

家族成員繼承 CEO 對宣告公司、競爭對手公司與上下游產業的影響

The Impact of Family Succession On Announcers, Competitors, Suppliers and Corporate Customers

翁鶯娟¹ (國立高雄應用科技大學企業管理系助理教授)

Email : yjwong@kuas.edu.tw

許碧芬² (國立高雄應用科技大學企業管理系研究所研究生)

Email : a0989371749@gmail.com

摘要

本研究以 2001 年至 2012 年台灣的上市公司作為樣本，以事件研究法探討 CEO 異動宣告對宣告公司、競爭對手公司、上游產業及下游產業之股價異常報酬影響，並利用迴歸分析家族成員為新任 CEO 時，對宣告公司、競爭對手公司、上游產業及下游產業的股價異常報酬影響。最後進一步檢測市場力量與網絡關係是否干擾家族成員繼承 CEO 之宣告與宣告公司之股價異常報酬之間的關係。本研究發現，家族成員為新任 CEO 時，對宣告公司、上游產業、下游產業的異常報酬為負向影響，對於競爭對手公司的異常報酬為正向影響。再加入市場力量和網絡關係探討其干擾效果時，發現家族成員為新任 CEO 時，對宣告公司異常報酬之負向影響，在市場力量大和網絡關係佳的情況下，可減弱 CEO 異動對於宣告公司異常報酬之負向影響。

關鍵詞：CEO 異動、供應鏈、競爭者、市場力量、網絡關係

Keywords: CEO Turnover、Supply Chain、Competitors、Market Power、Network Ties

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

在激烈的市場競爭下，隨著現代經濟發展情勢的改變，為了取得規模經濟與範疇經濟的競爭優勢，企業組織規模越來越大，隨著公司規模的成長，公司經營者的持股比率也不斷的下跌，公司的經營型態漸漸由「經營權與所有權結合」慢慢轉變為「經營權與所有權分離」，在所有權與經營權分離的狀況下，儘管股東是公司真正的所有者，然而真正影響公司重要決策的卻是公司的經理人，其中總經理更為公司的靈魂人物，舉凡公司重要的投資決策或經營策略，均須經過總經理的同意或由其所主導，使總經理的經營績效表現對公司股東財富消長之影響力提高，對公司來說總經理的地位、專業管理素質與能力相對顯得重要。因此公司經營績效之好壞，總經理著實扮演了重要的角色。

Berry, Bizjak, Lemmon and Naveen(2006)認為總經理聘任是重要決策，總經理適任與否將會攸關企業營運成敗。適任總經理將可為企業營運帶來獲利榮景，不適任總經理錯誤決策則可能導致企業走向衰敗。另一方面，Clayton, Hartzell and Rosenberg(2005)認為總經理異動(CEO turnover)是個相當重大事件，總經理異動將會對組織營運方向與獲利能力產生一定程度影響(Beatty and Zajac, 1987)。古典財務理論認為公司股價為未來現金流量(獲利)之折現值；當資本市場知道總經理被董事會替換之訊息後，此項訊息將可能會影響投資人對該公司獲利前景持有不確定性看法，並進而改變投資決策行為(例如投資人在宣告公司股價上進行反應與調整)(王曉雯, 2011)。

當企業宣告採取替換總經理決策時，資本市場可能會評估此替換決策對公司未來獲利的影響，並在股價上給予反應。然而，截至目前為止，過去的研究大多是 CEO 的異動宣告對於宣告公司的財富效果的影響，卻鮮少有文獻探討 CEO 異動對於宣告公司、其競爭對手公司及其上下游產業的股價影響。

因此，本研究將 CEO 繼承者分為家族成員與非家族成員，探討家族成員擔任 CEO 之宣告，對宣告公司及競爭對手公司及上下游產業的股價影響。此外，本研究加入市場力量與網絡關係為干擾變數，探討宣告公司的市場力量與 CEO 的網絡關係是否會影響 CEO 異動宣告與宣告公司異常報酬之間的關係。

第二節 研究目的

本研究試圖了解家族成員繼承 CEO，對於宣告公司、競爭對手公司與上下游產業的股價影響。並加入兩個干擾變數，分別為宣告公司的市場力量及 CEO 的網絡關係，進一步探討宣告公司的市場力量與 CEO 的網絡關係是否會影響 CEO 異動宣告與宣告公司異常報酬之間的關係。具體而言，本研究的目的如下：

1. 家族成員繼承 CEO 時，對宣告公司股價之影響。
2. 家族成員繼承 CEO 時，對競爭對手公司股價之影響。
3. 家族成員繼承 CEO 時，對上游產業股價之影響
4. 家族成員繼承 CEO 時，對下游產業股價之影響。
5. 宣告公司的市場力量是否會影響 CEO 異動宣告與宣告公司異常報酬之間的關係。
6. CEO 的網絡關係是否會影響 CEO 異動宣告與宣告公司異常報酬之間的關係。

第二章 文獻探討與研究假說

第一節 家族成員繼承 CEO 之宣告，對宣告公司之影響

家族成員為新任 CEO 時，因其在家族企業裡的角色定位及責任並不太明確 (Flamholtz, 1986 and Vrics, 1993)，且家族企業通常會指派家族成員擔任 CEO，不論其能力是否會對公司績效有貢獻，因此可能會阻礙企業的發展並降低公司績效 (Yammeesri and Lodh, 2006)。Vancil (1987) 亦指出指派家族成員擔任 CEO 並不是一個可以改善公司績效的適當方式。

另外，家族成員為新任 CEO 時，可能會由於家族利益和企業利益之間有衝突，家族利益優於企業利益時，家族企業在經營績效較差的情況下將擁有更多誘因尋求個別家族的利益，而忽略公司整體利益，而家族利益和企業利益之間所產生的緊張關係與矛盾，且家族和企業規範之間可能會在分配管理職務、或其他資源分配上產生衝突與矛盾 (Harry Levinson, 1971; Barnes and Hershon, 1976; and Ivan Lansberg, 1983)，這些皆會導致家族 CEO 在繼任後的表現不佳，使得公司績效變差。根據 Lansberg (1983) 描述，創辦人常必須要選擇聘用或解雇一位不稱職的家族成員，此舉會破壞他們之間良好的家族關係，而這些緊張的關係，於繼任時往往會特別嚴重，可能會對公司績效有所損害 (Christopher Christiansen, 1953; Elaine Kepner, 1983)。而林穎芬等學者 (2011) 亦認家族控制型公司為了鞏固自己的地位，仍然會以家族控制下所選擇的家族高階主管擔任 CEO，經營政策主要還是受到家族成員的控制而不會有重大改變，管理品質也難以因高階主管的撤換而有所不同，對績效的改善也就無甚助益。Charles & Gareth (2004) 亦指出，公司的內部 CEO 可能深受公司原有的經營方式所影響，所以很難跳脫原有的框架而採用不同的方式處理公司遭遇的問題，對績效的改善也就無甚助益。

此外，家族 CEO 是從有限的人才庫中被選出來的 (Burkart, Panunzi and Shleifer, 2003; Pérez-González, 2006)，因此家族的 CEO 繼承人在管理能力上可能會有不足之處。Barth, Gulbrandsen, and Schone (2005) 亦提出實證說明家族 CEO 表現不如非家族 CEO，主要是因為家族 CEO 的能力不如非家族 CEO。Karra et al., (2006) 則認為，家族企業常面臨人力資源不足的問題，當家族控制股東推派家族成員擔任 CEO 時，公司績效傾向受損。Francisco (2006) 指出，許多公司選擇新任 CEO 是基於家庭關係而不是在其有何優點上，因此較不會考慮到其是否可勝任 CEO 職位，當家族 CEO 候選人的選擇範圍越小時，其不適任或無法勝任的潛在成本會越高，因此不但會提高公司策略的失敗率，也會為公司帶來較差的績效。他並指出，家族 CEO 的年齡通常會比非家族 CEO 還年輕；公司指派家族成員為 CEO 時，其績效與公司非家族 CEO 相比之下，家族 CEO 的績效會明顯有較差的表現。Smith and Amoako-Adu (1999) 亦指出家族 CEO 通常較年輕，所以較缺乏管理經驗及較少建立聲譽，其真正的管理能力無法知曉，可能會帶來預期的負面股價反應。

Scott, Mason and Steven (2011) 亦指出，當家族 CEO 之前並沒有擔任 CEO 的經驗或年紀太輕時，在此背景之下，即使公司的董事會認為他們選了一位非常好的繼承人，但這並不能保證市場對於此 CEO 異動宣告會有正向的股價反應。因 CEO 的職位與其他職位有明顯地差異 (Kesner and Sebora, 1994)，如果家族繼承人從來沒有擔任過 CEO 的經驗，或是家族繼承人較為年輕，可能較不被外界認為其有豐富的管理經驗，股東可能會擔心他無法勝任 CEO 的職務，董事會將會擔心市場的投資者並不了解為什麼董事會要選這位家族成員擔任 CEO 的原因 (Steven Boivie et.

al., 2011), 市場亦可能會對此感到不確定性, 而外部投資人也會因此對公司績效產生不確定性, 使得公司的資金成本提高, 導致宣告公司的獲利降低、績效變差。

而近年來的研究亦顯示家族成員繼承 CEO 時, 其公司績效有大幅下降的趨勢 (Morck et al., 2000; Pérez-González, 2006; Villalonga and Amit, 2006)。而有些研究 (Morck, Shleifer and Vishny, 1998; Smith and Amoako-Adu, 1999; Lauterbach and Vaninsky, 1999) 亦指出, 家族成員繼承 CEO 在公司績效方面會有負向的影響。Morck and Strangeland (1994) 提出公司若被創始人的繼承人控制時, 與產業內其他企業相比, 其獲利能力較低, 是因為創辦人後裔通常只遺傳到部分企業家精神, 家族企業競爭力常隨著後裔總經理接班而遞減 (Morck et al., 2000)。Barclay and Holderness (1989) 認為當家族成員擔任公司 CEO 時, 外部投資人因無法真正掌握公司, 投資意願減少將降低公司股價上漲的機會。Pérez-González (2001) 也指出家族繼承人會損害公司績效並持續表現不佳。Schulze, Lubatkin and Dino (2003) 也提出, 家族 CEO 掌控公司時, 將嚴重傷害公司績效。Barth et al. (2005) 也指出家族成員繼承 CEO 時, 會使公司生產力降低, 公司的績效亦會降低, 對公司會有負向的股價影響。

然而, 較成功的公司可能會擁有一些競爭優勢, 這些競爭優勢可以是企業家的卓越管理能力、創造力、領導者的個人魅力、聲譽或政商關係。這些資產對企業家而言都是特殊的資產, 特殊資產的移轉很困難, 因為其他新任的 CEO 不可能快速的學習到這些技能或在市場上自由買賣這些特殊資產 (Fan, Jian and Yeh, 2007)。公司的特殊資產包括無形資產, 如與利害關係人之間的關係、意識形態、由家族成員或共同創辦人共同管理的資產。與標準化資產不同, 標準化資產可以在組織內被轉讓及在市場上被買賣, 特殊資產的財產權很難去分割、估價及轉讓 (Alchian, 1965, 1969)。例如, 一個創辦人在企業裡的思想、聲譽及政治關係對創始人而言都是具有特殊性的, 這些特殊資產難以被其他經理人或甚至是自己的子女所利用或繼承, 因此資產的特殊性會導致很高的轉移成本 (Fan, Jian and Yeh, 2007), 因此, 特殊資產的財產權很難去分割、估價及轉讓 (Alchian, 1965, 1969), 所以這些前任 CEO 所遺留下來的特殊資產較不容易被繼承, 這些特殊資產的價值亦較不可能被有效地保存, 在 CEO 轉移之後, 可能會有許多公司價值及特殊資產的價值在繼任過程中大量損耗 (Fan, Jian and Yeh, 2007), 因此可能會導致公司於 CEO 繼承過程中, 使公司績效不佳。

因此, 當家族成員繼承 CEO 時, 因為前任 CEO 的特殊資產的財產權很難去分割、估價及轉讓給其他繼承人 (Alchian, 1965, 1969), 所以前任 CEO 所遺留下來的特殊資產難以被自己的子女或其他經理人所利用或繼承, 因此新任 CEO 可能較沒辦法好好地接收前任 CEO 所遺留下來的特殊資產, 而這些特殊資產的價值當然就較不會被有效的保存, 所以在 CEO 轉移之後, 可能會有許多公司價值及特殊資產的價值在繼任過程中大量損耗 (Fan, Jian and Yeh, 2007)。由此可知, 家族繼承人在繼承過程中, 較無法完全接收前任 CEO 所遺留下來的特殊資產, 如卓越管理能力、創造力、領導者的個人魅力、聲譽、與員工之間的關係、思想等, 而員工可能會較不適應新任 CEO 的管理方式或領導風格, 甚至質疑新任 CEO 的能力與知識是否對公司會有貢獻, 且家族的 CEO 繼承人在管理能力上可能會有不足之處 (Burkart, Panunzi and Shleifer, 2003; Pérez-González, 2006), 或家族 CEO 較年輕, 所以較缺乏管理經驗 (Brian and Ben, 1999), 因此可能會使組織績效變差, 當投資人知覺到宣告公司績效將變差, 宣告公司績效較差將會反應在股價上, 對宣告公司的異常報酬為負向影響。因此假設家族成員為宣告公司新任 CEO 時, 對宣告公司的異常報酬為負向影響。

H1: 家族成員為新任 CEO 時, 對宣告公司的異常報酬為負向影響。

第二節 家族成員繼承 CEO 之宣告, 對競爭對手公司之影響

CEO 異動宣告對競爭對手股價之影響, 本研究以競爭效果為探討 CEO 異動宣告對競爭對手股價反應之理論。在相同產業中, 產業內發生之事件, 若會改變產業中的競爭平衡性, 則該事件對競爭對手公司具反向影響, 此反向影響稱為競爭效果 (Competitive Effect), 即當宣告公司釋放出 CEO 異動的訊息的時候, 宣告公司與競爭對手公司之異常報酬會呈反向變動。例如: CEO 異動若會增加公司的績效及競爭力時, 可為公司在未來的環境中建立競爭優勢 (Greiner and Bhambri, 1989), 使得產業的競爭會越趨激烈, 這對於競爭對手較為不利, 會進而影響其競爭對手之競爭能力, 則此 CEO 異動宣告對競爭對手公司的營運及股價會產生不利的影響。

由於家族 CEO 是從有限的人才庫中被選出來的 (Burkart, Panunzi and Shleifer, 2003; Pérez-González, 2006), 因此家族 CEO 在管理能力上可能會有不足之處, 且家族 CEO 較年輕, 所以較缺乏管理經驗 (Brian and Ben, 1999), Francisco (2006)亦指出, 當可接受的家族 CEO 候選人的選擇範圍越小時, 其不適任或無法勝任的潛在成本會越高。因此不但會提高公司策略的失敗率, 也會為公司帶來較差的績效。因此可能會使組織績效變差, 對宣告公司的異常報酬為負向影響, 因此家族成員擔任 CEO 較無法成功帶領組織進行變革, 本身的競爭能力與績效無法有效提升 (Schulze et al., 2001), 較無法在未來的環境中建立競爭優勢 (Greiner and Bhambri, 1989), 這對於競爭對手較為有利, 會進而影響其競爭對手之未來競爭能力, 則此 CEO 異動宣告對競爭對手的股價為較有利之影響, 而導致競爭對手公司會產生正向的異常報酬。因此假設家族成員為新任 CEO 時, 對競爭對手公司的異常報酬為正向影響。

H2: 家族成員為新任 CEO 時, 對競爭對手公司的異常報酬為正向影響。

第三節 家族成員繼承 CEO 之宣告, 對上下游產業之影響

一、 上游產業

Yamneesri and Lodh (2006)指出家族企業通常會指派家族成員擔任 CEO, 不論他們的能力是否會對公司績效有貢獻。因為家族 CEO 是從有限的人才庫中被選出來的 (Burkart, Panunzi and Shleifer, 2003; Pérez-González, 2006), 因此家族繼承人在管理能力上可能會有不足之處。Francisco (2006)指出, 當可接受的家族 CEO 候選人的選擇範圍越小時, 其不適任或無法勝任的潛在成本會越高。因此不但會提高公司策略的失敗率, 也會為公司帶來較差的績效。Morck and Strangeland (1994)提出公司若被創始人的繼承人控制時, 與產業內其他企業相比, 其獲利能力較低, 是因為創辦人後裔通常只遺傳到部分企業家精神, 家族企業競爭力常隨著後裔總經理接班而遞減 (Morck et al., 2000)。Barth et al. (2005) 也指出家族成員繼承 CEO 時, 會使公司生產力降低, 公司的績效亦會降低, 對公司會有負向的股價影響。Pérez-González (2001)也指出家族繼承人會損害公司績效並持續表現不佳, 使得公司績效變差, 對宣告公司會有負向影響。

由上述可知, 家族成員為新任 CEO 時, 會為公司帶來較差的績效, 公司的生產力也會較低 (Barth et al., 2005), 使公司的產出減少, 導致生產的邊際成本提高, 對產品的投入會減少, 可能會導致宣告公司對上游原料的需求減少 (Lang and Stulz, 1992), 這將會使上游供應商產生不確定感, 對於上游產業會有負向影響, 使其組織績效變差, 當投資人知覺到上游產業績效變差, 上游產業績效較差會反應在股價上, 對上游產業的異常報酬為負向影響。

此外, 由於宣告公司與上游供應商之間雖無直接的借貸關係, 但是在正常的業務關係中, 因實務上的賒購慣例而隨時存在若干額度的應付購料款, 使上游供應商也具有資金供給者的債權人角色, 萬一宣告公司的營運或財務出現問題, 就可能危及上游供應商的貸款安全, 因此上游供應商對於宣告公司財務資訊的關切, 一如債權人 (郭敏華, 2009)。因此, 若家族成員繼承 CEO 會使公司經營績效降低, 並傷及公司競爭力時 (Schulze et al., 2001), 可能會使宣告公司的營運出現狀況, 可能會危及上游供應商的貸款安全, 使上游產業產生不確定性, 市場對於上游產業的資訊充滿不確定性時, 會形成某種程度的認知風險, 對上游產業的異常報酬為負向影響。因此假設家族成員為新任 CEO 時, 對上游產業的異常報酬為負向影響。

H3: 家族成員為新任 CEO 時, 對上游產業的異常報酬為負向影響。

二、 下游產業

Yamneesri and Lodh (2006)指出家族企業通常會指派家族成員擔任 CEO, 不論他們的專業能力是否會對公司績效有貢獻。家族成員為新任 CEO 時, 可能會由於家族利益和企業利益之間有衝突, 家族利益優於企業利益時, 所產生的緊張關係與矛盾, 會導致家族 CEO 在繼任後的表現不佳, 使得公司績效變差, 對宣告公司會有負向影響。因此, 家族成員繼承 CEO 時, 會為公司帶來較差的績效, 公司的生產力也會較低 (Barth et al., 2005), 使公司的產出減少, 導致生產的邊際成本提高, 使產品價格上漲 (Lang and Stulz, 1992)。因此, 下游業者需要忍受額外的成本或必須轉換到其他間競爭公司購買所需的產品 (Charles & Gareth, 2004), 因此這些額外成本或轉換成本將對下游產業會有負向影響。此外, 宣告公司的產出量減少時, 對下游產業的供貨就會變得不穩定, 所以市場對下游產業會充滿不確定性, 連帶也會有認知風險, 造成對下游產業的負向影響。此外, 也可能是因為宣告公司績效及生產力 (Barth

et al., 2005)降低，產出減少，所以對下游產業的出貨會延遲，無法在交期內出貨，下游產業必須負擔延遲交貨的成本 (陳叡宜, 2003)，對下游產業會有負向影響，使下游產業的獲利降低，使其組織績效變差，當投資人知覺到下游產業績效變差，下游產業績效較差會反應在股價上，對下游產業的異常報酬為負向影響。

此外，下游產業有時也需要關注宣告公司的營運與財務狀況，主要是為了產品的保證與售後服務，特別是需要宣告公司提供售後維修等服務的耐久財，若是宣告公司發生營運或財務危機，下游產業的產品就可能陷入無人聞問的窘境，當產品屬於生產線上的機器設備時，還可能危及下游產業本身的營運 (郭敏華, 2009)。因此，若家族成員繼承 CEO 會使公司經營績效降低，並傷及公司競爭力時 (Schulze et al., 2001)，可能會使宣告公司的營運出現狀況，下游產業的產品可能就會陷入危機，連帶會危及下游產業本身的營運狀況，這將會使下游產業存在不確定性，市場對於下游產業的資訊充滿不確定性時，會形成某種程度的認知風險，對下游產業的異常報酬為負向影響。因此假設家族成員為新任 CEO 時，對下游產業的異常報酬為負向影響。

H4：家族成員為新任 CEO 時，對下游產業的異常報酬為負向影響。

第四節 市場力量的干擾效果

根據 Scott, Mason and Steven (2011)指出，當家族 CEO 並沒有擔任 CEO 的經驗或年紀太輕時，在此背景之下，即使公司的董事會認為他們選了一位非常好的繼承人，但這並不能保證市場對於此 CEO 異動宣告會有正向的股價反應。因 CEO 的職位與其他職位有明顯地差異 (Kesner and Sebora, 1994)，如果家族繼承人從來沒有擔任過 CEO 的經驗，或是家族繼承人較為年輕，可能較不被外界認為其有豐富的管理經驗，股東可能會擔心他無法勝任 CEO 的職務，董事會將會擔心市場的投資者並不了解為什麼董事會要選這位家族成員擔任 CEO 的原因 (Steven Boivie et al., 2011)，市場亦可能會對此感到不確定性，而外部投資人也會因此對公司績效產生不確定性，使得公司的資金成本提高，導致宣告公司的獲利降低、績效變差。

因此，若外界投資人可能比較不認識新上任的家族 CEO，不瞭解其專業能力與經驗是否豐富，或新任家族 CEO 沒有繼承到前任 CEO 的特殊資產 (Fan, Jian and Yeh, 2007)比如卓越管理能力、創造力、領導者的個人魅力、聲譽、政商關係、與利害關係人之間的關係等等，或是新任家族 CEO 太年輕，所以經驗不甚豐富 (Steven et. al., 2011)，管理能力較為不足 (Burkart, Panunzi and Shleifer, 2003; Pérez-González, 2006)，使得家族成員繼承 CEO 時，投資人並不確定此位家族 CEO 是否可以有效帶領公司使公司績效變佳，因此就使股東對此繼承宣告感到不確定性，因為公司的利害關係人對於公司前景的看法，會影響他們對宣告公司進行投資的動機 (Morck and Yeung, 2004)。因為外部投資人對於宣告公司的 CEO 異動感到不確定性，使宣告公司的資金成本變高，導致宣告公司的獲利降低、績效變差。公司績效變差將會反應在股價上，使得宣告公司的異常報酬相對較低。

但是若宣告公司本身的市場力量很強大時，其在同業市場中的力量及地位較佳，市佔率較好，本身的知名度較高，於同產業中具有一席之地，對於上游及下游產業亦會有較高的議價能力 (Porter, 1980)，可壓低上游產業所收取的價格，或是要求更好的產品品質與服務，來降低公司的成本 (Porter, 1980)，提高其獲利，因此將對宣告公司有利，將會對公司績效有正向影響 (Kania, 1987)，因此當宣告公司的家族 CEO 能力較不足 (Burkart, Panunzi and Shleifer, 2003; Pérez-González, 2006)、資歷太淺、經驗不多 (Steven et. al., 2011)或是沒有繼承到特殊資產時 (Fan, Jian and Yeh, 2007)，對於宣告公司而言的影響並不會太大，因為宣告公司本身在同業市場中的地位就很好了，不會因此受到嚴重的打擊，因此外部投資人知覺到宣告公司並不會因為新任 CEO 能力不佳導致績效變更差時，這將會反應在股價上，減弱宣告公司的負向異常報酬。

由上述可知，當宣告公司的市場力量較大時，可能會減弱家族成員為新任 CEO 時，對宣告公司異常報酬的負向影響。

H5：宣告公司市場力量大，會減弱家族成員為新任 CEO 時，對宣告公司異常報酬的負向影響。

第五節 網絡關係的干擾效果

Scott, Mason and Steven (2011)指出，當家族 CEO 並沒有擔任 CEO 的經驗或年紀太輕時，在此背景之下，即使公司的董事會認為他們選了一位非常好的繼承人，但這並不能保證市場對於此 CEO 異動宣告會有正向的股價反應。

若家族繼承人從來沒有擔任過 CEO 的經驗，或是家族繼承人較為年輕，可能較不被外界認為其有豐富的管理經驗，股東可能會擔心他無法勝任 CEO 的職務，董事會將會擔心市場的投資者並不了解為什麼董事會要選這位家族成員擔任 CEO 的原因 (Steven Boivie et. al., 2011)，市場亦可能會對此感到不確定性，而外部投資人也會因此對公司績效產生不確定性，使得公司的資金成本提高，導致宣告公司的獲利降低、績效變差。

因此，若外界投資人比較不認識新上任的家族 CEO，不瞭解其專業能力與經驗是否豐富，或新任家族 CEO 沒有繼承到前任 CEO 的特殊資產 (Fan, Jian and Yeh, 2007) 比如卓越管理能力、創造力、領導者的個人魅力、聲譽、政商關係、與利害關係人之間的關係等等，或是新任家族 CEO 太年輕，所以經驗不甚豐富 (Steven et. al., 2011)，管理能力較為不足 (Burkart, Panunzi and Shleifer, 2003; Pérez-González, 2006)，使得家族成員繼承 CEO 時，投資人並不確定此位新任 CEO 是否可以有效帶領公司使公司績效變佳，因此就使股東對此繼承宣告感到不確定性，因為公司的利害關係人對於公司前景的看法，會影響他們對宣告公司進行投資的動機 (Morck and Yeung, 2004)。因為外部投資人對於宣告公司的 CEO 異動感到不確定性，使宣告公司的資金成本變高，導致宣告公司的獲利降低、績效變差。公司績效變差將會反應在股價上，使得宣告公司的異常報酬相對較低。

由於公司 CEO 之間不同的董監事連結行為，在於尋求與外界間資源交換的穩定，以達組織之效能，可提升經營績效。若宣告公司家族 CEO 的網絡關係比較好時，如有在其他間公司兼任董監事，產業中的公司的 CEO 之間較容易成立正式的聯誼會，定期辦理人才培訓與經驗交流活動，彼此可以交流管理知識與經驗，強化新任 CEO 之管理相關知識，藉由跟其他公司的 CEO 之間的經驗交流，亦可以吸取別人優秀的經驗，增強自己的管理技能，並可進行資源上的交換，已達組織效能並且提升彼此之管理經營能力，進而增強公司的競爭力 (McEvily and Zaheer, 1999)，可提升經營績效 (Pennings, 1980; Burt, 1983; Boyd, 1990; Hillman et al., 2000; Peng, 2004)。

而網絡體系形成後，從經驗累積起來的信任，以至於個人透過人情關係進行經濟交換，由於彼此間長期往來所建立的了解與信任，彼此間將信任視為一種投資，先投資小幅度的信任，以換取未來更大的信任 (Tam, 1997)，在經濟交換中，信任也可以降低交易中的風險，進而拉低交易成本 (張荳雲與譚康榮, 1999)，使公司較容易取得關鍵資源。例如：當公司新任 CEO 在新的策略上有較大改變時一如發展新產品或到其他地區銷售、生產時，也較容易從體系中持續取得必要的資源。

此外，有許多管理或技術上的專業知識無法具體化、不易有效轉移 (Alchian, 1965, 1969)，光靠錢是買不到的，例如管理經驗或政商關係等特殊資產。事業網絡體系形成後，各公司 CEO 之間經常的互動與了解，往往有助於這些專業管理知識的學習與分享，使得新任家族 CEO 可藉此吸取其他間企業不同的管理方式或經驗等等，並將良好的組織風氣或管理方式引進公司，可以彌補家族 CEO 於管理知識或管理能力方面的不足。

此外，家族 CEO 可能也會在其他家公司有兼任董監事，當 CEO 個人對外的連結次數 (individual interlocks) 越多時，個人的人際網絡關係就會較佳，因而建立起許多人脈與人際網絡關係，這些豐富的人脈資源也都將成為家族 CEO 潛在的合作對象，可動員個人或家族的關係，在即有的社會網絡結構，達到合作的目的，因此家族 CEO 與其他廠商間的網絡關係良好時，可獲取外部資源，增加資訊及聲望的取得 (Zajac, 1988)，降低環境不確定性，以提高公司的經營績效 (Pennings, 1980; Burt, 1983; Boyd, 1990; Hillman et al., 2000; Peng, 2004)。因此，當家族 CEO 的網絡關係良好時，可解決家族 CEO 無法從前任 CEO 獲得特殊資產的困境 (Fan, Jian and Yeh, 2007)，可以彌補新上任者沒有繼承到公司的特殊資產所產生的損害，藉由其他公司之間的專業知識的學習與分享，增強自己的管理能力及經驗，減少投資人對於 CEO 異動宣告的不確定性。

因為家族 CEO 的網絡關係良好，所以宣告公司並不會因為家族 CEO 能力較不足 (Burkart, Panunzi and Shleifer, 2003; Pérez-González, 2006)、資歷太淺、經驗不多 (Steven et. al., 2011) 或是沒有繼承到特殊資產 (Fan, Jian and Yeh, 2007) 而使公司績效受到嚴重的打擊，因此外部投資人知覺到新任家族 CEO 因為與周遭公司的網絡關係良好，而不會因為家族 CEO 能力不佳導致績效變更差時，這將會反應在股價上，減弱宣告公司的負向異常報酬。

由上述可知，當家族 CEO 的網絡關係比較好時，可能會減弱家族成員為宣告公司新任 CEO 時，對宣告公司異常報酬的負向影響。

H6：家族 CEO 的網絡關係佳，會減弱家族成員為新任 CEO 時，對宣告公司異常報酬的負向影響。

第三章 研究範圍與方法

第一節 研究架構

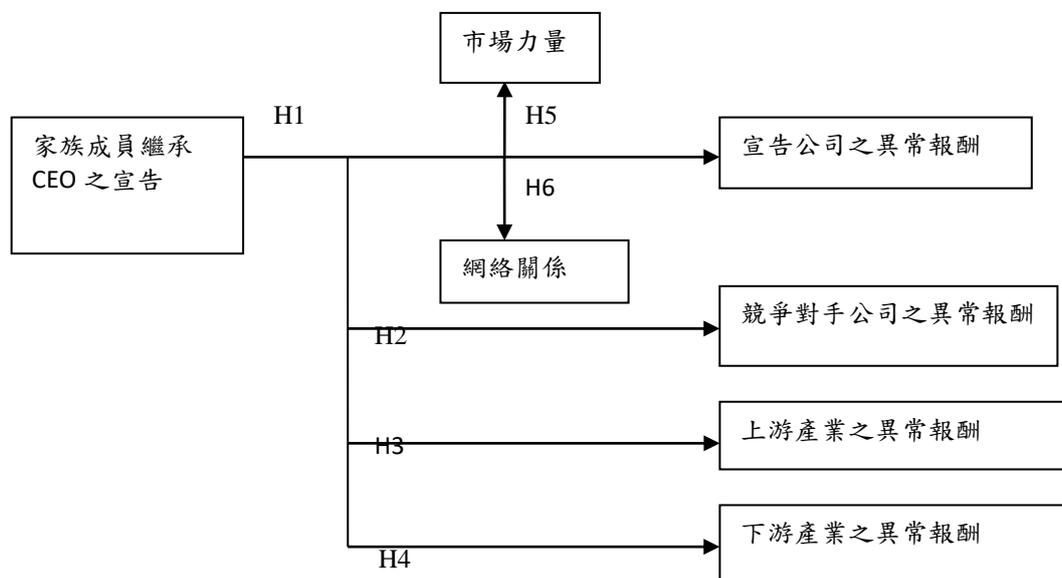


圖 3-1 研究架構圖

第二節 樣本及資料來源

本文研究期間為 2001 年至 2012 年，研究樣本則為研究期間內有採行總經理替換決策之台灣上市公司。有關於總經理異動宣告事件，本文取自於台灣證券交易所建置的「公開資訊觀測站」。本文於公開資訊觀測站之「重大訊息」網頁，鍵入「總經理異動」、「更換總經理」等相關關鍵字搜尋而獲得研究樣本。樣本公司之股價資料、財務資料則取自「台灣經濟新報」資料庫。

第三節 宣告公司之競爭對手公司及其上下游產業的定義

一、產業類別的定義

本研究採用 2 位數的產業全體的 SIC 碼來區分產業，用 2 位的 SIC 碼區分，只要 SIC 碼前兩碼相同，就視為同等產業。

二、競爭對手公司

本研究採用 2 位數的產業全體的 SIC 碼來區分產業，用 2 位的 SIC 碼區分，只要 SIC 碼前兩碼與宣告公司相同，就視為競爭對手公司。

三、上游產業

本研究依據 Shahrur (2005)的方法，利用行政院主計處所編制的「生產者價格投入係數表」來區分出宣告公司的上游產業。上游產業的定義為向宣告公司的產業提供原物料之產業。若上游產業的出售百分比大於 1%時，就被定義為上游產業。

四、下游產業

本研究依據 Shahrur (2005)的方法，利用行政院主計處所編制的「生產者價格投入係數表」來區分出宣告公司的下游產業。下游產業的定義為向宣告公司的產業購買產品之產業。若下游產業投入係數大於 1%時，就被定義為下游產業。

第四節 以事件研究法衡量 CEO 異動宣告對於宣告公司、競爭對手公司、上游產業、下游產業之異常報酬

事件研究法 (Event Study) 是一種統計方法，係在研究當市場上某一個事件發生的時後，是否會對股價產生波動。以及是否會產生「異常報酬率」(abnormal returns)，藉由此種資訊，本研究可以了解到股價的波動與該事件是否相關。

在研究過程中，首先需決定研究假說為何。決定研究假說以後，需確定事件的種類及其事件日，估計期及事件期之計算期間，並以股價日報酬率 估算其預期報酬率，再透過實際報酬與預期報酬之差額，觀察事件，於宣告期間是否具有異常報酬的產生，最後藉由統計檢定來檢視其統計值是否顯著。

一、決定研究假說

譬如假設估計期間的 CAR 並沒有產生資訊效果，而事件期的 CAR 可能產生資訊效果。

二、事件日的確定

事件研究法的第二步，即確定所要研究的事件。所謂的「事件日」，係指市場「接收」到該事件即將發生或可能發生的時間點，而非該事件「實際」上發生的時間點，此時點通常以「宣告日」為準。時點認定的適當與否，對於研究的正確性，會有決定性的影響。

三、市場模式

估計某一事件發生或公佈後，對於股價影響，必須建立股票報酬率的「預期模式」，以估計「預期報酬」(expected returns)。股票報酬率的預期模式有很多種，應用最廣的是「市場模式」(Market Model)。

此模式假設個股股票的報酬率與市場報酬率間存在線性關係，並以市場報酬率建立股價報酬率之迴歸模式，公式如下： $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$ (1)

R_{it} ：表示 i 公司 t 期的報酬率，計算方式為 (該股 X 日時收盤價-該股[X-1]日時收盤價) / 市場[X-1]日時收盤價。

R_{mt} ：表示 t 期的市場加權股票指數之報酬率，計算方式為 (市場 X 日時收盤指數-市場[X-1]日時收盤指數) / 市場[X-1]日時收盤指數。

α_i ：表示迴歸截距項。

ε_{it} ：表示迴歸殘差項。

β_i ：表示迴歸斜率。

四、建立股票報酬率的「預期模式」

針對誤差項的部分，市場模式有下列之假設：

$$E(\varepsilon_{it}) = 0 \quad \text{Cov}(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{iy}) = 0, \tau, \gamma \quad [t_1, t_2] \quad \text{Cov}(\varepsilon_{it}, R_{mt}) = 0$$

因此，經由以上所示之公式，可求得個別證券在「事件期」某一期之「預期報酬率」，即為：

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} \quad (2)$$

R_{it} ：表示 i 公司 t 期之預期報酬率，經由估計期計算得來。

R_{mt} ：表示第 t 期市場加權指數股票之報酬率。

五、估計平均異常報酬率(AAR)、累積異常報酬率(CAR)

一旦估計出「預期報酬率」，也就可以得到異常報酬率。為了了解某一特定事件之異常報酬率或累積效果的行為，並且提供有關異常報酬率，何時開始出現關聯以及何時結束，採用異常報酬率 (AR) 及累積異常報酬率 (CAR) 以看出此項反應。

異常報酬 (Abnormal Returns, AR_{it}) 指以事件期的實際報酬減去事件期的預期報酬：

$$AR_{it} = R_{it} - R_{it} \quad (3)$$

AR_{it} ：表示 i 公司第 t 期之異常報酬率。

R_{it} ：表示 i 公司第 t 期之實際報酬率。

R_{it} ：表示 i 公司第 t 期之預期報酬率。

累積異常報酬率 (Cumulative Abnormal Returns, $CAR(T)$)，則為特定期間內每日異常報酬率的累加值。

宣告公司異常報酬為計算宣告公司宣告日前一天及宣告日後一天共三日之異常報酬。

競爭對手、上游產業與下游產業之平均異常報酬為同一產業中之競爭對手公司、上游產業與下游產業之平均異常報酬，其平均異常報酬為參考 Shahrur (2005)之方式計算，在每一 CEO 異動宣告中，該宣告產業中之競爭對手、

上游產業與下游產業均給予相同權重，以算術平均方式計算(-1,+1)觀察期間每一 CEO 異動宣告事件中，對手公司、上游產業與下游產業之平均異常報酬。

六、異常報酬率的檢定

如果異常報酬率為「正」，我們可以推論事件對股價有正的影響；如果異常報酬率為「負」，我們可以推論事件對股價有負的影響。但只知道正負仍不夠，因為我們不確定此種影響是否足夠明顯，因此必須進行「顯著性檢定」。

事件研究法主要目的，探討當某一事件(例如公司股利宣告或盈餘發佈等等事件)發生時是否會引起股價的異常變動，因而產出異常報酬率(Abnormal Returns；簡稱 AR)，此資訊可以用來瞭解市場證券價格與特定事件是否有關聯性。事件研究主要就是利用統計方法檢定異常報酬率狀況，亦即檢定期望異常報酬率是否為零，虛無假設為： $H_0: E(R_i | event) - E(R_i) = 0$ ，其中 $E(R_i | event)$ 與 $E(R_i)$ 分別代表有無事件發生之下的期望報酬率。藉此了解事件是否對公司股價造成影響。

由於必須建立證券預期報酬率為何，因此必須根據一段時間(t_1 至 t_2)來建立預期模式，此一區間稱為估計期，且估計期長度共計 T 期， $T = t_2 - t_1 + 1$ 。以此估計期建立之股票報酬率預期模式，預測可能會受到事件影響的事件期間(t_3 至 t_4)，亦即事件期共計 W 期， $W = t_4 - t_3 + 1$ 。在事件期中，在以實際報酬率減去預期報酬率，即可得到每一事件期受到事件影響所產生的異常報酬率。一般來說，常將事件日定義為第 0 期，事件日前一期定義為-1 期，前二期定義為-2 期，事件日後期則為+1 期，後二期為+2 期等等，以此類推。

市場模式是一個描述預期報酬率產生的隨機過程，它假設個別證券的報酬率與市場投資組合報酬率間存在著線性關係，因此，市場模式為個別證券報酬率與市場投資組合報酬率的簡單迴歸方程式，故市場模式已將市場因素的影響加以排除。

第五節 解釋變數

(一) CEO

本研究指公司總經理。

(二) CEO 替換

替換年度定義為公司發生高階主管發生變動的那一年，而若某公司在同一替換年度發生二次以上更替，則視為發生一次變動，且採用第一次變動為研究樣本。(三)CEO 繼承人為家族成員或非家族成員。

(三) CEO 繼承人為家族成員或非家族成員

本研究以虛擬變數衡量新任 CEO 是否為家族成員，若為家族成員者，設其值為 1，反之為 0。

當新進的 CEO 與前任的 CEO、創始人、公司最大股東之間有直接的血緣關係者，如子女和兄弟姊妹或近親；或是具有婚姻關係的人士所繼承者。若不是家族成員繼承 CEO 者，則歸類為其餘無親屬關係的非家族成員繼承人。

第六節 干擾變數

一、市場力量

本文以市場佔有率作為宣告公司市場力量的代理變數。一般而言，本研究以樣本公司在 t-1 年度的銷貨收入佔同產業 t-1 年度總銷貨收入之比重衡量市場佔有率 (T. Mandy Tham, 2009)。

二、網絡關係

本研究以 CEO 個人對外的連結次數作為宣告公司網絡關係的代理變數。本研究衡量 CEO 個人對外的連結次數(individual interlocks)的指標為：宣告公司的 CEO 同時擔任同產業或其他產業公司董監事的次數 (Franses & Non, 2007)。例如：公司 A 的新任 CEO，在公司 B、公司 C 有兼任董事，因此公司 A 的新任 CEO 的對外連結次數為 2。

於公司年報中的董事及經理人資料中的經歷及公開資訊觀測站中的董事會出席與獨立董事兼任情形可以知道宣告公司的新任 CEO 是否有在其他間公司兼任董事。

第七節 控制變數

本文根據總經理異動之相關文獻，納入總經理是否兼任董事長、負債比率、公司規模、總經理任期、內部人持股率、機構投資人持股率做為實證分析的控制變數。

1. 總經理是否兼任董事長

以虛擬變數來代表，取值為替換前一年度，其中為 1 表示總經理兼任董事長；反之為 0。Goyal & Park(2001)認為兼任董事長下，替換對績效的敏感性會降低，替換率與兼任董事長成負相關。

2. 公司規模

Lausten (2002) 發現公司越大時，高階主管的更換機率越高。因此，本研究認為公司規模可視為高階主管工作複雜度之代理變數，乃以總資產帳面值的自然對數作為本研究公司規模之代理變數。公司規模 (SIZE) = Ln(總資產帳面價值)。

3. 負債比率

負債比率(LEV)參考 Letza, Hardwick & Ashton(2001)定義為公司負債與公司資產價值的比率。

4. 內部人持股率

以董事、監察人經理人及大股東持股率減去總經理持股率來衡量內部人持股率，取值為替換前一年度。本研究所定義的內部人指的是監督單位或具有監督效果者，若持股數量越多，替換對績效的敏感性會增加。

第四章 實證分析

本章將蒐集到的樣本進行資料分析，並於下列各節中進一步說明統計分析後的結果，本章共分為三小節，第一節為敘述性統計分析，為樣本的敘述統計說明。第二節為以事件研究法評估 CEO 異動所帶來的股價異常報酬結果說明。第三節為迴歸分析家族成員為宣告公司新任 CEO 時，對宣告公司、競爭對手公司、上游產業及下游產業所帶來的股價異常報酬是否有影響；並分別加入市場力量及網絡關係為干擾，探討其對宣告公司所帶來的影響。

第一節 樣本資料敘述說明

本研究針對 2001 年~2012 年之台灣上市公司異動 CEO 宣告事件為研究樣本，樣本包含了 964 筆 CEO 異動宣告，其中家族成員為新任 CEO 的樣本有 447 筆，非家族成員為新任 CEO 的樣本有 517 筆。本研究針對蒐集之樣本資料，依產業別分類的樣本數統計，表 4-1 列出異動宣告樣本於各產業的分佈狀況，產業分類為依據鄧白氏(Dun & Bradstreet)之分類方式，以具有相同 2 碼 SIC Code 為分類原則(Standard Industrial Classification)，最後歸納出 28 種產業，其中半導體及相關設備製造所佔比率最高約為 20.54% (SIC Code 前 2 碼為 36)，其次為電腦主機零件及週邊設備製造為 13.90% (SIC Code 前 2 碼為 35)；化工原料及塑膠原料製造為 9.96% (SIC Code 前 2 碼為 28)及鋼鐵製造及金屬加工製造為 8.92% (SIC Code 前 2 碼為 33)。由表 4-2 顯示，總樣本之新任 CEO 個人對外的平均連結次數為 3.13 次；總樣本之平均市佔率約為 5.49% ；負債比率平均數為 40.49% ；內部人持股率平均比重為 38.16%；公司規模平均數為 15.64。

表 4-1-3 研究樣本依產業別分類

2 碼 SIC Code	產業類別	樣本數	各產業別宣告次數占整體樣本比例
15	建築營造工程	48	4.98%
16	無塵室及工業廠房機電系統整合工 程、廢棄物處理業	16	1.66%
20	罐頭食品、飲料製造商	20	2.07%
22	紡織品製造商	63	6.54%
23	成衣製造商、成衣出口商	6	0.62%
26	紙漿、紙類製品製造商、紙張印刷事業	20	2.07%
28	化工原料製造商、藥品製造商、各種 塑膠原料製造商	96	9.96%
30	橡膠製品製造商、輪胎製造商、橡膠 製品製造商	21	2.18%
31	皮革製造商、鞋材製造商	4	0.41%
32	玻璃製造商、水泥製品製造商、陶瓷 磁磚製造業	31	3.22%
33	鋼鐵製造商、不銹鋼品製造商、金屬 加工製造	86	8.92%
34	傢俱五金製造商、機械設備製造業	15	1.56%
35	工具機製造商、壓鑄模具及產品製造 商、電腦主機零件及週邊設備製造商	134	13.90%
36	電子零件製造商、印刷電路板製造 商、積體電路製造商、半導體及相關設備 製造商、液晶顯示器製造商	198	20.54%
37	汽車及其零件製造商	20	2.07%
38	光學儀器設備製造、光學零組件製造 商	13	1.35%
42	貨運運輸業、貨櫃托運業務，交通業	7	0.73%
44	海上貨物運送業務、船舶航運	33	3.42%
48	無線電話系統服務、電視廣播、行動 電話相關設備買賣	8	0.83%
49	以導管輸送可燃天然氣製造商、瓦斯 配管及瓦斯零售商	7	0.73%
50	電器零件批發商、廣播與電視傳播及 通訊設備銷售	75	7.78%
51	進口洋菸、洋酒買賣商、西藥品製造 批發商	8	0.83%

53	百貨零售	3	0.31%
65	房屋仲介商	2	0.21%
67	營建投資服務	4	0.41%
70	觀光旅館服務、飯店業	11	1.14%
73	保全設備批發商、資料儲存及處理設備服務、電腦軟體開發	9	0.93%
87	IC 設計	6	0.62%
合計	28 個產業	964	100.00%

資料來源：本研究整理

表 4-1 各變數之平均數、標準差及 Pearson 相關分析

	平均數	標準差	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
是否家族繼承(1)	0.26	0.437	1.00										
宣告公司異常報酬(2)	0.48	2.2806	-0.247***	1.00									
對手公司異常報酬(3)	-0.37	1.9079	0.132***	-0.190**	1.00								
上游產業異常報酬(4)	0.17	1.3808	-0.121***	0.185**	-0.510**	1.00							
下游產業異常報酬(5)	0.20	1.4433	-0.107***	0.166**	-0.490**	0.935**	1.00						
市場力量(6)	5.49	2.784	0.128***	0.073**	0.034	0.007	0.034	1.00					
網絡關係(7)	3.13	2.88	0.130***	0.187***	0.028	0.020	0.020	0.217**	1.00				
內部人持股率(8)	38.16	7.2733	0.091***	-0.027	0.039	-0.018	-0.015	0.068**	0.007	1.00			
總經理是否兼任董事長(9)	0.21	0.409	0.189***	-0.045	0.009	-0.053	-0.054	0.034	0.106***	0.076***	1.00		
負債比率(10)	40.49	7.6312	-0.047	0.103***	-0.094***	0.106***	0.081**	0.070**	-0.083**	-0.094***	-0.019	1.00	
公司規模(11)	15.64	1.2256	0.005	-0.031	-0.001	0.022	0.003	0.026	0.006	0.030	0.037	-0.001	1.00

資料來源：本研究整理

註：***表示具 1%顯著水準，**表示具 5%顯著水準，*表示具 10%顯著水準。

第二節 迴歸分析

迴歸分析主要是利用一個獨立變項去預測另一個依變項，來檢測變項間的關係及其預測力的大小，本節透過迴歸分析方法，來探究「家族繼承」與「宣告公司異常報酬」、「競爭對手公司異常報酬」、「上游產業異常報酬」及「下游產業異常報酬」之因果關係與影響。

一、家族成員為新任 CEO 之宣告，對宣告公司異常報酬之影響

根據表 4-4 的數據得知，家族成員繼承 CEO 之係數在(-1,+1)觀測期間為-3.117 (t=-7.708)，達到 1%的統計顯著水準，表示家族成員為新任 CEO 時，對宣告公司之異常報酬有負向顯著影響，H1b 成立。

二、家族成員為新任 CEO 之宣告，對競爭對手公司之影響

根據表 4-4 的數據得知，家族成員繼承 CEO 之係數在(-1,+1)觀測期間為 0.917 (t=3.999)，達到 1%的統計顯著水準，表示家族成員為新任 CEO 時，對競爭對手公司之股價異常報酬有正向顯著影響，H2a 成立。

三、家族成員為新任 CEO 之宣告對上游產業之影響

根據表 4-4 的數據得知，家族成員繼承 CEO 之係數在(-1,+1)觀測期間為-0.516 (t=-3.473)，達到 1%的統計顯著水準，表示家族成員為新任 CEO 時，對上游產業之異常報酬有負向顯著影響，此顯著性則支持本研究假設 H3b。

四、家族成員為新任 CEO 之宣告對下游產業之影響

根據表 4-4 的數據得知，家族成員繼承 CEO 之係數在(-1,+1)觀測期間為-0.499 (t=-2.591)，達到 1%的統計顯著水準，表示家族成員為新任 CEO 時，對下游產業之異常報酬有負向顯著影響，此顯著性則支持本研究假設 H4b。

五、市場力量對宣告公司之干擾效果

接著要探討的是宣告公司的市場力量與家族成員繼承 CEO 的交互作用對宣告公司的股價異常報酬是否會產生干擾效應，根據表 4-5 的數據得知，宣告公司的市場力量及家族成員繼承 CEO 之交互作用項達正向顯著水準(係數為 0.435；p 值<0.01)，顯示宣告公司的市場力量具有干擾效應。因此，研究結果符合本研究的假設 H5b：宣告公司市場力量大，會減弱家族成員為新任 CEO 時，對宣告公司異常報酬的負向影響。

六、網絡關係對宣告公司之干擾效果

最後，本研究探討的是家族 CEO 的網絡關係與家族成員繼承 CEO 的交互作用對宣告公司的股價異常報酬是否會產生干擾效應，根據表 4-5 的數據得知，宣告公司家族 CEO 的網絡關係及家族成員繼承 CEO 之交互作用項達正向顯著水準(係數為 0.693；p 值<0.01)，顯示宣新任 CEO 的網絡關係具有干擾效應。因此，研究結果符合本研究的假設 H6b：家族 CEO 的網絡關係佳，會減弱家族成員為新任 CEO 時，對宣告公司異常報酬的負向影響。

表 4-2 迴歸分析-研究結果彙整表

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
應變數	宣告公司異常報酬	對手公司異常報酬	上游產業異常報酬	下游產業異常報酬
截距	3.391 (1.286)***	-4.020 (-1.126)	-1.032 (-1.907)**	-0.765 (-0.576)**

是否為家族繼承	-3.117 (-7.708)***	0.917 (3.999)***	-0.516 (-3.473)***	-0.499 (-2.591)***
總經理是否兼董事長	0.109 (0.256)	-0.147 (-0.605)	0.241 (1.212)	0.235 (1.152)
公司規模	0.175 (1.247)	0.004 (0.050)	0.022 (0.329)	0.015 (0.229)
負債比率	0.017 (1.695)*	-0.002 (-0.365)	0.002 (0.442)	0.001 (0.289)
內部人持股率	0.004 (0.367)	0.004 (0.680)	0.002 (0.440)	0.002 (0.362)
F	12.016***	3.014***	2.199**	2.864***
Adjusted R2	0.076	0.070	0.065	0.069
n	964	964	964	964

註：括弧內的數字為 t 檢定值；***表示具 1% 顯著水準，**表示具 5% 顯著水準，*表示具 10% 顯著水準。

表 4-3 迴歸分析-干擾分析研究結果彙整表

	Model 5	Model 6
應變數	宣告公司異常報酬	宣告公司異常報酬
截距	2.245 (3.325)***	2.341 (12.058)***
是否為家族繼承	-2.975 (2.682)***	-3.348 (-8.642)***
市場力量	2.741 (2.043)**	
家族繼承*市場力量	0.435 (11.371)***	
網絡關係		0.241 (6.975)***
家族繼承*網絡關係		0.693 (9.972)***

總經理是否兼董事長	-0.133 (-0.335)	-0.100 (-0.253)
公司規模	-0.186 (-1.419)*	-0.204 (-1.573)*
負債比率	0.015 (1.659)*	0.014 (1.568)*
內部人持股率	0.005 (0.539)	0.004 (0.480)
F	27.037***	30.178***
Adjusted R ²	0.190	0.208
n	964	964

註：括弧內的數字為 t 檢定值；*** 表示具 1% 顯著水準，** 表示具 5% 顯著水準，* 表示具 10% 顯著水準。

第五章 結論與建議

第一節 研究結論

本研究主要的目的，在探討家族成員繼承 CEO 之宣告，是否會對宣告公司、競爭對手公司及上下游產業帶來股價異常報酬，並加入兩個干擾變數，分別為宣告公司的市場力量及家族 CEO 的網絡關係，進行迴歸分析，探討市場力量與網絡關係是否會影響家族成員繼承 CEO 之宣告與宣告公司異常報酬之間的關係。其依迴歸結果顯示，當家族成員繼承 CEO 時，對宣告公司會有負向顯著的異常報酬，與 Smith and Amoako-Adu (1999) 及 Pérez-González (2001) 的研究結果一致。因家族 CEO 是從家族裡有限的人才庫中被選出來的 (Burkart, Panunzi and Shleifer, 2003; Pérez-González, 2006)，因此家族的 CEO 繼承人在管理能力上可能會有不足之處。家族 CEO 通常較年輕，所以較缺乏管理經驗及較少建立聲譽，其真正的管理能力無法知曉，可能會帶來預期的負面股價反應 (Smith and Amoako-Adu, 1999)；Pérez-González (2001) 也指出家族繼承人會損害公司績效並持續表現不佳，因此宣告公司的股價有負向的異常報酬。

家族成員繼承 CEO 之宣告對競爭對手股價之影響，本研究以競爭效果為探討家族成員繼承 CEO 之宣告對競爭對手股價反應之理論。因家族 CEO 會因本身較缺乏管理能力或經驗，較無法成功帶領組織進行變革，本身的競爭能力較無法有效提升 (Schulze et al., 2001)，進而影響其競爭對手之未來競爭能力，則此 CEO 異動宣告對競爭對手的股價為較有利之影響，宣告公司與競爭對手公司之異常報酬呈反向變動，依迴歸結果顯示，當家族成員為新任 CEO 時，競爭對手公司的股價會有正向顯著的異常報酬，此結果符合競爭效果。

依研究結果顯示，當家族成員為新任 CEO 時，上游產業的股價會有負向顯著的異常報酬，是因為家族成員為新任 CEO 時，因家族利益和企業利益之間有衝突，加上他們是從有限的人才庫裡被選出來的 (Burkart, Panunzi and Shleifer, 2003)，因此家族的 CEO 繼承人在管理能力上可能會有不足之處，會為公司帶來較差的績效 (Pérez-González, 2001)。而由於宣告公司與上游供應商

之間雖無直接的借貸關係，但是在正常的業務關係中，因實務上的賒購慣例而隨時存在若干額度的應付購料款，使供應商也具有資金供給者的債權人角色，萬一宣告公司的營運或財務出現問題，就可能危及上游供應商的貸款安全（郭敏華，2009）。因此，若家族成員繼承 CEO 會使公司經營績效降低，並傷及公司競爭力時（Schulze et al., 2001），可能會使宣告公司的營運出現狀況，就會危及上游供應商的貸款安全，對上游產業產生不確定性，市場對於上游產業的資訊充滿不確定性時，會形成某種程度的認知風險，對於上游產業會有負向影響，對上游產業的異常報酬為負向影響。

依研究結果顯示，當家族成員為新任 CEO 時，下游產業的股價會有負向顯著的異常報酬，是因為家族企業通常會指派家族成員擔任 CEO，不論其專業能力是否會對公司績效有貢獻，因此可能會阻礙企業的發展並降低公司績效（Yammeesri and Lodh, 2006）。此外，可能會由於家族利益和企業利益之間有衝突，家族利益優於企業利益時，所產生的緊張關係與矛盾，會導致家族 CEO 在繼任後的表現不佳，使得公司績效變差，對宣告公司會有負向影響。由於下游產業需要關注宣告公司的財務資訊，主要是為了產品的保證與售後服務，特別是需要宣告公司提供售後維修等服務的耐久財，若是宣告公司發生營運或財務危機，下游顧客的產品就可能陷入無人聞問的窘境，當產品屬於生產線上的機器設備時，還可能危及下游顧客本身的營運（郭敏華，2009）。因此，若家族成員繼承 CEO 會使公司經營績效降低，並傷及公司競爭力時（Schulze et al., 2001），會使宣告公司的營運出現狀況，下游產業的產品可能就會陷入危機，連帶會危及下游產業本身的營運狀況，這將會使下游產業存在不確定性，市場對於下游產業的資訊充滿不確定性時，會形成某種程度的認知風險，對下游產業的異常報酬為負向影響。因此假設家族成員為宣告公司新任 CEO 時，對下游產業的異常報酬為負向影響。

在市場力量的干擾效果分析中，本研究結果顯示，宣告公司市場力量大，會減弱家族成員為宣告公司新任 CEO 時，對宣告公司異常報酬的負向影響，也就是說若宣告公司本身的市場力量很強大時，其同業市場中的力量及地位較佳，市佔率較好，本身的知名度較高，於同產業中具有一席之地，對於上游及下游產業亦會有較高的議價能力（Porter, 1980），可壓低上游產業所收取的價格，或是要求更好的產品品質與服務，來降低公司的成本（Porter, 1980），提高其獲利，因此將對宣告公司有利，將會對公司績效有正向影響（Kania, 1987），因此當宣告公司的新任 CEO 能力較不足（Burkart, Panunzi and Shleifer, 2003; Pérez-González, 2006）、資歷太淺、經驗不多（Steven et. al., 2011）或是沒有繼承到特殊資產時（Fan, Jian and Yeh, 2007），對於宣告公司而言的影響並不會太大，因為宣告公司本身在同業市場中的地位就很好了，不會因此受到嚴重的打擊，因此外部投資人知覺到宣告公司並不會因為家族 CEO 能力不佳導致績效變更差時，這將會反應在股價上，減弱宣告公司的負向異常報酬。

最後，在網絡關係的干擾效果分析中，本研究結果顯示，家族 CEO 的網絡關係佳，會減弱家族成員為新任 CEO 時，對宣告公司異常報酬的負向影響，也就是說個別 CEO 有在其他間公司有兼任董監事，CEO 個人對外的連結次數越多時，個人的人際網絡關係就會較佳，可獲取外部資源，增加資訊及聲望的取得（Zajac, 1988），降低環境不確定性，以提高公司的經營績效（Pennings, 1980; Burt, 1983; Boyd, 1990; Hillman et al., 2000; Peng, 2004），並可解決家族 CEO 無法從前任 CEO 獲得特殊資產的困境（Fan, Jian and Yeh, 2007），藉由與其他公司之間的專業知識的學習與分享，增強自己的管理能力及經驗，或許也可以藉此讓投資人對於能更加認識家族 CEO，減少

投資人對於 CEO 異動宣告的不確定性。因此，宣告公司的新任 CEO 本身的網絡關係良好時，宣告公司並不會因為新任 CEO 能力較不足 (Burkart, Panunzi and Shleifer, 2003; Pérez-González, 2006)、資歷太淺、經驗不多 (Steven et. al., 2011)或是沒有繼承到特殊資產 (Fan, Jian and Yeh, 2007)而使公司績效受到嚴重的打擊，這些缺點對於宣告公司而言的影響並不會太大，因此外部投資人知覺到家族 CEO 因為與周遭公司的網絡關係良好，而不會因為家族 CEO 能力不佳導致績效變更差時，這將會反應在股價上，減弱宣告公司的負向異常報酬。

第二節 研究貢獻

一、探討家族成員繼承 CEO 之宣告，對上游產業及下游產業之影響

根據過去國內外有關家族成員繼承 CEO 之學術研究中可發現，過去的研究大多是 CEO 的異動宣告對於宣告公司的股價影響，例如 Clayton, Hartzell and Rosenberg(2005)認為 CEO 異動是個相當重大事件，CEO 異動將會對組織營運方向與獲利能力產生一定程度影響(Beatty and Zajac, 1987)。卻鮮少有文獻探討 CEO 異動對上下游產業的股價影響。而本研究用事件研究法探討 CEO 異動事件的宣告，證明了當家族成員繼承 CEO 時，對上游產業及下游產業的異常報酬為負向影響。

二、市場力量與網絡關係的干擾效果

本研究透過干擾效果的分析，應證宣告公司市場力量大，會減弱家族成員為新任 CEO 時，對宣告公司異常報酬的負向影響；家族 CEO 的網絡關係佳，會減弱家族成員為新任 CEO 時，對宣告公司異常報酬的負向影響。

第三節 管理上的建議

一般而言，家族成員繼承 CEO 往往被詬病的問題，普遍都是家族 CEO 通常較年輕，所以較缺乏管理經驗，其真正的管理能力無法知曉或是沒有繼承到上一任 CEO 的特殊資產等問題，但是如果宣告公司新任 CEO 的網絡關係比較好時，如有在其他間公司兼任董監事，產業中的公司的 CEO 之間較容易成立正式的聯誼會，定期辦理人才培訓與經驗交流活動，彼此可以交流管理知識與經驗，以彌補新任 CEO 經驗不足或知識不足之處，所以新任 CEO 可藉由跟其他公司的 CEO 之間的交流，亦可以吸取別人優秀的經驗，增強自己的管理技能，並可獲取外部資源，增加資訊及聲望的取得 (Zajac, 1988)，降低環境不確定性，進而增強公司的競爭力(McEvily and Zaheer, 1999)，可提升經營績效 (Pennings, 1980; Burt, 1983; Boyd, 1990; Hillman et al., 2000; Peng, 2004)，並可解決家族 CEO 無法從前任 CEO 獲得特殊資產的困境 (Fan, Jian and Yeh, 2007)，藉由與其他公司之間的專業知識的學習與分享，增強自己的管理能力及經驗。因此，家族企業可以讓未來的接班人多擴展自己與其周遭公司間的人脈，於未來繼任時才可以降低外界投資人對於 CEO 異動的不確定性，減輕對公司績效的負向影響。

第四節 研究限制與未來的研究建議

此章節針對進行本研究時的研究過程提出所遇到之各項問題，以及對未來欲進行與本研究相關的議題，提出各項建議。

一、研究限制

(一)在網絡關係方面，於計算新任 CEO 於繼承時的對外連結次數時，因有些公司在年報裡並未透露其 CEO 在其他間公司兼職情形，也造成了資料有些許的不完整。

(二)由於時間因素及文獻缺乏等因素，所以本研究的干擾分析只針對宣告公司的股價異常報酬進

行分析，而並未對對手公司、上游產業與下游產業進行分析。

二、未來研究建議

(一)進行不同國家的樣本分析

本研究探討家族成員為新任 CEO 對宣告公司、對手公司、上游產業、下游產業的股價異常報酬影響，其樣本為台灣上市上櫃的公司，若以不同國家的樣本探討，或許會有不同的研究結果。

(二)市場力量與網絡關係對對手公司、上游產業與下游產業的影響

市場力量與網絡關係並非只有對宣告公司才會有干擾效果，其對於對手公司、上游產業與下游產業也會具有干擾效果，因此市場力量與網絡關係對對手公司、上游產業與下游產業的影響也是一個值得分析的議題。

參考文獻

1. 吳安妮，「台灣企業併購動機之實證研究」，管理評論，頁 1-28, 1992。
2. 劉韻僖，「上市公司間董事會連結的研究」，管理學報，第十九卷第五期，頁 901-926, 2002。
3. 吳思華，「策略九說,策略思考的本質」，台北：臉譜, 2000。
4. Charles W. L. Hill, Gareth R. Jones 著；黃營杉，楊景傳譯，「策略管理」，臺北市：華泰, 2004。
5. 黃旭輝，「經理人異動與股東財富效果」，管理評論，第 25 卷，第 1 期，頁 23-45, 2006。
6. 王曉雯、吳明政，「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)，頁 127-161, 2011。
7. Berry, Tammy K., John M. Bizjak, Michael L. Lemmon, and Lalitha Naveen, "Organizational Complexity and CEO Labor Markets: Evidence from Diversified Firms," *Journal of Corporate Finance*, 12 (4), pp.797-817, 2006.
8. Clayton, Matthew C., Jay C. Hartzell, and Joshua Rosenberg, "The Impact of CEO Turnover on Equity Volatility," *Journal of Business*, 78(5), pp.1779-1808, 2005.
9. Beatty, Randolph P. and Edward J. Zajac, "CEO Change and Firm Performance in Large Corporations: Succession Effects and Manager Effects," *Strategic Management Journal* 8(4): 305-317, 1987.
10. Fama, Eugene F., and Michael C. Jensen., "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26(2), pp.301-25, 1983.
11. Denis, David J. and Diane K. Denis, "Performance Changes Following Top Management Dismissals," *The Journal of Finance*, 50(4), pp.1029-1057, 1995.
12. Huson, M. R., Malatesta, P. H., & Parrino, R., "Managerial Succession and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, vol.74, pp.237-275, 2004.
13. Flamholtz EG., "Managing the Transition from an Entrepreneurship to a Professionally Managed Firm", Jossey-Bass: San Francisco, CA, 1986.
14. Yammeesri, J. and Lodh, S. C., "Is Family Ownership a Pain or Gain to Firm Performance?," *The Journal of American Academy of Business*, vol. 4, pp.263-270, 2004.
15. Vancil, R.F., "Passing the baton: Managing the process of CEO succession," Harvard

Business School Press, Boston, MA. , 1987.

16. FRANCISCO PE´REZ-GONZA´LEZ, "Inherited Control and Firm Performance," THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 96(5), pp.1560-1588, 2006.
17. Burkart, Mike, Fausto Panunzi, and Andrei Shleifer, "Family Firms," Journal of Finance, LVIII , pp.2167–2202, 2003.
18. Pe´rez-Gonza´lez, Francisco, "Inherited Control and Firm Performance," American Economic Review, pp.1559–1588, 2006.
19. Brian F. Smith , Ben Amoako-Adu, " Management succession and financial performance of family controlled firms," Journal of Corporate Finance, pp.341–368, 1999.
20. Morck, R.K., Strangeland, D.A., "Corporate performance and large shareholders," Working paper, no. 4-94, Institute for Financial Research, Faculty of Business, University of Alberta, Edmonton, 1994.
21. Pe´rez-Gonza´lez, F., "Inherited Control and Firm Performance." Working paper, Columbia Business School, 2002.
22. Joseph P.H. Fan, Ming Jian, and Yin-Hua Yeh, " Family Firm Succession:The Roles of Specialized Assets and Transfer Costs" , 2007.
23. Alchian, A., "Some Economics of Property Rights", Il Politico 30, pp.816-829. (Originally published in 1961 by the Rand Corporation). Reprinted in Alchian, A.,1977. Economic Forces at Work. Liberty Press, Indianapolis, IN, 1965.
24. Alchian, A., " Corporate Management and Property Rights", in H. Manne, ed, Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities, American Enterprise Institute, 1969.
25. Lang, L., R. Stulz, and R. Walkling, "A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns," Journal of Financial Economics, vol.29, pp.315-335, 1991.
26. SCOTT D. GRAFFIN, MASON A. CARPENTER, and STEVEN BOIVIE, " WHAT'S ALL THAT (STRATEGIC) NOISE? ANTICIPATORY IMPRESSION MANAGEMENT IN CEO SUCCESSION," Strategic Management Journal Strat. Mgmt. J., vol.32, pp.748–770, 2011.
27. Idalene F. Kesner, Terrence C. Sebor, "Executive succession: Past, present & future," The Journal of Management, vol. 20, pp.327-372, 1994.
28. Scott D. Graffin, Mason A. Carpenter, Steven Boivie, "What's all that (strategic) noise? anticipatory impression management in CEO succession," Strategic Management Journal, vol. 32, pp.748-770, 2011.
29. Morck, R., Wolfenzon D. and Yeung B., "Corporate governance, economic entrenchment and growth," Journal of Economic Literature, vol.43, pp.655-720, 2005.
30. Shahrur, H., "Industry Structure and Horizontal Takeovers: Analysis of Wealth Effects on Rivals, Suppliers, and Corporate Customers," Journal of Financial Economics, vol.76, pp.61-98, 2005.
31. Pennings, J. M., "Interlocking Directorates", San Francisco: Jossey-Bass, 1980.
32. Marielle C. Non, Philip Hans Franses, "Interlocking Boards and Firm Performance: Evidence from a New Panel Database," Tinbergen Institute Discussion Paper, vol. 32, pp.7-34, 2007.

33. Goyal, Vidhan. K. and Chul W. Park, "Board Leadership Structure and CEO Turnover," *Journal of Corporate Finance*,8(1), pp.49-66, 2002.
34. Lausten, Mette, "CEO Turnover, Firm Performance and Corporate Governance:Empirical Evidence on Danish Firms," *International Journal of Industrial Organization*,20(3), pp.391-414,2002.
35. Letza, S., Hardwick, P., & Ashton J., "Who disciplines management in poorly performing companies," *Journal of Financial Intermediation*, vol.10, pp.209–248, 2001.
36. McEvily,B.and A.Zaheer,"Bridging Ties :A Source of Firm Hetrogeneity In Competitive Capabilities", *Strategic Management Journal*,20(12), pp.1133-1156, 1999.