

## 增選董事與家族接班

- 丁秀儀/國立臺北科技大學資訊與財金管理系教授
- 李芸綺/東吳大學企業管理學系副教授
- 吳姍儒/國立臺北科技大學資訊與財金管理系

完整全文收錄於證券市場發展季刊第 137 期(2023 年 3 月出版)

家族企業是中國經濟快速發展的主要貢獻者之一，其對中國貢獻了超過60%的GDP，一半的稅收，以及90%的新增就業(Huang, 2010)。在本文的研究期間2008年到2015年之間，中國家族企業的數量從511家增加到1,329家，家族企業數量占有所有非國有企業的84%，占資產前100大非國有企業的81%。不同於許多已開發國家的家族企業擁有超過100年的歷史，中國的家族企業在1980年代才出現，這些年輕家族企業的創辦人現在陸陸續續接近退休的年齡。家族企業成功地由下一代接班，特別是從第一代傳承到第二代，對企業的持續發展至關重要(Xu et al., 2015)，二代接班亦是家族企業就公司治理與公司財務的面向而論一個重要課題(Burkart et al., 2003)。由於家族企業在中國經濟發展中扮演了舉足輕重的角色，接班議題便不可忽視。

本研究探究家族企業中家族成員接班的課題。在家族成員接班中，接班人只限於家族成員，接班的成效將影響到家族成員的職涯發展和整個家族企業的延續性。然而若為非家族企業，接班人通常為專業經理人或是勞動市場中的潛在人才。接班人選的數量相對較多，接班成效的影響通常較攸關於接班人本身的職涯發展。

過去的文獻發現，家族接班對家族企業的績效會產生負面的影響(Cucculelli & Micucci, 2008)。Bennedsen et al. (2015) 以香

港、新加坡和臺灣的接班案例做為研究的對象，發現創辦人將控制權交棒給接班人後，五年的股票報酬率下跌了56%。本研究的重點則放在董事會的治理效果，特別是著重在新的CEO上任後所任命的增選董事。與大多數西方國家不同，中國企業大多藉由關係來經營他們的事業（Li & Filer, 2007），家族企業尤甚，因此二代接班後增選董事對家族企業績效的影響在中國顯得更加重要。家族企業的新任CEO有動機透過增選董事來鞏固自己的權力，因為當CEO任命董事進入董事會，這些增選董事傾向於與CEO保持友好關係，CEO便能夠從增選董事那裡獲得互惠互利的好處。基於關係的董事會文化背景使我們能夠了解在家族接班後，增選董事如何影響公司績效表現與風險承擔行為。

在本文的中國家族企業樣本中，有27%的董事會成員是在家族成員接班擔任CEO的當年度增選的董事，次一年度該比率上升到37%。增選董事可能讓新任CEO更容易推動公司的改革，但這也可能導致監督的效果受到影響。Coles et al. (2014) 即提出以增選董事作為衡量董事會組成的新指標，這個新指標的使用促進了學術研究對於董事會在公司治理的有效性上獲得更多的探討。Coles et al. (2014) 指出增選的董事會降低董事會的監督強度，與CEO關係密切的董事不能適當地履行其職責，因為擁有密切的關係會破壞獨立的公司治理。Lim et al. (2020) 亦提出增選董事會有監督不力的結果，導致債權人在貸款合約中加入更多的限制條款。其他的研究還發現增選董事會提高公司的崩盤風險與不當行為（Kao et al., 2020; Zaman et al., 2021）。

另一方面，有些研究則提出了增選董事也有正向影響的一面。Chintrakarn et al. (2016) 認為增選的董事降低了撤換經理人的

機率，這將有助於長期投資。Nguyen et al. (2021) 發現增選董事（主要是增選的獨立董事）有助於公司的創新表現。Bhuiyan et al. (2022) 指出增選董事與公司的股東權益成本之間呈現負向關係。綜上所述，增選董事在公司治理上所扮演的角色可能同時有正面與負面的效果，因此增選董事對家族企業接班的影響性是一個有待釐清的課題。

大部分探討家族企業二代接班後公司績效表現的研究皆建立於代理理論或管家理論之上 (Chen et al., 2016)。從代理理論的角度來看，在缺乏有效的董事會監督之下，較多的增選董事可能會降低家族企業接班後公司的績效表現。由於CEO較先前有更大的自由度，因此不太可能與董事妥協，導致公司績效表現的波動度變大，反映出高風險。然而管家理論指出，由於增選董事給予CEO高度的權利與自由裁量權，這使得CEO擁有與主理人 (Principals) 目標一致的動機，也就相對容易達成企業的目標。較多的增選董事於是使公司有較好的績效表現與較低的風險承擔行為。

本研究採用2008年至2015年的中國上市公司樣本，發現了與代理理論相符合的結果。也就是家族企業二代接班之後，增選董事降低了公司績效，增加了公司風險承擔行為。我們發現有較多增選董事的家族企業在接班後有較低的資產報酬率 (ROA)、較低的Tobin's Q、較高的財務槓桿與較高的總風險。然而，我們的實證結果更進一步指出，並非所有增選董事的監督效果都一樣差。家族企業接班後，增選的獨立董事監督效果優於增選的非獨立董事。再者，較多增選董事的家族企業具有較高的長期槓桿，持有較少的現金，並且在接班後進行更多的長期投資。

本研究主要的貢獻在於，過去的文獻將這種接班後公司表現不佳的現象歸因於二代CEO缺乏管理的才能、接班的過渡時期造成資產的損失、後代之間的權力鬥爭等。本文則是在研究對象上聚焦於家族企業，公司治理機制上著重於增選董事的影響，提出了家族企業接班後增選董事對公司績效表現與風險承擔行為會產生負面的效果，顯示家族企業二代接班後公司的績效表現與風險承擔行為較受到代理理論的支配。

根據本文研究結果，家族企業接班後，新上任的CEO可能透過增選董事的方式，來鞏固其對於公司不論在深度或廣度上的管控能力，以致弱化了增選董事在公司治理所扮演的監督角色。然而並非所有增選的董事都缺乏監督效率，增選之獨立董事在家族接班後，比增選之非獨立董事更具有監督效益。事實上，為了讓董事會成員多元化，同時強化董事會的效能，臺灣的主管機關於2002年引進並推動獨立董事制度；2006年1月修正證券交易法，將獨立董事制度法制化；2013年發布函釋，規定所有上市櫃公司自2017年起應全面設置獨立董事。有鑑於獨立董事不僅有助於提升一般企業的公司治理，應用於家族接班的企業亦有助於改善公司治理。因此，家族企業接班後的增選董事，或許可以朝向以獨立董事為主要的方向，以期降低可能發生的代理問題。

## 參考文獻

Bennedsen, M., Fan, J.P.H., Jian, M., Yeh, Y.-H., 2015. The family business map: Framework, selective survey, and evidence from Chinese family firm succession. *Journal of Corporate Finance* 33, 212-226.

Bhuiyan, M.B.U., Sangchan, P., Costa, M.D., 2022. Do Co-opted boards affect the cost of equity capital? *Finance Research Letters* 46, 102491.

Burkart, M., Panunzi, F., Shleifer, A., 2003. Family firms. *The Journal of Finance* 58, 2167-2201.

Chen, Y.-M., Liu, H.-H., Yang, Y.-K., Chen, W.-H., 2016. CEO succession in family firms: Stewardship perspective in the pre-succession context. *Journal of Business Research* 69, 5111-5116.

Chintrakarn, P., Jiraporn, P., Sakr, S., Lee, S.M., 2016. Do co-opted directors mitigate managerial myopia? Evidence from R&D investments. *Finance Research Letters* 17, 285-289.

Coles, J.L., Daniel, N.D., Naveen, L., 2014. Co-opted Boards. *The Review of Financial Studies* 27, 1751-1796.

Cucculelli, M., Micucci, G., 2008. Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms. *Journal of Corporate Finance* 14, 17-31.

Huang, G., 2010. The China private economy development report no. 7 (2009–2010). Beijing: Social Sciences Academic Press (in Chinese).

Kao, E.H., Huang, H.-C., Fung, H.-G., Liu, X., 2020. Co-opted directors, gender diversity, and crash risk: evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 55, 461-500.

Li, S., Filer, L., 2007. The effects of the governance environment on the choice of investment mode and the strategic implications. *Journal of World Business* 42, 80-98.

Lim, J., Do, V., Vu, T., 2020. Co-opted directors, covenant intensity, and covenant violations. *Journal of Corporate Finance* 64, 101628.

Nguyen, L., Vu, L., Yin, X., 2021. The bright side of co-opted boards: Evidence from firm innovation. *Financial Review* 56, 29-53.

Xu, N., Yuan, Q., Jiang, X., Chan, K.C., 2015. Founder's political connections, second generation involvement, and family firm performance: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance* 33, 243-259.

Zaman, R., Atawnah, N., Baghdadi, G.A., Liu, J., 2021. Fiduciary duty or loyalty? Evidence from co-opted boards and corporate misconduct. *Journal of Corporate Finance* 70, 102066.