



香 港 樹 仁 大 學

家族控制,董事會的領導架構與公司的經營績效：
香港的驗證

林天恩、李樹甘

香港樹仁大學

Feb 2009

經濟及金融學系

Working Paper Series

Department of Economics and Finance

Working Paper Series
Feb 2009

All Rights Reserved
ISBN: 978-962-8719-92-1
Copyright © 2009 by Hong Kong Shue Yan University

Information on the Working Paper Series can be found on the last page. Please address any comments and further inquiries to:

Dr. Shu-kam Lee
Working Paper Coordinator
Department of Economics and Finance
Hong Kong Shue Yan University
10 Wai Tsui Crescent
Braemar Hill Road
North Point
Hong Kong
Fax: 2806-8044
Tel: 2806-5121 (Mr. Jeffery Chan)
Email: sklee@hksyc.edu

家族控制,董事會的領導架構與公司的經營績效：香港的驗證

摘要

董事會的架構是公司內部控制系統的其中一個重要部份，同時它也是公司治理文獻中最具爭議的其中一項。可是，以往有關的重要研究文獻著重於美國公司和所得出的結論並不一至的。所以，這份研究將會探究有關香港行政總裁和董事會主席兩職兼任(兩職兼任)及公司經營績效，結果發現家族控制因素的確對「兩職兼任與公司經營績效關係」具有影響性。我們的實證結論指出，在家族控制因素中，「兩職兼任與公司經營績效關係」是權變模式的。兩職兼任是有利於非家族公司，而兩職分任則有利於家族控制的公司。

關鍵字：公司治理；行政總裁和董事會主席兩職兼任；公司經營績效；家族控制

JEL 分類: G34, G38, G32, L25

1. 序言

自亞洲金融風暴與美國公司醜聞爆發以來，公司治理在過往十年一直被受關注。公司治理主要是指那些可以用作減少代理問題的外部規律及內部系統¹，也可以是指那些「可監控和指引公司運作的系統」(Cadbury, 1992, p.15)。以往關於公司治理的研究通常集中於美國公司，但關於亞洲國家的研究文獻卻比較少(Kiel and Nicholson, 2003)。可惜香港與美國及西方國家的公司治理架構有所不同，有關於美國公司的實證結論未必適用於香港及其他亞洲地區(Cho and Kim, 2007)。

行政總裁和主席兩職兼任早已成為美國公司董事架構的主流，當中的七至八成的美國公司結合了行政總裁和董事會主席兩職的角色(Rechner and Dalton, 1991; Rhoades et al., 2001; Chhaochharia and Grinstein, 2007)。可是，在現今歐洲的公司治理習慣卻普遍地把行政總裁和董事主席的角色分割開去，當中只有一成英國的上市公司結合此兩種角色(Coles et al., 2001; Higgs, 2003; Kang and Zardkoohi, 2005)。在世界的另一端，亞洲公司的董事會結構卻處於兩端之間。香港是前英國殖民地，而且擁有發展成熟的監管架構和資本市場。香港公司的特點是擁有權集中於少數人，而且它們大多數有一個主要的股東或掌控家族(HKSA, 1995; Claessens et al., 2000a)。在香港，上市公司中的兩職兼任佔的比例為 1996 年的 54%(Gul and Leung, 2004) 和 1995 年至 1998 年間的 52%(Chen et al., 2005)。此文研究著重於香港「兩職兼任與經營績效關係」。

此論文分為幾個章節。章節一簡單介紹此論文。章節二討論相關的公司治理文獻和有關的假定的確立。章節三則解釋當中的研究方法、樣本數據、迴歸模樣和各種變

量。章節四交待樣本數據及實證結果的分析。章節五則討論與詮釋實證結論。最後，章節六交待結論。

2. 相關的文獻及假定

股份有限公司的發展促使企業的管理權和擁有權分立(Berle and Means, 1932)。那些被聘任為營運公司的管理專才未必會以股東的利益為主，代理問題因而產生出來。

早在十八世紀，人們已對管理者管理他人資產所出現的問題有所關注 (Smith, 1776)。如果公司管理者與擁有者的利益不相同，在企業中會出現管理者與擁有者之利益矛盾(Jensen and Meckling, 1976)。管理者很可能以會他們自身利益的角度出發去營運公司，卻並非從股東財富最大化的角度出發。因此有需要給予管理者一些財政上的利益才能保障擁有者的利益，亦可能需要更多的成本作監控，例如設立獨立監控委員會，從而減少代理問題。

董事會架構其實可從兩個角度窺探。主張代理理論的學者指出行政總裁與董事會主席的角色理應分開；否則，由一人擔當兩者角色將會支配董事會。合併行政總裁與董事會主席的角色通常象徵一個有主導地位的行政總裁，這很可能造成董事會運作沒有效率(Daily and Dalton, 1993; Jensen, 1993)。結果，兩職兼任會減低董事會的獨立性(Finkelstein and D'Aveni, 1994; Rhoades et al., 2001)，以致董事會成員由較少獨立性的董事出任。因此，我們作出以下的假定：

H1：行政總裁和主席兩職兼任與董事會中獨立董事的比例是一個負向關係

Higgs(2003)建議將兩者角色分開，這可『避免』權力集中於一身和分開日常運作和董事會的不同角色』(p.23)。那些行政總裁是專責執行公司政策及營運公司，董事會的主席則是專責董事會及監察和評估管理行為。董事會同時負責「監察、聘任、解僱、評估行政總裁以及其酬報」因此董事會主席在監察的同時理應不能同時是受評估的同一人；否則，就會出現自我評估的情況(Jensen, 1993, p. 36)。否則，行政總裁會由此得到過大權力「去進一步獲取自身的利益，卻並非股東們的利益」(Weisbach, 1988, p. 435)。因此，兩職兼任會為公司帶來負面的經營績效，所以我們作出以下的假定：

H2a：行政總裁和主席兩職兼任與公司經營績效呈現負向關係。

相反地，管家理論倡導者則反駁和認為管理者理應是可信的，他們是公司資源的好管家(Donaldson, 1990; Donaldson and Davis, 1991, 1994)。管家理論倡導者認為管理者是積極自我實現者，而非機會主義者。在財政動機以外，管理者同樣受非財政上

的動機所推動，例如工作滿足度、晉升及被認同程度、對權力核心的尊重與認同，以及工作環境之道德操守。他們從擔當具挑戰性的工作中尋找內在滿足感，管理者並不會冒險以自己的工作前途及聲譽去做一些與公司股東的利益背道而馳的事情。他們將來在就業及退休金權利等方面所擁有的利益十分依賴現存的公司，所以他們的利益與公司股東並沒有衝突。管家理論的支持者因而認為管理者與擁有者之間沒有內在的矛盾。他們相信兩職兼任會促進一個團結、強大及擁有明確策略方向的領導層。由於行政總裁擁有工商業知識及清楚如何營運公司，因此合併兩者角色能夠協助制定及時和最佳的決策(Brickley et al., 1997)。因此，兩職兼任預期會對公司經營績效有正面的影響，於是我們作出以下假定：

H2b：行政總裁和主席兩職兼任與公司經營績效呈現正向關係。

根據以往的研究經驗，兩職兼任與公司經營績效之間的關係依然是不一至和沒有結論的(參考：Daily and Dalton, 1997a, 1997b; Dalton et al., 1998; Kang and Zardkoohi, 2005)。一些過往的研究支持把行政總裁和董事會主席的角色分開(參考：Rechner and Dalton, 1991; Daily and Dalton, 1994a, 1994b; Chen et al., 2005)，其他研究則建議合併角色(參考：Donaldson and Davis, 1991; Brickley et al., 1997; Coles et al., 2001)。還有一些研究卻偵測不到董事會領導架構與公司經營績效之間有任何明確的關係(參考：Baliga et al., 1996; Daily and Dalton, 1992, 1993, 1997a, 1997b; Dalton et al., 1998; Dulewicz and Herbert, 2004)。

可是，實證顯示並沒有唯一最佳董事會領導架構，公司應該視於他們自身組織上的特徵和身處的營商環境去選擇最適合的模式(參考：Finkelstein and D'Aveni, 1994; Boyd, 1995; Rhoades et al., 2001; Palmon and Wald, 2002; Kiel and Nicholson, 2003; Faleye, 2004)。Finkelstein and D'Aveni (1994) 發現當行政總裁的非正式權力³和公司經營績效較低時，那些具警惕性的董事會²會較喜歡採用兩職兼任的架構。他們相信在這些情況下，兩職兼任的統一領導帶來的利益比管理者瀆職帶來的風險大。相反，當行政總裁的非正式權力與公司經營績效同樣高的時候，董事會的警惕性與兩職兼任出現負向關係。Boyd (1995) 發現兩職兼任於某些環境情況下是較有利的，例如資源缺乏以及複雜和轉變快的營商環境中，Faleye (2004) 亦發現有複雜運作系統、良好的行政總裁聲譽、管理人擁有較多的股權，及董事會規模較細的公司較可能出現兩職兼任。再者，Rhoades et al. (2001) 發現兩職兼任與公司經營績效的關係是取決於決策的範疇，他們偵測到在反收購(薪酬)的研究下，兩職分任的結構與公司經營績效有一個負向(正向)關係。相同地，Kiel and Nicholson (2003) 以實證指出澳洲公司董事會的領導架構取決於公司規模及營商環境。兩職分任結構通常較容易被澳洲的大公司所採用，兩職兼任架構則通常在「一些高度創業性的情況下」被採用(Kiel and Nicholson, 2003, p.202)。同樣地，Palmon and Wald (2002) 也偵測到細規模公司與兩職兼任出現正向關係，歸納出兩職分任對大規模公司會帶來較多益處。

在家族控制的公司裏，掌控家族的成員通常會委任董事入董事會，因此這些受委任董事的獨立性是受質疑的(Chen and Jaggi, 2000; Leblanc and Gillies, 2005)。再者，家族成員往往擁有董事會領導性的控制權，甚至掌管高層管理職位，例如行政總裁和/或董事會主席。(La Porta et al., 1999)。因此，兩職兼任在家族控制的公司中較非家族公司更為普遍(參考：Cheung et al., 2004; Lei and Song, 2004; Chen et al., 2005)，這假定為：

H3：家族控制的公司比非家族控制公司較大機會出現行政總裁和主席兩職兼任架構。

在家族控制的公司裡，其家族成員通常參與管理及控制公司，這促使管理者瀆職和剝奪小股東的利益(Claessens et al., 1999)。因此，家族控制因素的出現會對香港公司的公司治理造成負面的影響。Cho and Kim (2007)發現控股股東的存在會對獨立董事與公司經營績效的聯合關係有負面的影響。Chen and Jaggi (2000) 則發現家族控制的公司比非家族控制公司有較少的財政披露。可是，Chen et al. (2005) 未能在兩職兼任和公司的會計經營績效之間偵測到任何顯著的關係，與此同時他們卻找到兩職兼任和市賬率(MTBV)⁴之間有顯著的關係。以往大部份有關香港公司的研究都未有集中討論家族控制對兩職兼任和公司經營績效關係的成效(參考：Chen and Jaggi, 2000; Cheung et al., 2004; Lei and Song, 2004; Chen et al., 2005)，而這篇論文將會作出實證研究。⁵因此，我們假定：

H4：公司的家族控制因素會對行政總裁和主席兩職兼任與公司經營績效的聯合關係中有負面的影響。

3. 研究方法

這篇論文將集中研究於 2003 年有關在香港聯合交易所(HKSE)主板上市公司的董事會領導架構和公司經營績效。我們將運用皮爾遜相關性係數、t-檢驗和多重變數迴歸分析去證明以上各項的假定。

3.1 樣本

這研究選定的樣本公司包含三種主要恒生指數內的成份股，它們分別為恒生香港綜合指數(HSHKCI)⁶、恒生中國企業指數(有關 H-股公司)(HSCEI)、恒生香港中資企業指數(有關紅籌公司)(HSCCI)。這裏的樣本選取方法和 Cheung et al. (2004)所用的相類似。

H 股公司是指那些在內地成立及在香港上市的公司(Cheung et al., 2004; Lei and

Song， 2004)。紅籌公司是指在香港同時成立及上市但被內地實體控制(最少三成)而又從內地中衍生至少五成的銷售盈利(利潤或資產)。⁷

這些有關董事會領導架構和公司經營績效的資料和數據主要來自公司的財政報告和財務數據庫，譬如 Datastream International 和 Worldscope。當中有二十一間公司由於只在 2003 至 2004 年度上市的關係，需要從樣本中剔除。另外，由於它們特別的資產結構，有十九間銀行、金融和保險公司需要刪除(Cheung et al.， 2004； Leung and Horwitz， 2004)。其他兩間公司，由於離群值要被刪除。還有兩間由於在 2003 年被收購而經歷重大營運改變，亦需要刪除。因此，樣本公司的數已經由一百七十二間減至一百二十八間(參考：表一)。當我們從 Datastream International 和 Worldscope 中抽取數據，我們從財務數據庫中遇到數個錯誤⁸，所以我們給予多個更正。

表一：樣本公司數目

原來樣本數目		172
缺乏代表性	於 2003 年或之後在香港聯合交易所上市	21
財務公司	特別的資產結構	19
離群值	離群的會計數據/比率	2
	嚴重營運改變	2
減少後的樣本數目		128

3.2 多重變數迴歸模型

這研究運用四條多重變數迴歸模型來測試兩職兼任和公司經營績效之間的關係：

$$Y_j = \beta_0 + \beta_1 \text{DUAL} + \beta_2 \text{PINED} + \beta_3 \text{RCOM} + \beta_4 \text{NCOM} + \beta_5 \text{L_BSIZE} + \beta_6 \text{HIST} + \beta_7 \text{MI} + \beta_8 \text{TOP1} + \beta_9 \text{CR} + \beta_{10} \text{DE} + \beta_{11} \text{LIST} + \beta_{12} \text{IND} + \beta_{13} \text{L_TA} + \beta_{14} \text{L_MKCAP} + \beta_{15} \text{L_NSAL} + \varepsilon$$

當中 Y 代表公司經營績效

$$J = \text{ROA}, \text{ROE}, \text{ROCE}, \text{MTBV}$$

當中的因變數，公司經營績效是由四種經營績效量度方法所代表，包括以會計為基礎及以市場為基礎兩種量度方式。這三種會計經營績效的量度方法包括資產報酬率(ROA)，資本利潤率(ROE)，和運用資本報酬率(ROCE)，而市場經營績效則用市賬率(MTBV)量度。在兩職兼任作為一個獨立變量以外，其他董事會特性及個別公司特性被視為影響公司經營績效的，則包含于迴歸模型的控制變量中。這些控制變量包括董事會中獨立董事的比例(PINED)、薪酬委員會的存在(RCOM)、董事會規模的

自然對數(L_BSIZE)、公司歷史(HIST)、小數股東權益(MI)、個人最大控股(TOP1)、資金流動比率(CR)、負債權益比率(DE)、雙重上市(LIST)、行業(IND)、總資產的自然對數(L_TA)、市值的自然對數(L_MKCAP)、和銷售淨額的自然對數(L_NSAL)。家族控制因素則被引用為一個調節變量。多重變量迴歸模型中的變量定義列於表二。

表二：變量的定義

變量	定義
β_0	截距
ε	誤差
因變量	
ROA	總資產報酬率
ROE	資本利潤率
ROCE	運用資本報酬率
MTBV	市賬率
獨立變量(自變量)	
DUAL	行政總裁和主席兩職兼任(1 =兼任， 0 =分任)
控制變量	
PINED	董事會中獨立董事的比例
RCOM	薪酬委員會(1 =存在， 0 =不存在)
NCOM	提名委員會(1 =存在， 0 =不存在)
L_BSIZE	董事會規模的自然對數
HIST	公司歷史(1 =1997 前， 0 =非 1997 前)
MI	小數股東權益
TOP1	個人最大控股百分比
CR	資金流動比率
DE	負債權益比率
LIST	雙重上市(1 =雙重上市， 0 =非雙重上市)
IND	行業(1 =公用事業， 0 =非公用事業)
L_TA	總資產的自然對數
L_MKCAP	市值的自然對數
L_NSAL	銷售淨額的自然對數
調節變量	
FCON	家族控制因素

3.3 因變量，獨立變量(自變量)及控制變量

公司經營績效

總資產報酬率(ROA)，資本利潤率(ROE)及運用資本報酬率(ROCE)會用作量度公司的盈利率。市賬率(MTBV)是普通股的市場價值與普通股的賬面值的比率，也用作量度公司價值。以往一些研究發現 Tobin's Q 與市賬率有很大程度的相關性，⁹ 所以後者普遍地用作實證測試中 Tobin's Q 的替代(Bai et al., 2004)。

行政總裁和主席兩職兼任

行政總裁和主席兩職兼任(兩職兼任) (DUAL)是一個二項分類變量。如果兩職兼任是由相同的控股家族成員所掌控，行政總裁與董事兩者角色的分開並不一定提升董事會的監察功能。在家族控制的公司中，兩者角色通常會由同一人或由不同家族成員所擔任(Cheung et al., 2004; Lei and Song, 2004; Chen et al., 2005; Tam and Tan, 2007)。因此，這研究把行政總裁與董事會主席由同一家族中的兩個成員掌控，都定類為兩職兼任(Lei and Song, 2004)。

獨立董事的比例

根據代理理論，獨立董事有較好的監察管理活動(Fama, 1980)。所以，較高比例獨立董事的董事會則會提升監察效率(Fama and Jensen, 1983)。

董事會委員會

普遍相信董事會中的監督委員會會提升公司治理，因為董事會的工作可以被清楚地分配於各委員會中(Higgs, 2003, p.59)。那三種被普遍接受的監督委員會是核數、提名和薪酬委員會(Tricker, 1994)。所有樣本公司也有一個核數委員會，只有薪酬委員會(RCOM)或提名委員會(NCOM)的出現被包括為控制變量。

董事會規模

很多研究文獻指出較大規模的董事會普遍都是效率較低的，因為董事之間會有較低凝聚力及參與性；而且也較困難去達致共識(Judge and Zeithaml, 1992)。因此，一個大規模的董事會會為公司經營績效帶來負面的影響(Yermack, 1996)。雖然如此，其他的一些研究卻持相反意見(參考: Dalton et al., 1999; Mak and Li, 2001; Kiel and Nicholson, 2003)。在迴歸模型中，董事會規模會被表達成一個自然對數(L_BSIZE)。

公司歷史

公司歷史(HIST)可能對擁有權架構有所影響，因為歷史長遠的公司股份可能會更廣泛地被持有(Yermack, 1996)，這結果可能會影響公司治理和公司經營績效。可是，大部份 H 股及紅籌公司只在過去十年或以內於香港成立及上市。因此，以在香港成

立或上市的日子來計算公司年齡，這會對那些中國有關的公司做成不公平。亞洲金融風暴發生於 1997 年，很多經營績效較差的公司都不能捱過這風暴。所以 1997 年被採用為這控制變量的一個分界線。

少數股東權益

少數股東權益(MI)代表一間附屬公司中不被控股公司持有的部份。股權分散的附屬公司可以是「良好公司治理的一個指標」(Cheung et al., 2004, p.9)，因為它能令控股股東採用有利整體的政策。因此，少數股東權益(MI)成為一個控制變量(Leung and Horwitz, 2004)。

個人最大(家族)控股

有些人相信大股東可以更好地監察管理者和更好地控制公司資產，因為他們有強大的動機及能力去保護他們的利益和極大化公司的價值(Shleifer and Vishny, 1997)。可是，個人最大股東或掌控家族(TOP1)的利益未必與小股東一致。再者，一些機構投資者，例如退休基金，可能著眼點較多於一些其他事項，例如政治及社會議題，卻並非公司經營績效上(Woidtke, 2002)。

資金流動比率及負債權益比率

一間公司的資金流動比率與負債權益比率可能導致外來公司的監控(Chen and Jaggi, 2000)。債項持有者會積極地監察公司的資本結構及資金流動性以保障自身的利益(Hutchinson and Gul, 2004)。資金流動比率和負債權益比率通常分別用作量度一間公司的資金流動性及資金槓桿，它們也成為控制變量(參考，例如，Chen and Jaggi, 2000；Gul and Leung, 2004；Cheung et al., 2004)。

雙重上市

在香港及外國股票市場上市的公司需要符合兩地市場的上市規例。因此，這些公司普遍地被視為擁有較好的公司治理。但是，那些透過美國預托證券(ADRs)在美國交叉上市的公司，尤其是 level 1 預托證券，並不需要跟隨美國一般會計原則及證監會的要求，因為那些要求在 OTC 交易下是自願性的(Lei and Song, 2004)。再者，實證證明美國預托證券(ADRs)上市並不減低資訊不對稱的情況(Bailey et al., 2006)。因此，雙重上市(不包括那些透過美國預托證券(ADRs)在 OTC 上市)¹⁰也是一個控制變量(參考，例如，Lei and Song, 2004；Gul and Leung, 2004；Cheung et al., 2004)。

行業

那些在金融行業的公司，例如銀行及保險，普遍擁有較好的公司治理(Cheung et al., 2004)，因為這些公司受制於嚴謹的法規要求(Chen and Jaggi, 2000)。這些公司擁有特別的資本結構及受制於不同的披露要求，因此它們不包含於樣本中(Gul and Leung, 2004；Cheung et al., 2004)。另一方面，那些在公用事業的公司(IND)可以

賺取較穩定的收入和提升公司經營績效(Chen and Jaggi, 2000), 因此公用事業將包括成爲一個控制變量。

公司規模

公司規模可以被聯繫到其他公司的特性中和可以與董事會規模及公司價值構成關聯性(Yermack, 1996, p.197)。公司規模可以由公司的總資產賬面值、市值或當年的淨銷售所代表。因這三種公司規模可以對公司經營績效做成不同的影響, 它們將被包括於實證測試中(參考 Wallace and Naser, 1995; Chen and Jaggi, 2000; Kiel and Nicholson, 2003)。總資產的自然對數(L_TA)、市值的自然對數(L_MKCAP)和銷售淨額的自然對數(L_NSAL)也包括爲控制變量。以往的實證研究指出公司經營績效與總資產有負向關係(參考 Lang and Stulz, 1994; Chen and Jaggi, 2001; Cheung et al., 2004)及與市值 (參考 Wallace and Naser, 1995; Yermack, 1996)和淨銷售有正向關係(參考 Wallace and Naser, 1995; Chen and Jaggi, 2000)。

4. 數據分析及結果

4.1 樣本統計資料

樣本公司的統計資料載列於表三。這些樣本公司擁有比較高的資本利潤率(ROE)。所有樣本公司的平均資本利潤率(ROE)是 12.4%, 比總資產報酬率(ROA)的 7.4%及運用資本報酬率(ROCE)的 10%較高。一般而言, 非家族公司比家族公司擁有較高的會計經營績效(ROE: 12.98%對 11.94%)。雖然如此, 家族公司的收入偏差較非家族公司爲高(ROE: 13.5%對 9.6%)。換言之, 非家族公司在較低偏差下普遍比家族公司賺取較高利潤。與所有樣本公司類似, 家族與非家族公司的平均市賬率(MTBV)都是 1.7, 但家族公司比非家族公司有較大的差異。總結而言, 於公司經營績效的分散程度和偏差程度而言, 家族公司比非家族公司有較高的風險。

行政總裁及董事會主席兩個角色由一個人或同一控股家族中的兩個成員擔任則被視爲行政總裁和主席兼任(Lei and Song, 2004)。在所有樣本公司中, 有 41%(128 間公司中的 53 間)出現兩職兼任的情況¹¹。相反地, 行政總裁與董事會主席的角色在 59%的樣本公司中(128 間中的 75 間)由兩個沒有家族關係的人擔任。家族公司出現兩職兼任的比例(54%)比非家族公司(26%)爲高。Chen et al. (2004)和 Lei and Song (2004)也有相似的發現。

樣本公司的平均董事會規模是 10.77, 當中包括 3.26 個獨立董事(代表了董事會的 30%)。事實上, 在 2003 年樣本中的獨立董事數目比當時上市要兩個還要多¹²。所有樣本公司(100%)也有核數委員會, 但只有 25%擁有薪酬委員會及 9%有提名委員會。相對於家族控制公司, 較多非家族公司擁有薪酬委員會(26%對 24%)和提名委員會(12%對 6%)。

很大部份的香港上市公司由家族集團持有。在樣本中，平均最大的個人控股(或控股家族)持有 53.1%。再者，家族控股公司(51.1%)和非家族公司(55.6%)之間的平均個人最大控股沒有很大的差別。普遍而言，家族公司有較長的經營歷史(Claessens et al., 2000a)。在所有樣本公司中，68%在 1997 年之前成立。再把它們細分，89%的家族控制公司和 42%的非家族公司在 1997 年之前成立。

樣本公司的資金流動比率及負債權益比率屬於正常。平均資金流動比率有 2.27，較標準的 2 略高。非家族及家族公司的平均資金流動比率水平差不多。再者，樣本公司中的負債權益比率有 27.7%。普遍而言，家族控制公司的負債權益比率(28.64%)較非家族公司的(26.55%)略高。

表三：所有樣本的統計數據

所有樣本(n=128, 2003)						
連續性變量	單位	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
ROA	%	7.42	5.80	-6.29	42.81	7.70
家族		7.19	5.07	-6.29	32.36	8.45
非家族		7.71	6.76	-3.99	42.81	6.71
ROE	%	12.40	10.20	-11.11	48.25	11.89
家族		11.94	7.61	-11.11	48.14	13.51
非家族		12.97	11.57	-6.81	48.25	9.60
ROCE	%	10.03	7.73	-6.44	51.07	9.94
家族		9.97	5.91	-6.44	51.07	11.30
非家族		10.11	7.97	-3.93	44.41	8.04
MTBV	數值	1.73	1.34	0.12	9.03	1.42
家族		1.72	0.99	0.12	9.03	1.74
非家族		1.74	1.67	0.40	5.06	0.90
PINED	%	31.84	30.00	12.50	92.31	11.81
BSIZE	數值	10.77	10.00	4	25	3.46
MI	%	6.56	2.33	0	42.76	9.68
TOP1	%	53.13	55.14	0.77	90.00	16.09
CR	數值	2.27	1.75	0.08	23.81	2.62
DE	%	27.71	20.33	0.00	203.01	31.05
TA	百萬元	39117	11428	674	615096	88481
MKCAP	百萬元	34477	9797	261	834215	93770
NSAL	百萬元	15975	3405	24	411798	48308

二項分類 變量		1 是	0 否			
DUAL	%	41.4	58.6			
家族		54.0	46.0			
非家族		26.0	74.0			
RCOM	%	25.0	75.0			
NCOM	%	9.0	91.0			
HIST	%	68.0	32.0			
LIST	%	18.0	82.0			
IND	%	7.0	93.0			

很多在本地上市的公司不願意同時在外國股票交易所上市，因為當中需要更多的成本。只有 18% 的樣本公司已經在外地股票交易所雙重上市，很少部份的家族公司(7%)願意在外地上市，相比非家族公司的 32% 較少。

4.2 實證研究的結果

在實證測試的假定，兩個變量的會用相關性及 t-檢驗測試，多重變量的則用相關性及多重變量迴歸模型測試。用作實證測試的假定列於表四。

表四：實證測試的種類

假定	要檢驗的關係	實證測試
H1	行政總裁和主席兩職兼任與獨立董事的比例	相關性分析
H2a， H2b	行政總裁和主席兩職兼任與公司經營績效(包括其他控制變量)	相關性分析 多重變量迴歸分析
H3	(家族與非家族)公司與行政總裁和主席兩職兼任	相關性分析 t-檢驗
H4	當家族控制因素存在時， 行政總裁和主席兩職兼任與公司經營績效（包括其他控制變量）	相關性分析 t-檢驗 鄒檢驗 多重變量迴歸分析

總括而言，家族公司(54%)比非家族公司(26%)有較高比例的行政總裁和主席兩職兼任。兩職兼任與家族控制(FCON)的皮爾遜相關係數有 0.01 的顯著性差異($r=0.275$ ， $p=0.002$)中出現正向相關性(參考表八)。再者，它們的關係在 t-檢驗有 0.01 的顯著性差異($t=3.204$ ， $p=0.002$)，所以假定家族公司比非家族公司較有可能出現行政總裁和主席兩職兼任的 H3 得到支持。

兩職兼任與獨立董事的比例出現正向相關性及有 0.1 顯著性差異($r=0.161$ ， $p=0.07$)，與兩職兼任會減低董事會獨立性的信念相反(參考表八)。因此，假定兩職兼任與獨立董事比例出現負向關係的 H1 得不到支持。

在所有樣本中，行政總裁和主席兩職兼任與會計經營績效及市賬率(MTBV)沒有顯著的相關性(參考表五)。可是，分組分析可提供一些有趣的發現。在非家族分組中，兩職兼任與會計經營績效的量度出現正向相關性及有顯著性差異，在家族分組中它們出現負向相關性，但沒有顯著性差異。在 0.05 顯著性差異中，t-檢驗則進一步確定非家族公司比家族控制公司的會計經營績效更好(參考表六)。相反地，兩職兼任與市賬率(MTBV)在非家族及家族分組中沒有顯著的相關性。

表五：兩職兼任與公司經營績效的相關性

	ROA	ROE	ROCE	MTBV
所有樣本	0.007 (0.938)	0.028 (0.751)	-0.002 (0.981)	0.036 (0.688)
非家族	0.308** (0.020)	0.345*** (0.009)	0.336** (0.011)	0.213 (0.112)
家族	-0.147 (0.222)	-0.110 (0.360)	-0.170 (0.158)	-0.023 (0.851)

每一個相關係數的 p 值滙報在括號內。

***0.01 顯著性差異， **0.05 顯著性差異， *0.1 顯著性差異(2 尾檢驗)

表六：小組中以 t-檢驗量度的公司經營績效平均值等值

行政總裁雙重性	ROA	ROE	ROCE	MTBV
	%	%	%	%
非家族	11.14	18.46	14.59	2.06
家族	6.05	10.56	8.19	1.68
t-檢驗#	1.975**	1.934**	2.101**	0.721

經營績效平均值等值的 t-檢驗

***0.01 顯著性差異， **0.05 顯著性差異， *0.1 顯著性差異(2 尾檢驗)

在運用多重變量迴歸分析之前，我們運用鄒檢驗¹³去偵測經營績效與自變量之間的關係，及去確定是否在家族及非家族分組中存在不同。如表七顯示，在兩組分組中，ROA，ROE 及 ROCE 的迴歸等式相異。因此，兩職兼任與公司經營績效的關係會進一步分別以家族和非家族迴歸模型作分析(參考表九)。

表七：家族與非家族分組中兩職兼任與公司經營績效關係的分別

	ROA	ROE	ROCE	MTBV
F-統計	2.749***	1.566*	2.001**	0.855
對數可能性	48.282***	29.699**	36.842***	17.056

***0.01 顯著性差異， **0.05 顯著性差異， *0.1 顯著性差異

在全部樣本數據中，兩職兼任與會計經營績效的多重變量迴歸模型實證偵測到一個沒有顯著性差異的負向關係。但由分組分析實證迴歸結論顯示到顯著性關係。與相關性分析相似，在非家族分組中，兩職兼任與會計經營績效出現正向及顯著性關係 (ROA： $\beta=3.849$ ， $p=0.03$ ；ROE： $\beta=5.908$ ， $p=0.02$ ；ROCE： $\beta=4.394$ ， $p=0.04$)，而在家族分組中它們出現負向及顯著性關係 (ROA： $\beta=-4.067$ ， $p=0.01$ ；ROE： $\beta=-5.362$ ， $p=0.05$ ；ROCE： $\beta=-8.999$ ， $p=0.05$)。可是，在非家族與家族控制公司中，兩職兼任與市賬率(MTBV)出現了一個沒有顯著性的正向關係。

迴歸模型測試結果是可信的，因為全部三種會計經營績效的量度都有顯著性差異和在每一分組中兩職兼任係數的符號是一致的。實證指出兩職兼任與會計經營績效的關係在家族控制因素中是屬於權變模式的。實證結果顯示兩職兼任對非家族公司有利，但對家族公司不利。這個發現與以往一些研究文獻所指出的權變模型是一致的 (Finkelstein and D' Aveni, 1994；Boyd, 1995；Rhoades et al., 2001；Palmon and Wald, 2002；Kiel and Nicholson, 2003；Faleye, 2004)。

由於兩職兼任與公司經營績效的關係在所有樣本公司的實證結果中顯示沒有顯著性關係；因此，H2a(行政總裁和主席兩職兼任與公司經營績效呈現負向關係)和 H2b(行政總裁和主席兩職兼任與公司經營績效呈現正向關係)都得不到支持。可是實證支持 H4 的假定，指出家族控制因素對於行政總裁和主席兩職兼任與公司經營績效之間的關係帶來負面的影響。

實證顯示的行政總裁和主席兩職兼任與市賬率(MTBV)的關係並不相同於其和會計經營績效之間的關係。它們的關係在所有樣本中均有正向及有顯著性差異 ($\beta=0.286$ ， $p=0.07$)，但在非家族及家族分組中，它們卻都沒有顯著性關係。

在控制變量中，董事局規模(L_BSIZE)及公司規模(L_TA，L_MKCAP，L_NSAL)均出現顯著性差異，這與過往的研究結果是一致的。但是獨立懂事(PINED)、雙重上市(LIST)、及行業(IND)的控制變量與會計經營績效卻出現負向關係，LIST 和 IND 均沒有顯著性差異。再者，提名委員會(NCOM)的出現與會計經營績效出現正向關係，而薪酬委員會(RCOM)卻呈現相反結果。至於其他的回歸系數均沒有顯著性差異。

表八：所有樣本變量之間的皮爾森遜相關係數(n = 128 , 2003)

	DUAL	PINED	RCOM	NCOM	L_BSIZE	HIST	MI	TOP1	CR	DE	LIST	IND	L_TA	L_MKCAP	L_NSAL
DUAL	1														
PINED	0.161*	1													
RCOM	-0.009	0.193**	1												
NCOM	-0.088	0.279***	0.531***	1											
L_BSIZE	-0.295***	-0.449***	0.031	0.127	1										
HIST	0.067	-0.067	-0.145	-0.208**	0.035	1									
MI	-0.119	-0.077	-0.059	-0.050	0.124	0.030	1								
TOP1	0.118	-0.070	-0.076	-0.111	-0.036	-0.259***	-0.100	1							
CR	-0.100	-0.066	-0.122	-0.050	-0.065	-0.032	-0.034	-0.016	1						
DE	-0.054	-0.061	-0.035	-0.004	0.234***	-0.032	0.320***	0.084	-0.221**	1					
LIST	0.020	0.006	0.106	0.074	0.026	-0.420***	-0.054	0.163*	-0.188**	0.048	1				
IND	-0.231***	-0.093	0.053	0.243***	0.214*	-0.073	-0.120	-0.126	-0.109	0.113	0.110	1			
L_TA	0.011	-0.048	0.284***	0.257***	0.485***	-0.095	0.137	0.126	-0.228**	0.384***	0.314***	0.182**	1		
L_MKCAP	-0.029	-0.016	0.325***	0.297***	0.387***	-0.165*	-0.124	0.075	-0.135	0.054	0.352***	0.246***	0.812***	1	
L_NSAL	0.057	-0.021	0.293***	0.205**	0.274***	-0.136	0.052	0.069	-0.400***	0.186**	0.421***	0.138	0.718***	0.734***	1
FCON (n = 71)	0.275***	0.073	-0.027	-0.118	-0.124	0.497***	-0.036	-0.141	0.056	0.034	-0.318***	-0.061	-0.135	-0.244***	-0.179**

***0.01 顯著性差異的相關度(2 尾檢驗)； **0.05 顯著性差異的相關度(2 尾檢驗)； * 0.1 顯著性差異的相關度(2 尾檢驗)

FCON = 家族控股公司

表九：公司經營績效量度的回歸

	(A) 所有樣本 (n = 128)				(B) 非家族樣本 (n = 57)				(C) 家族樣本 (n = 71)			
	ROA	ROE	ROCE	MTBV	ROA	ROE	ROCE	MTBV	ROA	ROE	ROCE	MTBV
Intercept	17.913** (0.03)	23.858* (0.07)	19.688* (0.08)	3.215*** (0.00)	-7.482 (0.60)	-10.255 (0.64)	-10.231 (0.57)	0.624 (0.70)	25.410*** (0.01)	31.441* (0.09)	22.719 (0.13)	4.118*** (0.01)
DUAL	-0.419 (0.73)	-0.059 (0.97)	-1.436 (0.36)	0.286* (0.07)	3.849** (0.03)	5.908** (0.02)	4.394** (0.04)	0.251 (0.20)	-4.067*** (0.01)	-5.362** (0.05)	-6.631*** (0.00)	0.210 (0.40)
PINED	-0.106* (0.06)	-0.069 (0.43)	-0.099 (0.18)	0.006 (0.39)	-0.126 (0.13)	-0.234* (0.06)	-0.111 (0.28)	0.016* (0.10)	-0.139* (0.07)	-0.081 (0.55)	-0.183* (0.10)	0.002 (0.88)
RCOM	-3.923*** (0.01)	-6.981*** (0.00)	-5.300*** (0.00)	-0.240 (0.23)	-2.762 (0.23)	-6.025* (0.09)	-4.296 (0.14)	0.075 (0.77)	-7.308*** (0.00)	-10.161*** (0.00)	-8.831*** (0.00)	-0.435 (0.15)
NCOM	5.334** (0.03)	8.987** (0.02)	8.953*** (0.00)	0.804*** (0.01)	5.409* (0.08)	7.651* (0.10)	6.453* (0.10)	0.149 (0.67)	7.460** (0.04)	11.296* (0.08)	13.174*** (0.01)	1.445*** (0.01)
L_BSIZE	-5.420** (0.02)	-5.314 (0.14)	-5.267* (0.08)	0.016 (0.95)	-0.789 (0.79)	-1.466 (0.75)	-0.426 (0.91)	0.338 (0.33)	-7.455** (0.02)	-9.424* (0.09)	-8.999** (0.05)	-0.095 (0.85)
HIST	-0.100 (0.94)	0.159 (0.94)	0.769 (0.66)	0.271 (0.12)	1.673 (0.29)	-1.368 (0.56)	0.522 (0.79)	0.200 (0.26)	-6.264** (0.02)	-0.523 (0.91)	-2.228 (0.55)	0.043 (0.92)
MI	-0.040 (0.53)	-0.042 (0.67)	-0.139* (0.10)	0.007 (0.41)	0.030 (0.78)	-0.018 (0.91)	-0.017 (0.90)	0.028** (0.02)	0.065 (0.41)	0.057 (0.68)	-0.064 (0.57)	0.002 (0.87)
TOP1	-0.006 (0.88)	-0.039 (0.50)	0.008 (0.87)	-0.011** (0.02)	-0.064 (0.26)	-0.195** (0.02)	-0.104 (0.15)	-0.009 (0.15)	0.042 (0.38)	0.048 (0.57)	0.111 (0.11)	-0.011 (0.16)

CR	-0.480** (0.04)	-0.475 (0.20)	-0.402 (0.20)	0.017 (0.59)	0.528 (0.17)	0.595 (0.31)	0.476 (0.32)	0.064 (0.14)	-1.241*** (0.00)	-1.292*** (0.01)	-1.019** (0.02)	-0.030 (0.53)
DE	0.009 (0.69)	0.028 (0.42)	-0.005 (0.85)	0.008*** (0.00)	0.030 (0.27)	0.045 (0.28)	0.020 (0.55)	0.002 (0.43)	-0.030 (0.35)	-0.004 (0.95)	-0.058 (0.21)	0.010* (0.06)
LIST	-2.133 (0.21)	-0.514 (0.84)	-1.701 (0.44)	-0.143 (0.52)	-1.820 (0.38)	-4.390 (0.16)	-2.589 (0.32)	-0.085 (0.71)	-4.579 (0.12)	1.240 (0.81)	-2.722 (0.51)	-0.145 (0.76)
IND	-2.298 (0.33)	-3.143 (0.39)	-3.381 (0.27)	-0.173 (0.57)	-1.634 (0.55)	-2.707 (0.51)	-2.292 (0.50)	0.096 (0.75)	-3.387 (0.31)	-4.419 (0.47)	-4.439 (0.37)	-0.490 (0.38)
L_TA	-5.262*** (0.00)	-8.584*** (0.00)	-5.981*** (0.00)	-1.601*** (0.00)	-6.982*** (0.00)	-8.483*** (0.00)	-7.799*** (0.00)	-1.348*** (0.00)	-4.752*** (0.00)	-8.357*** (0.00)	-5.039*** (0.00)	-1.715*** (0.00)
L_MKCAP	4.909*** (0.00)	5.656*** (0.00)	3.268*** (0.00)	1.230*** (0.00)	7.961*** (0.00)	8.762*** (0.00)	7.705*** (0.00)	1.120*** (0.00)	4.868*** (0.00)	6.023*** (0.00)	2.643* (0.06)	1.363*** (0.00)
L_NSAL	1.004 (0.11)	3.691*** (0.00)	3.521*** (0.00)	0.306*** (0.00)	0.372 (0.67)	2.550* (0.06)	2.005* (0.07)	0.234** (0.02)	0.965 (0.22)	3.381*** (0.01)	3.986*** (0.00)	0.286** (0.03)
F-statistic (<i>p</i> value)	6.396*** (0.000)	6.128*** (0.000)	5.984*** (0.000)	20.639*** (0.000)	4.193*** (0.000)	3.468 *** (0.000)	3.645*** (0.000)	7.158*** (0.000)	6.617*** (0.000)	4.778*** (0.000)	5.253*** (0.000)	12.802*** (0.000)
<i>R</i> ²	0.461	0.451	0.445	0.734	0.605	0.559	0.571	0.724	0.643	0.566	0.589	0.777
Adjusted <i>R</i> ²	0.389	0.377	0.371	0.699	0.461	0.398	0.415	0.623	0.546	0.447	0.477	0.717

每一個相關係數的 *p* 值滙報在括號內。

***0.01 顯著性差異， **0.05 顯著性差異， *0.1 顯著性差異(2 尾檢驗)

總結而論，家族控制公司有較大機會出現行政總裁和主席兩職兼任結構的出現，而這不會影響董事會的獨立董事比例。實證亦發現行政總裁和主席兼任與非家族公司(家族公司)呈現正向(負向)關係。因此，實證指出家族控制因素的存在會對兩職兼任與會計經營績效的關係有負面的影響。

5. 討論

實證結果顯示行政總裁和主席兼任與會計經營績效在非家族公司中均呈現正向關係，但在家族公司中卻呈現負向關係。實證指出行政總裁和主席兩職兼任與會計經營績效的關係是受公司的擁有權架構(家族控制與否)所影響的。因此，董事會領導架構的權變模式是得到支持的，而最理想的董事會領導架構(行政總裁和主席兩職兼任或分任)是按家族控制因素的情況而不同。

一些研究文獻指出行政總裁和主席兩職分任在某些情況下對公司較好，而兩職兼任在其他情形則較可取。Brickley et al. (1997)相信不同董事會領導架構(兩職兼任或分任)都有它們各自可以為公司帶來利益和代價。明顯地，兩職分任會帶來潛在的利益包括從管理與有效監控的分置中而來的。然而，兩職分任帶來的潛在成本卻包括資訊的不對稱、不一致的決策和維持兩個職位帶來的額外薪酬開支。行政總裁對公司的營商環境較熟悉及擁有應付業務的挑戰和尋找商機的專業知識。另一方面，在兩職分任架構中，行政總裁與董事會主席之間會出現不完整的資訊傳遞，這均會削弱公司在變幻莫測的商業世界中的競爭力。因此，關鍵在於權衡不同董事會領導架構帶來的利益與成本。若兩職分任帶來的潛在利益包括有效監控能力比維持此架構的潛在成本更大，這種架構則較可取；相反而言，兩職兼任則較可取。這權變模式的觀點與以往一些研究很相似，而董事會領導架構的權變模式出現是基於一些因素，例如組織架構、擁有權架構、董事會規模、行業及商業環境和決策的範疇(Boyd, 1995; Rhoades et al., 2001; Palmon and Wald, 2002; Kiel and Nicholson, 2003; Faleye, 2004)。

這研究提供佐證，解釋兩職兼任與公司經營績效的關係是需要一個多重理論的。代理理論與管家理論兩者均需要用作解釋家族控制因素在董事會領導架構中帶來的影響。在非家族公司中，行政總裁和主席兼任帶來的潛在利益大於那牽涉的成本。這些公司中，行政總裁和主席通常並非是大股東及他們較少可能支配董事會和為了自己利益而損害公司。兩職兼任的人通常是擁有「專業和公司的資訊」那些知識「是需要時間去積聚的」，但這些知識卻是「執行董事(行政總裁)所擁有，非執行董事(非執行主席)所欠缺」(Klein, 1998, p. 278)。換句話說，兩職兼任在處理策略性的挑戰及為公司抓緊機遇時具有優勢。它更可以減低「重要資訊在行政總裁與董事會主席之間傳遞時出現的不完全性」(Brickley et al., 1998, p. 194)。再者，單一領袖更為有效率，因這可以減低在決策時出現的內部衝突及不一致性(Brickley et al., 1998)。兩職兼任在非家族公司中帶來的潛在利益較潛在成本高，當中包括監控的成本。因

此，兩職兼任在非家族公司中是一個較可取的領導架構，因為它可以改善公司的會計經營績效。

相反地，家族控制公司卻較大可能出現一個兩職兼任的董事會架構(Chen et al. 2005)，因為這提供機會給控股家族的成員獲得那些「小股東不能分享的私人利益」(Shleifer and Vishny, 1997, p. 759)。很多在香港的公司也是家族控制¹⁴和有連繫關係的，所以控股家族剝削小股東利益的出現可能性較高(Faccio et al., 2001; Claessens et al., 2000b)。在這些公司中，家族控股成員通常都會持有行政總裁和/或董事會主席頭銜(La Porta et al., 1999)。公司內部人仕可能會用各種方法去侵犯公司和剝奪小股東利益，例如投資在「低或負回報的項目」和參與「相關人仕交易」(Shleifer and Vishny, 1997; Faccio et al., 2001, p.71)。由於這些原因，兩職兼任會令小數股東利益更大機會被控股股東侵犯和剝奪(Chen et al. 2005, p.442)。這篇論文得到的佐證也是一致的，這實證研究發現在家族控制公司中，兩職兼任對於公司會計經營績效呈負面影響。這些發現也和 Brickley et al. (1998)所提出的董事會領導結構的潛在得益與成本概念一致。對家族控股公司而言，兩職兼任的潛在成本，例如代理成本、小數股東的利益被侵犯及剝奪等，都超過潛在得益。所以，對家族公司來說，兩職分任是較好的董事會領導結構。

6.總結

這份研究的實證提出，家族控制因素對行政總裁和主席兩職兼任與公司經營績效的關係有一定的影響。不論代理理論或是管家理論，都不能足以解釋這種關係。董事會領導結構相對家族控制是出於權變模式的。對非家族公司來說，管家理論得以應用，行政總裁和主席兩職兼任所帶來的潛在得益較潛在成本為高，故兩職兼任也勝過了兩職分任。相比之下，在家族控制公司中，代理理論得以應用，行政總裁和主席兩職分任的潛在得益較潛在成本為高，所以兩職分任也就勝過兩職兼任。

世界各地的執法者大都從代理理論的角度看，對公司治理都擁有相同的信念和建立相似的法規。很多東南亞公司有家族控股的特色，這卻在美國和英國都不普遍。公司治理的機制，例如擁有權結構和董事會特色，對香港的公司而言都和美國及英國的不完全相同。這份研究的實證發現在董事會領導結構的傳統智慧很可能不常適用於香港。有關家族控制因素對兩職兼任與公司經營績效關係的影響為香港公司提供了新的理解，同時也可能與中國大陸和其他東南亞國家的公司提供了寶貴的參考資料。

註解：

- ¹ 內部系統是指公司內部的監控，當中包含管理層的薪酬系統，董事會及其他機制。
- ² 一個具警惕性的董事會通常包含兩個特點，有「多數的獨立董事，」和他們「通常擁有頗大比例的公司股權」(Finkelstein and D'Aveni, 1994, p. 1081)。
- ³ 行政總裁的非正式權力是那些正式職位以外衍生來的權力，例如專業知識、任期、董事職位、相對薪酬、經驗及教育(Finkelstein and D'Aveni, 1994)。
- ⁴ Chen et al. (2005) 使用資產報酬率(ROA)和資本利潤率(ROE)作為量度會計經營績效的方法以及運用 market-to-book ratio 作為對市值的量度。
- ⁵ 家族控股公司是指那些在董事會內由一位以至多位家族成員擁有一成或以上公司股權的公司(Mok et al., 1992; Lam et al., 1994; Chen and Jaggi, 2000)。
- ⁶ 這些公司的「銷售收入主要來自香港和大陸以外的其他地方」(參考：恒生指數服務有限公司網頁的訂明 – <http://www.hsi.com.hk>)。
- ⁷ 這些都是由恒生香港中資企業指數所訂明(參考：恒生指數及其他指數的資訊 – <http://www.hsi.com.hk>)。
- ⁸ 當中包括樣本公司的資產值，經營績效量度，流動比率與負債比率。
- ⁹ Bai et al. (2004)發現 Tobin's Q 與市賬率(MTBV)之間出現 0.996 的相關系數。
- ¹⁰ 參考 http://www.site-by-site.com/adr/asia/adr_hkg.htm 有進一步關於香港公司透過 ADRs 上市的資訊。即使所有透過 ADRs 在 OTC 上市的公司被包括在內，實證測試結果也沒有改變。
- ¹¹ 如果不把家族的關係納入考慮之中，34%(128 間公司中的 44 間)的樣本公司出現行政總裁雙重性。
- ¹² 自從 2004 年 9 月，修訂過的香港上市條例要求在董事會中有三個獨立董事。
- ¹³ 鄒檢驗(Chow Test)是一個計量經濟的檢驗，找出兩個線性的迴歸模型係數在不同數據中是否相同。它是十分普遍被使用在時間序列方法分析法中測試結構性轉變，它也可以被擴展用作測試橫截面數據中兩組迴歸等式是否不同(參考 Gujarati, 2003, pp.273-279)。
- ¹⁴ Claessens et al. (2000a)發現有三分之二之二的香港上市公司是由家族控制的。

參考文獻:

- Bai, C. E., Liu, Q., Lu, J. and Song, F. M. (2004), “Corporate Governance and Market Valuation in China”, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 32, No. 4, pp. 599-616.
- Bailey, W., Karolyi, G. A. and Salva, C. (2006), “The Economic Consequences of Increased Disclosure: Evidence from International Cross-listings”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 81, No. 1, pp. 175-213.
- Baliga, B. R., Moyer, R. C. and Rao, R. S. (1996), “CEO Duality and Firm Performance: What’s The Fuss?”, *Strategic Management Journal*, Vol. 17, No. 1, pp. 41-53.
- Berle, A. and Means, G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*. In Baliga, B. R. and Moyer, R. C. (1996), “CEO Duality and Firm Performance: What’s the Fuss?”, *Strategic Management Journal*, Vol. 17, No. 1, pp. 41-53.
- Boyd, B. K. (1995), “CEO Duality and Firm Performance: A Contingency Model”, *Strategic Management Journal*, Vol. 16, No. 4, pp. 301-312.
- Brickley, J. A., Coles, J. L. and Jarrell, G. (1997), “Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 3, No. 3, pp. 189-220.
- Cadbury Committee (1992), *Report on the Financial Aspects of Corporate Governance*, GEC, London.
- Chen, C. J. P. and Jaggi, B. (2000), “Association between Independent Non-executive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 19, No. 4-5, pp. 285-310.
- Chen, Z., Cheung, Y. L., Stouraitis, A. and Wong, A. W. S. (2005), “Ownership Concentration, Firm Performance, and Dividend Policy in Hong Kong”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 13, No. 4, pp. 431-449.
- Cheung, S. Y. L., Connelly, J. T., Limpaphayom, P. and Zhou, L. (2004), *Do Investors Really Care About Corporate Governance? Evidence from the Hong Kong Market*, City University of Hong Kong and The Hong Kong Institute of Directors.

Chhaochharia, V. and Grinstein, Y. (2007), "The Changing Structure of US Corporate Boards: 1997-2003", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, No. 6, pp. 1215-1223.

Cho, D. S. and Kim, J. (2007), "Outside Directors, Ownership Structure and Firm Profitability in Korea", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, No. 2, pp.239-250.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H. and Lang, L. H. P. (1999), "Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia", Policy Research Paper 2088, World Bank, Washington D. C.

Claessens, S., Djankov, S. and Lang, L. H. P. (2000a), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1-2, pp. 81-112.

Claessens, S., Djankov, S. and Lang, L. H. P. (2000b), "East Asian Corporations: Heroes or Villains", World Bank Discussion Paper, The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank, Washington, D. C.

Coles, J. W., McWilliams, V. B. and Sen, N. (2001), "An Examination of the Relationships of Governance Mechanisms to Performance", *Journal of Management*, Vol. 27, No. 1, pp. 23-50.

Daily, C. M. and Dalton, D. R. (1992), "The Relationship between Governance Structure and Corporate Performance in Entrepreneurial Firms", *Journal of Business Venturing*, Vol. 7, No. 5, pp. 375-386.

Daily, C. M. and Dalton, D. R. (1993), "Board of Directors Leadership and Structure: Control and Performance Implications", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 17, pp. 65-81.

Daily, C. M. and Dalton, D. R. (1994a), "Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure", *Academy of Management Journal*, Vol. 37, No. 6, pp. 1603-1617.

Daily, C. M. and Dalton, D. R. (1994b), "Corporate Governance in the Small Firm: Prescriptions for CEOs and Directors", *Journal of Small Business Strategy*, No. 5, pp. 57-68.

Daily, C. M. and Dalton, D. R. (1997a), "Separate, But Not Independent: board leadership structure in large corporations", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 5, No. 3, pp. 126-136.

Daily, C. M. and Dalton, D. R. (1997b), "CEO and Board Chair Roles Held Jointly or Separately: Much Ado About Nothing?", *Academy of Management Executive*, Vol. 11, No. 3, pp. 11-20.

Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E. and Johnson, J. L. (1998), "Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 19, No. 3, pp. 269-290.

Dalton, D. R., Johnson, J. L. and Ellstrand, A. E. (1999), "Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis", *Academy of Management Journal*, Vol. 42, No. 6, pp. 674-686.

Donaldson, L. (1990), "The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory", *Academy of Management Review*, Vol. 15, No. 3, pp. 369-381.

Donaldson, L. and Davis, J. H. (1991), "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management*, Vol. 16, No. 1, pp. 49-65.

Donaldson, L. and Davis, J. H. (1994), "Boards and Company Performance: Research Challenges the Conventional Wisdom", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 2, No. 3, pp. 151-160.

Dulewicz, V. and Herbert, P. (2004), "Does the Composition and Practice of Boards of Directors Bear Any Relationship to the Performance of their Companies?", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12, No. 3, pp. 263-280.

Faccio, M., Lang, L. H. P. and Young, L. (2001), "Dividends and Expropriation", *The American Economic Review*, Vol. 91, No. 1, pp. 54-78.

Faleye, O. (2004), "Does One Hat Fit All? The Case of Corporate Leadership Structure", *Working Paper*, College of Business Administration, Northeastern University, United States.

Fama, E. F. (1980), "Agency Problems and Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, pp. 288-307.

Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, pp. 301-325.

Finkelstein, S. and D'Aveni, R. A. (1994), "CEO Duality As A Double-Edged Sword: How Boards Of Directors Balance Entrenchment Avoidance And Unity Of Command", *Academy of Management Journal*, Vol. 37, No. 5, pp. 1079-1108.

Gujarati, D. N. (2003), *Basic Econometrics*, 4th ed., McGraw-Hill.

Gul, A. F. and Leung, S. (2004), "Board Leadership, Outside Directors' Expertise and Voluntary Corporate Disclosures", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 23, No. 5, pp. 351-379.

Higgs, D. (2003), *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, The Department of Trade and Industry, United Kingdom.

HKSA (1995), *Report of the Working Group on Corporate Governance*, Hong Kong Society of Accountants, Hong Kong.

Hutchinson, M. and Gul, F. A. (2004), "Investment Opportunity Set, Corporate Governance Practices and Firm Performance", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, No. 4, pp. 595-614.

Jensen, M. C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, Vol. 48, No. 3, pp. 831-880.

Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 4, pp. 305-360.

Judge, W. Q. and Zeithaml, C. P. (1992) Institutional and Strategic Choice Perspectives on Board Involvement in the Strategic Decision Process, *Academy of Management Journal*, 35, 4, pp. 766-794.

- Kang, E. and Zardkoohi, A. (2005), "Board Leadership Structure and Firm Performance", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, No. 6, pp. 785-799.
- Kiel, G. C. and Nicholson, G. (2003), "Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience informs contrasting Theories of Corporate Governance", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11, No. 3, pp. 189-205.
- Klein, A. (1998), "Firm Performance and Board Committee Structure", *Journal of Law and Economics*, Vol. 41, No. 1, pp. 275-303.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. (1999), "Corporation Ownership around the World", *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, pp. 471-517.
- Lam, K., Mok, H. M. K., Cheung, I. and Yam, H. C. S. (1994), "Family Groupings on Performance of Portfolio Selection in the Hong Kong Stock Market", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 18, No. 4, pp. 725-742.
- Lang, L. H. P. and Stulz, R. M. (1994), "Tobin's q, Corporate Diversification and Firm Performance", *Journal of Political Economy*, Vol. 102, No. 6, pp. 1248-1280.
- Leblanc, R. and Gillies, J. (2005), *Inside The Boardroom: How Boards Really Work And The Coming Revolution In Corporate Governance*, Canada: John Wiley & Sons.
- Lei, A. C. H. and Song, F. M. (2004), "Corporate Governance and Firm Valuations: Evidence from Hong Kong", Working Paper, School of Economics and Finance, The University of Hong Kong.
- Leung, S. and Horwitz, B. (2004), "Director Ownership and Voluntary Segment Disclosure: Hong Kong Evidence", *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 15, No. 3, pp. 235-260.
- Mak, Y. T. and Li, Y. (2001), "Determinants of Corporate Ownership and Board Structure: Evidence from Singapore", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, No. 3, pp. 235-256.

Mok, H. M. K., Lam, K. and Cheung, I. (1992), "Family Control and Return Covariation in Hong Kong's Common Stocks", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 19, No. 2, pp. 277-293.

Palmon, O. and Wald, J. K. (2002), "Are two heads better than one? The impact of changes in management structure on performance by firm size", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8, No. 3, pp. 213-226.

Rechner, P. L. and Dalton, D. R. (1991), "CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis", *Strategic Management Journal*, Vol. 12, No. 2, pp. 155-160.

Rhoades, D. L., Rechner, P. L. and Sundaramurthy, C. (2001), "A Meta-analysis of Board Leadership Structure and Financial Performance: are "two heads better than one"?", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 9, No. 4, pp. 311-319.

Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1997), "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, pp. 737-783.

Smith, A. (1776), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Edinburgh. In Learmount, S. (2002), "Theorizing Corporate Governance: New Organizational Alternatives", Working Paper 237, ESRC Centre for Business Research, Judge Institute for Management, University of Cambridge, England.

Tam, O. K. and Tan, M. G. S. (2007), "Ownership, Governance and Firm Performance in Malaysia", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, No. 2, pp.208-222.

Tricker, R. I. (1994), *International Corporate Governance: Text, Readings and Cases*, Prentice Hall.

Wallace, R. and Naser, K. (1995), "Firm-specific Determinants of the Comprehensiveness of Mandatory Disclosure in the Corporate Annual Reports of Firms Listed on the Stock Exchange of Hong Kong", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 14, No. 4, pp. 311-368.

Weisbach, M. S. (1988), "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp.431-460.

Woidtke, T. (2002), “Agents Watching Agents?: Evidence from Pension Fund Ownership and Firm Value”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 63, No. 1, pp. 99-131.

Yermack, D. (1996), “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, No. 2, pp. 185-211.

The working paper series is a series of occasional papers funded by the Research and Staff Development Committee. The objective of the series is to arouse intellectual curiosity and encourage research activities. The expected readership will include colleagues within Hong Kong Shue Yan University, as well as academics and professionals in Hong Kong and beyond.

Important Note

All opinions, information and/or statements made in the papers are exclusively those of the authors. Hong Kong Shue Yan University and its officers, employees and agents are not responsible, in whatsoever manner and capacity, for any loss and/or damage suffered by any reader or readers of these papers.



Department of Economics and Finance
Hong Kong Shue Yan University