

初次上市公司超常績效的持續時間

The Duration of Abnormal Post-Issue Operating Performance

張呈徽^{*}

修平技術學院

余士迪^{**}

吳鳳技術學院

摘 要

本文採隨時間變動的解釋變數之持續時間模型 (time-varying covariate duration model) 針對初次上市公司的超常經營績效進行研究。實證結果顯示稅後淨利率、負債比率、應收帳款週轉率與固定資產週轉率四個變數，與公司上市當時的超常績效，及後續超常績效的持續時間呈正向且顯著的關係。營業毛利率愈大，則公司上市時的超常績效愈大，但該變數對其超常績效的持續時間，並無顯著的影響效果。此外，在 Jain and Kini(1994)代理問題方面，董監事持股比率之大小，不論對上市時的超常績效的大小，或對上市之後超常績效的持續時間，均無顯著的影響。

關鍵字：持續時間模型，初次上市公司，營運績效，代理問題

Abstract

In this paper, we will use the time-varying covariate duration model to investigate the duration of abnormal post-issue operating performance and the reason of abnormal post-issue operating performance decline. From the empirical results, we found that there is a significant and positive relation between the duration of post-issue abnormal operating performance and the four factors, that is, net income ratio, debt ratio, receivable turnover ratio and fixed assets turnover ratio. In addition to four foregoing factors, there is also a significant and positive relation between gross margin ratio and the abnormal operating performance at the IPO. We also found that operating performance and the duration of abnormal post-issue operating performance in Taiwan IPO's firm are unrelated to the ownership of officers and directors.

Keywords: duration model, IPO, operating performance, agency problem

*修平技術學院講師，國立中正大學國際經濟研究所博士候選人。

** 連絡人，吳鳳技術學院國際企業系教授，嘉義縣民雄鄉建國路二段 117 號，

E-mail: styu@mail.wfc.edu.tw，Tel: +886-5-2267125ext.22223。

壹、前言

初次上市公司上市之後公司的經營績效研究。Jain and Kini(1994)首先以 1976 年~1988 年美國初次上市公司之長期經營績效表現為樣本，比較公司發行前一年與後三年之財務指標，利用 Wilcoxon Two-sample rank test 來檢定，結果發現公司之獲利績效均呈現下降的趨勢，可能原因有三：第一、代理問題，理由是公司上市後，董監事持股比率相對下降，導致經營者減弱其為公司創造最大利潤的動機。其次、上市公司在上市前容易誇大其獲利績效稱之為窗飾盈餘。第三、時機的選擇上，在公司獲利的最高峰的時候上市。Mikkelsen, Parth, and Shan(1997)則延長樣本的分析期間，由上市前一年延長至前十年內及後三年延長至後十年，使用最小平方法及 Signed-rank test 來分析，代理問題並沒有造成公司經營績效的衰退。在國內研究方面，李建然,羅元銘(2002)針對 1984 年~1996 年的台灣初次上市公司進行實證研究，分析公司上市前與上市之後到第九年間經營績效，利用簡單迴歸分析，支持 Jain and Kini(1994)的結果。

歸納以上文獻，可以發現以下三個問題：(一)在研究哪些變數影響經營績效時，文獻大多只將焦點集中在代理問題對績效衰退的影響(Jain and Kini (1994), Mikkelsen, Parth, and Shan (1997))。李建然,羅元銘(2002)則加入盈餘管理與上市時機的影響。本文所使用的解釋變數，除了 Jain and Kini (1994)、Mikkelsen, Parth, and Shan (1997)、李建然,羅元銘(2002)探討代理問題使用董監事持股比率外、還包括產品獲利能力(營業毛利率、稅後淨利率)、資產使用效率(應收帳款周轉率、固定資產周轉率)、公司的財務結構(負債比率)等變數。(二)過去文獻著重於探究上市之後，營運績效衰退的原因，而忽略初次上市公司中不存在有超常績效的公司。在本文的樣本資料上，針對民國 80 年 1 月至民國 91 年 6 月間初次於台灣證券交易所上市之電子業公司為主，共計有 176 家。其中將近有三分之一的初次上市公司，在上市時就已不存在有超常績效。為何有

如此多的公司忽略 Jain and Kini(1994)強調的窗飾盈餘、上市時機值得探討。(三)另外在研究期間結束時，大約有五分之一資料該公司的超常績效持續時間尚未結束。換言之，大約有五分之一資料是被截斷的 (Censored data)，無法有完整的觀察資料。

本研究和過去文獻最大的不同在使用較適合樣本資料特性的計量方法。我們使用所有上市時公司資料，以時間持續模型(duration model)分析哪些原因造成剛上市公司的超常營運績效持續的時間。時間持續模型的優點：(一) 在無需設定樣本研究期間，避免因研究期間選擇不同而產生不同結論。例如：Jain and Kini (1994)和 Mikkelsen, Parth, and Shan(1997)選擇不同研究期間，前者認為代理問題存在、後者認為不存在。選擇特定研究期間有以下二種缺點：首先，樣本可能包含超常經營績效公司及衰退至同業水準的公司。當公司的經營績效衰退至同業水準之後，其營運績效也就與同業中的其他公司一樣，有時會高於同業，但有時會低於同業的水準，而呈現波動的現象。包含此類資料將會使估計結果的產生偏誤。其次，忽略資料中被截斷(censored)的樣本，選定較長的分析期間，相對可使用的樣本數比較少。(二)由於本文資料橫跨 11 年 (民國 80 年 1 月至民國 91 年 6 月)很多解釋變數隨著時間會有所變動(詳見變數定義及資料、圖 3 至圖 8 說明)，僅選擇某一時間點為代表，無法呈現解釋變數對超常營運績效持續的時間影響的真實關係。因此我們利用隨時間變動的解釋變數之持續時間模型 (Time-varying covariate duration model)進行分析。

實證結果發現稅後淨利率、負債比率、應收帳款週轉率與固定資產週轉率四個變數，和公司上市當時的超常績效，以及其後續超常績效的持續時間呈正向且顯著的關係。廠商的營業毛利率愈大，則公司上市時的超常績效愈大，但此一變數對公司超常績效的持續時間，並無顯著的影響效果。此外，在代理問題方面，董監事持股比率的大小，不論對上市時的超常績效的大小，或對上市

之後超常績效的持續時間，都不會產生任何影響。

貳、持續時間模型

本文主要目的在探討第 i 家初次上市公司在上市之後，其超常績效的持續期間 T_i 的長短及其影響的因素為何。從實際資料中具有兩大特性：第一、發現在觀察期間結束(91 年 6 月為止)，仍有許多初次上市公司的超常績效持續存在。因此資料存有右方截斷(right-censoring)的特性。第二、 T_i 不是常態分配，許多初次上市公司的超常績效在上市之後，沒有多久就已消失，但仍有少數的公司績效依舊持續著，導致 T 是一個左偏的分配。故研究方法將採持續時間模型來進行各種分析與探討。

一、危險函數、存活函數

持續時間模型分析超常績效的持續期間及何時超常績效會消失的主要方法是透過危險函數 $h(t_i)$ (hazard function)及存活函數 $S(t_i)$ (survival function)來表現。所謂危險率 $h(t_i)$ 是指，第 i 家初次上市公司，其超常績效已持續至 t_i 時，但於 $t_i + \Delta t_i$ 時將面臨超常績效消失至和同業相同的條件機率，可表示如下：

$$h(t_i) = \lim_{\Delta \rightarrow 0^+} \frac{P(t_i \leq T_i < t_i + \Delta t_i | T_i \geq t_i)}{\Delta t_i} \quad (1)$$

存活函數 $S(t_i)$ 是指初次上市公司的超常績效持續時間 T_i 大於 t_i 的機率：

$$S(t_i) = P(T_i \geq t_i) \quad (2)$$

由(1)式及(2)式，可知危險率與存活函數之間的關係為， $h(t_i) = \frac{f(t_i)}{S(t_i)}$

其中 $f(t_i)$ 為相對應 $h(t_i)$ 、 $S(t_i)$ 的機率密度函數。超常績效的存活函數 $S(t_i)$ 的與危險函數 $h(t_i)$ 的估計方式，通常先利用無母數模型的 life table 估計式 (Klein and Moeschberger (1997, pp.138-139))。令 n_i 為在時點 t_{i-1} 時，仍舊保有超常績效的公司家數。 b_i 為 t_{i-1}, t_i 這兩個時點間的長度。 w_i 指初次上市公司之超常績效在 $[t_{i-1}, t_i]$ 雖仍然持續著，但該公司在此之後的績效狀況，並無法繼續觀察到的公司家數。 d_i 為在 $[t_{i-1}, t_i]$ 這段時間之內，超常績效消失掉的公司家數。而 $n_i' = n_i - w_i / 2$ ， $\hat{q}_i = d_i / n_i'$ ， $\hat{p}_i = 1 - \hat{q}_i$ 。由以上的假設，將可定義超常績效的持續期間到 t_i 的存活函數為 $\hat{S}(t_i) = \prod_{j=1}^i (1 - \hat{q}_j)$ ，危險函數為 $\hat{h}(t_i) = 2\hat{q}_i / [b_i(1 + \hat{p}_i)]$ 。

二、隨時間變動的解釋變數之持續時間模型

財務資料為解釋變數時，隨時間的不同，該變數的值也會有所不同。因此在利用持續時間模型時，必須將隨時間變動的解釋變數因素納入考慮。令 t_{ik} 表示第 i 家公司從上市日開始，一直持續到該公司的營運績效衰退至和同業相同水準時所需的期數，或是表示該筆資料被截斷的期數。首先，將 t_{ik} 劃分成 k 個互不重疊的區域， $t_{i0} < t_{i1} < \dots < t_{ik-1} < t_{ik}$ ，其中 $t_{i0} = 0$ 。所以，第 i 家公司的超常績效持續時間的機率密度函數及存活函數，可依下面的方式加以計算：從 (1)、(2) 式，可知

$$P[T \geq t_j | T \geq t_{j-1}, X(t_j)] = \exp \left[- \int_{t_{j-1}}^{t_j} h(z | X(t_j)) dz \right] \quad (3)$$

超常績效的存活期間大於 t_{ik} 的存活函數為

$$\begin{aligned} S[t_k | X(t_k)] &= P[T \geq t_k | X(t_k)] \\ &= \exp \left[- \sum_{j=1}^k \int_{t_{j-1}}^{t_j} h(s | X(t_j)) ds \right] \end{aligned} \quad (4)$$

而其機率密度函數為

$$f(t_k | x_k) = h(t_k | x_k) S(t_k | x_k) \quad (5)$$

因此，我們將依以上(4)式及(5)式來構建本文模型之概似函數，若公司的資料是沒有被截斷的，則代入(5)式的機率密度函數。而公司資料是被截斷的，則代入(4)式的存活函數。所以，一般化的模型之概似函數可建構如下：

$$L = \prod_{j=t_0}^{t_k} \prod_{i=1, i \neq d_{j-1}=0}^n [f(t_{ij} | x_{ij})]^{d_{ij}} [S(t_{ij} | x_{ij})]^{1-d_{ij}} \quad (6)$$

其中 n 為公司的家數。當該公司的資料是沒有被截斷的， $d_{ij}=1$ 。公司資料是被截斷的，則 $d_{ij}=0$ 。進行參數模型的估計與檢定時，分別假設超常績效持續時間為 Weibull 分配，Log-Logistic 分配，Exponential 分配。令 X_i 為持續時間 t_i 的解釋變數， β 為其係數， $h_i = \exp(-x_i' \beta)$ 。各分配之危險率、存活率及機率密度函數分別說明如下：

(一) Exponential 分配：

$$f(t_i | x_i) = h_i e^{-h_i t_i}, \quad S(t_i | x_i) = e^{-h_i t_i}$$

(二) Weibull 分配：

$$f(t_i | x_i) = h_i \gamma (h_i t_i)^{\gamma-1} \exp[-(h_i t_i)^\gamma]$$

$$S(t | x) = \exp[-(ht)^\gamma]$$

假設 $\gamma = \sigma^{-1}$ ，當 $\gamma > 1$ 時，危險率 $h(t)$ 隨時間的增加而遞增。 $\gamma = 1$ 時，危險率 $h(t)$ 不隨時間的增加而變動。 $\gamma < 1$ 時，危險率 $h(t)$ 會隨時間的增加而遞減。

(三) Log-logistic 分配：

$$f(t_i | x_i) = h_i \gamma (h_i t_i)^{\gamma-1} [1 + (h_i t_i)^\gamma]^2$$
$$S(t_i | x_i) = \frac{1}{1 + (h_i t_i)^\gamma}$$

當 $\gamma > 1$ 時，危險率 $h(t)$ 會呈倒 U 字型， $\gamma < 1$ 時，危險率 $h(t)$ 會隨時間的增加而遞減。 $\gamma = 1$ 時，危險率 $h(t)$ 會隨時間的增加而遞減。

(四) 無法觀察的異質性(unobserved heterogeneity)

Lancaster(1979)認為估計時，忽略掉模型中存在有無法觀察的異質性，將導致其結果，產生偏誤。而上述參數的持續時間模型，均基於每家初次上市公司之存活函數是相同的假設下，分別來建構其概似函數。但是一但每家初次上市公司之存活函數是不相同時，此時所得到的估計參數不僅不符一致性，且其計算出的標準差也並不正確的，將導致錯誤的檢定結果。有鑑於此，以往文獻(Ming-Yuan Chen (2002))均假設此無法觀察的異質性為Gamma分配的方式，藉此來對上述之模型進行修正，過程如下：

令每家初次上市公司存活函數之間存有差異，並以隨機變數 v 來表示。而 v 一般假設為 Gamma 分配，機率密度函數為 $f(v) = [k^R / \Gamma(R)] e^{-kv} v^{R-1}$ ，其中 $\Gamma(R)$ 為 Gamma 函數， k 、 R 為 Gamma 分配的參數。考慮公司間存活函數存有差異 $S(t_i | v, x_i) = \exp\{(-v h_i t_i)^\gamma\}$ ，對 v 作積分求得

$$S(t_i | x_i) = \int_0^\infty f(v) S(t_i | v, x_i) dv = [1 + \theta (h_i t_i)^\gamma]^{-\frac{1}{\theta}}$$

其中 $\theta = k^{-1}$ 。當 $\gamma = 1$ 時，便可導出 Exponential 分配的存活函數。如此，便可重新建立超常績效時間為 Weibull 分配與 Exponential 分配時的隨時間變動的解釋變數之持續時間模型，來進行估計與檢定。

參、變數定義及資料說明

本研究的資料來源為台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal, TEJ)之一般產業財務資料庫以及董監事持股資料庫。資料使用期間為民國 80 年 1 月至民國 91 年 6 月，初次在台灣證券交易所上市之公司，為避免各個產業間不同的特性，可能對分析結果產生影響。故只以電子產業為主要分析對象，共計有 176 家廠商。

李建然,羅元銘(2002)定義的超常績效指標，為各個績效指標扣除掉產業中位數後的績效指標，我們利用該指標，令公司之績效指標值為正時，該公司就擁有超常績效，而指標值小於或等於零時，便不存有超常績效，其經營績效與同業一致。因此，以下分別採用資產報酬率(Jain and Kini (1994), Mikkelsen, Parth, and Shan (1997))及淨值報酬率(李建然,羅元銘(2002))衡量初次上市公司營運績效。根據表 1、圖 1，初次上市公司的淨值報酬率在產業調整之後的平均數與中位數，上市之後，均持續下降，直至第 8 期(中位數)，第 7 期(平均數)之後，平均而言，營運績效已下降至同業水準之下。自此之後，可以發現公司的營運績效大多低於同業水準。同樣的，由表 2、圖 2 也能看到經過產業調整之後的資產報酬率有相同的趨勢。所以，由資料中初步了解，平均而言，初次上市公司上市之後，營運績效將持續下降至同業水準之下，也就是公司不再擁有所謂的超常績效，反應出公司的經營者在上市之後，隨著時間的經過，無法創造出像上市時一樣好的經營績效。這樣的趨勢和李建然,羅元銘(2002)所觀察到的資料型態是相同一致的。其次，由表 1、表 2 中，從公司剛上市的第一期資料中，發現淨值報酬率的極小值為-8.790，資產報酬率的極小值為-4.740。不論是透過淨值報酬率或資產報酬率來測度營運績效，均顯現並非所有初次上市公司都有超常績效，依據本文的統計，淨值報酬率於上市時就低於同業水準的，在 176 家公司中，共計 54 家。而資產報酬率低於同業水準的，則有 69 家。

也就是說，大約將近三分之一的初次上市公司，在上市時就已不存在有超常績效，佔全部樣本非常高的比例。

初次上市公司在上市之後其超常績效的持續期間的長短為應變數。其定義為，如果初次上市公司在上市日時便存有超常績效，則至上市日起，到超常績效消失時，所需的期數。由於台灣經濟新報之一般產業財務資料庫為每季公佈一次，因此本文將以一季為一期。所謂超常績效消失之定義，指的是當初次上市公司之淨值報酬率、資產報酬率和整體產業的淨值報酬率、資產報酬率之中位數的差距小於或等於零時，就認定該公司的超常績效已經消失。經統計結果顯示，以淨值報酬率來衡量營運績效，有 33 筆資料，並無法觀察該公司的超常績效何時結束。而以資產報酬率來衡量營運績效時，則有 38 筆。亦即資料中，有五分之一是被截斷的，無法有完整的觀察資料。在解釋變數方面，由圖 3 至圖 8 說明中，可了解到這些解釋變數皆會隨時間的改變而變動，且波動幅度頗大。因此如針欲對初次上市公司之超常績效的持續時間加以探討時，就必須於模型中納入這些隨時間變動的變數，而不能僅用上市當時的資料，否則降低解釋變數對模型的解釋與預測能力。

本文採取以往文獻中可能會影響營運績效的各項財務變數，為之後各項分析的解釋變數。這些變數大致可區分成四大類。以下將一一定義及說明資料的型態：

代理問題：Jensen and Meckling (1976)認為當管理者所持有的股權下降時，導致其利用公司資源從事個人消費的誘因增加，並減少替公司創造最大利潤的動機，因而形成代理問題，使得公司的經營績效衰退。Agrawal and Mandeker(1990)就 Demsetz (1983), Shleifer and Vishny(1986)提出的積極監督假說(active monitoring hypothesis)加以驗證，說明當大股東所持有的股份愈高時，愈有較大的動機監督管理者的行為，因而能提升公司的價值。有鑑於此，本文將以董監事持股比

率(Jain and Kini (1994), Mikkelsen, Parth, and Shan (1997))及(李建然,羅元銘(2002))來衡量公司所面臨的代理問題。

圖 3 為初次上市公司上市之後，隨時間之經過，公司董監事持股之變化，可以看到不論是平均數或中位數，其上市時董監事持股皆較同業為高，但上市之後該比率逐漸下降，至 15 期之後，甚至遠低於同業之水準。由上述理論與資料的型態的說明，我們預期初次上市公司上市後可能會面臨到董監事持股比率下降，產生代理問題，導致超常績效消失的機率上升，超常績效的持續時間縮短。

公司的獲利能力：分別以營業毛利率與稅後淨利率兩項指標來加以衡量。營業毛利率為(銷貨毛利/銷貨收入)，此一比率計算時不包括其他營業收入與成本，僅測量純粹屬於產品銷售之獲利能力。稅後淨利率為(稅後淨利/銷貨收入)，主要衡量企業所獲得之稅後淨利與銷貨收入之間的比率關係，而其中稅後淨利不僅包括產品銷售的營業收入，還包含其他非營業收入與成本。一般而言，這兩項指標的比率愈高，代表公司的績效與利潤愈高，而超常績效的持續時間愈長。

圖 4 及圖 5 為初次上市公司上市之後，營業毛利率與稅後淨利率之變化情形。由圖可知，兩者皆隨時間的經過而呈現逐漸下降。圖 4 顯示營業毛利率的平均數與中位數的差異，在 13 期之前明顯較大，之後隨時間經過縮小。而平均而言，最後營業毛利率會接近同業之水準。由圖 5 則可看到稅後淨利率的平均數與中位數，在 13 期之前其差異明顯較小，之後兩者的差異就變得較大，顯示隨著時間的經過，各家初次上市公司其營業毛利率與稅後淨利率，均呈下降的趨勢，但由於兩者之間隨時間之經過，其平均數與中位數之差異有不同的表現，故推論造成此一差異的原因，乃由於各家公司的營業外損益所造成。因此究竟是產品銷售之獲利能力，或是營業外損益項目，造成超常績效衰退及持

續時間之長短，就有賴實證結果來驗證。

資產使用效率：資產使用效率分別以應收帳款周轉率及固定資產周轉率代替。在應收帳款周轉率定義為(銷貨收入/平均應收帳款)，表示一企業在一會計年度中，從賒銷至收款為止的循環，總共發生若干次。過低的週轉率則有可能表示此公司使用較為寬鬆的信用政策，來吸引信用能力較差的顧客群，但此一作為卻會影響公司的短期週轉能力，並且增加呆帳的風險。相反的週轉率愈大，表示可能公司採取較為嚴格的授信政策，而不利於銷貨的推展，但由於一個循環所需之時間愈短，該企業利用營業所產生的資金以支應到期的債務之能力也愈強，且可抵消較低的流動比率之不利影響。因此，一般均認為公司之應收帳款周轉率，應與同業相當最為適合，不宜過高與過低。

圖 6 乃隨時間的經過，初次上市公司應收帳款週轉率變化的情形。對中位數而言，大致在-0.1 與 0.1 之間波動，但平均數的波動則較大，而持續期間在 33 期之前，其平均數均大於中位數，且大於零。許多公司之應收帳款週轉率高於同業相當大的水準。針對此一資料的型態，有可能是由於電子業的產品週期短的特性，導致廠商不願有過多的存貨累積，所以當公司產品在市場中的銷售愈佳時，該公司便不需依賴較為寬鬆的信用政策，來銷售產品，就會導致應收帳款周轉率較高。反之，則週轉率就會較低。因此，預期對電子業而言，其應收帳款周轉率愈高時，超常績效消失的機率愈低，持續時間較長。

固定資產周轉率則定義為(銷貨收入/平均淨固定資產)，代表著固定資產的單位生產力，比率過低時管理者可能必須檢討是否有過度投資的問題。圖 7 表示隨時間的經過，初次上市公司固定資產報酬率變化的情形。其中位數，大多沿著 0 上下波動，但平均數的波動程度則較大，並且在觀察到的持續期間內，其平均數均大於中位數，且大於零，存有許多公司之報酬率高於同業相當大的

水準。電子產業具有高度資本化的特性，此一比率愈高，代表公司固定資產的生產力愈高，超長績效的持續的時間愈長，超常績效消失的機率愈低。

公司的財務結構：以負債比率來代表公司的財務結構。Long and Malitz (1985) 對美國 545 家上市公司進行研究，得到當公司的資本支出愈高時，其負債比例愈高。而且負債具有以下的好處 (1) Modigliani and Miller(1963)考慮公司所得稅後，由於利息支出可產生稅額節省效果，將使得公司的價值會隨負債的上升而增加。(2)Jensen(1986)認為負債將會減輕公司過度投資與投資不足的現象，提升公司的獲利能力。(3) Ross(1977)的信號放射理論，當看好公司的未來前景，且目前的股價低估時，管理者將使用負債融資，反之，則使用權益融資。因此，如果公司使用負債融資的信號，得以向市場傳達的話，將會對投資者產生正面的效果，增加公司的價值。(4)DeAngel and Masulis(1980)的抵換理論認為，公司獲利的能力和負債比率成正相關。根據上面的理論，由於所研究的行業為電子業，有產品壽命短，高度資本化的特性。因此，預期負債比例(負債總額/資產總額)愈高時，超常績效消失的機率愈低，超常績效的持續時間較長。

圖 8 為初次上市公司負債比率隨時間經過的變化趨勢。觀察其平均數與中位數，平均而言，公司剛上市時，負債比率和同業的水準相當，而上市之後，也的確正如許多上市公司上市前所宣稱的，上市是為改善其資本結構，負債比率呈現下降的現象。但此現象持續到第五期之後，其負債比率又逐漸上升至同業水準，呈現上下波動現象。

肆、實證結果

一、影響初次上市公司上市當時的營運績效的因素：

此節以最小平方方法(OLS)來探討初次上市公司在上市當時，其公司的超常績效之大小，會受到那些因素之影響。表 3 的結果顯示，不論是以產業調整後的資產報酬率或改採產業調整後淨值報酬率，來做為營運績效的指標，所得到的結果極為類似。營業毛利率、稅後淨利率、負債比率、應收帳款週轉率及固定資產周轉率五個變數在 5%的顯著水準下均為顯著的。只有董監事持股比率不顯著。下面將就這些變數對上市時經營績效產生之影響，分別說明如下：

負債比率的係數值分別為 0.1414(淨值報酬率)、0.0357(資產報酬率)，可知當負債比率愈高時，初次上市公司在上市時所擁有的績效愈佳。其理由是對於初次上市公司而言，在上市前，其融資的管道並不包括可以從股票市場來募集資金，所以大多會以負債為主要的融資管道，而負債比率愈高，雖然代表著公司所面臨的財務風險愈大，但卻也間接的提高股東的實際報酬率，所以從係數值來看，當負債比率上升時，對於淨值報酬率的影響比對資產報酬率來的大。營業毛利率的係數值分別為 0.1307(淨值報酬率)、0.0555(資產報酬率)，稅後淨利率的係數值分別為 0.1002(淨值報酬率)、0.0718(資產報酬率)，其係數值均為正值，代表公司的公司的獲利能力愈佳，上市時的經營績效愈好。應收帳款週轉率的係數值分別為 2.1334(淨值報酬率)及 1.2942(資產報酬率)，代表公司的周轉率愈高，績效愈好。董監事持股比例在表 3 的結果中，可知台灣電子業中的初次上市公司，其經營績效的好壞和代理問題之間並無顯著關係。

二、影響電子業初次上市公司之超常績效持續時間的因素：

利用 life table 估計式，估計初次上市公司超常績效持續時間的危險率與存活函數，希望藉此了解資料的型態與特性。圖 9 乃是分別以淨值報酬率與資產報酬率來測度超常績效時的存活函數。首先，由圖可知，隨上市時間的經過，初次上市公司中，以淨值報酬率所測度的超常績效，其存活率雖然逐漸下降的

趨勢，但第 26，27 期之後，其存活率還有 0.1，之後就固定不變，並沒有下降至 0。也就是說，對電子產業而言，有些初次上市公司之超常績效甚至可以維持 7 年以上。另一方面，第 1 期至第 8 期之間，存活率下降的非常迅速，由 100% 下降至 30%。而第 8 期至第 28 期之間，存活率才由 20% 下降至 10%。意味著，在初次上市公司剛上市的前 1~2 年之間，就會有許多公司之超常績效消失殆盡。最後，從圖中可看出，不論以資產報酬率或是淨值報酬率來測度超常績效，其兩者的存活函數，都有相似的路徑。因此，對投資人而言，如何獲得資訊來加以判斷何種性質的公司，會有較長的超常績效，對其決定公司的價值與股價，有非常重要的意義。根據股票評價理論，今日的股價是未來預期股利的折現值，所以擁有較長超常績效的公司，發放較多股利的期間，應該較超常績效比較短的公司來的長，該公司的股票價值，自然也較高。但以往對於初次上市公司之資訊有限，投資人並無法正確預期其超常績效的持續時間，於是才會如 Jain and Kini (1994) 所說，縱使投資大眾明瞭到初次上市公司在上市後，其經營績效會隨時間經過而衰退的事實，但市場投資人依舊給予初次上市公司有較高的市價帳面比、本益比與較高的每股盈餘預測，之後隨著時間的經過，而有再次修正的現象。

由以上討論可知，多數的初次上市公司之超常績效在剛開始的 1、2 年內消失，不過也有廠商的超常績效持續了 6、7 年之久。因此，告訴投資人那些因素會造成初次上市公司之超常績效衰退？那些特質的公司會有較長的超常的績效？就變成了一個重要的課題。由於模型中存有截斷的資料與隨時間變動的變數，導致無法用一般傳統之最小平方法進行分析。以下將分別利用淨值報酬率及資產報酬率為指標來衡量公司上市後的超常績效，並以 Exponential 分配、Weibull 分配及 log-Logistic 分配及修正異質性後的 Exponential 分配、修正異質性後 Weibull 分配五個模型來進行分析。表 4 及表 6 為以淨值報酬率衡量超常績效的分析結果。表 5 及表 7 則是以資產報酬率來衡量超常績效。

當模型中納入上市時的超常績效為解釋變數之後，由表 6、表 7 中得知，公司上市時的超常績效的係數皆不顯著，而其他變數的估計係數之結果則和表 4、表 5 相似。由此可推論，上市時的超常績效之大小，並不能顯著的影響該公司後續超常績效持續時間的長短。也就是說，在投資初次上市公司時，不能僅憑公司上市當期的績效大小，就來判斷公司未來之績效好壞，更應該每期參考該公司其他各項指標，方能作出正確的預期。

因表 6、表 7 中的上市時的超常績效係數皆不顯著。另由表 4、表 5 中可發現分析的五個模型中，AIC 值均以修正異質性後的 Weibull 模型最大，所以選取修正異質性後的 Weibull 模型為最佳模型結果。

由修正異質性後的 Weibull 模型的結果，異質性參數 θ 值分別為 0.2926(淨值報酬率)、0.2994(資產報酬率)，而且顯著。表示不同公司間的存活函數的確不是完全相同的。另外，其參數 σ 是顯著的且小於 1，各自為 0.4973(淨值報酬率)、0.4951(資產報酬率)，代表公司上市時所擁有的超常績效，將會隨時間的增加，消失不見的危險率呈現遞增的趨勢。

接下來我們將針對各個解釋變數如何對超常績效的危險率、存活率與持續時間產生影響加以探討。

首先，稅後淨利率的係數值為 0.1043(淨值報酬率)及 0.1531(資產報酬率)，且是顯著的。意即稅後淨利率愈高，超常績效的持續時間愈長，危險率愈低，存活率愈高。另一方面，實證結果看到獲利能力的指標之一的營業毛利率，在表 4、表 5 中的係數值均並不顯著。由此可知，顯示當上市之後，產品本身的獲利能力並無法影響到公司的超常績效的持續時間，反而公司之非營業損益的大小會影響到持續時間的長短。

其次，關於財務結構的負債比率係數值分別為 0.0207(淨值報酬率)及 0.0180(資產報酬率)，且是顯著的，說明當負債比率愈高時，公司超常績效的持續時間愈長，危險率愈低。這樣的結論和本文的預期是一致的。

最後，檢視資產使用效率與超常績效持續時間之間的關係，由表 4 及表 5 中，應收帳款周轉率的係數值分別為 0.8178(淨值報酬率)、0.8562(資產報酬率)，而且顯著，可知該周轉率愈高，持續時間愈長。該指標表示企業現金回流的速度愈快，讓公司得以利用該現金支付流動負債的能力得以提升，另外也反映公司產品更較同業的產品有競爭力，才得以採用嚴格的信用政策。另一方面，固定資產周轉率的係數值皆為正值，0.0778(淨值報酬率)、0.0833(資產報酬率)，且顯著，反映出當固定資產的生產力愈高時，該公司的超常績效愈長，因此當比率下降時，超常績效消失的機率就愈高。

值得注意的是，不論是以淨值報酬率或資產報酬率來測度超常績效，表 4 及表 5 之中，本研究均得到董監事持股比例並不會影響超常績效的持續期間的結論，也就是說台灣電子業的初次上市公司經營績效的衰退，並非來自於代理問題，此一結論和 Mikkelsen, Parth, and Shan (1997)一樣，但和 Jain and Kini (1994) 及李建然,羅元銘(2002)的結論相反。

伍、結論

初次上市公司上市之後的績效表現，相關研究均承認公司績效會隨時間經過而下降，而過往的學術研究亦大多將重點放在探討其績效衰退之原因，但由於各研究所分別取樣的期間之不同，而有不同之結論。為解決此一選擇性偏誤的問題，本研究嘗試定義將績效指標低於同業時當成一個事件，代表此時公司

上市時的超常績效消失不見。之後，再以持續時間模型進行分析，這樣不僅能將所研究的各家公司樣本期間侷限於該公司績效衰退的區間，並能透過模型了解公司超常績效的持續時間，以及哪些因素造成公司績效的持續時間縮短及衰退。

實證結果顯示，電子業公司上市後超常績效的持續時間，大部分的公司都在1~2年內就會消失不見，但有些公司的超常績效則存在6~7年之久。而隨著公司上市的時間愈久，超常績效的存活率下降，績效消失的危險率則相對上升。顯示出，本文與過往的研究一樣都發現公司績效的確會隨時間經過而下降。

歸納實證結果發現稅後淨利率、負債比率、應收帳款週轉率與固定資產週轉率四個變數，和公司上市當時的超常績效，以及其後續超常績效的持續時間呈正向且顯著的關係。廠商營業毛利率愈大，則公司上市時的超常績效愈大，不過此一變數對於公司超常績效的持續時間，並無顯著的影響效果。此一結論說明，公司如欲維持其相對於同業有較高的營運績效，在上市時，營業毛利率為一個重要的變數，但上市之後，此一變數就無顯著的影響，相對的稅後淨利率、負債比率、應收帳款週轉率與固定資產週轉率就變的非常重要，也就是說上市之後，公司能否繼續保有相對於同業較佳的資產的使用效率、財務結構與非營業上的損益，將決定其超常績效的持續時間。

最後，在代理問題方面，本文發現董監事持股比率的大小，不論對上市時的超常績效的大小，或對上市之後超常績效的持續時間，都不會產生任何影響。此結論說明，對台灣電子業中的初次上市公司，其上市後超常績效的衰退並非為代理問題所造成的，此一結論和 Mikkelsen, Parth, and Shan (1997)一致，但和 Jain and Kini (1994)及李建然,羅元銘(2002)的結論相反。探究其原因，可能因為各家公司的董監事持股比率，雖上市之後，呈下降趨勢，但所持股份仍大，

加上台灣電子業的分紅制度，致使經營者的個人利益與公司之利益，仍呈相當密切的關聯，因此代理問題並不嚴重。

表 1 初次上市公司上市後各期的淨值報酬率之敘述統計量

持有期間	中位數	平均數	變異數	極大值	極小值	樣本數
1	1.043	1.699	17.738	18.730	-8.790	176
2	1.000	1.166	16.386	21.200	-11.790	175
3	0.675	0.795	18.392	20.035	-22.440	162
4	0.410	0.613	21.531	17.080	-20.750	159
5	0.255	0.088	21.192	11.490	-30.760	120
6	0.215	0.100	17.754	12.570	-24.600	115
7	0.143	0.249	17.302	12.050	-16.140	114
8	0.238	-0.709	58.460	10.650	-66.435	100
9	-0.025	-0.453	55.509	14.085	-49.715	82
10	0.000	0.272	14.146	9.230	-9.685	81
11	-0.450	-0.074	17.397	14.146	-11.315	81
12	0.050	-0.369	23.918	8.565	-17.365	80
13	0.080	-0.789	39.416	10.335	-34.255	68
14	-0.070	-0.867	24.766	5.960	-23.110	67
15	-0.928	-1.305	20.438	5.725	-20.995	62
16	-0.835	-1.628	36.157	7.460	-33.550	62
17	-0.195	-1.528	56.615	8.260	-41.060	51
18	-0.488	-1.104	18.622	7.970	-18.785	50
19	-0.015	-0.408	15.592	8.310	-13.830	49
20	-0.420	-1.038	40.298	14.305	-24.780	47
21	-0.570	-2.888	239.651	21.695	-85.470	45
22	0.100	-0.261	25.651	12.425	-24.675	44
23	0.050	-1.061	48.833	7.470	-33.770	43
24	-0.613	-0.536	27.085	9.450	-18.210	36
25	0.425	0.224	27.397	11.230	-20.150	34
26	0.723	-0.011	28.401	11.680	-18.570	30
27	0.348	0.056	19.914	15.710	-7.540	30
28	0.158	-1.101	42.665	7.630	-25.020	26
29	-0.735	-1.583	37.599	8.550	-17.720	24
30	0.140	0.227	29.044	9.965	-13.190	21
31	0.275	-2.185	112.230	11.705	-31.175	19
32	0.440	0.024	15.914	5.935	-9.715	17
33	-0.998	-0.154	17.777	8.440	-8.050	14
34	-1.615	-0.710	12.076	9.425	-4.215	14
35	-1.200	-1.652	16.462	4.335	-7.840	13
36	-1.435	-1.525	12.975	3.460	-6.770	11

表 2 初次上市公司上市後各期的資產報酬率之敘述統計量

持有期間	中位數	平均數	變異數	極大值	極小值	樣本數
1	0.545	1.120	8.335	13.49	-4.74	176
2	0.710	0.883	7.358	15.51	-8.02	175
3	0.725	0.663	7.836	15.17	-13.19	162
4	0.260	0.578	8.473	12.55	-10.12	159
5	0.220	0.402	7.923	10.69	-14.18	120
6	0.170	0.337	8.223	10.82	-15.18	115
7	0.135	0.350	7.798	10.115	-7.605	114
8	-0.003	-0.029	10.650	8.47	-15.82	100
9	0.090	0.044	11.550	9.71	-11.08	82
10	0.290	0.209	6.223	7.74	-6.005	81
11	-0.180	-0.043	5.854	6.035	-6.12	81
12	0.15	-0.116	9.165	6.600	-9.655	80
13	-0.113	-0.286	11.155	7.220	-14.075	68
14	-0.022	-0.235	6.545	4.990	-7.170	67
15	-0.658	-0.499	6.866	4.760	-11.11	62
16	-0.270	-0.695	7.879	4.18	-11.08	62
17	-0.235	-0.400	9.847	5.760	-15.19	51
18	-0.433	-0.313	5.205	5.790	-5.825	50
19	-0.030	0.064	5.123	7.11	-5.505	49
20	-0.29	-0.293	10.413	7.55	-12.52	47
21	-0.22	-0.601	22.577	7.12	-22.03	45
22	0.245	0.180	5.330	6.05	-5.35	44
23	-0.640	-0.047	8.537	5.88	-8.528	43
24	-0.545	-0.082	11.237	7.960	-7.955	36
25	-0.103	0.409	8.422	6.67	-9.21	34
26	0.340	0.285	8.244	7.06	-7.51	30
27	0.360	0.376	5.065	6.85	-4.28	30
28	0.148	0.175	7.654	5.84	-6.95	26
29	-0.005	-0.058	8.974	5.83	-5.18	24
30	0.830	0.686	8.466	6.445	-5.44	21
31	0.105	-0.744	33.265	8.1	-16.8	19
32	0.475	0.251	6.690	4.725	-3.92	17
33	-0.568	-0.064	5.088	4.81	-2.84	14
34	-0.925	-0.455	4.634	5.17	-3.33	14
35	-1.23	-1.137	6.489	2.475	-5.325	13
36	-1.05	-0.731	5.659	2.17	-4.1	11

表 3 影響電子業上市時擁有超常績效的因素

	淨值報酬率	資產報酬率
常數項	0.4564 (0.9560)	0.0776 (0.3640)
營業毛利率	0.1307** (0.0000)	0.0555** (0.0001)
稅後淨利率	0.1002** (0.0000)	0.0718** (0.0000)
負債比率	0.1414** (0.0000)	0.0357** (0.0019)
應收帳款週轉率	2.1334** (0.0000)	1.2942** (0.0000)
固定資產週轉率	0.3575** (0.0027)	0.1519** (0.0062)
董監事持股比率	-0.0099 (0.6944)	-0.0029 (0.8018)

附註：括弧內為 P 值(P-value)；*和**分別表示滿足 10%和 5%的顯著水準。

表 4 影響電子業的超常績效持續時間的因素(淨值報酬率)

	Exponential	Exponential (Heterogeneity)	Weibull	Weibull (Heterogeneity)	Logistic
常數項	1.4898** (0.0000)	1.1310** (0.0000)	1.6843** (0.0000)	1.4036** (0.0000)	1.2784** (0.0000)
營業毛利率	-0.0128 (0.4403)	0.0017 (0.9292)	-0.0151 (0.1556)	-0.0074 (0.4762)	-0.0075 (0.3880)
稅後淨利率	0.8555** (0.0000)	0.1821** (0.0000)	0.0577** (0.0000)	0.1043** (0.0000)	0.0865** (0.0000)
負債比率	0.0249* (0.0213)	0.0490** (0.0006)	0.0084 (0.2104)	0.0207** (0.0091)	0.0176** (0.0058)
應收帳款週 轉率	1.1011** (0.0002)	1.2940** (0.0011)	0.8514** (0.0000)	0.8178** (0.0091)	0.7313** (0.0005)
固定資產週 轉率	0.3036 (0.6108)	0.1244 (0.1143)	0.0235 (0.5252)	0.0778* (0.0765)	0.0553 (0.1491)
董監事持股 比率	0.0172 (0.1443)	0.0088 (0.5445)	0.0060 (0.4595)	0.0006 (0.9476)	0.0007 (0.9252)
σ	1	1	0.6225** (0.0000)	0.4973** (0.0000)	0.3549** (0.0000)
θ		0.1240** (0.0000)		0.2926** (0.0048)	
概似值	-189.8859	-180.9508	-179.5285	-167.0696	-171.9743

附註：括弧內為 P 值(P-value)；*和**分別表示滿足 10%和 5%的顯著水準。

表 5 影響電子業的超常績效持續時間的因素(資產報酬率)

	Exponential	Exponential (Heterogeneity)	Weibull	Weibull (Heterogeneity)	Logistic
常數項	1.5893** (0.0000)	1.1639** (0.0000)	1.7989** (0.0000)	1.4606** (0.0000)	1.2992** (0.0000)
營業毛利率	-0.0179 (0.3123)	-0.0006 (0.9777)	-0.0185 (0.1244)	-0.0055 (0.6205)	-0.0028 (0.7754)
稅後淨利率	0.0965** (0.0000)	0.2708** (0.0000)	0.0667** (0.0000)	0.1531** (0.0000)	0.1278** (0.0000)
負債比率	0.0163 (0.1780)	0.0412** (0.0142)	0.0057 (0.4593)	0.0180* (0.0623)	0.0162** (0.0037)
應收帳款週 轉率	1.1724** (0.0004)	1.3522** (0.0027)	0.9194** (0.0001)	0.8562** (0.0011)	0.8599** (0.0001)
固定資產週 轉率	0.0007 (0.9912)	0.1516** (0.0226)	-0.0146 (0.7145)	0.0833** (0.0414)	0.0440 (0.1464)
董監事持股 比率	0.0250** (0.0411)	0.0122 (0.4546)	0.0097 (0.2950)	0.0010 (0.9213)	0.0023 (0.7913)
σ	1	1	0.6390** (0.0000)	0.4951** (0.0000)	0.3421** (0.0000)
θ		0.1399** (0.0000)		0.2994** (0.0093)	
概似值	-167.5615	-149.2699	-159.1078	-137.8680	-143.0544

附註：括弧內為 P 值(P-value)；*和**分別表示滿足 10%和 5%的顯著水準。

表 6 影響電子業的超常績效持續時間的因素(淨值報酬率)

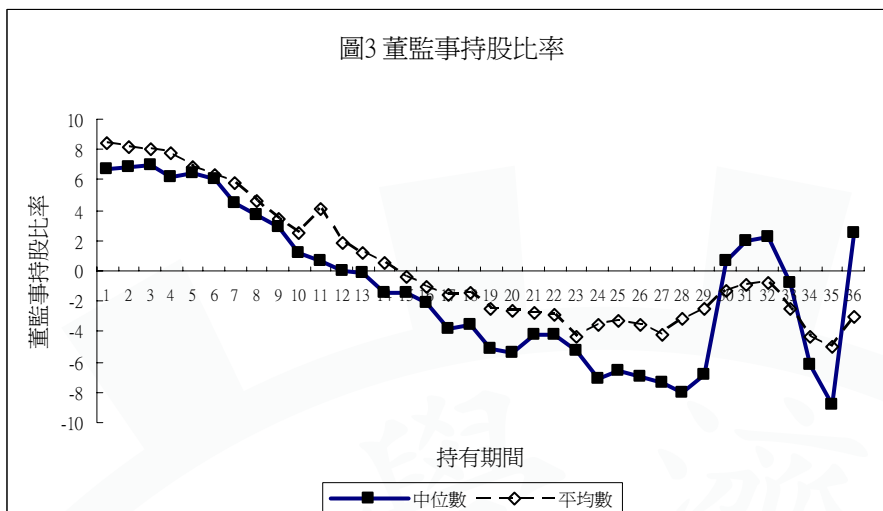
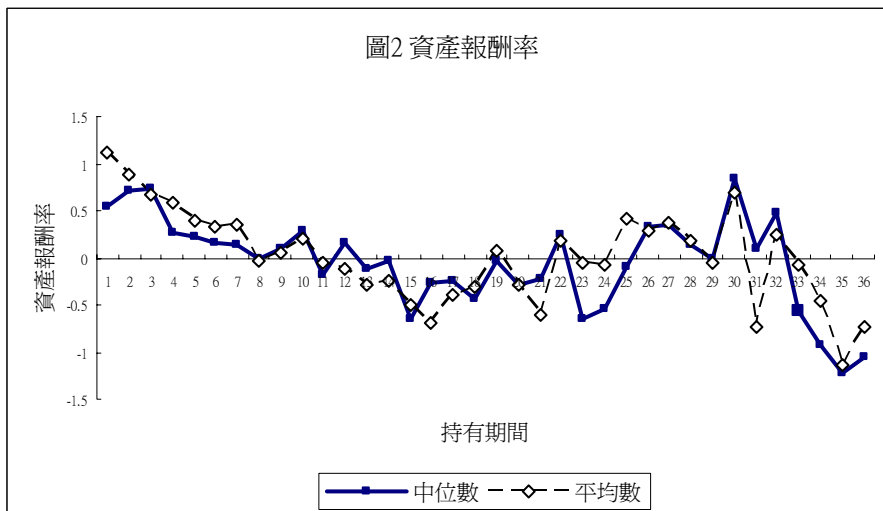
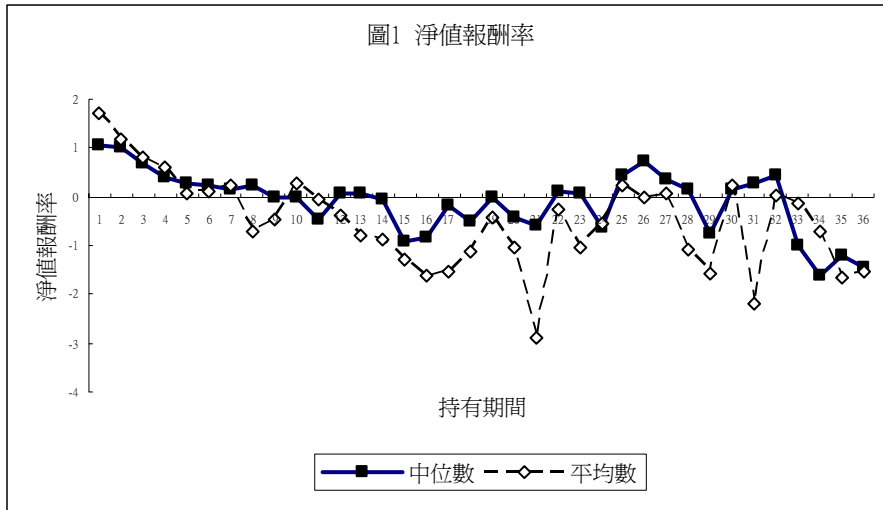
	Exponential	Exponential (Heterogeneity)	Weibull	Weibull (Heterogeneity)	Logistic
常數項	1.5360** (0.0000)	1.1767** (0.0001)	1.6694** (0.0000)	1.4041** (0.0000)	1.2773** (0.0000)
上市時的超 常績效	-0.1474 (0.6172)	-0.0177 (0.7224)	0.0046 (0.6714)	-0.0002 (0.9854)	0.0005 (0.9637)
營業毛利率	-0.1204 (0.4826)	0.0043 (0.8323)	-0.0151 (0.1498)	-0.0073 (0.4787)	-0.0077 (0.3795)
稅後淨利率	0.0855** (0.0000)	0.1815** (0.0000)	0.0573** (0.0000)	0.1043** (0.0000)	0.0866** (0.0000)
負債比率	0.0255* (0.0183)	0.0500** (0.0005)	0.0081 (0.2291)	0.0207** (0.0100)	0.0175** (0.0069)
應收帳款週 轉率	1.1323** (0.0001)	1.3416** (0.0008)	0.8373** (0.0000)	0.8187** (0.0007)	0.7297** (0.0005)
固定資產週 轉率	0.0335 (0.5737)	0.1303* (0.0982)	0.0227 (0.5380)	0.0779* (0.0767)	0.0551 (0.1507)
董監事持股 比率	0.0176 (0.1348)	0.0091 (0.5316)	0.0058 (0.4709)	0.0006 (0.9471)	0.0007 (0.9273)
σ	1	1	0.6187** (0.0000)	0.4974** (0.0000)	0.3549** (0.0000)
θ		0.1241** (0.0000)		0.2925** (0.0049)	
概似值	-189.6368	-180.5821	-179.4938	-167.0695	-171.9729

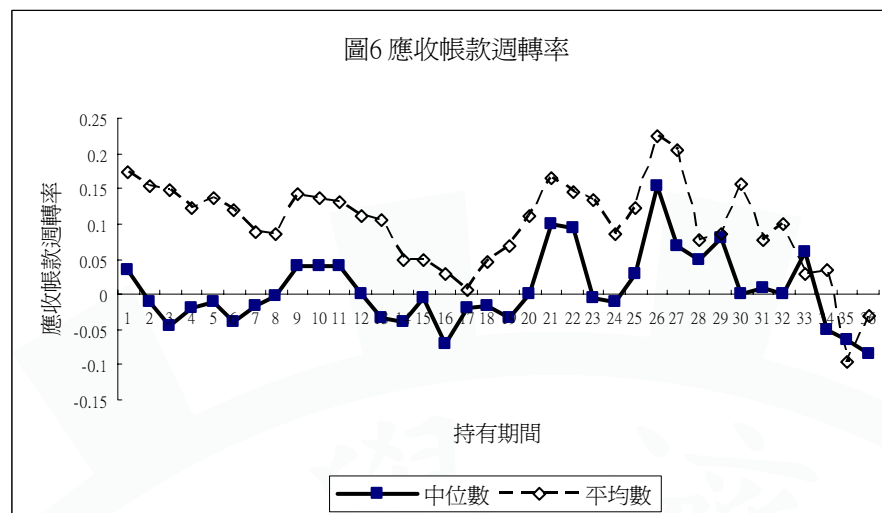
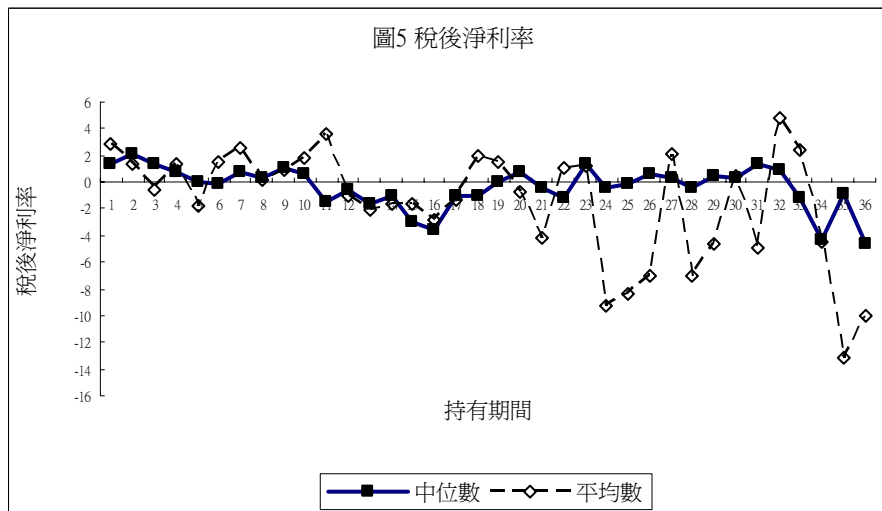
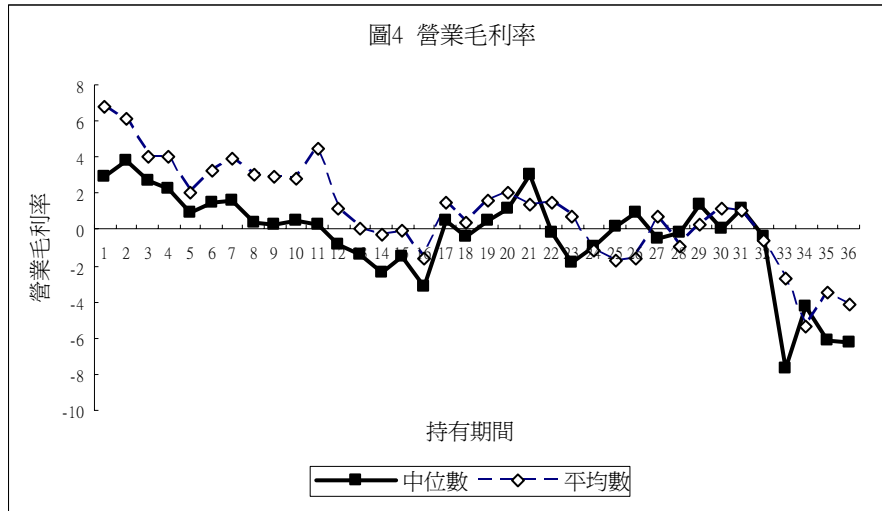
附註: 括弧內為 P 值(P-value); *和**分別表示滿足 10%和 5%的顯著水準。

表 7 影響電子業的超常績效持續時間的因素(資產報酬率)

	Exponential	Exponential (Heterogeneity)	Weibull	Weibull (Heterogeneity)	Logistic
常數項	1.6813** (0.0000)	1.1268** (0.0000)	1.8158** (0.0000)	1.4908** (0.0000)	1.3189** (0.0000)
上市時的超 常績效	-0.0501 (0.4218)	-0.0744 (0.2734)	-0.0091 (0.7643)	-0.0220 (0.7098)	-0.0174 (0.7726)
營業毛利率	-0.0156 (0.3918)	0.0069 (0.7340)	-0.0183 (0.1342)	-0.0032 (0.7813)	-0.0006 (0.9564)
稅後淨利率	0.0960** (0.0000)	0.2703** (0.0000)	0.0670** (0.0000)	0.1547** (0.0000)	0.1280** (0.0000)
負債比率	0.0166 (0.1727)	0.0431** (0.0101)	0.0058 (0.4522)	0.0189* (0.0547)	0.0168** (0.0326)
應收帳款週 轉率	1.2374** (0.0002)	1.4625** (0.0012)	0.9355** (0.0001)	0.9043** (0.0008)	0.8959** (0.0001)
固定資產週 轉率	0.0023 (0.9693)	0.1638** (0.0133)	-0.0144 (0.7212)	0.0892** (0.0343)	0.0472 (0.1214)
董監事持股 比率	0.0256** (0.0351)	0.0123 (0.4531)	0.0099 (0.2869)	0.0012 (0.9071)	0.0027 (0.7578)
σ	1	1	0.6425** (0.0000)	0.5006** (0.0000)	0.3434** (0.0000)
θ		0.1415** (0.0000)		0.2958** (0.0106)	
概似值	-166.9698	-148.1188	-159.0717	-137.5171	-142.7606

附註: 括弧內為 P 值(P-value); *和**分別表示滿足 10%和 5%的顯著水





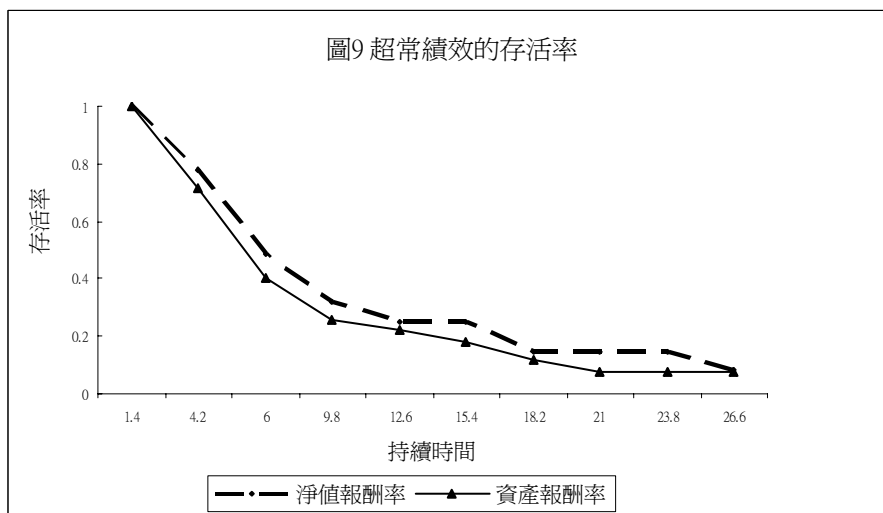
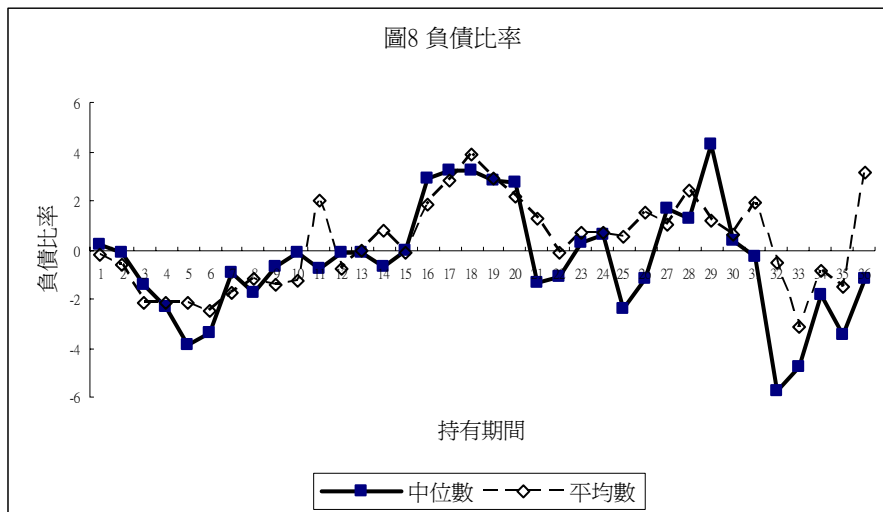
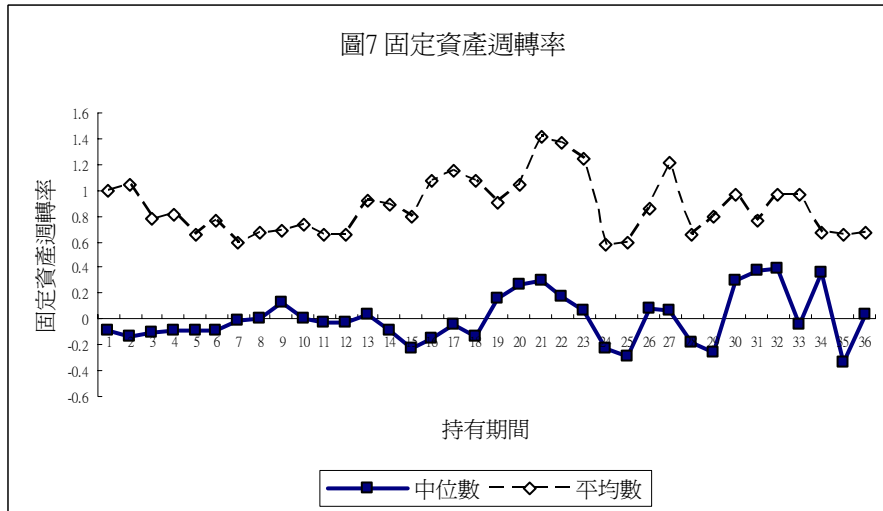
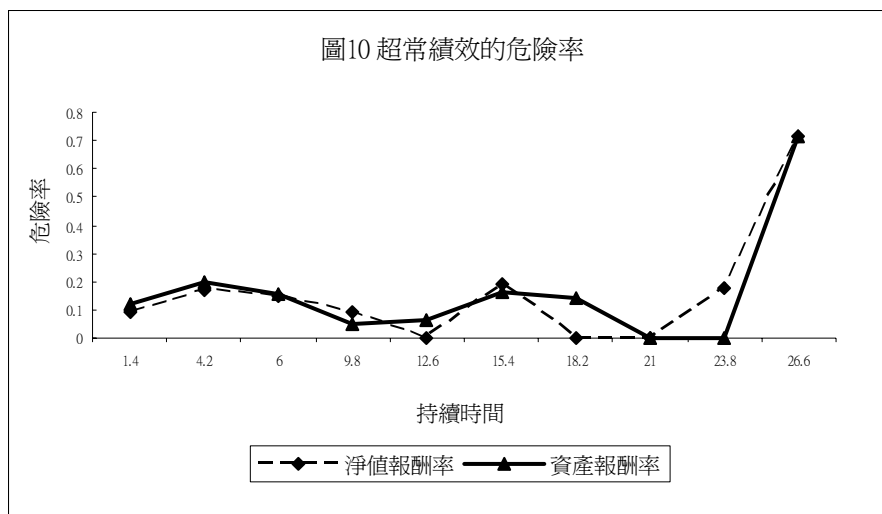


圖10 超常績效的危險率



參考文獻

1. 李建然、羅元銘，新上市公司上市後營運績效衰退原因之探討，財務金融學刊，民國九十一年，第十卷第一期。
2. Agrawal, A., and G. N. Mandelker 1990, " Large Shareholders and the Monitoring of Managers: the Case of antitakeover Charter Amendments," Journal of Financial and Quantitative Analysis 25, 143-161.
3. DeAngelo, H., and R. W. Masulis, 1980, "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation," Journal of Financial Economics 8, 3-29.
4. Demsetz, H, 1983, "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," Journal of Law and Economics 26, 375-390.
5. Hui, W., 1991, "Proportional Hazard Weibull Mixtures," Mimeo, Department of Economics, Australian National University, Canberra.
6. Jain, B. A. and O. Kini, 1994, "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms," The Journal of Finance 49, 1699-1726.
7. 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.
8. Klein, J. P. and Moeschberger, M.L., 1997, Survival Analysis: Techniques for Censored and Truncated Data, New York, NY: Springer-Verlag.
9. Lancaster, T., 1979. "Econometric methods for the duration of unemployment.," Econometrica 47, 939-956.
10. Long, M. S. and I. B. Malitz, 1985, "Investment patterns and Financial Leverage: In Corporate Capital structures in the United States" , B. M. Friedman,ed. Chicago: The University of Chicago Press, NBER.
11. Mikkelson , W. H., M. Partch and K. Shah, 1997, "Ownership and Operating Performance of Companies that go public," Journal of Financial Economics 44, 281-307.

12. Ming-Yuan Chen, 2002, "Survival duration of plants: Evidence from the US petroleum refining industry" *International Journal of Industrial Organization* 20, 517-555.
13. Modigliani, F. and M. H. Miller, 1963, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economics Review* 53, 433-443.
14. Ross, Stephen A., 1977, "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach," *The Bell Journal of Economics* 8, 23-41
15. Shleifer, A. and R. Vishny, 1986, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy* 94, 461-488.