

家族創始者對企業多角化程度的影響

-以企業歷史績效、創始者年資為干擾

翁鶯娟¹

國立高雄應用科技大學 企業管理系 副教授

yjwong@kuas.edu.tw

蘇筠安²

國立高雄應用科技大學 企業管理系碩士在職專班 研究生

qzqzwxwx@yahoo.com.tw

摘要

本文針對家族創始者對企業多角化程度的影響進行分析，並進一步探討企業歷史績效、創始者年資等干擾變數對家族企業創始者與企業多角化程度影響，蒐集國內 2014 年至 2016 年上市公司樣本資料共 1,949 筆。實證結果顯示，家族創始人對企業多角化程度具有顯著負向的影響，即創始人為家族企業 CEO 時，為追求自身利益，降低企業風險而不願意進行多角化；另企業創始人年資對家族企業創始者與多角化程度之干擾影響具有顯著正向影響，即創始人隨著年資愈長時，專業技術愈純熟，面對多角化過程中各項風險挑戰，較能因應處理，因此較願意進行多角化。但企業歷史績效對家族企業創始者與多角化關係之干擾影響並不顯著，顯示企業歷史績效高或低，對於創始者進行公司多角化策略並無顯著影響。

關鍵字：家族創始者、企業多角化、企業歷史績效、創始者年資

第壹章 緒論

一、研究背景與動機

創始者具有積極尋求機會、勇於承擔風險、採取行動、籌措資源，將機會轉化為新事業，以及創新的產品與商業模式帶動新事業成長的創業精神（Timmons and Spinelli, 2007; Shane and Venkataraman, 2000），而採取多角化經營是尋求機會擴充事業的方式之一。在全球化趨勢下，市場界限逐漸消失，因應全球化市場型態的改變，企業在面對客戶需求的多樣化以及產品趨勢，企業會嘗試企業多角化，強化企業的競爭能力，創造新的利潤來源。

回顧過去有關於多角化之研究為數不少，對於多角化影響，持正反兩面意見不一，公司基於獲取規模經濟與範疇經濟的效益、提高市場競爭力、提高市場佔有率、獲利率、分散事業經營風險、降低破產機率及運用稅盾等複雜因素交錯考量下進行多角化(Amit and Livnat, 1988)。Fatemi (1988)指出，國際化公司較國內公司有較穩定獲利能力及較低負債比率。朱江(1999)實證發現企業多角化經營雖然沒有較高的經營利潤水準，卻能夠降低經營風險，減少利潤水準的大幅波動。陳建宏等(2015)指出，企業多角化可以分散企業經營之風險，利用既有之資源來降低進入新產品線或新產業的門檻。此外，不少研究發現，公司在多角化策略前就已屬低成長產業，即公司進行多角化之前就已經有折價現象產生（Campa and Kedia, 2002; Hyland, 1997; Lang and Stulz, 1994; Servaes, 1996; Villalonga, 1999），Rumelt(1974)提出所謂逃離動機，認為當公司所處產業處於成熟期，未來成長有限、面臨獲利衰退的危機時，公司會藉由多角化進入另一新行業，尋求第二次成長機會。但多角化需要投入資金，資金需求便會使得企業的資金壓力相對沉重，不當的多角化其實反而會減少本業的獲利，甚至是危及企業的根本(林民頤，2010)。

企業是否決定多角化，創始人會是決定策略的關鍵人物之一，家族企業創始者不但具有冒險精神、勇於承擔風險等特質(Shane and Venkataraman, 2000)，其背負著企業傳承之精神，因為擁有掌握企業之核心股權，有比較大的權力控制企業(Morck, Shleifer and Vishny, 1988; Villalonga and Amit, 2006)，與事權統一之優點，以及家族企業所

擁有之非正式、非官僚的溝通管道之特質(Dicken, 2007), 亦有助於加速企業內部的決策速度及組織彈性(Hall, et al., 2006)。由於公司決策者特質影響決策結果, 企業創始者面對企業不同階段, 可能有不同決策, Adizes (1988) 及徐聯恩(1997) 將企業區分成: 企業追求期、企業嬰兒期、企業學步期、企業青春期、企業壯年期、企業穩定期、企業貴族期、官僚早期、官僚期及死亡等九個階段的生命週期 (Corporate Lifecycles), 企業追求期創始人承擔風險追求企業成長, 當企業進入穩定期後, 經營者行事將保守, 不再期盼成長、緬懷過去成就不再有遠景(呂錦松, 2004)。

因此當企業創業初期, 經營者為追求企業成長, 願意承擔風險進行企業多角化, 然而多角化過程中, 企業面臨資金不足、制度掌控、領導風格、承諾與支持不足, 而經營不善而倒閉, 企業創始者為避免承擔多角化風險, 而延緩企業成長, 不願進行企業多角化。當企業穩定後, 因市場穩定, 公司經營績效佳, 經營者為避免多角化改革, 造成現況改變, 因此行事將保守, 較不易進行企業多角化變革。另企業過去經營績效好壞是影響企業策略重要指標(March and Simon, 1958; Levitt and March, 1988), 且企業會視組織績效來決定是否進行風險性投資(Thaler and Johnson, 1990)。當企業過去經營績效佳時, 較不願意冒風險進行企業多角化來達到獲利目標; 但當企業過去經營績效差時, 為求企業生存, 一般企業經營者將尋求企業改變, 較易進行企業多角化變革來達成企業獲利目標。故本研究試圖加入企業歷史績效作為干擾變數, 進一步探究組織過去績效是否影響家族創始者進行多角化之動機。

創始者個人特質往往會影響到企業的策略取向。Hambrick and Mason (1984)指出, CEO 特質直接影響公司在策略上的選擇, 主管特質區分心理及外顯兩個層面, 其中外顯層面包含年齡、功能性背景、經歷、教育程度、社經背景、財務地位與團隊異質性的高低。企業高階經營者個人特質往往會影響到企業的策略取向, 年紀較輕及年資較淺的經營者, 多角化的企圖心較強, 執行長在位年資越久或是擁有高度專業技術時, 會傾向於進行多角化經營, 希望有助於提升公司績效(May, 1995), Hitt et al. (1997)亦指出, 經理人可以透過產業多角化的過程, 學習並累積更多的管理經驗及管理能力, 故當年資愈深所獲取之知識及能力愈多愈廣。故本研究將進一步探討家族創始者年資對家族創始者進行多角化是否產生干擾現象。

二、研究目的

多角化經營可以分散企業經營之風險, 強化企業的競爭能力, 創造新的利潤來源。但不當的多角化其實反而會減少本業的獲利, 甚至是危及企業的根本。由於企業創始人對企業進行多角化具有關鍵性的角色。本論文研究目的:

1. 家族創始者對企業多角化程度的影響。
2. 企業歷史績效對家族企業創始者與企業多角化程度之間是否產生干擾現象。
3. 創始者年資對家族企業創始者與企業多角化程度之間是否產生干擾現象。

第貳章 文獻探討

一、多角化之相關文獻

多角化定義可由產品與市場的角度與企業事業發展角度兩個不同的角度來區分:

(一)產品與市場角度

以企業所產出的產品及進入市場的數目來定義多角化。Gort (1962)認為多角化是依據企業在各市場產出多樣性的概念, 即企業增加市場中的產品種類。Chandler (1962)則認為多角化是企業發展新產品的策略行為。另外 Ansoff (1957, 1965)的多角化定義為並非只是多元化, 而是企業以新的產品進入新的市場, 所強調的是企業「進入」的行為, 而不只是單獨對「狀態」的描述。Kamien and Schweartz (1975)定義多角化為企業處於某一產業範圍中, 而企業生產不同產業範圍產品。Shepherd (1997)將多角化分成以下三種:(1)生產產品的擴展: 表示企業生產產品線的增加, 即同時生產兩個以上產品;(2)地理市場的增加: 表示企業把同樣的產品銷售到不同的市場;(3)單純的多角化行為: 表示企業增產的產品間, 完全沒有相關性。

(二)企業事業發展角度

Berry (1975)的多角化是指企業所經營的領域涵蓋了不同的產業。Pittes and Hopkins(1982) 強調欲以事業(Business) 來取代產業(Industry), 多角化是企業同時在二個以上不同事業內經營。Booz, Allen and Hamilton(1985)

認為企業為了追求成長及降低風險的目的，投資不屬於現有的事業，如新產品、新服務、新顧客區隔或地理區隔等，即為多角化。Ramanujam and Varadarajan(1989)的多角化則為企業透過內部事業發展或收購的過程中，引起行政組織、系統及其他管理程序的變革。根據經濟部統計處企業多角化調查報告(1998)，定義多角化為一家企業經營兩種以上的行業，亦跨兩個以上行業或產業在經營。楊安(2010) 定義多角化程度，以三碼 SIC 產業分類，將公司在該產業的銷售額，佔產業總銷售額之比例，計算產業的總多角化。

近年有學者提出多角化應該同時包括產品與市場角度、企業事業發展角度兩個層面(Aw and Batra,1998；Chansog, Sungsoo and Christos, 2001)，本研究將多角化定義為「企業多角化行為的意義應同時考量產品生產上的多角化，以及經營地理市場的多角化」。

隨著全球化影響競爭情況愈來愈激烈，企業逐漸朝向多角化經營，然而林淑惠(2011)指出，學者對於全球多角化與公司價值的實證研究結果正反面向意見相當分歧：

企業多角化策略對於企業正向影響研究中，Ansoff(1957)認為，認為多角化策略是公司利用新的產品進入新的市場，透過公司成長使企業持續發展。Rumelt (1974) 提出衡量多角化策略方式，從此有關多角化的相關研究便蓬勃發展。1960 至 1970 年代中期，認為企業從事多角化有助於企業整體獲利的成長 (Vernon, 1971)，而 Berry(1975)認為多角化是公司從事的產業數量增加。文獻指出產品多角化可以為公司帶來許多利益，這些利益包括：分散公司的投資風險(Chatterjee and Lubatkin, 1990; Kim et al., 1993)；創造較大的內部資本市場，有助於提高剩餘資源使用率(Reed and Luffman, 1986)。企業亦可藉著多角化方式，來規避單一產業營運所帶來的風險，避免企業的盈餘波動巨大影響企業生存(孫梅瑞，2008)。當企業進行國際多角化策略時，則可運用當地國家的資源來發展自身的競爭優勢(Kogut, 1985; Deeds and Hill, 1999)，分散投資經營風險、透過國際化達成規模經濟(Economics of Scale) 與範疇經濟(Grant, Jammine and Thomas, 1988)。一些研究結果發現，產品多角化與績效為正向關係(Rumelt, 1974; Matsusaka, 1993; Wade and Gravill, 2003)。許有嫻(2007)實證結果顯示公司內部產銷組合的多樣化與公司績效呈正相關。鄭政秉等人(2006) 實證結果顯示國際化對於公司經營績效有顯著正向影響；國內外的文獻探討多角化對於公司績效的影響並無定論。企業在進行海外擴張時，可以利用不同國家的資源來降低成本，獲取較多的投資機會、激發學習潛能，且享有分散投資、增加營運彈性的好處，進而降低企業國內營運風險。Shapiro(1978)研究，企業在不同國家市場的現金流量，相對於國內企業有較低的系統風險；Cave(1982)指出，各個國家政治、經濟環境不同，因此國際多角化可以穩定利潤；Kim & Mauborgne(1988)研究，國際多角化使企業有多個市場基礎，可以規避與競爭者的激烈競爭，因此降低了企業整體的風險。

企業多角化策略對於企業負向影響研究中，一些學者研究指出多角化也會帶來許多成本，包括組織溝通與協調成本(Lamont and Polk, 2002; Franko, 2004)，以及較高的交易成本(Hitt and Smart, 1994)。對於國際化的公司而言，不同國家間的法律規章、幣值波動程度、經貿限制等問題也會衍生相關的成本(Sundaram and Black, 1992)。而學者Kwok, Reeb and Baek(1998)認為企業為了分散風險而從事多角化，但卻可能因選擇國外市場而增加投資風險，跨國企業面臨的不確定性高，所以增加海外營運的風險，會抵銷多角化所帶來的利潤，企業因為本身特性與投資案特性，使得多角化投資案亦可能使企業價值產生折損(Campa and Kedia, 2002; Chevalier, 1999; Graham et al., 2002; Maksimovic and Phillips, 2002)。台灣上市公司近年來許多公司從事多角化行為，然而多角化存有企業無效率的過度投資、經理人私利風險，導致企業價值產生折損，例如鍊德科技從光碟片的量產，為股東帶來許多財富，但之後因不斷的轉投資多角化策略，導致嚴重的虧損，對於投資人權益有很大的影響(李馨蘋等, 2015)。一些實證結果顯示公司多角化程度越高，將產生越嚴重的折價(楊朝旭，2008；賴威廷，2004；黃世朋、陳美華，2008)。就國際多角化投資報酬率分析，Montgomery (1985)研究多角化程度高的企業，其市場佔有率或投資報酬率平均低於多角化程度低的企業，Comment and Jarrell (1995)發現，多角化程度愈高，股東的價值越低。另國際多角化對企業價值影響研究，Burch and Nanda (2003)以逆向方式來探討多角化與企業價值的關係結果，企業多角化程度與企業價值呈反向關係。

綜上所述，企業多角化具有風險，當企業進行無效率的多角化投資，將會導致企業價值產生折損，而對於一向以謀求家族財富為目標之家族企業 (Schulze et al., 2003a) 而言，為保有家族現有之財富，將更加深企業進行多

角化經營之疑慮。

二、家族企業創始者與企業多角化程度

家族企業具有經營知識與經驗持續在家族成員間交流與傳承的特質(James, 1999),有助於企業進行資源整合及運用(Koopman and Sebel, 2009),家族創始者擁有掌握企業之核心股權,有較大的權力控制企業謀求個人及家族利益(Morck, Shleifer and Vishny, 1988; Villalonga and Amit, 2006)。

過去文獻顯示家族確實是影響企業多角化策略選擇的重要因素(Anderson and Reeb, 2003; Ducassy and Prevot, 2010; Jones et al., 2008);當企業組織結構複雜時,部門間資訊不對稱程度和溝通協調成本的增加,造成公司價值折價(Harris et al., 1982; Myerson, 1982)。實證研究發現,多角化與公司風險有正向關係(Bartov et al.1996) 及(Olibe et al.2008),另 Elango (2010)及 Reeb et al. (1998)研究發現,當企業所屬母國經營環境相對穩定時,全球多角化會增加整體企業風險。林淑惠等(2011)實證發現,國內上市公司若選擇較複雜的多角化策略(同時進行產業和全球多角化)則會導致公司風險上升。

Gomez-Mejia 等學者(2010)認為,家族企業多角化,具有較高度的不確定性,家族企業可能傾向採取較為保守的經營策略不樂於追求多角化活動的風險。由於家族企業比非家族企業更傾向於控制失控的風險,而且由於債務水平升高,導致財務困境和家庭控制失去風險,家族企業就不太願意多樣化並承擔這種債務(Mishra and McConaughy, 1999; Schulze et al., 2003a)。家族創始者因長期涉入家族企業經營,視家族企業為個人職涯之成就(Kets de Vries, 1993; Westhead, 2003),故家族創始者有更強動機維持家族企業之永續經營。因此本研究認為家族創始者為使企業永續經營,期望企業在所熟悉環境下運作,並將事業順利傳承予下一代,為降低因投入不同產業所產生的經營風險,故較不願意進行多角化策略,因此本研究假設:

H1: 家族創始者負向影響企業多角化策略。

三、企業歷史績效對創始者與企業多角化程度之干擾效果

企業會視組織績效來決定是否進行風險性投資(Thaler and Johnson, 1990),因此績效對多角化具有一定影響,因為資金是創業的關鍵資源(Arenius and Minniti, 2005)。可使用的資金越多,較可能創立規模較大的新創事業,會帶來較高的成長期待(Wiklund and Shepherd, 2003)。且新創事業若投入不同類型的產業,在成長表現將可能有極大之差距(Kolvereid, 1992)。

當企業經營環境發生變化時,試圖透過組織調整或目標轉換之策略達到企業生存發展 Klein(1996),在經濟自由化、產業國際化環境下,企業朝向分散經營風險,開發新產品市場及企業多角化轉變,追求最大利潤提高效益。但企業進行多角化仍存在一定風險,期望理論認為管理者具有損失規避(loss aversion)之行為(Kahneman, Knetsch and Thaler, 1991),如果績效優於預期時,企業領導人只願意承擔較低程度的風險(Singh, 1986; March and Shapira, 1987),而不願意進行風險性策略;反之經營績效不佳時,經營者為追求企業未來生存,企業反而願意承擔風險進行多角化。故本研究假設:

H2: 企業歷史績效正向干擾家族企業創始者與企業多角化程度之負向關係。

四、創始者年資對創始者與企業多角化程度之干擾效果

高階管理團隊成員年資的長短表示在組織中的社會互動程度,對於成員們在形成共同的觀點上有很關鍵的地位(Sutcliffe, 1994)。經理人透過產業多角化的過程,學習累積更多的管理經驗及管理能力,有利於處理企業進行多角化之複雜挑戰(Hitt et al., 1997)。高階管理團隊成員之任期會影響到團隊對現狀承諾和對風險的態度,任期較長的高階團隊所領導時,將會比較傾向於維持過去的策略、採行產業中普遍的策略、而業績表現和產業平均表現相近(Finkelstein and Hambrick, 1990)。Mehran (1995) 研究 1979 年至 1990 年,執行長在位年資、持股比例、專業技術及過去績效表現與公司風險之關連性結果發現,當執行長在位年資越久,投入公司之人力資本越多,私人風險與公司風險關連性越高,執行長較有誘因進行多角化;另外, Katz (1982) 指出任期愈長愈會對已建立的政策和方案提高承諾,創始者任職年資愈長,有利於多角化經驗的累積。當家族創始者在位年資越久或是擁有高度專業技術時,會傾向於進行多角化經營 Gomez (2010)。因此企業創始者年資愈低時,專業技術不足,面對多角化過程中各項風險挑戰,較無法因應而不願意進行多角化,隨著年資愈長時,專業技術純熟,面對多角化過程中各項風險挑戰,較能

因應處理，因此較願意進行多角化，由此可證，本研究認為當創始者在位年資愈長，將有利於創始者進行多角化，故本研究假設：

H3:創始者年資負向干擾家族企業創始者與企業多角化程度之負向關係。

第參章 研究方法

一、研究架構

本文研究企業創始者對企業多角化程度進行相關分析。研究架構如圖所示。

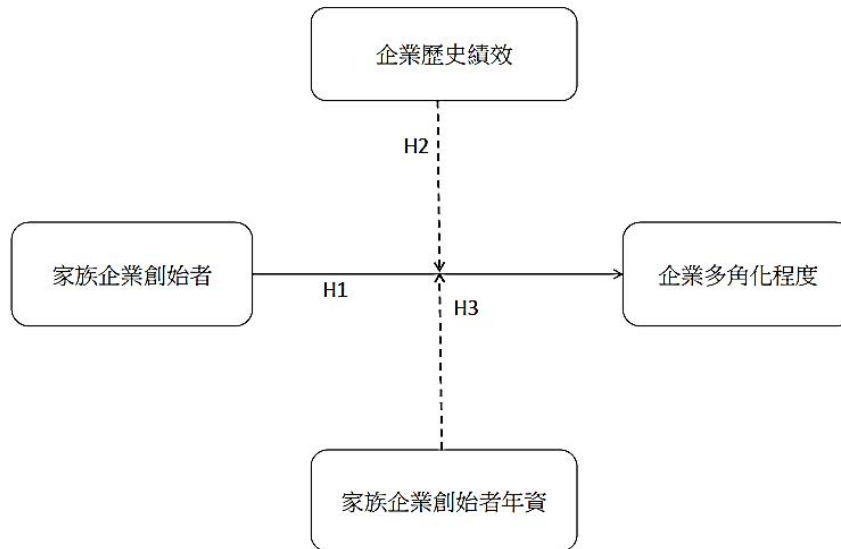


圖 3-1 研究架構

二、研究樣本、研究對象及資料來源

本研究對象取自 2014 年至 2016 年上市公司為研究樣本，多角化資料來源係取自台灣經濟新報社資料庫(簡稱 TEJ)。為了計算產品多角化程度，本研究將產銷組合模組資料與行政院主計處(2007)所出版之中華民國行業標準分類(Standard Industrial Classification; SIC)檔案進行比對後，依據各產品別編碼分類。其他相關財務資訊係來自於 TEJ 資料庫研究樣本排除金融保險業及資料缺漏無法計算之樣本。

三、研究變數定義與衡量

(一)應變數-企業多角化程度(Firm diversification degree ,FDD)

本研究之應變數以 Herfindahl 指數作為衡量產業多角化程度，其計算方法如下(林淑惠，2011)

$$H = 1 - \sum_{i=1}^n (P_i)^2 \quad (3-1)$$

其中

H：Herfindahl 指數，其值介於 0 和 1 之間，值愈接近 1 公司多角化程度愈高。

Pi：以 SIC 碼歸類的第 i 部門銷售額佔總銷售額的比例。

n：企業跨 SIC 的部門總數。

(二)自變數-家族創始者(Family founder ,FF)

「血緣關係」是家族企業最基本條件，哈佛大學教授 Donnelley(1964)認為家族企業係同一家族至少有兩代參與公司的經營管理，且兩代承續的結果，公司的政策與家族的利益、目標有相互影響；Barnes and Hershon(1976)認為企業具有控制權掌握在某一個或單一家族成員的手中，則稱之為家族企業。本研究採用 La Porta et al.(1999)「最終控制者」的觀念，定義凡董監事成員中具有二等親關係所持有之股份與其可控制公司持有之股份，作為家族控制股權的計算依據。當最終控制股權>10%，即為家族企業。本研究將家族創始人採用虛擬變數，當樣本公司為家族企業且 CEO 為創始者，則虛擬變數設為 1，反之，則虛擬變數設為 0。

(三)干擾變數

1.企業歷史績效(Enterprise historical performance,EHP)：

本文採用資產報酬率(ROA)估計績效期望缺口(aspiration gaps)。衡量績效期望缺口方式如下：公司前一年績效 ROA_{t-1} - 公司前二年 ROA_{t-2} 績效，當差異值 < 0 時，為負向績效期望缺口，設虛擬變數為 0；當差異值 > 0 時，為正向績效期望缺口，設虛擬變數為 1 (Cyert and March, 1963；Baum and Dahlin, 2007)。

2. 創始人年資(Founder of seniority, FOS)：

本文將以創始人任職於公司之年數，計算創始人年資。

(四) 控制變數

為探討家族創始者對企業多角化程度影響，將公司規模、舉債比率、稅前息前淨利比率、資本支出率、研發密集度、廣告密集度納入控制變數。另增加年度及產業變數分別說明如下。

1. 公司規模(Firm Size, FS)：

公司規模是研究廠商行為中常被考慮的變數，規模的定義則主要有三種：產出、資產總額和員工人數，Chatterjee and Wernerfelt (1991) 認為規模愈大，表示公司在該產業中具有一定的影響力，得到超額報酬機會高；另一些研究指出大公司傾向較少的風險趨勢(Hurdle, 1974; Winn, 1977)。因此為分散降低風險，企業新事業與舊事業相關性低，可進行愈多的多角化。本研究參照 Berger and Ofek (1995) 的衡量方式，以公司總資產帳面價值衡量公司規模，公司規模 FS 定義為總資產帳面價值取自然對數。

2. 舉債比率(Leverage Ratio, LR)：

Lewellen (1971) 認為公司為降低債務違約風險，有關資金不足問題，可透過多角化策略相互提供。負債可以使公司經理人的行為受債權人約束 (Jensen, 1986)。而 Chatterjee and Wernerfelt (1991) 與 Kochhar (1996) 等學者皆指出長期負債水準與公司策略有關，故本研究利用長期負債來檢視舉債比率，參考 Ruland and Zhou (2005) 的作法，定義舉債比率 LR 為長期負債除以總資產帳面價值。

3. 稅前息前淨利比率(EBITs)：

Berger and Ofek (1995) 及 Nam et al. (2006) 以稅前息前淨利比率衡量公司獲利情況，顯示稅前息前淨利比率愈大，則獲利佳公司價值愈高，故本研究將稅前息前淨利比率 EBITs 定義為稅前息前淨利除以營業收入淨額。

4. 資本支出率(CES)：

資本支出為固定資產增值的所有經費支出，作為延長設備使用年限或提高設備性能而支出的費用。資本支出率 CES 參考 Berger and Ofek (1995) 的衡量方式，定義為資本支出除以營業收入淨額，可視為企業獨特性或產品差異化的代理變數。

5. 研發密集度(R&D)：

研發密集度可視為企業對於研究發展重視指標，及技術資源累積的程度(Berger and Ofek 1995; Denis et al. 2002)。研發度 R&D 定義為發展費用除以營業收入淨額。

6. 廣告密集度(ADI)：

廣告支出可視為公司多角化機率指標，廣告的支出比例越高，則公司採行多角化生產的機率就越高(王衍智，2000)。參考 Nam et al. (2006)，廣告密集度 ADI 定義為廣告費用除以營業收入淨額衡量。

7. 年度(Year, YE)：

本研究在模型中加入年度虛擬變數，將 2014 年設為基礎組，當年度為 2015 年時，2015 年之虛擬變數設為 1，否則設為 0；當年度為 2016 年時，2016 年之虛擬變數設為 1，否則設為 0。

8. 產業(Industry, IN)：

蒐集之樣本之多角化程度可能因產業族群不同而有所差異，考慮不同產業效果，參考張馨尹(2013)研究模型，將樣本依台灣證券交易所之產業分類，以虛擬變數區分產業群組。

四、實證模型

(一) 家族創始人與多角化策略之間關係

利用模型 3.1 式檢驗假說 H1，模型中預測變數（自變數）為家族創始人（FF），依變數為企業多角化程度（FDD），控制變數為公司規模(FS)、舉債比率(LR)、稅前息前淨利比率(EBITs)、資本支出率(CES)、研發密集度

(R&D)、廣告密集度(ADI)、年度變數(YE)、產業變數(IN)，求證家族創始人與多角化程度關係。若家族創始人對企業多角化程度具有負向的影響，家族創始人之迴歸係數預期為負向。

$$H1 FDD=\alpha_0+\beta_1FF+\beta_2 FS+\beta_3 LR+\beta_4 EBITs+\beta_5 CES+\beta_6 R\&D+\beta_7 ADI+\beta_8 YE+\beta_9 IN+\varepsilon$$

(二)企業歷史績效控制家族企業創始者對多角化關係之干擾影響

利用模型檢驗假說 H2，自變數為家族創始人 (FF)，依變數為企業多角化程度 (FDD)，控制變數為公司規模(FS)、舉債比率(LR)、稅前息前淨利比率(EBITs)、資本支出率(CES)、研發密集度(R&D)、廣告密集度(ADI)、年度變數(YE)、產業變數(IN)，干擾變數為企業歷史績效(Enterprise historical performance,EHP)，用以求證企業歷史績效對家族企業創始者與多角化程度關係之干擾影響。故若企業歷史績效正向干擾影響家族企業創始者與多角化關係，家族創始人*企業歷史績效之迴歸係數預期為負向。

$$H2 FDD=\alpha_0+\beta_1FF+\beta_2EHP+\beta_3FF*EHP+\beta_4 FS+\beta_5 LR+\beta_6 EBITs+\beta_7 CES+\beta_8 R\&D+\beta_9 ADI+\beta_{10} YE+\beta_{11} IN+\varepsilon$$

(三)創始者年資控制創始者對多角化策略的干擾影響

利用模型檢驗假說 H3，自變數為家族創始人 (FF)，依變數為企業多角化程度 (FDD)，控制變數為公司規模(FS)、舉債比率(LR)、稅前息前淨利比率(EBITs)、資本支出率(CES)、研發密集度(R&D)、廣告密集度(ADI)、年度變數(YE)、產業變數(IN)，干擾變數為創始人年資(Founder of seniority,FOS)、企業歷史績效(Enterprise historical performance, EHP)，用以求證創始人年資對家族企業創始者與多角化關係之干擾影響。故若創始人年資負向干擾影響家族企業創始者與多角化程度之關係，家族創始人*創始人年資之迴歸係數預期為正向。

$$H3 FDD=\alpha_0+\beta_1FF+\beta_2 FOS+\beta_3 FF*FOS+\beta_4 FS+\beta_5 LR+\beta_6 EBITs+\beta_7 CES+\beta_8 R\&D+\beta_9 ADI+\beta_{10} YE+\beta_{11} IN+\varepsilon$$

第四章 實證結果

除樣本資料敘述統計量外，本文採用模型驗證分析，分析結果分別說明如下：

一、樣本資料敘述統計分析

本研究針對家族創始者對企業多角化程度影響進行分析，資料來源以「公開資訊觀測站」與台灣經濟新報資料庫(TEJ)中，年報及股東會相關資料，蒐集家族企業各部門銷售額、董事長初次選任日期、資產報酬率(ROA)、總資產帳面價值、長期負債、稅前息前淨利、營業收入淨額、資本支出、發展費用、廣告費用等資料。依據第三章變數定義，計算企業多角化程度 FDD、家族創始者 FF、企業歷史績效 EHP、創始人年資 FOS、公司規模 FS、舉債比率 LR、稅前息前淨利比率 EBITs、資本支出率 CES、研發密集度 R&D、廣告密集度 ADI 等相關應變數、自變數、干擾變數、控制變數。資料蒐集 2014 至 2016 等 3 年之上市公司，另樣本以產業別區分的分佈情況如表 4-1。

表 4-1. 樣本產業區分表

產業別			
IC Code	Industry group	Number of Announcements	Percent of Sample(%)
12	食品業	57	2.9
13	塑膠業	55	2.8
14	紡織業	123	6.3
15	電機機械業	103	5.3
16	電器電纜業	39	2.0
17	化學生技業	102	5.2
18	玻璃陶瓷業	21	1.1
19	造紙業	21	1.1
20	鋼鐵業	67	3.4
21	橡膠工業	27	1.4
22	汽車工業	24	1.2

表 4-1. 樣本產業區分表(續)

產業別			
IC Code	Industry group	Number of Announcements	Percent of Sample(%)
23	電子業	1,018	52.2
25	建材營造業	63	3.2
26	航運業	48	2.5
27	觀光業	32	1.6
29	貿易百貨業	31	1.6
99	其他	118	6.1
Total		1,949	100.0

資料來源：本研究整理

依據蒐集資料進行各變數敘述統計分析，獲得各變數平均值、標準差等敘述統計值如表 4-2 表示。

表 4-2. 各變數敘述統計值

	平均值	標準差	最大值	最小值
多角化程度 FDD	.448	.269	1.00	.00
年資 FOS	17.827	11.534	57.000	.000
是否為創始者 FF	.239	.426	1.0	.0
企業歷史績效 EHP	.505	.500	1.0	.0
公司規模 FS	16.142	1.438	21.62	11.14
舉債比率 LR	43.784	17.499	96.87	1.85
稅前息前淨利比 EBITs	.075	.639	13.06	-15.78
資本支出率 CES	.656	3.487	145.15	.00
研發密集度 R&D	2.429	19.270	835.49	.00
廣告密集度 ADI	.069	.147	4.60	.00

資料來源：本研究整理

二、相關係數分析

蒐集資料利用 SPSS 軟體進行相關雙變異數分析，獲得多角化程度與各變數 Pearson 係數相關檢定如表 4-3 所示

表 4-3. 多角化程度與各變數 Pearson 係數相關檢定

	多角化程度	年資	是否為創始者	企業歷史績效	公司規模	舉債比率	稅前息前淨利比	資本支出率	研發密集度	廣告密集度
多角化程度	1	.038	-.041	-.074**	.077**	.075**	-.004	-.061**	-.039	.078**
年資		1	.374**	-.028	.066**	.017	.025	-.017	-.013	-.050*
是否為創始者			1	-.034	.001	-.012	.019	.046*	.026	.000
企業歷史績效				1	-.062**	-.045*	.061**	-.020	.022	-.059**
公司規模					1	.361**	.076**	.037	-.048*	-.105**
舉債比率						1	-.079**	.038	-.089**	-.016

表4-3. 多角化程度與各變數Pearson係數相關檢定(續)

多角化程度	年資	是否為創始者	企業歷史績效	公司規模	舉債比率	稅前息前淨利比	資本支出率	研發密集度	廣告密集度
稅前息前淨利比						1	-.129**	-.403**	-.406**
資本支出率							1	.138**	.118**
研發密集度								1	.001
廣告密集度									1

** . 相關性在 0.01時(雙尾), 相關顯著。

* . 相關性在 0.05時(雙尾), 相關顯著。

資料來源: 本研究整理

利用相關分析進行探討結果, 其中多角化程度與年資、是否為創始者、稅前息前淨利比、研發密集度等變數無顯著相關, 與企業歷史績效、公司規模、舉債比率、資本支出率、廣告密集度等變數達顯著相關。另多角化程度與公司規模、舉債比率、廣告密集度等變數間具有正相關, 與企業歷史績效、資本支出率等變數間具有負相關。

三、模型驗證分析

本研究推論 H1 假設家族創始人對企業多角化程度具有負向的影響; H2 假設企業歷史績效正向干擾對家族企業創始者與多角化關係之負向關係; H3 假設創始人年資負向干擾家族企業創始者與多角化程度之負向關係。經由蒐集變數進行迴歸分析, 實證結果如表 4-4 所示。

表 4-4. 實證結果

	Model 1	Model 2	Model 3
(常數)	-0.042 (-0.431)	-0.007 (-0.077)	-0.060 (-0.623)
是否為創始者 FF	-0.056** (-2.406)	-0.057** (-2.493)	-0.105*** (-3.888)
企業歷史績效 EHP		-0.063*** (-2.786)	
FF*EHP		-0.004 (-0.168)	
年資 FOS			0.060** (2.391)
FF*FOS			0.058** (2.307)
公司規模 FS	0.082*** (3.256)	0.078*** (3.083)	0.081*** (3.197)
舉債比率 LR	0.065** (2.585)	0.064** (2.538)	0.064** (2.568)
稅前息前淨利比 EBITs	0.030 (1.075)	0.035 (1.228)	0.036 (1.266)
資本支出率 CES	-0.060*** (-2.630)	-0.061*** (-2.675)	-0.055** (-2.372)
研發密集度 R&D	-0.013 (-0.499)	-0.009 (-0.371)	-0.010 (-0.410)
廣告密集度 ADI	0.111*** (4.237)	0.109*** (4.159)	0.114*** (4.370)
N=樣本數	1,949	1,949	1,949
Adj-R2	0.032	0.035	0.037
F 值	3.463***	3.504***	3.674***
VIF	<5	<5	<5

註:1.此實證結果已加入年別為控制變項。2.括弧內的數字為 t 檢定值。

***表示具 1%顯著水準, **表示具 5%顯著水準, *表示具 10%顯著水準。

資料來源: 本研究整理

(一)家族創始人對多角化程度影響

假設 H1 探討家族創始人對企業多角化程度具有負向的影響，表 4-4 中 Model1 實證結果，是否為創始者 beta 值為-0.056，t 值為-2.406，p 值達顯著標準。結果支持假設：家族創始人對企業多角化程度具有負向的影響。在迴歸分析表中 VIF 皆小於 5，判斷無共線性問題。

(二)企業歷史績效對家族企業創始者與多角化程度之干擾效果

假設 H2 探討企業歷史績效對家族企業創始者與多角化關係之干擾影響具有正向影響，亦即企業歷史績效愈高愈不願意進行多角化策略，表 4-4 中 Model2 實證結果，企業歷史績效 beta 值為-0.063，t 值為-2.786，p 值達顯著標準，企業歷史績效與是否為企業創始者交叉相乘後實證結果，beta 值為-0.004，t 值為-0.168，p 值未達顯著標準。

實證結果顯示企業歷史績效對家族企業創始者與多角化關係之干擾效果，並未達顯著水準，顯示企業歷史績效高或低，對於創始者進行公司多角化策略，並無顯著高或低的意願，因此假設 H2 企業歷史績效對家族企業創始者與多角化關係之干擾影響具有正向影響不成立。

(三)創始者年資對創始者對多角化策略之干擾效果

假設 H3 探討企業創始人年資對家族企業創始者與多角化程度之干擾影響具有正向影響，亦即企業創始人年資愈高，將提升家族企業創始者進行多角化的意願，表 4-4 中 Model3 實證結果，創始人年資 beta 值為 0.06，t 值為 2.391，p 值達顯著標準，創始人年資與家族企業創始者交叉相乘後，結果顯示 beta 值為 0.058，t 值為 2.307，p 值達顯著標準。結果支持假設 H3：企業創始人年資負向干擾，家族企業創始者與多角化程度之負向關係。在迴歸分析表中 VIF 皆小於 5，判斷無共線性問題。

第五章 結論與建議

本研究依據 2014 年 2016 年台灣上市企業為研究對象，驗證企業創始者與多角化程度之關係，並進一步檢驗企業歷史績效、創始人年資等變數對於企業創始者與多角化程度的干擾效果。依據實證結果，提出本研究結論、研究貢獻與管理意涵、研究限制與建議。

一、研究結論

本研究實證發現企業創始人對於多角化程度具有負向影響，因此當公司經營者為家族企業創始者時，可能因家族選擇在熟悉環境下經營企業，較不願意將公司進行多角化，降低多角化風險。實證結果與本文假設家族創始人對企業多角化程度具有負向的影響相符，且與 Mishra and McConaughy(1999); Schulze 等(2003); Gomez-Mejia 等(2010) 研究結果，家族企業為追求自身利益，降低企業風險而不願意進行多角化相符。

此外，企業歷史績效對家族創始者進行多角化程度具有正向干擾效果。因此當企業歷史績效愈好時，企業創始者為能維持企業獲利，較不願承受多角化改變之風險，反之，企業歷史績效愈差時，企業創始者願嘗試多角化改變，尋求能改善企業獲利。實證結果雖顯示企業歷史績效對家族企業創始者與多角化關係之干擾影響具有負向影響，但未達顯著水準，故企業歷史績效干擾對多角化程度影響與 H2 假設不符，因此企業歷史績效對家族企業創始者與多角化關係之干擾影響具有正向影響不成立。

創始者年資干擾對多角化程度具有正向影響，因此企業創始人年資愈高，公司經營較穩定，創始者較願意將企業進行多角化，故與企業創始者年資干擾對多角化程度影響與 H3 假設相符。

二、研究貢獻與管理意涵

(一)研究理論貢獻

過去文獻對於多角化議題，大多聚焦於多角化之績效(Reed and Luffman, 1986; Rumelt, 1974; Matsusaka, 1993; Wade and Gravill, 2003; 孫梅瑞, 2008)及投資風險(Chatterjee and Lubatkin, 1990; Kim et al., 1993; Grant, Jamine and Thomas, 1988)。本研究試圖以家族創始者之角色探討家族企業進行多角化程度之研究，以彌補文獻上之缺口，是為研究貢獻一。另加入創始者年資作為干擾變數，進一步探討其對家族創始者進行多角化是否產生干擾現象，是為研究貢獻二。

(二)管理意涵

企業以獲利為目的，獲利之企業「取之於社會、用之於社會」是企業公民應有之態度，面對全球化競爭下，

企業要維持經營績效，以保有長期的競爭力，其成敗的關鍵是公司因應決策。若家族企業創始者經營企業以自身利益為最大考量，採取保守之經營策略，而不願承擔風險進行多角化經營，可能錯失開創新事業之機會。另家族企業創始人年資對多角化具有正向影響，表示當企業經營績效不佳時，創始人年資愈高經歷多，面對環境改變，較能因應進行多角化轉變，改善企業經營績效。目前許多企業正值面臨接班人繼承之問題，此一結論或許可提供企業做為參考，當企業進行接班時，創始人若仍在位時，或許可對經營提供有用之建議，且具有穩定人心之作用，有利企業未來策略之推展。

三、研究限制與建議

(一)研究限制

本研究透過台灣經濟新報社資料庫，蒐集國內上市公司相關資料，分析後了解企業創始者因應全球化趨勢，採多角化經營趨勢，由於蒐集資料僅限於國內上市公司，無法蒐集所有國內企業，或其他國家企業資料，研究結果是否能一般化推論，仍有待未來進一步釐清。

(二)研究建議

為能完整研究結果，未來可針對資料蒐集、變數擴大選擇範圍，提供未來研究參考。

1.資料蒐集範圍：

本研究企業創始者對企業多角化程度影響分析資料，僅蒐集國內企業資料，建議可再擴大蒐集其他歐美、東南亞等國家資料進行分析，以了解對於開發中國家及已開發國家中，企業創始者對企業多角化程度影響。

2.企業因應經營環境發生變化進行多角化績效預測：

本研究針對企業創始人對多角化程度進行分析結果，未來可結合企業多角化與績效關係相關研究，針對企業因應經營環境發生變化進行多角化績效預測。

參考文獻

一、中文文獻

1. 方至民，(2001)，企業競爭優勢，前程企管。
2. 王健聰，(2000)，「台灣跨國企業資本結構決定因素之實證研究」，商管科技季刊，第一卷第三期 307-328 頁。
3. 王衍智，(2000)，廠商多角化生產之決定因素研究—我國電子業之實證分析，台灣大學經濟學研究所 碩士論文。
4. 朱江，(1999)，企業多元化經營對其績效影響的實證研究。吉林大學碩士論文。
5. 李馨蘋、陳治豪、程心瑤(2015)，「公司策略與公司績效之研究-公司治理之調節效果」，中華管理評論國際學報，第 18 卷，第 1 期。
6. 林淑惠、黃玟菱、卓翠月 (2011)，「探討多角化對公司風險與價值之影響-比較家族企業與非家族企業」，商略學報，第 3 卷，第 4 期，頁 233-249。
7. 林民頤，(2010)，遠東產業多角化經營策略與績效探析，國立交通大學管理學院碩士在職專班科技管理組碩士論文。
8. 徐聯恩(1997)，大型企業領導者更迭之研究，台北：華泰文化事業公司。
9. 孫梅瑞、蕭瑞子，(2008)，國際多角化與企業績效、企業風險的關聯性及其影響因素之研究，管理與系統，第十五卷第四期，617-643。
10. 許有嫻，(2007)，多角化、國際化與公司績效關係之研究，國立中正大學財務金融研究所未出版之碩士論文。
11. 喬友慶*、于卓民、林月雲 (2002)，「國際化程度與產品差異化能力對廠商績效之影響-台灣大型製造廠商之實證研究」，管理學報，第 19 卷，第五 期，811-842 頁。【TSSCI】
12. 梁馨科、呂錦松 (2004)，「從生命力角度分析企業經營績效—以機車製造廠為例」，交通大學工業工程與管理研究所碩士論文。
13. 黃世朋、陳美華，(2008)，「多角化、成長機會對公司價值之關係與影響—台灣上市公司為例」，遠東學報，

25 卷 4 期：頁 519-540。

14. 黃儀芳，(2002)年，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之碩士論文。
15. 楊朝旭，(2008)，「產業多角化對研發外溢調節效果之研究」，會計評論，46 期：頁 31-65。
16. 楊安，(2010)，誰是關鍵人物？台灣家族產業成員政商關係與多角化擴張之思考，國立中山大學企業管理學系研究所碩士論文。
17. 陳建宏、李昀庭，(2015)，台灣傳統產業公司之多角化與財務績效，財金論文叢刊，第二十二期，54-65。
18. 陳瓊蓉(2011) 台灣上市公司初次多角化策略之前因與後果之探討。台灣銀行季刊，第六十二卷，1，223-241。
19. 陳瓊蓉 (2003)，「上市公司監理機制,多角化策略與績效關聯性之研究」，國立政治大學企業管理研究所未出版博士論文。
20. 賴威廷，(2004)，企業多角化與代理成本、公司治理關係之研究，東海大學企業管理研究所未出版之碩士論文。
21. 鄭政秉、李揚、黃晉偉，(2006)，「多角化海外投資對台灣製造業經營效率的影響」，管理與系統，13 卷 3 期：頁 315-331。

二、英文文獻

1. Adizes, I., (1988), *Corporate Lifecycles*, New Jersey, NJ: Prentice-Hall.
2. Amit, R. and Livnat, J. (1988), A concept of conglomerate diversification, *Journal of Management*, 14/4, 593-604
3. Anderson, R. C. and Reeb, D. M., (2003), Founding-family ownership, corporate diversification and firm leverage, *Journal of Law and Economics*, 46(2), 653-684.
4. Ansoff, I. H. (1957), Strategies for diversification, *Harvard Business Review*, Vol. 35(2), 113-124.
5. Ansoff, Igor H. (1965), *Corporate Strategy*, McGraw-Hill Book Co.
6. Arenius, P., and Minniti, M., (2005), Perceptual variables and nascent entrepreneurship. *Small Business Economics Journal*, 24 (3), 233-247.
7. Aw, B.Y.,and Batra, G. (1998), Firm size and the pattern of diversification. *International Journal of Industrial Organisation*, 16(3), 313-331.
8. Barnes,L.B. and Hershon,S.A. (1976), Transferring power in a family business. *Harvard Business Review*,54(4),105-114.
9. Barney, Jay B. (1997), On Flipping Coins and Making Technology Choices: Luck as an Explanation of Technological Foresight and Oversight, In: *Technological Innovation: Oversights and Foresights*, R. Garud, P.R. Nayyar, and Z.B. Shapira (eds.), New York, Cambridge University Press, 13-19.
10. Bartov, E. , Bodnar, G. M. and Aul, A . (1996), Exchange rate variability and the riskiness of u.s. multinational firms: evidence from the breakdown of bretton woods, *Journal of Financial Economics*, 42(1), 105-132.
11. Baum, J. A. C. and Dahlin, K. B., (2007), Aspiration performance and railroads' patterns of learning from train wrecks and crashes, *Organization Science*, 18(3), 368-385.
12. Berger, P. G. and Ofek, E. (1995), Diversification's effect on firm value, *Journal of Financial Economics*, 37, 39-65.
13. Berry, C. H. (1975), *Corporate Growth and Diversification*, Princeton, NJ. Princeton University Press.
14. Booz, Allen and Hamilton (1985), *Diversification: A Survey of European Chief Executives*, Booz, Allen and Hamilton, Inc., New York.
15. Burch, T. R. and Nanda, V. (2003), Divisional diversity and the conglomerate discount: evidence from spinoffs, *Journal of Financial Economics*, 70, 69-98.
16. Campa, J. M. and Kedia, S., Explaining the diversification discount, *Journal of Finance*, Vol. 57(4), (2002), 1731-1762.
17. Cave, R. E. (1982), *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Cambridge University Press.
18. Chandler, A. D. (1962), *Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprises*, MIT

- Press.
19. Chansog, K; Sungsoo, K and Christos, P. (2001), Firm diversification and earnings volatility : An empirical analysis of U.S.-based MNCs. *American Business Review*, 19 (1), 26-38.
 20. Chatterjee, S., and Lubatkin, M. (1990), Corporate mergers, stockholder diversification, and changes in systematic risk. *Strategic Management Journal*, 11 (4), 255-268.
 21. Chatterjee, S. and Wernerfelt, B. (1991), The link between resources and types of diversificación: theory and evidence, *Strategic Management Journal*, 12, 33-48.
 22. Chevalier, J. (1999), Why do firms undertake diversifying erg ers? an examination of the investment policies of merging firms, Unpublished working paper, University of Chicago.
 23. Comment, R. and Jarrell, G.A., (1995), Corporate focus and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 37, 67-87.
 24. Cyert, R. and James, M. (1963), *A Behavioral Theory of the Firm*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
 25. Deeds, D. L. and Hill, C. W. L. (1999), An examination of opportunistic action within research alliances: Evidence from the biotechnology industry. *Journal of Business Venturing*, 14 (2), 141-163.
 26. Denis, M., Beschin, N., Logie, R. H. and Della Sala, S. (2002), Visual perception and verbal descriptions as sources for generating mental representations: evidence from representational neglect. *Cognitive Neuropsychology*, 19, 97-112.
 27. Dicken, P. (2007), *Global Shift: Mapping the Changing Contours of the World Economy* (Sage; New York: Guilford, London), 5th.
 28. Ducassy, I. and Prevot, F. (2010), The effects of family dynamics on diversification strategy: empirical evidence from French companies, *Journal of Family Business Strategy*, 1(4), 224-235.
 29. Elango, B. (2010), Influence of industry type on the relationship between international operations and risk, *Journal of Business Research*, 63(3), 303-309.
 30. Fatemi, A. M. (1988), The effect of international diversification on corporate financing policy, *Journal of Business Research*, 16(1), 17-30.
 31. Franko, L. G. (2004), The death of diversification? The focusing of the world's industrial firms, 1980-2000. *Business Horizons*, 47 (4), 41-50.
 32. Gort, M. (1962), *Diversification and Integration in American Industry*. NJ: Princeton University Press.
 33. Gomez-Mejia, L. R., Makri, M. and Larraza-Kintana, M. (2010), Diversification decisions in family-controlled firms. *Journal of Management Studies*, 47, 223-252.
 34. Graham, J., Lemmon M. and Wolf, J. (2002), Does corporate diversification destroy value? *Journal of Finance*, 57, 695-720.
 35. Grant, R. M., Jammie, A. P. and Thomas, H. (1988), Diversity, diversification, and profitability among British manufacturing companies, (1972-1984). *Academy of Management Journal*, 31 (4), 771-801.
 36. Hall, A., Melin, L. and Nordqvist, M., (2006), Understanding Strategizing in the Family Business Context, In Poutziouris, P., Smyrnios, K. and Klein, S. (Eds.), *Handbook of Research on Family Businesses*, Cheltenham, UK and Brookfield, US: Edward Elgar.
 37. Hambrick and Mason, (1984), Upper echelons theory in management accounting and control research. 3-22
 38. Harris, M., Kriebel, C. H. and Raviv, A., (1982), Asymmetric information, incentives and intrafirm resource allocation, *Management Science*, 28(6), 604-620.
 39. Hitt, M. A., and Smart, D. L. (1994), Debt: A disciplining force for managers or a debilitating force for organizations? *Journal of Management Inquiry*, 3 (2), 144-152.
 40. Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., and Kim, H. (1997), International diversification: Effects on innovation and firm

- performance in product-diversified firms. *Academy of Management Journal*, 40 (4), 767-798.
41. Hoskisson, R. E. and Hitt, M. A., (1990), Antecedents and performance outcomes of diversification: A review and critique of theoretical perspectives, *Journal of Management*, 16: 498.
 42. Hurdle, G.L. (1974), Leverage risk, market structure and profitability, *Review of Economics and Statistics*, 56, 478-485.
 43. Hyland, K. (1997), Is EAP necessary? A survey of Hong Kong undergraduates. *Asian Journal of English Language Teaching*, 7, 77-99.
 44. James, H. S. (1999), Owner as manager, extended horizons and the family firm, *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), 41-55.
 45. Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
 46. Jensen, M. (1986), Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review Papers and Proceedings*, 76, 323-329.
 47. Jones, C. D., Makri, M. and Gomez-Mejia, L. R., (2008), Affiliate directors and perceived risk bearing in publicly traded, family-controlled firms: the case of diversification, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(6), 1007-1026.
 48. Kamien, M. I. and Schwartz, N. L. (1975), Market structure and innovation: a survey, *Journal of Economic Literature*, 13 (March), pp.1-37.
 49. Katz, J (1982), *Poor People's Lawyers in Transition*. Rutgers University Press, New Brunswick, New Jersey
 50. Kets de Vries, M.F.R. (1993), The dynamics of family controlled firms: the good and the bad news. *Organizational Dynamics*, 21, 59-71.
 51. Kim, W. C. and Mauborgne, R. A. (1988), Becoming an effective global competitor, *Journal of Business Strategy*, 9(1), 33-37.
 52. Kim J.J., Hong, Y.K. and Kim H.M. (1993), Topography and geological features in the nakdonggang estuary, Korea, *Bull. Inst. Ornithology, Kyung Hee Univ*, 437-459.
 53. Kochhar, R., (1996), explaining firm capital structure. the role of agency theory vs. transaction cost economics, *Strategic Management Journal*, 17(9), 713-728.
 54. Kolvereid, L. (1992), Growth aspirations among Norwegian entrepreneurs. *Journal of Business Venturing*, 7(3), 209-222.
 55. Koopman, M. and Sebel, K. (2009), *The internationalization of family firms facilitating and constraining features*, Jonkoping: Jonkoping University.
 56. Kwok, Chuck C. Y., Reeb, D. M. and Baek, H. Y. (1998), Systematic Risk of the Multinational Corporation, *Journal of International Business Studies*, 29(2), 263-278.
 57. La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999), Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
 58. Lamont, O. A., and Polk, C. (2002), Does diversification destroy value? Evidence from the industry shocks. *Journal of Finance Economics*, 63 (1), 51-77.
 59. Lang, L., and Stulz, R. M. (1994), Tobin's q, corporate diversification and firm performance. *Journal of Political Economy*, 102 (6), 1248-1280.
 60. Levitt, B. and March, J. (1988), Organizational learning, *Annual Review of Sociology*, 14, 319-340.
 61. Lewellen, Wilbur (1971), A pure financial rationale for the conglomerate merger, *Journal of Finance*, Vol. 26, 521-537.
 62. Gomez-Mejia, L. R., Makri, M. and Kintana, M. L. (2010), Diversification decisions in family-controlled firms,

- Journal of Management Studies, 47(2), 223-252.
63. Maksimovic, V. and Phillips, G. (2002), Do conglomerate firms allocate resources inefficiently across industries? Theory and Evidence, *Journal of Finance*, 57, 721–767.
 64. Mansi, Sattar A., and David M. Reeb, (2002), Corporate diversification: what gets discounted? *Journal of Finance*, 57, 2167–2183.
 65. March JG, Simon HA. (1958), *Organizations*. Wiley: New York.
 66. Matsusaka, J. G. (1993), Takeover motives during the conglomerate merger wave. *RAND Journal of Economics*, 24 (3), 357-379.
 67. May, D.O. (1995), Do managerial motives influence firm risk reduction strategies, *Journal of Finance*, Vol. 50(4), 1291–1308.
 68. Mehran, H., (1995), Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38, 163-184.
 69. Merino, Fernando, and Diego R. Rodríguez, (1997), A consistent analysis of diversification decisions with non-observable firm effects, *Strategic Management Journal*, 18, 733–743.
 70. Mishra, C. S. and McConaughy, D. C. (1999), Founding family control and capital structure: the risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23, 53–65.
 71. Montgomery, Cynthia A, (1985), Product-Market Diversification and Market Power. *The Academy of Management Journal*, 28(4), 789-798.
 72. Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1988), Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20 (1/2), 293-315.
 73. Myerson , R. B. , (1982), Optimal coordination mechanisms in generalized principal-agent problems, *Journal of Mathematical Economics*, 10(1), 67-81.
 74. Nam, J., Tang, C., Thornton, J. H., Jr., Wynne, K., (2006), The effect of agency costs on the value of single-segment and multi-segment firms, *Journal of Corporate Finance*, 12(4), 761-782.
 75. Olibe, K. O., Michello, F. A. and Thorne, J., (2008), Systematic risk and international diversification: an empirical perspective, *International Review of Financial Analysis*, 17(4), 681-698.
 76. Palich, L. E., Cardinal, L. B., and Miller, C. C. (2000), Curvilinearity in the diversification-performance linkage: an examination of over three decades of research. *Strategic Management Journal*, 21 (2), 155-174.
 77. Pitts, R. A. and Hopkins, D. H. (1982), Firm diversity: conceptualization and measurement, *Academy of Management Journal*, 7, 620-629.
 78. Qian, G. (2002), Multinationality, product diversification, and profitability of emerging US small- and medium-sized enterprises. *Journal of Business Venturing*, 17 (6), 611-633.
 79. Ramanujam, R. and Varadarajan, P. (1989), Research on corporate diversification: a synthesis, *Strategic Management Journal*, 10, 523-551.
 80. Reeb, D. M., Kwok, C. C. Y. and Baek, H. Y. (1998), Systematic risk of the multinational corporation, *Journal of International Business Studies*, 29(2), 263-279.
 81. Reed, R., and Luffman, G. A. (1986), Diversification: The growing confusion. *Strategy Management Journal*, 7 (1), 29-35.
 82. Ruland, W., and Zhou, P. (2005), Debt, diversification, and valuation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 25, 277-291.
 83. Rumelt, R. P. (1974), *Strategy, Structure, and Economic Performance*, Boston: Harvard University, Graduate School of Business Administration.

84. Rumelt, R. P. (1974), *Strategy, structure, and economic performance*. Cambridge, MA:Harvard University Press.
85. Schulze, W. S., Lubatkin, M. H. and Dino, R. N. (2003a), Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of Management Journal*, 48, 179–194.
86. Servaes, H. (1996), The value of diversification during the conglomerate merger wave, *Journal of Finance*, Vol. 51, 1201-1225.
87. Shane, S. and Venkataraman, S. (2000), The Promise of Entrepreneurship as a Field of Research, *Academy of Management Review*, 25 (1), 217-226.
88. Shapiro, A. (1978), Financial structure and the cost of capital in the multinational corporation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 13, 211-266.
89. Shepherd, W. G., (1997), *The economics of industrial organization*, fourth edition, Upper Saddle River, N. J.: Prentice Hall.
90. Sundaram, A. K. and Black, J. S. (1992), The environment and internal organization of multinational enterprises. *Academy of Management Review*, 17 (4), 729-757.
91. Sutcliffe, K.M. (1994), What executives notice: accurate perceptions in top management teams. *Academy of Management Journal*, 37, 1360–1378.
92. Thaler, R. H. and Johnson, E. J. (1990), Gambling with the house money and trying to break even: The effects of prior outcomes on risky choice, *Management Science*, 36, 643-660.
93. Timmons, J.A. and Spinelli S., (2007), *New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st Century*. Boston: McGraw Hill.
94. Vernon, R. (1971), *Sovereignty at bay : the multinational spread of U. S. enterprises*, New York : Basic Books.
95. Villalonga, B. (1999), *Does Diversification Cause the Diversification Discount?*, Unpublished Manuscript, Anderson Graduate School of Management, University of California, Los Angeles.
96. Villalonga, B. and R. Amit, (2006), How do family ownership, control, and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.
97. Wade, M. R., and Gravill, J. I. (2003), Diversification and performance of Japanese IT subsidiaries: A resource-based view. *Information and Management*, 40 (4), 305-316
98. Westhead, P. (2003), Company performance and objectives reported by first and multi-generation family companies: a research note, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 10, 93-105.
99. Wiklund, J., and Shepherd, D. (2003), Knowledge-based resources, entrepreneurial orientation, and the performance of small and medium sized businesses. *Strategic Management Journal*, 24, 1307-1314.
100. Winn, D. N. (1977), On the relations between rates of return, risk and market structure, *The Quarterly Journal of Economics*, 90(1), 157-163.