

公司治理要素與海外直接投資行為關聯性之研究—

以國內企業投資中國大陸為例

A Study of the Relationships between Corporate Governance
Characteristics and Foreign Direct Investment: Taiwan's Enterprise
Investments in Mainland China as an Example

蘇志泰

南台科技大學財務金融系

劉振家

暨南國際大學國際企業研究所

林文玲

南開技術學院資訊管理系

摘 要

本研究檢視政府持股、金融機構持股、機構投資人持股比例等公司治理要素與對中國大陸進行直接投資的關聯性，透過臺灣經濟新報資料庫選取國內對中國大陸投資的四十八家上市企業，以民國八十七年至九十二年資料為分析對象。實證結果發現，當政府持有股權越多時，管理當局傾向增加投資中國大陸的企業家數，顯示政府對於企業進行中國大陸投資行為的監督能力有限。此外，當金融機構持股比例越高時，管理當局受限於金融機構的監督，對中國大陸投資的行為將趨於保守，傾向降低對中國大陸投資的比重。另外，當機構投資人持有企業股權比例越高時，管理當局受限於機構投資人的監督，投資行為亦將趨於保守，因而使投資中國大陸的企業家數減少，且同時降低了對企業整體利潤的貢獻程度，亦即降低了企業對中國大陸投資的依賴程度。

關鍵字：公司治理、海外直接投資、中國大陸、機構投資人
持股比例。

Keywords: Corporate Governance, Foreign Direct Investment, Mainland China, Institutional Investor, Holding Stock Proportion.

壹、前言

近年來，超越國界統合各項生產要素並充分利用國際間共同資源的多國籍企業理論興起，國際投資活動快速發展，歐、美、日等工業先進國家紛紛赴海外進行跨國投資。一般而言，企業國際化的動機，不外乎為了達成擴大市場佔有率、確保主要的原料供應來源、取得低成本的生產要素、尋求較低廉的資金成本或分散營運風險等目標。

我國在這方面起步較慢，1960年代僅有零星的對外投資，直至1970和1980年代才開始有較大金額的對外投資。1985年9月七大工業先進國(G7)廣場協議之後，隨著新台幣的升值，企業還面臨產業升級壓力、工資上揚、環保意識高漲、地價飆漲與不斷的勞資糾紛等諸多不利因素的影響，原本台灣勞力成本低廉的競爭優勢不再，企業生存困難，為了求生存及發展，企業紛紛前往海外投資。伴隨著中國大陸經濟改革開放，更加速了國內產業的外移，根據經濟部投資業務處資料，截至2003年底，依投資當地國統計，我國對海外投資累計金額已達1543.44億美元，而其中對中國大陸的投資佔707.83億美元/45.86%，高佔第一位。由此可見，企業不但積極對海外投資，而且明顯集中投資於同文同種的中國大陸。因此，探討國內企業對中國大陸投資的情況及績效表現遂成為時下投資人關心的一個重要課題。

本文第貳節為文獻回顧與假設建立，第參節為研究設計，第肆節為結果分析，最後，第伍節彙整說明結論與建議。

貳、文獻回顧與假設建立

一國對外投資一般可分為二類，一為海外直接投資，另一為海外間接投資。前者又稱為股本投資，是由投資者直接投入機器設備、資金及技術等資源，即在海外以設立子公司或分公司的方式，對其擁有經營權及管理權；後者又稱為證券投資，或為透過國際投資組合的方式之投資，如投資外國公司的股票、債券，或利用新興的金融工具(例如共同基金、海外存託憑證)等方式間接投資於外國的金融市場，對外國企業並無經營權與管理權。依投資人屬性區分，從事海外直接投資者大部分為公司法人，而從事海外間接投資者則多屬個人投資型態。

海外直接投資是眾多海外投資的方式之一，其定義雖有不同，但大多指本國企業以任何方式在海外創造新事業，或增加資本拓展原有海外事業，這其中包含購買及擴展分公司(Root, 1987)。目前對外直接投資(Foreign Direct Investment/FDI)的有關理論相當豐富，諸如Knickerbocker(1973)的寡占反應假設(Oligopolistic reactions hypothesis)、Buckly & Casson (1976)之內部化理論(Internalization theory)、Kojima(1978)之因素稟賦理論(Factor endowment theory)、Johanson & Vahlne(1977)之程式學派等，各有不同的理論主張。

此外，企業進行對外直接投資的動機，大多以分散風險、市場因素、資源效益、管理動機等方面為主要考量。Amihud & Lev(1981)指出股東可藉由選擇最適的投資組合來分散風險，然而企業管理者在制定海外投資策略時，卻可能無法依照最適投資組合加以投資，因為管理者的薪資是根據整個公司的績效來訂定，當企業績效不佳或瀕臨破產，將導致管理者薪資下降，甚至有被解雇的危機，管理者將採行較高比例的對外投資，期望分散企業績效的變異風險。另外，Hoskisson & Hitt(1990)指出企業將為了獲取超額利潤、高額流動資金、托拉斯政策需要、穩定未來現金流量、增加管理者薪酬等誘因而進行對外投資。Dunning(1993)則指出企業為了取得外國資源(勞工、原料或資本)、降低成本、伴隨客戶的策略、母國市場經營規模有限、產業競爭中取得先機等目的而傾向進行海外投資。

相較他國而言，台灣屬海島型經濟，內需市場規模有限，導致國內市場競爭日趨激烈，企業若要持續成長並永續經營，須從台灣往全球擴張。因此，企業必須透過至海外生產、代工、開拓國際市場等營運活動，不斷拓展海外市場，以求得更多的利基使企業永續生存。

在全球化的浪潮中，台商早期設置海外生產據點以美國及東南亞各國為主，1987年，政府開放間接投資中國大陸，由於兩岸經濟互補性強、語言與文化相通，加上1989年天安門事件，台商利用西方制裁中國大陸的真空期，紛紛進入中國大陸投資。1992年，鄧小平南巡談話後，改革開放的方針使中國大陸經濟升溫，出現了新一波台商投資潮，至1995年，台灣已成為中國大陸的第二大海外投資者(僅次於港澳)，中國大陸同時成為台灣第一大海外投資目的地。近年來，隨著中國大陸經濟改革及相關投資政策的開放，使得臺灣廠商轉向中國大陸投資佔我國對外投資比重居高不下。

國內企業常透過旗下子公司或投資中國大陸企業的方式進行對中國大陸的

直接投資，該投資行為與文獻上轉投資的定義相同(Booz & Booz, 1985)，即指公司法人單方面持有他公司股票而成為該公司股東，並不斷以購買廠房、機器設備或投資設立新企業及合併、投資其他企業等方式尋求成長。

企業轉投資的動機不外乎基於降低投資組合風險(Booz, et al., 1959)、經理者自利(Amihud & Lev, 1981; Jensen, 1986; Shleifer & Vishny, 1989; Jensen & Murphy, 1990; Stulz, 1990)等原因而為之，並預期轉投資將帶來內部資本市場融資的便利(Stein, 1997)、稅盾的優惠(Lewellen, 1971)、範疇經濟(Nayyar, 1993)、分享市場通路(Coase, 1937)、原產業的特殊經驗與技巧對相關事業帶來的效益(Salterand & Weinhold, 1978)、提升經理者人力資本的價值(Amihud & Lev, 1981)、增加融資彈性(Hoshi et al., 1991)、減緩盈餘波動幅度(Little, 1968)。

然而，轉投資亦相對帶來許多額外的成本與問題，如資源分配易產生錯誤與無效率，使企業獲利減少(Scharfstein, 1998; Shin & Stulz, 1998)、代理成本(Denis et al., 1997)、資訊不對稱(Arrow, 1979; Myerson, 1982; Harris et al., 1982)、過度投資(Jensen, 1986)等問題。

由上述可知，國內企業逐步擴大對中國大陸的投資，隨著企業規模的擴大，企業將趨向於所有權與經營權分離的經營型態，所有權人(股東)僱用經營者(經理人)，授權其代行某些特定的行動，因此雙方存有契約關係，即所謂代理關係(Jensen & Meckling, 1976)。當股東們對經理人是否盡力追求股東財富最大化產生懷疑時，即產生權益代理問題。借貸關係亦是代理關係的一種，債權人(主理人)與股東間(代理人)立場不同時，將因利益衝突而產生負債代理問題。

當企業為國內企業時，總公司與子公司或分公司營運狀況或其他活動較易透過傳媒或相關出版品揭露予投資大眾，股東對經營者經營績效亦可直接監督。若為一多國籍企業，投資人對多國籍企業的資訊不對稱，所產生的不確定感會較國內企業來得大，雙方所存在的代理問題亦較嚴重。因國內的經營狀況，股東們可詳細監控，但對海外營運而言，企業雖會任用專業經理人到海外，但無法有效且時常監督經理人的作為。對債權人而言，債權人亦僅能從企業所提供的財務報表或偶爾出現的報章雜誌報導中，間接瞭解企業對外投資的經營狀況，對於經理人的經營是否以企業價值最大化或利潤最大化為標的將產生質疑。

1997年亞洲金融危機的發生與其後台灣少數上市公司先後發生了幾次影響較大的掏空舞弊案，如東隆五金、瑞圓紡織、新巨群集團等，2001年美國能源巨

擘恩隆(Enron)公司的破產，均突顯出健全的公司治理機制對企業經營的重要性。

公司治理架構可以從企業與公共政策兩個層面來探討，就企業的角度而言，公司治理係指公司在符合法律與契約的規範中，如何建立機制促成公司價值的極大化，此一角度意指公司的決策單位(董事會)必須要平衡股東與各種利害關係人(stakeholder)的利益，以創造公司的長期利益。就公共政策的角度而言，公司治理係指社會在支援企業發展的方向下，同時要求企業在運用其權力之際，應善盡其應有之責任。此一角度意指如何建立市場規範機制，提供公司誘因與紀律，一方面給予公司負責經營人員合理的報酬，另一方面則保障利害關係人的權益，並透過外部環境與制度的強化，包括法規體系與會計審計準則、健全金融與資本市場、開放的市場競爭機制、鼓勵法人投資者及積極性股東的參與以求達成最大的效果。

目前針對公司治理機制所做的研究，在理論主張方面，有利益收斂假設、管理者與股東利益一致假設(Jesen & Meckling, 1976)、利益掠奪假設(Jensen & Ruback, 1983)、管理者鞏固利益假設(Morck et al., 1988)、效率監督假設、利益衝突假設、職位鞏固假設(Pound, 1988)、積極監督假設(Agrawal, 1990)等學說。有關多國籍企業的實證研究，則指出多國籍企業面對著不同的文化、制度、競爭環境及需要整合分散各地的資源，管理決策將變得異常複雜。隨著企業國際化程度加深，監督高階管理者績效將愈發困難，權益代理問題焉然產生(Gomez-Mejia & Lalkin, 1992; Nilakant & Rao, 1994; Sanders & Carpenter, 1998)。Finkelstein & Hambrick(1996)與Roth & O'Donnell(1996)指出企業國際化會帶來潛在的代理問題。目前僅有少數文獻將企業國際化與代理理論互相連結(Egelhoff, 1982; Melin, 1992; Sanders & Carpenter, 1998)，本研究希望能藉由代理理論解釋公司治理結構與國內上市企業對中國大陸進行投資的關聯性，瞭解何種治理結構可有效降低投資中國大陸的代理成本，進而善用公司資源，為利害關係人謀求最大價值與利益。

Hart(1995)發現政府對於資本結構與管制機制部分，有較強的監督能力。一般來說，政府持有上市企業的股份，除了期望獲得投資收益之外，尚有監督企業經營的目的。本研究以對中國大陸投資的國內上市企業為分析樣本，適逢政府對投資中國大陸的廠商進行「積極開放，有效管理」的政策，期望在保護產業發展及經濟秩序穩定等前提下，謀求兩岸共同的經貿利益，因此經濟部與相關單位制

定了諸多投資規範，例如在大陸地區從事投資或技術合作許可辦法、在大陸地區從事投資或技術合作項目說明、在大陸地區從事投資或技術合作審查原則等具體的管制措施，因此本研究預期在政府持股比例越高的情形下，將對企業投資中國大陸的決策擁有更透明的資訊，相對使企業管理當局對於投資中國大陸的行為趨於保守，故兩者成負向關係。

H1：政府持股比例與對中國大陸直接投資行為之間呈負向關係。

Hart(1995)認為銀行較能發揮監督的功能，亦即當金融機構持有企業的股權越多時，對管理階層決策行為的監督將越趨於明顯，對於營運行為所附加的限制亦較大。一般而言，對外直接投資為企業諸多營業行為方式之一，因此可推論當金融機構持有企業的股權越高時，管理當局轉投資中國大陸的行為將受到較大的監督限制，故兩者成負向關係。

H2：金融機構持股比例與對中國大陸直接投資行為之間呈負向關係。

Ovitt(1988)、Pound(1988)、Agrawal(1990)皆認為股權愈集中於某些大股東或機構投資人的手中時，其愈有誘因監督管理者，因為機構投資人比小股東更具有監督與管理的知識及技術、所耗費的平均監督成本也較低，因此監督的效率將更高，所以機構投資人持股比率越高時，代理成本較低，公司價值亦較高。

Wright et al.(2002)指出法人持股與多角化呈負向關係，亦即當法人持股比越高時，對多角化的限制力越強。本研究預期當機構投資人持股比例越高時，對管理當局的監督能力較強，代理成本較低，因此企業的經營活動較易為機構投資人所察覺，對於企業轉投資行為，所附加的限制亦較多，將促使管理當局轉投資行為較趨保守，故預期兩者間亦呈負向關係。

H3：機構投資人持股比例與對中國大陸直接投資行為之間呈負向關係。

參、研究設計

一、研究模型

本研究以研究變數建立迴歸模型，利用複迴歸分析求得分析用的實證數據，以之驗證提出的假設預期。相關迴歸模型如下：

$$IOC_t = \alpha_0 + \alpha_1 GOV_t + \alpha_2 BANK_t + \alpha_3 COM_t + \varepsilon_t \quad (\text{模型一})$$

$$RATEOI_t = \alpha_0 + \alpha_1 GOV_t + \alpha_2 BANK_t + \alpha_3 COM_t + \varepsilon_t \quad (\text{模型二})$$

$$RATEONI_t = \alpha_0 + \alpha_1 GOV_t + \alpha_2 BANK_t + \alpha_3 COM_t + \varepsilon_t \quad (\text{模型三})$$

二、變數定義

(一)自變數—公司治理代理變數

(1)政府持股(GOV_t)=政府持有普通股數除以企業流通在外普通股總股數的比例。

(2)金融機構持股($BANK_t$)=金融機構持有普通股數除以企業流通在外普通股總股數的比例。

(3)機構投資人持股(COM_t)=機構投資人持有普通股數除以企業流通在外總股數的比例。

(二)應變數—投資行為代理變數

本研究將以轉投資家數、轉投資比率、投資損益/公司整體稅前淨利比率等變數做為衡量投資中國大陸行為的代理變數，茲分別說明如下：

(1)轉投資家數(IOC_t)：以台灣經濟新報資料庫中列示的企業對中國大陸投資之明細資料，計算各家公司投資中國大陸企業之家數。

(2)轉投資比率($RATEOI_t$)：以國內企業該年度投資中國大陸的總金額除以該年度企業總資產的比率，用以評估公司轉投資中國大陸佔全部資產之比率，以衡量公司轉投資之程度。一般而言，轉投資比率較高，容易產生資金排擠現象，造成本業資金不足，對固定資產的投資將下降。

(3)投資損益/公司整體稅前淨利比率($RATEONI_t$)：各年度企業帳上來自於中國大陸投資之損益金額佔當年度公司整體稅前淨利之比率，用以衡量當年度對中國大陸投資對企業整體獲利的貢獻程度。

三、樣本資料與蒐集

本研究以國內臺灣經濟新報(Taiwan Economic Journal/TEJ)資料庫中，於民國八十七年至民國九十二年對中國大陸進行投資的上市企業為研究樣本，由其中選取水泥、食品、紡織、塑膠等四個產業做為分析的主要依據，扣除股權結構資料不全、投資明細(投資金額及其損益)不完整之企業後，可進行最後分析的樣本，總計有48家上市企業，208筆資料，樣本資料以panel-data方式排列。

肆、結果分析

一、基本統計量

由表一敘述性統計值，可知投資中國大陸的企業中，投資家數最多為34家，最少為1家，平均數為3.77家。而轉投資金額佔企業資產總額的比例，最大為26.49%，最小為0.02%，平均數為5.70%。至於對中國大陸的投資損益佔公司整體稅前淨利的比例，最大為34.79%，最小為-42.39%，平均數為0.19%，就平均數來看，國內企業投資中國大陸的收益率迄今普遍仍不理想。

股權結構方面，政府持股比例，最多佔15.75%，最少佔0%，平均數為1.09%。金融機構持股比例，最多佔13.63%，最少佔0%，平均數為0.87%。機構投資人持股比例，最多佔76.52%，最少佔0%，平均為27.34%。

表一 敘述性統計值

	平均數	最大值	最小值	標準差
轉投資家數	3.7730	34.0000	1.0000	5.4329
轉投資比率	0.0570	0.2649	0.0002	0.0466
投資損益/公司整體稅前淨利比率	0.1895	34.7897	-42.3855	4.7406
政府持股比	0.0109	0.1575	0.0000	0.0275
金融機構持股比	0.0087	0.1363	0.0000	0.0179
機構投資人持股比	0.2734	0.7652	0.0000	0.1877

二、假設驗證

由表二迴歸模型分析結果，可知政府持股比例與轉投資家數(模型一)之間具有顯著正向關係，與假設一的預期相異。顯示國內企業將不因政府持有股數的多寡，而影響其對中國大陸的投資行為，反而傾向增加對中國大陸投資的企業家

數。故可推論政府雖對企業投資中國大陸進行管理，期望降低國內廠商投資中國大陸的密集度，保障兩岸經濟的平衡發展，唯臺灣傳統產業的經營環境漸趨艱困，且在西方各國逐步提升對中國大陸的投資比重下，企業為恐喪失先機及競爭力，導致經營困難，故國內企業並未確實遵守政府的有關規定，反而積極擴大對中國大陸投資的規模。

另外，就金融機構持股比例而言，其與轉投資比率(模型二)之間呈現顯著負相關，與假設二的預期相符。顯示當金融機構持有國內上市企業的股權越高時，該企業對中國大陸投資的比率將較低。由此可推論，相對於一般小額投資人，金融機構監督企業管理當局的平均成本較小，對於管理當局有較高的監督能力，因此，能降低代理成本與資訊不對稱的情形(Hart, 1995)，故其較易獲得企業內部有關對中國大陸投資的資訊。對管理當局而言，其轉投資行為將趨於謹慎保守，以免遭致金融機構的疑慮，影響彼此往來融資的關係。

就機構投資人持股比例而言，其與轉投資家數(模型一)及投資損益佔母公司稅前淨利比率(模型三)兩者之間皆呈顯著負相關，與假設三的預期相符。顯示當機構投資人持有企業的股權比例越高時，企業管理當局將傾向減少投資中國大陸的企業家數，同時因為投資行為趨於保守，投資中國大陸的損益金額對於企業整體稅前淨利的貢獻比率亦較低，亦即降低了企業對中國大陸投資的依賴程度。且因機構投資人比小股東具有監督與管理的知識及技術，所耗費的監督成本也較低，監督的效率將相對更高，故機構投資人持股比率越高時，代理成本亦較低(Agrawal, 1990)。所以，對企業的內部營運，譬如對中國大陸投資的資訊亦較易為機構投資人所察覺，故管理當局受限於機構投資人的監督，對於中國大陸投資活動將較保守。

另外，針對迴歸模型中變數之間的共線性進行檢定，一般常用的方式不外乎使用 Pearson 相關係數與變異數膨脹因子(variance inflation factor/VIF)值，若 Pearson 相關係數大於 0.8，或者 VIF 值大於 5(White & Schindler, 1980)時，則代表變數間具有潛在共線性的問題。本研究針對所有模型，進行共線性檢定後，發現所有變數之間並未大於上述兩數值(表二及表三)，因此本研究所選取的變數之間皆未存有共線性的問題。

表二 迴歸模型分析結果

應變數 自變數	IOC_t (模型一)	$RATEOI_t$ (模型二)	$RATEONI_t$ (模型三)	VIF 值
截距項	4.503	0.0604	132.408	
GOV_t	0.494**	0.0014	0.0160	1.005
$BANK_t$	0.365	-0.0045*	-13.507	1.017
COM_t	-0.058**	-0.0000	-3.712*	1.012
F 值	9.779**	2.354	1.559	
Adjusted R ²	0.113	0.019	0.008	

***表示 $p < 0.01$ ，**表示 $p < 0.05$ ，*表示 $p < 0.1$ 。

表三 相關係數矩陣

變數	IOC_t	$RATEOI_t$	$RATEONI_t$	GOV_t	$BANK_t$	COM_t
IOC_t		0.385***	0.029	0.258***	0.160**	-0.212***
$RATEOI_t$	0.385***		0.004	0.068	-0.164**	0.004
$RATEONI_t$	0.029	0.004		-0.006	-0.035	-0.142**
GOV_t	0.258***	0.068	-0.006		0.073	0.005
$BANK_t$	0.160**	-0.164**	-0.035	0.073		-0.108
COM_t	-0.212***	0.004	-0.142**	0.005	-0.108	

***表示 $p < 0.01$ ，**表示 $p < 0.05$ ，*表示 $p < 0.1$ 。

伍、結論與建議

本研究旨在實證檢視國內企業其股權結構與對中國大陸直接投資的關聯性，結果發現，當政府持有股權比例越高時，企業管理當局傾向增加投資中國大陸的企業家數，顯示政府對企業進行中國大陸投資的監督能力有限。此外，當金融機構持股比例越高時，管理當局此時受限於金融機構的監督，對中國大陸的投資行為將較保守，傾向降低對中國大陸投資的比重。另外，當機構投資人持有企業股權比例越高時，管理當局受限於機構投資人的監督，投資行為亦將漸趨保守，相對使投資中國大陸的家數減少，同時降低了對企業整體利潤的貢獻程度，亦即降低了企業對中國大陸投資的依賴程度。

由於國內企業不斷擴大對中國大陸的投資，企業規模隨之擴大，資訊不對稱與代理問題將油然而生，股東們對於海外的經營績效不易監控，且海外投資因不同文化、制度、競爭環境及需要整合分散各地的資源，使管理決策變得異常複雜，

且隨著企業國際化程度之加深，監督高階管理者績效將更形困難。此外，鑒於目前中國大陸的整體經濟制度尚未健全，不透明交易行為仍多，因此本次研究結果，期盼能提供國內主管機關日後修正對中國大陸投資經貿法規時的參考，以便能在維持兩岸經貿平衡發展的前提下，同時保障企業投資者的權益，達到雙贏的目的。

本研究有以下限制，首先，三個迴歸模型，整體解釋能力普遍偏低，且選取的應變數(轉投資家數、轉投資比率、投資損益/母公司稅前淨利比率)，具統計顯著性者亦較少，可推論這些變數未必能完全衡量國內企業投資中國大陸的行為，後續研究可針對投資行為的代理變數進行更多的探索。其次，依照目前規定，國內企業對中國大陸的投資，需申報其投資明細，但由於資料無法複核，且多半由企業管理當局自行申報，加上涉及商場競爭、欺瞞小股東、逃漏稅捐、以及是否違反國內管制規定等因素，故資訊的透明度及完整性頗受質疑。因此，在解讀實證結果時，需留意研究取得的公開資料未必代表真實投資的全貌。第三，本次研究針對水泥、食品、紡織、塑膠等四種傳統產業進行研究分析，故無法推論其他產業投資中國大陸的情況。最後，本次研究探討國內企業對中國大陸的投資行為，因未探討企業對其他國家或地區的投資行為，因此，無法了解對外投資行為是否受到投資地區不同的文化、社會型態、政治制度等因素而有所差異。

參考文獻

1. Agrawal, A. (1990). Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, 143-161.
2. Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *The Bell Journal of Economics*, 12, 605-617.
3. Arrow, K. J. (1979). Pareto Efficiency with Costly Transfers. *Economic Forum*, 10, 1-13.
4. Booz, A., & Booz, H. (1985). *Diversification: A Survey of European Chief Executives*. Cambridge, MA: B. Blackwell.
5. Booz, A., Booz, H., & Markowitz, H. M. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*. Cambridge, MA: B. Blackwell.

6. Buckley, P. J., & Casson, M. C. (1976). *The Future of the Multinational Enterprise*. London: Holmes & Meier.
7. Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4, 386-405.
8. Denis, D. J., Diane, K., & Sarin, A. (1997). Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification. *Journal of Finance*, 52, 135-160.
9. Dunning, J. H. (1993). *The Globalization of Business*. NY: Routledge.
10. Egelhoff, W. G. (1982). Strategy and Structure in Multinational Corporations: An Information Processing Approach. *Administrative Science Quarterly*, 27, 435-458.
11. Finkelstein, S., & Hambrick, D. (1996). *Strategic Leadership: Top Executive and Their Effects on Organization*. St. Paul: West.
12. Gomez-Mejia, L. (1992). Structure and Process of Diversification, Compensation Strategy and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 13, 381-397.
13. Harris, M., Kriebel, C. H., & Raviv, A. (1982). Asymmetric Information, Incentives and Intrafirm Resource Allocation. *Management Science*, 28(6), 604-620.
14. Hart, O. (1995). Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economics Journal*, 105, 678-689.
15. Hoshi, T., Kashyap, A., & Scharfstein, D. (1991). Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Group. *Quarterly Journal of Economics*, 106, 33-60.
16. Hoskisson, E., & Hitt, A. (1990). Antecedents and Performance Outcomes of Diversification: A Review and Critique of Theoretical Perspectives. *Journal of Management*, 16, 461-509.
17. Jensen, M. C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
18. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 4, 305-360.
19. Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98, 255-264.
20. Jensen, M. C., & Ruback, R. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
21. Johanson, J., & Vahlne, J-E. (1977). The Internationalization Process of the Firm - A Model of Knowledge Development and Increasing Market Commitment. *Journal of International Business Studies*, 8, 23-32.

22. Knickerbocker, F. T. (1973). *Oligopolistic Reaction and Multinational Enterprise*. MA: Division of Research, Graduate of Business Administration, Harvard University.
23. Kojima, K. (1978). *Direct Foreign Investment: A Japanese Model of Multinational Business Operation*. London: Croom Helm.
24. Lewellen, W. (1971). A Pure Financial Rationale for the Conglomerate. *Journal of Finance*, 26, 521-537.
25. Little, R. (1968). Royal Little Looks at the Conglomerate. *Dun's Rev.*, 25-28.
26. Melin, L. (1992). Internationalization as a Strategy Process. *Strategic Management Journal*, 13, 99-118.
27. Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
28. Myerson, R. B. (1982). Optimal Coordination Mechanisms in Generalized Principal-Agent Problems. *Journal of Mathematical Economics*, 10, 67-81.
29. Nayyar, P. (1993). Stock Market Reactions to Related Diversification Moves by Service Firm Seeking Benefits from Information Asymmetry and Economies of Scope. *Strategic Management Journal*, 14, 469-491.
30. Nilakant, V., & Rao, H. (1994). Agency Theory and Uncertainty in Organization: An Evaluation. *Organization Studies*, 15, 649-672.
31. Ovitt, B. M. (1988). Agency and Transactions Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationships, Incentives for Congruent Interests. *Academy of Management Review*, 13, 214-225.
32. Pound, J. (1988). Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight. *Journal of Financial Economics*, 20(1/2), 237-265.
33. Root, F. (1987). *International Trade and Investment*. Cincinnati, Ohio: South Western Publishing Co.
34. Roth, K., & O'Donnell, S. (1996). Foreign Subsidiary Compensation Strategy: An Agency Theory Perspective. *Academy of Management Journal*, 39, 678-703.
35. Salter, M. S., & Weinhold, W. A. (1978). Diversification via Acquisition: Creating Value. *Harvard Business Review*, 56, 166-176.
36. Sanders, W. G., & Carpenter, M. A. (1998). Internationalization and Firm Governance: The Roles of CEO Compensation, Top Team Composition and Board Structure. *Academy of Management Journal*, 41(2), 158-178.
37. Scharfstein, D. S. (1998). The Dark Side of Internal Capital Markets: Evidence from Diversified Conglomerates. Working Paper.
38. Shin, H., & Stulz, R. (1998). Are Internal Capital Market Efficient? *Quarterly Journal of Economics*, 113, 531-553.

39. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments. *Journal of Financial Economics*, 25, 123-139.
40. Stein, J. C. (1997). Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources. *Journal of Finance*, 52, 111-133.
41. Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, 22, 3-27.
42. White, R. D., & Schindler, P. S. (1980). *Business Research*. Orlando: Dryden Press.
43. Wright, P., Kroll, M., Lado, A., & Van Ness, B. (2002). The Structure of Ownerships and Corporate Acquisition Strategies. *Strategic Management Journal*, 23, 41-53.