

การศึกษาผลตอบแทนของผู้บริหารบริษัทมหาชนจำกัด  
หลังระดมทุนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์

A STUDY OF THE BENEFIT FOR PRIVATELY-HELD COMPANIES' CEOS  
FOLLOWING AN INITIAL PUBLIC OFFERING



รศ.ดร.กุลกัญญา วน ป้อมเพชร

ภาควิชาบริหารธุรกิจเกษตร

คณะเทคโนโลยีการเกษตร

สถาบันเทคโนโลยีพระจอมเกล้าเจ้าคุณทหารลาดกระบัง

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

สำนักหอสมุดกลาง พระจอมเกล้าลาดกระบัง

การศึกษาผลตอบแทนของผู้บริหารบริษัทมหาชนจำกัด  
หลังระดมทุนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์

A STUDY OF THE BENEFIT FOR PRIVATELY-HELD COMPANIES' CEOS  
FOLLOWING AN INITIAL PUBLIC OFFERING



T100780



รศ.ดร.กุลกัญญา ณ ป้อมเพ็ชร

ROH  
HG  
5450.55  
A 5  
ก 324ก  
ค. 2

เลขหมู่.....  
เลขทะเบียน.....100780  
วัน,เดือน,ปี.....21 JUN 2009

ภาควิชาบริหารธุรกิจเกษตร  
คณะเทคโนโลยีการเกษตร  
สถาบันเทคโนโลยีพระจอมเกล้าเจ้าคุณทหารลาดกระบัง

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ตัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

การศึกษาผลตอบแทนของผู้บริหารบริษัทมหาชนจำกัดหลังระดมทุนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์

A STUDY OF THE BENEFIT FOR PRIVATELY-HELD COMPANIES' CEOS

FOLLOWING AN INITIAL PUBLIC OFFERING

บทคัดย่อ

การศึกษาผลตอบแทนของผู้บริหารบริษัทมหาชนจำกัดหลังระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ครั้งแรก พบว่าผู้บริหารได้รับผลตอบแทนสูงขึ้นในปีที่มีการเปลี่ยนสภาพจากบริษัทจำกัดเป็นบริษัทมหาชน จำกัด ผลการศึกษาสนับสนุนทฤษฎีเอเจนซีที่ว่าถ้าผู้บริหารของบริษัทลดส่วนได้ส่วนเสียหรือส่วนความเป็นเจ้าของในบริษัทจะมีแรงจูงใจที่ผู้บริหารจะไม่พยายามดำเนินงานที่เป็นประโยชน์มากที่สุดแก่ผู้ถือหุ้น

Abstract

This study examines changes in top executives' compensation of formerly privately held stock CEOs at the time of an initial public offering. The results show that CEOs' benefits increase materially following an IPO. The results also find evidence that reduced ownership retention by managers increases agency costs.

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้าไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

# A STUDY OF THE BENEFIT FOR PRIVATELY- HELD COMPANIES CEOS FOLLOWING AN INITIAL PUBLIC OFFERING

## Abstracts

This study examines changes in top executives' compensation of formerly privately held stock CEOs at the time of an initial public offering. The results show that CEOs' benefits increase materially following an IPO. The results also find evidence that reduced ownership retention by managers increases agency costs.

## Introduction

Agency theory focuses on the contract between two parties, which are the principal and the agent. The agent receives authority to govern the firm from the principal. Since these two parties have different utility functions, it is reasonable to believe that an agent will not always act in the best interest of the principal. Thus, contracts between the two parties that unreasonably favor the agent will be costly to owners (Beatty and Zajac, 1994; Jensen and Meckling, 1976; Tosi, Katz and Gomez-Mejia, 1997).

Much empirical literature supports the idea that senior executives tend to pursue strategies that increase their personal benefits at the expense of principals (Gomez-Mejia, Tosi, and Hinkin, 1987; Jensen and Meckling, 1976; Kroll, Wright, and Theerathorn, 1993; Wright, Ferris, Sarin and Awasthi, 1996). For example, managers may overinvest in non-value maximizing investments such as corporate acquisitions (Chung and Wright, 1998; Chung, Wright, and Charoenwong, 1998). Furthermore, managers may make operating decisions that reduce their personal risk, although shareholders may prefer that riskier projects are pursued (Crutchley and Hansen, 1989). A number of researchers (Hill

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

and Snell, 1989; Kroll, et al., 1993) state that managers prefer to increase firm size because this strategy will enhance their benefits and reduce risk for the top executives, even at the expense of the owners. Taking these facts together, top managers will likely not exercise the same diligence and exert as much effort as the owners would and will try to extract excessive pecuniary and non-pecuniary benefits from the owners.

According to Jensen and Murphy (1990), self-serving strategies of top managers can be pursued because the incentives of top executives are independent of their performance. Their study finds that corporate strategies that increase or decrease a firm's market value by millions of dollars may only minimally affect the financial benefits of top executives.

Previous researchers (Fama and Jensen, 1983a, 1983b; Fields and Tirtiroglu, 1991) argue that different organizational governance mechanisms can be effective in controlling agency problems. Effective control of the owner-manager conflict discourages senior managers from using resources to serve their self-interests. In stock companies, top executives are governed by traditional control or governance mechanisms. (O'Hara, 1981).

Various reasons have been provided to explain why companies go public (Dannen, 1984; Fenske, 1985; Tillman III, 1985; and Pagano, Panetta, and Zingales, 1998), such as greater access to capital, ease of merging and diversification, liquidity, improved image, and enhanced incentives to managers. Jensen and Meckling (1976) argue that making managers part owners of their firms will reduce agency problems. A public corporation can use incentive devices such as share options and share bonuses. However, Hetherington (1969) suggests that demutualization may be fostered by the self-

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

interests of managers. Through demutualization, managers may be able to convert their de facto ownership, which results from the ineffectiveness of the mutual policyholder owner, into stock. The stock the managers come to control may represent a considerable fraction of the company's net worth.

In this study, from a theoretical perspective, it is questioned whether there is evidence of agency problems at the time of company IPOs by examining whether top executives' rewards increase materially following initial public offerings. These answers are both interesting and important since they are unexplored issues. Insight is gained as to how senior managers make resource allocation choices driven by their self-interests.

The remainder of this paper is organized as follows. In the next section, I present the literature on which my hypotheses are based. Then, I describe the sample and research methodology. Subsequently, I report the results of the study. Finally, I present discussion and conclusions.

### **Literature Review and the Development of Hypotheses**

Fama and Jensen (1983b), Hansmann (1985), Mayers and Smith (1981, 1986, 1988, 1994), and Smith (1986) study the costs and benefits of each organization form and the implications of agency theory to different kinds of ownership structure. They argue that the unique characteristic of stock companies is the separation of manager, owner and customer. This separation allows increased efficiency through specialization. Managerial talent can be selected without considerable thought about the wealth of the manager and how much risk the manager is willing to bear (Mayers and Smith, 1981; and Fama and Jensen, 1983b).

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

In publicly-held stock companies, top managers are subject to traditional control mechanisms. Three types of mechanisms that reduce agency problems are the presence of the market for corporate control, the managerial labor market, and the capital market. A mechanism that constrains management discretion which Manne (1965) first calls the “market for corporate control” is in the form of proxy fights, tender offers, and takeover bids (Agrawal and Mandelker, 1987; and McNamara and Rhee, 1992).

Fama (1980) argues that the managerial labor market provides an effective control mechanism. Fama states that managerial labor markets truly reflect available information concerning the marginal productivity of managers. How well an executive operates the company will affect his/her reputation, which the market will use to value his/her human capital. This process which Fama called “settling up” provides discipline that makes managers reduce deviations from contracted behavior.

This settling up procedure makes the managerial labor market efficient. Hence, the owners can be confident that the managers will have the motivation to reflect high marginal value to the market and are unlikely to utilize their positions to gain personal rewards. Moreover, Kroll et al. (1993) suggests that junior managers will force senior managers to achieve higher levels of performance because the market will also evaluate their productivity partly on the firm’s productivity. In conclusion, Fama and other researchers (Amihud, Kamin, and Romén, 1983; and Kroll and Johnson, 1986; Jensen and Smith, 2000) argue that managers will not abuse their positions to diverge from the goal of shareholder wealth maximization, as such action will count in the settling up process, thereby reducing the managers’ market value.

The presence of capital markets ensures that stock insurers are monitored by institutional investors, other blockholders, and stock analysts. Capital markets can act as a force to control management. Managers try to satisfy shareholders' expectations. They try to reduce agency costs to receive good performance assessments of themselves and their companies in the capital markets (Fields and Tirtiroglu, 1991).

Incentive compensation devices such as stock options and restricted stock make the interests of top managers and shareholders congruent (Jensen and Meckling, 1976; Mayers, Shivdasani, and Smith, 1997). According to Jensen and Smith (2000), because the value of stock options increases with stock price variance, options motivate the manager to invest in riskier projects. Stock options also help manage the under-leverage problem, as managers increase leverage to increase equity volatility and thus the value of their options.

A private stock company has no stock traded on an established exchange and is owned by a limited number of shareholders who usually are the entrepreneurs or the founders, or their families. According to agency theory (Jensen and Meckling, 1976; Megginson, 1996; Wells, Cox, and Gaver, 1995), when the owner possesses 100 percent of the company, he/she will be responsible for all the results of his/her performance. If the owners consume perquisites such as luxury offices, excessive staff, personal airplanes, big cars, or lengthy vacations, these costs are borne by the owner. However, when the owner sells a part of his/her firm to outside investors, he/she no longer bears the full cost of perquisite consumption. In the case of 100 percent ownership, the equity agency cost is zero. After an IPO, the original owner's stake is reduced; partial ownership results in the manager's greater consumption of perquisites. This occurs

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ตัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

because the sole owner bears the entire cost of the decrease in firm value, while the partial owner bears only a portion of the cost of abusive behavior (Wells, Cox, and Gaver, 1995).

According to agency theory (see Jensen and Meckling, 1976), reduced ownership by managers increases agency costs. Empirical studies provide evidence supporting the notion that reduced ownership leads to higher agency costs. For example, Walkling and Long (1984) find that a target firm will be more likely to oppose an offer if the potential wealth of the firm's management is reduced. Mikkelsen and Partch (1985) argue that when ownership concentration decreases, underlying firm share values fall. Agrawal and Mandelker (1987) report a positive relationship between the common stock holdings of managers and the changes in the variance of returns on the firm's total assets and the changes in financial leverage. Morck, Shleifer, and Vishny (1988) using Tobin's  $q$  as a valuation measure, find that low managerial ownership is associated with low measures of corporate value. Oswald and Jahera (1991) examine the relationship between ownership structure and financial performance. They report higher excess returns for firms with greater inside ownership. Yermack (1996) argues that when officers and directors have more ownership, firm market value is significantly higher, although this ownership variable has an ambiguous relationship with measures of accounting performance. Kroll, Wright, Toombs, and Leavell (1997) argue that acquisition announcements result in negative excess returns to shareholders for manager-controlled firms but positive excess returns for owner-manager controlled firms. Brush, Bromiley, and Hendrickx (2000) argue that firms that have large stock ownership by management mitigate the influence of free cash flow on a firm's performance. Jain and Kini (1994)

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ตัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

find a significant positive relationship between post-IPO operating performance and equity retention by managers. On the other hand, other researchers argue that the ownership retention of top managers is irrelevant (Fama and Jensen, 1983b; Mikkelsen, Partch, and Shah, 1997).

Given these earlier findings, it is expected that when privately-held stock companies go public, their top executives will increase their salaries and bonuses at the expense of the shareholders.

#### Hypothesis 1

There will be significant increases found between pre- and post-IPO CEO salaries and bonuses for formerly privately-held stock companies.

Before an IPO, top executives of privately-held stock companies may not pay themselves as much salary because they are responsible for the full cost of the reduction in the value of the firm. According to Gilles (1999), top executives of privately-held stock companies consider compensation as an expense rather than an investment. However, if the top executives increase their compensation after an IPO, they will bear only a portion of the full cost. Therefore, we expect top executives' salaries and bonuses for former privately-held stock companies to increase. If the results support this part of our hypothesis, we will have found evidence to support the idea that reduced ownership retention by managers increases agency costs in previously privately-held insurers.

#### Hypothesis 2

There will be significant increases found between pre- and post-IPO CEO total values of annual pay packages (including salary, bonus, options, stock appreciation rights and restricted stocks).

If the results support Hypothesis 2, we will have found evidence to support the idea that top executives make the transition of firms from private to public ownership to enhance their personal benefits.

## Sample and Research Methodology

### Sample

The sample consists of both a study group and the control group. The study group contains 30 privately-held stock companies that initiated IPOs during the years 1986-2000 that have verified IPO dates in 10K reports and have pre-IPO compensation data available. Information related to executive compensation is obtained from prospectuses and proxy statements. Details about sample firms are provided in Exhibit 1.

Insert Exhibit 1 here

### Dependent Variables

Dependent variables consist of changes in CEO salaries and bonuses and changes in total values of annual pay packages. Total value of annual pay packages is the sum of salary, annual bonus, stock appreciation rights, restricted stock, stock options, and other compensation. With regard to options, I use the value of exercisable and unexercisable in-the-money options that each company provides in the proxy statements.

In order to measure the changes in each CEO's salary and bonus, I calculate the percentage change from the year prior to the IPO to the IPO year and one year following,

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ตัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

adjusted for inflation. In order to measure the changes in total values of annual pay packages, I calculate the percentage change from the year prior to the IPO to the IPO year and one year following, adjusted for inflation.

### **Measurement Procedure**

Hypothesis 1 involves determining the relationship between changes in CEO salaries and bonuses for formerly privately-held stock companies.

Due to the limited number of former privately-held stock companies and the skewed underlying distribution of changes in compensation, I employ a nonparametric, Wilcoxon signed rank test as recommended by Flores (1989), after having excluded obvious outliers to detect whether the salaries and bonuses of top executives of formerly privately-held stock companies increase. The Wilcoxon signed rank test assumes that the observations are independent. This test is normally used under conditions where the underlying distribution is not normally distributed. Earlier studies by McNamara and Rhee (1992), Jain and Kini (1994) also use Wilcoxon signed rank test. Hypothesis 2 involves making comparisons between the total value of compensation packages of the top executives of formerly privately-held stock insurers for the year preceding the IPO with that of the IPO year and one year following.

The research methodology follows Kaplan (1989), Smith (1990), Muscarella and Vestsuypens (1990), DeGeorge and Zeckhauser (1993), and Jain and Kini (1994). All use the median change in levels because the mean is particularly sensitive to outliers.

### **Results of the study**

This portion of the paper presents the results of the tests of the stated hypotheses.

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

## Hypothesis 1

Hypothesis 1 proposes that there will be significant increases across the IPO event in CEO salaries and bonuses for formerly privately-held stock companies. The change in salaries and bonuses is measured relative to the pre-IPO year (year -1).

Changes in salaries and bonuses of top executives of formerly privately-held stock companies for the IPO year (year 0) and the post IPO year (year 1) are reported in Exhibits 2 and 3 respectively. The median change in salaries and bonuses for the IPO year and year 1 are 43.39 % and 59.99 % respectively. Both the increases are significant at the 0.01 level. The results appear to support Hypothesis 1 or the notion that the reduction in management ownership increases agency costs as described in Jensen and Meckling (1976).

Insert Exhibit 2 and 3 here

## Hypothesis 2

Hypothesis 2 proposes that for formerly privately-held insurance company CEOs, the changes in total value of annual pay packages across initial public offerings will be significant. Changes in the total value of annual compensation packages of top executives of formerly privately-held stock insurers are reported in Exhibits 4 and 5. The median change in total value of compensation packages for the IPO year and year 1 are 128.96 % and 352.73 %, respectively. Both increases are significant at the 0.01 level. The results show that CEOs' rewards of formerly privately-held stock companies

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

increase very significantly following IPOs. The findings are supportive of Hypotheses 2 that CEOs may make the transition from private to public ownership to increase their own rewards.

-----  
 Insert Exhibit 4 and 5 here  
 -----

### Discussion and Conclusions

The managers of formerly privately-held stock companies represent the group whose ownership is reduced when their firms go public. The results show that the total values of annual pay packages for this group significantly increase following IPOs and their salaries and bonuses significantly increase in the IPO year. This study supports the findings of other researchers (Jensen and Meckling, 1976; Walkling and Long, 1984; Mikkelsen and Partch, 1985; Morck, Shleifer, and Vishny, 1988) that reduced ownership retention by managers increases agency costs. As mentioned earlier, before IPOs, top executives consider their compensation as expenses (Gilles, 1999). They have to select the level of both firm value and rewards that maximize their utility (Wells, Cox, and Gaver, 1995). When outside equity is issued, they increase their rewards at the expense of the new owners.

In conclusion, the results indicate that agency problems occur at the time of an IPO. We can conclude that one of the reasons senior managers decide to convert their companies is to boost their personal benefits. The results are consistent with the previous

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
 ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

empirical studies that find that top executives tend to pursue strategies that increase their personal rewards (Gomez-Mejia, Tosi, and Hinkin, 1987; Hetherington, 1969; Jensen and Meckling, 1976; Kroll, Wright, and Theerathorn, 1993; and Wright et al., 1996).



เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

## References

- Agrawal, A. and G. Mandelker, "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions", Journal of Finance 42 (1987): 823-837.
- Amihud, Y., J. Y. Kamin, and J. Romen, "Managerialism, Ownerism, and Risk", Journal of Banking and Finance 7 (1983): 189-196.
- Beatty, R. E., and E. J. Zajac, "Managerial Incentives, Monitoring, and Risk Bearing: A Study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings", Administrative Science Quarterly 39 (1994): 313-335.
- Brush, T. H., P. Bromiley, and M. Hendrickx, "The Free Cash Flow Hypothesis For Sales Growth and Firm Performance", Strategic Management Journal 21 (2000): 455-472.
- Chung, K. H., and P. Wright, "Corporate Policy and Market Value: A Q-Theory Approach", Review of Quantitative Finance and Accounting 11 (1998): 293-310.
- Chung, K.H., and P. Wright, and C. Charoenwong, "Investment Opportunities and Market Reaction to Capital Expenditure Decisions", Journal of Banking and Finance 22 (1998): 41-60.
- Crutchley, C. E., and R. S. Hansen, "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends", Financial Management 18 (1989): 36-46.
- Dannen, F., "Is Time Running Out for the Big Mutuals?", Institutional Investor 23 (1984) : 59-164.
- Degeorge, F., and R. Zeckhauser, "The Reverse LBO Decision and Firm Performance: Theory and Evidence", Journal of Finance (48) 1993: 1323-1348.
- Fama, E. F., "Agency Problems and the Theory of the Firm" Journal of Political Economy 88 (1980): 288-307.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen, "Separation of Ownership and Control", Journal of Law and Economics 26 (1983a): 301-325.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims", Journal of Law and Economics 26 (1983): 327-349.
- Fenske, D., "Going Public: The Critical Choice", Best's Review 85 (1985) life/health insurance edition: 28-32.
- Fields, J. A. and D. Tirtiroglu, "Agency-Theory Implications For the Insurance Industry:

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

A Review Of The Theoretical and Empirical Research”, Quarterly Journal of Business and Economics 30 (1991): 40-59.

Flores, B. E., “The Utilization of the Wilcoxon Test to Compare Forecasting Methods: A Note”, International Journal of Forecasting 5 (1989): 529-535.

Gilles, P.L., “A Fresh Look at Incentive Plans For Privately-held Companies”, Compensation and Benefits Review 31 (1999): 61-72

Gomez-Mejia, L. R., H. Tosi and T. Hinkin (1987),” Managerial Control, Performance, and Executive Compensation”, Academy of Management Journal 30 (1987): 51-70.

Hetherington, J. A. C., “Fact V. Fiction: Who Owns Mutual Life Insurance Companies”, Wisconsin Law Review 4 (1969): 1068-1103.

Hill, C. W., and S. A. Snell, “Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity”, Academy of Management Journal 32 (1989): 25-46.

Jain, B. A., and O. Kini, “The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms”, Journal of Finance 9 (1994): 1699-1726.

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

Jensen, M. C. and C. W. Smith, Jr., “Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory”, Harvard NOM Working Paper, Harvard Business School, December 2000.

Kaplan, S., “The Effect of Management Buyouts on Operating Performance and Value”, Journal of Financial Economics 24 (1989): 217-254.

Kroll, M., and H. Johnson, “A Note on Managerial Behavior and the Theory of the Firm”, The Journal of Behavioral Economics 15 (1986): 123-134.

Kroll, M., P. Wright, and P. Theerathorn, “Whose Interests Do Hired Top Managers Pursue? An Examination of Select Mutual and Stock Life Insurers”, Journal of Business Research 26 (1993): 133-148.

Kroll, M., P. Wright, L. Toombs, and H. Leavell, “Form of Control: A Critical Determinant of Acquisition Performance and CEO Rewards”, Strategic Management Journal 18 (1997): 85-96.

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

- Mayers, D., A. Shivdasani, and C. W. Smith, Jr., "Board Composition and Corporate Control: Evidence From the Insurance Industry", Journal of Business 70 (1997): 33-62.
- Mayers, D. and C. W. Smith, Jr., "Contractual Provisions, Organizational Structure, and Conflict Control in Insurance Markets", Journal of Business 54 (1981): 407-434.
- Mayers, D. and C. W. Smith, Jr., "Ownership Structure and Control--The Mutualization of Stock Life Insurance Companies", Journal of Financial Economics 16 (1986): 73-98.
- Mayers, D. and C. W. Smith, Jr., "Ownership Structure Across Lines of Property Casualty Insurance", Journal of Laws and Economics 31 (1988): 351-378.
- Mayers, D. and C. Smith, Jr., "Executive Compensation in the Life Insurance Industry", Journal of Business 65 (1992): 51-74.
- Mayers, D. and C. W. Smith Jr., "Managerial Discretion, Regulation, and Stock Insurers Ownership Structure", Journal of Risk and Insurance 61 (1994): 638-655.
- McNamara, M. J. and S. G. Rhee, "Ownership Structure and Performance: The Demutualization of Life Insurers", Journal of Risk and Insurance 59 (1992): 221-238.
- Meggison, W. L., *Corporate Finance Theory*, 1996, Massachusetts: Addison-Wesley Educational Publishers Inc.
- Mikkelson, W. H. and M. M. Partch, "Stock Price Effects and Costs of Secondary Distributions", Journal of Financial Economics 14 (1985): 165-194.
- Mikkelson, W. H., M. M. Partch, and K. Shah, "Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public", Financial Economics 44 (1997): 281-307.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", Journal of Financial Economics, 20 (1988): 293-315.
- Muscarella, C. J., and M. R. Vetsuypens, "Efficiency and Organizational Structure : A Study of Reverse LBOs", Journal of Finance 45 (1990): 1389-1413.
- Oswald, S. L. and J. S. Jahera Jr., "The Influence of Ownership on Performance : An Empirical Study", Strategic Management Journal 12 (1991): 321-332.
- Pagano, M., F. Panetta, and L. Zingales, "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", Journal of Finance 53 (1998): 27-64.

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ตัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

- Shelor, M. R., and D. C. Anderson, The Financial Performance of REITs Following Initial Public Offerings, Journal of Real Estate Research, 16 (1998), 375-387.
- Smith, C. W., "On the Convergence of Insurance and Finance Research", Journal of Risk and Insurance 53 (1986): 693-717.
- Smith, A. J., "Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts", Journal of Financial Economics 27 (1990): 143-164.
- Tosi, H. L. and L. R. Gomez-Mejia, "Disaggregating the Agency Contract: The Effects of Monitoring Incentive Alignment, and Term in Office On Agent Decision Making", Academy of Management Journal 40 (1997): 584-602.
- Walkling, R. A., and M. S. Long, "Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance", Rand Journal of Economics 15 (1984): 54-68.
- Wells, B. P., L. A. Cox, and K. M. Gaver, "Free Cash Flow in the Life Insurance Industry", Journal of Risk and Insurance 62 (1995): 50-66.
- Wright, P., S. Ferris, A. Sarin, and V. Awasthi, "The Impact of Corporate Insider, Blockholder, and Institutional Equity Ownership on Firm Risk-Taking", Academy of Management Journal 39 (1996): 441-463.
- Yermack, D., "Higher Market Valuation For Firms With a Small Board of Directors" Journal of Financial Economics 40 (1996): 185-211.

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

## EXHIBIT 1

## Formerly Privately-Held Stock companies

No.	Company
1	Liberty financial cos
2	FPIC
3	ESG RE LTD
4	Vesta Insurance Group Inc
5	Hartford Financial Services
6	Travelers Aetna Property
7	Allstate Corp
8	ACE limited
9	Renaissancere Holdings Ltd
10	Life Re Corp
11	MMI Cos Inc
12	First Alliance Corp
13	Paula Financial
14	Chartwell Re Corp
15	RTW Inc
16	PMA Capital Corp
17	Rightchoice Managed care inc
18	Everest Reinsurance Holdings
19	Oxford Health Plans Inc
20	Exel Ltd
21	Wellcare Management Group Inc
22	F B L financial Group Inc
23	American Safety Insurance
24	standard Management Corp
25	Terra Nova Bermuda
26	Lasalle Re Holdings ltd
27	United Wisconsin Sevices
28	CNA surety Corp
29	Triad Guaranty Inc
30	PMI group

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหาและห้องข้อมูลของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

100780

## EXHIBIT 2

## Panel A

## Change in Salaries and Bonuses for Formerly Privately Held Stock companies CEOs

## For the IPO year

No.	Company	Salary and Bonus	
		Year -1	Year 0
1	Liberty financial cos	979,500	1,114,786
2	FPIC	255,671	332,027
3	ESG RE LTD	283,710	526,575
4	Vesta Insurance Group Inc	366,827	526,386
5	Hartford Financial Services	825,000	1,171,962
6	Travelers Aetna Property/Casualty group	2,760,000	3,192,441
7	Allstate Corp	647,500	1,276,578
8	ACE limited	431,573	658,984
9	Renaissancere Holdings Ltd	393,750	468,750
10	Life Re Corp	180,000	531,752
11	MMI Cos Inc	327,600	342,184
12	First Alliance Corp	54,170	73,433
13	Paula Financial	275,000	474,096
14	Chartwell Re Corp	454,675	664,086
15	RTW Inc	594,431	605,916
16	PMA Capital Corp	1,074,115	1,230,315
17	Rightchoice Managed care inc	384,551	700,138
18	Everest Reinsurance Holdings	1,115,350	1,499,392
19	Oxford Health Plans Inc	191,442	378,731
20	Exel Ltd	575,000	653,791
21	Wellcare Management Group Inc	167,505	255,618
22	F B L financial Group Inc	348,123	369,978
23	American Safety Insurance	367,485	386,304
24	standard Management Corp	276,341	365,611
25	Terra Nova Bermuda	850,000	1,050,831
26	Lasalle Re Holdings ltd	352,921	1,024,332
27	United Wisconsin Sevices	337,570	444,885
28	CNA surety Corp	379,219	491,868
29	Triad Guaranty Inc	223,635	276,512
30	PMI group	215,447	310,065
	Median	367,156	526,480
	Median Increase		43.39%
	Mean	522,937	713,278
	Mean Increase		36.40%

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

## Exhibit 2

## Panel B

Change in Salaries and Bonuses for Privately Held Stock Insurers CEOs  
For the IPO year

	Year -1	Year 0
Median	367,156	526,480
Median Change Relative to Year -1		43.39 %
Two-tailed Wilcoxon Signed Rank Test		0.000
Observations	30	30



เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

## EXHIBIT 3

## Panel A

Change in Salaries and Bonuses for Formerly Privately Held Stock companies CEOs  
for year 1

No.	Company	Salary and Bonus	
		Year -1	Year 1
1	Liberty financial cos	979,500	1,375,481
2	FPIC	255,671	337,545
3	Vesta Insurance Group Inc	366,827	515,240
4	Hartford Financial Services	825,000	1,713,541
5	travelers Aetna Property/Casualty Group	2,760,000	3,405,638
6	Renaissancere Holdings Ltd	393,750	859,116
7	Life Re Corp	180,000	706,947
8	MMI Cos Inc	327,600	537,247
9	First Alliance Corp	54,170	73,385
10	Paula Financial	275,000	586,895
11	Chartwell Re Corp	454,675	799,946
12	RTW Inc	594,431	599,912
13	PMA Capital Corp	1,074,115	1,203,831
14	Rightchoice Managed care inc	384,551	455,377
15	Everest Reinsurance Holdings	1,115,350	1,524,254
16	Oxford Health Plans Inc	191,442	418,836
17	Exel Ltd	575,000	694,924
18	Wellcare Management Group Inc	167,505	288,389
19	F B L financial Group Inc	348,123	407,185
20	American Safety Insurance	367,485	375,722
21	standard Management Corp	276,341	312,269
22	Terra Nova Bermuda	850,000	1,163,711
23	Lasalle Re Holdings ltd	352,921	1,093,651
24	United Wisconsin Sevices	337,570	467,193
25	CNA surety Corp	379,219	601,915
26	Triad Guaranty Inc	223,635	239,024
27	PMI group	215,447	566,264
	Median	366,827	586,895
	Median Increase		59.99%
	Mean	530,568	789,757
	Mean Increase		48.85%

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ตัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

## Exhibit 3

## Panel B

## Change in Salaries and Bonuses for Privately Held Stock companies CEOs

## For the Year 1

	Year -1	Year 1
Median	366,827	586,895
Median Change Relative to Year -1		59.99%
Two-tailed Wilcoxon Signed Rank Test		0.000
Observations	27	27



เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

## EXHIBIT 4

## Panel A

## Change in Total Values of Annual Pay Packages for Formerly Privately-held Stock Insurers for the IPO Year

No.	Company	Total Values of Annual Pay Packages	
		Year -1	Year 0
1	Liberty financial cos	1,023,868	6,551,050
2	FPIC	279,796	873,007
3	ESG RE LTD	318,205	561,024
4	Vesta Insurance Group Inc	394,163	1,346,157
5	Hartford Financial Services	846,956	18,582,173
6	Travelers Aetna Property	3,887,292	15,541,509
7	Allstate Corp	829,723	3,976,656
8	ACE limited	951,771	3,323,342
9	Renaissancere Holdings Ltd	558,033	2,782,822
10	Life Re Corp	180,000	1,203,465
11	MMI Cos Inc	615,002	520,213
12	First Alliance Corp	115,911	113,134
13	Paula Financial	275,347	6,790,245
14	Chartwell Re Corp	579,176	903,505
15	RTW Inc	666,214	695,209
16	PMA Capital Corp	1,145,961	3,400,377
17	Rightchoice Managed care inc	536,339	836,972
18	Everest Reinsurance Holdings	14,458,668	1,728,641
19	Oxford Health Plans Inc	191,442	378,731
20	Wellcare Management Group Inc	167,505	374,555
21	F B L financial Group Inc	372,785	877,347
22	American Safety Insurance	372,285	574,215
23	standard Management Corp	284,833	817,315
24	Terra Nova Bermuda	950,000	1,484,168
25	Lasalle Re Holdings ltd	499,913	5,823,773
26	CNA surety Corp	420,323	508,843
27	Triad Guaranty Inc	225,883	478,937
28	PMI group	264,699	1,343,029
	Median	460,118	1,053,485
	Median Increase		128.96%
	Mean	1,163,411	3,051,497
	Mean Increase		162.29%

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

## Exhibit 4

## Panel B

**Change in Total Values of Annual Pay Packages For Formerly Privately-held Stock Insurers CEOs For the IPO Year**

	Year -1	Year 0
Median	460,118	1,053,485
Median Change Relative to Year -1		128.96%
Two-tailed Wilcoxon Signed Rank Test		0.000
Observations	28	28



เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

## EXHIBIT 5

## Panel A

**Change in Total Values of Annual Pay Packages for Formerly Privately-held Stock Insurers for Year 1**

No.	Company	Total Values of Annual Pay Packages	
		Year -1	Year 1
1	Liberty financial cos	1,023,868	9,750,350
2	FPIC	279,796	2,961,669
3	Vesta Insurance Group Inc	394,163	13,671,528
4	Hartford Financial Services	846,956	21,464,963
5	Travelers Aetna Property	3,887,292	18,908,478
6	Renaissancere Holdings Ltd	558,033	9,721,252
7	Life Re Corp	180,000	1,284,972
8	MMI Cos Inc	615,002	1,170,356
9	First Alliance Corp	115,911	111,081
10	Paula Financial	275,347	608,829
11	Chartwell Re Corp	579,176	1,905,947
12	RTW Inc	666,214	645,509
13	PMA Capital Corp	1,145,961	3,625,561
14	Rightchoice Managed care inc	536,339	561,584
15	Everest Reinsurance Holdings	14,458,668	2,511,758
16	Oxford Health Plans Inc	191,442	11,202,853
17	Exel Ltd	915,389	3,000,379
18	Wellcare Management Group Inc	167,505	303,536
19	F B L financial Group Inc	372,785	1,933,653
20	American Safety Insurance	372,285	408,663
21	standard Management Corp	284,833	665,282
22	Terra Nova Bermuda	950,000	4,091,416
23	Lasalle Re Holdings ltd	499,913	12,391,086
24	United Wisconsin Sevices	420,983	11,347,572.282
25	CNA surety Corp	420,323	793,349
26	Triad Guaranty Inc	225,883	241,811
27	PMI group	264,699	1,874,566
	Median	420,983	1,905,947
	Median Increase		352.73%
	Mean	1,135,139	4,701,674
	Mean Increase		314.19%

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ตัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

## Exhibit 5

## Panel B

## Change in Total Values of Annual Pay Packages For Formerly Privately Held Stock

## Insurers CEOs For Year 1

	Year -1	Year 1
Median	420,983	1,905,947
Median Change Relative to Year -1		352.73%
Two-tailed Wilcoxon Signed Rank Test		0.000
Observations	27	27



เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า  
ไม่ว่ากรณีใดๆ ทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้