

公司股權結構與多角化關係-以臺灣股票上市公司為例 A Study on the Relationship between Ownership Structure and Diversification

李見發 (Jian-Fa Li)
朝陽科大學財務金融系副教授
Associate Professor, Department of Finance,
Chaoyang University of Technology

洪振義* (Cheng-Yih Hong)
朝陽科大學財務金融系副教授
Associate Professor, Department of Finance,
Chaoyang University of Technology

賴維誠 (Wei-Cheng Lai)
朝陽科大學財務金融系碩士
Master, Department of Finance,
Chaoyang University of Technology

傅善恆 (Shan-Heng Fu)
國立中正大學財務金融學系碩士
Master, Department of Finance,
National Chung Cheng University

摘要

本研究以代理成本來探討公司進行多角化的動機，並進一步研究其對於公司績效的影響。實證結果發現當集團核心公司擁有現金流量權較大與其股權偏離較低時，公司會進行產品多角化。此結果顯示，控制股東可能基於自利行為進行產品多角化，進而造成公司價值下降；相對地，公司進行國際多角化時正好相反，當集團核心公司擁有較大的現金流量權與其股權偏離較低時，會基於公司價值最大化考量，進行國際多角化以提升公司價值。

關鍵詞：股權結構、多角化、代理問題

*通訊作者：洪振義，e-mail: hcyih@cyut.edu.tw

Abstract

Based on agency costs, the present study would explore the motives of diversification and examine its impact on the corporate performance. The empirical results show that the group's core company with higher cash flow rights and lower equity divergence would conduct the product diversification. It indicates that the value of the company would decline as the controlling shareholders follow their self-serving motives. On the contrary, as for the group's core company with larger cash flow rights and lower equity divergence, the company would perform international diversification to raise the company's value, in which it based on the maximal company's value.

Keywords: Ownership Structure, Diversification, Agency Problem

壹、緒論

多角化是集團跨大規模的重要策略，過去的文獻顯示，公司進行多角化能為企業帶來諸多效益，進行多角化不但能創造內部資本市場、分散風險、達到規模經濟，來提升公司價值。但帶來效益的同時，也增加了成本。多角化的過程中，生產、人事、監督等...營業成本的增加；同時，國際的多角化，也要面對不同國家不同文化、法律、經營模式等考驗。因此不論是哪一種成本，都會先導致企業的價值下降。由於多角化雖能提供公司某些利益，但若考量多角化的成本後未必能增加股東收益，國內外許多的文獻對於多角化是否能提高公司價值並無定論，本研究就以此為出發點進行探討。

本文用代理理論為切入點，來探討多角化的動機，多角化能帶來收益為公司創造價值，所以極大化公司價值可能為多角化的動機之一，然後多角化會增加組織結構的複雜性，造成控制股東與外部股東間資訊不對稱的問題，讓少數擁有大量持股的內部人有機會剝削小股東。因此我們預期，公司多角化可能與公司所面臨的代理成本有關，而多角化的績效會受到控制股東多角化的策略所影響(曹壽民等人，2011)。

Yeh et al. (2001)發現台灣上市公司有70%的公司股權集中在控制股東(Controlling Shareholder)，國內企業為股權集中及家族控股型態居多，有鑑於此在變數的選擇上我們也加入了家族的因素，在樣本的選擇中我們也以國內前三百大多角化集團為樣本，控制股東在經營公司時，可能產生正的誘因效果與負的侵佔效果(La Porta et al.,2002; Claessens et al.,2002)Jensen & Meckling(1976):Claessens et al.(1999)。在誘因效果方面，隨著控制股東持股比率的增加，控制股東與公司利益趨於一致，較有誘因極大化企業價值為目標。在侵佔效果方面，股權集中也會帶

來代理成本，控制股東可能為了追求自己的利益剝削小股東，此一侵佔效果在公司控制權與現金流量權(Cash-flow Rights)存有偏離(Divergence)的情況下特別嚴重。

我們預期，誘因效果與侵佔效果會影響公司多角化的原因。對於控制股東股權偏離較小的公司，由於控制股東與小股東的利益趨於一致，控制股東應會基於公司價值極大化動機來採取多角化。對於現金流量權較低、或是股權偏離較高的公司，較可能基於自利動機或是剝削小股東的動機發展多角化策略。另一方面，控制股東對於多角化的動機也會影響多角化的績效，對於現金流量權較大、股權偏離較小的公司，由於公司較可能基於價值極大化動機多角化，多角化績效較好。對於現金流量權較低、或是股權偏離較高的公司，由於控制股東較可能基於自利動機多角化，多角化的績效較差。

本研究以多角化及國際化為應變數，股權結構為自變數，期間為2004年到2011年間，台灣排名前三百家多角化集團之核心公司，探討股權結構與多角化之間的因果關係，再進一步討論為何過去的文獻會出現結果不一現象。

實證結果表示，在集團的核心公司中，現金流量權對於多角化的影響程度較大，現金流量權較大與產品多角化呈現反向關係，控制股東執行產品多角化策略時，會造成公司價值下降，我們可以說是出自於自利的動機；在國際多角化方面，控制股東執行國際多角化策略時，會增加公司價值。因此，從代理成本觀點來探究股權結構與多角化的關連性，能為多角化在績效的實證結果帶來另一種解釋。

貳、研究假說及文獻探討

2-1 股權結構

La Porta et al.在1998年研究49個已開發和開發中國家非金融業上市公司的股權結構集中度，研究發現公司股權集中度顯著超過Berle & Means(1932)提出的股權分散論點，而股權的控制權集中在家族或政府手中的情形很普遍。La Porta et al.(1999)和Lopez-de-Silanes & Shleifer (1999)也指出除非是在股東保護非常健全的經濟體制下，公司的股權才會分散；相反的，多數公司屬於股權集中的型態，存在著最終控制股東，且絕大多數都以家族控制(family held)為主。

對於股權型態集中的公司而言，控制股東的持股也相對較多，控制股東可能以公司價值極大化為目標，也較有誘因的動機去蒐集公司的資訊並監督經理人，因此可以降低來自於所有權與經營權分離所導致的代理問題，亦稱為誘因效果(Incentive Alignment Effect) (Morck, Shleifer, & Vishny, 1988; Lennox, 2005; Teshima & Shuto, 2008)。但是股權集中(控制股東)也可能帶來負面的權力鞏固效果(Entrenchment Effect)，大股東握有公司的經營權與利益分配的方式，也掌握了董事會，大股東可能因此增加了自利動機而剝削小股東及員工的利益或者不當的利用企業的資源(補貼性消費)。

從過去的文獻發現，有許多上市公司的控制股東透過金字塔結構、交叉持股與參與管理等方式，來達成對上市公司的控制，造成控制股東所擁有的控制權與盈餘分配權偏離的現象（Shleifer & Vishny, 1997；La Porta et al., 1999），在控制股東的控制權與現金流量權存有偏離時權力鞏固效果特別嚴重。

2-2 代理成本與多角化

企業從事產品多角化可以為公司帶來助益，這些助益包括：分散公司的投資風險(Chatterjee & Lubatkin, 1990)；創造較大的內部資本市場，有助於企業利用資源來達成範疇經濟(Economies of Scope)；提高剩餘資源使用率(Reed & Luffman, 1986)，而國際多角化的助益包含：可以利用不同國家的資源稟賦來降低成本，獲取較多的投資機會；分散投資經營風險(Kim et al., 1993) 透過國際化達成規模經濟(Economics of Scale) 與範疇經濟(Grant, Jammie, & Thomas, 1988)。但相對的提高了交易成本，無法達到有效率的資源配置，不同國家間的經貿交易的限制、匯率的波動等問題、可能是多角化所衍生出來的相關成本(Hitt & Smart, 1994；Sundaram & Black, 1992)。

過去關於多角化對績效的相關文獻研究並沒有出現一致性的結果，有些研究結果發現產品多角化與績效為正向關係(Matsusaka, 1993; Wade & Gravill, 2003)，但也有許多學者指出兩者之間呈現負向(Lang & Stulz, 1994; Denis et al., 2002; 賴威廷, 2004)、倒U型(Inverted U-shape) (Palich et al., 2000) 或是無顯著關係(Delios & Beamish, 1999)。關於國際多角化與績效之關聯性也沒有一致的結果，過去的文獻發現兩者呈現正向(Grant, 1987; Daniels & Bracker, 1989)、負向(Geringer et al., 2000)、非線性(Contractor et al., 2003; Hitt et al., 1997) 或倒U型(Qian, 2002) 等。由於多角化的營運方式，可能增加股東與經理人之間的資訊不對稱，導致代理成本的增加。經理人也可能基於私有利益而非公司價值最大化的動機進行多角化的投資，來獲取較高的薪水(Stulz, 1990；Denis et al., 1997)。

因此，本研究以控制權(CVit)、現金流量權(CASHit)以及股權偏離(DIVit)三個構面所組成，探討集團上市上櫃核心公司股東，對於產品多角化與國際多角化的影響，是否存在著誘因效果與權力鞏固效果，我們預期，控制股東的現金流量權愈大，愈有可能是基於公司價值極大化的動機進行多角化的投資，又由於控制股東擁有大量股票，本身也必須承擔較多的損益，相較其它股東，控制股東持有時間也較長，對於產業本身的專業知識與經驗，能幫助他應付複雜的多角化環境，進而提升績效，所以我們建立的假說為：

H^1_0 ：控制股東的現金流量愈高，愈有可能基於公司價值極大化的動機而去進行多角化投資。

H^1_1 ：控制股東的現金流量愈高，產品多角化與國際多角化的績效越好。

接下來我們預測，控制股東股權偏離值愈大，控制股東愈有可能基於自利的動機再進行多角化的投資，多角化的績效也越差。因此，多角化提供控制股東一個剝削小股東的機會，若投資失敗時也只須負擔少數的成本，但小股東卻要承擔大多的損失，基於前述，我們建立的假說為：

H^2_0 ：控制股東現金股權偏離值愈大，愈有可能基於自利動機進行多角化投資。

H^2_1 ：控制股東現金股權偏離值愈大，產品多角化與國際多角化的績效越差。

參、研究方法

本章研究首先介紹研究樣本的資料來源、範圍、選樣過程以及分配情況。配合我們先前所建立的假說發展本文的實證模型，最後，再針對各模型變數定義做解釋。

3-1 資料來源與選樣準則

本研究集團多角化排名與多角化變數資料係分別取自中華徵信所「集團多角化排名」與台灣經濟新報社資料庫（簡稱 TEJ）「產銷組合模組資料」檔案。集團核心公司股權結構資料來自 TEJ 資料庫的「公司治理模組之控制持股與董監結構主表」，本文採用 La Porta et al. (1999) 研究定義最終控制股東持股資料。其他控制變數資料係來自於 TEJ 資料庫之「一般產業財務資料檔案」以及「上市（櫃）公司調整股價檔案」。觀察之樣本期間係以 2004 年至 2011 年止共 8 年之集團核心公司上市(櫃)公司為樣本。金融、保險、證券投信業的營業性質有別於一般產業且多受政府法律規範、資料缺漏無法計算兼予以排除，總共有 1994 筆觀測值。

我們參考 Campa & Kedia (2002)、Doukas & Kan (2006) 與 Jiraporn et al. (2006)，同時納入多角化與非多角化的樣本進行分析，將集團的核心公司資料分成四群分別為只具備產品多角化的樣本(PD_NIDit)、只具備國際多角化的樣本(NPD_IDit)、同時具備產品與國際多角化(PD_IDit)以及同時不具備產品與國際多角化(NPD_NIDit)，由表1可以看出，集團核心公司在國際多角化的比例上比產品多角化還要高出許多，且進行多角化的投資公司比例(約佔90.37%)。

表 1 樣本公司的年度分配

	PD_NID _{it}		NPD_ID _{it}		PD_ID _{it}		NPD_NID _{it}		總樣本	
	Firm-Years	%	Firm-Years	%	Firm-Years	%	Firm-Years	%	Firm-Years	%
2004	19	7.69%	71	28.74%	132	53.44%	25	10.12%	247	100.00%
2005	21	8.47%	71	28.63%	133	53.63%	23	9.27%	248	100.00%
2006	22	8.84%	70	28.11%	134	53.82%	23	9.24%	249	100.00%
2007	21	8.40%	69	27.60%	138	55.20%	22	8.80%	250	100.00%
2008	21	8.40%	69	27.60%	137	54.80%	23	9.20%	250	100.00%
2009	18	7.20%	65	26.00%	143	57.20%	24	9.60%	250	100.00%
2010	19	7.60%	70	28.00%	136	54.40%	25	10.00%	250	100.00%
2011	20	8.00%	72	28.80%	131	52.40%	27	10.80%	250	100.00%
合計	161	8.07%	557	27.93%	1084	54.36%	192	9.63%	1994	100.00%

分組定義：

NPD_NID_{it}= 公司同時不具有國際化與產品多角化的投資策略

NPD_ID_{it}=公司只進行國際多角化的投資策略

PD_NID_{it}=公司只進行產品多角化的投資策略

PD_ID_{it} = 公司同時具有國際化與產品多角化的投資策略

3-2 實證模型

我們分別使用下列迴歸模型檢測各假說。

測試 H¹₀ 與 H²₀：

$$DOPD = \alpha_0 + \alpha_1 OWN_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 ROA_{it-1} + \alpha_4 LEV_{it} + \alpha_5 GPR_{it} + \varepsilon_{it} \dots (1)$$

$$DOID = \beta_0 + \beta_1 OWN_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it-1} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 GPR_{it} + \varepsilon_{it} \dots (2)$$

測試 H¹₁ 與 H¹₁：

$$Q_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PD_{it} + \alpha_2 ID_{it} + \alpha_3 OWN_{it} + \alpha_4 PD_{it} \times OWN_{it} + \alpha_5 ID_{it} \times OWN_{it} + \alpha_6 SIZE_{it} + \alpha_7 LEV_{it} + \alpha_8 CAPX_{it-1} + \alpha_9 R&D_{it-1} + \alpha_{10} GPR_{it} + \alpha_{11} FAMILY_{it} + \varepsilon_{it} \dots (3)$$

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 PD_{NID_{it}} + \beta_2 NPD_{ID_{it}} + \beta_3 PD_{ID_{it}} + \beta_4 OWN_{it} + \beta_5 PD_{NID_{it}} \times OWN_{it} + \beta_6 NPD_{ID_{it}} \times OWN_{it} + \beta_7 PD_{ID_{it}} \times OWN_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 LEV_{it} + \beta_{10} CAPX_{it-1} + \beta_{11} R&D_{it-1} + \beta_{12} GPR_{it} + \beta_{13} FAMILY_{it} + \varepsilon_{it} \dots (4)$$

以上迴歸式變數的定義與衡量方式如下：

(1)產品多角化指標與國際多角化指標：

產品多角化指標($DOPD_{it}$)

產品多角化使用兩種指標分別是產品多角化之虛擬變數(PD_D_{it})與產品多角化的程度(Degree of Product Diversification ; $DOPD_{it}$)。當公司跨足一個以上行業的公司，我們將 PD_D_{it} 設為1，反之則為0。我們的研究方法採用Entropy法來衡量產品多角化程度Hitt et al. (1997) 、Chang & Wang (2007)。計算產品多角化程度，首先我們利用TEJ 資料庫所提供之各公司銷售產品資料，取得產品編碼，再與核心公司的TEJ產業代碼進行比較區分成不同產品線後，利用Entropy 法來計算各公司產品多角化之程度。

Entropy 法假設公司營業範圍分佈在 n 個不同的產業部門，計算方式如下：

$$DOPD_{it} = \sum_q [P_{itq} \times \ln(1/P_{itq})]$$

其中 P_{itq} 為*i* 公司第*t* 期於第 *q* 個部門產品佔銷售額的比例。 $\ln[1/P_{itq}]$ 則代表該部門產品的權重。

國際多角化指標($DOID_{it}$)

國際多角化使用兩種指標分別是國際多角化之虛擬變數(ID_D_{it})與國際多角化的程度(Degree of International Diversification ; $DOID_{it}$)。關於國際多角化虛擬變數(ID_D_{it})，我們把從事海外銷售的公司 ID_D_{it} 設為1，否則為0。衡量國際多角化的程度($DOID_{it}$)，我們引用 Hitt et al. (1997) 以及Chang 與Wang (2007) 對公司國際多角化之定義，計算方式為：

$$DOID_{it} = \sum_k [S_{itk} \times \ln(1/S_{itk})]$$

S_{itk} 為 *i* 公司第*t* 期於第*k* 個國家的海外總銷售額佔當年度總銷售額的比例，該指標可同時考慮企業海外營運之國家數目與每一個海外國家的銷售貢獻度。

3.同時考慮產品多角化與國際多角化對公司進行分類的變數：

產品多角化($DOPD_{it}$)與國際多角化($DOID_{it}$)指標並非互斥的，公司可能考慮同時進行產品的多角化與國際的多角化，或者只進行一種策略，或者是兼不進行。前面的分類只考慮了單一指標，因此，在模式(4)中我們進一步同時考慮將產品多角化與國際多角化分為四類，分類變數的定義如下：

PD_NID_{it} = *i*公司於*t*年只進行產品多角化的投資策略， PD_NID_{it} 為1，其它為0。

NPD_ID_{it} = *i*公司於*t*年只進行國際多角化的投資策略， NPD_ID_{it} 為1，其它為0。

PD_ID_{it} = *i*公司於*t*年同時進行國際化與產品多角化的投資策略， PD_ID_{it} 為1，其

它為0。

$NPD_NID_{it} = i$ 公司於t 年同時不具備國際化與產品多角化投資策略， NPD_NID_{it} 為1，其它為0。

(2)公司績效(Q_{it})

Tobin's Q為公司衡量績效的指標，本研究參考Kim&Lyn(1987)以及Shin與Stulz(1998)等學者之方式計算Tobin's Q。

(3)股權結構變數(OWN_{it})

本研究與股權結構有關的變數為控制權(CV_{it})、現金流量權($CASH_{it}$)以及股權偏離(DIV_{it})。三個方面解釋如下：

控制權(CV_{it})：又稱投票權，為公司最終股東在同一控制群體下的直接持股率與間接持股率相加La Porta et al(1999)。包括最終控制者之（個人持股% + 最終控制者未上市公司持股% + 最終控制者基金會持股%）(不含友好集團持股)現金流量權($CASH_{it}$)：又稱盈餘分配權，係指最終控制者將其直接盈餘分配權加上各控制鏈之間持股率乘積總和。

股權偏離(DIV_{it})：為最終控制股東所擁有的控制權除以現金流量。

(4)其餘控制變數：

$SIZE_{it}$ = 總資產取自然對數。

ROA_{it-1} = 前期經營利益/ 總資產。

LEV_{it} = 總負債/ 期初總資產。

$CAPX_{it-1}$ = 前期資本支出/ 銷貨淨額。

$R \& D_{it-1}$ = 前期研發支出/ 銷貨淨額。

$FAMILY_{it}$ = 集團屬於家族產業者為1，其它為0

GPR_{it} = 銷貨毛利/銷貨淨額

模型(1)(2)的控制變數為公司規模($SIZE_{it}$)、前期投資報酬率(ROA_{it-1})、負債比率(LEV_{it}) 與營業毛利率(GPR_{it})。過去的實證研究顯示公司規模越大會有較強的多角化動機(Singh,Mathur, & Gleason,2004)，且越有可能有較多的部門(Denis et al., 1997)，因此本研究將公司的規模($SIZE_{it}$)納入控制。財務槓桿比率高低與公司面對的系統風險相關，且財務槓桿比率高的企業經營者需承擔債權契約付款還息壓力較大，故能督促經營者將自由現金流量運用於有價值性的投資方案，進而影響公司多角化活動 (Jensen, 1986; Barton, 1988)，因此我們將負債比率(LEV_{it}) 納入為控制變數。過去經營績效會影響多角化類型的選擇因此，我們將前期投資報酬率(ROA_{it-1}) 紳入為控制變數(Ramanujam & Varadarajan, 1989; Hoskisson & Hitt, 1990)。由於公司多角化的決定受到其獲利性的影響，本研究以營業毛利率(GPR_{it})衡量公

司產品的獲利能力，將之納入模式中作為控制變項。

模型(3)(4) 的控制變數為公司規模($SIZE_{it}$)、負債比率(LEV_{it})、資本支出($CAPX_{it-1}$)、研發密集度($R & D_{it-1}$)、家族產業($FAMILY_{it}$) 營業毛利率(GPR_{it})，公司規模越大一方面可以藉由大量生產降低成本；另一方面，隨規模擴大後的多角化投資可以分散風險，達到規模經濟，提升公司價值(Demsetz& Lehn,1985)，因此，本文控制公司規模($SIZE_{it}$)對公司績效(Q_{it})的影響。公司績效會受到負債比率的影響(Lang,Ofek, & Stulz, 1996)，因此本文將負債比率(LEV_{it})納入控制。由於先前研究著先公司資本支出愈高時具較佳的投資機會所以我們也把($CAPX_{it-1}$)納入。

在模型1與模型2中的 OWN_{it} 包括現金流量權($CASH_{it}$)與股權偏離(DIV_{it})用來對代理問題進行預測，模型3中多角化的變數為產品多角化($DOPD_{it}$)與國際多角化($DOID_{it}$)二者，再同時加入多角化的虛擬變數(PD_D_{it} 與 ID_D_{it})。模式(4)則進一步考慮產品多角化與國際多角化可能同時存在或不存在於樣本公司，將公司分成四群進行測試。另外一方面我可用多角化變數的係數來判斷何者基於剝削動機，何者基於公司價值極大化。如係數小於0表有剝削小股東的自利動機進行多角化；係數大於0，表示基於公司價值極大化的動機進行多角化。

肆、實證結果

4-1 敘述統計與相關分析

本研究將樣本資料分四個類別做敘述性統計，分別為全樣本、只進行產品多角化(PD_NID_{it})、只進行國際多角化(NPD_ID_{it})、同時進行產品多角化及國際多角化(PD_ID_{it})、都沒有進行國際多角化及產品多角化(NPD_NID_{it})。從表 2 的敘述性統計的結果，我們可以發現各樣本資料的基本特性，在全樣本產品多角化程度($DOPD_{it}$)的平均數(中位數)為 0.858(0.860)，國際多角化程度($DOID_{it}$)的平均數(中位數)為 0.159(0.140)。在公司績效 Tobin's Q 方面，我們看到只進行產品多角化(PD_NID_{it})的平均數(標準差)為 0.822(0.833)呈現左偏現象，只進行國際多角化(NPD_ID_{it})的平均數(標準差)為 0.770(0.768)，呈現右偏現象，同時進行產品多角化及國際多角化(PD_ID_{it})為 0.758(0.754)，都沒有進行國際多角化及產品多角化(NPD_NID_{it})的平均數(標準差)為 0.815(0.843)，初步的資料顯示，在只進行產品多角化與國際多角化兩者的比較上，產品多角化對公司績效正向的影響比國際多角化來的大。

另一方面，在股權結構的比較上全樣本的控制權(CV_{it})平均數(標準差)為 0.262(0.235)，現金流量權($CASH_{it}$)平均數與中位數分別為 0.224(0.196)，股權偏離(DIV_{it})的平均數與中位數分別為 1.773(1.094)，前述有關全樣本股權結構的敘述統計量顯示，集團核心公司的控制股東控制權大於其現金流量權，此股權結構說明了，公司可能存在著代理的問題，透過多角化去影響公司績效。

其它控制變數中，我們看到家族(FAMILY_{it})變數的平均數為 0.642，表示台灣集團以家族型態居多。最後我們比較四組樣本的股權結構，在現金流量權部分，只進行產品多角化公司(PD_NID_{it})平均數與中位數分別是 0.331 與 0.292，只進行國際多角化公司(NPD_ID_{it})平均數與中位數分別是 0.201 與 0.178，此一結果初步顯示，公司進行產品多角化較可能基於正向的誘因效果。在股權偏離部份，只進行產品多角化公司(PD_NID_{it})平均數與中位數分別是 1.228 與 1.031，只進行國際多角化公司(NPD_ID_{it})平均數與中位數分別是 1.13 與 1.19。

表 2 樣本敘述性統計量表

	全樣本		PDNID		NP DID		PDID		NP DNID	
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數
DOPD _{it}	0.858	0.860	0.769	0.781	0.811	0.781	0.959	0.958	0.494	0.406
DOID _{it}	0.159	0.140	0.000	0.000	0.182	0.193	0.199	0.213	0.000	0.000
Q _{it}	0.772	0.774	0.822	0.833	0.770	0.768	0.758	0.754	0.815	0.843
CV _{it}	0.262	0.235	0.369	0.363	0.240	0.223	0.238	0.220	0.372	0.382
CASH _{it}	0.224	0.196	0.331	0.292	0.201	0.178	0.201	0.170	0.332	0.346
DIV _{it}	1.773	1.094	1.228	1.031	1.759	1.120	1.962	1.104	1.204	1.026
SIZE _{it}	16.728	16.400	16.594	16.088	16.831	16.627	16.642	16.321	17.029	16.993
FAMILY _{it}	0.642	1.000	0.658	1.000	0.727	1.000	0.589	1.000	0.682	1.000
R&D _{it-1}	1.742	0.520	0.170	0.000	2.110	0.690	2.086	1.005	0.051	0.000
ROA _{it-1}	0.061	0.057	0.049	0.046	0.057	0.054	0.066	0.062	0.058	0.044
LEV _{it}	0.476	0.481	0.518	0.535	0.448	0.447	0.474	0.480	0.533	0.514
GPR _{it}	0.188	0.168	0.239	0.187	0.186	0.179	0.172	0.162	0.239	0.188
CAPX _{it-1}	0.066	0.034	0.090	0.026	0.069	0.040	0.052	0.034	0.117	0.039

各組別定義 PD_D_{it} 為產品多角化虛擬變數，產品多角化公司年度為 1，其它為 0； ID_D_{it} 為國際多角化虛擬變數，國際多角化公司年度為 1，其它為 0； $DOPD_{it}$ 為產品多角化的指標； $DOID_{it}$ 為國際多角化的指標； PD_NID_{it} 為只進行產品多角化的投資策略， PD_NID_{it} 為 1，其它為 0； NPD_ID_{it} 為只進行國際多角化的投資策略， NPD_ID_{it} 為 1，其它為 0； PD_ID_{it} 為同時進行國際化與產品多角化的投資策略， PD_ID_{it} 為 1，其它為 0； NPD_NID_{it} 為同時不具備國際化與產品多角化投資策略， NPD_NID_{it} 為 1，其它為 0； Q_{it} 為(權益市場價值+ 負債帳面價值- 流動資產帳面價值) / 總資產帳面價值； CV_{it} 為最終控制股東控制權(%)； $CASH_{it}$ 為最終控制股東現金流量權(%)； DIV_{it} 為最終控制股東控制權/ 現金流量權； $SIZE_{it}$ 為總資產取自然對數； ROA_{it-1} 為前期經營利益/ 總資產； LEV_{it} 為總負債/ 期初總資產； $CAPX_{it-1}$ 為前期資本支出/ 銷貨淨額； $R&D_{it-1}$ 為前期研發支出/ 銷貨淨額； $FAMILY_{it}$ 為集團屬於家族產業者為 1，其它為 0； $GPR_{it} = \text{銷貨毛利}/\text{銷貨淨額}$

表3係各變數之相關分析結果。現金流量權(CASHit)與控制權(CVit)呈正相關與股權偏離程度(DIVit)呈負相關，表示在集團核心公司控制權的大小，主要來自於現金流量權(CASHit)。產品多角化指標(PD_Dit與DOPDit)與國際多角化指標(ID_Dit與DOPDit)呈正相關，現金流量權(CASHit)與多角化投資(PD_Dit與DOPDit)都呈負相關，表示集團核心公司，現金流量權愈高，控制權逾高，對於多角化的意願反而愈小。

由表中看出，國際多角化指標(ID_Dit、DOIDit 與NPD_IDit) 與現金流量權(CASHit) 及公司績效(Qit) 呈負相關，但與股權偏離程度(DIVit)呈正相關，表示控制股東進行國際多角化投資可能基於公司剝削（自利）動機，使得國際多角化有較差的公司績效。

產品多角化指標(DOPDit 與PD_NIDit) 與現金流量權(CASHit) 及公司績效(Qit) 呈正相關，但與股權偏離程度(DIVit) 呈負相關，表示控制股東進行產品多角化投資可能基於公司價值極大化的動機，使得國際多角化公司有好的公司績效。除了股權結構的變數外，還有許多因素也會影響多角化的程度，以及多角化與公司績效的關聯性，因此在下面的分析我們使用回歸的方式來探討這些變數的

4-2股權結構對多角化的影響

表4用來檢視假說H₁⁰與H₂⁰ 現金流量權對股權結構的影響，第一欄與第二欄係檢測股權結構(CASHit 與DIVit) 對於公司進行產品多角化(PD_Dit 與DOPDit) 的影響。實證結果顯示現金流量權(CASHit) 的係數在PD_Dit 的迴歸式中顯著小於0 (p 值分別小於0.05)且DOPD也不顯著，表示兩者之間有負向的關係當控制股東擁有較高的現金流量權時對於產品多角化的意願反而會下降，推測在集團的核心公司具有較高現金流量權的控制股東較不願進行產品多角化增加公司績效。股權偏離(DIVit)的係數在DOPDit 的迴歸式中顯著小於0 (p值小於0.01)，表示在集團的核心公司股權偏離愈大對於產品多角化的程度越低。

表4 第三欄第四欄係檢測股權結構(CASHit 與 DIVit)對於公司進行國際多角化(ID_Dit 與 DOIDit)的影響。實證結果顯示在現金流量權(CASHit)的係數在 ID_Dit 與 DOIDit 的迴歸式中均顯著小於 0，表示控制股東擁有較高的現金流量權會降低國際多角化，可能的原因可能是因為台灣核心公司以家族產業居多，在國際多角化投資上較為保守，較不願進行國際多角化投資。

股權偏離(DIVit)的係數在(ID_Dit 與 DOIDit)的迴歸式中均大於 0 但不顯著表示國際多角化可能是股權存有偏離公司中，控制股東用來剝削小股東這方式並不顯著。

表 3 相關係數矩陣

	DOPD _{it}	DOID _{it}	PD_D _{it}	ID_D _{it}	PD_ID _{it}	NPD_NID _{it}	PD_NID _{it}	NPD_ID _{it}	CV _{it}	CASH _{it}	DIV _{it}	SIZE _{it}	Q _{it}	family _{it}	R&D _{it-1}	ROA _{it-1}	LEV _{it}	GPR _{it}	CAPX _{it}
DOPD _{it}	1.0000																		
DOID _{it}	0.2949	1.0000																	
PD_D _{it}	0.1733	0.1334	1.0000																
ID_D _{it}	0.1931	0.5390	0.1612	1.0000															
PD_ID _{it}	0.1936	0.3181	0.8465	0.5062	1.0000														
NPD_NID _{it}	-0.2074	-0.3793	-0.4208	-0.7038	-0.3563	1.0000													
PD_NID _{it}	-0.0460	-0.3444	0.2299	-0.6390	-0.3235	-0.0967	1.0000												
NPD_ID _{it}	-0.0507	0.1054	-0.8027	0.2888	-0.6795	-0.2032	-0.1845	1.0000											
CV _{it}	0.0603	-0.1565	-0.0551	-0.3131	-0.1613	0.2231	0.1971	-0.0873	1.0000										
CASH _{it}	0.0185	-0.1849	-0.0509	-0.3126	-0.1579	0.2215	0.1982	-0.0907	0.9299	1.0000									
DIV _{it}	-0.0617	0.0543	0.0304	0.0649	0.0517	-0.0466	-0.0405	-0.0021	-0.1051	-0.2135	1.0000								
SIZE _{it}	0.0201	-0.0148	-0.0923	-0.0368	-0.0729	0.0759	-0.0307	0.0497	-0.0302	-0.1209	0.1967	1.0000							
Q _{it}	-0.0082	-0.0250	-0.0460	-0.1357	-0.0965	0.0880	0.0948	-0.0083	0.0152	0.0597	-0.0513	-0.2280	1.0000						
FAMILY _{it}	0.0377	0.0754	-0.1192	-0.0285	-0.1215	0.0275	0.0102	0.1106	0.2654	0.2273	-0.0738	-0.0568	0.1128	1.0000					
R&D _{it-1}	-0.0970	0.0618	0.0260	0.1592	0.0787	-0.1158	-0.0977	0.0481	-0.1031	-0.0873	0.0159	-0.0458	-0.0802	-0.1369	1.0000				
ROA _{it-1}	-0.0542	-0.0281	0.0477	0.0475	0.0729	-0.0167	-0.0485	-0.0405	0.0268	0.0202	-0.0185	0.0518	-0.5327	-0.0323	-0.0156	1.0000			
LEV _{it}	-0.0118	-0.1574	0.0321	-0.1546	-0.0140	0.1237	0.0827	-0.1160	0.0800	0.0992	0.0029	0.1602	0.5533	0.0664	-0.2172	-0.2250	1.0000		
GPR _{it}	-0.0034	-0.1430	-0.0739	-0.1896	-0.1380	0.1336	0.1210	-0.0081	0.1161	0.1323	-0.0709	-0.0858	-0.2501	0.0247	0.1937	0.3090	-0.2787	1.0000	
CAPX _{it}	-0.0486	-0.0003	-0.0554	-0.0840	-0.0718	0.0783	0.0328	0.0083	0.0779	0.0679	0.0834	0.1211	-0.1669	0.0358	-0.0005	0.0955	-0.0215	0.1221	1.0000

表4 股權結構對多角化的影響

Explanatory variables	Dependent variable: PD_D _{it}		Dependent variable: DOPD _{it}		Dependent variable: ID_D _{it}		Dependent variable: DOID _{it}	
	Coeff.	(z-statistic)	Coeff.	(z-statistic)	Coeff.	(z-statistic)	Coeff.	(z-statistic)
Constant	3.870***	(6.01)	0.59***	(3.23)	7.352***	(8.30)	0.416***	(8.52)
CASH	-0.701**	(-2.30)	0.038	(0.43)	-4.103***	(-10.20)	-0.202***	(-8.39)
DIV	0.023	(1.63)	-0.01***	(-2.74)	0.073	(1.13)	0.0004	(0.61)
SIZE	-0.208***	(-5.48)	0.02**	(1.91)	-0.156***	(-3.02)	-0.004	(-1.46)
ROA	2.782***	(4.01)	-0.501***	(-2.557)	3.536***	(3.73)	0.015	(0.31)
LEV	0.761**	(2.28)	-0.130	(-1.35)	-2.991***	(-6.45)	-0.227***	(-8.89)
GPR	-1.490***	(-3.66)	0.011	(0.094)	-4.723***	(-8.98)	-0.286***	(-8.79)
Adj R ²	0.022		0.006		0.164		0.080	

1. 實證模型： $DOPD = \alpha_0 + \alpha_1 OWN_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 ROA_{it-1} + \alpha_4 LEV_{it} + \alpha_5 GPR_{it} + \varepsilon_{it}$

$DOID = \beta_0 + \beta_1 OWN_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it-1} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 GPR_{it} + \varepsilon_{it}$

2. ***、**、* 分別表示 1%、5%、10% 顯著水準。

3. 相關變數定義，詳見表 2

4-3 多角化對公司績效影響

表5 探討多角化(PDit 與IDit) 及多角化、股權結構的交互效果(PDit×OWNit 及IDit×OWNit) 對公司績效(Qit) 的影響。實證結果顯示產品多角化PD_Dit 及DOPDit 的係數只有PD_Dit顯著小於0 (p 值小於0.01)，表示產品多角化會使公司價值下降；國際多角化ID_Dit 及DOIDit 只有DOIDit的係數顯著大於0 (p 值均小於0.1)，表示國際多角化會使公司價值上升。

綜合表4與表5的結果我們可以說。對於集團的核心公司而言，控制權愈大對於產品多角化有反向關係，應而降低產品多角化會使公司價值上升；在國際多角化方面，控制權與國際多角化也呈反向關係，但國際多角化指標與公司價值有正面關係，直接控制權小的公司可能透過國際多角化的投資來增加公司價值。

在表5產品多角化指標與現金流量權交乘項(PDit×CASHit及DOPDit×CASHit)的結果，只有(dopd×cash)與(doid×cash) 為顯著，其它交乘項結果並不顯著，這有可能是因為集團的核心公司在公司經營上已經到了成熟且穩定的階段不需要再透過多角化來造成不必要的資本浪費。

表6 同時考慮國際化與產品多角化將公司分為四群進行分析，這四個分群為只進行產品多角化樣本(PD_NIDit)、只進行國際多角化的投資策略(NPD_IDit)、同時進行國際化與產品多角化樣本(PD_IDit)與同時不具備國際化與產品多角化樣本(NPD_NIDit)。並且，我們在迴歸式中納入PD_NIDit、NPD_IDit 與PD_IDit 分群的虛擬變數，透過這三個多角化分群變數與股權結構交乘項的係數檢測股權結構對不同多角化投資策略對公司績效的中介效果。

表6中我們看到PD_NIDit、NPD_IDit 與PD_IDit中只有同時進行國際與產品多角化策略(PD_IDit)有正的顯著值，表示在集團的核心公司只有同時進行國際多角化、與產品多角化時會提升公司價值，在集團的核心公司現金控制權與股權偏離對於公司價值剛好呈現相反的結果，在現金流量權(CASHit)與其交乘項多角化指標(PD_NIDit與NPD_IDit)的係數均顯著大於0 (p 值均小於0.01)，股權偏離(DIVit)與其多角化指標(PD_NIDit、NPD_IDit 與PD_IDit)的交乘項係數均顯著小於0 (p 值均小於0.01)，此一實證呼應前述現金流量權(CASHit)與多角化呈反向關係。

表 5 股權結構對多角化與公司績效關聯性的影響：不考慮產品多角化與國際多角化對公司績效的交互效果

Explanatory variables	Dependent variable: tobinQ			
	Coef.	(t-statistic)	Coef.	(t-statistic)
Constant	1.265***	(27.730)	1.117***	(28.640)
PD_Dit	-0.044***	(-4.020)		
ID_Dit	-0.045	(-1.620)		
DOPD _{it}			0.012	(1.190)
DOID _{it}			0.101**	(2.480)
CASH _{it}	-0.070*	(-1.810)	0.062 *	(1.84)
Div _{it}	-0.005	(-0.320)	0.001	(0.52)
PD_D×CASH _{it}	0.048	(1.350)		
ID_D×CASH _{it}	-0.022	(-0.500)		
PD_D×DIV _{it}	0.002	(1.150)		
IDD×DIV _{it}	0.004	(0.240)		
DOPD×CASH _{it}			-0.061*	(-1.82)
DOID×CASH _{it}			-0.223*	(-1.66)
DOPD×DIV _{it}			-0.001	(-0.25)
DOID×DIV _{it}			-0.004	(-0.45)
SIZE _{it}	-0.041***	(-19.000)	-0.038***	(-17.690)
LEV _{it}	0.595***	(31.290)	0.610***	(31.600)
CAPX _{it}	-0.085***	(-6.670)	-0.081***	(-6.260)
RD _{it-1}	0.003***	(4.640)	0.002 ***	(3.070)
GPR _{it}	-0.184***	(-7.920)	-0.140***	(-5.900)
FAMILY _{it}	0.025***	(4.310)	0.023 ***	(3.820)
Adj R-squared	0.458		0.440	

1. 實證模型： $Q_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PD_{it} + \alpha_2 ID_{it} + \alpha_3 OWN_{it} + \alpha_4 PD_{it} \times OWN_{it} + \alpha_5 ID_{it} \times OWN_{it}$
 $+ \alpha_6 SIZE_{it} + \alpha_7 LEV_{it} + \alpha_8 CAPX_{it-1} + \alpha_9 R&D_{it-1} + \alpha_{10} IND_{it} + \varepsilon_{it}$

2. ***、**、* 分別表示 1%、5%、10% 顯著水準。

3. 相關變數定義，詳見表 2。

表6 股權結構對多角化與公司績效關聯性的影響：同時考慮產品多角化與國多角化對公司績效的交互效果

Explanatory variables	Dependent variable: tobinQ	
	Coef.	(t-statistic)
Constant	1.157***	(4.010)
PD_NID _{it}	0.044	(0.780)
NPD_ID _{it}	0.042	(0.950)
PD_ID _{it}	0.030*	(0.690)
CASH _{it}	-0.138***	(-2.970)
DIV _{it}	0.096 ***	(3.480)
PDNID×CASH _{it}	0.318***	(4.220)
NP DID×CASH _{it}	0.169 ***	(2.850)
PDID×CASH _{it}	0.036	(0.670)
PDNID×DIV _{it}	-0.126***	(-3.830)
NP DID××DIV _{it}	-0.096***	(-3.490)
PDID×DIV _{it}	-0.095***	(-3.450)
SIZE _{it}	-0.041 ***	(-19.470)
LEV _{it}	0.610***	(32.420)
CAPX _{it}	-0.094***	(-7.430)
RD _{it}	0.003 ***	(4.950)
GPR _{it}	-0.185***	(-8.090)
FAMILY _{it}	0.023 ***	(4.010)
Adj R-squared	0.4755	

1. 實證模型： $Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 PD_NID_{it} + \beta_2 NPD_ID_{it} + \beta_3 PD_ID_{it} + \beta_4 OWN_{it} + \beta_5 PD_NID_{it} \times OWN_{it} + \beta_6 NPD_ID_{it} \times OWN_{it} + \beta_7 PD_ID_{it} \times OWN_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 LEV_{it} + \beta_{10} CAPX_{it-1} + \beta_{11} R\&D_{it-1} + \beta_{12} IND_{it} + \varepsilon_{it}$

2. ***、**、* 分別表示 1%、5%、10% 顯著水準。

3. 相關變數定義，詳見表 2。

伍、結論與建議

本研究以 2004 年至 2011 年中華徵信所調查前 300 大進行多角化集團之核心公司為樣本，從代理成本的角度出發來探討公司進行多角化的動機，再進一步研究此動機對於公司價值的影響，本文採用曹壽民等人(2011)的研究方法，先從股權結構與多角化的關係切入探討是否有無代理問題，再進行代理成本對多角化績效的關係，間接證明股權結構對於公司價值的影響力。

過去的研究指出公司多角化的動機，可能是出自於控制股東的誘因效果或權力鞏固效果，我們以現金流量權和股權偏離值來衡量控制股東的股權結構進行分析，本文實證結果發現集團核心公司的控制權與現金流量權成正比與股權偏離值呈反比，無論是產品多角化或國際多角化都與現金流量權成反比，由以

上我們可知，核心公司屬於家族性質居多，實際投入股權成本較大，也擁有極高的控制權(代理問題小)，在多角化的經營上由於公司已經邁向穩定，所以除非有重大的轉變，否則在多角化的決策屬於保守。

基於上述的原因，大部分無股權偏離的狀況(資料中股權偏離的結果不顯著)，在代理問題小(現金流量權較大、股權偏離較小)的情況下，當公司進行產品多角化時會造成公司價值下降，由表 4 看出產品多角化與現金權比例顯著反比，產品多角化跟績效又呈現負向關係所以我們說此決策可能出自於自利動機；由表 5 看出公司進行國際多角程度提升會對公司價值有益助，但表 4 顯示國際多角化與現金流量權是反向關係，我們可以說控制股東在現金流量權高的時候，對於國際多角化策略十分謹慎所以對於公司價值都會有所提升，故此決策是可能是為了公司價值最大化。

最後在同時考慮產品多角化與國際多角化時，股權偏離值是正顯著，但股權偏離值的相乘項都是負的顯著，因此股權偏離值帶來正向誘因效果，或者降低控制股東藉由多角化剝削小股東的機率。反觀現在流量權則提高控制股東藉由多角化剝削小股東的機率，使多角化的績效下降。

陸、參考文獻

1. 賴威廷，2004，企業多角化與代理成本、公司治理關係之研究，東海大學企業管理研究所未出版之碩士論文。(Lai, Wei-Ting. 2004. *Corporate diversification, agency cost and corporate governance*. Unpublished master's thesis, Department of Business Administration, THU.)
2. 曹壽民、金成隆、呂學典，「股權結構與多角化」，台大管理論叢，第22卷第1期，2011年12月
3. Barton, S. L. 1988. Diversification strategy and systematic risk: Another look. *Academy of Management Journal*, 31 (1): 166-175.
4. Berle, A. , & Means, G. C, 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan.
5. Campa, J. M., & Kedia, S. 2002. Explaining the diversification discount. *The Journal of Finance*, 57 (4): 1731-1762.
6. Chang, S. C., & Wang, C. F. 2007. The effect of product diversification strategies on the relationship between international diversification and firm performance. *Journal of World Business*, 42 (1): 61-79.
7. Chatterjee, S., & Lubatkin, M. 1990. Corporate mergers, stockholder diversification, and changes in systematic risk. *Strategic Management Journal*, 11 (4): 255-268.
8. Contractor, F. J., Kundu, S. K., & Hsu, C. C. 2003. A three-stage theory of international expansion: The link between multinationality and performance in the service sector. *Journal of International Business Studies*, 34 (1): 5-18.

9. Delios, A., & Beamish, P. W. 1999. Geographic scope, product diversification, and the corporate performance of Japanese firms. *Strategic Management Journal*, 20 (8): 711-727.
10. Demsetz, H., & Lehn, K. 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93 (6):1155-1177.
11. Denis, D. J., Denis, D. K., & Sarin, A. 1997. Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. *Journal of Finance*, 52 (1): 135-160.
12. Denis, D. J., Denis, D. K., & Yost, K. 2002. Global diversification, industrial diversification, and firm value. *Journal of Finance*, 57 (5): 1951-1979.
13. Doukas, J. A., & Kan, O. B. 2006. Does global diversification destroy firm value? *Journal of International Business Studies*, 37 (3): 352-371.
14. Geringer, J. M., Tallman, S., & Olsen, D. M. 2000. Product and international diversification among Japanese multinational firms. *Strategic Management Journal*, 21 (1): 51-80.
15. Grant, R. M. 1987. Multinationality and performance among British manufacturing companies. *Journal of International Business Studies*, 18 (3): 79-89.
16. Grant, R. M., Jammine, A. P., & Thomas, H. 1988. Diversity, diversification, and profitability among British manufacturing companies, 1972-1984. *Academy of Management Journal*, 31 (4): 771-801.
17. Hitt, M. A., & Smart, D. L. 1994. Debt: A disciplining force for managers or a debilitating force for organizations? *Journal of Management Inquiry*, 3 (2): 144-152.
18. Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Kim, H. 1997. International diversification: Effects on innovation and firm performance in product-diversified firms. *Academy of Management Journal*, 40 (4): 767-798.
19. Hoskisson, R. E., & Hitt, M. A. 1990. Antecedents and performance outcomes of diversification: A review and critique of theoretical perspectives. *Journal of Management*, 16 (2): 461-509.
20. Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76 (2): 323-329.
21. Jiraporn, P., Kim, Y. S., Davidson, W. N., & Singh, M. 2006. Corporate governance, shareholder rights and firm diversification: An empirical analysis. *Journal of Banking & Finance*, 30 (3): 947-963.
22. Kim, W. C., Hwang, P., & Burgers, W. P. 1993. Multinationals' diversification and the risk return trade-off. *Strategic Management Journal*, 14 (4): 275-286.
23. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny, 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2):471-517.
24. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny, 1998. Law and finance, *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1155.
25. Lang, L., & Stulz, R. M. 1994. Tobin's q, corporate diversification and firm

- performance. *Journal of Political Economy*, 102 (6): 1248-1280.
- 26. Lang, L., Ofek, E., & Stulz, R. M. 1996. Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics*, 40 (1): 3-29.
 - 27. Lennox, C. 2005. Management ownership and audit firm size. *Contemporary Accounting Research*, 22 (1): 205-227.
 - 28. Matsusaka, J. G. 1993. Takeover motives during the conglomerate merger wave. *RAND Journal of Economics*, 24 (3): 357-379.
 - 29. Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial and Economics*, 20(1):293-315.
 - 30. Palich, L. E., Cardinal, L. B., & Miller, C. C. 2000. Curvilinearity in the diversification performance linkage: An examination of over three decades of research. *Strategic Management Journal*, 21 (2): 155-174.
 - 31. Qian, G. 2002. Multinationality, product diversification, and profitability of emerging US small- and medium-sized enterprises. *Journal of Business Venturing*, 17 (6): 611-633.
 - 32. Ramanujam, V., & Varadarajan, P. 1989. Research on corporate diversification: A synthesis. *Strategic Management Journal*, 10 (6): 523-551.
 - 33. Reed, R., & Luffman, G. A. 1986. Diversification: The growing confusion. *Strategy Management Journal*, 7 (1): 29-35.
 - 34. Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52 (2): 737-783.
 - 35. Singh, M., Mathur, I., & Gleason, K. C. 2004. Governance and performance implications of diversification strategies: Evidence from large U.S. firms. *Financial Review*, 39 (4): 489-526.
 - 36. Stulz, R. M. 1990. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26 (1): 3-27.
 - 37. Sundaram, A. K., & Black, J. S. 1992. The environment and internal organization of multinational enterprises. *Academy of Management Review*, 17 (4): 729-757.
 - 38. Teshima, N., & Shuto, A. 2008. Managerial ownership and earnings management: Theory and empirical evidence from Japan. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 19 (2): 107-132.
 - 39. Wade, M. R., & Gravill, J. I. 2003. Diversification and performance of Japanese IT subsidiaries: A resource-based view. *Information and Management*, 40 (4): 305-316.