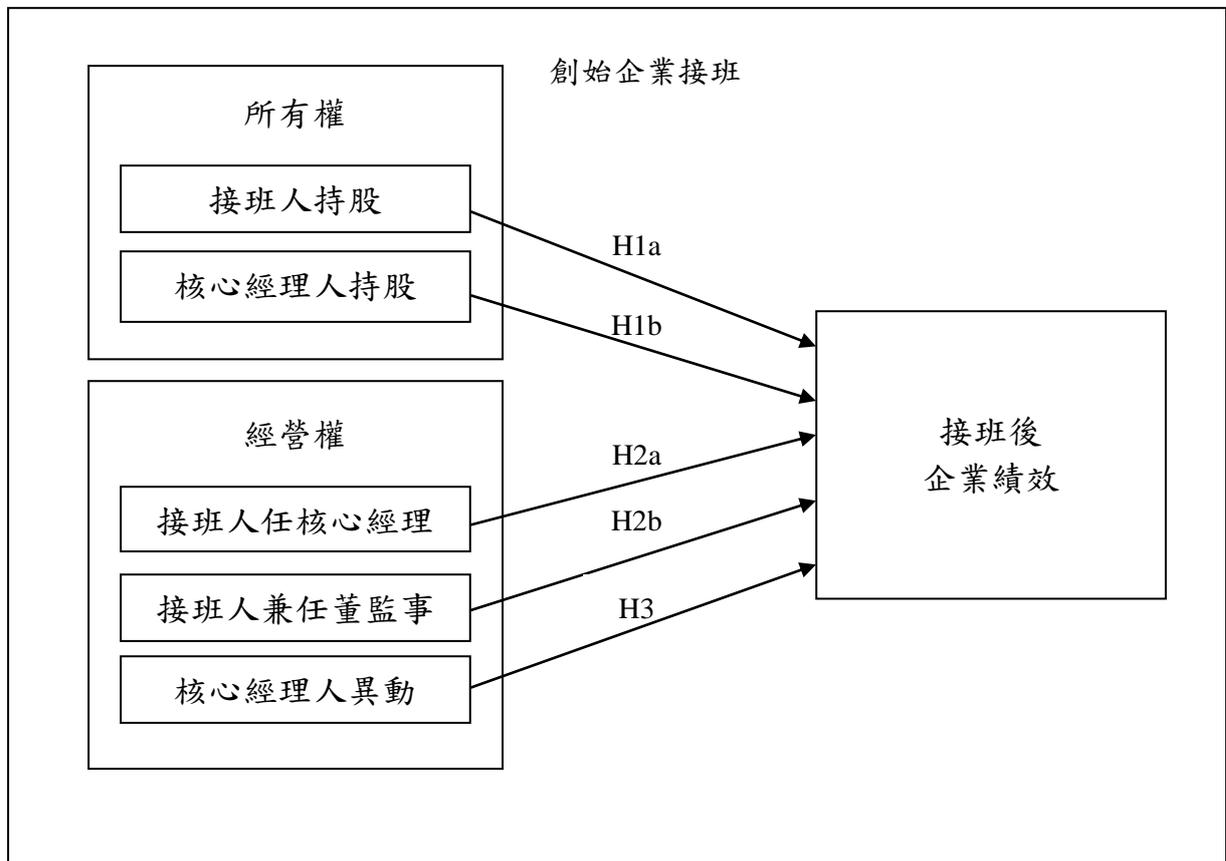


圖 3-1 觀念性架構圖

第二節 變數衡量與實證模型

本研究採用多元迴歸模型，控制其他變數之影響下，探討創始企業接班時所有權與經營權結構改變與企業績效之關聯性，作為驗證假說之基礎，相關變數衡量與實證模型方法敘述如下。

一、變數衡量

1. 依變數

本研究之依變數為企業績效(PERF)，Zantout(1994)將企業績效分為財務績效與非財務績效，考量資料可取得性及績效指標的適當性，本研究採用財務績效衡量企業績效，並區分為會計績效指標與市場績效指標，分別以股東權益報酬率(ROE)及 Tobin's Q 作為企業績效的依據。

(1) 會計績效指標

ROE 能捕捉企業為股東所創造之獲利能力，反映出企業的營運狀況及資本結構。計算方式是以常續性淨利除以平均股東權益量，至於常續性淨利為稅後淨利扣除非常續性利益，而非常續性利益為處分資產損益+資產跌價損失-迴轉利益。公式如下：

$$ROE = \frac{(\text{稅後淨利} - \text{處分資產損益} + \text{資產跌價損失} - \text{迴轉利益})}{\text{平均股東權益}}$$

(2) 市場績效指標

市場績效指標 Tobin's Q 則依循 Lindenberg and Ross(1981)之定義，以市場價值相對於有形資產的重置成本之比率衡量。相對於會計績效指標，Tobin's Q 因納入市場價值之考量，可在市場價值上反映企業無形資產與管理能力，能補充會計績效對此衡量之不足。有鑒於 Tobin's Q 之重置成本難以客觀計算，本研究採用相關文獻(Chung and Pruitt 1994; Habib and Ljungqvist 2005)之簡化作法如下：

$$Tobin's Q = \frac{(\text{普通股市價} + \text{特別股清算價值} + \text{負債帳面價值})}{\text{總資產帳面價值}}$$

2. 實驗變數

相關實驗變數在所有權方面，本研究探討接班人與核心經理人之所有權對接班後績效的影響，分別設置：接班人持股比率(*SOWN*)，為採計接班人持股合計數佔公司年底流通在外普通股股數之比率。核心經理人持股比率(*MOWN*)，本研究以副總經以上職級為核心經理人且將接班人排除在外，據以計算核心經理人持股比率，*MOWN* 計算方式即為副總以上職級之經理人持股合計數佔公司年底流通在外普通股股數之比率。

在經營權方面，本研究聚焦於接班前，接班人在企業之經營管理經驗以及協同接班人之經營團隊人事異動的影響。接班人曾任核心經理人職位(*SMA*)，本研究設置此變數為虛擬變數，曾經擔任者 *SMA* 為 1，否則為 0。接班人擔任董監事職位數合計(*SDIR*)，本研究後續將進一步檢視本公司與關係企業等其他公司之效果差異。至於經營團隊人事異動(*MCH*)，本研究統計於年報揭露之高階經理人在接班前的職位異動。

3. 控制變數

(1) 企業負債比率(*LEV*)

考量企業績效除了營運的效果外，也會受到財務結構的影響，本研究參考相關文獻(Mehran 1995; Tallman and Li 1996)將負債比率納入研究模型之控制變數中，定義企業負債比率(*LEV*)為總負債除以總資產。至於負債比率與企業績效之關係，Myers(1977)認為獲利能力較高的企業，可透過營運產生的保留盈餘來滿足資金需求，不須藉由大量舉債達成。相反的，Berger et al.(1997)認為負債增加可能會使公司破產及管理者喪失工作機會的可能性變高，導致管理者會約束自利行為提升企業績效，因此本研究不預期負債比率的影響方向。

(2) 公司規模(*SIZE*)

當公司規模越大，在其產業中具有一定的影響力與優勢，而規模經濟的效果能在市場中取得較為低廉的成本，增加企業績效與競爭力，本研究控制公司規模之影響，並參考Mehran(1995)及Lu and Beamish(2004)，以總資產取自然對數衡量(*SIZE*)，係數預期符號為正。

(3) 創辦人是否留任企業(*STAY*)

創辦人對企業有相當的凝聚力與創造力，其獨特的管理風格左右企業的整體績效(Daily and Dalton 1992)，若創辦人在企業接班後繼續留任於企業經營管理階層，可能對於企業決策有所影響，進而影響企業績效，同時市場績效亦可能因外部投資人基於對創辦人的經驗信賴與認同度產生差異。考量個別創辦人之形象不同，對於企業決策的影響可能也會有所不同，形象良好的創辦人留任能對企業績效有所助益；反之，形象不佳之創辦人留任，會給外界相對較差之觀感，影響企業績效。因此本研究納入創辦人是否留任企業(*STAY*)做為控制變數，創辦人接班後擔任企業董事或經理人者 *STAY* 為 1，否則為 0，並不作預期方向。

(4) 年度固定效果(*YR*)

因研究樣本中各創始企業接班的時間點不同，本研究納入年度固定效果(*YR*)，將各個年度以虛擬變數的方式，控制接班時點差異可能造成之影響。

二、實證模型

綜合上述變數衡量之定義，為觀察各變數對企業績效之影響，使用普通最小平方方法(OLS)分析並驗證假說，本研究之實證模型(1)如下：

1. 水準模型(Level model)

$$PERF_{i,t+k} = \delta_0 + \delta_1 SOWN_{i,t-j} + \delta_2 MOWN_{i,t-j} + \delta_3 SMA_{i,t-j} + \delta_4 SDIR_{i,t-j} + \delta_5 MCH_{i,t-j} + \delta_6 LEV_{i,t+k} + \delta_7 SIZE_{i,t+k} + \delta_8 STAY_{i,t+k} + \sum_{y=1}^{19} \theta_y YR_y + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

| | |
|-------------|-------------------------------|
| <i>PERF</i> | = 企業績效； |
| <i>SOWN</i> | = 接班人之持股比率； |
| <i>MOWN</i> | = 核心經理人之持股比率； |
| <i>SMA</i> | = 接班人曾任核心經理人之虛擬變數，有為 1，無則為 0； |
| <i>SDIR</i> | = 接班人任董監事職位數； |
| <i>MCH</i> | = 核心經理人異動之虛擬變數，有為 1，無則為 0； |
| <i>LEV</i> | = 負債比率； |
| <i>SIZE</i> | = 公司規模，以總資產取自然對數； |
| <i>STAY</i> | = 創辦人留任企業之虛擬變數，是為 1，否則為 0； |
| <i>YR</i> | = 年度固定效果； |

考量個別創始企業之接班時程不同，Longenecker and Schoen(1978)指出接班之起點為第二代開始接觸與企業相關之人事物，直到第一代卸除職務及權力，不再主導企業決策為止。對於華人企業而言，實務上擔任 CEO 一職，即意味著掌握企業決策權。因此，本研究以接班人擔任創始企業 CEO 一職為接班時點(*t*)，做為該接班人取得企業關鍵決策權之指標，並以 *t-j* 期作為接班前的實驗變數衡量之期間；*t+k* 期則為接班後的企業績效之研究期間，而 *i* 則代表公司別。以下為研究樣本之創始企業接班期間設定，以圖 3-2 表示之：

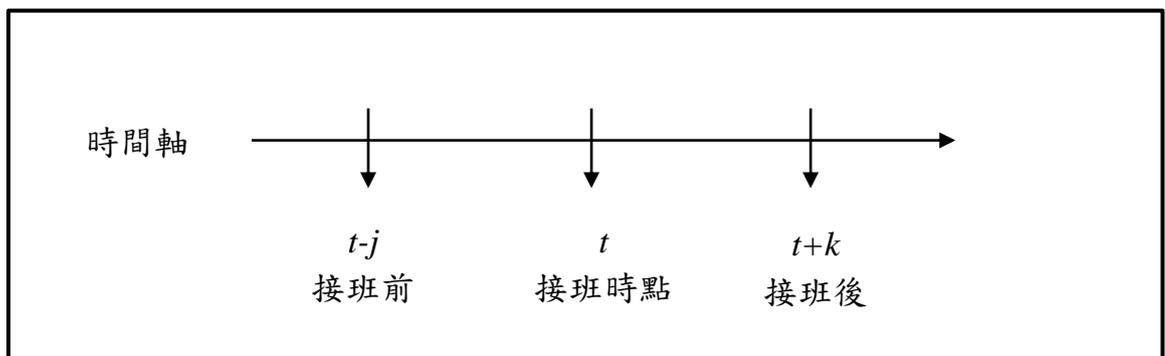


圖 3-2 接班期間示意圖

根據假說 H1a，預期式(1)中的實驗變數(*SOWN*)之係數 δ_1 顯著大於零，表示接班人持股比率與接班後企業績效為顯著正相關，假說 H1a 即成立；假說 H1b 中，預期式(1)的實驗變數(*MOWN*)係數 δ_2 顯著大於零，代表核心經理人持股與接班後企業績效呈顯著正相關，假說 H1b 之推論即成立；

根據假說 H2a，預期式(1)中變數(*SMA*)的係數 δ_3 顯著大於零，符合接班人曾任核心經理人與接班後企業績效呈現顯著正相關之假說 H2a 成立；假說 H2b 中，預期式(1)變數(*SDIR*)的係數 δ_4 顯著大於零，表示接班人任董監事職位數與企業績效呈現顯著正相關，即成立假說 H2b；最後，根據假說 H3，預期式(1)中變數(*MCH*)的係數 δ_5 顯著異於零，即符合核心經理人的異動與接班後企業績效有關之論述，假說 H3 成立。

2. 變動模型(Change model)

本研究除了觀察所有權之存量變化，以接班人與核心經理人之持股比率為代表，更進一步觀察期間內所有權之流量變化，以變動模型(change model)檢視此變化對其接班後的企業績效之影響，加強本研究之實質經濟意涵。

變動模型以一階差分形式進行分析，此舉可以消除模型(1)中接班人及核心經理人的個人特質、人力資源與管理能力等無法觀察之個別效果。 Δ 代表數值跨年度的變化，例如： $\Delta SOWN_{i,t-j}$ 係指 *SOWN* 從 $t-j-1$ 年到 $t-j$ 年的變化。此模型假設創始企業在接班前，接班人持股及核心經理人持股之變動幅度會影響接班後的企業績效。綜上所述，建立本研究之實證模型(2)如下：

$$\begin{aligned} \Delta PERF_{i,t+k} = & \gamma_0 + \gamma_1 \Delta SOWN_{i,t-j} + \gamma_2 \Delta MOWN_{i,t-j} + \gamma_3 \Delta SMA_{i,t-j} + \gamma_4 \Delta SDIR_{i,t-j} + \gamma_5 \Delta MCH_{i,t-j} \\ & + \gamma_6 \Delta LEV_{i,t+k} + \gamma_7 \Delta SIZE_{i,t+k} + \gamma_8 STAY_{i,t+k} + \sum_{y=1}^{19} \theta_y YR_y + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

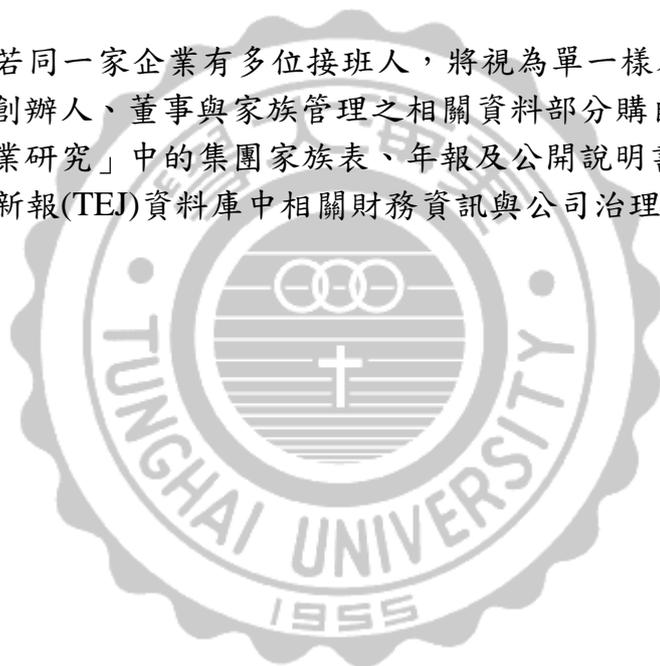
表 3-1 變數定義彙總表

| 變數名稱 | 變數代號 | 預期符號 | 定義 |
|--------------|-------------|------|---|
| 依變數 | | | |
| 企業績效 | <i>PERF</i> | | 股東權益報酬率(ROE)=(稅後淨利-處分資產損益+資產跌價損失或回轉)/平均股東權益 Tobin's Q=(普通股市值+特別股清算價值+負債帳面價值)/總資產帳面價值 |
| 實驗變數 | | | |
| 接班人持股比率 | <i>SOWN</i> | + | 接班人持股合計數佔公司年底流通在外普通股股數之比率。 |
| 核心經理人持股比率 | <i>MOWN</i> | + | 副總以上職級之經理人且排除接班人之持股合計數佔公司年底流通在外普通股股數之比率。 |
| 接班人曾任核心經理人職位 | <i>SMA</i> | + | 虛擬變數，曾經擔任者為 1，否則為 0。 |
| 接班人任董監事職位數 | <i>SDIR</i> | + | 接班人任董監事職位數。 |
| 核心經理人異動 | <i>MCH</i> | ? | 虛擬變數，核心經理人在接班前的職位異動，有為 1，否則為 0。 |
| 控制變數 | | | |
| 企業負債比率 | <i>LEV</i> | ? | 負債總額/總資產 |
| 公司規模 | <i>SIZE</i> | + | 總資產取自然對數衡量 |
| 創辦人是否留任企業 | <i>STAY</i> | + | 虛擬變數，創辦人留任企業為 1，否則為 0。 |
| 年度固定效果 | <i>YR</i> | | 各年度設虛擬變數，控制接班時點差異可能造成之影響。 |

第三節研究期間與樣本選取

本研究以 1990 年至 2010 年間台灣上市上櫃創始企業中，經歷 CEO 接班之企業為研究樣本，考量接班過程為一段期間之規劃而非單一時間點之事件，且企業在接班前可能會有人事及組織結構之異動，因此研究期間設定為 CEO 接班時點之前後各 3 年，共計 7 年時間，以利觀察 CEO 接班後的企業績效是否會因上述之異動而有所變化。歸納以上，本研究之樣本總觀察期間為 1987 年至 2013 年。樣本篩選過程中，上市上櫃中曾經接班之企業為 1357 家，排除在樣本設定期間 1990 年前接班的企業為 681 家，經過資料整理，再將研究期間不符合 7 年之企業予以刪除後，可觀察之企業為 95 家。

研究樣本中若同一家企業有多位接班人，將視為單一樣本進行實證分析。此外，本研究除創辦人、董事與家族管理之相關資料部分購自中華徵信所、部分查閱「集團企業研究」中的集團家族表、年報及公開說明書獲得外，其餘資料取自台灣經濟新報(TEJ)資料庫中相關財務資訊與公司治理資料。



第肆章 實證結果分析

第一節 敘述性統計

本研究進行實證結果分析之前，先對全體樣本進行初步分析，各個變數的敘述性統計量如表4-1彙總所示。根據資料顯示，依變數方面，企業績效分別以股東權益報酬率(*ROE*)以及Tobin's *q*(*TQ*)兩個變數代表之；股東權益報酬率(*ROE*)的最大值為60.120，最小值為-96.860，差異極大，因此，本研究將會在後續章節採取極端值處理的方式，改善此現象；而Tobin's *q*(*TQ*)的最大值為11.946，最小值為0.420。

實驗變數方面，接班人持股率(*SOWN*)平均數為 3.466，最大值為 19.810，顯示各創始企業的接班人持股高低不一，彼此間差距極大；核心經理人持股(*MOWN*)方面，平均數為 1.132，最大值為 16.170，相較於接班人持股的比例較小。接班人曾任核心經理人之虛擬變數(*SMA*)中有 83.7%的接班人曾經擔任過核心經理人；接班人任董監事職位數(*SDIR*)的最大值為擔任 6 間企業之董監事，近一半的接班人皆擔任一家董監事；核心經理人異動之虛擬變數(*MCH*)中，有 12%的企業在接班時會有核心經理人的職位異動發生。

控制變數方面，負債比率(*LEV*)最小值為2.260，最大值為98.050，平均而言在41.073%左右；公司規模(*SIZE*)的最小值為11.769，最大值為20.013；在創辦人留任企業之虛擬變數(*STAY*)中，約有65.5%的企業在完成CEO接班後，創辦人仍繼續擔任企業之其他重要職位。

接著在表4-2為各個變數之間的相關係數彙總，從表中得知，依變數(*ROE*)與實驗變數中接班人持股(*SOWN*)為顯著正相關，與接班人曾任核心經理人(*SMA*)為顯著正相關；而依變數(*TQ*)與接班人持股則為顯著正相關，與核心經理人持股(*MOWN*)為顯著負相關，與(*SMA*)為顯著正相關，以及接班人任董監事職位數(*SDIR*)為顯著負相關。控制變數方面，(*ROE*)與負債比率(*LEV*)顯著為負，公司規模(*SIZE*)及創辦人留任企業之虛擬變數(*STAY*)顯著為正。一般而言，各變數間的相關係數大於0.8會有嚴重共線性的問題發生，而本研究各變數間的相關係數不大，皆未超過0.4，最大值為(*ROE*)與(*TQ*)在Pearson的相關係數為0.387，整體而言，變數之間的共線性問題並不嚴重。

表 4-1 各變數之敘述性統計量

| 變數 | 平均數 | 標準差 | 最小值 | 最大值 | 第一分位數 | 中位數 | 第三分位數 |
|-------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <i>ROE</i> | 5.806 | 16.738 | -96.860 | 60.120 | 0.480 | 7.230 | 14.750 |
| <i>TQ</i> | 1.405 | 0.871 | 0.420 | 11.946 | 0.918 | 1.131 | 1.605 |
| <i>SOWN</i> | 3.466 | 3.576 | 0 | 19.810 | 0.850 | 2.370 | 4.950 |
| <i>MOWN</i> | 1.122 | 2.004 | 0 | 16.170 | 0.020 | 0.275 | 1.240 |
| <i>SMA</i> | 0.837 | 0.370 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| <i>SDIR</i> | 1.399 | 0.782 | 0 | 6 | 1 | 1 | 2 |
| <i>MCH</i> | 0.121 | 0.326 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| <i>LEV</i> | 40.790 | 17.584 | 2.260 | 98.050 | 25.980 | 40.650 | 51.500 |
| <i>SIZE</i> | 15.584 | 1.496 | 11.769 | 20.013 | 14.508 | 15.490 | 16.335 |
| <i>STAY</i> | 0.655 | 0.476 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 |
| <i>N</i> | 617 | | | | | | |

ROE :股東權益報酬率，為企業績效(PERF)的會計績效指標代理變數；
TQ :Tobin's Q，為企業績效(PERF)的市場績效指標代理變數；
SOWN :接班人之持股比率；
MOWN :核心經理人之持股比率；
SMA :接班人曾任核心經理人之虛擬變數，有為1，無則為0；
SDIR :接班人任董監事職位數；
MCH :核心經理人異動之虛擬變數，有為1，無則為0；
LEV :負債比率；
SIZE :公司規模，以總資產取自然對數；
STAY :創辦人留任企業之虛擬變數，是為1，否則為0。

表 4-2 相關係數矩陣

| 變數 | <i>ROE</i> | <i>TQ</i> | <i>SOWN</i> | <i>MOWN</i> | <i>SMA</i> | <i>SDIR</i> | <i>MCH</i> | <i>LEV</i> | <i>SIZE</i> | <i>STAY</i> |
|-------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|
| <i>ROE</i> | | 0.506 *** | 0.047 | 0.107 *** | 0.107 *** | -0.010 | -0.010 | -0.046 | 0.132 *** | 0.099 ** |
| <i>TQ</i> | 0.387 *** | | 0.041 | -0.069 * | 0.093 ** | -0.148 *** | 0.031 | -0.135 *** | -0.072 * | 0.077 * |
| <i>SOWN</i> | 0.075 * | 0.115 *** | | 0.130 *** | 0.112 *** | -0.228 *** | -0.035 | -0.380 *** | -0.273 *** | 0.066 |
| <i>MOWN</i> | 0.057 | -0.069 * | 0.106 *** | | 0.092 ** | -0.050 | -0.058 | -0.075 * | -0.058 | -0.046 |
| <i>SMA</i> | 0.070 * | 0.089 ** | 0.074 * | 0.066 | | -0.047 | -0.090 ** | -0.062 | -0.063 | -0.098 ** |
| <i>SDIR</i> | 0.061 | -0.118 *** | -0.199 *** | -0.088 ** | -0.029 | | -0.022 | 0.055 | 0.344 *** | -0.052 |
| <i>MCH</i> | 0.018 | 0.040 | -0.004 | -0.041 | -0.091 ** | -0.037 | | 0.042 | -0.014 | 0.282 *** |
| <i>LEV</i> | -0.131 *** | -0.185 *** | -0.313 *** | -0.070 * | -0.068 * | -0.007 | 0.054 | | 0.316 *** | 0.036 |
| <i>SIZE</i> | 0.213 *** | 0.013 | -0.233 *** | -0.080 ** | -0.050 | 0.355 *** | -0.009 | 0.362 *** | | 0.032 |
| <i>STAY</i> | 0.127 *** | 0.095 ** | 0.095 ** | 0.022 | -0.098 ** | -0.099 ** | 0.283 *** | 0.044 | 0.026 | |

註：

1. *PERF* 分為 *ROE* 及 *TQ*，是為企業績效；*SOWN* 為接班人之持股比率；*MOWN* 為核心經理人之持股比率；*SMA* 為接班人曾任核心經理人之虛擬變數，有為 1，無則為 0；*SDIR* 為接班人任董監事職位數；*MCH* 為核心經理人是否異動，有為 1，無則為 0；*LEV* 為負債比率；*SIZE* 為公司規模，以總資產取自然對數；*STAY* 為創辦人留任企業之虛擬變數，是為 1，否則為 0。
2. 表右上方為 Spearman 相關係數，左下方為 Pearson 相關係數，***、**與*分別表示 1%、5%與 10%的顯著水準。

第二節 迴歸結果分析

本研究採用普通最小平方法(OLS)進行實證結果分析，觀察創始企業的接班採取的佈局方式對於接班後的企業績效影響，除了以水準模型(level model)分析結果外，另外也使用變動模型(change model)分析在不同期間，數據的變化對於企業績效的影響。

1. 水準模型(level model)

本研究依據企業績效之代理變數，股東權益報酬率(ROE)及(Tobin's Q)兩個依變數分別採用最小平方法模型進行迴歸分析，設定為模型一與模型二，並將結果彙總於表4-3之Panel A中。兩個模型的R-squared值分別為16.41%及17.42%，F值皆達顯著水準，表示模型具有解釋力。

根據實證結果顯示，模型一的依變數為會計績效ROE之情況下，與接班人持股(SOWN)為顯著正相關(係數為0.2541，t值1.74)，表示以會計績效而言，接班人持股比率越高，接班後的企業績效越好，符合利益收斂之相關文獻結果(Jensen and Meakling 1976)，並與假說H1a之預期一致；核心經理人持股(MOWN)方面，在模型一與ROE為正相關但不顯著，顯示未發現核心經理人持股提高，能增加接班後的企業績效。

在模型二的依變數為市場績效Tobin's Q情形下，與接班人持股(SOWN)為正相關但不顯著，並未發現提高接班人持股會使接班後的企業績效變好；而核心經理人持股(MOWN)，則與Tobin's Q為顯著負相關(係數為-0.0557，t值-4.44)，與假說H1b預期方向相反。上述結果，推測是因為Tobin's Q為市場績效指標之代理變數，包含投資大眾對企業之評價與股價有關，當核心經理人持股比率較高時，將會產生代理問題之疑慮，核心經理人為穩固自身職位與利益，可能會與新任接班人的企業決策產生衝突抗衡，造成進而降低企業績效，與Jensen and Ruback(1983)提出的看法相似。

關於接班人是否曾擔任核心經理人(SMA)，在模型一與模型二皆為顯著正相關(係數分別為3.4790、0.2454，t值為2.17、3.91)，表示無論是會計績效或是市場績效，接班人在接班前曾擔任過核心經理人職位，對於接班後的企業績效會越好，即假說H2a成立，並符合虞邦祥(2009)指出接班人累積管理經驗有助於快速適應企業狀況。然而接班人任董監事職位數(SDIR)在模型一的會計績效為負相關不顯著，與模型二的市場績效為顯著負相關(係數為-0.1727，t值為-4.53)，與預期相反，當

接班人擔任董監事職位越多，對於接班後的企業績效越差，與假說H2b之預期不一致，根據Core et al. (1999)指出，身負多家董事職位時，較不易投入足夠的時間履行董事職務。意味著將會有忙碌董事之情形發生並影響企業績效。在核心經理人異動(MCH)方面，在模型一與模型二皆不顯著，表示在會計績效或是市場績效，皆未發現核心經理人有職位異動會影響接班後的企業績效，與假說H3不一致。

控制變數中，負債比率(LEV)在兩個模型中皆為顯著負相關(係數分別為-0.2375、-0.0116，t值為-4.47、-4.39)，表示企業的負債比率越低，營運狀況穩定不需大量舉債，對接班後的企業績效會越好，結論與yers(1977)一致。公司規模(SIZE)在兩個模型中皆為顯著正相關(係數分別為3.7377、0.0837，t值為6.22、3.84)，與預期一致，表示公司規模越大，具有一定之優勢與影響力，也會提高接班後的企業績效，與文獻Mehran(1995)結果相符。創辦人留任企業之虛擬變數(STAY)在兩個模型中皆為顯著正相關(係數分別為4.3512、0.1414，t值為3.15、2.21)，與預期相符，表示創辦人會左右企業整體績效(Daily and Dalton 1992)，因此在創始企業接班後，創辦人繼續留任企業，將會對接班後的企業績效有正面影響。

除了上述迴歸分析外，本研究進一步比較企業創辦人所選擇的佈局策略對於接班後的企業績效間的差異，為了驗證變數間彼此的差異，採用wald test檢測結果，並將實證結果列示於Panel B。

根據Panel B之結果，在兩模型中，增加接班人持股數與接班人曾擔任過核心經理人此兩種佈局策略之差異，檢定後顯著為負(標準化係數分別為0.0539、0.0766，以及0.0426、0.1042，t值-2.03、-3.61)，代表接班人曾擔任核心經理人對於接班後的企業績效優於接班人提高個人持股的效果。提高接班人持股與接班人擔任董監事職位數，這兩種佈局策略之差異，檢定後在兩模型中為顯著正相關(標準化係數分別為0.0539、-0.0414，以及0.0426、-0.1551，t值1.56、4.82)，表示提高接班人持股的佈局對接班後企業績效優於接班人擔任較多的董監事職位之效果。而接班人曾任核心經理人與擔任較多董監事職位間的差異，檢定後在兩模型皆為顯著正相關(標準化係數分別為0.0766、-0.0414，以及0.1042、-0.1551，t值2.49、5.15)，代表接班人有核心經理人的經歷對於企業績效優於接班人任多家董監事的效果。

上述的level model中，部分實驗變數不符合假說預期，但因接班須歷經一段時間的改變才能完成，是為企業內部多年的佈局變化而非短暫的單一事件。因此，本研究在後續實證中採取變動差分的方式，分開觀察接班前各年度的變動效果。

表 4-3 企業績效 ROE 與 Tobin's Q 水準模型

$$PERF_{i,t+k} = \delta_0 + \delta_1 SOWN_{i,t-j} + \delta_2 MOWN_{i,t-j} + \delta_3 SMA_{i,t-j} + \delta_4 SDIR_{i,t-j} + \delta_5 MCH_{i,t-j} + \delta_6 LEV_{i,t+k} + \delta_7 SIZE_{i,t+k} + \delta_8 STAY_{i,t+k} + \sum_{y=1}^{19} \theta_y YR_y + \varepsilon_{i,t}$$

Panel A：企業績效level model

| 自變數 | 預期符號 | 模型一(ROE) | | | 模型二(Tobin's Q) | | |
|------------------|------|--------------|---------|-------|----------------|---------|-------|
| | | 係數 | 標準化係數 | t值 | 係數 | 標準化係數 | t值 |
| <i>Intercept</i> | | -45.2867 *** | | -4.26 | 1.2761 *** | | 3.53 |
| <i>SOWN</i> | + | 0.2541 ** | 0.0539 | 1.74 | 0.0104 | 0.0426 | 0.74 |
| <i>MOWN</i> | + | 0.3577 | 0.0438 | 1.12 | -0.0557 *** | -0.1316 | -4.44 |
| <i>SMA</i> | + | 3.4790 ** | 0.0766 | 2.17 | 0.2454 *** | 0.1042 | 3.91 |
| <i>SDIR</i> | + | -0.8895 | -0.0414 | -1.17 | -0.1727 *** | -0.1551 | -4.53 |
| <i>MCH</i> | ? | 0.7046 | 0.0141 | 0.40 | 0.0925 | 0.0358 | 0.85 |
| <i>LEV</i> | ? | -0.2375 *** | -0.2493 | -4.47 | -0.0116 *** | -0.2347 | -4.39 |
| <i>SIZE</i> | + | 3.7377 *** | 0.3307 | 6.22 | 0.0837 *** | 0.1428 | 3.84 |
| <i>STAY</i> | + | 4.3512 *** | 0.1227 | 3.15 | 0.1414 ** | 0.0769 | 2.21 |
| 樣本數 | | 607 | | | 607 | | |
| R-squared(%) | | 16.41 | | | 17.42 | | |
| F值 | | 4.19*** | | | 4.07*** | | |

Panel B：創辦人各項接班佈局變數之差異檢定

| 變數差異 | 係數 | t值 | 係數 | t值 |
|-----------------------|------------|-------|-------------|-------|
| $\delta_1 - \delta_3$ | -3.2249 ** | -2.03 | -0.2350 *** | -3.61 |
| $\delta_1 - \delta_4$ | 1.1436 * | 1.56 | 0.1831 *** | 4.82 |
| $\delta_3 - \delta_4$ | 4.3685 *** | 2.49 | 0.4181 *** | 5.15 |

註：

1. *PERF*分為ROE及Tobin's Q，是為企業績效；*SOWN*為接班人之持股比率；*MOWN*為核心經理人之持股比率；*SMA*為接班人曾任核心經理人之虛擬變數，有為1，無則為0；*SDIR*為接班人任董監事職位數；*MCH*為核心經理人是否異動，有為1，無則為0；*LEV*為負債比率；*SIZE*為公司規模，以總資產取自然對數；*STAY*為創辦人留任企業之虛擬變數，是為1，否則為0。
2. *YR*為年度固定效果，因表格篇幅有限，故省略之。
3. 變數有預期符號者為單尾檢定，無則為雙尾檢定，***、**與*分別表示1%、5%與10%的顯著水準。

2. 變動模型(change model)

本研究另外探討接班前各別三年之間變數的變化，對於接班後企業績效的影響，針對股東權益報酬率(ROE)為依變數，以差分的方式來進行變動模型(change model)的實證，可以消除無法觀察之個別效果(陳明園、張家萍 2006)，並且考量接班前三個年度的效應，分別以接班前三年、接班前二年及接班前一年之變動模型，以表4-4結果顯示之。三模型的R-squared值分別為14.27%、16.19%及18.03%，F值皆達顯著水準，表示三個模型具有解釋力。

根據實證結果顯示，接班人持股率(SOWN)在模型三中為顯著正相關(係數為1.2549，t值1.68)，與假說H1a預期一致，代表在接班前一年，接班人持股比率越高，對於接班後企業績效越好。

在核心經理人持股部分(MOWN)，模型二及三中為顯著負相關(係數分別為-0.9483、-1.4214，t值-1.97、-3.19)，與假說H1b預期相反，表示在接班前二年及前一年，核心經理人持股比例越高，可能導致經營權與所有權之間的代理問題更為嚴重，因此對於接班後的企業績效會有負面的影響，與大股東掠奪小股東利益而有害企業價值之文獻一致(Fan and Wong 2002)。

而接班人曾任核心經理人職務(SMA)在三個模型中皆為顯著正相關(係數分別為5.9340、9.3692及18.5101，t值為1.27、2.10及3.86)，代表無論在接班前幾年，接班人曾有過核心經理人之職務經驗，累積管理實務能力，對於接班後企業績效有正面影響，符合假說H2a之預期。

此外，接班人任董監事職位數(SDIR)只在模型三為顯著負相關(係數為-2.2697，t值-1.64)與假說H2b預期不符，表示在接班前一年，接班人擔任越多董監事職位，可能造成接班人過於忙碌的情況發生，無法專心於自身企業接班事務，也無法從董監連結取得有利於企業之資源，與Fich and Shivdasani(2006)發現的董監事兼職數過多所造成的忙碌效果一致。

而核心經理人異動(MCH)方面，只在模型三為顯著正相關(係數為3.1725，t值2.13)，代表在接班前一年產生經理人職位異動，意味著建立新的管理團隊對於接班後企業績效較好，符合假說H3之預期。

表 4-4 接班前各年之企業績效變動模型

$$\Delta PERF_{i,t+k} = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta SOWN_{i,t-j} + \gamma_2 \Delta MOWN_{i,t-j} + \gamma_3 \Delta SMA_{i,t-j} + \gamma_4 \Delta SDIR_{i,t-j} \\ + \gamma_5 \Delta MCH_{i,t-j} + \gamma_6 \Delta LEV_{i,t+k} + \gamma_7 \Delta SIZE_{i,t+k} + \gamma_8 STAY_{i,t+k} + \sum_{y=1}^{19} \theta_y YR_y + \varepsilon_{i,t}$$

Panel A：企業績效change model

| 變數名稱 | 預期符號 | 模型一 接班前三年 | | 模型二 接班前二年 | | 模型三 接班前一年 | |
|------------------|------|--------------|-------|--------------|-------|--------------|-------|
| | | 係數 | t值 | 係數 | t值 | 係數 | t值 |
| <i>Intercept</i> | | -2.8754 | -0.45 | -14.3235 ** | -2.46 | -8.2458 ** | -2.12 |
| <i>SOWN</i> | + | 0.3556 | 0.43 | 0.8547 | 1.13 | 1.2549 ** | 1.68 |
| <i>MOWN</i> | + | 0.0111 | 0.02 | -0.9483 ** | -1.97 | -1.4214 *** | -3.19 |
| <i>SMA</i> | + | 5.9340 * | 1.27 | 9.3692 *** | 2.10 | 18.5101 *** | 3.86 |
| <i>SDIR</i> | + | -0.1179 | -0.08 | -1.7044 | -1.22 | -2.2697 ** | -1.64 |
| <i>MCH</i> | ? | 3.8097 | 1.48 | 2.1264 | 1.07 | 3.1725 ** | 2.13 |
| <i>LEV</i> | ? | -0.3611 *** | 4.09 | -0.4288 *** | -5.08 | -0.3769 *** | -4.54 |
| <i>SIZE</i> | + | 9.2698 *** | 3.67 | 8.0019 *** | 3.02 | 10.3185 *** | 3.37 |
| <i>STAY</i> | + | 3.0246 ** | 1.36 | 3.0847 * | 1.54 | 3.3378 ** | 1.64 |
| 樣本數 | | 318 | | 407 | | 505 | |
| R-squared(%) | | 14.27 | | 16.19 | | 18.03 | |
| F值 | | 2.13 *** | | 3.07 *** | | 4.21 *** | |

Panel B：創辦人各項接班佈局變數之差異檢定

| | | | | | | |
|-----------------------|---------|-------|-------------|-------|-------------|-------|
| $\delta_1 - \delta_3$ | -5.5784 | -0.85 | -8.5145 ** | -2.21 | -17.2552 ** | -1.76 |
| $\delta_1 - \delta_4$ | 0.4735 | 0.30 | 2.5591 *** | 2.43 | 3.5246 *** | 2.45 |
| $\delta_3 - \delta_4$ | 6.0519 | 0.94 | 11.0736 *** | 2.83 | 20.7799 ** | 2.06 |

註：

1. 變數定義請參考表4-1。
2. *YR*為年度固定效果，因表格篇幅有限，故省略之。
3. 變數有預期符號者為單尾檢定，無則為雙尾檢定，***、**與*分別表示1%、5%與10%的顯著水準。

在控制變數方面，負債比率(*LEV*)在三個模型中皆為顯著負相關(係數分別為-0.3611、-0.4288、-0.3769，t值為-4.09、-5.08、-4.54)，符合預期；公司規模(*SIZE*)及創辦人留任企業(*STAY*)此二變數，在三個模型中皆為顯著正相關，亦符合預期。

此外，在表4-4的Panel B中分別比較各模型中變數間之差異，可以藉此看出創始企業在接班過程中，創辦人對於接班佈局的考量重點。在模型二及三當中，從 $\delta_1 - \delta_3$ 顯著為負可以觀察出，當接班人擁有核心經理人經驗對於企業績效的影響超過提高接班人持股比例此項佈局的影響；而 $\delta_1 - \delta_4$ 顯著為正，意味接班人持股率提高及接班人擔任多家董監事兩者之佈局間，提高持股率對於接班後之企業績效有正的影響。最後依據 $\delta_3 - \delta_4$ 為顯著正相關，說明接班人具核心經理人經驗與現任多家董監事之間，以具備核心經理人經驗者，較能夠穩定接班前後企業狀態，也能借助先前管理經驗，帶領企業維持營運績效。

3. level model與change model之綜合分析

本研究除了從level model中分析整體企業績效之外，並進一步從change model之中細分年度變化及個別效果，從而較能完整看出創辦人接班佈局隨著時間的變動情形，因此綜合表4-3與表4-4，可以得出下列實證結果：

假說H1a中接班人持股比率越高，接班後企業績效越好之推論，在level model與change model皆成立。在表4-4的change model中，更可以看出接班人持股(*SOWN*)部分，在接班前一年提高比例，對接班後的企業績效的效果較為明顯。而假說H1b之核心經理人持股越高，接班後企業績效越好之推論，雖然實證結果皆顯示假說不成立，但從表4-4的change model之中可看出距離接班時點越近，核心經理人持股(*MOWN*)對於企業績效的負向影響越顯著。

假說H2a接班人曾經擔任核心經理人(*SMA*)，對於接班後企業績效為正向影響之推論，兩個模型皆成立，且從change model得知，在接班前兩年與前一年的效果最為顯著，顯示越靠近接班時點，接班人曾經擔任核心經理人對於接班後的企業績效越為重要。假說H2b接班人兼任董監事職位(*SDIR*)越多，接班後企業績效越好的推測，在實證中皆與預期相反，且發現在change model的模型三中為顯著負相關，代表在接班前一年，接班人兼任董監事對於企業績效的負面影響較為明顯。

最後假說H3的接班前核心經理人異動，對於接班後的企業績效會有影響之推測，在表4-3的level model中並未發現相關性，但在change model中接班前一年的效果中為顯著正相關，符合假說預期，因此假說H3部分成立。

第三節 額外測試

因企業接班並非一個時點即完成的事件，而是一段新舊銜接的過程，中間需歷時幾年的時間，接班前的企業結構改變亦會影響接班後的企業績效，隨著時間的推演，接班布局的效果也會有所不同，因此，本研究在主測試中，分別測試接班前三年的佈局對企業績效的影響。而在額外測試中，則針對創始企業的接班布局，是否對於接班後三年間的企業績效也有差異，因此將分開進行接班後一年、接班後兩年及接班後三年的企業績效之迴歸測試，嘗試看見各年度的效果。

根據表4-6，模型一、模型二及模型三的R-squared值為18.61%、19.15和18.03%，F值皆達顯著水準，代表此三個模型具有解釋力。在接班人持股(*SOWN*)部分，模型二及模型三皆為顯著正相關(係數為1.3345、1.2549，t值為1.34、1.63)，顯示接班人持股越高對於接班後的企業績效在接班兩年及三年後都有影響，符合假說H1a之推論。

核心經理人持股(*MOWN*)方面，在三個模型中皆為顯著負相關(係數分別為-0.9554、-1.5546及-1.4214，t值為-2.17、-1.99和-1.93)，代表核心經理人提高持股，在接班後三年間都會降低企業績效，與假說H1b預期相反，根據Fan and Wong (2002)提出的大股東因掌握公司決策，進行剝削小股東及累積自身財富之行為。意味著核心經理人持股越高，越容易有利益掠奪情況發生，反而降低企業價值。而接班人曾有核心經理人經驗(*SMA*)部分，三個模型中皆為顯著正相關(係數分別為20.2490、19.8173及18.5101，t值為1.86、1.82和1.88)，與假說H2a推論一致，表示接班人具備核心經理人此經驗，對於接班後的企業績效會越好。

而任董監事職位數(*SDIR*)部分，三模型皆為顯著負相關(係數分別為-1.9588、-1.9278及-2.2697，t值為-1.27、-1.53和-2.00)，與假說H2b預期相反，代表接班人任董監事越多，對於接班後三年間的企業績效都為負面影響，顯示忙碌董事身兼多職，無法達到董監事原本職位應有之監督效果(Lipton and Lorsch 1992)，也意味著藉由連結取得的資源與聲望有限，無法裨益接班後的企業績效。

核心經理人異動(*MCH*)方面，皆為顯著正相關(係數分別為3.1115、3.0178及3.1725，t值為1.88、1.86和1.96)，與假說H3推論一致，表示接班前的核心經理人異動，有利於接班後三年間的企業績效。控制變數中負債比率(*LEV*)、公司規模(*SIZE*)及創辦人留任企業(*STAY*)的顯著水準皆與主測試相同，並符合預期方向。

表 4-5 接班後三年間之企業績效(ROE)變動模型

$$\Delta PERF_{i,t+k} = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta SOWN_{i,t-j} + \gamma_2 \Delta MOWN_{i,t-j} + \gamma_3 \Delta SMA_{i,t-j} + \gamma_4 \Delta SDIR_{i,t-j} \\ + \gamma_5 \Delta MCH_{i,t-j} + \gamma_6 \Delta LEV_{i,t+k} + \gamma_7 \Delta SIZE_{i,t+k} + \gamma_8 STAY_{i,t+k} + \sum_{y=1}^{19} \theta_y YR_y + \varepsilon_{i,t}$$

| 變數名稱 | 預期符號 | 模型一 接班後一年 | | 模型二 接班後二年 | | 模型三 接班後三年 | |
|------------------|------|--------------|-------|--------------|-------|--------------|-------|
| | | 係數 | t值 | 係數 | t值 | 係數 | t值 |
| <i>Intercept</i> | | -10.3381 ** | -2.24 | 0.1884 | 0.07 | -8.2458 ** | -2.31 |
| <i>SOWN</i> | + | 1.4343 | 0.76 | 1.3345 * | 1.34 | 1.2549 * | 1.63 |
| <i>MOWN</i> | + | -0.9554 ** | -2.17 | -1.5546 ** | -1.99 | -1.4214 ** | -1.93 |
| <i>SMA</i> | + | 20.2490 ** | 1.86 | 19.8173 ** | 1.82 | 18.5101 ** | 1.88 |
| <i>SDIR</i> | + | -1.9588 * | -1.27 | -1.9278 * | -1.53 | -2.2697 ** | -2.00 |
| <i>MCH</i> | ? | 3.1115 * | 1.88 | 3.0178 * | 1.86 | 3.1725 * | 1.96 |
| <i>LEV</i> | ? | -0.4047 *** | -2.75 | -0.4258 *** | -3.16 | -0.3769 *** | -3.15 |
| <i>SIZE</i> | + | 13.0417 ** | 2.19 | 12.0277 ** | 2.19 | 10.3185 ** | 2.16 |
| <i>STAY</i> | + | 3.6321 * | 1.50 | 3.7288 * | 1.55 | 3.3378 * | 1.53 |
| 樣本數 | | 333 | | 422 | | 505 | |
| R-squared(%) | | 18.61 | | 19.15 | | 18.03 | |
| F值 | | 2.38 *** | | 3.27 *** | | 3.68 *** | |

註：

1. *PERF*分為ROE及Tobin's *Q*，是為企業績效；*SOWN*為接班人之持股比率；*MOWN*為核心經理人之持股比率；*SMA*為接班人曾任核心經理人之虛擬變數，有為1，無則為0；*SDIR*為接班人任董監事職位數；*MCH*為核心經理人是否異動，有為1，無則為0；*LEV*為負債比率；*SIZE*為公司規模，以總資產取自然對數；*STAY*為創辦人留任企業之虛擬變數，是為1，否則為0。
2. *YR*為年度固定效果，因表格篇幅有限，故省略之。
3. 變數有預期符號者為單尾檢定，無則為雙尾檢定，***、**與*分別表示1%、5%與10%的顯著水準。

第四節 敏感性測試

本研究將進行四項敏感性測試，分別列示於表4-6、4-7、4-8、4-9及4-10，用以檢測實證結果之穩健性。

1. 極端值處理(winsorized)

針對各個變數進行極端值處理(winsorized)，並將變數的前後端點分別以1%與99%的數值取代之。敘述性統計部分，(ROE)的最大值由原先的60.12降為36.04；(TQ)的最大值由11.95降為4.69，核心經理人持股(MOWN)的最大值由16.17降為8.26；而接班人兼任董監事職位數(SDIR)的最大值由原先的6降低為4，其餘變數在處理極端值後並無太大之改變。

接著以處理過的變數進行level model及change model之實證分析，列示於表4-6及表4-7，各實驗變數的方向性與前述結果一致，係數間也無太大幅度之變化。接班人持股比率在level model的模型一為顯著正相關，在change model的模型二及模型三也為顯著正相關，符合假說H1a之推論；核心經理人持股(MOWN)在level model中變為10%顯著水準(係數由0.3577變成0.4722，t值由1.12變成1.53)，支持假說H1b的推論，核心經理人在接班前持股越高，對於接班後的企業績效會更好，但在change model中則與主測試相同。

接班人具核心經理人資歷部分，在level model及change model之中，皆為顯著正相關，也符合越靠近接班時點效果越強之推論；與假說H2a相符；接班人兼任董監事在兩個主測試中也為顯著負相關，與先前的實證結果一致；核心經理人異動的部分，在level model中不顯著，但在change model中的模型三為顯著正相關，符合假說H3之預期，且與先前結果相同。因此，處理前後1%的極端值後，level model與change model兩個實證結果，整體而言具有穩定性。

表 4-6 敏感性測試之一 level model (極端值處理)

$$PERF_{i,t+k} = \delta_0 + \delta_1 SOWN_{i,t-j} + \delta_2 MOWN_{i,t-j} + \delta_3 SMA_{i,t-j} + \delta_4 SDIR_{i,t-j} + \delta_5 MCH_{i,t-j} + \delta_6 LEV_{i,t+k} + \delta_7 SIZE_{i,t+k} + \delta_8 STAY_{i,t+k} + \sum_{y=1}^{19} \theta_y YR_y + \varepsilon_{i,t}$$

Panel A：企業績效level model

| 自變數 | 預期符號 | 模型一(ROE) | | | 模型二(Tobin's Q) | | |
|------------------|------|--------------|---------|-------|----------------|---------|-------|
| | | 係數 | 標準化係數 | t值 | 係數 | 標準化係數 | t值 |
| <i>Intercept</i> | | -39.2530 *** | | -4.40 | 1.2512 *** | | 3.43 |
| <i>SOWN</i> | + | 0.2360 ** | 0.0538 | 1.70 | 0.0136 | 0.0645 | 1.13 |
| <i>MOWN</i> | + | 0.4722 * | 0.0582 | 1.53 | -0.0541 *** | -0.1390 | -4.76 |
| <i>SMA</i> | + | 3.4261 ** | 0.0821 | 2.19 | 0.2262 *** | 0.1131 | 3.80 |
| <i>SDIR</i> | + | -0.9105 | -0.0437 | -1.23 | -0.1579 *** | -0.1580 | -4.83 |
| <i>MCH</i> | ? | 0.5497 | 0.0120 | 0.31 | 0.0937 | 0.0427 | 1.05 |
| <i>LEV</i> | ? | -0.2296 *** | -0.2605 | -4.64 | -0.0101 *** | -0.2400 | -5.01 |
| <i>SIZE</i> | + | 3.3489 *** | 0.3203 | 6.50 | 0.0773 *** | 0.1542 | 3.66 |
| <i>STAY</i> | + | 3.8967 *** | 0.1197 | 3.17 | 0.1144 ** | 0.0732 | 2.00 |
| 樣本數 | | 607 | | | 607 | | |
| R-squared(%) | | 16.67 | | | 20.65 | | |
| F值 | | 4.07*** | | | 5.81*** | | |

Panel B：創辦人各項接班佈局變數之差異檢定

| 變數差異 | 係數 | t值 | 係數 | t值 |
|-----------------------|------------|-------|-------------|-------|
| $\delta_1 - \delta_3$ | -3.1902 ** | -2.05 | -0.2126 *** | -3.54 |
| $\delta_1 - \delta_4$ | 1.1465 * | 1.58 | 0.1714 *** | 4.90 |
| $\delta_3 - \delta_4$ | 4.3367 *** | 2.56 | 0.3840 *** | 5.41 |

註：

1. *PERF*分為ROE及Tobin's Q，是為企業績效；*SOWN*為接班人之持股比率；*MOWN*為核心經理人之持股比率；*SMA*為接班人曾任核心經理人之虛擬變數，有為1，無則為0；*SDIR*為接班人任董監事職位數；*MCH*為核心經理人是否異動，有為1，無則為0；*LEV*為負債比率；*SIZE*為公司規模，以總資產取自然對數；*STAY*為創辦人留任企業之虛擬變數，是為1，否則為0。
2. *YR*為年度固定效果，因表格篇幅有限，故省略之。
3. 變數有預期符號者為單尾檢定，無則為雙尾檢定，***、**與*分別表示1%、5%與10%的顯著水準。

表 4-7 敏感性測試之一 change model (極端值處理)

$$\Delta PERF_{i,t+k} = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta SOWN_{i,t-j} + \gamma_2 \Delta MOWN_{i,t-j} + \gamma_3 \Delta SMA_{i,t-j} + \gamma_4 \Delta SDIR_{i,t-j} \\ + \gamma_5 \Delta MCH_{i,t-j} + \gamma_6 \Delta LEV_{i,t+k} + \gamma_7 \Delta SIZE_{i,t+k} + \gamma_8 \Delta STAY_{i,t+k} + \sum_{y=1}^{19} \theta_y YR_y + \varepsilon_{i,t}$$

Panel A：企業績效change model

| 變數名稱 | 預期符號 | 模型一 接班前三年 | | 模型二 接班前二年 | | 模型三 接班前一年 | |
|------------------|------|--------------|-------|--------------|-------|--------------|-------|
| | | 係數 | t值 | 係數 | t值 | 係數 | t值 |
| <i>Intercept</i> | | -3.4946 | -1.08 | -12.2782 *** | -4.04 | -7.2066 ** | -2.17 |
| <i>SOWN</i> | + | 0.5194 | 0.95 | 1.0752 ** | 1.83 | 1.4710 ** | 1.93 |
| <i>MOWN</i> | + | 0.0351 | 0.05 | -0.9464 | -1.06 | -1.6033 ** | -2.08 |
| <i>SMA</i> | + | 5.6980 | 0.89 | 8.4429 *** | 2.29 | 18.1879 ** | 1.86 |
| <i>SDIR</i> | + | -0.2191 | -0.15 | -2.0510 ** | -2.15 | -2.3468 ** | -2.20 |
| <i>MCH</i> | ? | 4.2290 | 1.58 | 2.0497 | 0.83 | 3.2567 ** | 2.10 |
| <i>LEV</i> | ? | -0.2849 *** | -2.66 | -0.3648 *** | -3.72 | -0.3653 *** | -3.31 |
| <i>SIZE</i> | + | 6.5502 ** | 1.57 | 6.5911 ** | 1.93 | 9.5556 ** | 2.25 |
| <i>STAY</i> | + | 1.9122 | 0.88 | 2.1159 | 1.15 | 2.7133 * | 1.39 |
| 樣本數 | | 318 | | 407 | | 505 | |
| R-squared(%) | | 11.28 | | 15.83 | | 17.88 | |
| F值 | | 1.88 *** | | 3.83 *** | | 3.75 *** | |

Panel B：創辦人各項接班佈局變數之差異檢定

| | | | | | | |
|-----------------------|---------|-------|-------------|-------|-------------|-------|
| $\delta_1 - \delta_3$ | -5.1786 | -0.80 | -7.3686 ** | -1.98 | -16.7169 ** | -1.72 |
| $\delta_1 - \delta_4$ | 0.7385 | 0.45 | 3.1261 *** | 2.74 | 3.8178 ** | 2.73 |
| $\delta_3 - \delta_4$ | 5.9171 | 0.91 | 10.4939 *** | 2.72 | 20.5347 ** | 2.05 |

註：

1. 變數定義請參考表4-1。
2. *YR*為年度固定效果，因表格篇幅有限，故省略之。
3. 變數有預期符號者為單尾檢定，無則為雙尾檢定，***、**與*分別表示1%、5%與10%的顯著水準。

2. 樣本區分期間(接班前一年佈局)

根據主測試change model的結果可得知，接班前一年的佈局對於企業績效的影響較為顯著，因此，將樣本期間區分為接班前一年與接班後一年、接班前一年與接班後二年及接班前一年與接班後三年之change model。分別列示於表4-8之中，進行三個模型分析並檢測實證結果之穩健性。

從模型結果顯示，各個變數的方向性與主測試實證結果相同，除了接班人持股(SOWN)在模型一中不顯著(係數0.3237，t值0.17)，以及接班人任董監事職位數(SDIR)在模型一與二不顯著(係數-1.1689、-1.0541，t值-0.75、-0.77)之外，其餘變數皆達顯著水準，符合接班前一年的佈局對於接班後的企業績效影響較為顯著且持續，與主測試的實證結果相符，具有穩定性。

3. 替代依變數(企業績效為ROA)

本研究主要是以 ROE 及 Tobin's Q 作為企業績效的代理變數，可以反映出股東獲利與資本結構，以及反映企業的市場價值。為使研究結果更具穩定性，根據 Barber and Lyon (1996)所採用的會計績效指標，以稅前息前折舊前之資產報酬率(ROA)作為企業績效的替代指標，可以用來評估企業運用資產的獲利能力，比率越高則企業的投資管理能力越好，計算方式為稅前息前折舊前之常續性淨利除以平均資產總額，以百分比表示之。

以 ROA 作為替代變數後的實證結果，分別列示於表 4-9 及 4-10，在 level model 中替換後的實驗變數部分，接班人持股部分變成不顯著(係數為 0.0800，t 值 0.78)，但在表 4-10 的 change model 之中，可以看到接班人持股在模型二及三皆成顯著正相關，因此符合假說 H1a；核心經理人持股則變成顯著(係數為 0.2494，t 值 1.34)，change model 中的模型三也呈現顯著負相關，與主測試結果一致。

接班人具核心經理人資歷部分，在 level model 及 change model 的模型三皆達顯著正相關，符合假說 H2a；接班人兼任董監事在 level model 中為顯著負相關，符合主測試的結果；而核心經理人異動的部分，在兩模型中皆無看到顯著相關，推測在接班前的核心經理人異動，並不會直接影響接班後的企業投資決策；其餘控制變數的方向性與顯著性皆與主測試相同。整體而言，以 ROA 作為企業績效代理變數的實證結果具有穩健性。

表 4-8 敏感性測試之二 change model (接班前一年佈局)

$$\Delta PERF_{i,t+k} = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta SOWN_{i,t-j} + \gamma_2 \Delta MOWN_{i,t-j} + \gamma_3 \Delta SMA_{i,t-j} + \gamma_4 \Delta SDIR_{i,t-j} \\ + \gamma_5 \Delta MCH_{i,t-j} + \gamma_6 \Delta LEV_{i,t+k} + \gamma_7 \Delta SIZE_{i,t+k} + \gamma_8 STAY_{i,t+k} + \sum_{y=1}^{19} \theta_y YR_y + \varepsilon_{i,t}$$

| 變數名稱 | 預期符號 | 模型一 接班後一年 | | 模型二 接班後二年 | | 模型三 接班後三年 | |
|------------------|------|--------------|-------|--------------|-------|--------------|-------|
| | | 係數 | t值 | 係數 | t值 | 係數 | t值 |
| <i>Intercept</i> | | -15.9706 ** | -2.37 | -13.0673 *** | -2.38 | -0.7265 | -0.34 |
| <i>SOWN</i> | + | 0.3237 | 0.17 | 0.8235 * | 1.39 | 0.7891 ** | 1.70 |
| <i>MOWN</i> | + | -1.0241 ** | -1.68 | -1.7162 ** | -1.77 | -1.5938 ** | -1.78 |
| <i>SMA</i> | + | 24.8933 ** | 2.07 | 23.8853 ** | 1.97 | 22.1954 ** | 2.05 |
| <i>SDIR</i> | + | -1.1689 | -0.75 | -1.0541 | -0.77 | -1.7144 * | -1.41 |
| <i>MCH</i> | ? | 6.3492 * | 1.89 | 5.8252 * | 1.81 | 6.1970 * | 1.93 |
| <i>LEV</i> | ? | -0.6366 *** | -3.58 | -0.6593 *** | -4.27 | -0.5393 *** | -3.97 |
| <i>SIZE</i> | + | 17.4054 ** | 2.42 | 14.6086 ** | 2.23 | 11.4088 ** | 2.13 |
| <i>STAY</i> | + | 4.0536 * | 1.51 | 4.3558 ** | 1.72 | 3.5066 * | 1.57 |
| 樣本數 | | 173 | | 262 | | 345 | |
| R-squared(%) | | 34.40 | | 30.48 | | 26.34 | |
| F值 | | 2.42 *** | | 3.86 *** | | 4.08 *** | |

註：

1. 變數定義請參考表4-1。
2. *YR*為年度固定效果，因表格篇幅有限，故省略之。
3. 變數有預期符號者為單尾檢定，無則為雙尾檢定，***、**與*分別表示1%、5%與10%的顯著水準。

表 4-9 敏感性測試之三 level model(企業績效為 ROA)

$$PERF_{i,t+k} = \delta_0 + \delta_1 SOWN_{i,t-j} + \delta_2 MOWN_{i,t-j} + \delta_3 SMA_{i,t-j} + \delta_4 SDIR_{i,t-j} + \delta_5 MCH_{i,t-j} + \delta_6 LEV_{i,t+k} + \delta_7 SIZE_{i,t+k} + \delta_8 STAY_{i,t+k} + \sum_{y=1}^{19} \theta_y YR_y + \varepsilon_{i,t}$$

Panel A：企業績效level model

| 自變數 | 預期符號 | 模型一(ROE) | | | 模型二(ROA) | | |
|------------------|------|--------------|---------|-------|-------------|---------|-------|
| | | 係數 | 標準化係數 | t值 | 係數 | 標準化係數 | t值 |
| <i>Intercept</i> | | -45.2867 *** | | -4.26 | -16.1486 ** | | -2.33 |
| <i>SOWN</i> | + | 0.2541 ** | 0.0539 | 1.74 | 0.0800 | 0.0291 | 0.78 |
| <i>MOWN</i> | + | 0.3577 | 0.0438 | 1.12 | 0.2494 * | 0.0523 | 1.34 |
| <i>SMA</i> | + | 3.4790 ** | 0.0766 | 2.17 | 1.8135 ** | 0.0683 | 2.14 |
| <i>SDIR</i> | + | -0.8895 | -0.0414 | -1.17 | -0.6745 * | -0.0538 | -1.36 |
| <i>MCH</i> | ? | 0.7046 | 0.0141 | 0.40 | 0.2731 | 0.0094 | 0.28 |
| <i>LEV</i> | ? | -0.2375 *** | -0.2493 | -4.47 | -0.1290 *** | -0.2318 | -4.75 |
| <i>SIZE</i> | + | 3.7377 *** | 0.3307 | 6.22 | 1.9370 *** | 0.2933 | 5.76 |
| <i>STAY</i> | + | 4.3512 *** | 0.1227 | 3.15 | 2.9117 *** | 0.1405 | 3.50 |
| 樣本數 | | | 607 | | | 607 | |
| R-squared(%) | | | 16.41 | | | 14.49 | |
| F值 | | | 4.19*** | | | 3.91*** | |

Panel B：創辦人各項接班佈局變數之差異檢定

| 變數差異 | 係數 | t值 | 係數 | t值 |
|-----------------------|------------|-------|------------|-------|
| $\delta_1 - \delta_3$ | -1.7331 ** | -2.05 | -1.7335 ** | -2.07 |
| $\delta_1 - \delta_4$ | 1.1465 * | 1.58 | 0.7545 * | 1.58 |
| $\delta_3 - \delta_4$ | 4.3367 *** | 2.56 | 2.4879 *** | 2.53 |

註：

1. *PERF*分為ROE及ROA，是為企業績效；*SOWN*為接班人之持股比率；*MOWN*為核心經理人之持股比率；*SMA*為接班人曾任核心經理人之虛擬變數，有為1，無則為0；*SDIR*為接班人任董監事職位數；*MCH*為核心經理人是否異動，有為1，無則為0；*LEV*為負債比率；*SIZE*為公司規模，以總資產取自然對數；*STAY*為創辦人留任企業之虛擬變數，是為1，否則為0。
2. *YR*為年度固定效果，因表格篇幅有限，故省略之。
3. 變數有預期符號者為單尾檢定，無則為雙尾檢定，***、**與*分別表示1%、5%與10%的顯著水準。

表 4- 10 敏感性測試之三 change model(企業績效為 ROA)

$$\Delta PERF_{i,t+k} = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta SOWN_{i,t-j} + \gamma_2 \Delta MOWN_{i,t-j} + \gamma_3 \Delta SMA_{i,t-j} + \gamma_4 \Delta SDIR_{i,t-j} \\ + \gamma_5 \Delta MCH_{i,t-j} + \gamma_6 \Delta LEV_{i,t+k} + \gamma_7 \Delta SIZE_{i,t+k} + \gamma_8 STAY_{i,t+k} + \sum_{y=1}^{19} \theta_y YR_y + \varepsilon_{i,t}$$

Panel A：企業績效change model

| 變數名稱 | 預期符號 | 模型一 接班前三年 | | 模型二 接班前二年 | | 模型三 接班前一年 | |
|------------------|------|--------------|-------|--------------|-------|--------------|-------|
| | | 係數 | t值 | 係數 | t值 | 係數 | t值 |
| <i>Intercept</i> | | -2.2815 | -0.66 | -6.6963 ** | -2.18 | -4.1186 ** | -2.03 |
| <i>SOWN</i> | + | 0.4022 | 0.90 | 0.6666 ** | 1.67 | 0.7319 ** | 1.88 |
| <i>MOWN</i> | + | -0.0175 | -0.06 | -0.2905 | -1.14 | -0.5048 ** | -2.17 |
| <i>SMA</i> | + | 3.0104 | 1.19 | 2.4683 | 1.05 | 4.6492 ** | 1.86 |
| <i>SDIR</i> | + | 0.1289 | 0.16 | -0.5702 | -0.77 | -0.6704 | -0.93 |
| <i>MCH</i> | ? | 0.9207 | 0.66 | 0.1139 | 0.11 | 0.8950 | 1.15 |
| <i>LEV</i> | ? | -0.1956 *** | -4.09 | -0.1868 *** | -4.19 | -0.2061 *** | -4.76 |
| <i>SIZE</i> | + | 5.8719 *** | 4.30 | 4.8402 *** | 3.46 | 6.4745 *** | 4.06 |
| <i>STAY</i> | + | 1.3273 | 1.10 | 1.0495 | 0.99 | 1.1442 | 1.08 |
| 樣本數 | | 318 | | 407 | | 505 | |
| R-squared(%) | | 15.58 | | 14.27 | | 16.18 | |
| F值 | | 2.3584 *** | | 2.6489 *** | | 3.6982 *** | |

Panel B：創辦人各項接班佈局變數之差異檢定

| | | | | | | |
|-----------------------|---------|-------|----------|-------|-----------|-------|
| $\delta_1 - \delta_3$ | -2.6082 | -1.02 | -1.8017 | -0.76 | -3.9174 * | -1.56 |
| $\delta_1 - \delta_4$ | 0.2733 | 0.29 | 1.2367 * | 1.45 | 1.4023 ** | 1.69 |
| $\delta_3 - \delta_4$ | 2.8815 | 1.09 | 3.0384 | 1.23 | 5.3197 ** | 2.02 |

註：

1. 變數定義請參考表4-1。
2. *YR*為年度固定效果，因表格篇幅有限，故省略之。
3. 變數有預期符號者為單尾檢定，無則為雙尾檢定，***、**與*分別表示1%、5%與10%的顯著水準。

4. 控制前期企業績效

根據樣本區分期間的模型實證結果，接班前一年的佈局對於接班後的影響相當顯著且具持續性。為了讓實證結果更為嚴謹，考量企業的績效具有遞延的可能，將前一期的企業績效(ROE)納入控制變數，排除前期的企業績效對於接班的影響，意即檢測是否會因為接班前的企業績效好壞，而有不一樣的接班行為。

敏感性測試的結果列示如表 4-11，加入前一期的企業績效(L_ROE)作為控制變數後，此控制變數為顯著負相關，意旨前期的企業績效越差(越好)，接班後的企業績效越好(越差)；其他各實驗變數的顯著性及預期方向，依然維持與主測試相似的結果，代表排除前期績效的影響，接班前一年的佈局仍然有效地影響接班後的企業績效。意味著創辦人在接班安排上，不僅只是根據企業當時的績效好壞來考慮接班的時機，而是較為全面性的規劃調整，達到傳承與永續經營的接班計劃。



表 4-11 敏感性測試之四 change model (控制前期企業績效)

$$\Delta PERF_{i,t+k} = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta SOWN_{i,t-j} + \gamma_2 \Delta MOWN_{i,t-j} + \gamma_3 \Delta SMA_{i,t-j} + \gamma_4 \Delta SDIR_{i,t-j} + \gamma_5 \Delta MCH_{i,t-j} + \gamma_6 \Delta LEV_{i,t+k} + \gamma_7 \Delta SIZE_{i,t+k} + \gamma_8 STAY_{i,t+k} + \Delta L_ROE_{i,t+k} + \sum_{y=1}^{19} \theta_y YR_y + \varepsilon_{i,t}$$

| 變數名稱 | 預期符號 | 模型一 接班後一年 | | 模型二 接班後二年 | | 模型三 接班後三年 | |
|--------------|------|------------------|-------------|--------------|-------------|--------------|---------|
| | | 係數 | t值 | 係數 | t值 | 係數 | t值 |
| | | <i>Intercept</i> | -16.0006 ** | -2.44 | -12.6445 ** | -2.43 | -3.1995 |
| <i>SOWN</i> | + | 0.8773 | 0.45 | 0.8201 ** | 1.52 | 0.8069 ** | 1.82 |
| <i>MOWN</i> | + | -1.1473 * | -1.40 | -2.0152 ** | -1.83 | -1.8351 ** | -1.90 |
| <i>SMA</i> | + | 25.3465 *** | 2.34 | 22.9643 ** | 2.23 | 21.4915 *** | 2.35 |
| <i>SDIR</i> | + | -0.9633 | -0.64 | -0.4401 | -0.32 | -0.7819 | -0.68 |
| <i>MCH</i> | ? | 5.6463 * | 1.67 | 5.0528 | 1.53 | 5.8311 * | 1.74 |
| <i>LEV</i> | ? | -0.6441 *** | -3.50 | -0.7052 *** | -4.46 | -0.5834 *** | -4.13 |
| <i>SIZE</i> | + | 21.2755 *** | 2.98 | 20.4562 *** | 3.28 | 15.7970 *** | 2.79 |
| <i>STAY</i> | + | 2.8157 | 1.15 | 3.4183 * | 1.62 | 3.1880 * | 1.68 |
| <i>L_ROE</i> | | -0.2744 ** | -1.87 | -0.3529 *** | -3.02 | -0.3314 *** | -3.00 |
| 樣本數 | | 163 | | 251 | | 329 | |
| R-squared(%) | | 41.87 | | 43.01 | | 37.93 | |
| F值 | | 2.46 *** | | 4.07 *** | | 4.45 *** | |

註：

1. 變數定義請參考表4-1。
2. *L_ROE*：為前期企業績效。
3. *YR*為年度固定效果，因表格篇幅有限，故省略之。
4. 變數有預期符號者為單尾檢定，無則為雙尾檢定，***、**與*分別表示1%、5%與10%的顯著水準。

第五章 結論與建議

第一節 研究結論

有別於過去研究著重企業接班的過程與結果，本研究以台灣上市上櫃中的創始企業為研究對象，分別從持股比例改變及人事資源的調整兩方面，探討接班過程的佈局與企業績效之關係，從中瞭解企業創辦人對於接班佈局的考量。經過敏感性測試之後，主要的研究發現如下：

在所有權方面，(一)創始企業接班人持股比率與接班後的企業績效呈現顯著正相關，由level model跨公司比較可得知，接班人的持股比率越高，接班後的企業績效越好；進一步在change model趨勢分析中看出，越接近接班時點，提高接班人的持股率對於接班後的企業績效正向影響越為明顯，且在額外測試中也發現，此項因素的影響在接班後三年都能看到效果。(二)核心經理人持股則與接班後的企業績效為負相關，代表核心經理人持股越高，接班後的企業績效越低。在經極端值處理後的level model雖發現核心經理人持股愈高之公司，在接班後有較佳之績效，然而投資人給予負面評價，市場績效較差，意味著投資人恐憂心核心經理人股權過高抗衡接班人。進一步在change model 也發現，在接班前，核心經理人增加持股不利於接班後績效，此一效果在接班前一年較為明顯，並且對接班後三年間的績效都有負面影響。

在經營權方面，(一)接班人有核心經理人資歷，與接班後的企業績效為顯著正相關，意指接班人具備經營管理之資歷，能提高接班後的企業績效，無論在level model之中與change model中接班前各年度，以及在接班之後各年度皆能看到顯著的效果。(二)接班人兼任董監事職位與接班後的企業績效為負相關，表示當接班人兼任多家企業董監事，會降低接班後的企業績效。level model顯示，市場投資人對接班人於接班前兼任董事有所疑慮而予負面評價。另在change model中可以看到越接近接班時點效果越顯著，在接班前一年兼任的負面效果最為明顯，且接班後也持續不利於企業績效。(三)接班前核心經理人異動與接班後的企業績效為正相關，顯示接班前的經理人職位異動會正向影響接班後的企業績效，雖跨公司比較之level model並未發現接班前一年有經理人異動之公司，能有較好的接班後績效，但change model顯示，公司於接班前有經理人異動之人事調整，能明顯提高接班後的企業績效，且接班後此效果也持續存在。

第二節 管理意涵與研究貢獻

隨著時光流逝，目前許多台灣創始企業正面臨接班的問題，在接班的過程中如何規畫安排將會是企業一大挑戰，也關係著接班後企業績效之好壞。本研究希冀能從創辦人的視角，為了繼續維持企業營運，亦或是提升企業績效而歸納出一些接班佈局之要素，提供給未來將要執行接班計劃的企業做為參考。

根據本研究的實證結果，考量接班人在過渡時期，需樹立威信與掌握決策權，藉由提高其持股比率，對於推動企業決策或提升企業績效都將有所助益。此外，接班人曾有過擔任核心經理人的資歷，可以累積管理經驗，快速熟悉企業營運狀況，取得外界及內部員工的信賴，在接班後能創造較好的企業績效，亦獲投資人正面評價。本研究更進一步發現，相較於提高持股，此資歷對於接班後企業績效的影響較為重要且成效較佳。而就佈局的時機而言，經營管理能力之歷練則可及早安排，至於所有權之移轉佈局以接近接班時點為佳。

再者，接班時也須考量經營團隊的異動情形，為了在接班後能有煥然一新的形象，注入新的生力軍是為有效的方法，不僅為企業帶來新的思維，也能夠打造與新任接班人相輔相成的經營團隊，提高接班後的企業績效。然而，此一人事更迭不宜操之過急，以接班前一年進行最為合適。

相反地，當創始企業面臨接班時，接班人若兼任多家企業董監事，會因為身兼多職而過於忙碌，導致其本身無法全心投入接班過程，也因分身乏術無法取得外界有效的資源連結，造成接班後的企業績效變差。另一方面，核心經理人持有較高的股權雖增加對企業之凝聚，但恐與接班人之間產生抗衡力量，削弱企業績效，故為鞏固接班人職位安穩與獲取認同，基於企業利益考量，在所有權佈局上，仍應避免於接近接班時點出現核心經理人大幅增加持股情形。

基於前述實證結果之觀點，本研究主要貢獻如下：(一)台灣企業結構中，白手起家建立自己事業版圖的創始企業不在少數，為達到永續經營，創辦人面對接班時，如何傳承資源並延續權力是相對重要的議題，因此本研究從創始企業著手，更能觀察到接班前的佈局將影響接班後績效，其結果對於企業接班規劃應具有參考價值。(二)過去的文獻只針對特定企業進行個案分析或質性研究，未能適用整體企業現況，本研究採用多樣本的實證結果，歸納出較符合總體現象的接班安排。(三)在模型上，本研究除了進行普遍的跨公司間比較(level model)之外，進一步分析個別企業的年度趨勢變化(change model)，結果確實在兩種模型看見些微差異，較能精確提供企業在接班過程中各年度的佈局參考。(四)過去接班的相關研究鮮少區分企業所有權與經營權對接班的影響，但本研究發現

接班前所有權與經營權的變動，對於接班後企業績效係屬重要，無論在企業內部及外部投資皆重視此兩項指標的變化，趨勢分析中也能看見效果，這結果可提供後續研究者進行接班相關研究時一些參考之依據。

第三節 研究限制與建議

本研究以台灣上市櫃公司中完成接班之創始企業為主要樣本，探討接班策略之安排。相較於過去文獻多採用個案或訪談等研究方法，本研究從另一種角度來歸納接班之行為模式，使用公開之財務資訊及相關公司年報資料，希冀可以提供較為系統且易取得之研究方式。

研究期間設定為觀察創始企業接班的前3年間所有權與經營權的變化，藉以探討對接班後企業價值的影響，但實際上，企業在接班前所需準備的時間長短難以從公開資訊中判斷，因此3年的觀察期或許無法準確捕捉各個接班企業開始佈局的時間點，而影響分析結果。

此外，本研究觀察各創始企業接班時，內部結構的變化，對於企業價值之影響。但以集團企業的接班而言，旗下子公司群是否也會有相對應的調整以配合集團接班布局，進而影響接班後之企業績效，實則有賴後續相關研究探討。

另一方面，關於創始企業接班時職位上之調度，以接班前是否有核心經理人異動之虛擬變數來衡量，較不易捕捉到經理人去留的動機，是否為了接班之考量而調整人事異動，抑或是核心經理人出自本身的意志而離職，為本研究之限制。此變動關係到整個企業內部的派系及權力的消長，未來研究若能尋求更準確之衡量變數，便能提高此議題之完整性。

參考文獻

- 天下雜誌，2012，「台灣 30 大集團接班」獨家關鍵報告。網址：
<http://www.cw.com.tw/article/article.action?id=5030947>
- 林美姿，張經義。遠見雜誌，2005，為老店換新血替老臣開新店。網址：
http://www.gvm.com.tw/Boardcontent_11300.html
- 林瓊瀛，2013，3 大挑戰決定台灣家族企業興衰。網址：
<http://www.pwc.tw/zh/challenges/corporate-governance/corporate-governance-20130813.jhtml>
- 王元章，張椿柏，2012，核心代理問題對盈餘管理之影響。會計審計論叢，2(2):69-113。
- 王曉雯，吳明政，2011，替換類型與市場競爭對總經理異動宣告股東財富之影響。人文及社會科學集刊 23 (2):1-35。
- 吳建明，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 29 (3):279-305。
- 李馨蘋，呂奇潔，2012，領導結構會影響公司績效嗎？會計與公司治理 8 (2):27-49。
- 林明謙，2001，股權結構、董事組成對大股東介入股市行為影響之研究，金融研究所，輔仁大學，新北市。
- 林穎芬，洪晨桓，陳羽甄，2011，家族與非家族企業之總經理替換與相對績效的關聯-以台灣上市公司為例。管理評論 30 (3):25-47。
- 俞海琴，周本鄂，1994，臺灣地區上市公司董監事、關係人持股比率和公司托賓 Q 關係之研究。管理評論 13 (1):79-98。
- 陳明園，張家萍，2006，高階經理人薪酬變動之決定因素。經濟論文叢刊 34(3):285-316。
- 張力，林翠蓉，侯啟娉，馬文利，2010，所有權型態、經理人行為與總經理異動關係之實證研究。
- 許崇源，李怡宗，林宛瑩，鄭桂蕙，2003，控制權與盈餘分配權偏離之衡量（上）。楊子江，司徒達賢，黃俊英，1988，策略性組織關聯與事業風險及財務報酬關係之研究-企業董監事連結策略的應用。管理評論 7:131-151。
- 楊朝景，2010，家族接班人對企業興業價值影響之研究。高階經營管理研究所碩士在職專班，國立高雄應用科技大學，高雄市。
- 葉銀華，1999，家族控股集團、核心企業與報酬互動之研究-台灣與香港證券市場之比較。管理評論 18 (2):59-86。
- 虞邦祥，林月雲，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 2 (2):109-153。
- 劉若蘭，許永聲，劉力維，2014。在不同生命週期下董事會組成特性對公司經營績效之影響。會計評論 (58):133-165。

- 鍾喜梅，林佳慧，2009，家族集團接班資源與角色鑲嵌關係：網絡觀點之初探。
組織與管理 [創業與家族企業] 專刊 2 (2):157-195。
- 鍾喜梅，葉家豪，2010，家族連結、政商關係與多角化擴張：台灣家族集團的
跨時分析。組織與管理 3 (1):67-106。
- 蘇靜怡，2006，台灣家族型態之中小企業接班問題的探討，管理學院碩士在職
專班國際經貿組，國立交通大學，新竹市。
- Agrawal, A., and G. N. Mandelker. 1987. Managerial incentives and corporate
investment and financing decisions. *The Journal of Finance* 42 (4):823-837.
- . 1990. Large shareholders and the monitoring of managers: The case of
antitakeover charter amendments. *Journal of financial and Quantitative
Analysis* 25 (02):143-161.
- Ambrose, D. M. 1983. Transfer of the family-owned business. *Journal of Small
Business Management* 21 (1):49-56.
- 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):1301-1327.
- Astley, W. G., and P. S. Sachdeva. 1984. Structural Sources of Intraorganizational:
Power: A Theoretical Synthesis. *Academy of Management Review* 9
(1):104-113.
- Berle, A. A., and G. G. C. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private
Property*: Transaction Publishers.
- Bertrand, M., S. Johnson, K. Samphantharak, and A. Schoar. 2008. Mixing family
with business: A study of Thai business groups and the families behind them.
Journal of Financial Economics 88 (3):466-498.
- Birley, S. 1986. Succession in the family firm: The inheritor's view. *Journal of
Small Business Management* 24:36.
- Chung, K. H., and S. W. Pruitt. 1996. Executive ownership, corporate value, and
executive compensation: A unifying framework. *Journal of Banking &
Finance* 20 (7):1135-1159.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. H. Lang. 2000. The separation of ownership and
control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58
(1):81-112.
- Clayton, M. C., J. C. Hartzell, and J. Rosenberg. 2005. The Impact of CEO
Turnover on Equity Volatility. *The Journal of Business* 78 (5):1779-1808.
- Cohen, B. D., and T. J. Dean. 2005. Information asymmetry and investor valuation
of IPOs: Top management team legitimacy as a capital market signal. *Strategic
Management Journal* 26 (7):683-690.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. 1999. Corporate governance, chief

- executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3):371-406.
- Dahya, J., A. Lonie, and D. Power. 1996. The case for separating the roles of chairman and CEO: An analysis of stock market and accounting data. *Corporate Governance: An International Review* 4 (2):71-77.
- Daily, C. M., and D. R. Dalton. 1992. Financial performance of founder-managed versus professionally managed small corporations. *Journal of Small Business Management* 30 (2):25-34.
- Denis, D. J., and D. K. Denis. 1995. Performance changes following top management dismissals. *The Journal of Finance* 50 (4):1029-1057.
- Devanna, M. A., N. M. Tichy, and C. J. Fombrun. 1984. Strategic human resource management.
- Dyer, W. G. 2006. Examining the “family effect” on firm performance. *Family Business Review* 19 (4):253-273.
- Edwards, J. S., and A. J. Weichenrieder. 1999. Ownership Concentration and Share Valuation: Evidence from Germany: EPRU Working Paper Series.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*:301-325.
- Fan, J. P., and T. J. Wong. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33 (3):401-425.
- 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.
- Fich, E. M., and Shivdasani, A. 2006. Are busy boards effective monitors?. *The Journal of Finance* 61(2):689-724.
- Habib, M. A., and A. Ljungqvist. 2005. Firm Value and Managerial Incentives: A Stochastic Frontier Approach. *The Journal of Business* 78 (6):2053-2094.
- Hambrick, D. C., and S. Finkelstein. 1987. Managerial discretion: A bridge between polar views of organizational outcomes. *Research in Organizational Behavior*.
- Hambrick, D. C., and P. A. Mason. 1984. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review* 9 (2):193-206.
- Herrmann, P., and D. K. Datta. 2002. CEO successor characteristics and the choice of foreign market entry mode: An empirical study. *Journal of International Business Studies*:551-569.
- Hill, C. W., and S. A. Snell. 1989. Effects of ownership structure and control on corporate productivity. *Academy of Management Journal* 32 (1):25-46.
- Hitt, M. A., and B. B. Tyler. 1991. Strategic decision models: Integrating different

- perspectives. *Strategic Management Journal* 12 (5):327-351.
- Jayaraman, N., A. Khorana, E. Nelling, and J. Covin. 2000. Research Notes and Commentaries CEO Founder Status and Firm Financial Performance. *Strategic Management Journal* 1224:1215-1224.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Agency Costs and the Theory of the Firm. *Journal of Financial Economics* 3 (4):305-360.
- Jensen, M. C., and R. S. Ruback. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11 (1):5-50.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance* 54 (2):471-517.
- Lansberg, I. 1988. The succession conspiracy. *Family Business Review* 1 (2):119-143.
- Lausten, M. 2002. CEO turnover, firm performance and corporate governance: empirical evidence on Danish firms. *International Journal of Industrial Organization* 20 (3):391-414.
- 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.
- Leland, H. E., D. H. Pyle, and R. Brealey. 1977. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance* 32 (2):371-387.
- Lentz, B. F., and D. N. Laband. 1990. Entrepreneurial success and occupational inheritance among proprietors. *Canadian Journal of Economics* 23 (3):563-579.
- Lindenberg, E. B., and S. A. Ross. 1981. Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of Business* 54 (1):1-32.
- Liu, Y.-S. 2007. Family Control, CEO Power and CEO Succession in Taiwan. *Sun Yat-Sen Management Review* 15(4):103-137.
- Longenecker, J. G., and J. E. Schoen. 1978. Management succession in the family business. *Journal of Small Business Management* 16 (3):1-6.
- Lu, J. W., and P. W. Beamish. 2004. International diversification and firm performance: The S-curve hypothesis. *Academy of Management Journal* 47 (4):598-609.
- Lipton, M., and Lorsch, J. W. 1992. A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer* 59-77.
- Mehran, H. 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 38 (2):163-184.
- Mizruchi, M. S. 1996. What do interlocks do? An analysis, critique, and assessment

- of research on interlocking directorates. *Annual Review of Sociology* 22:271-298.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20:293-315.
- Myers, S. C. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5 (2):147-175.
- Nicholson, G. J., M. Alexander, and G. C. Kiel. 2004. Defining the social capital of the board of directors: An exploratory study. *Journal of Australian New Zealand Academy of Management (JANZAM)* 10 (1):54-72.
- Oswald, S. L., and J. S. Jahera. 1991. The influence of ownership on performance: An empirical study. *Strategic Management Journal* 12 (4):321-326.
- Shen, W., and A. A. Cannella. 2002. Revisiting the performance consequences of CEO succession: The impacts of successor type, postsuccession senior executive turnover, and departing CEO tenure. *Academy of Management Journal* 45 (4):717-733.
- 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.
- Tallman, S., and J. Li. 1996. Effects of international diversity and product diversity on the performance of multinational firms. *Academy of Management Journal* 39 (1):179-196.
- Villalonga, B., and R. Amit. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80 (2):385-417.
- Wu, W.-p., and A. Leung. 2005. Does a micro-macro link exist between managerial value of reciprocity, social capital and firm performance? The case of SMEs in China. *Asia Pacific Journal of Management* 22 (4):445-463.
- Yeh, Y. h., T. s. Lee, and T. Woidtke. 2001. Family control and corporate governance: Evidence from Taiwan. *International Review of finance* 2 (1-2):21-48.
- Zahra, S. A., and J. A. Pearce. 1989. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management* 15 (2):291-334.
- Zajac, E. J. 1990. CEO selection, succession, compensation and firm performance: A theoretical integration and empirical analysis. *Strategic Management Journal* 11 (3):217-230.
- Zantout, Z. Z., and G. P. Tsetsekos. 1994. The wealth effects of announcements of R&D expenditure increases. *Journal of Financial Research* 17 (2):205-216.