

決定民營化企業績效提升因素之分析

江淑貞·吳桂燕*

(收稿日期：96 年 12 月 27 日；第一次修正：97 年 1 月 17 日；

接受刊登日期：97 年 1 月 23 日)

摘要

公營事業民營化後經營績效真的有不同嗎？是變好還是變差？本文以台灣至 2005 年為止，20 家已經完成民營化的公司為研究對象，討論決定民營化後經營績效的因素為何。根據本文的實證發現：經營績效並未因為民營化而提升；一般文獻認為董監事與外資的持股對績效的正面效應也沒有在民營化企業發現，反而是政府與第二大股東產生顯著影響。政府「持股減少、董事席次增加但不指派董事長」以及第二大股東「掌握的董事席次比例越高」，都有助於績效提昇，亦即民營化後，政府除了將股權釋出、退出公司經營外，最重要的還需要適當引進新的經營團隊，在未適當引進新的經營團隊前，公司的經營、監督，仍有賴政府的參與。除此之外，實證結果也指出公司治理機制的確對民營化後的經營績效有所影響，公司治理越差（偏離度越大）對經營績效的提升越不利。民營化時程呈現負向影響，代表公司績效並未隨著民營化經過時間越長的而更加提升，反而有衰退的隱憂。最後，民營化後金融業的績效呈現相對成長的現象，這可能是因為這段期間金融業恰好面對金融自由化、銀行合併，金融市場競爭提高所致。

關鍵詞彙：民營化，績效提升，政府，第二大股東

壹· 前言

根據國際貨幣基金 (IMF) 統計，至 2000 年 3 月為止，已有超過 100 個國家，將近 9000 家公營事業完成民營化。我國至今民營化所出售的公股和資產也已達 4000 億之多。儘管如此，根據行政院主計處的統計，到 2004 年為止，中央政府仍然還有資本額總計超過一兆三千億元的公營事業準備民營化，代表我國過去已累積了不少民營化的經驗，未來也還有更多公營事業將加入民營化的行列，因此，以民營化的公司規模之大、牽涉範圍之廣，民營化後的經營和管理就顯得格外重要。

何謂民營化？根據「公營事業移轉民營條例」定義公營事業為：「政府獨資或與人民合資經營，且政府資本超過百分之五十者。」換言之，只要公營事業裡的政府股權低於百分之五十，即已完成民營化。但探究民營化公司的官

* 作者簡介：江淑貞，輔仁大學企管系助理教授；吳桂燕，輔仁大學企管系副教授。

股結構卻發現，這些已完成民營化的事業，政府不但仍有持股¹，甚至是最大股東，掌握公司經營權²，這種民營化後政府仍持有相當股權甚至經營權的情況，Bortolotti (2004) 將之稱為部份民營化 (partial privatization)。

然而，台灣情況並非特例，部份民營化的情況在國外也相當普遍。Jones et al. (1999) 指出，59 個進行民營化的國家裡，真正做到完全民營，賣掉所有公股者，只佔 11.5%，賣掉一半的公股，也不到 30% 的公司，而且介入經營猶深。Bortolotti (2004) 也指出，義大利政府在 1992 年實施民營化，但政府仍然透過特定管道握有直接或間接的經營權。Bortolotti (2004) 從已加入 OECD (國際經濟合作暨發展組織) 的國家中，分析民營化公司股權結構的演進，發現在 1996 年以前居然有 34.75% 的民營化公司仍由政府擔任最大股東，到了 2000 年，還有 29.79%；另外在 1996 年以前，政府也利用「黃金股」在 62.5% 的民營化公司裡發揮主導力量。

由此觀之，部份民營化已是一常態，在此階段下，政府仍持有若干的股權甚至是最大股東，而政府究竟應該在此扮演什麼樣的角色呢？若依照持股搭配相對應的經營權，卻可能遭人質疑政府民營化的決心；若是全力避嫌，退出公司經營，換成了其他分散的次要股東取得不對等的經營權，那麼代理問題則從政府身上轉到了次要股東身上，而且還有「財團化」的疑慮。於是，「政府」這個最大股東在已民營化的公司裡所扮演的角色，成了決定民營化成功與否的關鍵。

過去文獻對於「公營事業民營化能提昇經營效率」的結論並不一致。Domberger and Piggott (1986)、Shapiro and Willig (1990) 等都肯定公營事業民營化後可透過政府將所有權移轉給民間單位，以提高經營績效及員工生產力。但是 Yarrow (1989) 的研究卻發現民營化後的績效儘管有顯著改善，卻難以證明民營化對績效有直接的貢獻。Shleifer and Vishny (1997) 則作出了完全不同的結論，發現完全民營化的公司其經營績效比民營前更差。換言之，如何透過民營化提升績效，亦即股權結構與分配中哪些因素促使民營化公司績效之提升等課題，必須更仔細加以檢視。

¹ 以二十家台灣已完成民營化的公司來看，民營化後政府持股平均數都還有 30%，請參見本文之表一與表二。

² 例如台肥公司 2005 年 3 月的官股持股僅 24.07%，但 80% 的董事都是官股代表；農民銀行官股持股僅 33.87%，而董事會裡更高達九成都是官股代表；甚至如中鋼、陽明雖已分別於民國 1995、1996 年完成民營化，但政府在董事會仍持有相當高的席次，因而握有指派董事長之權利。

以所有權移轉之民營化觀點認為只要政府將所有權移轉至民間，就能將績效提升。Shapiro and Willig (1990) 認為公司所有權人追求的目標不同，經營績效亦因而有不同的表現。公營企業追求的是社會福利最大，因此可能為了提高就業率而有冗員的產生，因此降低整個事業單位的生產效率和經營績效；反之，民營企業追求的是公司利潤最大，因此，就企業本身的經營績效來看，民營企業會比公營企業為佳。Megginson, Nash and Randenborgh (1994)、Eckel et al. (1997)、D'Souza and Megginson (1999)、Megginson and Netter (2001) 等研究都支持所有權移轉之民營化的論點。

然而 Boubakri and Cosset (1998) 則質疑政府所有權釋出和績效提升間的關聯，認為政府唯有退出經營權的掌握，才能達成民營化的目標。Hansen (1997) 用總體經濟模型推導民營化前後的市場均衡，結果發現民營化本身未必能提高整體經濟效果，而是進行民營化的過程中，釋股方式和股權分配對經濟效率具有決定性之影響。Shleifer and Vishny (1997) 則指出，完全民營化反而出現負面績效，尤其是對投資人的保護仍少時。而當政府為大股東時，反而能夠避免少數股東被剝削。Boubakri and Cosset (1998)、D'Souza and Megginson (1999)、Hanousek (2004)、Bortolotti (2004)、吳壽山 (1999)、高秋蓉 (2004) 等研究則支持經營權移轉之民營化的論點。

難道只要透過民營化，政府釋出所有權、經營權外，就能提升績效嗎？民營化後，如果政府準備退出經營，那公司誰來接手經營呢？第二大股東嗎？第二大股東的持股多寡、董事席次比例是否也會影響經營績效的提升呢？如何影響呢？除此之外，不同性質的股東對於公司的績效是否也有所影響？如 Hanousek (2004) 針對捷克大規模釋股後發現，私有股權難以對民營化的績效產生影響，反而是國外的機構投資人對民營化的績效有正面效果。除了政府、第二大股東與外資外，還有哪些股東也會對公司經營有所影響呢？一般而言，不同性質的股東（投資人）扮演的角色亦隨之不同。內部股東（如董監事）與外部股東（如外資、金融機構、公司法人與個人）、大股東與小股東所追求的目標往往大不相同，並因為其專業能力以及持股比例的不同，也讓不同的股東對公司的績效有不同程度的影響。

其中，董事會負責指揮公司的整體決策，而監察人則負責調查與監督董事決策的制定及審核財務報表，所以董監事持股數愈高時，所有權與經營權結合程度愈密切，代理成本降低，公司的營運較能有效的運作，如 Stulz (1988) 認為公司價值受董監事持股影響的重要性。至於具有專業知識與資訊取得優勢的外資與公司法人，也會對公司績效有一正面的影響。金融機構投資人因兼具債

權人的雙重身份，再加上持股不高，對於績效提升往往沒有幫助，如葉銀華、何憲章、邱顯比 (1997) 發現銀行與企業的關係維持愈密切，也愈容易出現公器私用及利益輸送的現象。

雖然文獻上認為董監事與外資的持股對績效的正面效應，但是對於政府仍持有若干的股權甚至是最大股東的民營化企業，董監事與外資是否也有相同的影響？除此之外，部分民營化的企業是否也需要適當的公司治理呢？Vickers and Yarrow (1991) 認為當經營權和所有權的偏離程度越高，越容易引發代理問題，而造成小股東的傷害，因為當控制股東的所有權越小，經營權卻仍大時，這樣的偏離會使控制股東在進行公司財富侵占時對本身的傷害最小。而且這種經營權和所有權分離所產生的代理問題 (agency problem)，公營單位較民營企業更為明顯。由於公司股東無法隨時監督管理者，因此民營企業必須透過報酬制度的設計提供誘因，使管理者能確實經營以符合股東的利益，但公營事業卻為全民所有，在所有權人較為模糊下，因而缺乏誘因機制的設計。因此，基於誘因機制的提供進而有效降低代理問題的假設下，Vickers and Yarrow 認為公營事業民營化將可以提高經營績效。

從二十家台灣已完成釋股民營化的公司來看，政府的經營權和所有權其實從未消失，這樣一個「部分民營化」的階段下，影響公司績效的因素究竟為何？過去有關民營化的文獻大都是討論民營化後績效是否改變³，至於哪些因素會影響民營化公司的經營績效的分析，也只著重在所有權構面的討論 (像是政府、外資、金融機構等股東之持股)，對於經營權、甚至民營化後準備接手的第二大股東卻未加以討論。然而，民營化只是保證政府股權的釋出，當政府仍持有若干的股權甚至是最大股東的階段下，政府若一併釋出經營權則可能有所有權缺位的情形，但是若不釋出經營權又如何達到完全民營化呢？因此，相對於過去研究著重在政府股權移轉的影響⁴，本研究之貢獻為納入政府股權外，並從次大股東之民股的所有權逐步到位的觀點，同時考慮最大股東政府與第二大股東，其所有權與經營權如何影響績效？除此之外，最常被視為公司治理的指標--最終控制股東經營權與所有權的偏離程度是否也是重要因素呢？另外本文也將引進產業因素與時間效果，討論不同的產業透過民營化要讓經營績效提升的效果是否有所不同？以及隨著民營化經過時間越長，績效表現是呈現越來越好還是越來越差呢？

³ 如 Domberger and Piggott (1986)、Shapiro and Willig (1990)、Megginson, Nash and Randenborgh (1994)、Eckel et al. (1997)、D'Souza and Megginson (1999) 等。

⁴ 如吳壽山 (1999)、高秋蓉 (2004)、Hanousek (2004)、Bortolotti (2004)、Gupta (2005)。

本文共分為四個部分。首先說明研究背景、動機與目的。第二部分是研究樣本與變數之說明。第三部分是實證結果分析，最後是結論。

貳· 研究樣本與變數之說明

一、研究樣本說明

1. **研究對象：**我國公營事業釋股超過 50% 的二十家民營化公司。
2. **資料來源：**公開說明書、年報、台灣經濟新報資料庫 (TEJ) 以及公開資訊觀測站。
3. **研究期間：**本文主要是探討民營化後，影響經營績效的相關因素為何。並以財務報表的相關變數作為績效的代理指標，為了避免淡旺季的影響，因而使用年資料。所選取各標的公司民營前後的年資料，一共 192 筆，資料若不連續則予以刪除不採記，以官股持股低於 50% 的該年，作為民營化基準日的認定。所有樣本公司與研究期間如表一。

表一 二十家民營化公司樣本分析

公司名稱	資料期間	民營化基準日	公司名稱	資料期間	民營化基準日
中石化	1991-2003 年	1994.06.20	中產	1993-2003 年	1994.05.05
台肥	1998-2003 年	1999.09.01	農銀	1994-2004 年	1999.09.13
台鹽	2000-2004 年	2003.11.14	交銀	1996-2003 年	1999.09.03
中鋼	1991-2003 年	1995.04.12	北銀	1996-2004 年	1999.11.30
中工	1993-2004 年	1994.06.22	台產	1997-2003 年	1998.01.22
陽明	1992-2003 年	1996.02.15	台壽	1997-2003 年	1998.06.30
臺航	1997-2003 年	1998.06.20	台企	1995-2003 年	1998.01.22
彰銀	1991-2003 年	1998.01.01	高雄銀	1997-2004 年	1999.09.27
一銀	1991-2003 年	1998.01.22	台開	1997-2004 年	1999.01.08
華銀	1991-2003 年	1998.01.22	中再保	2000-2004 年	2002.07.11

資料來源：行政院研考會委託研究報告「如何加強公營事業的公司治理」，2004.12

二、研究變數定義與衡量

(一)經營權相關變數

- A.官股董事比例 = 官股董事人數 ÷ 全體董事人數。探討政府經營權的介入情況。
- B.民股董事比例 = 民股董事人數 ÷ 全體董事人數。
- C.第二大股東董事比例 = 第二大股東董事人數 ÷ 全體董事人數。第二大股東是指「政府以外，董事席次最多的股東」。主要在探討第二大股東之民股，其經營權之影響。
- D.官派董事長。虛擬變數，董事長若為官派為 1，不是為 0。本文假設當政府指派董事長，代表其將積極介入公司經營。

(二)所有權相關變數

- A.官股持股比例：政府股權佔公司所有股權的比例。探討政府對民營化公司的所有權掌握情況。
- B.外資持股比例：外國投資機構持股佔公司所有股權的比例。
- C.金融機構持股比例：金融機構持股佔公司所有股權的比例。
- D.公司法人持股比例：公司法人持股佔公司所有股權的比例。

以上 B、C、D 三項變數納入所有權相關變數內，主要在探討具有專業的法人對公司經營是否具有監督效果。

- E.第二大股東持股比例：第二大股東股權佔公司所有股權的比例。

(三)偏離程度

用來衡量掌握經營權的控制股東其經營權與所有權不對稱的情形，並以之作爲公司治理的代理指標，偏離程度越大，公司治理機制越差。然而就民營化企業而言，政府往往仍是最大股東，但卻不一定是控制股東，本文因而引進第二大股東之偏離程度。

A.官股偏離程度 = (官股董事席次比例 - 官股持股比例) ÷ 官股持股比例。

兩比例的差距代表著偏離程度，並除以官股持股比例做標準化處理，以客觀衡量經營權和所有權的偏離情況。

B.第二大股東偏離程度 = (第二大股東董事席次比例 - 第二大股東持股比例) ÷ 第二大股東持股比例。同樣除以第二大股東持股比例做標準化處理。

C.公司偏離程度 = (官派董事長 * 官股偏離程度) + [(1-官派董事長) * 第二大股東偏離程度]，是為公司治理的代理指標。

上式中，若董事長為官派時，定義官派董事長為 1，若不是官派時，則定義為 0。

Vickers and Yarrow (1991) 認為當經營權和所有權的偏離程度越高，越容易引發代理問題，而造成小股東的傷害，因為當最終控制股東的所有權越小，經營權卻仍大時，這樣的偏離會使控制股東在進行公司財富侵占時對本身的傷害最小，亦即偏離度越大，越不利公司經營。因此 La Porta et al. (1999) 以最終控制股東偏離度為公司治理的代理指標。因此本文假設：民營化後，若政府透過官派董事長積極介入公司經營、掌握經營權時，則將政府視為控制股東，此時以官股偏離程度作為公司偏離程度；反之，若政府已不派代表擔任董事長時，則視第二大股東為控制控制股東，並以第二大股東偏離程度作為公司偏離度。

(四)經營績效之變數

本文同時考慮內部績效與外部績效，其中內部績效採用資產報酬率、營業毛利率與營業利益率三項指標，外部績效則採用股票報酬率以及股價淨值比作為衡量外部績效的代理指標。其定義分別如下：

$$\text{資產報酬率} = (\text{稅前息前淨利前淨利} \div \text{平均資產總額}) \times 100$$

$$\text{營業毛利率} = (\text{營業毛利} \div \text{營業收入淨額}) \times 100$$

$$\text{營業利益率} = (\text{營業利益} \div \text{營業收入淨額}) \times 100$$

$$\text{股票報酬率} = \left(\frac{P_t * (1 + \alpha + \beta) + D}{P_{t-1} + \alpha * C} - 1 \right) \times 100\%$$

$$\text{股價淨值比} = \frac{MV_t}{BV_t}$$

其中， P_t ：第 t 年底的收盤價； α ：除權之認購率； β ：除權之無償配股率； C ：除權之現金認購價格； D ：發放之現金股利。 MV_t ：第 t 年年底之股東權益市場價值（市價乘以流通在外股數）； BV_t ：第 t 年年底之股東權益帳面價值。

然而，20 家民營化企業的產業與特性不盡相同，為真正衡量民營化後績效的成長，本文亦提出考量產業效果並作標準化的淨績效指標，作法為：首先做產業調整，將相關績效指標扣除產業績效後，再以扣除民營前一年之淨績效，並進而標準化後之指標分析之，外部績效之股票報酬率則以類股股價指數報酬率調整之。即

$$\text{A. 淨資產報酬率}_i = \frac{\text{調整後資產報酬率}_i - \text{調整後資產報酬率}_{-1}}{\text{調整後資產報酬率}_{-1}} \times 100$$

$$\text{B. 淨營業毛利率}_i = \frac{\text{調整後營業毛利率}_i - \text{調整後營業毛利率}_{-1}}{\text{調整後營業毛利率}_{-1}} \times 100$$

$$\text{C. 淨營業利益率}_i = \frac{\text{調整後營業利益率}_i - \text{調整後營業利益率}_{-1}}{\text{調整後營業利益率}_{-1}} \times 100$$

$$\text{D. 淨股票報酬率}_i = \frac{\text{調整後股票報酬率}_i - \text{調整後股票報酬率}_{-1}}{\text{調整後股票報酬率}_{-1}} \times 100$$

其中：調整後資產報酬率_{*i*}：表調整產業後之民營化後第 i 年的資產報酬率；調整後營業毛利率_{*i*}：表調整產業後之民營化後第 i 年的營業毛利率。調整後資產報酬率_{*-1*}：表調整產業後之民營化前一年的資產報酬率；調整後營業毛利率_{*-1*}：表調整產業後之民營化前一年的營業毛利率；調整後股票報酬率表調整類股指數後之報酬率等等。

參· 實證結果與分析

一、敘述統計

本文首先就經營權、所有權、偏離程度與經營績效等分析構面的相關變數進行敘述統計，分別計算出民營前、民營後之平均數、最大值、最小值，並對民營前與民營後兩母體平均數差異是否顯著加以檢定，結果如表二所列。

由表二可知，在經營權部分，民營化後官股董事比例的確從 79.96% 下降至 49.5%，第二大股東（民股）董事比例則從 6.11% (20.24%) 上升至 19.73% (50.5%)，且經過平均數差之檢定後，發現此民營化前後經營權的分配確實有顯著的差異存在，其 t 值分別為 9.22、-8.76 與 -9.22；值得一提的是，民營化後官股董事比例雖然顯著降低，但是董事席次全部由政府包辦的情形還是存在，表示民營化後政府仍有可能掌握經營權。

表二 民營化前後相關變數之敘述統計

		民營前				民營後				T 值 ²
		平均數	標準差	最大值	最小值	平均數	標準差	最大值	最小值	
經營權	官股董事比	79.76	17.7	100	46.15	49.5	27.34	100	0	9.22**
	民股董事比	20.24	17.7	53.85	0	50.5	27.34	100	0	-9.22**
	第二大股東	6.11	4.56	14.29	0	19.73	16.25	66.67	0	-8.76**
股權結構	政府	66.62	16.44	100	12.13	31.58	12.44	49.99	0	14.48**
	外資	1.15	1.52	5.70	0	3.43	5.12	18.39	0	-3.87**
	金融機構	18.75	25.23	92.0	0	9.78	15.97	55.88	0	2.25**
	公司法人	7.71	19.05	81.94	0	14.83	14.72	80.43	0	-1.91**
	個人	19.37	12.39	38.13	0	42.30	14.47	76.49	0	-9.71**
	董監事	70.6	15.56	100	49.81	43.79	21.36	100	2.38	9.71**
	第二大股東	0.61	0.98	5.99	0	3.81	5.52	26.65	0	-6.36**
偏離度	政府	0.24	0.54	3.75	-0.25	0.53	0.59	1.95	-1.0	-3.23**
	第二大股東	51.65	125.8	665.7	0	61.44	130.7	499	-0.37	-0.48
	公司偏離 ¹	0.24	0.54	3.75	-0.25	7.36	43.98	499	-1.0	-1.84**
經營績效	資產報酬率	-0.66	2.96	3.04	-14.36	-0.08	3.31	11.68	-13.55	-1.02
	營業毛利率	-1.94	9.86	42.98	-21.94	-2.13	16.48	43.58	-60.65	0.09
	營業利益率	-1.05	6.41	26.69	-14.82	0.74	16.13	51.83	-54.37	-0.97
	股票報酬率	11.42	38.29	217.0	-18.7	5.18	30.56	123.6	-55.8	0.95
	股價淨值比	1.83	1.11	4.20	0.48	0.95	0.45	0.13	2.31	5.33**

註 1：公司偏離程度 = (官派董事長 * 官股偏離程度) + [(1-官派董事長) * 第二大股東偏離程度]。後面各表皆同。

註 2：指民營前與民營後兩母體平均數之差異檢定。

註 3：*表 α 在 10%下顯著，**表 α 在 5%下顯著。

由表二也可發現股權結構在民營化前後呈現完全不同的情形。民營化後政府與金融機構的持股比例都下降，外資、公司法人與個人的持股則呈現增加的情形，上述變動情形在以平均數差之檢定後，發現民營化前後股權結構確實有顯著的差異，其 t 值分別為 14.48、2.25、-1.91 與 -9.71；只是外資在民營化後持股仍屬偏低，只有 3.43%。民營化前，公司的前三大股東分別為政府 (66.62%)、個人 (19.37%) 與金融機構 (18.75%)，政府持股更是超過一半；民營化後，公司的前三大股東變成是個人 (42.30%)、政府 (31.58%)、與公司法人 (14.83%)，亦即政府釋出的股權主要是流向個別投資人手中，而非外資或公司法人。另外，董監事持股則在民營化後顯著減少、第二大股東持股則是顯著增加。

在偏離度部分，首先觀察到的是官股偏離度一向小於第二大股東偏離度，雖然民營化後官股偏離度與二大股東偏離度都有增大的情形，但根據平均數差之檢定，發現民營化前後只有政府的偏離程度有顯著的差異，其 t 值為 -3.23，第二大股東的偏離度則無顯著增加。至於代表最終控制股東偏離程度的公司偏離度則有顯著增加的情形，這隱含民營化後公司治理有惡化的情形。這三種偏離度指標中，由於公司偏離程度可視為公司治理的代理指標，所以最為重要。

在內部績效部分，資產報酬率與營業利益率，民營化後雖然有成長的情形，但卻不顯著；營業毛利率卻在民營化後呈現衰退的情形，另外，股票報酬率與市價淨值比等外部績效指標也有變差的情形。

上述分析都是以平均數所作的分析，然而由表二也發現，民營化後大部分的研究變數之標準差都有變大的情形，那麼相關變數在民營化後是呈現逐年增加 (減少)，還是起起落落的？因此本文進一步將相關變數以民營化前後各年的情形加以呈現，結果如表三所列。

從表三發現，在經營權與股權結構⁵的相關變數部分：民營化後，政府持股與官股董事比例的確都下降，第二大股東持股與董事比例、與外資與公司法人的持股則呈現增加的情形，然而上述的改變並非逐年遞減 (遞增)，而是都

⁵ 有關股權結構的變數中，只有金融機構持股無此趨勢，本文推論是因為金融機構 (如三商銀等多家銀行) 本身都有民營化的情形，金融機構民營化前的持股歸為官股，民營化後則歸為金融機構持股。

集中在民營化前後一年所產生。例如，民營化前官股席次大都維持在 80% 左右，民營化後則維持在近 60%；民營化前官股持股比例大都維持在 65% 左右，民營化後則維持在近 35%；民營化前董監事持股大都維持在 70% 左右，民營化後則維持在 40% 左右；民營化前外資持股大約是 1%，民營化後則維持在接近 3% 左右。換言之，因民營化而使所有權與經營權結構的改變，大約在民營化後一年即已到位。上述結果說明在民營化過程中，政府並未完全釋出經營權，產生所有權缺位的情況，而第二大股東的民股席次增加，反應民股大股東所有權逐步到位的現象。

表三 民營化前後三年相關變數之平均數

		民營前			民營後		
		前 3 年	前 2 年	前 1 年	後 1 年	後 2 年	後 3 年
經營權	官股董事比	84.08	83.05	82.82	59.74	59.94	59.56
	民股董事比	15.92	16.95	17.18	40.26	40.06	40.46
	第二大股東	3.88	6.56	7.55	13.98	15.44	17.69
股權結構	政府	74.44	68.51	64.30	37.35	36.57	34.57
	外資	1.28	1.09	1.02	2.81	2.49	2.84
	金融機構	9.87	8.50	27.17	12.55	10.44	12.92
	公司法人	12.53	17.01	11.78	16.25	16.43	15.18
	個人	17.87	15.50	13.25	34.54	38.29	41.55
	董監事	74.77	74.38	71.57	43.09	41.94	40.87
	第二大股東	0.30	0.43	0.66	3.24	3.56	4.32
偏離度	政府	0.14	0.2	0.45	0.59	0.62	0.73
	第二大股東	9.53	56.69	105.55	80.87	73.37	49.10
	公司偏離	0.14	0.2	0.45	26.33	2.43	9.68
經營績效	資產報酬率	-0.01	-6.19	-20.38	-9.61	-6.17	2.79
	營業毛利率	-2.22	-11.91	4.59	-28.79	-67.09	58.67
	營業利益率	-1.03	0.47	16.37	10.05	-3	111.8
	股票報酬率	2.81	29.43	364.43	181.98	-82.3	131.52
	股價淨值比	1.95	20.10	25.35	23.43	18.06	16.94

在偏離度部分，政府的偏離程度雖然逐漸加大，不過相對仍是偏低，民營化只使其些微提高。第二大股東的偏離程度則有隨民營化而起落，民營化前

2 年開始變大，民營化後則又逐漸降低。至於視為公司治理的代理指標--公司偏離程度，民營化以前不但較低而且穩定，民營化後雖然在第一年大幅的提高，不過之後又有下降的情形。

至於經營績效部分，則完全看不出民營化前後變動的趨勢。這可能是因為 20 家民營化企業的產業與特性不盡相同，各個公司績效指標的絕對水準亦不盡相同，直接以每年平均數比較並無法真正衡量民營化後績效的成長，因此本文進而改以將相關績效指標扣除產業績效後，再以扣除民營前一年之淨績效，並進而標準化後考量產業效果並作標準化的「淨績效指標」，觀察民營化前後績效的成長變化，結果如表四所列。觀察淨績效指標可以發現：內部經營績效大約在民營化後第二年改善，而不是在民營化後第一年即改善；外部績效則無一定趨勢，比較詭異的是外部績效在民營化前 1 年都有變差的情形（從民營化前 2 年的淨績效皆為正可知），這可能因為民營化後的種種不確定性（員工反彈、經營權變動幅度等），讓外部投資人卻步。

表四 民營化前後各年之淨經營績效

	扣除民營前一年之淨績效百分比				
	前 3 年	前 2 年	後 1 年	後 2 年	後 3 年
資產報酬率	-8.14	-4.92	9.59	11.38	39.76
營業毛利率	-9.81	-526.1	-1634.7	213.86	1009.8
營業利益率	-27.83	-16.96	-8.92	45.37	112.55
股票報酬率	13.22	1.87	13.68	-11.26	18.22
股價淨值比	0.88	1.70	-1.20	-4.59	-2.70

註：淨經營績效以民營前一年績效作為比較基準，而民營化當年度為過渡年度，皆不列示於表內。

二、民營化後經營績效之多元迴歸分析

從二十家已完成釋股民營化的公司來看，政府的經營權和所有權其實從未消失，這樣一個「部分民營化」的階段下，影響公司績效的因素究竟為何？本文首先將以股權結構的所有權角度，找出具有重要影響的股東，接著再引進民營化相關變數與公司治理，試圖找出影響公司績效⁶的因素。

⁶ 本文後續探討民營化後經營績效之影響因素時，為避免個別公司的產業與特性不盡相同，因而改以考量產業效果並作標準化的淨績效指標分析之。

由於本文資料為縱橫面資料 (panel data; 20 家公司、多年資料)，因此在作多元迴歸分析時，必須先透過 Baltagi (2001) 的 F 檢定與 Hausman (1978) 檢定，決定採用固定效果模型、隨機效果模型或者是一般迴歸。若 F 檢定與 Hausman 檢定都顯著，則選擇隨機效果模型；若 F 檢定與 Hausman 檢定都不顯著，則選擇多元迴歸模型；若 F 檢定顯著、Hausman 檢定不顯著，則選擇固定效果模型。詳細之說明可參見陳美華、洪世炳 (2005) 與謝宗憲 (2007)。

(一) 股權結構對民營化後經營績效之影響

表五 股權結構與經營績效

Panel A. 一般股權結構與經營績效						
		因變數				
		資本報酬率	營業毛利率	營業利益率	股票報酬率	股價淨值比
模型檢定	F 值	0.9 (0.52)	3.8 (<0.00)**	0.6 (0.84)	0.4 (0.97)	3.4 (<0.00)**
	Hausman 值	1.8 (0.88)	3.2 (0.67)	1.1 (0.95)	0.9 (0.97)	8.5 (0.13)
	選定模型	OLS	Fixed	OLS	OLS	Fixed
自變數	董監事	0.02 (0.89)	-2.47 (0.81)	0.17 (0.22)	-0.0003 (0.99)	0.03** (0.01)
	個人	-0.02 (0.82)	-1.84 (0.78)	0.08 (0.35)	-0.73 (0.35)	-0.01* (0.08)
	外資	-0.21 (0.23)	-1.50 (0.93)	-0.24* (0.05)	0.30 (0.82)	0.03 (0.17)
	金融機構	-0.05 (0.31)	1.53 (0.81)	-0.07 (0.31)	-0.77** (0.04)	-0.02* (0.08)
	公司法人	-0.06 (0.37)	-0.08 (0.99)	-0.04 (0.39)	0.03 (0.95)	-0.003 (0.73)
調整的 R 平方		-0.04	0.432	0.0003	0.03	0.438
F 檢定量		3.322**	3.322**	1.003	1.601	3.815**
Panel B. 民營化股權結構與經營績效						
		因變數				
		資本報酬率	營業毛利率	營業利益率	股票報酬率	股價淨值比
模型檢定	F 值	1.2 (0.30)	3.6 (<0.00)**	0.6 (0.85)	2.8 (0.01)**	3.3 (<0.00)**
	Hausman 值	5.0 (0.42)	1.8 (0.87)	1.2 (0.94)	5.9 (0.43)	8.8 (0.11)
	選定模型	OLS	Fixed	OLS	Fixed	Fixed
自變數	官股	0.002 (0.81)	-1.27 (0.33)	0.11** (0.04)	1.40** (0.004)	0.03** (0.04)
	第二大股東	0.03** (<0.00)	-0.20 (0.95)	0.08 (0.37)	0.57 (0.47)	-0.09 (0.20)
	外資	-0.03 (0.24)	-0.14 (0.76)	-0.27* (0.02)	0.76 (0.38)	0.04** (0.02)

	金融機構	-0.001 (0.92)	2.04 (0.18)	-0.05 (0.37)	-0.61** (0.03)	-0.01 (0.44)
	公司法人	-0.01 (0.16)	0.61 (0.56)	-0.03 (0.34)	0.55 (0.18)	0.01 (0.44)
	調整的 R 平方	-0.01	0.427	-0.015	0.188	0.428
	F 檢定量	0.888	3.234**	0.818	2.408**	3.653**

註 1：本表是以民營化後的相關資料予以分析。

註 2：為避免個別公司的產業與特性不盡相同，因而改以考量產業效果並作標準化的淨績效指標分析之。

註 3：括弧內數字為 P 值；*表 α 在 10%下顯著，**表 α 在 5%下顯著。

因為不同性質股東的專業能力以及持股多寡也隨之不同，進而對公司的績效也有不同程度的影響。一般文獻最常提到的股東大約有董監事、個人、外資、金融機構與公司法人，因此先以股權結構的角度，探討上述股東對民營化後公司績效的影響，實證結果⁷匯總於表五 Panel A。從表五 Panel A 得知：一般文獻提到的重要股東對民營化公司的績效似乎影響不大，董監事與金融機構只有在外部績效具影響力，不過兩者的影響方向恰好相反，董監事持股則對績效呈現正向影響，金融機構持股對績效呈現負向關係，與 Stulz (1988)、葉銀華、何憲章、邱顯比 (1997) 的論點一致。

基於民營化公司，政府不但仍持有相當股權，往往也擔任多席董監事，因此將改以政府替代先前的董監事。另外，也引進第二大股東替代個人股東，畢竟董事席次比例很高的第二大股東⁸，亦可能經營與監督公司，因而對公司績效產生影響力。因此以政府、第二大股東、外資、金融機構與公司法人之股權結構，探討不同股東對民營化後公司績效的影響，結果匯總於表五 Panel B。從表五 Panel B 得知：政府、第二大股東、外資與金融機構都是影響績效的重要股東，政府第二大股東的持股對於績效大約是正面的影響，金融機構持股對績效呈現負向關係，外資持股對外部績效呈現正向影響、對內部績效卻呈現負向影響。

(二)政府、第二大股東與公司治理對民營化後經營績效之影響

接著討論民營化後，政府、第二大股東、公司治理與其他民營化相關變數對經營績效之影響。其中，政府與第二大股東的部份，將同時考慮其經營權

⁷ 本文所有的迴歸分析，各個自變數的 VIF 皆小於 5，表示自變數間不具共線性。對共線性檢定結果有興趣的讀者，可與作者連絡。

⁸ 如前文所定義：第二大股東是指「政府以外，董事席次最多的股東」。

與所有權對績效的影響。民營化相關變數則包括董事長是否官派、民營化時程與是否為金融業等，另外也討論公司治理對民營化後公司績效是否有影響。

表六 政府角色、公司治理與經營績效

Panel A. 政府角色、公司治理與經營績效						
		因變數				
		資本報酬率	營業毛利率	營業利益率	股票報酬率	股價淨值比
模型檢定	F 值	0.9 (0.53)	6.0 (<0.00)**	1.1 (0.33)	3.0 (<0.00)**	7.8 (<0.00)**
	Hausman 值	10.2 (0.12)	3.6 (0.61)	5.3 (0.38)	10.0 (0.12)	2.2 (0.90)
	選定模型	OLS	Fixed	OLS	Fixed	Fixed
自變數	官股股權	-0.03** (0.04)	-1.30** (0.05)	-0.18** (0.005)	1.10** (0.005)	-0.01 (0.12)
	官股席次	0.02** (0.03)	0.91 (0.13)	0.05** (<0.00)	0.04 (0.76)	0.003** (0.02)
	偏離程度	-0.04** (0.02)	-5.43** (<0.00)	-0.06** (<0.00)	-0.07** (<0.00)	-0.0001* (0.09)
	官派董事長	-0.59** (0.03)	-32.55* (0.07)	-1.16* (0.07)	-1.62 (0.75)	0.06 (0.47)
	民營化時程	-0.01 (0.77)	6.95 (0.32)	-0.42** (0.01)	9.59** (<0.00)	-0.009 (0.62)
	金融業	-0.07 (0.89)	32.26** (0.02)	-0.02 (0.99)	23.30** (<0.00)	0.36 (0.15)
調整的 R 平方		0.14	0.624	0.059	0.446	0.521
F 檢定量		3.689**	8.331**	2.009*	4.896**	6.259**
Panel B. 第二大股東、公司治理與經營績效						
		因變數				
		資本報酬率	營業毛利率	營業利益率	股票報酬率	股價淨值比
模型檢定	F 值	0.8 (0.70)	6.2 (<0.00)**	2.9 (<0.00)**	0.7 (0.77)	7.3 (<0.00)**
	Hausman 值	8.0 (0.24)	99.4 (<0.00)**	8.1 (0.23)	7.3 (0.30)	1.1 (0.98)
	選定模型	OLS	Random	Fixed	OLS	Fixed
自變數	第二大股東股權	0.03 (0.58)	-5.49 (0.31)	0.02 (0.97)	0.16 (0.79)	0.02 (0.37)
	第二大股東席次	0.03* (0.08)	2.64 (0.27)	0.06 (0.44)	0.33* (0.09)	-0.0002 (0.96)
	偏離程度	-0.03** (<0.00)	-3.37** (<0.00)	-0.13** (0.02)	-0.03** (0.001)	-0.0001* (0.07)
	官派董事長	0.68 (0.31)	75.87 (0.41)	-9.25** (<0.00)	9.64** (<0.00)	0.04 (0.80)
	民營化時程	0.16 (0.20)	12.46 (0.28)	-2.95** (<0.00)	0.31 (0.83)	-0.04* (0.08)
	金融業	2.39** (0.001)	119.7 (0.31)	-4.50 (0.30)	-3.83 (0.22)	0.27 (0.34)
調整的 R 平方		0.290	0.277	0.778	0.644	0.288
F 檢定量		7.731**	7.187**	16.415*	32.020**	2.957**

註 1：公司偏離程度 = (官派董事長 × 官股偏離程度) + [(1-官派董事長) × 第二大股東偏離程度]。

註 2：官派董事長為虛擬變數，董事長若為官派為 1，不是為 0。

註 3：民營化時程為民營化經過時間，民營化後一年為 1、民營化後二年為 2，以此類推。

註 4：金融業為虛擬變數，若為金融業則為 1，不是為 0。

註 5：括弧內數字為 P 值；*表 α 在 10%下顯著，**表 α 在 5%下顯著。

表七 政府、第二大股東、公司治理與經營績效

		因變數				
		資本報酬率	營業毛利率	營業利益率	股票報酬率	股價淨值比
	F 值	1.3 (0.23)	5.6 (<0.00)**	2.0 (0.03)**	3.5 (<0.00)**	7.8 (<0.00)**
	Hausman 值	13.1 (0.11)	3.9 (0.79)	6.3 (0.51)	4.6 (0.87)	3.3 (0.91)
	選定模型	OLS	Fixed	Fixed	Fixed	Fixed
自變數	官股股權	-0.03** (0.03)	-0.31* (0.07)	-0.25** (0.01)	1.05** (0.02)	-0.01* (0.07)
	官股席次	0.01 (0.15)	0.15** (0.03)	0.10** (0.09)	0.05 (0.39)	0.004* (0.06)
	第二大股東股權	0.004 (0.81)	-0.08 (0.84)	0.09 (0.87)	-0.36 (0.80)	0.01 (0.27)
	第二大股東席次	0.01** (0.05)	0.07 (0.38)	0.06 (0.38)	0.25 (0.52)	0.001 (0.84)
	偏離程度	-0.03** (<0.00)	-1.28** (0.001)	-0.13** (0.02)	-0.10** (0.02)	-0.001 (0.18)
	官派董事長	0.001 (0.99)	-9.39* (0.07)	-6.80** (0.02)	-2.45 (0.60)	0.06 (0.66)
	民營化時程	0.007 (0.76)	0.14 (0.79)	-2.36** (<0.00)	2.38** (0.03)	-0.02 (0.26)
	金融業	0.12 (0.82)	3.97 (0.69)	-3.80 (0.32)	10.14 (0.52)	0.33 (0.24)
調整的 R 平方		0.141	0.277	0.491	0.877	0.288
F 檢定量		3.026**	7.187**	4.906*	31.579**	2.957**

註：括弧內數字為 P 值；*表 α 在 10%下顯著，**表 α 在 5%下顯著。

首先針對政府角色、公司治理與其他民營化相關變數對經營績效之影響予以分析，實證結果如表六的 Panel A 所列。從表六的 Panel A 得知，幾乎所有自變數都有顯著影響。除了官股席次比與金融業等因素對經營績效具正向顯著影響外，其他如政府持股、官派董事長、偏離程度與民營化時程等因素，都是顯著的負向影響。這種結果說明民營化後，政府持股減少、政府不指派董事長以掌握經營權都有助於經營績效的提昇，不過政府董事席次的增加卻又有助於績效提昇，也就是民營化後，政府並不是將股權釋出、退出公司經營即可有效提升績效，在未適當引進新的經營團隊前，公司的經營、監督，仍有賴政府的參與。另外，實證結果也指出公司治理機制的確對經營績效有所影響，公司治理越差（偏離度越大）對經營績效的提升越不利。民營化時程呈現負向影響，代表公司績效並未隨著民營化時間拉長而更加提升，反而有衰退的隱憂。至於「董事長是否官派」對內部績效是為負向影響，但對外部績效卻呈現正向影響，這可能是因為官派董事長雖可能主導公司經營配合政府政策，導致內部

績效不彰，但是投資人卻將之視為經營團隊穩定的利多。最後，民營化後金融業的績效反呈成長現象，這可能是因為這段期間金融業恰好面對金融自由化、銀行合併，金融市場競爭提高所致。

既然民營化後政府將釋出大部分股權並逐漸退出經營權，那麼第二大股東理應也會扮演重要角色，接下來就針對第二大股東、公司治理與其他民營化相關變數對經營績效之影響予以分析，實證結果如表六的 Panel B 所列。從表六的 Panel B 得知：民營化後，第二大股東掌握的董事席次比例越高，是有助於績效提昇，也就是民營化後，政府除了將股權釋出、退出公司經營外，最重要的還需要適當引進新的經營團隊，才能有助於經營績效的提昇。

最後，同時考量政府、第二大股東以及公司治理等其他民營化相關變數對經營績效之影響，實證結果如表七所列。根據表七的結果，民營化後，政府「持股減少、董事席次增加」，第二大股東「掌握的董事席次比例越高」都有助於經營績效的提昇，這個結果與前述將政府、第二大股東分別討論的表六幾乎相同。另外，表七也同樣指出官派董事長、民營化時程與金融業等因素，對公司績效有顯著的影響。

肆· 結論

公營事業民營化已是世界的趨勢，在這股民營化風潮下，自 1989 年起，我國的公營事業也紛紛透過釋股，移轉成民營企業。根據行政院核定的民營化時間表，未來還有數個大型的公營事業，如台灣電力公司及中國石油等，準備辦理民營化。雖然政府辦理民營化的目標眾多，但「如何透過民營化使績效提升」仍然是最重要的。

過去文獻對於「公營事業民營化是否能提昇經營效率」的結論並不一致。Domberger and Piggott (1986)、Shapiro and Willig (1990) 等都肯定公營事業民營化後可以提高經營績效及員工生產力。但是 Shleifer and Vishny (1997) 則作出了完全不同的結論，該學者發現完全民營化的公司其經營績效比民營前更差。換言之，如何透過民營化提升績效，亦即哪些因素促使民營化公司績效之提升等課題，必須更仔細加以檢視。尤其是在「政府仍持有若干的股權甚至是最大股東」的部分民營化階段，哪些股東會影響民營化公司的經營績效呢？是仍持有相當股權和經營權的政府、準備接手經營的第二大股東？還是董監事、金融機構、外資與公司法人等股東呢？除此之外，最常被視為公司治理的指標--最終控制股東經營權與所有權的偏離程度是否也是重要因素呢？

本文以台灣至 2005 年為止，20 家已經完成民營化的公司為研究對象，討論決定民營化後經營績效的因素為何。根據本文的實證發現：

經營績效並未因為民營化而提升；內部經營績效大約在民營化後第二年改善，而不是在民營化後第一年即改善。外部績效則無一定趨勢，比較詭異的是外部績效在民營化前 1 年都有變差的情形。經營績效大約在民營化後第二年改善，而不是在民營化後第一年即改善。比較詭異的是經營績效在民營化前 1 年都有變差的情形，這可能因為民營化後的種種不確定性（員工反彈、經營權變動幅度等），讓外部投資人卻步。

民營化後，政府持股與官股董事比例的確都下降，第二大股東持股與董事比例、與外資與公司法人的持股則呈現增加的情形，然而上述的改變並非逐年遞減（遞增），而是都集中在民營化前後一年所產生。換言之，因民營化而使所有權與經營權結構的改變，大約在民營化後一年即已成形。

至於一般文獻認為董監事與外資的持股對績效的正面效應也沒有在民營化企業發現，反而是政府、第二大股東與公司法人有顯著的正向影響，金融機構則是顯著的負向影響。對於外資缺乏對公司績效的影響，可能是因為其持股偏低。

民營化後，政府「持股減少、董事席次增加但不指派董事長以掌握經營權」，都有助於經營績效的提昇，也就是民營化後，政府並不是將股權釋出、退出公司經營即可有效提升績效，在未適當引進新的經營團隊前，公司的經營、監督，仍有賴政府的參與。另外，民營化後，第二大股東「掌握的董事席次比例越高」，則有助於績效提昇，也就是民營化後，政府最重要的還是需要適當引進新的經營團隊，並逐漸移轉經營權與經營權給新的經營團隊，才能有助於經營績效的提昇。

除此之外，實證結果也指出公司治理機制的確對民營化後的經營績效有所影響，公司治理越差（偏離度越大）對經營績效的提升越不利。民營化時程呈現負向影響，代表公司績效並未隨著民營化經過時間越長的而更加提升，反而有衰退的隱憂。最後，民營化後金融業的績效反呈衰退現象，這可能是因為這段期間金融業恰好面對金融自由化、銀行合併，金融市場競爭提高所致。

綜上所述，部分民營化下，影響公司績效的重要股東並不是只有政府，還有第二大股東。績效提升的關鍵也不是只有政府所有權的釋出，還有經營權的移轉，尤其是民營化後準備接手的第二大股東，其所有權與經營權的增加都有助於公司有效的運作，進而提升績效。除此之外，本文也發現，要使公司績

效良好仍需要建立公司治理機制，經營權和所有權越一致，才能創造公司更好的績效，有助於民營化公司的永續發展。

參考文獻

- 王毓香，「公營事業民營化前後績效之比較—以中石化、中工、中鋼、陽明為例」，中山大學財管所碩士論文，1998 年。
- 吳壽山，「政府持股比例與企業經營績效之關係—台灣地區民營化的損與益」，台北市：國家科學委員會研究報告，1998 年。
- 林承樺，「中鋼民營化過程中公司統制及績效之評估」，交通大學經管所碩士論文，2000 年。
- 高秋蓉，「民營化事業經營權歸屬與營運績效關聯之研究」—以金融產業為例，中山大學財管所碩士論文，2004 年。
- 張玉山、江淑貞，「民營化對事業單位經營績效之影響」，*證券市場發展季刊*，第十一卷第二期，1999 年，頁 105-128。
- 張淑芬，「民營化移轉方式之選擇—兼評我國公營事業移轉民營之上市政策」，東海大學公行所碩士論文，1993 年。
- 黃慶堂、林建宏，「公營事業民營化經營績效之實證研究」，*台灣銀行季刊*，第 47 卷第 3 期，1996 年，頁 86-109。
- 陳美華、洪世炳，「公司治理、股權結構與公司績效關係之實證研究」，*企業管理學報*，第 65 期，2005 年，頁 129-153。
- 陳建宏，「民營化對公營事業財務及營運績效之影響」，文化大學會研所碩士論文，1999 年。
- 葉銀華、何憲章、邱顯比，「利益輸送代理問題和股權結構之理論與實證研究」，*中國財務學刊*，1997 年，頁 47-73。
- 謝宗憲，「影響不動產投資信託報酬變數之初探」，東吳大學國貿所碩士論文，2007 年。
- Baltagii, B.H., "Econometric Analysis of Panel Data. 2nd edition", John Wiley & Sons Ltd., England, 2001.
- Bortolotti, B., "Reluctant Privatization", ECGI Working Paper, di Torino university, 2004.
- Boubakri, N., and Cosset, J.C., "The Financial and Operating Performance of Newly-privatized Firms: Evidence from Developing Countries", *Journal of Finance*, Vol.53, 1998, pp. 1081- 1110.
- Domberger, S. and Piggott, J., "Privatization Policies and Public Enterprise: A Survey", *The Economic Record*, 1986, pp.145-162.
- D'Souza, J., and Megginson, W. L., "The Financial and Operating Performance of Privatized Firms during the 1990s", *The Journal of Finance*, Vol. LIV, No.4, 1999, pp.1397-1438.

- Eckel, C., Eckel, D. and Singal, V., "Privatization and Efficiency: Industry Effects of the British Airways", *Journal of Financial Economics*, Vol.43, 1997, pp.257-298.
- Gupta, N., "Partial Privatization and Firm Performance", *Journal of Finance*, Vol.60, 2005, pp.987-1015.
- Hanousek, J., "Ownership, Control and Corporate Performance After Large-Scale Privatization", Working Paper, University of Michigan Business School, 2004.
- Hansen, Nico A., "Privatization, Technology Choice and Aggregate Outcomes", *Journal of Public Economics*, Vol. 64, 1997, pp. 425-442.
- Harris, M, and A. Ravis, "Corporate Governance: Voting rights and Majority Rules", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, pp.203-235.
- Hausman, J.A., "Specification Tests in Econometrics", *Econometrica*, Vol.46, 1978, pp.1251-1271.
- Jensen, M.C., and W.H. Meckling, "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3, 1976, pp. 305-360.
- Jones, S.L., Megginson, W. L., and Netter, J.M., "Share Issue Privatizations as Financial Means to Political and Economics Ends", *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, 1999, pp217-253.
- Kaiser, H.F., "The Application of Electronic Computers to Factor Analysis", *Educational and Psychological Measurement* (20), 1960, pp. 141-151.
- La Porta, R., F. Lopez-de- Silanes, and A. Shleifer, "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, Vol54, 1999, pp.471-517.
- Megginson, W. L., Nash, R.C. and M.V..Randenborgh, "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, Vol. XLIX, No.2, 1994, pp.403-452.
- Megginson, W.L., Netter, J., "From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization", *Journal of Economic Literature* 39, 2001, pp.321- 389.
- Shapiro, C. and R. Willig, "Economic Rationales for the Scope of Privatization", Olin Program Discussion Paper 41, Woodrow Wilson School, Princeton University, 1990.
- Shleifer, A., and R. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, 1986, pp.461-488.
- Stulz, R. M., "Managerial Control of Voting Right: Financing Policies and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics* 20, 1988, pp.25-54.
- Vickers, J. and Yarrow, G., "Privatization: An Economic Analysis", Cambridge, MIT Press, 1988
- Vickers, J. and Yarrow, G., "Economic Perspectives on Privatization", *Journal of Economic Perspectives*, Vol.2, 1998, pp.111-132.

Determinants of the Performance in Post-privatization

SUE-JANE CHIANG, KUEI-YEN WU *

ABSTRACT

This paper examines the effect of partial privatization on firm performance and analyzes the determinants of firm performance by ownership structure and control right. This study uses 20 share-issued privatization firms to analyze the corporate governance of partial privatization in Taiwan. The empirical results show that state ownership has negative impact on firm performance and the state control right has positive impact on firm performance. The reason may be due to the fact that the firms in partial privatization need to be supervised by the government under the process of diffusing private ownership. In addition, improvement in performance is associated with certain aspects of corporate governance. The improvement in performance is better for those firms which have second largest shareholder with more seats on board of directors. Besides, the more the deviation from the corporate governance is, the worse the firm performance is. The key to the improvement in performance is not only with the transferring of the shareholdings, but also with the induction of new management team which is the second largest shareholder with more shareholding.

Keywords: partial privatization, ownership, control right, corporate governance

* Sue-Jane CHIANG, Assistant Professor, Department of Business Administration, Fu Jen Catholic University. Kuei-Yen WU, Associate Professor, Department of Business Administration, Fu Jen Catholic University.

