

## 摘要

隨著台灣市場競爭日益激烈，國際市場不斷開放，企業經營已進入了微利時代，因此公司為了生存不斷地採行多角化活動，但過去文獻卻指出多角化企業中存在著代理成本等因素而導致多角化折價的現象。又近來年不斷有企業弊案爆發，代理成本對企業的衝擊已浮出檯面，引發各界對公司治理的探討，故本文將據此為出發點，探討企業多角化與代理成本和公司治理的關係。

故在本研究中將分別採用 Berger and Ofek(1995)之超額價值與資產報酬率來驗證多角化對公司價值的影響。在確認多角化活動對企業價值有負面的影響後，本文進一步探討代理成本與公司治理是否為多角化企業績效不彰、價值減損的主因，進而並提出解決多角化企業績效不彰的解決方法。

實證顯示，部門多角化企業在超額價值與資產報酬率均分別比單一部門企業低 4.44%和 2.04%，且此現象會隨著多角化程度愈大則愈明顯，意即部門多角化活動會降低企業價值。而在地理多角化方面，實證則發現地理多角化企業在超額價值與資產報酬率均比當地國(domestic)企業來的高，意即地理多角化將可以創造公司價值。故本文將進一步探討部門多角化折價的主因並試圖提出解決方法。

在代理成本方面，本文發現不論是在現金流量的代理成本、管理誘因代理成本和負債的代理成本上，多角化企業在上述三種代理成本上比起單一部門企業來的嚴重，且其中以管理誘因代理問題更為明顯，亦即多角化企業管理者在進行決策之際，往往會有自利(self-interest)的情形發生，因此在決策時通常不會以公司價值極大為依歸，進而做出無效率的決策並對公司價值有負面的影響，因此本文發現代理成本乃是多角化折價的原因之一。

在公司治理評等方面，首先在股權結構變數方面，部門多角化企業在總經理持股率、大股東持股率和董(監)事會持股率均比單一部門企業來的低，意即當多角化企業的經理人做出不利於公司的決策時對本身財富的影響較小，且多角化企業的大股東與董(監)會對於經理人監督的能力與意願相對較低，因此總經理在決

策時容易產生自利行為進而傷害公司價值。進一步，在全面性的公司治理評等方面，本文發現部門多角化企業之公司治理評等顯著的比單一部門企業差，又實證指出當公司治理不彰將會導致公司績效表現不佳，故本文發現公司治理亦是造成部門多角化折價的主要原因。此外，本文同時發現多角化企業能夠透過改善公司治理來提升公司的價值，且多角化程度愈低，透過公司治理來提升公司超額價值的結果則愈明顯。且本文發現多角化企業可以透過降低最大股東成員擔任董事和監事席位比率、董(監)事質押比率、成立投資公司家數，並提高其他股東擔任監事席位比率、監察人數目等改善企業內部公司治理的方法來解決多角化所導致的績效不彰、價值減損的現象。

綜合以上結果可以看出，部門多角化將導致公司價值下降，其多角化折價的現象主要是來自於多角化企業擁有較大的代理成本和公司治理結構不彰所致。又本文發現多角化企業可以透過改善公司治理來提升公司價值，故公司治理乃是有效解決多角化折價現象的方法，建議多角化企業應該正視公司治理的相關議題。

關鍵字： 多角化、公司治理、代理成本

## **Abstract**

This study discusses the relationship between corporate diversification, agency cost and corporate governance. First, we examine the effect of diversification type to excess value using Berger & Ofek(1995) procedure and return of asset. To make sure that diversification will result in average valuation discounts. Further, we analyze whether agency cost causes a diversification discount or not. Third, we investigate whether corporate governance structure is different between non-diversified and diversified firms. Finally, we also examine whether diversified firms improve their corporate governance structure solve the situation of value discount or not.

Using a sample of 2560 firm-years between 1994 and 2002, we explore that segment diversification will decrease business value, but geography diversification will increase business value. Further, we find evidence to support that segment diversified firms have more serious agency problem including agency cost of cash flow, managerial incentive, and debt. In addition to, we also use ownership structure and rating system to measure firm's corporate governance structure. In ownership structure, we find that relative to non-diversified firm, CEOs, block holders, and board of directors in diversified firms have lower stock ownership. Finally, in rating system side we explore that diversified firm enjoys lower corporate governance's rating. Moreover, we find out that diversified firms can improve business value by corporate governance.

In conclusion, we explore that agency costs and downgrading corporate governance will cause diversified discount. Moreover, we also find that diversified firm urgently requires upgrade of corporate governance to improve this situation.

Key Words: diversification, agency cost, corporate governance

## 致 謝 詞

「有夢最美，築夢踏實」，即將完成研究所生涯的我，心中乃是百感交集。過去日子中點點滴滴的記憶，此時在腦海中如浮光掠影般一閃而過，轉眼間研究所的終點即將抵達，心中不僅存在著無窮的踏實外，更充滿了無限的感激與不捨。

首先，衷心的感謝指導教授 蕭慧玲老師，對本論文提綱挈領的指導方式使學生有了依循的方向，不僅在論文研究過程中悉心指導，更讓學生對精深的學術界有更多的認知與體會，在論文順利完成的此時，對浩瀚的師恩銘感五內。此外，在論文口試期間，承蒙 廖東亮老師和 徐啟升老師在百忙之中細心審閱，對本論文惠予精闢的斧正，並給予學生寶貴的建議與指正，使本論文更臻完備，而這些都將成為學生進步的起點，在此致上最深的謝意。

本論文能順利進行也受之於同學、學弟妹的恩惠甚多，感謝宜昌、雅虹、怡婷和學弟啟閔、學妹蕙芬、琪雯等人，在百忙之中能撥空幫忙建置論文的資料庫。此外，更感謝在本論文資料莫名從電腦中消失之時，叫我帶著電腦默默跑去成大，幫我一起重建資料庫的明興。在我苦悶時陪我聊天、玩耍的亞雯。不斷給我鼓勵與支持的聖傑、華超、怡文、蕙萍、誼儂、佩靜、蘊芳。讓我研究所生涯中多彩多姿、增廣見聞的成翰、湘熹，和強迫我要感謝他的亭薇，在此深表謝意。

當然，我的家人的鼓勵與支持是功不可沒的。在求學過程中，不斷的給予支持、鼓勵與溫暖的關懷，讓我可以無憂無慮的取得碩士學位，在此感謝家人們給我最大的精神力量，讓我抹去眼底下的鬱悶，創造出生命中一連串的奇蹟與感動。

僅以此論文獻給幫助過我的各位。

威 廷 謹識

東海大學企業管理學系碩士班

中華民國九十三年六月

# 目 錄

<b>第壹章 緒論 .....</b>	<b>1</b>
第一節 研究背景與動機 .....	1
第二節 研究目的 .....	3
第三節 研究流程與論文架構 .....	4
<b>第貳章 文獻探討 .....</b>	<b>6</b>
第一節 多角化的定義與衡量 .....	6
第二節 多角化與公司價值關係之相關文獻 .....	11
第三節 代理成本理論之探討 .....	14
第四節 公司治理相關理論之探討 .....	17
<b>第參章 研究設計 .....</b>	<b>27</b>
第一節 研究假說 .....	27
第二節 多角化活動對公司價值之影響 .....	32
第三節 多角化活動與代理成本的關係 .....	35
第四節 多角化企業之公司治理 .....	37
第五節 研究樣本與資料來源 .....	43
第六節 研究限制 .....	46
<b>第肆章 實證結果與分析 .....</b>	<b>48</b>
第一節 敘述統計分析 .....	48
第二節 多角化活動對企業價值的影響 .....	48
第三節 多角化企業與代理成本的關係 .....	52
第四節 多角化企業與公司治理的關係 .....	59
第五節 小結 .....	78
<b>第伍章 結論與建議 .....</b>	<b>80</b>
第一節 結論 .....	80
第二節 建議 .....	81
<b>參考文獻 .....</b>	<b>84</b>
<b>附錄 .....</b>	<b>91</b>

## 表 次

表 2-1	不同多角化衡量方法之比較.....	10
表 2-2	不同公司價值衡量指標之優缺點.....	10
表 2-3	多角化會創造公司價值之文獻整理.....	12
表 2-4	多角化會減損公司價值之文獻整理.....	15
表 2-5	公司治理 5 個構面、17 個變數與公司績效的關係.....	22
表 3-1	公司治理 4 個構面、13 個變數與公司績效的關係.....	39
表 3-2	六組標竿投資組合.....	42
表 3-3	樣本分類.....	44
表 3-4	不同型態多角化樣本數及樣本比率.....	45
表 4-1	全部樣本與公司相關變數之敘述性統計分析表.....	49
表 4-2	公司價值之敘述性統計表.....	51
表 4-3	多角化型態與超額價值關係之迴歸分析.....	53
表 4-4	代理成本衡量變數之敘述性統計表.....	55
表 4-5	多角化企業之代理成本之 Probit 模型分析.....	58
表 4-6	股權結構變數之敘述統計表.....	60
表 4-7	多角化活動與股權結構關係之迴歸分析.....	62
表 4-8	全部樣本公司之公司治理構面與變數之敘述統計分析.....	64
表 4-9	公司治理評等之敘述性統計分析表.....	67
表 4-10	多角化企業與公司治理關係之迴歸分析.....	68
表 4-11	公司治理與公司價值關係之敘述統計分析.....	69
表 4-12	公司治理與公司價值之迴歸分析.....	70
表 4-13	依公司治理評等和多角化程度形成投資組合之超額價值實證比較表...	72
表 4-14	依公司治理評等和多角化程度形成投資組合之資產報酬率實證比較表	73
表 4-15	依多角化程度和公司治理評等形成投資組合之超額價值實證比較表...	75
表 4-16	依多角化程度和公司治理評等形成投資組合之資產報酬率實證比較表	76
表 4-17	不同多角化程度下公司治理與公司價值關係之迴歸分析.....	77
附表 1	各種公司治理評等權數設定方法之 Pearson 相關分析.....	93
附表 2	公司治理構面與變數之基本統計分析.....	94

## 圖 次

圖 1.1 研究架構與流程圖 .....	5
圖 2.1 世界銀行提供的公司治理架構 .....	20

# 第壹章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

台灣市場面臨加入 WTO 後，面臨國際市場的開放、新經濟對舊經濟的衝擊下，以傳統產業、家族企業為主的台灣國內市場競爭亦日趨激烈，使市場已達飽和狀況，近乎於無利可圖的階段，企業為了生存、永續發展亦開始從事多角化的活動。諸如，以傳統塑化類股的南亞進入了高科技的產業中；以食品業起家的統一企業不僅在於大陸設廠以求降低成本，更積極投入便利超商、物流、電子等產業的結合，成為國內傳統產業的龍頭之一。此外，奇美企業也從原本的塑化產業，進入 TFT-LCD 產業中，創造出令人稱羨的業績。又由於企業購併法的通過，再加上國際市場的競爭下，台灣的金融市場亦紛紛進行購併，積極成立金控公司，以求在競爭激烈的市場中能繼續生存。這些例子均顯示出國內企業為了因應多變的局勢已開始進行產業結構的調整，故多角化已蔚為風潮。

多角化乃是企業欲達成公司價值最大化所採取採一連串搜尋過程(search processes)的動態模型，不斷嘗試調整組織核心能力以找到最適的產業(Matsusaka, 2001)。而在多角化的過程中，企業會享有內部資本市場融資優勢、稅盾、綜效、融資彈性和減少盈餘波動的潛在的利益(Lewellen, 1971)，但另一方面，多角化也存在諸多潛在的成本，其中最被提及則包括了：過度投資、交叉補貼(Berger and Ofek, 1995)、代理成本和資訊不對稱所造成的資源配置無效率的問題(Harris et al., 1982)，均是多角化造成價值減損的主因。甚至，過去文獻顯示美國公司的多角化程度自 1980 年代後隨時間不斷地遞減，朝向產業集中化的趨勢(Comment and Jarrel, 1995; John and Ofek, 1995; Dennis et al., 1997)，即使最近 Denis et al.(2002)亦實證發現 1984 年至 1997 年間多角化趨勢仍亦呈現下降的趨勢。因此，企業是否要採行多角化的行動乃是一向十分困難的決策，舉例來說，國巨、太電、裕豐、惠勝等公司在公司資金寬裕時，不斷的進行多角化投資，但卻在景氣低迷時陷入經營困境。反之，有些企業專注本業的發展，例如，華碩、信大、神達等企業，

由於其長期專注於本業發展，將資源集中於同一領域，使得其在對應不景氣的能力似乎比較強。因此，儘管多角化風潮已吹向台灣企業，但卻從過去發現多角化對企業的績效、價值卻不如預期中來的好。

在公司治理方面，在 1997 年亞洲金融風暴發生後，文獻指出東南亞國家的公司治理機制不完善乃是導致金融危機的主要原因之一(Rajan et al., 1998)。此外，一向被視為標竿企業的美國公司，於 2001 年底爆發安隆、世界通訊、默克藥廠等一連串大型公司財報不實弊案後，不僅讓資本市場備受衝擊、動搖美國企業的根基外，更掀起了一波討論公司治理的熱潮。相較於國外，台灣則在 1998 年起陸續發生上市公司財務危機的事件，2004 年的博達事件更是衝擊到整個金融市場，因此台灣企業也開始逐漸正視公司治理的觀念，於 2002 年初證券主管機關規定所有初次申請上市(櫃)公司，都要聘任二席獨立董事與一席獨立監察人。文獻指出當公司有效的改善公司治理時，不僅可以避免上述相關的醜聞發生，更可以有效地監督經理人，降低代理成本進而能提升公司的績效(Klapper and Love, 2002; 葉銀華等, 2002)。因此，在一連串的弊案發生後，代理成本對企業的衝擊已浮現檯面，讓各界開始正視公司治理的重要性，如何提升公司治理來提高對經理人的監督進而降低企業代理成本並提升公司的績效已成為現今企業經營的重要課題。

在公司治理和多角化企業的關係方面，Dennis et al.(1997)和 Anderson et al.(2000)皆指出多角化程度和經理人持股率、外部大股東持股率間呈負相關，且對董事會的監督能力亦相對較低。馮君弘(2002)指出隨著大股東持股比率的增加，將會防礙企業多角化的進行，且外資持股率和董監事總持股比率對公司的價值有正面的影響。陳瓊蓉等(2004)實證發現管理者股權與多角化程度呈現先負後正的非線性關係。因此，由過去的文獻可以發現公司治理和多角化折價的關係乃是密不可分的。

綜合上述，本文發現雖然在過去的研究中多角化活動已被廣泛所探討，學者亦指出代理成本乃是造成多角化折價的主因，但過去國內研究方面卻未曾分別就

現金流量、管理誘因和負債的代理成本進行研究，深入探討代理成本是否為多角化企業價值減損的主因。進一步，在公司治理方面，儘管過去學者在公司治理和多角化的關係上已多所著墨，但卻鮮少有學者針對多角化企業的公司治理做全面性的評等，廣泛的探討公司治理和多角化的關係，多半僅局限於探討公司治理變數和多角化活動的關係。因此，本研究將擬以部門和地理多角化來區分多角化企業，深入探討代理成本和公司治理是否為多角化企業價值減損的主因，並試圖找出解決多角化折價現象的方法。

## 第二節 研究目的

本研究主要探討台灣企業多角化活動與代理成本、公司治理的關係，在本研究中將先探討國內多角化企業的超額價值，進一步探討多角化與公司治理之間的關係，故基於前一節之研究動機，以期達到以下的目的：

- 1、多角化對公司價值的影響：採用 Berger and Ofek(1995)所提出的產業乘數法和資產報酬率作為研究分析方法，檢視多角化活動是否會造成公司價值之減損。
- 2、代理假說之驗證：即利用 Hyland and Diltz(2002)方法，採用 Probit 模型來去驗證代理問題的相關假說。
- 3、多角化活動與股權結構變數間的關係：利用 Anderson et al.(2000)的模型來探討多角化企業與專業化企業在股權結構變數的差異。
- 4、企業多角化價值與公司治理間關係之探討：採用葉銀華等(2002)所提出的公司治理評等方法，對多角化企業之公司治理進行評等，探討多角化活動與公司治理的關係，同時驗證公司治理是否為造成多角化價值減損的主因。並進一步探討若多角化企業改善公司治理是否能有效提升公司價值，進而消弭多角化折價現象。

### 第三節 研究流程與論文架構

本研究旨在探討多角化活動與資本結構和公司治理之間的關係為何。本研究中共分五章，其中第一章是緒論，主要是說明本研究背景與動機、目的及研究架構與流程。第二章是文獻回顧，首先先針對多角化的定義及動機進行概括性說明，進一步對多角化的分類及衡量和其與公司價值間的關係進行說明，接著探討代理成本的相關理論與文獻，最後，則針對公司治理相關理論與文獻進行探討。第三章是研究方法，乃是根據第二章的文獻中整理出本文的研究假設、研究方法及變數的定義，說明研究樣本對象為何，並說明其資料來源。第四章為實證結果，列示基本統計量，並對研究假說進行檢定之實證結果加以分析說明，進一步與國內外相關學者的研究結果進行比較說明，根據實證結果與假設是否一致，來說明其背後可能的經濟意義為何。第五章為結論與建議，總結上述討論進行說明以及本研究所面臨的限制，最後為對企業與後續研究者提出建議。研究架構與流程如圖 1-1 所示。

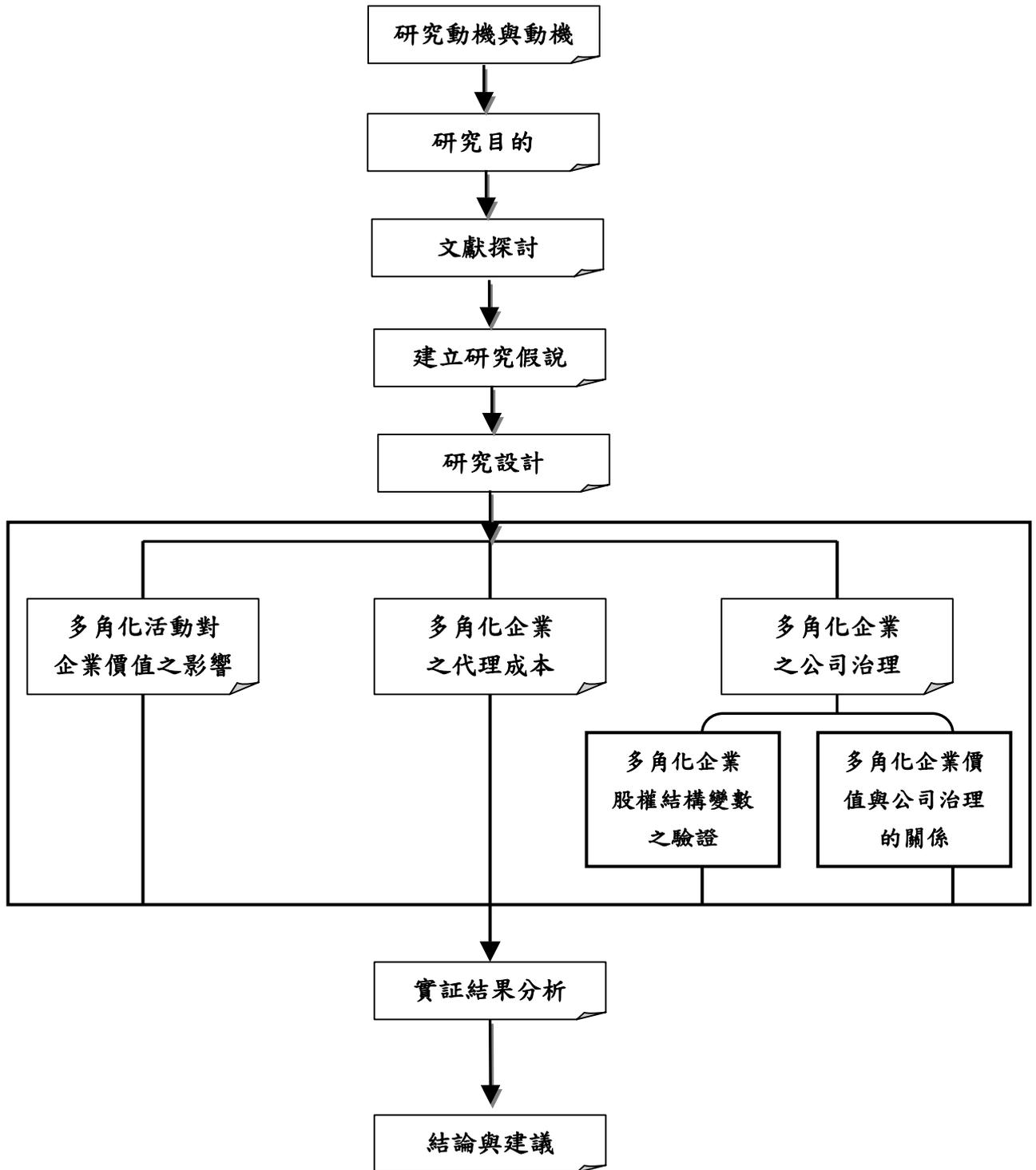


圖 1.1 研究架構與流程圖

## 第貳章 文獻探討

多角化理論發展大約是在 1960s~1970s 年代中期開始發展的，在理論發展的早期階段，多數是以投資組合(portfolio)來分析，投資人投資於多角化企業是否可以賺取超額報酬。而近年來，多角化的相關議題主要是探討多角化對公司績效、股東價值等的影響，但在諸多論點間仍然沒有一致的研究結果，特別在多角化策略是否對公司績效能夠有效的提昇，一直是眾說紛紜。此外，在多角化活動與代理成本、公司治理相關的文獻上亦開始被學界所探討。

為了讓分析更加完整有意義，在本章中首先將對多角化相關的定義與衡量方法進行探討，並進一步探討過去的文獻中對於多角化與公司價值之間的關係的實證結果，其後本章將就多角化與代理問題、公司治理相關文獻進行介紹說明。

### 第一節 多角化的定義與衡量

在本節中，將過去的學者對多角化的定義及動機及多角化活動的各種衡量指標進行整理，以對多角化有更進一步的釐清，以便之後的分析與說明。

#### 一、多角化的定義

諸多學者對多角化提出不同地定義與看法，因此在多角化之定義、界定與衡量方式，學理上呈現多元化之發展。在學者的定義方面，Gort (1962) 以產品市場數目來定義多角化，當企業欲擴展至新的產品市場時，當企業往國外市場發展，此時公司開發新產品市場的動作，即是所謂的地理多角化。Ansoff (1965) 從公司成長觀點，將多角化描述為公司在新市場提供新產品，特別強調成長策略與現有產品/市場組合，產生綜效之重要性。Rumelt (1974) 則將多角化定義為公司進入新的產品市場活動，亦即公司進入新產業、產品線或產品市場。Berry (1975) 將多角化定義為公司所涉及的產業數目的增加。

因此綜合上述，廣義多角化包括公司進入新產業、市場、事業、產品市場。故在本文中將多角化區分成兩類，分別為公司設立新的產業部門或產品線，稱為

「部門多角化」；以及公司進入新的國際市場、亦或將產品外銷至國外地區，稱為「地理多角化」二類。

## 二、多角化的動機

Montgomery(1994)認為企業之所以要採行多角化活動，主要可以由三個觀點來說明，分別為：代理理論、資源基礎觀點和市場力量。以下就其動機進行說明：

### (一) 代理理論(Agency Theory)

從代理理論的觀點來看，僱用經理人的主要目的乃是希望讓在於幫助股東追求利益極大化的目標，但是經理人可能會因為自利(self-interest)機動去從事多角化的行為，因此經理人會從事多角化的活動，可能是因為經理人(1)為了增加自己的薪水(Jensen and Murphy, 1990)、權利和地位(Jensen, 1986)；(2)經理人會浮濫的將現金投入報酬率較差的投資案或併購其他公司，來建築其企業集團，而不願把其利益分配給股東，來確保或提昇其在公司的地位，以降低自己的失業風險(Shleifer and Vishny, 1990)；(3)由於經理人無法自行建立投資組合來分散投資風險，故經理人會利用公司從事多角化來降低公司風險，以期達到降低個人投資組合風險之目的。(Amihud and Lev, 1981)。

### (二) 資源基礎觀點(Resources Based View)

所謂的資源基礎，乃是在探討廠商的持續性競爭優勢時，由於要素市場的不完全競爭，使廠商可藉由本身資源與能力的累積與培養，形成長期且持續競爭優勢，稱為『資源基礎模式』(Barney, 1991)，因此從資源觀點來說我們可以觀察到企業從事多角化的活動之際多半可以使自己的資源和能力提昇。

因此，以資源基礎的來看為何企業會有意願採行多角化的行為，乃是之後學者所謂的「綜效」(Synergy)。而綜效最常聯想到的乃是範疇經濟，即企業試圖整合多樣的產品，來降低其生產成本。舉例來說，企業可能會在不同的產品或服務上使用相同的市場和配銷通路。

### (三) 市場力量(Market Power)

所謂市場力量乃是指多角化企業可將市場力量由一個市場移轉到另一個市

場，因而提高對整體市場的控制能力，藉此提高經營績效。Villalonga(2000)指出企業多角化動機乃是預防競爭(anti-competitive)，其動機有三：首先，企業可能會利用自己擁有的利潤來和其他公司進行掠奪性競爭行為；第二，動機為與其他企業共同合作以奪取市場，將競爭降至最低。最後，企業可能會從事多角化會不斷的與其他大企業合作為了就是將其他小型的競爭者逐出市場。

除了上述三個動機外，多數的學者亦採用Rumelt(1974)所提出的逃脫動機：

#### (四) 逃脫動機(Escape Paradigm)

所謂的逃脫動機乃是指當企業發現公司成長的機會不多，即將進入衰退期或即將被產業淘汰之際，亦即企業對自己的前景堪憂之際，此時企業會積極的尋找其他可以發展的產業，來進行多角化(Rumelt,1974)。因此，多角化乃是企業欲達成公司價值最大化所採取一連串搜尋過程之動態模型，不斷嘗試調整組織核心能力以找到公司所最適合的產業(Matsusaka, 2001)。

### 三、多角化程度之衡量方法

在過去研究中學者較常使用的多角化衡量方法包括了：(1)Wood 分類法；(2)Wrigley 多角化衡量法；(3)標準產業分類法；(4)Berry Herfinderal 指數衡量法；(5)Jacquemin and Berry 的 Entropy 指數衡量法；(6) Varadarajan and Ramanujamm 等衡量法。在此比較二種較常被學者所使用的多角化衡量方法，其說明如下：

#### (一) Herfindhal Index

Herfindhal 指數乃是一種衡量產業集中化程度的指標，其後應用於衡量多角化程度。Berry 在 1975 年利用加權的方式，將所有產品的比重求出一個  $S_i$  值，再以公式換算，得出公司的多角化程度。此指標與集中度指標中的 Herfindahl 指標完全一致，只是 Berry 將之應用於多角化程度的衡量。該法最大的優點在於考慮了所有的產品個數，並考慮其權重，且其值域介於 0~1 之間，其值愈大，表示多角化程度愈低，在衡量與應用十分方便使用。其公式如下所示：

$$HI = \sum_{i=1}^n (S_i)^2 \quad (2.1)$$

其中， $HI$ ：為 Herfindhal Index；

$S_i$ ：為產品的營收佔總營收的比率；

$n$ ：為公司產品項目總數。

## (二) Entropy Measure

Jacquemin and Berry(1979)提出 Entropy 法，是將 Berry(1975)提出的多角化衡量指標加以延伸，利用標準產業分類碼為該衡量指標判斷產業、產品相關性之標準，該法乃是利用企業產品所橫跨 SIC 兩碼的程度為產業間多角化程度 ( $Ea$ )，以及企業產品橫跨 SIC 兩碼內的四碼程度為產業內多角化程度 ( $Ew$ )，故 Entropy 乃是將多角化分成產業間多角化及產業內多角化程度兩個部分，用來解釋企業多角化程度與企業多角化方向。此外該指標同時考慮企業產品個數與銷售金額比重的分配情形。Entropy 指數愈大，企業多角化的程度愈高。其公式如下：

$$EI = \sum_{j=1}^s P_j \ln \frac{1}{P_j} \quad (2.2)$$

其中， $EI$ ：為 Entropy Measure 指數；

$P_j$ ：為第  $j$  部門之營收佔總營收之比例；

$s$ ：為該公司之部門數目。

相較於Herfindahl Index，Jacquemin and Berry（1979）亦提出一重要觀點：若採Herfindahl Index衡量產品多角化，當該產品線所佔之比例較小時，該產品線較易被忽略，其原因在於兩種衡量方式所使用之權重不同，Herfindahl Index是把該部門自身的銷售比率當成自己的權重，平方之後，所得數值更小，因此當產品線所佔的比例較小時，很容易被忽略。Entropy Measure所使用的權重是將該部門自身的銷售比率之倒數再取對數值，若該產品線所佔的比例較小時，較不易被忽略，在此將整體的優缺點彙整於表3-1。因此，為了追求研究的嚴謹性，本研究採用擬採用Jacquemin and Berry(1979)提出之Entropy Measure來衡量多角化程度。

表 2-1 不同多角化衡量方法之比較

衡量方式	方法	優點	缺點
Herfinderal	$HI = \sum_{i=1}^n (S_i)^2$	兼顧公司營運包含的部門與公司部門銷售佔總銷售額的比率。	不能區分相關及非相關多角化。 忽略比率小的部門。
Entropy	$EI = E_a + E_w$ $= \sum_{j=1}^n P_j \ln\left(\frac{1}{P_j}\right)$	可進一步區分相關及非相關多角化。 不會忽略掉比率小的部門。	計算困難。

資料來源：林助育，臺灣地區集團公司多角化策略形成動機、分類模式與財務績效之實證研究，成功大學企業管理研究所出版碩士論文，民國八十一年，頁44。

#### 四、多角化企業價值之衡量

在企業價值的衡量方法方面，學者採用的方法不一，過去的研究方面主要包括了：會計數字、Tobin's Q、產業乘數等方法，表 2-2 為各種不同價值衡量方法的優缺點。為了增加研究的周延性，本研究將同時採用會計數字中的 ROA 和產業乘數法來衡量公司價值。

表 2-2 不同公司價值衡量指標之優缺點

衡量指標	優點	缺點
會計數字	1. 方法相對簡單。 2. 不需要費時尋找宣告日。	1. 需根據個別公司調整風險。 2. 績效比較基礎的選擇問題(ROA、ROI、等)。 3. 會計數字可能不實，導致結果無法信賴。 4. 每家公司會計方法、適用稅法不盡相同。
Tobin's Q	1. 不需根據個別企業調整風險。 2. 沒有比較基礎選擇的問題。 3. 不需尋找宣告日。	1. 需假設金融市場是有效率的，公司價值是其未來現金流量的不偏估計值。 2. 計算方式涉及各種估計。 3. 規模效果與產業效果會干擾結論。
產業乘數法	1. 不受產業影響。 2. 不受會計數字扭曲影響。 3. 能捕捉多角化之策略效果。 4. 不需尋找宣告日。 5. 可找出影響價值增減的因素。	1. 資料處理上較為繁瑣。 2. 需假設市場具有效率性，公司的經營績效才能充分反映在股價上。

資料來源：吳佩琪，台灣地區集團企業多角化真實效果—公司價值與會計績效研究，中正大學財務金融研究所出版碩士論文，民國 85，頁 44。

## 第二節 多角化與公司價值關係之相關文獻

在過去的文獻中大部份主要是實證有關於多角化對股東價值，而在這方面的實證研究結果，大致可以分為三大類，分別為：多角化將可以創造公司價值、多角化與公司價值間無關和多角化反而會使公司價值產生減損三個可能。在本節中將對過去這三方面實證的文獻進行整理探討之。

### 一、多角化會創造公司價值

實證顯示多角化能夠創造公司價值方面的文獻相對來說比較少，多數僅以理論的方式說明多角化會帶給公司的潛在利益為何。而在實證方面，Hadlock et al.(2001)實證乃是利用現金增資的事件來比較多角化企業與專業化企業在宣告現金增資事件之際，其市場的反應為何，其實證發現多角化企業所處市場，其反應出負的異常報酬比專業化企業來的低，其推論主要可能是因為投資人面對著資訊不對稱的因素所影響，而促使多角化企業較專業化企業能取得較佳的資本市場。Villalogna(2004)利用涵蓋整個美國經濟概念的新的人口普查資料庫(BITS；Business Information Tracking Series)，其認為該資料庫所取得的資料將不受到會計因素所影響，經實證發現在研究期間1989~1996年間，12,708不同的公司年資料顯示出來，多角化活動會使公司價值有提昇的效果。

在國內的文獻方面，最早於杜慧娟(1986)研究顯示集團企業獲利能力顯著高於非集團企業，發現集團企業的獲利能力多高於非集團企業。又陳振森(1990)針對臺灣地區集團企業所作的研究發現，集團企業不論採行何種多角化擴張策略，只要該多角化策略是依所投入的產業特質及內部所擁有的資源而訂定的，都對集團企業的經營績效產生正面且相當程度的影響。

黃儀芳(2002)研究台灣上市公司1996年到2000年間多角化行為對公司價值的影響，其實證發現集團多角化行為將會使公司增加2%~4.5%的超額價值，其主要可能是因為國內的資本市場發展不完整，可用的工具透明度較差而使集團企業藉由內部資本市場融資的優勢較能彰顯。蘇怡如(2002)研究時間範圍為

1992~1998年，是國內首度用時間的觀點、策略改變的角度去探討台灣集團企業多角化程度的變遷，並進一步去探討集團企業多角化的方向，實證發現台灣集團企業傾向進行多角化的活動，且多角化的方向為非相關多角化，而在台灣集團企業總合多角化程度及非相關多角化程度與營收成長率之間的關係並不顯著，但相關多角化與營收成率卻有正向且顯著的關係。又陳瓊蓉等(2004) 發現多角化程度與短期績效呈現顯著正相關，但在2年績效，顯著正相關效果就減弱，顯示多角化效益有遞減效果。茲將其多角化與公司價值呈正相關的文獻整理於表2-3。

## 二、多角化與公司價值無關

Mansi and Reeb (2002) 實證發現完全權益公司將不會有價值減損的情形發生，並證明多角化折價與分散公司風險之間的議題，實證顯示多角化使超額價值

表 2-3 多角化會創造公司價值之文獻整理

研究者	研究結果
Hadlock et al.(2001)	利用現金增資的事件來比較多角化企業與專業化企業在宣告現金增資事件之際，其市場的反應為何，實證發現多角化企業所在市場的反應上其負的異常報酬較專業化企業來的低。
Villalogna(2004)	利用BITS資料庫實證發現在研究期間1989~1996年間，12,708不同的公司年資料顯示出來，多角化活動會使公司價值有提昇的效果。
杜慧娟 (1986)	集團企業獲利能力顯著高於非集團企業。
陳振森(1990)	集團企業採行多角化策略是依所投入的產業特質及內部所擁有的資源而訂定者，對經營績效會產生正面且程度相當的影響。
黃儀芳(2002)	集團多角化行為將會使公司增加2%~4.5%的超額價值。
蘇怡如(2002)	台灣集團企業傾向進行多角化的活動，在相關多角化與營收成率間存在正向且顯著的關係。
陳瓊蓉等(2004)	發現多角化程度與短期績效呈現顯著正相關，但在2年績效，顯著正相關效果就減弱，顯示多角化效益有遞減效果。

資料來源：本研究整理

降低，導致股東價值降低，另一方面多角化使風險降低，使債權人價值提高，兩相抵銷下，對公司整體價值則沒有多大改變。Ferris et al.(2002)實證上把成長機會與現金流量兩個變數予以考慮進去，實證發現在控制了 Tobin's Q 和現金流量的影響下，其顯示公司多角化並不會降低公司價值，惟有在企業投資於成長機會差和低的現金流量的投資方案之際才会有價值減損，故其推論多角化與公司價值之間的關係並不顯著。在這方面國內的實證上鮮少有提出多角化活動與公司價值無關的相關文章，林助育(1991)以台灣地區集團企業多角化活動進行研究，研究發現多角化活動和會計績效並無顯著關係存在。

### 三、多角化會造成公司價值減損

在探討了多角化會創造公司價值與多角化和公司價值無關論後，我們進一步來整理，過去的學者對多角化會造成公司價值減損的相關文獻。

Lang and Stulz(1994)和Servaes(1996)在驗證多角化與公司價值之間的關係後，其實證發現多角化企業的Tobin's Q相對較低，亦即多角化企業的績效相對較差。Berger and Ofek(1995)利用產業乘數法研究多角化企業對公司價值之影響，研究期間為1986~1991年，將公司每一個部門與相同產業未進行多角化之公司比較，研究發現多角化企業價值平均減損13%至15%，其推論造成多角化價值減損主要是由於過度投資和部門間交叉補貼所致。Shin and Stulz(1998)發現多角化企業的部門其不論在資本支出或自行擁有的現金流量方面皆會受到其他部門所影響，因此將可能導致過度投資或將資金投入在NPV為負的投資方案上。

近期研究方面，Megginson et al.(2000)實證公司利用購併的方面進行的多角化的長期績效，其發現合併後三年的股東財富將會減少約25%，且集中化程度每降低10%，將會導致股東財富降低9%。Graham et al.(2002)則對多角化前的公司價值進行評估，實證發現被購併的集團，在購併前一年的營運上，約有平均15%的折價情形產生，故其認為並非多角化造成公司價值減損，而是因為購併不佳的公司造造成價值的降低。Denis et al.(2002)採用44,288公司年資料，來驗證1984到1997年間全球(global)多角化與公司價值的關係，在公司價值方面乃是利用

Berger and Ofek的產銷乘數法所計算出來的超額價值來進行衡量，而該實證發現地理多角化會造成公司價值下降，且減損幅度與產品多角化相似。

在國內研究方面，吳佩琪（1996）是有別於早期的研究主要是利用會計數字來衡量公司的績效或價值，作者首先採用Berger and Ofek產業乘數法，檢驗集團企業價值是否因為多角化而有變動，研究期間從民國80至83年，發現集團企業之企業價值低於非集團企業。戴維芯（1998）探討多角化策略型態對公司價值的影響，研究期間為民國81~85年間，利用上市科技公司的資料來進行研究，其結果不論用Tobin's Q值或產業乘數法等衡量指標，均可發現多角化的決策將導致公司價值下降。詹場等(2002)利用不同的多角化衡量指標來研究台灣上市公司在1991年到2000年間，探討多角化活動與公司績效和成長之間的關係，產品多角化程度愈高反而具有較低的經營績效及較低的成長，主要是由於過度投資、經營不專精、交叉補貼等問題所造成。尤綉雯(2003)採用Berger and Ofek的產銷乘數法來計算超額價值，並驗證1994到2001年間多角化活動與公司價值間的關係，實證顯示出多角化企業相較於單一部門專業化企業來說整體績效表現較差，意即多角化會使公司價值減損。茲此，將國內外相關文獻彙整如下表2-4所示。

針對過去文獻中，多角化與公司價值間關係並未一致之現象，Hoskisson and Hitt(1990)提出其可能原因如下：未區分相關或非相關多角化、不同的分類方式、變數衡量，或因多角化與績效存在非線性關係所致；後續學者多持類似觀念，對多角化與績效間關係進行更為深入之探討。因此，多角化對公司價值影響為何迄今仍無定論，但大致來說早期實證比較偏向支持多角化會創造公司價值，而近期的文獻則多半指出多角化會減損公司價值，不過整體來說仍是眾說紛紜。

### 第三節 代理成本理論之探討

由於企業組織不斷地擴張，分層管理的結構趨於複雜，分工專業化及技術化

表 2-4 多角化會減損公司價值之文獻整理

研究者	研究結果
Lang and Stulz(1994), Servaes (1996)	多角化企業的Tobin's Q相對較低,意即有較差的公司績效。
Berger and Ofek (1995)	研究發現多角化企業價值平均減損13%至15%。
Shin and Stulz(1998)	集團企業會將資金投入在NPV為負的投資方案上,而造成公司價值減損。
Meggison et al.(2000)	多角化企業進行購併後三年的股東財富將會減少約25%。
Denis et al.(2002)	實證發現全球多角化造成公司價值減損。
Graham et al. (2002)	認為多角化折價乃是因為購入價值較低的部門或公司。
吳佩琪 (1996)	發現集團企業之價值低於非集團企業。
戴維芯 (1998)	研究民國81年至85年上市科技公司,發現多角化的行為會導致公司價值的下降。
詹場等(2002)	實證發現產品多角化的公司具有較低的經營績效和較低的成長。
尤綉雯(2003)	實證顯示出多角化企業相較於單一部門專業化企業來說,將有價值減損的情形發生。

資料來源：本研究整理

的要求增高,且為了便利各種投資、生產活動的進行,對資金的需求大量增加,現在的企業不僅要在資金取得上,多數以債券和證券兩大類發行來進行籌資,而使得擁有企業所有權的人數不斷擴增,但卻非是經營公司的最佳人選,因此公司會雇用具有專業知識與能力的經理人來經營企業,然而,這種經營權與所有權的分離的情況,卻正是代理問題產生的根源。在此針對代理成本相關理論進行探討。

### 一、代理成本定義

Jensen and Merkling (1986)將代理關係定義為：「主理人(principal)僱用並授權給另一位代理人,為了達成主理人的利益而行使某些特定的行動,彼此間因而建立的契約關係。」但是,當主理人目標與代理人發生衝突,或者代理人為了達成自己的慾望而捨棄主理人的目標時,便會產生代理問題。Berle and Means(1932)

指出，當企業所有權與經營權分離後，企業行為會逐漸偏離「追求利潤最大」的動機，主要是由於隨著企業經營擴大股權高度分散下，經理人掌握著公司多數的資訊，而容易將公司的資源轉為自身使用，在股權分散下股東缺乏監督經理人的動機及能力下，使得代理問題隨著企業擴大有愈來愈嚴重的趨向。

## 二、代理成本類型

Jensen and Meckling (1976) 曾提及，代理問題主要有二種形式：首先為股東與經理人之間代理問題，即所謂的權益代理問題，該問題所必須承擔的成本我們稱之為權益代理成本；另一種股東與債權人間的代理問題，即所謂的負債代理問題，該成本則稱之為負債代理成本。又其中權益代理成本有來自持有部分股權的所有者兼經營者所導到的特權消費及融資買下的問題，而負債代理成本來自所有者兼經營者的特權消費、破產相關成本及與負債有關的動機問題。

因此，根據 Jensen and Meckling(1976)指出，代理問題的產生將發生下列代理成本：

- 1、監督成本：股東為監督、控制管理階層在決策方面的偏差，所產生的各項成本，如公司的內部控制制度。
- 2、約束成本：管理階層向股東保證不會採取不利其行徑所產生的成本，例如在工作說明書上明定管理階層的決策範圍
- 3、無謂損失：儘管有監督與約束的行為，股東與管理階層間仍有未解決的利益衝突，而使管理者的決策未能使股東財富達到最大，造成股東的利益損失，例如管理階層的報酬常與公司的短期績效有關，而使管理者傾向犧牲對公司短期不利但對長期有利的投資方案。

由於這些成本的產生，將導致公司價值的降低，因此，代理理論旨在尋求最佳契約關係，以調和各方利害關係人的效用極大化，促使公司價值提升。

## 三、多角化與代理成本關係相關文獻之探討

Dennis et al.(1997)實證發現代理問題乃是多角化企業價值減損的主因，且企

業多角化的程度亦隨著時間呈遞減的現象。Hyland and Diltz(2002)針對1978到1992年間173個樣本資料進行研究，其研究結果顯示多角化企業在現金流量代理成本和管理誘因(managerial incentive)代理成本上較專業化企業來的高，但負債代理成本則和多角化間無顯著的關係。Doukas and Pantzails(2003)指出多國企業擁有較大的負債代理成本，其最主要的原因乃是在於相較於當地國公司，國際多角化將帶給企業較大的監督上的困難與成本。

在國內研究方面，張明峰(1979)研究董事會股權集中度與公司財務績效的關係，並探討公司董事長或其近親兼任總經理對公司代理問題的影響，最後討論企業代理問題的類型及比較其間的差異，該研究利用迴歸分析、多變項共變數分析及集群分析等方法來分析數據，實證結果發現，董事會持股比率愈大，其監督管理當局的意願愈高，使代理問題減輕，導致公司績效良好。黃馨瑩(2000)樣本取自民國86-88年度國內企業39家及多國籍企業74家。實證結果顯示出國內企業與多國籍企業之代理成本有顯著差異、且在控制產業或規模因素後，國內企業與多國籍企業之代理成本顯著性差異並非存於各個產業或規模等級中，而若已達顯著性，則代理成本之多國籍效果也並不一定存在。而在探討多國籍企業國際化程度對代理成本影響時，以海外子公司資產佔總資產比率與外銷收入佔總營業收入淨額比率為國際化程度的衡量指標時對模型較具解釋力且符合假設。

#### **第四節 公司治理相關理論之探討**

1997 亞洲金融風暴、1998 年下半年台灣上市公司陸續發生財務危機事件、2001 年底美國大型公司財務報表不實案也陸續爆發和 2004 年的博達事件等，開始讓投資人與主管機關體會到完善的公司治理機制(corporate governance)，乃是健全資本市場與吸引國際資金的關鍵因素之一。在本節中，將對公司治理的定義、功能和其主要架構進行說明，其後對現今實務與理論中最常被採用的公司治理評等進行介紹，最後探討公司治理相關的文獻。

## 一、公司治理的定義與功能

根據葉銀華等(2002)指出公司治理治理的功能可以分為興利與除弊兩個構面。舉例而言，公司治理可以增強策略管理效能，確定保公司策略在正確方向執行。2002年5月，台積電聘任了Bonfield與Thurow兩位為獨立董事，請Porter為獨立監察人，其希望透過延攬這些國際知名學者與專家，進一步強化董事會、監察人的結構與功能，增強公司競爭力與全球化經營能力。在除弊方面，上市上櫃公司應該存在具有獨立性的董事與監察人，透過透明即時資訊，來監督管理者，確保外部股東與債權人獲得應有的報酬。再者，公司治理至少應保障其他利害關係人(stakeholder)所應擁有的權益。

Shleifer and Vishny(1997)將公司治理機制思考的方向解釋為「如何確保資金提供者的投資能夠獲得應有的報酬。」。故其可定義為：透過制度的設計與執行，期能提升策略管理效能與監督管理者的行為，藉以確保外在投資人(小股東與債權人)應得的報酬，並兼顧其他利害關係人。更具體的說，公司治理在於防範管理者傷害公司價值，並強化公司競爭力與管理效能，以保障資金提供者與其他利害關係人。(葉銀華等, 2002)

## 二、公司治理體系的整體架構<sup>1</sup>

世界銀行(1999)認為公司治理體系可以從公共政策與公司角度兩個層面來探討。而從公共政策角度而言，公司治理係指社會在支持企業發展方向上，同時要求企業於運用其權力之際，亦應善盡其應有的責任，亦即公共政策導引經濟體系建立的市場規範機制，在於提供公司誘因與紀律，一方面給與公司負責經營人員合理的報酬，另一方面則在於保障利害關係人的權益。以公司角度而言，公司治理係指公司在符合法律與契約的規範中，如何建立可促成公司價值極大化的機制，亦即公司的決策機構—董事會—必須要平衡股東以及各種利害關係人的利益，以創造公司的長期利益。

1999年世界銀行為協助會員國建立健全的公司治理制度，亦提出一份如何

---

<sup>1</sup> 參照葉銀華等(2002)、林玉霞(2003)

推動公司治理制度的報告，其架構如下圖 2-1 所示：

#### (一)內部機制方面

就狹義而言，公司監理可視為公司內部界定股東與負責經營之管理階層間彼此關係的契約安排，因此，公司監理的核心在於董事會，董事會的責任則在於確保公司的永續經營，並監督負責公司經營的管理階層。各國法律對於董事會責任的規定雖有些許差別，但基本上皆規定由董事會負責公司的重大決策，並承擔公司遵循各種法規的責任，包括對會計財務報告應負的責任，故董事會的主要責任除了負責公司事業策略的發展外，亦有責任去防止並管理危機，亦即要能做到「風險管理（risk management）」，以維護所有股東的權益。

#### (二)外部機制方面

若公司治理只靠內部機制，仍然無法達成目標時，就有賴外部環境與制度的配合，外部治理機制概分為以下幾項<sup>2</sup>：

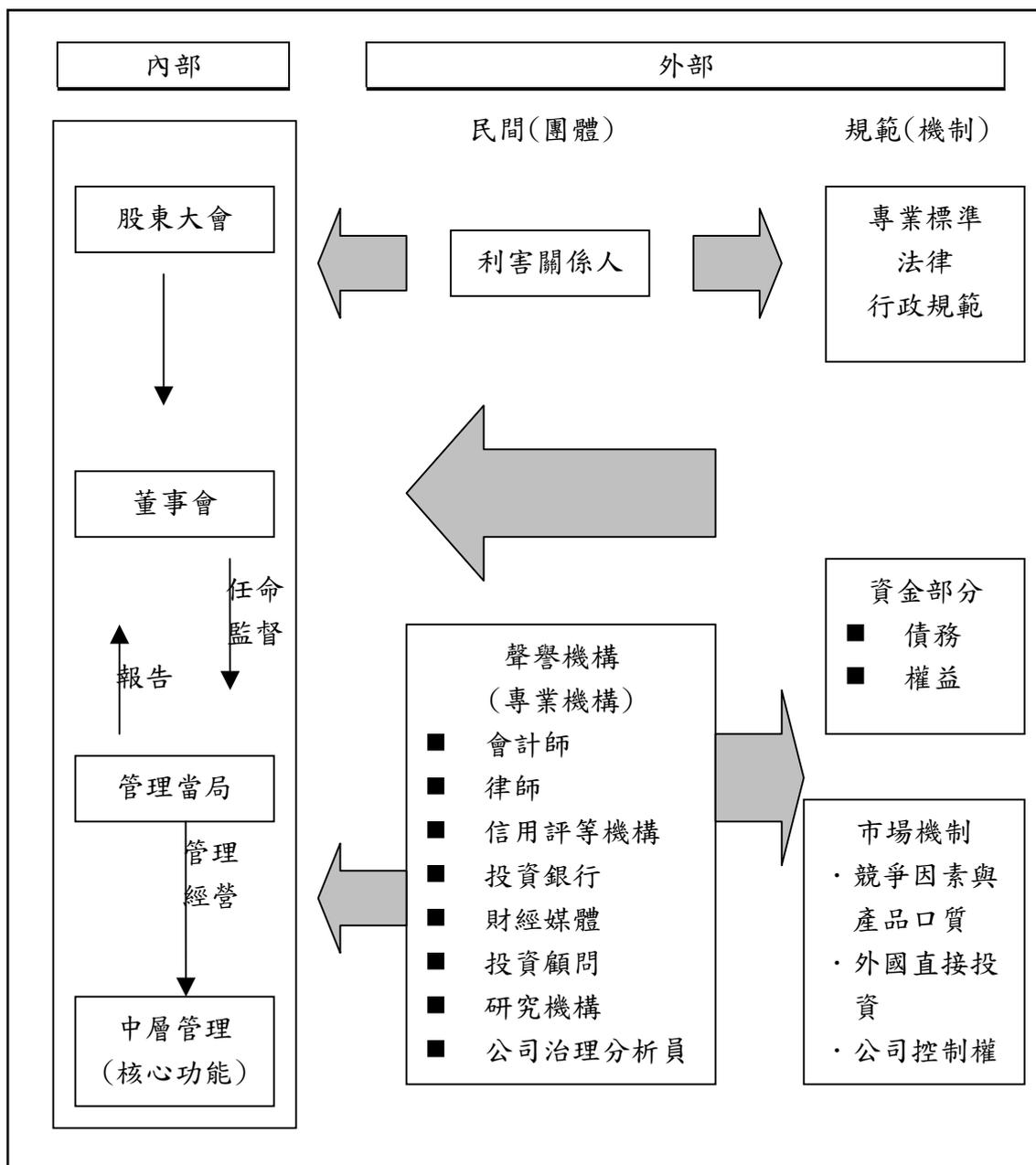
- (1)法規體系與會計審計準則；
- (2)金融市場體系；
- (3)資本市場體系；
- (4)市場競爭機制；
- (5)民間團體的參與；
- (6)法人投資者與積極性股東。

### 三、公司治理評估

公司治理近幾年來成為學界和實務界的顯學，相關的理論與模型近幾年來被各界所廣為探討。在公司治理尚未發展健全前，投資人通常利用市場上運作久的債信評等，做為一種評等基準(criteria)，而在公司治理評等理論逐漸健全後，投資人將可依據公司治理評等系統選擇股票，避免買到公司治理機制較差公司的股票，且若公司不積極改革公司治理，資金籌措的成本也相對提高，甚至無法募集足夠的資金，故公司治理評等機制的發展已經為現今市場上重要的評等工具。

---

<sup>2</sup> 外部機制說明詳見附錄 1。



資料來源：World Bank (1999), Corporate Governance: A Framework for Implementation – Overview, p.5

圖 2.1 世界銀行提供的公司治理架構

公司治理評等系統涉及了諸多構面的衡量，包括法律、文化、政治、財務、會計、管理等等。在本文中將介紹實務上較常被使用的標準普爾公司(Standard and Poor's, S&P)和里昂證券的公司治理評等以及近期我國學者葉銀華、李存修和柯承恩三位教授所發展出來公司評等系統進行介紹。

### (一) S&P 的公司治理評等系統

標準普爾公司於 2001 年發展出一套公司治理評等之系統，即 Corporate Governance Score(CGS)，其目的乃是做為金融機構或投資人的參考依據，其評等系統大致區分為公司與國家二種層級，其主要架構為：

#### 1. 國家層級：

- (1) 法律建設(Legal infrastructure)；
- (2) 管制(Regulation)；
- (3) 資訊建設(Informational infrastructure)；
- (4) 市場建設(Market infrastructure)。

#### 2. 公司層級

- (1) 所有權結構(Ownership Structure)
- (2) 財務利害關係人(Financial Stakeholder Relations)
- (3) 財務透明與資訊揭露度(Financial Transparency and Information Disclosure)
- (4) 董事會結構與運作(Board Structure and Process)

標準普爾公司針對上述二種構面進行評等，其中以 10 分表示公司治理運作最佳者，而 1 分則為最差。

### (二) 里昂證券的公司治理評分

里昂證券於 2001 年發表了全球新興市場公司治理報告，其內容主要：管理紀律(management discipline)、透明度(transparency)、獨立性(independence)、問責性(accountability)、責任性(responsibility)、公平性(fairness)和社會責任(social responsibility)等七個構面 57 個項目，來判斷公司治理的優劣。

### (三) 台灣公司治理評等系統

學者葉銀華、李存修、柯承恩考量台灣上市公司董(監)事會組成、股權結構等其他特性，建置台灣公司治理評等系統。其系統包括五個構面，共 17 個變數，並給予 CG-AAA 到 CG-C 等七種不同的評等等級。其架構如下：

表 2-5 公司治理 5 個構面、17 個變數與公司績效的關係

構面	變數	與公司績效關係
<b>A. 董(監)事組成</b>		
董(監)事會的專業性與獨立性 (權重 40%)	最大股東成員擔任董事席位比率(%)	負相關
	專業管理者擔任董事席位比率(%)	正相關
	其他股東擔任董事席位比率(%)	正相關
	最大股東成員擔任監察人席位比率(%)	負相關
	其他股東擔任監察人席位比率(%)	正相關
	監察人席位數目(%)	正相關
<b>B. 股權結構</b>		
現金流量權與投票權 (權重 20%)	最大股東現金流量權(%)	正相關
	投票權偏離現金流量權(%)	負相關
	金字塔結構與交叉持股	負相關
<b>C. 管理型態</b>		
(權重 10%)	最大股東成員擔任董事長/總經理	負相關
	次大股東持股比率(%)	正相關
<b>D. 超額關係人交易</b>		
(權重 20%)	關係人股權交易比率(%)	負相關
	超額關係人資金往來比率(%)	負相關
	超額關係人銷、進貨比率(%)	負相關
	超額關係人應收、付帳款比率(%)	負相關
<b>E. 大股東介入市場</b>		
(權重 10%)	大股東股權質押比率(%)	負相關
	上市公司成立投資公司家數	負相關

資料來源：葉銀華等，公司治理與評等系統，台北市：商智文化，民國 91 年第一版，頁 219。

#### 四、公司治理相關文獻之探討

在公司治理的相關文獻方面，主要可以分為三個構面，其探討如下：

##### (一) 股權結構與公司治理

Jensen and Meckling(1976)將股東分為兩類，包括了外部股東和內部股東(主要包括：有持股的董事會成員及公司管理階層。一般而言，公司可考慮透過增加內部人持股，使其與外部股東利益趨於一致；或增加外部股東持股以提高外部股東監督管理階層誘因，公司可以透過此兩種機制來降低代理問題，提昇公司價

值。Demsetz(1983)提組織縮減假說(Entrenchment Hypothesis)，即認為基於職位安全性的考量，當內部人持股達到一定的比例後，將會有產生避免接管行為(Anti-takeover Behavior)，為鞏固自己的權利而反對一些對公司有價值的購併案及股權收購行動，使公司價值降低。Demsetz and Lehn(1985)的實證顯示：股票異常報酬、規模與產業特性會影響公司的股權結構，而公司經營績效則與股權集中度間的關係並不顯著。進一步，於2001年Demsetz and Villalonga實證指出公司績效會影響股權結構，最明顯的包括了管理層收購和股票選擇權計劃。

此外，Shleifer and Vishny(1986)所認為，當大股東持股相較較高(集中度高)，有較大誘因與能力去監督管理階層，且有承擔監督管理階層的成本與接管的費用支出的能力。甚至某些情況下直接參與經營管理，因此在外部股東與內部管理階層之間的資訊不對稱問題則可有效的降低，而使公司價值增加。又Anderson et al.(2000)指出多角化企業的總經理(CEO)持股率相較於專業化企業來的低，又儘管多角化擁有較多的外部董事，但其在獨立股權方面則和專業化企業間沒有差異。Lemmon and Lins(2003)對東亞國家800家公司進行驗證，其實證發現當公司經理人控制權愈大時，若無法有效的將其控制權和現金流量權分離時，其公司的股票報酬將比其他公司低10~20%。

在國內研究方面，馮君弘(2002)指出隨著大股東持股率增加將會防礙企業多角化的進行，且陳瓊蓉等(2004)實證則發現管理者持股與多角化程度間呈現先負後正的非線性關係，其股權比例轉折點約發生在52.94%。

綜合上述，當公司採取將股權結構適度集中的治理機制時，公司會有效益；然而在高度集中的股權型態下，有可能會發生大股東基於私利，而去剝削其他股東的問題。

## (二) 董事會組成與公司治理

Morck et al.(1988)研究指出董事會功能的強弱與董事會的組成有關。就監督的角度而言，外部董事的獨立性較高，較可發揮監督的功能；但就公司經營的觀點來說，內部董事對企業的營運及相關狀況較瞭解，較能增進效率及決策的正確

性。其與績效間的關係，但在美國較近期的實證文獻，卻多顯示董事會結構與公司經營績效或價值並無關聯性，舉例來說 Yermack (1996)研究指出外部董事比率與公司經營績效無關、Agrawal and Knoeber(1996)甚至認為外部董事比例與公司價值無關。Huson et al.(2001)的研究顯示，在 1971 年至 1994 年間，儘管董事會外部董事的比例提高，內部人持股比例增加，並強化其他公司內部監督機制，但公司績效並未因此提升。

但也有許多學者認為董事會組成與公司治理間是有關係的，舉例來說，Agrawal and Knoeber(1996)儘管認為外部董事比例與公司價值無關，但其實證卻指出監察人席位數目愈多，對管理階層的監督能力同時也會愈高，因此使公司績效有正面提升的效果。Klein (1998)的研究則強調董事會成員的專業能力，認為內部董事似乎較外部董事更具專業能力，內部董事佔投資及財務委員會的席次比例與公司績效正相關。此外，Yeh(2002)實證發現最大股東成員擔任董事、監察人的席位比率愈大時，其績效表現將會愈差，但專業管理者擔任董事席位比率愈大時績效表現則會更好。

綜合上述，董事會中的內部董事將會影響公司績效的重要因素，而外部董事方面則效果似乎並不顯著，在台灣董事會結構多以內部董事會為主，因此其董事會結構將是影響公司績效的重要變數之一。

### (三) 公司治理與績效的關係

公司治理機制與公司價值的關聯性實證研究方面，除 Gompers et al.(2003)的實證研究外，大部分的實證皆發現公司治理與公司價值間的關係相當微弱，主要是由於評估公司治理優劣、公司績效表現好壞的方式不盡相同。此外，美國公司治理的相關法規完備，企業間的公司治理狀況差異不大，故使公司治理相較於產業環境、總體因素、管理能力等影響公司價值創造的其他因素而言，只對公司價值產生很小的影響(Black, 2001)。故其認為公司治理的效果將在新興國家中驗證的效果將會比美國好。里昂證券於 2001 年針對全球 25 個新興市場 495 家公司進行公司治理評等後，利用新興市場之市值前百大公司，來探討公司治理和公司績

效、價值間的關係，其研究發現股價報酬率和公司治理的排名間有非常顯著的正相關，且公司治理評等愈高者，整體的營運狀況較佳，能替股東創造較多的利潤並有效的提升公司的價值，反之，公司治理較差者其表現也相對較差，嚴重影響投資者的信心。

Klapper and Love (2002)利用公司治理評等資料對新興市場 14 個國家進行的研究指出，針對不同公司治理水準樣本進行研究，實證發現公司治理品質與公司經營績效及價值正相關，特別是在對投資人保護較不完善的國家，個別公司的治理實務良窳對公司價值的影響更為顯著，亦即個別公司可藉由強化公司治理實務增進公司經營績效與價值，且其實證結果與里昂證券(2001)的有一致的結論。Baek et al.(2004)實證指出韓國的 chaebol 企業，由於股權集中於家族企業的成員，導致最大股東(控制股東)的投票權大於現金流量，使其在 1997 年的金融風暴中公司價值大幅減損，其結果與 Claessans et al.(2002)結果相符。

在國內的研究方面，國內的在公司治理與公司價值間的實證已相當多，大多數的研究均指出公司治理與公司價值間呈現正向的關係，即代表公司治理的好壞將會直接影響公司的績效、價值。丁立平(2002)指出公司治理品質資訊可以為公司評價的重要增額資訊，即個別公司可藉由改善公司治理實務品質，增進公司價值，此乃是驅使公司願意採行較高水準治理機制的關鍵，也是政策上推動公司治理改革的重要依據。葉銀華等(2002)利用五個構面、十七個公司治理變數來對台灣上市公司進行評等，其針對 1999 年台灣 292 家非金融業上市公司進行評等，其研究發現其公司治理與公司績效間呈現正相關。王大維(2002)探討台灣上市公司中公司治理要素對於公司績效之影響。而其中公司治理要素包含董監事持股、董監事質押、關係人交易、外部董監事人數及公司透明度等五大類。績效變數則包含每股盈餘、資產報酬率、Tobin's Q 及股價報酬率。研究結果發現如下：1.樣本公司之董事、監事持股比率與公司績效呈現正相關；2.董事、監事質押比率對公司績效呈現負面的影響；3.樣本公司之關係人交易與公司績效之關係並無呈現一致之情形；4.外部董事、外部監事人數對公司績效呈現正面之影響，此效果在

財務績效則更為顯著；5.公司之透明度與公司之績效呈現正相關，且對財務績效達到顯著之水準。莊凱婷(2003)以 32 家台灣的投信公司為研究對象，探討公司治理與公司、共同基金績效間的關係，其實證發現公司治理愈好不僅可以有效的提升公司績效，同時對於公司所持有的基金績效也有正面的效益。

## 第參章 研究設計

本研究欲探討多角化活動與代理成本、公司治理之間的關係。首先，先在本研究中將利用模型驗證當上市公司採行多角化活動將會對公司的價值影響。進一步，本研究將探討多角化活動與代理問題、公司治理間的關係。故在本章中，首先在第一節中將依據相關理論與文獻來建立本研究之研究假說，第二節到第四節中將說明本文之研究設計與方法，其中包括多角化活動、代理成本、公司治理與公司屬性的相關變數之衡量，第五節為本研究之研究對象、期間與資料來源，最後在第六節中說明本研究之研究限制。

### 第一節 研究假說

本節中將根據上一章的文獻整理及觀念架構來提出本研究之研究假說：

#### 一、多角化活動與公司價值關係之驗證

##### (一) 部門多角化對公司價值之影響

企業在採行多角行活動之際可能帶給企業有綜效、稅盾、融資彈性等優點，但是相對來說多角化活動採行時亦會產成代理成本、資源使用不效率、過度投資、部門間交叉補貼等成本的存在。在過去的研究方面，學者 Berger and Ofek (1995)實證發現多角活動會使公司價值產生 13%~15%的減損，Servaes(1996)實證發現多角化企業有較低的 Tobin's Q，但 Hadlock et al.(2001)和 Villalogna(2004)則指出多角化可以創造公司價值。國內的研究方面，儘管黃儀芳(2002)研究指出多角化活動會使企業價值提昇 2%~4.5%超額價值，但多數研究<sup>3</sup>指多角化對於公司的價值會產生負面的影響。因此，根據過去學者研究結果提出本研究假說：

**假說 1a：部門多角化活動對於公司價值會產生影響。**

##### (二) 地理多角化對公司價值之影響

---

<sup>3</sup> 吳佩琪 (1996)、戴維芯 (1998)、詹場等(2002)、尤綉雯(2003)等均指出多角化會造成公司價值減損。

在企業採行地理多角化活動方面，一般來說將在生產上產生規模經濟效果，且在移轉效果上地理多角化企業相較於當地國企業來的高，故在議價能力及分散風險相較於較佳，且享有無形資產的優勢在投資機會方面相較也較多，故可以使公司擁有較大的獲利成長，而使公司價值提升，且研究亦顯示地理多角化會提昇公司績效。但由於企業在採行地理多角化之際可能同時有產品或部門多角化之活動，因此其公司價值會因此而受到影響，Denis et al.(2002)發現企業採行地理多角化會造成企業價值減損，其減損幅度與產品多角化相似。在國內研究方面尤綉雯(2003)研究亦指出不論部門多角化或地理多角化皆會使公司價值減損，據此提出本研究假說：

**假說 1b：地理多角化活動對於公司價值會產生影響。**

## 二、多角化活動與代理成本的關係

在探討多角化活動造成公司價值的影響後，將進一步探討代理成本對多角化活動之間的關係，在此將參照 Hyland and Diltz(2002)提出三個代理問題假說：

### (一) 現金流量的代理問題

根據 Jensen(1986)所提出的自由現金流量假說指出，當公司擁有正的現金流量之際，經理人不是將其資金進行再投資就是將該多餘資金分配給股東。又 Jensen 指出，經理人者會因為自利(self-interest)而會傾向於“浪費”其自由現金流量，因此經理人不是將該進行必要性的消費就是投資於專案中，而對於股東的報酬上產生不適當情形發生。Smith and Watts(1992)指出一般來說大公司的管理階層會有比較高的薪資層級。另外，Morch et al.(1990)指出當公司採行多角化活動之際，其公司將變得比較獨一無二(unique)，因此經理人將變得更有價值，故將能夠獲得較大的薪資報酬。

因此，本研究透過 Tobin's Q、現金流量、研發支出等檢定多角化企業之現金流量代理問題，據此提出本研究假說 2a：

**假說 2a：相較於專業化企業，多角化企業擁有較低的營運現金流量、Tobin's Q、研發費用支出和較大的自由現金流量。**

## (二) 管理誘因(managerial incentive)的代理問題

Amihud and Lev(1981)指出一般的經理人皆為風險趨避者(risk-averse)。如果經理人認為其財富與公司的財富緊密相結合時，此時經理人將會有誘因決定採行多角化活動，但此舉卻有可能對股東價值產生負面的影響。因此，經理人將讓公司採行多角化的活動，而不是進行個人的投資組合來分散風險。因此當經理人持股愈低時，在採行投資方案決策之際，則愈不會考慮股東財富，進而產生代理問題。又 Harris et al.(1982)指出多角化會造成企業內部資源分配的不效率，而導致在公司的核心管理者和各營運部門之間產生資訊不對訊的問題，因此隨著企業多角化的程度愈大，企業與投資者間和企業的管理階層之間的資訊不對稱的問題亦會隨之不斷地增加，而導致經理人將資金投入於較差的投資方案中，故多角化企業相較於專業化企業來說，有較大的代理問題。綜上所述，提出本研究之研究假說 2b：

**假說 2b：多角化企業之經理人持股率較專業化企業低。**

## (三) 負債的代理問題

Lewellen(1971)指出由於企業採行多角化，其營收由非完全相關的產業結合，故能減緩盈餘的波動幅度，而產生風險較低的互保效應(co-insurance effect)，因此銀行願意給予多角化企業較大的融資額度，同時企業也會為了享有稅盾效果進而提高舉債，故多角化企業擁有最大的負債水準。又 Hadlock et al.(2001)指出舉債儘管可以享有稅盾的優勢，但是相對來說也是公司的成本之一，特別是在高槓桿的公司可能會面對著負的現金流量，此時債權人和股東間的衝突將由然而生(Brealey and Myers, 1999)。

因此當公司負債比例愈低，則企業採行多角化活動的動機則愈高。當公司成為多角化企業後，公司則會有較大的舉債能力，此時經理人將會浮濫的使用資金，投資在風險較大 NPV 為負的投資方案上，且當公司舉債程度高，勢必較不易從資本市場籌資，並清算較不具流動性的資產，並增加公司財務上壓力，也讓公司信用評等遭調降，顯示公司營運風險升高(李詩將, 2000)。又 Hyland and

Diltz(2002)指出當公司股利支付率愈大時，即公司將所多餘的資金發放給股東時，此時公司當局較無意願與能力去採行多角化活動。此外，Anderson et al.(2000)指出多角化企業的大股東持股率(block holder ownership)相對較小，對於經理人的監督能力相對較差。因此，根據上述文獻，吾人建立其假說 2c：

**假說 2c：多角化企業負債比率度較大，且股利支付率較低，且大股東持率相對較低。**

### 三、多角化與公司治理治理的關係

#### (一) 多角化與公司治理特徵變數的關係

Servaes (1996)的研究發現公司內部人所有權與1960年代的多角化呈現負相關，且Denis et al.(1997)發現總經理(CEO)的持股比率與多角化之間存在著負相關。另外，Anderson et al.(2000)也發現1985至1994年多角化企業有較低管理者所有權。

Dokuas and Pantzalis(2003)指出國際多角化企業會擁有較大的代理成本，而以代理問題的觀點來看，當公司大股東(blockholder)的持股比率愈高時，對公司的督監則愈高，因此由此可知多角化企業相對在大股東的持股率會比專業化企業來的少。又Anderson et al.(2000)實證指出多角化企業之大股東持股率較專業化企業平均少0.5%，Hyland and Diltz(2002)實證也發現多角化企業在內部人、大股東的持股率皆相對較專業化企業低。

Yermack(1996)研究公司價值與董事會規模間的關係，實證發現當董事會的規模增加時，董事會監督功能增強，管理者有被解雇的威脅，其自利的行為會收斂，在進行決策之際會以股東價值極大化為依歸。張明峰(1979)董事會持股比例愈大，其監督管理當局的意願愈強，而使代理問題降低，代理成本降低。因此綜合上述文獻，吾人提出本研究假說3：

**假說 3a：多角化企業總經理(CEO)持股率較專業化企業來的低。**

**假說 3b：多角化企業大股東持股率較專業公司來的低。**

**假說 3c：多角化企業董(監)事持股率較專業化企業來的低。**

## (二)多角化活動與公司治理的關係

多角化活動採行儘管存在某一定程度上利益，但多數的學者則指出多角化不儘不會有效的創造公司價值，反而會減損公司價值(Berger and Ofek, 1995; Dennis et al., 2002; Graham et al., 2002; 尤綉雯，2003)，且根據過去文獻顯示美國公司的多角化程度從 1980 年代起開始呈現遞減的趨勢，有朝向產業集中化的趨勢(Comment and Jarrel, 1995; John and Ofek, 1995; Dennis et al., 2002)。過去研究試圖提出原因來解釋這種現象，學者發現企業增加在核心事業的經營是為了因應愈來愈激烈的全球競爭環境(Liebesskind and Opler, 1994)，但同時公司多角化程度的降低亦代表市場強迫公司去扭轉過去多角化決策的錯誤(Jensen, 1993)。因此，多角化對公司價值負面的影響已對美國企業多角化決策產生影響。

在公司治理評等方面，里昂證券(2001)利用其發展出的七項原則 57 個項目對公司治理進行評等，實證指出當公司營運不佳的公司，會有較多的隱瞞，使得公司治理評分數較低。葉銀華等(2002)將公司治理區分為五個構面來進行評等，對國內 1999 年台灣非金融業上市公司進行公司治理評等，並形成一個綜合指標，探討其與公司績效之間的關係，實證顯示公司治理愈佳者，其績效<sup>4</sup>表現則愈佳，反之公司治理不健全之際也將會導致公司績效不彰。此外，里昂證券(2001)研究指出採行較高的公司治理標準者有較出色的績效表現，而公司治理得分較低者其績效表現較差，且研究結果發現有充分的理由相信公司治理分數高的良好企業，可藉由持續較佳的表現來創造價值，故公司治理將可以創造公司價值。故據此提出本研究假說 4：

**假說 4a：** 多角化企業的公司治理比專業化企業差。

**假說 4b：** 多角化企業可透過改善公司治理結構來提升公司價值。

---

<sup>4</sup>績效類型包括 ROA、EPS 與 Tobin's Q 等

## 第二節 多角化活動對公司價值之影響

本節主要探討企業採行多角化活動後對公司價值之影響，首先，將探討公司價值的衡量方法。進一步，據此提出本研究之實證模型。

### 一、多角化價值之衡量

為了瞭解公司多角化之後價值是否產生減損，在本研中公司價值的衡量方面，分別將採用 Berger and Ofek (1995) 的產業乘數法所算出的超額價值和資產報酬率(ROA)兩者來分析多角化活動對公司價值的影響，計算方法如下：

#### (一) 超額價值(Excess Value, EV)

在超額價值<sup>5</sup>方面，乃是採用 Berger and Ofek (1995) 產業乘數法，其計算方法如下：

$$EV_{i,t} = Ln(AI_{i,t} / IV_{i,t}) \quad (3.1)$$

$$IV_{i,t} = \sum_{k=1}^n (S_{i,t,k} * Med_k) \quad (3.2)$$

$$Med_k = (Capital / Sales)_k \quad (3.3)$$

其中， $EV_{i,t}$ ：係為超額價值；

$AI_{i,t}$ ：代表  $i$  公司第  $t$  年的實際價值 (Actual Value)，為公司年底權益市值加上負債帳面價值；

$IV_{i,t}$ ：代表  $i$  公司第  $t$  年的估計價值 (Imputed Value)，為公司各部門估計值加總；

$S_{i,t,k}$ ：代表  $i$  公司第  $t$  年第  $k$  部門銷貨收入，公司共有  $n$  個部門；

$Med_k$ ：與  $k$  部門相同產業的單一部門企業資本 (Capital) 佔銷貨 (Sales)

---

<sup>5</sup>在企業價值之衡量上，Berger and Ofek (1995) 以銷貨收入乘數、資產乘數、稅前息前淨利乘數來衡量企業超額價值，但三種方法與結果並無明顯差異，大致呈現一致，故本研究因資料限制，僅以銷貨乘數作為超額價值的衡量指標。

比之產業中位數。資本為公司年底權益市值加上負債帳面價值。

上式中，相同產業之分類標準乃是依據美商鄧白氏 (Dun & Bradstreet) 產業標準分類<sup>6</sup> (Standard Industrial Classification, SIC)，依其標準配對並自行建立所有上市公司各部門的 SIC 編碼，在公司部門的 SIC 分類碼四碼中，前兩碼相同的視為相同產業。在產業中位數方面，為了使產業中位數具有代表性，相同產業的單一部門企業家數需超過五家以上，才能代表單一部門的產業中位數。

## (二) 資產報酬率(Return of asset, ROA)

資產報酬率主要是衡量公司的會計績效表現，其計算方法如下：

$$ROA_{i,t} = [NI_{i,t} + InterestExpense_{i,t} * (1 - Tax_{i,t})] / (Assets)_{i,t} \quad (3.4)$$

其中  $ROA_{i,t}$ ：係為資產報酬率；

$NI_{i,t}$ ：係為第  $i$  家公司第  $t$  年之稅後淨利；

$InterestExpense_{i,t}$ ：係為第  $i$  家公司第  $t$  年之稅息費用；

$Tax_{i,t}$ ：為第  $i$  家公司，第  $t$  年之實質稅率；

$Assets_{i,t}$ ：為第  $i$  家公司，第  $t$  年之平均資產總額。

## 二、實證模型建立

本研究中將多角化活動區分為部門多角化與地理多角化兩種類型，探討企業價值是否會因不同型態多角化活動而有所差異。其中，在公司價值方面，本研究同時採用 Berger and Ofek(1995)的超額價值和資產報酬率來予以衡量。而在多角化類型上，本文乃是依據財務報表之部門別財務資訊，將部門數只有 1 個者，視為單一部門企業，部門數大於 2 個者，視為多部門多角化企業；有外銷至國外地區者視為地理多角化企業，未外銷至國外者，視為當地國企業。

<sup>6</sup> 鄧白氏產業標準分類中，其 SIC 系統將所有經濟活動分成十種重要類別（農林及漁業、礦業、建築業、製造業、運輸通信及公用事業、批發業、零售業、金融保險及房地產、服務業、公共行政），SIC 系統將每個行業於分類於此十類別並分配一個四位數字的分類碼，前兩碼描述此活動的一般特質，後兩碼則敘述此特定的活動。

本研究中將同時利用統計檢定和迴歸分析來分別檢定企業在採行部門多角化和地理多角化後對公司價值的影響，首先在檢定假說方面：

$$\begin{cases} H_0 : \mu_{Div} - \mu_{Single} = 0 \\ H_a : \mu_{Div} - \mu_{Single} \neq 0 \end{cases} \quad (3.5)$$

$$\begin{cases} H_0 : \mu_{geo} - \mu_{dom} = 0 \\ H_a : \mu_{geo} - \mu_{dom} \neq 0 \end{cases} \quad (3.6)$$

其中， $\mu_{Div}$  為部門多角化企業之公司價值；

$\mu_{single}$  為專業化企業之公司價值；

$\mu_{geo}$  為地理多角化企業之公司價值；

$\mu_{dom}$  為當地國企業之公司價值。

本文將分別採用 t 檢定和 Wilcoxon 順序符號檢定(sign rank test)分別檢定平均數與中位數是否顯著，當實證結果拒絕  $H_0$  時，則代表著部門多角化企業的公司價值與單一部門間將有所差異，且多角化企業和當地國公司在公司價值表現上是有所差異的。

進一步，本文採用 Berger and Ofek(1995)所提出的迴歸模型做進一步的模型進行驗證，迴歸模式如下：

$$VALUE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (Diversify)_{i,t} + \beta_2 \ln(Size)_{i,t} + \beta_3 (EBIT)_{i,t} + \beta_4 (CAPSEND)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.7)$$

其中， $Value_{i,t}$ ：為第  $i$  家公司，第  $t$  年之公司價值。其分別採用超額價值和

資產報酬率來衡量；

$(Diversify)_{i,t}$ ：為衡量多角化活動之變數。其中包括衡量：(1)部門多角化：為虛擬變數，有採行者設 1，其他為 0；(2)多角化程度：係採 Entropy Measure 指數進行衡量；(3)地理多角化：為疑擬變數，有採行者設 1，其他為 0。

$\ln(Size)_{i,t}$ ：為第  $i$  家公司，第  $t$  年的資產總額取自然對數；

$(EBIT)_{i,t}$ ：為第  $i$  家公司，第  $t$  年的稅前息前淨利除以總銷貨收入；

$(CAPSPEND)_{i,t}$ ：為第  $i$  家公司，第  $t$  年的資本支出除以總銷貨收入。

在上式迴歸中，在驗證部門多角化對企業價值影響方面，當  $\beta_1$  顯著異於零，則表示多角化活動將影響公司的價值的變化，意即多角化企業會因為交叉補貼、過度投資、代理問題等成本而導致企業價值下降，抑或因範疇經濟、稅盾效果而使企業價值提升。而在驗證地理多角化對企業價值影響方面  $\beta_1$  顯著異於零時，即意謂著地理多角化活動將對公司價值造成影響。

在控制變數規模方面，由於規模愈大會享有規模經濟等優勢，因此本研究預期規模與公司價值間呈正相關。而在稅前息前淨利方面，當公司的獲利能力愈大時則對公司的價值預期表現較佳，因此本研究預期其獲利能力與公司價值間呈正相關。最後，在資本支出比例方面，資本支出越高將可提升公司基礎建設，對故預期資本支出與公司價值呈現正相關。

### 第三節 多角化活動與代理成本的關係

為了探討部門多角化企業在現金流量、管理誘因和負債代理成本上與單一部門公司的差異，本研究將依據 Hyland and Diltz(2002)所提出的 Probit 模型來探討多角化活動與代理成本間的關係，其模式如下：

$$\begin{aligned} D_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \ln(\text{Size})_{i,t} + \beta_2 (q)_{i,t} + \beta_3 (D/A)_{i,t} + \beta_4 (\text{Cash flow}) + \beta_5 (\text{FreeCash Flow})_{i,t} \\ & + \beta_6 (\text{Payout})_{i,t} + \beta_7 (R \& D)_{i,t} + \beta_8 (\text{Manager})_{i,t} + \beta_9 (\text{Block})_{i,t} + \beta_{10} \ln(\text{Age})_{i,t} \\ & + \beta_{11} (\text{CAPSPEND})_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3.8)$$

其中， $D_{i,t}$ ：為虛擬變數，樣本公司若有從事多角化者為 1，其他設 0。

$(q)_{i,t}$ ：為第  $i$  家公司第  $t$  年之 Tobin's Q，主要衡量公司的投資機會，

其  $q = (\text{年底權益市值} + \text{負債帳面面值}) / \text{資產帳面價值總額}$ 。

$(D/A)_{i,t}$ ：為第  $i$  家公司第  $t$  年負債總額除以資產總額。

$(Cash\ flow)_{i,t}$ ：為第  $i$  家公司第  $t$  年營運現金流量除以資產總額。

$(Free\ Cash\ Flow)_{i,t}$ ：為第  $i$  家公司第  $t$  年自由現金流量除以資產總額。

$(Payout)_{i,t}$ ：為第  $i$  家公司第  $t$  年的股利支付率，係衡量多角化動機，

當股利支付率高者意謂公司多角化動機較大。為了使資

料平滑化(smoothing)故本研究係採三年平均進行衡量。

$(R\ \&\ D)_{i,t}$ ：為第  $i$  家公司第  $t$  年研發支出費用除以資產總額。

$(Manager)_{i,t}$ ：為第  $i$  家公司第  $t$  年公司經理人持股率。

$(Block)_{i,t}$ ：為第  $i$  家公司第  $t$  年大股東持股率，其中大股東乃是採用

台灣經濟新報社中對大股東的定義<sup>7</sup>。

$\ln(Age)_{i,t}$ ：為第  $i$  家公司在第  $t$  年時成立年數取自然對數。

又其中，自由現金流量定義乃採 Copeland et al.(2002)定義，其計算方法為：

$$Free\ Cash\ Flow = \frac{(NOPLAT + Depreciate) - (Net\ Investment + Depreciate)}{Assets} \quad (3.9)$$

其中， $NOPLAT$ ：係為(銷貨收入-銷貨成本-銷管費用-折舊) \* (1-稅率)；

$Depreciate$  係為折舊費用；

$Net\ Investment$  係為流動資產增額加資本支出；

$Assets$  係為平均資產總額。

在上式 3.8 中，當  $\beta_2 < 0$ 、 $\beta_4 < 0$ 、 $\beta_5 > 0$  且  $\beta_7 < 0$  同時成立，且實證結果顯著的異於零之際，即意謂著相較於專業化企業來說，多角化企業營運績效較差，經營上會產生過多的自由現金流量，經理人卻不願將資金投入於對長期有助益的研發支出上，因此經理人容易浮濫使用資金，亦即支持本研究假說 2a，即代表多角化企業存在著現金流量的代理問題；再者，若  $\beta_8$  顯著的小於零時，即代理公司的經理人持股比率相對較低，此時經理人在投資時則比較不會以股東財富極大

<sup>7</sup>交易所定義持股 10% 以上（不包括 10%）者為大股東。

為依歸，而產生管理誘因的代理問題，即支持本研究的假說 2b；最後，當  $\beta_3 > 0$ 、 $\beta_6 < 0$  且  $\beta_9 < 0$  同時成立且顯著的異於零之際，即代表多角化企業為了要享有較大的稅盾效果，因此將會大幅舉債，而公司在經營上不願將多餘的資金發放還給股東或進行債務清還的動作，因此經理人會將資金投入於多角化的相關投資活動上，此時大股東的監督能力又相對較低下，此時多角化企業則具有較大的負債代理成本，亦即支持本研究之假說 2c。

在控制變數方面，首先在規模中，企業規模對企業策略有相當的影響，規模愈大，從資產和債券市場籌措資金則愈容易(Chatterjee and Wernerfelt, 1991)，故愈不會去採行多角化來提高籌措資金的能力，故預期規模和多角化間呈負相關。在公司的成立年份上，一般來說公司在成立初期會由於資金和其他因素的影響下，在公司草創初期將比較不會採取多角化的行為，當成立期間較長此時擁有最多的資金和最大的能力去擴展業務，此時從事多角化活動的機會則大大提高，故預期其符號為正。

#### 第四節 多角化企業之公司治理

在探討多角化活動與公司治理的關係方面。首先，本研究將驗證過去在多角化與公司治理關係的研究中最常採用的數個股權結構變數，探討多角化企業在股權結構變數上的表現。進一步，本文將採用評等系統對所有上市企業之公司治理進行衡量，並深入探討多角化價值與公司治理間的關係。

##### 一、多角化企業與股權結構變數的關係

在探討多角化企業與公司治股權結構變數關係方面，本文採用在過去研究中最常採用的三種股權結構變數，分別探討其變數在多角化企業與專業化企業間的差異，因此本研究擬採 Anderson et al.(2000)之迴歸模型來進行驗證，其模式如下：

$$CEO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(Diversify)_{i,t} + \beta_2 \ln(Size)_{i,t} + \beta_3(R \& D)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.10)$$

$$Block_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(Diversify)_{i,t} + \beta_2 \ln(Size)_{i,t} + \beta_3(R \& D)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.11)$$

$$Board_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(Diversify)_{i,t} + \beta_2 \ln(Size)_{i,t} + \beta_3(R \& D)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.12)$$

其中， $CEO_{i,t}$ ：為第  $i$  家公司第  $t$  年總經理的持股率；

$Block_{i,t}$ ：為第  $i$  家公司第  $t$  年大股東持股率；

$Board_{i,t}$ ：為第  $i$  家公司第  $t$  年董(監)事會持股率。

在上式三個迴歸式中，當  $\beta_1$  顯著的小於零時，則代表著在多角化企業中，總經理的持股率、大股東的持股率、董(監)事的持股率顯著的小於專業化企業，即支持本研究假說 3a、3b、3c。此外在規模方面，當公司規模愈大且研發支出愈多時，則股權理應愈分散，故預期資產和研發支出和總經理、大股東、董事會持股率呈負相關。

## 二、多角化價值與公司治理的關係

在探討多角化企業與股權結構變數的關係後，本研究進一步的採用公司治理評等的方法，對多角化企業的公司治理進行更全面性的衡量，並探討多角化價值與公司治理的關係。

### (一) 公司治理評等方法

在公司治理評等方法，本文將修正葉銀華等(2002)所提出的五個構面、17 個變數所求算出來的一個公司治理綜合指標得分，對每一家樣本公司的公司治理予以評等並求算出一個加權平均的綜合指標分數，其說明如下：

#### 1、評等系統組成

表 3-1 乃是修正<sup>8</sup>葉銀華等(2002)，所發展而得的公司治理評等系統，其中包括了董(監)事組成、管理型態、超額關係人、介入市場四個公司治理構面，並包含了 13 個公司治理變數。在權重的設定方面，由於在本研究刪除葉銀華等(2002)公司治理評等系統中佔 20%的股權結構構面，因此本研究將分別採用不同的權重

<sup>8</sup> 由於資料困難取得或過於耗時，故將葉銀華等(2002)評等系統中的股權結構的構面予以刪除，並將次大股東持股率和大股東質押比率依其本意修改為法人股東持股率與董(監)事會持股率。

方法來驗證其之間的差異性，經實證結果發現在各種不同的權重設定下其公司治理得分間並無太大差異<sup>9</sup>。故本研究的權數設定如下：(1)董(監)事組成佔 60%；(2)管理型態佔 10%；(3)超額關係人交易佔 20%和(4)介入市場佔 10%。

## 2、公司治理變數之評分

在前述的 13 項公司治理變數為基準，對台灣上市公司進行評分。如表 3-1 所示，若該變動與公司績效為正相關，則將上市公司依此變數由大到小排序，根據樣本均分成 10 組，最大組給 10 分，最小組給 1 分。反之，若與績效為負相關，則將上市公司依此變數由小排到大，根據樣本均為成 10 組，最小組給 10 分，最大組給 1 分。此一處理方式代表，當上市公司得分愈高，公司治理機制愈佳。另

表 3-1 公司治理 4 個構面、13 個變數與公司績效的關係

構面	變數	與公司績效關係
<b>Panel A 董(監)事組成</b>		
董(監)事會的專業性與獨立性	最大股東成員擔任董事席位比率(%)	負相關
	專業管理者擔任董事席位比率(%)	正相關
	其他股東擔任董事席位比率(%)	正相關
	最大股東成員擔任監察人席位比率(%)	負相關
	其他股東擔任監察人席位比率(%)	正相關
	監察人席位數目(%)	正相關
<b>Panel B 管理型態</b>		
	最大股東成員擔任董事長/總經理	負相關
	法人股東持股比率(%)	正相關
<b>Panel C 超額關係人交易</b>		
	超額關係人資金往來比率(%)	負相關
	超額關係人銷、進貨比率(%)	負相關
	超額關係人應收、付帳款比率(%)	負相關
<b>Panel D 大股東介入市場</b>		
	董(監)事股權質押比率(%)	負相關
	上市公司成立投資公司家數	負相關

資料來源：葉銀華等，公司治理與評等系統，台北市：商智文化，民國 91 年第一版，頁 219。

<sup>9</sup> 不同的權重方法與其之間的差異性，請詳見附錄 2。

外，由於監察人規模、最大股東成員擔任董事長與總經理、成立投資公司家數為虛擬變數或非連續變數，則有不同的處理方式(但每個變數最高仍為 10 分)；而有些變數的值可能 0 或 100，亦有相對應的要理(但每個變數最高仍為 10 分)。

### 3、公司治理變數之評分

根據上述方法求算各企業在公司治理變數的得分，並依據本研究給予的權重，將可以求計算每家公司的綜合指標得分(CGI)。

## (二) 實證模型建立

### 1、多角化企業與公司治理的關係

透過上述的評等方法求得多角化企業公司治理評等後，進一步本文擬探討多角化企業與公司治理間的關係。在本文中將分別採用敘述統計和迴歸進行分析來驗證其關係，首先在統計檢定方面：

$$\begin{cases} H_0 : \mu_{Div} - \mu_{Single} \geq 0 \\ H_a : \mu_{Div} - \mu_{Single} < 0 \end{cases} \quad (3.13)$$

$$\begin{cases} H_0 : \mu_{geo} - \mu_{dom} \geq 0 \\ H_a : \mu_{geo} - \mu_{dom} < 0 \end{cases} \quad (3.14)$$

其中， $\mu_{Div}$  為部門多角化企業之公司治理評等得分；

$\mu_{single}$  為專業化企業之公司治理評等得分；

$\mu_{geo}$  為地理多角化企業之公司治理評等得分；

$\mu_{dom}$  為當地國企業之公司治理評等得分。

本文將分別採用 t 檢定和 Wilcoxon 順序符號檢定(sign rank test)分別檢定平均數與中位數是否顯著，當實證結果拒絕  $H_0$  時，則意謂著多角化企業之公司治理評等顯著的比專業化企業差。

進一步，在迴歸分析方面，本研究採用下述模型進行分析：

$$CGI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (Diversify)_{i,t} + \beta_2 \ln(Size)_{i,t} + \beta_3 (EBIT)_{i,t} + \beta_4 (CAPSPEND)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.15)$$

其中， $(CGI)_{i,t}$ ：為第  $i$  家公司，第  $t$  年公司治理綜合評等指標。

在上述迴歸中，當  $\beta_1$  顯著的小於零之際，亦即代表多角化企業在公司治理表現上顯著的比專業化企業來的差，且多角化程度愈高其現象愈明顯，亦即支本研究假說 4a。在控制變數方面，公司規模愈大投資者愈會去關注該公司的表現，公司勢必要將財務更加的透明化，故能有效提升企業的公司治理結構，故預期規模與公司治理評等間正相關。在獲利能力方面，當公司績效表現愈佳時，較能夠透明地揭露資訊，而致力於創造好的公司治理形象，故推論公司績效與公司治理間呈正相關。最後，在資本支出可提升公司基礎建設，對公司整體的績效有正面的助益，故預期資本支出與公司治理間呈正相關。

## 2、公司治理與公司價值的關係

在探討多角化企業在公司治理的表現後，本文進一步驗證公司治理與公司價值的關係，進一步驗證公司治理是否為造成造成多角化企業價值創造或減損的主要原因，故本研究擬採下述迴歸模型進行分析：

$$VALUE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(CGI)_{i,t} + \beta_2 \ln(Size)_{i,t} + \beta_3(EBIT)_{i,t} + \beta_4(CAPSPEND)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.16)$$

在上式迴歸中，當  $\beta_1$  顯著大於零之際，即代表公司治理與公司價值間呈顯著的正相關，即公司治理愈健全時公司的價值則愈高，亦即代表公司治理乃是影響公司價值的重要變數。在控制變數規模方面，與式 3.7 並無太大差異。

## 3、多角化價值與公司治理的關係

接著本文擬探討多角化企業是否能透過改善公司治理結構來提升公司的價值，故本文擬將研究樣本進行分組來建立投資組合，探討在多角化企業在提升公司治理結構後對公司價值的影響，其投資組合建立方法如下：

首先，本研究將樣本依多角化程度區分為專業化企業和多角化企業二類，再根據樣本公司的公司治理評等指標(CGI)大小，區分為高、中、低三類，並根據多角化程度和公司治理評等二個構面，建立一個六組標竿投資組合，分別探討多專業化企業和多角化企業上在六個投資組合中公司的超額價值和資產報酬率上的差異。即當表 3-2 中的投資組合中，若處於 L/D 中的公司能夠有效改善並提升公司治理評等至 H/D 時，且同時其公司價值亦能夠有效的提升，此時即意含著

表 3-2 六組標竿投資組合

多角化程度 公司治理		多角化程度	
		單一部門企業(S)	多角化企業(D)
公司 治理 評等	高 (H)	H/S	H/D
	中 (M)	M/S	M/D
	低 (L)	L/S	L/D

多角化企業可透過改善公司治理來提升公司價值。

接著，本文進一步針對所有多角化企業進行探討，依據多角化企業之多角化程度和公司治理評等二個構面區分高、中、低三組，故根據多角化程度和公司治理結構二個構面形成九個投資組合，分為探討此九個投資組合在超額價值和資產報酬率上的差異。驗證在不同多角化程度下，公司治理評等高者與低者之間在公司價值間的差異。又當處於公司治理評等低者若改善公司治理結構至評等高時，其公司價值若能同時有效的提升之際，亦即代表在各種不同多角化程度下，多角化企業可透過改善公司治理來提升公司價值。

綜上所述，對於多角化企業和不同多角化程度下多角化企業來說，若改善公司治理結構時，能夠有效的提升公司的超額價值和資產報酬率之際，則意謂多角化企業可透過改善公司治理結構來提升公司治理，支持本研究假說 4b。

#### 4、不同多角化程度下，公司治理和公司價值的關係

在探討多角化和公司治理關係後，進一步本研究欲探討不同多角化程度下公司治理對公司價值影響是否有差異。故在探討不同多角化程度下公司治理與公司價值關係方面，主要針對全部多角化企業樣本進行探討，在多角化程度高和多角化程度低的公司其公司治理對於公司價值的影響差異為何，故提出本研究模型：

$$VALUE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(CGI)_{i,t} + \beta_2(CGI*D)_{i,t} + \beta_3(Size)_{i,t} + \beta_4(EBIT)_{i,t} + \beta_5(CAPEX)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.17)$$

其中， $(D)_{i,t}$ ：為虛擬變數，係將所有多角化企業依多角化程度區分為高和低兩組，當第  $i$  家多角化企業於第  $t$  年時，落入於多角化程度高的群組時，則設為 1，其他為 0。

在上式迴歸中，當  $\beta_1$  顯著大於零之際，即代表就多角化企業來說，公司治理與公司價值間呈顯著的正相關，即意謂著當多角化企業其公司治理做的愈好時，同時也會有好的公司價值。接著，當  $\beta_2$  顯著的異於零時，即代表著當多角化程度不同時，公司治理對於公司價值的影響程度亦有所不同。當  $\beta_2$  顯著的小於零時，即意含著多角化程度愈低時，透過改善公司治理來提升公司價值的效果將大於多角化程度高者。反之，當  $\beta_2$  顯著大於零時，則意謂著多角化程度高者透過公司治理結構的改善來提升公司價值較多角化程度低者有效果。其控制變數方面，與式 3.7 相似，無太大差異。

## 第五節 研究樣本與資料來源

### 一、研究對象與研究期間

在多角化樣本的選取方面，本研究主要的對象為一般產業之上市公司，其中將金融業、證券業及壽險業及財務資料不全者予以排除，研究期間自民國 83 年至民國 91 年，共計九年 2,560 筆公司年資料。本研究主要是以探討公司採行多角化活動與代理成本、公司治理的關係，其中有無從事多角化行為之判定，主要以財務會計準則(FASB)第二十號部門別財務資訊之揭露的分類定義，即部門營業收入佔總營業收入大於 10% 者，則必須編列為部門；外銷地區之營業收入佔總營業收入大於 10% 者，才編列其外銷地區。因此，若在財務報表之部門別財務資訊中，部門數有 2 個以上之公司，則歸屬於部門多角化企業，只有一個部門者，屬於單一部門企業。若於財務報表之部門別財務資訊中有編列國外銷售業務之公司，則屬於地理多角化企業，若未編列國外銷售業務之公司，則歸屬於當地國

(domestic)企業。

此外，計算公司的超額報酬(EV)方面，在產業分類上，採用美商鄧白氏產業標準分類，每一家樣本公司之部門將會有一個對應的 SIC 碼，在公司部門的 SIC 分類碼四碼中，前兩碼相同者則視為同一產業。而在產業中位數方面，為了使產業中位數具有代表性，相同產業的單一部門企業家數需超過 5 家以上，才能代表單一部門的產業中位數。

表 3-3 為本研究樣本分類之敘述統計，說明本研究對象之組成，列表說明各種不同型態多角化下的公司年的個數以及其佔總樣本的比例。其中在單一部門企業，共計 1,962 筆公司年資料，為樣本數中佔最大部分達 76.72%。而在部門多角化的樣本中，在部門多角化的樣本公司中，最少有 2 個部門，而最多者有 9 個部門，其中，樣本數最多為部門數為 2 個，佔總樣本的 14.88%，其次為 3 個部門的公司，佔總樣本數的 6.37%

表 3-4 為民國 83 年至民國 91 年間不同樣本分類下之公司家數，全部樣本共計 2,560 筆資料；其在部門多角化方面，以單一部門企業居多，佔全部樣本 76.64%，而部門多角化方面則佔總樣本的 23.36%，而不同時間結構下，不論是 83 年到 86 年間，或 87 年到 91 年間，單一部門企業皆比部門多角化企業多。在地理多角化方面，地理多角化企業有 1,620 筆資料，佔全部樣本高達 63.28%，同樣的在不同時間結構下，地理多角化企業亦比國內公司多。最後，綜合兩種型態

表 3-3 樣本分類

本表為民國 83 年到 91 年間，所有樣本公司依據不同型態的多角化加以區分而得的資料，其中在部門多角化方面：本研究以部門數為個 1 個的歸屬於單一部門企業，將部門數達 2 個或 2 個以上者，歸屬於部門多角化企業。

部門數	單一部門企業		部門多角化企業(n=598)			
	1	2	3	4	5	6 以上
樣本數	1,962	391	163	29	18	7
佔總樣本比例	76.65%	14.88%	6.37%	1.13%	0.70%	0.27%

的多角化，其中以單一部門國際化公司有 1,278 筆資料為最多，佔全部樣本的 49.92%，在不同時間結構下，亦是以單一部門多角化公司為最多，其次則為單一部門國內公司。因此，從樣本分配來看，在台灣的企業經營型態上，通常僅有一個部門但通常會採行地理多角化的活動，即會跨到國外進行銷售、生產。此外亦有不少企業仍然堅持不採取任何多角化行為，以單一部門國內公司型態經營。

## 二、資料來源

本研究以台灣證券交易所公開上市公司為研究對象，其資料來源如下：

- 1、財務資料與股權結構變數：「台灣經濟新報社」資料庫。
- 2、部門多角化與地理多角化資料：「真像王」影像資料庫之財務報告書。
- 3、產業分類分類：美商鄧白氏標準產業分類碼。
- 4、公司治理評等資料：「台灣經濟新報社」和「真像王」影像資料庫股東會年報。

表 3-4 不同型態多角化樣本數及樣本比率

此表為民國 83 年至民國 91 年間不同樣本分類下的公司家數，共計 2,560 筆公司年資料。其中，單一部門乃指財務報表之部門別財務資訊中，部門數為 1 個者；若部門數達 2 個以上者，則屬於部門多角化企業。若於部門別財務資訊中有編列國外銷售業務之公司，則為地理多角化企業；未編列者則為國內公司。

	個數	83 年~86 年	87 年~91 年
<b>Panel A:部門多角化</b>			
(1) 單一部門企業	1,962(76.64%)	563(28.70%)	1,399(71.30%)
(2) 部門多角化企業	598(23.36%)	222(37.12%)	376(62.88%)
<b>Panel B:地理多角化</b>			
(1) 地理多角化企業	1,620(63.28%)	471(29.07%)	1,149(70.93%)
(2) 國內公司	940(36.72%)	314(33.40%)	626(66.60%)
<b>Panel C:部門及地理多角化</b>			
(1) 單一部門國內	684(26.72%)	206(30.12%)	478(69.88%)
(2) 單一部門國際化	1,278(49.92%)	357(27.93%)	921(72.07%)
(3) 多部門國內	256(10.00%)	108(42.19%)	148(57.81%)
(4) 多部門國際化	342(13.36%)	114(33.33%)	228(66.67%)

## 第六節 研究限制

### 一、研究期間之限制

本研究由於受限於資料庫，因此在多角化的樣本上，本研究主要探討民國 83 年起到 91 年底的資料，共計九年；而在公司治理評等的樣本方面，本研究主要探討民國 87 年起到 91 年的資料，共計五年，因此可能因為研究期間過短而導致偏誤。

### 二、多角化和公司治理評等資料建置上限制

在資料建置上，由於台灣資料庫方面並未建置部門別、外銷地區及部門編碼的資料，對於公司治理評等的相關變數資料亦無建置，所以必須以人工的方式建置資料庫，故可能在資料建檔方面可能會因人為操作因素而造成資料上的偏誤，而有所結果失真的情形。

### 三、超額價值計算上限制

在公司超額價值之計算上，採用 Berger and Ofek (1995) 以 EBIT 乘數、資產乘數和銷貨乘數分別計算公司之超額價值。但受限於台灣地區部門別財務資訊中缺乏各部門的 EBIT 資料，故無從計算 EBIT 乘數下之超額價值。此外，在資產乘數之計算上，由於各部門資產總和佔總資產比例差異懸殊，大致上都不到總資產之 50%，唯恐導致計算超額價值之結果失真，故本研究僅以銷貨乘數來作為公司價值的衡量指標，而無法同時進行銷貨乘數與資產乘數或 EBIT 乘數相比較，故可能造成實證結果的週延性上不足的困擾。

又在計算超額價值方面，必須要在同一產業單一部門數達五家以上時，才能求算產業平均的中位數做為標竿企業進行比較，可能會因公司之限制嚴格而導致標竿企業的代表性不足的問題。

此外，在計算超額價值方面，由於「其他部門」並無對應的 SIC 碼，且每家企業的其他部門經營型態與類別上差異甚大，因此無法有效定義其相同產業。故在計算超額價值上並未將其他部門的價值予以計算。

#### **四、股權結構變數限制**

在公司治理變數上，由於受限於台灣企業經營型態主要為家族企業為主，即代表著相較於國外公司來說，大部份的企業通常為擁有人身兼經理人的狀況，因此實證結果可能與國外相關研究會有所差異。再者，國內在董事會的組成上，「外部董事」的觀念是近期才被國內企業所採納，因此不論是樣本的選取上或外部人的持股比例上都相當少，甚至不存在。故在本研究中，董事會的組成僅以董監事持股合計代表之，不嚴格區分內、外部董事。此外，在股權結構變數方面，國外學者多數會引用經理人的薪資做為重要的衡量變數之一，但由於國內在這方面的資料取得不易，故無法針對這部分的資料做進一步的驗證。

#### **五、公司治理評等的限制**

在公司治理評等上，主要是採用葉銀華等(2002)所提出的五個構面、17個變數的評等方法為基礎，對所有上市公司之公司治理健全度進行評等。由於受限於資料取得上的限制，因此將其評等修改為四個構面、12個變數。

#### **六、資料來源限制**

本研究之樣本公司的各財務資料和部分公司治理資料乃是取自於台灣經濟新報之上市公司財務資料庫、上市公司股價資料庫和上市公司基本資料庫，故資料的完整性與真實性完全取決於該資料庫。

## 第肆章 實證結果與分析

本研究主要是探討多角化企業與代理成本、公司治理的關係，在本章中係針對第三章提出之研究假說進行實證，以驗證多角化活動與公司價值、代理成本和公司治理間的關係，且就相關實證結果進行分析、說明及彙總，以下共分五節：第一節對全部樣本及相關變數做敘述性統計分析。第二節中，分析多角化活動與公司價值的關係。第三節則探討多角化活動和代理成本之間的關係。第四節分析多角化企業與公司治理的關係。最後，在第五節中進行小結。

### 第一節 敘述統計分析

表 4-1 為全部樣本及公司相關變數之敘述統計分析。首先，在部門數方面，多角化企業部門數最少為 2 個部門，而最多為 9 個部門。在公司規模方面，多角化企業之規模顯著大於單一部門企業，由此可見公司採行多角化後將伴隨著規模擴大，隱含多角化企業較容易享有規模經濟及範疇經濟之效益。在獲利能力方面，由於受到極端值影響，故在稅前息前淨利的中位數方面多角化企業顯著的比單一部門企業差，即代表公司採行多角化後，其多角化帶來成本遠遠大於多角化帶來的利益，亦即隱含多角化企業在獲利能力上的表現不如單一部門企業。在資本支出方面，多角化企業中位數高於單一部門企業，但不顯著。在成長機會方面，多角化企業 Tobin's Q 的平均數或中位數均顯著的低於單一部門企業，即隱含多角化企業的投資機會較差，進而影響公司獲利能力，最終導致公司的價值下降。最後，在公司成立年數方面，多角化企業成立年數顯著的高於單一部門企業，平均多出 1.25 年，亦即隱含當企業經營愈久之際則愈有動機去從事多角化活動。

### 第二節 多角化活動對企業價值的影響

在本節中主要針對不同型態多角化對公司價值影響。分別利用統計檢定和迴

表 4-1 全部樣本與公司相關變數之敘述性統計分析表

此表涵蓋民國 83 年至 91 年全部樣本，共 2,560 筆公司年資料。其中，單一部門有 1,962 個樣本，多角化企業有 598 個樣本。變數定義如下：規模為公司總資產取自然對數；獲利能力為稅前息前淨利除以總銷貨收入；資本支出為總銷貨收入增額加上當年度折舊；投資機會為權益市值加負債面值除以資產面值；成立年數為公司成立期間取自然對數。其中差異係數多角化企業減去單一部門企業。\*\*\*表示 1%顯著水準。

變數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
<b>部門數</b>					
全部公司	1.35	1.00	1.00	9.00	0.76
多角化企業	2.51	2.00	2.00	9.00	0.85
單一部門企業	1.00	1.00	1.00	1.00	0.00
差異	1.51 ***	1.00 ***			
<b>規模 (SIZE)</b>					
全部公司	15.691	15.553	13.119	19.729	1.097
多角化企業	15.925	15.849	13.700	19.349	1.198
單一部門企業	15.619	15.491	13.119	19.729	1.088
差異	0.306 ***	0.358 ***			
<b>獲利能力(EBIT)</b>					
全部公司	0.0094	0.0765	-70.8771	1.6740	1.5292
多角化企業	0.0552	0.0649	-2.8017	0.6467	0.2170
單一部門企業	-0.0046	0.0790	-70.8771	1.6740	1.7425
差異	0.0598	-0.0141 ***			
<b>資本支出(CAPSPEND)</b>					
全部公司	0.0912	0.0385	-2.9849	6.6782	0.2635
多角化企業	0.0896	0.0398	-1.2585	1.6850	0.2028
單一部門企業	0.0917	0.0382	-2.9849	6.6782	0.2795
差異	-0.0021	0.0016			
<b>投資機會(Tobin's Q)</b>					
全部公司	1.540	1.291	0.280	20.401	1.021
多角化企業	1.333	1.200	0.557	4.006	0.585
單一部門企業	1.603	1.308	0.280	20.401	1.113
差異	-0.270 ***	-0.108 ***			
<b>成立年數(Age)</b>					
全部公司	3.5366	3.5553	2.6391	4.5109	0.3369
多角化企業	3.7066	3.7612	2.8332	4.2195	0.2634
單一部門企業	3.4848	3.4965	2.6391	4.5109	0.3398
差異	0.2218 ***	0.2647 ***			

歸分析來探討多角化活動對公司超額價值和資產報酬率的影響。

表 4-2 為公司價值之統計檢定的實證結果分析表，在全部樣本公司方面，超額價值和資產報酬率(ROA)的平均數分別為 5.21%和 4.89%，顯著大於零。在部門多角化方面，部門多角化企業在超額價值和資產報酬率的平均數分別顯著比單一部門企業低 4.44%和 2.04%，應證了部門多角化會造成公司價值減損，與 Berger and Ofek(1995)多角化會降低公司價值的結果相同，推究其原因可能是由於單一部門企業專精於本業，產生了學習曲線效果，發揮專業化之效益，而在多角化企業方面，由於在多角化過程中，可能會產生代理成本、資產分配不當等，造成多角化的成本高於多角化的效益。因此相較於單一部門專業化之效益，公司採行部門多角化活動將會造成公司價值減損的現象。在地理多角化方面，地理多角化企業在超額價值和資產報酬率的平均數分別顯著比單一部門企業高 5.22%和 6.11%，推論是由於地理多角化經營上較有彈性，可將產品移至成本最低的國家來生產，或將產品配銷到需求最大的國家來進行銷售，以獲取最大報酬，故能夠相對於當地國企業而言擁有較大的公司價值。此外，在台灣企業的地理多角化經營上通常不會伴隨著部門多角化，因此在採行地理多角化之際將不會受到部門多角化價值折減的影響，故地理多角化公可以有效的提升公司價值。

接著，本研究採用迴歸分析進一步的來驗證多角化活動對企業價值的影響。表 4-3 中，在部門多角化方面，從模型一中可以發現不論是採用超額價值或資產報酬率來衡量公司價值，實證均指出部門多角化活動與公司價值間呈現顯著的負向關係，亦即代表公司採行部門多角化活動將會導致公司價值的減損。在不同程度多角化方面，從模型二的實證發現當 Entropy Measure 指數與公司價值間呈現顯著的負向關係，即代表部門多角化程度愈高時，公司的價值將會隨之遞減，此結果與 Comment and Jarrel(1995)不謀而合，推究其原因乃是多角化程度愈高，公司愈有可能將資金投入於較差的投資方案中，而導致公司整個的價值減損。在地理多角化方面，從模式三中可以發現地理多角化和公司的超額價值與資產報酬率間皆呈現顯著的正相關，亦即代表著採行地理多角化活動將可創造公司價值。

表 4-2 公司價值之敘述性統計表

此表涵蓋民國 83 年至民國 91 年部門多角化和地理多角化之公司價值，在公司價值方面分別採用：(1)Berger and Ofek (1995)的銷貨乘數來計算超額價值： $EV_{i,t} = Ln(AI_{i,t} / IV_{i,t})$ ，其中， $AI_{i,t}$  為公司權益市值加上負債面值， $IV_{i,t}$  為公司各部門估計值加總；(2)資產報酬率(ROA)，其衡量方式為：稅前息前淨利\*(1-稅率)/平均資產。部門多角化企業係指財報中部門數有 2 個以上之公司。地理多角化企業係指有外銷至國外地區者。差異為有部門(地理)多角化企業減無部門(地理)多角化企業。\*\*\*表示 1%之顯著水準，\*\*表示 5%之顯著水準，\*表示 10%之顯著水準。

變數	個數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
EV	2,560	0.052 ***	0.0002 ***	-6.776	4.162	0.647
ROA (%)	2,560	4.889 ***	4.960 ***	-57.750	58.560	8.522
<b>Panel A：部門多角化</b>						
<b>超額價值(EV)</b>						
有部門多角化	598	0.0181 ***	-0.0170 ***	-6.7764	4.1619	0.6990
無部門多角化	1,962	0.0625 ***	0.0006 ***	-2.0750	3.8489	0.6300
差異		-0.0444 *	-0.0176 **			
<b>資產報酬率(ROA)</b>						
有部門多角化	598	3.328	3.840	-47.220	25.490	6.589
無部門多角化	1,962	5.365	5.326	-57.750	58.560	8.977
差異		-2.037 ***	-1.486 ***			
<b>Panel B：地理多角化</b>						
<b>超額價值(EV)</b>						
有地理多角化	1,620	0.0713 ***	0.0183 ***	-6.7764	3.8489	0.6582
無地理多角化	940	0.0191 ***	-0.0003 ***	-2.0750	4.1619	0.6259
差異		0.0522 **	0.0186 ***			
<b>資產報酬率(ROA)</b>						
有地理多角化	1,620	5.113	5.070	-47.220	58.560	8.539
無地理多角化	940	4.502	4.735	-57.750	50.640	8.482
差異		0.611 **	0.335 *			

在不同年度的分類驗證方面，主要是由於本研究在探討多角化活動與公司治理關係上，受限於資料庫收錄資料年限的限制，其研究期間為民國 87 年至民國 91 年，為了要避免資料會受到期間結構因素影響而造成差異，故在此分別針對民國 83 年到民國 86 年與民國 87 年到民國 91 年二組群分群進行驗證，探討多角化程度與公司價值間關係是否有所差異。本研究發現不論是在 83 至 86 年樣本群或

87 至 91 年樣本群皆可以發現部門多角化程度和公司的超額價值、資產報酬率間呈現顯著的負向關係。因此，由實證可知多角化活動所造成公司價值減損的現象，不會受到期間結構的影響。

在控制變數上方面，在公司規模上，實證發現除了 83 至 86 年樣本群中公司規模和公司價值呈現不顯著的負相關外，其他分類均發現公司規模和公司價值間存在著正相關，亦即代表公司規模愈大時將會伴隨著公司價值愈高。在獲利能方面，實證指出獲利能力與超額價值間大致上呈現負相關，但卻與資產報酬率間皆呈現顯著的正相關。最後，在資本支出方面，研究發現資本支出與公司價值間皆呈現正相關，推論其因可能是因為大量的資本投資將能創造未來的現金流量，而讓公司價值予以提升。

綜上所述，本研究發現對台灣上市公司來說，首先，在部門多角化方面，實證指出不論是統計檢定或迴歸分析皆可發現當部門多角化與公司價值且呈現負相關，此與 Berger and Ofek(1995)、Graham et al.(2002)和尤綉雯(2003)等實證相符，亦即支持本研究假說 1a，即意含著公司採行部門多角化之際將會導致公司價值減損，且當多角化程度愈高時，公司價值折價的現象愈明顯。在地理多角化方面，實證發現地理多角化對公司價值有正面的影響，故支持本研究假說 1b。

因此，由上述實證結果發現，當企業採行部門多角化時，對公司績效、價值會有負面的影響，進而造成了部門多角化企業之公司價值顯著比單一部門企業來的差。故本文後續研究中將針對部門多角化進行深入的探討，進一步研究代理成本與公司治理是否為造成其部門多角化企業績效不彰的重要因素。

### 第三節 多角化企業與代理成本的關係

在本節中主要是探討部門多角化企業在代理成本上與單一部門企業間的差異，並深入探討代理成本是否為部門多角化價值折損的原因。

表 4-3 多角化型態與超額價值關係之迴歸分析

本表涵蓋民國 83 年至 90 年間依據全部和不同年度分類下，探討不同型態多角化與公司價值之間的關係，其迴歸模型為：

$$VALUE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(Diversify)_{i,t} + \beta_2 \ln(Size)_{i,t} + \beta_3(EBIT)_{i,t} + \beta_4(CAPSPEND)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

依變數公司價值，分別採用 EV 和 ROA 來計算。其中，EV 係指超價值乃是採 Berger and Ofek (1995) 的銷貨乘數來計算： $EV_{i,t} = Ln(AI_{i,t} / IV_{i,t})$ ，其中， $AI_{i,t}$  為公司權益市值加上負債面值， $IV_{i,t}$  為公司各部門估計值加總和。ROA 係指資產報酬率，即為稅前息前淨利\*(1-稅率)/平均資產。模式一代表是否進行部門多角化之迴歸模式。模式二代表不同多部門角化程度之迴歸模式。模式三代表是否進行地理多角化之迴歸模式。自變數定義如下：Diversify 係衡量多角化活動，分別利用三種不同變數進行衡量，其中包括：(1)虛擬變數 Segment 係指僅有部門多角化之公司，設為 1，其它設為零；(2)虛擬變數 Global 係指僅有地理多角化之公司，設為 1，其它設為零；(3)EI 係指衡量部門多角化程度，乃是採用 Entropy Measure 指數；SIZE 係指公司規模，為公司總資產取對數；EBIT 係指獲利能力，為稅前息前淨利除以總銷貨收入；CAPSPEND 係指資本支出比例，為資本支出除以總銷貨收入。此表採用最小平方法進行迴歸分析。\*\*\*表示 1%之顯著水準之顯著水準水準，\*\*表示 5%之顯著水準，\*表示 10%之顯著水準。

變數	83~91 年全部樣本						83~86 年		87~91 年	
	EV	EV	EV	ROA	ROA	ROA	EV	ROA	EV	ROA
	模式一	模式二	模式三	模式一	模式二	模式三				
Constant	-1.0521 ***	-1.1107 ***	-1.0601 ***	-2.5966	-2.6452	-2.0014	0.1681	1.0443	-1.3898 ***	-0.3019
Segment	-0.0606 **			-2.2545 ***						
EI		-0.1413 ***			-1.8375 ***		-0.1018 *	-1.5000 ***	-0.1298 ***	-1.9446 ***
Global			0.0507 **			0.6785 **				
ln(Size)	0.0693 ***	0.0735 ***	0.0668 ***	0.4964 ***	0.4839 ***	0.3972 ***	-0.0191	0.1984	0.0933 ***	0.2750
EBIT	-0.0703 ***	-0.0700 ***	-0.0703 ***	1.1848 ***	1.1811 ***	1.1777 ***	0.5961 ***	27.1123 ***	-0.0699 ***	1.0623 ***
CAPSPEND	0.3533 ***	0.3529 ***	0.3545 ***	2.3321 ***	2.3639 ***	2.3833 ***	0.4808 ***	0.8267	0.3259 ***	1.7736 **
Obv	2,560	2,560	2,560	2,560	2,560	2,560	785	785	1,775	1,775

## 一、代理成本衡量變數之統計檢定分析

表 4-4 描述了三種不同的代理成本衡量變數之敘述統計。在現金流量代理成本之衡量變數方面，在投資機會上多角化企業在 Tobin's Q 的平均數顯著的低於單一部門企業，亦即代表部門多角化企業相較於單一部門企業來說投資機會相對較差。在營運績效方面，單一部門企業的營運現金流量平均數顯著比多角化企業高 1.57%。在自由現金流量方面，多角化企業平均數顯著比單一部門企業高 0.69%，而在中位數方面，則多角化企業和單一部門企業間的差異未達統計上的差異，亦即代表多角化企業相較於單一部門企業較無法有效的運用資金，而產生資金浮濫的現象。在研發支出方面，單一部門企業平均數顯著高於多角化企業，亦即代表著多角化企業較不願意將資金投入在對公司未來發展有益的研發支出上。因此，相較於單一部門企業來說多角化企業的整體營運績效較差，而營運上會有過多的自由現金流量，但因為投資機會相對較差，卻又不願將資金有效的投入到對公司未來有益的研發投資上，而造成多角化企業在資金運用上被浮濫的使用，而造成有較大的現金流量問題，此與 Hyland and Diltz (2002) 結果不謀而合。

在管理誘因的代理成本衡量變數方面，在經理人持股率上，單一部門企業平均數顯著的比多角化企業高 2.32%，亦即代表多角化企業經理人持股比率相對較低，當經理人做出對股東、公司不利的決策時對自己的傷害程度將比較小，因此，經理人在進行決策時比較容易採取對股東不利的決策，而產生經理人與股東間的代理問題，故多角化企業擁有較大的管理誘因的代理問題。

最後，在負債的代理成本衡量變數方面，在負債比率上，多部門公司平均數顯著的比單一部門高 2.74%，推論是由於多角化企業會有互保效應，銀行會給予多角化企業較高的融資額度，且企業會為了稅盾效果而提高舉債額度，但相對來說也會造成公司的資金週轉不靈的可能性。在股利支付率方面，多角化企業平均數顯著比單一部門企業高 1.97%，即有較大的多角化動機。在大股東持股率方面，單一部門企業平均數顯著比多角化企業高，但並不顯著，亦即代表多角化企業在經營上，相對沒有大股東監控。故綜合上述，部門多角化企業由於有較大的

表 4-4 代理成本衡量變數之敘述性統計表

此表涵蓋民國 83 年至民國 91 年全部樣本，共 2,560 筆公司年資料。單一部門有 1,962 個樣本，多角化企業有 598 個樣本。變數定義如下：投資機會為權益市值加負債面值除以資產總額；營運績效為來自營運的現金流量除以資產總額；自由現金流量乃是修正 Copeland et al.(2002)所計算而得的自由現金流量除以資產總額；研發費用係指研發費用除以資產總額；經理人持股率係指公司的總經理、副總經理等經理人之持股率；負債比率係指負債總額除以資產總額；股利支付率係指當年股利除以去年盈餘且為連續三年的平均值；大股東持股率係指持股率超過 10%以上股東之持股率。差異為多角化企業減去單一部門公司。\*\*\*表示 1%顯著水準。\*表示 10%顯著水準。

變數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
<b>Panel A 現金流量代理成本之衡量變數</b>					
<b>投資機會(Tobin's Q)</b>					
全部公司	1.540	1.291	0.280	20.401	1.021
多角化企業	1.333	1.200	0.557	4.006	0.585
單一部門企業	1.603	1.308	0.280	20.401	1.113
差異	-0.270 ***	-0.108 ***			
<b>營運績效(CFO)</b>					
全部公司	0.0498	0.0480	-0.6182	1.5801	0.0998
多角化企業	0.0377	0.0369	-0.4482	0.6390	0.0766
單一部門企業	0.0534	0.0523	-0.6182	1.5801	0.1056
差異	-0.0157 ***	-0.0154 ***			
<b>自由現金流量(FCF)</b>					
全部公司	-0.0247	-0.0092	-0.6634	0.4565	0.1103
多角化企業	-0.0194	-0.0111	-0.4103	0.2603	0.0921
單一部門企業	-0.0263	-0.0090	-0.6634	0.4565	0.1153
差異	0.0069 *	-0.0021			
<b>研究發展(R&amp;D)</b>					
全部公司	0.0115	0.0034	0.0000	0.3007	0.0184
多角化企業	0.0068	0.0023	0.0000	0.0813	0.0108
單一部門企業	0.0130	0.0040	0.0000	0.3007	0.0200
差異	-0.0062 ***	-0.0017 ***			
<b>Panel B 管理誘因代理成本之衡量變數</b>					
<b>經理人持股率(Manager)</b>					
全部公司	0.0541	0.0232	0.0000	0.6767	0.0805
多角化企業	0.0363	0.0159	0.0000	0.3355	0.0480
單一部門企業	0.0595	0.0239	0.0000	0.6767	0.0873
差異	-0.0232 ***	-0.008 ***			

表 4-4 代理成本之敘述性統計表(續)

變數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
<b>Panel C 負債代理成本之衡量變數</b>					
<b>負債比率(D/A)</b>					
全部公司	0.3989	0.3944	0.0354	0.9485	0.1574
多角化企業	0.4199	0.4168	0.0891	0.8698	0.1496
單一部門企業	0.3925	0.3845	0.0354	0.9485	0.1591
差異	0.0274 ***	0.03231 ***			
<b>股利支付率(Payout)</b>					
全部公司	0.1498	0.0000	0.0000	4.6466	0.2802
多角化企業	0.1649	0.0000	0.0000	1.2761	0.2502
單一部門企業	0.1452	0.0000	0.0000	4.6466	0.2886
差異	0.0197 *	0.0000			
<b>大股東持股率(Block)</b>					
全部公司	0.0298	0.0000	0.0000	0.6703	0.0763
多角化企業	0.0267	0.0000	0.0000	0.4121	0.0743
單一部門企業	0.0308	0.0000	0.0000	0.6703	0.0769
差異	-0.0041	0.0000			

多角化動機，因此經理人有較大的可能性做出對公司不利的決策，進而使公司的所處風險提升、債評下降，故部門多角化企業擁有較大的負債的代理成本。

## 二、多角化企業代理成本之 Probit 模型分析

表 4-5 為多角化企業之代理成本的 Probit 模型分析，其中在模型 1、模型 3 和模型 5 中主要係衡量三種不同的代理成本，而模型 2 和模型 4 乃是欲衡量經理人持股和多角化間是否呈非線性關係。

首先在現金流量代理成本上，在投資機會方面，可以發現投資機會與部門多角化呈現正相關，亦即代表多角化企業在投資機會上相對來比單一部門企業差，但整體效果並不顯著。在營運現金流量方面，主要衡量公司的營運績效，實證發現多角化企業的營運現金流量顯著和多角化間呈顯著的負相關，即意謂著多角化企業的營運績效相對較差。在自由現金流量方面，主要是修正 Copeland et al.(2002) 計算而得的自由現金流量，實證指出自由現金流量與多角化間呈正相關，即隱含

多角化企業擁多的自由現金流量，但其效果並不明顯。在研發支出率方面，不論是模型 1 中的當年度的研發比率或模型 5 中研發的遞延效果方面，實證均指出多角化和研發支出上呈顯現的負相關，亦即代表多角化企業在研發的投入上顯著的比單一部門企業少。故綜上所述，多角化企業的整體營運績效較差，儘管營運上會有過多的自由現金流量，但因為投資機會相對較差，又不願將資金有效的投入於對公司未來有益的研發投資上，而造成多角化企業在資金運用上被浮濫的使用，而造成有較大的現金流量問題，其結果與 Hyland and Diltz (2002)相符。

在管理誘因代理問題方面，不論是用模型 1、5 的經理人的持股率或模型 3 的經理人的持股市值，實證皆可以發現經理人的持股率與市值皆和多角化呈現顯著負相關，即代表著多角化企業的經理人持股率相對較低，在進行決策之際將有可能將有可能會做出對公司不利的決策進而擁有較大的代理成本，其結果與 Hyland and Diltz (2002)不謀而合。進一步，在模型 2 和模型 4 方面，在考慮平方項後實證發現經理人持股率和多角化間呈現非線性關係，此與 Dennis et al.(2002)相符，亦即管理者股權結構比率和多角化間呈現先正後負的非線性關係。

最後，負債的代理成本上，在負債比率方面，實證指出多角化與負債比率間呈正相關，即隱含多角化企業的融資額度相對較大。在股利支付率方面，股利支付率與多角化間大致呈現負相關，亦即代表多角化企業不願將閒置資金以現金股利的方式發放給股東，故會有較大的多角化動機與能力，進而有可能將資金投入在無效率的投資方案上，而使股東和債權人的權益受損。在大股東持股率方面，實證發現大股東持股率和多角化間呈顯著的負相關，亦即代表多角化企業在經理人制定決策之際比較不會受到大股東的監督，較有可能做出對公司不利的決策。因此，由實證可知多角化企業在舉債相對較多，公司在盈餘方面較少以現金方式支付給股東，因此有較大的多角化動機，此時大股東的又沒有足夠的監督能力，故較易將資金投入無效率的方案，進而使公司處於較高風險的環境下，導致公司的債評下降，最終對債權人的權益受損，故部門多角化企業擁有較大的負債代理成本，其與 Dennis et al.(1997)和陳瓊蓉等(2004)不謀而合。

在控制變數上，在公司規模方面，規模與多角化間呈顯著的正相關，亦即代表多角化企業相對於單一部門企業有較大的規模。在成立期間方面，成立期間與多角化間呈正相關，亦即代表著多角化企業相對來說成立的期間較久，其結果與前述相符。最後，在資本支出方面則與多角化間呈正相關，但效果不明顯。

表 4-5 多角化企業之代理成本之 Probit 模型分析

本表為民國 83 年至 91 年間全部樣本，共 2,560 筆公司年資料。主要探討多角化企業之代理成本。其中，依變數為虛擬變數，當公司有採行部門多角化者設 1，其他設 0。其 Probit 模型為：

$$D_{i,t} = \alpha + \beta_1 \ln(\text{Size})_{i,t} + \beta_2 q + \beta_3 (D/A)_{i,t} + \beta_4 (\text{Cash Flow})_{i,t} + \beta_5 (\text{Free Cash Flows})_{i,t} + \beta_6 (\text{Payout})_{i,t} \\ + \beta_7 (R \& D)_{i,t} + \beta_8 (\text{Manager})_{i,t} + \beta_9 (\text{Block})_{i,t} + \beta_{10} \ln(\text{Age})_{i,t} + \beta_{11} (\text{CAPSPEND})_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

自變數中 Size 為資產取對數；q 即為 Tobin's Q 主要衡量投資機會；D/A 為公司的負債除上資產；Cash Flow 為自由現金流量除上資產，Free Cash Flow 為投資現金流量除上資產；Payout 為公司三年的股利支付率平均數，R&D 為研發支出除上資產；Manager(%) 為經理人的持股率，Manager(\$ ) 為經理人年底的持股市值；Block 為大股東持股率；Ln(age) 為公司成立年數取自然對數；CAPSPEND 為資本支出除上資產總額。其中模型 1、2 衡量經理人持股率；模型 3、4 衡量經理人持有市值；模型 5 衡量研發的遞延效果。Rp<sup>2</sup> 為模型解釋能力。\*\*\* 表示 1% 之顯著水準，\*\* 表示 5% 之顯著水準，\* 表示 10% 之顯著水準。

變數	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
Constant	-5.7971 ***	-6.4319 ***	-6.6733 ***	-6.6353 ***	-5.9173 ***
ln(Size)	0.0864 ***	0.1166 ***	0.1339 ***	0.1308 ***	0.0901 ***
q	-0.0448	-0.0457	-0.0329	-0.0379	-0.0381
D/A	0.1515	0.1520	0.1621	0.1690	0.2102
Cash Flow	-0.5814 *	-0.5409	-0.5242	-0.5252	-0.5869 *
Free Cash Flow	0.1008	0.0870	0.0723	0.0739	0.0324
Payout	-0.0304	0.0024	-0.0457	-0.0477	-0.0341
R&D/A	-6.8749 ***	-7.3261 ***	-6.7593 ***	-6.7249 ***	
R&D (3 years prior)					-6.7370 ***
Manager (%)	-2.2571 ***	2.3404 ***			-2.1522 ***
Manager <sup>2</sup> (%)		-19.297 ***			
Manager (\$)			-0.0427 **	-0.0212	
Manager <sup>2</sup> (\$)				-0.0017	
Block	-0.6413 *	-0.6829 *	-0.6921 *	-0.6955 *	-0.6726 *
Ln(age)	1.0899 ***	1.1081 ***	1.0972 ***	1.0998 ***	1.0992 ***
CAPSPEND	0.5570	0.4918	0.5229	0.5193	0.5111
Rp <sup>2</sup>	0.7563	0.7566	0.7535	0.7527	0.7492

綜合上述，實證發現部門多角化企業擁有較大的現金流量、管理誘因和負債的代理成本，故支持本研假說 2a、2b、2c，意即隱含著部門多角化企業擁有較大的代理成本，進而導致其績效不彰、價值減損的現象。

#### 第四節 多角化企業與公司治理的關係

在本節中主要是探討多角化企業與專業化企業在公司治理上的差異，故首先，本研究將採用數個過去研究中最常被採用股權結構變數來衡量多角化企業在公司治理特徵變數上的表現。接著，本研究採用董(監)事會組成、管理型態、關係人交易和介入市場等四個構面，對企業之公司治理做全面性的評等，並探討多角化價值與公司治理的關係。

##### 一、多角化企業之股權結構變數

在本研究中擬採用 Anderson et al.(2000)中所採用的總經理、大股東和董(監)事會持股率三種股權結構變數對多角化企業之公司治理特徵變數進行衡量，分別透過統計檢定與迴歸分析來驗證多角化企業與股權結構變數間的關係。

首先在敘述統計方面，表 4-6 為股權結構變數之敘述統計分析表，在總經理持股率方面，在全部公司的總經理持股率平均數有 5.07%，而在單一部門企業總經理持股率的平均數顯著比起多角化企業高 5.13%，此與 Dennis et al. (1997)實證結果一致，亦即代表總經理較有可能對做出較不理性的投資決策，不以股東財富極大化為其依歸，而產生代理問題的存在。在大股東持股率方面，全部公司的大股東持股率平均數為 2.98%，而單一部門企業平均數比多角化企業低 0.41%，亦即代表多角化企業經理人在進行決策之際將較無法受到大股東的監督，但整體來說其效果並不明顯。最後，在董(監)事持股率方面，全部樣本的平均數為 24.74%，而在多角化企業的平均數則顯著的比單一部門企業低 5.13%，亦即代表在董(監)事的監督能力方面，多角化企業相對來說的監督能力較差，而容易導致多角化企

業的經理人較容易將資金投入於無效率的投資方案，而導致公司的價值減損，此結果與 Anderson et al. (2000)結果不謀而合。

在探討敘述統計分析後，進一步利用迴歸分析探討多角化企業與股權結構間的關係，表 4-7 為多角化活動與公司治理股權結構關係之迴歸分析結果，在總經理持股率方面，實證指出多角化活動與總經理持股間呈現顯著的反向關係，亦即代表多角化企業在總經理的持股率相對較少。在大股東持股率方面，實證發現多角活動與大股東持股率間呈負相關，亦即代表多角化企業大股東持股相對較低，對於經理人的監督能力較差，但效果並不顯著。在董(監)事持股方面，實證結果可知多角化活動與董(監)持股率間呈顯著的負向關係，即多角化企業的董(監)事的監督能力相對較差。

表 4-6 股權結構變數之敘述統計表

此表涵蓋民國 83 年至 91 年全部樣本，共 2,560 筆公司年資料，其中單一部門企業有 1,962 筆資料，多角化企業有 598 筆資料。變數定義如下：總經理、大股東和董(監)事持股率分別係指總經理、大股東和董(監)事持股數佔公司普通股流通在外股數的比率。其中差異為多角化企業減單一部門企業。\*\*\*表示 1%之顯著水準，\*表示 10%之顯著水準。

變數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
<b>總經理持股率</b>					
全部公司	0.0507	0.0203	0.0000	0.6767	0.0790
多角化企業	0.2081	0.1777	0.0500	0.6832	0.1092
單一部門企業	0.2594	0.2368	0.0013	0.8142	0.1436
差異	-0.0513 ***	-0.0591 ***			
<b>大股東持股率</b>					
全部公司	0.0298	0.0000	0.0000	0.6703	0.0763
多角化企業	0.0267	0.0000	0.0000	0.4121	0.0743
單一部門企業	0.0308	0.0000	0.0000	0.6703	0.0769
差異	-0.0041	0.0000 *			
<b>董(監)事持股率</b>					
全部公司	0.2474	0.2259	0.0013	0.8142	0.1381
多角化企業	0.2081	0.1777	0.0500	0.6832	0.1092
單一部門企業	0.2594	0.2368	0.0013	0.8142	0.1436
差異	-0.0513 ***	-0.0591 ***			

控制變數方面，首先在規模上來說，大致上規模和總經理持股率、大股東持股率和董(監)事持股率間呈現負向的關係，推論乃是因為當公司的規模愈大時，公司的股權結構應更加分散，因此在總經理持股率、大股東持股率和董(監)事持股率方面亦應該更加分散，而使持股率下降。在研發支出方面，除了與董(監)事持股間呈正相關外，實證發現研發支出與公司治理特徵變數間大致呈顯著的負相關，投資在研發支出愈大其相對公司規模亦愈大，故股權結構會相對分散，因此當研發支出愈大時，在總經理、大股東和董(監)事會持股率亦相對較低。

綜合上述，經由敘述統計分析與迴歸分析後，實證發現多角化活動與股權結構變數如下：在總經理持股率與多角化活動間呈現顯著的負相關，支持研究假說 3a，即代表的多角化企業的總經理持股率相較於單一部門企業低，多角化企業經理人在進行決策時，將比較會做出傷害股東價值的決策，而產生代理問題。在大股東持股率方面，實證指出大股東持股率與多角化活動間呈現負相關，亦即代表支持本研究假說 3b，意謂著多角化企業相較於單一部門企業在進行決策之際較不會受到大股東的監督。最後，在董(監)事持股率與多角化活動間的關係方面，實證指出呈現顯著的負相關，即支持本研究假說 3c，亦即代表多角化企業在董(監)事的監督能力方面相較於單一部門企業是比較差的，而對於經理人將沒有足夠的監督效果而做出對公司不利的決策。

## 二、多角化價值與公司治理的關係

在探討了多角化企業在公司治理結構變數上的表現後，進一步本文擬修正葉銀華等(2002)所提出的公司治理評等方法，對多角化企業之公司治理做更全面性的評估，並更進一步探討多角化價值與公司治理間的關係。故首先在本段中將先行發行公司治理評等，進一步探討多角化企業與專業化企業在公司治理評等上的差異，最後則探討多角化價值與公司治理的關係。

### (一) 公司治理評等構面與變數之基本統計分析

在公司治理評等結構與變數方面，乃是利用前章所述的評等方法針對民國

表 4-7 多角化活動與股權結構關係之迴歸分析

此表為民國 83 年至 91 年，共 2,560 筆公司年資料。主要探討多角化活動與公司治理特徵變數間的關係，其迴歸模式為：

$$(Corporate\ Governance)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(Diversify)_{i,t} + \beta_2 \ln(Size)_{i,t} + \beta_3(R\&D)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中，依變數 Corporate Governance 衡量變數有三種，分別包括了：總經理、大股東持股率和董(監)事會的持股率。在自變數方面，Diversify 係為衡量多角化的變數，在此分別利用(1)虛擬變數 Segment：係指有採用部門多角化者為 1，其他為 0；(2)EI 係指衡量部門多角化程度，乃是採用 Entropy Measure 指數。在規模方面係為公司資產總額取自然對數；研發支出係指公司的研發支出除以資產總額。模式一為是否進行部門多角化之迴歸模式。模式二為不同多角化程度之迴歸模式。此表採用最小平方方法進行迴歸分析。\*\*\*表示 1%之顯著水準，\*\*表示 5%之顯著水準。

變數	總經理持股率		大股東持股率		董(監)事持股率	
	模式一	模式二	模式一	模式二	模式一	模式二
Constant	16.8984***	16.4897***	5.4517***	5.0806***	46.0368***	46.248***
Segment	-2.6639***		-0.4874		-4.4985***	
EI		-2.6644***		-0.9812**		-2.7019***
ln(Size)	-0.0070***	-0.0069***	-0.0014	-0.0011	-0.0132***	-0.0138***
R&D	-0.2044**	-0.1682**	-0.1930**	-0.1942**	0.3835***	0.4783***

87 年到 91 年間所有上市公司進行評等<sup>10</sup>，進而配對到本研究之樣本對象上。表 4-8 為全部樣本<sup>11</sup>企業的公司治理構面與變數之敘述統計分析，在董(監)事會組成方面，在最大股東成員擔任董事席比率上全部樣本公司的平均數為 33.06%，且多角化企業的平均數顯著的低於單一部門企業達 2.32%。專業管理者擔任董事席位比率方面，全部公司的平均數為 24.53%，且多角化企業平均數比單一部門企業多 0.44%，但不顯著。其他股東成員擔任董事席位比率上，全部樣本公司的平均數為 42.41%，且多角化企業平均數顯著的高出單一部門企業 2.76%。最大股東成員擔任監事席位比率方面，全部樣本平均為 54.56%，且多角化企業平均數顯著比單一部門企業高 4.71%。而在其他股東成員擔任監事席位比率上，全部樣本平均為 45.44%，且多角化企業平均數顯著比單一部門企業低了 4.71%。最後，

<sup>10</sup> 全部上市公司之敘述統計分析詳見附錄 3。

<sup>11</sup> 87 年至 91 年間應共計 1,775 筆樣本年資料。而在公司治理評等方面，排除資料不全者，共計 1,723 筆資料，其中多單一部門企業為 1,355 筆，多角化企業共計 368 筆公司年資料。

在監察人數目方面全部樣本中位數為 2 人，且多角化企業監察人數目顯著比單一部門企業少。

在管理型態方面，法人股東持股率上，全部樣本的平均數為 2.46%，且多角化企業平均數顯著比單一部門企業低 0.71%，但中位數上彼此的差異未達統計上的差異。最大股東成員擔任董事長/總經理在全部樣本中，最大股東成員有擔任董事長或總經理職位的公司有 1,079 筆樣本，未擔任上述二種職任者有 644 筆樣本，且在多角化企業最大股東成員擔任董事長/總經理的比率顯著的比單一部門少了 13.3%。

在關係人交易方面，關係人資金來往比率在全部樣本平均數為 0.11%，且多角化企業平均數和中位數均比單一部門企業小，但整體來說效果不顯著。關係人銷、進貨比率全部樣本平均數為 1.18，且多角化企業平均數顯著的比單一部門企業少 5.33%。關係人應收、付款比率的全部樣本平均數 0.18%，且多角化企業顯著的比單一部門企業低 0.9%，而中位數方面則未達顯著上的差異。

在介入市場方面，董(監)事質押比率的全部樣本平均數為 19.33%，且多角化企業平均數顯著的比單一部門企業高 10.9%。在成立投資公司的全部樣本的中位數為 2 家，且多角化企業的平均數顯著的比單一部門企業多。

## (二) 企業多角化與公司治理的關係

### 1、公司治理評等之建立

在探討公司治理之構面與變數後，本研究進一步依其權重來發展並建立公司治理評等，探討公司治理評等在不同分類下其表現為何。表 4-9 為公司治理評等之敘述性統計分析表。全部樣本公司在尚未分類前，公司治理綜合評等指標(CGI)平均數為 55.57 分。部門多角化方面，單一部門企業的公司治理評等得分的平均數顯著比部門多角化企業高了 2.7 分，應證了研究假說 4a，推究其原因，可是能由於部門多角化企業其多角化所帶來的成本遠遠大於其所帶來的效益，進而產生公司績效不彰、價值折損的問題，而經理人為了隱瞞公司績效的表現，因此導致部門多角化企業之公司治理不彰的現象。在地理多角化方面，地理多角化公司的

表 4-8 全部樣本公司之公司治理構面與變數之敘述統計分析

此表涵蓋民國 87 年至民國 91 年全部樣本，共 1,723 筆公司年資料，單一部門企業有 1,355 個樣本，多角化企業有 368 個樣本。其中最大股東成員擔任董事(監事)席位比率為最大股東成員擔任董事(監事)席位除以全部董事合計席位。其他股東成員擔任董事(監事)席位比率，係指非最大股東成員和專業管理者的其他董事席次佔全部董事(監事)合計席次。法人股東係指比率係指三大法人持股數除以公司流通在外的總股數。最大股東成員是否擔任董事長/總經理為一虛擬變數，當最大股東成員有擔任公司的董事長或總經理者則為 1，其他為 0。關係人資金來往比率係指關係人應收借支、應付融資及背書保證金額占資產比率減去產業之平均數。關係人銷、進貨比率係指關係人銷貨、加工加入、進貨、外包加工金額占公司資產比率減去產業之平均數。關係人應收、應付款比率係指關係人應收款和應付款總額佔公司資產比率減去產業之平均數。董(監)事質押比率係指董(監)事質押股數除以公司普通股流通在外股數。成立投資公司係指公司利用公司資金成立投資的家數。\*\*\*表示 1% 之顯著水準，\*\*表示 5% 之顯著水準，\*表示 10% 之顯著水準。

變數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
<b>Panel A 董(監)事會組成</b>					
<b>最大股東成員擔任董事席位比率(%)</b>					
全部公司	33.06	28.57	4.35	100.00	21.40
多角化企業	31.24	22.22	4.76	100.00	23.36
單一部門企業	33.56	28.57	4.35	100.00	20.81
差異	-2.32 **	-6.35 ***			
<b>專業管理者擔任董事席位比率(%)</b>					
全部公司	24.53	20.00	0.00	100.00	17.94
多角化企業	24.18	20.00	0.00	100.00	18.23
單一部門企業	24.62	20.00	0.00	100.00	17.86
差異	0.44	0.000			
<b>其他股東成員擔任董事席位比率(%)</b>					
全部公司	42.41	42.86	0.00	94.74	25.88
多角化企業	44.58	50.00	0.00	94.44	27.73
單一部門企業	41.82	42.86	0.00	94.74	25.32
差異	2.76 **	7.14 ***			
<b>最大股東成員擔任監察人席位比率(%)</b>					
全部公司	54.56	50.00	12.50	100.00	25.87
多角化企業	58.26	50.00	16.67	100.00	27.32
單一部門企業	53.55	50.00	12.50	100.00	25.38
差異	4.71 ***	0.00			
<b>其他股東成員擔任監察人席位比率(%)</b>					
全部公司	45.44	50.00	0.00	87.50	25.87
多角化企業	41.74	50.00	0.00	83.33	27.32
單一部門企業	46.45	50.00	0.00	875.0	25.38
差異	-4.71 ***	0.00			

表 4-8 全部樣本公司之公司治理構面與變數之敘述統計分析(續)

變數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
<b>監察人規模(人數)</b>					
全部公司	2.381	2.000	1.000	10.000	0.925
多角化企業	2.318	2.000	1.000	10.000	1.044
單一部門企業	2.398	2.000	1.000	8.000	0.890
差異	-0.080 *	0.000			
<b>Panel B 管理型態</b>					
<b>法人股東持股比率(%)</b>					
全部公司	2.46	0.21	0.00	52.04	5.89
多角化企業	1.90	0.33	0.00	43.16	3.92
單一部門企業	2.61	0.19	0.00	52.04	6.32
差異	-0.71 ***	0.14			
<b>最大股東成員是否擔任董事長/總經理</b>					
全部公司	0.626	1.000	0.000	1.000	0.4839
多角化企業	0.522	1.000	0.000	1.000	0.5002
單一部門企業	0.655	1.000	0.000	1.000	0.4757
差異	-0.133 ***	0.000			
<b>Panel C 關係人交易</b>					
<b>關係人資金來往比率(%)</b>					
全部公司	0.11	-0.36	-5.07	123.66	5.96
多角化企業	0.10	-0.45	-5.07	20.60	2.62
單一部門企業	0.12	-0.36	-5.07	123.66	6.58
差異	-0.02	-0.09			
<b>關係人銷、進貨比率(%)</b>					
全部公司	1.18	-5.56	-87.46	258.60	28.07
多角化企業	-3.01	-5.64	-87.46	124.85	18.84
單一部門企業	2.32	-5.53	-60.96	258.60	30.00
差異	-5.33 ***	-0.11			
<b>關係人應收、付帳款比率(%)</b>					
全部公司	0.18	-1.35	-7.99	51.41	5.79
多角化企業	-0.53	-1.21	-6.56	37.22	4.33
單一部門企業	0.37	-1.38	-7.99	51.41	6.12
差異	-0.90 ***	0.17			
<b>Panel D 介入市場</b>					
<b>董(監)事質押比率(%)</b>					
全部公司	19.33	6.90	0.00	100.00	25.85
多角化企業	27.90	15.95	0.00	100.00	28.84
單一部門企業	17.00	3.02	0.00	99.96	24.48
差異	10.90 ***	12.93 ***			

表 4-8 全部樣本公司之公司治理構面與變數之敘述統計分析(續)

變數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
<b>成立投資公司家數</b>					
全部公司	2.374	2.000	0.000	25.000	2.524
多角化企業	2.978	2.000	0.000	25.000	3.011
單一部門企業	2.210	2.000	0.000	16.000	2.350
差異	0.7680 ***	0.0000			

公司治理評等平均數比當地國公司，推論是由於多國公司在經營上由於監督困難或成本過於龐大而導致公司治理變差，但整體效果並不明顯，故並不會造成公司價值減損，其與前述的實證結果不謀而合。在期間別方面，民國 90 年到 91 年間公司治評等平均得分顯著的比民國 87 年到 89 年間的公司治理得分高出 3.06 分，即意謂著隨著時間的經過，台灣企業的公司治理健全度有逐漸提升的趨勢，推論主要是由於近幾年，一連串的企業弊案的發生，讓企業經營上開始正視公司治理的相關課題。在產業別方面，電子業的公司治理評等平均得分顯著比非電子業公司高出 10.56 分，即意謂著電子業重視公司治理的程度比非電子業來的高，推論是由於電子業佔台灣股市的權值較大，因此比較會受到投資機構或相關投資者的注目，故電子業公司的資訊相對比較公開，經理人所受到的監督亦相對較大，因此整體的公司治理表現優於非電子業。在獲利能力方面，稅前息前淨利大於中位數者屬於高獲利公司，而稅前息前淨利小於中位數者屬於低獲利公司，由表中發現在高獲利的公司其在公司治理評等的平均得分顯著的比低獲利公司，即意謂著高獲利企業在公司治理表現上相對於低獲利企業優異，推論主要是由於績效較佳的公司，經理人比較不會有所隱瞞，使得公司治理分數較高。

## 2、企業多角化與公司治理的關係

在了解公司治理之敘述統計分析後，進一步本研究將採用迴歸模型來探討企業多角化與公司治理的關係，表 4-10 實證發現部門多角化和公司治理間呈顯著的負相關，亦即代表多角化企業的公司治理評等顯著比單一部門企業差異，且隨著多角化程度愈高，其現象愈明顯。在控制變數方面，實證發現規模和公司治理

間呈顯著的正相關，即當公司規模愈大時公司治理則會愈健全，推論是由於當公司規模愈大時，其會有較多的投資人欲去了解其公司的整體表現，故被迫要具有較大的資訊透明度，因此規模大的企業相對來說公司治理較健全。在獲利能力方面，實際發現獲利能力與公司治理評等間呈顯著的正相關，亦即代表獲利能力愈好時，公司治理也同時會做的愈好，推論是由於公司營運較佳者，較能夠透明地揭露資訊，並致力於創造好的公司治理形象，故擁有較佳的公司治理結構。最後，

表 4-9 公司治理評等之敘述性統計分析表

此表涵蓋民國 87 年至民國 91 年各種分類下公司治理評等之得分。部門多角化企業係指部門數有 2 個以上之公司。地理多角化企業係指有外銷至國外地區者。電子業為股票代碼前兩碼為 23、24 和 30 之公司。獲利能力，為稅前息前淨利除以總銷貨收入。\*\*\*表示 1%之顯著水準。

變數	個數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
全部樣本	1,723	53.569 ***	53.333 ***	14.000	88.167	14.080
<b>Panel A：部門多角化</b>						
部門多角化企業	368	51.451	51.167	20.667	83.667	13.653
單一部門企業	1,355	54.145	54.333	14.000	88.167	14.144
差異(部門-單一)		-2.694 ***	-3.167 ***			
<b>Panel B：地理多角化</b>						
地理多角化公司	1,117	53.493	53.167	16.667	88.167	13.896
當地國公司	606	53.709	54.250	14.000	87.333	14.424
差異(地理-當地)		-0.216	-1.083			
<b>Panel C：期間別</b>						
87~89 年	889	52.087	51.333	14.000	84.167	14.337
90~91 年	834	55.149	56.000	20.667	88.167	13.633
差異(87~89 年-90~91 年)		-3.063 ***	-4.667 ***			
<b>Panel D：產業</b>						
電子業	687	59.917	60.667	21.167	88.167	12.916
非電子業	1,036	49.360	48.750	14.000	83.333	13.220
差異(電子-非電子)		10.558 ***	11.917 ***			
<b>Panel E：獲利能力</b>						
EBIT<中位數	861	47.423	47.000	14.000	82.500	12.540
EBIT>中位數	862	59.708	61.167	16.667	88.167	12.803
差異(小-大)		-12.285 ***	-14.167 ***			

在資本支出和公司治理評等間呈現著正相關，即資本支出愈大公司治理則愈佳。

綜上所述，在統計檢定和迴歸分析中皆可以發現企業多角化和公司治理間皆呈顯著的負相關，亦即代表多角化企業在公司治理的結構上顯著的比單一部門企業來的差，且多角化程度愈高其現象愈明顯，支持本研究假說 4a，即意謂著多角化企業在公司治理結構不彰，在經理人決策之際受到的監督相對較少，因此在決策時較不會以公司價值極大化為依歸，進而做出傷害公司價值之決策。

### (三) 公司治理與公司價值的關係

在驗證了部門多角化企業在公司治理表現上顯著的比單一部門企業差後，本文進一步欲探討公司治理與公司價值之間的關係，故在本段中分別利用統計檢定和迴歸分析來探討公司治理與公司價值的關係，並驗證公司治理是否為部門多角化價值減損的主要原因。

表 4-11 為公司治理與公司價值關係之敘述統計分析。首先在公司治理評等依中位數區分為高、低兩組，當公司治理評等大於中位數則屬於公司治理評等高

表 4-10 多角化企業與公司治理關係之迴歸分析

此表涵蓋民國 87 年至民國 91 年全部樣本，共 1,723 筆公司年資料。主要探討多角化企業與公司治理的關係，其迴歸模型為：

$$CGI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(Diversify)_{i,t} + \beta_2 \ln(Size)_{i,t} + \beta_3(EBIT)_{i,t} + \beta_4(CAPSPEND)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

依變數 CGI 係修正葉銀華等(2002)所計算出的公司治理評等指標，其分數愈高者，即公司治理愈健全者。自變數定義如下：Diversify 係衡量多角化活動，分別利用二種不同變數進行衡量，其中包括：(1)虛擬變數部門多角化係指僅有部門多角化之公司，設為 1，其它設為 0；(2)EI 係指衡量部門多角化程度，乃是採用 Entropy Measure 指數。規模係為公司總資產取自然對數。獲利能力為稅前息淨利除以總銷貨收入。資本支出係為資本支出除以總銷貨收入。其中(.)為 p 值。此表採用最小平方法進行迴歸分析。\*\*\*表示 1%之顯著水準之顯著水準，\*\*表示 5%之顯著水準。

常數	部門多角化	多角化程度	規模	獲利能力	資本支出
34.7046*** (0.000)	-3.1612*** (0.000)		1.2214*** (0.000)	4.4108*** (0.000)	0.6105*** (0.001)
35.0160*** (0.000)		-2.0803** (0.042)	1.1775*** (0.000)	4.4367*** (0.000)	0.6061*** (0.001)

的群組，而公司治理評等低於中位數則屬於公司治理評等低的群組。在超額價值方面，公司治理評等高的公司平均數顯著的比公司治理評等低的公司高 15.46%。在資產報酬率方面，公司治理評等高的公司亦顯著的比公司治理評等低的公司高 7.18%。故公司治理評等與公司價值間存在正向的關係，即意謂當企業的公司治理愈健全時，經理人在做任何策略時，會受到較大的監督，因此較不會做出無效率的決策，進而能夠提升公司價值。

表 4-12 公司治理與公司價值之迴歸分析，實證發現公司治理與公司超額價值、資產報酬率間呈顯著的正相關。亦即代表公司治理結構愈健全，將會伴隨著較佳的績效表現與較大的公司價值。在控制變數方面，公司的規模與超額價值間呈顯著的正相關，卻與資產報酬率間呈負相關，但並不顯著。而在獲利能力方面，稅前息前淨利與超額價值間呈負相關，但與資產報酬率間呈顯著的正相關。最後，在資本支出方面，與前述實證結果一致，皆與公司價值間呈顯著的正相關。

表 4-11 公司治理與公司價值關係之敘述統計分析

此表涵蓋民國 87 年至民國 91 年全部樣本，共計 1,723 本公司年資料。公司價值衡量方面分別採用：(1)Berger and Ofek (1995)的銷貨乘數來計算超額價值： $EV_{i,t} = Ln(AI_{i,t} / IV_{i,t})$ ，其中， $AI_{i,t}$  為公司權益市值加上負債面值， $IV_{i,t}$  為公司各部門估計值加總；(2)資產報酬率，其衡量方式為：稅前息前淨利\*(1-稅率)/平均資產。在公司治理評等分組上當公司治理評等大於中位數者公司治理評等高的群組，反之，則為公司治理評等低的群組。又差異代表公司治理評等高減去公司治理評等低。\*\*\*表示 1%之顯著水準。

變數	個數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
<b>超額價值(EV)</b>						
全部樣本	1,723	0.0772	0.0009	-6.7764	4.1619	0.6672
公司治理評等高	862	0.1545	0.0843	-1.6033	2.8847	0.6344
公司治理評等低	861	-0.0002	-0.0136	-6.7764	4.1619	0.6902
差異		0.1546 ***	0.0979 ***			
<b>資產報酬率(ROA)</b>						
全部樣本	1,723	0.0374	0.0402	-1.2157	0.5052	0.0981
公司治理評等高	862	0.0733	0.067	-1.2157	0.5052	0.0971
公司治理評等低	861	0.0015	0.0145	-1.0371	0.2280	0.0851
差異		0.0718 ***	0.0525 ***			

表 4-12 公司治理與公司價值之迴歸分析

此表為民國 87 年至 91 年共計 1,723 公司年資料，主要探討公司治理與公司價值的關係，其迴歸模式為：

$$VALUE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(CGI)_{i,t} + \beta_2 \ln(Size)_{i,t} + \beta_3(EBIT)_{i,t} + \beta_4(CAPSPEND)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

依變數公司價值，分別採用 EV 和 ROA 來計算。其中，EV 係指超價值乃是採 Berger and Ofek (1995) 的銷貨乘數來計算： $EV_{i,t} = Ln(AI_{i,t} / IV_{i,t})$ ，其中， $AI_{i,t}$  為公司權益市值加上負債面值， $IV_{i,t}$  為公司各部門估價值加總和。ROA 係指資產報酬率，即為稅前息前淨利\*(1-稅率)/平均資產。在自變數方面，CGI 係為公司治理指標乃是採用四個構面 13 個公司治理變數所得的評等指標，其得分愈高者，則代表公司治理愈健全；SIZE 係指公司規模，為公司總資產取對數；EBIT 係指獲利能力，為稅前息前淨利除以總銷貨收入；CAPSPEND 係指資本支出比例，為資本支出除以總銷貨收入。此表採用最小平方方法進行迴歸分析。\*\*\*表示 1% 之顯著水準之顯著水準。

變數	超額價值(EV)	資產報酬率(ROA)
Constant	-1.5024***	-10.9872***
CGI	0.0059***	0.3054***
ln(Size)	0.0783***	-0.1049
EBIT	-0.0675***	0.7579***
CAPSPEND	0.3538***	0.4282
Obv	1,723	1,723

綜上所述，經由統計檢定分析和迴歸分析後，本文發現當公司治理與超額價值和資產報酬率間呈顯著的正相關，此葉銀華等(2002)相符，即意謂著當公司治理不彰時，將會導致公司的績效下降、價值減損的現象。故本文研究發現，部門多角化企業在公司治理表現上相對較差，又公司治理不彰將導致公司價值減損的情況發生，故本研究推論公司治理乃是造成部門多角化價值減損的主要原因。

#### (四) 多角化程度與公司治理的關係

在驗證了公司治理乃是部門多角化折價的主要原因後，本研究進一步將驗證部門多角化企業是否能透過改善公司治理來提升公司價值。而在探討多角化程度與公司治理的關係方面，本研究分別探討在單一部門企業、多角化企業和在不同多角化程度之多角化企業等分類，在不同公司治理程度下在超額價值、資產報酬率的差異為何。

##### 1、單一部門企業、多角化企業在不同公司治理程度下之超額價值

表 4-13 為依公司治理評等和多角化程度形成投資組合之超額價值實證比較表。實證發現全部樣本的超額價值為 7.72%，而單一部門企業的超額價值為 8.88%、多角化企業的超額價值則為 3.44%，故就全部樣本公司來說，單一部門企業的超額價值顯著的比多角化企業高了 5.44%。在不同公司治理程度方面，實證皆發現不論是公司治理評等高、中或低，單一部門企業的超額價值均比多角化企業的超額價值來的高，且這個現象隨著公司治理評等愈高時愈明顯。

在公司治理評等方面，本文發現公司治理評等高的投資組合超額價值為 22.53%，公司治理評等中級的投資組合超額價值為 0.38%，公司治評等低的投資組合超額價值為 0.23%，故公司治理評等高的超額價值顯著的比公司治理評等低的，其實證與前述的實證不謀而言，亦即代表公司治理做的愈好的公司，經理人受到較大的監督，故將會做出對公司績效有益的決策，進而提升公司的超額價值。接著在不同多角化程度方面，本文發現在單一部門企業方面，公司治理評等高的公司超額價值為 24.49%，而公司治理評等低的公司超額價值為 1.37%，故就單一部門企業來說公司治理評等高的公司超額價值顯著的比公司治理評等低的公司高出 23.12%。在多角化企業方面，公司治理評等高的公司超額價值為 15.23%，而公司治理評等低的公司超額價值為-3.96%，故就多角化企業來說，公司治理評等高的公司超額價值顯著的比評等低的公司高出 19.19%。

此外，就單一部門企業來說，當公司治理最差一組的公司若能有效的提升公司治理結構至公司治理最好的一組時，將有效提升公司的超額價值達 23.12%。就多角化企業來說，公司治理最差一組的公司若將公司治理結構改善至評等最高的一組時，超額價值將可由-3.96%提升至 15.23%，有效提升公司的超額價值達 19.19%，且其超額價值有效的從負值提升正值，故多角化企業若能改善公司治理評等之際將有效的解決多角化折價的現象。此外，在多角化企業中公司治理評等高的投資組合中，其超額價值的平均顯著的比全部單一部門企業的超額價值平均來的高。

2、單一部門企業、多角化企業在不同公司治理程度下之資產報酬率

表 4-13 依公司治理評等和多角化程度形成投資組合之超額價值實證比較表

本表列示自民國 87 年至 91 年，依多角化程度和 CGI 大小，將樣本區分為單一部門企業和多角化企業以及公司治理評等高、中、低三組並形成投資組合。其中投資組合中的值係為該投資組合之超額價值(EV)。多角化程度差異係指單一部門企業超額價值減去多角化企業超額價值。CGI 大小差異係指係指公司治理評等得分高者之超額價值減去公司治理評等低者。\*\*\*表示 1%之顯著水準之顯著水準，\*表示 10%之顯著水準。

多角化程度 CGI 大小		全部樣本	專業化 v.s 多角化		
			單一部門企業	多角化企業	差異 (專業-多角化)
全部樣本		0.0772*** (N=1723)	0.0888*** (N=1355)	0.0344 (N=368)	0.0544*
公司 治 理 評 等	高	0.2253*** (N=575)	0.2449*** (N=453)	0.15227*** (N=122)	0.0926*
	中	0.0038 (N=574)	0.0071 (N=451)	-0.0085 (N=123)	0.0156
	低	0.0023 (N=574)	0.0137 (N=451)	-0.0396 (N=123)	0.0533
	差異 (高-低)	0.2230***	0.2312***	0.1919***	N/A

接著，在資產報酬率方面，表 4-14 為依公司治理評等和公司類別形成投資組合之資產報酬率實證比較表。實證發現全部樣本的資產報酬率為 3.74%，而單一部門企業的資產報酬率為 4.37%，而多角化企業的資產報酬率則為 1.43%，故就全部樣本公司來說，單一部門企業的資產報酬率顯著的比多角化企業高了 2.94%。在不同公司治理程度方面，實證皆發現不論是公司治理評等高、中或低的投資組合中，單一部門企業的資產報酬率均比多角化企業的資產報酬率來的高，其與超額價值的驗證上有相同的結果。

在公司治理評等方面，本研究實證發現不論就全部樣本、單一部門企業或多角化企業來說，公司治理評等高的投資組合的公司顯著的比公司治理評等低的投資組合公司有高的資產報酬率。就全部樣本改善方面由-0.97%提升至 8.88%。就單一部門企業來說，在低的公司治理評等投資組合公司，若能有效的提升公司治

理結構至公司治理評等高的投資組合時，其資產報酬率將可以-0.77%提升至9.7%。在多角化企業方面，亦有相同的實證結果，資產報酬率可由-1.73%提升至5.81%。故實證可以發現不論是單一部門企業或多角化企業皆可透過公司治理改善來提升公司的資產報酬率，與超額價值的結果不謀而合。

綜上所述，實證發現不論是單一部門企業或多角化企業均可藉由改善公司治理來提升整體的公司價值，且就多角化企業來說，改善公司治理結構後將可以有效的解決多角化折價的現象。

在確認了企業可透過改善公司治理結構來提升公司超額價值和資產報酬率後，本文進一步針對多角化企業進行驗證，探討在不同多角化程度下和不同公司治理評等的分類下超額價值和資產報酬率的差異。

表 4-14 依公司治理評等和多角化程度形成投資組合之資產報酬率實證比較表

本表列示自民國 87 年至 91 年，依公司類別和 CGI 大小，將樣本區分為單一部門企業和多角化企業以及公司治理評等高、中、低三組並形成投資組合。其中投資組合中的值係為該投資投合之資產報酬率(ROA)。多角化程度差異係指單一部門企業超額價值減去多角化企業資產報酬率。CGI 大小差異係指係指公司治理評等得分高者之超額價值減去公司治理評等低者。\*\*\*表示 1%之顯著水準之顯著水準，\*\*表示 5%之顯著水準，\*表示 10%之顯著水準。

多角化程度 CGI 大小		全部樣本	專業化 v.s 多角化		
			單一部門企業	多角化企業	差異 (專業-多角化)
全部樣本		0.0374*** (N=1723)	0.0437*** (N=1355)	0.0143*** (N=368)	0.0294***
公司 治 理 評 等	高	0.0888*** (N=575)	0.0970*** (N=453)	0.0581*** (N=122)	0.0389***
	中	0.0332*** (N=574)	0.0415*** (N=451)	0.0026 (N=123)	0.0389***
	低	-0.0097*** (N=574)	-0.0077** (N=451)	-0.0173* (N=123)	0.0097
	差異 (高-低)	0.0985***	0.1047***	0.0754***	N/A

### 3、不同多角化程度之多角化企業在不同公司治理程度下之超額價值

表 4-15 為根據所有多角化企業，依多角化程度和公司治理評等形成投資組合，探討其在超額價值表現上的差異。在不同多角化程度的超額價值方面，多角化程度低的超額價值為 9.17%，多角化程度中者超額價值為 6.24%，多角化程度低者超額價值為-5.15%，故隨著多角化程度上升，對公司的超額價值將會發生抑減的現象，意即多角化程度與公司價值間呈顯著的負相關，其結果與前述實證不謀而合。

接著，在多角化程度低方面，公司治理評等低的投資組合公司其平均超額價值為 11.03%，而公司治理評等高的投資組合公司其超額價值為 23.6%，故在多角化程度低的公司，在改善公司治理結構後將可以提升公司的超額價值達 12.57%。在多角化程度中等的投資組合方面，實證亦發現公司治理評等低的公司若改善公司治理結構至公司治理評等高的投資組合之際，其超額價值將可以由 -10.7% 提升至 14.88%。最後，在多角化程度高的投資組合方面，研究發現公司治理評等低的投資組合公司超額價值為-14.14%，當公司治理結構改善至評等高的投資組合時，將可提升公司的超額價值至 8.85%，即代表改善公司治理之際將顯著的提升公司的超額價值達 22.98%。

綜上所述，將多角化企業依多角化程度區分為高、中、低三組投資組合後，實證發現在各種不同多角化程度下，多角化企業均可透過改善公司治理有效的來提升公司的超額價值。此外，對於多角化程度中等和高等的多角化企業來說，若能從公司治理評等低的投資組合提升至公司治理評等高的投資組合時，其超額價值亦將可由負值提升至正值，即意謂著公司治理將可以有效的解決多角化折價的現象。

### 4、不同多角化程度之多角化企業在不同公司治理程度下之資產報酬率

表 4-16 為依多角化程度和公司治理評等形成投資組合之資產報酬率實證比較表。首先，在不同多角化程度下資產報酬率的差異方面，實證發現就多角化企業來說多角化程度低者在資產報酬率表現上並沒有一致的比多角化程度高投資

表 4-15 依多角化程度和公司治理評等形成投資組合之超額價值實證比較表

本表列示自民國 87 年至 91 年，依多角化程度和公司治理評等(CGI)大小，將樣本區分為多角化程度和公司治理評等高、中、低三組並形成投資組合。其中多角化程度衡量(EI)係採 Entropy Measure 指標來進行衡量，公司治理評等則修正葉銀華等(2002)所得綜合指標。其中投資組合中的值係為該投資投合之超額價值。EI 大小差異係指多角化程度高者之超額價值減去多角化程度低者。CGI 大小差異係指係指公司治理評等高者之超額價值減去公司治理評等低者。\*\*\*表示 1%之顯著水準之顯著水準，\*\*表示 5%之顯著水準，\*表示 10%之顯著水準。

EI 大小 CGI 大小		全部樣本	多角化企業多角化程度			
			低	中	高	差異 (低-高)
全部樣本		0.0344 (N=368) (t=0.887)	0.0917 (N=123) (t=1.180)	0.0624 (N=123) (t=0.937)	-0.0515 (N=122) (t=-0.934)	0.1432* (t=-1.503)
公司 治理 評等	高	0.1523*** (N=122) (t=3.012)	0.2360** (N=36) (t=2.496)	0.1488 (N=41) (t=1.605)	0.0885 (N=45) (t=1.140)	0.1475 (t=1.218)
	中	-0.0085 (N=123) (t=0.102)	-0.0482 (N=43) (t=-0.206)	0.1516 (N=40) (t=1.146)	-0.1259 (N=40) (t=-1.290)	0.0778 (t=0.378)
	低	-0.0396 (N=123) (t=0.626)	0.1103 (N=44) (t=1.119)	-0.1070 (N=42) (t=-0.920)	-0.1414 (N=37) (t=-1.260)	0.2516** (t=1.691)
	差異 (高-低)	0.1919*** (t=2.389)	0.1257 (t=0.920)	0.2558** (t=1.720)	0.2298** (t=1.729)	N/A

組合公司佳。其次，在公司治理評等方面，本文發現全部多角化樣本方面，確實公司治理評等最高者的資產報酬率顯著的比公司治理評等最差者高 7.54%。在不同程度多角化方面，多角化程度低的投資組合方面，若公司治理評等低投資組合的公司若將公司治理結構改善至評等高之際，資產報酬率將可由-3.85%提升至 5.37%，有效提升了 9.22%。在多角化程度中的投資組合方面，公司治理評等低的公司改善至公司治理高的公司亦可以將資產報酬率由-1.42%提升至 7.18%。在多角化程度高的投資組合方面，同樣的公司治理評等低者提升至公司治理評等高者時，資產報酬率亦可由 0.43%到 4.8%。故不論是多角化程度高、中、低的投

資組合公司均可透過公司治理的改善來提升資產報酬率，進而有效的提升公司的價值。

綜上所述，本文發現不論是單一部門企業或多角化企業均可以透過改善公司治理結構來提升公司的超額價值和資產報酬率。進一步，在不同多角化程度的投資組合樣本方面，本文亦發現不論是多角化程度低、中、高的投資組合樣本，均可以藉由改善公司治理來提升公司的超額價值和資產報酬率，亦即代表支持本研究假說 4b。除此之外，本研究同時發現就在全部多角化企業和多角化程度中等

表 4-16 依多角化程度和公司治理評等形成投資組合之資產報酬率實證比較表

本表列示自民國 87 年至 91 年，依多角化程度和公司治理評等(CGI)大小，將樣本區分為多角化程度和公司治理評等高、中、低三組並形成投資組合。其中多角化程度衡量(EI)係採 Entropy Measure 指標來進行衡量，公司治理評等則修正葉銀華等(2002)所得綜合指標。其中投資組合中的值係為該投資投合之資產報酬率。EI 大小差異係指多角化程度高者之資產報酬率減去多角化程度低者。CGI 大小差異係指係指公司治理評等高者之資產報酬率減去公司治理評等低者。\*\*\*表示 1%之顯著水準之顯著水準，\*\*表示 5%之顯著水準，\*表示 10%之顯著水準。

EI 大小 CGI 大小		全部樣本	多角化企業多角化程度			
			低	中	高	差異 (低-高)
全部樣本		0.0143*** (N=368) (t=2.593)	-0.0002 (N=123) (t=-0.021)	0.0223*** (N=123) (t=3.501)	0.0210** (N=122) (t=2.079)	-0.0212* (t=-1.390)
公司 治 理 評 等	高	0.0581*** (N=122) (t=12.332)	0.0537*** (N=36) (t=5.281)	0.0718*** (N=41) (t=7.691)	0.0480*** (N=45) (t=9.133)	0.0057 (t=0.529)
	中	0.0026 (N=123) (t=0.229)	-0.0015 (N=43) (t=-0.87)	0.0099 (N=40) (t=1.026)	-0.0003 (N=40) (t=-0.11)	-0.0011 (t=-0.034)
	低	-0.0173** (N=123) (t=-1.74)	-0.0385* (N=44) (t=-1.518)	-0.0142* (N=42) (t=-1.485)	0.0043 (N=37) (t=0.571)	-0.0428* (t=-1.500)
	差異 (高-低)	0.0754*** (t=6.845)	0.0922*** (t=3.209)	0.0860*** (t=6.429)	0.0437*** (t=5.240)	N/A

和高等的多角化企業來說，若能有效的將公司治理評等最低提升至公司治理最高之際，超額價值將可由負值提升至正值，即隱含著公司治理將可以有效的解決多角化折價的現象。

### (五) 不同多角化程度下公司治理與公司價值的關係

在確認了公司治理將可提升多角化企業之公司價值後本研究擬針對多角化做進一步的研究，探討探討在各種不同多角化程度下，公司治理對公司價值的影響的差異為何。表 4-17 為不同多角化程度下公司治理與公司價值關係之迴歸分析，在模型 1 方面，實證發現多角化企業可以透過公司治理來提升公司價值。而在模型 2 方面，實證發現多角化程度愈低時，公司治理對超額價值的影響則愈

表 4-17 不同多角化程度下公司治理與公司價值關係之迴歸分析

本表涵蓋民國 87 年至 91 年間所有多角化企業，共計 368 筆公司年資料，係探討不同多角化程度下，公司治理評等對公司績效的影響，其迴歸模型如下：

$$Value_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(CGI)_{i,t} + \beta_2(CGI * D)_{i,t} + \beta_3 \ln(SIZE)_{i,t} + \beta_4(EBIT)_{i,t} + \beta_5(CAPSPEND)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

依變數公司價值，分別採用 EV 和 ROA 來計算。其中，EV 係指超價值乃是採 Berger and Ofek (1995) 的銷貨乘數來計算： $EV_{i,t} = Ln(AI_{i,t} / IV_{i,t})$ ，其中， $AI_{i,t}$  為公司權益市值加上負債面值， $IV_{i,t}$  為公司各部門估計值加總和。ROA 係指資產報酬率，即為稅前息前淨利\*(1-稅率)/平均資產。模式 1 為公司治理評等對公司價值的影響。模式 2 為不同多角化程度下公司治理評對公司價值的影響。自變數定義如下：CGI 係修正葉銀華等(2002)所計算出的公司治理評等指標。D 係為虛擬變數，多角化程度高者設為 1，其他則為 0，其中多角化程度衡量係採 Entropy Measure 指數來衡量。Size 係衡量規模為公司總資產取對數。EBIT 為獲利能力係指稅前息前淨利除銷貨收入。CAPSPEND 係為資本支出比率係指資本支出除以總銷貨收入。此表採用最小平方方法進行迴歸分析。\*\*\*表示 1%之顯著水準之顯著水準，\*表示 10%顯著水準。

變數	多角化企業(n=368)			
	超額價值(EV)		資產報酬率(ROA)	
	模式 1	模式 2	模式 1	模式 2
Constant	-2.1295 ***	-2.2693 ***	-3.7294	-3.4797
CGI	0.0039	0.0053 *	0.1177 ***	0.1152 ***
CGI*D		-0.0028 **		0.0050
ln(Size)	0.1194 ***	0.1281 ***	-0.1031	-0.1186
EBIT	-0.4887 ***	-0.4860 ***	17.1803 ***	17.1756 ***
CAPSPEND	0.7724 ***	0.7730 ***	3.8502 *	3.8491 *

大，但在公司治理對資產報酬率的影響方面，多角化程度高或低間並無差異。故綜上所述，多角化程度愈低，透過公司治理來提升超額價值的效果則愈明顯。

## 第五節 小結

綜合以上實證，首先，在未加任何變數下的統計檢定分析和迴歸分析均發現部門多角化企業超額價值和資產報酬率比單一部門企業低，且多角化程度愈高其價值減損的則愈明顯，其符合假說 1a，即部門多角化會降低公司價值。但地理多角化則對公司價值有正面的影響，其符合假說 1b。因此，本文針對部門多角化價值減損現象進一步驗證，並提出其折價的原因與解決方法。

在代理成本方面，相較於單一部門企業來說，多角化企業擁有較大的現金流量代理成本，但由於不論是單一部門企業或多角化企業皆為負的自由現金流量，故整體來說其代理成本並不嚴重。在管理誘因代理成本方面，部門多角化企業經理人持股率顯著的比起單一部門企業來的低，即代表多角化企業的管理誘因代理成本較大，經理人做出對公司不利的決策，影響自己的財富相對較小，故決策時較易做出不利公司價值的策略。在負債代理成本方面，在沒有任何控制變數下，多角化企業在負債的代理成本上並不存在，而在加入控制變數後，多角化企業擁有較大的負債的代理成本，但效果不明顯。故綜上三種代理成本，多角化企業相對於單一部門企業擁有較大的代理成本，符合假說 2a、2b、2c，亦即代表多角化企業內存在較大的代理問題，經理人在進行任何決策之際可能不會以公司價值最大化為依歸，因而做出傷害股東、債權人等利益關係人的決策，而導致公司的價值減損，故代理成本乃是造成多角化企業價值減損、績效不彰的主因。

其次，在公司治理方面，在股權結構變數衡量方面，本文發現在未加入任何控制變數下，多角化企業的總經理、董(監)事持股率顯著的比單一部門低，而在大股東持股率方面亦是如此，但未達統計上的顯著。在加入控制變數後，實證亦

發現多角化企業在總經理、大股東、董(監)事會的持股率比起單一部門企業來的低，且多角化程度愈高，其現象愈是明顯，其符合假說 3a、3b、3c。亦即意含著多角化企業總經理持股率低，在做出損及公司價值的決策時，相對影響總經理財富的效果小，因此決策時不會優先考慮整體股東的價值極大化，又加上多角化企業在大股東和董(監)事會的持股率又比較低，在監督經理人的能力上相對比較弱，因此總經理在決策容易有自利的情形，而造成公司的價值減損。

接著在全面性的公司治理評等方面，本文發現多角化企業在公司治理上顯著的比單一部門企業來的差，亦即支持本研究假說 4a，又實證發現公司治理不彰將導致公司價值下降，故本文發現公司治理乃是造成部門多角化企業績效不彰、價值減損的主因。此外，本文發現當多角化企業若能夠有效的改善公司治理時，將能有夠有效提升公司價值，其應證了研究假說 4b，且透過公司治理來提升超額價值方面，隨著多角化程度愈低之際其效果愈明顯。

最後，在驗證了多角化企業可以透過公司治理來提升公司價值後，我們可以由表 4-8 中得知，在董(監)事會組成方面，多角化企業分別在最大股東成員擔任董事席位比率、最大股東成員擔任監事席位比率、其他股東擔任監事席位比率和監察人數目上表現的較單一部門企業差。在管理型態方面，多角化企業在法人持股率方面表較相對較單一部門企業差。在介入市場方面，則在董(監)事質押比率和投資公司家數方面多角化企業皆表現的比單一部門企業差。故綜上所述，若多角化企業可以針對上述的公司治理變數進行改善，有效的來提升公司價值。

## 第五章 結論與建議

本研究主要探討台灣企業多角化活動和公司治理之間的關係。將驗證多角化活動是否會造公司價值減損，進而探討代理成本、公司治理結構健全與否是否為造成多角化企業價值減損的原因，最後，再深入了解多角化企業是否可透過改善公司治理來解決多角化活動所產生的價值減損的現象，且在不同多角化程度下是否有所差異。故本章依據第四章之實證結果提出本研究之結論，以及對未來可能之研究發展方向，提出建議，此章共分為二部份，第一節為本研究之結論，第二節為本研究提出之建議。

### 第一節 結論

本研究主要採用並修正葉銀華等(2002)之公司治理評等來探討多角化活動與公司治理的關係，本節依據所欲探討的四大主題，分別將研究結論彙整如下：

#### 一、多角化活動後企業價值的變化

經實證結果得知，不論是否加入控制變數，部門多角化企業在超額價值和資產報酬率皆比單一部門企業差，且多角化程度愈高時，價值減損的現象愈嚴重，其與Berger and Ofek(1995)和Graham et al. (2002) 等不謀而合，推論是多角化企業存在著較大的代理成本、交叉補貼等現象，將多角化帶來利益完全的抵減掉。又單一部門企業長期以來專精於某一特定的產業，而產生了學習曲線、專業化的效果。因此，相較於單一部門企業專業化之效益，公司採行部門多角化活動之際將會帶公司價值減損和績效不彰的現象。而在地理多角化方面，實證則發現地理多角化活動將會創造公司價值，推論是由於地理多角化經營上較有彈性，可將產品移至成本最低的國家來生產，或將產品配銷到需求最大的國家來進行銷售，以獲取最大報酬，故能夠相對於當地國企業而言擁有較大的公司價值。

#### 二、多角化活動與代理成本的關係

在代理成本方面，本文分別探討了現金流量代理成本、管理誘因代理成本和負債的代理成本，經實證發現多角化企業在代理成本相較於單一部門企業來的

高，且在管理誘因代理成本方面更是明顯，其與Dennis et al.(1997)和Hyland and Diltz(2002)結果相符。推論是由於在多角化的過程中，將享有較大的融資額度，且公司會為了稅盾的誘因而提高舉債額度，但經理人卻未有效擅用資金，而產生了過多的自由現金流量，此時多角化企業經理人持股率相對較單一部門低，且在在決策之際受到監督上相對也比較少，因此經理人在決策之際就比較容易產生自利的情形，不會以公司價值極大化為其依歸，而導致了多角化企業相較於單一部門企業來說有較大的代理成本，進而導致其價值減損的現象產生。

### **三、企業多角化與股權結構變數的關係**

經實證結果得知，多角化企業在總經理持股率、大股東持股率和董(監)事持股率均比單一部門企業來的低，其與Anderson et al.(2000)結果不謀而合，即意謂著多角化企業總經理，在進行決策時若將資金投入於無效率的投資中，雖然對公司價值有負面的影響，但由於決策者持股率相對較低，因此對其個人的財富影響則相對較少，再加上大股東和董(監)事會的監督經理人決策的能力又相對較低，因此整體來說多角化企業在公司治理結構上表現較單一部門企業來的差，進而擁有較大的代理問題，最終導致多角化折價的現象。

### **四、企業多角化與公司治理的關係**

在公司治理評等方面，實證指出不論是否加入控制變數下，多角化企業的公司治理評等均顯著的比單一部門企業差，又實證發現公司治理不彰將導致公司價值下降，故本文發現公司治理乃是造成部門多角化企業績效不彰、價值減損的主因。進一步，本文發現不論是專業化企業或多角化企業若能夠有效的改善公司治理時，將能有夠有效提升公司價值，且透過公司治理來提升超額價值方面，隨著多角化程度愈低之際其效果愈明顯。

## **第二節 建議**

本研究以各種不同角度全面性探討多角化活動與公司治理之間的關係，在此依據本研究結果和不足的地方，對企業和後續研究者提出建議。

### 一、對上市公司的建議

本文實證發現部門多角化活動確實對公司的績效有負面的影響，推論多角化企業績效較差最主要的乃是因為公多角化企業擁有較大代理成本，再加上公司治理的結構不彰所致。因此建議上市公司，在採行部門多角化後，不僅要考慮多角化在長期下所帶來的成本，同時要積極改善公司治理的結構，讓經理人在決策之際能受到充份的監督使代理成本降至最低，在決策時能以公司價值極大為依歸，而讓多角化企業價值減損的問題有效的解決，讓公司的利益關係人(stakeholder)的價值極大化。

### 二、對後續研究者的建議

於研究過程中，基於時間、成本、資料取得等種種因素限制下，並未能做到盡善盡美。不足之處，仍有待後續者進一步研究、改善，故本研究對於未來研究方向，建議如下：

1. 增長研究期間：本文在公司治理評等方面，由於受限於資料庫蒐蒐的限制下，僅探討民國 87 年到 91 年間的資料，後續研究者可以拉長研究期間，藉由擴大樣本數與多角化效益期間，來提高研究的穩健度，以及獲得更多研究意涵。
2. 擴大研究對象：本研究基於時間限制及資料建構耗時，僅以台灣上市公司作為選取樣本，後續研究者可將研究對象擴大至上櫃公司，而使多角化和公司治理評等研究結果更具代表性。
3. 採用其他公司治理評等系統：在公司治理評等系統方面，除了本研究採用的葉銀華等(2002)評等系統外，尚有里昂證券和標準普爾公司(S&P)所提出針對國家層級和公司層級公司治理評等的項目和權重，故後續的研究可以考慮修正採用並進行比較。
4. 其他樣本對象：目前多角化已在台灣蔚為風潮，以金融業來說，由過去的商業銀行，逐漸的朝向金控公司來發展，且除了上市公司外，中小企業也開始

不斷的去採行多角化的活動，因此後續研究可以針對金控公司和中小企業等不同的樣本對象，來探討企業多角化和公司治理間的關係。

## 參考文獻

### 一、中文部分

1. 丁立平，「公司治理、會計資訊公司價值關係之研究」，台灣大學會計研究所未出版碩士論文，民國 91 年。
2. 王大維，「公司治理相關要素與公司績效關聯性之研究—以台灣上市公司為例」，淡江大學會計系未出版碩士論文，民國 91 年。
3. 尤秀雯，「多角化活動對企業價值之影響」，東海大學企業管理研究所未出版碩士論文，民國 92 年。
4. 吳佩琪，「台灣地區集團企業多角化真實效果—公司價值與會計績效研究」，中正大學財務金融研究所未出版之碩士論文，民國 85 年。
5. 吳姿穎，「多角化活動對公司會計績效與長期股票報酬之影響」，東海大學企業管理研究所未出版碩士論文，民國 92 年。
6. 李詩將，「台灣上市公司所有權結構、資本結構與公司績效間相關性研究」，高雄第一科技大學金融營運研究所未出版碩士論文，民國 89 年。
7. 杜惠娟，「集團企業財務績效評估之研究」，政治大學企業管理研究所未出版碩士論文，民國 75 年。
8. 林玉霞，「臺灣上市公司代理問題、公司治理與股東價值之研究」，中原大學會計系未出版碩士論文，民國 92 年。
9. 林助育，「臺灣地區集團公司多角化策略形成動機、分類模式與財務績效之實證研究」，成功大學企業管理研究所未出版碩士論文，民國 81 年。
10. 莊凱婷，「公司治理對投信業績表現之分析：台灣投信業實證研究」，台灣大學財務金融學研究所未出版碩士論文，民國 92 年。
11. 張明峰，「股權結構對公司績效影響之研究」，政治大學企業管理研究所未出版碩士論文，民國 80 年。
12. 陳振森，「台灣地區集團企業經營績效之研究」，東吳大學企業管理研究所未

- 出版碩士論文，民國 79 年。
13. 陳瓊蓉、陳隆麒、謝劍平，「股權結構、多角化程度與公司績效關聯性之研究—以台灣上市公司為例」，未出版手稿，高雄第一科技大學財務管理研究所研討會，民國 93 年。
  14. 馮君弘，「企業多角化與企業價值關係之研究:公司治理機制與高階管理團隊觀點」，雲林科技大學企業管理研究所未出版碩士論文，民國 91 年。
  15. 黃儀芳，「多角化對公司價值之影響」，中正大學財務金融研究所未出版碩士論文，民國 91 年。
  16. 黃馨瑩，「企業國際化與代理成本關聯性之探討」，銘傳大學國際企業管理研究所未出版碩士論文，民國 89 年。
  17. 葉銀華、李存修、柯承恩，公司治理與評等系統，台北市：商智文化，民國 91 年。
  18. 詹場、彭莉真、黃雪卿、郭香琪，「產品多角化與公司績效、風險及成長之關係」，未出版手稿，東海大學企業管理研究所研討會，民國 91 年。
  19. 戴維芯，「多角化策略型態對公司價值影響之實證研究—以高科技上市公司為例」，交通大學科技管理研究所未出版碩士論文，民國 87 年。
  20. 蘇怡如，「台灣集團企業多角化程度之探討」，成功大學國際企業研究所碩士班未出版碩士論文，民國 91 年。

## 二、英文部分

1. Agrawal, A., and C. R. Knoeber, 1996. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders, *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 31: 377-397.
2. Amihud, Y., and B. Lev, 1981. Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers, *The Bell Journal of Economics*, 12: 605-617.
3. Anderson, R. C., T. W. Bates, J. M. Bizjak, and M. L. Lemmon, 2000. Corporate Governance and Firm Diversification, *Financial Management*, 29: 5-22.
4. Ansoff, H. I., 1965. *Corporate Strategy: An Analytic Approach to Business Policy for Growth and Expansion*, New York: McGraw-Hill.

5. Barney, J. B., 1991. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, *Journal of Management*, 17: 99-120.
6. Beak, J. S., J. K. Kang, and K. S. Park, 2004. Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 71: 265-314.
7. Berger, P. G. and E. Ofek, 1995. Diversification's Effect on Firm Value, *Journal of Financial Economics*, 37: 39-65.
8. Berle, A. A. and G. C. Means, 1932. *The Modern Corporation and private property*, New York: Commerce Clearing House.
9. Berry, C. H., 1975. *Corporate Growth and Diversification*, New Jersey: Princeton University Press.
10. Black, B., 1998. Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States in Peter Newman ed., *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 3: 459-465.
11. Brealey, R. and S. Myers, 1999, *Principles of Corporate Finance*, Sixth Edition, New York: McGraw-Hill/Irwin.
12. Chandler, A. D., 1977. *The Visible Hand*, Belknap Press, Cambridge, MA.
13. Chatterjee, S. and B. Wernerfelt, 1991. The Link between Resources and Type of Diversification: Theory and Evidence, *Strategic Management Journal*, 12: 33-48.
14. Claessen, S., S. Djankov, J. Fan, and L. H. P. Lang, 2002. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, *Journal of Finance*, 57: 2741-2772.
15. Comment, R. and G. A. Jarrell, 1995. Corporate Focus and Stock Returns, *Journal of Financial Economics*, 37: 67-87.
16. Copeland T., T. Koller, J. Murrin, and McKinsey & Company, Inc., 2002. *Valuation*, Third Edition, New York: JOHN WILEY & SONS, INC.
17. Credit Lyonnais Securities Asia, 2001. *CG Watch: Corporate Governance in Emerging Markets*.
18. Denis, D. J., D. K. Denis, and A. Sarin, 1997. Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification, *Journal of Finance*, 52: 135-160.

19. Denis, D. J., D. K. Denis, and K. Yost, 2002. Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value, *Journal of Finance*, 57: 1951-1979.
20. Demsetz, H., 1983. The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *Journal of Law and Economics*, 26: 375-390.
21. Demsetz, H. and K. Lehn, 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, 93: 1155-1177.
22. Demsetz, H., and B. Villalonga, 2001. Ownership Structure and Corporate Performance, *Journal of Corporate Finance*, 7: 209-233.
23. Doukas J. A, and C. Pantzalis, 2003. Geographic diversification and agency cost of debt of multinational firms, *Journal of Corporate Finance*, 9: 59-92.
24. Ferris, S. P., N. Sen, C. Y. Lim, and G. H. H. Yeo, 2002. Corporate Focus versus Diversification: the Growth Opportunities and Cashflow, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 12: 231-252.
25. Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick, 2003. Corporate Governance and Equity Prices, *The Quarterly Journal of Economics*, 118: 107-156.
26. Gort, M. D., 1962. *Diversification and Integration in American Industry*, New Jersey: Princeton University Press.
27. Graham, J. R., M. L. Lemmon, and J. G. Wolf, 2002. Does Corporate Diversification Destroy Value? *Journal of Finance*, 57: 695-720.
28. Hadlock, C. J., M. Ryngaert, and S. Thomas, 2001. Corporate Structure and Equity Offerings: Are There Benefits to Diversification? *Journal of Business*, 74: 613-635.
29. Harris, M., C. H. Kriebel, and R. Raviv, 1982. Asymmetric information, incentives and intrafirm resource allocation, *Management Science*, 28: 604-620.
30. Hoskisson, R. E., and M. A. Hitt., 1990. Antecedents and Performance Outcomes of Diversification: A Review and Critique of Theoretical Perspectives, *Journal of Management*, 16: 461-509.

31. Huson, M., R. Parrino, and L. Starks, 2001. Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long Term Perspective, *Journal of Finance*, 56: 2265-2297.
32. Hyland D. C., and J. D. Diltz, 2002. Why Firms Diversify: an Empirical Examination, *Finance Management*, 31: 51-81.
33. Jacquemin, A., and C. H. Berry, 1979. Entropy Measure of Diversification and Corporate Growth, *Journal of Industrial Economics*, 27: 359-369.
34. Jensen, M. C., 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *The American Economic Review*, 76: 323-329.
35. Jensen, M. C., 1993. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Financial Economics*, 48: 831-880.
36. Jensen, M. C., and K. J. Murphy, 1990. Performance Pay and Top Management Incentives, *Journal of Political Economy*, 98: 225-264.
37. Jensen, M. C., and W. H. Meckling, 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
38. John, K., and E. Ofek, 1995. Asset Sales and Increase in Focus, *Journal of Financial Economics*, 37: 105-126.
39. Klapper, L. F., and I. Love, 2002. Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets, *World Bank Policy Research*, working paper.
40. Klein, A., 1998. Firm Performance and Board Committee Structure, *Journal of Law and Economics*, 41: 275-303.
41. Lang, L. H. P., and R. M. Stulz, 1994. Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance, *Journal of Political Economy*, 102: 1248-1291.
42. La Porta, R., F. L. D. Silanes, and A. Shleifer, 1999. Corporate Ownership around the World, *Journal of Finance*, 54: 471-517.
43. Lemmon M. L., and K. V. Lins, 2003. Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis, *Journal of Finance*, 58:1445-1469.
44. Lewellen, W., 1971. A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger,

- Journal of Finance*, 26: 521-537.
45. Liebeskind, J. P., and T. C. Opler, 1994. Corporate Diversification and Agency Costs: Evidence from Privately Held Firms, *Working Paper*, Ohio State University.
  46. Mansi S. A., and D. M. Reeb, 2002. Corporate Diversification: What Gets Discounted? , *The Journal of Finance*, 57: 2167-2183.
  47. Matsusaka, J. G., 2001. Corporate Diversification, Value Maximization, And Organizational Capabilities, *Journal of Business*, 74: 409-431.
  48. Martin, S. A., 2003. Corporate diversification and shareholder value: a survey of recent literature, *Journal of Corporate Finance*, 9: 37-57.
  49. Megginson, W. L., A. Morgan, and L. Nail, 2000. *Changes in corporate focus, ownership structure, and long-run Merger Returns*. Unpublished manuscript, Michael Price College of Business, University of Oklahoma.
  50. Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny, 1988. Management Ownership and Market Valuation, *Journal of Financial Economics*, 20: 293-315.
  51. Montgomery C. A., 1994. Corporate Diversification, *Journal of Economic Perspectives*, 8: 163-178.
  52. Rajan, R., H. Servaes, and L. Zingales, 2000. The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment, *Journal of Finance*, 55: 35-80.
  53. Rumelt, R. P., 1974. *Strategy, Structure and Economic Performance*, Division of Research, Harvard Business School, Boston, MA.
  54. Servaes, H., 1996. The Value of Diversification during the Conglomerate Merger Wave, *Journal of Finance*, 51: 1201-1225.
  55. Shin, H. H., and R. Stulz, 1998. Is the Internal Capital Market Efficient?, *Quarterly Journal of Economics*, 108: 531-552.
  56. Shleifer, A., and R. Vishny, 1986. Large Shareholder and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 94: 461-488.

57. Shleifer, A., and R. Vishny, 1990. Managerial entrenchment, the case of manager specific investment, *Journal of Financial Economics*, 25: 123-139.
58. Shleifer, A., and R. Vishny, 1997. A survey of Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, 52:7 37-783.
59. Standard & Poor's Company, 2001. *Standard & Poor's Company Transparency & Disclosure Survey 2001*, S&P/IFC Emerging Asia.
60. World Bank, 1999. *Corporate Governance: A Framework for Implementation – Overview*, p5.
61. Villalonga B., 2004. Diversification Discount or Premium? New evidence from the Business information Tracking Series, *Journal of Finance*, 59: 479-508.
62. Yeh, Y. H., 2002 July. *Board Composition and the Separate of Ownershiop from Control*, The 2002 Asia Pacific Finance Association Annual Conference, Tokoyo, Japan.
63. Yermack, D., 1996. Higher Market Valuation of Companies with a Smaill Board of Directors, *Journal of Financial Economics*, 40: 185-211.

## 附錄

### 附錄 1 公司治理外部機制之說明

#### (1)法規體系與會計審計準則

良好的公司治理外部環境，在於建立一套有效規範公司行為的法規與執法體系，如果缺乏適當的法規或準則，當主要股東或管理階層未善盡責任或有非常規交易發生時，股東或外界便無法得知。而法律對於這些違反規定的交易行為或不符合規定的揭露，必須有適當的懲罰，否則將無法遏阻之。

#### (2)金融市場體系

企業所需的債務或權益資金主要來自於金融體系和資本市場。當銀行提供資金時，通常會要求公司提出適當的財務報表及相關資訊，並要求公司遵行合約上的條款。對於公司管理當局而言，銀行扮演外部公司治理機制的角色，對於公司經營行為有一定的約束力。

#### (3)資本市場體系

公司從債券市場與股票市場募集資金時，必須提供財務報表與相關資料供投資人參考。在一個有效率的資本市場，股票價格會及時反應公司目前經營績效與未來前景，因此公司可以從股票價格來瞭解投資人對於公司的評價，而資本市場便扮演著評估公司經營成果的角色。

#### (4)市場競爭機制

完善的市場環境會誘使管理階層以公平競爭的方式來增加公司及股東價值，在公平競爭的環境下，會促使管理當局致力於提高公司經營績效，否則公司就會有被清算、破產、併購的危機發生，這是市場機制的基本原則。而在經濟自由化的趨勢下，市場的競爭除來自國內企業，也來自國外企業。此外，對公司控制權的爭取，是市場機制對於公司營運監督的重要制度，所以，必須要建立保障市場公平競爭與併購的相關制度，使競爭市場機制得以發揮。

#### (5)民間團體的參與

民間各種專業人士與團體因其專業能力參與市場，可以提供金融與資本市場

所需要的各種服務及資訊，其透過積極參與各種社會活動，形成聲譽團體，並在提供服務時，關注管理當局的經營行為，成為另一種市場監督力量。

#### (6) 法人投資者與積極性股東

一般投資人由於持股過低，因而對公司治理的參與並不積極，而機構投資人由於持股比例較高，本身擁有的資源較多，為了保護自我利益，會較一般投資人更能發揮監督力量，對管理當局行為產生約束力。

### 附錄 2 各種公司治理評等權數設定方法之驗證

由於在本研究中將葉銀華等(2002)所發展公司治理評等系統中的「股權結構」構面予以刪除，故在本研究中必須將其權重予以重新制定，將刪除構面所具有的 20%之權重，重新配置到其他構面中。在此分別透過五種不同權數設定的方法來計算公司治理之綜合評等指標(CGI)，並驗證各種方法之間是否存在差異性。其中五種不同權數設定方法如下：

- (1) A 法：將刪除構面的 20%，全入歸屬於「董(監)事組成」的構面，亦即該構面所佔比率為 60%，其他構面與葉銀華等(2002)所設定之權數相同。(即管理型態 10%、超額關係人交易 20%、介入市場 10%。)
- (2) B 法：將刪除構面的權重，平均歸屬於其他四個構面，亦即董(監)事組成 45%、管理型態 15%、超額關係人交易 25%和介入市場 15%。
- (3) C 法：將刪除構面的權重，平均分攤到董(監)事組成和管理型態二個構面，即董(監)事組成 50%、管理型態 20%、超額關係人交易 20%和介入市場 10%。
- (4) D 法：將刪除構面的權重，平均分攤到董(監)事組成和介入市場二個構面，即董(監)事組成 50%、管理型態 10%、超額關係人交易 20%和介入市場 20%。
- (5) E 法：將刪除構面的權重，平均分攤到管理型態和介入市場二個構面，即董(監)事組成 40%、管理型態 20%、超額關係人交易 20%和介入市場

20%。

在設定各種不同權數方法後，進一步本文將驗證在各種不同方法下，其所計算出的公司治理綜合評等指標是否存在差異性，因此在此進一步驗證五種方法之間的相關程度為何，其結果如附表 1 所示。

附表 1 為各種公司治理評等權數設定方法之 Pearson 相關分析，由實證結果中可以發現不同的權重下所計算出的公司治理綜合評等指標(CGI)之間並沒有太大的差異，且呈現高度且顯著的正相關，意即代表不論採用何種方法將不會影響到最終的實證結果，故在本研究中擬採用 A 法來發展公司治理評等指標。

### 附錄 3 民國 87 年~91 年間全部上市企業之公司治理評等基本統計分析

附錄表 2 為公司治理構面與變數之基本統計分析。本文蒐集民國 87 年到民國 91 年所有上市公司資料，在排除資料不全樣本後，共計 2,618 筆公司年資料。在董(監)事會組成構面，最大股東成員擔任董事席位比率為 33.12%，專業管理者擔任董事席位比率為 24.16%，其他股東擔任董事席位比率為 44.25%。另外，最大股東成員擔任監察人席位比率為 55.33%，其他股東擔任監察人席位比率為 44.67%。由以上資料可知台灣上市大股東能掌握某一定程度的董事會的運作，且成員亦普遍擔任監察人。而監察人數目，最少有 1 個，最多則多達 10 個。

附表 1 各種公司治理評等權數設定方法之 Pearson 相關分析

	A 法	B 法	C 法	D 法	E 法
A 法	1.00				
B 法	.976***	1.00			
C 法	.985***	.987***	1.00		
D 法	.978***	.989***	.975***	1.00	
E 法	.949***	.989***	.977***	.984***	1.00

附表 2 公司治理構面與變數之基本統計分析

此表涵蓋民國 87 年至 91 年全部樣本，排除金融業與樣本不足者共計 2,618 筆公司年資料，其中最大股東成員擔任董事(監事)席位比率為最大股東成員擔任董事(監事)席位除以全部董事合計席位。其他股東成員擔任董事(監事)席位比率，係指非最大股東成員和專業管理者的其他董事席位佔全部董事(監事)合計席位。法人股東係指比率係指三大法人持股數除以公司流通在外的總股數。最大股東成員是否擔任董事長/總經理為一虛擬變數，當最大股東成員有擔任公司的董事長或總經理者則為 1，其他為 0。關係人資金來往比率係指關係人應收借支、應付融資及背書保證金額占資產比率減去產業之平均數。關係人銷、進貨比率係指關係人銷貨、加工加入、進貨、外包加工金額占公司資產比率減去產業之平均數。關係人應收、應付款比率係指關係人應收款和應付款總額佔公司資產比率減去產業之平均數。董(監)事質押比率係指董(監)事質押股數除以公司普通股流通在外股數。成立投資公司係指公司利用公司資金成立投資的家數。

構面	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
<b>Panel A 董(監)事會組成</b>					
最大股東成員擔任董事席位比率(%)	33.12	28.57	3.85	100	21.41
專業管理者擔任董事席位比率(%)	24.16	20.00	0.00	100	17.82
其他股東成員擔任董事席位比率(%)	44.25	44.44	0.00	94.74	25.77
最大股東成員擔任監察席位比率(%)	55.33	50.00	12.50	100	26.33
其他股東成員擔任監察席位比率(%)	44.67	50.00	0.00	87.5	26.33
監察人規模(人數)	2.35	2.00	1.00	10	91.33
<b>Panel B 管理型態</b>					
法人股東持股比率(%)	2.38	0.05	0.00	97.73	6.61
最大股東成員是否擔任董事長/總經理	0.6524	1.000	0.000	1.000	0.4763
<b>Panel C 關係人交易</b>					
關係人資金來往比率(%)	0.08	-0.39	-5.07	123.66	5.01
關係人銷、進貨比率(%)	0.85	-6.09	-87.46	258.60	29.00
關係人應收、付帳款比率(%)	0.95	-0.70	-7.99	53.86	5.86
<b>Panel D 介入市場</b>					
董(監)事質押比率(%)	18.88	5.20	0.00	100	25.86
成立投資公司家數	2.31	2.00	0.00	25.00	2.57

在管理型態方面，法人股東持股比率之平均數為 2.38%，中位數為 0.05%。在最大股東參與管理方面，最大股東成員有擔任董事長或總經理者共 1,708 筆公司年資料(佔樣本 65.24%)，未擔任上述二種職位者為 910 筆公司年資料(佔樣本 34.76%)。

就超額關係人交易比率而言，下述所計算的關係人交易比率在進行公司治理

評等時，皆有扣除產業平均數。關係人資金往來比率(關係人應收借支、應付融資及背書保證金融占資產比率)平均數平均為 0.08%，關係人銷進貨比率(關係人銷貨、加工加入、進貨、外包加工金額占公司資產比率)平均 0.85%，關係人應收應付帳款占資產比率平均 0.95%。

在介入市場方面，董監事質押比率平均為 18.88%，中位數為 5.2%。公司成立投資公司的家數中位數為 2 家，最大值為 25 家。