

家族傳承與公司績效－企業社會責任的調節作用

張惠晴*、林昆立**、張元***

摘 要

本研究檢驗家族傳承對公司績效的影響，同時考量企業社會責任的調節作用。由於家族企業的傳承可能使創辦人（或家族成員）的特定資產消失，因而降低企業績效；然而，因為企業社會責任幫助公司累積其的聲譽資本，良好企業社會責任表現所產生的知名度效果與保險效果，有助於減緩家族企業傳承對公司績效的負向影響。本研究基於 2007~2018 年間臺灣證券交易所上市非金融產業共 831 家公司的資料進行實證分析，主要實證結果發現不論是董事長傳承或執行長傳承，家族傳承傾向使公司出現較為低落的績效，然而企業社會責任表現較佳的公司，有助於減緩家族企業傳承對績效的負向影響，且繼任者具備財務法律或會計專才亦具有減緩家族傳承公司績效的惡化效果。

關鍵詞：家族傳承、企業社會責任

JEL 分類代號：G32、G34、M14

* 國立彰化師範大學財務金融技術學系。

** 國立臺中科技大學商業經營學系教授。

*** 國立彰化師範大學財務金融技術學系教授，本文通訊作者，電話：(047)232105 分機 7350；Email：ychang@cc.ncue.edu.tw。

DOI：10.53106/054696002022060111004

收件日期民國 110 年 6 月 5 日；修改日期民國 110 年 8 月 23 日；

接受日期民國 111 年 2 月 7 日。

家族傳承與公司績效－企業社會責任的調節作用

張惠晴、林昆立、張元

壹、緒論

家族傳承 (family succession) 在國內外金融市場中是一個重要的新興議題。第二次世界大戰後，各國經濟穩定發展，目前全球社會各產業中大多數企業領導人皆可說是戰後嬰兒潮的世代。然而，企業領導人終究需面臨衰老、退休與交棒給下一世代的問題，目前台灣大多數企業領導人的年紀落在 60 至 69 歲區間，也都面臨必須計畫與考慮將公司經營交棒給下一代的問題，特別是家族企業的主導者更是如此。家族企業在世界各國經濟扮演重要角色，Anderson and Reeb (2003) 發現標準普爾 (Standard & Poor's) 500 大企業中有 35% 是家族企業，Claessens et al. (2000) 對東亞地區的公司所有權結構進行研究發現，東亞大多數公司是由家族所控制，在台灣上市公司中約有 65.6% 的公司為家族企業。家族企業是經濟與金融體系中重要的組成部分，家族企業對台灣經濟的成長亦有極大的貢獻，家族企業的經營良窳、家族企業世代交棒時的順利與否以及後續公司績效表現，對經濟社會與金融市場的發展與穩定將有重大影響¹。

家族企業最重要的特徵即是由創辦人與家族成員透過持股以及其他複雜方式以維持對公司的最終控制權。然而，Burkart et al. (2003) 指出家族企業面臨的最大挑戰是傳承，特別是不同世代之間的傳承。Ibrahim et al. (2001) 指出企業第一代能成功地傳承給第二

¹ 李志華 (2013) 指出若台灣中小企業接班失敗，會使台灣多數就業人口失業，使生計受到影響。

代者約 30%，第二代能順利傳承給第三代繼任者不到 15%。Bennedsen et al. (2015) 針對香港、新加坡和台灣的 217 個最大的家族企業傳承案例進行研究，發現與第一代的企业價值相比，傳承至下一代的企业其平均價值約下降了 60%。尤其在台灣，上市公司最獨特的制度因素就是有較高的家族股權。實務上，家族傳承成功與失敗的例子皆有²，家族企業如何能在家族傳承後維持企業的榮景與永續經營 (吳冷豫，2013；范惟翔與尤燈洲，2017)，成為企業管理者及學術研究中重視的議題，亦是掌理金融市場穩定與發展的主管機關所關注的新興議題。

許多既有文獻探討家族傳承對企業產生的影響。Bennedsen and Fan (2014) 以及 Bennedsen et al. (2015) 將家族企業傳承的主要挑戰歸因於家族企業的成功普遍取決於創辦人 (或家族成員) 的特定資產，例如政治聯繫、與外部利益相關者的非正式關係以及企業聲譽。這些特定資產一般都是無形的，甚至創辦人本身就是家族企業中最重要的資產。當家族企業傳承時，由於創辦人逐漸淡出企業，所以特定資產的價值普遍會遞減或消失，使得家族傳承公司的價值下降。Smith and Amoako-Adu (1999) 發現當家族企業宣布家族成員為繼承者時，公司股價反應不佳。Morck et al. (2000) 使用加拿大公司為研究樣本，發現第二代繼任的公司其會計績效要比同類型公司低。Pérez-González (2006) 顯示在宣布

² 允強實業於 1973 年由創辦人張清課成立，董事長張清課於任職期間，先行讓兒子張金鈺開始主導營運管理。早期大部分台灣鋼鐵業者都是以聯合採購方式向國外購買原物料，張清課認為支持國內廠商反而能降低成本和運送時間，使得允強不受國外原料價格波動之影響，使允強有了穩定的經營基礎。兒子張金鈺接班後，對於員工的福利與照顧可說是無微不至，甚至有了彰化一帶的幸福企業之稱。在公司版圖上也採取積極創新而不斷擴張，其張金鈺的領導下允強近年每股稅後純益都可以維持在 2 元以上 (林政鋒，2020)。然而，臺灣金融市場上亦有出現家族傳承出現紛擾的案例，例如接班過程中出現家產糾紛的永豐餘案與味王案 (鄧麗萍等，2017a、2017b) 以及創辦人過世後關於接棒者之遺囑與股權分配規劃不一而導致紛爭的長榮案以及近年來上市公司股王大立光案 (林宏達與林文義，2019) 等。

家族企業繼任者時，只有任命外部專業的 CEO 才能產生正向異常報酬。McConaughy et al. (1998) 的研究顯示家族企業的價值在繼承後會大幅下降。翁慈青等 (2019) 以 2007-2012 年中國上市公司資料探討中國家族企業於後代接班後對公司績效的影響，發現家族企業由後代接班後對公司價值 (Tobin's Q) 產生負向影響。

另外，家族企業傳承的文獻大多集中討論家族成員與專業管理者的選擇對於企業價值的影響 (Morck et al., 2000; Pérez-González, 2006; Chang and Shim, 2015; Jaskiewicz et al., 2016)；對營運及財務政策的連續性 (Amore et al., 2011)；家族傳承時特定資產的保存 (Bennedsen and Fan, 2014; Bennedsen et al., 2015; Xu et al., 2015)³。然而，較少文獻檢視企業社會責任對家族傳承與企業績效之間關係的調節角色。由於家族企業從事企業社會責任活動可以是參與社會宣傳活動也可能是一項策略 (McWilliams et al., 2006)，有助於保留家族企業的特定資產並提高傳承者的知名度，例如社會形象和社交網絡，並改善或建立新的關係與聲譽資本。因此，企業社會責任的宣傳活動有助於減緩家族傳承過渡的挑戰⁴，尤其是家族企業涉及不同世代的移轉。本文認為為了保留或提高家族企業在傳承期間的業績，並增加繼任者的知名度，公司從事企業社會責任可以達到社會宣傳活動效果，使家族企業傳承時特定資產的保存獲得一定程度的保障。

本文主要目的在於檢驗家族傳承對公司績效的影響，同時檢視公司的企業社會責任表現在家族企業傳承對績效影響關係中的作用。本研究認為企業社會責任可以在家族企

³ Yeh and Liao (2020) 發現當公司身處的產業競爭程度愈高、產業整體風險愈大，控制股東面對接班人選擇會以穩定或強化公司績效並避免公司面臨挑戰或產生危機，公司會擴大接班人選的集合，除了家族成員外亦會增加非家族成員傳承的機率。如果家族控股公司傳給外部專業人士，相對於其他兩類傳承對象 (家族成員、由內部晉升之高階主管) 而言，公司財務績效顯著提升、現金股利發放增加，並吸引更多機構投資人持股。

⁴ 例如，De Vries and Miller (1984) 認為，由於年齡和經驗的差異，第二代繼任者和創辦人可能存在緊張的關係。Smith and Amoako-Adu (1999) 提出市場懷疑第二代家族企業的能力，因此當公告繼任者時股價出現負面反應。

業傳承時帶來聲譽資本，增強家族企業繼任者的知名度效果，同時企業社會責任在績效保險上的作用亦有助於降低市場對於家族企業傳承時的疑慮及潛在負面影響。首先，在聲譽資本的知名度效果方面，本文參考 Bennedsen and Fan (2014) 及 Bennedsen et al. (2015) 所提出的移轉成本假說為基礎。Bennedsen and Fan (2014) 及 Bennedsen et al. (2015) 認為在傳承過程中，如何成功移轉世代的特定資產是至關重要的，此兩篇研究認為特定資產是無形的，並且與家族企業的創辦人（或現任身為家族成員的執行長）牢固地聯繫在一起。有鑑於無形資產的本質，在個人之間轉移特定資產的成本很高，所以成功的家族企業世代移轉，需要降低特定資產的轉移成本，以便繼任者可以使用這些特定資產大部份的價值。值得注意的是，本文認為企業從事企業社會責任達到社會宣傳活動，便是提高公司知名度的策略之一（Sánchez, 2000; Saiia et al., 2003; Zhang et al., 2010a; Zhang et al., 2010b; Wang and Qian, 2011），藉此降低家族傳承時特定資產的轉移成本。其主要原因在於，參與企業社會責任，其社會宣傳活動的策略可以提高公司的形象，吸引正面的宣傳，並有助於繼任者提高其知名度（Love and Kraatz, 2009; Stuebs and Sun, 2011; Zhu et al., 2014）。在所有其他條件相同的情況下，這些社會宣傳活動有助於繼任者保持或增強創辦人所建立的關係和聲譽資本（最重要的特定資產之一），並使繼任者在商業活動中更容易被看見。換句話說，企業社會責任對家族企業有助於降低特定資產的轉讓成本，並且增強繼任者在商業活動中的曝光與知名度，從而保全家族企業世代傳承時重要特定資產的轉移成本。

另外，在聲譽資本的保險效果方面，Peloza (2006) 及 Minor and Morgan (2011) 指出企業在社會責任上的作為透過累積先前提及的聲譽並建立好形象，進而在公司發生負面事件時，以社會責任活動所建立的聲譽資本作為緩衝，降低負面事件產生的不良影響，產生所謂的績效保險效果。Lins et al. (2017) 提到公司的社會責任作為可為其建立更多的社會資本（social capital）並累積社會對公司的信賴（Degli Antoni and Sacconi, 2011;

Sacconi and Degli Antoni, 2011; Scrivens and Smith, 2013)⁵，從而使得公司在面對公眾對金融市場失去信心時（例如 2008-2009 年的金融海嘯期間）的經營成果與財務指標，相較於其他社會責任表現較弱的公司而言有較佳的表現。基於上述發現，企業的企業社會作為有助於維持與建立聲譽資本，增強家族企業繼任者的聲譽以及公眾對公司的信任，從而使得家族企業傳承過程的特定資產的轉移成本降低。上述兩種渠道皆有助於使繼任者維繫創辦人的特定資產，有助於使家族企業世代轉移的可能不利影響有所降低，於是企業的社會責任表現有助於減緩家族企業傳承對績效負向影響的程度。

本研究根據台灣證券交易所上市非金融產業共 831 家公司於 2007 至 2018 年的資料，檢驗家族企業傳承對於公司績效的影響，同時考量企業社會責任對家族傳承與公司績效影響關係的調節效果，即是否社會責任表現良好的公司在家族傳承時傾向有較小的績效下降幅度。本研究的基本實證結果為，台灣上市公司近 10 年的證據顯示出現家族傳承的公司傾向對應著較低落的績效，而企業社會責任表現有助於緩和因家族傳承而使績效下跌的幅度。本研究實證結果給予投資人、管理階層與政府主管機關的啟示為，家族傳承雖然為公司經營帶來不穩定與負面的影響，因此提早建立家族接班的相關的公司治理法令規範、發展教育輔導計畫以及強化相關資訊揭露等皆有助於因應家族傳承為公司與金融市場帶來的影響；同時亦應持續推動企業善盡社會責任的相關規範與鼓勵措施，促進企業重視永續經營以減緩家族傳承時帶來的不利影響。

本研究主要貢獻如下：第一，先前文獻較少檢視企業社會責任對家族傳承的影響。大多數家族傳承的研究集中討論家族成員與專業管理者的選擇對企業價值的影響 (Morck et al., 2000; Pérez-González, 2006; Chang and Shim, 2015; Jaskiewicz et al., 2016) 以

⁵ Putnam (1993) 指出一國的信任度愈高則社會資本愈高，經濟發展程度愈高 (Fukuyama, 1995; La Porta et al., 1997; Knack and Keefer, 1997)；Degli Antoni and Sacconi (2011) 及 Sacconi and Degli Antoni (2011) 指出公司的社會責任表現可以代表公司的社會資本，由實務經驗、管理者與企業界中普遍認為公司的社會責任活動能為公司產生社會資本和信任。

及對營運及財務政策之連續性的探討 (Amore et al., 2011)。然而，本研究提出支持家族企業面臨傳承時應考慮公司社會責任表現以強化社會宣傳活動的策略，並且與 Bennedsen and Fan (2014) 和 Bennedsen et al. (2015) 的移轉假說架構互補。平均而言，家族企業在家族傳承過程中增加社會責任活動以維持特定資產。更重要的是，本研究發現參與較多企業社會責任的家族企業，相對參與較少企業社會責任活動的家族企業而言，其傳承的績效會更好。

第二，本研究發現企業社會責任在家族傳承時扮演重要角色。本研究發現互補先前關於政治關聯 (Xu et al., 2015) 與家族傳承年輕繼任者 (Cao et al., 2015) 的文獻。例如，Sánchez (2000) 認為薩爾瓦多公司參與社會公益以建立其政治網絡。Wang and Qian (2011) 研究指出中國大陸企業使用社會活動宣傳增強其在社會與政治上的合法性。翁慈青等 (2019) 發現中國大陸家族企業擁有政治關係可以改善傳承對公司績效的負向影響。不同於先前文獻，本研究認為企業社會責任活動具備推動家族企業成功進行世代轉移的能力。企業社會責任活動背後的行銷和令公眾產生「良好感覺」的功能之外，家族傳承在企業社會責任活動決策中也起著一定作用，並支持企業社會責任活動是更廣泛的公司策略的一部分，可以提升家族企業在傳承後的績效，並增進家族企業的股東價值。

第三、既有關於社會責任的研究如 Pelozo (2006)、Godfrey et al. (2009)、Minor and Morgan (2011)、Gupta and Krishnamurti (2018) 以及 Jia et al. (2020) 等指出了企業社會責任的保險作用，明示公司的社會責任表現有助於降低公司出現或面對負面事件時減少績效下跌的幅度，這些研究相繼檢驗並發現了公司發生或面對負面事件時 (如產品召回、金融海嘯、財務困境以及開放股票放空限制等)，社會責任表現良好的公司，傾向獲得了幅度較低的會計與市場績效下跌，並獲得相對較多的貸款。基於臺灣上市上櫃公司資料的研究如 Chen et al. (2015)、Shiu and Yang (2017) 以及洪皓俞等 (2022) 等，其發現臺灣的上市上櫃公司出現或面對負面事件時 (包括公司發生環保與安全事件、資訊公告缺失事件、勞資關係事件、其他違法違規事件以及經濟不景氣等)，企業社會責任表現較佳的公司，績效衰退 (包括會計與市場績效下跌以及股票市場負向異常報酬) 的幅度，相對較

企業社會責任表現差的公司為低。本研究所探討的家族傳承，在論述其對公司績效的影響過程中指出了家族企業傳承因交棒者的政治聯繫、與外部利益相關者的非正式關係、社會網絡以及企業聲譽等特定資產的以及其價值再傳承給繼任者時傾向遞減或消失，使得家族傳承公司的價值下降。此點亦可解讀為一種負面影響公司績效的事件，而本研究中企業社會責任扮演在家族傳承對公司績效負面影響中的緩衝作用，與前述既有研究中公司發生負面事件時，企業社會責任產生降低負面事件導致績效下跌的作用是相類似的。本研究的結果與眾多企業社會責任具保險作用的研究是有相同的推論脈絡。在既有關於企業社會責任保險作用的文獻發展中，本研究亦拓展了企業社會責任有助於保障績效下跌的肇因範圍，即企業出現家族傳承此一負面事件。此部分為本研究的第三項潛在貢獻。

本研究後續節次安排如下：第 2 節為文獻探討與假說發展，第 3 節介紹變數、計量模式、公司樣本與資料。第 4 節為實證結果與討論。最後為結論與建議。

貳、文獻探討與假說發展

一、家族傳承與公司績效

(一)家族傳承

家族企業為一群具有親屬或血緣關係所構成的企業 (Villalonga and Amit, 2006; 秦歲民, 2002)，家族企業通常由家族成員掌握實質公司控制權，使經營權與所有權合而為一，經營目標與理念傾向以家族利益為主 (金昌民, 2004)，對於家族企業的定義除包含親緣和血緣關係，亦須含家族、所有權和經營權等概念。相對於西方國家，亞洲地區更注重於傳統家族文化和倫理價值觀，因此亞洲區發展出的家族企業與西方國家大部份企業有

明顯差異與特色：對於華人而言，傳統文化的基礎即為家族，對於家族關係更加重視，以家族而成立的家族企業更容易使成員們以同一個利益為共同目標⁶，也更容易將人員聚在一起，度過企業營業的各種關卡 (Farh and Cheng, 2000)；集權式管理是由華人的傳統價值觀而來，在華人世界重視輩份與倫理的階層關係下，家族成員傾向皆會尊崇輩分較高、較有威嚴的家長或長輩，因此對於家族企業而言，由於創辦人或接班人通常為輩分較高、持股較多者，集權式管理有助於增進決策的執行力與一致性 (鄭伯壘等，2000)；對於華人而言，家族企業通常用人唯親，重視家族的香火傳承，視家族利益為重點而非追求股東利益極大化 (許士軍，1997)。西方世界亦存有許多家族企業，但西方國家的家族企業相較沒有那麼高的凝聚力，公司人力資源仍傾向選賢舉能，傾向雇用外部專業團隊經營家族企業。因此亞洲區域的家族企業對於後代接班的重視與培養高於西方國家的家族企業，高達七成家族企業的台灣在家族接班問題上形成金融市場上的重要議題。

本研究歸納發現既有家族傳承的研究主要為兩大主軸，第一是以家族接班時的經歷與過程為探討對象，包含跨世代間接班的人力資源移轉、接班人選與家族成員關係等；第二是家族企業接班後的績效變化以及接班後的營運策略變革等 (劉正，2018)。就前者來說，鍾喜梅與林佳慧 (2009) 以及鍾喜梅 (2013) 指出不同企業規模面臨接班的挑戰不同，包括股權分配、接班人的考量及選擇，不同規模的企業應該要有不同的接班計畫與安排；陳泰和 (2001) 以交易成本、網絡關係等觀察家族接班人如何被選擇出線的。就後者來看，蕭積瑜 (2014) 的研究顯示接班人是否擁有舊有董事會網絡關係將影響接班後的公司績效；黃崇豪 (2014) 發現家族接班人的外部經歷與持股比率將影響公司績效。

⁶ 家族企業的社會情感財富理論 (socioemotional wealth theory) 指出家族企業往往追求的是與家族情感有關的非物質價值，主要來源於家族對企業的控制，包括家族對企業的實質控制權力與影響力、家族歸屬感與親密感需要的滿足、家族價值觀的延續、家族基業的傳承、家族企業社會資本的保持、基於血緣連帶的家族責任履行、家族成員之間的利他主義以及家族的社會地位等 (Gómez-Mejía et al., 2007; Zellweger and Nason, 2008; Berrone et al., 2012; Evert et al., 2018; Hussinger and Issah, 2019)。

(二)家族傳承與公司績效

本文研究範疇接近上述的第二部分，主要探討家族傳承對公司績效的影響。除上述研究外，Molly et al. (2010) 指出雖然沒有證據顯示家族企業的獲利能力會因為接班產生負面影響，但公司負債比率卻傾向於接班時上升；Bennedsen et al. (2015) 指出所有權和管理權接班造成公司價值損失與家庭資產及障礙因素有關。Fan et al. (2008) 指出當家族企業將所有權與控制權轉移給繼承人時傾向使公司價值降低，許多無形資產例如前朝重要員工有可能追隨前任企業領導者而離開公司，公司在接班人繼任期間也容易與利益關係人產生衝突，進而造成公司信譽損失。

另外，Chiang and Yu (2018) 以及李春生 (2013) 的研究指出企業高層權力的接班問題是無可避免的，接班會降低公司市場價值與會計績效，而若進一步區分外部與內部接班人則會發現，雖然內部接班優於外部接班，但公司績效仍傾向受到接班而產生負向影響；蕭積瑜 (2014) 的研究顯示接班對公司績效產生負向影響，但如果新上任接班人為舊有領導人的家族成員，較能擁有舊有領導人於董事會的網絡關係，較容易掌握資源與權力，降低接班對公司績效的負面影響。

綜合以上文獻，不論國內或國外的家族傳承研究，大多指出當企業出現家族傳承時雖然會受整個家族結構、財產移轉、資源網路、企業文化、經營與管理風格不同以及接班人的價值觀和受培訓的結果，但對於公司績效的影響傾向皆為負向 (Ghee et al., 2015；官逸人等，2012；翁慈青等，2019)。台灣金融市場上於近年相繼出現家族傳承出現紛擾的案例，例如接班過程中出現家產糾紛的永豐餘案與味王案 (鄧麗萍等，2017a, 2017b) 以及創辦人過世後關於接棒者之遺囑與股權分配規劃不一而導致紛爭的長榮案以及近年來上市公司股王大立光案 (林宏達與林文義，2019) 等，輔以許多既有研究的大部分結果，本研究認為家族傳承對公司績效的影響傾向是不利的。本研究的待檢驗假說一為：

假說一：家族傳承對公司績效的影響為負；家族企業出現傳承時，公司績效傾向降低。

二、企業社會責任在家族傳承對公司績效影響關係中的調節作用

企業社會責任的基本概念指的是企業除了為股東創造最大利益，還須兼顧所有利益關係人 (stakeholders) 的包括員工、客戶、供應商、消費者、社區、國家政府以及環境等權益，而利益關係人權益的滿足在長期下會影響企業目標的達成與企業生命的延續，因此企業若想達到永續經營，就應制定一個符合不同利益關係人權益的策略 (Freeman, 1984)，包括生產品質、職業安全、商業道德、保護勞動者權益和珍惜資源等，皆是企業重視社會責任以追求永續經營的努力方向。企業社會責任這一詞最早由 Sheldon (1924) 在《The Philosophy of Management》一書中提到，其認為企業在獲取利潤時，應該兼顧產業內外的各種群體需求，並同時對社區盡一份心力與貢獻。Bowen (1953) 指出企業社會責任會使企業因應社會價值觀來制定出目標與相關決策和企業經營規則。而美國學者 Carroll (1991) 提出「企業社會責任金字塔」(the pyramid of corporate social responsibility)，將企業社會責任視為一個四層的金字塔，分別為經濟、法律、道德與公益，企業將遵循此次序與重要性以善盡社會責任。

(一)企業社會責任與聲譽

企業社會責任有助於提高企業聲譽 (黃詩婷與張元，2021)。聲譽 (reputation) 對企業的經濟績效有重要影響力，而企業在社會責任上的作為有助於建立聲譽 (McWilliams et al., 2006)，而 Deephouse (2000)、Fombrun (1996, 2005)、Gardberg and Fombrun (2006)、Love and Kraatz (2009)、Pfarrer et al. (2010)、Lange et al. (2011)、Stuebs and Sun (2011) 以及 Zhu et al. (2014) 皆提出了類似看法，發現公司的社會責任投入與公司聲譽呈正向關聯。公司因社會責任所建立的聲譽資本愈大，愈傾向重視降低接班紛擾、建立接班制度並慎選接班人選以降低過程中可能產生傷害公司聲譽的情形出現，從而使得善盡社會責

任的公司於傳承時傾向有較低程度的負面影響。

(二)企業社會責任與風險管理

社會責任表現良好的公司傾向與公司周圍的各利益關係人保持良好關係並重視其權益，相對較不易形成僅為少數群體利益而傷害其他群體的公司決策，利益關係人權益受損而向公司求償或對公司採取負面回應或手段的可能性較低，傾向使得公司被查核、訴訟等風險較小。因此那些自我承諾於社會責任表現良好的公司傾向有較低的風險，善盡社會責任可視為公司風險管理 (risk management) 的一種工具或思維 (Godfrey, 2005; Godfrey et al., 2009; Koh et al., 2014)。另外，既有研究 Pelozo (2006)、Minor and Morgan (2011) 指出企業在社會責任上的作為透過累積先前提及的聲譽並建立好形象 (image)，進而在公司發生不良事件時，以社會責任所建立較多的聲譽資本為緩衝，降低不良事件產生的不良影響，產生所謂的保險效果。Lins et al. (2017) 提到公司的社會責任作為可為其建立更多的社會資本並累積社會對公司的信賴，從而使得公司在面對公眾對金融市場失去信心時 (例如 2008-2009 年的金融海嘯期間) 的經營成果，相較於其他公司而言有較佳的表現。據此本研究推論，社會責任表現良好的公司，由於有較佳的風險管理思維，傾向能安排適當的接班規劃與過程以及適合的人選，使傳承過程的紛擾降低；傳承過程中即便於金融市場中出現耳語與臆測，也相對較能夠獲得利益關係人包括交易對手與投資人的信賴，從而出現或即便出現其程度亦相對較低的負面影響。

(三)企業社會責任與績效

善盡社會責任有助於提升公司績效與價值。Freeman (1984) 的利益關係人理論以及 Cornell and Shapiro (1987) 的社會影響論點皆指出公司能夠在滿足營運上各利益關係人利益而實現公司價值最大化。Cochran and Wood (1984) 發現公司的社會責任表現與財務績效呈正向關聯。Luce et al. (2001)、Brammer and Millington (2005)、Hull and Rothenberg

(2008) 以及 Liang et al. (2019) 等皆有類似發現。Waddock and Graves (1997) 發現公司的社會責任表現與資產報酬率、股東報酬率與銷售報酬率呈正向關係。池祥萱等 (2014) 指出企業社會責任如雙面刃，若營運策略運用得當，公司的社會責任作為會藉由名譽效果使績效有所提升。Wu and Shen (2013) 利用銀行業樣本證實較佳社會責任表現的銀行傾向有較佳的銀行績效。社會責任表現良好的公司由於傾向有較佳的績效，對於企業領導人接班過程中所可能產生的紛擾與疑慮而導致的負面影響如市場臆測、前朝老臣或重要幹部對未來失去信心而離職或轉職、資金來源如銀行貸款的緊縮等皆相對輕微，從而在傳承過程中僅出現相對較輕微的負面影響。

綜合上述討論，本研究認為企業社會責任表現良好的公司，相對於社會責任表現較差的公司，面對家族傳承時，雖然公司績效仍傾向降低，但降低的幅度是相對較小的。本研究的待檢驗假說二為：

假說二：企業社會責任表現有助於減緩家族傳承對公司績效產生的負面影響；社會責任表現較佳 (差)，家族傳承對公司績效產生的負面影響較小 (大)。

參、變數、實證方法、公司樣本與資料

一、研究變數

(一)被解釋變數—公司績效

本研究參考沈中華與張元 (2008) 以及翁慈青等 (2019)，將公司績效分為以會計為基礎 (accounting-based) 與以市場為基礎 (market-based) 兩類。前為包括資產報酬率

(ROA)，定義為稅前息前折舊前常續性淨利除以公司當年度平均資產總額；股東權益報酬率 (ROE)，定義為稅後淨利除以公司當年度平均股東權益；每股盈餘 (EPS)，稅後淨利除以流通在外普通股股數。後者包括年度股票毛報酬率 (SR)，定義為特定公司於特定年度之年股票報酬率；年度股票超額報酬率 (ECTM)，定義為年股票報酬率減市場大盤年報酬率；Tobin's Q (TQ)，參考 Chung and Pruitt (1994)，定義為普通股市值加負債帳面價值除以資產帳面價值。此六個變數的數值愈高隱含公司績效愈佳。

(二)主要解釋變數－家族傳承

主要解釋變數為家族企業是否於特定年度傳承於後代。首先將公司樣本之控制型態分為家族控制型與非家族控制型公司。根據台灣經濟新報 (Taiwan Economics Journal)，公司控制型態分為共治型態、單一家族主導、公股主導與專業經理人治理四種，若特定公司於特定年度之控制型態為單一家族主導控制型態，則本研究定義其為家族控制公司或家族企業 (陳俞如與謝存瑞，2015)⁷。其次，在家族控制型公司中，若特定年家族控制型公司之董事長或總經理於特定年度離開企業的董事會或管理階層，交由其後代血緣、姻親或者其兄弟姊妹之血緣、姻親，使後代接管公司所有權或經營權，則視為該家族公司出現傳承 (翁慈青等，2019)，家族傳承虛擬變數 (FAMSUCC) 值為 1，其餘家族公司

⁷ La Porta et al. (1999) 與 Yeh et al. (2001) 定義家族企業為，「若股東同屬一家族且其股權合計超過 10%」或「董事會中有 2 人以上為家族成員」則為家族企業。而臺灣經濟新報資料庫中認定單一家族控制的基本條件為：家族裡面至少要有兩人以上出任集團旗下公司的董監事或者有達到公開說明書及年報揭露標準的經理人 (經理以上)。而單一家族控制型態的定義為：董事長及總理由單一家族成員出任、董事控制席次百分比大於 50% (不含友好席次) 且友好董事席次百分比及外部董事席次百分比均小於 33%、董事控制席次百分比大於 33% 且最終控制者家族成員至少有 3 人出任董監事及經理人以及控制持股百分比大於必要控制持股百分比。

未出現上述傳承狀態以及非為家族控制型公司者，家族傳承虛擬變數 (*FAMSUCC*) 之值為 0。

(三)調節變數-公司的社會責任表現

量化公司的社會責任表現上，較早期的研究如 Bragdon and Marlin (1972)、Folger and Nutt (1975) 與 Spicer (1978) 利用公司投注於污染控制、環境保護的金額，做為承擔社會責任程度的代理變數。McGuire et al. (1988)、Herremans et al. (1993) 以及 Preston and O'Bannon (1997) 則透過向商學院學生的調查或以財星雜誌的企業社會聲望排名來衡量企業社會責任。另外，Kinder, Lydenberg and Domini (KLD) 根據公司在各個社會責任攸關層面上分別給予優點 (strength) 及疑慮 (concern)，發展出各別面向與全面性衡量公司社會責任表現好壞的量化指標，足以利用其分析各面向以及全體之 CSR 優點、CSR 疑慮以及兩者正負相抵後所產生的影響，是當今 CSR 學術研究中最常被使用的評比標準 (Kim et al., 2012; Kim et al., 2014; Cheng et al., 2014; Ioannou and Serafeim, 2015; Flammer, 2015; Lins et al., 2017)。本文之所以未採用此量化方法之主因為 KLD 的評比未全面性包含台灣的上市公司。

本研究參考黃詩婷與張元 (2021) 與林育民等 (2020)，根據中國上海證交所社會責任指數編制過程⁸，計算各樣本公司於特定年度中總共為主要利益關係人創造了多少社會福利，包括特定年度所創造的盈餘、繳付給政府的稅加上支付給員工的薪資 (與福利)、支付給債權人的利息以及對外捐贈金額等，將這些金額加總後稱之為社會貢獻值 (social contribution value, SCV) (再取自然對數)。另考慮排除規模效果，將社會貢獻值除流通在外股數，得到每股社會貢獻值 (social contribution value per share, SCVPS)。社會貢獻值與

⁸ 上海證券交易所，「上證社會責任指數編製方案」，取自 http://www.sse.com.cn/market/sseindex/indexlist/indexdetails/indexmethods/c/Index%20Methodology_CN_Responsibility%20index.pdf，檢索日期：2020年12月22日。

每股社會貢獻值愈高隱含公司社會責任表現愈佳。

(四)控制變數

參考既有研究如 Jensen and Meckling (1976)、Jensen and Ruback (1983)、Morck et al. (1988)、Wernerfelt and Montgomery (1988)、Demsetz and Villalonga (2001)、Luo and Hachiya (2005)、Luan and Tang (2007) 以及余惠芳與王永昌 (2011)，考量數個潛在影響公司績效的變數為控制變數，包括公司規模 (*SIZE*)、負債比率 (*LEV*)、研究發展費用率 (*RD*)、營收成長率 (*FG*)、董事持股比率 (*DIRE*)、獨立董事比率 (*IDR*)、董事長兼任總經理 (*DUAL*) 以及公司是否為家族控制 (*FAMILY*)。當公司績效為市場績效指標時，除上述控制變數外，解釋變數再加入資產報酬率 (*ROA*)。表 1 整理各變數的英文代號與簡要定義。

二、實證模型

本研究主要採用多重迴歸估計家族傳承對公司績效的影響，並於估計模式中加入家族傳承與社會責任績效的交乘項以評估公司社會責任表現對於家族傳承與公司績效關聯性的干擾效果。根據翁慈青等 (2019)，因會計績效與市場績效反映了不同層面的績效評估，故將公司績效分別以會計績效與市場績效來進行估計，以下為待估計迴歸式：

$$\begin{aligned} PER_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 FAMSUCC_{i,t} + \beta_2 FAMSUCC_{i,t} \times CSR_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 RD_{i,t} \\ & + \beta_6 FG_{i,t} + \beta_7 DIRE_{i,t} + \beta_8 IDR_{i,t} + \beta_9 DUAL_{i,t} + \beta_{10} FAMILY_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

各變數下標 *i* 與 *t* 表示 *i* 公司與第 *t* 年，*PER* 為公司績效變數向量，變數包括資產報酬率 (*ROA*)、股東權益報酬率 (*ROE*)、每股盈餘 (*EPS*)、年度股票毛報酬率 (*SR*)、年度股票超額報酬率 (*ECTM*) 與 Tobin's *Q* (*TQ*)。CSR 為社會責任變數向量，變數包括社會貢獻值 (*SCV*) 與每股社會貢獻值 (*SCVPS*)。FAMSUCC 為家族傳承虛擬變數，迴歸方程

表1 變數的英文縮寫與定義

變數	英文縮寫	定 義
被解釋變數-績效		
資產報酬率	ROA	息前稅前折舊前淨利／平均總資產
權益報酬率	ROE	稅後淨利／平均股東權益
每股盈餘	EPS	稅後淨利／在外流通股數
年度股票毛報酬率	SR	普通股年股票報酬率
年度股票超額報酬率	ECTM	普通股年股票報酬率 - 市場大盤年報酬率
Tobin's Q	TQ	(負債帳面價值+普通股市場價值)／(資產帳面價值)
主要解釋變數-家族傳承		
家族傳承	FAMSUCC	特定公司於特定年度之公司控制型態為單一家族主導且該公司之董事長或總經理於特定年度交由其後代血緣、姻親或者其兄弟姊妹之血緣、姻親，使後代接管公司所有權或經營權，則家族傳承虛擬變數 FAMSUCC 為 1，否則為 0。
調節變數-社會責任表現		
社會貢獻值	SCV	(利息支出+稅捐+員工薪資+稅後盈餘) 之合計數即社會貢獻值，再取自然對數
每股社會貢獻值	SCVPS	(未取自然對數之社會貢獻值／流通在外股數)
控制變數		
公司規模	SIZE	總資產取自然對數
負債比率	LEV	負債總額／資產總額
研究發展費用率	RD	研究發展費／營業收入淨額
營收成長率	FG	本期營收減去前期營收再除以前期營收
董事持股比率	DIRED	全體董事持股總數/流通在外股數
獨立董事比率	IDR	獨立董事人數除以董事會總人數
董事長兼任總經理	DUAL	董事長兼任總經理者 DUAL 為 1，反之為 0
家族企業	FAMILY	控制型態為單一家族控制者 FAMILY 為 1，反之為 0

註：變數定義來自台灣經濟新報資料庫以及作者自行定義。

式中的控制變數包括公司規模 (*SIZE*)、負債比率 (*LEV*)、研究發展費用率 (*RD*)、營收成長率 (*FG*)、董事持股比率 (*DIRED*)、獨立董事比率 (*IDR*)、董事長兼任總經理 (*DUAL*)、是否為家族企業控制型企業虛擬變數 (*FAMILY*)。若 *FAMSUCC* 前的估計係數若顯著為負，隱含家族傳承負向影響公司績效，實證結果支持假說一；若交乘項 *FAMSUCC*×*CSR* 前的估計係數顯著為正，隱含社會責任表現愈佳，家族傳承負向影響公司績效的程度愈小，實證結果支持假說二。迴歸估計採最小平方準則下的混合估計 (pooled estimation)⁹。

三、公司樣本與資料來源

本研究以台灣證券交易所上市非金融產業 (排除銀行業、票券業、壽險業、產險業、證券業與金控業) 共 831 家公司於 2007 至 2018 年的資料為研究樣本。公司樣本之所以排除金融產業公司的原因是金融產業的會計制度、會計科目與績效評估方式、政府管制、產業競爭等狀況與非金融產業公司有明顯的差異。資料頻率為年。有關家族傳承資料取自於台灣證券交易所「公開資訊觀測站」以及各上市公司年報，各公司財務與特性變數 (包括計算社會貢獻值、資產社會報酬率與每股社會貢獻值所需要的變數)、公司治理變數資料皆擷取自台灣經濟新報資料庫。社會責任累計年數的資料建構是根據歷年遠見雜誌的企業社會責任獎得獎名單以及天下雜誌的天下企業公民得獎名單。

⁹ 迴歸估計採最小平方準則並考慮 White 異質變異矯正 (以異質一致性穩健估計誤計算估計係數之 *t* 值)。

肆、實證結果

一、敘述統計與相關分析

表 2 報告變數的敘述統計量¹⁰，包括實際觀測個數、平均數、標準差、最小值與最大值，其中分表 A 為全部公司樣本，分表 B 為有家族傳承之公司樣本 (*FAMSUCC* 為 1)，分表 C 為無家族傳承之公司樣本 (*FAMSUCC* 為 0)。觀察分表 B 與分表 C 之六個公司績效變數，發現出現家族傳承的公司其六個績效指標有五個指標低於無家族傳承的公司，舉例來說，資產報酬率 (*ROA*) 在有家族傳承公司樣本中平均數為 7.289%，無家族傳承者之平均數為 8.215%，有家族傳承與無家族傳承公司樣本之股東權益報酬率 (*ROE*) 平均數分別為 5.999% 與 7.23%，有家族傳承與無家族傳承公司樣本之每股盈餘 (*EPS*) 平均數分別為 2.085 元與 2.367 元，年股票毛報酬率 (*SR*) 的平均數分別為 13.18%與 15.07%，超額報酬 (*ECTM*) 的平均數分別為 6.045% 與 9.379%，惟 Tobin's Q (*TQ*) 在家族傳承公司中平均而言些微較高。大部分結果顯示有家族傳承的公司平均而言有較差的公司績效。

¹⁰ 本研究曾考慮將所有變數皆調整為樣本數完全相同的情況下再進行敘述統計、相關分析以及迴歸估計，然而在相關分析與迴歸估計時，由於有不同被解釋變數與解釋變數的搭配組合，假若強迫使得每一個變數的樣本數皆相同，等於是犧牲了一些樣本數較多之變數之較多的樣本訊息，也因此在此敘述統計表中，本研究保留每一個變數都是所有可得的樣本數來報告敘述統計的結果，而在迴歸估計中不同變數的使用也自然會受限於某一個樣本數較小的變數作為有效的估計樣本數。本研究如同許多財務實證研究中會出現的狀況，即資料是屬於 unbalanced panel 而非 balanced panel 資料，也因此本研究的估計是採用 pooled OLS 的估計方式。作者感謝匿名審稿者的修正意見。

表 2 敘述統計量

變數	分表 A. 全樣本					分表 B. 有家族傳承公司樣本					分表 C. 無家族傳承公司樣本				
	樣本數	平均數	標準差	最小值	最大值	樣本數	平均數	標準差	最小值	最大值	樣本數	平均數	標準差	最小值	最大值
ROA	9,573	8.2060	9.9480	-102.00	86.470	93	7.2890	8.7060	-28.450	32.770	9,480	8.2150	9.9600	-102.00	86.470
ROE	9,592	7.2180	59.820	-2118.0	5046.0	93	5.9990	21.280	-165.70	35.130	9,499	7.2300	60.070	-2118.0	5046.0
EPS	9,654	2.3640	17.170	-20.580	1598.0	93	2.0850	3.9710	-7.4200	30.150	9,561	2.3670	17.250	-20.580	1598.0
SR	9,214	15.050	65.920	-94.280	912.10	92	13.180	46.580	-51.520	245.10	9,122	15.070	66.090	-94.280	912.10
ECTM	8,847	9.3440	52.010	-129.80	900.20	91	6.0450	36.300	-55.960	166.80	8,756	9.3790	52.150	-129.80	900.20
TQ	8,851	1.3680	0.8580	0.3010	19.550	91	1.3790	0.8430	0.5640	5.1970	8,760	1.3680	0.8590	0.3010	19.550
FAMSUCC	9,330	0.0100	0.0990	0.0000	1.0000	93	1.0000	0.0000	1.0000	1.0000	9,237	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
SCV	8,803	13.180	1.7160	-13.100	19.660	87	13.050	2.7940	-9.7550	16.570	8,716	13.180	1.7020	-13.1000	19.660
SCVPS	8,103	3.8220	5.6690	-0.8080	177.40	85	3.6140	3.7710	-0.0080	26.080	8,018	3.8250	5.6850	-0.8080	177.40
SIZE	9,669	15.700	1.3630	4.6050	21.910	93	15.860	1.1370	13.230	18.620	9,576	15.700	1.3650	4.6050	21.910
LEV	9,669	36.810	20.260	0.0000	936.40	93	36.200	18.490	4.6000	94.040	9,576	36.810	20.280	0.0000	936.40
RD	9,132	4.3690	22.630	0.0000	997.30	89	1.8740	3.2840	0.0000	23.190	9,043	4.3940	22.740	0.0000	997.30
FG	9,561	0.2870	2.7390	-4.6050	15.840	93	-0.0090	2.6140	-4.5110	6.4770	9,468	0.2900	2.7400	-4.6050	15.840
DIREDD	9,330	20.130	14.570	0.0100	99.710	93	17.650	10.400	4.0600	51.770	9,237	20.160	14.600	0.0100	99.710
IDR	9,330	19.360	17.320	0.0000	75.000	93	15.500	16.660	0.0000	50.000	9,237	19.390	17.320	0.0000	75.000
DUAL	9,972	0.2750	0.4470	0.0000	1.0000	93	0.2370	0.4270	0.0000	1.0000	9,879	0.2750	0.4470	0.0000	1.0000
FAMILY	9,330	0.6560	0.4750	0.0000	1.0000	93	1.0000	0.0000	1.0000	1.0000	9,237	0.6529	0.4761	0.0000	1.0000

註：各變數定義請參考表 1。

表 3 報告變數之間的皮爾森相關係數矩陣。觀察表 3 第七列，家族傳承與六個公司績效變數的相關係數可發現，家族傳承與前五個公司績效變數的相關係數皆為負，家族傳承與 Tobin's Q 的相關係數為正，然而一方面相關係數數值很小且係數皆未達到至少 5% 顯著水準，因此家族傳承與各公司績效變數的相關性並不明顯。另外，觀察社會責任變數與六個公司績效的相關係數發現，係數幾乎為正且大部分係數達到了至少 5% 的顯著水準，即便那些出現家族傳承的公司其績效未有顯著較低的狀況，但社會責任表現較佳的企業傾向有較佳的公司績效，不論是以會計為基礎或以市場為基礎的績效指標皆如此。由於較佳的社會責任表現有助於提升公司績效的整體結果是顯著的，出現家族傳承的公司亦可透過較佳的社會責任表現而有助於提升公司績效，因此家族傳承公司中社會責任表現較佳者有相對較佳的公司績效是可以間接推論而得。

二、迴歸估計結果

表 4 報告家族傳承 (*FAMSUCC*) 對公司會計績效指標 (資產報酬率：*ROA*、權益報酬率：*ROE* 以及每股盈餘：*EPS*) 影響的迴歸估計結果。模型 (1)、(3) 與 (5) 中的社會責任變數為社會貢獻值 (*SCV*)，模型 (2)、(4) 與 (6) 中的社會責任變數為每股社會貢獻值 (*SCVPS*)。迴歸方程式中的控制變數包括公司規模 (*SIZE*)、負債比率 (*LEV*)、研究發展費用率 (*RD*)、營收成長率 (*FG*)、董事持股比率 (*DIRED*)、獨立董事比率 (*IDR*)、董事長是否兼任總經理虛擬變數 (*DUAL*)、是否為家族控制型企業虛擬變數 (*FAMILY*)。觀察第一列家族傳承虛擬變數 (*FAMSUCC*) 的估係數發現全部為負，而模型 (1)、(3) 與 (6) 的係數亦達到至少 10% 的統計顯著水準，表示出現家族傳承的公司傾向有較低的資產報酬率、權益報酬率與每股盈餘，家族傳承公司的接班人或繼任者可能失去交棒者既有的人力資源、經營與社會網絡連結，公司高層人事異動亦有可能帶來外界對公司的負面臆測，後代子孫對於公司經營策略、公司資源的分配、資產所有權的歸屬、關於接班梯隊安排的爭議與未接班者可能的反撲與報復等問題，都會使公司在經營與消息面上出現負向的變化，不論是交易關係、競爭對手以及投資人都有可能作出相對應的反應，從而使

得出現家族傳承的公司在會計績效指標出現顯著下降的情形，估計結果傾向支持假說一。

觀察各估計模型中家族傳承與公司社會責任表現交乘項的估計係數發現大部分顯著為正，表示家族傳承公司的社會責任表現較佳時，資產報酬率傾向上升，配合前述家族傳承係數顯著為負的證據，表示當公司出現家族傳承時雖然會有較低的會計績效，但是那些社會貢獻值愈高以及每股社會貢獻值愈高的公司，家族傳承所導致的公司績效下跌幅度是相對較小的。可能的解釋原因為公司於利益關係人權益的重視程度較高時，更有可能針對家族傳承的各種潛在紛擾與風險作預先的規劃並擬定潛在困難的因應方針，畢竟自許為善盡社會責任的公司會考慮公司各層面可能導致的風險，注重公司永續經營而不僅止於重視股東利益、控制股東或家族成員的利益，從而對於家族傳承的事前事後做好相關的規劃並儘量按既定制度進行，如此家族傳承對於公司造成的負向影響將可能相對較輕微。那些善盡社會責任的公司由於傾向擁有較佳的公司績效、在社會上擁有較高的聲譽與信任以及具有較完善的風險管理與保險機制，這些優勢亦足以作為家族傳承過程中傾向被負面解讀而產生負面影響的緩衝機制，以至於使家族傳承接班過程產生的負面效應沒那麼大。家族傳承與社會責任表現交乘項的估計結果傾向支持本研究假說二¹¹。

¹¹ 本研究中公司社會責任表現的主要作用在於緩解家族公司出現傳承時對績效產生的不利影響，而社會責任變數在許多既有研究中被證實對於許多公司財務與非財務指標具有影響力且正向影響與負向影響的發現皆有 (如 Cheng et al., 2014; Lins et al., 2017; 池祥萱等, 2014)，因此本研究於迴歸式亦單獨納入社會責任變數成為公司績效的解釋，即社會責任變數在本研究迴歸估計中具備著部分調節 (partial moderating) 或部分干擾的作用。在迴歸估計中，若某一變數會干擾或調節了主要解釋變數 (項) 對被解釋變數 (項) 之影響關係的大小，而該變數亦會直接影響被解釋變數，則該變數稱為主要解釋變數與被解釋變數之關係的偏調節 (partial mediator)，若某一變數會干擾或調節了主要解釋變數 (項) 對被解釋變數 (項) 之影響關係的大小，而該變數對被解釋變數沒有顯著的影響力，則該變數稱為主要解釋變數與被解釋變數之關係的純調節 (pure moderator) (Sharma, 2003)。此部分感謝匿名審稿人的修正補充意見。

表 3 相關係數矩陣

變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)
(1) <i>ROA</i>	1.0000																
(2) <i>ROE</i>	0.2714*	1.0000															
(3) <i>EPS</i>	0.1880*	0.0596*	1.0000														
(4) <i>SR</i>	0.1811*	0.1001*	0.0897*	1.0000													
(5) <i>ECTM</i>	0.2180*	0.1193*	0.1111*	0.9108*	1.0000												
(6) <i>TQ</i>	0.3694*	0.0311*	0.3421*	0.2766*	0.2646*	1.0000											
(7) <i>FAMSUCC</i>	-0.0081	-0.0015	-0.0014	-0.0029	-0.0065	0.0013	1.0000										
(8) <i>SCV</i>	0.3655*	0.0868*	0.2798*	0.0212	0.0352*	0.1783*	-0.0097	1.0000									
(9) <i>SCVPS</i>	0.4348*	0.2767*	0.8785*	0.0460*	0.0604*	0.4162*	-0.0038	0.3403*	1.0000								
(10) <i>SIZE</i>	0.1379*	0.0674*	0.0398*	-0.0303*	-0.0279*	-0.0669*	0.0082	0.7077*	0.1576*	1.0000							
(11) <i>LEV</i>	-0.1816*	-0.0340*	-0.0205*	-0.0237*	-0.0208	-0.1081*	-0.001	0.0546*	-0.0209	0.1140*	1.0000						
(12) <i>RD</i>	-0.0972*	-0.0255*	-0.0101	-0.0168	-0.0238*	0.0786*	-0.0107	-0.0652*	-0.0045	-0.0915*	-0.1018*	1.0000					
(13) <i>FG</i>	0.3302*	0.1038*	0.0663*	0.1077*	0.1757*	0.1750*	-0.009	0.1152*	0.1431*	0.0183	0.0803*	-0.0533*	1.0000				
(14) <i>DIRED</i>	0.0975*	0.0198	0.0165	0.0106	0.0053	0.0872*	-0.0171	-0.0259*	0.0392*	-0.0811*	0.0192	-0.0194	0.0482*	1.0000			
(15) <i>IDR</i>	0.0847*	0.0379*	0.0712*	-0.0314*	-0.0303*	0.1279*	-0.0223*	0.0772*	0.1444*	0.0103	-0.0220*	0.0473*	0.0037	-0.0105	1.0000		
(16) <i>DUAL</i>	-0.0758*	-0.0199	-0.0259*	-0.0018	0.0025	-0.0446*	-0.0126	-0.1016*	-0.0752*	-0.0813*	-0.011	-0.0251*	-0.0327*	-0.0941*	0.0186	1.0000	
(17) <i>FAMILY</i>	-0.0577*	-0.0232*	-0.0068	-0.0094	-0.0116	-0.0368*	0.0726*	-0.0926*	-0.0627*	-0.0355*	0.0355*	-0.0299*	-0.0129	-0.0103	-0.1299*	0.0001	1.0000

註：1.各變數定義請參考表 1。

2.*表示相關係數達到至少 5% 的顯著水準。

表 4 家族傳承對公司會計績效影響的迴歸估計結果

解釋變數	會計績效指標					
	資產報酬率(ROA)		權益報酬率(ROE)		每股盈餘(EPS)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>FAMSUCC</i>	-15.76** (-2.25)	-1.568 (-1.42)	-21.54* (-1.82)	-1.269 (-0.60)	-3.462 (-1.56)	-0.445* (-1.67)
<i>FAMSUCC*SCV</i>	1.197** (2.30)		1.726** (1.99)		0.270 (1.57)	
<i>SCV</i>	2.581*** (6.53)		2.900*** (7.03)		0.702*** (6.53)	
<i>FAMSUCC*SCVPS</i>		0.553* (1.87)		0.799 (1.46)		0.163* (1.94)
<i>SCVPS</i>		0.607*** (4.96)		0.737*** (4.71)		0.513*** (16.61)
<i>SIZE</i>	-1.402*** (-3.76)	0.735*** (9.79)	-0.970** (-2.45)	1.434*** (12.19)	-0.100 (-0.99)	0.405*** (18.97)
<i>LEV</i>	-0.112*** (-20.58)	-0.119*** (-26.00)	-0.120*** (-11.19)	-0.126*** (-12.37)	-0.0234*** (-13.13)	-0.0244*** (-17.68)
<i>RD</i>	-0.0374*** (-6.40)	-0.0372*** (-6.34)	-0.0470*** (-4.76)	-0.0425*** (-5.09)	-0.00675*** (-5.38)	-0.00615*** (-4.73)
<i>FG</i>	0.867*** (25.25)	0.837*** (19.38)	1.442*** (25.75)	1.381*** (21.25)	0.253*** (22.55)	0.167*** (15.00)
<i>DIRED</i>	0.0367*** (6.57)	0.0247*** (4.12)	0.0395*** (4.40)	0.0210** (2.28)	0.00520** (2.57)	-0.00232 (-1.35)
<i>IDR</i>	0.0348*** (7.20)	0.0146** (2.16)	0.0456*** (6.13)	0.0208** (2.17)	0.0228*** (14.01)	0.00402** (2.50)
<i>DUAL</i>	-0.436** (-2.57)	-0.439*** (-2.62)	-0.199 (-0.73)	-0.0718 (-0.27)	-0.101* (-1.75)	0.0971** (2.38)
<i>FAMILY</i>	0.0513 (0.29)	-0.231 (-1.28)	0.263 (0.96)	-0.0529 (-0.19)	0.158*** (2.59)	0.327*** (8.06)
截距項	-1.122 (-0.96)	-2.089* (-1.93)	-13.44*** (-7.46)	-14.76*** (-8.53)	-5.517*** (-14.06)	-5.693*** (-18.79)
有效樣本數	7,975	7,581	7,979	7,588	7,960	7,556
調整後判定係數	0.351	0.362	0.262	0.286	0.283	0.605
Joint 檢定之 <i>p</i> 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

註：*、**與***分別表示估計係數達 10%、5% 與 1% 顯著水準。

綜觀各模型中各控制變數的估計結果，大多數的證據顯示資產規模 (*SIZE*) 的估計係數顯著為正，槓桿比率 (*LEV*) 的係數為負，研發費用率 (*RD*) 係數顯著為負，營業收入成長率 (*FG*) 的係數顯著為正，董事持股比率 (*DIRED*) 的係數顯著為正，獨立董事比率 (*IDR*) 係數皆顯著為正，董事長兼任總經理 (*DUAL*) 係數顯著為負，表示那些規模較大、負債比率較高、研發費用率較低、營收成長率較高、董事持股比率較高、獨立董事比率較高、董事長並未兼任總經理的公司，傾向有較高的資產報酬率。最後，就各迴歸估計的結果來看，各模型估計的調整後判定係數介於 26.2%~60.5%，各迴歸估計模型顯著性的 Joint 檢驗也達到超過 1% 的統計顯著性，隱含各迴歸模型的配適是適當的。

表 5 報告家族傳承 (*FAMSUCC*) 對公司市場績效指標 (年度股票毛報酬率：*SR*、年度股票超額報酬率：*ECTM* 以及 Tobin's *Q*：*TQ*) 影響的迴歸估計結果。模型 (1)、(3) 與 (5) 中的社會責任變數為社會貢獻值 (*SCV*)，模型 (2)、(4) 與 (6) 中的社會責任變數為每股社會貢獻值 (*SCVPS*)。迴歸方程式中的控制變數與表 4 相同。觀察第一列家族傳承虛擬變數 (*FAMSUCC*) 的估計係數發現其皆為負，然僅有模型 (6) 的係數達到 5% 的顯著水準，表示出現家族傳承的公司傾向有顯著較低的市場價值指標 Tobin's *Q*，市場上的投資人傾向給予家族傳承的公司較低的評價。雖然出現家族傳承的公司有較低的股票毛報酬率與股票超額報酬率，但並不具統計顯著性。由於並未出現相反或矛盾的顯著證據，針對家族傳承公司有較低市場績效指標的解釋與先前類似，家族傳承公司的接班人或繼任者可能失去交棒者既有的人力資源、經營與社會網絡連結，高層人事異動讓市場與交易對手對公司經營展望產生負面疑慮；繼任公司經營大任的後代子孫對於經營策略、公司資源的分配、資產所有權的歸屬、關於接班梯隊安排的決策容易產生爭議，未被指派為接班者的一群可能出現反撲或不合作等問題，傾向使公司經營的凝聚力與使命感降低從而在經營與消息面上出現負向變化。表 4 的結果已證實了家族傳承公司傾向有顯著較低的會計績效，表 5 的估計結果亦部分證實了家族傳承的公司有顯著較低的市場價值。家族傳承不論在會計績效與市場績效上皆出現顯著較低的現象，實證結果支持假說一。

觀察各估計模型中家族傳承與公司社會責任表現交互項的估計係數發現其皆為正，

但僅有於模型 (4) 與模型 (6) 中達到統計顯著性，表示家族傳承公司的社會責任表現較佳時，年度股票超額報酬率與公司價值指標 Tobin's Q 傾向增加，配合前述家族傳承係數顯著為負的證據 (模型(6))，表示當公司出現家族傳承時雖然會有較低的公司價值 Tobin's Q，但是那些每股社會貢獻值愈高的公司，家族傳承所導致的市場價值下跌幅度是相對較低的。可能的解釋原因與先前類似，社會責任表現較佳的公司對於利益關係人的權益較為重視，針對家族傳承的各種潛在紛擾與風險預作規劃與因應，考量公司永續經營而能妥善維繫各利益關係人的權益，從而更重視家族傳承的事前規劃並建立接班制度而確實執行，使家族傳承對於公司造成的負向影響相對較輕微。善盡社會責任的公司由於傾向擁有較佳的績效、在社會上擁有較高的聲譽與信任以及具有較完善的風險管理與保險機制，這些優勢亦足以作為家族傳承過程中傾向被負面解讀而產生負面影響的緩衝機制，以至於使家族傳承接班過程產生的負面效應沒那麼大。社會責任表現較佳的公司於家族傳承時傾向有較低會計績效下跌幅度，於金融市場上公司的社會責任表現同樣有降低因家族傳承導致市場績效下跌幅度的作用。

綜觀表 4 與表 5 的結果來看，家族傳承以及社會責任表現的干擾作用在股票毛報酬率以及超額報酬率上的支持證據相對較弱，可能解釋原因是，投資人並未全然知悉公司的董事長或總經理等高層發生了權力的世代交替，而公司亦有可能為了維持公司投資人對公司營運與前景展望的基本信心，雖然實質營運成果確實出現了下降的傾向，但卻有可能透過股票市場護盤等方式來維持公司在金融市場上的表現。整體來說，實證結果傾向支持社會責任表現在公司重大負面事件或關卡時發揮緩衝作用的觀點，公司善盡社會責任有助於公司減緩權力世代交替時對公司營運的負向影響。

表 5 家族傳承對公司市場績效影響的迴歸估計結果

解釋變數	市場績效指標					
	年度股票毛報酬 (SR)		年度股票超額報酬率(ECTM)		Tobin's Q (TQ)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
FAMSUCC	-44.98 (-1.40)	-2.043 (-0.32)	-16.41 (-0.56)	-6.099 (-1.23)	-0.978 (-1.06)	-0.212** (-2.01)
FAMSUCC*SCV	3.506 (1.37)		1.194 (0.53)		0.0740 (1.04)	
SCV	2.292*** (2.68)		2.219*** (3.37)		0.130*** (5.75)	
FAMSUCC*SCVPS		1.081 (1.02)		1.552* (1.73)		0.0685* (1.88)
SCVPS		0.429*** (3.22)		0.384*** (3.43)		0.0509*** (5.78)
SIZE	-2.191** (-2.41)	-0.0858 (-0.19)	-2.263*** (-3.23)	-0.442 (-1.36)	-0.121*** (-5.54)	-0.0303*** (-4.82)
LEV	-0.0886*** (-2.60)	-0.116*** (-3.39)	-0.0664*** (-2.58)	-0.0725*** (-2.84)	-0.00508*** (-11.86)	-0.00511*** (-13.62)
RD	-0.0335* (-1.90)	-0.0343* (-1.96)	-0.0215 (-1.09)	-0.0224 (-1.14)	0.00221*** (3.56)	0.00218*** (3.55)
FG	1.759*** (7.41)	1.697*** (7.09)	2.555*** (14.62)	2.585*** (14.79)	0.0400*** (15.27)	0.0351*** (10.87)
DIREDD	0.0314 (0.74)	0.00218 (0.05)	0.0112 (0.34)	0.0107 (0.32)	0.00320*** (5.70)	0.00264*** (4.77)
IDR	-0.1000*** (-2.88)	-0.132*** (-3.71)	-0.0937*** (-3.68)	-0.100*** (-3.91)	0.00420*** (9.73)	0.00254*** (4.61)
DUAL	1.518 (1.15)	1.416 (1.06)	1.831* (1.87)	1.809* (1.85)	-0.0700*** (-4.77)	-0.0568*** (-3.99)
FAMILY	-0.680 (-0.54)	-1.012 (-0.80)	0.0139 (0.02)	-0.323 (-0.35)	-0.0113 (-0.73)	-0.0160 (-1.05)
截距項	20.08*** (2.75)	17.76** (2.44)	16.11*** (2.97)	15.88*** (2.98)	1.582*** (16.15)	1.714*** (18.63)
有效樣本數	7,837	7,548	7,541	7,541	7,547	7,547
調整後判定係數	0.014	0.013	0.043	0.042	0.159	0.240
Joint 檢定之 p 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

註：*、**與***分別表示估計係數達 10%、5%與 1%顯著水準。

三、增額測試

(一)董事長傳承與總經理傳承

先前關於公司是否出現家族傳承的變數建構時，是定義傳承者為擁有所有權的董事者或者是擁有經營權的總經理（執行長），由於家族企業傾向是所有權與經營權結合的型態，如此對於企業經營者而言較能夠全面性地掌握公司的營運策略與發展，並能以家族利益為優先考量（吳冷豫，2013）。然而董事長與總經理在職責上仍然有差異，董事長負責董事會運作並提升董事會議的成效，董事成員的主要職責為監督（monitoring）、諮詢（advising）與提供外部資源（Fama and Jensen, 1983；Daily and Dalton, 1994；Daily, 1995），而總經理負責公司營運而強調管理專業的發揮與執行並向董事會負責，雖然並非每位董事長與總經理在人格特質與實際處事中皆表現出相對應的狀態，但理論上相對自制與尊重管理專業的董事長與主動積極發揮專業的總經理，這兩種職務在傳承時對公司績效有可能產生不同的效應。

為評估家族企業中董事長傳承與執行長傳承是否對於公司會計績效與市場績效產生不同的影響，本研究重新定義董事長家族傳承變數（*FACHSUC*）以及總經理家族傳承（*FACEOSUC*），其中董事長家族傳承定義為當特定家族企業於特定年度中原任董事長將職位傳承於其後代血親、姻親或者兄弟姊妹之後代血親、姻親時，董事長家族傳承虛擬變數 *FACHSUC* 之值為 1，否為 0。總經理家族傳承定義為特定家族企業於特定年度中原任總經理（執行長或總經理）將職位傳承於其後代血親、姻親或者兄弟姊妹之後代血親、姻親時，總經理家族傳承虛擬變數 *FACEOSUC* 之值為 1，否則為 0。分別將董事長家族傳承 *FACHSUC* 以及總經理家族傳承 *FACHSUC* 取代原先的家族傳承變數，重新估計家族傳承對公司績效的影響，並同樣考慮公司社會責任表現的調節作用。

表 6 報告家族公司董事長傳承（*FACHSUC*）對公司會計績效指標（資產報酬率：*ROA*、權益報酬率：*ROE* 以及每股盈餘：*EPS*）（分表 A）以及公司市場績效指標（年度股

票毛報酬率： SR 、年度股票超額報酬率： $ECTM$ 以及 Tobin's Q ： TQ) (分表 B) 影響的迴歸估計結果。模型 (1)、(3) 與 (5) 中的社會責任變數為社會貢獻值 (SCV)，模型 (2)、(4) 與 (6) 中的社會責任變數為每股社會貢獻值 ($SCVPS$)。迴歸方程式中的控制變數與表 4 相同，並以一控制變數向量 **CONTROL** 表示。首先，分表 A 中顯示家族企業中董事長的傳承對公司會計績效指標的估計係數皆為負，且於模型 (1)~(4) 中係數達統計顯著水準，表示當家族企業出現董事長傳承時傾向降低公司的資產報酬率與股東報酬率，與先前表 4 的估計結果類似，支持本研究假說一。觀察模型 (1)~(4) 的估計結果發現董事長傳承與公司社會責任表現交乘項的係數皆為正且皆達統計顯著水準，表示家族公司的社會貢獻值愈高以及每股社會貢獻值愈高，董事長傳承傾向使資產報酬率與股東報酬率降低的情形愈輕微，支持本研究假說二。其次，分表 B 中顯示家族企業中董事長的傳承對公司市場績效指標的估計係數大多為負，於模型 (6) 中係數達統計顯著水準，表示當家族企業出現董事長傳承時傾向降低公司的市場價值指標 Tobin's Q ，與先前表 5 的估計結果類似，支持本研究假說一。觀察模型 (1)~(6) 中董事長傳承與公司社會責任表現交乘項的係數發現其雖大多為正，但僅有於模型 (6) 中達統計顯著水準，表示家族公司的每股社會貢獻值愈高，董事長傳承傾向使公司市場價值降低的情形變得輕微，分表 B 的估計結果部分支持本研究假說二。此部分的結果與表 5 類似，考量董事長的傳承下，家族公司的傳承以及社會責任表現在影響傳承對市場績效關係的影響上相對較弱，一方面金融市場並未完全且即時的評價董事長傳承的公司的影響，即時實質營運出現降低的情形但透過護盤方式以維持公司於股票市場上的價位以降低市場對公司未來前景的隱憂。

表 6 董事長傳承對公司會計績效與市場績效影響的迴歸估計結果

分表 A	會計績效指標					
	資產報酬率 (ROA)		權益報酬率 (ROE)		每股盈餘 (EPS)	
解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>FACHSUC</i>	-14.98*	-3.628***	-22.62*	-4.687**	-2.576	-0.372
	(-1.76)	(-3.32)	(-1.69)	(-2.39)	(-1.04)	(-1.18)
<i>FACHSUC*SCV</i>	1.084*		1.696*		0.183	
	(1.74)		(1.75)		(0.96)	
<i>SCV</i>	2.582***		2.903***		0.702***	
	(6.53)		(7.03)		(6.53)	
<i>FACHSUC*SCVPS</i>		1.136***		1.629***		0.0985
		(3.46)		(3.46)		(0.94)
<i>SCVPS</i>		0.608***		0.738***		0.513***
		(4.97)		(4.72)		(16.63)
截距項	YES	YES	YES	YES	YES	YES
CONTROL	YES	YES	YES	YES	YES	YES
有效樣本數	7,975	7,581	7,979	7,588	7,960	7,556
調整後判定係數	0.351	0.362	0.261	0.286	0.283	0.605
Joint 檢定之 <i>p</i> 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

分表 B	市場績效指標					
	年度股票毛報酬 (SR)		年度股票超額報酬率 (ECTM)		Tobin's Q (TQ)	
解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>FACHSUC</i>	-29.65	-1.998	1.382	-6.552	-1.263	-0.311***
	(-0.88)	(-0.22)	(0.04)	(-0.92)	(-1.28)	(-2.66)
<i>FACHSUC*SCV</i>	2.196		-0.213		0.0930	
	(0.81)		(-0.09)		(1.21)	
<i>SCV</i>	2.301***		2.226***		0.130***	
	(2.69)		(3.38)		(5.75)	
<i>FACHSUC*SCVPS</i>		0.632		1.626		0.0996**
		(0.27)		(0.77)		(2.27)
<i>SCVPS</i>		0.432***		0.388***		0.0508***
		(3.24)		(3.45)		(5.78)
截距項	YES	YES	YES	YES	YES	YES
CONTROL	YES	YES	YES	YES	YES	YES
有效樣本數	7,837	7,548	7,541	7,541	7,547	7,547
調整後判定係數	0.014	0.013	0.043	0.042	0.159	0.240
Joint 檢定之 <i>p</i> 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

註：*、**與***分別表示估計係數達 10%、5% 與 1% 顯著水準。

表 7 報告家族公司執行長傳承 (FACEOSUC) 對公司會計績效指標 (資產報酬率：ROA、權益報酬率：ROE 以及每股盈餘：EPS) (分表 A) 以及公司市場績效指標 (年度股票毛報酬率：SR、年度股票超額報酬率：ECTM 以及 Tobin's Q：TQ) (分表 B) 影響的迴歸估計結果。模型 (1)、(3) 與 (5) 中的社會責任變數為社會貢獻值 (SCV)，模型 (2)、(4) 與 (6) 中的社會責任變數為每股社會貢獻值 (SCVPS)。迴歸方程式中的控制變數與表 4 相同，並以一控制變數向量 **CONTROL** 表示。首先，與表 6 類似，分表 A 模型 (1)、(3) 與 (6) 顯示執行長傳承顯著降低資產報酬率、股東報酬率及每股盈餘，而模型 (1)、(3)、(5) 與 (6) 顯示執行長傳承與社會貢獻值交乘項以及執行長傳承與每股社會貢獻值交乘項係數顯著為正，表示社會貢獻值與每股社會貢獻值愈高，執行長傳承降低會計績效的幅度愈低。分表 A 的估計結果支持假說一與假說二。

其次，分表 B 中模型 (1) 與 (3) 顯示家族公司執行長的傳承顯著地降低年度股票毛報酬與年度股票超額報酬率，但模型 (1)、(3) 與 (4) 顯示執行長傳承與社會貢獻值交乘項以及執行長傳承與每股社會貢獻值交乘項係數顯著為正，表示社會貢獻值與每股社會貢獻值愈高，執行長傳承降低公司市場績效的程度愈小。對照表 6 分表 B 的結果中顯示董事長傳承對市場績效的影響較輕微，表 7 分表 B 的結果顯示執行長傳承對市場績效負向影響的程度 (係數之絕對值大小) 以及統計顯著性是較大的，而公司社會責任表現對於降低執行長傳承對市場績效負向影響之作用的程度亦是相對較大而統計顯著性較強的。可能的解釋為董事長在公司扮演的角色大多為治理角色，執行長則主要扮演管理的角色，董事長傳承的大多數原因並非公司營運不善，而傾向為年齡或健康問題等因素而交棒，而執行長的傳承中更有可能被投資人評估為公司營運成效不彰而導致執行傳承，因此在股票市場上對於執行長傳承的負向評價較為強烈，而對董事長傳承的負向評價較輕微。公司社會責任表現透過增進公司利益人權益重視、增進公司聲譽以減緩市場上因執行長傳承而降低評價的作用亦相對較強。

表 7 執行長傳承對公司會計績效與市場績效影響的迴歸估計結果

分表 A	會計績效指標					
	資產報酬率 (ROA)		權益報酬率 (ROE)		每股盈餘 (EPS)	
解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
FACEOSUC	-22.25** (-2.24)	0.883 (0.67)	-30.42** (-2.15)	2.179 (0.76)	-5.019 (-1.53)	-0.545** (-2.17)
FACEOSUC*SCV	1.860** (2.38)		2.666** (2.48)		0.444* (1.66)	
SCV	2.582*** (6.53)		2.902*** (7.03)		0.702*** (6.53)	
FACEOSUC*SCVPS		0.245 (0.87)		0.374 (0.62)		0.309*** (5.07)
SCVPS		0.609*** (4.96)		0.740*** (4.72)		0.513*** (16.68)
截距項	YES	YES	YES	YES	YES	YES
CONTROL	YES	YES	YES	YES	YES	YES
有效樣本數	7,975	7,581	7,979	7,588	7,960	7,556
調整後判定係數	0.351	0.361	0.262	0.285	0.283	0.606
Joint 檢定之 p 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
分表 B	市場績效指標					
	年度股票毛報酬 (SR)		年度股票超額報酬率 (ECTM)		Tobin's Q (TQ)	
解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
FACEOSUC	-67.86* (-1.79)	0.167 (0.02)	-56.97* (-1.84)	-5.505 (-0.74)	0.131 (0.13)	-0.0229 (-0.19)
FACEOSUC *SCV	5.592* (1.87)		4.403* (1.90)		-0.00942 (-0.12)	
SCV	2.295*** (2.69)		2.213*** (3.37)		0.130*** (5.75)	
FACEOSUC*SCVPS		1.047 (1.23)		1.307** (1.97)		0.00660 (0.18)
SCVPS		0.430*** (3.23)		0.387*** (3.45)		0.0511*** (5.78)
截距項	YES	YES	YES	YES	YES	YES
CONTROL	YES	YES	YES	YES	YES	YES
有效樣本數	7,837	7,548	7,541	7,541	7,547	7,547
調整後判定係數	0.014	0.013	0.043	0.042	0.159	0.239
Joint 檢定之 p 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

註：*、**與***分別表示估計係數達 10%、5% 與 1% 顯著水準。

(二)繼任者具有財務、法律或會計專才

公司治理理論中指出公司若由具財務、法律與會計等背景的人來提供管理決策的諮詢、監督與執行，其效率較佳而使得公司績效傾向較高 (Carcello et al., 2006; Gîrbină et al., 2012)。家族企業通常會由家族內長子或者具有相關經歷的繼承者來繼任，有時傾向安排子女或親屬修習商學等相關學位，有的則是在原所有者或管理者在職時便安排進入公司或相關企業歷練以累積實務工作經歷與經驗。白國詮 (2014) 提到大部份企業家都有意讓子女修習碩士以上學位或出國留學，使其加強經營管理相關知識與技能，擁有內部或外部的公司或相關產業任職經歷，從而能順利接班而不致使公司經營出現閃失。因此本研究考慮加入繼任者是否具財務法律會計背景之特性，評估家族傳承時，若繼任者具有財法會背景所可能產生的緩衝結果，即是否具有財務法律或會計專業的繼任者較能維持傳承者在任時的經營狀況，使得家族傳承的不利影響減少。

為檢驗上述論點，本研究新增一變數，即考慮接受傳承的家族後代繼任者是否有財務、法律或會計相關經歷或學歷者之虛擬變數 (*FLA*)，有上述三種其中一種經歷或學歷者 *FLA* 為 1，否則為 0¹²。表 8 報告在考量繼任者是否具財務法律會計專才背景之干擾作用下，家族傳承 (*FAMSUCC*) 對公司會計績效指標 (資產報酬率：*ROA*、權益報酬率：*ROE* 以及每股盈餘：*EPS*) (分表 A) 以及公司市場績效指標 (年度股票毛報酬率：*SR*、年

¹² 本研究關於家族傳承公司中繼任的董事長與總經理是否具備財務、法律與會計之專才是透過進臺灣經濟新報 (TEJ) 資料庫中公司治理/TCGI2 董事 (會) 及高管職能/X2-1 專業能力/董監經理人學經歷子資料庫，該子資料庫由人員層級的角度提供各公司每位董監事高管的當前職務、歷任職務以及學經歷背景等詳細資料，同時亦標記了該位董、監事或高管人員是否具備財務、法律或會計的專才。因此本研究可針對繼任之董事長或執行長於資料庫中是否具備財務、法律或會計專才的資料欄位中是否有所勾選來進行判定繼任者是否具特定專才。作者感謝匿名審稿者的修正補充意見。

度股票超額報酬率： $ECTM$ 以及 Tobin's Q ： TQ) (分表 B) 影響的迴歸估計結果。繼任者若具有財務法律或會計專才者， FLA 為 1，否則為 0。模型 (1)、(3) 與 (5) 中的社會責任變數為社會貢獻值 (SCV)，模型 (2)、(4) 與 (6) 中的社會責任變數為每股社會貢獻值 ($SCVPS$)。迴歸方程式中的控制變數與表 4 相同。首先，不論公司會計績效或市場績效，部分證據顯示家族公司出現傳承時將顯著降低資產報酬率、權益報酬率、每股盈餘以及 Tobin's Q ，與先前的估計結果一致。其次，就會計績效來說，模型 (1)、(2)、(3) 與 (6) 中顯示家族傳承與社會貢獻值交乘項以及家族傳承與每股社會貢獻值交乘項係數顯著為正，表示公司社會責任表現有助於減緩家族傳承對會計績效負面影響的程度。第三，家族傳承對市場績效的顯著負向影響顯著地出現於市場價值指標 Tobin's Q 上，而公司社會責任表現則有助於減緩家族傳承對 Tobin's Q 的降低。實證結果仍與先前一致。第四，當績效指標為市場績效指標中的 Tobin's Q 時，家族傳承與繼任者是否具財法會專才之交乘項係數顯著為負，表示家族傳承雖會降低市場價值 (平均而言，Tobin's Q 降低 0.344)，但繼任者具有財務、法律或會計專才時，市場價值指標 Tobin's Q 的降低幅度較小 (降低 $0.344 - 0.215 = 0.129$)。雖然此部分的證據較少，在並未出現相反證據的情況下，本研究仍得到家族傳承中繼任者具財法會專才有助於降低家族傳承對市場績效負向影響之程度的顯著證據。

與前一小節類似，本研究進一步分別評估家族企業中董事長傳承與執行傳承對會計績效與市場績效的影響，考量公司社會責任表現的調節作用，亦評估繼任者具財法會專才時對家族傳承與市場績效變化連結關係的影響。表 9 報告在考量繼任者是否具財務法律會計專才背景之干擾作用下，董事長傳承 ($FACHSUC$) (分表 A) 以及執行長傳承 ($FACEOSUC$) (分表 B) 對公司會計績效指標 (資產報酬率： ROA 、權益報酬率： ROE 以及每股盈餘： EPS) 以及公司市場績效指標 (年度股票毛報酬率： SR 、年度股票超額報酬率： $ECTM$ 以及 Tobin's Q ： TQ) 影響的迴歸估計結果。繼任者若具有財務法律或會計專才者， FLA 為 1，否則為 0。模型 (1)、(3) 與 (5) 中的社會責任變數為社會貢獻值 (SCV)，模型 (2)、(4) 與 (6) 中的社會責任變數為每股社會貢獻值 ($SCVPS$)。迴歸方程式中的控

制變數與表 4 相同，並以一控制變數向量 **CONTROL** 表示。觀察分表 A 的估計結果發現，出現董事長傳承仍對公司績效產生不利影響，其中會計績效下跌的證據明顯多於市場績效下跌的證據。公司社會責表現在減緩董事長傳承對會計績效負向影響的作用是相對較大而統計顯著性較強的，在市場績效指標則並未產生到較大的作用調節作用。家族公司中繼任的董事長是否具有財務、法律或會計專才並不會影響傳承負向影響績效的關係(董事長傳承與是否具有財務、法律或會計專才交乘項係數皆不顯著)。

有趣的是，觀察分表 B 可發現，除了執行長傳承對市場績效的負向影響證據明顯增加，公司社會責任表現對於執行長傳承降低市場績效的作用亦明顯增加外，大多數執行長傳承與是否具備財務、法律或會計專才交乘項的係數顯著為正，表示執行長具備財務、法律或會計專才時，家族傳承對公司績效的負向影響有向地被減緩，當繼任的執行長具備財務、法律或會計專才時，公司績效的下跌幅度傾向是較輕微的。先前的結果已證實家族公司執行長傳承會引發不僅會計績效的下落，市場績效下跌亦相對較董事長傳承時更為明顯，而本研究至此亦發現當繼任的執行長具財務、法律或會計專才時將有助於減緩市場上的投資人對公司前景的疑慮，使得公司於金融市場上評價的下降程度較低。董事長具備財務、法律或會計專才對於公司會計績效與市場績效的因傳承引發下跌的減緩作用並不明顯。誠如前述，董事長在公司大多扮演治理的角色，執行長大多扮演管理的統籌與執行，前者的職責主要在於監督與諮詢，後者則在於規劃與執行各公司政策。雖然董事長傳承與執行長傳承皆有可能因接班人或繼任者失去交棒者既有的人力資源、經營與社會網絡連結等原因，而使公司會計與市場績效皆有出現負向影響的情形，但市場上的投資人對於執行長傳承的解讀更為敏感，對於執行長傳承所給予的負向評價幅度更大而統計證據更為顯著，也因此不僅公司社會責任表現透過增進公司利益人權益重視、增進公司聲譽以減緩市場上因執行長傳承而降低評價的作用相對較強之外，繼任的執行長具有財務、法律或會計專才時，亦較能減緩市場投資人的信心降低程度，從而使執行長傳承時市場績效下跌較少，而繼任執行長的專才亦有助於穩住公司實質營運的成果，使會計績效的下跌幅度較低。

表 8 家族傳承對公司會計績效與市場績效影響的迴歸估計結果－考慮繼任者是否具財法專才的干擾效果

解釋變數	會計績效指標						市場績效指標					
	資產報酬率(ROA) 權益報酬率(ROE) 每股盈餘(EPS)						年度股票毛報酬 (SR) 年度股票超額報酬 率(ECTM) Tobin's Q (TQ)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
FAMSUCC	-16.60** (-2.40)	-2.106 (-1.46)	-22.18** (-1.97)	-3.106 (-1.10)	-3.574 (-1.61)	-0.657* (-1.92)	-44.12 (-1.35)	1.033 (0.08)	-15.38 (-0.50)	-1.074 (-0.12)	-1.026 (-1.12)	-0.344*** (-2.75)
FAMSUCC*SCV	1.168** (2.37)		1.588** (2.00)		0.253 (1.48)		3.691 (1.36)		1.461 (0.61)		0.0661 (0.96)	
SCV	2.581*** (6.53)		2.901*** (7.03)		0.702*** (6.53)		2.291*** (2.68)		2.218*** (3.37)		0.130*** (5.75)	
FAMSUCC*FLA	1.826 (1.48)	0.863 (0.70)	3.728 (1.64)	3.023 (1.32)	0.526 (1.10)	0.346 (1.09)	-5.028 (-0.41)	-5.061 (-0.42)	-6.978 (-0.77)	-8.269 (-0.94)	0.236** (2.11)	0.215** (2.01)
FAMSUCC*SCVPS		0.543* (1.85)		0.758 (1.40)		0.159* (1.89)		1.151 (1.12)		1.666* (1.91)		0.0662* (1.88)
SCVPS		0.607*** (4.96)		0.737*** (4.71)		0.513*** (16.61)		0.429*** (3.22)		0.384*** (3.43)		0.0509*** (5.78)
SIZE	-1.403*** (-3.76)	0.735*** (9.78)	-0.971** (-2.45)	1.433*** (12.18)	-0.100 (-0.99)	0.405*** (18.96)	-2.189** (-2.41)	-0.0834 (-0.19)	-2.260*** (-3.22)	-0.439 (-1.34)	-0.122*** (-5.54)	-0.0304*** (-4.83)
LEV	-0.112*** (-20.59)	-0.119*** (-25.99)	-0.120*** (-11.21)	-0.126*** (-12.38)	-0.0234*** (-13.14)	-0.0244*** (-17.69)	-0.0883*** (-2.59)	-0.116*** (-3.38)	-0.0661** (-2.57)	-0.0721*** (-2.83)	-0.00509*** (-11.88)	-0.00512*** (-13.64)
RD	-0.0374*** (-6.40)	-0.0372*** (-6.34)	-0.0470*** (-4.76)	-0.0425*** (-5.09)	-0.00675*** (-5.38)	-0.00615*** (-4.73)	-0.0334* (-1.90)	-0.0343* (-1.95)	-0.0214 (-1.08)	-0.0223 (-1.14)	0.00221*** (3.56)	0.00217*** (3.54)
FG	0.867*** (25.25)	0.837*** (19.38)	1.442*** (25.75)	1.381*** (21.25)	0.253*** (22.55)	0.167*** (15.00)	1.759*** (7.41)	1.697*** (7.09)	2.555*** (14.62)	2.585*** (14.79)	0.0400*** (15.26)	0.0351*** (10.87)
DIRED	0.0366*** (6.54)	0.0246*** (4.10)	0.0393*** (4.37)	0.0208** (2.25)	0.00516** (2.55)	-0.00236 (-1.36)	0.0319 (0.75)	0.00264 (0.06)	0.0118 (0.36)	0.0115 (0.34)	0.00317*** (5.66)	0.00262*** (4.73)
IDR	0.0348*** (7.21)	0.0147** (2.16)	0.0456*** (6.14)	0.0208** (2.18)	0.0228*** (14.02)	0.00403** (2.50)	-0.100*** (-2.88)	-0.132*** (-3.71)	-0.0938*** (-3.69)	-0.101*** (-3.92)	0.00420*** (9.74)	0.00255*** (4.62)

表 8 家族傳承對公司會計績效與市場績效影響的迴歸估計結果－考慮繼任者是否具財法會專才的干擾效果(續)

解釋變數	會計績效指標						市場績效指標					
	資產報酬率 (ROA)			權益報酬率 (ROE)			年度股票毛報酬 (SR)			年度股票超額報酬率 (ECM)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
DUAL	-0.436** (-2.57)	-0.439*** (-2.62)	-0.201 (-0.74)	-0.0736 (-0.28)	-0.101* (-1.75)	0.0969** (2.38)	1.520 (1.15)	1.419 (1.06)	1.835* (1.88)	1.814* (1.86)	-0.0700*** (-4.77)	-0.0569*** (-3.99)
FAMILY	0.0516 (0.29)	-0.231 (-1.28)	0.263 (0.96)	-0.0525 (-0.19)	0.158*** (2.59)	0.327*** (8.06)	-0.681 (-0.54)	-1.012 (-0.80)	0.0125 (0.01)	-0.324 (-0.35)	-0.0113 (-0.73)	-0.0160 (-1.05)
截距項	-1.110 (-0.95)	-2.082* (-1.93)	-13.41*** (-7.45)	-14.73*** (-8.52)	-5.513*** (-14.05)	-5.689*** (-18.77)	20.04*** (2.75)	17.71** (2.43)	16.07*** (2.96)	15.80*** (2.96)	1.583*** (16.16)	1.716*** (18.65)
有效樣本數	7,975	7,581	7,979	7,588	7,960	7,556	7,837	7,548	7,541	7,541	7,547	7,547
調整後判定係數	0.351	0.362	0.262	0.286	0.283	0.605	0.014	0.013	0.043	0.042	0.159	0.240
Joint 檢定之 <i>p</i> 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

註：*、**與***分別表示估計係數達 10%、5%與 1%顯著水準。

表 9 董事長傳承與執行長傳承對公司會計績效與市場績效影響的迴歸估計結果－考慮繼任者是否具財法會專才的干擾效果(續)

解釋變數	會計績效指標						市場績效指標					
	資產報酬率(ROA)			權益報酬率(ROE)			每股盈餘(EPS)			年度股票報酬率(SR)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
FACEOSUC*SCIPS		0.214 (0.78)		0.264 (0.45)		0.305*** (5.52)		0.720 (0.85)		1.205* (1.77)		0.00718 (0.22)
SCIPS		0.609*** (4.96)		0.740*** (4.72)		0.513*** (16.68)		0.430*** (3.23)		0.387*** (3.45)		0.0511*** (5.78)
截距項	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
CONTROLS	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
有效樣本數	7,975	7,581	7,979	7,588	7,960	7,556	7,837	7,548	7,541	7,541	7,547	7,547
調整後判定係數	0.351	0.361	0.262	0.286	0.283	0.606	0.014	0.013	0.043	0.042	0.159	0.239
Joint 檢定之 <i>p</i> 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

註：*、**與***分別表示估計係數達 10%、5%與 1%顯著水準。

(三)企業社會責任內生性問題矯正

由於本研究衡量公司社會責任表現的社會貢獻值 (SCV) 與公司的營收多寡可能發生潛在的內生性 (endogeneity) 問題，即公司營收較高，可能因為盈餘與支付給政府的稅金增加，因而提高了社會貢獻值，而營收較高的公司其會計與市場績效傾向相對較佳。為了解決可能存在的內生性問題，本研究採用 Arellano and Bond (1991) 所發展一般化動差估計法 (generalized method of moments, GMM)，該估計法以解釋變數的落後項為工具變數 (instrumental variable)，用以控制內生性問題。此法針對估計方程式進行一階差分，有助於去除固定效果的影響；該方法亦納入被解釋變數的落後項為工具變數，可處理自我相關 (autocorrelation) 的問題。表 10 報告家族傳承 (FAMSUCC) 對公司會計與市場績效影響之一般化動差估計法 (GMM) 的實證結果。社會責任變數採用社會貢獻值 (SCV)。迴歸方程式中的控制變數與表 4 相同。實證結果顯示家族傳承與社會責任表現 (SCV) 的係數大多為正且顯著，表示公司的社會責任表現仍具有減緩家族傳承對於公司會計績效與市場績的降低幅度，社會責任表現較佳的公司，家族傳承雖然降低公司會計與市場績效，但降低的幅度是相對較小的，實證結果支持本研究假說二。

表 10 家族傳承對公司會計與市場績效影響的 GMM 估計結果

解釋變數	績效指標					
	資產報酬 率(ROA) (1)	權益報酬 率(ROE) (2)	每股盈餘 (EPS) (3)	年度股票毛 報酬(SR) (4)	年度股票超額報 酬率(ECTM) (5)	Tobin's Q (TQ) (6)
FAMSUCC	-138.4** (-2.65)	-160.7* (-2.07)	-14.63 (-1.41)	-1188.4* (-2.16)	-5.765 (-0.09)	-13.32*** (-3.88)
SCV	9.854* (2.46)	12.30* (2.08)	1.312 (1.65)	93.67* (2.24)	0.632 (0.14)	1.018*** (3.85)
FAMSUCC*SCV	4.674*** (26.55)	3.271*** (17.71)	1.168*** (36.62)	-2.554 (-1.58)	1.637** (2.80)	0.251*** (24.23)
SIZE	-2.716*** (-11.75)	-0.252 (-1.15)	-0.249*** (-6.86)	2.825 (1.51)	-1.106 (-1.05)	-0.163*** (-13.57)
LEV	-0.235*** (-15.35)	-0.215*** (-9.53)	-0.0589*** (-19.09)	-0.616*** (-3.55)	-0.378*** (-3.51)	-0.0277*** (-26.58)
RD	-0.0369*** (-11.24)	-0.0461*** (-10.03)	-0.00664*** (-8.24)	-0.0767* (-2.13)	-0.0442 (-1.69)	0.00114*** (4.48)
FG	0.419*** (7.34)	1.386*** (18.58)	0.217*** (16.94)	-3.506*** (-5.25)	3.388*** (13.80)	0.0558*** (12.51)
DIRED	0.0320*** (5.57)	0.0494*** (6.75)	0.00404** (2.89)	0.111 (1.57)	0.0184 (0.43)	0.00280*** (5.62)
IDR	0.00623 (1.03)	0.0441*** (5.25)	0.0324*** (21.82)	-0.152* (-2.22)	-0.200*** (-5.51)	0.00259*** (5.39)
DUAL	-0.729 (-1.11)	-0.801 (-1.13)	-0.239* (-2.21)	11.56 (1.93)	13.89*** (4.08)	-0.224*** (-5.18)
FAMILY	-3.555*** (-4.46)	1.086 (1.12)	0.833*** (5.39)	5.129 (0.68)	-10.54* (-2.10)	-0.0673 (-1.29)
截距項	-0.660 (-0.29)	-27.10*** (-11.69)	-8.688*** (-22.45)	16.79 (0.88)	22.77 (1.75)	1.559*** (11.92)
有效樣本數	6,863	6,864	6,850	6,646	6,401	6,451
模型配適檢定 p 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

註：*、**與***分別表示估計係數達 10%、5% 與 1% 顯著水準。

伍、結論與建議

家族傳承是管理實務與公司治理研究中新興而重要的議題，家族傳承的過程中很容易產生交棒者原先具有的社會網路與資源無法傳遞給繼任者並產生一些爭奪公司控制權或個人資產的紛擾，導致公司績效或社會形象受損。本研究利用台灣近 10 年上市公司的資料分析家族企業的傳承對於公司會計與市場績效是否產生負面影響。同時本研究援引社會責任表現有助於提升公司績效、累積或創造公司聲譽與形象以及強化公司風險管理等論點，提出公司社會責任表現有助於減緩家族傳承對公司績效負向影響的論點。

本研究敘述統計、相關分析與多重迴歸估計的結果顯示，家族傳承確實會降低公司績效，反應在會計績效即資產報酬率、權益報酬率與每股盈餘的降低，對於市場績效的負向影響證據相對較少但仍然存在，例如公司價值指標 Tobin's Q 確實因為家族傳承而顯著降低。董事長的傳承與執行長的傳承對於公司績效產生負向影響亦具有差異，董事長傳承與執行長傳承皆負向影響會計績效，但就市場績效來看，董事長傳承的負向影響較不明顯，而執行長傳承的負向影響幅度較大且統計顯著性強。公司社會責任的優良表現有助於降低家族傳承對公司績效的負面影響，公司的社會責任表現有助於降低董事長與執行長傳承對會計績效的影響，但社會責任的調節作用於市場績效中的調節作用，於董事長傳承時較不明顯，於執行長傳承時則有較大幅度且統計顯著性較強。家族企業中執行長傳承中的繼任者若具有財務法律或會計專才者，執行長傳承導致的市場績效下跌程度有明顯而顯著的減緩作用。家族傳承對公司經營的不良結果與擔憂透過公司在社會責任上的重大承諾與資源投入而建立公司在社會的聲望、形象與信任以及慎選具有財法會專才的執行長接班，家族傳承對公司會計績效與市場評價的負向影響相對較低。

實證結果的政策意涵包括，對投資人來說，公司出現家族傳承時確實對公司績效特別是實質營運面以及股票市場表現產生負面影響，若潛在投資標的為家族公司且遇到家

族傳承事件或提早知悉傳承消息，便應該考慮減碼或規避；然而社會責任表現較佳的公司以及繼任執行長具備財法會專才之特性可有效減緩家族傳承的負向影響，因此投資人亦可將公司善盡社會責任的程度以及家族傳承中繼任執行長的專業條件列為投資評估的參考依據。對公司高層來說，基於大多數家族傳承傾向出現公司績效下跌的狀況，公司應儘早安排傳承與接班布局及計畫，提早歷練、提早讓接班者融入交棒者的人際網絡並建立相互理解的價值觀，讓接班者能無縫接軌，盡可能降低公司內部與外部的不確定性；公司也應形成並投入資源於社會責任，建立公眾對公司的信心與信賴，有助於使家族傳承產生的負向衝擊有多一層的緩衝。同時在家族傳承時亦可考量執行長接班者是否具財務、法律或會計專長，以使得接受傳承者能以較快的速度瞭解公司營運，縮短接班過程的磨合期。政府主管機關例如證交所與金管會，在明瞭家族傳承難免為公司經營帶來不穩定與負面的影響，因此提早發展家族接班的相關法令規範或最佳實務、發展關於家族傳承的教育輔導計畫、強化相關資訊揭露以保障投資人權益等皆有助於因應家族傳承為金融市場帶來的影響；同時亦應持續推動公司承擔與投入社會責任作為的相關規範與鼓勵措施，促進企業重視永續經營以增加企業重視利益關係人利益而不僅止於家族利益，增加社會公眾對企業的信心，降低家族傳承時帶來的不利影響。

目前版本中的家族傳承變數，僅根據董事長或總經理是否傳承進行量化，若能知悉董事長或總經理傳承的背後因素，例如個人健康問題或工作繁忙等，畢竟家族傳承的不同原因對於公司未來前景所隱含的訊息有極大差異，因此後續的研究在家族傳承原因可知悉的條件下作更深入的分析。另外，目前關於社會責任變數的定義並未針對不同社會責任維度進行分類與資料取得，例如員工權益、公司治理、社區參與及環境保護等 (Godfrey et al., 2009)，因此無法認定社會責任對於家族傳承導致公司績效降低所產生的緩和作用主要來自哪個面向的社會責任投入，後續可對不同面向的社會責任投入進行分類與量化。

參考文獻

一、中文部份

- 白國詮，2014，「家族接班人及其外部經歷、持股比例對營運績效影響：家族企業與非家族企業比較」，國立高雄應用科技大學會計系碩士論文。(Pai, K. C., 2014, *Impact of Family Business Successors, Their External Experiences and Shareholding Ratio on Business Performance: A Comparative Study of Family and Non-Family Enterprises*, Master's Thesis, Department of Accounting, National Kaohsiung University of Applied Sciences, Taiwan.)
- 池祥萱、繆文娟與莊滢臻，2014，「企業社會責任對於公司財務績效之影響是雙面刃嗎？來自全球 500 大公司的證據」，管理學報，31：1-19。(Chih, H. H., W. C. Miao, and Y. C. Chung, 2014, "Is Corporate Social Responsibility a Double-edged Sword? Evidence from Fortune Global 500 Companies", *Journal of Management*, 31: 1-19.)
- 李志華，2013，接班人：臺灣中小企業存亡關鍵，臺北：大塊文化。(Li, J. H., 2013, *Is Your Successor Secured?*, Taipei: Locuspublishing.)
- 李春生，2013，「家族接班人特性對公司經營績效的影響之研究」，國立高雄應用科技大學企業管理系碩士論文。(Lee, C. S., 2013, *The Influence of a Family CEO Characteristics on Firm Performance*, Master's Thesis, Department of Business Administration, National Kaohsiung University of Applied Sciences, Taiwan.)
- 吳冷豫，2013，「台灣家族企業接班研究—兩家食品製造大廠比較分析」，國立中山大學企業管理學系碩士論文。(Wu, L. Y., 2013, *A Study on Succession of Taiwan's Family Business—A Comparative Analysis for Two Food Manufacturers*, Master's Thesis, Department of Business Administration, National Sun Yat-sen University, Taiwan.)

- 沈中華與張元，2008，「企業社會責任行為可以改善財務績效嗎？—以英國 FTSE 社會責任指數為例」，經濟論文，36：339-385。(Shen, C. H. and Y. Chang, 2008, “Does Corporate Social Responsibility Improve Financial Performance? Evidence from FTSE4Good UK Index”, *Academia Economic Papers*, 36: 339-385.)
- 金昌民，2004，「公司治理在家族企業之應用」，國立臺灣大學會計學研究所碩士論文。(Chin, C. M., 2004, *Corporate Givernance in Family-owned Businesses:A Study on Well Communication Corp.*, Master’s Thesis, Department of Accounting, National Taiwan University, Taiwan.)
- 余惠芳與王永昌，2011，「財務預警與公司治理—台灣傳統產業之實證研究」，應用經濟論叢，90：209-241。(Yu, H. F. and Y. C. Wang, 2011, “Financial Early-Warning Models and Corporate Governance-Evidence from Traditional Industries in Taiwan”, *Taiwan Journal of Applied Economics*, 90: 209-241.)
- 官逸人、熊瑞梅與林亦之，2012，「臺灣 IC 產業創新機制：以 2001 年、2005 年臺灣 IC 產業專利的發明人網絡為例」，人文及社會科學集刊，24：51-82。(Guan, Y. R., R. M. Hsung, and Y. J. Lin, 2012, “Innovation Mechanisms in Taiwan IC Industry: The Case of the Patent-Based Inventor Networks in 2001 and 2005”, *Journal of Social Sciences and Philosophy*, 24: 51-82.)
- 林宏達與林文義，2019，「家族企業傳承大變革 靠閉鎖公司防接班內鬥」87 歲林耀英的憂心 大立光鞏固經營權幕後」，財訊，取自 <https://www.wealth.com.tw/home/articles/20120>，檢索日期：2020 年 10 月 1 日。(Lin, H. D. and W. Y. Lin, 2019, “Great Changes in Family Firm Succession, Locking up the Firm to Prevent from Succession Infighting; 87-Years-Old Lin Yao Ying’s Worry, behind the Scenes of the Largan’s Consolidated the Control Right”, *Wealth Magazine*, Retrieved October 1, 2020, from <https://www.wealth.com.tw/home/articles/20120>.)
- 林政鋒，2020，「企業接班啟動／鋼鐵新世代 開創新格局」，經濟日報，取自 <https://money.udn.com/money/story/5648/4309240>，檢索日期：2020 年 12 月 20 日。(Lin, J. F., 2020, “The Succession of Firms Starts, the New Generation of Steel Industry Opens

- up an Innovative Pattern”, *Economic Daily News*, Retrieved December 20, 2020, from <https://money.udn.com/money/story/5648/4309240>.)
- 林育民、溫玲玉與張元，2020，「企業社會責任對員工生產力、人事成本與人事異動之影響」，*亞太經濟管理評論*，23：71-110。(Lin, Y. M., L. Y. Wen, and Y. Chang, 2020, “The Impact of Corporate Social Responsibility on Employee Productivity, Overhead Cost and Personnel Turnover”, *Asia-Pacific Economic and Management*, 23: 71-110.)
- 洪皓俞、張元與林淑惠，2022，「企業社會責任具有績效保險的功能嗎？」，*經濟研究*，58：135-217。(Hung, H. Y., Y. Chang, and S. H. Lin, 2022, “Does Corporate Social Responsibility Have the Function of Insurance on Performance?”, *Taipei Economic Inquiry*, 58: 135-217.)
- 秦歲民，2002，「對我國家族企業人才管理機制的探索」，*重慶交通學院學報*，4：27-29。(Qin, S. M., 2002, “Inquiry into Personnel Administration of China’s Household Corporations”, *Journal of Chongqing Jiaotong University (Social Sciences Edition)*, 4: 27-29.)
- 范惟翔與尤燈洲，2017，「家族企業與二代傳承永續經營之研究－以 S 公司為例」，專利與產學合作計畫報告，3：83-94。(Fan, W. S. and T. C. Yu, 2017, “The Family Business and The Second Generation of Succeed Sustainable Operatings - The Case Study of S Company”, *Report of Patent and Industry-university Collaboration Project*, 3: 83-94.)
- 翁慈青、曾家璿與鄭雨新，2019，「中國家族企業接班與政治關係對公司績效的影響」，*中山管理評論*，27：583-630。(Weng, T. C., C. H. Tseng, and Y. H. Cheng, 2019, “Family Firm Succession, Political Connection and Performance: Evidence from China”, *Sun Yat-Sen Management Review*, 27: 583-630.)
- 許士軍，1997，「家族主義、專業主義與創業－以華人企業為背景的探討」，*管理評論*，16：1-9。(Hsu, S. C., 1997, “Familism, Professionalism and Entrepreneurship - in the Perspective of Chinese Business Firms”, *Management Review*, 16: 1-9.)
- 陳泰和，2001，「台灣家族企業接班人選擇因素之研究－以交易成本、信賴機制、網絡關係之觀點探討」，*國立臺灣大學國際企業學研究所碩士論文*。(Chen, T. H., 2001,

- Theoretical and Empirical Study on Selection Factors of Taiwan Family Business Successor*, Master Thesis, Department of International Business, National Taiwan University, Taiwan.)
- 陳俞如與謝存瑞，2015，「海外投資區位選擇、家族企業與盈餘品質」，中山管理評論，23：1085-1124。(Chen, Y. J. and T. J. Hsieh, 2015, “FDI Location Choice, Family Business and Earnings Quality”, *Sun Yat-Sen Management Review*, 23: 1085-1124.)
- 黃詩婷與張元，2021，「銀行業務多角化與銀行績效的關聯性－社會責任績效的調節效果」，台灣管理學刊，21：23-50。(Huang, S. T. and Y. Chang, 2021, “The Linkage Between Bank Revenue Diversification and Performance: The Moderating Effect of Social Responsibility Performance”, *Taiwan Academy of Management Journal*, 21: 23-50.)
- 黃崇豪，2014，「家族接班人個人特質與公司績效關聯性之研究」，國立高雄應用科技大學會計系碩士論文。(Huang, C. H., 2014, *Association between Family Successor's Characteristics and Firm Performance*, Master's Thesis, Department of Accounting, National Kaohsiung University of Applied Sciences, Taiwan.)
- 鄧麗萍、李孟璇與劉曉霞，2017a，「【民視股權掀戰火】誰說 80 歲不能拚事業 味王就在他手上鹹魚翻身」，鏡週刊，取自 <https://www.mirrormedia.mg/story/20170328fin007/>，檢索日期：2020 年 12 月 20 日。(Deng, L. P., M. S. Li, and S. S. Liu, 2017a, “[FTV's Shareholdings Fight] Who Said that at the Age of 80 Couldn't Fight for a Career? The Ve Wong Reinvigorates in His Hands”, *Mirror Media*, Retrieved December 20, 2020, from <https://www.mirrormedia.mg/story/20170328fin007/>.)
- 鄧麗萍、李孟璇與劉曉霞，2017b，「堂兄要賣股切割何壽川，百年永豐餘爆分裂」，鏡週刊，28：12-21。(Deng, L. P., M. S. Li, and S. S. Liu, 2017a, “Ho, Shou-Chuan's Cousin Stays away from Him by Selling Shares. 100-Year-Old Firm Yuen Foong Yu Splits Up”, *Mirror Media*, 28: 12-21.)
- 鄭伯壘、周麗芳與樊景立，2000，「家長式領導：三元模式的建構與測量」，本土心理學研究，14：3-64。(Cheng, B. S., L. F. Chou, and J. L. Farh, 2000, “A Triad Model of Paternalistic Leadership: Constructs and Measurement”, *Indigenous Psychological*

Research in Chinese Societies, 14: 3-64.)

劉正，2018，「企業接班傳承的調查分析與跨國比較：以臺灣與日本的製造業為例」，中央研究院人文社會科學研究中心調查研究專題中心學術調查研究資料庫。(Liu, J., 2018, "The Succession of Manufacturing Firms: A Comparative Study of Taiwan and Japan", Survey Research Data Archive, Academia Sinica, Taiwan.)

蕭積瑜，2014，「家族繼任 CEO 對公司績效的影響」，國立高雄應用科技大學企業管理系碩士論文。(Hsiao, C. Y., 2014, *Family CEO Successors and Firm Performance*, Master's Thesis, Department of Business Administration, National Kaohsiung University of Applied Sciences, Taiwan.)

鍾喜梅，2013，「華人家族企業聯盟網介紹」，第二屆華人家族企業年度論壇，臺北：台灣董事學會。(Chung, H. M., 2013, "Introduction of Chinese Family Business Alliance Network", on the Agenda of the 2nd Annual Chinese Family Business Forum, Taipei: Taiwan Institute of Directors.)

鍾喜梅與林佳慧，2009，「家族集團接班資源與角色鑲嵌關係：網絡觀點之初探」，組織與管理，2：155-195。(Chung, H. M. and C. H. Lin, 2009, "The Relationship between Succession Resources and Role Embeddedness in Family Business Group: A Network Perspective", *Organization and Management*, 2: 155-195.)

二、英文部分

Amore, M. D., A. Minichilli, and G. Corbetta, 2011, "How Do Managerial Successions Shape Corporate Financial Policies in Family Firms", *Journal of Corporate Finance*, 17: 1016-1027.

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: 1301-1328.

Arellano, M. and S. Bond, 1991, "Some Test of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and Application to Employment Equations", *The Review of Economic Studies*, 58:

- 277-297.
- Bennedsen, M. and J. P. H. Fan, 2014, *The Family Business Map: Assets and Roadblocks in Long Term Planning*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Bennedsen, M., J. P. H. Fan, M. Jian, and Y. H. Yeh, 2015, “The Family Business Map: Framework, Selective Survey, and Evidence from Chinese Family Firm Succession”, *Journal of Corporate Finance*, 33: 212-226.
- Berrone, P., C. Cru, and L. R. Gomez-Mejia, 2012, “Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research”, *Family Business Review*, 25: 258-279.
- Bowen, H. R., 1953, *Social Responsibility of the Businessman*, New York: Harper & Row.
- Bragdon, J. H. and J. A. T. Marlin, 1972, “Is Pollution Profitable?”, *Risk Management*, 19: 157-169.
- Brammer, S. and A. Millington, 2005, “Corporate Reputation and Philanthropy: An Empirical Analysis”, *Journal of Business Ethics*, 61: 29-44.
- Burkart, M., F. Panunzi, and A. Shleifer, 2003, “Family Firms”, *Journal of Finance*, 58: 2167-2201.
- Cao, J., D. Cumming, and X. Wang, 2015, “One-Child Policy and Family Firms in China”, *Journal of Corporate Finance*, 33: 317-329.
- Carcello, J. V., C. W. Hollingsworth, A. Klein, and T. L. Neal, 2006, “Audit Committee Financial Expertise, Competing Corporate Governance Mechanisms, and Earnings Management”, *SSRN Working Paper*, No. 887512.
- Carroll, A. B., 1991, “The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders”, *Business Horizons*, 34: 39-48.
- Chang, S. J. and J. Shim, 2015, “When Does Transitioning from Family to Professional Management Improve Firm Performance?”, *Strategic Management Journal*, 36: 1297-1316.
- Chen, T. J., Y. M. Shiu, and N. Chang, 2015, “The Risk Management Effect of Corporate Social Responsibility on Shareholder Value”, *NTU Management Review*, 26: 153-180.
- Cheng, B., I. Ioannou, and G. Serafeim, 2014, “Corporate Social Responsibility and Access to Finance”, *Strategic Management Journal*, 35: 1-23.

- Chiang, H. T. and H. J. Yu, 2018, "Succession and Corporate Performance: The Appropriate Successor in Family Firms", *Investment Management and Financial Innovations*, 15: 58-67.
- Chung, K. H. and S. W. Pruitt, 1994, "A Simple Approximation of Tobin's Q", *Financial Management*, 23: 70-74.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang, 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asia Corporations", *Journal of Financial Economics*, 58: 81-112.
- Cochran, P. L. and R. A. Wood, 1984, "Corporate Social Responsibility and Financial Performance", *Academy of Management Journal*, 27: 42-56.
- Cornell, B. and A. C. Shapiro, 1987, "Corporate Stakeholder and Corporate Finance", *Financial Management*, 16: 5-14.
- Daily, C. M., 1995, "The Relationship between Board Composition and Leadership Structure and Bankruptcy Reorganization Outcomes", *Journal of Management*, 21: 1041-1056.
- Daily C. M. and D. R. Dalton, 1994, "Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure", *Academy of Management Journal*, 37: 1603-1617.
- De Vries, M. F. R. K. and D. Miller, 1984, "Group Fantasies and Organizational Functioning", *Human Relations*, 37: 111-134.
- Deephhouse, D. L., 2000, "Media Reputation as a Strategic Resource: An Integration of Mass Communication and Resource-Based Theories", *Journal of Management*, 26: 1091-1112.
- Degli Antoni, G. and L. Sacconi, 2011, "Modeling Cognitive Social Capital and Corporate Social Responsibility as Preconditions for Sustainable Networks of Relations", in Sacconi, L. and G. Degli Antoni, ed, *Social Capital, Corporate Social Responsibility, Economic Behaviour and Performance*, 161-239, Hampshire: Palgrave Macmillan.
- Demsetz, H. and B. Villalonga, 2001, "Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, 7: 209-233.
- Evert, R. E., J. B. Sears, J. A. Martin, and G. T. Payne, 2018, "Family Ownership and Family Involvement as Antecedents of Strategic Action: A Longitudinal Study of Initial International Entry", *Journal of Business Research*, 84: 301-311.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen, 1983, "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law*

- and Economics*, 26: 301-325.
- Fan, J. P. H., M. Jian, and Y. H. Yeh, 2008, "Succession: The Roles of Specialized Assets and Transfer Costs", *SSRN Working Paper*, No. 1101405.
- Farh, L. J. L. and B. S. Cheng, 2000, "Paternalistic Leadership in Chinese Organizations: A Cultural Analysis", *Indigenous Psychological Research in Chinese Societies*, 13: 127-80.
- Flammer, C., 2015, "Does Product Market Competition Foster Corporate Social Responsibility? Evidence from Trade Liberalization", *Strategic Management Journal*, 36: 1469-1485.
- Fogler, H. R. and F. Nutt, 1975, "A Note on Social Responsibility and Stock Valuation", *Academy of Management Journal*, 18: 155-160.
- Fombrun, C. J., 1996, *Reputation: Realizing Value from the Corporate Image*, Boston: Harvard Business School Press.
- Fombrun, C. J., 2005, "A World of Reputation Research, Analysis and Thinking — Building Corporate Reputation Through CSR Initiatives: Evolving Standards", *Corporate Reputation Review*, 8: 7-12.
- Freeman, R. E., 1984, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston: Pitman Publishing.
- Fukuyama, F., 1995, *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity*, New York: Free Press.
- Gardberg, N. A. and C. J. Fombrun, 2006, "Corporate Citizenship: Creating Intangible Assets across Institutional Environments", *Academy of Management Review*, 31: 329-346.
- Ghee, W. Y., M. D. Ibrahim, and H. Abdul-Halim, 2015, "Family Business Succession Planning: Unleashing the Key Factors of Business Performance", *Asian Academy of Management Journal*, 20: 103-126.
- Gîrbină, M. M., C. N. Albu, and N. Albu, 2012, "Convergence of National Regulations with IFRS for SMEs: Empirical Evidences in the Case of Romania", *World Academy of Science, Engineering and Technology*, 69: 879-883.
- Godfrey, P. C., 2005, "The Relationship between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A Risk Management Perspective", *Academy of Management Review*, 30: 777-798.
- Godfrey, P. C., C. B. Merrill, and J. M. Hansen, 2009, "The Relationship between Corporate

- Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis”, *Strategic Management Journal*, 30: 425-445.
- Gómez-Mejía, L. R., K. T. Haynes, M. Núñez-Nickel, K. J. L. Jacobson, and J. Moyano-Fuentes, 2007, “Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-Controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills”, *Administrative Science Quarterly*, 52: 106-137.
- Gupta, K. and C. Krishnamurti, 2018, “Does Corporate Social Responsibility Engagement Benefit Distressed Firms? The Role of Moral and Exchange Capitale”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 50: 249-262.
- Herremans, I. M., P. Akathaporn, and M. McInnes, 1993, “An Investigation of Corporate Social Responsibility Reputation and Economic Performance”, *Accounting, Organizations and Society*, 18: 587-604.
- Hull, C. E. and S. Rothenberg, 2008, “Firm Performance: The Interactions of Corporate Social Performance with Innovation and Industry Differentiation”, *Strategic Management Journal*, 29: 781-789.
- Hussinger, K. and A. B. Issah, 2019, “Firm Acquisitions by Family Firms: A Mixed Gamble Approach”, *Family Business Review*, 32: 354-377.
- Ibrahim, A. B., K. Soufani, and J. Lam, 2001, “A Study of Succession in a Family Firm”, *Family Business Review*, 14: 245-258.
- Ioannou, I. and G. Serafeim, 2015, “The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations: Analysts’ Perceptions and Shifting Institutional Logics”, *Strategic Management Journal*, 36: 1053-1081.
- Jaskiewicz, P., K. Heinrichs., S. B. Rau, and T. Reay, 2016, “To Be or Not to Be: How Family Firms Manage Family and Commercial Logics in Succession”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 40: 781-813.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, 1976, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Jensen, M. C. and R. S. Ruback, 1983, “The Market of Corporate Control: The Scientific Evidence”, *Journal of Financial Economics*, 11: 5-50.

- Jia, Y., X. H. Gao, and S. Julian, 2020, “Do Firms Use Corporate Social Responsibility to Insure against Stock Price Risk? Evidence from a Natural Experiment”, *Strategic Management Journal*, 41: 290-307.
- Kim, Y., H. Li, and S. Li, 2014, “Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk”, *Journal of Banking and Finance*, 43: 1-13.
- Kim, Y., M. S. Park, and B. Wier, 2012, “Is Earnings Quality Associated with Corporate Social Responsibility?”, *The Accounting Review*, 87: 761-796.
- Knack, S. and P. Keefer, 1997, “Does Social Capital Have an Economic Payoff? A Cross-Country Investigation”, *The Quarterly Journal of Economics*, 112: 1251-1288.
- Koh, P. S., C. Qian, and H. Wang, 2014, “Firm Litigation Risk and the Insurance Value of Corporate Social Performance”, *Strategic Management Journal*, 35: 1464-1482.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes, and A. Shleifer, 1999, “Corporate Ownership around the World”, *The Journal of Finance*, 54: 471-517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, 1997, “Legal Determinants of External Finance”, *The Journal of Finance*, 52: 1131-1150.
- Lange, D., P. M. Lee, and Y. Dai, 2011, “Organizational Reputation: A Review”, *Journal of Management*, 37: 153-184.
- Liang, L. W., H. Y. Chang, and J. H. Liu, 2019, “Does Corporate Social Responsibility Make Banks More Cost Efficient?”, *Taiwan Journal of Applied Economics*, 106: 109-148.
- Lins, K. V., H. Servaes, and A. Tamayo, 2017, “Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis”, *The Journal of Finance*, 72: 1785-1824.
- Love, E. G. and M. Kraatz, 2009, “Character, Conformity, or the Bottom Line? How and Why Downsizing Affected Corporate Reputation”, *Academy of Management Journal*, 52: 314-335.
- Luan, C. J. and M. J. Tang, 2007, “Where is Independent Director Efficacy?”, *Corporate Governance: An International Review*, 15: 636-643.
- Luce, R. A., A. E. Barber, and A. J. Hillman, 2001, “Good Deeds and Misdeeds: A Mediated Model of the Effect of Corporate Social Performance on Organizational Attractiveness”,

- Business and Society*, 40: 397-415.
- Luo, Q. and T. Hachiya, 2005, "Corporate Governance, Cash Holding, and Firm Value: Evidence from Japan", *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 8: 613-636.
- McConaughy, D. L., M. C. Walker., G. V. Henderson Jr., and C. S. Mishra, 1998, "Founding Family Controlled Firms: Efficiency and Value", *Review of Financial Economics*, 7: 1-19.
- McGuire, J. B., A. Sundgren, and T. Schneeweis, 1988, "Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance", *Academy of Management Journal*, 31: 854-872.
- McWilliams, A., D. S. Siegel, and P. M. Wright, 2006, "Corporate Social Responsibility: Strategic Implications", *Journal of Management Studies*, 43: 1-18.
- Minor, D. and J. Morgan, 2011, "CSR as Reputation Insurance: Primum Non Nocere", *California Management Review*, 53: 40-59.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny, 1988, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20: 293-315.
- Morck, R., D. Stangeland, and B. Yeung, 2000, "Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth?", in Morck, R. K., ed., *Concentrated Corporate Ownership*, 319-372, Chicago: University of Chicago Press.
- Molly, V., E. Laveren, and M. Deloof, 2010, "Family Business Succession and Its Impact on Financial Structure and Performance", *Family Business Review*, 23: 131-147.
- Peloza, J., 2006, "Using Corporate Social Responsibility as Insurance for Financial Performance", *California Management Review*, 48: 52-72.
- Pérez-González, F., 2006, "Inherited Control and Firm Performance", *American Economic Review*, 96: 1559-1588.
- Pfarrer, M. D., T. G. Pollock, and V. P. Rindova, 2010, "A Tale of Two Assets: The Effects of Firm Reputation and Celebrity on Earnings Surprises and Investor's Reactions", *Academy of Management Journal*, 53: 1131-1152.
- Preston, L. E. and D. P. O'Bannon, 1997, "The Corporate Social-Financial Performance Relationship", *Business and Society*, 36: 419-429.
- Putnam, R. D., 1993, *Making Democracy Work: Civic Traditions in Modern Italy*, Princeton:

- Princeton University Press.
- Sacconi, L. and G. Degli Antoni, 2011, *Social Capital, Corporate Responsibility, Economic Behaviour and Performance*, Hampshire: Palgrave MacMillan.
- Saia, D. H., A. B. Carroll, and A. K. Buchholtz, 2003, "Philanthropy as Strategy: When Corporate Charity 'Begins at Home'", *Business & Society*, 42: 169-201.
- Sánchez, C. M., 2000, "Motives for Corporate Philanthropy in El Salvador: Altruism and Political Legitimacy", *Journal of Business Ethics*, 27: 363-375.
- Scrivens, K. and C. Smith, 2013, "Four Interpretations of Social Capital: An Agenda for Measurement", *OECD Statistics Working Paper*, No. 2013/06.
- Sharma, N., 2003, "The Role of Pure and Quasi-Moderators in Services: An Empirical Investigation of Ongoing Customer-Service-Provider Relationships", *Journal of Retailing and Consumer Services*, 10: 253-262.
- Sheldon, O., 1924, *The Philosophy of Management*, London: Sir Isaac Pitman and Sons.
- Shiu, Y. M. and S. L. Yang, 2017, "Does Engagement in Corporate Social Responsibility Provide Strategic Insurance-Like Effects?", *Strategic Management Journal*, 38: 455-470.
- Smith, B. F. and B. Amoako-Adu, 1999, "Management Succession and Financial Performance of Family Controlled Firms", *Journal of Corporate Finance*, 5: 341-368.
- Spicer, B. H., 1978, "Investors, Corporate Social Performance and Information Disclosure: An Empirical Study", *The Accounting Review*, 53: 94-111.
- Stuebs, M. T. and L. Sun, 2011, "Corporate Social Responsibility and Firm Reputation", *SSRN Working Paper*, No. 1863343.
- Villalonga, B. and R. Amit, 2006, "How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?", *Journal of Financial Economics*, 80: 385-417.
- Waddock, S. A. and S. B. Graves, 1997, "The Corporate Social Performance-financial Performance Link", *Strategic Management Journal*, 18: 303-319.
- Wang, H. and C. Qian, 2011, "Corporate Philanthropy and Corporate Financial Performance: The Roles of Stakeholder Response and Political Access", *Academy of Management Journal*, 54: 1159-1181.
- Wernerfelt, B. and C. A. Montgomery, 1988, "Tobin's Q and the Importance of Focus in Firm

- Performance”, *American Economic Review*, 78: 246-250.
- Wu, M. W. and C. H. Shen, 2013, “Corporate Social Responsibility in the Banking Industry: Motives and Financial Performance”, *Journal of Banking and Finance*, 37: 3529-3547.
- Xu, N., Q. Yuan, X. Jiang, and K. C. Chan, 2015, “Founder’s Political Connections, Second Generation Involvement, and Family Firm Performance: Evidence from China”, *Journal of Corporate Finance*, 33: 243-259.
- Yeh, Y. H., T. S. Lee, and T. Woidtke, 2001, “Family Control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan”, *International Review of Finance*, 2: 21-48.
- Yeh, Y. H. and C. C. Liao, 2020, “The Impact of Product Market Competition and Internal Corporate Governance on Family Succession”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 62: 101346.
- Zellweger, T. M. and R. S. Nason, 2008, “A Stakeholder Perspective on Family Firm Performance”, *Family Business Review*, 21: 203-216.
- Zhang, R., Z. Rezaee, and J. Zhu, 2010a, “Corporate Philanthropic Disaster Response and Ownership Type: Evidence from Chinese Firms’ Response to the Sichuan Earthquake”, *Journal of Business Ethics*, 91: 51-63.
- Zhang, R., J. Zhu, H. Yue, and C. Zhu, 2010b, “Corporate Philanthropic Giving, Advertising Intensity, and Industry Competition Level”, *Journal of Business Ethics*, 94: 39-52.
- Zhu, Y., L. Y. Sun, and A. S. M. Leung, 2014, “Corporate Social Responsibility, Firm Reputation, and Firm Performance: The Role of Ethical Leadership”, *Asia Pacific Journal of Management*, 31: 925-947.

Family Succession and Corporate Performance - The Moderating Effects of Corporate Social Responsibility

Hui-Ching Chang*, Kun-Li Lin**, and Yuan Chang***

Abstract

This research examines the effects of family firm succession on performance, and further considers the moderating effects of corporate social responsibility (CSR) performance. Since the succession of a family firm may cause the disappearance of specific assets of the founder (or family members), thereby reducing firm's performance. However, because CSR helps the firms to accumulate reputational capital, the reputation effect and insurance effects of superior CSR performance help firm to mitigate the negative effects of family firm succession on the performance. Based on the data of 831 listed non-financial firms on the Taiwan Stock Exchange from 2007~2018, the main empirical result shows that regardless of the succession is on the board chairperson or the CEO, family firm succession tends to reduce performance. Yet, firms with better CSR performance enjoys less decrease in performance. Furthermore, the

* Department of Finance, National Changhua University of Education.

** Professor, Department of Business Management, National Taichung University of Science and Technology.

*** Professor, Department of Finance, National Changhua University of Education.

Corresponding Author. Tel: 047-232105 ext. 7350, Email: ychang@cc.ncue.edu.tw.

DOI: 10.53106/054696002022060111004

Received June 5, 2021; Revised August 23, 2021; Accepted February 7, 2022.

successors with professionals on financial, law or accounting also have the effect of mitigating the adverse effects on performance of family firm succession.

Keywords: Family Succession, Corporate Social Responsibility

JEL Classification: G32, G34, M14