

# 大型集團企業之成員競爭優勢： 資源、控制與內部市場

## The Competitive Advantage of Large Sized Business Groups' Affiliates: The Influence of Resources, Control, and Internal Markets

陳建男\* *Chien-Nan Chen*♦

國立東華大學企業管理學系

Department of Business Administration,  
National Dong Hwa University

朱文儀 *Wenyi Chu*

國立台灣大學工商管理系暨商學研究所

Department of Business Administration,  
National Taiwan University

---

\* 通訊作者：陳建男

♦ 作者感謝三位匿名評審在審閱本文時所提供的寶貴意見，並感謝國科會計畫經費補助(計畫編號：NSC 98-2410-H-259 -001)。

## 摘要

新興市場中的「集團效果」，是當代管理研究中一個相當重要的主題。本研究從資源、集團控制，以及內部市場機制等構面，來探討集團效果對於成員公司績效的影響，以台灣地區大型集團的上市上櫃成員為樣本進行實證。研究結果顯示，在台灣，集團效果明顯存在，而該效果對於成員的獲利能力和市場績效，則有部分影響。其中，集團整體財務資源的豐沛性，以及控制股東的持股比例，皆會對成員績效產生顯著的正向影響；而集團的內部市場機制與成員績效之間則無顯著關係。

**關鍵詞：**集團效果、績效、資源、控制、內部市場

## Abstract

The business group effects in emerging economies have been an important research topic in the management literature. This study empirically examines the group effects by investigating the influence of group-level resources, group control, and internal markets on the performance of group affiliates. The group affiliates that are publicly traded in Taiwan are used as the research sample. This study finds that, group effects do exist in Taiwan, however, their influences on the profitability and market value of group members are limited. Group-level financial resources and the voting rights of the controlling shareholders are positively associated with the performance of group affiliates. However, the internal market mechanisms of business groups have no significant effects on affiliate performance.

**Keywords:** group effects, performance, resources, control, internal market

## 壹、前言

近年來，新興經濟體(emerging economies)中集團企業的績效表現，尤其是「集團效果」(business group effects)的存在與否，已是晚近管理研究的重要議題之一 (Khanna & Palepu, 1997; Hoskisson et al., 2000; Wright et al., 2005)。許多實證研究發現，隸屬集團與非隸屬集團之獨立公司，兩者在績效上有明顯的差異 (Keister, 1998; Khanna & Palepu, 2000a; Merit et al., 2000; Gunduz & Tatoglu, 2003)；尤其是隸屬大型集團之企業，其績效表現愈佳 (Khanna & Palepu, 2000a, 2000b)，這顯示該經濟體中存在著正向的「集團效果」<sup>1</sup>，使集團成員擁有較佳的經濟績效。

然而，檢視過去的實證研究，多半是以各經濟體中的集團成員和非隸屬集團之公司作為分析的主體，透過兩者之間獲利能力的比較，以說明集團效果的影響(如，Chang & Choi, 1988; Keister, 1998; Khanna & Palepu, 2000a; Gunduz & Tatoglu, 2003)。但這種直接將「隸屬集團」與「非隸屬集團」兩種不同屬性的廠商進行績效比較的研究方式，只能概括說明集團效果的存在與否，以及其對績效影響的方向性，卻未能更精緻地呈現集團效果的實質內涵。因此，為了填補過去實證研究上的空缺，本研究試圖從既有文獻中，了解影響集團成員績效的相關因素，並透過實證以驗證這些因素與成員績效的關係。

何謂集團企業<sup>2</sup>？學術上並沒有一個公認的操作性定義，只有一些普遍被接受的概念性定義。Leff (1978) 認為，集團企業係指一群由人際信任關係聯結，在共同的管理與財務控制下，於不同市場中營運的公司。Granovetter (1994) 則認為，集團企業係泛指一群獨立的法人組織，以各種經濟性(如所有權、資金往來，或商品交易)或社會性(如家族、血緣，或友誼)的連帶所形成的集合體。Guillén (2000) 則進一步延伸 Granovetter 之定義，增加三項條件，包括：(1)

---

<sup>1</sup> 策略管理的文獻指出，廠商獲利能力的來源，主要包括產業效果(industry effects)以及廠商效果(firm effects)(Schmalensee, 1985; Rumelt, 1991; McGahan & Porter, 1997; Hawawini et al., 2003)。其中，廠商效果可進一步拆解成總公司效果(corporate effects)或集團效果(business group effects)，以及事業單位效果(business unit effects)或子公司效果(affiliated company-specific effects)(Chang & Hong, 2002)。

<sup>2</sup> 英文中 business group 和 conglomerate 二者同樣都是用以指稱高度多角化的廠商集合體，組織的疆界模糊，彼此間主要以人際間的紐帶、部分股權、以及董監事連結(board interlocks)等關係所組成，但一般來說，conglomerate 是用以指稱 1970 年代的西方大型複合式企業，而 business group 則主要用以指稱新興經濟體中的此類組織。

從事多種產業；(2)除各獨立廠商間的聯盟外，更在某個統一領導下運作；(3)無完全整合之組織結構。雖然無法明確定義何謂集團企業，但 Khanna & Rivkin (2001) 強調，一般而言，在新興國家當中，商業人士皆可以很直覺地認定何為集團企業，也可將特定的一群公司歸屬於特定集團，且僅有很少的模糊地帶。

綜合以上學者的定義，集團企業可視為多個在法律上獨立之個體，這些個體廠商因為某種關係而結合，彼此間以協調配合之模式運作。而其中最為鮮明的特徵，即集團成員擁有共同的投資人；以及成員之間在擁有共同投資人的情況下所衍生的各種交換行為。此種結構特徵，被當代許多學者認為，在支持市場機制運作的制度環境相對不健全的經濟體中，能夠在經濟績效上擁有優異的表現。本研究之目的，即在於檢視上述集團企業的結構特徵，與成員經濟績效之間的關聯性。

具體而言，本研究期望達到下列目的：(1)提出集團效果的主要內涵，包括：集團資源、所有權控制，以及內部市場機制等；(2)探究並實證上述內涵對於成員經濟績效的影響，進而了解集團效果與成員競爭優勢之關係。同時，本研究認為，想要較完整理解集團效果的內涵，必需結合不同的理論觀點。因此本研究分別從資源基礎和組織寬裕(organizational slack)之觀點、和公司治理有關的代理理論，以及交易成本理論，提出檢視集團效果的三個構念：集團資源、集團控制，以及內部交易市場，並據此對集團效果的特質進行探討。希冀透過本研究，使吾人對於台灣地區集團企業的本質和績效表現有更深入的了解。

首先，在資源方面，許多學者認為，在支持市場運作的制度並不完備的情況下，集團企業在發展的歷史經驗中，往往累積了相當程度的一般性組織能力，加上集團資源的豐沛性，透過資源與能力的移轉或共享，進而對集團成員的運作產生正向的影響。例如，集團可以從相關企業中調動人力與資源，而總部亦可提供會計、法律，以及資訊技術等行政與支援服務 (Chandler, 1990; Guillén, 2000; 瞿宛文、洪嘉瑜，2002)，這些都可能形成正向的集團效果。

其次，就代理理論之觀點，因集團成員通常擁有共同的最終控制者，彼此透過金字塔結構(pyramid structure)或交叉持股(cross-shareholding)的方式，來維繫最終控制者的利益 (Claessens et al., 2000; Chang, 2003; Yeh, 2005)<sup>3</sup>。由於最

---

<sup>3</sup> 所謂金字塔結構，係指最終控制股東透過 A 公司控制 B 公司者稱之。例如，甲家族持有 A 公司 30% 的股權比率，而 A 公司轉投資 B 公司 30% 的股權(假設 30% 已達到控制股權比率)，則甲家族將可掌握 B 公司 30% 的投票權，但甲家族僅擁有 B 公司

終控制者對集團內各成員的支配程度往往有所差異，因而可能產生不同程度的集團效果。因此，本研究將探討控制股東的控制能力大小，是否會對成員公司的績效產生影響。

第三，從交易成本的觀點來看，在市場機制不健全的脈絡下，集團的內部市場機制，亦即集團成員之間的商業往來，往往能夠克服產品市場、勞動市場，以及跨領域技術市場中，因為交易成本過高而產生的市場失靈情形，並以更有效率的方式來組織各式交易活動 (Leff, 1978; Khanna & Palepu, 1997; Hoskisson et al., 2000)。因此，本研究也試圖探討集團的內部市場機制，是否會對成員公司的績效產生影響。

以下章節安排，將先進行文獻探討，並建立本研究之假說及研究架構，而後說明研究方法，接著是實證結果與討論，最後為本研究之結論與建議。

## 貳、文獻探討與研究假設

傳統上對於多角化策略與廠商獲利能力的研究，多半著重在集團或總公司層次的績效，較少關注事業單位或子公司的績效表現 (Rumelt, 1982; Chatterjee, 1986; Chatterjee & Wernerfelt, 1991; Markides, 1995)。因此，多角化的相關研究多半隱含著一個預設，那就是把集團內各事業單位所獲得的綜效水準視為相等，而少有進一步的討論<sup>4</sup>。然而對集團企業而言，不同的事業單位在集團內所享有的資源並不相同。換言之，集團成員之間的異質性，例如集團資源挹注的多寡，應當會導致成員之間的績效表現有所不同 (Chang & Hong, 2000; Tsai,

---

9%的現金流量請求權，因此甲家族控制 B 公司已偏離一股一權的原則。而交叉持股則係指金字塔結構中之 B 公司又持有 A 公司股權者稱之。葉銀華等 (2003) 表示，就單一公司而言，儘管控制股東隨著公司的上市逐漸出售股權，但為了掌控公司，仍可透過以下三種手段來掌控公司，包括：(1)藉由集團化發展後，透過一家上市公司再轉投資其他上市公司；(2)利用公司資金成立他公司回買母公司股權；(3)集團內上市公司之間的交叉持股。而這些手段亦是形成集團成員彼此之間關係的基礎之一。

<sup>4</sup> 有關事業單位績效的相關實證研究並不多，主要的原因是事業單位的資訊揭露較為罕見，較知名的僅有 PIMS(Profit Impact of Market Strategy)以及 FTC(Federal Trade Commission)的 LB(Line of Business)資料庫等，除此之外，少有資料庫提供事業單位的次級資料以供實證研究。

2000; Kim et al., 2004)，這就形成了所謂的集團效果。

本節依序以集團資源、集團控制，以及內部市場機制等三個部份，進行文獻回顧。這三個構念分別建立在資源基礎與組織寬裕資源觀點、代理理論，以及交易成本的理論基礎上。本節將探討它們在集團效果中扮演的角色，以及其對成員公司的績效影響，並建立研究假設。

## 一、集團資源

從資源基礎觀點來看，廠商的專屬資源對其獲利能力有決定性的影響 (Penrose, 1959; Wernerfelt, 1984)。由於不同的資源屬性所產生的競爭優勢不同，學者們將資源進一步區分為有形資源和無形資源 (Wernerfelt, 1984; Barney, 1986; Chatterjee & Wernerfelt, 1991)。有形資源包括財務資源和實體資源；無形資源則包括技術、聲譽，以及人力資源等。其中，無形資源具有不易辨識和評價的特性，也不易從市場上購得；而財務資源則有較大的彈性，可用於購買所有其他型態的生產資源，適用於任何型態的成長或多角化。因此，無形資源和財務資源，往往對廠商的競爭優勢有較大的貢獻 (Chatterjee & Wernerfelt, 1991)，本研究也因此從無形資源和財務資源兩方面進行討論。

就集團整體的無形資源而言，首先，集團資源所伴隨而來的聲譽效果，往往對於成員績效有顯著的影響。Khanna & Palepu (1997) 指出，在新興市場中，公司在建立信用品牌上所面對的成本，遠高於先進國家的公司，而已經建立的品牌，就可發揮極大的市場力量。在產品與服務的品質上享有聲譽的集團企集，可以使用集團名稱進軍新市場，即使集團原有的事業和新市場的產品線完全不相關，也同樣可以發揮功效。換言之，在新興市場中，品牌的效益(外部性)遠高於先進國家，而多角化的經營方式能有效降低品牌的平均成本，這對成員公司而言，是一項額外的無形資源，會對成員的績效產生正向的影響。

其次，Guillén (2000) 認為，在政治經濟條件允許的情況下，新興經濟體的廠商之所以追求多角化並建立集團組織，乃是為了結合或取得國內外資源，以維持他們「不斷進入新產業」的能力。Guillén 強調，當廠商欲進入一個新產業時，必須取得生產程序的相關知識、技術與 know-how，也必須取得市場，例如配銷通路、國內外顧客，或是政府部門的契約等。如果廠商學會如何迅速有效地結合這些資源，就能藉由不斷地進入新產業，創造出

集團企業 (Chandler, 1990; Guillén, 2000; 瞿宛文、洪嘉瑜, 2002)。換言之，集團企業在形成的過程中，許多問題會重複出現，將這些問題的處理常規化或體制化是一種能力的累積，特別是有關「不斷進入新產業」的一般性組織能力，亦即不具產業特定性(industry-specific)的能力。藉由範疇經濟(economics of scope)的效果，此種能力往往展現於集團企業的產品市場擴張當中，並形成集團成員享有競爭優勢的隔離機制(isolating mechanisms)(Peteraf, 1993)。例如，其可以運用集團整體的力量，從相關企業中調動人力、資源，而總部亦可提供行政支援服務，甚至可以利用已經建立起來的集團聲譽、政商關係，以及網絡等無形資源。

而也正因如此，新興經濟體中的集團企業發展，與九十年代，西方企業強調專注本業的管理思潮形成強烈的對比。集團企業這種高度多角化的傾向，不僅不會削弱廠商的競爭優勢，在支持市場制度較不健全的經濟體當中，其反而能享有許多高度多角化的益處。

綜合上述，本研究認為，一經濟體在經濟轉型的過程中，伴隨著經濟的自由化，將使得大型企業可以透過多角化的方式迅速地占有市場中的機會，如解除管制的市場，進而於過程中累積了「不斷進入新產業」的一般性組織能力；再加上多角化所伴隨的市場聲譽，能力與聲譽透由範疇經濟的效果，將對於成員的績效有正向的影響。因而本研究發展以下假設，

**假設 1：集團的多角化程度愈高，則集團成員的績效愈佳。**

此外，就組織寬裕的觀點，集團整體財務資源的豐沛性，也會對成員的績效產生影響。所謂組織寬裕資源(organizational slack in resource)係指可以讓組織成功調整與適應內部壓力，或是因應外部壓力所改變之政策的實際或潛在緩衝資源，例如組織為了外部環境所改變的策略所需的基礎資源 (Cyert & March, 1963; Bourgeois, 1981)。Lawson (2001) 表示，寬裕資源的擁有對於組織而言是必要的，因為它提供了組織對於複雜多變的環境適應與改變的空間。組織中寬裕資源的範圍從保留盈餘到多餘的存貨，營運資金以及員工等。其中，對於集團企業而言，未吸收的「組織中未授權、流動的資源」具較易重新配置之特性，例如流動現金、融資債券等 (Singh, 1986)，可快速的支應集團成員因應環境的變化。例如跨進新的地理市場往往需要設立新的分支機構，因而需要投入固定成本，規模較小的廠商擁有的寬裕資源較少，會較難以發起擴張行動。

大型集團企業之成員競爭優勢：資源、控制與內部市場

豐沛的財務資源，代表集團能更有彈性地將資源投入在具有發展潛力的事業上，也意味著該集團的成員公司有較高的風險承擔能力。這也反映在成員的融資行為上，Lewellen (1971) 表示，集團成員往往可有較高的舉債能力，因為身為大型集團的成員之一，債權人往往預期債務人會有較充足的資金償還利息，使得債務不履行的風險降低，因而願意以較低的借款利率提供資金。部分相關實證也發現，相較於獨立公司，集團成員有較高的負債比率 (Merit et al., 2000; Gunduz & Tatoglu, 2003)。這一方面隱含集團成員較容易透過舉債來籌措資金，一方面也表示，集團成員的確有較高的風險承擔能力，而這除了受惠於集團的整體聲譽之外，也受到集團財務資源多寡的影響。因此，本研究發展以下假設，

**假設 2：集團的財務資源愈豐富，則集團成員的績效愈佳。**

## 二、集團控制

如前所述，集團成員通常有共同的最終控制者。透過共同的主要股東、董監事、執行業務股東、經營階層，或是相互投資等方式，達成實質的集團控制<sup>5</sup>；典型的方式，包括金字塔結構和交叉持股等<sup>6</sup> (La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000; Yeh, 2005)。因此，集團企業的統治結構，基本上是一種介於市場與層級之間的混合式(hybrid form)統治機制 (Williamson, 1985)。雖然同一集團的成員往往有共同的投資人，但卻不若層級式的統治結構那樣強調權威；就某種程度來說，集團成員是以關係契約的法則在運作，雙方在一定的信任基礎

<sup>5</sup> 依據台灣經濟新報，具有下列關係的廠商屬於同一集團：1.主要股東(前十大股東或持股超過 5%以上之股東)多為同一家族成員；2.董監事之組成三分之一以上相同；3.主要經營階層相同，董事長或總經理相同；4.具有控制或從屬關係，有實質控制力；5.具有相互投資關係。而中華徵信所的「台灣地區集團企業研究」，對於集團企業有五種客觀認定標準：1.經由法人轉投資關係，而持有被投資公司之股份 50%以上；或公司間相互投資，而相互持有對方股份 33%以上；或未達上述比率，但實質上握有被投資公司較大股權者。2.該公司與核心公司之資本額有半數以上為相同之股東持有或出資者。3.該公司與核心公司之董事、監察人、執行業務股東、代表公司股東及總經理有半數以上相同者。4.該公司與核心公司之董事、監察人、執行業務股東、代表公司股東及總經理等有半數以上為配偶或三等以內之親屬者。5.受同一管理機構之指揮監督者。

<sup>6</sup> 有關金字塔結構和交叉持股的說明，請參見附註 2。



下，捨棄短期的投機心理，並與對方維持長期的合作互惠關係。正因為集團是以混合式的統治結構存在，因此成員公司一方面與其他成員維持互賴關係，另一方面也必須維持其在外市場中的獨立性。而成員彼此之間關係的強弱，某種程度上取決於共同所有人所握有的控制力，例如持股比例、董監事席次比例，或是在管理階層擔任要職的比重等。

在台灣，當公司準備跨足新事業時，往往以成立新子公司(而非新部門)的方式來經營，而母公司僅擔任新成立子公司的董事長 (洪榮華等，2007)。本研究認為，來自集團共同所有人的控制力大小，將使大股東與小股東之間有不同程度的權益代理問題(*agency problem*)，進而影響成員的績效表現。

關於台灣地區企業股權結構的相關實證，Yeh (2005) 調查台灣 1997 至 1998 年間 251 家上市公司，結果指出：在最大股東持有 20% 投票權的標準下，有 70.1% 的上市公司存在控制股東(大股東兼管理者)，而 58.2% 是以家族形式控股。這顯示，台灣的上市公司不僅股權集中，家族握有決定性的股權比率，且家族成員位居董事會成員與高階管理者的情形相當普遍。而這項特性究竟會對公司的績效產生何種影響，文獻中存在著正反兩方的不同觀點。

持負面觀點的研究認為，管理階層在公司內的權力集中，雖然有助於貫徹命令之執行，但卻容易造成負責人獨裁，產生危害一般小股東利益之情形。例如，葉銀華等 (2003) 指出，台灣有部份上市公司的大股東，利用公司資金成立投資公司，再回買母公司股票，是大股東介入股市的現象，可能對公司績效產生負面影響。除此之外，由於控制股東受到本身資金的限制，但又欲加強對於上市成員的控制，因此運用金字塔結構或交叉持股的方式來增加其掌控的投票權是很普遍的。但如果大量運用此種方式，將造成控制股東握有的投票權遠高於實際出資而所擁有的現金流量權，因而易提高控制股東侵佔小股東財富的動機 (La Porta et al., 1999)。

持正面觀點的研究則認為，當控制股東直接或間接持有股票的比例愈高時，其與其他股東之間的利益也愈趨一致，代理成本也就愈小。因為任何傷害公司價值的行為，也會造成控制股東本身較大的損失。因此控制股東會認真經營，並減少損害公司價值的行為。Demsetz & Lehn (1985) 以及 Schulze et al. (2003) 的研究指出，當公司的所有權集中時，家族與大股東會較積極地監督公司，避免管理階層做出掠奪股東利益之情事，因為在股權集中的情況下，家族與大股東本身的利益與公司整體利益趨於一致，道德風險也因此降低。La Porta et al. (1999) 針對 27 個國家之企業的實證研究發現，內部股東有較高控

大型集團企業之成員競爭優勢：資源、控制與內部市場

制權之公司，其公司價值較高。

就集團總部而言，對於轄下具獲利能力或策略重要性的子公司，往往會試圖掌握較高比例的股權。例如，Chang (2003) 分析了 1986-1996 年間 419 家韓國公開上市且隸屬集團的公司，結果顯示：那些被家族和集團持有較高比例的股權的子公司，其獲利能力和承諾也較高；反之，持有股權比例愈低的子公司，其獲利能力與承諾也較低。本研究採取和 Chang (2003)、Demsetz & Lehn (1985) 以及 La Porta et al. (1999) 等研究相同的觀點，認為集團的最終控制股東對於不同成員的控制力確實有所差異，且當控制股東的控制力愈大時，其與小股東的利益愈相容，也愈會積極監督公司管理階層的運作。因而本研究發展以下假設，

**假設 3：集團控制股東所握有的控制力愈大，則該集團成員的績效愈佳。**

### 三、內部市場機制

在新興經濟體中，集團企業此一組織形式之所以普遍存在，學者們認為，一個重要的原因，乃是經濟體系中缺乏支持市場有效運行的完備制度，而集團卻可以模仿已開發經濟體中有效率的各種制度，透過內部市場促進成員之間的往來互動，以更有效率地進行資源配置，形成了成員重要的競爭優勢來源 (Leff, 1978; Khanna & Palepu, 1997, 2000a)。

在集團成員各式各樣的往來互動中，最常見的是資金的往來，以及在同一價值鏈上中間製品的交易。葉銀華等 (2003) 針對 2001 年台灣地區上市公司的調查發現，不論是關係人資金往來比率、關係人銷進貨比率，或是關係人應收付帳款比率，上市集團都顯著高於單一上市公司；尤其是關係人銷進貨比率，集團平均為 33.85%，而單一公司平均為 23.07%，兩者差距高達 10.78%。因此，以下我們便分別針對集團成員之間的商品交易，以及成員之間的融資行為的經濟意涵進行探討。

首先，就內部產品市場而言，集團內不同廠商的垂直分工，具有降低交易成本與提升生產效率的優點 (Williamson, 1985)。集團成員在同一個價值鏈上的中間品交易，若伴隨著有效率的溝通協調，往往可以減輕成員的存貨負載以及運輸成本，而且可以讓新的、有效率的生產技術在較短的時間上線生產

(D'Aveni & Ravenscraft, 1994)。此外，集團內中間商品的交易，也往往能讓產品的研發成果迅速地分享到上下游不同的生產階段，以提升整體的競爭力。因此，以交易成本的觀點來看，成員之間的中間商品交易，有助於降低交易成本，為各方帶來好處。

然而，從另一方面來看，集團內的商品交易，也可能藉由內部的移轉訂價 (transfer pricing) 制度來進行交叉補貼，進而產生無效率的資源配置 (Milgrom & Roberts, 1992)。一般來說，若某一商品的外部市場是具效率性的，則內部移轉價格應該等於外部市場的交易價格；然而，集團經常會透過權威系統來制定內部移轉價格，或成員之間針對移轉價格進行協商。因此，若集團透過交叉補貼的方式，來規範關係人交易的商品價格與數量，以幫助營運不佳的子公司維持正常運作，或是藉以扭曲公司的經營績效，則關係人的進銷貨，有可能對於廠商的獲利能力產生負向的影響。舉例來說，Lincoln et al. (1996) 針對日本財團 (keiretsus) 的實證研究發現，財團會補貼那些在財務上遭遇困難的成員，以維持整體財團的生存能力；因此，財團成員的當期績效，與前期績效和財團間連帶關係的交互作用項，存在著顯著的負相關。這表示：較不具獲利能力的成員，在財團的交叉補貼政策下獲得利益；反之，較具獲利能力的成員，在交叉補貼的政策下則遭受損失。

其次，就成員之間的相互融資而言，一般認為，在資訊不對稱的環境下，集團成員向內部資本市場融資的成本，通常比透過外部資本市場融資的成本來得要低，且內部資本市場往往比較具有資源分配的效率性。換言之，在市場不完全的情況下，子公司透過集團內尋求資金的融通，可享有較低的募資成本 (Leff, 1978)。而總公司或成員之所以願意提供內部融資給有資金需求的成員，則是因為與外部市場相比，成員之間的連帶關係，往往也是很好的資訊獲取途徑 (Williamson, 1985; Gertner et al., 1994)，這可以讓提供融資的一方作出正確的決策，使集團資金作出有效的運用。

然而，內部融資亦有其缺點。由於控制股東或集團經營者受到較少的監督，在擁有多數股權的情況下，可能產生潛在的代理問題，使集團內的資金借貸產生無效率的情形 (Liebeskind, 2000)。例如，集團可能會對績效不好的子公司進行補貼，讓子公司的財務狀況維持一定的水準，以避免子公司遭受清算破產的命運。而此舉卻會導致資源誤用，進而影響集團整體績效。Berger & Ofek (1995) 的實證研究顯示，過度投資及部門間的交叉補貼 (cross-subsidization)，是造成多角化公司折價的主因。

大型集團企業之成員競爭優勢：資源、控制與內部市場

透過以上的分析，我們可以了解，無論是成員之間的商品交易或融資借貸，對於成員績效的影響，文獻中都存在著正反兩方的不同解釋。綜合來說，倘若集團的內部市場確實具有效率性，則成員之間的各種商業活動，理當對成員績效產生正向影響；反之，則內部市場會造成無效率的資源配置，並對成員績效造成負向影響。關於此一議題，Chang & Hong (2000) 針對 1985 至 1996 年間韓國大型集團的子公司的實證研究發現，關係人銷貨比例和子公司績效之間，有正向的關係；而關係人進貨比例和子公司績效卻有負向的關係，顯示集團內部確實會因為交叉補貼而造成無效率的資源配置。

本研究將針對這兩個對立觀點進行驗證。由於本研究是以台灣地區的集團成員為研究對象，我們延續 Khanna & Palepu (1997, 2000a)、Leff (1978) 等人的觀點，假定這些集團成員是在市場不完全性高的脈絡中運作<sup>7</sup>，因此內部市場機制是集團成員競爭優勢的來源之一，因而提出以下假設，

**假設 4：集團成員的內部商品交易比例愈高，則該成員的績效愈佳。**

**假設 5：集團成員的內部融資與借貸比例愈高，則該成員的績效愈佳。**

結合上述，本研究之觀念性架構如圖 1 所示。

---

<sup>7</sup> 根據世界銀行發布的《2008 全球經商環境報告》(Doing Business 2008)，台灣在其所調查的全球 178 個經濟體當中，整體經商環境的便利程度排名為 50 名。而在十個評比項目當中，表現最差的三個項目，分別為僱用工人、申請許可，以及開辦企業。報告中顯示，在台灣，申請有關建築物的各項許可有 30 個程序，平均要 198 天；而合法登記開辦企業有 8 個程序，平均耗時 48 天。而在其他項目的評比上，也都並未名列前茅。另外，根據世界經濟論壇(World Economic Forum; WEF) 的「2007-2008 全球競爭力」報告，台灣在體制架構(排名第 37)及金融市場成熟度(排名第 58)表現不佳，其中金融市場成熟度裡頭的銀行健全度更為 114 名。由此可知，台灣在改善制度法令以提供企業良好的經商環境方面，仍有很大的改善空間。

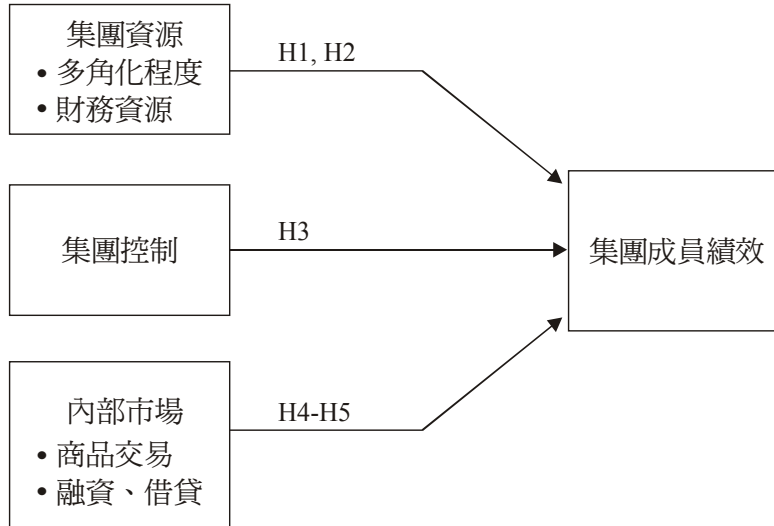


圖 1 觀念性架構

## 參、研究方法

### 一、資料來源與樣本

本研究以上市上櫃公司中隸屬於大型集團的公司作為研究對象，資料涵蓋期間為 2002 至 2005 四年，以這段期間內連續被蒐錄於中華徵信所出版的《台灣地區集團企業研究》之集團為標的<sup>8</sup>。我們從這些集團中篩選出上市上櫃的成員公司，且有四年完整資料者進行研究；集團成員的資料，則蒐集自台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal; 簡稱 TEJ)資料庫，上述這兩個資料庫也是研究台灣地區集團企業以及上市上櫃公司時最常使用的資料來源。和國外的相關研究相同，受到資料來源的限制，有關集團成員的研究多半是以上市上櫃的集團成員為標的 (如，Chang & Hong, 2000; Khanna & Palepu, 2000a; Merit et al.,

<sup>8</sup> 歷年《台灣地區集團企業研究》所揭露的資訊為二年前的資訊，換言之，我們的資料係來自 2004 至 2007 四年的版本。而以這段期間為研究範圍，主要是因為根據中華徵信所的資料，這段期間所能蒐集到的連續多年期的樣本數為最多。

大型集團企業之成員競爭優勢：資源、控制與內部市場

2000; Gunduz & Tatoglu, 2003)，並以和上市上櫃的獨立公司進行比較。本研究排除金融服務業和新報資料庫中該產業別中之公司皆為集團成員之樣本(水泥工業)，並刪除少數數值缺漏或不合理之樣本，篩選的結果，計有 172 家隸屬集團的上市上櫃公司，共 688 個觀察值。這些公司共隸屬於 101 個集團企業。

## 二、變數衡量

### (一) 依變數：集團成員績效

本研究檢視的績效指標有三，分別為：資產報酬率(*ROA*)、股東權益報酬率(*ROE*)，以及 Tobin's *q(Q)*，這三個指標也是在過去相關研究中最常被使用的廠商績效指標 (Khanna & Palepu, 2000a; Khanna & Rivkin, 2001; Choi & Cowing, 2002; Yiu et al., 2005)。其中 Tobin's *q(Q)*代表企業的價值，為公司市場價值與重置成本的比值，一般用以反映資本市場對於公司獲利能力的看法。當 *Q* 大於 1 時，表示市場認為該企業的實際市值高於帳面價值，顯現經營較有效率，產生超額盈餘；反之，若 *Q* 小於 1，則表示市場認為企業的實際市值低於帳面價值，公司經營缺乏效率，導致無形的虧損。本研究採用 Khanna & Palepu (2000a) 的衡量方式， $Q = (\text{股東權益市值} + \text{特別股帳面價值} + \text{負債帳面價值}) / \text{總資產帳面價值}$ 。其中，股東權益市值以各期最後一個交易日的普通股股價乘以普通股在外流通股數計算。

### (二) 自變數

#### 1. 集團資源

**集團多角化程度。**集團的多角化程度通常意味著廠商經營疆界的廣度，多角化程度愈高，表示該集團涵蓋的事業愈廣泛，其聲譽效果也愈顯著；此外，愈是高度多角化的集團，也往往有較高的一般性組織能力 (Chandler, 1990; Khanna & Palepu, 1997; Guillén, 2000)。衡量上，以集團總合的多角化熵值

(entropy index) *DVT* 來衡量： $DVT = \sum_{i=1}^N A_i \ln\left(\frac{1}{A_i}\right)$ 。其中  $A_i$  為 *i* 產業的資產佔

集團總資產的比重。這也是過去文獻在計算廠商多角化程度時，最常被使用的

客觀衡量指標之一 (Jacquemin & Berry, 1979; Palepu, 1985; Chang & Hong, 2000)。

*DVT* 的衡量必須仰賴一套標準產業分類碼(SIC code)。過去，國外的相關研究在計算多角化程度時，由於資料庫已經給各公司或各個事業單位一個 SIC 碼，研究者多半根據資料庫提供的 SIC 碼，直接計算出公司的多角化程度。反觀國內，現有的資料庫並沒有依據統一的標準將各公司進行產業分類，因此研究者必須自行歸類。本研究採用 90 年 1 月修訂的《中華民國行業標準分類》，其行業分類為 16 大類、82 中類、259 小類、605 細類。我們將各集團下連續四年可辨識營收及資產的分子企業作為計算集團多角化的基礎，共 1,561 家，依據中華徵信所提供的行業別與《中華民國行業標準分類》逐筆進行比對，將各分子企業歸類為產業 2 位碼(82 個中類)與 4 位碼(605 細類)。總計本研究的樣本公司一共涵蓋了 62 個 2 位碼產業，以及 202 個 4 位碼產業，並據此計算出  $A_i$  值。

*財務資源*。本研究以《台灣地區集團企業研究》中所揭露的*集團自有資金比率(GSOC)*，作為各集團財務資源多寡的代理變數。所謂自有資金，是指企業為進行生產經營活動所經常持有，可以自行支配使用並毋須償還的那部分資金。該數值的高低顯示企業整體資金來源中自有資金佔資產總額的比率，其公式為：淨值／資產總額。自有資金愈高，表示集團的負債比率愈低，集團內的財務資源愈豐富，資金運用上也較為靈活有彈性。

## 2. 集團控制

集團控制力主要可區分為，股權控制力和董事會的席次控制力，本研究以二個比率作為集團控制力的代理變數：*控制股東持股率(CT\_SHA)*、*控制股東擔任董監席次比率(CT\_Board)*。首先，*CT\_SHA* 是以控制股東的直接持股和間接持股之和來衡量。公式為：(直接持股率 +  $\Sigma$  各控制鏈之最小持股率)。此衡量方式係由 Claessens et al. (2000) 所提出<sup>9</sup>。

<sup>9</sup> 附圖 1 說明控制股東持股的概念。甲家族對 A 上市公司為直接控制，同時又透過金字塔結構控制 B 上市公司。甲家族對於 B 上市公司有二條控制鏈，因此甲家族持有 B 上市公司 30% 的控制權 [ 10% + Min(30%, 20%)=30% ]。

大型集團企業之成員競爭優勢：資源、控制與內部市場

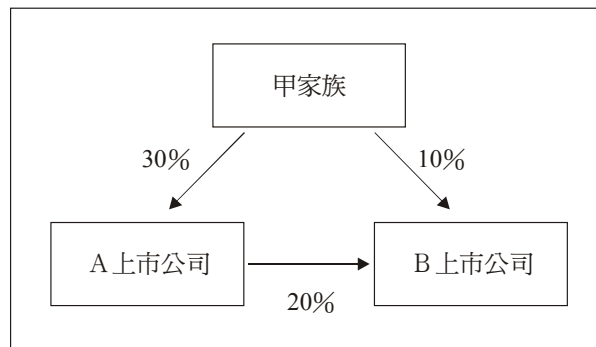
其次，*CT\_Board* 的衡量方式為：控制股東成員擔任董監事席位數，除以董監事總席位數。台灣上市公司的董事會成員主要包括控制股東、專業管理者，以及其他大股東；除了其他大股東擔任董事席位外，控制股東在選派董事會成員時，可以派任自己家族成員，亦可支持專業管理者。因此，我們以 *CT\_Board* 來反映集團對於成員的控制力。而 *CT\_SHA* 與 *CT\_Board* 這兩個比率，預期會對集團成員績效有正向的影響(假設 3)。

### 3. 內部市場

*商品交易*。集團成員之間的商品交易，主要包括銷貨與進貨，因此本研究分別以關係人銷貨金額佔營業收入淨額的比率(*SALR*)，以及關係人進貨金額佔營業成本的比率(*PUCR*) 衡量之<sup>10</sup>。這兩項比率愈高，表示集團成員之間的往來愈密切，因而資源的移轉和知識的共享程度也愈高。這兩項比率對於集團成員的績效，預期會有正向的影響(假設 4)。

*融資、借貸*。以廠商向關係企業或關係人(含金融機構)借支之款項(長短期)，佔長短期借款的比率(*FINR*)來衡量。該比率愈高，表示廠商愈傾向透過內部資本市場來滿足自身的資金需求，且當內部資本市場較外部資本市場來得有效率時，*FINR* 對於集團成員的績效，應有正向的影響效果(假設 5)。

### 4. 控制變數



附圖 1 控制股東之股權安排

<sup>10</sup> 葉銀華等 (2003) 在衡量集團成員的關係人銷進貨比率時，係以關係人銷貨和關係人進貨之合佔資產總額的比率來衡量，但本研究認為，欲反映關係人交易在廠商營運活動中所扮演的重要性，應以該活動的總量為分母較為適切，因此，本研究係分別以營收淨額和營業成本，來做為關係人銷貨和關係人進貨這兩項代理變數的分母。



本研究根據樣本屬性並參考過去文獻，在分析模型中加入六個控制變數，包括：成員年齡、規模、產業別，年度別 (如，Chang & Hong, 2000, 2002; Yiu et al., 2005)，以及折舊費用率和負債比率等二個代表成員本身資源的變數。成員年齡(*AGE*) 是以各樣本的年齡取自然對數衡量之，而成員規模(*SIZE*)是以資產總額取自然對數衡量之。產業別(*IND*)則依台灣經濟新報資料庫所定義的二位碼分類，樣本企業共散佈在 15 個二位碼產業，故以 14 個虛擬變數加以控制。在年度別方面，由於資料橫跨四個年度，故以 3 個虛擬變數將觀察值的年度別 (*YEAR*)加以控制。

此外，根據資源基礎觀點以及相關實證結果，成員本身資源的異質性 (heterogeneity)也可能對其績效產生影響 (Rumelt, 1991; McGahan & Porter, 1997; Hawawini et al., 2003)，由於本研究欲探討，在廠商本身的異質資源之外，集團效果是否對於廠商的績效差異能有所影響，因此本研究以折舊費用率和負債比率，來分別作為個別成員的無形資源和財務資源的代理變數。首先，就無形資源而言，由於其不存在於有組織的交易市場，且具有公司特定性，在財務報表上較難顯現其真實價值。因此，本研究採取 Barth & Kasznik (1999) 以及 Barth et al. (2001) 的看法，以折舊費用率(*DEP*)來作為無形資源的代理變數；*DEP* 愈大，表示公司依賴長期有形資產的程度愈大，也就是依賴長期無形資產(如人才、科技與品牌)的程度愈小。其次，在財務資源方面，廠商財務資源的多寡，係指廠商的借貸和內部籌資能力，亦是決定廠商績效的重要因素。本研究以負債比率(*DEBT*)作為廠商財務資源多寡的代理變數 (Chatterjee & Wernerfelt, 1991)，公式為：負債總額 / 資產總額。其值愈高，表示企業的償債能力愈低，財務資源愈缺乏，可能會對績效產生負向影響。本研究之各變數摘要參見表 1。

表 1 變數定義與衡量方式

變數	簡稱	操作性定義	預期方向
<b>依變數</b>			
資產報酬率	<i>ROA</i>	[淨利+利息費用 × (1-稅率)] / 資產總額	
股東權益報酬率	<i>ROE</i>	稅後純益 / 股東權益	
Tobin's Q	<i>Q</i>	[(普通股在外流通股數×普通股期末價格) + 特別股股本+負債帳面價值] / 總資產帳面價值	

大型集團企業之成員競爭優勢：資源、控制與內部市場

變數	簡稱	操作性定義	預期方向
<b>自變數</b>			
集團多角化程度	<i>DVT</i>	熵指數中的總合多角化(以資產基礎衡量)	+
集團自有資金比率	<i>GSOC</i>	淨值 / 資產總額	+
控制股東持股率	<i>CT_SHA</i>	控制股東之直接持股% + $\Sigma$ 各控制鏈之最小持股%	+
控制股東董監席次%	<i>CT_BOARD</i>	最終控制者所控制之董監席次 / 全部董監事席次	+
集團內商品交易 1	<i>SALR</i>	關係人銷貨 / 營業收入淨額	+
集團內商品交易 2	<i>PUCR</i>	關係人進貨 / 營業成本	+
集團內融資、借貸	<i>FINR</i>	關係人借支 / 長短期借款	+
<b>控制變數</b>			
成員年齡	<i>AGE</i>	企業的年齡取自然對數	
成員規模	<i>SIZE</i>	企業的資產總額取自然對數	
折舊費用率	<i>DEP</i>	折舊費用 / 營收淨額	-
負債比率	<i>DEBT</i>	負債總額 / 資產總額	-
產業別	<i>IND</i>	虛擬變數：1 = 各產業；0 = 其他	
年度別	<i>YEAR</i>	虛擬變數：1 = 觀察值年度；0 = 其他	

### 三、分析方法

為了解集團成員之特徵，本研究首先將本研究之集團成員樣本和獨立公司之樣本，針對本研究的主要變數以及相關人口統計變項進行平均數的差異性檢定，以確證本研究的前提是否存在，即集團效果是否存在於台灣的經濟體當中。有關獨立公司樣本的選擇，係利用 TEJ 資料庫中 2002~2005 年間不隸屬集團之企業和集團名稱與公司名稱相同但卻無集團成員之企業。如此篩選的原因為，根據 TEJ 有關集團企業之定義(參見註釋二)，一般公司在發展過程中，因與其他公司相互投資的關係，很容易便滿足集團形成的要件；而中華徵信所在蒐錄集團企業時，有集團資產總額的限制，因此，嚴格來說，本研究欲驗證的，為大型集團之集團效果與成員績效之關聯。本研究共篩選出 206 家獨立公司來與本研究之樣本進行差異性比較，關於二群樣本的產業分布情形，請參見附錄一。

接著在驗證研究假設之前，針對樣本進行敘述統計分析，同時以 Pearson 積差相關分析，觀察變數之間的相關程度及方向，並以 VIF 值及條件指標(condition index)檢視各模型的自變數之間是否存在共線性問題。而有關研究假

設的驗證，因為本研究樣本資料的型態，為橫斷面與時間序列資料並存，故以追蹤資料(panel data)的迴歸分析模型來對研究假設進行驗證。而在追蹤資料分析模型中，又有固定效果模型和隨機效果模型可供選擇<sup>11</sup>，本研究採用隨機效果模型，理由有二：1.固定效果模型在對每一樣本給予一個專屬之截距項後，便無法估計時間常數項的迴歸係數，而在本研究模型所涵蓋的變數當中，包括產業別(IND)是以虛擬變數的方式呈現，屬於時間常數項的變數；2.當樣本數(N)較大而時間點(T)較小時，也較適合以隨機效果模型來進行迴歸係數的估計(Greene, 1997; Gujarati, 2003)。

此外，我們也利用組間效果的估計來對本研究之假設進行驗證，即利用各樣本變數在分析期間的平均值來進行迴歸分析，換言之，前者的分析結果是建立在時間單位為年的觀察，而後者的分析則是時間單位為四年，屬於長期的觀察，結合這二種方式藉以了解，集團效果是對於長期績效有所影響亦或短期績效，或者二者兼有之。

## 肆、分析結果

表 2 為獨立公司和集團成員的差異比較。首先，就獲利能力來看，集團成員的 ROA 顯著的比獨立公司差，這可能與集團成員普遍在規模上要比獨立公司大上許多有關，從表中的資產和營收來看，集團成員比獨立公司的規模大上近五倍。但就 ROE 而言，二者並無明顯差異，而 Tobin's q 的比較則顯示，集團成員有較高的市場期望價值，換言之，投資大眾對於集團成員的發展前景較具信心。在集團控制變數方面，可發現控制股東的持股率，二者雖然無顯著差異，但實際上，集團成員的在外流通股數往往較獨立公司大上許多，換言之，控制股東可能只需以較少的持股率，便能達到控制的目的，而從集團成員的控制董監的席次率達 70.5%，更可說明此間的特性。在關係人交易的面向上，由關係人銷貨和關係人進貨這二項比例，集團成員都較獨立公司顯著來得要高，

<sup>11</sup> 固定效果模型(fixed-effects model)是對每一樣本給予一個專屬之截距項，以控制該樣本特質對應變數之影響；隨機效果模型(random-effects model)則是將各樣本特質視為隨機的誤差項，以控制樣本異質性對應變數之影響。

雖然與葉銀華等 (2003) 的衡量方式不同，但結果所呈現的意義是相同的。整體而言，表 2 說明了，在台灣集團效果(business group effects)是明顯存在的，但對於成員績效是否有顯著的影響則需進一步的驗證。

表 2 獨立公司與集團成員之特徵差異

變數		獨立公司 n=824	集團成員 n=688	Mean Difference	t-value
資產報酬率	ROA	0.092	0.058	0.034	7.879***
淨值報酬率	ROE	0.077	0.077	0.0002	0.028
Tobin's q	Q	1.210	1.276	-0.066	-2.256**
年齡	AGE	24.330	24.814	-0.484	-0.788
營收(百萬)	SAL	4033	21650	-17618	-12.081***
資產(百萬)	ASS	6443	34708	-28265	-10.705***
營收成長率	SGR	0.182	0.183	-0.001	-0.042
資產成長率	AGR	0.098	0.113	-0.014	-0.646
折舊費用率	DEP	0.041	0.060	-0.019	-5.655***
負債比率	DEBT	0.419	0.418	0.001	0.174
控制股東持股率	CT_SHA	0.301	0.304	-0.002	-0.260
控制董監席次率	CT_BOARD	0.582	0.705	-0.123	-12.537***
關係人銷貨	SALR	0.038	0.192	-0.154	-17.247***
關係人進貨	PUCR	0.028	0.186	-0.159	-17.074***
關係人資貸	FINR	0.006	0.008	-0.001	-0.538

表 3 彙整各變數的敘述統計與相關係數。相關係數最高者為 *ROA* 與 *ROE* ( $r = 0.90$ )，以及 *ROA* 與 *Tobin's Q* ( $r = 0.66$ )，這三個變數同為本研究的依變數，顯示廠商的獲利能力(*ROA*, *ROE*)與市場價值(*Tobin's Q*)息息相關。另外值得注意的是，控制股東持股率(*CT\_SHA*)的平均值為 0.303，若以最大股東持有 20% 投票權即視為存在控制股東 (La Porta et al., 1999) 的標準來看，顯然本研究之樣本符合此標準。值得注意的是，控制股東持股率(*CT\_SHA*)與控制股東擔任董監席次比率(*CT\_Board*)並無高度的相關性 ( $r = 0.21$ )，這意味著，因董監事席

次數目有限，席次的分配並不一定與股權等比例；另一方面也可能意味者，持有較多投票權的控制股東，會以專業性來考量董事與監察人的選任，任用專業管理者，因而降低了控制股東擔任董監事的比率。而在集團財務資源與成員財務資源方面，集團自有資金的比重(*GSOC*)與子公司的負債比例(*DEBT*)呈現顯著的負相關( $r = -0.50$ )，表示當集團的自有資金愈多時，成員公司對外舉債的傾向也愈低。除了三個依變數之外，將自變數以 OLS 迴歸來對依變數進行分析，所有自變數的 VIF 值皆小於 3，條件指標皆小於 40，表示模型中的自變數不具有明顯的共線性問題，對於後續研究結果的解釋不具嚴重的影響。

表 3 敘述統計與相關係數

變數	Mean	S.D.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1. <i>ROA</i>	0.058	0.081													
2. <i>ROE</i>	0.077	0.166	0.90**												
3. <i>Tobin's Q</i>	1.275	0.577	0.66**	0.52**											
4. <i>AGE</i>	3.057	0.610	-0.16**	-0.15**	-0.33**										
5. <i>SIZE</i>	16.387	1.366	0.05	0.05	0.07	0.23**									
6. <i>DEP</i>	0.060	0.073	-0.22**	-0.24**	-0.06	-0.13**	0.32**								
7. <i>DEBT</i>	0.418	0.152	-0.41**	-0.36**	-0.31**	0.05	0.03	-0.13**							
8. <i>DVT</i>	1.044	0.586	0.01	0.05	-0.13**	0.07	0.05	0.02	-0.07						
9. <i>GSOC</i>	0.476	0.147	0.26**	0.25**	0.32**	-0.17**	0.03	0.10**	-0.50**	-0.13**					
10. <i>CT_SHA</i>	0.303	0.165	0.07	0.08**	-0.05	0.02	-0.17**	-0.13**	0.09**	0.25**	-0.16**				
11. <i>CT_BOARD</i>	0.705	0.190	-0.11**	-0.11**	-0.17**	0.35**	0.25**	0.02	0.03	0.21**	-0.16**	0.21**			
12. <i>SALR</i>	0.192	0.217	0.09**	0.08**	0.11**	-0.04	0.05	0.05	-0.13**	0.02	0.11**	-0.03	-0.02		
13. <i>PUCR</i>	0.186	0.234	0.15**	0.12**	0.18**	0.01	0.12**	-0.20**	0.00	0.11**	-0.03	-0.08**	-0.06	0.04	
14. <i>FINR</i>	0.008	0.044	-0.09**	-0.14**	-0.07	0.06	0.00	0.00	0.04	0.03	-0.07	0.00	0.08**	-0.04	0.06

註： \*\*表  $p < 0.05$

表 4 為迴歸分析的結果。首先，在 *ROA* 方面，Models 1 & 2 中僅加入控制變數，包括公司特徵和成員資源的變數，而 Models 3-5 則依序加入集團資

## 大型集團企業之成員競爭優勢：資源、控制與內部市場

源、集團控制，以及內部市場交易等三個構念，藉以觀察在控制了其他變數後，這些構念的加入是否會對原模型的解釋能力產生影響。由這幾個模型可發現，*AGE* 對於 *ROA* 具有負向顯著影響，而 *SIZE* 則有正向顯著影響，且在其他模型中，此二個變數對於績效的影響也相當一致。在集團成員資源方面，*DEP* 在所有模型中都對依變項有負向顯著影響；而 *DEBT* 也都呈現負向顯著影響。這兩個變數分別代表成員公司的無形資源與財務資源，顯示成員本身的資源異質性確實會影響其績效，且其影響效果要比集團效果來得明顯，符合本研究的預期也與 Rumelt (1991)、McGahan & Porter (1997)、Hawawini et al. (2003) 等的研究相呼應，即決定廠商獲利能力的因素主要來自廠商本身異質性的效果。此外，在陸續加入其他變數後，原模型中自變數的解釋力並沒有產生明顯的變化，這也表示，自變數之間並不存在明顯的共線性問題。

接著觀察本研究的解釋變數。在集團資源方面，*DVT* 僅對於 *Tobin's Q* 具有負向顯著影響效果，表示 H1 並未獲得支持。在研究假設 2 方面，*GSOC* 在 Model 9 & 10 中對 *ROE* 和 *Tobin's Q* 皆有正向顯著的影響。表示集團財務資源的豐沛性對於成員的長期績效有正向的影響，但短期績效則不具顯著的影響，整體而言，H2 獲得部分支持。

在集團控制方面，*CT\_SHA* 對於 *ROA* 和 *ROE* 具有正向顯著影響，但對 *Tobin's Q* 則沒有顯著影響，表示控制股東的持股與成員的獲利能力有明顯的正向關係，但與市場價值之間則無明顯關係。而 *CT\_Board* 則在所有模型中皆不顯著。整體而言，H3 獲得部分支持。最後，在集團內部市場方面，*PUCR* 在 Model 8 中對 *ROA* 有些為顯著的正面影響，而在 Model 10 中對 *Tobin's Q* 有正向顯著的影響，整體而言，H4 獲得部分支持。而 *FINR* 在所有模型中對於成員績效並無顯著的影響效果，因此 H 5 並未獲得支持。

表 4 集團成員績效之估計模型

自變數 \ 依變數	預期方向	ROA Model 1	ROA Model 2	ROA Model 3	ROA Model 4	ROA Model 5
控制變數						
<i>AGE</i>		-0.036*** (0.009)	-0.047*** (0.008)	-0.047*** (0.008)	-0.042*** (0.008)	-0.043*** (0.008)
<i>SIZE</i>		0.010* (0.005)	0.023*** (0.005)	0.023*** (0.005)	0.025*** (0.005)	0.024*** (0.005)
<i>Year Effect</i>		(included)	(included)	(included)	(included)	(included)
<i>Ind. Effect</i>		(included)	(included)	(included)	(included)	(included)
成員資源						
<i>DEP</i>	-		-0.511*** (0.058)	-0.511*** (0.057)	-0.503*** (0.058)	-0.489*** (0.056)
<i>DEBT</i>	-		-0.254*** (0.027)	-0.248*** (0.031)	-0.256*** (0.032)	-0.256*** (0.032)
集團資源						
<i>DVT</i>	+			-0.001 (0.009)	-0.003 (0.009)	-0.004 (0.009)
<i>GSOC</i>	+			0.014 (0.023)	0.014 (0.023)	0.015 (0.023)
集團控制						
<i>CT_SHA</i>	+				0.049** (0.023)	0.050** (0.023)
<i>CT_BOARD</i>	+				-0.044* (0.023)	-0.042* (0.023)
內部市場						
<i>SALR</i>	+					-0.006 (0.018)
<i>PUCR</i>	+					0.013 (0.019)
<i>FINR</i>	+					-0.036 (0.086)
常數項		0.014 (0.085)	-0.030 (0.073)	-0.036 (0.069)	-0.063 (0.070)	-0.055 (0.067)
Overall R-sq		0.102	0.358	0.360	0.375	0.379
Wald chi-sq		231.06***	475.02***	496.27***	517.83***	528.18***
LM-test		345.79***	287.49***	282.19***	269.93***	259.72***

註：1. \*\*\*表  $p < 0.01$ ；\*\*表  $p < 0.05$ ；\*表  $p < 0.1$ 。

2. 所有係數均採用 Huber-White 變異數估計值進行估計以減輕模型潛在的異質變異數的威脅 (參考 Khanna & Palepu, 2000a; Yiu et al., 2005)。

3. 所有模型皆包含 14 個產業別虛擬變數，Models 1-7 包含 3 個年度別虛擬變數。

4. 所有模型的適合度皆達  $p < 0.01$  的顯著水準。

5. Models 1-7 的 Breusch-Pagan LM test 皆顯示模型的截距項具隨機性，因此，採用隨機效果模型較 OLS 模型為佳。

表 4 集團成員績效之估計模型(續)

自變數	依變數 預期 方向	ROE	Tobin's Q	ROA(BE)	ROE(BE)	Tobin's Q(BE)
		Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10
控制變數						
AGE		-0.073*** (0.014)	-0.289*** (0.082)	-0.031*** (0.009)	-0.054*** (0.018)	-0.273*** (0.076)
SIZE		0.045*** (0.010)	0.099** (0.040)	0.013*** (0.004)	0.030*** (0.007)	0.081** (0.032)
Year Effect		(included)	(included)			
Ind. Effect		(included)	(included)	(included)	(included)	(included)
成員資源						
DEP	-	-0.994*** (0.124)	-1.319*** (0.452)	-0.344*** (0.070)	-0.806*** (0.131)	-1.595*** (0.565)
DEBT	-	-0.415*** (0.070)	-0.750*** (0.188)	-0.219*** (0.041)	-0.351*** (0.077)	-0.869*** (0.330)
集團資源						
DVT	+	0.011 (0.015)	-0.090** (0.054)	-0.006 (0.008)	0.009 (0.015)	-0.121* (0.066)
GSOC	+	0.064 (0.051)	0.228 (0.157)	0.058 (0.041)	0.163** (0.077)	0.949*** (0.333)
集團控制						
CT_SHA	+	0.113** (0.053)	0.012 (0.166)	0.075** (0.031)	0.133** (0.058)	0.333 (0.248)
CT_BOARD	+	-0.059 (0.049)	-0.169 (0.142)	-0.026 (0.029)	-0.058 (0.054)	-0.015 (0.231)
內部市場						
SALR	+	-0.013 (0.035)	0.191* (0.099)	0.005 (0.022)	-0.008 (0.042)	0.035 (0.179)
PUCR	+	0.0003 (0.032)	0.096 (0.127)	0.037* (0.021)	0.037 (0.040)	0.347** (0.170)
FINR	+	-0.276 (0.319)	0.040 (0.234)	-0.121 (0.140)	-0.452* (0.263)	-0.751 (1.131)
常數項		-0.200 (0.134)	1.009 (0.502)	0.025 (0.070)	-0.107 (0.132)	0.830 (0.568)
Overall R-sq		0.381	0.327	0.388	0.380	0.343
Between R-sq				0.468	0.513	0.423
Wald chi-sq		555.36***	2727.61***			
LM-test		131.78***	460.42***			
F-value				5.15***	6.16***	4.29***

註：1. \*\*\*表  $p < 0.01$ ；\*\*表  $p < 0.05$ ；\*表  $p < 0.1$ 。

2. 所有係數均採用 Huber-White 變異數估計值進行估計以減輕模型潛在的異質變異數的威脅 (參考 Khanna & Palepu, 2000a; Yiu et al., 2005)。

3. 所有模型皆包含 14 個產業別虛擬變數，Models 1-7 包含 3 個年度別虛擬變數。

4. 所有模型的適合度皆達  $p < 0.01$  的顯著水準。

5. Models 1-7 的 Breusch-Pagan LM test 皆顯示模型的截距項具隨機性，因此，採用隨機效果模型較 OLS 模型為佳。



## 伍、討論

綜合實證發現，以下分別就「集團資源」、「集團控制」，以及「集團內部市場」等構念，來對集團效果進行討論。

### 一、集團資源

本研究的結果顯示，在集團資源上，集團的多角化程度所隱含的聲譽效果(無形資源)，對其成員的獲利能力(*ROA* 和 *ROE*)並無顯著影響(H1)；而集團的財務資源，則對成員的績效有顯著正向影響(H2)。因此，當集團整體的財務資源愈寬裕時，成員的獲利能力愈佳，這隱含了集團綜效的存在。在無形資源方面，集團所能賦與成員的無形資源不易衡量，或許本研究所使用的多角化程度(*DVT*)並不是一個良好的指標，而影響了統計分析的結果。另外，無論是表 2 或表 4，皆可發現，*DVT* 與 *Tobin's Q* 有顯著的負相關，這表示，就投資人的觀點，高度多角化並不伴隨正向的聲譽效果，投資人並不認為高度多角化知集團的成員會有較好的績效表現，這某種程度與過去的實證研究指出，高度多角化會折損企業的市場價值的觀點相符 (Berger & Ofek, 1995; Lins & Servaes, 1999)。

### 二、集團控制

本研究發現，控制股東的持股率，對於成員績效有正向影響(H3)。這樣的結果符合代理理論的推論 (Eisenhardt, 1989; Hoskisson & Turk, 1990)，亦即控制股東的持股率愈高，其利得與公司經營狀況愈是密不可分，儘管其實際出資比例可能比持股要來得低，但仍會致力於控制管理者的行為，使管理者不易作出損害公司和股東的行為。但本研究亦發現，控制股東擔任董監事席位的比例和績效並無明顯關係，這一方面可能是傳統上集團控制股東的成員占有很高比例的席次，使得樣本間的變異不大所致。以本研究之樣本而言，集團成員平均有 70.5%的董監事席位是由集團控制股東擔任，其中有 80%以上的樣本，集團控制股東所占有的董監事席位超過 50%以上，顯示集團控制股東對於集團成員擁有絕對的影響力。而另一方面，也可能和董事會有時會以專業性來考量董

事、監察人的選任有關，因而降低了控制股東擔任董監事席位比例的影響效果。

### 三、內部市場

在內部產品市場方面，本研究發現，關係人進貨金額佔營業成本的比重，對於成員的長期市場價值有正向的影響效果(Model 10)，但在其他模型中，內部市場機制的相關變數，對於績效則沒有顯著影響。此結果顯示，相較於外部產品市場交易，集團內部的商品交易並不具有顯著的效率性(H4)。但也沒有明顯的因集團內部交叉補貼而造成無效率的資源配置，並對成員績效產生負向影響之情形 (Chang & Hong, 2000)。而集團內成員彼此之間的融資、借貸，並不會對成員的績效產生顯著影響(H5)，這表示，本研究的分析期間，相較於外部資本市場，集團的內部資本市場並不顯著來得更有效率性。

本研究認為，此可能與本研究的樣本選擇有關，儘管我們發現，集團成員與獨立公司相較，有明顯的內部市場運作之情形，但如同在文獻探討中所闡明的，無論是成員之間的商品交易或融資借貸，對於成員績效的影響，文獻上都存有正反兩方的不同解釋。本研究認為，特別是上市櫃的集團成員，更易有潛藏的代理問題，因為控制股東成員只需有較少的持股率便能對上市集團成員施以控制，以本研究之樣本而言，平均的控制持股率為 30.3%，但平均有 70.5% 的董監事席位是由集團控制股東擔任，符合此一現象，因此，推測可能受到潛在的代理問題的干擾<sup>12</sup>，H4 和 H5 並未獲得明顯的支持。然而，關於集團成員因彼此間的互動所產生的正面效益，還包括資源的移轉和知識的共享程度 (Chang & Hong, 2000)，這則可在後續研究中作進一步的探討<sup>13</sup>。

---

<sup>12</sup> 由於控制股東的控制持股，往往是以金字塔結構或交叉持股的方式所持有，並對公司進行控制。因而實質上控制股東並沒有相對應的出資比例，當其所控制的股權遠超過本身所投入的資金時，便容易產生負向的侵占效果，即控制股東愈有動機侵佔與傷害小股東的財富，導致公司價值下降，如，進行假交易、管理當局不當挪用公司資金、高度財務槓桿操作，或決策不當的跨業經營等。

<sup>13</sup> 作者感謝其中一位匿名評審所提供的建議。

## 陸、結論

本研究探討台灣地區集團企業成員的績效，包括獲利能力(ROA, ROE)以及市場價值(Tobin's Q)。藉由檢視集團資源、集團控制，以及內部市場機制，我們試圖了解集團如何影響個別成員的績效。本研究發現，集團成員的確具備某些與獨立公司形成差異的特徵，包括較大的規模、控制股東較高的席次佔有率，以及存在明顯的關係人交易行為等。換言之，集團成員的績效和行為確實會受到「集團效果」的影響。然而，整體來說，實證的結果並不特別明顯，主要是因為，集團成員本身的資源條件已相當程度的決定了公司的績效表現，因此在控制了成員資源之後，集團效果並不特別顯著。對此，本研究認為這可能也隱含，就集團整體的層次，對於集團控制股東而言，獲利能力和市場績效或許不是其最主要的目標，維持集團的成長和生存或地位亦是其重要的任務。因為，某些情況下管理者或企業所有人對於企業帝國的建立(empire building)有較大的熱情，也會將追求成長列為第一要務，而獲利的極大化反倒成為次要目標 (Trautwein, 1990; Brush et al., 2000)。

對此本研究認為，集團企業興起的主要原因有二，第一，集團企業的組織型態，係集團核心公司在其追求成長的過程中，結構追隨策略的結果，過程中，其不斷地透過新公司的設立或併購其他公司，以掌握市場環境中各種可能的獲利及成長機會，因而造就了其高度多角化的傾向；第二，集團企業依其專有的核心能力或組織管理能力，在成長的過程中，希望透過在特定能力上的範疇經濟以發揮綜效，為其成員創造競爭優勢。以前者而言，多角化是一種賺取「機會財」的思維，在這樣的思維下，集團成員未必能擁有持續性的競爭優勢，集團效果對於個別成員並不特別具有影響性，但市場機制不健全的制度環境，有可能保護其獲利能力；而後者，則是一種賺取「能耐財」的思維，在這樣的思維下，集團成員較可能享有競爭優勢。然而在實證上，吾人很難區辨廠商當初多角化的動機，以及與其後續表現的關聯性。

但本研究發現，集團財務資源的豐沛性，對於成員績效有顯著的正向影響，而控制股東的持股比例，也會導致成員績效的差異。此外，由關係人進貨佔營業成本的比重中可觀察到，集團的內部市場機制亦發揮一定的作用，成員之間透過關係人交易所形成的價值鏈垂直整合，亦是導致成員有較好長期績效表現的原因之一。

整體而言，本研究認為，在台灣，對於大型集團企業之成員而言，集團效

果仍具某種程度地對成員績效產生正向的影響效果。這與某些學者認為，在新興經濟體當中，集團企業是一種具效率性的經濟組織之觀點相符。集團一方面可以降低因外部市場無效率所造成的高交易成本 (Leff, 1978; Granovetter, 1994; Khanna & Palepu, 1997)；另一方面，又可憑其所擁有的資源與控制力庇蔭成員 (Chandler, 1990; Guillén, 2000; 瞿宛文、洪嘉瑜，2002)。

本研究的發現，支持了組織寬裕觀點、代理理論，以及交易成本理論對集團效果的主張。一方面呼應了 Chang & Hong (2000) 以資源基礎觀點來探討集團效果的論點，即成員可藉由彼此之間無形資源和財務資源的共享，獲得助益；另一方面也印證了 Demsetz & Lehn (1985)、La Porta et al. (1999) 等人的研究發現，亦即集團與家族的股權集中，有助於化解經理人與股東之間的利益衝突，降低代理成本；同時，本研究也部分支持 Khanna & Palepu (1997) 和 Wright et al. (2005) 等人對於集團如何在新興市場中克服高交易成本的觀察。

就學術貢獻而言，與過去文獻相較，本研究從集團成員的觀點來進行探討，進一步將來自總部的資源、控制，以及成員之間的交易互動納入考量。藉此，本研究一方面得以填補過去多角化相關研究，無法有效對事業單位績效進行實證分析的空缺，使吾人對於「綜效」的概念有進一步的理解；另一方面，也得以進一步了解新興經濟體中，所謂「集團效果」之內涵。

研究限制方面，本研究主要有二個限制。第一，因資料取得的限制，本研究無法取得其他非公開發行股票之集團成員，有足夠詳細的資料以供分析，僅針對隸屬集團的上市上櫃的成員公司進行研究。而這也是此一系列研究的一大限制 (如，Chang & Hong, 2000; Khanna & Palepu, 2000a, 2000b; Khanna & Rivkin, 2001; Gunduz & Tatoglu, 2003)，無論是單一國家的實證或是跨國的比較，都是以公開發行股票的集團成員進行實證。其中 Khanna & Palepu (2000b) 在文章中提到，雖然這是個有偏誤的樣本，但他們相信這是個系統性的偏誤，並不影響研究假設的驗證。此外，本研究也透過集團成員與獨立公司的比較，試圖突顯集團成員的重要特徵，一方面也顯示樣本的代表性，未來若能進一步蒐集其他成員公司的相關資訊，將會使本研究之結論更一般化。

尤其，相較於非上市櫃集團成員，上市櫃集團成員在控制股東的持股上會來得要低，控制股東成員只要以較少的股權比例便可有效控制該公司，但卻沒有相對應的現金流量權，因此在關係人商品交易或關係人借貸上，易有剝削小股東利益的代理問題產生，本研究相信，非上市櫃集團成員因控制股東往往會有較高的持股，代理問題將會被大大的減緩，而這有待進一步的驗證。

第二，集團多角化程度的計算是以《台灣地區集團企業研究》中連續四年有完整財務資料的子公司為研究對象進行分析，雖然這些子公司的資產和營收的總合歷年皆佔各集團整體的 85%以上，但從各集團的分子企業家數來看，納入計算的子公司比例仍然偏低(約佔 35%)，此亦可能造成研究結果的偏誤，甚至造成在本研究中並不顯著影響成員績效的結果。後續相關研究若能加以克服，則能使研究結果更為一般化。

## 參考文獻

- 洪榮華、陳香如、林慧珍，2007，「公司治理機制對創新、多角化策略及公司績效之影響－研發密集產業之實證」，中山管理評論，15 卷 1 期：37-60。
- 葉銀華、許培基、王健安、李佩恩，2003，台灣集團企業治理機制之研究，初版，台北：行政院經濟建設委員會委託專案。
- 瞿宛文、洪嘉瑜，2002，「自由化與企業集團化的趨勢」，台灣社會研究季刊，47 期：33~83。
- Barney, J. B., 1986, "Strategic Factor Markets: Expectations, Luck and Business Strategy," **Management Science**, Vol. 32, No. 10, 1231-1241.
- Barth, M. E. and Kasznik, R., 1999, "Share Repurchase and Intangible Assets," **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 28, No. 2, 211-241.
- Barth, M. E., Kasznik, R., and McNichols, M. F., 2001, "Analyst Coverage and Intangible Assets," **Journal of Accounting Research**, Vol. 39, No. 1, 1-34.
- Berger, P. and Ofek, E., 1995, "Diversification's Effect on Firm Value," **Journal of Financial Economics**, Vol. 37, No. 1, 39-65.
- Bourgeois, L. J., 1981, "On the Measurement of Organizational Slack," **Academy of Management Review**, Vol. 6, No. 1, 29-39.
- Brush, T. M., Bromiley, P., and Hendrickx, M., 2000, "The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance," **Strategic Management Journal**, Vol. 21, No. 4, 455-472.
- Chandler, A., 1990, **Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism**, 1<sup>st</sup>, Cambridge, MA: Belknap of Harvard University Press.
- Chang, S. J. and Choi, U., 1988, "Strategy Structure and Performance of Korean Business Group," **The Journal of Industrial Economics**, Vol. 37, No. 2, 141-158.
- Chang, S. J. and Hong, J., 2000, "Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea: Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions," **Academy**

- of Management Journal**, Vol. 43, No. 3, 429-448.
- Chang, S. J. and Hong, J., 2002, "How Much Does the Business Group Matter in Korea?" **Strategic Management Journal**, Vol. 23, No. 3, 265-274.
- Chang, S. J., 2003, "Ownership Structure, Expropriation, and Performance of Group-Affiliated Companies in Korea," **Academy of Management Journal**, Vol. 46, No. 2, 238-253.
- Chatterjee, S. and Wernerfelt, B., 1991, "The Link between Resources and Type of Diversification: Theory and Evidence," **Strategic Management Journal**, Vol. 58, No. 1, 81-112.
- Chatterjee, S., 1986, "Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms," **Strategic Management Journal**, Vol. 7, No. 2, 119-139.
- Choi, J. and Cowing, T. G., 2002, "Diversification, Concentration and Economic Performance: Korean Business Groups," **Review of Industrial Organization**, Vol. 21, No. 3, 271-282.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L. H. P., 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation," **Journal of Financial Economics**, Vol. 58, No. 1, 81-112.
- Cyert, R. and March, J., 1963, **A Behavioral Theory of the Firm**, 2<sup>nd</sup>, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- D'Aveni, R. and Ravenscraft, D. J., 1994, "Economies of Integration versus Bureaucracy Costs: Does Vertical Integration Improve Performance?" **Academy of Management Journal**, Vol. 37, No. 5, 1167-1206.
- Demsetz, H. and Lehn, K., 1985, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," **Journal of Political Economy**, Vol. 93, No. 6, 1155-1177.
- Eisenhardt, K. M., 1989, "Agency Theory: An Assessment and Review," **Academy of Management Review**, Vol. 14, No. 1, 57-74.
- Gertner, R. H., Scharfstein, D. S., and Stein, J. C., 1994, "Internal versus External Capital Markets," **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 104, No. 4, 1211-1230.
- Granovetter, M., 1994, "Business Groups" in Smelser, N. J. and Swedberg, R. (eds.), **The Handbook of Economic Sociology**, Second Edition, New York: Russell Sage, 453-475.
- Greene, W. H., 1997, **Econometric Analysis**, 7<sup>th</sup>, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Guillén, M. F., 2000, "Business Groups in Emerging Economies: A Resource-Based View," **Academy of Management Journal**, Vol. 43, No. 3, 362-380.
- Gujarati, D., 2003, **Basic Econometrics**, 4<sup>th</sup>, New York: McGraw-Hill.
- Gunduz, L. and Tatoglu, E., 2003, "A Comparison of the Financial Characteristics of Group Affiliated and Independent Firms in Turkey," **European Business Review**, Vol. 15, No. 1, 48-54.

- Hawawini, G., Subramanian, V., and Verdin, P., 2003, "Is Performance Driven by Industry- or Firm-specific Factors? A New Look at the Evidence," **Strategic Management Journal**, Vol. 24, No. 1, 1-16.
- Hoskisson, R. E. and Turk, T. A., 1990, "Corporate Restructuring: Governance and Control Limits of the Internal Capital Market," **Academy of Management Review**, Vol. 15, No. 3, 459-477.
- Hoskisson, R. E., Eden, L., Lau, C. M., and Wright, M., 2000, "Strategy in Emerging Economies," **Academy of Management Journal**, Vol. 43, No. 3, 249-267.
- Jacquemin, A. P. and Berry, C. H., 1979, "Entropy Measure of Diversification and Corporate Growth," **The Journal of Industrial Economics**, Vol. 27, No. 4, 359-369.
- Keister, L. A., 1998, "Engineering Growth: Business Group Structure and Firm Performance in China's Transition Economy," **American Journal of Sociology**, Vol. 104, No. 2, 404-440.
- Khanna, T. and Palepu, K., 1997, "Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets," **Harvard Business Review**, Vol. 75, No. 4, 41-51.
- Khanna, T. and Palepu, K., 2000a, "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups," **Journal of Finance**, Vol. 55, No. 2, 867-891.
- Khanna, T. and Palepu, K., 2000b, "The Future of Business Groups in Emerging Markets: Long-run Evidence from Chile," **Academy of Management Journal**, Vol. 43, No. 3, 268-285.
- Khanna, T. and Rivkin, J. W., 2001, "Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets," **Strategic Management Journal**, Vol. 22, No. 1, 45-74.
- Kim, H., Hoskisson, R. E., and Wan, W. P., 2004, "Power Dependence, Diversification Strategy, and Performance in Keiretsu Member Firms," **Strategic Management Journal**, Vol. 25, No. 7, 613-636.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A., 1999, "Corporate Ownership around the World," **Journal of Finance**, Vol. 54, No. 2, 471-517.
- Lawson, M. B., 2001, "In Praise of Slack: Time is of the Essence," **Academy of Management Executive**, Vol. 15, No. 3, 125-135.
- Leff, N. H., 1978, "Industrial Organizations and Entrepreneurship in the Developing Countries: the Economic Groups," **Economic Development and Cultural Change**, Vol. 26, No. 4, 661-675.
- Lewellen, W., 1971, "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger," **Journal of Finance**, Vol. 26, No. 2, 521-537.
- Liebeskind, J. P., 2000, "Internal Capital Markets: Benefits, Costs, and Organizational Arrangements," **Organization Science**, Vol. 11, No. 1, 58-76.

大型集團企業之成員競爭優勢：資源、控制與內部市場

- Lincoln, J. R., Gerlach, M. L., and Ahmadjian, C. L., 1996, "Keiretsu Networks and Corporate Performance in Japan," **American Sociological Review**, Vol. 61, No. 1, 67-88.
- Lins, K. and Servaes, H., 1999, "International Evidence on the Value of Corporate Diversification," **Journal of Finance**, Vol. 54, No. 6, 2215-2239.
- Markides, C. C., 1995, "Diversification, Restructuring and Economic Performance," **Strategic Management Journal**, Vol. 16, No. 2, 101-118.
- McGahan, A. M. and Porter, M. E., 1997, "How Much Does Industry Matter, Really?" **Strategic Management Journal**, Vol. 18, No. 2, 15-30.
- Merit, G., Kyj, L., Welsh, C. N., and Meric, I., 2000, "A Comparison of the Financial Characteristics of Japanese "Keiretsu-Affiliated" and "Independent" Firms," **Multinational Business Review**, Vol. 8, No. 2, 26-30.
- Milgrom, P. and Roberts, W., 1992, **Economics, Organization, and Management**, 1<sup>st</sup>, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Palepu, K., 1985, "Diversification Strategy, Profit Performance, and the Entropy Measure of Diversification," **Strategic Management Journal**, Vol. 6, No. 3, 239-255.
- Penrose, E. T., 1959, **The Theory of Growth of the Firm**, 3<sup>rd</sup>, New York: John Wiley.
- Peteraf, M. A., 1993, "The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-based View," **Strategic Management Journal**, Vol. 14, No. 3, 179-191.
- Rumelt, R. P., 1982, "Diversification Strategy and Profitability," **Strategic Management Journal**, Vol. 3, No. 4, 359-369.
- Rumelt, R. P., 1991, "How Much Does Industry Matter?" **Strategic Management Journal**, Vol. 12, No. 3, 167-185.
- Schmalensee, R., 1985, "Do markets differ much?" **American Economic Review**, Vol. 75, No. 3, 341-351.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., and Dino, R. N., 2003, "Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms," **Journal of Business Venturing**, Vol. 18, No. 4, 473-490.
- Singh, J. V., 1986, "Performance, Slack and Risk-taking in Organizational Decision Making," **Academy of Management Journal**, Vol. 29, No. 3, 562-585.
- Trautwein, F., 1990, "Merger Motives and Merger Prescriptions," **Strategic Management Journal**, Vol. 11, No. 4, 283-295.
- Tsai, W., 2000, "Social Capital, Strategic Relatedness and the Formation of Intraorganizational Linkages," **Strategic Management Journal**, Vol. 21, No. 9, 925-939.
- Wernerfelt, B., 1984, "A Resource-based View of the Firm," **Strategic Management Journal**, Vol. 5, No. 2, 171-180.
- Williamson, O. E., 1985, **The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting**, 1<sup>st</sup>, New York: Free Press.



- Wright, M., Filatotchev, I., Hoskisson, R. E., and Peng, M. W., 2005, "Strategy Research in Emerging Economies: Challenging the Conventional Wisdom," **Journal of Management Studies**, Vol. 42, No. 1, 1-33.
- Yeh, Y. H., 2005, "Do Controlling Shareholders Enhance Corporate Value?" **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 13, No. 2, 313-325.
- Yiu, D., Bruton, G. D., and Lu, Y., 2005, "Understanding Business Group Performance in an Emerging Economy: Acquiring Resources and Capabilities in order to Prosper," **Journal of Management Studies**, Vol. 42, No. 1, 183-206.

大型集團企業之成員競爭優勢：資源、控制與內部市場

附錄一、獨立公司與集團成員的產業分布概況

產業別	獨立公司 (家數)	集團成員 (家數)
食品工業	8	5
塑膠工業	8	10
紡織纖維	18	10
電機機械	15	9
電器電纜	6	5
化學生技醫療	15	7
玻璃陶瓷	1	1
鋼鐵工業	13	8
橡膠工業	1	5
電子工業	88	81
建材營造	12	8
航運業	5	8
觀光事業	2	2
油電燃氣業	3	2
其他	11	11
合計	206	172

## 作者簡介

### 陳建男

現任國立東華大學企業管理學系暨運籌管理研究所助理教授，國立台灣大學管理博士。主要研究領域為廠商多角化策略、組織間關係、以及新興經濟體集團企業等相關議題。論文曾發表於中山管理評論、管理評論、台灣管理學刊、交大管理學報、產業與管理論壇、Asia Pacific Journal of Management、International Journal of Human Resource Management、Service Industries Journal 等期刊。

E-mail: [cn\\_chen@mail.ndhu.edu.tw](mailto:cn_chen@mail.ndhu.edu.tw)

### 朱文儀

現任台灣大學工商管理學系暨商學研究所教授，英國倫敦商學院博士。主要研究領域為多角化策略、國際策略聯盟、中小企業、家族企業，以及新興經濟體等相關議題。研究論文曾刊載於中山管理評論、管理評論、亞太管理評論、台灣管理學刊、Asia Pacific Journal of Management、Small Business Economics、Journal of Business and Industrial Marketing、Service Industries Journal、Journal of Construction Engineering and Management、Construction Management and Economics 等期刊。

E-mail: [wenyichu@management.ntu.edu.tw](mailto:wenyichu@management.ntu.edu.tw)