

家族接班人對企業興業價值影響之研究

The impact of family succession on the economic value of corporate venturing

翁鶯娟

國立高雄應用科技大學企業管理系助理教授

yjwong@cc.kuas.edu.tw

楊朝景

國立高雄應用科技大學高階經營管理研究所研究生

chaojing_yang@email.eternal-group.com

摘要

在現今競爭激烈的企業環境中，企業為了達到永續經營的目標，不斷在找尋企業成長的機會，而企業興業(合資與併購)在過去這幾年來一直是企業外部成長的主要選擇策略。本研究主要在探討 CEO 繼承(有繼承與無繼承)與 CEO 來源(家族與非家族繼承 CEO)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 與興業績效間關係之影響。本研究結果發現當公司已有繼承發生時，對興業績效為正向影響。如繼承 CEO 為家族成員時，對興業績效為負向影響。此外，繼承 CEO 的特殊資產，不論是高等教育程度或經驗皆對家族與非家族繼承 CEO 對興業績效有正向干擾效果。

關鍵字：興業績效、家族繼承、CEO 特殊資產

Abstract

In today's competitive business environment, enterprises in order to achieve the goal of sustainable management, and constantly looking for opportunities for business growth, while the Industrial Enterprises (joint venture with M & A) in the past few years has been the main choice of business strategy for external growth. This study focuses on CEO succession (with no inheritance and succession) and the CEO sources (family and non-family successor CEO) of the Industrial Performance of, and joined the CEO as the interference of particular personal assets to further investigate the family of CEO personal and non-specific assets family inheritance relationship between CEO and the performance impact of Societe Generale. This study found that inheritance occurs when a company has, for the positive impact on the Industrial Performance. If the family members inherit the CEO of Societe Generale as the negative impact performance. In addition, the special assets of CEO succession, whether the high level of education or experience are non-family succession on the family and the CEO of Societe Generale has a positive moderating effect of performance.

Keywords: Industrial performance, family inheritance, CEO Special Assets

壹、緒論

企業興業一向是企業繼承人所面臨的核心議題，也是策略管理重要的研究課題。企業繼承人(Chief executive officers ,CEO) 在組織中的至關重要性，是因他可以直接控制公司和企業的策略和結構。儘管 CEO 發揮組織重要資源的作用，但 CEO 的繼任過程仍然面臨組織管理的挑戰和成果。之前許多研究已發掘出事業接班人的相關知識，但這些研究主要集中在繼任計劃 (Miller, 1985)，CEO 繼任效能成果 (Nohria, 1996) 和股票的市場反應組織成效，而迄今為止的實證有關的組織成果與總體營業績效尚無一致性結論。當公司各方逐漸呈現穩定成熟的狀態時，如何維持既有地位並持續成長，且同時開創新的成長元素更顯重要。因此，對於公司未來的規劃與發展，該如何擬定與執行才能再創造下一波成長高峰，是高階經營者必須深思的核心議題。企業興業提供企業成長解決之道，透過企業興業，公司可革新現有核心事業、強化既有事業並整合有利資源擴展企業版圖或者

逐漸取代鈍化的舊事業。

許多研究顯示，CEO 的繼任成效在組織間有一種不好的循環，並認為過渡與不穩定的領導均影響公司業績下降。其他學者也提出了不同公司營業額與接班 CEO 績效之間的關聯幾乎是很少或沒有，實證分析亦顯示接班與績效無關 (Brown, 1985)。然而，一些研究發現，CEO 繼任後可以改善公司業績。以往繼任 CEO 對績效影響並無一致性結論，本研究將以企業興業可進一步探討繼任 CEO 對績效影響為何？

文獻顯示，企業興業可讓公司辨識新的機會，獲取新的能力，進入新事業，提高公司獲利能力及未來的成長與績效，它可以透過企業興業活動來衡量 (Guth & Ginsberg, 1990; Zahra, 1995)。企業興業幫助企業創造新的能力，充分利用現有資源能力，從而達到組織成功，之前的研究顯示成功的企業興業與價值緊密聯繫在一起。在這項研究中，我們試圖補充此領域研究，聚焦探討家族接班人對公司宣告企業興業時對股價有何影響。

過去針對績效影響的文獻中，大多數只針對家族企業或非家族企業對企業興業價值的影響，鮮少加入接班人的因素來探討。創新可以提升其企業之經營績效，促使一家企業在未來的財務績效上擁有潛力，為了使企業擁有競爭優勢，興業的行為或活動將關係到公司未來的發展與生存，因此本研究將探討：1. 繼承 (CEO) 對企業興業價值是否產生影響。2. 繼承 (CEO) 為家族成員與非家族成員對企業興業價值的影響。3. 繼承 CEO 的特殊資本作干擾，探討家族企業接班人對企業興業價值會有何影響？

貳、文獻探討

本章節的主要目的，擬由企業是否進行接班行為去探討其對企業興業價值的影響，並深入剖析研究接班者為家族成員或非家族成員對企業興業績效又有何影響。再進一步探討家族企業的接班 CEO 的特殊才能，對企業興業價值又會有何差異的影響，並且據以推導出研究假說並進行實證研究。

一、企業興業

在全球化的經濟社會中，企業擴張事業版圖追求成長的過程裡，購併是企業用來達成目標的最常見手段之一。而在面對陌生的市場時，由於對於市場的不確定性以及風險、成本等考量因素，企業也往往會在目標市場中找尋能夠和自身資源發揮最大綜效 (Synergy) 的企業，透過購併來做為進入新市場的進入策略。

企業興業的定義是指併購與合資。首先，Killing (1983) 定義合資是二個以上的公司創造一家新的公司，且每個參與的公司都擁有股權及董事席位。Geringer (1988) 則認為合資是指兩個或兩個以上的母公司，對於所共同創造出來的子公司，超越一般公司的投資活動及決策活動。Hennart (1988) 認為合資是指合併兩家或兩家以上公司的資產和服務。Hennart (1991) 更指出，合資控制的股權介於 5%~95%，高於 95% 以上為獨資經營 (Wholly-owned)，低於 5% 以下即失去合資色彩。綜合以上學者理論可歸納合資是指兩家或多家公司間共同出資、利潤共用、風險共擔，組建新企業進入新的市場領域，如聯合利華就是 20 世紀 20 年代由英荷合資組建的公司；除此之外，還有許多企業合作的形式，如技術的許可證，對某一合同的聯合投標，特許權經營或其他短期或長期的合同等。

1950 年代期間，隨著多國籍企業的興起，許多企業開始將組織擴張，形成了分公司或分部到處林立。1960 年代，公司開始尋求外部擴張機會，造成了大規模的購併活動，一直到現在。除了購併活動之外，近年來，另一受到注目的則是合資。近年來，企業興業 (合資與併購) 是公司在採行擴張策略中重要的考量，對公司而言，採行企業興業最重要的目的是改善長期營運績效及降低風險。(見陳信翰 2011) 而現在企業中，購併最講求的便是綜效 (Synergy)。所謂綜效，便是企業要讓購併案產生一加一大於二的效果。透過規模經濟及範圍經濟，企業購併後可以共享部分資源，例如人力資源部門、財務會計部門等等，達到更高的效率 (Sorescu、Chandy & Prabhu, 2007)。若是購併企業和購併目標的資產整合，能夠發揮更好的結果。企業在購併的過程中，也可以不斷地自先前的購併案學習到更多；購併對象越大，能夠得到的也就越多，而且可以藉由購併案中所學的經驗，在往後的購併中做更有效率的整合並且獲得更多好處 (Zollo & Singh, 2004, Vermeulen & Barkema, 2001)。而在合資企業中，原始企業及被合資或併購企業之間的資歷、經驗、規模、互信程度及文化差異等等，更是影響雙方購併後

的效率及知識獲得的重要因素(Park, Giroud, Mirza & Whitelock, 2008)。

接著許多研究顯示，企業興業投資涉及製造或獲取一個新的組織，或產生新的資源，進入新業務或新市場(Block and MacMillan, 1993; Zahra, 1995 & 1996)。綜合各個學者對企業興業的定義，本研究認為對企業興業的主要目的為組織內產生不同於既有事業領域的新事業，此新事業可以存在於現有組織中或是脫離組織成立獨立的個體，進而拓展母公司原有的核心能耐創造新競爭優勢。

二、繼承之定義

繼承在字面上的意思來解釋，可以被解讀成由前一個世代移轉至下一個世代，有接任或是交棒的意味，是一種權力的移轉，創始者將其權力移轉至接班者之過程，使得繼承者藉由此權力將企業持續的發展下去，但權力之移轉並非一時片刻就能達成，在這長時間移轉的過程中，繼承者將持續培養自己的管理與決策能力，並鞏固其地位。Lansberg (1988) 認為，繼承不僅僅只是名義上繼承其企業領導人的職位，還包括了此職位之人際關係與權力關係轉變等。

在現今的社會，企業要如何可以永續經營下去，企業後代的成員背負著傳承創辦者 CEO 的無形資產之使命，但在這麼艱澀的任務下，許多利害關係人對於繼承者的能力抱著遲疑的態度，或是希望能找個專業經理人來執行管理企業的核心特殊資產。企業的創辦者在任期內時就該考慮到此點，對於繼承者之選拔 (Raveendra Chittoor, Ranjan Das, 2007)，可以將家族成員與非家族成員共同培養、選拔、競爭合作、激勵與監督糾正的行為及制度。CEO 繼承是一種權力的移轉，藉由此權力將企業持續的發展下去 Lansberg (1995)。由以上論述，本研究推導假設一。

H1：CEO 繼承對企業興業具有正向的影響。

三、家族繼承 CEO 對興業影響

家族所有權與繼承的資產價值保護、界限及轉讓是難以分割的 (Alchian, 1987)。這些資產包括無形資產(如利益關係人、意識形態資產)，由家庭成員或共同創始人共同管理。我們預期資產特殊性促使轉移成本高，因此可能在家庭繼承及家族所有權高比例時，對整體演替過程將會是表現不彰之原因。林坤池 (1986) 將接班分成文化方面、親族的血緣方面、財產遺產方面或是職業地位方面來探討，探討如下：(1) 文化遺產及特殊家族文化的繼承。(2) 對於父系或母系社會等親族組織的血統繼承。(3) 對於家族財產的繼承，也就是遺產繼承。(4) 對上一代社會職業的地位歸屬之繼承。在許多關於家族企業的研究中，皆有提到家族企業為了永續經營下去，將會遇到家族企業接班問題 (le Breton-Miller, Miller and Steier, 2004)，根據荷蘭銀行的統計，亞洲的家族企業中，通常只有三成的家族企業可以成功地交給第二代接棒經營，且只有不到一成的家族企業可以成功傳承至第三代，我們可以想像的到家族企業順利接班的困難。

接著針對興業活動的特殊性而言，首先，企業本身擁有共同管理技能、創造力、領導魅力、秘密配方、聲譽及商業或與政治關連的生存競爭優勢。這些特定的資產，是企業家難以輕易學到或在自由市場上可以買賣得到的 (Alchian, 1987)。其次，創業活動往往大量耗費企業家的個人時間、精力與金融資本，然而附加價值高公司的企業家，由於他們的專業興趣和投入，但如果沒有對等的收益率，意識形態 (如強烈的個人興趣) 將承擔這些活動的相關風險。最後，創業活動往往涉及到較強的團隊合作精神。當所需的財力和人力資本投入都很大時，超出了個人企業家可以負擔的範圍，朋友或家庭成員往往都會成為勞動和金融資本的貢獻者 (Alchian, 1987)。

綜合上述專業資產和家族關係貢獻的成功創業活動中，當企業出現困難時，這些資產將會被轉移到個人或組織上。但其中不同於標準化流程可轉讓的資產，在組織內或在購買和出售市場時，專門資產的產權是難以分割、評估和轉讓的 (Alchian, 1987)。但是不是所有的專業資產都是無形的，例如，一個有思想、聲譽商業和政治聯繫所特有的創始人及難以資本化的專業經理人，甚至自己的兒子。另外，即使在標準化流程的業務領域，家庭成員或業務合夥人可以對他們個人的糾紛，產生高成本的內訌，最終難以對組織團隊經營績效產生回饋作用。因此，由於專業化資產轉移困難，我們希望持續集中觀察所有權和控制權的資產，從而使價值資產得以保

存。

非家族成員較家族成員具有創業家的精神，對組織有較高的風險承擔，且具有幹勁與創造力，較能夠快速因應市場需求與環境的變化，而創造改變，去從事企業興業(合資與併購)，來追求組織成長與未來發展(David Wan et al., 2005)由以上論述，本研究推導假設二。

H2：非家族繼承 CEO 對企業興業績效具有正向之影響

四、繼承 CEO 的特殊資產

在研究繼承 CEO 時，由於不同的世代環境及時空背景，其繼承 CEO 所受到的教育水準、家族壓力、解決方針、經營理念與經濟問題等都有一些許之不同處，Raveendra Chittoor & Ranjan Das (2007) 提出繼承者的教育水準、本身的能力、外部的經驗與公司內部學徒的工作經驗，將對繼承後之經營表現有很深的影響。Joseph P.H. Fan, Ming Jian, and Yin-Hua Yeh (2007) 也認為繼承者的教育水平與其本身一些相關工作經驗會影響其決策經營績效，本研究將這些相關因素加以分析與整理並且提出探討，其如下：

(一)經驗

創始者為了培育繼承者，許多創始者皆希望接班者能有基層員工做起(徐慶雲，1992)，培育繼承者對企業管理的興趣與能力，先對公司的內部環境與工作流程有相當的瞭解，並且累積一些相關的工作經驗。我國多數的企業在創業設立初期，因為人員不足與人手短缺的問題，使得許多繼承者很早就參與了企業的經營與管理，同時也熟悉了企業的文化、價值觀，並培養與發展企業所需的各種能力。也因先進入企業，繼承者也較早體驗企業經營所帶來的報酬與工作滿足感，培養對企業經營管理的興趣。

(二)教育程度

許多企業的繼承者，因生長在優渥的家庭環境背景下，許多人皆有良好的教育水準，或者有更多的機會到國外去接受不同文化的教育洗禮，影響繼承者的個性更為的有主見，以及見解也更為的獨到，並且相較於創始者，繼承者也較有宏觀的思想。Morris (1997) 的實證研究表明，繼承者的教育水平對繼承後的企業經營績效會產生積極的影響。Goldberg (1996) 的研究顯示，有效的繼承人大多擁有大學學位，而無效的繼承人往往只有高中文憑。由此可之繼承者倘若皆受過高等教育，對於現今之管理知識、經營概念與學習能力等，都將使得繼承者對未來企業長遠的經營發展有所幫助。

教育程度可以用來衡量 CEO 的知識基礎及專業技術能力，有些學者指出，受較高教育之決策者在處理資訊的過程當中擁有較佳的能力，同時也比較能夠接受創新。個人教育程度之高低可以反映在其所擁有的知識及技能上，教育程度愈高的經理人，對於模糊性的容忍度較大也較有能力去整合複雜的資訊與活動，故相對於教育程度較低經理人而言，較能察覺公司在策略上所需要的一些變革和改進。由以上論述，本研究推導假設三。

H3a：繼承 CEO 的特殊才能(教育程度)作干擾，家族繼承 CEO 對企業興業價值上會具有正向影響。

H3b：繼承 CEO 的特殊才能(經歷)作干擾，家族繼承 CEO 對企業興業價值上會具有正向影響。

參、研究方法

本章首先根據研究目的提出研究架構，接著介紹本研究的研究對象與資料的蒐集方式，然後定義本研究的研究變數與其衡量方式，最後介紹本研究的研究分析方法。

一、研究架構

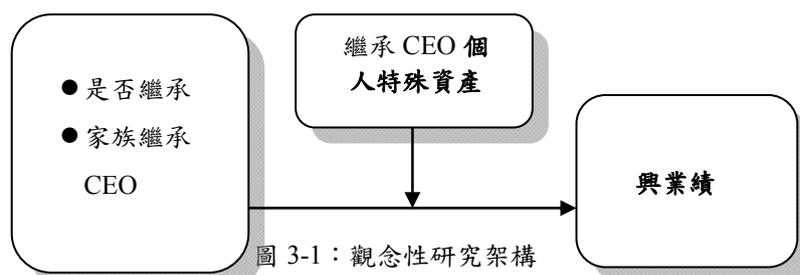


圖 3-1：觀念性研究架構

二、應變數的衡量

事件研究法 (Event Study) 提供了一個有效的方法對事件發生或資訊反應的方式，來衡量對股價所產生之異常變動，其變動之比率稱為異常報酬率 (Abnormal Returns)，此資訊可以用來了解證券價格與特定事件是否有關連，所有異常報酬皆須設立虛無假設，如果事件沒有發生，則該證券之預期報酬之變動，接者以事件發生後，該證券之實際報酬率減去預期報酬率，所得到之異常報酬率作為衡量事件發生對該證券報酬所造成之影響。

(一) 事件研究之流程

首先需確認欲研究的事件與資訊。其又可區分為同類事件與單一事件，以本研究所主要探討為家族接班人對企業興業價值之影響—以 CEO 個人特質為干擾效果為例，是屬於同類事件，係指在不同證券間之研究事件是相同的，但彼此發生的時間點有所不同。而單一事件則係指事件發生之日期相同，在統計應用上，同類事件也較單一事件穩定 (Henderson, 1990)。接著是要確定事件日。事件日係指市場接收到該相關資訊之時間點，而非事件實際發生的時點，本研就是以公司發佈企業興業公告日為事件日。

估計期係指以特定期間資料來建立預期模式，並且該期間不受特定事件之影響與干擾，以該期間來建立預期報酬模式，但估計期之資料長度無客關之標準，倘若估計期太短則可能會影響模型之預測能力；太長則可能出現模型不穩定之狀況，大多設定為 100 天至 300 天，本研究之估計期設為事件日之前 31 個交易日至事件前 200 個交易日。

事件期係指，將估計期之資料來建立預期模式，預測受特定事件或資訊影響之期間。本研就是以公司宣佈企業興業公告之事件，對股價異常報酬之變化，將事件期訂為事件日之前 30 個交易日至事件後 30 個交易日。

(二) 異常報酬之評估方法

本研究是採用 Brown and Warner (1985) 的市場模型 (Market Model) 來衡量預期之異常報酬，期模型如下：

$$E(R_{it}|I_{t-1}, R_{mt}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

$E(R_{it}|I_{t-1}, R_{mt})$ ：企業 i 在第 t 日之報酬率。

I_{t-1} ：有用資訊。

R_{mt} ：市場投資組合 m 在第 t 日之報酬率。

α_i ：迴歸係數，表示截距。

β_i ：迴歸係數，表示證券 i 的系統性風險。

(三) 家族企業繼承之虛擬變數

1、是否繼承

許多創始者 CEO，因著眼於過去的成功而忽略未來環境的變化，造成了短視行為，但對於企業興業來說，組織學習能力是一個重要的決定因素，企業可以透過組織學習，讓組織在面對各種環境變遷，能夠擁有不斷改善組織與創新的能力。所以本文訂定，當企業有繼承時，虛擬變數為 1，否則為 0。

2、家族繼承 CEO

本文將繼承者分為家族成員或非家族成員繼承。(David Wan et al., 2005) 指出，風險承擔度越高、所擁有的創造力也越高，並且藉由高的創造力來從事企業興業行為活動，也能較快速因應市場環境的改變。而在過往研究中，非家族成員較家族成員較有風險承擔之能力。所以本文訂定，當家族企業的接班者為家族成員時，虛擬變數為 1，否則為 0。

(四) CEO 的特殊資本之虛擬變數

本研究採用 Joseph P.H. Fan, Ming Jian, and Yin-Hua Yeh (2007) 對於接班 CEO 的特殊資本做衡量。

【1】經驗

接班 CEO 所擁有相關工作經驗或是內部工作經驗，是屬於一種個人的特殊才能，繼承者可以藉由這種個人特殊能力，形成一種關鍵資源，並且組織可以使用關鍵資源來創新，所以本文訂定，倘若在繼承前有擔任過公司內部之主要幹部為有相關經驗，虛擬變數為 1，否則為 0。

【2】教育水準

接班者大多受過完好的教育，且大多數皆有出國深造之經驗，因此擁有豐富國際觀，在繼承者有較多元化（如經驗、教育水準）的個人才能，將會有更高水準的企業興業。所以本文訂定，接班者擁有學士學位或以上之學位為高教育程度，虛擬變數為 1，否則為 0。

三、控制變數

（一）公司規模（SIZE）

公司規模大小通常被認為是很重要的，其會影響企業的管理決策與組織學習。企業之規模與負債水準呈正相關。據此，公司規模(SIZE) $\equiv \text{Log}(\text{總資產帳面價值})$ ，而該數值愈大表示公司規模愈大。投資人對資訊較少的公司會要求風險溢酬，而許多機構投資人及財務分析師較注意大公司之資訊，因此小公司公開的資訊相對於大公司較少；小規模公司通常較無效率且財務槓桿較高，因此較不易獲得外部融資，故小規模公司風險較大，公司營運困難度較高；Fama 和 French 則提出公司規模與其獲利能力有關，小規模公司的盈餘通常較低。

公司規模 = 總資產帳面價值取自然對數

（二）公司成立年數（AGE）

公司成立年數，許多學者皆提出企業的年齡與創新是有相關性的（Calantone, Cavusgil, & Zhao, 2002;）。在以往的研究中，年輕的企業普遍對創新有更多的投入，因為他們會引進新的產品，建立一些特殊的新技術。有此可以得知，企業的年齡大小與創新宣告後的市場反應呈正相關。

公司成立年數 = 公司開業經營的年數

（三）負債比率（LEV）

負債比率可分為帳面與市場負債比率，以帳面價值計算較能真正反映出公司實質從外部獲得的資源，且採市場價值負債比率較容易受公司本身特性影響負債比率(Debt)：係以企業負債帳面價值相對於資產總值之比率來做衡量。舉債得以產生稅盾(tax shields)，進而增加公司價值（Miller, 1963）。再者，Jensen(1986)主張舉債所產生之利息與本金償付將迫使公司管理階層支付現金，減少自由現金流量(free cashflows)，進而避免過度投資(over-investment)；因此負債融資得以提升公司價值。但另一方面，舉債使得公司股東之投資收益必須與債權人分享，導致股東不願進行新的投資案（即使是具正淨現值之投資計畫），產生投資不足(under-investment)問題(Myers, 1977)，減損公司價值。因此，本文控制負債比率，並據以探討其對樣本公司興業績效之影響。

負債比率 = 負債總額 ÷ 資產總額

肆、證實分析

一、研究樣本

本研究是以台灣證券交易所的上市公司與證券營業櫃檯的上櫃公司作為研究對象，研究期間為1997年至2011年，初步取得上市上櫃公司之企業興業事件樣本共計453筆。企業興業事件定義為合資與併購。文獻建議企業興業投資涉及公司的銷售產品或服務。因此，沒有銷售過，需要一個新的組織來實現這一目標。興業活動，如併購，使企業或合資企業收購或合併的新資源，如設備，人員，或知識，並創建一個新的組織來實現新的目標市場和產品。例如，併購使企業進入一個新的業務領域或新市場的迅速發展。因此，投資在合資企業和併購是重要的活動，因為新的企業風險投資機構，技術，產品或市場的結果往往是這類投資（Block and MacMillan, 1993; Chesbrough, 2002; Zahra, 1995 & 1996）。資料來源主要取於新聞知識庫、台灣經濟新報與公開資訊觀測站。

依據所有樣本，再將其樣本分類為家族企業或非家族企業取自於台灣經濟新報資料庫(TEJ)；而分類繼承事件的與否及內部或外部之繼承之資料取自於公開資訊觀測站之台灣上市上櫃公司股東會年報。

根據表 4-1 的企業興業分佈年限總表中，以 2001 年宣告企業興業事項為最多，有 74 筆，佔 16.336%，且宣告企業興業事項有逐年遞減之跡象。接著，由表 4-2 企業興業產業別彙總表中，興業宣告大多集中於電子工業產業，有 77 筆，佔總比率的 16.998%，其電子產業包含了半導體、電腦週邊、光電、通訊網路、電子零件組、資訊服務及其它電子等。

表 4-1 企業興業分佈年限彙總表

年	次數	百分比	累積百分比
1997	13	2.870%	2.870%
1998	15	3.311%	6.181%
1999	20	4.415%	10.596%
2000	8	1.766%	12.362%
2001	74	16.336%	28.698%
2002	45	9.934%	38.631%
2003	66	14.570%	53.201%
2004	24	5.298%	58.499%
2005	39	8.609%	67.108%
2006	16	3.532%	70.640%
2007	56	12.362%	83.002%
2008	8	1.766%	84.768%
2009	14	3.091%	87.859%
2010	43	9.492%	97.351%
2011	12	2.649%	100%
總和	453	100%	

表 4-2 企業興業產業別彙總表

產業	次數	百分比	累積百分比
食品	10	2.208%	2.208%
塑膠	15	3.311%	5.519%
紡織	20	4.415%	9.934%
電機	40	8.830%	18.764%
電器電纜	8	1.766%	20.530%
化學生技醫	45	9.934%	30.464%
玻璃	34	7.506%	37.969%
造紙	24	5.298%	43.267%
鋼鐵	39	8.609%	51.876%
橡膠	51	11.258%	63.135%
汽車	14	3.091%	66.225%
電子工業	77	16.998%	83.223%
貿易百貨	33	7.285%	90.508%
綜合與其他	43	9.492%	100%
總和	453	100%	

二、研究結果

(一)、敘述性統計

在表 4-3 呈現所有企業興業之基本敘述統計，首先，以家族企業繼承事件方面，平均數為 42.8%，顯示國內上市櫃興業之家族企業繼承事件發生有四成三；其次，在家族繼承 CEO 中，平均數為 17.2%，顯示國內上市櫃興業之家族企業，在發生繼承事件中，僅一成七是內部成員繼承，其中有八成三是外部成員繼承，原因是現代企業的經營是以專業經理人專業化的趨勢取得競爭優勢，即所謂「傳賢不傳子」的概念。

表 4-3 樣本敘述性統計量

年	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
1.是否繼承	0.428	0.000	1.000	0.000	0.495
2.家族繼承 CEO	0.172	0.000	1.000	0.000	0.378
3.規模大小	7.313	7.220	9.250	5.330	0.751
4.成立年數	28.898	27.000	65.000	5.000	13.448
5.負債比率	38.228	39.320	93.350	4.270	13.761

(二)、相關性分析

為了避免共線性問題影響分析之結果，本研究進行變數間之相關性分析。其結果例於表 4-4，結果顯示皆小於 0.6 為中度相關。

表 4-4 樣本相關性分析

年	1	2	3	4	5
1.是否繼承	1.000				
2.家族繼承 CEO	0.527***	1.000			
3.規模大小	0.204***	0.091*	1.000		
4.成立年數	0.318***	0.222***	0.099**	1.000	
5.負債比率	-0.113**	-0.019	0.182***	-0.045	1.000

註：()內為 t 值，***顯著水準 1%，**顯著水準 5%，*顯著水準 10%

(三)、假設檢定

本研究將樣本進行迴歸分析，並先用變異數膨脹係數(variance inflation factor,VIF)確認其自變數是否具有共線性之問題，因如有共線性問題時，將導致迴歸模型錯誤，其結果皆介於 1 至 2 之間，遠小於 10，故整體而言，本研究各實證模型之自變數與控制變數間，並沒有共線性的問題。

本研究主要在探討企業繼承及繼承 CEO 的來源對興業績效的影響，期將分為兩個模式來作探討，分別為：(1)企業繼承與非繼承、(2)是否為家族繼承 CEO。實證結果列示於表 4-5 複迴歸式中，模式(1)的結果顯示，企業若有繼承事件將對興業績效有顯著的正相關，符合本研究假說 H1；模式(2)的結果顯示，企業繼承者若為非家族成員對興業績效有顯著的正相關，符合本研究假說 H2。在控制變數對興業績效的影響，本研究在迴歸模型分析法下，模式(1)的結果顯示，其中企業的規模大小對興業績效呈現不顯著的正相關，因為規模較小的公司面臨資訊不對稱與較高的交易成本，且容易受限於外部資本市場，故會遭受到融資限制。然而公司規模與策略型態有關，規模愈大，代表企業在產業中具有一定的地位與影響力，較有機會獲取超額利潤，為企業創造更高的價值。雖然規模大小沒有顯著，但與當初預測的方向是一致的。而成立年數與負債比率對興業績效顯示績效呈現顯著的正相關，其中負債比率則是用來衡量公司的債務負擔，檢視公司向外融資及債息支付能力的大小，負債比率對興業績效顯示績效呈現顯著的正相關。

表 4-5 樣本之迴歸分析

特性	預期符號	模式(1)	模式(2)
是否繼承	+	1.794(5.453)***	
家族繼承 CEO	-		-0.868(-2.065)**
規模大小	+	-0.270(-1.292)	-0.001(-0.006)
成立年數	+	0.013(1.109)	0.038(3.177)***
負債比率	-	0.004(0.390)	-0.005(-0.431)
調整後判定係數		0.071	0.018
F 統計量		9.539***	3.110**
樣本數		453	453

註：()內為 t 值，***顯著水準 1%，**顯著水準 5%，*顯著水準 10%

在表 4-6 與表 4-7 顯示繼承 CEO 的特殊資本對興業績效影響的差異分析中，首先，以高(低)教育程度為例，其平均數依高低排序，最高為高學歷和非家族繼承 CEO (0.949)、高學歷和家族繼承 CEO (0.594)、低學歷和非家族繼承 CEO (0.520)、最低為低學歷和家族繼承 CEO (0.356)。其次，以有(無)相關經驗為例，其平均數依高低排序，最高為有相關經驗和非家族繼承 CEO(0.917)、有相關經驗和家族繼承 CEO(0.852)、無相關經驗和非家族繼承 CEO(0.813)、最低為無相關經驗和家族繼承 CEO(0.610)。因此，由實證結果得知高教育程度與有相關經驗皆有正向的干擾；而低教育程度與無相關經驗皆有負向的干擾。

最後，在控制變數對興業績效的影響，本研究在複迴歸模型分析法下，其中表 4-8 與 4-9 結果顯示，在高(低)教育程度及有(無)相關經驗下，家族繼承 CEO 及規模大小對興業績效皆呈現不顯著的正相關。家族企業的傳承計劃中，接班人通常從小就受家族行業影響而接受相關的教育與培訓計劃，接班人也並獲得足夠的特殊生產技能與一般管理技巧、品牌知名度與人脈關係等因此家族接班人學歷與能力繼承對興業績效有不顯著的正相關。而成立年數與負債比率對興業績效皆呈現顯著的正相關，其所有變數實證結果 1.企業若有繼承事件將對興業績效有顯著的正相關，2.家族企業繼承者若為非家族成員對興業績效有顯著的正相關，3.企業的規模大小對興業績效呈現不顯著的正相關，4.成立年數對興業績效顯示績效呈現顯著的正相關，5.負債比率對興業績效顯示績效呈現顯著的正相關，與當初預測的符號(表 4-5)是一致的。

表 4-6 針對教育程度的高低，檢視家族繼承 CEO 對興業績效影響的差異分析

	家族繼承 CEO		非家族繼承 CEO		組間差異
	平均數	標準差	平均數	標準差	t 值
高教育水準	0.594	0.337	0.949	0.187	-1.799
低教育水準	0.356	1.362	0.520	0.457	-2.520**

表 4-7 針對有無相關 CEO 的經驗，檢視家族繼承 CEO 對興業績效影響的差異分析

	家族繼承 CEO		非家族繼承 CEO		組間差異
	平均數	標準差	平均數	標準差	t 值
有相關經驗	0.852	2.754	0.917	3.447	-1.356
無相關經驗	0.610	3.457	0.813	3.032	-2.593**

註：***顯著水準 1%，**顯著水準 5%，*顯著水準 10%

表 4-8 針對教育程度的高低，檢視家族繼承 CEO 對興業績效影響的迴歸分析

特性	預期符號	高教育程度	低教育程度
家族繼承 CEO	—	-1.119(-0.615)	-3.548(-2.622)**
規模大小	+	0.061(0.263)	0.124(0.243)
成立年數	+	0.042(3.472)***	0.034(0.601)
負債比率	—	-0.004(-0.358)	-0.010(-0.206)
調整後判定係數		0.029	0.050
F 統計量		3.966***	1.744
樣本數		395	59

註：()內為 t 值，***顯著水準 1%，**顯著水準 5%，*顯著水準 10%

表 4-9 針對有無相關 CEO 的經驗，檢視家族繼承 CEO 對興業績效影響的差異分析

特性	預期符號	有相關經驗	無相關經驗
家族繼承 CEO	—	-0.928(-0.932)	-0.840(-2.352)**
規模大小	+	-0.124(-0.527)	0.487(0.358)
成立年數	+	0.036(2.768)***	0.066(2.451)**
負債比率	—	-0.012(-0.946)	0.025(0.855)
調整後判定係數		0.017	0.049
F 統計量		2.670**	1.853
樣本數		384	67

註：()內為 t 值，***顯著水準 1%，**顯著水準 5%，*顯著水準 10%

小結

綜合上述結果，本研究發現首先企業若有繼承事件將對興業績效有顯著的正向的影響，故本研究結果支持假設H1：CEO繼承對企業興業具有正向的影響。其次，家族企業繼承者若為非家族成員對興業績效有顯著的正向的影響。故本研究結果支持假設H2：非家族繼承CEO對企業興業績效具有正向之影響。再來，繼承CEO教育程度對企業興業價值上會具有正向影響，本研究結果支持假設 H3a：繼承CEO的特殊才能(教育程度)作干擾，繼承CEO對企業興業價值上會具有正向影響。最後，繼承CEO的經歷對企業興業價值上會具有正向影響。本研究結果支持假設H3b：繼承CEO的特殊才能(經歷)作干擾，繼承CEO對企業興業價值上會具有正向影響。而繼承CEO特殊資本的干擾對繼承與企業興業間關係的影響，實證結果發現如將以高(低)教育程度來區分，最高為高學歷和非家族繼承CEO、其次為高學歷和家族繼承CEO、接著為低學歷和非家族繼承CEO、最低為低學歷和家族繼承CEO。接著，家族CEO與非家族CEO以有(無)相關經驗為例，有相關經驗和非家族繼承CEO>無相關經驗和非家族繼承CEO>無相關經驗和非家族繼承CEO>無相關經驗和家族繼承CEO。因此，繼承CEO的特殊資產，不論是在高(低)教育、有(無)經驗與內外部的交互作用對興業績效有正向影響。最後，在控制變數對興業績效的影響，本研究在複迴歸模型分析法下均呈現正相關，此一企業繼承與否型態與普遍企業對繼承CEO興業績效的認知顯然相同。

伍、結論與建議

一、結論

在現今競爭激烈的企業環境中，企業為了達到永續經營的目標，不斷在找尋企業成長的機會，而企業興業

(合資與併購)在過去這幾年來一直是企業外部成長的主要選擇策略。本研究主要在探討其繼承 CEO 對興業績效之影響，且也加入 CEO 個人特殊資產作為干擾。本研究先將所有興業樣本分為家族與非家族，再將其家族企業分為繼承與無繼承事件，最後再藉由繼承 CEO 的個人特殊資產去作干擾，探討對企業興業績效的影響。

在實證結果(複迴歸分析)中，首先，家族有繼承事件對企業興業績效有正向的影響，符合本文假說 H1。原因是繼承 CEO 不僅著重於成功且願意為提升企業經營績效而改變，因此樂意進行企業興業策略。其次，繼承 CEO 為非家族成員較家族成員有較高之企業興業績效，符合假說 H2。一般而言，非家族成員較家族成員具有創業家的精神，對組織有較高的風險承擔，且具有幹勁與創造力，較能夠快速因應市場需求與環境的變化，而創造改變，去從事企業興業(合資與併購)，來追求組織成長與未來發展。接著，以繼承 CEO 特殊資本(教育程度)作干擾，在內外部繼承對興業績效上，高(低)教育程度有顯著的正(負)向干擾效果，符合的 H3a 假說。因教育程度被視為和個人對於事物的接收能力、模糊的容忍程度、資訊處理能力與事物的判斷和評估是息息相關的。教育程度愈高的 CEO 愈有處理複雜資訊、分析新情勢和辨別不同方案的能力。同時高教育程度不僅微著在該領域擁有較為豐富的學識，而且在學習歷程中地培養了對事件思考、分析的能力，進而在面對新事物態度上傾向主動。因此本研究認為當 CEO 的教育程度愈高時，可增強在處理企業進行合資或併購前後所產生額外成本與風險的能力。最後，以繼承 CEO 特殊資本(相關經驗)作干擾，在內外部繼承對興業績效上，有(無)相關經驗有顯著的正(負)向干擾效果，符合 H3b 假說。因為擁有較高相關經驗的 CEO，其邏輯思考能力較佳，或者可以從先前的經驗來學習，將此學習能力用於企業，將會有較高的經營績效能力。企業在進行擴張的策略決策時，通常是由 CEO 或最高決策者來主導，因此 CEO 經驗的多寡能夠降低或避免策略選擇的不確定性及錯誤，且會影響到企業的市場營運及應付競爭的信心。

二 研究限制

本研究有若干限制有以下數點，而這些均可作為未來後續研究繼續努力之處，首先，本研究只針對家族繼承事件、內外部繼承、及繼承 CEO 的個人特殊資本等三個主要變項作探討，在企業興業績效上，仍有許多其它因素值得加以考量，例如：獲利率等。第二，本研究之異常報酬，僅採用市場績效指標來衡量，可充分反映出企業興業事件對企業績效的重要性。

三 研究建議

(一)、後續研究者可進一步探討企業繼承對興業長期績效的影響。

(二)、本研究以企業興業為研究對象，以 CEO 的特殊資產為干擾，因此建議後續的研究可將 CEO 的國際工作經驗加入分析，使繼承 CEO 對企業興業績效影響將更嚴謹明確。

參考文獻

一、中文部分

- [1] 林坤池(1986)，國內家族企業接班人培育之研究，工業技術研究院工程技術研究所碩士論文。
- [2] 徐慶雲(1992)，家族企業的繼承問題—國內家族企業繼承人的培育，國立台灣大學商學研究所碩士論文
- [3] 陳信翰(2011) 企業購併策略之個案分析—以 eBay 公司在中國市場為例國立台灣科技大學 MBA 碩士論文

二、英文部分

- [1] Alchian, A., and S. Woodward., 1987, "Reflections on the Theory of the Firm", *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 143, 110-136
- [2] Block, Z. & I.C. MacMillan. (1993) *Venturing with Corporate Venture Capital*, Harvard Business School Press, Boston.
- [3] Brown, S. J. and J. B. Warner (1985). 'Using daily stock returns: the case of event studies', *Journal of Financial Economics*, 14, pp. 3-31.

- [4] Calantone, R. J., Cavusgil, S. T. & Yushman (2002), Learning Orientation, Firm Innovation capability, and firm performance. *Industrial Marketing*
- [5] Collins, M.O. (2005) "A powerful business model for capturing innovation", *Management Services*, 49(2):37-39.
- [6] Geringer, J.M., and L. Hebert, 1988, *Joint venture partner selection: Strategies for developed countries*. West port, Conn: Quorum Books
- [7] Guth, W. D. & Ginsberg, A. (1990) "Guest editors' introduction: corporate entrepreneurship", *Strategic Management Journal*, 11(5):5-15.
- [8] Henderson, G. V. Jr. (1990), Problems and solutions in conducting event studies. *Journal of risk and insurance*, 57, 282-306
- [9] Hennart, J.F., 1988, *A Theory of Multinational Enterprise*, Univ. of Michigan Press, Ann Arbor, Mi
- [10] Hennart, J.F., 1991, "The Transaction Costs Theory of Joint Ventures: An Empirical Study of Japanese Subsidiaries in the United States", *Management Science*, 37, 483-497
- [11] Joseph P.H. Fan, Ming Jian, and Yin-Hua Yeh (2007), *Succession: the Roles of Specialized Assets and Transfer Costs*, Working paper.
- [12] Killing, J.P., 1983, "Strategies for Joint Venture Success", New York: Praeger
- [13] Lansberg Ivan, (1995), The succession conspiracy. *Family business review*, vol.1, no.2
- [14] Lansberg, I. 1988. The succession conspiracy. *Family Business Review*, 1(2): 119-143.
- [15] Le Breton-Miller, I., Miller, D. And Steier, L., (2004), Toward an integrative model of effective FOB succession. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28, p305-328.
- [16] Miller, D. and Friesen, P., 1985. "Innovation in Conservation and Entrepreneurial Firms: Two Models of Strategic Management", *Strategic Management Journal*, Vol.3, p1-25.
- Myers, S. and N. Majluf., "Corporate Financing Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221
- [17] Nohria, N. & Gulati, R. (1996) "Is slack good or bad for innovation?", *Academy of Management Journal*, 39(5):1245-1264.
- [18] Park B.I., A. Giroud, H. Mirza & J. Whitelock, (2008), Knowledge Acquisition And Performance: The Role of Foreign Parents In Korean IJVs, *Asian Business & Management*, p11-32.
- [19] Raveendra Chittoor, Ranjan Das, (2007), Professionalization of Management and Succession Performance—A Vital Linkage, *Family Business Review*, 603-615.
- [20] Sorescu A.B., R.K. Chandy & Prabhu, (2007), Why some acquisitions do better than others: Product capital as a driver of long-term stock returns, *Journal of Marketing Research*, p57-72.
- [21] Vermeulen F., (2007), Bad Deals: Eight warning signs that an acquisition may not pay off, *MIT Sloan Management Review*.
- [22] Zahra, S.A., 1995. "Corporate Entrepreneurship and financial Performance: The Case of Management Leveraged Buyouts", *Journal of Business Venturing*, Vol.10, p225-247
- [23] Zollo M. & H. Singh, (2002), Deliberate Learning In Corporate Acquisitions: Post- Acquisition Strategies And Integration Capability In U.S. Bank Mergers. *Strategy Management Journal*, p1233-1257.