

董事會組成及所有權結構對公司績效影響

致理技術學院財務金融系

林威宇、陳韋儒、張議今、許家偉、劉文鳳



摘要

本研究主要利用多元迴歸分析方法，分析 2012 年，以台灣上市櫃公司為研究樣本，進行橫段面分析，探討董事會組成特性、股權結構與經營績效之關聯性。實證結果顯示，董事持股比率、董事兼任經理人、席次控制權、控制股東盈餘股份偏離比、席次控制盈餘分配與經營績效呈負相關；監督機制：獨立董事席位比例、主動機構投資人持股比率與經營績效呈現正相關。董事會監理機能越強，公司治理績效越好，董事權力擴增，擁有最終控制權的股東，運用股權結構偏離，掌控董事會或經營權，則公司績效越差。因此，當控制股東控制權愈高、控制股東盈餘股份偏離幅度愈大或董監事持股比例愈高，將造成董事會無法有效發揮監督之功能，導致公司治理機制失靈，進而發生股東權利受損與降低經營績效。

關鍵字：所有權結構、董事會

第壹章緒論

第一節 研究背景與動機

現代企業經營權和所有權分離，專業經理人主導公司營運策略，股東與債權人扮演資金提供和監督的角色。傳統財務理論假說公司經理人經營的最終目標是使公司價值極大化，此為隱含經理人和股東們間的目標一致，然而此假說在所有權高度集中的公司可能適用，但在目前大多數所有權和經營權高度分離的公司，則可能會產生委託人和代理人間目標不一致的代理問題。經理人一般會受到內部與外部機制所監督，內部機制為公司的董監事會制度，外部則為市場機能、大股東監督等，因此，內外部機制的監督可解決公司經理人經營理念與股東目標不一致的問題。

董事會被視為決策控制單位(decision control)，而專業經理人則為決策管理者(decision management)，並且不具備有剩餘股權請求權，使決策管理與決策控制分開。公司決策程序分為研擬(iniation)、批准(ratification)、執行(implementation)與監督評估(monitring)，而董事會就是負責批准與監督，專業經理人則負責研擬與執行。董事會的組成(board composition)對於公司治理的影響，具有解決代理問題的功能，但是，由於股權集中於控制股東手中，同時擁有決策管理與決策控制，擁有控制權的股東有足夠影響公司決策的股權，可能產生公司高階管理單位與擁有控制權的股東，剝削小股東的利益。台灣企業大多存在最終控制權的股東，運作權力與所有權結構，掌控董事會，使所有權與經營權分離不完全，故再以 ANOVA 分析，董事會組成及所有權是否對公司績效產生影響。

第二節 研究目的

本研究以 2012 年台灣上市櫃公司為研究對象，以董事會組成及特性為干擾變數，探討董事會組成及特性與公司績效關係。本研究的研究目的有：

- 一、 探討董事會組成及特性影響公司企業經營績效為何？
- 二、 將公司依握有最終的控制股東，分為：共治型態、單一家族主導、公股主導(政府控制)、專業經理人治理等四種，分析經營績效之影響為何。
- 三、 將公司治理分成 1. 董事會權力掌控、2. 機能監督，3. 最終的控制股東所有權結構偏離程度，分析董事會組成與所有權結構對公司獲利績效與生產力績效，並說明是否存在差異。

第三節 流程圖

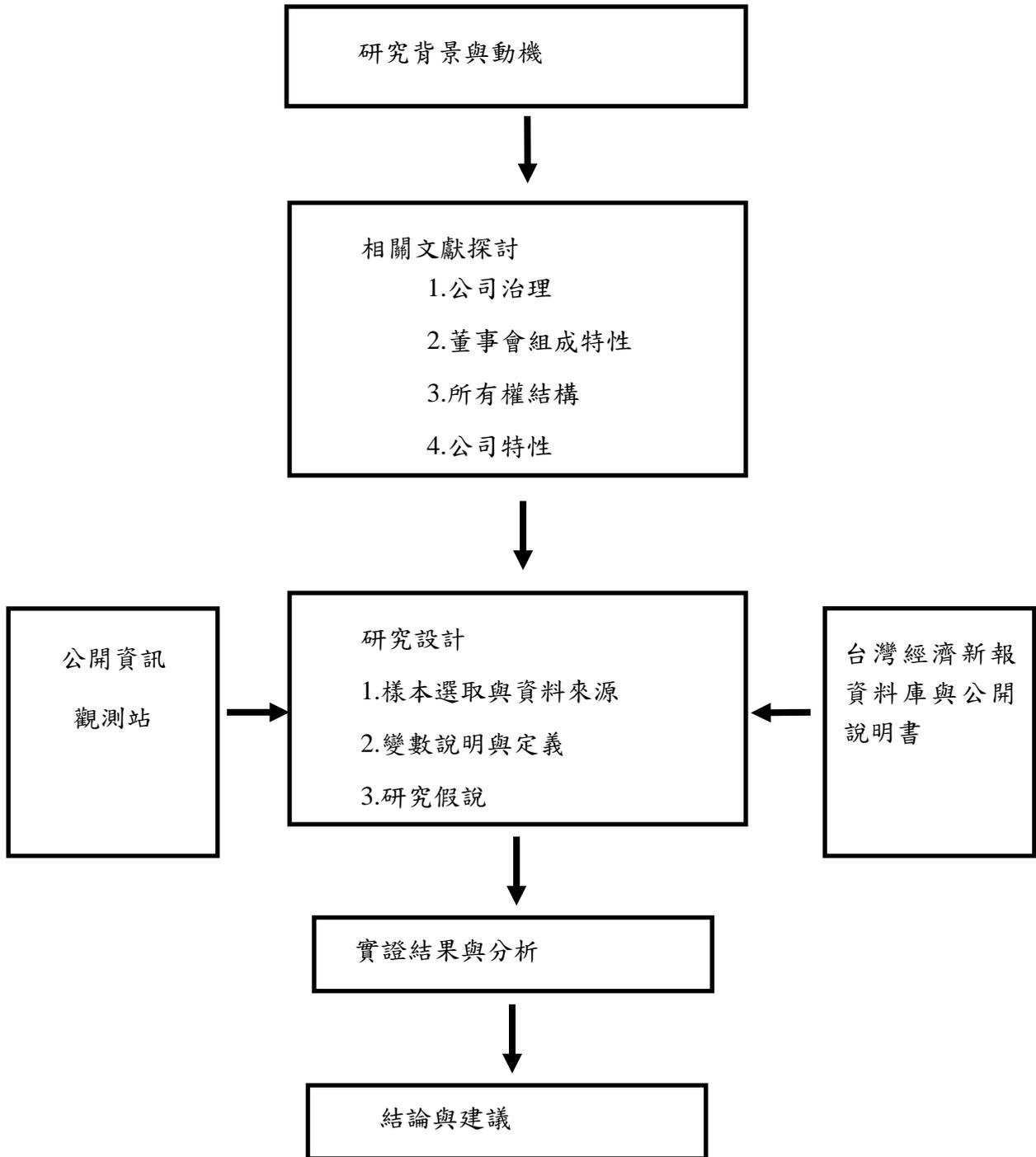


圖1研究流程圖

第貳章文獻探討

第一節 公司治理

公司治理為企業中的代理問題的改善及解決機制。Shleifer and Vishny(1997)指出，公司治理機制包括高階經理人的股權、機構投資人或大股東的監督、外部董事、外部購併的威脅、產品市場及管理者勞動市場的競爭等內、外部治理機制。葉銀華等(2002)主張，公司治理機制是透過完整制度的設計與執行，期能提升策略管理效能與監督管理者的行為，藉以保障外部投資人應得的報酬，並兼顧其他利害關係人的利益。

公司治理機制的發揮可以增強策略管理的效果，確保公司策略在正確的方向執行、公司的資源能有效地分配。另一方面，上市上櫃公司應存在具有獨立性的董事與監察人，透過透明的資訊來監督管理者，確保外部投資人獲得應有之報酬，並保障其他利害關係人法律所賦予的權益，提升其投資的意願。

公司治理可以提升公司的績效。公司治理品質愈高，則財務績效愈佳，股價就愈高，故治理品質與公司價值有正向的關聯(La Porta et al., 2002; Brown and Caylor, 2004)。有鑒於董事會與股權結構在公司治理機制中扮演核心角色，雖然過去對於董事會屬性與股權結構在公司經營績效的關係已有諸多探討，然而此類研究在實證上仍缺乏一致性的結果，故本節先概論董事會屬性，說明董事會權利與監督機能，再論述所有權結構偏離，進而探討各項變數與經營績效的關係。

第二節 董事會組成特性

Jensen and Meckling(1976)指出，當所有權與經營權分離時，便會有代理問題出現，經理人的行為與決策可能在追求其個人利益之極大化而非追求股東財富極大化。不過，若能經由適當的監督機制將有助於代理問題的降低。Fama and Jensen(1983)認為董事會的主要職責為核准管理者決策和監督管理者的績效，並擁有法定職權可以雇用和解雇經理人，另外Fama(1980)以及Williamson(1983)都認為董事會負有保護公司利益與監督管理階層的責任，有助於降低代理問題。Jensen(1993)提出有效的監督機制包括以外部董事為主的董事會結構、較小的董事會規模以及經理人和董事會成員持股比率的提升。

有鑒於董事會在公司治理機制中扮演核心角色，雖然過去對於董事會屬性與公司經營績效的關係已有諸多探討，然而此類研究在實證上仍缺乏一致性的結果，故本節先概論董事會組成與經營績效關係，再論述股權結構對公司價值與經營績效影響構面，進而探討各項變數與經營績效的關係。

一、董事會組成與經營績效關係

董事會「組成」包括董事會規模及成員類型，而國內外實證研究對於董事會組成與經營績效的關係著墨許多，其採取衡量董事會組成的實證變數包括董事會規模、董監事的持股比例、質押比例、內外部董事之比例等，企圖以董事會組成之特徵來推論董事會功能之有效性，但董事會組成之衡量變數與經營績效之關係，無論是國內外學者均無一致性之結論，以下將就過去研究如下：

內部董事根據 Rechner(1989)及 Goodstein, Gautam, &Boeker(1994)認為實際參與公司業務之經營並擔任行政工作之董事為內部董事。外部董事則是不在公司內部任職者皆歸之，也就是沒有直接受雇於公司之「非管理者董事」(Buchholtz&Ribbens, 1994)。

對於董事會的組成該由內部董事或外部董事佔較多席位的觀點亦有分歧。其中，主張董事會應存在較多外部董事者，主要根源自代理理論中經營者與所有權人的利益與目標可能分歧，因此獨立於管理者的外部董事較能發揮監督及控制的功能，以改善經營績效，因此有效的董事會應有較大比例的外部董事成員，如楊慧玲(2000)實證發現外部董事人數變動量對短期股東財富與長期經營績效變動量均有顯著正向影響。至於贊成內部董事應佔董事會較大比例的學者，主張內部董事對於經營狀況較多了解，清楚公司問題所在，容易作成經營決策，也擁有較多的資訊可以限制管理者作為，實證研究如張明峰(1991)發現內部董事在績效上較外部董事有顯著較佳的效果，支持此項結果的研究包括黃鈺光(1993)等研究。亦有實證結果顯示內外部董事比例與經營績效是無關，如 Mace(1971)、Goodstein(1994)、吳坤皇(1995)及陳宏姿(2001)均發現外部董事人數及其佔董事會規模的比例對公司經營績效無顯著相關性。

在國外，獨立董事制度已推行多年，美國在 2000 年獨立董事佔董事會席次比例平均即已達 69% (劉紹樑，民 91)。然而，國外與我國公司治理特性迥然不同，我國大部分公司股權集中在家族手中，家族成員擔任董事或管理階層的情形相當普遍，所有權與經營權高度重疊的特性，使得董事會可能無法發揮有效的監督功能。因此，各董事會結構特徵，包括近來才引進美國獨立董監事制度，對公司績效之影響，國外相關研究不一定能回答國內相關之問題。另外，在國內有關外部或獨立董事與公司績效之實證研究方面，其實證結果並未獲得一致之結論(註 4)，其主要原因可能是由於過去上市公司之公開資訊中，並無外部或獨立董監事之相關資訊，研究者僅能主觀地判斷董事會成員的屬性，進而影響研究的內部效度(internal validity)。Brickley, Coles &Terry(1994)、Petra(2005)與 Malmendier& Tate(2005)說明外部董事席次越多，越能改善一家公司的公司治理機制，這些人並未實際參與公司經營，對過度自信經理人的作為有牽制的作用。Fama& Jensen(1983)實證出董事會中獨立董事比例越高，越得以有效監督管理當局。

二、股權結構對公司價值與經營績效的影響

(一)所有權結構與經營績效：

關於所有權結構和公司經營績效的關聯性研究，在國內外探討甚多，卻無一致性結論，包括三種論點：

1. 支持「所有權結構與公司經營績效之關係為正者」-利益收斂假說若股權集中在管理者身上，則其不當支出行為所造成的企業財富損失，將由管理者自行承擔，因此減少管理不當行為。同樣的，若股權集中在大股東上，則提高監督管理者的誘因，也提高企業價值。實證上的支持如 Kesner (1987) 發現內部董事持股比例與企業績效成正相關。同樣地，Steiner (1996) 也發現和內部的持股比例在低於 47.5% 時與 Tobin' s 呈顯著正相關，而大股東持股比例與經營績效的關係卻違背此項假說。再者，Claessens, Djankov, Fan & Lang (1998) 研究發現管理者持股與績效呈正相關、個人持股與績效呈正相關及政府機關持股與績效呈正相關。又如張明峰 (1991) 發現董事會持股與績效成正相關，而謝淑娟 (1994) 的研究也部份支持該項假說，如大股東股權越集中，則公司經營績效越佳，但重要管理者持股比例與公司經營績效不存在顯著關係。

2. 支持「所有權結構與公司經營績效之關係為負者」-掠奪性假說主張為經營者持股比例與公司之經營績效或企業價值間呈現負向關係，如：董事會基於保有本身職位而反對接管，而否決對股東有利的購併提議案。實證上的研究如陳佩吟 (1997) 發現內部人持股與股利呈負相關。又楊俊中 (1998) 的研究結果發現個人持股、公司法人持股與績效呈負相關。

3. 支持「所有權結構與公司經營績效無關論」者

如 Fama (1980) 提出當資本市場是有效率且外部管理機制發達，則管理者會努力使績效最大化，故公司的績效取決於外部管理機制是否發達和股權結構無關。

實證支持如 Angrawal & Knoeber (1987) 發現內部人持股、5% 以上大股東持股、金融機構持股與績效並無顯著關係。再者，Cho (1998) 也發現所有權結構對投資、公司價值均無顯著的影響。此外，黃榮龍 (1993) 的研究也指出董事會持股比例與經營績效無顯著相關、管理者持股比例與企業績效無顯著相關且股權集中度也未能說明與經營績效的關係。此外，吳建頤 (1999) 的研究結果顯示公司價值隨董事會持股比例增加而增加，但持股比例過了 25% 時，公司價值隨董事會持股比例增加而下降且外部董監事持股比例越高，公司價值則顯著越高。董監事之持股比率，董監事之持股比率越高，董監事與小股東的利益越一致。

三、所有權結構與董事會組成之關係

由於過去探討所有權結構與經營績效的關係，多和董事會特性分開討論，然而，就法律上的觀點，股東有權選舉董事進而代表股東監督經營階層的行為，因此可由觀察董事成員組成的多樣性，也就是各個董事所代表的股東群體，如最大控制股東所選任的董事佔整體董事的比例，進而明白股權集散程度對於董事會之影響。

(一)機構法人董事比例

關於機構法人董事比例對於經營績效的影響，Pound (1988) 的研究中提出三項假說，說明如下：

1. 效率監督假說 (efficient monitoring hypothesis)

機構投資人專業資知識較充足且較易取得資訊，因此較一般股東而言監督成本較低。因此越多機構投資人參與董事會則會提升公司經營績效。如邱慧吟 (1994) 則指出法人董事控制力與董事違法行為成顯著負相關。

2. 利益衝突假說 (conflict-of-interest hypothesis)

機構投資人因本身利益而支持管理者的不當計畫而使得股東權益受損，因此，機構法人董事比例越高，則公司經營績效越低。實證上的支持如侍台誠(1994)對於國內公開發行公司之研究後發現法人董事比例與績效呈負相關，且法人董事所佔席次比率越高者，影響程度越大。

3. 策略合作假說 (strategy alignment hypothesis)

機構投資人與管理者間可能存在合作關係，當雙方目標一致時，可使議事效率提高，計畫順利通過，進而提升公司價值。

機構投資人介入對公司治理的影響(正向或負向)仍未有定論(Pozen, 1994; Bushhee, 1998)，部分學者 (Brickley, Lease and Smith, 1988; Almazam, Hartzell and Starks, 2004) 因此提出，機構投資人的特性才是影響其監控力的關鍵因素的想法，在實證上也獲得了確認。

本研究依據 Almazam et al. (2004) 的分類，並參照國內的實際情況與研究參考陳家慧 (2000) 和楊耀禎 (1998) 對機構投資人的定義，將機構投資人分為政府機構、金融機構、公司法人、外國機構、信託基金，和其他法人機構等。金融機構、公司法人，和信託基金歸類為「被動機構投資人」；政府機構、外國機構，和其他法人機構歸類為「主動機構投資人」。

(二)董監事持股比率

依 Jensen and Meckling (1976) 所提出之「利益收斂假說」觀點，當董事會掌管了大部分的股權，他們有較大的誘因做好一個有效的監督者，降低公司的

代理成本並促進公司績效。此理論乃以代理理論為出發點，認為隨著持股比率提高，董監事能分享經營成果的程度提高，而管理者的特權消費行為及次佳決策的執行對公司造成的財富損失由董監事承擔的比率增加，因此監督管理者致力於公司利益最大化之誘因亦隨之提高。

然而，依 Jensen and Ruback (1983) 所提出的「利益掠奪假說」來看，基於職位安全性的考量，當董事會持股達到一定的比率之後，常會為鞏固自己的權利反對一些對股東有利的購併案及股權收購行動，產生反接管行為

(anti-Takeover behavior)。高蘭芬 (2002) 在其對董監事質押對會計資訊及經營績效的影響中亦指出，當董監事可以控制經理人時，經理人的作為將以董監事的利益為依歸，而非以外部股東利益為依歸。董監事的存在雖然可能可以監督經理人之行為，但相對的也可能形成對少數股東的剝奪。而台灣董監事機制之監督角色不彰，且當董事會為控制股東掌控時，還可能是另一個代理問題的來源。

在公司治理機制與財務危機關聯性之相關研究方面，王嘉穎(1999)與陳碧滋(2001)之實證結果皆顯示，董監事持股比率與財務危機發生可能性呈負相關，因為董監事持股比率低，會使董監事不致力於公司治理，代理問題為嚴重而使財務危機發生之機率較高。

(三) 董事會結構與經營績效關係

董事會「結構」的內涵，包括董事長是否兼任總經理（即單元或雙元結構）及是否設置委員會組織，茲分述如下。

Patton & Baker (1987) 提出當總經理具有雙重身分時，會干擾董事會議的進行，且因監督者和執行者為同一人，會影響監督的功能。而 Fuerst & Kang (2000) 也提出由總經理兼任董事和公司經營績效成反比，表示一個有權力的總經理可能會損害公司績效或剝奪股東財富。又如周真貞 (1998) 的研究亦支持此觀點，董事長與總經理為同一人的公司績效較差。

然而，亦有研究持相反的觀點，認為董事長兼任總經理，可以消除董事會及經營者資訊不對稱的情況，且總經理基於自身的利益可能盡心於公司的經營績效，實證研究如 Donaldson & Davis (1991) 認為董事長身兼總經理的公司有較佳的經營績效，又張明峰 (1991) 也發現董事長及其近親兼任總經理的企業相對於非由董事長及近親兼任總經理的企業有較佳的財務績效。除了上述兩項觀點外，Ellstrand & Johnson (1998) 與謝淑娟 (1994) 及吳昆皇 (1995) 皆發現，董事長是否兼任總經理對於企業經營績效並無顯著之影響。

第三節 控制權與現金流量權偏離之後果的實證研究

當控制股東擁有同等之控制權與現金流量權，他們的獲利取決於公司的營

運績效，將致力於提升公司績效。但是，當控制權與現金流量權產生偏離，若控制股東嘗試謀取私利、侵占小股東財富，僅須支付少部分的成本，使他們有極大誘因從事不法行為。以一個簡單的金字塔結構來說明這個觀點。一業主擁有 A 公開上市公司 25% 的股份，並透過此擁有 B 公司 32% 的股份。在最保守的情形下，我們認為業主控制 B 公司 25% 一票權鏈中最微弱的連結。同時，業主擁有 B 公司約 8% 的現金流量權，此為鏈中二個所有權的乘積。在此所有權結構下，業主榨取 B 公司美 100 元的利益只需要花費 8 元。由此可知，若使用金字塔結構或交叉持股鞏固控制權，將造成所有權與控制權的偏離，並因此加重控制股東的掠奪問題。

Bebchuk(1999)提出「利益保護理論」(Rent Protection Theory)，認為在法令規章鬆散的國家，現金流量權與控制權分離是相當普遍的現象。Harris and Raviv(1988)主張，現金流量權與控制權偏離的主要原因是經理人利用金字塔結構來加強對公司的控制權。Claessens et al.(1999, 2000)指出，東亞各國的企業的控制股東常藉由金字塔、交叉持股、參與管理、控制權與所有權之偏離，造成控制權與現金流量權的偏離。Bebchuk et al.(2000)與 Shleifer and Vishny(1997)主張，當投票權較現金流量權重要時，控制股東處於可以榨取公司私利的立場，代理成本就會增加。

當控制股東擁有的控制權愈多，愈有能力影響公司決策而傷害小股東的財富，而當控制股東之控制權與現金流量權偏離較大時，則控制股東因傷害公司的價值造成之自身損失較小。因此當控制股東之投票權偏離現金流量權的程度愈高，傷害小股東財富的傾向愈高。Claessens et al.(2002)研究亦發現，儘管不足以補償所有權集中的好處，但大股東掌握投票權超過現金流量請求權，則差距越大公司價值會越小。

董事會被視為決策控制單位(decision control)，而專業經理人則為決策管理者(decision management)，並且不具備有剩餘股權請求權，使決策管理與決策控制分開。董事會的組成(board composition)對於公司治理的影響，具有解決代理問題的功能，主要由於股權集中於控制股東手中，同時擁有決策管理與決策控制，雖然控制股東擁有足夠影響公司決策的股權，但是仍有小股東與控制股東一起分擔剩餘的風險。先前已有討論控制權與公司績效之關係，本研究進一步討論，在控制股東擔任董事會超過半數以上席位，是否可以強化控制股東對公司決策的影響力。

在相關文獻可以發現，董事會具有解決代理問題的功能，依據 Jensen & Meckling (1976)之「利益一致假說」認為當董事會的持股比例大於某一程度時，董事自身利益與公司利益合而為一，董事會越有誘因去監督管理階層之行為，而促使公司經營績效提高。Kesner (1987)認為董事會持股比例越高，與公司依存性也會越高，因此會有較強的動機來執行董事會的監督責任，致使公司經營績效較好。Fama (1980)、Shen et al.(2006)等研究也均認為，董事會持股比

例與公司績效呈正向關係。

但董事會成員也可能基於自身利益，利用公司資源進行反收購行為或阻礙可提升公司價值的股權公開收購提議(Jensen & Ruback, 1983)，「利益掠奪假說」(Entrenchment Hypothesis)預測出，當股權越集中於董事會手中，若董事做出不利於公司的決定，而可以獲得的不當利益大於其相對應付出之成本，則董事進行利益掠奪的可能性就越大，公司績效就會越差。Erickson et al.(2005)與陳麗娟(2004)研究也都認為董事會持股比例與公司績效呈負向的關係。呂麒麟(2007)董監席次盈餘偏離差與績效間關係之研究發現，當董監席次盈餘偏離差越大時，其績效越差。

本研究採用最終控制(ultimate control)的觀念，區分具有投票權之最終控制者的身份，並將屬於同一控制體的直接與間接所持有的投票權加總，藉以確認公司的最大控制股東。並著重在董事會結構與所有權的問題。並試著探討席次盈餘偏離差對於公司績效的影響，席次盈餘偏離差；是指最終控制者控制之董監事席次占全部董監事席次與盈餘分配權(現金流量請求權)間偏離的持股比率。

第四節 公司特性對經營績效之影響

以往的文獻多半著眼於股權結構與代理問題間之關係，藉由對代理問題之控制，探討所有權結構對公司經營績效之好壞。為分析公司治理對公司績效之影響，回顧以往之文獻上，控制相關公司特性變項，以突顯本研究主要課題。回顧以往公司治理變數，本研究區分為董事會權利、所有權與盈餘分配權偏離程度、監督機制對企業績效之影響，並將績效分為獲利性指標與生產力指標，比較不同層面的公司治理對公司績效影響之差異，並納入公司大小、市值/權益比...等為控制變項。

本研究以董事會組成、所有權結構的觀點出發，驗證公司治理對公司經營績效的影響，以資產報酬率及股東權益報酬率作為企業經營績效的衡量變數。本研究不單僅說明董事會結構與所有權結構對公司經營績效之影響，更納入董事持股比例說明，董事會結構對公司經營績效之影響。

第三章 研究設計

第一節 研究樣本與資料來源

首先本章將依本研究之目的，經由前章文獻探討，以建立本研究的研究架構與研究假設。其次，針對本研究的衡量變項給予操作型定義，接著界定本研究的範圍及對象，最後，說明研究工具及資料分析方法。

本研究係以西元 2012 年上市櫃公司為研究對象，消息來源來自台灣經濟新

報資料庫(TEJ)。基於樣本資料的可獲得性，本研究以台灣證券交易所上市(櫃)的公司股票為研究對象，刪除金融保險業類股、特別股、受益憑證，以及已下市或列為全額交割股之公司。經過多番的資料篩選，本研究取公司的董事會權利，偏離程度及監督機制等三個重要影響因素，因其對公司經營績效影響較為顯著，分別討論其與公司經營績效之關係，茲將研究結構圖述於圖 2：

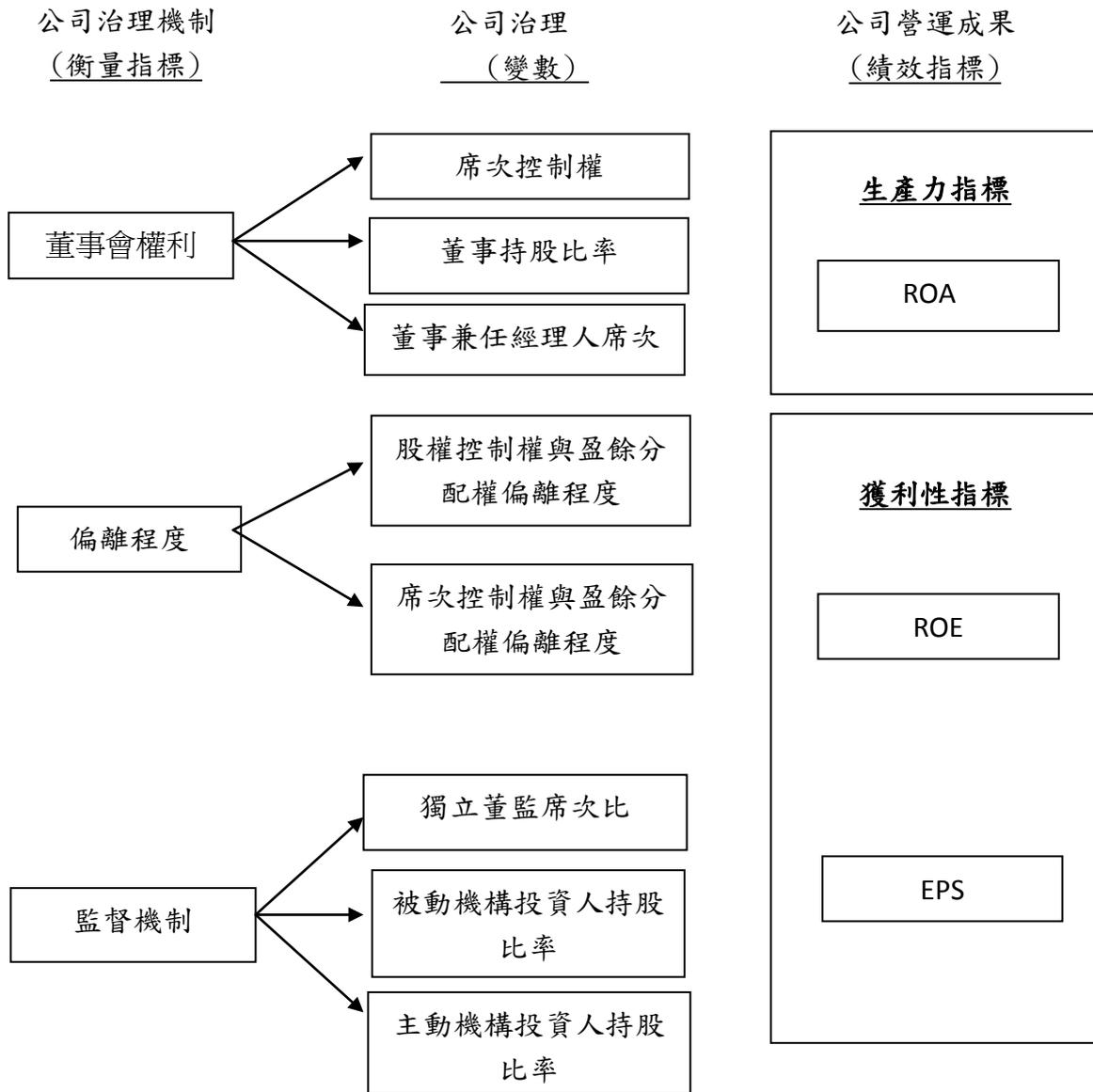


圖 2 研究結構圖

第二節 研究假設

根據本研究之觀念架構，就董事會權利、監督機制及偏離程度對經營績效及生產力的影響三部分建立研究假設。下圖是所有變數與績效的關係圖 3，與研究假說：

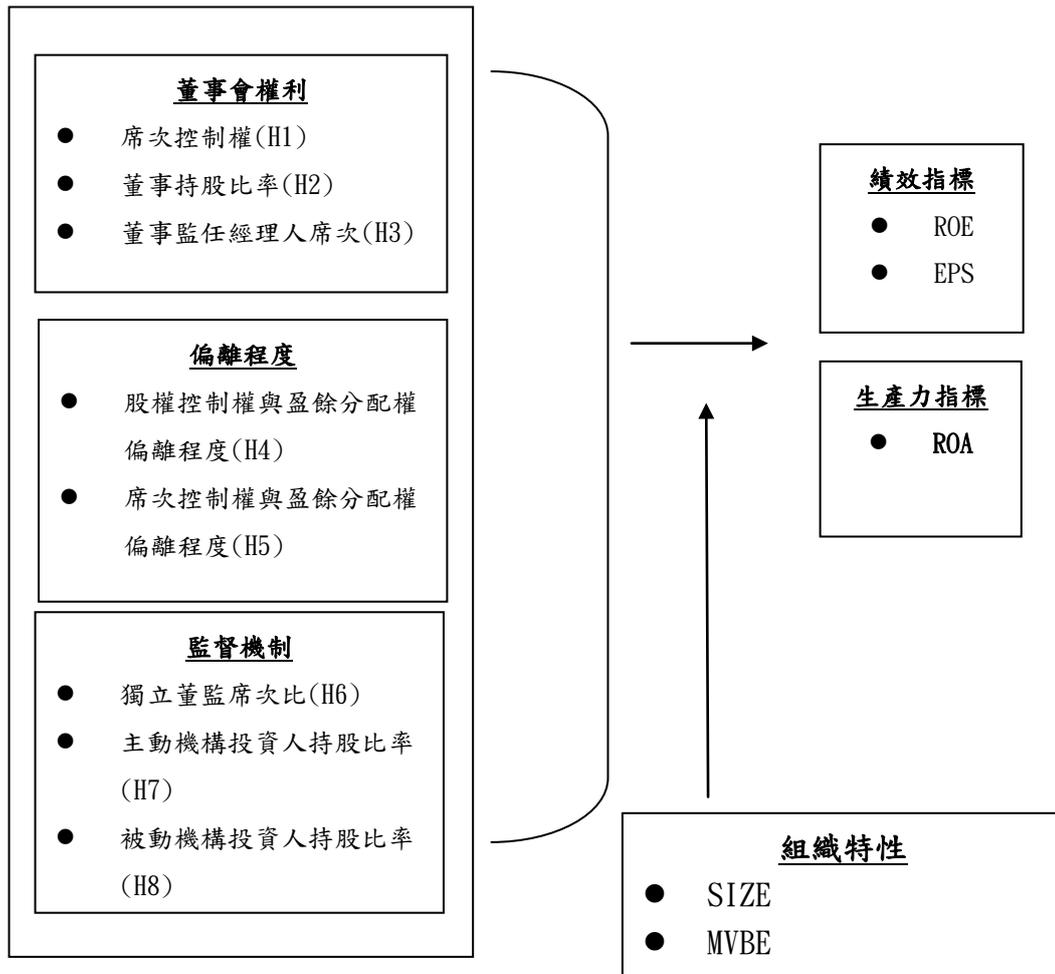


圖 3 研究架構圖

一、董事會權利越大對公司經營績效之有負面之影響

假設一：董事會組成對董事會功能有負面影響

H1:席次控制權越高對董事會功能有負面顯著影響。

H2:董事持股比率越高對董事會功能有負面顯著影響。

H3:董事兼任經理人席次比例越高對董事會功能有負面顯著影響。

假設二：偏離程度對公司績效有顯著影響

H4：股權控制權與盈餘分配權偏離程度越高公司績效越差。

H5:席次控制權與盈餘分配權偏離程度越高公司績效越差。

假設三：監督機制對公司績效有顯著影響

H6:獨立董監席次比例越高與否對董事會功能有正顯著影響。

H7:主動機構投資人持股比率越高公司績效越好。

H8:被動機構投資人持股比率越高公司績效越差。

第三節 變數衡量

以下分別就應變數、自變數與控制變數之操作性定義，以及衡量方式加以說明。

一、應變數

(一)企業績效指標

本研究的依變數為企業績效，本研究依據指標的適當性與資料的可獲得性 (Franks、Mayer 與Renneboog, 2001)，主要採用下列之指標作為模型的依變數。

獲利性指標

1. 股東權益報酬率(ROE)：代表普通股股東之投資報酬率

$$ROE = (\text{稅後純益} - \text{特別股股利}) / \text{平均普通股權益}$$

2. 每股盈餘(EPS)：代表公司每一股之獲利能力

$$EPS = (\text{稅後純益} - \text{特別股股利}) / \text{加權平均流通在外普通股股數}$$

生產力指標

1. 資產報酬率(ROA)：代表公司運用資源後所產生的經營績效

$$ROA = (\text{稅後淨利} + \text{利息費用} * (1 - t)) / \text{平均資產總額}$$

表 1 因變數定義表

	變數名稱	變數
獲利性指標	ROE	股東權益報酬率
	EPS	每股盈餘
生產力指標	ROA	總資產報酬率

二、自變數

(一) 主動機構投資人和被動機構投資人

Almazamet al. (2004) 將依機構投資人對高階管理者的監控行為分成「主動」和「被動」兩類。銀行信託部門和保險公司等與公司有利益往來可能性的為「被動」，因為這些機構投資人容易受到高階管理者的行為所影響。投資公司和獨立投資顧問等較不容易受影響的機構歸類為「主動」。

本研究依據 Almazam et al. (2004) 的分類，並參照國內的實際情況與研究參考陳家慧 (2000) 和楊耀禎 (1998) 對機構投資人的定義，將機構投資人分為政府機構、金融機構、公司法人、外國機構、信託基金，和其他法人機構等。金融機構、公司法人，和信託基金歸類為「被動機構投資人」；政府機構、外國機構，和其他法人機構歸類為「主動機構投資人」。

主動機構投資人所有權 (ACINT)

= (政府機構年底持股數 + 外國機構年底持股數 + 其他法人機構年底持股數) ÷ 年底流通在外股數

被動機構投資人所有權 (INACINT)

= (金融機構年底持股數 + 公司法人年底持股數 + 信託基金年底持股數) ÷ 年底流通在外股數

表 2 自變數定義表

	變數名稱	變數
董事會權利	OWNER	董事持股比率
	boma	董事兼任經理人席次
	MGT	席次控制權
偏離程度	CG_CON	股權控制權與盈餘分配權偏離程度
	X1	席次控制權與盈餘分配權偏離程度
監督機制	FINOUT	獨立董監席次比
	X2	主動機構投資人持股比率
	X3	被動機構投資人持股比率
公司特性	SIZE	公司大小
	MVBE	權益市值/帳面價值

三、公司特性變數

(一) 成長機會

本研究依權益市值/帳面價值(Dong et al., 2006), 為成長機會的替代變數。

(二) 規模

本研究依據 Schulman, Thomas, Sellers and Kennedy(1996) 的研究, 將公司規模定義為「總資產帳面價值的自然對數值」。雖然過去有部分實證研究, 如 Titman and Wessels(1988) 等主張採用淨銷售額的自然對數值作為衡量公司規模的代理變數, 但由於國內研究多以前者進行分析, 採用融資宣告公司前一會計年度的數值為基準, 本研究亦採用前述學者的定義: 公司規模 = $\ln(\text{總資產帳面價值})$ 。

四、計量模型

本研究主要探討機構投資人與外部董事對績效之影響。由於企業經營最終目的在於賺取利潤, 因此企業的各项策略活動亦以此為依歸。過去相關文獻中, 所採用的衡量績效的變數指標相當分歧, 並沒有一致的標準可依循, 故本研究主要彙整購併相關文獻, 同時運用 SPSS 與 EXCEL 2007 等套裝軟體來進行全面性的探究。

(一) 基本統計

1. 使用敘述性統計, 運用平均數、百分比等統計方法來整理及解釋樣本的分布情形及特性, 以達對受測者基本資料初步了解之目的。

2. ANOVA 全名叫 Analysis of Variance, 事實上 ANOVA 雖然叫做變異數分析, 但其實他比較的仍然是組與組之間對於某一個依變數的「平均數」, 是否有顯著的差異。變異數分析依靠 F-分布為機率分布的依據, 利用平方和 (Sum of square) 與自由度 (Degree of freedom) 所計算的組間與組內均方 (Mean of square) 估計出 F 值, 若有顯著差異則考量進行事後比較或稱多重比較 (Multiple comparison)。

變異數分析為平均數考驗方法, 變異數分析=平均數差異的統計方法。探討類別變項對於連續變項的影響, 平均數的差異成為主要分析重點, 超過兩個以上的平均數的考驗。運用 F 考驗來檢驗平均數間的變異量是否顯著的高於隨機變異量, 又稱為變異數分析。平均數間的變異數 (組間變異) 除以隨機變異得到的比值 (F 值), 來取代平均數差異與隨機差異的比值 (t 或 Z 值)

(二) 迴歸分析

本研究使用迴歸分析來說明自變數與依變數間的關係。以此來探討各構併影響因素對購併績效的影響，試圖找出影響的程度。

1. 普通最小平方法(ordinary least squares, OLS)，
機構投資人與外部董事對購併績效，普通最小平方法(ordinary least squares, OLS)，多元迴歸分析(Multiple Regression Analysis)

迴歸分析法是常用定量預測方法之，它依據事物內部因素變化的因果關係來預測事物未來的發展趨勢。由於它依據的是事物內部的發展規律，因此這種方法比較精確。本研究採多元線性回歸模型，多元線性回歸是指一個因變量與多個自變量之間的線性關係。模型的一般型式為：

$$y = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \cdots + \beta_n x_n$$

迴歸模型利用普通最小平方法(ordinary least squares, OLS)，模型如下：

模型一：獲利性指標=(董事會權利變數, 公司特性變數)

模型二：獲利性指標=(偏離程度變數, 公司特性變數)

模型三：獲利性指標=(監督機制變數, 公司特性變數)

模型一 A：生產力指標=(董事會權利變數, 公司特性變數)

模型二 A：生產力指標=(偏離程度變數, 公司特性變數)

模型三 A：生產力指標=(監督機制變數, 公司特性變數)

第肆章實證結果

第一節 基本統計量

一、敘述性統計分析

本研究主要利用多元迴歸分析方法，分析2012年，以台灣上市櫃公司為研究樣本，進橫段面分析，上市櫃公司扣除資料不全的家數之後，樣本數為1137家，經營績效之基本資料如下。

表3 2012年經營績效表

	獲利性指標		生產力指標
	ROE	EPS	ROA
集團型態	0.48	1.21	6.79
共治型態	1.76	1.24	6.29
單一家族主導	2.61	1.13	6.82
公股主導	7.88	1.93	9.55
專業經理人治理	-6.17	1.37	6.73

註：最終的控制者 TEJ 的分類：A：共治型態，F：單一家族主導，G：公股主導（政府控制），M：專業經理人治理，董事持股比率

表3列出2012年台灣不同集團型態的獲利性指標與生產性指標，共同型態的ROE是1.76、EPS是1.24、ROA是6.29；單一家族主導的ROE是2.61、EPS是1.13、ROA是6.82；公股主導的ROE是7.88、EPS是1.93、ROA是69.55；專業經理人治理的ROE是-6.17、EPS是1.37、ROA是6.73。四個不同集團型態的平均值ROE是0.48、EPS是1.21、ROA是6.79，50，專業經理人顧名思義是請一位專業的人來幫你經理集團，ROE才這麼低迷；相反公股主導是由政府單位來經理集團，ROE就比其他三者來得高。

二、單因子變異數分析

為分析公司治理因素會不會對公司經營績效產生影響，先以one-way ANOVA進行分析。

第二節 因子變異數分析

(一) 董事會權利

1. 表4-董事持股比率對獲利性及生產力指標的影響

ROE	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	5004761.129	945	16.310 (0.00)***
	SSE	62018.500	191	
	SST	5066779.629	1136	
EPS	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	216.551	7	2.725 (.008)***
	SSE	12819.219	1129	
	SST	13035.770	1136	
ROA	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	84918.827	945	1.085 (0.244)
	SSE	15822.665	191	
	SST	100741.492	1136	

註:***, **,與* 分別顯示達 1%, 5%, 與 10%之統計顯著水準。

2. 表 5-董事兼任經理人席次對獲利性及生產力指標的影響

ROE	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	12788.062	7	0.408 (0.898)
	SSE	5053991.567	1129	
	SST	5066779.629	1136	
EPS	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	216.551	7	2.725 (0.008)***
	SSE	12819.219	1129	
	SST	13035.770	1136	
ROA	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	694.456	7	1.120 (0.348)
	SSE	100047.035	1129	
	SST	100741.492	1136	

3. 表 6-席次控制權對獲利性及生產力指標的影響

ROE	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	9858.024	9	0.244 (0.988)
	SSE	5056921.605	1127	
	SST	5066779.629	1136	
EPS	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	29.8991	9	0.288 (0.978)
	SSE	13005.871	1127	
	SST	13035.770	1136	
ROA	變異來源	平方和	自由度	F值

	SSB	500.049	9	0.625 (0.777)
	SSE	100241.443	1127	
	SST	100741.492	1136	

(二) 偏離程度

4. 表 7-股權控制權與盈餘分配權偏離程度對獲利性及生產力指標的影響

ROE	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	1567509.344	819	0.173 (1.000)
	SSE	3499270.285	317	
	SST	5066779.629	1136	
EPS	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	9834.616	819	1.189 (0.035)**
	SSE	3201.154	317	
	SST	13035.770	1136	
ROA	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	74126.030	819	1.078 (0.217)
	SSE	26615.461	317	
	SST	100741.492	1136	

5. 表 8-席次控制權與盈餘分配權偏離程度對獲利性及生產力指標的影響

ROE	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	5034403.384	1068	9.901 (0.00)**
	SSE	32376.245	68	
	SST	5066779.629	1136	
EPS	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	12432.311	1068	1.312 (0.078)**
	SSE	603.459	68	
	SST	13035.770	1136	
ROA	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	93199.992	819	0.787 (0.927)
	SSE	7541.500	317	
	SST	100741.492	1136	

(三) 監督機制

6. 表 9-獨立董監席次比對獲利性及生產力指標的影響

ROE	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	7644.630	5	0.342 (0.888)
	SSE	5059134.999	1131	
	SST	5066779.629	1136	
EPS	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	78.555	5	1.371 (0.232)
	SSE	12957.215	1131	
	SST	13035.770	1136	
ROA	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	1723.846	5	3.938 (0.002)***
	SSE	99017.646	1131	
	SST	100741.492	1136	

7. 表 10-主動機構投資人持股比率對獲利性及生產力指標的影響

ROE	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	2860716.283	1073	0.076 (1.000)
	SSE	2206063.346	63	
	SST	5066779.629	1136	
EPS	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	12754.631	1073	2.664 (0.00)***
	SSE	281.139	63	
	SST	13035.770	1136	
ROA	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	96873.860	1073	1.471 (0.027)***
	SSE	3867.632	63	
	SST	100741.492	1136	

8. 表 11-被動機構投資人持股比率對獲利性及生產力指標的影響

ROE	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	2688757.787	923	0.261 (1.000)
	SSE	2378021.842	213	
	SST	5066779.629	1136	
EPS	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	10713.900	923	1.065 (0.288)
	SSE	2321.870	213	
	SST	13035.770	1136	
ROA	變異來源	平方和	自由度	F值
	SSB	83030.828	923	1.082

	SSE	17710.664	213	(0.241)
	SST	100741.492	1136	

由 ANOVA 得知公司治理變數，會對公司績效產生影響。席次控制權、董事持股比率、董事監任經理人席次、股權控制權與盈餘分配權偏離程度、席次控制權與盈餘分配權偏離程度、獨立董監席次比、主動機構投資人持股比率、被動機構投資人持股比率，表 4 到表 10，F 值皆達統計顯著水準，說明公司治理變數對獲利性及生產力指標存在影響力。進一步將以多元迴歸，實證公司治理變數對獲利性及生產力指標的影響方向。

第三節 多元迴歸

在依 ANOVA 確定公司治理變數會對經營績效產生影響，第 3 節為多元迴歸的實證結果，以多元迴歸驗證個公司治理構面對公司績效之影響方向。自變數為董事會權利、偏離程度、監督機制，所構成的變數；因變數為獲利指標與生產力指標。

台灣企業扣除資料不符的家數之後，樣本數為 1137 家，我們以多元迴歸分析，來證明公司治理對公司的獲利性指標與生產力指標的影響，統計顯著水準 <0.10 為顯著，反之為不顯著。

(一) 獲利性指標----ROE 與 EPS

表 12 公司治理對獲利性經營績效影響----應變數:ROE

	董事會權利			偏離程度		監督機制		
	模型一 A	模型一 B	模型一 C	模型二 A	模型二 B	模型三 A	模型三 B	模型三 C
	董事持股比率	董事兼任經理人席次	席次控制權	股權控制權與盈餘分配權偏離程度	席次控制權與盈餘分配權偏離程度	獨立董監席次比	主動機構投資人持股比率	被動機構投資人持股比率
樣本數	1137	1137	1137	1137	1137	1137	1137	1137
Intercept	-2.3008 (0.28)	-2.1874 (0.21)	-2.8219 (0.20)	-2.7306 (0.23)	-3.9358 (0.11)	-3.9330 (0.14)	-2.5281 (0.22)	-2.6213 (0.22)
OWNER	-0.1704 (0.02)**							
boma		-2.6920 (0.06)						
MGT			-1.5135 (0.02)**					
CG_CON				-0.0653 (0.06)*				

X1					-0.1742 (0.05)**			
FINOUT						1.7664 (0.33)		
X2							0.0281 (0.08)*	
X3								-0.0519 (0.40)
MVBE	3.7537 (0.10)*	3.8502 (0.08)*	3.2569 (0.00)***	3.7918 (0.09)*	3.4220 (0.23)	3.7595 (0.19)	3.9855 (0.18)	3.9134 (0.17)
SIZE	1.4353 (0.29)	1.3290 (0.13)	0.0711 (0.05)**	1.3479 (0.32)	2.4466 (0.09)*	1.7874 (0.20)	1.5673 (0.30)	1.5301 (0.26)
R ²	0.035	0.042	0.025	0.024	0.059	0.033	0.025	0.030

註：***, **,與* 分別顯示達 1%, 5%, 與 10%之統計顯著水準。

表 12 之應變數為 ROE，自變數對 ROE 之影響為：在董事會權利與所有權結構(偏離程度)部分，OWNER 董事持股比率達負的統計顯著水準，顯示 OWNER 董事持股比率越高，將會影響 ROE 下降，再看到所有權結構(偏離程度)部分，CG_CON 股權控制權與盈餘分配權偏離程度亦達負的統計顯著水準，顯示 CG_CON 股權控制權與盈餘分配權偏離程度越小，將影響 ROE 下降，由此證明董事權利集中或偏離程度越小，對公司的 ROE 有負向影響，但可看到在監督機制中，X2 主動機構投資人持股越多，對公司產生效率性監督，因此公司的 ROE 會有正向影響。公司特性當中的 MVBE-----權益市值比，對績效影響為正，說明成長機會越大的公司績效越好。

表 13 公司治理對獲利性經營績效影響----應變數 EPS

	董事會權利			偏離程度		監督機制		
	模型一 A	模型一 B	模型一 C	模型二 A	模型二 B	模型三 A	模型三 B	模型三 C
	董事持股比率	董事兼任經理人席次	席次控制權	股權控制權與盈餘分配權偏離程度	席次控制權與盈餘分配權偏離程度 X	獨立董監席次比	主動機構投資人持股比率	被動機構投資人持股比率
樣本數	1137	1137	1137	1137	1137	1137	1137	1137
Intercept	-0.9205 (0.40)	-0.9062 (0.40)	-0.8535 (0.43)	-0.7948 (0.47)	-0.9786 (0.385)	-1.4982 (0.19)	0.5855 (0.62)	-0.8567 (0.43)
OWNER	-0.0047 (0.04)**	-						
boma		-0.2366 (0.02)**						
MGT			0.0190 (0.11)					
CG_CON				-0.0041 (0.08)*				
X1					-0.0024 (0.06)*			

FINOUT						0.1550 (0.09)*		
X2							0.0033 (0.06)*	
X3								-0.0046 (0.14)
MVBE	0.1659 (0.26)	0.1652 (0.26)	0.1638 (0.26)	0.1611 (0.27)	0.1581 (0.28)	0.1572 (0.28)	0.1459 (0.33)	0.1708 (0.24)
SIZE	0.1181 (0.09)*	0.1117 (0.10)*	0.1183 (0.09)	0.1149 (0.10)*	0.1329 (0.07)*	0.1519 (0.03)**	0.1006 (0.19)	0.1294 (0.06)*
R ²	0.039	0.048	0.037	0.037	0.012	0.035	0.039	0.055

註：***, **, 與* 分別顯示達 1%, 5%, 與 10%之統計顯著水準。

表 13 之應變數為 EPS，自變數對 EPS 之影響：在董事會權利與所有權結構（偏離程度）部分，OWNER 董事持股比率與 boma 董事兼任經理人席次達負的統計顯著水準，董事持股比率越大及董事兼任經理人席次越多對公司 EPS 將對公司 EPS 有負向影響，所有權結構（偏離程度），CG_CON 股權控制權與盈餘分配權偏離程度亦達負的統計顯著水準，顯示 CG_CON 股權控制權與盈餘分配權偏離程度越小，將影響 EPS 下降，證明董事權利集中或偏離程度越大，將影響公司獲利指標下滑，但可看到在監督機制中，獨立董監席次比與主動機構投資人持股越多，對公司產生效率性監督，因此公司的 EPS 會有正向影響。公司特性當中的 MVBE-----權益市值比，對 EPS 影響為正，說明成長機會越大的公司 EPS 越大。SIZE 部分亦為正說明公司越大 EPS 越高。

(二)生產力指標----ROA

表 14 公司治理對生產力經營績效之影響-----應變數 ROA

	董事會權利			偏離程度		監督機制		
	模型一 A	模型一 B	模型一 C	模型二 A	模型二 B	模型三 A	模型三 B	模型三 C
	董事持股比率	董事兼任經理人席次	席次控制權	股權控制權與盈餘分配權偏離程度	席次控制權與盈餘分配權偏離程度 x	獨立董監席次比	主動機構投資人持股比率	被動機構投資人持股比率
樣本數	1137	1137	1137	1137	1137	1137	1137	1137
Intercept	-3.5988 (0.24)	-2.8221 (0.35)	-2.8525 (0.35)	-2.7431 (0.36)	-3.5946 (0.25)	-5.7015 (0.17)	-1.8457 (0.57)	-2.7547 (0.36)
OWNER	-0.0514 (0.02)**							
boma		-0.5104 (0.06)*						
MGT			0.1925 (0.37)					
CG_CON				-0.0074 (0.08)*				

X1					-0.0153 (0.02)**			
FINOUT						0.7093 (0.01)***		
X2							0.0108 (0.52)	
X3								-0.0185 (0.03)**
MVBE	0.9277 (0.02)**	0.9069 (0.03)**	0.9047 (0.03)**	0.9084 (0.03)**	0.8677 (0.03)**	0.8741 (0.03)**	0.8453 (0.04)**	0.9323 (0.02)**
SIZE	0.5281 (0.01)***	0.5201 (0.01)***	0.5300 (0.01)***	0.5426 (0.01)***	0.6264 (0.00)***	0.6869 (0.00)***	0.4753 (0.03)**	0.5782 (0.00)***
R ²	0.136	0.140	0.115	0.109	0.122	0.177	0.112	0.122

註：***, **,與* 分別顯示達 1%, 5%, 與 10%之統計顯著水準。

表14為公司治理對生產力經營績效之影響，在董事會權利與所有權結構(偏離程度)部分，實證結果與EPS；ROE亦同，因董事權利集中或偏離程度越小，對公司的ROA有負向影響，但可看到在監督機制中，FINOUT獨立董監席次比越多，對公司產生效率性監督，因此公司的ROA會有正向影響，但X3被動投資人持股比率，因被動投資人對於獲利率較重視，並不關注獲利背後的生產力，在股東決策時，可能因為對獲利的渴望造成公司無法進行正確的決策，因此對ROA為負向影響。公司特性當中的MVBE-----權益市值比，對生產力影響為正，說明成長機會越大的公司生產力越大。SIZE部分亦為正說明公司越大生產力越高。

第五章結論

本研究係以西元 2012 年台灣上市櫃公司為分析對象，說明董事會組成及所有權結構對公司績效之影響，本研究顯示董事會權利越集中及偏離程度越小對公司經營績效越不利，因董事權利越大在做選擇時會考量到自身利益而作出對公司不利抉擇。監督機制與公司經營績效呈大部分正相關，所以表示監督機制可以解決董事權利過於集中的問題，但被動機構投資人持股比率與 ROA 成負相關。被動機構投資人持股比率，對機構投資人所扮演的監督機能，績效不彰；被動機構投資人股權越高，經營績效越低。結果如下：

1. 董事持股比例(OWNER)越集中對公司經營績效呈現負相關，實證結果與 Erickson et al.(2005)與陳麗娟(2004)研究結果一致，董事會持股比例與公司績效呈負向的關係。
2. 董事兼任經理人席次(boma)對公司經營績效呈現負相關，與 Patton & Baker (1987)、Fuerst& Kang(2000)、周真貞 (1998) 等人提出的實證結果一致。
3. 董事會席次控制權(MGT)越大對公司經營績效影響為負。
4. 股權控制權與盈餘分配權偏離程度越大(CG_CON)對公司經營績效影響為負。
5. 席次控制權與盈餘分配權偏離程度越大(X1)與公司經營績效呈現負相關
6. 獨立董監席次比例(FINOUT)越高對公司經營績效影響為正，由次我的將支持 Fama (1980)、Fama and Jensen(1983)等人外部董事監督效率顯著優於內部董事的假說。
7. 主動機構投資人持股比率(X2)越大對公司經營績效呈正相關，因此我們支持效率監督假說 (efficient monitoring hypothesis) 機構投資人專業資知識較充足且較易取得資訊，因此較一般股東而言監督成本較低。因此越多機構投資人參與董事會則會提升公司經營績效。如邱慧吟 (1994) 則指出法人董事控制力與董事違法行為成顯著負相關。
8. 被動機構投資人持股比率(X3)對公司經營績效無顯著關係，但對於生產力指標有負相關。

有別於以往探討公司治理對經營績效之研究，分析所有權結構與董事會結構，只分別探討所有權結構與董事會結構，對績效之影響。將董事會結構分為權利擴增與監督機制，所有權的部分著重所有權結構偏離，對經營績效之影響。由本研究實證結果：董事持股比率越高，經營績效越差，可見董事會不單只是組成，董事會的所有權結構亦對公司經營績效有影響。董事兼任經理人席次、席次控制權，亦對公司經營績效有負面的影響。所以公司應避免董事權利過於集中，偏離程度過小，應建立完善的監督機制，這樣對公司績效有良好的影響。

參考文獻

- 葉銀華、李存修、柯承恩合，公司治理與評等系統，商智文化，2002年11月。
- 劉紹樑（民91），「公司治理的理念、現況與改革」，證券暨期貨管理，第二十一卷第四期，頁1-19
- 高蘭芬、邱正仁(2002)，〈董監事股權質押對會計盈餘與股票報酬相關性之影響〉，《台大管理論叢》，第十三卷，第一期，頁127-162。
- 張明峰，「股權結構對公司績效影響之研究」，未出版碩士論文，國立政治大學企業管理研究所，民國80年
- Agrawal, A., and C. R. Knoeber, 1998, "Managerial compensation and the threat of takeover. *Journal of Financial Economics*", 47, 219-239
- Almazam, A., J. Hartzell, and L. Starks, 2004. Conflicts of Interest and Monitoring Costs of Institutional Investors: Evidence from Executive Compensation, Working Paper, University of Texas at Austin.
- Agrawal, A. and Knoeber, C.R., 1996, Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377 - 397.
- Brown, Lawrence D. and Caylor, Marcus L. 2004, "Corporate Governance and Company Performance," Working paper
- Bacon, J. 1973, *Corporate Directorship Practices: Membership and Committees of the Board*, New York: The Conference Board.
- Buchholtz, A. K. & B. A. Ribbens, 1994, "Role of Chief Executive Officer in Takeover Resistance: Effects of CEO Incentives and Individual Characteristics", *Academy of Management Journal*, 37, 554-579
- Brickley, J., & James, C. 1987. The takeover market, corporate board compensation, and ownership structure. *Journal of Law and Economics*, 30, 161-180
- Bebchuk, L. A. 1999, A rent-protection theory of corporate ownership and control, NBER working paper no. 7203, National Bureau of Economic Research, Cambridge
- Cho, Myeong-Hyeon, 1998, "Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 47, 103-121.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Lixin Colin Xu, 2000 "Corporate performance in the East Asian financial crisis", *The World Bank Research Observer*, 15(1), p. 23-47.
- ck, R., Andrei Shleifer, Robert W. Vishny 1988 "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), p. 293-316.
- D. R. Dalton, C. M. Daily, A. E. Ellstrand and J. L. Johnson, 1998, "Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance", *Strategic Management Journal*, 19, 269-290
- Donaldson, L. and J. H. Davis, 1991, Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns, *Australian Journal of Management* Vol. 16 (1), 49 - 64.

