

台灣新上市公司董事會穩定性與長期績效之實證研究

The Board Stability and Long-term Performance of IPOs in Taiwan

陳振遠¹ 王朝仕² 林靖傑³ 徐銘志⁴

(Received: Jun. 16, 2006 ; First Revision: Oct. 4, 2006 ; Accepted: Nov. 8, 2006)

摘要

過去實證研究顯示 IPO 公司短期與長期績效存在明顯的差異，而公司在上市後的股權結構、董事會組成結構與其他公司治理特徵也會有明顯的變化，再加上實證發現董事會穩定性攸關企業價值的高低，是以本研究擬由董事會穩定性的觀點，再檢視其與 IPO 公司長期績效之關聯性。本研究實證結果發現，初期績效不佳的 IPO 公司，其初期董事會穩定性亦較低，而即使是初期績效良好的 IPO 公司，若董事會穩定性無法繼續維持，則將阻礙其後續績效的提昇。此結果驗證了董事會穩定性會影響董事會發揮監督機制的有效性，進而影響 IPO 公司的長期績效。

關鍵詞：新上市公司、公司治理、董事會穩定性、相對財富、長期績效

Abstract

Previous studies have shown the substantial difference between IPOs' short- and long-term performances. Besides, the stock ownership, the composition of board of directors and other corporate governance features are also changed significantly after IPOs. Since empirical findings reveal the value-relevance of board stability, we reexamine the IPOs' long-term performance from this context. Our results demonstrate that the IPOs with poor initial performance will have lower initial board stability. However, with good initial performance, the IPOs will not have sustainable performances if the board stability cannot be maintained. This finding confirms that the stability of board will influence the effectiveness of monitoring mechanism of the board, and then has an effect on the IPOs' long-term performance.

Keywords : IPOs, Corporate Governance, BoardStability, WealthRelative ,Long-term Performance

¹ 國立高雄第一科技大學企業管理所教授，作者感謝國科會補助研究經費（專題研究計畫編號 NSC92-2416-H-327-017）。

² 樹德科技大學金融與風險管理系助理教授

³ 義守大學會計學系講師

⁴ 國立高雄第一科技大學財務管理所碩士

1. 前言

新上市公司股票(initial public offerings, IPOs)的績效表現,長久以來受到國內外學術界與實務界的重視,尤其自 Ibbotson(1975)提出 IPO 公司具有初始異常報酬的證據後,更引起學者們廣泛的討論,衍生許多假說⁵加以解釋。至於在 IPO 公司的長期績效方面, Aggarwal and Rivoli(1990)、Ritter(1991)、Levis(1993)、Loughran et al.(1994)、Spiess and Affleck-Graves(1995)、Loughran and Ritter(1995)等發現 IPO 公司的長期報酬低於市場投資組合(market portfolio),其中 Loughran et al.(1994)更指出新上市公司股票長期績效不佳是國際性的現象。

然而,隨著公司治理(corporate governance)等議題逐漸受到產官學界的重視,公司莫不以建立良好的公司治理為目標,認為若能擁有良好公司治理,則有助於公司價值的提昇。該論點在實證上亦獲得支持,如陳振遠、張智堯、王蘭芬與李文智(2005)即指出公司治理特性與公司價值之間存在顯著的正向關係。而公司治理的主軸,即在討論董事會結構的健全,包括外部董監事的聘任、董事會規模、董事會成員的更換頻率、所有權與經營權的分離程度等。

公司在初次上市前,董事會成員通常持有該公司的控制性股權;但在上市後,這些股權亦會逐漸被釋出。因此,董事會成員的變動是否能解釋 IPO 公司的績效,引發吾人進一步探討下列問題的興趣:居於督導企業經營管理核心的董事會,是否隨著公司的存續愈久而日趨穩定?董事會規模與成員是否會因 IPO 公司的績效而產生變化?初期績效不佳的 IPO 公司,是否會引發董事會的改組?相對的,董事會改組是否會影響 IPO 公司的後續績效?若 IPO 公司的董事會穩定性愈高,則是否有較佳的績效?

值得注意的是,有關董事會穩定性與 IPO 公司績效之研究,目前僅有 Crutchley et al.(2002)以相對財富指標(wealth relative)檢視 IPO 公司績效與董事會變化的關係,而國內並無相關文獻。再者,本研究考慮到台灣與美國的公司治理機制的不同,如就董事會的組織架構而言,國內公司除了董事外,尚有設置監察人一職,但美國公司並無。此外,國內公司實務上召開董監事會議,亦係由董監事一起開會研議;換言之,監察人亦屬公司治理的一環。基於上述之原因,本研究認為可援引 Crutchley et al.(2002)的董事會穩定性指標,進一步應用在台灣 IPO 公司,亦即將董事會與監察人一併考慮,以探討台灣 IPO 公司的董事會穩定性與其長期績效之關係。研究流程首先係衡量董事會規模與組成變動程度,以探討 IPO 公司初期績效表現與其董事會變動的關係。其次,本研究探討董事會穩定性與其後續績效的改善程度是否相關。吾人期望能藉由本研究之實證結果,進一步探討能解釋 IPO 公司績效變動的因素。

以下將就 IPO 公司長期績效的相關研究,以及董事會組成與公司績效關連性進行文獻探討。在研究方法方面,除了界定研究假說、建立研究模式外,並定義與衡量相關變數。再者,說明本研究之實證分析結果。最後,為本研究的結論。

⁵ 包括:承銷商優勢資訊假說 (Baron, 1982)、贏家詛咒假說 (winner's curse)(Rock, 1986)、訊息假說 (signaling hypothesis)(Allen and Faulhaber, 1989; Grinblatt and Hwang, 1989)及法律責任假說 (legal liability hypothesis)(Tinic, 1988)等。有關這些理論與實證假說的評述,請參見 Chen (1997)。

2. 文獻探討

2.1 IPO 公司長期績效

Aggarwal and Rivoli(1990)以市場指數報酬為衡量指標，其研究發現投資人若以上市後第一天之收盤價購入並持有至第 250 天的長期報酬，顯著低於市場投資組合的報酬。他們認為造成 IPO 公司長期績效不良的原因，可能是投資人對上市初期的股票過於狂熱而產生的投機泡沫所致。Ritter(1991)則利用相對財富指標進行衡量，其實證結果發現 IPO 公司之長期績效報酬低於非 IPO 公司。為進一步探究長期績效表現不佳的可能原因，該研究更以發行量、初期報酬、產業別、發行年度與公司成立時間作為影響新上市股票績效之因素，但不論使用那一種衡量指標，長期投資 IPO 公司，似乎為不智之舉。Levis(1993)以倫敦股票交易所 IPO 公司為研究對象，其結果發現 IPO 公司的長期報酬於市場報酬。Firth(1997)以紐西蘭 IPO 公司為研究對象，結果發現新上市股票在上市後三年的報酬，顯著低於同類型公司，且其長期績效不佳與獲利預測準確性、公司盈餘、現金流量和成長率等具顯著相關。Loughran et al.(1994)則將研究對象擴及全球 25 個國家，發現 IPO 公司長期績效不佳是一種國際性的現象。

雖然有關 IPO 公司長期績效的研究，國外的結論大部分相當一致，認為長期績效有低落的現象。但在國內 IPO 公司方面，其長期績效是否低落尚無定論，故仍待進一步探討。如夏侯欣榮(1997)認為 IPO 公司長期績效低於市場投資組合的報酬，而顏吉利、劉恩棠(1994)、Chen et al.(2002)、顧廣平(2003)等則主張 IPO 公司長期績效並無顯著異常報酬的現象。陳安琳(2001)則認為 IPO 公司長期績效的表現之所以難以定論，可能與績效的衡量模式有關。他發現若以市場調整模式或僅考慮市場風險溢酬的單因子模式下，IPO 公司長期績效是優於市場的；但若以 Fama-French 三因子模式衡量之，即考慮市場風險溢酬、規模風險溢酬與淨值市場比溢酬，實證卻發現 IPO 公司長期績效卻有較差的現象。

2.2 董事會組成與公司績效

董事一職，為代表股東監督公司的經營階層，以確保股東能夠獲得應得的報償。而由董事組成的董事會，在公司治理中即扮演著主要監控者的角色。DeAngelo and DeAngelo(1985)認為所有權與董事會的組成，或許就是擁有公司特定資訊的創辦者對公司控制慾望的一種呈現。換言之，董事會的組成結構應與公司績效表現之間息息相關。

公司在上市後的股權結構將會有變化，如 Mikkelsen et al.(1997) 探討 IPO 公司在上市後的股權結構集中度變化，研究發現董事、CEO、大股東、機構投資人等持股在公司上市後，均有顯著下降的現象。但有關董事會組成對公司績效之影響的研究結論並不一致。如在董事長與總經理是否為同一人的雙元制方面，Rechner and Dalton(1991)發現獨立領導的公司表現優於雙元制領導的公司，故不支持雙元制的領導方式；但 Brickley et al.(1997)則指出雙元制對公司績效會產生正的效果，Simpson and Gleason(1999)亦認為雙元制的公司發生財務危機的機率較小。

在外部董事方面，Baysinger and Butler(1985)與 Mishra and Nielsen(2000)發現外部董

事的設立與公司績效具有正向關係。Whidbee(1997)則指出隨著外部董事的人數愈多，公司的績效亦愈高。Rosenstein and Wyatt(1990)發現，市場對公司額外增加一名外部董事的事件將會有正向的反應，此即支持外部董事的設立將可對市場傳遞出正面的訊息。Denis and Sarin(1999)進一步發現，績效愈差的公司，愈可能增加一名外部董事。綜言之，上述研究皆為支持外部董事的存在對公司績效具正面助益。但值得注意的是，由於外部董事獨立性過強，且終究仍為公司之外部人，致使可能無法全然瞭解公司內部資訊與營運方式。因此，有些學者對外部董事的設立是否能有助於公司營運，抱持懷疑的態度。如 Hermalin and Weisbach(1991)即指出，外部董事與營運績效無顯著關係。Bhagat and Black(1996)發現外部董事與公司股價無顯著關係，且隨著公司設立愈多的外部董事，其獲利性愈差。Subrahmanyam et al.(1997)研究銀行購併事件，發現其異常報酬與獨立外部董事的比例之間呈負向關係。

在董事會規模方面，學者亦抱持不同的看法。如 Denis and Sarin(1999)發現增加董事會規模的公司，後續有較高的市場調整報酬；而 Yermack(1996)則指出董事會規模愈小，市場評價愈高；Dalton et al.(1999)卻認為董事會規模與績效的關係不明確。

2.3 董事會與 IPO 公司長期績效

在少數探討董事會與 IPO 公司長期績效關係的文獻中，Brav and Gompers(1997)發現公司在上市後，若創業者持續擔任該公司董事，則後續有較佳的績效。Crutchley et al.(2002)則依據 Ritter(1991)與 Loughran and Ritter(1995)衡量 IPO 公司長期績效的方法，以相對財富指標檢視 IPO 公司長期績效與董事會變化的關係，並探討董事會變動對 IPO 公司後續績效的衝擊。其實證結果發現初期績效愈差的 IPO 公司，其董事會結構亦愈不穩定；但隨著後續績效的改善，董事會則愈趨穩定。該實證結果表示當公司長期績效不佳時，會發生董事會成員離開績效不好的公司，亦即支持董事會穩定與否，將影響公司長期績效的表現。

3. 研究方法

3.1 研究假說

本研究旨在探討 IPO 公司長期績效與其董事會穩定性之間的關係，因此參考 Crutchley et al.(2002)提出如下各項相關假說：

3.1.1 穩定性假說(stability hypothesis)

Hirshleifer and Thakor(1994)認為董事代理股東，以執行監督公司的任務，而監督機制的有效性，必須建立在股東與董事間利害關係的結合。該利害關係不僅與董事個人在公司持股多寡有關，尚有賴於董事對於個人聲譽的關注。基於此利害關係的機制，當公司價值明顯下滑時，董事可能會為避免其聲譽受損而主動要求離開董事會。另若公司績效不佳，股東亦可能會撤換掉表現不佳的董事會成員，以期能提振公司價值。因此，Crutchley et al.(2002)假設若公司績效不佳，則將隨之發生董事會成員的變動；相對的，

如果公司擁有好績效，則董事會成員將不會遭到撤換，且董事會成員亦滿意個人財富與聲譽的提升。歸結上述論點，推論穩定性假說如下：

假說 1(H1)：公司在上市後，初期的績效與董事會穩定性息息相關，亦即上市後初期績效佳(不佳)的公司，將會有較高(低)的董事會穩定性。

3.1.2 監督效果假說(monitoring hypothesis)與跳船假說(jumping ship hypothesis)

當 IPO 公司初期績效表現不佳，且發生董事會成員變動的情況，Crutchley et al.(2002)認為可能會造成以下幾種結果：首先，如果能以效率較高的董事取代無效率的董事，則其後續績效可能因監督效果的提升，使公司績效能獲得改善。換言之，該監督效果係藉由較佳的政策執行與排除無效率監督者而獲得。根據上述論點，可提出監督效果假說如下：

假說 2A(H2A)：初期績效不佳且經歷董事會不穩定的 IPO 公司，其後續績效將隨之改善。

再者，公司與承銷商為提供策略性的領導與有效的公司治理，應會試圖聘請聲譽較佳的外部專家擔任董事。換言之，IPO 公司初期的董事會成員應該具有相當的聲譽資本；相對的，這些具有聲譽之董事人選為保護其聲譽資本，將不會選擇與績效不佳的公司有所牽連。因此，若 IPO 公司初期績效不佳而導致董事會成員自願去職，即跳船行為(jumping ship)，則將僅有聲譽較差的董事人選願意替補出缺的董事一職，導致公司績效將會繼續產生某種程度的損害。基於董事對自我聲譽的保護，可提出與監督效果假說相對立的假說 - 跳船假說：

假說 2B(H2B)：初期績效不佳且經歷董事會不穩定的 IPO 公司，其後續績效將持續下滑。

3.1.3 持續性假說(continuity hypothesis)

當 IPO 公司初期績效表現佳時，預期董事會將維持穩定，且由於有效監督的持續，將更可以繼續提昇 IPO 公司後續的績效。但值得注意的是，若初期績效佳的 IPO 公司，卻伴隨著董事會的不穩定，則可能是董事會成員持有關於不利公司未來發展的內部資訊，故可預見的是公司後續績效將會下滑。據此，本研究參酌 Crutchley et al.(2002)提出持續性假說如下：

假說 3(H3)：初期績效佳且歷經董事會穩定的 IPO 公司，其後續績效將持續為佳；但若初期績效佳且歷經董事會不穩定的 IPO 公司，其後續績效將下滑。

3.2 績效衡量

3.2.1 報酬率的衡量

本研究為探討 IPO 公司的績效，首先以持有期間報酬(holding period return)衡量其股票報酬率，即投資人於公司上市時購入股份，一直持有至某一時點的報酬率，如式 1 所示。

$$R_{iT} = \prod_{t=1}^T (1 + r_{it}) - 1 \quad (1)$$

其中： R_{iT} 為 IPO 公司 i 持有 T 期間後的持有期間報酬率； r_{it} 為 IPO 公司 i 在第 t 期時的報酬率。

3.2.2 相對財富指標的衡量

為衡量 IPO 公司相對於其配對公司在相同期間的績效表現，本研究依據 Crutchley et al.(2002)的相對財富指標進行衡量，如式 2 所示。

$$WREL_{iT} = \frac{1 + R_{iT}^{IPO}}{1 + R_{iT}^{MATCH}} \quad (2)$$

其中： R_{iT}^{IPO} 為累計持有 IPO 公司 i 的股票報酬率； R_{iT}^{MATCH} 為累計持有配對公司 i 的股票報酬率；累計持有期間以 T 表示。

3.2.3 董事會穩定性的衡量

董事會的變動來源，包括成員規模人數(member)的變動與董事會成員組成(set)的變動，本研究依據 Crutchley et al.(2002)的方法，以同時衡量董事會規模人數與組成的變動，如式 3 所示。而穩定性指標(stability index, STAB)的計算結果將介於 0 至 1 之間，數值愈大表示該公司的董事會愈穩定；相對的，數值愈小，表示該公司的董事會愈不穩定。

$$STAB_{j,j+i} = \frac{M_j - \#(S_j \setminus S_{j+i})}{M_j} \times \frac{M_{j+i}}{M_j + M_{j+i}} + \frac{M_{j+i} - \#(S_{j+i} \setminus S_j)}{M_{j+i}} \times \frac{M_j}{M_j + M_{j+i}} \quad (3)$$

其中： M_j 表示第 j 期的董事會人數。 S_j 表示第 j 期董事會成員的組成集。 $\#(S_j \setminus S_{j+i})$ 表示原來屬於第 j 期董事會組成集合，但已不屬於第 j+i 期董事會組成集合的人數。 $\#(S_{j+i} \setminus S_j)$ 表示屬於第 j+i 期董事會組成集合，但原不屬於第 j 期董事會組成集合的人數⁶。

3.3 實證研究模式

在探討 IPO 公司長期績效與其董事會穩性關係方面，即假說 1 至假說 3，本研究主要係以 IPO 公司的董事會穩定性變數與長期績效變數，以相互驗證是否因為研究期間長短的差異而產生不同的影響⁷。在實證變數方面，可分為長期績效變數、董事會穩定性變數與董事會組成變數。

3.3.1 穩定性假說的檢定模式

本研究為檢定「穩定性假說」(假說 1)，即上市後初期績效佳(不佳)的公司，將會有

⁶ 董事會成員若為法人，則由其指派自然人代表行使或由代表人當選。惟依公司法規定，不論何種形式之代表人，得依其職務關係，隨時改派補足原任期。因此若為法人股東，則其代表人之變動並不計入董事變動。

⁷ 本研究各變數之計算期間，主要係參照 Crutchley et al. (2002) 的做法：0 表示 IPO 公司當年，1 表示 IPO 公司後的第一年，2 表示 IPO 公司後的第二年，以此類推。由於部分財務及董事會變數僅能於股東會年報或年度財務報告中取得，故本研究年底係指會計年度終了日，以曆年制公司而言為 12 月 31 日。

較高(低)的董事會穩定性，以初期董事會穩定性變數對公司各種所有權特徵變數與初期績效不佳變數建立迴歸模式進行分析，如模式 1 所示。

$$STAB03 = b_0 + b_1 DUAL + b_2 INSP + b_3 INSTP + b_4 LNAGE + b_5 FSIZE + b_6 BAD + \varepsilon \quad (\text{模式 1})$$

其中：STAB03 為初期董事會穩定性變數，係利用 Crutchley et al.(2002)的穩定性指標衡量公司上市後至第 3 年底董事會的穩定程度。DUAL 為雙元制變數，若董事長與總經理為同一人，則其值為 1。INSP 為內部人持股比例，係以上市後第 2 年年底的內部人持股比例計算，預期公司內部人持股比例愈大，董事會穩定性愈高。INSTP 表示法人持股比例，以上市後第 2 年年底的法人持股比例計算。LNAGE 為上市前營業年數，以公司開始設立至上市期間年數取自然對數計算，預期公司成立愈久，董事會穩定性愈高。FSIZE 為公司規模，以公司上市時的股權帳面價值(即總資產減總負債，單位為千元)取自然對數計算，預期公司規模愈大，由於股權將更為分散，其董事會穩定性愈低。BAD 為 IPO 公司初期績效不佳變數，當 IPO 公司的相對財富指標小於樣本中位數時，其值為 1，預期公司初期績效不佳，則董事會穩定性愈低。

此外，本研究為進一步檢視穩定性假說，故另以初期績效變數取代模式 1 的初期績效不佳變數，建立迴歸模式如模式 2 所示，並可比較模式 1 與模式 2 之結果是否有所不同。

$$STAB03 = b_0 + b_1 DUAL + b_2 INSP + b_3 INSTP + b_4 LNAGE + b_5 FSIZE + b_6 WREL02 + \varepsilon \quad (\text{模式 2})$$

其中：STAB03 為初期董事會穩定性變數，係利用 Crutchley et al.(2002)的穩定性指標衡量公司上市後至第 3 年底董事會的穩定程度。DUAL 為雙元制變數，若董事長與總經理為同一人，則其值為 1。INSP 為內部人持股比例，係以上市後第 2 年年底的內部人持股比例計算，預期公司內部人持股比例愈大，董事會穩定性愈高。INSTP 表示法人持股比例，以上市後第 2 年年底的法人持股比例計算。LNAGE 為上市前營業年數，以公司開始設立至上市期間年數取自然對數計算，預期公司成立愈久，董事會穩定性愈高。FSIZE 為公司規模，以公司上市時的股權帳面價值(即總資產減總負債，單位為千元)取自然對數計算，預期公司規模愈大，由於股權將更為分散，其董事會穩定性愈低。WREL02 為 IPO 公司初期績效變數，即公司上市後至第 2 年年底的相對財富指標，預期初期績效愈差的公司，其後續績效改善的機會愈大。

3.3.2 監督效果假說與跳船假說的檢定模式

為檢定「監督效果假說」(H2A)與相對立的「跳船假說」(H2B)，兩者何者為真，故本研究僅針對初期績效不佳的公司，以績效改善變數對各項董事會結構變數與公司初期績效變數建立迴歸模式進行分析，如模式 3 所示。在初期績效不佳的公司中，若董事會不穩定但後續績效卻有改善，則假說 2A 成立；相對的，在初期績效差的公司，若董事會不穩定且後續績效亦持續不佳，則假說 2B 成立。

$$IMPROVE = b_0 + b_1 STAB25 + b_2 OUTP + b_3 VCBAI + b_4 BDSIZE + b_5 WREL02 + \varepsilon \quad (\text{模式 3})$$

其中：IMPROVE 為績效改善變數，若公司上市後第 3 年至 5 年間的相對財富指標較其初期的相對財富指標佳者，表示為公司績效獲得改善，則令該值為 1。STAB25 為上市後第 2 年底至第 5 年底之董事會穩定性。OUTP 為外部董監事比率，係以第 2 年年底非關係人外部董監事⁸的比率為代理變數，預期外部董監事比率愈大，由於監理效果的加強，將使公司績效獲得改善。VCBAIL 為創投董監事去職變數，若原來擔任董監事的創投公司在第 2 年年底去職者，其值等於 1。由於創投公司擔任董監事將對 IPO 公司績效有正面效應(Brav and Gompers, 1997)，故若擔任董監事的創投公司去職，則預期這些初期績效差的公司後續績效將持續下滑。BDSIZE 為董事會規模變數，即第 2 年年底 IPO 公司的董事會人數。WREL02 為 IPO 公司初期績效變數，即公司上市後至第 2 年年底的相對財富指標，預期初期績效愈差的公司，其後續績效改善的機會愈大。

3.3.3 持續性假說模式

本研究對於監督效果假說與跳船假說的檢定模式，係假設董事會穩定性變數(STAB25)為公司績效改善(IMPROVE)的解釋變數，但董事會穩定性(STAB25)與公司績效改善(IMPROVE)亦可能是同時決定的(jointly determined)。因此，O'Brien, Bhushan, and McNichols(1990)建議應採用聯立方程式(simultaneous equations)解決之。故為檢定「持續性假說」(H3)，本研究根據 Degryse and Ongena(2001)的研究方法，以二階段模式(two-stage model)，並針對初期績效佳的公司進行檢測，建立模式 4。

$$\begin{cases} STAB25 = b_0 + b_1 IMPROVE + b_2 DUAL + b_3 INSP + b_4 INSTP \\ \quad + b_5 LNAGE + b_6 FSIZE + b_7 WREL02 + \varepsilon \\ IMPROVE = b_0 + b_1 STAB25 + b_2 OUTP + b_3 VC + b_4 BDSIZE \\ \quad + b_5 WREL02 + \varepsilon \end{cases} \quad (\text{模式 4})$$

其中：STAB25 為上市後第 2 年底至第 5 年底之董事會穩定性。IMPROVE 為績效改善變數，若公司上市後第 3 年至 5 年間的相對財富指標較其初期的相對財富指標佳者，表示為公司績效獲得改善，則令該值為 1。DUAL 為雙元制變數，若董事長與總經理為同一人，則其值為 1。INSP 為內部人持股比例，係以上市後第 2 年年底的內部人持股比例計算，預期公司內部人持股比例愈大，董事會穩定性愈高。INSTP 表示法人持股比例，以上市後第 2 年年底的法人持股比例計算。LNAGE 為上市前營業年數，以公司開始設立至上市期間年數取自然對數計算，預期公司成立愈久，董事會穩定性愈高。FSIZE 為公司規模，以公司上市時的股權帳面價值(即總資產減總負債，單位為千元)取自然對數計算，預期公司規模愈大，由於股權將更為分散，其董事會穩定性愈低。WREL02 為 IPO 公司初期績效變數，即公司上市後至第 2 年年底的相對財富指標，預期初期績效愈差的公司，其後續績效改善的機會愈大。OUTP 為外部董監事比率，係以第 2 年年底非關係人外部董監事的比率為代理變數，預期外部董監事比率愈大，基於監理效果的加強，將

⁸ 台灣自 2002 年才開始局部實施外部董監事制度，僅要求新上市上櫃公司必須有二名外部董事及一名外部監察人，對於已上市上櫃公司並未作強制要求。因此，本研究係以非關係人、非經營管理人員及其親屬的董監事人數為代理變數。

使公司績效獲得改善。VC 為創投董監事變數，即為衡量公司上市時是否有創投公司擔任董監事，若有，則該值為 1；一般預期有創投公司擔任董監事的 IPO 公司，其後續績效將持續良好。BDSIZE 為董事會規模變數，即第 2 年年底 IPO 公司的董事會人數。

3.4 研究樣本及資料來源

本研究係以近十年的 IPO 公司資料進行研究，即 1993 年至 2002 年，並根據 Loughran and Ritter(1995)以五年為 IPO 公司長期績效的衡量期間，故依期間倒推，本研究即以 1993 年 1 月至 1997 年 12 月，所有於台灣證券交易所掛牌交易的 IPO 公司為研究對象。挑選符合條件者共計有 107 家⁹，而配對公司的選取方法，係以與 IPO 公司為同產業，且公司規模、淨值市價比率相近的已上市公司。

IPO 公司樣本於各產業之分佈情形如表 1 所示，各產業所選取之 IPO 公司數目，約略相當於各產業之上市公司家數比重。樣本資料來源為各公司上市用之公開說明書及年報、台灣經濟新報資料庫、證券暨期貨管理月刊、中央社剪報系統。

表 1 IPO 公司之產業之分佈

產業	家數	比重(%)	產業	家數	比重(%)
水泥	1	0.9	鋼鐵	7	6.5
食品	2	1.9	汽車	2	1.9
塑膠	1	0.9	電子	36	33.6
紡織	10	9.3	營建	13	12.1
電機	10	9.3	運輸	6	5.6
電器	3	2.8	百貨	2	1.9
化學	5	4.7	其他	9	8.4

4. 實證結果與分析

4.1 基本統計量分析

4.1.1 穩定性假說、監督效果假說(或跳船假說)與持續性假說之基本統計量

本研究為檢測 IPO 公司績效與其董事會穩定性的關係，故首先根據各假說所建立模式內的變數，進行基本計量分析。因此，此基本統計量之結果乃係針對樣本特徵預先進行初步之探討，變數之間的關係仍待本文後節針對各假說進行統計檢定，方能做出統計結論。

觀察全部 IPO 公司之各項變數(表 2)，並進一步將之區分為初期績效不佳(表 3)與初期績效良好(表 4)兩類。經由基本統計量之比較可知，就整體而言，IPO 公司初期董事會

⁹ 本研究樣本選取標準為：1.不屬於經營特殊之行業，如金融、壽險、產險、證券事業與國營事業單位等。
2.本研究所稱新上市股票，係以第一次上市公司為研究對象，故不包含現金增資與由上櫃轉上市之股票。
3.樣本公司所需五年的資料應完整。

穩定性變數平均為 0.6825，其中初期績效不佳的 IPO 公司董事會穩定性平均為 0.6559，而初期績效良好的 IPO 公司則平均為 0.7086。初步顯示初始績效良好的 IPO 公司，可能具有較高的董事會穩定性。但在上市後 2 年至 5 年的董事會穩定性方面，初期績效不佳 IPO 公司平均為 0.6816，而初期績效良好 IPO 公司平均則為 0.6847，並無明顯差異。

在雙元制變數方面(即當董事長與總經理為同一人時，其值為 1)，就整體而言，IPO 公司平均為 0.1869，高於初期績效良好 IPO 公司的 0.1481。該結果似乎顯示出若所有權與經營權能分離，則 IPO 公司將擁有較高的初期績效。在內部人持股比例方面，IPO 公司整體平均為 29.59%，低於初期績效良好 IPO 公司的 31.12%；而在法人持股比例方面，IPO 公司整體(31.40%)亦低於初期績效良好 IPO 公司(35.89%)。該結果即初步顯示初期績效良好 IPO 公司，其內部人或法人等具有資訊優勢的一方所擁有股份比例可能較高。在上市前營業年數方面，IPO 公司整體平均為 2.7545 年，而初期績效良好 IPO 公司平均則為 2.7199 年，並無明顯差異。

在 IPO 公司初期績效不佳變數方面(即當相對財富指標小於樣本中位數時，其值為 1)，整體平均為 0.4953，係因以樣本中位數為績效良好與否的劃分標準。而在初期績效變數(即上市後至第 2 年年底的相對財富指標)方面，IPO 公司整體平均為 1.8431，且介於初期績效不佳者(0.6891)與初期績效良好者(2.9756)之間。在績效改善變數方面(即公司上市後第 3 年至 5 年間的相對財富指標較其初期的相對財富指標佳者，其值為 1)，初期績效不佳的 IPO 公司平均為 0.6981，遠高於初期績效良好者的 0.2037。該結果即顯示出初期績效不佳的 IPO 公司，其未來績效獲得改善的幅度明顯高於原先績效良好者。

在外部董監事比例方面，初期績效不佳 IPO 公司平均為 0.4758，低於初期績效良好 IPO 公司的 0.4964，亦即初期績效良好 IPO 公司，其外部董監事的比例亦較高。在創投董監事去職方面(即上市後第 2 年年底創投擔任董監事而去職者，其值為 1)，初期績效不佳 IPO 公司平均為 0.0943，高於初期績效良好者的 0.0555，顯示創投是否持續擔任董監事，與公司績效息息相關。

表 2 全部 IPO 公司變數之基本統計量

變數	平均值	標準差	極大值	極小值
初期董事會穩定性(<i>STAB03</i>)	0.6825	0.2065	1.0000	0.0000
雙元制(<i>DUAL</i>)	0.1869	0.3917	1.0000	0.0000
內部人持股比例(<i>INSP</i>)	0.2959	0.1335	0.6586	0.0783
法人持股比例(<i>INSTP</i>)	0.3140	0.2255	0.9260	0.0019
上市前營業年數(<i>LNAGE</i>)	2.7545	0.5662	3.8918	1.6094
公司規模(<i>FSIZE</i>)	14.0943	0.8630	16.3574	11.1778
初期績效不佳(<i>BAD</i>)	0.4953	0.5023	1.0000	0.0000
初期績效(<i>WREL02</i>)	1.8431	2.5956	20.6565	0.0686

表 3 初期績效不佳 IPO 公司變數之基本統計量

變數	平均值	標準差	極大值	極小值
初期董事會穩定性(<i>STAB03</i>)	0.6559	0.2073	1.0000	0.0605
績效改善(<i>IMPROVE</i>)	0.6981	0.4635	1.0000	0.0000
2 年至 5 年董事會穩定性(<i>STAB25</i>)	0.6816	0.2359	1.0000	0.0000
外部董監事比例(<i>OUP</i>)	0.4758	0.1858	0.9375	0.0909
創投董監事去職(<i>VCBAIL</i>)	0.0943	0.2951	1.0000	0.0000
董事會規模(<i>BDSIZE</i>)	10.5094	5.1239	32.0000	4.0000
初期績效(<i>WREL02</i>)	0.6891	0.2556	1.0709	0.0686

表 4 初期績效良好 IPO 公司變數之基本統計量

變數	平均值	標準差	極大值	極小值
初期董事會穩定性(<i>STAB03</i>)	0.7086	0.2043	1.0000	0.0000
績效改善(<i>IMPROVE</i>)	0.2037	0.4065	1.0000	0.0000
2 年至 5 年董事會穩定性(<i>STAB25</i>)	0.6847	0.2345	1.0000	0.1848
外部董監事比例(<i>OUP</i>)	0.4964	0.2003	0.8461	0.1000
創投董監事(<i>VC</i>)	0.2222	0.4196	1.0000	0.0000
董事會規模(<i>BDSIZE</i>)	9.5370	3.7402	25.0000	4.0000
初期績效(<i>WREL02</i>)	2.9756	3.2821	20.6565	1.1110
雙元制(<i>DUAL</i>)	0.1481	0.3585	1.0000	0.0000
內部人持股比例(<i>INSP</i>)	0.3112	0.1527	0.6586	0.0783
法人持股比例(<i>INSTP</i>)	0.3589	0.2396	0.9260	0.0150
上市前營業年數(<i>LNAGE</i>)	2.7199	0.5835	3.7377	1.7918
公司規模(<i>FSIZE</i>)	14.0848	0.9355	16.3574	11.1778
創投董監事去職(<i>VCBAIL</i>)	0.0555	0.2312	1.0000	0.0000

4.1.2 累積持股報酬與相對財富指標之基本統計量

由累計持股報酬與相對財富指標之基本統計量(表 5)可知，IPO 公司在上市後至第 5 年年底為止，其累計持股報酬平均為 69.17%，但若將其期間做前後期的區隔，可發現 IPO 公司上市後至第 2 年年底的累計持股報酬平均高達 91.49%，而上市後第 3 年年底至第 5 年年底的累計持股報酬平均卻僅有-9.31%。在未考慮配對公司的績效表現下，該結果即顯示出 IPO 公司累計報酬率似乎有隨著上市時間愈久而下降的現象。

值得注意的是，若考慮配對公司績效表現，由對財富指標可發現 IPO 公司在上市後至第 2 年年底的相對財富指標平均為 1.8431，而上市後第 3 年年底至第 5 年年底平均亦有 1.5581 的水準，差異並不大，且皆明顯大於 1。吾人由上述結果可發現，IPO 公司的

長期績效在與配對公司相比較後，並沒有隨上市時間愈久而績效表現有低於配對公司的現象。

表 5 累計持股報酬與相對財富指標之基本統計量

績效	期間	平均值	標準差	極大值	極小值
累計持股報酬 (<i>R</i>)	Year0~2	0.9149	2.3369	16.4308	-0.7588
	Year3~5	-0.0931	0.9753	6.9087	-0.9606
	Year0~5	0.6917	3.0699	20.6979	-0.9449
相對財富指標 (<i>WREL</i>)	Year0~2	1.8431	2.5956	20.6565	0.0686
	Year3~5	1.5581	1.4769	9.9106	0.0661
	Year0~5	2.4792	4.2477	38.3062	0.0688

註：各績效之計算期間，主要係參照 Crutchley et al. (2002) 的做法：0 表示公司上市當年，1 表示上市後的第一年，2 表示上市後的第二年，以此類推。由於部分財務及董事會變數僅能於股東會年報或年度財務報告中取得，故本研究所稱「年底」，係指會計年度終了日，即 12 月 31 日(曆年制)。

4.2 穩定性假說之實證結果

穩定性假說之實證結果如表 6 所示。在模式 1 方面，初期績效不佳變數顯著負向影響董事會穩定性，亦即當 IPO 公司初期績效愈不佳時，不論是董事會成員對於自我聲譽的保護而主動要求離職，或是因表現不佳而被迫遭到撤換，皆會導致董事會成員發生更動，故其初期董事會穩定性就愈低。因此，本研究根據該結果，支持穩定性假說。若將模式 1 的初期績效不佳變數以初期績效變數替換，即模式 2，則本研發現初期績效正向影響初期董事會穩定性，表示當 IPO 公司初期績效愈高時，則其初期董事會穩定性就愈高，雖符合預期，但並未達到任何統計上之顯著性。

在其他變數方面，值得注意的是，不論是模式 1 或模式 2，法人持股比例皆顯著負向影響初期董事會穩定性，顯示法人持股比例愈高的 IPO 公司，其初期董事會穩定性愈低。本研究認為可能的原因係當法人持有較高比例的 IPO 公司股份時，表示該公司績效更倍受關注，若未達法人嚴格的要求或期望，則董事會將受到龐大的壓力而發生改組，使得董監事穩定性較低。

雙元制變數正向影響初期董事會穩定性，表示當 IPO 公司的董事長與總經理為同一人時，其初期董事會穩定性傾向愈高，惟未達到任何統計上之顯著性。內部人持股比例負向影響初期董事會穩定性，表示當內部人持股比例愈高時，其初期董事會穩定性傾向愈低，雖與預期不符，但並未達到任何統計上之顯著性。上市前營業年數與公司規模皆正向影響初期董事會穩定性，表示當上市前營業年數愈多或公司規模愈大時，則 IPO 公司初期董事會穩定傾向愈高，但亦未達到任何統計上之顯著性。

表 6 穩定性假說之實證結果

模式	一	二
被解釋變數	初期董事會穩定性 (<i>STAB03</i>)	初期董事會穩定性 (<i>STAB03</i>)
截距項 (<i>b₀</i>)	0.3905 (0.284)	0.3239 (0.401)
雙元制 (<i>DUAL</i>)	0.0412 (0.425)	0.0353 (0.500)
內部人持股比例 (<i>INSP</i>)	-0.0385 (0.811)	-0.0194 (0.905)
法人持股比例 (<i>INSTP</i>)	-0.2376 (0.032**)	-0.2319 (0.047**)
上市前營業年數 (<i>LNAGE</i>)	0.0311 (0.388)	0.0361 (0.336)
公司規模 (<i>FSIZE</i>)	0.0231 (0.391)	0.0224 (0.420)
初期績效不佳 (<i>BAD</i>)	-0.0813 (0.049**)	-
初期績效 (<i>WREL02</i>)	-	0.0086 (0.318)
<i>R</i> ²	0.0866	0.0597

註：括弧內為 p 值；*表示達顯著水準 10%，**表示達顯著水準 5%，***表示達顯著水準 1%。

4.3 監督效果假說與跳船假說之實證結果

本研究為檢定監督效果假說與跳船假說何者成立，主要係以初期績效不佳的 IPO 公司為探討對象，實證結果如表 7 所示。本研究發現 2 年至 5 年董事會穩定性正向影響績效改善，但並未達到任何統計上的顯著性。該結果即表示就初期績效不佳的 IPO 公司而言，若其後續董事會穩定性愈低時，則績效改善的機會就傾向愈小。據此，本研究傾向支持跳船假說，即董事會成員可能為保護自我的聲譽，將避免與績效不佳的公司有所牽連，而選擇不繼續擔任董事一職，導致董事會穩定性較差，且後續績效更傾向持續下滑。

值得注意的是，初期績效顯著負向影響績效改善，表示績效愈差的公司，其後續績效改善的機會愈高，與本研究的預期一致。董事會規模則負向影響績效改善，表示當董事會規模愈大時，則可能因為董事會成員之間發生衝突的機會愈高，導致初期績效不佳 IPO 公司的後續績效愈難以獲得改善，但該影響關係並未達到任何統計上的顯著性。此外，外部董監事比例與創投董監事去職變數對績效改善的影響分別為負向與正向，雖皆與本研究預期不符，但亦未達任何統計上的顯著性。

表 7 監督假說與跳船假說實證結果

模式	三
被解釋變數	績效改善 (<i>IMPROVE</i>)
截距項 (b_0)	3.1812 (0.057*)
2 年至 5 年董事會穩定性 (<i>STAB25</i>)	0.9378 (0.546)
外部董監事比例 (<i>OUTP</i>)	-1.2192 (0.481)
創投董監事去職 (<i>VCBAIL</i>)	0.7324 (0.567)
董事會規模 (<i>BDSIZE</i>)	-0.0067 (0.914)
初期績效 (<i>WREL02</i>)	-3.27 (0.069*)
R^2	0.0850

註：括弧內為 p 值；*表示達顯著水準 10%，**表示達顯著水準 5%，***表示達顯著水準 1%。

4.4 持續性假說之實證結果

本研究為檢定持續性假說，主要係以初期績效良好的 IPO 公司為研究對象，實證結果如表 8 所示。在以 2 年至 5 年董事會穩定性為被解釋變數的迴歸結果方面，本研究發現內部人持股比例顯著正向影響 IPO 公司上市後 2 年至 5 年的董事會穩定性，表示當內部人持股比例愈高時，其後續董事會穩定性將愈高。本研究認為就初期績效良好的 IPO 公司而言，內部人將較願意持有較高比例的持股，且有助於其後續董事會穩定性的提昇。然而，法人持股比例則顯著負向影響董事會穩定性，亦即當法人對該公司持股愈多時，其董事會穩定性將愈低。本研究認為可能的原因是當法人持股愈高時，表示其對該公司績效表現的要求亦愈高，尤其是初期績效良好的 IPO 公司更是如此。因此，當初期績效良好 IPO 公司的後續績效未達法人要求時，董事易遭撤換，導致董事會穩定性較低。

其他如績效改善變數、初期績效變數與上市前營業年數皆負向影響 2 年至 5 年董事會穩定性，而雙元制變數與公司規模則皆正向影響 2 年至 5 年董事會穩定性，但皆未達到任何統計上的顯著性。

在以績效改善為被解釋變數的迴歸結果方面，本研究發現 2 年至 5 年董事會穩定性顯著正向影響績效改善，表示就初期績效良好的 IPO 公司而言，若其後續董事會穩定性能提高時，則有助於其績效的進一步提昇。根據上述結果，本研究支持持續性假說。此外，初期績效變數則顯著負向影響績效改善變數，表示就初期績效良好的公司而言，其

後續績效較難再更好。歸結上述結果，本研究認為董事會的穩定與否，實與 IPO 公司績效表現之間有極大的攸關。

其他如外部董監事比例與上市時創投擔任董監事等變數，皆負向影響績效改善變數，而董事會規模則正向影響績效改善變數，惟該影響關係皆未達到任何統計上的顯著性。

表 8 持續性假說實證結果

模式	四	
被解釋變數	2 年至 5 年董事會穩定性 (<i>STAB25</i>)	績效改善 (<i>IMPROVE</i>)
截距項 (<i>b₀</i>)	0.2923 (0.598)	-7.6498 (0.175)
績效改善 (<i>EXPECTED IMPROVE</i>)	-0.0221 (0.881)	-
雙元制 (<i>DUAL</i>)	0.0821 (0.358)	-
內部人持股比例 (<i>INSP</i>)	0.4905 (0.032**)	-
法人持股比例 (<i>INSTP</i>)	-0.3612 (0.040**)	-
上市前營業年數 (<i>LNAGE</i>)	-0.0026 (0.966)	-
公司規模 (<i>FSIZE</i>)	0.0284 (0.470)	-
2 年至 5 年董事會穩定性 (<i>EXPECTED STAB25</i>)	-	18.2008 (0.021**)
外部董監事比例 (<i>OUTP</i>)	-	-2.1015 (0.352)
創投董監事 (<i>VC</i>)	-	-1.4367 (0.379)
董事會規模 (<i>BDSIZE</i>)	-	0.1476 (0.371)
初期績效 (<i>WREL02</i>)	-0.0106 (0.362)	-4.1678 (0.042**)
<i>R</i> ²	0.1944	0.5056

註：括弧內為 p 值；*表示達顯著水準 10%，**表示達顯著水準 5%，***表示達顯著水準 1%。

5. 結論

自 Ibbotson(1975)提出 IPO 公司具有異常初始報酬的證據後，IPO 公司的績效長久以來即廣受國內外投資人與學者的重視。爾後，Ritter(1991)與 Loughran and Ritter(1995)等更指出 IPO 公司長期績效持續低於其配對公司之現象。但就一般而言，公司在上市後的股權將會有明顯的變化，尤其是董事會的組成結構。因此，基於 IPO 公司短期與長期績效似乎存在明顯的差異，再加上其在上市後董事會結構或其他公司治理特徵的改變，故頗值得由董事會穩定性的觀點，進一步探討 IPO 公司長期績效之攸關性。

本研究首先衡量 IPO 公司的長期績效，在未考慮配對公司的情況下，IPO 公司累計報酬率似乎有隨著上市時間愈久而下降的現象。但在考慮配對公司的績效後，發現 IPO 公司的長期績效仍高於配對公司。其次，若將 IPO 公司以初始績效的表現分為佳與不佳兩類，本研究發現初始績效佳的 IPO 公司，其董事會穩定性亦較高；相對的，初始績效不佳的 IPO 公司，其董事會穩定性較差。然而，初期績效不佳的 IPO 公司，其未來績效獲得改善的幅度則高於原先績效良好者。

在穩定性假說的檢測方面，本研究發現當 IPO 公司初期績效愈不佳時，將導致初期董事會發生變動，使董事會穩定性下降；相對的，若 IPO 公司初期績效表現佳，則其董事會穩定性亦較高，故支持穩定性假說。在檢測監督效果假說與跳船假說何者成立的結果方面，本研究發現若 IPO 公司初期績效不佳，且其後續董事會穩定性亦愈低時，則績效改善的機會就傾向愈小，故傾向支持跳船假說，亦即無法支持監督效果假說。在持續性假說的檢測方面，本研究發現若 IPO 公司初期績效良好，且其後續董事會穩定性能提高時，則有助於其績效的進一步提昇；相對的，即使是初期績效良好的 IPO 公司，若其後續董事會穩定性難以維持，甚至降低，則對其績效的提昇將造成阻礙。根據上述結果，本研究支持持續性假說。

歸結上述結果，初期績效佳且董事會穩定性高的 IPO 公司，後續績效會更好(持續性假說)；而初期績效不佳的 IPO 公司，其董事會穩定性亦將降低(穩定性假說)。若 IPO 公司未即刻正視該問題，使得董事會成員為保護個人的聲譽資本而主動去職，則僅有聲譽較差的董事人選願意替補出缺的董事一職，對公司後續績效將更造成進一步的傷害，導致公司經營愈加困難(跳船假說)。該結果亦呼應了在公司治理理論中，董事會穩定性會影響董事會發揮監督機制的有效性，故若從改善監督機制的角度出發，董事會變動應能促使公司後續績效改善。因此，公司在追求永續經營的理念下，在董事會之組成結構方面，實亟需瞭解董事會穩定性與公司價值之間的關係，且這也與公司治理理論中，將董事會視為監督機制的觀念一致。

參考文獻

1. 夏侯欣榮(1997),「新上市股票長期績效之實證研究」,國家科學委員會研究彙刊:人文及社會科學,第七卷第二期,260-275頁。
2. 陳安琳(2001),「各種衡量模型下新上市公司股票的長期報酬」,中國財務學刊,第九卷第三期,1-20頁。
3. 陳振遠、張智堯、王蘭芬、李文智(2005),「應用 Ohlson 會計評價模式探究公司治理之價值攸關性—以台灣上市公司電子業為例」,台大管理論叢,第十五卷第二期,123-142頁。
4. 顏吉利、劉恩棠(1994),「論新上市股票股東之報酬:短期現象乎?長期現象乎?」,中國財務學會論文集,207-229頁。
5. 顧廣平(2003),「台灣新上市股票短期與長期績效之再探討」,證券市場發展季刊,第十五卷第一期,1-40頁。
6. Aggarwal, R. and P. Rivoli (1990), “Fads in the Initial Public Offering Market?” *Financial Management*, 19, pp.45-57.
7. Baysinger, B. D. and H. N. Butler (1985), “Corporate Governance and Stock Return: Performance Effects of Changes in Board Composition,” *Journal of Law Economics and Organization*, 1, pp.101-124.
8. Bhaghat, S. and B. Black (1996), “Do Independent Directors Matter?” *Chief Executive*, 128, pp.82-83.
9. Brav, A. and P. A. Gompers (1997), “Myth or Reality? The Long-run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Non-Venture Capital-Backed Companies,” *Journal of Finance*, 52, pp.1791-1821.
10. Brickley, J., J. Coles, and G. Jarrell (1997), “Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board,” *Journal of Corporate Finance*, 3, pp.189-220.
11. Chen, A. (1997), “A Survey on IPO Related Theories and Evidence,” *Journal of Management*, 14, pp.403-436.
12. Chen, Anlin, Roger C. Y. Chen, and Kuei-Ling Pan (2002), “The Performance of Initial Public Offerings Conditioning on Issue Information: The Case of Taiwan,” *Asia Pacific Management Review*, 7, pp.167-190.
13. Crutchley, C. E., J. L. Garner, and B. B. Marshall (2002), “An Examination of Board Stability and the Long-Term Performance of Initial Public Offerings,” *Financial Management. Autumn*, 31, pp.63-90.
14. Dalton, D., C. Daily, J. Johnson, and A. Ellstrand (1999) “Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis,” *Academy of Management Journal*, 42,

pp.674-686.

15. DeAngelo, H. and L. DeAngelo (1985), "Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock," *Journal of Financial Economics*, 14, pp.33-71.
16. Degryse, H. and S. Ongena (2001), "Bank Relationships and Firm Profitability," *Financial Management*, 30, pp.9-34.
17. Denis, D. J. and A. Sarin (1999), "Ownership and Board Structures in Publicly Traded Corporations," *Journal of Financial Economic*, 52, pp.187-233.
18. Firth, M. (1997), "An Analysis of the Stock Market Performance of New Issues in New Zealand," *Pacific-Basin Finance Journal*, 5, pp.63-85.
19. Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach (1991), "The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance," *Financial Management*, 20, pp.101-112.
20. Hirshleifer, D. and A. Thakor (1994), "Managerial Performance, Boards of Directors and Takeover Bidding," *Journal of Corporate Finance*, 1, 63-90.
21. Ibbotson, R. G. (1975), "Price Performance of Common Stock New Issues," *Journal of Financial Economics*, 2, pp.235-272.
22. Levis, M. (1993), "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988," *Financial Management*, 22, pp.28-41.
23. Loughran, T., J. Ritter, and K. Rydqvist (1994), "Initial Public Offerings: International Insights," *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, pp.165-199.
24. Loughran, T. and J. Ritter (1995), "The New Issues Puzzle," *Journal of Finance*, 50, pp.23-51.
25. Mikkelson, W. H., M. Partch, and K. Shan (1997), "Ownership and Firm Performance of Companies that Go Public," *Journal of Financial Economics*, 44, pp. 281-308.
26. Mishra, C. and J. Nielsen, (2000), "Board Independence and Compensation Policies in Large Bank Holding Companies," *Financial Management*, 29, pp.51-70.
27. O'Brien, P., R. Bhushan, and M. McNichols (1990), "Analyst Following and Institutional Ownership," *Journal of Accounting Research*, 28, pp.55-76.
28. Rechner, P. L. and D. R. Dalton (1991), "CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis," *Strategic Management Journal*, 12, pp.155-160.
29. Ritter, J. R. (1991), "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings," *Journal of Finance*, 46, pp.3-27.
30. Rosenstein, S. and J. G. Wyatt (1990), "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 26, pp.175-192.

31. Simpson, W. G. and A. Gleason (1999), "Board Structure, Ownership, and Financial Distress in Banking Firms," *International Review of Economics and Finance*, 8, pp.281-292.
32. Spiess, D. K. and J. Affleck-Graves (1995), "Underperformance in Long-run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, 38, pp.243-267.
33. Subrahmanyam, V., N. Rangan, and S. Rosenstein (1997), "The Role of Outside Directors in Bank Acquisitions," *Financial Management*, 26, pp.23-36.
34. Whidbee, D. (1997), "Board Composition and Control of Shareholder Voting Rights in the Banking Industry," *Financial Management*, 26, pp.27-41.
35. Yermack, D. (1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors," *Journal of Financial Economics*, 40, pp.185-211.