

家族繼任 CEO 對公司績效的影響

翁鶯娟

國立高雄應用科技大學企業管理系助理教授

yjwong@kuas.edu.tw

蕭積瑜

國立高雄應用科技大學企業管理系研究生

leonnet14@hotmail.com

摘要

本研究主要探討家族繼任 CEO 對該企業的公司績效是否會造成影響，以及納入董事連結、家族企業成員佔董事會的人數比例作為干擾效果，以檢視家族繼任 CEO、公司績效及董事連結所帶來的影響效果，資料收集期間從 2002 年至 2012 年。文獻指出家族繼任 CEO 後對公司績效的影響普遍是負向的影響，由於家族成員大多是靠血脈或姻親關係，所以新上任的家族繼任 CEO 不一定是因為本身管理能力或專業知識才得以以上任 CEO。本研究將探討家族繼任 CEO 對公司績效的影響關係，是否會因為加入董事連結與家族企業成員佔董事會的人數比例等變數而有顯著不同。

本研究實證研究發現，家族繼任 CEO 對於公司績效帶來負向影響，並且在家族繼任 CEO、公司績效加入董事連結與家族企業成員佔董事會的人數比例做為干擾效果，發現董事連結的連結程度越高，會增強家族繼任 CEO 對公司績效的負向影響。另外家族企業成員佔董事會的人數比例越高，則會減弱家族繼任 CEO 對公司績效的負向影響，故與本研究預期相符。

關鍵詞：家族繼任、繼任 CEO、董事連結、家族董事

第一章 緒論

在台灣約有 80% 的中小企業為家族企業（彭懷真，1989），由於家族企業的數量眾多，許多台灣學者也開始紛紛重視這個議題。而在一個家族企業裡免不了企業裡的成員大多由家族人員出任，此外，家族企業的另一重要特徵，即為企業領導者（如企業董事長）必須由家族成員擔任才能稱為是家族企業（Gersick et al., 1997; Miller & Le-Breton-Miller, 2005; Ward, 1987），例如：統一集團是一個非常典型的家族企業，其企業高層人員大多是家族成員出任。Morten Bennedsen, Kasper Meisner Nielsen, Francisco Perez-Gonzalez and Daniel Wolfenzon (2007) 的研究指出家族企業在交替 CEO 後，均會產生一段負績效的過渡時期，尤其是在迅速成長的企業體系裡，均能發現家族企業因為 CEO 繼任後可能因為 CEO 索學習的專業技能並不一定是企業的專業技能，才導致新上任 CEO 需要一段學習期的過渡期，而這段過渡期就可能使得公司績效不佳。

組織裡的 CEO 為一企業的靈魂人物，也是緊繫各個內部部門以及外部企業資源的重要人物。在現代企業組織裡，企業之間的合作方式也不再僅限於傳統的結盟方式，更是出現了許多複雜的相連性關係，社會網絡與董事會網絡即是其中之一。社會網絡（Social Network）通常被用來解釋人或是組織間的關係，透過一個特定的社會關係形態（如親情、友情、資金轉換、契約等）加以連結而所形成的關係網絡（Burt, 1992; Nohria, 1992），企業透過董事連結建立社會網絡，以獲取無形資產，而董事連結（interlocking directorates）係指一位董事身兼兩家以上企業董事職務的現象，所以企業則透過董事會裡的董事兼任其他企業董事的方式來建立更多企業之間的董事連結，此現象普遍存在於許多企業中。然而在台灣企業裡可以清楚的看到集團之間的連結，例如：鴻海企業的 CEO 郭台銘，在鴻海如此龐大的企業裡，鴻海 CEO 在眾公司裡佔據了一個非常重要的連結點，透過這個連結點可以互通各家公司的資訊以及資源，讓整體企業不會因為資金或者資源不足而讓公司績效漸漸低落。可是一間企業免不了都會面臨 CEO 交替，當新 CEO 上任時，原本的董事連結也會因為 CEO 變動而跟著產生變化，因此，不同的董事連結當會改變企業擁有的資源，將可能影響公司經營績效。

當企業發生 CEO 變動時，因為新上任 CEO 並沒有舊有的 CEO 所有的董事會網絡關係，所以新上任 CEO 需要重組董事會網絡關係以維持企業的資金及資源，若新繼任 CEO 仍為家族成員，新繼任 CEO 是否會因為企業裡家

族成員人數較多，因而透過家族裡的姻親關係在該企業裡掌握資源與權力，而使原本企業間的網絡關係發生變化而干擾企業績效。

因此本研究納入董事連結以及家族企業成員佔董事會的人數比例作為干擾，探討家族繼任 CEO 時是如何影響公司績效。

因此，本研究之目的如下：

1. 探討家族繼任 CEO 對公司績效的影響關係。
2. 探討董事連結家族企業成員佔董事會的人數比例，對家族繼任 CEO 與公司績效間關係的影響。

第二章 文獻探討與研究假設

一、家族繼任CEO與公司績效之關係

所謂的家族企業，在定義上須包含家族、所有權以及控制力等概念，即是一群具有血緣關係所構成的一個企業個體。在華人地區，家族式經營不僅是中小型企業運作的關鍵因素，對大型企業來說，亦是影響企業組織型態、決策，以至於策略轉折的重要影響因素(Yiu, Burton, & Lu, 2005; 李宗榮, 2007; 鐘喜梅、葉家豪, 2010)。儘管國內外經營環境快速變遷，台灣的經濟仍掌握在特定的大企業手中，家族集團在台灣經濟活動中，仍然扮演相當關鍵的角色(瞿宛文、安士敦, 2003; Chung, 2003; Chung, 2006)。根據過去的文獻指出，CEO的才能雖然無法在企業資產負債表上列為公司資產，但無庸置疑的，經營才能卻會反映在財務報表的經營績效及市場績效中。因此，經理人變動對企業經營績效之影響是個值得探討的議題。而當CEO更換時，公司組織可能產生變革，這時便可能會對公司的經營績效產生影響。(林有志、邱炳雲、高茂峰, 2008)。然而，大部分的學者支持CEO變更與公司績效之間存在著高度敏感性，且CEO替換與公司經營績效兩者為負相關(Warner et al., 1988、Kim, 1996、Brunello et al., 2003)。

許多學者檢視當家族公司的總經理與董事長由家族成員擔任時，對於公司績效的影響為負影響。Anderson and Reeb (2003) 以ROA作為績效衡量時，發現由家族公司創始人擔任總經理時公司績效為最佳，由家族後代子孫擔任總經理時公司績效次之；若進一步將家族成員分類為公司創始人與後代子孫兩種，由公司創始人在董事會中擔任非執行董事(即外部經理人擔任總經理)時最佳，由公司創始人擔任總經理時次之，由後代子孫在董事中擔任非執行董事(由外部經理人擔任總經理)時最差。Villalonga and Amit (2006) 證實家族持股只有在當公司創始人為總經理時或公司創始人當董事長，並由專業經理人當總經理時，才能為公司創造價值，若由後代子孫接任總經理，公司價值下降。

家族通常為大股東或股權較為集中在數個成員手中，若家族成員擔任公司總經理，等於家族擁有絕對的決策執行力，公司的決策更可能跟家族的興趣作結合，忽略要極大化公司價值的目標；因家族原擁有較多的股權，若公司總經理又為家族成員的話，即擁有更大的力量去作出圖利自身家族的決策，其他股東的權益遭到侵害，家族更可能將公司資產為私用，因此耗盡公司資源。

Demsetz and Lehn (1985) 指出家族更可能支持高階管理者當他們可以透過公司資產而不是私人財產來達到私人的消費目標。若總經理的職位必須由家族成員中挑選，因受制於有限的人力資源，缺乏才能或不適當的訓練，用人惟親，不考慮專業能力，將會造成非家族成員人才的流失，使得經營績效較差，公司所需負擔為失去更具才能、資格和競爭力的外部經理人來擔任的機會成本。Gomez-Mejia et al. (2001) 提出家族總經理相對專業經理人對於股東較沒有責任感。Hiller and McColgan (2005) 實證顯示家族總經理相對於非家族總經理較不可能因公司績效不好而遭免職。

Morten Bennedsen, Kasper Meisner Nielsen, Francisco Perez-Gonzalez and Daniel Wolfenzon (2007)的研究指出家族企業在交替 CEO 後，均會產生一段負績效的過渡時期，尤其是在迅速成長的企業體系裡，均能發現家族企業因為 CEO 繼任後可能因為 CEO 索學習的專業技能並不一定是企業的專業技能，才導致新上任 CEO 需要一段學習期的過度期，而這段過渡期就可能使得公司績效不佳，有學者收集資料研究後發現家族執行總裁上任後，ROA 平均下滑百分之 1.88。而 Pérez-González, Francisco (2006) 更指出公司內部的 CEO 與前任 CEO 有關連時，他們之間

的關係可能是公司創始者、企業的大股東、血緣或姻親關係，而這就成為公司內部選擇新任 CEO 時所需要的因素，但這也是這些範圍限制的因素使得新指派的 CEO 對公司的績效並沒有多大的影響力。

經由以上所述可知，繼任 CEO 如為家族成員時，對公司績效為負面影響。故本研究推論當企業發生 CEO 變動時，其公司績效會有負面的影響。因此，本研究假說如下：

H1: 家族繼任 CEO 與其公司績效呈負向關係。

二、董事連結對家族繼任 CEO 與公司績效間關係之調節效果

由過去研究學者指出，董事連結 (interlocking directorates) 是指一位董事身兼兩家以上企業董事職務的現象，此現象普遍存在於許多企業中，不少學者透過了社會資本、資源依賴理論等學說來驗證董事連結的存在，也有學者進行了董事連結對企業績效影響的實證研究。

James D. Westphal, Steven Boivie and Daniel Han Ming Chng (2006) 指出組織間主要的聯繫大致上都是以董事會網絡來維持。新上任之家族企業 CEO 對於網絡的權力的類型與程度不同，是因取決於上下兩代之間的差異與其他的環境因素，如新 CEO 上任後有不當的行為表現時，會造成網絡內的行動者不滿，更甚至會導致網絡破裂，進而對企業績效產生異變。

各家學者對於董事連結有一些共同的想法。著眼點都是社群整體關係網絡結構對於社群成員的各種影響。所以當個體參與某個關係網絡，因此相互之間產生了規範、共識、信任之後，將有助於關係網絡成員共同建立其他的關係網絡。上市公司必定屬於某個產業，因此必然身處在產業關係網絡之中，企業若為某集團企業的一員，便身處集團關係網絡之中，每家上市公司必然身處在產業關係網絡之中，也可能屬於某個集團關係網絡之中，關係網絡成員之間相互之間有共同的規範、相當程度的信任與一些共識。企業從這些對外關係網絡中獲得以上好處之後，將可能會對外尋求與其他上市公司更密切的關係聯繫，董事連結是一個讓企業很容易建立更多對外關係聯繫的一種方式，本研究認為上市公司身處在產業關係網絡與集團關係網絡之中，將有助於董事連結網絡的參與。Lin(1982, 2001)認為「個人的社會關係網絡，將可以為個人帶來某種程度的社會資本，視其所建立的弱聯繫、強聯繫數量、以及其網絡中心性(centrality)而定。聯繫越多、中心性越強，則所能獲得的社會資本愈高。」

Nicholson, Malcolm, and Geoffrey (2004) 以美國企業為研究對象，發現董事會連結可以提供較優質的公司資源與資訊，因為公司連結(interlocked firms) 較傾向複製彼此的行為(Davis and Greve, 1997)，讓雙方企業獲得共同的利益。從社會心理學與網絡關係可以得知企業間的資源相互依賴主要是維持住企業的網絡關係，這樣的關係能讓企業主間各取所需。(Krackhardt and Stern, 1988; Clark and Mills, 1982; Silver, 1990) 而許多企業為了確保獲取資源的來源，就必須維持住企業間友好的網絡關係(Pfeffer and Salancik, 1978; Burt, 1983; Palmer et al., 1995)，基於有健全的董事網絡關係，對於企業來說可避免許多會導致公司經營發生變動的因素。

當個人所獲得的社會資本越高，便可與其他人促成合作、資訊交流、資源交換，而達到獲益的目的。當企業在董事連結網絡所處的位置也就是網絡中心性(centrality)越高，便代表企業所能獲得的社會資本愈高，與其他上市促成合作、資訊交流、資源交換的機會就越大，進而可能達到影響企業獲益、經營績效的目的。

經由以上論述，由資源依賴理論可得知，當企業會藉由建立企業間的關係以增加公司的經濟實力(Pfeffer and Salancik, 1978)，董事連結即是方法之一。過去研究 CEO 異動之對企業之經營績效將產生影響，特別是在家族 CEO 異動宣告時，當其董事連結程度愈高，將有助於家族企業注入新的觀念，及新的資源，有利於企業的未來發展，所以會減緩家族 CEO 對公司績效的不利影響。

繼任 CEO 會因為董事連結的連結強度而影響企業績效，因此，本研究假設推論如下：

H2a: 董事連結的連結程度越高，會減弱家族繼任 CEO 對公司績效的負向影響。

然而也有研究指出，董事連結會因連結成度過高導致董事忙碌而使得績效減弱。Core et al. (1999) 及 Milliron (2000) 指出，當董事同時擔任太多其他公司的董事職位時，較不可能投入充分的時間善盡董事職務，導致董事會監督機制的有效性降低且無法發揮監督功能，而致使績效變差。因此，若董監事兼職忙碌程度愈高，責監督機制是否有效將令人疑慮。Jiraporn, Davidson III, Ning, and DaDalt (2008) 即藉由調查忙碌董事(兼職數多之董事)的董事會出席狀況，探討忙碌董事之成本效益。實證顯示，忙碌董事之出席企業會議狀況較差，且並不因持股較多而教有誘因出席董事

會，就算支付較多的車馬費與聘金，亦無影響。結果表明當佔多數的董事處於忙碌狀態時，企業績效會受到影響，由於董事擁有多個董事職位，董事可能會對於企業的監控強度受到影響，且忙碌的外部董事提供過高的薪酬待遇，這反過來又導致企業績效變弱。在 2000 年 12 月 28 日，華爾街日報報導 Elaine L Chao 將提名為總統候選人 George W 布希內閣。在幾天之前 Elaine L Chao 證實為勞動部長，巧合的是，這篇文章也發表 Elaine L Chao 身為美國大型企業裡 10 個最繁忙的董事之一。正如預期，在她的擔任內閣時，Elaine L Chao 辭去她在董事關係 C.R. Bard, Clorox、哥倫比亞 HCA 醫療保健、Dole Foods、西南航空與 Protective Life 保險公司的董事職位。另一個日報的文章中描述在企業之間不斷增長的趨勢去限制董事會席次的數量及董事出任是因為擔任太多董事會可能會不利於公司治理的品質。在這個案例中分析其中股東活動家、機構投資者、監管機構跟許多公司在職多數董事會的董事忙碌的原因，而這些原因使他們的企業管理監控不力，而經過數據分析後證實忙碌的董事對企業績效的影響是負面的。

因此本研究推論家族 CEO 如果董事連結的連結強度過強，而使得 CEO 過於忙碌於不同家的企業，結果將使企業績效更差。因此，本研究假設推論如下：

H2b：董事連結的連結程度越高，會增強家族繼任 CEO 對公司績效的負向影響。

三、家族控制董事會之成員的比率的調節效果

由過去文獻指出，在我國約有 80% 的中小企業為家族企業（彭懷真，1989）。有些學者認為家族企業指：一個家族必須要擁有這個企業 51% 以上的股份才可稱之為家族企業，或者一個家族中至少要有兩個人以上在企業內的管理階層，又或者家族企業必須是同一個家族的要有不同的世代在同一企業中。而在台灣家族企業同時掌握公司所有權及經營權，而且董事會成員及高階主管通常是由家族成員擔任，在這種情況下，組織成員目標衝突與資訊不對稱的假設在家族企業較不會發生（林穎芬及劉維琪，民 92）。且 Steier(2001) 提出，他認為家族企業較非家族企業績效好，主因是家族企業有家庭目標、關係、家庭資源或資產以影響公司績效。

Yeh and Lee(2001)指出 76% 台灣上市公司由家族控制，而 66.45% 的董事會亦掌握在家族手中，而家族控制與否，可能對董事會結構與公司績效之間的關聯性產生結構性影響。例如，家族企業在指派 CEO 時，可能會考慮 CEO 與控制家族成員的關係或是否會支持管理者的經營理念與政策的影響。然而在家族企業的特有資源，例如在家族企業中被歸為自家人的員工，會對組織具有強烈的情感與組織忠誠，進而願將組織的利益置於個人利益之上，且為組織主動付出（鄭伯璜、姜定孫，2003）。家族企業的人員會為了公司營運而付出人力或財務等，且在沒有任何契約的保障之下進行付出行為，像這樣屬於強連結（Strong Tie）的家族關係，通常都在無形的聯繫之下對公司提供有價值的資源（Williamson, 1985；Bunkanwanicha, Fan and Wiwattanakantang, 2008）。

家族企業裡的 CEO 通常為家族成員所擔任，企業的經營權與所有權合而為一，家族成員間的利益會較協同一致（Fama and Jensen, 1983; Demsetz and Lehn, 1985; Suhulze, Lubatkin, Dino and Buchholtz, 2001; Simon, 1993; Eshel, Samuelson and Shaked, 1998）。家族連結不同於其他非家族與社群的連結，家族連結更強、更緊密且更持久，因此家族企業成員間的熟悉度有助後續的互動與協調，而這些家族資本可以被投資、被私用，也是溝通想法與經驗的手段，但也必須被維護。（林翠蓉、張力、侯啟嫻、曾韻如、許雅棠，2010），此外，在家族企業中，高階管理團隊（top management team）的家族成員比例可以做為家族對企業經營控制力的強弱指標（鍾喜梅、劉韻僊、葉匡時，2003）。

現在許多企業都圍繞著資源依賴論點，企業為了公司利益而確保高階管理層的網絡關係。（Pfeffer and Salancik, 1978; Burt, 1983; Palmer et al., 1995）但是當企業發生 CEO 變動時，屆時高層的網絡關係因為 CEO 變動而導致董事連結不如以往穩固，而可能發生公司績效不如以往。屆時企業間會為了本身企業的利益，還是可能會重組網絡關係，並不會因為高層變動而改變整個企業網絡的聯繫（James D. Westphal, Steven Boivie and Daniel Han Ming Chng, 2006），由於家族成員佔董事會比率較高，新上任之家族 CEO 可因家族成員自有的董事網絡關係，依然可維持企業間的網絡關係以及公司的績效。

因此本研究推論家族企業成員佔董事會人數將在繼任 CEO 與企業績效中具有干擾效果存在，繼任 CEO 會因為家族企業成員佔董事會人數的比例越高而影響公司績效呈正面影響。因此，本研究假設如下：

H3a：家族企業成員佔董事會人數比率越高，會減弱家族繼任 CEO 對公司績效的負向影響。

而家族企業無論上市與否，其董事與監察人常屬於同一血親或有裙帶關係，透過交叉持股與金字塔結構等方式，

平均擁有五成以上的投票權，加上嚴重的資訊不對稱，使家族企業之管理和監督常在黑箱作業中完成，顯示小股東的權益有遭到冷漠之於，造成「弱股東、強董事」(曾秀玲，2012)。

控制家族持股比率愈高，因而操縱盈餘的可能性將愈強，導致盈餘品質愈差。由於東亞許多公司隸屬相同集團且(或)由同一家族所控制(Claessens, Djankov, and Lang, 1999)，控制家族將透過集團內的關係企業進行自我交易或挖地道(tunneling 利益輸送)行為，掠奪公司利益。控制股東為了利於移轉公司資源，將傾向派任家族成員擔任董監事，使得企業監督的機制受到嚴重影響(呂佳玲與林基煌，2008)。因此家族成員擔任董監事席次比率愈高，則因彼此間之爭執與利益衝突，導致家族成員藉由職務之便，從事盈餘管理以剝削企業資源的可能性增大，因而降低盈餘品質。

葉銀華等人(2002)、廖秀梅等人(2006)的研究即發現，當家族企業規模擴大，董事會易產生不同家族派系，不易整合不同意見，反而使決策變差，也就是說當公司規模愈大時，公司有成長需求時，家族投入太多，可能對績效產生不利影響(劉韻僊等人，2006)。Cheng(2008)也提出實證支持，董事會規模越大公司績效波動越大，因各董事間不易達成一致的決議，長期消耗結果將傷害公司價值。而家族企業裡的網絡權力的類型與程度不同，對於新上任的CEO，可能會發生部分家族成員不滿而造成網絡破裂(葉匡時、操禮芹，1996)。

Schulze et al. (1999) 提出總經理的職位若由家族成員擔任，容易引起其他資深、非家族的經理人的憤恨，因為無論資歷、功勞或才能，家族成員可能都不具資格擔任CEO。

經由以上論述，故家族CEO發生變動時，家族企業成員佔董事會人數的比例越高，影響公司績效也呈負面影響。因此，本研究假設如下：

H3b：家族企業成員佔董事會人數比率越高，會增強家族繼任 CEO 對公司績效的負向影響。

第三章 研究方法

本研究依據前述文獻探討中，加以推論完成研究假說，因此本章第一節為研究架構，第二節為樣本和資料來源，第三節為研究法之說明並建立模型與定義變數。

一、研究架構

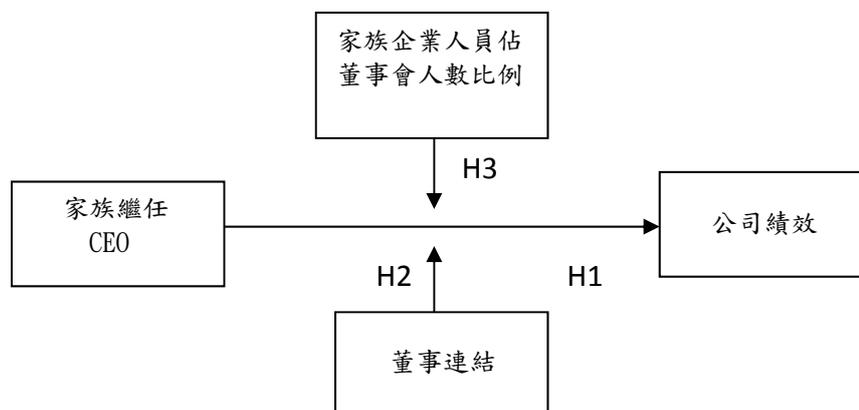


圖 3-1 研究架構圖

二、樣本及資料來源

本文研究資料期間為 2002 年 1 月 1 日至 2012 年 12 月 31 日，研究樣本則為研究期間內有採行家族 CEO 繼任之公司績效。有關家族 CEO 繼任宣告事件，本文取自於台灣證券交易所建置的「公開資訊觀測站」(2002-2012)。本文於公開資訊觀測站之「重大訊息」網頁，鍵入「CEO 繼任」、「更換 CEO」、「CEO 變動」等相關關鍵字搜尋而獲得研究樣本。樣本公司之會計、財務資料則取自「台灣經濟新報」相關資料庫(2002-2012)。

而其餘變數資料皆取於「台灣經濟新報資料庫」。公司規模、公司成長率、負債比率、董事會規模、無形資產。

三、變數定義及衡量

(一) 依變數：公司績效 (FP)

採用會計上常用之財務經營績效衡量指標ROE，由於不同產業的ROE 差距甚大，可能導致資料扭曲，因此本研究採用之ROE 是來自公司之ROE，並將使用家族繼任CEO後三年的績效平均數作為衡量指標。

在衡量經營績效應變數方面，經營績效可分為財務性績效及非財務性績效，由於非財務性績效資料取得不易，而財務績效又可分為會計指標及市場指標兩種，大多研究以財務性績效作為公司績效之衡量，故本研究以財務性績效作為公司績效衡量變數，採用會計上常用之財務績效衡量指標-資產報酬率。

Kaplan、Venkatramn and Ramanujam(1986)之文獻探討我們可以了解公司的績效主要可分為財務上和非財務上之表現，但因為非財務績效指標衡量不易亦不易取得，因此本研究仍決定專注於財務績效指標的探討上。

營運績效指標：

$$ROA (\text{資產報酬率}) = \text{稅後淨利} / \text{資產總額}$$

此皆是基於帳面值的基礎上，且為考量公司受產業景氣造成盈餘波動之影響，本研究亦考慮調整產業績效指標以專注於個別公司績效之差異上。

(二) 自變數：家族繼承 CEO (CS)

本研究之主要變數為家族繼承CEO，研究樣本之家族繼任CEO資料取自公開資訊觀測站，係觀察各年度家族企業年報所記載之CEO，若該企業裡的董事會人數超過半數為家族成員時，該企業則判斷為家族CEO，記錄為1，否則為0。

(三) 干擾變數：董事連結 (ID)

依照文獻定義董事連結指的是兩家(含)以上的公司，其現任高階的管理者或公司董監事(Phan, Lee and Lan,2003)，或者是一人同時在兩家(含)以上的公司之董事會上擔任職務時，即形成董事會連結(Pennings, 1980)。研究樣本之董事連結取自於該企業CEO現在擔任幾家企業之董事職位，以及過去曾擔任幾家董事之職位計算而成。

(四) 干擾變數：家族企業成員佔董事會人數多寡 (FN)

家族企業的定義：在本研究中，由於葉銀華(1999)定義較能呈現台灣家族企業的情形，因此採用其定義來衡量，葉銀華(1999)定義為：「將配偶納入家族成員，若家族成員或其控制的公司所有的持股比率總和超過10%，且在董事會擁有席位或家族成員占公司董事會席位超過一半者為家族公司。」，家族企業成員人數資料取自台灣經濟新報(TEJ)家族持股比例越高，表示投入越深。

(五) 控制變數

1. 公司規模 (SIZE,S)

Chatterjee and Wernerfet (1991)認為公司規模與策略型態有關，公司規模越大，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。因此本研究以公司規模 (SIZE) 作為繼任CEO對公司績效影響之控制變數。Frankel et al.指出公司規模較大者，因有較多分析師報導、獲利佳、市價對帳面價值比較大、銷貨成長率較高所以對公司績效有影響，本研究係以總資產取自然對數作為衡量公司規模之指標。

$$\text{公司規模} = \text{期初權益市值取自然對數}$$

2. 負債比率(Liability Ratio ,LR)

根據以往文獻指出，因利息費用會減少公司盈餘，且其稅盾效果會使經理人傾向選擇高風險專案，而降低公司績效。另一方面，當公司管理者持股愈低或當資金來自長期負債的比重愈大時，以代理理論觀點而言，權益與債務代理問題愈大。因此，本研究以長期負債比率作為控制財務槓桿對公司獲利能力有影響。

$$\text{負債比率} = (\text{期末總負債} / \text{期末總資產}) \times 100\%$$

3. 董事會規模 (Board Size,BS)

家族企業能透過擴大董事規模來蒐集更多產業相關資訊，協助控管企業面臨經營管理時的不確定性(Boyd, 2006)。企業透過擴大董事規模與外部機構、法人與創投作連結，能有效降低外界因資訊不對稱所產生的錯誤判斷(Aboody and Lev,2002)。然而，Lipton and Lorsch(1992)主張董事會規模越大對於溝通與決策的效率越不利，

將抵銷因增加董事席次而提升的監督效能，故董事會規模不應超過十人。Cheng(2008)也提出實證支持，董事會規模越大公司績效波動越大，因各董事間不易達成一致的決議，長期內耗結果將傷害公司價值。相關文獻如Bacon(1973)及Zahra and Pearce II(1989)等人，皆以董事會成員人數衡量董事會規模，故本研究以董事會人數衡量之。

4. 公司成長率 (Firm Growth,FG)

以本期營業收入減掉上期營業收入再除以上期營業收入來衡量公司成長機率，使用公司成長率此變數是為了控制公司的成長變化對公司的經營績效產生之影響。McConnell and Servaes(1995)實證發現，公司成長率與負債比率呈現負向關係，然而再根據融資順位理論，發現負債比率也與公司價值呈現負向關係，因此，公司成長率與公司價值之間的影響為正向關係，故公司成長率與公司經營績效有關(公司經營績效反應在公司的價值上)。

$$\text{公司成長率} = [(\text{本期營業收入} - \text{上期營業收入}) / \text{上期營業收入}] \times 100\%$$

5. 無形資產 (Intangible Assets,IA)

本研究以研發支出及廣告支出合計佔總資產比率作為衡量無形資產投入之指標因在知識經濟時代，控制無形資產對公司績效的影響，為來自累積及創造之無形資產為產業之主要核心價值。

第四章 結果分析與討論

一、樣本敘述統計

本研究檢視台灣上市公司中的家族繼任 CEO 後對公司績效的影響效果，在「公開資訊觀測站」中，以公司所發布的重大訊息與公告收集 2002 年 1 月 1 日至 2012 年 12 月 31 日的 CEO 變動資訊，觀察樣本總共為 960 個觀察值，在這十年間與繼任 CEO 有關的事件，並計算有關於繼任 CEO 後一年的公司績效、董事連結、家族企業成員佔董事會人數多寡之資料，資料皆取自於公開資訊觀測站。

敘述統計及相關分析

表 1 為繼任 CEO、干擾變數及控制變數全體樣本之敘述性統計分析，分別示列依變數、自變數、干擾變數及控制變數的敘述統計量。

表 1：敘述統計量(N=960)

變數	代號	平均數	標準差
依變數			
公司績效	FP	22.28	1.43
自變數			
家族繼任 CEO	CS	0.28	0.45
干擾變數			
董事連結	ID	6.58	3.56
家族企業成員佔董事會人數比例	FN	-1.35	0.67
控制變數			
公司規模	S	5.49	0.62
公司成長率	FG	-1.53	0.83
負債比率	LR	-0.93	0.53
董事會規模	BS	6.60	2.34
無形資產	IA	9.91	2.07

本研究首先利用相關分析進行探討，結果如表 2。其中公司績效與 CEO 繼任、家族企業成員佔董事會人數比例、公司規模及董事連結的相關係數檢定並不顯著，但與其他變數的相關檢定均顯著。而各變數之間除了 CEO 繼任與董事會規模、無形資產、公司成長率、公司規模、董事連結；家族企業成員佔董事會人數比例與無形資產、公司成長率、公司規模；負債比率與無形資產、公司規模、董事連結；董事會規模與公司規模、董事連結；無形資產與公司規模；公司成長率與公司規模、董事連結；公司規模與董事連結等幾項變數間的相關並不顯著之外，其他變數間的相關程度均為顯著。

表 2:FP 與相關變數的 Pearson 相關係數與相關檢定

	2	3	4	5	6	7	8	9
1. 公司績效	0.01	0.01	0.16**	0.11**	0.28**	0.35**	0.05	0.03
2. 家族繼任 CEO	1	0.56**	0.08**	-0.06	-0.02	-0.04	-0.02	-0.01

3. 家族企業成員佔 董事會人數比例	1	0.06*	-0.07*	0.02	-0.03	-0.03	-0.07*
4. 負債比例		1	-0.10**	-0.05	0.10**	0.05	0.02
5. 董事會規模			1	0.27**	-0.08*	-0.00	0.04
6. 無形資產				1	-0.14**	-0.04	0.14**
7. 公司成長率					1	0.03	-0.02
8. 公司規模						1	0.04
9. 董事連結							1

註:**. 在顯著水準為 0.01 時 (雙尾), 相關顯著。

*. 在顯著水準為 0.05 時 (雙尾), 相關顯著。

二、模型驗證與分析

模型驗證結果如表 3 所示, 從模式一的結果發現 CEO 繼承為負向顯著, 表示 CEO 繼承對公司績效有負向影響, 所以研究假設一成立。而從模式二的驗證結果得知董事連結與 CEO 繼承的交互作用為負向顯著, 表示董事連結與 CEO 繼承對公司績效也呈負向影響, 符合本研究的研究假設二 H2b, 所以研究假設二 H2b 成立。最後從模式三的驗證中得知家族企業成員佔董事會人數比例為正向顯著, 表示家族企業成員佔董事會人數比例越高時對公司績效有正向影響, 符合研究假設三 H3a 當家族企業成員佔董事會人數比例越高時會增強對公司績效的影響, 所以研究假設三 H3a 成立。

表 3: 模型驗證結果

	Model 1	Model 2	Model 3
Constant	21.40*** (35.81)	21.64*** (35.33)	21.77*** (34.22)
自變數			
家族繼承 CEO	-0.54*** (-2.46)	-0.66*** (-2.59)	-0.57** (-2.04)
干擾變數			
董事連結		-0.04** (-1.98)	
家族企業成員佔 董事會人數比例			0.34*** (3.57)
控制變數			
負債比率	0.39*** (3.85)	0.39*** (3.78)	0.40*** (3.91)
董事會規模	0.07*** (2.84)	0.08*** (2.89)	0.08*** (2.97)
無形資產	0.19*** (6.33)	0.19*** (6.26)	0.19*** (6.31)
公司成長率	0.64*** (9.39)	0.65*** (9.32)	0.64*** (9.40)
公司規模	0.04 (0.40)	0.03 (0.75)	0.03 (0.28)
交互作用			
家族繼承 CEO*董事連 結		-0.07** (2.17)	
家族繼承 CEO*家族企 業成員佔董事會人數 比例			0.73*** (5.27)
R ²	0.256	0.269	0.258
F 值	25.43***	19.86***	19.48***
VIF	<5	<5	<5

註: 依變數為公司績效, 括符內數值為 t 值。

*表示 10% 的顯著水準, **表示 5% 的顯著水準, ***表示 1% 的顯著水準。

第五章 研究結論與建議

一、研究結論

(一) 家族繼任CEO對公司績效具有負向的影響

根據過去研究指出，而當 CEO 更換時，公司組織可能產生變革，這時便可能會對公司的經營績效產生影響(林有志、邱炳雲、高茂峰，2008)。然而，大部分的學者支持 CEO 變更與公司績效之間存在著高度敏感性，且 CEO 替換與公司經營績效兩者為負相關(Warner et al.,1988、Kim,1996、Brunello et al.,2003)。Morten Bennedsen, Kasper Meisner Nielsen, Francisco Perez-Gonzalez and Daniel Wolfenzon (2007)的研究指出家族企業在交替 CEO 後，均會產生一段負績效的過渡時期，而這段過渡期就可能使得公司績效不佳。Anderson and Reeb (2003) 以 ROA 作為績效衡量時，發現由家族公司創始人擔任總經理時公司績效為最佳，由家族後代子孫擔任總經理時公司績效次之；若進一步將家族成員分類為公司創始人與後代子孫兩種，由公司創始人在董事會中擔任非執行董事(即外部經理人擔任總經理)時最佳，由公司創始人擔任總經理時次之，由後代子孫在董事中擔任非執行董事(由外部經理人擔任總經理)時最差。與本研究結果假說 H1 實證相符。

(二) 董事連結對家族繼任 CEO 與公司績效間關係之調節效果

本研究統計結果之分析中瞭解，董事連結對於家族繼任 CEO 與公司績效之間產生干擾之關係，其結果顯示出當董事連結程度越高時，會減弱家族繼任 CEO 對公司績效之正向影響。研究分析指出當 CEO 肩負著多家董事之職務時，會因為職務過於忙碌而無法專心一意的在同一家公司上，這與 Core et al.(1999)及 Milliron(2000)的論點，當董事同時擔任太多其他公司的董事職位時，較不可能投入充分的時間善盡董事職務，導致董事會監督機制的有效性降低且無法發揮監督功能，而致使績效變差。Jiraporn, Davidson III, Ning, and DaDalt(2008) 即藉由調查忙碌董事(兼職數多之董事)的董事會出席狀況，探討忙碌董事之成本效益。實證顯示，忙碌董事之出席企業會議狀況較差，表明當佔多數的董事處於忙碌狀態時，企業績效會受到影響，由於董事擁有多個董事職位，董事可能會對於企業的監控強度受到影響，且忙碌的外部董事提供過高的薪酬待遇，這反過來又導致企業績效變弱。案例中分析其中企業股東、機構投資者、監管機構跟許多公司在職多數董事會的董事忙碌的原因，而這些原因使他們的企業管理監控不力，而經過數據分析後證實 CEO 兼任過多董事職務忙碌的董事對企業績效的影響是負面的。與本研究結果假設 H2b 實證相符。

(三) 家族控制董事會之成員的比率的調節效果

依據本研究之研究結果，家族企業成員佔董事會人數比率越高，會減弱繼任 CEO 對公司績效的負面影響。在台灣許多中小型企業大多是由家族企業為首，對於家族企業來說，姻親血緣關係是戰勝許多外在的利益關係的關鍵點，有許多學者研究台灣家族企業與績效的研究多不勝數，Yeh and Lee(2001)指出 76%台灣上市公司由家族控制，而 66.45%的董事會亦掌握在家族手中，而家族控制與否，對董事會結構與公司績效之間的關聯性產生結構性影響。家族企業裡的 CEO 通常為家族成員所擔任，企業的經營權與所有權合而為一，家族成員間的利益會較協同一致(Fama and Jensen,1983; Demsetz and Lehn, 1985; Suhulze, Lubatkin, Dino and Buchholtz,2001; Simon,1993; Eshel, Samuelson and Shaked,1998)。家族連結不同於其他非家族與社群的連結，家族連結更強、更緊密且更持久，因此家族企業成員間的熟悉度有助後續的互動與協調，而這些家族資本可以被投資、被私用，也是溝通想法與經驗的手段，但也必須被維護(林翠蓉、張力、侯啟婷、曾韻如、許雅棠，2010)。Burkart, Panunzi, and Shleifer (2003) 指出家族成員越積極參與公司管理，公司表現越佳。與本研究結果假設 H3a 實證相符。

二、研究限制與未來研究建議

(一) 研究限制

本研究主要探討上市公司 CEO 變動後的績效變化，利用公開資訊觀測站公開的公司年報裡的資料為依據，年報資料雖為公開、且資料內容豐富，但因為董事連結之間的關係並不一定是像報表上所呈現的靜態資料，無法完全呈現網絡中不斷改變的關係狀態。

(二) 未來研究建議

依據本研究之研究結果顯示，家族CEO董事連結的連結程度越高，增強家族繼任CEO對公司績效的負向影響。

建議未來研究可以加入董事與公司任職時間來交叉比對，應該可以更完整的來進行評估董事連結如何影響繼任CEO與公司績效之間的影响因素。

參考文獻

中文部分

1. 王中天(2003)，組織的外部控制—資源依賴觀點。
2. 吳永猛、吳森田、吳榮貴、林忠正、曹添旺、蔡宗榮(1993)，經濟學(個體部份)。臺北：國立空中大學。
3. 李宗榮(2007)，「在國家權力與家族主義之間：企業控制與台灣大型企業間網絡再探」，台灣社會學，第13卷，173-242。
4. 林有志、邱炳雲、高茂峰(2008)，更換經理人對公司經營績效之影響。會計與公司治理，第五卷，第二期，1-28。
5. 林翠蓉、張力、侯啟婷、曾韻如、許雅棠(2010)，「家族所有權、公司治理與公司績效關係之實證研究」，績效與策略研究，第八卷，第一期，59-78。
6. 洪淑玲(2006)，集團企業董事網絡連結關係對經營績效之影響。國立成功大學企業管理學系未出版，碩士論文。
7. 梁富梅(2007)，董監事結構、董監事連結與經營績效關係之研究。國立臺北大學企業管理學系未出版，博士論文。
8. 彭懷真(1989)，台灣企業業主的關係及其轉變—一個社會學的分析。東海大學社會學研究所未出版，碩士論文。
9. 曾秀玲(2012)，家族企業內部稽核獨立性與組織績效關聯性之研究。國立中山大學企業管理學系，碩士論文。
10. 葉匡時、操禮芹(1996)，「家族企業接班過程的網絡分析」，管理學報(原管理科學學報)，13(2)，197-225。
11. 葉銀華(2002)，公司治理與評等系統，商周文化。
12. 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。
13. 廖秀梅、李建然、吳祥華(2006)，「董事會結構特性與公司績效關係之研究—兼論台灣家族企業因素的影響」，東吳經濟商學學報，第54期，117-160。
14. 鄭伯璜、姜定孫(2003)，「組織忠誠、組織承諾及組織公民行為」見姜定孫、鄭伯璜、鄭宏岳(主編)《組織行為研究在台灣：三十年回顧與展望》。台北：桂冠圖書公司。
15. 鍾喜梅、李宛茜、林立農(2006)，「家族控制、策略自主，與國際化：台灣汽車業家族集團的個案分析」。2006年台灣社會學年會紀國科會專題研究成果發表會。
16. 鍾喜梅、劉韻僊、葉匡時(2003)，「我國上市公司家族控制力與董事會運作關係之探討」，中山管理評論，11(2)，341-365。
17. 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。
18. 瞿宛文、安士敦(2003)，超越後進發展：台灣的產業升級策略。台北：聯經出版。

英文部分

1. Adams, R. B. and D. Ferreira (2007) A Theory of Friendly Boards, *Journal of Finance*, 62(1), pp.217-250.
2. Ali, A., T. Chen, & S. Radhakrishnan. (2007), "Corporate disclosures by family firms." *Journal of Accounting and Economics* 44:238-286.
3. Anderson, R. & D. Reeb, (2003), "Founding-family ownership and firm performance from the S&P 500." *Journal of Finance* 58:1301-1328.
4. Barontini, Roberto and Lorenzo Caprio (2006), "The Effect of Family Control on Firm Value and Performance:

Evidence from Continental Europe," *European Financial Management*, 12 (5), 689-723.

5. Boyd, B. (2006), "Corporate Linkages and Organizational Environment: A Test of The Resource Dependence Model." *Strategic Management Journal* 11: 419-430.
6. Brunello G., C. Graziano, and B.M. Parigi, 2003, "CEO turnover in insider-dominated boards:The Italian case", *Journal of Banking and Finance*, 27(6), pp. 1027-1051
7. Burkart, M., Panunzi, F., & Shleifer, A. (2002), "Family Firms, Working Paper" ,Harvard University.
8. Burkart, M., Panunzi, F., & Shleifer, A. (2003). Family firms, *Journal of Finance*, 58(5), 2167-2202.
9. Burt, R.S., (1992). *Structural holes: The social Structure of competition*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
10. Bushman R., R.J. Indjejikian, and A. Smith (1996) "CEO compensation: the role of individual performance evaluation", *Journal of Accounting and Economics*, 21(2), pp. 161-193.
11. Bushman R., Q. Chen, E. Engel, and A. Smith, 2004, "Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems", *Journal of Accounting and Economics*, 37(2), pp. 167-201.
12. Cheng, S. (2008), " Board size and the variability of corporate performance." *Journal of Financial Economics* 87: 157-176.
13. Chrisman, James J., Jess H. Chua, and Pramodita Sharma (2005), "Trends and Directions in the Development of a Strategic Management Theory of the Family Firm," *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 29 (5), 555-575.
14. Chua, Jess H., James J. Chrisman, and Pramodita Sharma (1999), "Defining the Family Business by Behavior," *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23 (4), 19-39.
15. Chung, C. H. I. N. (2003), "Managerial structure of business groups in Taiwan: The inner circle system and its social organization." *The Developing Economies*, 41(1), 37-64.
16. Chung, H. M. (2006), " Managerial ties, control and deregulation: An investigation of business groups entering the deregulated banking industry in Taiwan." , *Asia Pacific Journal of Management*, 23(4), 505-520.
17. Dalton D.R., and I.F. Kesner, 1985, "Organizational performance as an antecedent of inside/outside chief executive succession: an empirical assessment", *Academy of Management Journal*, 28(4), pp. 749-762.
18. Davidson W.N., D.L. Worrell, and L. Cheng, 1990, "Key executive succession and stockholder wealth: The influence of successor's origin, position, and age" *Journal of Management*, 16(3), pp. 647-664.
19. Davis, G. F. and H. R. Greve (1997) corporate elite networks and governance changes in the 1980s', *American Journal of Sociology*, 103, pp. 1-37.
20. Davis, John A. and Renato Tagiuri (1989), "The Influence of Life Stage on Father-Son Work Relationships in Family Companies," *Family Business Review*, 2 (1), 47-74.
21. Defond M.L., and C.W. Park (1999) "The effect of competition on CEO turnover", *Journal of Accounting and Economics*, 27(1), pp. 35-56.
22. Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership : Cause and Consequences, *Journal of Political Economics*, 93(6), 1155-1177.
23. Elsevier B.V. (2003) "Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms" *Journal of Corporate Finance*, pp. 17-31.
24. Engel E., R.M. Hayes, and X. Wang (2003) "CEO turnover and properties of accounting information", *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), pp. 197-226.
25. Fama, E. & Jensen, M. (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics* 26: 301-25.
26. Fan, Joseph P. H. and Wong T. J. (2002), "Corporate Ownership Structure and The Informativeness of Accounting Earnings in East Asia," *Journal of Accounting and Economics*, 33 (3), 401-425.
27. Garton, L., Haythornthwaite, C., Wellman, B. (1997). Studying online social networks. *Journal of*

Computer-Mediated Communication,3(1).

28. Gersick, K. E., Davis, J. A., Hampton, M. M., & Lansberg, I. (1997). *Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business*. Boston: Harvard Business School Press.
29. Gomez-Mejia, L., M. Nunez-Nickel, & I. Gutierrez. (2001), "The role of family ties in agency contracts". *Academy of Management Journal* 44: 81-95.
30. Habbershon, Timothy G. and Mary L. Williams (1999), "A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms," *Family Business Review*, 12 (1), 1-25.
31. Habbershon, Timothy G., Mary Williams, and Ian C. MacMillan (2003), "A unified systems perspective of family firm performance," *Journal of Business Venturing*, 18 (4), 451-465.
32. Hamilton, G. G. (Ed.). (1996). *Asian Business Networks*. New York: Walter de Gruyter.
33. Helmich, D. L. 1974. Organization growth and succession patterns. *Academy of Management Journal*, 17(December): 771-775.
34. Helmich D.L., and W.B. Brown, 1972, "Successor type and organizational change in the corporate enterprise", *Administrative Science Quarterly*, 17, pp. 371-381.
35. Hermalin B.E., and M.S. Weisbach(1998) "Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO", *The American Economic Review*, 88(1), pp. 96-118.
36. Hillman, A. J. and T. Dalziel (2003), Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives, *Academy of Management Review*, 28, pp.383-396.
37. Huson M.R., P.H. Malatesta, and R. Parrino, 2004, "Managerial succession and firm performance", *Journal of Financial Economics*, 74(2), pp. 237-275.
38. Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance(2007). *The Quarterly Journal*, 122 (2): 647-691.
39. James, H. (1999). Owner as manager, extended horizons and the family firm, *International Journal of the Economics and Business*, 6(1), 41-56.
40. Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983), The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics*, 11(1), 5-50.
41. Khanna N., and A.B. Poulsen, 1995, "Managers of financially distressed firms: Villains or scapegoats?", *Journal of Finance*, 50(3), pp. 919-940.
42. Khurana R., and N. Nohria, 2000, "The performance consequences of CEO turnover", Unpublished Manuscript, *Massachusetts Institute of Technology*, Cambridge Kim Y., 1996, "Long-term firm performance and chief executive turnover: An empirical study of the dynamics", *Journal of Law, Economics, and Organization*, 12(2), pp. 480-496.
43. Litz, Reginald A. (1995), "The Family Business: Toward Definitional Clarity," *Academy of Management*, 8 (2), 71-81.
44. Maury, B. (2006), "Family ownership and firm performance: empirical evidence from
45. Western European corporations." , *Journal of Corporate Finance* 12:321-341. McConaughy, D., M. Walker, G. Henderson, & M. Chandra.(1998), "Founding family controlled firms: efficiency and value." *Review of Financial Economics* 7:1-19.
46. McConnell, J. J. and H. Servaes. (1995). Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*, 39(September): 131-157.
47. Miller, D., & Le-Breton-Miller, I. (2005). *Managing for the Long Run: Lessons in Competitive Advantage from Great Family Businesses*. Boston: Harvard Business School Press.
48. Mizruchi, M. S. (1982), *the American Corporate Network: 1904-1974*", Beverly Hills: Sage.

49. Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 293-315.
50. Nicholson, G. J., A. Malcolm, and C. K. Geoffrey (2004) Defining the social capital of the board of directors: An exploratory study, *Journal of the Australian and New Zealand Academy of Management*, 10(1), pp. 54-63.
51. Nohria, N. (1992). Is a network perspective a useful way of studying organizations? In Nohria, N. and Eccles, R. (eds.), *Networks and Organizations: Structure, Form, and Action*, 1-22. Harvard Business School Press.
52. Peng, M. E., K. Y. Au and D. Y. L. Wang(2001) Interlocking Directorates as Corporate Governance in Third World Multinationals: Theory and Evidence from Thailand, *Asia Pacific Journal of Management*, 18, pp.161-181.
53. Pennings, J. M. (1980) *Interlocking Directorates*, San Francisco: Jossey-Bass.
54. Pérez-González · Francisco(2006). Inherited Control and Firm Performance.*American Economic Review*, 96(5): 1559-1588.
55. Pfeffer, Jeffrey and Gerald Salancik, (1978). *The External Control of Organizations*. New York: Harper & Row.
56. Phan, P. H., S.H. Lee, and S. C. Lau (2003) The performance impact of interlocking directorates: The case of Singapore, *Journal of Managerial Issues*, 15, pp. 335-352. Phan, Lee and Lan (2003).
57. Schoorman, F. D., M. H. Bazerman, and R. S. Atkins (1981) Interlocking directorates: A strategy for reducing environmental uncertainty, *the academy of management review* 6, p 243-251
58. Schulze, W., Dino, R., Lubatkin, M., & Buchholtz, A. (1999). Agency relationship in family firms : Theory and evidence, Working paper, University of Connecticut.
59. Shleifer, A. & R. W. Vishny (1997), "A survey of corporate governance.", *Journal of Finance* 52: 737-783.
60. Sindhuja, P. N. (2009), "Performance and Value Creation: Family Managed Business Versus Non-Family Managed Business," *IUP Journal of Business Strategy*, 6 (3/4), 66-80.
61. Steier, L.(2001) ,Next-generation entrepreneurs and succession: An exploratory study of modes and means of managing social capital', *Family Business Review*, 14(3), 259-276.
62. Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency Relationships in Family Firms : Theory and Evidence, *Organization Science*, 12(2), 99-116.
63. Villalonga, B. & R. Amit.(2006), "How do family ownership, management and control affect firm value?." *Journal of Financial Economics* 80:385-417.
64. Ward, J., (1987). *Keeping the Family Business Healthy: How to Plan for Continuing Growth, Profitability, and Family Leadership*. San Francisco: Jossey-Bass.
65. Warther, V. A. (1998), Board Effectiveness and Board Dissent: A Model of the Board's Relationship to Management and Shareholders, *Journal of Corporate Finance*, 4, pp.53-70. Warther (1998)
66. Wu, H.L. (2008) How do Board-CEO Relationships Influence the Performance of New Product Introductions? Moving from Single to Interdependent Explanations," *Corporate Governance: An International Review*, 16(2), pp.77-89
67. Yeh, Y. H., & Lee, T. S. (2001), "Corporate governance and performance: The case of Taiwan". Paper presented at the The Seventh Asia Pacific Finance Association Annual Conference.
68. Yiu, D., Bruton, G. D., & Lu, Y. (2005), "Understanding business group performance in an emerging economy: Acquiring resources and capabilities in order to prosper." *Journal of Management Studies* 42:183-206.
69. Zahra, S. A., and Pearce, A., 1989. —Boards of directors and corporate financial performance : A review and integrated model, *Journal of Management*, 15,(2) 291-334.