

# 公司治理會增強或削弱競爭力與多角化對 公司價值影響？

## DOES CORPORATE GOVERNANCE ENHANCE OR WEAKEN COMPETITIVENESS OR DIVERSIFICATION EFFECT TO FIRM VALUES?

倪衍森

淡江大學管理科學研究所副教授

黃寶玉

淡江大學管理科學研究所博士候選人

康唯珍

淡江大學管理科學研究所碩士

**Yen-Sen Ni**

*Associate Professor, Graduate Institute of Management Sciences  
Tamkang University*

**Pao-Yu Huang**

*Ph.D Candidate, Graduate Institution of Management Science  
Tamkang University*

**Weichen Kun**

*Master, Graduate Institute of Management Sciences  
Tamkang University*

### 摘要

本研究乃結合管理變數中，與成長有關的競爭力變數及與風險有關的多角化變數，以股價評價模式來推論這些變數對公司價值的影響；並在公司治理變數中，以管理當局代理問題有關之經理人持股及與股東代理問題有關之股權集中度，來探討這些變數是否會增強或削弱管理變數對公司價值的影響；此外在研究方法上，Petersen（2009）指出不少 panel data 模型的殘差處理有相當程度的偏誤，是以本文採取

Petersen (2009) 的修正模型來作為本文的實證模型，並有以下重要的研究發現。首先，市場佔有率對公司價值的影響並不正面，此可能源自削價競爭所致，但是當股權集中度提高時，將有助於公司削弱此不利因素；再者，多角化亦不利於公司價值的提升，但是經理人持股比率較高的多角化公司，將會降低此不利因素對公司價值的衝擊；換言之，雖然有些多角化與競爭力的代理變數似乎會造成公司治理上的問題，並進而降低公司價值，但公司治理良好的產業多角化企業或高市佔率的企業，則反而有降低風險與提高成長之效。

**關鍵字：**公司治理、競爭力、多角化

## ABSTRACT

This research is to investigate whether corporate governance variables such as managers' shareholdings and high concentration of directors' shareholdings will enhance or weaken competitive and diversified variables to the effect of firm values through the combining management variables competitiveness deemed as growth variable and diversification variables deemed as risk variable through the stock pricing model. In addition, Petersen (2009) point out the residual of several panel data models exist considerable degree of bias, so we adopt the revised models raised by Petersen (2009) as the empirical models for this research and disclose the following important findings. First of all, market shares of enterprises are negative for firm value due to the probable results of enterprises' cutting price strategies, but high concentration of directors' shareholdings will weaken this negative effects. Next, diversifications are unfavorable for raising firm values, but higher managers' shareholdings would reduce the negative impact to firm values. In the other word, some proxy variable for competitiveness or diversification seem to cause the problem of corporate governance, but industry diversification or high market share enterprises with sound corporate governance might have the effect of reducing risks and raising growth for enterprises.

**KeyWords:** Corporate Governance, Competition Power, Diversification

## 壹、緒論

公司治理是泛指公司管理與監控的方法，自 1997 年亞洲金融危機發生後，「強化公司治理機制」被認為是企業對抗危機的良方，近十年不斷傳出企業掏空弊案，2001 年美國安隆案（Enron）後陸續引發的金融危機，促使美國針對企業管控問題採取積極作為，遂有沙賓法案（Sarbanes-Oxley Act）之公布，2007 年發生的力霸掏空案對社會經濟及金融安定帶來衝擊，2008 年全球的金融海嘯更引發政府及民眾對於企業坐領高薪的肥貓高層大加撻伐，經理人自利行為所產生的代理問題，是值得深思的課題，雖然投資人可以從財務報表中獲得公司相關財務資訊，但是經營階層與投資人之間存在資訊不對稱，因此公司治理的良窳成為投資人衡量企業價值的重要指標之一。

相關研究指出良好的公司治理可提高公司經營績效，為公司取得較低的資金成本（Shleifer & Vishny, 1997；Turnbull, 1997）；並提高公司價值（葉銀華、李存修與柯承恩 2002；Gompers, Ishii, & Metrick, 2003），公司治理較差的公司則會增加代理成本，例如管理者的管理懈怠、過度投資及特權消費等，而降低公司價值（Gompers et al., 2003）。過去公司治理探討的焦點多半側重在董事會及其衍生出的代理問題對公司經營績效的影響（Westphal & Zajac, 1997），學術上亦有諸多關於公司治理與經營績效之研究（Shleifer & Vishny, 1997；Tirole, 2001；Gompers et al., 2003；洪榮華、陳香如與王玉珍，2005；鄭伶如，2008），國內外之研究不少，顯示公司治理課題有其重要性，然而此課題有進一步值得探討的空間。

Gordon（1962）提出之股價評價模式，指出成長與風險是影響股價，甚至公司價值的重要因素，是以本研究除公司治理對公司價值的探討外，亦從上述成長與風險的思維來探討與公司價值的關係。就企業風險上的考量，本研究乃是納入當企業實行多角化策略時，將觸角跨入不同領域是否會造成風險的下降，進而有助於公司價值的提升；此外就公司成長的考量，乃是納入當企業競爭力的提升時，是否有助於公司價值的提升。因此本研究除了探究公司治理對公司價值的影響外，並結合股價評價模式，成長變數如與競爭力有關之變數，及風險變數如與多角化有關之變數來一併探討之。

而對公司治理對公司價值的探討上，除傳統上一些公司治理變數對公司價值的影響外，並且將公司治理的變數分為與股東有關的代理變數（股權集中度），及與管理當局有關的代理變數（經理人持股），將模式納入這些代理變數與風險（多角化）及成長（競爭力）之交乘項<sup>1</sup>作探討，來觀察近年政府及企業所大力推行之公司治理，是否有增加或削弱風險與成長對公司價值的影響，上述種種的思維在過去公司治理對

公司價值之相關課題的研究上並不多見，是以本文對於公司治理領域之研究應有開拓性之貢獻。

在競爭力方面，Behn and Riley (1999) 指出非財務資訊有益於預測企業之獲利，財務報表上的數據、公司資訊揭露程度、公司治理的落實、創新能力及品牌價值等，都是創造企業競爭力及公司價值的無形來源。Leonard-Barton (1992) 指出企業之存亡取決於企業有無核心競爭力，核心競爭力為長期先進技術與知識的累積，能為企業帶來超額利潤並且不易替代。企業除了追求公司價值最大化，落實公司治理更可以提升企業競爭力，以減少管理當局與外部投資者之資訊不對稱，雖然資訊之揭露有其成本存在，文獻亦普遍支持資訊透明度對公司價值有正向影響(周建新、林宗得，2005；高蘭芬、陳振遠與李煥慈，2006)。

渠遠慶、羅豔與李冬妍(2009) 指出企業擁有的專利權件數、研發人員比例及研發成果等指標是否領先可以識別核心競爭力中的創新能力；陳一如(2009) 研究發現創新能力與治理程度對多角化公司之超額價值有正向影響。Knight(1999) 與 Fernandez, Montes, and Vazquez (2000) 亦主張品牌是利害關係人對企業的信任基礎，也能保持企業的市場佔有率，提升企業的競爭力。所以無論是有形資產、無形資產、財務資訊與非財務資訊都可以是企業競爭力的來源，因此本文針對資訊透明度、專利權、品牌、市佔率、成長機會、員工生產力及有關競爭力之財報資訊來探討其對公司價值之影響。

面對外在環境不斷的變化，當市場已逐漸飽合時，企業為了永續經營往往會尋求其它經營模式，多角化即是常見的轉型途徑，而管理者及董事會對於多角化的態度和動機將會影響多角化的決策 (Denis, Denis, & Sarin, 1997)；企業可藉由多角化分散風險、追求成長、建立內部資本市場來有效分配資源，充份利用內部資源而產生的綜效成果，並且因多角化而有較高的舉債能力及享有較多的負債稅盾 (Williamson, 1975；Lewellen, 1971)，當集團內網絡體系所涵蓋的成員愈多，其對外之談判力愈高，可為成員帶來更大的獲利與成長空間 (楊朝旭，2008)。

然而多角化常造成股東與經理人間產生代理問題而導致企業價值減損，Denis et al., (1997) 指出當企業股權愈分散，股東對管理者的監督力量會減弱造成代理問題變得嚴重，使得管理者愈容易傾向採取多角化自利的行動，多角化所帶來的正面效益可能被多角化的負面影響如代理成本等所抵銷；此外多角化會造成企業內部資源分配的無效率，而導致公司的核心管理者和各營運部門之間產生資訊不對稱 (Harris, Kriebel, & Raviv, 1982；Denis, Denis, & Yost, 2002)，企業將觸角跨入不同領域是否會造成風險下降並提升獲利，而公司治理之於上述是否有所裨益，此皆是本文所欲探討之課題。

本研究主軸乃結合成長有關的競爭力變數與風險有關的多角化變數，並將這些管理變數透過股價評價模式的推論與公司價值相連結，並探討公司治理變數是否增加或削弱這些管理變數對公司價值的影響；此外由於 Petersen(2009)指出 panel data models 存有殘差上的偏誤，所以本文採取 Petersen (2009) 修正模式來處理上述的問題。經由本實證研究有以下的重要發現，其一為市場佔有率對公司價值的影響並不正面，然而當股權集中度提高時，將有助於公司削弱此不利因素；此外雖然多角化在實證上不利於公司價值的提升，但是經理人持股比率較高的多角化公司，將會降低此不利的因素對公司價值的衝擊；換言之雖然有些多角化與競爭力代理變數，似乎容易產生公司治理上的問題，進而拉低公司價值，但若是良好公司治理的產業多角化或高市佔率的企業，則反而有降低風險與提高成長之效；此與過去的研究探討多角化與競爭力代理變數，對公司價值有正向或負向的影響的實證研究，多了一些開拓的空間。

此外本研究下列章節的鋪陳如下：第二部份為研究假說與文獻探討，第三部份為研究對象與變數，第四部份為實證結果與分析，第五部份則為結論與建議。

## 貳、研究假說與文獻探討

本文探討公司治理與競爭力對公司價值之影響，茲將探討公司治理與公司價值、競爭力與公司價值之相關文獻，並將研究假說與相關文獻彙整說明如下：

### 一、公司治理與公司價值

公司治理通常被視為所有權與控制權的分離 (Bainbridge, 1995)，所有權與控制權分離的結果容易導致代理問題 (Jensen & Meckling, 1976)，Shleifer and Vishny (1997) 認為公司治理的觀點即是「代理問題」，亦即「所有權」及「控制權」分離會對於公司的價值造成傷害，而良好的公司治理，可以有效降低代理問題，以提升公司的經營績效與價值，讓公司能長久經營。

Shleifer and Vishny (1997) 與 Turnbull (1997) 研究指出公司治理可影響公司績效並為公司取得較低的資金成本；Gompers et al. (2003) 研究發現公司治理會影響股票的報酬，可能原因是公司治理較不好的公司將增加代理成本，例如管理者的管理懈怠、過度投資及特權消費等，隨著代理成本實現時，投資者將降低對公司預期的現金流量，因此降低股票的價格。

近年來公司治理的良莠已成為投資人審慎評估的因素，Black, Jang, Kim, and Mark (2002) 探討公司治理機制與經營績效之關連性，發現公司治理標準較高的公司，在 Tobin's q 和市價對帳面價值的兩個績效指標上，都顯著高於治理標準低的公司；Klapper and Love (2003) 研究十四個新興股票市場，指出公司治理與公司經營績效及價值呈正相關；Gompers et al. (2003) 研究發現公司治理影響其股票報酬，認為公司治理較不好的公司，將引起代理成本的增加，而投資者往往會沒有預期而低估這些增加的代理成本，隨著這些代理成本實現時，投資者將降低對公司預期的現金流量，因而降低股票的價格。沈中華與林昆立 (2008) 透過內生性轉換模型檢視公司治理對基本財務資訊與股票報酬間之影響關係，將公司治理區分為好的公司治理與不好的公司治理，探討其對股票報酬的影響，指出公司治理確實與公司價值、經營績效與股票報酬有相關，文獻皆說明良好的公司治理可提昇公司價值。

此外就公司價值的代理變數來分析，Fisher and McGowan (1983) 主張從經濟利潤觀點，以公司未來現金流量折現值來衡量公司價值，並認為 Tobin's q 是衡量公司未來現金流量折現值的一個良好指標。Morck, Shleifer, and Vishny (1988) 在研究經理人持股比例與公司價值關係時，亦認為 Tobin's q 考量了貨幣的時間價值，是衡量公司未來現金流量折現值的良好指標，適合作為衡量公司經營績效的代理變數。相較於會計衡量指標，Tobin's q 結合財務及會計上資訊、考量貨幣時間價值，用來解釋公司經營績效，隱含對市場的預期及已經排除個別公司風險差異。市場績效指標的 Tobin's q 值，不但可以衡量公司無形資產的價值，反映公司真實的價值及未來成長機會，也能補足會計績效指標的缺點。因此有許多學者皆以 Tobin's q 做為公司價值的衡量變數，例如 Griliches (1981)、Morck, Shleifer, and Vishny (1988)、McConnell and Servaes (1990) 等學者。

此外亦發現吾等用的變數不少是與管理有關的變數，而且這些變數其實不容易在財務報表上量化成確切的金額，如專利、商標的價值，並不容易以財報的金額認定，如獲利能力不同的不同產業，其股價與公司價值常常有顯著的差距，是以用與股價有關連的 Tobin's q 應較 ROE 來的適合來彰顯其公司價值，再者由於實證的篇幅相當多，是以本研究乃以 Tobin's q 為應變數的實證結果來鋪陳本文的實證部分。

Cremers and Nair (2005) 同時納入外部公司治理機制（如接管市場機制）和內部公司治理機制（如董事會結構與股權結構）加以考量，發現兩者對於股票報酬的影響為互補之關係，並認為與公司治理相關的風險因子，亦是影響股票報酬的因素，葉銀華等 (2002) 指出內部機制的核心在董事會，當公司治理機制越完善，公司價值也愈高，所以本文就董事會結構分為以下五個構面來加以說明並建立公司治理變數與公司

價值之相關假說。

### (一) 董事會規模與公司價值

Zahra and Pearce (1989) 指出董事會規模會左右董事會功能的發揮，影響公司經營績效；Bacon (1973) 認為董事會規模大代表成員背景多元且觀點有差異有助於決策的品質，也會較中立；但是也有研究指出董事會規模與公司績效間呈負向關係 (Carlin, Linn, & Yadav, 2002；Singh & Davidson, 2003)，董事會規模及組成、決策複雜性及不確定性係影響決策品質的兩大要素 (Rindova, 1999)，Jensen (1993) 即主張董事會規模以不超過七至八人為限，以免人數過多會造成溝通協調之困難。此外在財務報表方面，薛敏正、林嬋娟與林秀鳳 (2008) 以財務報表重編作為財務報表品質之代理變數，結果顯示董事會規模較大，財務報表重編之機率較大，代表財報品質不佳。是以本文假說董事會規模與財報重編對公司價值會有負面的影響。

假說 1-1：董事會規模對公司價值有負面影響

假說 1-2：財報重編次數對公司價值有負向影響

### (二) 董事長兼總經理與公司價值

Shleifer and Vishny (1997) 表示在某些情況下大股東直接參與經營管理，可有效解決外部股東與內部管理階層之間的資訊不對稱問題，進而增加公司價值，Donaldson and Davis (1991) 研究指出董事長身兼總經理的公司有較佳的經營績效。不過 Lee and Yeh (2004) 認為大股東參與管理會引發較嚴重的代理問題，並提高公司發生財務危機的機率，Kesner and Dalton (1987) 與 Rechner and Dalton (1989) 主張董事長兼任總經理容易造成董事會被管理者支配，並喪失自主性；Fuerst and Kang (2000) 亦提出由董事長兼任總經理和公司經營績效成反比，表示一個有權力的總經理可能會損害公司績效或剝奪股東財富；Yermack (1996) 認為若董事長由總經理來兼任，可能無法絕對客觀與公正，因而使監督效果大打折扣，代理問題更為嚴重。Sharma (2004) 探討董事會特性與財務報表舞弊間的關係，其結果顯示當董事長兼任總經理時，將增加公司發生舞弊的可能性。

就公司高層的更換而言，Asthana and Balsam (2010) 發現董事長的離職，可能源自公司業績惡化，該公司成為高風險，所以離開不斷惡化的公司，以保護其財富與聲譽。而 Gorton, Huang, and Kang (2009) 亦發覺股價訊息與總經理更換似有其關連性，其研究顯示股票價格來反應總經理更換是有跡可尋的。是以本文假說董事長兼總經

理、董事長更換、總經理更換對公司價值有負向的影響。

假說 1-3：董事長兼總經理對公司價值有負向影響

假說 1-4：董事長更換對公司價值有負向影響

假說 1-5：總經理更換對公司價值有負向影響

### (三) 董監質押比率與公司價值

相關研究指出大股東與董監事的質押比率持續增加或過高即為地雷股十大警訊之一（葉銀華，2005），董監事質押比對財務危機機率呈顯著正向關係（李馨蘋、莊宗憲，2007），董監事質押比例與公司經營績效呈顯著負相關（莊嘉建、呂佩蓉，2008）。是以本文假說董監質押比率對公司價值有負向的影響。

假說 1-6：董監質押比對公司價值有負向影響

### (四) 經理人持股、董監事持股比率與公司價值

Jensen and Meckling（1976）提出「利益收斂假說」（convergence-of-interest hypothesis），認為當管理者與董事會持股比例愈高時，企業若有損失，則自身承擔損失的比例也愈大，故會以追求公司價值極大化為目標，認為董監事持股較高之公司，董事會成員之利益取向與公司較為一致。國內研究顯示董監事持股與經營績效成正相關，董監事持股愈高，企業愈不容易發生財務危機（鄭桂蕙、林宛瑩與許崇源，2006；廖秀梅、李建然與吳祥華，2006；林郁翎、黃建華，2009），是以持股越高，越裨益公司價值的推升。另一理論則為 Jensen and Ruback（1983）所提出職位鞏固假說（entrenchment hypothesis），他們認為管理者持股愈多時，其職位的保障愈大，因而愈不關心其他利害關係人之利益，因而與公司價值呈負相關。然而過去實證結果正負向皆有，是以本文假說經理人持股與董監事持股比率對公司價值會有影響。

假說 1-7：董監持股比率對公司價值有影響

假說 1-8：經理人持股率對公司價值有影響

### (五) 股權集中度與公司價值

根據「利益收斂假說」，若股權集中於大股東手中，則大股東會有較大的誘因監

督管理者，可以降低代理問題，提高公司價值(Jensen & Meckling, 1976)，Hill and Snell (1989) 假設股權結構透過有監督功能的股東影響企業生產力，研究結果顯示股權較集中的公司有較佳的生產力。而在「利益掠奪假說」下，認為股權愈集中，則對公司績效會產生負面影響，即公司股權愈分散，對公司價值才是正向影響，Shleifer and Vishny (1997) 提出大股東可以藉由掌控公司決策，增進自己的財富，侵害小股東的權益，導致公司治理不佳。洪榮華等(2005) 探討股權結構與公司績效關係，其實證結果顯示股權集中度與公司績效呈顯著負相關，此結果可能係因為研究期間爆發多件地雷股事件，使得市場對股權集中有所遲疑。綜合上述文獻，本研究建立下列假說。

假說 1-9：股權集中度對公司價值有影響

假說 1-10：十大股東持股率對公司價值有影響

## 二、競爭力、公司治理與公司價值

### (一) 核心競爭力定義

由於產品生命週期短，企業面臨環境競爭的壓力與日遽增，唯有強化自身的競爭優勢才能達到永續經營。Prahalad and Hamel (1990) 提出核心競爭力 (core competence)，認為核心競爭力是一家企業能夠真正區別於競爭對手的、可以持續創造價值的那些資產、技術或專業能力。競爭是配置資源的核心機制。企業如果擁有核心競爭力，就能提高資源配置效率，促進經濟發展。每家公司都有不同的核心競爭力，創造不同的進入障礙。Leonard-Barton (1992) 將核心競爭力定義為單一、獨特、不易模仿，優於競爭者的資源運用與技能，並指出核心競爭力能為企業帶來超額利潤，能為顧客提供更多的價值。

Mansour (1998) 將競爭力的層級由下而上分為四個層級：資源、能力、競爭力與核心競爭力，核心競爭力是企業競爭力的根源，由企業各部門競爭力的協調、整合並分享企業各部門的知識與技術而形成核心競爭力。核心競爭力可以提供組織在不同市場中競爭的能力，並創造出最終使用者需要的價值，造成競爭者切入的障礙。林文寶與吳萬益 (2006) 實證指出核心競爭力對創新績效有正向顯著影響。姚正海 (2007) 認為公司的創新與核心競爭力是相互促進的關係，並指出公司良好績效的取得，關鍵係在於形成、保持和運用公司的核心競爭力。

## (二) 競爭力、公司治理與公司價值

資訊透明度與公司價值息息相關，亦可提升企業競爭力<sup>2</sup>，Healy and Wahlen(1999)實證發現當企業的揭露水準提高時，股票報酬率會隨之成長，並增加股票市場的流動性，降低投資的不確定性。當企業願意且自願與投資者進行溝通，就愈能得到投資人的信任，投資人愈信任企業，就不會因為一些風吹草動就將公司的股票賣出，股價的波動幅度相對也比較小，風險相對也較小，更可逐漸降低成本。是以本文建立與企業的競爭力與公司價值有關的假說。

假說 2-1：資訊揭露評鑑水準提高時對公司價值有正向影響

假說 2-2：自願性揭露資訊對公司價值有正向影響

葉銀華等(2002)指出企業應該重視透明度的最主要原因是不能忽視股東認知的權利，國外投資者相當重視透明度，所以提高透明度有利於企業籌資。國內研究亦顯示資訊透明度對公司價值有正向影響(周建新、林宗得，2005；高蘭芬、陳振遠與李歆慈，2006)，因此資訊透明度對於提升公司價值有一定程度的影響力，企業可透過提升資訊透明度，來降低成本與增進公司價值，是以公司治理與資訊透明度直接影響公司的競爭力，故企業增進競爭力之方法之一是落實公司治理。

假說 2-3：資訊透明度對公司價值有正向影響

此外渠遠慶、羅豔與李冬妍(2009)提出核心競爭力包含創新能力、學習能力與隱性知識，而創新能力的識別即是要比較反應創新能力的指標，如企業擁有的專利權件數、研發人員比例及研發成果等指標是否領先。Knight(1999)與 Fernandez et al.(2000)主張品牌、商譽及企業形象等是利害關係人對企業的信任基礎，也能保持企業的市場佔有率，提升企業的競爭力。

Dollar and Wolf(1993)認為企業經營的競爭力是指高品質與低成本所造成，長期而言最好的衡量方法則是生產力，企業競爭優勢必須不斷提高其企業生產力，藉由生產力之不斷提昇，企業價值及股東財富方得以增加。

假說 2-4：生產力對公司價值有正向影響

假說 2-5：專利權件數對公司價值有正向影響

#### 假說 2-6：品牌價值對公司價值有正向影響

Smirlock (1985) 實證發現市場佔有率與市場集中度對獲利績效有正向影響，當企業的產品、技術及服務在市場上佔有一席之地，其知名度相對會提升，對於資金籌措也會顯得比較容易，而對於價格的制定擁有較高的控制權，市場佔有率通常以銷售金額或銷售產品數量來衡量，是判斷企業競爭水平的重要因素，同時由於規模經濟的作用，提高市場佔有率也可能降低單位產品的成本、增加利潤率。根據上述影響企業競爭力之重要因素，本研究建立假說 2 探討企業競爭力與公司價值之關連性。此外就股價的評價模式而言，影響股價進而會影響公司價值的變數有獲利、成長等，是以建立下列與獲利與成長有助於公司價值有關的假說。

#### 假說 2-7：市場佔有率對公司價值有正向影響

#### 假說 2-8：成長機會對公司價值有正向影響

#### 假說 2-9：獲利能力對公司價值有正向影響

### 三、多角化、公司治理與公司價值

企業透過多角化行為擴大版圖，期望藉由新事業、產品或技術，來達到提升獲利及分散風險等效益，相關研究指出多角化可以提升公司價值，Lewellen (1971) 認為多角化企業可藉著負債融資額度的增加，以節省稅負支出，以增加企業價值。Vernon (1971) 實證指出企業從事多角化將有助於整體獲利。Rumelt (1974) 探討多角化策略型態、組織結構與績效之關係，發現若企業多角化相關性較高，則可能使企業有較高的績效，若相關性較低，則績效可能也較低。Williamson (1975) 指出企業可藉由多角化分散風險、追求成長、建立內部資本市場來有效分配資源，充份利用內部資源而產生的綜效成果以及舉債能力的提升。楊朝旭 (2008) 研究發現當集團內網絡體系所涵蓋的成員愈多，其對外之談判力愈高，可為成員帶來更大的獲利與成長空間。

然而文獻指出多角化常造成股東與經理人間產生代理問題，而導致企業價值減損，Lewellen (1971) 研究發現多角化企業比起單一企業有較低風險，然而多角化所帶來的正面效益可能被多角化的負面影響，例如代理成本等所抵銷。Harris et al. (1982) 認為多角化會造成企業內部資源分配的不效率，而導致公司的核心管理者和各營運部門之間產生資訊不對稱。Denis, Denis, and Sarin (1997) 指出當企業股權愈分散，股東對管理者的監督力量會減弱，造成嚴重的代理問題，使管理者愈容易傾向採取多角化自利的行動。呂佳玲與林基煌 (2008) 探討家族企業之公司治理對多角化併購及績

效影響，其實證顯示核心權益代理問題愈嚴重時，企業愈傾向採行多角化併購決策。陳一如（2009）指出當多角化公司整體的公司治理程度相對較高時，其超額價值明顯較高。

綜合上述可知公司治理與多角化行為密切相關，Montgomery（1985）研究指出多角化程度愈高的公司，要面對較多的競爭市場，使得其經營績效低於多角化程度較低的公司。Larry and Stulz（1994）利用 Tobin's  $q$  衡量多角化與績效之關係，其證實多角化企業比單一企業有較低的 Tobin's  $q$ ；Berger and Ofek（1995）認為多角化企業存在過度投資及交叉補貼的現象，而造成企業價值的折損，並指出相較於單一企業，集團企業在股票市場下會有折價現象；Palich, Cardinal, and Miller（2000）等認為執行多角化戰略需要新行業中必要的管理能力，多角化業務過多，可能會使企業所具有的管理能力不足以管理新業務，增加企業的管理困難，影響企業績效；Denis et al.（2002）探討地理多角化與產業多角化對公司價值的影響，其研究顯示產業多角化會造成公司價值降低約 20%。

此外亦有實證結果顯示企業從事多角化或許可以增加舉債能力，並可藉由多角化分散風險、追求成長、建立內部資本市場來有效分配資源，充份利用內部資源而產生綜效成果（Lewellen, 1971；Vernon, 1971；Rumelt, 1974；Williamson, 1975），相關研究指出當多角化公司整體的公司治理程度相對較高時，其超額價值明顯較高（陳一如，2009）。

是以多角化對公司價值的有不同的實證結果，然而本文乃以股價評價模式觀點來分析其影響股價進而會影響公司價值的風險變數來探討多角化是否能代表降低風險進而來推論對公司價值有正面影響，是以建立下列假說 3-1 至 3-4 來探討集團、關係企業、產業與地理等多角化經營模式應有降低公司風險之效，進而提高公司價值。

假說 3-1：集團企業對公司價值有正向影響

假說 3-2：關係企業家數的多寡對公司價值有正向影響

假說 3-3：產業多角化對公司價值有正向影響

假說 3-4：地理多角化對公司價值有正向影響

雖然過去的實證結果多角化的變數對公司價值的影響以負向居多，但本文是希望透過實證研究與新的研究方法來探討多角化是否可以做為風險代理變數，進而提升公

司價值。若是不能則未來或許可以思索還有那些變數可為風險的代理變數以做為後續的研究。

## 參、研究對象與變數

### 一、研究對象

本研究針對所搜集的次級資料進行相關統計分析，研究對象為台灣證券交易所列之上市公司，扣除金控公司、金融業、壽險業、產險業及證券業，共計 693 家公司，研究期間為 2005 年至 2008 年，其財務數據與非財務資料皆取年資料作為衡量，本研究資料來源，包含基本資料、公司治理變數、競爭力變數、多角化變數及其相關財務報表資料等，取自台灣經濟新報（TEJ）及公開資訊觀測網站；資訊透明度資料係藉由台灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心委託證券暨期貨市場發展基金會所建置的「資訊揭露評鑑系統」之評鑑結果；專利權資料取自「中華民國專利資訊檢索系統」；而品牌價值資料係取自於由經濟國際貿易局主辦、中華民國對外貿易發展協會執行、數位時代雜誌和國際品牌顧問公司 Interbrand 承辦的「台灣國際品牌價值調查」。

### 二、研究架構

本研究除探究公司治理對公司價值之影響外，並從成長與風險的思維來探討與公司價值的關係，就公司成長的考量，乃是探討企業競爭力的提升，是否可裨益於公司價值的提升，就企業風險上的考量，則是探討當企業實行多角化策略時，將觸角跨入不同領域是否會造成風險的下降，進而有助於公司價值的提升，藉由 Gordon 股價評價模型之思維，一併探討其對公司價值之影響，茲將研究架構列示於圖 1。

### 三、變數定義

本研究變數為公司治理、競爭力與公司價值變數，茲將變數之操作性定義說明於表 1：

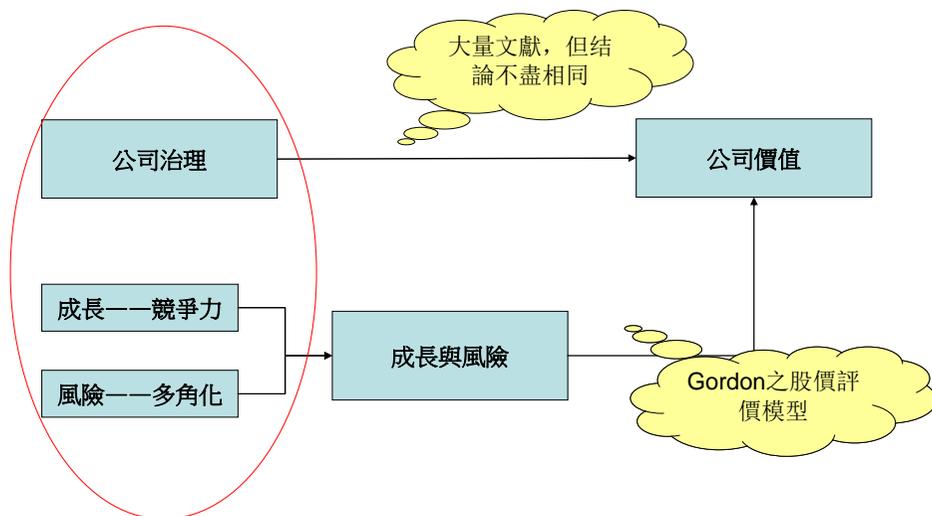


圖 1 本研究之研究架構

表 1 變數定義

變數	定義與說明
<b>1.應變數</b>	
Tobin's $q^3$ (Tobin)	$\text{Tobin's } q = \frac{\text{市價} + \text{特別股市價} + \text{長期負債} + \text{流動負債} - \text{流動資產}}{\text{總資產的帳面價值}}$
<b>2.自變數</b>	
<b>(1)公司治理變數</b>	
董事長兼總經理 (CEO)	即當董事長與總經理為同一人時，則虛擬變數設為 1；反之則設為 0。
董事長更換次數 (PRN)	即每年董事長異動次數。
總經理更換次數 (CRN)	即每年總經理異動次數。
財報重編次數 (FR)	企業每年財報重編次數。
董監質押股% (PS)	董監事質押股數 ÷ 當年底流通在外股數
董監持股% (MAS)	董監持事股數 ÷ 當年底流通在外股數
經理人持股% ( $X_1$ )	經理人持股數 ÷ 當年底流通在外總股數

續下表

續表 1

股權集中度% (X <sub>2</sub> )	以經濟學中衡量市場佔有率的賀芬德指數 <sup>4</sup> (Herfindahl Index) 衡量，即各類股的股權佔有率之平方和，本研究採持股比率最高之前三大股東的股權佔有率之平方和。
十大股東持股% (TSS)	十大股東持股數÷公司發行在外總股數
董事會規模 (BS)	董事會成員總數
<b>(2)競爭力變數</b>	
資訊透明度 (IT)	本文以證期局之上市櫃公司資訊揭露評鑑系統評鑑結果，作為資訊透明度的代理變數。將其設為虛擬變數，其中 IT2：評鑑結果為 A+者，則設為 1，其餘設為 0；IT4：評鑑結果為 C 者，則設為 1，其餘設為 0。
自願性揭露 (DI)	證期局之資訊揭露透明度的評鑑結果，另公佈自願性揭露較透明之企業。故本研究設立虛擬變數，評鑑結果之自願性揭露資訊較透明者，在該名單內則設為 1，反之則設為 0。
員工生產力 (ER)	員工生產力 = 以上一期員工每人銷貨收入(營業收入淨額除以員工總人數) - 當期員工每人銷貨收入(本研究乃採用沈中華與林昆立(2008)所定義的員工生產力)
每人營收 (EP)	營業收入÷員工人數
員工附加價值 (EPV)	員工附加價值 = 稅後淨利÷員工總人數(本研究乃採用洪嘉聲與黃瑞靜(2008)所定義的員工附加價值)
專利權 (PA)	企業每年專利權件數
品牌價值 (BR)	「Taiwan Top 10 Global Brands」調查，將台灣最有價值的前十大品牌詳細列出。本研究設立虛擬變數，在該名單內，則設為 1，反之設為 0。
市場佔有率 (MS)	營業收入淨額÷所屬產業總營業收入
市場佔有率*淨利率 (MSR)	(營業收入淨額÷所屬產業總營業收入) × (稅後淨利÷營收淨額)
成長機會 <sup>5</sup> (GC)	成長機會 = 當年度研發費用÷當年度銷貨收入
呆帳率 (DP)	呆帳費用÷應收帳款及票據
營業毛利率 (GM)	營業毛利÷營收淨額
營收成長率 (OG)	營收淨額增減額÷去年度營收淨額絕對值
營業毛利成長率 (OG1)	毛利增減額÷去年同期毛利絕對值
<b>(3)多角化變數</b>	
集團 (BG)	設立虛擬變數，若該企業為集團企業，則設為 1，反之設為 0。
關係企業家數 (Y <sub>1</sub> )	若企業為集團企業，其關係企業家數。
產業多角化 <sup>6</sup> (Y <sub>2</sub> )	設立虛擬變數，若企業有從事產業多角化，則設為 1，反之設為 0。
地理多角化 (GED)	設立虛擬變數，若企業有從事地理多角化，則設為 1，反之設為 0。 (本研究乃參考企業財務報告書中所揭露之部門財務資訊，若企業於海外有設立營運部門，則視為企業從事地理多角化)
<b>(4)控制變數</b>	
負債比率% (DR)	負債比率 = 總負債÷總資產。 (本研究乃參考陳瑞斌與許崇源(2008)及邱秀清、李慕萱與劉仲凱(2009)以負債比率為控制變數)
公司規模	Log (市值)

## 肆、實證結果與分析

### 一、敘述性統計量

本節針對各實證變數進行敘述性描述，各變數之觀測值、最小值、最大值、平均數與標準差等資料詳見表 2。在公司治理變數方面，董事長兼總經理占整體樣本 33.1%，低於百分之五十，顯示國內企業董事長普遍不兼總經理；董事會規模平均為 7.098 人，表示董事會人數平均約在 7 人左右。在公司治理構面下，董監持股比率平均為 22.437%，而經理人持股比率平均只有 0.964%，顯示國內上市公司之經營權與所有權偏向分離。在董監質押股比率中，最小值為 0，最大值為 99.58%，標準差為 20.196%，顯示董監質押的情形在各公司有很大的差異。

與競爭力有關的變數方面，資訊透明度 (IT2) 代表資訊揭露評鑑為 C，其平均數為 0.2，資訊透明度 (IT4) 代表資訊揭露評鑑為 A+，其平均數為 0，表示上市公司資訊透明程度不佳之比例高於較佳者，自願性揭露較透明的企業比例亦不高，平均為 0.1；此外各家公司之員工生產力、每人營收、員工附加價值、呆帳率、營業毛利率、營收成長率及營業毛利成長率均有甚大差異；專利權最小值為 0，最大值為 2,477 件，平均數為 23.2 件，標準差為 113.3 件，說明各公司的研發能力有很大落差。

在多角化變數方面，顯示集團企業高達 0.738，平均關係企業為 14.651 家；實施產業多角化的比例僅有 0.145，代表跨產業的公司比例不高；此外企業普遍未於海外設立營運部門，即未實施地理多角化，其平均數為 0.027。在控制變數方面，負債比率平均為 37.888%；而以市值作為公司規模，其平均為 22,441.771 元，標準差為 93,034.427 元，顯示各公司之市值亦有很大的差異，根據文獻，本文遂以負債比率及市值作為控制變數。

### 二、實證結果

在探討解釋變數對於應變數的影響之前，為了避免各項解釋變數有共線性存在的問題，必須對模型內的解釋變數做共線性診斷，本研究透過以變異數膨脹因素 (Variance Inflation Factor, VIF) 來檢驗解釋變數之間的共線性，檢測結果自變數之間的 VIF 值介於 1.02~3.48 之間，表示共線性問題並不嚴重，因此可以後續之研究。

由於本研究的資料涵蓋橫斷面與縱斷面之縱橫資料，是以當資料型態屬於縱橫資料並存時，使用最小平方法將會因為忽略兩者間的差異性，無法表現研究樣本特質的

表 2 各變數敘述統計量

變數名稱	樣本數	平均數	標準差	最小值	最大值
Tobin's q	2484	0.844	0.833	-0.301	8.578
董事長兼總經理	2484	0.331	0.471	0	1
董事長更換次數	2484	0.085	0.313	0	5
總經理更換次數	2484	0.134	0.369	0	3
財報重編次數	2484	0.009	0.100	0	2
董監質押股比率(%)	2484	11.778	20.195	0	99.580
董監持股比率(%)	2484	22.437	13.426	2.010	89.000
經理人持股比率(%)	2484	0.964	1.947	0	22.780
股權集中度(%)	2484	4.055	5.565	0.046	47.216
十大股東持股比率(%)	2484	18.402	11.298	0	74.200
董事會規模	2484	7.098	2.482	3	21
資訊透明度(IT2)	2484	0.2	0.4	0	1
資訊透明度(IT4)	2484	0	0.1	0	1
自願性揭露	2484	0.1	0.3	0	1
員工生產力(單位：千元)	2484	5,323,040.8	44,977,500.0	-189,087.5	1,472,762,818.2
每人營收(單位：千元)	2484	19,937.9	34,180.9	64	564,438
員工附加價值	2484	1,343.1	8,695.7	-252,596.8	58,960.1
專利權	2484	23.2	113.3	0	2,477
品牌價值	2484	0	0.1	0	1
市佔率	2484	0	0	0	0.3
市佔率*淨利率	2484	0	0	-0	0.1
成長機會	2484	0	0.1	0	4.9
呆帳率(單位：千元)	2484	0	0	-0	1.5
營業毛利率	2484	13.6	161.3	-6,553	100
營收成長率	2484	10.4	117.1	-99.1	5,081.8
營業毛利成長率	2484	39.4	1,924.6	-71,541.9	51,441
集團	2484	0.738	0.440	0	1
關係企業家數(家)	2484	14.651	29.952	0	456
產業多角化	2484	0.145	0.353	0	1
地理多角化	2484	0.027	0.163	0	1
負債比率(%)	2484	37.103	16.590	1.460	95.54
公司規模(千元)	2484	22,441.771	93,034.727	94	1,743,503

不同，因而產生無效率的估計結果。是以 Panel Data 模型，不但擁有時間數列的動態性質，又能兼顧不同樣本間的特性等縱橫資料的特性；由於過去在公司理財與資產評價所採用的 Panel Data 模式，常常忽略了殘差可能與跨公司或跨時間有關，致使殘差存在的偏誤，因此本文採用 Petersen(2009)所做的建議處理上述問題，建構 Panel Data 模型做為本文研究分析的依據。

由於公司治理所討論的主軸為代理問題，本文著重於其中二大代理問題，其一為管理當局方面（本文以經理人持股為代理變數），其二為股東方面（本文以股權集中度來當代理變數），故採用公司治理與競爭力之交乘項，來探討上述代理變數是否會強化或削弱自變數對應變數的影響。

### (一) 公司治理、競爭力及公司治理與競爭力之交乘項對公司價值的影響

模型一：公司價值 = f（公司治理變數、競爭力變數、公司治理變數\*競爭力變數，控制變數）

#### 1. 經理人持股比率當公司治理變數來探討交乘項之影響

相關研究指出良好的公司治理可提高公司經營績效並為公司取得較低的資金成本（Shleifer & Vishny, 1997）；也可以提高公司價值（Gompers et al., 2003），公司治理較差的公司則將增加代理成本，例如管理者的管理懈怠、過度投資及特權消費等，而降低公司價值（Gompers et al., 2003），首先以經理人持股比率作為中介變數，可探討股東與管理當局是否存在代理問題，並探究其能否增強競爭力變數及多角化變數對於對公司價值之影響。

從表 3 之實證結果發現，在公司治理變數方面，董監質押比率、經理人持股比率及董事會規模對 Tobin's q 呈負相關，顯示董監質押比率增加時會降低公司價值，而董監質押比率偏高或過高，亦為地雷股的警訊之一（葉銀華，2005）；當經營者控制公司大部分股權時，由於擁有足夠投票權或影響力保障其職位安全，在此情況下，經營者特權消費或怠惰之情形可能會更嚴重或產生反接管行為，而降低公司績效所致（Jensen & Ruback, 1983）；此外董事會規模過大並不利於公司價值，因為董事會人數過多可能會造成溝通協調之困難（Jensen, 1993）。

在競爭力變數方面，員工附加價值、品牌價值、成長機會及營收成長率對 Tobin's q 呈正相關，表示企業競爭力可以提升公司價值，代表成長機會的研發支出能反映企業的創新能力（歐進士，1998；Sher & Yang, 2005；王曉雯、王泰昌與吳明政，2008），可彰顯企業之競爭力及未來股利成長的機會，根據 Gordon 的股利評價模式，亦有助

表 3 交叉變數與公司價值之 Panel Data 分析-經理人持股比率<sup>7,8</sup>

應變數 Tobin's q	I	II	III	IV
董事長兼總經理	-0.0893***	-0.0893*	-0.0893	-0.0893*
董事長更換次數	-0.0479	-0.0479	-0.0479	-0.0479
總經理更換次數	-0.253	-0.0253	-0.0253	-0.0253
財報重編次數	-0.0483	-0.0483	-0.0483	-0.0483
董監質押比率	-0.0027***	-0.0027***	-0.0027**	-0.0027***
董監持股比率	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000
經理人持股比率	-0.0538***	-0.0538**	-0.0538**	-0.0538**
股權集中度	0.021	0.0021	0.0021	0.0021
十大股東持股比率	0.0017	0.0017	.0017	0.017
董事會規模	-0.0178***	-0.0180**	-0.0180**	-0.0180**
資訊透明度 IT2	-0.0684*	-0.0684	-0.0684	-0.0684
資訊透明度 IT4	0.0136	0.1357	0.0136	0.0136
自願性揭露	0.0219	0.0219	0.0219	0.0219
員工生產力	-7.51e-10	-7.51e-10	-7.51e-10*	-7.15e-10*
每人營收	-1.49e-06	-1.49e-06	-1.49e-06	-1.49e-06
員工附加價值	0.0000***	0.0000***	0.0000*	0.0000**
專利權	0.0002	0.0002	0.0002	0.0002
品牌價值	0.2259**	0.2259**	0.2259	0.2259
市場佔有率	0.0635	0.0636	0.0636	0.0636
市場佔有率*淨利率	7.4645	7.4634	7.4634	7.434
成長機會	0.9524***	0.9524***	0.9524**	0.9524***
呆帳率	0.0525	0.0525	0.0525	0.0525
營業毛利率	-0.0005***	-0.0005***	-0.0005	-0.0005**
營收成長率	0.0013**	0.0013**	0.0013**	0.0013***
營業毛利成長率	-0.0000*	-0.0000*	-0.0000*	-0.0000**
資訊透明度 IT2*X <sub>j</sub>	0.0219	0.0219	0.0219	0.0219
資訊透明度 IT4* X <sub>j</sub>	-0.0117	-0.1167	-0.0117	-0.0117
自願性揭露* X <sub>j</sub>	-0.0376*	-0.0376	-0.0376	-0.0376
員工生產力* X <sub>j</sub>	6.49e-12	6.49e-12	6.49e-12	6.49e-12
每人營收* X <sub>j</sub>	6.73e-08	6.73e-08	6.73e-08	6.73e-08

續下表

續表 3

員工附加價值* $X_j$	4.83e-08	4.83e-08	4.83e-08	4.83e-08
專利權* $X_j$	-0.0001	-0.0001	-0.0001	-0.0001
品牌價值* $X_j$	0.0421	0.0421	0.0421	0.0421
市場佔有率* $X_j$	-1.3758	-1.3758	-1.3758	-1.3758
市場佔有率*淨利率* $X_j$	14.0882	14.0882	14.0882	14.0882
成長機會* $X_j$	0.4073	0.4073	0.4073**	0.4073
呆帳率* $X_j$	-0.8281*	-0.8281	-0.8281	-0.8281*
營業毛利率* $X_j$	0.0019***	0.0019**	0.0019**	0.0019***
營收成長率* $X_j$	-0.0003*	-0.0003*	-0.0003**	-0.0003***
營業毛利成長率* $X_j$	0.0000	0.0001	0.0001	0.001
負債比率	-0.0078***	-0.0078***	-0.0078*	-0.0078**
公司規模	1.72e-06***	1.72e-06**	1.72e-06***	1.72e-06**
調整過後的 $R^2$	0.184780	0.1848	0.1848	0.1848
係數估計	OLS	OLS	OLS	OLS
標準誤	White	CL - F	CL - T	CL - F&T

說明：1.\*、\*\*、\*\*\*分別表示檢定結果達到 10%、5%、1%顯著水準。

2.  $X_j$ ： $X_j$  為經理人持股比率。

於提升公司價值；其次營業毛利率及營業毛利成長率對 Tobin's q 呈負相關，資訊透明度對 Tobin's q 呈負相關，文獻指出企業可透過提升資訊透明度來降低成本與增進公司價值，然而本文卻發現資訊透明度反而不利於公司價值，其可能成因是資訊揭露需要成本，而公司資訊除了提供給投資人外，亦暴露給同業及潛在競爭者，因而增加了產業競爭以致降低公司價值。

有關公司治理與競爭力之交乘項方面，首先採用經理人持股比率為公司治理變數，從表 3 發現經理人持股比率會增強營業毛利率對 Tobin's q 的正向影響，然而亦增強呆帳率與營收成長率對 Tobin's q 的負向影響。說明經理人也可能侵佔會小股東財富或移轉公司資源為己用，導致企業競爭力下降，而致使公司財務績效惡化（La Porta, Lopez-deSilances, Shleifer, & Shleifer, 2000），因此端視股東與經理人之間的代理成本而定。

在控制變數中，負債比率對 Tobin's q 呈負相關，雖然適當的負債比率可產生節稅效果，然而過高的負債比率可能會侵蝕公司的獲利，甚至造成公司資金週轉不靈

(Morck, Shleifer, & Vishny, 1988)，然而公司規模則可能產生規模經濟效果，因此對 Tobin's q 呈正向影響。

## 2. 股權集中度當公司治理變數來探討交乘項之影響

本文以股權集中度為公司治理變數，探討股權集中度是會否增強競爭力變數對公司價值之影響，以下列表 4 來分析。

在下列表 4 顯示股權集中度為公司治理重要的決定因素之一 (Shleifer & Vishny, 1997)，相關文獻指出大部分國家上市公司股權結構集中度高，且普遍存在控制股東 (La Porta, Lopez-deSilances, Shleifer, & Shleifer, 1999; Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2000; Faccio & Lang, 2002)。在股權結構集中的環境中，由於控制股東持股比率較高，和公司利益將趨於一致，因而產生努力經營的誘因，即為正的誘因效果 (Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002)；然而在股權結構集中的公司，控制股東 (最大股東兼管理者) 與小股東之間可能存在利益衝突，衍生的代理問題是控制股東有權且存在挪用或侵佔公司資源的傾向，而傷害小股東財富，即為負的侵佔效果 (Shleifer & Vishny, 1997; La Porta et al., 1999; La Porta et al., 2000)。

此外從表 4 中股權集中度與競爭力之交乘項得知，股權集中度會增強市場佔有率與營業毛利成長率對 Tobin's q 的正向影響，其表示股權集中度會有助於市佔率及營業毛利成長率以提昇公司價值；此外股權集中度卻削弱資訊透明度 IT4、自願性揭露、每人營收及營收成長率對 Tobin's q 的影響，其可能成因為當股權集中時的企業，會削弱營收成長率、資訊透明度與自願性揭露對公司價值之影響。

## (二) 公司治理、多角化及公司治理與多角化之交乘項對公司價值的影響

模型二：公司價值 = f ( 公司治理變數、多角化變數、公司治理變數\*多角化變數，控制變數 )

### 1. 經理人持股比率當公司治理變數來探討交乘項之影響

本節以經理人持股比率與多角化的交乘項，來探究公司治理變數能否增強多角化變數對於公司價值之影響，以下列表 5 來分析。

由表 5 之實證結果發現，雖然產業多角化對公司價值並不有利，而此現象相關文獻亦有類似的實證結果 (如 Montgomery, 1985; Larry & Stulz, 1994; Berger & Ofek, 1995; Palich et al, 2000; Denis et al., 2002)，然而亦有實證顯示企業從事多角化或許

表 4 交叉變數與公司價值之 Panel Data 分析—股權集中度

應變數 Tobin's q	I	II	III	IV
董事長兼總經理	-0.0916***	-0.0916*	-0.0916*	-0.0916*
董事長更換次數	-0.0434	-0.0434	-0.0434	-0.0434
總經理更換次數	-0.0333	-0.0333	-0.0333	-0.0333
財報重編次數	-0.7777	-0.7777	-0.0777	-0.0777
董監質押比率	-0.0025***	-0.0025***	-0.0025**	-0.0025***
董監持股比率	-0.0000	-0.0000	-0.000	-0.0000
經理人持股比率	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000
股權集中度	0.0081	0.0081	0.0081*	0.0081
十大股東持股比率	0.0023	0.0023	0.0023	0.0023
董事會規模	-0.0159***	-0.0159*	-0.0159**	-0.0159*
資訊透明度 IT2	-0.0391	-0.0391	-0.0391	-0.0391
資訊透明度 IT4	0.2893*	0.2893	0.2893	0.2893
自願性揭露	0.0634	0.0634	0.0635	0.0634
員工生產力	-8.26e-10*	-8.26e-10	-8.26e-10***	-8.26e-10*
每人營收	-8.12e-07	-8.12e-07	-8.12e-07	-8.12e-07
員工附加價值	0.0000***	0.0000***	0.0000**	0.0000***
專利權	0.0003	0.0003	0.0003**	0.0003
品牌價值	0.0763	0.0763	0.0763	0.0763
市場佔有率	-5.0345***	-5.0343**	-5.0343	-5.0343*
市場佔有率*淨利率	25.3019***	25.2999***	25.2999***	25.3000***
成長機會	1.2216***	1.2216***	1.2216**	1.2216***
呆帳率	-0.2985	-0.2985	-0.2985	-0.2985*
營業毛利率	-0.0003	-0.0003	-0.0003	-0.0003
營收成長率	0.0029***	0.0029***	0.0029**	0.0029***
營業毛利成長率	-0.0000**	-0.0000**	-0.0000*	-0.0000***
資訊透明度 IT2*X <sub>j</sub>	-0.0033	-0.0033	-0.0033	-0.0033
資訊透明度 IT4* X <sub>j</sub>	-0.0255*	-0.0255	-0.0255**	-0.0255
自願性揭露* X <sub>j</sub>	-0.0178**	-0.0178**	-0.0177**	-0.0178***
員工生產力* X <sub>j</sub>	-1.07e-11	-1.07e-11	-1.07e-11	-1.07e-11
每人營收* X <sub>j</sub>	-2.10e-07*	-2.10e-07	-2.10e-07**	-2.10e-07
員工附加價值* X <sub>j</sub>	1.02e-08	1.02e-08	1.02e-08	1.02e-08

續下表

續表 4

專利權* $X_j$	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000
品牌價值* $X_j$	0.0922	0.0922**	0.0922	0.0922
市場佔有率* $X_j$	0.5455***	0.5455***	0.5455***	0.5455***
市場佔有率*淨利率* $X_j$	-1.2258	-1.2256	-1.2256	-1.2256
成長機會* $X_j$	-0.1189	-0.1189	-0.1189*	-0.1189
呆帳率* $X_j$	0.0544	0.0544	0.0544	0.0544
營業毛利率* $X_j$	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000
營收成長率* $X_j$	-0.0003***	-0.0003***	-0.0003**	-0.0003***
營業毛利成長率* $X_j$	2.97e-06*	2.97e-06*	2.97e-06	2.97e-06*
負債比率	-0.0092***	-0.0092***	-0.0092**	-0.0092***
公司規模	1.61e-06***	1.61e-06**	1.61e-06***	1.6e-06**
調整過後的 $R^2$	0.186337	0.1863	0.1863	0.1863
係數估計方法	OLS	OLS	OLS	OLS
標準誤	White	CL - F	CL - T	CL - F&T

說明：1.\*、\*\*、\*\*\*分別表示檢定結果達到 10%、5%、1%顯著水準。

2.  $X_j$ ； $X_2$  為股權集中度。

可以增加舉債能力，並可藉由多角化分散風險、追求成長、建立內部資本市場來有效分配資源，充份利用內部資源而產生綜效成果 (Lewellen, 1971；Vernon, 1971；Rumelt, 1974；Williamson, 1975)，此外相關研究指出當多角化公司整體的公司治理程度相對較高時，其超額價值明顯較高 (陳一如，2009)。而本研究乃進一步探討當多角化不利於公司價值時，但若當與公司治理有關之經理人持股比率較高的公司的多角化公司將降低此不利的因素。

## 2. 股權集中度來公司治理變數來探討交乘項之影響

在股權集中度與多角化之交乘項方面，來探究公司治理變數能否增強多角化變數對於公司價值之影響，以下列表 6 來分析。

在股權集中度與多角化之交乘項方面，從表 6 中得知股權集中度對 Tobin's q 的影響並不顯著，亦為這些多角化的股權集中度的交乘項對公司價值的影響甚微。

表 5 公司治理交叉多角化變數之 Panel Data 分析－經理人持股比率

應變數 Tobin's q	I	II	III	IV
董事長兼總經理	-0.0726**	-0.0726	-0.0726	-0.0726
董事長更換次數	-0.0516	-0.0516	-0.0516	-0.0516
總經理更換次數	-0.0377	-0.0377	-0.0377	-0.0377
財報重編次數	0.2458	0.2458	0.2458	0.2458
董監質押比率	-0.0031***	-0.0031***	-0.0031**	-0.0031***
董監持股比率	0.0006	0.0006	0.0006	0.0006
經理人持股比率	0.0053	0.0053	0.0053	0.0053
股權集中度	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
十大股東持股比率	0.0020	0.0020	0.0020	0.0020
董事會規模	-0.0212***	-0.0212**	0.0212*	-0.0212**
集團企業	-0.0687	-0.0687	-0.0687**	-0.0687
關係企業家數	0.0002	0.0002	0.0002	0.0002
產業多角化	-0.1041***	-0.1041	-0.1041**	-0.1041*
地理多角化	-0.1858**	-0.1858	-0.1858***	-0.1858**
集團企業* X <sub>j</sub>	-0.0062	-0.0062	-0.0062	-0.0062
關係企業家數* X <sub>j</sub>	-0.0002	-0.0002	-0.0002	-0.0002
產業多角化* X <sub>j</sub>	0.0565**	0.0565	0.0565**	0.0565
地理多角化* X <sub>j</sub>	-0.0416	-0.0416	-0.0416**	-0.0416
負債比率	-0.0103***	-0.0103***	-0.0103**	-0.0103***
公司規模	2.00e-06***	2.00e-06***	2.0000e-06***	2.00e-06***
調整過後的 R <sup>2</sup>	0.1270	0.1270	0.1270	0.1270
係數估計方法	OLS	OLS	OLS	OLS
標準誤	White	CL - F	CL - T	CL - F&T

說明：1.\*、\*\*、\*\*\*分別表示檢定結果達到 10%、5%、1%顯著水準。

2. X<sub>j</sub>：X<sub>1</sub> 為經理人持股比率。

表 6 公司治理交叉多角化變數之 Panel Data 分析－股權集中度

應變數 Tobin's q	I	II	III	IV
董事長兼總經理	-0.0775**	-0.0775*	-0.0775	-0.0775
董事長更換次數	-0.0599	-0.0599	-0.0599	-0.0599
總經理更換次數	-0.0382	-0.0382	-0.0382	-0.0382
財報重編次數	0.2527	0.2527	0.2527	0.2527
董監質押比率	-0.0032***	-0.0032***	-0.0032**	-0.0032***
董監持股比率	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001
經理人持股比率	0.0030	0.0030	0.0030	0.0030
股權集中度	-0.0035	-0.0035	-0.0035	-0.0035
十大股東持股比率	0.0018	0.0018	0.0018	0.0018
董事會規模	-0.0207***	-0.0207**	-0.0207*	-0.0207*
集團企業	-0.1129**	-0.1129	-0.1129**	-0.1129
關係企業家數	-0.0004	-0.0004	-0.0004	-0.0004
產業多角化	-0.0664	-0.0664	-0.0664**	-0.0664
地理多角化	-0.2400***	-0.2400*	-0.2400***	-0.2400**
集團企業* X <sub>j</sub>	0.0063	0.0063	0.0063	0.0063
關係企業家數* X <sub>j</sub>	0.0002	0.0002	0.0002*	0.0002
產業多角化* X <sub>j</sub>	0.0008	0.0008	0.0008	0.0008
地理多角化* X <sub>j</sub>	-0.0032	-0.0032	-0.0032	-0.0032
負債比率	-0.0103***	-0.0103***	-0.0127**	-0.0103***
公司規模	1.99e-06***	1.99e-06***	1.99e-06***	1.99e-06***
調整過後的 R <sup>2</sup>	0.126399	0.1264	0.1264	0.1264
係數估計方法	OLS	OLS	OLS	OLS
標準誤	White	CL – F	CL – T	CL – F&T

說明：1.\*、\*\*、\*\*\*分別表示檢定結果達到 10%、5%、1%顯著水準。

2. X<sub>j</sub>：X<sub>2</sub> 為股權集中度。

## 伍、結論與建議

本研究以 Petersen (2009) 的修正模式探討公司治理、競爭力及多角化對公司價值的影響，首先探討公司治理變數能否增強競爭力或多角化變數對公司價值之影響，

其次探究多角化是否有助於競爭力對公司價值的影響，本文獲致重要結論如下。

在公司治理方面，本文發現董事長兼總經理、董監質押比率、經理人持股比率及董事會規模對 Tobin's q 呈負相關，顯示若董事長與總經理為同一人，會削弱董事會監督機制，其公正性也會受質疑，而降低董事會的獨立性，則為對公司價值產生負面影響；董監質押比率增加，會對降低公司價值；經理人持股比率愈高時，由於便擁有足夠投票權或影響力保障其職位安全，在此情況下，經營者特權消費或反接管行為，可能因而對 Tobin's q 呈現負向影響；此外董事會人數過多會造成溝通協調之困難，亦不利於公司價值。

有關競爭力方面，研究發現員工附加價值、品牌價值、成長機會及營收成長率對 Tobin's q 呈正相關，說明提升員工附加價值及不斷地創新是企業增加競爭力之來源，並可提升公司價值。此外市場佔有率沒有顯著，所以市場佔有率的增加，可能是以殺價競爭所致的結果，所以營收雖然高，但是淨利不見得高。在多角化方面，發現企業進行產業多角化與地理多角化皆不利於 Tobin's q。

雖然市場佔有率對公司價值的影響並不正面，然而當股權集中度提高時，將有助於公司削弱此不利因素；此外多角化在實證上雖不利於公司價值的提升，但是經理人持股比率較高的多角化公司，將會降低此不利的因素對公司價值的衝擊，換言之，雖然有些多角化與競爭力代理變數似乎容易產生公司治理上的問題，進而拉低公司價值，但若是良好公司治理的產業多角化或高市佔率的企業，則反而有降低風險與提高成長之效。此與過去的研究探討多角化與競爭力代理變數對公司價值有正向或負向影響的實證研究外，多了一些開拓的空間。

## 註釋

1. 就股票評價模式，風險與成長是影響股價，進而推升公司價值的重要因素，本文的思維乃以以多角化會風險的代理變數，競爭力為成長的代理變數，而此二者代理變數若能確實當風險與成長的代理變數，如多角化是風險下降，競爭力使成長增加，則將有裨益與公司價值的提升，然而上述思維會予以有相當耳的感覺，因此本文以代表公司治理的攸關變數：股權集中度與經理人持股，及代表多角化變數與成長變數之交乘項，來看這些交乘項是否會增強或削弱多角化與競爭力對公司價值的影響。

2. 資料來源：證券暨期貨市場發展基金會「資訊揭露評鑑」作業要點。
3. Tobin's  $q$  是最常被用來衡量公司市場績效的指標，本研究採用 Chung and Pruitt (1994) 所定義之 Tobin's  $q$ 。
4. 其計算公式為： $H = \text{Herfindahl Index}$ ，其中  $H = \sum_{i=1}^n S_i^2$ ， $n$  = 總持有人數， $S_i^2$  = 第  $i$  個持有者持有比例。
5. Breitzman, Thomas, and Cheney (2002) 指出企業可透過研究活動開發新產品、新技術來增加原本的市場佔有率或進入新市場。研發活動有利於創新，而不斷地創新係企業增加競爭力之來源，歐進士 (1998)、Sher and Yang (2005) 及王曉雯、王泰昌與吳明政 (2008) 等學者，檢驗研發支出對公司價值影響，故研發活動可視為企業成長與強化競爭優勢的原因之一。
6. 標準產業分類碼 (Standard Industrial Classification code, SIC code) 係用來衡量多角化程度的方法之一，利用 SIC code 來對產業作分類，若企業所跨足的 SIC 碼個數愈多，則代表多角化程度愈高，本研究依「中華民國行業標準分類」的產業編碼進行衡量，其中行業的分類基礎是以場所單位進行分類，即指從事一種或一種以上經濟活動構成一獨立部門，此行業標準分類分為大類、中類、小類及細類等四類，故本研究係以 SIC code 前 2 碼判別企業不同部門是相同產業或是跨產業，前 2 碼相同者，為相同產業，不同者為不相同產業，即為跨產業，若為跨產業則代表該公司有從事多角化行為。
7. 就所有權與公司價值的分析，在本研究用評審委員的建議，採用 piecewise regression，而且將所有權的分董監事持股與經理人持股來考量，結果實證的結果的顯著及方向，與迴歸分析類似。
8. 本表為估計公司價值之多元迴歸模型分析結果，因變數是 Tobin's  $q$ 。第 I - IV 欄是包含時間 (年) 虛擬變數的 OLS 估計值，其中第 I 欄考量 white 標準誤，第 II 欄考量公司間的標準誤，第 III 欄考量年與年間的標準誤，第 IV 欄則同時考量了公司間與年與年間的標準誤。

## 參考文獻

### 一、中文部分

1. 王曉雯、王泰昌與吳明政(2008)，企業經營型態與研發活動績效，管理學報，25(2)，173-193。
2. 沈中華、林昆立(2008)，公司治理對基本財務資訊與股票報酬關係的影響：內生性轉換模型之應用，管理評論，27(2)，1-27。
3. 呂佳玲、林基煌(2008)，家族企業公司治理、併購策略與績效之探討，亞太經濟管理評論，11(2)，107-134。
4. 李馨蘋、莊宗憲(2007)，公司治理機制與公司績效之實證研究－追蹤型資料二階段最小平方法之應用，東吳經濟商學學報，57，1-27。
5. 林文寶、吳萬益(2006)，技術知識資源特性、知識學習能力、核心競爭力與創新績效關聯性之研究，東海管理評論，8(1)，187-229。
6. 林郁翎、黃建華(2009)，考慮公司治理之企業財務危機預警模型，東吳經濟商學學報，64，23-56。
7. 邱秀清、李慕萱與劉仲凱(2009)，董監事專業性與財務報表重編，文大商管學報，14(1)，1-18。
8. 姚正海(2007)，上市公司績效評價體系及績效提升路徑淺探，財會月刊，454，9-10。
9. 周建新、林宗得(2005)，資訊透明度對企業價值增額解釋能力之研究，會計與公司治理，2(2)，25-46。
10. 洪榮華、陳香如與王玉珍(2005)，公司內部治理機制與公司績效之關係－股權結構與董事會特性的觀點，輔仁管理評論，12(3)，23-40。
11. 洪嘉聲、黃瑞靜(2008)，智慧資本對公司股價之影響－以台灣高科技產業為例，朝陽商管評論，7(1)，89-117。
12. 高蘭芬、陳振遠與李焮慈(2006)，資訊透明度及席次控制權與現金流量權偏離對公司績效之影響－以台灣電子業為例，台灣管理學刊，6(2)，81-104。
13. 莊嘉建、呂佩蓉(2008)，股權結構、關係人交易與公司財務績效關聯性之研究，蘭

陽學報，7，86-94。

14. 陳一如(2009)，創新能力與公司治理程度對多角化公司價值的影響：以臺灣電子業為例，管理評論，28(2)，51-75。
15. 陳瑞斌、許崇源(2008)，資訊揭露水準對於權益資金成本之影響，東吳經濟商學學報，61，67-106。
16. 葉銀華(2005)，蒸發的股王－領先發現地雷危機（第1版），台北：商智文化事業股份有限公司。
17. 葉銀華、李存修與柯承恩(2002)，公司治理與評等系統，商智文化股份有限公司。
18. 渠遠慶、羅豔與李冬妍(2009)，商場現代化，571，91-94。
19. 楊朝旭(2008)，集團多角化對研發外溢調節效果之研究，會計評論，46，31-65。
20. 廖秀梅、李建然與吳祥華(2006)，董事會結構特性與公司績效關係之研究－兼論台灣家族企業因素的影響，東吳經濟商學學報，54，11-160。
21. 歐進士(1998)，我國企業研究發展與經營績效關聯性之實證研究，中山管理評論，6(2)，357-386。
22. 鄭伶如(2008)，公司治理、資本結構與公司價值關係之研究，文大商管學報，13(1)，65-91。
23. 鄭桂蕙、林宛瑩與許崇源(2006)，董監事持股高低對庫藏股買回誘因之影響，東吳經濟商學學報，54，1-26。
24. 薛敏正、林嬋娟與林秀鳳(2008)，董事會特性與財務報告重編，交大管理學報，28(2)，73-103。

## 二、英文部分

1. Asthana, S., & Balsam, S. (2010). The impact of changes in firm performance and risk on director turnover. Review of Accounting and Finance, 9(3), 244-263.
2. Bacon, J. (1973). Corporate directorship practices: membership and committees of the board. The Conference Board and American Society of Corporate Secretaries, New York.

3. Bainbridge, S. M. (1995). The politics of corporate governance. Harvard Journal of Law and Public Policy, 18(3), 671-734.
4. Behn, B., & Riley, R. (1999). Using non-financial information to predict financial performance: The case of the U.S. airline industry. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 14(1), 29-56.
5. Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. Journal of Financial Economics, 37(1), 39-65.
6. Black, B. S., Jang, H., Kim, W., & Mark, J. (2002). Does corporate governance affect firm value? Evidence from Korea. Working Paper no. 237, Stanford Law School.
7. Breitzman, A., Thomas, P., & Chency, M. (2002). Technological powerhouse or diluted competence: Techniques for assessing mergers via patent analysis. R&D Management, 32(1), 1-10.
8. Carlin, N. F., Linn, S. C., & Yadav, P. K. (2002). The influence of managerial ownership on the real gains in corporate mergers and market revaluation of mergers partners: Empirical evidence. Working Paper, University of Oklahoma.
9. Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. Financial Management, 23(3), 70-74.
10. Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, H. P. (2000). The separation of ownership and control in east Asian corporation. Journal of Financial Economics, 58(1-2), 81-112.
11. Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. Journal of Financial, 57(4), 2741-2742.
12. Cremers, K., & Nair, V. (2005). Governance mechanisms and equity prices. Journal of Finance, 60(6), 2859-2894.
13. Denis, D. J., Denis, D., & Sarin, A. (1997). Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. Journal of Finance, 52(1), 135-160.
14. Denis, D. J., Denis, D., & Yost, K., (2002). Global diversification, industrial diversification, and firm value. Journal of Finance, 57(5), 1951-1980.
15. Dollar, D., & Wolf, E. N. (1993). Competitiveness, convergence, and international

specialization. Cambridge, MA: The MIT Press.

16. Donaldson, L., & Davis, J. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. Australian Journal of Management, 16(1), 49-64.
17. Faccio, M., & Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of western European corporations. Journal of Financial Economics, 65(3), 365-395.
18. Fernandez, E., Montes, J. M., & Vazquez, C. J. (2000). Typology and strategic analysis of intangible resources-a resource-based approach. Technovation, 20(2), 81-92.
19. Fisher, F. M., & McGowon, J. J. (1983). On the misuse of accounting rate of return to infer monopoly profit. American Economic Review, 73(2), 82-97.
20. Fuerst, O., & Kang, S. H. (2000). Corporate governance, expected operating performance, and pricing. Working Paper, Yale School of Management, New Haven.
21. Gompers, P., Ishii J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. Quarterly Journal of Economics, 25(1), 107-155.
22. Gordon, M. J. (1962). The investment, financing, and valuation of the corporation. Homewood, IL: R. D. Irwin.
23. Gorton, G. B., Huang, L., & Kang, Q. (2009). The limitations of stock market efficiency: Price informativeness and CEO turnover. NBER Working Papers no. 14944, National Bureau of Economic Research.
24. Griliches, Z. (1981). Market value, R&D, and patents. Economics Letters, 7(2), 183-187.
25. Harris, M., Kriebel, C. H., & Raviv, A. (1982). Asymmetric information, incentives, and interfirm resource allocation, Management Science, 28(6), 604-620.
26. Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. Accounting Horizons, 13(4), 365-383.
27. Hill, C. W. L., & Snell, S. A. (1989). Effects on ownership structure and control on corporate productivity. Academy of Management Journal, 32(1), 25-46.
28. Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exist, and the failure of internal control system. Journal of Finance, 48(3), 831-880.

29. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360.
30. Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). Market for corporate control: The scientific evidence. Journal of Financial Economics, 11(4), 5-50.
31. Kesner, I. F., & Dalton, D. R. (1987). Composition and CEO duality in boards of directors: An international perspective. Journal of International Business Studies, 18(3), 33-42.
32. Klapper, L., & Love, I. (2003). Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets. Journal of Corporate Finance, 195, 1-26
33. Knight, D. J. (1999). Performance measures for increasing intellectual capital. Strategy & Leadership Journal, 27(2), 22-27.
34. La Porta, R., Lopez-deSilances, R. F., Shleifer, A., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. Journal of Finance, 54, 471-517.
35. La Porta, R., Lopez-deSilances, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. Journal of Finance, 58, 3-27.
36. Larry, H. P. L., & Stulz, R. M. (1994). Tobin's q, corporate diversification and firm performance. Journal of Political Economy, 102(6), 1248-1280.
37. Lee, T. S., & Yeh., Y. H. (2004). Corporate governance and financial distress: Evidence form Taiwan. Corporate Governance: An International Review, 12(3), 378-388.
38. Leonard-Barton, D. (1992). Core capabilities and core rigidities: A paradox in managing new product development. Strategic Management Journal, 13(Summer Special Issue), 111-125.
39. Lewellen, W. (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger. Journal of Finance 26(2), 521-537.
40. Mansour, J. (1998). Core competence: What does it mean in practice. Long Range Planning, 31(1), 60-71.
41. McConnsll, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. Journal of Financial Economics, 27(2), 595-612.

42. Montgomery, C. A. (1985). Product-market diversification and market power. Academy of Management Journal, 28(4), 789-798.
43. Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R.W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. Journal of Financial Economics, 20(4), 293-315.
44. Palich, L. E, Cardinal, L. B., & Miller, C. C. (2000). Curvilinearity in the diversification - performance linkage: An examination of over there decades of research. Strategic Management Journal, 21(2), 155-174.
45. Petersen M. A. (2009), Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. Review of Financial Studies, 22(1), 435-480.
46. Prahalad C. K., & Hamel, G. (1990). The core competence of the corporation, strategy, seeking and security competitive advantage. Harvard Business Review Book, 68(3), 79-91.
47. Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1989). The impact of CEO as board chairman on corporate performance: Evidence vs. rhetoric. The Academy of Management Executive, 3(2), 141-143.
48. Rindova, V. (1999). What corporate boards have to do with strategy: A cognitive perspective. Journal of Management Studies, 36(7), 953-975.
49. Rumelt, R. P. (1974). Strategy, structure, and economic performance. Boston: Harvard University Press.
50. Sharma, V. D. (2004). Board of director characteristics, institutional ownership, and fraud: Evidence from Australia. auditing. Journal of Practice & Theory, 23(2), 105-117.
51. Sher, P. J., & Yang, P. Y. (2005). The effects of innovative capabilities and R&D clustering on firm performance: The evidence of Taiwan's semiconductor industry. Technovation, 25(1), 33-43.
52. Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. Journal of Financial Economic, 52(2), 737-785.
53. Singh, M., & Davidson, W. (2003). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. Journal of Banking and Finance, 27(5), 793-816.

54. Smirlock, M. (1985). Evidence on the non-relationship between concentration and profitability in banking. Journal of Money, Credit, and Banking, 17(1), 69-83.
55. Tirole, J. (2001). Corporate governance. Econometrica, 69(1), 1-35.
56. Turnbull, S. (1997). Corporate governance: Its scope, concerns and theories. Corporate Governance: An International Review, 5(4), 180-205.
57. Vernon, R. (1971). Sovereignty at bay: The multinational spread of U.S. enterprises. New York: Basic Books.
58. Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (1997). Defections from the inner circle: Social exchange, reciprocity, and the diffusion of board independence in US corporations. Administrative Science Quarterly, 42(1), 161-183.
59. Williamson, O. E. (1975). Markets and hierarchies, analysis and antitrust implications: A study in the economics of internal organization. New York: Free Press.
60. Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. Journal of Financial Economics, 40(2), 185-211.
61. Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. Journal of Management, 15(2), 291-334.

2010年08月25日收稿

2010年09月06日初審

2010年12月28日複審

2011年01月04日接受