

股權結構對投資中國企業績效之影響—以 非高科技產業為例

王盈傑

銘傳大學會計學系 助理教授

周彥好*

靜宜大學財務金融學系 助理教授

摘要

隨著台灣投資中國的限制逐步放寬，中國市場儼然成為台灣企業進行海外投資之首選，其中，又以非高科技產業投資中國佔多數。因此，本研究針對台灣之上市公司，以 2000 至 2013 年投資中國的非高科技產業為研究樣本，探討其股權結構與市場績效和會計績效的關聯性。本研究結果發現，機構投資人為精明的市場參與者，其持股有助於監督機制的發揮，進而正向影響企業之市場績效和會計績效；董監事和經理人之持股雖亦有利於會計績效之呈現，但對於市場績效的影響，則因其職能和與企業之關係不同而呈現不一樣的結果。最後，值得注意的是，儘管企業多考量低廉的經營成本而赴中國投資，但本研究卻無證據顯示赴中國投資之非高科技公司，較未赴中國投資之非高科技公司有更佳的績效表現，此暗示著投資中國所衍生的額外經營成本可能抵銷了低廉的人力資源和廣大市場所帶來的利潤。

關鍵詞：股權結構、企業績效、投資中國、非高科技產業

*通訊作者，電子郵件信箱：yyzhou@pu.edu.tw。作者們感謝匿名評審教授給予之寶貴意見，同時也感謝科技部專題研究計劃(計劃編號: MOST 103-2410-H-130 -013)之經費補助。

The Effect of Ownership Structure on Corporate Performance of Investing in China: Evidence from Non-High-Tech Industry

Ying-Chieh Wang

Assistant Professor, Department of Accounting,
Ming Chuan University

Yan-Yu, Chou

Assistant Professor, Department of Finance,
Providence University

Abstract

With the relaxation of restrictions on the investment in China, China has been the most important market when Taiwan's firms make decisions of the foreign investments. Among these, the investment of non-high-tech industries in China is in the majority. Using non-high-tech firms with investing in China from 2000 to 2013, we investigate the association between ownership structure and corporate performance, including accounting and market performance. According to the empirical results, we find a positive and significant relationship between institutional shares and corporate performance. Moreover, the stock ownership of directors and supervisors as well as managers is conducive to accounting performance but has diverse influence on market performance due to the different functions and relationships with firms. Finally, it is worth noting that firms probably take low operating costs into consideration and hence invest in China, but we find no evidence that there is better performance for the non-high-tech firms with investing in China than those without investing in China. The result implies that the additional operating costs derived from investing in China offset the profits of the lower human resources cost and the broader market.

Keywords : *Ownership Structure, Firm Performance, Investing China. Non-high-tech Industries*

壹、緒論

隨著全球經濟的發展及變化，企業組織日趨複雜，公司規模和交易型態亦越趨龐大多樣，當企業的經營涉及眾多利益關係人時，公司治理的機制和成效便顯得格外重要，因此，為了企業的健全發展和金融市場的穩定，各國政府及國際組織無不致力於公司治理機制的建置。基於此，經濟合作暨發展組織(Organization for Economic Cooperation and Development, OECD)主張公司治理層面應涵蓋企業管理階層、董事會、股東及利益關係人間的關係，希望以此概念建置符合公司目標的公司治理架構，期能協助並監督公司確實實踐其經營目標。1999年發佈之公司治理基本原則(OECD Principles of Corporate Governance)便提供各國制訂公司治理相關法令的參考依據，其範圍主要包括了保障股東權益、對股東的待遇應符合平衡原則、揭露與透明度的要求，以及董事會職責。

儘管如此，在2001年後美國的安隆(Enron)、泰科(Tyco)、世界通訊(World com)、全錄(Xerox)等公司和英國馬可尼(Marconi)公司的企業舞弊案件，仍是突顯了公司普遍依循的治理機制尚不足以抑止企業舞弊的事實。有鑑於此，為了降低企業舞弊的機會以確保公司價值和利益關係人之權益不受侵害，各國政府無不強調企業內外部監督機制的獨立性及課責性，同時也透過公司治理相關法令的加強，試圖重振市場參與者的信心，此經濟環境和政治的氛圍更催生了美國著名的沙賓法案(Sarbanes-Oxley Act, SOX)¹，此法案希望藉由加強公司的內外部監督機制來協助及監督企業在達成經營目標之餘，也能實踐其社會責任。公司的外部監督機制有賴政府法令和金融市場秩序予以維護和加強；而內部監督機制的強化，包括公司股權結構、董事會功能、管理階層薪酬結構和資本結構等(葉銀華 2015)，則仰賴公司管理者的重視及執行，其中，公司的股權結構是探討公司治理的起點之一，股東組成的性質和型態不僅會影響企業的經營決策，亦會決定企業監督力道之強弱(Jensen and Meckling 1976；Morck, Shleifer and Vishny 1988；Hamzah and Zulkafli 2013)。此外，針對台灣市場，關於董事會的實證研究，也有類似的發現(如，杜玉振、黃荃與林容竹 2002)。

根據台灣經濟部的統計，台灣企業²投資之海外市場以中國市場為最³，因

¹ 2002年通過之沙賓法案主要規範企業內外部監督機制之獨立性與責任，包含限制外部審計人員的非審計服務、公司管理人員的行為及對治理機制的責任等。例如，SOX 不僅於Section 404中要求外部的審計人員需對所查核的企業出具其內部控制制度是否有效的報告，同時，亦於Section 302要求公司的管理階層需對公司的內部控制制度是否有效出具自我評估的報告。

² 基本上，台灣企業可區分為勞力密集和資本密集兩大產業，勞力密集產業多為食品、紡織等非高科技業，而資本密集產業則多為電子相關的積體電路、軟體等高科技業所組成。

此，本研究目的便是針對投資中國的台灣企業，探討其公司治理機制之一—股權結構—與績效表現的關聯性。分析台灣市場可知，台灣屬於地狹人稠的島國經濟，有限的市場規模和資源可能限縮了企業長期和永續的發展，相對地，中國幅員廣大、內需市場暢旺，因此，儘管投資中國市場的風險仍高⁴，但相較於其他國家，許多台灣企業考量文化背景、語言等因素，依然對於投資中國市場躍躍欲試⁵。而探究台灣企業赴中國市場投資的軌跡可以追溯至1980年代，當時台灣經濟快速成長，使得國內的勞動力市場和土地供不應求，加以台幣升值和逐漸嚴格的環保法規，皆讓以出口為主的勞力密集產業之成本大幅增加，而需要另覓生存的管道。此時，適逢中國積極推動經濟改革，提供外商低廉的勞力和土地，並輔以誘人的租稅優惠，在較低的文化與語言障礙推波助瀾下，眾多台商前仆後繼西進中國投資。再者，雖然高科技產業為台灣重點發展的策略性產業，但受限於兩岸敏感的政治環境，台灣政府對於高科技產業投資中國市場設定了較為嚴苛的條件，因此，投資中國的企業多以非高科技的勞力密集產業為主(沈中華、呂青樺與李卿企 2008；王薇婷、張國益與林晉禾 2012)，而較低的生產成本和人力成本則是台商赴中國投資及選擇區位的重要因素(康信鴻與廖婉孜 2006；王薇婷等 2012)。

由於高科技產業在台灣的策略性角色，過去研究多將其定義為電子相關產業，並以其做為探討的對象(如，林純瓊 1994；洪榮華、陳香如與王玉玲 2005；陳美華與洪世炳 2005)，對於非高科技產業則疏少著墨，但事實上，傳統製造業、農業等非高科技產業為台灣經濟發展之前趨，這些非高科技產業無論在企業數量、規模及投資金額上均不亞於高科技產業，其中，根據經濟部之統計資料，2013年非電子相關產業之產值和營業收入佔整體製造業之比重仍高達70%⁶，顯見這些非高科技產業對台灣經濟的支撐和助益實不容忽視。更重要的是，非高科技產業不僅是台灣最早至中國佈局的產業，且受惠於製程和技術的低敏感性，台灣政府對其投資中國的管制和門檻相對較低⁷，使得

³ 經濟部統計處的統計指標顯示，2011及2012的核准對外投資金額分別為37億及81億美元，而核准對中國的投資金額為143億及127億美元。

⁴ 李永然(2013)認為，台商赴大陸投資面對的風險大致有五，分別為法律、合營、合同、稅務及行政侵權風險，例如台灣新光集團在2007年與大陸華聯集團的北京新光經營權爭奪案。

⁵ 經濟部統計處的統計指標顯示，截至2013年8月止，核准對外的投資金額為30億美元，核准對中國的投資金額為60億美元，雖然都有衰退，但對中國的投資衰退顯然低於對其他國家的幅度。

⁶ 依經濟部統計處公佈之數據，2013年製造業整體產值為新台幣139,252億元，其中，電子相關產業為電子零組件和電腦電子產品及光學製品業，其2013年產值各為34,703億元和7,659億元。而2013年製造業整體營業收入為新台幣178,941億元，其中，電子相關產業為電子零組件和電腦電子產品及光學製品業，其2013年產值各為42,585億元和11,807億元。

⁷ 非高科技產業在投資中國方面，除了部分農業及化工產業外，並無其他太多限制；此外，這些非高科技產業多以勞力密集為主，投資金額上限的設定不若對資本密集產業之影響來得大。雖然近幾年

非高科技產業在投資中國的金額及數量上均凌駕高科技產業。依據經濟部投資審議委員會公佈之 2013 年統計數據，電子相關產業核准投資中國的金額約為 21 億美元，約佔核准投資中國總金額的 24%，而其他非電子相關產業之比重則為 55%⁸，顯示在探討赴中國投資之台灣企業時，不宜偏廢非高科技產業，反之，著眼於非高科技產業不僅可以提高樣本的代表性，更可降低政府管制和法令的潛在影響。綜上言之，由於政府對非高科技產業之管制相對較少，致使其投資中國的金額及數量，均較高科技產業為多；另一方面，相較於純然在台灣經營的企業，赴中國投資之企業在經營與管理上相對複雜，此複雜性無疑提供了管理者操控盈餘或隱藏績效不佳的機會(Hwang, Chiou and Wang 2013；邱正仁、吳志正與林怡盈 2001)。隨著海外事務的擴展，企業經營之良窳逐漸影響到眾多利益關係人之權益時，企業在維持穩健經營、強化對利益關係人權益的保護，以及提高政府稅收和經濟的穩固等面向，都應該更加審慎處理，尤其當國家的法令或法令執行力較弱時，為了降低代理問題，公司的股權結構不僅成為影響公司治理成效的關鍵因素之一(Hamzah and Zulkafli 2013)，亦可被視為一替代的監督機制，藉以做為公司治理機制之一(葉銀華 2015；Chen 2001)⁹。換言之，除了政府的監督和法令規範等外部約束外，這些企業更需要透過良好的股權結構設計，從內部發揮監督的效能¹⁰，為企業價值和利益關係人之權益把關。

本研究針對 2000 年至 2013 年之台灣上市公司，以赴中國投資公司之非高科技公司為樣本，檢查投資中國的非高科技產業之股權結構和績效表現的關係，其中，股權結構包含董監事、經理人和機構投資人之持股比例，實證結果發現，雖然董監事、經理人和機構投資人之持股均有利於會計績效表現，

已逐步放寬對於資本密集為主的高科技產業之限制，但部分管制仍在，例如半導體相關產業，根據「在大陸地區投資晶圓鑄造廠積體電路設計積體電路封裝積體電路測試與液晶顯示器面板廠關鍵技術審查及監督作業要點」的制訂，政府從一開始的禁止赴中國設置晶圓廠，逐步放寬至開放8吋以下、12吋以下晶圓廠，即便法令逐漸鬆綁，但核准設廠的數目及金額仍有上限之規定。

⁸ 依行政院大陸委員會發行之兩岸經濟統計月報第250期的統計報告指出，2013年核准台商對中國投資行業中，電腦、電子產業及光學製品製造業和電子零組件製造業的核准金額分別約為11億及10億美元，而當年度總核准金額約為91億美元。其中，金融及保險業核准金額約為19億美元，約佔核准總金額的21%。

⁹ Core, Holthausen and Larcker (1999)便是以董事會功能和股權結構做為衡量公司治理結構的變數，並檢查二者與執行長(chief executive officer)薪酬和公司績效的關係。此外，李馨蘋與莊宗憲(2007)、Khan, Muttakin and Siddiqui (2013)和Berger, Imbierowicz and Rauch (2016)也將公司股權結構視為公司治理之機制或特徵。

¹⁰ 遠見雜誌2016年第356期「鑑識會計興起 查弊案抓內鬼 會計師變調查員 勤業揪出看不見的敵人」指出，舞弊已是企業經營的最大風險之一，而在勤業所受委託的查弊案件中，有不少為傳統產業，如模具業，而台商企業主要委託事務所調查大陸子公司的主管或員工的舞弊行為。而勤業眾信風險管理諮詢部門總經理萬幼筠便認為，管理不善和監督不足是舞弊之所以能成功的關鍵因素。

但對於市場績效之影響，則因其職能和與企業之關係不同而呈現不一樣的結果。此外，本研究也進一步將赴中國投資公司之非高科技公司與未赴中國投資的企業進行比較分析。相較於純然在台灣經營的企業，這些赴中國投資的企業不僅需同時滿足台灣對投資中國的法令以及中國本地相關法令的要求¹¹，在繳納營利事業所得稅時，亦需了解並遵守雙方政府的課徵要求，繁瑣的法令規範無疑增加了企業的經營和管理成本。再者，由於非高科技產業多為成本密集產業，較低的營運成本是其赴中國投資的重要誘因之一(康信鴻與廖婉孜 2006；王薇婷等 2012)，因此，當轉投資政府未嚴格規範公司自治時，這些企業往往缺乏投入成本以建立治理機制的意願。根據安永聯合會計師事務所公布之「2013年亞太區舞弊調查報告」，不少赴中國投資的台灣企業，其當地公司缺乏一良善的公司治理機制¹²。而本研究結果也發現，赴中國投資的台灣企業，其績效表現並未優於未赴中國投資的企業，這顯示儘管中國市場有較低的文化和語言門檻，以及較低廉的勞力成本和廣大消費市場，但法令的遵行成本、治理成本等卻可能抵銷了前者所帶來的優勢，以致未能在績效表現上產生正面的挹注效果。

本研究貢獻有三，首先，本研究試圖重新驗證股權結構對投資中國市場的非高科技產業之經營績效的影響，以補充過去文獻多著重在高科技產業之經營績效，而忽略了無論在投資案件數或是投資金額上均佔多數的非高科技產業，本研究相信此研究可補充過去文獻疏漏之處。第二，相較於高科技產業，非高科技產業受到政府的限制較低，然而，與純然於台灣經營的企業相比，其所面臨的經營環境卻又更為險峻複雜，因此，探討這些企業是否建立完善的公司治理機制以降低其經營風險並保障利益關係人權益，便顯得十分重要，而本研究結果證實，機構投資人、公司董監事以及經理人之持股均與公司經營績效存在關聯性，但其職能與監督角色的差異也使公司經營績效呈現不同的結果。最後，本研究發現，雖然許多企業係基於低廉的經營成本而赴中國投資，但本實證結果卻未能找到赴中國投資之企業有較佳經營績效的證據，此顯示投資中國市場所衍生的治理成本和遵循成本等，可能已侵蝕了

¹¹ 台灣對投資中國的法令包括「在大陸地區從事投資或技術合作許可辦法」、「台灣地區與大陸地區人民關係條例」等，而中國相關的法令則包括「中華人民共和國外資企業法」、「外商投資商業領域管理辦法」等。

¹² 根據安永聯合會計師事務所2013年之「亞太區企業舞弊調查報告」，儘管台商赴中國投資有利於事業版圖之擴展，但仍其在中國的子公司卻有不少缺乏健全的公司治理制度，以致引發舞弊事件，造成公司財務上和聲譽上的損失。該調查報告進一步指出，赴中國投資企業之管理階層，有16.5%發現過去2年公司曾發生舞弊情事，若加上無法判斷是否曾發生舞弊的比例(54%)，則有逾7成管理階層發現公司存在舞弊，或對是否發生舞弊全然不知。因此，如何降低舞弊事件，已成為台商企業共同關注的課題。

低廉人力成本所帶來的利基，此研究發現可提供管理者做為投資決策上之參考。

貳、文獻探討與假說推論

代理理論認為，當經理人和股東或是控制股東和少數股東之間存在著資訊不對稱的情況時，經理人或控制股東便可能為了追求自我利益，在薪酬契約等誘因下作出逆選擇的決策，其衍生的代理成本不僅傷害股東權益，也將損害企業價值(Jensen and Meckling 1976; Schipper 1989; Bebchuk, Fried and Walker 2002)，此時，為了降低代理成本，公司便需要內部和外部的治理機制來監督經理人和控制股東的行為(Chidambaran, Palia and Zheng 2010)，希望透過公司制度的設計與執行，使外部小股東擁有監督或質疑管理階層的管道，進而確保資金提供者的投資能夠獲得應有的報酬(Shleifer and Vishny 1997; Hamzah and Zulkafli 2013)。

公司治理的目的在於加強董事會的有責性和績效(Cadbury 1999)。董事被賦予監督公司治理和營運績效的權力，當其透過持有公司股份而同時分享企業經營成果時，他們可能會為了極大化自身財富而更加審慎積極地監管企業的決策。例如，Williams (2000)和 Finkelstein (1992)發現，當董事透過持有公司股份而同時扮演公司利益關係人的角色時，將提高其積極監督管理階層的動機，從而降低管理者作出傷害企業價值或投資人財富的決策之可能性。Jensen and Meckling (1976)證實，當董事會持股比例越高，則董事會成員的財富便與公司經營績效息息相關，因此，為避免承受損失，董事會成員勢必會透過監督權力來確保管理階層的決策不會損及自身利益。除此之外，Oswald and Jahera (1991)也針對公司股權結構與績效進行分析，其實證結果顯示董事會持股比例與績效表現存在正向連結，此與 Jensen and Meckling (1976)之結論一致；而陳宗成與簡金成 (2007)則以台灣企業為樣本，其實證結果也證實董事會股權結構與轉投資中國之企業績效呈顯著正相關。

然而，利益掠奪假說(entrenchment hypothesis)卻主張董事可能會為了保護自我利益和鞏固職位，而產生一些反接管行為(anti-takeover behavior)，最終導致較差的經營績效，尤其當董事會持股超過一定比例後，將增加其為了鞏固自己的權力而犧牲公司利益的可能性(Demsetz 1983; Jensen and Ruback 1983; Brickley, Lease and Smith Jr. 1988; Morck et al. 1988)。例如，Morck et al. (1988)發現，當董事會持股在 5%~25%之間時，公司的績效通常會較差；McConnell and Servaes (1990)以 Tobin's Q 來衡量企業績效，其結果也發現，若董事會持股超過 50%時，董事會的權力會對企業經營績效帶來負面影響。綜合言之，

過去研究對於董事會持股比例與公司經營績效之關聯性並無一致的結論。

此外，分析赴中國投資之非高科技企業可知，該些企業多屬勞力密集型產業，而這些重視成本策略的台商企業，因為缺乏母公司研發資產所帶來的挹注效果，其績效表現較採差異化策略之企業為差(蔡柳卿、楊朝旭與彭智偉 2013)，因此，這些企業便可能會轉由投資中國市場以取得低廉的勞動力成本和廣大消費市場利益，來設法改善經營績效，但在進入中國市場的同時，這些企業也必須面對較為複雜的法令規範和政治及經營環境所衍生出來的成本，如公司的獲利將同時受到兩岸稅賦單位的關注，而且在監督和管理上也可能由於經營文化¹³、距離等因素徒增鞭長莫及的風險；同時，兩岸情勢的演變也將增加董事及監察人在監督和覆核公司決策上的不確定性。當董監事持股增加時，為了保護自身權益，董監事可能會更積極地監督管理者，以降低此不確定性所帶來的風險，從而提高經營績效；然而，詭譎多變的兩岸關係和交易型態勢必增加監理上的難度，而對經營成果造成負面影響。故本研究未針對董事及監察人持股比例與公司經營績效預期方向，而發展相關假說為：

假說 1：董監持股比例與投資中國之非高科技公司之經營績效有關。

除了董監事之外，經理人在公司治理的設計和落實上也扮演著舉足輕重的角色。利益收斂假說(convergence-of-interest hypothesis)認為，當所有權與經營權分離時，經理人會為了追求自身利益極大化，而作出對公司利益次佳的選擇，進而損害投資人的財富；反之，若經理人持股增加，公司所有權將與經營權重疊，此時，公司發生損失也將損及經理人自身的利益，因而經理人有較大的誘因極大化公司利益，具體而言，當經理人持有公司的股份越高時，公司將有越佳的經營表現(Jensen and Meckling 1976)。Lewellen, Loderer and Rosenfeld (1985)以企業購併事件為探討對象，其結果發現，較低的經理人持股將使購併事件產生負的超額報酬。Agrawal and Mandelker (1987)的實證結果也支持經理人持有公司的股份與公司股票的投資報酬率呈正相關；Agrawal and Knoeber (1996)則以 Tobin's Q 來衡量企業績效，結果發現經理人持股比例明顯與公司績效間存在著正向關係。然而，利益掠奪假說(entrenchment hypothesis)則提出相反的論點，其認為隨著管理者持股的增加，其職位越受保障，支出偏好行為也將更嚴重，致使損害企業績效表現(Demsetz 1983; Jensen and Ruback 1983; Morck et al. 1988)。Leuz et al. (2003)便指出，經理人有能力透過在董事會的影響力以選擇可以達到自利而非有利於其他股東的決策，此時，持股的增加適巧膨脹了經理人的權力和影響力，從而弱化公司治理的效

¹³ 例如，有些時候企業需要與當地的地方政府維持一友好的關係將有助於在當地的營運。Frick (2014)在其專文中也表示，與地方政府間的關係較高，有助於企業的存活率和營收。

果和企業經營的成果。陳美華與洪世炳 (2005)以台灣之上市公司為研究樣本，其實證結果便證實了經理人持股對公司之績效表現存在負面影響。另一方面，雖然公司進行海外投資時，事業版圖之擴展可能帶來豐沛的客源和利潤，使得經理人績效大幅躍進，但經營型態和交易類型的複雜度，也將增加內外部監理的難度，而給予經理人做出不利公司價值或股東權益的決策之機會。綜上而言，由於過去文獻關於經理人持股比例與公司績效之關聯性並無一明確定論(如 Demsetz and Villalonga 2001)，且如前所述，這些赴中國投資的非高科技企業，其所面對的複雜經營環境可能強化經理人持股比例與公司績效之正向與負向關係，因此，本研究發展假說如下：

假說 2：經理人持股比例與投資中國之非高科技公司之經營績效有關。

機構投資人一直被視為精明的市場參與者，Chaganti and Damanpour (1991)認為，機構投資人相較於一般投資人擁有更多的專業和資源，當機構投資人發現經理人的決策有違股東利益時，其能夠表達反對的立場(Brickley, Lease and Smith 1988)，因此，若其持股越高，越能發揮監督效果，進而有助公司的財務績效表現。McConnell and Servaes (1990)便證實，當機構投資人持有公司股份越多，對企業的經營績效具有正向的影響。Pound (1988)針對機構投資人對企業績效的影響，提出三種假說。首先為效率監督假說(*efficient-monitoring hypothesis*)，此假說主張機構投資人擁有較多的專業相關知識和資源時，其相對於其他投資人會有較佳的監督能力，因此，其所投資的公司也會有較佳的經營績效。第二為利益衝突假說(*conflict-of-interest hypothesis*)，若機構投資人與被投資公司間，除投資關係外，尚有業務關係存在時，則機構投資人可能會避免與被投資公司發生衝突而無法有效發揮其監督機制，甚至選擇配合經理人的決策，導致企業經營績效降低。最後為策略聯盟假說(*strategic-alignment hypothesis*)，若機構投資人與被投資公司間，除投資關係外，亦與被投資公司的管理階層存在合作關係時，則機構投資人便會與被投資公司形成策略聯盟的利益共同體，此時，機構投資人可能亦無法有效發揮其監督功能，進而導致企業經營績效降低。Barnhart and Rosenstein (1998)便發現，持股比例較高的機構投資人可能會為了自身利益去阻礙對企業發展最佳的決策，進而犧牲少數股東的財富。總而言之，過去研究對於機構投資人持股與公司績效之關係，未有一致之結論，此外，由於投資中國的非高科技企業面臨了更為複雜的經營環境，這可能正向地促使機構投資人投注更多資源以降低風險，從而提高監督效果和經營績效；但當政治和經營環境的不確定性過高，機構投資人可能無法藉由其專業有效消弭風險並進行監督，此時無疑給了管理者更大的舞弊和盈餘操縱的空間，進而負面地影響績效表現。因

此，本研究不針對機構投資人持股與企業績效提出方向性的預期，而發展假說如下：

假說 3：機構投資人持股比例與投資中國之非高科技公司之經營績效有關。

參、研究方法

本研究針對 2000 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日¹⁴，自台灣經濟新報資料庫(TEJ)及公開資訊觀測站中擷取台灣之上市公司資料，考量金融業之產業屬性不同而予以排除後，共計 15,838 筆觀察值。此外，為了針對非高科技產業進行分析，本研究參考過去文獻之定義(如沈中華等 2008；林純瓊 1994；洪榮華等 2005；陳美華與洪世炳 2005)，排除電子相關之高科技產業公司 8,380 筆，留下 7,458 筆非電子產業公司資料進行實證測試。最後，在刪除資料不全的 385 筆後，得到 7,073 筆觀察值¹⁵，其中，包含主要測試樣本，即赴中國投資之非高科技公司，計有 4,472 筆觀察值；以及未赴中國投資之非高科技公司，計有 2,601 筆觀察值。樣本篩選過程如表一所示。

表一 樣本篩選表

樣本選取過程	2000 至 2013 年觀察值
原始觀察值	15,838
減：電子產業之觀察值	(8,380)
遺漏值	(385)
赴中國投資和未赴中國投資之最終觀察值合計	7,073
赴中國投資之觀察值	4,472
未赴中國投資之觀察值	2,601

本研究之應變數為公司之經營績效，而 Zantout (1994)將企業績效分為財務性及非財務性績效，然而，非財務性績效，如員工生產力等，多為衡量不易或是資訊不易取得者。因此，本研究著眼於企業之財務性績效，並以市場績效與會計績效做為財務性績效之代理變數，參考過去文獻(Haslam, Ryan, Trojanowski and Atkins 2010; Yu 2013; Wang, Chen, Yu and Hsiao 2015)，本研究採用四種常見之衡量指標，包括 Tobin's $Q(Q)$ 、市價淨值比(MB)、資產報酬率(ROA)和股東權益報酬率(ROE)，以衡量公司之經營績效表現。Tobin (1969)發展之 Tobin's Q ，係透過市場價值與重置成本的比率來反應企業的投資決策所呈現之績效，不過，在計算 Q 時，考量企業重置成本的估算難度，本研究採

¹⁴ 財政部於1999年修訂之「證券發行人財務報告編製準則」中要求，自2000年開始，企業需於財務報告中強制揭露大陸投資及與大陸關係企業之交易資訊。因此，基於資料取得之完整性，本研究之樣本開始於2000年。

¹⁵ 極端值採用1% winsorized方式處理。

用 Chung and Pruitt (1994)所發展的模式來衡量 Q 。而 Fama and French (1998)則主張，市價與淨值間的關係不僅能夠表達企業的營運狀況，同時也能夠反映出公司未來的成長機會。因此本研究使用 Tobin's Q 與市價淨值比來衡量與市場價格攸關之市場績效。另外，會計績效的部分，本研究則是採用資產報酬率與股東權益報酬率做為會計績效的衡量變數。

在控制變數方面，本研究參考 Barontini and Caprio (2006)所建構的公司績效模型，加入企業規模($SIZE$)、財務槓桿(LEV)和營收成長($GROWTH$)做為公司績效模型的控制變數。其中， $SIZE$ 的衡量為營業收入之自然對數， LEV 是透過長期負債除以權益總額予以衡量，企業營業收入的成長率則用以計算 $GROWTH$ ，同時，本研究也加入年度和產業的虛擬變數以控制其固定效果。本研究根據前述文獻探討及本文之研究假說，建立了以下四個實證模型，用以針對投資中國的非高科技產業，分別檢查公司之股權結構對四種經營績效指標的影響。

$$Q = \beta_0 + \beta_1 DIRSH + \beta_2 MAGSH + \beta_3 INSSH + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 GROWTH + \varepsilon \quad (1)$$

$$MB = \beta_0 + \beta_1 DIRSH + \beta_2 MAGSH + \beta_3 INSSH + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 GROWTH + \varepsilon \quad (2)$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 DIRSH + \beta_2 MAGSH + \beta_3 INSSH + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 GROWTH + \varepsilon \quad (3)$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 DIRSH + \beta_2 MAGSH + \beta_3 INSSH + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 GROWTH + \varepsilon \quad (4)$$

其中，

Q : Tobin's Q ，(普通股權益的市價+特別股的帳面價值+負債帳面價值)/總資產帳面價值，其中，普通股權益的市價=公司流通在外普通股股數×年底收盤價。

MB : 市價淨值比，市場價值/權益帳面價值。

ROA : 資產報酬率，稅前息前折舊前淨利/平均資產總額×100%。

ROE : 股東權益報酬率，稅前息前折舊前淨利/平均股東權益總額×100%。

$DIRSH$: 虛擬變數，若公司之董事與監察人持股比率大於等於全部本之中位數者為1，否則為0。

$MAGSH$: 虛擬變數，若公司之經理人持股比率大於等於全部本之中位數者為1，否則為0。

$INSSH$: 虛擬變數，若公司之機構持股比率大於等於全部本之中位數者為1，否則為0。

SIZE：：公司規模，營業收入淨額取自然對數。

LEV：：財務槓桿，長期負債除以權益總額。

GROWTH：：營收成長，(當期營業收入-前一期營業收入)/前一期營業收入。

此外，本研究為了進一步比較該些赴中國投資之非高科技公司，與未赴中國投資之非高科技公司，其股權結構的設計是否有利於經營績效之提升，故本研究加入未赴中國投資之樣本，並設計一虛擬變數(*CHINA*)，即當公司之財務報表有投資中國之相關揭露時為 1，否則為 0，用以重新檢測假說。針對四種績效衡量指標建立之模型如下：

$$Q = \beta_0 + \beta_1 CHINA + \beta_2 DIRSH + \beta_3 MAGSH + \beta_4 INSSH + \beta_5 CHINA \times DIRSH + \beta_6 CHINA \times MAGSH + \beta_7 CHINA \times INSSH + \beta_8 SIZE + \beta_9 LEV + \beta_{10} GROWTH + \varepsilon \quad (5)$$

$$MB = \beta_0 + \beta_1 CHINA + \beta_2 DIRSH + \beta_3 MAGSH + \beta_4 INSSH + \beta_5 CHINA \times DIRSH + \beta_6 CHINA \times MAGSH + \beta_7 CHINA \times INSSH + \beta_8 SIZE + \beta_9 LEV + \beta_{10} GROWTH + \varepsilon \quad (6)$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 CHINA + \beta_2 DIRSH + \beta_3 MAGSH + \beta_4 INSSH + \beta_5 CHINA \times DIRSH + \beta_6 CHINA \times MAGSH + \beta_7 CHINA \times INSSH + \beta_8 SIZE + \beta_9 LEV + \beta_{10} GROWTH + \varepsilon \quad (7)$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 CHINA + \beta_2 DIRSH + \beta_3 MAGSH + \beta_4 INSSH + \beta_5 CHINA \times DIRSH + \beta_6 CHINA \times MAGSH + \beta_7 CHINA \times INSSH + \beta_8 SIZE + \beta_9 LEV + \beta_{10} GROWTH + \varepsilon \quad (8)$$

相較於未赴中國投資之非高科技公司，若赴中國投資之非高科技公司，其股權結構的設計與經營績效有關，則模型(5)至(8)中之 *CHINA* 與其他測試變數之交乘項係數(即 β_5 、 β_6 和 β_7)應顯著異於零。

肆、實證結果

表二呈現的是各變數的敘述性統計值，從表二可知，用以衡量市場績效之 *Q* 和 *MB* 之平均值分別為 1.130 和 1.391；而會計績效方面，投資中國之非高科技公司平均有正的會計績效表現 (*ROA* 平均值為 7.627，*ROE* 平均值為 12.337)。此外，董監事、經理人和機構投資人之平均持股比例均達 50% (*DIRSH* 平均值為 0.500，*MAGSH* 平均值為 0.505，*INSSH* 平均值為 0.501)，顯示赴中國投資之非高科技公司之董監事、經理人和機構投資人持有公司股份之情形普遍，公司股權結構對績效表現之影響值得深究。

表二 敘述性統計

變數	min	mean	max	median	std
<i>Q</i>	0.343	1.130	0.905	7.109	0.873
<i>MB</i>	0.159	1.391	0.918	18.941	2.019
<i>ROA</i>	-23.977	7.627	7.287	33.054	8.801
<i>ROE</i>	-53.568	12.337	12.336	54.444	15.449
<i>DIRSH</i>	0.000	0.500	0.500	1.000	0.500
<i>MAGSH</i>	0.000	0.505	1.000	1.000	0.500
<i>INSSH</i>	0.000	0.501	1.000	1.000	0.500
<i>SIZE</i>	10.101	14.875	14.838	18.489	1.445
<i>LEV</i>	0.000	0.221	0.121	1.626	0.286
<i>GROWTH</i>	-0.722	0.085	0.054	2.693	0.321
<i>N</i>			4,472		

註：*Q* 為 Tobin's *Q*，以(普通股權益的市價+特別股的帳面價值+負債帳面價值)/總資產帳面價值衡量。*MB* 為市價淨值比，市場價值/權益帳面價值。*ROA*：資產報酬率，稅前息前折舊前淨利/平均資產總額×100%。*ROE*：股東權益報酬率，稅前息前折舊前淨利/平均股東權益總額×100%。*DIRSH*：虛擬變數，若公司之董事與監察人持股比率大於等於全部本之中位數者為 1，否則為 0。*MAGSH*：虛擬變數，若公司之經理人持股比率大於等於全部本之中位數者為 1，否則為 0。*INSSH*：虛擬變數，若公司之機構持股比率大於等於全部本之中位數者為 1，否則為 0。*SIZE*：營業收入淨額取自然對數。*LEV*：長期負債除以權益總額。*GROWTH*：(當期營業收入-前一期營業收入)/前一期營業收入。

表三呈現各變數的 Pearson 相關係數值，從表三可發現，赴中國投資的台灣企業，其董監事持股比例(*DIRSH*)、經理人持股比例(*MAGSH*)和機構投資人持股比例(*INSSH*)均與會計績效之代理變數 (*ROA* 和 *ROE*) 呈顯著正相關，顯示股東身分的結合有助於提升董監事、經理人和機構投資人之監督和治理效能，從而帶來較佳的會計績效表現。此外，機構投資人持股與市場績效表現亦呈顯著正相關，表示精明的機構投資人確實能運用其專業和資源，有效監督公司之營運。不過，董監事和經理人持股對於公司之市場績效表現，似乎未有一致的效果。

表三 Pearson 相關係數分析

變數	<i>Q</i>	<i>MB</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>DIRSH</i>	<i>MAGSH</i>	<i>INSSH</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>GROWTH</i>
<i>Q</i>	1.000									
<i>MB</i>	0.895***	1.000								
<i>ROA</i>	0.005	-0.117***	1.000							
<i>ROE</i>	-0.055***	-0.175***	0.934***	1.000						
<i>DIRSH</i>	-0.008	-0.007	0.089***	0.078***	1.000					
<i>MAGSH</i>	0.032**	0.012	0.080***	0.065***	-0.017	1.000				
<i>INSSH</i>	0.115***	0.083***	0.106***	0.087***	0.043***	-0.020	1.000			
<i>SIZE</i>	-0.159***	-0.153***	0.279***	0.309***	-0.020	-0.189***	0.112***	1.000		
<i>LEV</i>	-0.050***	0.029**	-0.118***	-0.024	-0.032**	-0.128**	0.066***	0.246***	1.000	
<i>GROWTH</i>	0.057***	0.002	0.257***	0.269***	0.018	0.042**	0.023	0.069***	0.024	1.000

註：1.*表示在 0.1 水準下為顯著；**表示在 0.05 水準下為顯著；***表示在 0.01 水準下為顯著。

2.*Q* 為 Tobin's *Q*，以(普通股權益的市價+特別股的帳面價值+負債帳面價值)/總資產帳面價值衡量。*MB* 為市價淨值比，市場價值/權益帳面價值。*ROA*：資產報酬率，稅前息前折舊前淨利/平均資產總額×100%。*ROE*：股東權益報酬率，稅前息前折舊前淨利/平均股東權益總額×100%。*DIRSH*：虛擬變數，若公司之董事與監察人持股比率大於等於全部本之中位數者為 1，否則為 0。*MAGSH*：虛擬變數，若公司之經理人持股比率大於等於全部本之中位數者為 1，否則為 0。*INSSH*：虛擬變數，若公司之機構持股比率大於

等於全部本之中位數者為 1，否則為 0。SIZE：營業收入淨額取自然對數。LEV：長期負債除以權益總額。GROWTH：(當期營業收入-前期營業收入)/前期營業收入。

針對假說 1、2 和 3，本研究透過迴歸分析測試各項股權結構對投資中國之非高科技業公司績效之影響，其結果如表四所示。從表四可知，董監事持股(DIRSH)雖與市場績效之提升無顯著關係(如，在模型(1)和(2)中，DIRSH 之 t 值分別為-0.31 和-0.43)，但與 ROA 及 ROE 兩項會計績效則均呈顯著正相關(如，在模型(3)和(4)中，DIRSH 之 t 值分別為 5.78 和 5.24)，此結果部分支持假說 1，顯示較高之董監事持股有助於提升其監督管理者之動機，致使產生較佳的會計績效，但對於市場績效的表現則無影響，本研究推測此結果可能係因董監事雖肩負監督公司經營績效之責，但其職權仍以審查與會計相關之財務資訊為主，對於涉及多個面向的市場績效則較難發揮監理效果。此外，經理人持股(MAGSH)對於公司之會計績效有顯著的正向影響(在模型(3)和(4)中，MAGSH 的 t 值分別為 6.05 和 5.86)，顯示當經營權與所有權相結合時，能有效降低代理成本並提高資產和股東權益報酬率等績效表現，符合利益收斂假說；然而，經理人之持股與市場績效(Q 和 MB)卻呈顯著負相關(模型(3)和(4)中，MAGSH 之 t 值分別為 -2.83 和-2.58)，此與利益掠奪假說之論點相符，經理人可能會為了維護自身利益或職位，而作出損害企業績效之決策，加以投資中國市場所伴隨之交易複雜度和監理難度，也提供了經理人做出不利公司價值決策的機會，以致市場績效表現不佳，該部分結果支持假說 2，即經理人持股比例與投資中國之非高科技公司經營績效相關，惟其在會計績效和市場績效的表現未呈現一致之結果，本研究推測可能原因為，相較於高科技產業，非高科技產業之高階經理人薪酬結構中，較無員工認股選擇權、股票分紅等與市場價格高度連動的項目¹⁶，因此，非高科技產業之經理人自然傾向於維持報導盈餘的穩健成長等會計績效表現，而缺乏追求卓越市場績效的動機，甚至在鞏固自身利益或職位等誘因下，做出不利公司價值的決策。最後，機構投資人為精明的市場參與者，根據表四之結果，機構投資人之持股(INSSH)與四項績效衡量指標(包括 Q、MB、ROA 和 ROE)皆呈顯著的正相關(INSSH 在模型(1)至(4)中之 t 值分別為 6.17、4.43、3.86 和 1.70)，符合假說 3 之預期，顯示機構投資人所擁有之專業和資源，足以有效辨認赴中國投資所

¹⁶ Gomez-Mejia (1987)認為高科技公司受其創業文化和企業成長快速之影響，傾向將獎酬與績效緊密結合，並以此表彰個人成就，故高科技產業較非高科技產業有更高的激勵性薪酬比例。諸承明(2001)針對台灣146家大型企業，比較各產業間的激勵性薪資結構後發現，相較於傳統產業，高科技產業實施無償配股的比例(59.3%)顯著高於傳統產業(27.7%)；吳明政、黃怡婷與黃綉如(2010)也發現，台灣自2001年至2006年將員工認股選擇權納入薪酬制度之上市公司，主要為電子產業。此外，根據戴怡蕙(2015)之統計，採行2011年甫公布施行之「限制員工權利新股」制度之公司，亦是以半導體業、光電產業等高科技公司為主。

伴隨之風險，並透過其對監督管理者之影響力，促使經營績效提升。

表四 迴歸分析

應變數：	模型(1)		模型(2)		模型(3)		模型(4)	
	Q		MB		ROA		ROE	
	Coefficient	VIF	Coefficient	VIF	Coefficient	VIF	Coefficient	VIF
<i>Intercept</i>	2.451 (16.83) ^{***}	0.00	4.703 (13.49) ^{***}	0.00	-24.435 (-17.48) ^{***}	0.00	-46.064 (-18.51) ^{***}	0.00
<i>DIRSH</i>	-0.007 (-0.31)	1.06	-0.025 (-0.43)	1.06	1.353 (5.78) ^{***}	1.06	2.183 (5.24) ^{***}	1.06
<i>MAGSH</i>	-0.072 (-2.83) ^{***}	1.15	-0.157 (-2.58) ^{***}	1.15	1.447 (6.05) ^{***}	1.15	2.546 (5.86) ^{***}	1.15
<i>INSSH</i>	0.152 (6.17) ^{***}	1.08	0.261 (4.43) ^{***}	1.08	0.916 (3.86) ^{***}	1.08	0.717 (1.70) [*]	1.08
<i>SIZE</i>	-0.063 (-6.68) ^{***}	1.33	-0.192 (-8.43) ^{***}	1.33	2.246 (24.66) ^{***}	1.33	4.015 (24.77) ^{***}	1.33
<i>LEV</i>	0.038 (0.83)	1.20	0.635 (5.83) ^{***}	1.20	-6.011 (-13.78) ^{***}	1.20	-5.938 (-7.65) ^{***}	1.20
<i>GROWTH</i>	0.167 (4.36) ^{***}	1.08	0.027 (0.29)	1.08	6.105 (16.58) ^{***}	1.08	11.154 (17.02) ^{***}	1.08
<i>INDUSTRY</i>	Included		Included		Included		Included	
<i>YEAR</i>	Included		Included		Included		Included	
R ²	0.182		0.121		0.258		0.237	
Adjusted R ²	0.175		0.114		0.252		0.230	
N	4,472		4,472		4,472		4,472	

註：1. *表示在 0.1 水準下為顯著；**表示在 0.05 水準下為顯著；***表示在 0.01 水準下為顯著。括號內為 t 檢定值。VIF 為 Variance Inflation Factors。

2. *Q* 為 Tobin's *Q*，以(普通股權益的市價+特別股的帳面價值+負債帳面價值)/總資產帳面價值衡量。*MB* 為市價淨值比，市場價值/權益帳面價值。*ROA*：資產報酬率，稅前息前折舊前淨利/平均資產總額×100%。*ROE*：股東權益報酬率，稅前息前折舊前淨利/平均股東權益總額×100%。*DIRSH*：虛擬變數，若公司之董事與監察人持股比例大於等於全部本之中位數者為 1，否則為 0。*MAGSH*：虛擬變數，若公司之經理人持股比例大於等於全部本之中位數者為 1，否則為 0。*INSSH*：虛擬變數，若公司之機構持股比例大於等於全部本之中位數者為 1，否則為 0。*SIZE*：營業收入淨額取自然對數。*LEV*：長期負債除以權益總額。*GROWTH*：(當期營業收入-前一期營業收入)/前一期營業收入。

綜合言之，從表四之實證結果可以發現，雖然董監事、經理人和機構投資人之持股均有利於提高會計績效表現，但對於市場績效之影響，則可能因其職能和與企業之關係不同，而產生強度不一的監理動機和影響，致使其持股比例與公司市場績效的關聯性呈現不同的結果。值得注意的是，經理人可能因薪酬制度而傾向於會計績效之提升，但為了鞏固自身利益或職位，仍可能做出損及其他股東的決策。而董監事為公司之主要監理者，根據公司法，董監事有權要求相關部門報告營運狀況，也可透過各項財務資訊來釐清決策的合理性，進而提升公司之會計績效表現，但其職權仍以審查與會計相關之財務資訊為主，且企業之市場價值涉及層面廣泛，複雜的經營型態和政治情勢可能限制了董監事監理效果的發揮，以致未能有效提升市場績效。最後，

如同過去研究所論，機構投資人擁有較多的專業和資源，即使企業經營環境複雜，機構投資人仍有能力運用其對管理者的影響力，改善市場和會計績效表現。

本研究除了檢查赴中國投資的非高科技公司之股權結構和績效表現的關係，也進一步與未赴中國投資的非高科技公司進行比較分析。本研究加入未投資中國之非高科技產業之樣本，並運用模型(5)至(8)進行迴歸分析，其結果如表五所示。

表五 迴歸分析—有無投資中國之非高科技公司對績效之影響

應變數：	模型(5)		模型(6)		模型(7)		模型(8)	
	Q		MB		ROA		ROE	
	Coefficient	VIF	Coefficient	VIF	Coefficient	VIF	Coefficient	VIF
<i>Intercept</i>	3.117 (25.71)**	0.00	6.478 (21.38)**	0.00	-25.228 (-22.95)**	0.00	-54.022 (-26.72)**	0.00
<i>CHINA</i>	-0.049 (-1.10)	4.36	-0.167 (-1.52)	4.36	-0.533 (-1.34)	4.36	-0.357 (-0.49)	4.36
<i>DIRSH</i>	-0.116 (-3.39)**	2.82	-0.295 (-3.46)**	2.82	1.955 (6.32)**	2.82	4.181 (7.35)**	2.82
<i>MAGSH</i>	-0.006 (-0.17)	2.80	-0.100 (-1.18)	2.80	2.195 (7.12)**	2.80	4.885 (8.62)**	2.80
<i>INSSH</i>	0.061 (1.79)*	2.83	0.008 (0.09)	2.83	1.517 (4.90)**	2.83	2.239 (3.93)**	2.83
<i>CHINA* DIRSH</i>	0.098 (2.29)**	3.83	0.249 (2.33)**	3.83	-0.557 (-1.44)	3.83	-1.817 (-2.55)**	3.83
<i>CHINA* MAGSH</i>	-0.082 (-1.90)*	3.89	-0.085 (-0.79)	3.89	-0.570 (-1.46)	3.89	-2.081 (-2.91)**	3.89
<i>CHINA* INSSH</i>	0.102 (2.39)**	3.83	0.301 (2.82)**	3.83	-0.676 (-1.75)*	3.83	-1.789 (-2.51)**	3.83
<i>SIZE</i>	-0.103 (-12.90)**	1.35	-0.301 (-15.12)**	1.35	2.297 (31.78)**	1.35	4.530 (34.07)**	1.35
<i>LEV</i>	0.105 (2.78)**	1.17	0.764 (8.07)**	1.17	-5.469 (-15.93)**	1.17	-5.245 (-8.31)**	1.17
<i>GROWTH</i>	0.118 (4.75)**	1.06	0.002 (0.03)	1.06	3.829 (16.98)**	1.06	7.669 (18.49)**	1.06
<i>INDUSTRY</i>	Included		Included		Included		Included	
<i>YEAR</i>	Included		Included		Included		Included	
R ²	0.154		0.102		0.254		0.248	
Adjusted R ²	0.149		0.096		0.250		0.243	
N	7,073		7,073		7,073		7,073	

註：1.*表示在 0.1 水準下為顯著；**表示在 0.05 水準下為顯著；***表示在 0.01 水準下為顯著。括號內為 t 檢定值。VIF 為 Variance Inflation Factors。

2.Q 為 Tobin's Q，以(普通股權益的市價+特別股的帳面價值+負債帳面價值)/總資產帳面價值衡量。MB 為市價淨值比，市場價值/權益帳面價值。ROA：資產報酬率，稅前息前折舊前淨利/平均資產總額×100%。ROE：股東權益報酬率，稅前息前折舊前淨利/平均股東權益總額×100%。CHINA：是否有投資中國，虛擬變數，若公司有於財務報表揭露投資中國資訊者為 1，否則為 0。DIRSH：虛擬變數，若公司之董事與監察人持股比率大於等於全部本之中位數者為 1，否則為 0。MAGSH：虛擬變數，若公司之經理人持股比率

大於等於全部本之中位數者為1，否則為0。*INSSH*：虛擬變數，若公司之機構持股比率大於等於全部本之中位數者為1，否則為0。*SIZE*：營業收入淨額取自然對數。*LEV*：長期負債除以權益總額。*GROWTH*：(當期營業收入-前期營業收入)/前期營業收入。

根據表五之結果，公司之股權結構(包括 *DIRSH*、*MAGSH* 和 *INSSH*) 與四種經營績效指標之關係與表四之方向一致，但有趣的是，雖然企業多係考量中國低廉的勞動力成本而赴當地投資，但本研究卻未發現此投資中國之決策有助於經營績效之提升 (*CHINA* 在模型(5)至模型(8)之 *t* 值分別為-1.10、-1.52、-1.34 和-0.49)，顯示中國市場的不確定性可能侵蝕了充沛的人力資源和廣大市場所帶來的利基，此與沈中華等 (2008)的結果類似，台灣企業有無投資中國市場，其 *ROA* 並無顯著差異。此外，本研究結果發現，相較於未赴中國投資之非高科技公司，赴中國投資之公司的董監事持股，雖然有利於市場績效的提升(如，在模型(5)和(6)中，*CHINA*DIRSH* 之 *t* 值分別為 2.29 和 2.33)，但可能由於交易性質的複雜度，而削減了其對會計績效的監督能力(如，在模型(8)中，*CHINA*DIRSH* 之 *t* 值為-2.55)。雖然表四之結果顯示赴中國投資之非高科技公司的經理人持股有助於會計績效之提升，但相較於未赴中國投資之公司，經理人持股不僅不利於會計績效表現，對市場績效也有負面之影響，此結果與利益掠奪假說一致，證實經理人有能力撼動公司重要決策，而為了維護自身利益或職位，也將做出不利於公司價值的決定(如，*CHINA*MAGSH* 在模型(5)和(8)中之 *t* 值分別為-1.90 和-2.91)。此外，類似表四之結果，赴中國投資之企業的機構投資人持股與市場績效呈顯著正相關(*CHINA*INSSH* 在模型(5)和(6)中之 *t* 值分別為 2.39 和 2.82)，但相較於未赴中國投資之非高科技公司，其對會計績效的提升卻呈現顯著負向關係(如，在模型(7)和(8)中，*CHINA*INSSH* 之 *t* 值分別為-1.75 和-2.51)。

綜合表四和表五之實證結果可以發現，就整個非高科技業產業而言，雖然赴中國投資之企業可以透過股權結構的設計來提升公司之會計績效，但該正面效果仍不如未赴中國投資之企業，這可能係因中國市場和政治局勢的不確定性均提高了監督的難度，同時，複雜的交易型態也提供管理者更大的操縱盈餘的機會；不過，公司之董監事和機構投資人在面臨經營環境複雜化的同時，似乎有能力藉由其職權或影響力，發揮內部和外部監督的功能以維護公司價值和市場績效。

伍、額外測試

由於股權結構、投資中國決策與公司績效之間可能存在著內生性問題，亦即可能存在不可觀察但會同時影響前述三者的變數，而使得實證結果產生偏誤。因此，本研究參考過去文獻，運用 Heckman 選擇模型(Heckman

selection model)以降低因忽略不可觀察變數所引起的內生性問題 (Heckman 1979; Su and Tsang 2015)。具體而言，本研究首先以投資中國與否做為迴歸模式之應變數，並以 2008 年政黨輪替做為該函數的工具變數，再以此階段所得出之 lambda 比率(LAMBDA)取代模型(5)至模型(8)的 CHINA 變數，如表六所示，此測試結果大致與表五之結果一致。

表六 額外測試—內生性之檢查

應變數：	模型(5)		模型(6)		模型(7)		模型(8)	
	Q		MB		ROA		ROE	
	Coefficient	VIF	Coefficient	VIF	Coefficient	VIF	Coefficient	VIF
<i>Intercept</i>	3.088 (25.46) ^{***}	0.00	6.375 (21.03) ^{***}	0.00	-25.642 (-23.32) ^{***}	0.00	-54.409 (-26.90) ^{***}	0.00
<i>LAMBDA</i>	-0.024 (-0.87)	4.36	-0.093 (-1.37)	4.36	-0.363 (-1.48)	4.36	-0.285 (-0.63)	4.36
<i>DIRSH</i>	-0.054 (-2.60) ^{***}	1.04	-0.138 (-2.66) ^{***}	1.04	1.603 (8.53) ^{***}	1.04	3.034 (8.77) ^{***}	1.04
<i>MAGSH</i>	-0.057 (-2.69) ^{***}	1.11	-0.154 (-2.88) ^{***}	1.11	1.835 (9.48) ^{***}	1.11	3.570 (10.02) ^{***}	1.11
<i>INSSH</i>	0.126 (5.99) ^{***}	1.06	0.198 (3.78) ^{***}	1.06	1.090 (5.74) ^{***}	1.06	1.109 (3.17) ^{***}	1.06
<i>LAMBDA * DIRSH</i>	0.055 (2.09) ^{**}	2.06	0.144 (2.18) ^{**}	2.06	-0.289 (-1.20)	2.06	-1.031 (-2.34) ^{**}	2.06
<i>LAMBDA * MAGSH</i>	-0.055 (-2.08) ^{**}	2.09	-0.057 (-0.86)	2.09	-0.315 (-1.31)	2.09	-1.210 (-2.73) ^{***}	2.09
<i>LAMBDA * INSSH</i>	0.060 (2.29) ^{**}	2.06	0.180 (2.73) ^{***}	2.06	-0.441 (-1.84) [*]	2.06	-1.142 (-2.59) ^{***}	2.06
<i>SIZE</i>	-0.103 (-12.90) ^{***}	1.35	-0.301 (-15.12) ^{***}	1.35	2.299 (31.80) ^{***}	1.35	4.533 (34.09) ^{***}	1.35
<i>LEVLEV</i>	0.105 (2.77) ^{***}	1.17	0.763 (8.07) ^{***}	1.17	-5.467 (-15.92) ^{***}	1.17	-5.241 (-8.30) ^{***}	1.17
<i>GROWTH</i>	0.118 (4.76) ^{***}	1.06	0.003 (0.04)	1.06	3.826 (16.97) ^{***}	1.06	7.662 (18.47) ^{***}	1.06
<i>INDUSTRY</i>	Included		Included		Included		Included	
<i>YEAR</i>	Included		Included		Included		Included	
R ²	0.153		0.102		0.254		0.247	
Adjusted R ²	0.149		0.096		0.250		0.243	
N	7,073		7,073		7,073		7,073	

註：1.*表示在 0.1 水準下為顯著；**表示在 0.05 水準下為顯著；***表示在 0.01 水準下為顯著。括號內為 t 檢定值。VIF 為 Variance Inflation Factors。

2.Q 為 Tobin's Q，以(普通股權益的市價+特別股的帳面價值+負債帳面價值)/總資產帳面價值衡量。MB 為市價淨值比，市場價值/權益帳面價值。ROA：資產報酬率，稅前息前折舊前淨利/平均資產總額×100%。ROE：股東權益報酬率，稅前息前折舊前淨利/平均股東權益總額×100%。LAMBDA：為採用 Heckman selection model 第一階段是否有投資中國的函數所求得之 lambda 比率。DIRSH：虛擬變數，若公司之董事與監察人持股比例大於等於全部本之中位數者為 1，否則為 0。MAGSH：虛擬變數，若公司之經理人持股比例大於等於全部本之中位數者為 1，否則為 0。INSSH：虛擬變數，若公司之機構持股比例大於等於全部本之中位數者為 1，否則為 0。SIZE：營業收入淨額取自然對數。LEV：長期負債除以權益總額。GROWTH：(當期營業收入-前一期營業收入)/前一期營業收入。

除了董事以外，監察人也是監理公司之代表¹⁷，董事代表股東會決定企業的重大決策及任派經理人員代理經營企業，而監察人則代表股東會監督企業營運。根據公司法第 218 條之規定，監察人有監督公司業務、財務狀況、簿冊文件之檢查權，並於第 220 條中指出，當為公司利益之必要時得召集股東會，也因此，為避免其監督權受到影響，第 222 條中限制其不得擔任公司的管理及行政職位，此外，第 224 條中規範，當其違法或怠忽職務時需負相當之賠償責任。雖然我國監察人之功能為負責監督公司業務之執行以及財務報表之審計，其獨立性可能較董事更顯重要，然而，由於法令並未禁止監察人不得持有公司股票，因此，若監察人透過董監酬勞之給付等方式而持有公司股份，則其除了扮演監督角色外，也將同時為公司之利益關係人(Williams 2000)，而可能正面地提高其監督管理者的動機，但也可能衍生負面的道德風險。因此本研究進一步將監察人持股加以區分，藉以觀察投資中國的非高科技企業，其董事持股與監察人持股是否有利於企業績效之提升，並以涵蓋未赴中國投資之公司樣本，重新檢查董事持股與監察人持股對於公司經營績效是否有不同之影響，其測試結果分別呈現於表七和表八。

表七 額外測試—監察人持股與投資中國之非高科技公司之績效的影響

應變數：	模型(1)		模型(2)		模型(3)		模型(4)	
	<i>Q</i>		<i>MB</i>		<i>ROA</i>		<i>ROE</i>	
	Coefficient	VIF	Coefficient	VIF	Coefficient	VIF	Coefficient	VIF
<i>Intercept</i>	2.458 (16.77)***	0.00	4.685 (13.34)***	0.00	-24.847 (-17.66)***	0.00	-46.850 (-18.71)***	0.00
<i>DIRSH1</i>	-0.009 (-0.35)	1.07	-0.002 (-0.03)	1.07	1.431 (6.09)***	1.07	2.233 (5.33)***	1.07
<i>SUPSH</i>	-0.013 (-0.53)	1.13	0.003 (0.04)	1.13	0.096 (0.40)	1.13	0.678 (1.57)	1.13
<i>MAGSH</i>	-0.072 (-2.83)***	1.15	-0.157 (-2.57)**	1.15	1.447 (5.93)***	1.15	2.501 (5.76)***	1.15
<i>INSSH</i>	0.152 (6.17)***	1.08	0.260 (4.41)***	1.08	0.916 (3.88)***	1.08	0.719 (1.71)*	1.08
<i>SIZE</i>	-0.064 (-6.69)***	1.34	-0.192 (-8.42)***	1.34	2.264 (24.83)***	1.34	4.046 (24.93)***	1.34
<i>LEV</i>	0.037 (0.81)	1.20	0.637 (5.85)***	1.20	-6.004 (-13.76)***	1.20	-5.896 (-7.59)***	1.20
<i>GROWTH</i>	0.168 (4.38)***	1.08	0.026 (0.28)	1.08	6.100 (16.56)***	1.08	11.120 (16.96)***	1.08
<i>INDUSTRY</i>	Included		Included		Included		Included	
<i>YEAR</i>	Included		Included		Included		Included	
<i>R²</i>	0.182		0.121		0.258		0.237	

¹⁷ 2006年以前，我國採行董事與監察人雙軌制度，直到2006年1月11日，證券交易法正式將審計委員會納入法令，根據證券交易法第14條之4，公開發行公司可就監察人制度或審計委員會中擇一設置。

表七 額外測試—監察人持股與投資中國之非高科技公司之績效的影響 (續)

應變數：	模型(1) <i>Q</i>	模型(2) <i>MB</i>	模型(3) <i>ROA</i>	模型(4) <i>ROE</i>
Adjusted R ²	0.175	0.114	0.252	0.231
N	4472	4472	4472	4472

註：1.*表示在 0.1 水準下為顯著；**表示在 0.05 水準下為顯著；***表示在 0.01 水準下為顯著。括號內為 t 檢定值。VIF 為 Variance Inflation Factors。

2.*Q*為Tobin's *Q*，以(普通股權益的市價+特別股的帳面價值+負債帳面價值)/總資產帳面價值衡量。*MB*為市價淨值比，市場價值/權益帳面價值。*ROA*：資產報酬率，稅前息前折舊前淨利/平均資產總額×100%。*ROE*：股東權益報酬率，稅前息前折舊前淨利/平均股東權益總額×100%。*CHINA*：是否有投資中國，虛擬變數，若公司有於財務報表揭露投資中國資訊者為1，否則為0。*DIRSHI*：虛擬變數，若公司之董事持股比率大於等於全部本之中位數者為1，否則為0。*SUPSH*：虛擬變數，若公司之監察人持股比率大於等於全部本之中位數者為1，否則為0。*MAGSH*：虛擬變數，若公司之經理人持股比率大於等於全部本之中位數者為1，否則為0。*INSSH*：虛擬變數，若公司之機構持股比率大於等於全部本之中位數者為1，否則為0。*SIZE*：營業收入淨額取自然對數。*LEV*：長期負債除以權益總額。*GROWTH*：(當期營業收入-前一期營業收入)/前一期營業收入。

表八 額外測試—監察人持股與非高科技公司之績效的影響

應變數：	模型(1) <i>Q</i>		模型(2) <i>MB</i>		模型(3) <i>ROA</i>		模型(4) <i>ROE</i>	
	Coefficient	VIF	Coefficient	VIF	Coefficient	VIF	Coefficient	VIF
<i>Intercept</i>	3.134 (25.57)***	0.00	6.502 (21.23)***	0.00	-25.796 (-23.23)***	0.00	-55.233 (-27.06)***	0.00
<i>CHINA</i>	-0.048 (-1.01)	5.13	-0.172 (-1.43)	5.13	-0.375 (-0.86)	5.18	-0.104 (-0.13)	5.18
<i>DIRSHI</i>	-0.123 (-3.52)***	3.42	-0.359 (-4.13)***	3.42	2.067 (6.56)***	2.94	4.760 (8.22)***	2.94
<i>SUPSH</i>	0.001 (0.03)	2.92	0.084 (0.97)	2.92	0.340 (1.09)	2.88	0.723 (1.26)	2.88
<i>MAGSH</i>	-0.004 (-0.11)	2.46	-0.090 (-1.06)	2.46	2.189 (7.09)***	2.81	4.875 (8.60)***	2.81
<i>INSSH</i>	0.059 (1.73)*	2.86	0.001 (0.02)	2.86	1.549 (5.00)***	2.83	2.275 (4.00)***	2.83
<i>CHINA*DIRSHI</i>	0.097 (2.26)**	6.30	0.320 (2.97)***	6.30	-0.615 (-1.57)	3.90	-2.350 (-3.27)***	3.90
<i>CHINA*SUPSH</i>	-0.0004 (-0.01)	3.15	-0.060 (-0.56)	3.15	-0.201 (-0.52)	3.87	0.079 (0.11)	3.87
<i>CHINA*MAGSH</i>	-0.083 (-1.93)*	2.75	-0.094 (-0.88)	2.75	-0.592 (-1.52)	3.90	-2.116 (-2.95)***	3.90
<i>CHINA*INSSH</i>	0.104 (2.44)**	3.65	0.305 (2.86)***	3.65	-0.704 (-1.82)*	3.83	-1.811 (-2.55)**	3.83
<i>SIZE</i>	-0.103 (-12.96)***	1.36	-0.302 (-15.15)***	1.36	2.314 (31.99)***	1.36	4.563 (34.34)***	1.36
<i>LEVLEV</i>	0.102 (2.70)***	1.17	0.760 (8.03)***	1.17	-5.410 (-15.77)***	1.17	-5.109 (-8.10)***	1.17
<i>GROWTH</i>	0.119 (4.78)***	1.06	0.003 (0.04)	1.06	3.816 (16.93)***	1.06	7.630 (18.42)***	1.06
<i>INDUSTRY</i>	Included		Included		Included		Included	
<i>YEAR</i>	Included		Included		Included		Included	
R ²	0.154		0.102		0.255		0.250	
Adjusted R ²	0.149		0.097		0.250		0.246	
N	7073		7073		7073		7073	

註：1. *表示在 0.1 水準下為顯著；**表示在 0.05 水準下為顯著；***表示在 0.01 水準下為顯著。括號內為 t 檢定值。VIF 為 Variance Inflation Factors。

2. Q 為 Tobin's Q ，以(普通股權益的市價+特別股的帳面價值+負債帳面價值)/總資產帳面價值衡量。 MB 為市價淨值比，市場價值/權益帳面價值。 ROA ：資產報酬率，稅前息前折舊前淨利/平均資產總額 $\times 100\%$ 。 ROE ：股東權益報酬率，稅前息前折舊前淨利/平均股東權益總額 $\times 100\%$ 。 $CHINA$ ：是否有投資中國，虛擬變數，若公司有於財務報表揭露投資中國資訊者為 1，否則為 0。 $DIRSH$ ：虛擬變數，若公司之董事持股比例大於等於全部本之中位數者為 1，否則為 0。 $SUPSH$ ：虛擬變數，若公司之監察人持股比例大於等於全部本之中位數者為 1，否則為 0。 $MAGSH$ ：虛擬變數，若公司之經理人持股比例大於等於全部本之中位數者為 1，否則為 0。 $INSSH$ ：虛擬變數，若公司之機構持股比例大於等於全部本之中位數者為 1，否則為 0。 $SIZE$ ：營業收入淨額取自然對數。 LEV ：長期負債除以權益總額。 $GROWTH$ ：(當期營業收入-前一期營業收入)/前一期營業收入。

表七和表八之結果顯示，這些企業的董事和監察人在企業績效上的影響有明顯的不同。董事持股與企業績效之關聯性與表 4 和表五中之董監事持股結果一致，然而，不論是對有無赴中國投資的台灣企業來說監察人持股皆與四項企業績效指標無顯著關聯性。此結果可能反應，相較於高科技產業，非高科技產業成立時期通常較為久遠，這些公司在尋找監察人時，通常會從友好的群體中聘任或回任，而這些監察人礙於交情通常不太干涉經營策略，進而使得監察人機制並未能在經營績效上發揮效果。再者，台灣自 2006 年起，得就監察人制度或審計委員會擇一設置，此現象也可能削弱監察人之影響。

陸、結論與建議

高科技產業為台灣之策略性產業，因此，過去許多相關性研究多以其為研究對象，而對非高科技產業疏少著墨。然而，台灣經濟之濫觴實為非高科技產業，其不僅為台灣佈局中國市場的先驅，也因台灣政府對其投資中國的管制及限制相對較少，使該些產業在投資中國的金額及數量上均超越高科技產業，故在探討投資中國市場之議題時，確實不宜偏廢非高科技產業。雖然非高科技產業在投資中國的金額及數量相對較多，但複雜的經營環境和相對寬鬆的政府管制卻可能衍生出其他成本。此時，非高科技產業公司是否能有效運用股權結構的安排，充分發揮監督的效果以提高公司績效表現，便顯得格外重要。

本研究首先分析赴中國投資的非高科技企業，實證結果顯示董監事、經理人和機構投資人之持股均有利於會計績效之提升，但對於市場績效則呈現不同的結果。其中，值得注意的是，雖然經理人可能基於薪酬誘因而致力於會計績效之提升，但根據利益掠奪假說，經理人可能為了鞏固自身利益或職位，仍可以做出損及其他股東或公司價值的決策，進而造成負向的市場績效。此外，董監事和機構投資人為企業內部和外部之監督者，由於兩者的職權和著眼點不盡相同，因而對公司績效產生不同之影響。相較於經理人，董監事除了法令責付之監督職責外，較不需要承擔市場價格下滑所可能引發之投資

人不滿，因此，其持股比例的提升對於市場績效並無顯著影響；而機構投資人屬精明的市場參與者，即使企業交易型態和組織結構複雜，其所擁有之專業和資源仍足以辨識相關之風險，從外部監督管者行為，進而提高公司之市場和會計績效表現。

此外，就整個非高科技產業來看，雖然赴中國投資之企業可以透過股權結構的設計來提升公司之會計績效，但此正面效果仍不如純然在台灣經營之企業，本研究認為此結果可能係因兩岸局勢多變，投資中國市場雖能享受低廉的人力成本和廣大消費市場所帶來的利潤，但組織結構和經營型態的複雜化卻也提高了監理上的難度，同時增加管理者隱匿不利資訊的機會。雖然本研究結果顯示，公司之董監事和機構投資人似乎有能力藉由其職權或影響力，有效監督赴中國投資之企業，進而維護市場績效之表現，但根據本研究結果，公司在設計經理人認股計畫和獎酬計畫時，宜考慮經理人的自利動機以及內外部監督的難易程度，避免經理人為了維護自身利益或鞏固職位，而做出有損公司價值之決策。最後，本研究並未發現赴中國投資之企業有較佳的績效表現之證據，此結果顯示赴中國投資所衍生的額外成本，可能侵蝕了低廉人力成本和廣大消費市場所帶來的利基，因此，管理者在面對投資中國之決策時，宜應更審慎評估中國市場潛在之風險。

基於樣本之可取得性，本研究以台灣的上市公司為研究樣本，此樣本選擇將產生之研究限制有二。第一，台灣的企業多屬於中小型企業，而這些中小型企業通常並未上市或上櫃，故本研究結果是否能一致適用尚未可知。第二，該些中小企業之規模通常小於上市櫃公司，機動性較高，故在投資中國市場的決策上，不乏公司選擇結束大部分台灣事業，轉而深耕中國市場，此種經營方式可能亦與本研究樣本不同。因此，後續研究可以對中小企業進一步調查，以提供台灣企業更全面的了解和分析。再者，由於投資中國的方式可進一步區分為直接投資和間接投資，故後續研究亦可透過搜集財務報告的附註揭露加以分析測試。最後，針對非高科技產業，本研究並未發現投資中國市場對公司績效存在明顯之助益，此結果在某種程度上呼應了政府當前所推動的新南向政策，因此，後續研究可針對赴中國投資之額外成本與風險進行深入調查，以釐清採取新南向政策取代西進發展之策略前瞻性及其經濟效益，此研究方向將有助於政府和企業釐訂相關之策略。

參考文獻

王薇婷、張國益與林晋禾，2012，〈台商對中國大陸直接投資的決定性因素分析〉，中國研究，中國大陸研究，第55卷（2期）：101-130頁。

- 杜玉振、黃荃與林容竹，2001，〈董事會特性業經營績效、財務決策之影響研究-以台灣上市公司為例〉，《管理與系統》，第9卷（3期）：345-368頁。
- 李永然，2013，大陸經商保權益的法律竅門，台北市進出口商業同業公會。
- 李馨蘋與莊宗憲，2007，〈公司治理機制與公司績效之實證研究〉，《東吳經濟商學學報》，第57期：1-27頁。
- 沈中華、呂青樺與李卿企，2008，〈我國上市櫃公司赴大陸投資的決定因素與獲利性研究〉，《管理學報》，第25卷（6期）：651-678頁。
- 吳明政、黃怡婷與黃綉如，2010，〈發放員工認股權對公司稅率及負債政策影響之研究〉，《臺灣銀行季刊》，第16卷（1期）：200-220頁。
- 邱正仁、吳志正與林怡盈，2001，〈台商大陸投資兩岸三地財務績效之實證研究〉，《中國大陸研究》，第44卷（9期）：41-55頁。
- 林純瓊，1994，〈股權結構、資本結構與經營績效—Jensen、Meckling與Fama理論之驗證〉，《中國財務學刊》，第1卷（2期）：1-20頁。
- 洪榮華、陳香如與王玉珍，2005，〈公司內部治理機制與公司績效之關係—股權結構與董事會特性的觀點〉，《輔仁管理評論》，第12卷（3期）：23-40頁。
- 康信鴻與廖婉孜，2006，〈影響台商赴大陸投資額與投資區位因素之實證研究〉，《交大管理學報》，第26卷（1期）：15-38頁。
- 陳宗成與簡金成，2007，〈臺灣企業及其轉投資中國公司股權結構對經營績效與財務結構之影響〉，《財務金融學刊》，第15卷（3期）：113-145頁。
- 陳美華與洪世炳，2005，〈公司治理、股權結構與公司績效關係之實證研究〉，《企業管理學報》，第65卷：129-153頁。
- 葉銀華，2015，《公司治理：全球觀點、台灣經驗》，台中：滄海書局出版。
- 蔡柳卿、楊朝旭與彭智偉，2013，〈台商母公司研發資產與大陸子公司財務績效之關聯性：論企業策略之調節角色〉，《中山管理評論》，第21卷（4期）：799-851頁。
- 諸承明，2001，〈高科技產業激勵性薪酬之研究—產業比較觀點〉，台灣高科技產業人力問題研討會，中壢：國立中央大學。收錄在單驥、張明宗

- 合編，人力資源與台灣高科技產業發展：99-118 頁。中壢：台灣經濟發展研究中心出版。
- 戴怡蕙，2015，〈限制員工權利新股、董事委員會與實質盈餘管理:以台灣上市櫃公司為例〉，《當代會計》，第16卷（1期）：1-31頁。
- Agrawal, A., and C. R. Knoeber. 1996. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31(3): 377-397.
- Agrawal, A., and G. N. Mandelker. 1987. Managerial incentives and corporate investment and financing decisions. *Journal of Finance* 42: 823-838.
- Barnhart, S. W., and S. Rosenstein. 1998. Board composition, managerial ownership and firm performance: An empirical analysis. *The Financial Review* 33: 1-16.
- Barontini, R., and L. Caprio. 2006. The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. *European Financial Management* 12(5): 689-723.
- Bebchuk, L. A., J. M. Fried, and D. I. Walker. 2002. Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation. *University of Chicago Law Review* 69: 751-846.
- Berger, A. N., B. Imbierowicz, and C. Rauch. 2016. The roles of corporate governance in bank failures during the recent financial crisis. *Journal of Money, Credit and Banking* 48(4): 729-770.
- Brickley, J. A., R. C. Lease, and C. W. Smith Jr. 1988. Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics* 20: 267-291.
- Cadbury, A. 1999. What are the trends in corporate governance? How will they impact your company? *Long Range Planning Journal* 32: 12-19.
- Chaganti, R., and F. Damanpour. 1991. Institutional ownership, capital structure and firm performance. *Strategic Management Journal* 12: 479-491.
- Chen, C. I., and C. H. Yeh. 2012. Re-examining location antecedents and pace of foreign direct investment: Evidence from Taiwanese investments in China. *Journal of Business Research* 65(8): 1171-1178.
- Chen, J. 2001. Ownership structure as corporate governance mechanism: Evidence

- from Chinese listed companies. *Economics of Planning* 34(1): 53-72.
- Chidambaran, N. K., D. Palia, and Y. Zheng. 2010. Does changing corporate governance alone result in better firm performance? Working Paper, October 2010. From: http://www.bnet.fordham.edu/chidambaran/K_Gov_perf_2010.pdf.
- Chung, K., and S. Pruitt. 1994. A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management* 23(3): 70-74.
- Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51(3): 371-406.
- Demsetz, H. 1983. The structure of ownership and the theory of firm. *Journal of Law and Economics* 26(2): 375-379.
- Demsetz, H., and B. Villalonga. 2001. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance* 7(3): 209-233.
- Fama, E. F., and K. R. French. 1998. Values versus growth: The international evidence. *The Journal of Finance* 53(6): 1975-1999.
- Finkelstein, S. 1992. Power in top management teams: Dimensions, measurement and validation. *Academy of Management Journal* 33: 505-538.
- Frick, W. 2014. In China, the right political ties count. *Harvard Business Review* November. From: <https://hbr.org/2014/07/in-china-political-ties-are-keeping-poorly-performing-firms-a-float>.
- Gomez-Mejia, L. R., H. Tosi, and T. Hinkin. 1987. Managerial control, performance, and executive compensation. *Academy of Management* 30(1): 51-70.
- Hamzah, A. H., and A. H. Zulkafli. 2013. Multiple shareholders structure (MSS) and corporate financial policy. *Journal of Finance and Bank Management* 2(1): 107-134.
- Haslam, S. A., M. K. Ryan, C. Kulich, G. Trojanowski, and C. Atkins. 2010. Investing with prejudice: The relationship between women's presence on company boards and objective and subjective measures of company performance. *British Journal of Management* 21(2): 484-497.
- Heckman, J. J. 1979. Sample selection bias as a specification error. *Econometrica*

47(1): 153-161.

- Hwang, N. C. R., J. R. Chiou, and Y. C. Wang. 2013. The effect of disclosure regulation on earnings management through related-party transactions: Evidence from Taiwanese firms operating in China. *Journal of Accounting Public Policy* 32(4): 292-313.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 350-360.
- Jensen, M. C., and R. Ruback. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11: 5-50.
- Khan, A., M. B. Muttakin, and J. Siddiqui. 2013. Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: Evidence from an emerging economy. *Journal of Business Ethics* 114(2): 207-223.
- Lang, L., and R. Stulz. 1994. Corporate diversification and firm performance. *Journal of Political Economy* 102: 142-174.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. Wysocki. 2003. Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics* 69 (3): 505-527.
- Lewellen, W., C. Loderer, and A. Rosenfeld. 1985. Merger decisions and executive stock ownership. *Journal of Accounting and Economics* 7(1-3): 209-231.
- McConnell, J., and H. Servaes. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics* 27(2): 595-612.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial and Economics* 20: 293-315.
- Oswald, S., and J. Jahera. 1991. The influence of ownership on performance: An empirical study. *Strategic Management Journal* 12: 321-326.
- Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics* 20: 237-265.
- Schipper, K. 1989. Commentary on earnings management. *Accounting Horizons* 3(4): 91-102.

- Shleifer, A., and R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52(2): 737-783.
- Su, W., and E. W. Tsang. 2015. Product diversification and financial performance: The moderating role of secondary stakeholders. *Academy of Management Journal* 58(4): 1128-1148.
- Thomas, A. S., R. J. Litschert, and K. Ramaswamy. 1991. The performance impact of strategy-manager coalignment: An empirical examination. *Strategic Management Journal* 12(7): 509-522.
- Tobin, J. 1969. A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking* 1(1): 15-29.
- Vroom, V. H., and B. Pahl. 1971. Relationship between age and risk taking among managers. *Journal of Applied Psychology* 55(5): 399-405.
- Wang, D. H. M., P. H. Chen, T. H. K. Yu, and C. Y. Hsiao. 2015. The effects of corporate social responsibility on brand equity and firm performance. *Journal of Business Research* 68(11): 2232-2236.
- Williams, S. M. 2000. Relationship between board structure and firm's intellectual capital performance in emerging economy. Haskayne. School of Business, the University of Calgary.
- Yu, M. 2013. State ownership and firm performance: Empirical evidence from Chinese listed companies. *China Journal of Accounting Research* 6(2): 75-87.
- Zantout, Z. 1994. External capital market control, corporate restructuring, and firm performance during the 1980s. *Journal of Business Finance and Accounting* 21(4): 37-64.

