



國立高雄應用科技大學
企業管理系碩士班
碩士論文

核心代理問題與家族企業對私有資訊交易影響之研究

A study of the Impact of Core Agency Problem and
Family-Controlled Firms on the Informed Trading

研究生：陳立薰

指導教授：葉惠忠 博士


中華民國 103 年 6 月

核心代理問題與家族企業對私有資訊交易影響之
研究

**A study of the Impact of Core Agency Problem and
Family-Controlled Firms on the Informed Trading**

研究生：陳立薰
指導教授：葉惠忠 博士

國立高雄應用科技大學
企業管理系碩士班
碩士論文



A Thesis
Submitted to
Department of Business Administration
National Kaohsiung University of Applied Sciences
In Partial Fulfillment of Requirements
For the Degree of Master of Business Administration

June 2014
Kaohsiung, Taiwan, Republic of China

中華民國 103 年 6 月

核心代理問題與家族企業對私有資訊交易影響之研究

學生：陳立薰

指導教授：葉惠忠 博士

國立高雄應用科技大學企業管理系碩士班

摘要

過去在證券市場中，私有資訊交易的案件一直是層出不窮的，而近年來台灣私有資訊交易的發生更是嚴重，造成社會跟投資大眾產生嚴重的損失。而過去的研究認為良好的公司治理可以有效的減少及降低私有資訊交易；也有不少的理論認為，家族企業的公司屬性，可能會影響到私有資訊交易的產生，而台灣家族企業的比率比其他國家高，因此本研究主要目的在於探討公司治理及家族企業對私有資訊交易的影響。

本研究以異常放空量來衡量私有資訊交易，先以美國與台灣的企業做比較，納入相同的變數探討私有資訊交易與家族企業、以及各控制變數的影響。接著，透過盈餘股份偏離率來衡量影響台灣公司治理中的核心代理問題，並導入公司治理與家族企業的相關變數來探討其調節效果，藉由多元迴歸分析以驗證假說。

研究結果顯示，台灣與美國的企業同樣會影響私有資訊交易的產生，因此家族企業為值得注意的影響因素之一；其次，實證結果顯示台灣的上市公司中，在控制權與盈餘分配權的偏離程度加重時，核心代理問題的誘因加重，因此台灣上市公司的公司治理是影響私有資訊交易的主因一；最後在調節效果的探討上，核心代理問題對私有資訊交易的影響程度，會隨著公司的董監事持股比率增加而降低；家族企業的特性會顯著影響私有資訊交易的產生，且其影響的程度會隨著公司的董監事持股比率增加而降低。

關鍵字：私有資訊交易、核心代理問題、家族企業

A study of the Impact of Core Agency Problem and Family-Controlled Firms on the Informed Trading

Student : Li- Hsun, Chen

Advisors : Dr. Hui- Chung, Yeh

Department of Business Administration
National Kaohsiung University of Applied Science

ABSTRACT

In this study, we measure the informed trading by abnormal short sales. We used the same variable measuring the informed trading, family controlled firms and control variables to compare with United States and Taiwanese company at first. Second, using the cash flow rights deviate from voting rights to measure the core agency problem in the corporate governance in Taiwan, and take the variables of corporate governance and family controlled firms to explore the interactions through multiple regression analysis to verify the hypothesis.

The empirical result shows that the sample of this study shows that the ratio of the family-controlled firms in Taiwan is higher than the U.S., but also with American companies will also impact informed trading, and therefore the family business is one of the factors is noteworthy; then, empirical results showed that the core agency problem will worsen when the more cash flow rights deviate from voting rights on the TSE. Thus, the corporate governance in TSE is one of the main effects of informed trading; finally, investigate the effect of the moderator, the director shareholding ratio raise will reduce the effect the core agency problem to the informed trading; and the characteristic of family-controlled firms will show a significant positive impact to the informed trading, and reduce by the director shareholding ratio raise.

Keywords: Informed trading, core agency problem, family-controlled firms.

第一章 緒論

本篇論文欲探討核心代理問題與家族企業對於私有資訊交易的影響，並以外部董監事席次比率與董監事持股比率以及家族企業做為調節變數，探討企業存在私有資訊交易的問題與公司治理之關聯。本章節依序介紹主題所處的背景與動機，第二節為研究目的，第三節為研究流程的說明，以下將詳細介紹之。

第一節 研究背景與動機

私有資訊交易 (Informed trading)，近年來在台灣發生的情形十分頻繁。台灣陸陸續續的發生多起案件，如：東隆五金、博達、台開案、力霸事件掏空案等，其中牽涉到資訊不透明及監督機制不健全等問題。2009 年 8 月爆發的明基電通購併德國新門子的手機部門，該案亦牽連了董事長李焜耀等公司的重要幹部遭到檢察官以違反內線交易起訴（即，本文所稱之私有資訊交易）。2013 年 8 月胖達人麵包店遭檢舉添加人工香精一案，經衛生局調查後，以廣告不實開罰十八萬，而檢察官在偵查是否有詐欺情事時，又牽扯出胖達人的母企業經營者—基因國際股份有限公司，涉嫌內線交易的案外案。2010 年，基因國際股份有限公司的董事長徐洵平將原為電子股的亞全科技以「借殼」的方式更名為達鈺科技，並將其變更為半導體股，取得上市櫃公司的經營權。徐洵平讓其妻子與父親擔任公司董事，而本身又以韓星公司名義取得三席董事，因此基因國際的五席董事和三席監察人中，有六席為徐家人。由於基因國際的股權集中，股票拉抬粗糙，從 1.99 元直接攀升至 200 元，因而使得市場質疑大股東涉嫌連續以高價買進，拉抬股價坑殺散戶，而埋下日後趁高出脫持股的內線交易風暴。

依證券交易法第 171 條第 1 項第 1 款，對於內線交易的刑事處罰明文，其法定刑為三到十年，並得併科一千萬至二億元的罰金；根據同條第 2 項，若不

法獲利超過一億元，可處七到十五年，及得併二千五百萬至五億元的罰金。如此重罰的立法，乃政府為維持證券市場的公平性與保護股票交易的安全。

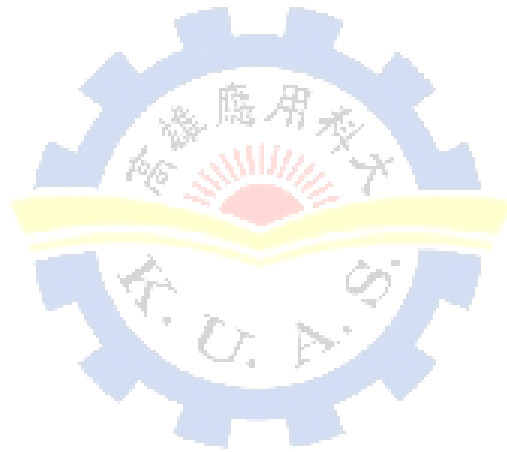
上述所稱之內線交易即本研究所稱的私有資訊交易。法律上的定義為：已構成犯罪之事實、被定罪或判刑，稱為從事內線交易。本研究稱之為私有資訊交易乃因本研究為探討交易產生的情形，判斷其為內線交易之可能，而尚未構成犯罪之實，故稱之為私有資訊交易。

觀察台灣過去遭受內線交易起訴的案件發展過程，可發現私有資訊交易的弊案，常常伴隨公司經營不善或掏空之情事。Irani (2003)即指出：以平均水準來看，有財務危機的公司內部人，相較於無財務危機的公司內部人，會有較多賣出的交易行為。因此本研究推論私有資訊交易會受到公司治理 (Corporate governance)的影響。公司應重視內部治理規範，透過制度的建立，以防範類似案件的發生。

深入公司治理的核心問題——所有權的持有者為問題之根本，無論是股東和管理者之間的所有權配置或是最終大股東的身份。La Porta, Lopez-De-Silanes and Shleifer (1999)指出，許多企業擁有最終控制股東 (Controlling shareholder)，這些握有經營權的控制股東，既有能力剝削小股東，又有能力控制董事會。受到控制的董事會，無法有效監督控制股東剝削小股東的行為，因此造成核心代理問題 (Core agency problem)。而這些最終控制者多數為家族或是個人，甚至是由單一個人及家族掌握著數間公司。

葉銀華 (1999)指出，家族控股是台灣證券市場的特徵之一，台灣上市公司中的家族成員，大多能掌握決定性股權或位居董事與高階管理者。Yeh, Lee and Shy (1998)也指出，台灣上市公司中有 76%符合於家族控股的定義，且 57.6%的公司董事會由一個家族獨大。因此家族企業對於台灣的商業中扮演著相當重要的角色。

綜上所述，核心代理問題與私有資訊交易為存在於台灣上市櫃公司的重要課題，家族企業為台灣企業的常態。企業在發生重大弊案時，連帶存在私有資訊交易的蛛絲馬跡，而遭到起訴的弊端，這些弊端發生的主角都與公司內部高層有關，如經理人、內外部董事、監察人、股東，因此引發本研究之動機，以探討核心代理問題與家族企業對私有資訊交易之影響。



第二節 研究目的

基於前述動機，可得知公司治理的議題中，控制股東與小股東的核心代理問題乃為判斷公司治理程度的重要課題。控制股東與小股東獲得的內部資訊有明顯的差異，因此存在資訊不對稱的問題：控制股東比小股東更能掌握跟公司有關的內部資訊。

家族內部的關係十分密切，在主理人（家族持股者）及代理人（家族管理者）之間，家族成員會形成一種利益聯盟的關係，因而能夠調和代理成本及增加監督與訓練。

因此本研究目的為：找出核心代理問題對私有資訊交易的影響，加入調節變數以研究核心代理問題與私有資訊交易的關係；此外，亦探討家族企業會否影響私有資訊交易。本文有別於過去文獻採用買賣價差的方法，採用 Anderson, Reeb and Zhao (2012) 使用異常放空交易來衡量私有資訊交易，採用多元迴歸檢定，以平均每日放空量做為異常放空的衡量依據，因此本研究僅針對企業有放空交易的部分做探究。研究目的為以下幾點：

- 一、探討美國與台灣之間的差異，企業比例、私有資訊交易影響因素、影響結果之差異。
- 二、探討核心代理問題對私有資訊交易的影響。
- 三、探討家族企業對私有資訊交易的影響。
- 四、納入調節變數—外部董監事席次比率、董監事持股比率以及家族企業來探討核心代理問題對私有資訊交易的影響。
- 五、納入調節變數—董監事持股比率來探討家族企業對私有資訊交易的影響。

第三節 研究流程

本研究共分成五章，第一章為緒論，包含研究背景、動機與研究目的；第二章為文獻回顧，基於研究目的，針對私有資訊交易、核心代理問題、家族企業與調節變數之相關文獻，作進一步剖析並提出假說；第三章為研究設計與方法，說明並建立本研究的研究假說，敘述變數的定義與衡量、建立模型、樣本選取與資料來源；第四章為實證結果與分析，將樣本資料的各項實證結果彙整並分析、呈現和解釋；第五章為研究結果與建議，歸納整理本研究之結果，提出本文之結論，並說明研究限制與建議後續之研究方向。

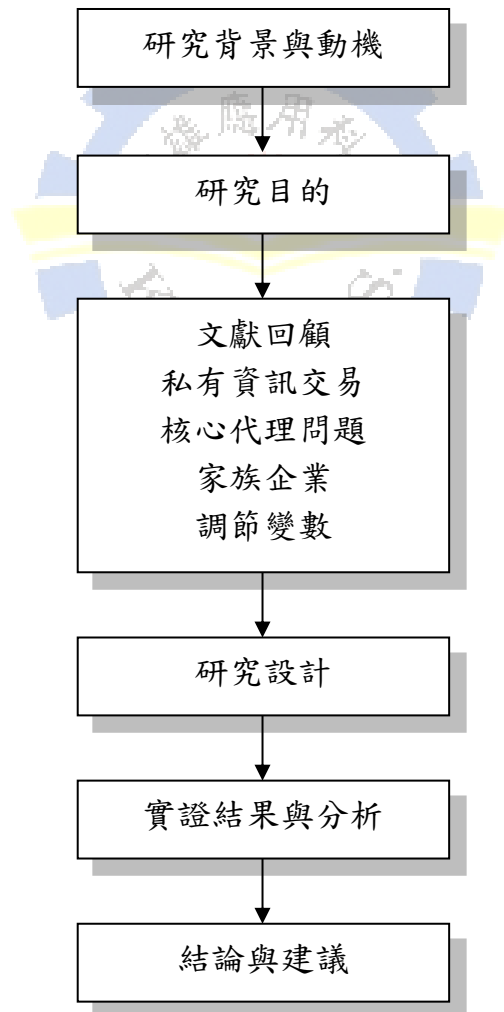


圖 1-1 研究流程

參考文獻

一、中文部分

1. 王正翔(2002)，盈餘宣告日前後未預期盈餘及股價報酬率之關聯性研究，東海大學管理碩士學程在職專班碩士論文。
2. 何幸芳(2003)，外部董監事對公司價值與盈餘資訊內涵影響之研究，私立輔仁大學金融研究所碩士論文。
3. 吳修辰、鄧麗萍、蕭勝鴻(2013)，有錢人是這樣玩錢的，商業週刊，1351，頁 120-128。
4. 李禮仲、鄧哲偉(2003)，公司治理對家族企業的效益，國家政策研究基金會，春季刊，頁 191-195。
5. 林容竹(2001)，董事會特性對財務決策、經營績效之影響，私立銘傳大學金融研究所碩士論文。
6. 林淑芬(1993)，董監事持股比例、多角化策略型態與財務績效關係之研究—上市公司實證分析，私立淡江大學管理科學研究所碩士論文。
7. 林嬋娟、張哲嘉(2009)，董監事異常變動、家族企業與企業舞弊之關聯性，會計評論，第四十八期，頁 1-33。
8. 林穎芬、劉維琪(2003)，從高階主管薪酬的研究探討代理理論在台灣的適用程度，管理學報，第二十卷，第二期，頁 365-395。
9. 林郁純(2007)，公司治理對台商投資大陸之影響—以家族與非家族企業為區分，國立成功大學企業管理研究所碩士論文。
10. 倪衍森、鍾雨潼、王武德(2006)，台灣證券市場內線交易嚴重嗎？以台灣公開資訊觀測站之資訊分析為例，中華管理學報，第七卷，第二期，頁 89-100。

11. 孫嘉良 (2008)，核心代理問題與私有資訊交易關聯性之探討，國立中山大學企業管理系碩士論文。
12. 陳明園、石雅慧 (2004)，高階經理人薪酬—代理理論與競賽理論之實證研究，台大管理論叢，第十五卷，第一期，頁 131-166
13. 陳俊茂 (2010)，從我國實務案例探討公司治理之內線交易防範機制，私立逢甲大學經營管理碩士在職專班碩士論文。
14. 楊慧玲 (2000)，董事會結構及其變動對股東財富與經營績效影響之研究，私立朝陽大學企業管理系碩士論文。
15. 葉銀華 (1999)，家族控股集團、核心企業與報酬互動之研究—台灣與香港證券市場之比較，管理評論，第十八卷，第二期，頁 59-86。
16. 葉銀華、李存修、柯承恩 (2002)，公司治理與評等系統，商智文化。
17. 劉嘉惠 (2004)，公司治理下股權結構與經營績效關係之研究—兼論美、日、韓公司治理制度，私立長榮大學經營管理研究所碩士論文。
18. 藍麗惠、廖源星、林育志 (2007)，臺灣金融機構之外匯風險，臺灣經濟預測與政策，中央研究院經濟研究所，第三十八卷，第一期，頁 127-151。

二、英文部分

1. Anderson, R. C., and Reeb D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58, 1301-1328.
2. Anderson, R. C., Reeb, D. M., and Zhao, W. (2012). Family-control firms and informed trading: evidence from short sales. *The Journal of Finance*, 92 (1), 351-385.
3. Bacon, J. (1973). Corporate Directorship practices: membership and committees of the board, New York: The Conference Board.
4. Baek, J., Kang, J., and Kyung, S. P. (2004). Corporate governance and firm value: evidence from Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 71 (2), 265-313.
5. Baesel, J. B., and Stein, G. R. (1979). The value of information: Inferences from the profitability of insider trading. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 14 (3), 553-571.
6. Ball, R., Kothari S., and Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 1-51.
7. Ball, R., Robin A., and J. Wu. (2003). Incentives versus standards: Properties of accounting income in four East Asian countries. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 235-70.
8. Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud, *The Accounting Review*, 443-466.
9. Bebchuk, L., Kraakam, R., and Triantis, G. (2000). Stock pyramids,

cross-ownership and dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights. In R. K. Morck (Eds.). *Concentrated corporate ownership*, 295-318. Chicago, IL: National Bureau of Economic Research.

10. Belsley, D. A. (1984). Demeaning conditioning diagnostics through centering. *American Statistician*, 38(2), 73-77.
11. Bhagat, S., Brickley, J. A., and Coles, J. L. (1994). The costs of inefficient bargaining and financial distress: evidence from corporate lawsuits. *Journal of Financial Economics*, 35, 221-247.
12. Boehmer, E., Jones, C., Zhang, X. (2008). Which shorts are informed? *Journal of Finance*, 63, 491-527.
13. Bruce, A., Kirchoff, and Bruce, D. Phillips. (1988). The effect of firm formation and growth on job creation in the United States. *Journal of Business Venturing*, 3 (4), 261-72.
14. Bujaki, M., and McConomy, B. J., (2002). Corporate governance: Factors influencing voluntary disclosure by publicly traded Canadian firms, *Canadian Accounting Perspectives*, 1 (2), 105-139.
15. Byrd, J. and Hickman, K. (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32, 193-222.
16. Chan, L. H., Chen, Tai-Yuan, and Hilary, G. (2010). Insider trading and family firms. Working paper. The HKU Scholar Hub. University of Hong Kong.
17. Chiang, R. and Venkatesh, P. C. (1988). Insider holdings and perceptions of information asymmetry: a note. *Journal of Finance*, 43 (4), 1041-1048.
18. Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporation. *Journal of Financial Economics*, 58 (1), 81-112.

19. Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders. *Journal of Finance*, 57 (6), 2741-2771.
20. Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., and Lang, L. H. P. (1999). Expropriation of minority shareholders: Evidence from East Asia. Working paper. Hong Kong University of Science and Technology. University of Chicago.
21. Copeland, T., Galai, D. (1983). A simple implicit measure of the effective bid-ask spread in an efficient market, *The Journal of Finance*, 38 (5), 1457-1469.
22. Daily, C. M., and Dalton, D. R. (1994). Bankruptcy and corporate governance: The impact of Board composition and structure. *Academy of Management Review*, 37, 1603 -1617.
23. Demsetz, H. (1986). Corporate control, insider trading, and rates of return. *American Economic Review*, 76, 313-316.
24. Demsetz, H., and Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
25. Denis, D. J., and Denis, D. K. (1994). Majority owner-managers and organizational efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 1, 91-118.
26. Denis, D. K. and McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (1), 1-36.
27. Diamond, Douglas, W., and Robert, E. Verrecchia. (1987). Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information. *Journal of Financial Economics*, 18, 277-311.
28. Diether, K. B., Kuan-Hui, Lee, and Werner, I. M. (2009). Short-sale strategies and return predictability. *Review of Financial Studies*, 22, 575-607.

29. Diether, K., Lee, K., Werner, I. (2008). Short-sale strategies and return predictability. *Review of Financial Studies*, 22, 575-607.
30. Easley, D., Kiefer, N. M., and O'Hara, M. (1997). The information content of the trading process. *Journal of Empirical Finance*, 4 (2-3), 159-186.
31. Easley, D., Kiefer, N. M., O'Hara, M., and Paperman, J. B. (1996). Liquidity, information, and infrequently traded stocks. *The Journal of Finance*, 51(4), 1405-1436.
32. Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25 (2), 383-417.
33. Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88 (2), 288-307.
34. Fama, E. F., and Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
35. Fan, J., and Wong, T. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3): 401-25.
36. Finnerty, J. E. (1976a). Insiders' activity and inside information: A multivariate analysis. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 11 (2), 205-215.
37. Finnerty, J. E. (1976b). Insiders and market efficiency. *The Journal of Finance*, 31 (4), 1141-1148.
38. Fried, V. H., Bruton, G. D., and Hisrich, R. D. (1998). Strategy and the board of directors in venture capital-backed firms. *Journal of Business Venturing*, 13 (6), 493-503.
39. Glosten, L. R., and Harris, L. (1988). Estimating the components of the bid/ask spread. *Journal of Financial Economics*, 21 (1), 123-124.
40. Glosten, L. R., and Milgrom, P. R. (1985). Bid, ask and transaction prices in a

specialist market with heterogeneously informed traders, *Journal of Financial Economics*, 14 (1), 71-100.

41. Handa, P., Schwartz, R., and Tiwari, A. (2003). Quote setting and price formation in an order driven market. *Journal of Financial Markets*, 6 (4), 461-489.
42. Hasbrouck, J. (1991b). The summary of stock trades: An econometric analysis. *Journal of Financial Studies*, 46 (3), 571-595.
43. Haw, I. M., Hu, B., Hwang, L. S., and Wu, W. (2004). Ultimate ownership, income management, and legal and extra-legal institutions. *Journal of Accounting Research*, 42 (2), 423-462.
44. Helland, E., and Sykuta, M. (2005). Who's monitoring the monitor? Do outside directors protect shareholders' interests? *The Financial Review*, 40 (2), 155-172.
45. Huson, M. R., Robert P., and Laura T. S.(2001). Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective, *Journal of Finance*, (55), 2265–2297.
46. Irani, A. J. (2003). Management earnings forecast bias and insider trading: Comparison of distressed and non-distressed firms. *Journal of Business and Economic Studies*, 9 (1), 12-25.
47. Jaffe, J. F. (1974). The effect of regulation changes on insider trading. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 5 (1), 93-121.
48. James, Harold. (2006). Family Capitalism: Wendels, Haniels, Falcks, and the Continental European Model, Cambridge: Harvard Business Press.
49. Jensen, M., and Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.

50. Joh, S. W. (2003). Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics*, 68 (2), 287-322.
51. John, L., Colley, Jr., Jacqueline, L. and Doyle George, W. Logan, Wallace Stettinius. (2012). *Corporate Governance*. New York: McGraw - Hill.
52. Johnson, S., Boone, P., Breach, A., and Friedman, E. (2000). Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), 141-186.
53. La Porta, R., Lopez-De-Silances, F., and Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54 (2), 471-517.
54. La porta, R., Lopez-De-Silances, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57 (3), 1147-1170.
55. Latané, H. A., and Jones, C. P. (1977). Standard unexpected earnings: A progress report, *Journal of Finance*, 32, 1457-1465.
56. Lemmon, M. L., and Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance*, 83(4), 1445-1668.
57. Li, D. D., and Yung, K. (2006). Stock return autocorrelation and institutional investors: The case of America depository receipt. *Review of Accounting and Finance*, 5 (1), 45-58.
58. Ma, T., Hsieh, M. H., and Chen, J. H. (2007). The probability of informed trading and the performance of stock in an order-driven market. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 36 (6), 871-896.
59. Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 64 (2):

215-241.

60. Nyholm, K. (2002). Estimating the probability of informed trading. *Journal of Financial Research*, 25 (4), 485-505.
61. Ocasio, W. (1994). Political dynamics and the circulation of power: CEO succession in U.S. industrial firms, 1960-1990. *Administrative Science Quarterly*, 39, 285-312.
62. Paul, A., Parag, A. P., and Jay, R. R. (2005). Short interest, institutional ownership, and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 78, 243-276.
63. Petra, S. T. (2005). Do outside independent directors strengthen corporate boards? *Corporate Governance*, 5 (1), 55-64.
64. Pratt, S. P., and DeVere, C. W. (1970). Relationships between insider trading and rates of return for NYSE common stocks, 1960-1966. In J. Lorie, and R. Brealey (Eds.), *Modern Developments in Investment Management*: 268-279. New York : Praeger.
65. Rosenstein, S. and Wyatt, J. G. (1997). Inside directors, board effectiveness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 44, 229-250.
66. Seneca, J. (1967). Short interest: bearish or bullish? *Journal of Finance*, 22, 67-70.
67. Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
68. Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-783.
69. Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1997). The limits of arbitrage. *Journal of Finance*, 52, 35-55.
70. Sirmon, D. G., and Hitt, M. A. (2003). Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms.

Entrepreneurship Theory and Practice, 27, 339-359.

71. Villalonga, B., and Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.
72. Weisbach, M. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.
73. Yammeesri, J., and Lodh, D. S. C. (2004). Is family ownership a pain or gain to firm performance? *Journal of American Academy of Business*, Cambridge, 4, 263-270.
74. Yeh, Y. H., Lee T. S., and Woidtke, T. (2001). Family Control and Corporate Governance: Evidence for Taiwan. *International Review of Finance*, 2 (1), 21-48.
75. Yeh, Y. H., Lee, T. S., and Shy, J. Y. (1998). Family control, board composition and corporate performance in Taiwan stock market. Paper presented at the Nippon Finance Association/Asia-Pacific Finance Association First Joint International Conference, Tokyo, Japan.
76. Zahra, S. A., and Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrated model. *Journal of Management*, 15 (2), 291-334.