科技部補助專題研究計畫成果報告
期末報告

控制股東、風險承擔與公司價值—產品市場競爭的角色

計 畫 類 別 ： 個別型計畫
計 畫 編 號 ： MOST 107-2410-H-032-019-
執 行 期 間 ： 107年08月01日至108年11月30日
執 行 單 位 ： 淡江大學風險管理與保險學系

計畫主持人： 湯惠雯

計畫參與人員： 碩士班研究生-兼任助理：江映嫻
大專生-兼任助理：江映嫻

報 告 附 件 ： 出席國際學術會議心得報告

本研究具有政策應用參考價值：□否 ■是，建議提供機關金融監督管理委員會,
（勾選「是」者，請列舉建議可提供施政參考之業務主管機關）
本研究具影響公共利益之重大發現：■否 □是

中 華 民 國 109 年 02 月 17 日

中 文 摘 要 ： 本研究檢測控制股東持股及其控制權與現金流量權偏離對公司風險承擔的影響，以及產業競爭對該項關係的影響。研究發現，控制股東持股與風險承擔呈現U型非線性關係；表示控制股東持股比率較低時，公司有較高的風險承擔，隨著持股比率增加，控制股東為保全自身利益，會減少公司風險承擔；若控制股東持股超過某一比率，對公司投資決策擁有高度掌控權，為公司提升競爭力及長遠獲利考量，較願意承擔風險以期提升公司價值。產業競爭愈高，公司需投注更多研究發展支出(亦即承擔風險)以維持產品競爭力。控制股東持股及其控制權與現金流量的偏離，皆會削減競爭產業中公司風險承擔的意願。值得一提的是，受到控制股東持股影響的公司風險承擔，對公司未來價值具有正向顯著的影響；受到控制權與現金流量權偏離影響的公司風險承擔，則無法增加公司未來價值。

中 文 關 鍵 詞 ： 控制股東、控制權、現金流量權、公司價值、產品市場競爭、風險承擔。

英 文 摘 要 ： This study investigates the influence of controlling ownership and the divergence between control rights and cash-flow rights on a firm’s risk-taking, and the effect of industry competition on the relationship. The research results show that controlling ownership and firm risk-taking presents a U-shaped relationship. When controlling ownership is relatively low, a firm has high risk-taking. As controlling ownership increases, controlling shareholders tend to reduce firm risk-taking to protect their own interests. If controlling shareholdings exceeds a certain ratio, they have high control over a firm’s investment decisions. In consideration of firm competitiveness and long-term profitability, they incline to increase firm risk-taking to enhance future firm value. In competitive industry, firms need to invest more research and development (R&D) expenditures (i.e. take more risk) to maintain product competitiveness. Controlling ownership and the divergence between control rights and cash-flow rights reduce firm risk-taking in highly competitive industries. It is worth noting that firm risk-taking due to controlling ownership is significantly positively related to future firm value; risk-taking due to control-cash flow rights does not increase firm value.

英 文 關 鍵 詞 ： controlling shareholders; control right; cash-flow rights; firm value; product market competition; risk-taking.

控制股東、風險承擔與公司價值 – 產品市場競爭的角色
Controlling shareholders, risk-taking and firm value
– The role of production market competition

摘要

本研究檢測控制股東持股及其控制權與現金流量權偏離對公司風險承擔的影響，以及產業競爭對該項關係的影響。研究發現，控制股東持股與風險承擔呈現 U 型非線性關係；表示控制股東持股比率較低時，公司有較高的風險承擔，隨著持股比率增加，控制股東為保全自身利益，會減少公司風險承擔；若控制股東持股超過某一比率，對公司投資決策擁有高度掌控權，為公司提升競爭力及長遠獲利考量，較願意承擔風險以期提升公司價值。產業競爭愈高，公司需投注更多研究發展支出(亦即承擔風險)以維持產品競爭力。控制股東持股及其控制權與現金流量的偏離，皆會削減競爭產業中公司風險承擔的意願。值得一提的是，受到控制股東持股影響的公司風險承擔，對公司未來價值具有正向顯著的影響；受到控制權與現金流量權偏離影響的公司風險承擔，則無法增加公司未來價值。

關鍵詞: 控制股東、控制權、現金流量權、公司價值、產品市場競爭、風險承擔。

Abstract

This study investigates the influence of controlling ownership and the divergence between control rights and cash-flow rights on a firm's risk-taking, and the effect of industry competition on the relationship. The research results show that controlling ownership and firm risk-taking presents a U-shaped relationship. When controlling ownership is relatively low, a firm has high risk-taking. As controlling ownership increases, controlling shareholders tend to reduce firm risk-taking to protect their own interests. If controlling shareholdings exceeds a certain ratio, they have high control over a firm's investment decisions. In consideration of firm competitiveness and long-term profitability, they incline to increase firm risk-taking to enhance future firm value. In competitive industry, firms need to invest more research and development (R&D) expenditures (i.e. take more risk) to maintain product competitiveness. Controlling ownership and the divergence between control rights and cash-flow rights reduce firm risk-taking in highly competitive industries. It is worth noting that firm risk-taking due to controlling ownership is significantly positively related to future firm value; risk-taking due to control-cash flow rights does not increase firm value.

Keywords: controlling shareholders; control right; cash-flow rights; firm value; product market competition; risk-taking.

1. 緒論

研究發展是推動企業長期生存的重要投資活動，攸關企業的競爭優勢。在高度競爭產業中的公司經常與許多競爭對手進行創新競爭；當某企業在此創新競賽中，比其他公司更早成功開發研發項目時，其他公司往往被迫暫停、甚至放棄類似的研究，然而暫停或放棄研發項目會顯著降低企業價值(Gu, 2016)。因此，研究發展支出的成功，雖可能為企業產生相當高的價值，然而卻也伴隨著高風險，對於企業而言是高度風險承擔(Sougiannis, 1994; Woolridge and Snow, 1990)。

過去有關公司的投資及風險承擔議題經常受到熱烈的探討，由於歐美國家企業的股權結構普遍較為分散，相關論文常聚焦於執行長持股或選擇權執行對公司風險承擔的影響(Kim and Lu, 2011; Malmendier and Tate, 2005)。然而，在投資人保護較差的國家中，企業主要的控制股東經常利用金字塔結構及交叉持股取得控制權(Morck et al., 2005)，且藉由在被控制公司進行風險性投資，再將所得利益移轉至其所擁有較多現金流量權的公司，以進行利益掠奪(John et al., 2008)。台灣上市櫃公司普遍存在控制家族或集團，使得控制股東對於公司的經營決策，往往比執行長更具有重要的影響力；尤其是許多控制股東的控制權遠超過其現金流量權，呈現嚴重的偏離現象(Tang et al., 2013)，因此控制股東有強烈誘因利用控制權影響公司的風險投資決策。

企業的研究發展及資本支出，雖可以提升公司的價值，但同時也會伴隨著高風險，甚至可能潛藏代理問題。過去研究顯示，控制股東對於風險投資決策的偏好，很可能與其他股東有不同(Su et al., 2017)。例如，具有大量持股的控制股東，因其個人或家族有龐大資金及財富集中於公司，故有強烈動機利用投資決策以保護其私人利益 (Jiang et al. 2015) ；因此，通常較不願承擔高風險性投資以保全資產，寧可避免較高風險的投資案，而選擇非最佳的投資計畫(Anderson et al., 2003)。值得關注的是，許多控制股東係透過直接及間接持股的金字塔結構，或交叉持股等方式取得控制權(Zhang et al., 2016)，此種控制股東有強烈誘因利用其對投資決策的影響力，以支持對自身最有利益的投資計畫，而非最能增加公司價值的投資決策，形同剝奪小股東的財富。

有關產品市場競爭是否減少或增加企業的風險承擔，過去研究尚無定論。在競爭的市場中，所有公司的績效表現都倍受關注，使得董事會容易比較管理者與競爭者的相對表現(Meyer and Vickers，1997)，進而會加劇管理者對職業生涯的考量，傾向尋求安全的投資；在較為不競爭的產業中，因為缺乏同行經營績效的資訊，管理者會傾向投資於高風險、高報酬計畫，因為一旦失敗，管理者可以輕易地將失敗歸咎於外部衝擊的不良結果；因此，產品市場競爭會抑止企業的風險承擔，導致產品市場競爭與企業風險承擔行為之間存在負向關係(Feriozzi, 2011)。相反的，Laksmana and Yang (2015)的研究發現，產品市場競爭與企業承擔風險呈正相關；在產業愈競爭的公司，會有愈高的資本支出、研發費用支出，及股票報酬標準差，表示高競爭產業中的企業，比低競爭產業的企業承擔更大的風險。上述結果意涵，因為市場競爭會減少管理者私人利益的資源轉移機會，進而降低管理者的風險規避，且市場競爭會迫使管理者為了公司的長期生存而承擔更多風

險，故市場競爭鼓勵管理者投資於較具風險性的項目。Ko et al. (2016)使用中國、香港、新加坡及台灣等四個太平洋國家企業樣本，發現市場競爭對於股權分散的公司而言，會導致較强烈的高階經理人薪酬績效敏感度；然而對股權集中的企業(例如，家族控制或國家控制)，則無此影響。此結果表示，當企業受到家族或國家控制時，產業競爭的治理作用被削弱。

台灣被指稱是具有投資人被掠奪風險、所有權集中且較不受接管威脅的新興國家(Choy et al. 2011)。有別於歐美國家著重於管理者的代理問題，台灣企業常見控制家族或集團持有較少數股份，利用金字塔結構或交叉持股等方式掌握公司控制權(Claessens, Djankov and Lang, 2000)。因此，台灣控制股東對於公司的經營決策具有重要的影響力。John 等(2008)檢視全球 39 個國家的公司治理與風險承擔之關係，該研究的第三項風險評分顯示，台灣為具有高度風險指標的離群值國家。Yeh et al. (2001)的研究發現，台灣上市上櫃公司最終控制者僅擁有 26%的股權，卻控制了 53%的董事席次；Tang et al. (2013)的研究亦發現，1997 年至 2010 年間台灣上市櫃公司股份控制權與現金流量權的偏離為 5.17%。

因此，本研究以台灣上市櫃公司為樣本，(1) 檢視控制股東持股及其控制權與現金流量權偏離對公司風險承擔的影響；(2) 探究產品市場競爭對於控制股東持股及其偏離程度與公司風險承擔關係的影響；(3) 估計受到控制股東股權及其偏離程度影響的超額風險承擔，進一步探討企業超額風險承擔對於公司未來價值的影響。本研究的控制股東持股，包含控制股東以個人、未公開發行公司、基金會、及公開發行公司等名義持股(即包括直接及接間持股)所獲取的控制權。

本研究推論，當控制股東持股比率較低時，較傾向承擔風險，隨著持股比率的增加，控制股東為保全自身利益，會傾向風險迴避；若控制股東持股超過某一比率，對公司投資決策擁有高度掌控權，為公司提升競爭力及長遠獲利考量，較願意承擔風險以期提升公司價值。因此，控制股東持股與風險承擔會呈現 U 型的關係。然而，若控制股東的控制權與現金流量權偏離程度愈大時，控制股東亦有可能利用其低度持股、卻擁有高度控制力的企業，進行風險程度較高的投資；若投資失利，其他股東皆需共同承擔損失，而控制股東因其控制權與現金流量權的偏離，其實際損失遠較控制權小；若投資獲利，則控制股東很可能將所得之利益移轉至其具有較多現金流量權的關聯企業，進行利益輸送以獲取私利。值得注意的是，此增加的私利，即來自於掠奪其他股東承擔投資風險所得的報酬。本研究所指的利益掠奪，最可能發生的情況即存在於控制股東持股不高，卻利用金字塔結構及交叉持股取得控制權，以遠低於控制權的持股數，達成控制公司重要決策的目的，故本研究預期，控制權與現金流量權偏離程度對風險承擔呈現正向關係。因此，本研究分別估計受到控制股東持股及控制權與現金流量權偏離的風險承擔，進一步檢視此部份超額風險承擔與公司價值的關係。

研究結果發現，控制股東持股比率與風險承擔呈現 U 型的關係。產業競爭與公司風險承擔呈現顯著的正向關係，表示在競爭激烈的產業中，公司需投注更多研究發展支出，

以維持產品競爭力；然而，在高度競爭市場中，控制股東持股愈高，則傾向減少公司風險承擔以保全個人資產。控制權與現金流量的偏離，亦減少高競爭產業公司的風險承擔。值得一提的是，受到控制股東持股影響的風險承擔，對公司未來價值具有顯著的正向影響；受到控制權與現金流量權偏離影響的風險承擔，對公司未來價值則具有不顯著的負向影響。

本研究對學術研究及實務應用的貢獻有以下三點: (1)本研究以台灣上市櫃公司為樣本，檢視控制股東持股及控制權與現金流量權偏離，對公司風險承擔的影響，如此更能聚焦股權集中的國家中，對投資決策具有重要影響力者的代理問題。(2)本研究檢測產品市場競爭對於控制股東持股、及控制權與現金流量權偏離，與公司風險承擔關係的影響，同時考量公司內部治理與外部競爭環境交互作用對公司風險承擔的影響，有助於解讀不同競爭環境對企業投資決策的影響，故本研究具有重要的實務意涵，為過去學術研究尚未探討的。(3) 本研究分別估計受到控制股東持股及控制權與現金流量權偏離影響的風險承擔，發現受此兩者影響而產生的風險承擔，對公司價值有不同的影響，此可協助董事會針對控制股東持股及偏離程度狀態，進行公司風險投資決策的監督，以增進公司價值，具有實務的應用價值，且為過去文獻尚未探討的。因此，本研究具有創新性及實務應用價值，並能補充學術研究的缺口，亦能作為主管機關監理的參考。

2. 文獻與假說

2.1 風險承擔、控制股東持股、及控制權與現金流量權偏離

研究發展是推動企業長期生存的重要投資活動，攸關企業的競爭優勢。然而，企業對研究發展支出的投資需承擔高度風險，不一定能獲取收益(Sougiannis, 1994; Woolridge and Snow, 1990)。由於歐美國家企業的股權結構普遍較為分散，過去有關公司投資決策或風險承擔的研究多聚焦在管理者的角色，例如，執行長持股或選擇權執行對公司風險承擔的影響(Kim and Lu, 2011)，較少針對控制股東的角色。然而，對投資人保護較差的國家而言，許多控制股東經常利用控制者個人、未公開發行公司、基金會、及公開發行公司等管道直接及間接持有股份，以金字塔結構及交叉持股取得控制權(Morck et al., 2005)，進而對公司重要投資決策產生重大的影響。因此，在這些國家的企業中，檢視控制股東與風險承擔(/投資決策)的關係更為重要。

Su 等(2017)以中國上市公司為樣本的研究發現，控制股東對公司的投資決策及風險承擔有顯著影響，而其對風險的偏好也與小股東迴異。控制股東通常擁有相當高的持股比率，為保護其投資在此公司之龐大資產，控制股東會傾向選擇風險較低的投資計畫，以避免承擔過多投資風險；尤其對未能分散投資的控制股東而言，這種現象更加明顯(Faccio et al., 2011)。隨著企業的成長，控制股東為維持對公司的控制權，通常必須不斷投注財富於此公司；若控制股東缺乏足夠資金繼續投資時，通常不願意公司採用增資方式籌募資金，以避免控制權的稀釋。因此，控制股東會傾向採取低風險投資，而要進行新的投資計畫時，也會特別注意其財務寬裕程度，以確保內部現金流量的穩定及其控制權(John et al., 2008)。

有關控制股東特別值得關注的議題是，當控制股東的控制權與現金流量權呈現嚴重偏離時，最容易發生控制股東利用投資決策影響力，做出掠奪小股東利益的代理問題。因為，若投資失利，所有股東皆需共同承擔損失，而控制股東因控制權與現金流量權的偏離，其實際持股損失遠較控制權比率小；若投資獲利，則控制股東很可能將所得利益移轉至其具有較多現金流量權的關聯企業，進行利益輸送以獲取私利。尤其是，當控制股東透過金字塔結構或交叉持股取得控制權，會擴大控制權與現金流量權的偏離，進而加劇控制股東與外部股東的代理衝突(Fan and Wong, 2002; Shi et al 2010)。此外，Derouiche et al. (2017)的研究發現，當控制股東的控制權超過現金流量權時，常有强烈誘因利用其對投資決策的影響力，支持對自身最有利益的投資計畫，而非最能增加公司價值的投資決策，形同剝奪小股東的財富。因此，當控制股東的控制權與現金流量權偏離程度愈大時，控制股東愈有强烈誘因使公司承擔較大的投資風險，以增加私人利益。根據以上論點，本研究提出假說 1a 與 1b:

假說 1a: 控制股東持股對公司風險承擔具有非線性的顯著影響。

假說 1b: 控制權與現金流量權偏離對公司風險承擔具有正向顯著影響。

2.2 產品市場競爭、控制股東、風險承擔與公司價值

過去研究對於產品市場競爭與公司投資決策的關係有以下不同的觀點。

Hirshleifer and Thakor (1992)主張，管理者為避免投資失敗以保全自身的聲譽，可能會扭曲投資決策，忽略股東的最大利益，傾向支持相對安全的投資項目。值得注意的是，尤其是在高度競爭的行業中，任何企業的管理決策及其績效都會被市場密切關注，是以管理者與競爭對手的投資績效容易被比較(Meyer and Vickers, 1997)，進而加劇管理者對職業生涯安全的考量(Feriozzi, 2011)，促使管理者為保護自身聲譽與職位，傾向尋求安全的投資。因此，產品市場愈競爭可能使管理者為保全聲譽，傾向減少企業投資風險承擔。

Shleifer and Vishny (1997)主張，市場的競爭力量會監督管理者，避免其投資於淨現值為負的計畫，降低自由現金流量的代理成本。Allen and Gale (2000)也認為，產品市場競爭可視為替代公司治理的外部機制，能減少代理衝突；Giroud and Mueller (2010)亦主張市場競爭可以作為有效的外部監督機制。Laksmana and Yang (2015)則指出，產品市場的競爭，如同投資人保護的機制，督促管理者必須考量公司的永續發展與產品競爭力，進而勇於承擔投資風險以增進公司價值，故產品市場的競爭也可能促使管理者採取風險性的投資。Chen et al. (2013)檢視台灣上市公司控制股東與公司績效的關係。其研究發現，當外部競爭較低或公司內部治理較弱時，控制股東持股與 Tobin'q 呈現倒 U 形的關係。然而，若外部競爭强烈或內部治理較健全，控制股東持股與 Tobin's q 則呈現正向相關。因此其主張，強烈的外部競爭，相較於內部治理，更可減少控制股東持股對公司績效的負面影響。[1]

[1] Kim and Lu (2011)主張，產品市場競爭會形成外部壓力，提高效率與控制代理問題。其研究發現，當產品市場競爭較小時，執行長持股與公司價值及研究發展費用(作為風險承擔的代理變數)，皆呈現駝峰

綜上所述，控制股東對於公司的風險投資決策，具有相當重要的影響。本研究推論，在高度競爭產業中，控制股東可能為保全其資產，傾向減少企業風險的承擔。相反的，產品市場的競爭，也可能促使控制股東必須考量公司的永續發展與產品競爭力，進而勇於承擔投資風險以增進公司價值。同樣的，產品市場競爭亦可能影響控制股東持股及其偏離程度與公司風險承擔的關係。因此，本研究提出以下假說:

假說 2a: 產品市場競爭會影響控制股東持股對公司風險承擔的關係。

假說 2b: 產品市場競爭會影響控制權與現金流量權偏離對公司風險承擔的關係。

3. 研究變數與模型設定

3.1 研究變數衡量

3.1.1 風險承擔

由於研究發展費用的投資無法保證能成功開發新產品，相較土地、廠房及設備等資本支出，具有更高的不確定性及風險(Miller and Bromiley,1990)；因此，本研究參考過去研究(Coles et al., 2006; Kim and Lu, 2011; Huang and Wang, 2015)，採用研究發展費用占營業收入淨額的比率衡量公司風險承擔(Risk-taking)。

3.1.2 產品市場競爭

本研究參考 Kim and Lu (2011)與 Datta et al. (2013)的研究，採用 Herfindahl-Hirschman Index (HHI)計算產業集中度，再用 1-HHI 衡量產業競爭程度(industry competition)，作為產品市場競爭的代理變數。本研究先計算樣本公司營業收入淨額占同年度且同產業公開發行以上公司[2]全體營業收入淨額的比率，再取平方值後加總，以估計各年度各產業的產業集中度；產業集中度愈小，表示同產業中公司家數愈多，產業愈競爭；產業集中度愈大，表示該產業的公司家數愈少，產業競爭愈低。為使研究結果解釋更直接，本研究以 1 減 HHI(產業集中度)，做為產業競爭(OHHI)的代理變數。OHHI 愈高，表示外部競爭愈激烈。

3.1.3 控制股東持股/偏離程度、財務限制與其他公司治理變數

本研究之控制股東持股(ControlOwn)採用最終控制者的股份控制權，包括最終控制者個人、未公開發行公司、基金會、及公開發行公司所持有的所有股份。最終控制者係對公司決策具有最大及最後影響力者，通常為公司大股東、董事長、總經理或其家族成員及經營團隊；股份控制權之計算採用 La Porta 等學者的作法，以控制鏈最末端持股率計入間接持股率(La Porta et al., 1999)。控制股東之股份控制權與現金流量權的偏離，會導

(hump-shaped)關係；然而當產品市場競爭較強時，執行長持股與公司價值及研究發展費用的關係則不顯著。此結果意涵，當執行長持股比率較低時，其持股與產品市場競爭可互相替代，減輕代理問題。若執行長擁有過高股權時，則會產生利益掠奪效果，而降低企業價值並妨礙風險承擔，除非有激烈的競爭環境(外部治理)減緩其掠奪效果。

[2] 台灣公開發行以上公司包括上市、上櫃、興櫃及公開發行公司。

致控制股東利用投資決策控制權，剝奪其他利害關係人權益的誘因。因此，本研究採用股份盈餘偏離差(Dev)，亦即是控制股東的股份控制權與其現金流量權的差異，作為控制權與現金流量權偏離程度的衡量。

公司的內部現金流量及財務彈性對公司風險承擔亦具有顯著的影響(Bromiley, 1991)；全球多數資深公司經理人皆認為，財務彈性是公司資本結構決策的最重要決定因素之一(Graham and Harvey, 2001; Bancel and Mittoo, 2004)。Arslan-Ayaydin et al. (2014)的研究檢視 1994 - 2009 年期間財務彈性對東亞地區公司投資與績效的影響，其研究發現，公司的財務彈性是投資與公司績效表現的重要決定因素。由此可見，公司財務是否寬鬆或受限，對於公司風險承擔具有一定的影響。因此，本研究採用 Kaplan and Zingales (1997)的 KZ 指標(Kaplan-Zingales index)衡量公司的財務限制(FConstraint)(Lamont et al., 2001; Malmendier and Tate, 2005)，以檢視財務限制對公司風險承擔的影響。KZ 指標(KZ)包含 5 個影響公司財務限制的比率，分別是現金流量(CF)對資本比率、Tobin's q (Q)、負債對資本比率(Leverage)、股利(Dividend)對資本比率，及現金(C)對資本比例。KZ 指標的值愈大，表示公司資金運用受到的財務限制愈高。KZ 指標的計算，如公式(a)所示。

$$KZ_{it} = -1.001909 * \frac{CF_{it}}{K_{it-1}} + 0.2826389 * Q_{it} + 3.139193 * Leverage_{it} \qquad \text{(a)}$$
$$- 39.3678 * \frac{Dividend_{it}}{K_{it-1}} - 1.314759 * \frac{C_{it}}{K_{it-1}}$$

De Andres (2005)指出，較大規模董事會容易有溝通協調問題，只有風險較低的投資計畫容易通過；Pathan (2009)的研究亦發現，健全的董事會(規模小及較不受限制的董事會)容易承擔高風險的投資決策。當董事長兼任總經理，基於保全自身利益會傾向迴避較高風險的投資決策(Akbar et al., 2017)；相反的，根據管家理論(Stewardship Theory)的觀點，董事長兼任總經理有利於研發支出的投資，因為此種領導結構使得領導權集中，有助董事會整合及與董事會成員溝通，故研發支出投資較容易受到董事會支持(Kroll et al., 2007)因此，董事長兼任總經理會增加公司研發支出的風險承擔。獨立董事通常是風險趨避者，當獨立董事比率愈高，公司愈傾向減少風險性投資(Akbar et al., 2017)。Eling and Marek (2014)指出，高階管理者及監事會薪酬愈高、獨立董事及大股東愈多，會減少風險承擔。Zeng et al. (2014)的研究發現，管理者股權薪酬與企業風險承擔存在顯著正向關係，而增加公司風險承擔可以顯著提高企業價值。Coles et al. (2006)的研究發現，管理者財富對股價波動愈敏感，愈可能採行風險性投資，包括增加研究發展支出、減少固定資產投資，及採行更集中且較高的財務槓桿。Agrawal and Mandelker (1990)主張，大型機構投資人具有專業及能力，對公司治理具有正向的監督效果，在積極機構投資人監督下，可增加公司投資於能創造公司價值的風險性投資項目，減輕私有利益的剝奪(Shleifer and Vishny, 1986)；依據機構投資人的監督假說，機構投資人可以有效監督管理者、影響公司治理結構與管理決策，進而提升公司價值(Shleifer and Vishny, 1986)。因此，本研究亦檢視董事會規模、董事長是否兼任總經理、獨立董事比率、大股東持股比率、管理者持股、及機

構投資人持股對公司風險承擔的影響。

3.2 研究方法與模型設定

為檢視控制股東持股(/偏離程度)與風險承擔的關係,及外部競爭對上述關係的影響，並進一步探究超額風險承擔與公司未來價值關係的影響；本研究採用兩階段方法，第一階段以控制股東持股(/偏離程度)、產品市場競爭、財務限制、公司治理變數及控制變數等，建構風險承擔模型，檢視控制股東持股(/偏離程度)與企業風險承擔的關係，以及產品市場競爭對上述關係的影響;其次,分別估計企業超額風險承擔及受到控制股東持股、控制權與現金流量權偏離的風險承擔，進一步檢視此部份風險承擔與公司價值的關係。

本研究參考 Coles 等(2006)與 King and Wen(2011)的研究，採用公司規模、負債比率、資產報酬率及市價淨值比作為控制變數，並加入產業變數。本研究的風險承擔模型，如公式(1-1)與公式(1-2)所示。

$$\begin{aligned} RiskTaking1_{it} &= \alpha_0 + \alpha_1 ControlOwn_{it} + \alpha_2 ControlOwn^2_{it} + \alpha_3 OHHI_{it} + \alpha_4 OHHI * Control_{it} \\ &+ \alpha_5 FConstraint_{it} + \sum_{k=1}^{6} \beta_k CG_k + \sum_{k=1}^{4} \gamma_k CV_k + \alpha_6 IndustryDummy_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \tag{1-1}$$

$$\begin{aligned} RiskTaking2_{it} &= \alpha_0 + \alpha_1 Dev_{it} + \alpha_2 OHHI_{it} + \alpha_3 OHHI*Dev_{it} \\ &+ \alpha_4 FConstraint_{it} + \sum_{k=1}^{6} \beta_k CG_k + \sum_{k=1}^{4} \gamma_k CV_k + \alpha_5 IndustryDummy_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \tag{1-2}$$

其中,RiskTaking 為風險承擔,以研究發展支出(R&D)除以營業收入淨額衡量;ControlOwn 為控制股東持股比率，依據 LaPorta 等(1999)的作法，以控制鏈最末端持股率計入間接持股率。Dev 為股份盈餘偏離差，以控制股東股份控制權減去盈餘分配權；OHHI 為產業競爭程度,以 1-HHI(赫希曼指數)衡量;FConstraint 為公司財務限制,參考 Kaplan and Zingales (1997)所估計之 KZ 值；CG 為其他公司治理變數，包括董事會規模(Board)、董事長兼任總經理虛擬變數(Duality)、獨立董事席次比率(IndB)、大股東持股比率(BlockShare)、管理者持股比率(MgrShare)及機構投資人持股比率(InstShare)等[3]。CV 為一組公司特性變數作為控制變數，包含營業收入淨額取自然對數(LnSales)、負債比率(DebtRatio)、資產報酬率(ROA)與市價淨值比(MB)等。本模型亦加入產業虛擬變數(IndustryDummy)，控制產業特性對公司風險承擔的影響，若該公司為電子業則設其為 1，否則為 0。

本研究預期，控制股東持股比率較低時，具有較高的公司風險承擔，隨著控制股東持股比率增加，會傾向風險迴避以保全自身的利益。然而，若控制股東持股超過某一比率，對公司投資決策擁有較高度掌控權，其利益與公司獲利緊密結合，較願意承擔風險以提升公司價值。因此，控制股東持股與風險承擔會呈現 U 型的關係。然而，若控制股東之控制權與現金流量權偏離程度愈高，愈可能使公司採取較多的風險性投資；若投資

[3] 由於控制股東持股與董事持股相關性高達 60.06%，本研究模型排除董事持股以降低兩者間高度相關可能導致的共線性問題。

結果失利，例如，投注研究發展支出，而未能成功開發新產品，則控制股東只須承擔較少的損失；若投資結果有獲利，則可進行利益輸送，將獲利移轉至其具有較多持股的公司，故控制權與現金流量權的偏離程度與風險承擔應呈現正向關係。

此外，當董事會規模愈大或大股東持股比率愈高時，愈傾向避免承擔風險；獨立董事通常較具有專業能力，故較傾向風險承擔。若董事長兼任總經理，較願意承擔風險以創造更高獲利。Chen and Steiner (1999)指出，增加管理者持股有助於解決外部股東與管理者的代理問題，但也會增加股東與債權人間的代理衝突，故本研究暫不預測管理者持股與風險承擔的關係。John et al. (2008)與 Hamza (2009)的研究指出，機構投資人的監督可能導致公司投資於較具風險，但能創造價值的投資項目，因其能減輕私有利益的剝奪，導致風險規避。因此，機構投資人持股比率會影響公司的風險承擔。本研究預期，機構投資人持股對風險承擔具有正向影響。

其次，本研究利用公式(1-1)與公式(1-2)迴歸模型各變數的估計值，分別代入公式(2-1)與(2-2)，計算個別公司風險承擔的理論值：

$$\begin{aligned} \widehat{RiskTaking1} = {} & \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 ControlOwn + \hat{\alpha}_2 ControlOwn^2 + \hat{\alpha}_3 OHHI + \hat{\alpha}_4 OHHI * Control \\ & + \hat{\alpha}_5 FConstraint + \sum_{k=1}^{6} \hat{\beta}_k CG_k + \sum_{k=1}^{4} \hat{\gamma}_k CV_k + \hat{\alpha}_6 IndustryDummy \end{aligned} \tag{2-1}$$

$$\begin{aligned} \widehat{RiskTaking2} = {} & \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 Dev + \hat{\alpha}_2 OHHI + \hat{\alpha}_3 OHHI*Dev \\ & + \hat{\alpha}_4 FConstraint + \sum_{k=1}^{6} \hat{\beta}_k CG_k + \sum_{k=1}^{4} \hat{\gamma}_k CV_k + \hat{\alpha}_5 IndustryDummy \end{aligned} \tag{2-2}$$

再分別採用樣本公司風險承擔的實際值(RiskTaking1 與 RiskTaking2)，減去其理論值(ˆRiskTaking1 與ˆRiskTaking2)，求得超額風險承擔(Excess RiskTaking1 與 Excess RiskTaking2)，如公式(2-3)與公式(2-4)所示：

$$Excess\ Risktaking1 = RiskTaking1 - \widehat{RiskTaking1} \tag{2-3}$$

$$Excess\ Risktaking2 = RiskTaking2 - \widehat{RiskTaking2} \tag{2-4}$$

本研究另利用公式(2-1)與(2-2)的參數估計值，估算受到控制股東持股及控制權與現金流量權偏離影響的風險承擔。如公式(2-5)與(2-6)所示：

$$RiskTaking\ due\ to\ ControlOwnership = \hat{\alpha}_1 ControlOwn + \hat{\alpha}_2 ControlOwn^2 \tag{2-5}$$

$$RiskTaking\ due\ to\ Deviation = \hat{\alpha}_1 Dev \tag{2-6}$$

最後，再進一步檢視超額風險承擔及受到控制股東持股、控制權與現金流量權偏離影響的風險承擔對公司未來價值的影響，如公式(3-1)與(3-2)所示。

$$\begin{aligned} FirmValue_{i(t1+t2+t3)/3} &= \alpha_0 + \alpha_1 Excess\ Risking1_{it}\ or\ RiskTaking\ due\ to\ ControlOwnership_{it} \\ &+ \alpha_2 ControlOwn_{it} + \alpha_3 ControlOwn^2_{it} + \alpha_4 OHHI_{it} \\ &+ \alpha_5 FConstraint_{it} + \sum_{k=1}^{6} \beta_k CG_k + \sum_{k=1}^{4} \gamma_k CV_k + \alpha_6 IndustryDummy_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \tag{3-1}$$

$$\begin{aligned} FirmValue_{i(t1+t2+t3)/3} &= \alpha_0 + \alpha_1 Excess\ Risking2_{it}\ or\ RiskTaking\ due\ to\ Deviation_{it} \\ &+ \alpha_2 Dev_{it} + \alpha_3 OHHI_{it} \\ &+ \alpha_4 FConstraint_{it} + \sum_{k=1}^{6} \beta_k CG_k + \sum_{k=1}^{4} \gamma_k CV_k + \alpha_5 IndustryDummy_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \tag{3-2}$$

其中， Excess RiskTaking1 與 Excess RiskTaking2 是風險承擔的實際值(RiskTaking1 與 RiskTaking2) 減去理論值 (ˆ RiskTaking1 與 ˆ RiskTaking2) ； RiskTaking due to ControlOwnership 及 RiskTaking due to Deviation 分別是到控制股東持股及控制權與現金流量權偏離影響的風險承擔。FirmValue 是公司價值，採用後續三年平均的 Tobin'q 衡量，Tobin'q = (普通股總市值+負債帳面價值) / 總資產帳面價值。ControlOwn 為控制股東持股比率。ˆDev 為股份盈餘偏離差的估計值。其餘變數請詳參公式(1-1)與(1-2)的說明。

3.3 研究樣本與資料來源

本研究採用台灣上市櫃公司為樣本，研究資料來源取自台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economics Journal, TEJ)。該資料庫之公司治理資料自 2005 年開始，故研究期間為 2005 年至 2017 年。[4]研究樣本之篩選及限制：(1)排除金融業，因其特性及法規限制與其他產業有相當大的差異；(2)由於未公開發行公司資料取得不易且其公司規模通常較小，本研究採用公開發行以上公司計算個別產業的競爭性；(3)排除研究資料不全者。在排除上述篩選條件及限制後，本研究最終樣本為 11,408 個觀察值。

4. 實證結果

4.1 敘述統計

表 1 為年度及產業樣本分配。由於電子業占全體樣本 52.2%，本研究採用是否為電子業作為產業虛擬變數(IndustryDummy)，控制產業對研究結果的影響。表 2 為敘述性統計分析，本表顯示公司風險承擔(RiskTaking)的平均數與中位數分別為 3.42 及 1.40，最大值與最小值分別為 0 及 107.12，表示不同產業及公司所投入的研究發展費用率有很大的差異。控制股東持股比率(ControlOwn)的平均數與中位數分別為 30.06%及 27.89%，最大值與最小值分別為 0.16%及 97.74%，顯示控制股東持股比率亦有相當大的離異。雖然股份盈餘偏離差(Dev)的平均數及中位數分別為 5.69%及 1.65%，然而其最大值高達 91.58%。

[4]由於本研究以後續三年平均 Tobin'q 衡量公司績效，故解釋變數的資料期間為 2005 年至 2014 年。

平均董事會規模(Board)為 6.87，有 32%公司的董事長同時兼任總經理(Duality)，平均獨立董事席次比率(IndB)為 16%，平均大股東持股比率(BlockShare)、管理者持股比率(MgrShare)及機構投資人持股比率(InstShare)分別為 19.19%、1.73%及 34.63%。

4.2 依產業競爭程度區分之平均數差異檢定

表 3 為依據產業競爭程度(OHHI)高低區分的兩母體平均數差異比較。本表顯示，產業競爭程度低與產業競爭程度高兩母體中各變數平均數，除了資產報酬率，都存在非常顯著的差異。在高競爭產業中，樣本公司有較高的風險承擔、股份盈餘偏離、財務限制、董事長兼任總經理、獨立董事比率及管理者持股，此結果意涵，在高競爭產業中的公司必須投注更多研究發展支出，以期開發領先同業的產品；產業競爭高，容易導致較低的獲利率，故有較高的財務限制；在競爭的市場中，董事長兼任總經理得以迅速回應高度競爭市場的變化。在高競爭產業中，需要有較多獨立董事的監督、較高比率管理者持股以結合管理者與公司之利益。此外，在高競爭產業中，有較低的控制股東持股、董事會規模、大股東持股比率及機構投資人比率，此結果表示，高度競爭產業中，控制股東、大股東與機構投資人皆傾向持有較少股權，以保全自身利益，小規模董事會可減少意見分歧、增進決策效率。

4.3 迴歸分析結果

表 4 為公司風險承擔模型的迴歸分析結果，第 1 及第 3 欄檢視控制股東持股與股份盈餘偏離對公司風險承擔的影響，第 2 及第 4 欄加入產業競爭及其與控制股東持股(/股份盈餘偏離)交乘項，檢測產業競爭對控制股東持股(/股份盈餘偏離)與公司風險承擔之關係的影響。第 1 欄結果顯示，控制股東持股與公司風險承擔呈現顯著的負向關係，而控制股東持股的平方項與公司風險承擔則呈現顯著的正向關係。此結果意涵，當控制股東持股比率較低時，會傾向較高的研究發展支出投資；因為若能成功發展具有競爭力的產品，則獲利豐厚，若無法成功開發新產品、或提升技術，則由所有股東共同承擔此損失；隨著控制股東持股的增加，則傾向減少風險性投資以保全自身利益。然而，若控制股東持股超過某一比率，對公司投資決策擁有高度掌控權，且其利益與公司相結合，為了公司的永續發展，會傾向較高的研究發展支出投資，以提升公司競爭力；因此，控制股東持股與風險承擔呈現 U 型的關係。此結果符合假說 1a: 控制股東持股對公司風險承擔具有非線性的顯著影響。第 2 欄結果顯示，產業競爭與公司風險承擔呈現顯著的正向關係，而其與控制股東持股的交乘項，則呈現顯著的負向關係。此結果表示，產業競爭愈激烈，公司愈需要投注更多研究發展的支出，以維持產品的競爭力；競爭會減少管理者將資源轉移至私人利益的機會，進而減少風險規避，且產業競爭會促使管理者考量公司永續發展與提升產品競爭力，進而承擔更多風險(Laksmana and Yang, 2015)；然而，在競爭市場中，控制股東持股比率較低時，仍較有意願承擔風險，隨著持股比率增加，控制股東為保全其資產，仍寧可減少研究發展支出，因為研究發展支出為風險性投資，所投注費用無法保證能成功開發新產品為公司產生獲利。此結果符合假說 2a: 產品市場競爭會影響

控制股東持股對公司風險承擔的關係[5]。

第 3 欄結果顯示，股份盈餘偏離差與公司風險承擔呈現不顯著的正向關係。此結果表示，當控制股東的控制權與現金流量權偏離程度愈大時，控制股東可能有誘因使公司承擔較大的投資風險；若公司投資失利，控制股東因控制權與現金流量權的偏離，實際損失會遠較控制權小；若投資獲利，則控制股東可能將所得利益移轉至其具有較多現金流量權的關聯企業，進行利益輸送以獲取私利。雖然在相關分析中，股份盈餘偏離差與公司風險承擔呈現顯著的正向關係，然而在迴歸分析結果中，可能因受到其他因素的影響，股份盈餘偏離差與公司風險承擔呈現不顯著的正向關係[6]。由第 4 欄結果可得知，股份盈餘偏離差與公司風險承擔同樣呈現不顯著的正向關係，產業競爭與公司風險承擔呈現顯著的正向關係，而產業競爭與股份盈餘偏離差的交乘項，則呈現顯著的負向關係；此結果表示，股份盈餘偏離差會減少產業競爭而增加的公司風險承擔，而產業競爭可減少控制股東之控制權與現金流量權偏離的風險性投資。此結果支持假說 2b: 產品市場競爭會影響控制權與現金流量權偏離對公司風險承擔的關係。

此外，董事長兼任總經理、獨立董事持股比率、管理者持股比率及機構投資人比率，對公司風險承擔皆呈現相當顯著的正向影響；此結果意涵，董事長兼任總經理權力較集中，容易與董事會溝通與協調，研發費用投資較容易受到董事會的支持，會傾向承擔風險以創造更高獲利；獨立董事及機構投資人通常較具有專業能力，其持股增加可導致公司投資於較具風險、但能創造公司價值的研究發展投資，故傾向風險承擔。管理者持股比率愈高，愈關注公司長久的發展與利益，故傾向較高研究發展支出的投資，承擔風險以創造更高獲利。大股東持股比率對公司風險承擔則呈現顯著的負向影響，因大股東持股比率愈高，愈傾向避免承擔風險，以保全其資產及利益。

表 5 為公司績效模型的迴歸分析結果，檢視公司風險承擔、控制股東持股及股份盈餘偏離程度，對公司未來三年平均 Tobin’s q 值(AvgQ)的影響。研究結果顯示，研究發展支出比率愈高，公司後續三年平均的 Tobin’s q 值愈高，表示研究發展的投資有其重要性，能提高公司產品的競爭力，增加公司價值。控制股東持股對公司未來三年平均 Tobin’s q 值呈現負向顯著的影響，而控制股東持股之平方項對公司未來三年平均 Tobin’s q 值則呈現正向顯著的影響；亦即，控制股東持股與公司價值呈現 U 型關係。此結果意涵，當控制股東持股較低時，公司價值隨著控制股東持股的增加而減少；然而，當控制股東持股超過某一個比率時，公司價值會隨著控制股東持股的增加而增加。控制股東的股份盈餘偏離程度對公司未來三年平均 Tobin’s q 值呈現負向顯著的影響，此結果意涵，若控制股東的控制權與現金流量權偏離程度愈大，存在愈高的代理問題，不利於公司經營，並減損公司價值。此外，當產業競爭程度愈大時，後續三年平均 Tobin’s q 值愈小。

表 6 呈現企業超額風險承擔對公司未來價值的影響。本研究之企業超額風險承擔之

[5] 由於產業競爭與控制股東持股平方項的交乘項，對公司風險承擔無顯著影響，且加入該變數會降低模型配適度，因此表 4 之第 2 欄呈現未加入產業競爭與控制股東持股平方項之交乘項的迴歸結果。

[6] 為簡精研究內容，本研究計畫不呈現相關分析結果。

估計，係利用公式(1-1)與公式(1-2)之迴歸模型，估計公司風險承擔的理論值，再分別以樣本公司風險承擔的實際值減去理論值，以估計企業超額風險承擔(ExcessRT1a 與 ExcessRT1b)。研究結果顯示，企業超額風險承擔愈高，亦即超額的研究發展支出比率愈高，公司後續三年平均 Tobin's q 值也愈高；表示超額的研究發展支出投資，雖然會耗用公司本期的資金，但長期而言，仍有助於提高公司產品競爭力，增加公司未來價值。

表 7 呈現受到控制股東持股與股份盈餘偏離影響的企業額風險擔對公司未來價值的影響。研究結果顯示，受到控制股東持股影響的風險承擔，對公司未來價值具有顯著的正向影響；然而，受到控制權與現金流量權偏離影響的風險承擔，對公司未來價值則有不顯著的負向影響。此結果意涵，隨著控制股東持股增加的風險承擔，有助於提升公司價值；因控制權與現金流量權偏離而增加的研發支出，則未能增加公司未來價值。

5. 結論

台灣是具有投資人被掠奪風險、所有權集中且較不受接管威脅的新興國家(Choy et al., 2011)。台灣的控制家族或集團經常利用金字塔結構或交叉持股掌握控制權，而高階管理者往往是家族集團成員或受控制家族及集團所指派，因此，控制股東對公司的經營及投資決策有顯著的影響。尤其是許多控制股東的控制權遠超過其現金流量權，呈現嚴重的偏離現象(Tang et al., 2013)，因此控制股東有强烈誘因利用其控制權影響公司的風險投資決策。本研究檢視控制股東持股及其控制權與現金流量權偏離對公司風險承擔的影響，並探究產品市場競爭對控制股東持股及上述偏離程度與公司風險承擔關係的影響。本研究另估計受到控制股東股權及偏離程度影響的企業風險承擔，進一步檢測此部份風險承擔對公司未來價值的影響。

研究結果顯示，控制股東持股比率與風險承擔呈現 U 型的關係。意涵控制股東持股比率較低時，公司有較高的風險承擔；隨著控制股東持股增加，則傾向減少風險性投資以保全自身利益。若控制股東持股超過某一比率，對公司投資決策擁有高掌控權，為提升公司長久發展與利益，會傾向投資較多研究發展支出，此結果符合假說 1a。產業競爭與公司風險承擔呈現顯著的正向關係，與控制股東持股的交乘項呈現顯著的負向關係；此結果表示，在競爭激烈的產業中，公司需要投注更多研究發展的支出，以維持產品的競爭力；然而，在競爭激烈的市場中，隨著控制股東持股的增加，控制股東會傾向公司減少風險承擔以保全個人資產，此結果符合假說 2a。股份盈餘偏離差與公司風險承擔呈現不顯著的正向關係，而產業競爭與股份盈餘偏離差的交乘項，則呈現顯著的負向關係；此結果表示，在高度競爭市場中，股份盈餘偏離差愈大，公司風險承擔愈小，而產業競爭亦會降低因股份盈餘偏離差而增加的公司風險承擔誘因，此結果支持假說 2b。

本研究亦發現，公司投注於研究發展的比率愈高，其後續三年平均的 Tobin's q 值愈高，顯現研究發展費用投資的重要性。控制股東持股與公司價值呈現 U 型關係。表示當控制股東持股較低時，公司價值隨著控制股東持股增加而減少，若控制股東持股超過某一個比率時，公司價值則隨控制股東持股增加而增加。控制股東的股份盈餘偏離程度對公司未來價值呈現負向顯著的影響，此即當控制股東的控制權與現金流量權偏離程度愈

大時，存在愈高的代理問題，會減損公司價值。值得一提的是，本研究結果顯示，受到控制股東持股影響的風險承擔，對公司未來價值具有正向顯著的影響。相反的，受到控制權與現金流量權偏離影響的風險承擔，則未能增加公司未來價值。

本研究設計符合台灣公司治理的特性，亦為過去文獻尚未探討的部份。本研究的執行不僅能補充公司治理與風險承擔的學術研究缺口，亦可協助企業針對不同競爭環境，調整風險承擔程度以增進公司價值，更能使主管機關了解控制股東與外部競爭之交互作用對風險承擔的影響，故可作為主管機關監理的參考，强化控制權與現金流量權偏離企業的監督，減少管理者及控制股東利用投資決策，使公司承擔不必要的風險進行利益掠奪，以保護其他股東的權益，有助於金融市場的健全發展。因此，本研究的執行，兼具學術及金融監理的應用價值。

參考文獻

(1) Allen, F., & Gale, D. (1999). *Corporate Governance and Competition*. University of Pennsylvania.

(2) Akbar, S., Kharabsheh, B., Poletti-Hughes, J., & Shah, S. Z. A. (2017). Board structure and corporate risk taking in the UK financial sector. *International Review of Financial Analysis*, 50, 101-110.

(3) Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263-285.

(4) Arslan-Ayaydin, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (2014). Financial flexibility, corporate investment and performance: evidence from financial crises. *Review of Quantitative Finance and Accounting,* 42(2), 211-250.

(5) Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2004). Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms. *Financial Management*, 103-132.

(6) Bromiley, P. (1991). Testing a causal model of corporate risk taking and performance. *Academy of Management Journal*, 34(1), 37-59.

(7) Chen, A., Kao, L., & Lu, C. S. (2014). Controlling ownership and firm performance in Taiwan: The role of external competition and internal governance. *Pacific-Basin Finance Journal*, *29*, 219-238.

(8) Chen, C. R., & Steiner, T. L. (1999). Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy. *Financial Review*, *34*(1), 119-136.

(9) Choy, H., Gul, F. A., & Yao, J. (2011). Does political economy reduce agency costs? Some evidence from dividend policies around the world. *Journal of Empirical Finance*, *18*(1), 16-35.

(10) Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, *58*(1), 81-112.

(11) Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2006). Managerial incentives and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, *79*(2), 431-468.

(12) Datta, S., Iskandar-Datta, M., & Singh, V. (2013). Product market power, industry structure, and corporate earnings management. *Journal of Banking & Finance*, *37*(8), 3273-3285.

(13) De Andres, P., Azofra, V., & Lopez, F. (2005). Corporate boards in OECD countries: Size,

composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 197-210.

(14) Derouiche, I., Hassan, M., & Amdouni, S. (2017). Ownership structure and investment-cash flow sensitivity. *Journal of Management & Governance*, 1-24.

(15) Eling, M., & Marek, S. D. (2014). Corporate governance and risk taking: Evidence from the UK and German insurance markets. *Journal of Risk and Insurance*, 81(3), 653-682.

(16) Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (2011). Large shareholder diversification and corporate risk-taking. *The Review of Financial Studies*, 24(11), 3601-3641.

(17) Fan, J. P., & Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 401-425.

(18) Feriozzi, F. (2011). Paying for observable luck. The RAND Journal of Economics, 42(2), 387-415.

(19) Giroud, X., & Mueller, H. M. (2010). Does corporate governance matter in competitive industries?. *Journal of Financial Economics*, 95(3), 312-331.

(20) Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. Journal of financial economics, 60(2), 187-243.

(21) Gu, L. (2016). Product market competition, R&D investment, and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 119(2), 441-455.

(22) Hamza, T. (2009). Controlling shareholders, performance and risk-taking of Tunisian's Listed Firms. *Corporate Ownership & Control*, 7(1), 222-231.

(23) Hirshleifer, D., & Thakor, A. V. (1992). Managerial conservatism, project choice, and debt. *Review of Financial Studies*, 5(3), 437-470.

(24) Hu, T., & Xie, C. (2016). Competition, innovation, risk-taking, and profitability in the Chinese banking sector: An empirical analysis based on structural equation modeling. *Discrete Dynamics in Nature and Soci*ety, 2016, 1-10.

(25) Huang, Y. S., & Wang, C. J. (2015). Corporate governance and risk-taking of Chinese firms: The role of board size. *International Review of Economics & Finance*, 37, 96-113.

(26) Jiang, F., Jiang, Z., Kim, K. A., & Zhang, M. (2015). Family-firm risk-taking: does religion matter?. *Journal of Corporate Finance*, 33, 260-278.

(27) John, K., Litov, L., & Yeung, B. (2008). Corporate governance and risk-taking. *The Journal of* Finance, 63(4), 1679-1728.

(28) Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?. *The Quarterly Journal of Economics,* 112(1), 169-215.

(29) Kim, E. H., & Lu, Y. (2011). CEO ownership, external governance, and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, *102*(2), 272-292.

(30) King, T. H. D., & Wen, M. M. (2011). Shareholder governance, bondholder governance, and managerial risk-taking. *Journal of Banking & Finance*, *35*(3), 512-531.

(31) Ko, H. C. A., Tong, Y. J., Zhang, F. F., & Zheng, G. (2016). Corporate governance, product market competition and managerial incentives: Evidence from four Pacific Basin countries. *Pacific-Basin Finance Journal*, 40, 491-502.

(32) Kroll, M., Walters, B. A., & Le, S. A. (2007). The impact of board composition and top management team ownership structure on post-IPO performance in young entrepreneurial firms. *Academy of management Journal*, 50(5), 1198-1216.

(33) Lamont, O., Polk, C., & Saaá-Requejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns. *The Review of Financial Studies*, 14(2), 529-554.

(34) La Porta, R., Lopez−de−Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.

(35) Laksmana, I., & Yang, Y. W. (2015). Product market competition and corporate investment decisions. *Review of Accounting and Finance*, 14(2), 128-148.

(36) Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of Business*, 1-32.

(37) Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700.

(38) Markarian, G. & Santaló, J. (2014). Product market competition, information and earnings management. *Journal of Business Finance & Accounting*, *41*(5-6), 572-599.

(39) Meyer, M. A., & Vickers, J. (1997). Performance comparisons and dynamic incentives. *Journal of Political Economy*, *105*(3), 547-581.

(40) Miller, K. D., & Bromiley, P. (1990). Strategic risk and corporate performance: An analysis of alternative risk measures. *Academy of Management Journal*, *33*(4), 756-779.

(41) Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, *43*(3), 655-720.

(42) Pathan, S. (2009). Strong boards, CEO power and bank risk-taking. *Journal of Banking &*

Finance, 33(7), 1340-1350.

(43) Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, 461-488.

(44) Sougiannis, T. (1994). The accounting based valuation of corporate R&D. *Accounting Review*, 44-68.

(45) Woolridge, J. R., & Snow, C. C. (1990). Stock market reaction to strategic investment decisions. *Strategic Management Journal*, 11(5), 353-363.

(46) Su, K., Li, L., & Wan, R. (2017). Ultimate ownership, risk-taking and firm value: evidence from China. *Asia Pacific Business Review*, 23(1), 10-26.

(47) Tang, H. W., Chen, A., & Chang, C. C. (2013). Insider trading, accrual abuse, and corporate governance in emerging markets—Evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 24, 132-155.

(48) Yeh, Y. H., Lee, T. S., & Woidtke, T. (2001). Family control and corporate governance: Evidence from Taiwan. *International Review of Finance*, 2(1−2), 21-48.

(49) Zhang, M., Lijun, M., Zhang, B., & Yi, Z. (2016). Pyramidal structure, political intervention and firms' tax burden: Evidence from China's local SOEs. *Journal of Corporate Finance*, *36*, 15-25.

(50) Zeng, J. H., Tan, L. P., & Chen, X. H. (2014). Managerial equity incentive, corporate risk–taking, and corporate performance. *International Journal of Simulation and Process Modelling*, 9(4), 246-254.

表 1：年度與產業樣本分配

Panel A：年度樣本分配				
年	次數	百分比(%)	累計次數	累計百分比(%)
2002	470	4.1	470	4.1
2003	683	6.0	1,153	10.1
2004	776	6.8	1,929	16.9
2005	847	7.4	2,776	24.3
2006	901	7.9	3,677	32.2
2007	947	8.3	4,624	40.5
2008	991	8.7	5,615	49.2
2009	913	8.0	6,528	57.2
2010	927	8.1	7,455	65.4
2011	948	8.3	8,403	73.7
2012	948	8.3	9,351	82.0
2013	1013	8.9	10,364	90.9
2014	1044	9.2	11,408	100.0
Panel B：產業樣本分配				
產業	次數	百分比(%)	累計次數	累計百分比(%)
水泥業	63	0.6	63	0.6
食品業	276	2.4	339	3.0
塑膠業	273	2.4	612	5.4
紡織業	563	4.9	1,175	10.3
電機機械	693	6.1	1,868	16.4
電器電纜	134	1.2	2,002	17.6
玻璃陶瓷	53	0.5	2,055	18.0
造紙業	79	0.7	2,134	18.7
鋼鐵業	440	3.9	2,574	22.6
橡膠業	111	1.0	2,685	23.5
汽車業	49	0.4	2,734	24.0
建材營造	636	5.6	3,370	29.5
航運業	84	0.7	3,454	30.3
觀光業	136	1.2	3,590	31.5
貿易百貨業	178	1.6	3,768	33.0
其他	640	5.6	4,408	38.6
化學業	362	3.2	4,770	41.8
生技醫療	411	3.6	5,181	45.4
油電燃氣	126	1.1	5,307	46.5
電子業	5,951	52.2	11,258	98.7
文化創意	136	1.2	11,394	99.9
農業科技	5	0.0	11,399	99.9
電子商務	9	0.1	11,408	100.0

表 2：敘述性統計分析

N = 11,408

變數		平均值	中位數	最小值	最大值	Q1	Q3	標準差
RiskTaking	(%)	3.42	1.40	0.00	107.12	0.16	3.71	6.73
ControlOwn	(%)	30.06	27.89	0.16	97.74	16.13	41.55	17.47
ControlOwnS		305.23	166.05	0.00	4580.07	40.31	407.79	431.54
Dev	(%)	5.69	1.65	0.00	91.58	0.26	6.01	9.82
OHHI		0.86	0.91	0.08	0.98	0.84	0.94	0.16
FConstraint		14.61	-2.96	-78,444.95	87,819.78	-57.65	37.14	3,366.72
Board		6.87	7.00	0.00	27.00	5.00	7.00	2.19
Duality		0.32	0.00	0.00	1.00	0.00	1.00	0.47
IndB		0.16	0.00	0.00	0.67	0.00	0.29	0.17
BlockShare	(%)	19.19	17.29	0.00	88.78	11.35	24.81	11.48
MgrShare	(%)	1.73	0.60	0.00	39.17	0.10	2.22	2.75
InstShare	(%)	34.63	30.86	0.00	98.41	16.80	50.12	22.07
Lev	(%)	41.99	42.28	1.55	99.31	28.93	53.97	17.37
ROA	(%)	4.13	4.46	-105.75	95.78	0.83	8.75	9.64
MB		1.72	1.28	0.08	219.79	0.86	1.99	3.08
NetSales	(百萬)	15,711.97	2,872.66	2.78	1,950,481.36	1,246.26	7,896.70	66,709.87
IndustryDummy		0.52	1.00	0.00	1.00	0.00	1.00	0.50
AvgQ		1.32	1.12	0.44	13.78	0.94	1.46	0.67

表 3：兩母體差異比較 -- 依產業競爭程度區分

	高 OHHI (產業競爭高) (N=5690)	低 OHHI (產業競爭低) (N=5718)	
變數	平均值	平均值	t 值
RiskTaking	4.00	2.84	9.19***
ControlOwn	28.38	31.74	-10.30***
Dev	5.95	5.43	2.81***
FConstraint	80.38	-50.84	2.08**
Board	6.70	7.03	-7.92***
Duality	0.34	0.30	4.93***
IndB	0.18	0.14	13.63***
BlockShare	18.70	19.67	-4.53***
MgrShare	2.00	1.45	10.77***
InstShare	32.99	36.26	-7.95***
LnSales	14.82	15.21	-13.87***
Lev	41.05	42.93	-5.78***
ROA	4.23	4.03	1.16
MB	1.81	1.63	3.13***
IndustryDummy	0.66	0.38	31.28***

註：***:p≤0.01, **: p ≤0.05, *: p ≤0.1

表 4：公司風險承擔模型--產品市場競爭的影響

N = 11,408

變數	RiskTaking 參數估計值	RiskTaking 參數估計值	RiskTaking 參數估計值	RiskTaking 參數估計值
Intercept	17.593***	15.865***	15.202***	13.404***
	(26.29)	(21.28)	(23.46)	(18.57)
ControlOwn	-0.051***	-0.050***	-	-
	(-12.60)	(-12.36)		
ControlOwnS	0.000***	0.000**	-	-
	(3.05)	(2.56)		
Dev	-	-	0.009	0.007
			(1.36)	(1.03)
OHHI	-	1.843***	-	2.058***
		(5.30)		(5.90)
OHHI Control	-	-0.070***	-	-
		(-3.74)		
OHHI Dev	-	-	-	-0.055**
				(-2.04)
FConstraint	0.000	0.000	0.000	0.000
	(0.44)	(0.40)	(0.44)	(0.38)
Board	-0.017	-0.011	0.012	0.018
	(-0.61)	(-0.40)	(0.44)	(0.63)
Duality	0.350***	0.346***	0.407***	0.380***
	(2.85)	(2.82)	(3.28)	(3.07)
IndB	3.360***	3.350***	3.275***	3.238***
	(9.55)	(9.54)	(9.26)	(9.17)
BlockShare	-0.010*	-0.009*	-0.024***	-0.025***
	(-1.85)	(-1.65)	(-4.51)	(-4.65)
MgrShare	0.102***	0.097***	0.075***	0.071***
	(4.80)	(4.54)	(3.34)	(3.14)
InstShare	0.017***	0.017***	0.003	0.004
	(5.36)	(5.50)	(0.97)	(1.28)
LnSales	-0.659***	-0.656***	-0.564***	-0.562***
	(-13.91)	(-13.85)	(-11.96)	(-11.92)
Lev	-0.106***	-0.106***	-0.107***	-0.108***
	(-28.82)	(-28.68)	(-28.98)	(-29.11)
ROA	-0.161***	-0.160***	-0.165***	-0.165***
	(-24.38)	(-24.35)	(-24.86)	(-24.86)
MB	0.182***	0.182***	0.190***	0.189***
	(9.80)	(9.84)	(10.16)	(10.13)
IndustryDummy	Yes	Yes	Yes	Yes
F value	226.55	201.34	228.51	201.17
Pr > F	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001
Adjusted R^2	0.217	0.219	0.206	0.208

註：括弧內為 t 值，***:p≤0.01, **: p ≤0.05, *: p ≤0.1

表 5：公司績效模型--風險承擔、控制股東持股與股份盈餘偏離的影響

N = 11,408

變數	AvgQ 參數估計值	AvgQ 參數估計值
Intercept	1.939***	1.778***
	(26.65)	(25.48)
RiskTaking	0.023***	0.024***
	(25.58)	(26.63)
ControlOwn	-0.003***	-
	(-7.79)	
ControlOwnS	0.000**	-
	(2.03)	
Dev	-	-0.002***
		(-2.65)
OHHI	-0.092***	-0.074**
	(-2.76)	(-2.24)
FConstraint	0.000	0.000*
	(-1.60)	(-1.67)
Board	0.001	0.004
	(0.46)	(1.36)
Duality	0.011	0.010
	(0.90)	(0.84)
IndB	0.323***	0.315***
	(9.56)	(9.33)
BlockShare	0.003***	0.002***
	(5.22)	(3.16)
MgrShare	0.012***	0.013***
	(5.97)	(5.99)
InstShare	0.005***	0.005***
	(16.35)	(14.59)
LnSales	-0.063***	-0.058***
	(-13.80)	(-12.81)
Lev	-0.001***	-0.001**
	(-2.61)	(-2.57)
ROA	0.019***	0.019***
	(29.40)	(28.75)
MB	0.051***	0.051***
	(28.74)	(28.81)
IndustryDummy	Yes	Yes
F value	261.42	273.95
Pr > F	<.0001	<.0001
Adjusted R^2	0.268	0.264

註：括弧內為 t 值，***:p≤0.01, **: p ≤0.05, *: p ≤0.1

表 6：超額風險承擔對公司績效的影響

N = 11,408

變數	AvgQ 參數估計值	AvgQ 參數估計值
Intercept	2.304***	2.095***
	(32.29)	(30.48)
ExcessRT1a	0.23 ***	-
	(25.54)	
ExcessRT1b	-	0.024***
		(26.58)
ControlOwn	-0.004***	-
	(-10.78)	
ControlOwnS	0.000***	-
	(2.76)	
Dev	-	-0.002**
		(-2.34)
OHHI	-0.052	-0.026
	(-1.55)	(-0.80)
FConstraint	0.000	0.000
	(-1.50)	(-1.57)
Board	0.001	0.004
	(0.37)	(1.53)
Duality	0.018	0.019
	(1.56)	(1.62)
IndB	0.399***	0.392***
	(11.87)	(11.66)
BlockShare	0.002***	0.001**
	(4.73)	(2.01)
MgrShare	0.014***	0.015***
	(7.08)	(6.78)
InstShare	0.005***	0.005***
	(17.67)	(14.89)
LnSales	-0.078***	-0.071***
	(-17.20)	(-15.83)
Lev	-0.003***	-0.004***
	(-9.64)	(-9.93)
ROA	0.015***	0.015***
	(24.31)	(23.31)
MB	0.055***	0.056***
	(31.20)	(31.47)
IndustryDummy	No	No
F value	261.25	273.72
Pr > F	<.0001	<.0001
Adjusted R^2	0.267	0.264

註：括弧內為 t 值，***:p≤0.01, **: p ≤0.05, *: p ≤0.1

表 7：受控制股東持股及偏離程度影響的風險承擔與公司績效的關係

N = 11,408

變數	AvgQ 參數估計值	AvgQ 參數估計值
Intercept	2.301***	2.095***
	(31.35)	(29.57)
RiskTaking due to ControlOwnership	0.000**	
	(2.28)	
RiskTaking due to Deviation		0.000
		(-0.02)
ControlOwn	-0.004***	
	(-10.50)	
ControlOwnS	0.000***	
	(2.68)	
Dev		-0.002**
		(-2.27)
OHHI	-0.052 1	-0.026
	(-1.50)	(-0.77)
FConstraint	0.000	0.000
	(-1.45)	(-1.53)
Board	0.001	0.004
	(0.37)	(1.48)
Duality	0.018	0.019
	(1.47)	(1.58)
IndB	0.397***	0.392***
	(11.48)	(11.31)
BlockShare	0.003***	0.001*
	(4.65)	(1.95)
MgrShare	0.014***	0.015***
	(6.68)	(6.58)
InstShare	0.005***	0.005***
	(17.11)	(14.45)
LnSales	-0.078***	-0.071***
	(-16.68)	(-15.36)
Lev	-0.003***	-0.004***
	(-9.36)	(-9.64)
ROA	0.015***	0.015***
	(23.68)	(22.62)
MB	0.055***	0.056***
	(30.33)	(30.53)
IndustryDummy	No	No
F value	208.96	213.10
Pr > F	<.0001	<.0001
Adjusted R^2	0.226	0.218

註：括弧內為 t 值，***:p≤0.01, **: p ≤0.05, *: p ≤0.1

科技部補助專題研究計畫出席國際學術會議

心得報告

日期：108 年 8 月 20 日

計畫編號	MOST 107-2410-H-032-019		
計畫名稱	控制股東、風險承擔與公司價值—產品市場競爭的角色		
出國人員姓名	湯惠雯	服務機構及職稱	淡江大學風險管理與保險學系 副教授
會議時間	108 年 7 月 5 日 至 108 年 7 月 7 日	會議地點	法國巴黎
會議名稱	14th European Academic Research Conference on Global Business, Economics, Finance & Social Sciences		
發表題目	Do CEO and directors conspire to manage earnings? The perspective of compensation structure		

一、 參加會議經過

本次出席國際會議暨發表論文的研討會為 14th European Academic Research Conference on Global Business, Economics, Finance & Social Science (EAR19France Conference)，該研討會於 2019 年 7 月 5 日~7 月 7 日在法國巴黎 Mercure Paris Vaugirard Porte de Versailles Hotel 舉行，係由 Greater Vision Conferences & Seminars Organizing 舉辦。此次

研討會的主題為 Economic Development in the Nest Decade! Changes & Challenges!

本次論文發表的主軸包括全球企業、經濟、財務、會計、金融與風險管理等，除了各領域的論文發表，中間尚穿插許多知名學者的專題演講，共有數十位來自世界各國的優秀學者。

此次研討會個人發表論文的場次是財務、會計及金融為主軸 (7 月 6 日早上 11:30~12:45)，該場次由 Dr. Elango Rengasamy (The British University in Dubai, UAE)主持，該場次共有 4 篇論文發表。個人所發表的論文為" Do CEO and Directors Conspire to Manage Earnings? The Perspective of Compensation Structure"。

本研討會每一場發表暨討論時間大多為 1 小時 30 分~45 分，每個場次有 4~6 篇論文發表。各場次於所有發表人報告完畢後，由與會學者提出問題與建議，提供發表人不同面向的思考，最後再由發表人回應。研討會所有發表者準備都非常用心，參與者踴躍提問，互動良好。各場次之間的 Coffee break 及 lunch time 更提供了各國學者進一步交流的機會。

該研討會主辦單位發行有許多財務相關的期刊，本次研討會之後，計劃主持人收到來自大會主席，擔任研討會期刊審查及編輯委員會的邀約。

二、 與會心得

計劃主持人非常感謝科技部經費支持，使得個人得以順利完成專題研究計劃，並能參與學術專業機構所舉辦的國際研討會。參加本研討會不僅使計劃主持人能藉此學習各國優秀學者相關領域的研究，了解最新研究趨勢及學習不同的研究方法，更啟發新的研究議題。此外，亦

能藉由研究論文報告的提問與討論，及國外優秀學者的建議，進一步反思研究計劃的不足，以進行論文的修正及額外測試。研討會的 coffee break 及中午的餐敘，更是與各國學者進一步交流的好機會，除了交換研究心得，增進學術研究互動，更有許多文化上的交流，藉此向各國學者介紹台灣。

總之，計劃主持人參與此研討會，學習到許多新的研究議題及研究方法，有了不同面向的思考，獲益良多。

三、 發表論文全文或摘要

本次研討會個人所發表論文的名稱及摘要如下所示:

題目: Do CEO and directors conspire to manage earnings?

The perspective of compensation structure

摘要:

Prior studies have found that stock-based compensation is positively related to financial statements misreporting (Burns & Kedia, 2008). The board of directors is to supervise executive officers and formulate appropriate compensation contracts to reduce agency costs. However, Brick, Palmon & Wald (2006) argue that board courtesy culture proposed by Jensen (1993) is related to board compensation. Highly paid directors go for their self-interests and are often unwilling to rock the boat, so that they are likely to collude with top executives. Therefore, this study is to investigate the relationship between the board and CEO's compensation, and further examines whether performance-based compensation induces board chair to conspire with the CEO to manage earnings. We show that

the characteristics of board of directors, CEOs, and company have a significant effect on the compensations of directors and CEOs. When the board size is large, a CEO also serves as a board chair, the longer the CEO tenure, then director cash compensation and total compensation are less. Excess director total compensation has a significant positive influence on CEOs' cash compensation, incentive awards, total compensation and the exercise value of stock options. CEO's various compensations and the exercise value of stock options, related to excess director compensation, have significantly positive effects on aggregate earnings management. We infer that the increase in CEO compensations related to excess director compensation may indicate that the CEO ignores stockholders' interests and manipulates earnings to window-dress financial statements for self-interest. Meanwhile, the board of directors, based on a mutually beneficial relationship, is unwilling to disclose CEO's earnings manipulation and even colludes with the CEO.

四、 建議

科技部對於認真從事研究的學者給予經費支持，讓計劃主持人得以獲得研究人力及其他各項經費的協助，尤其是出席國際會議，不僅可使得計劃主持人的研究獲得更多來自於各國學者不同觀點的建議，更能促進國際合作的機會，並提高我國在國際學術領域的能見度。

由於國際研討會眾多，但蒐尋適合研究論文投稿的國際研討會往往需要花相當多的時間，且難以確認研討會品質，亦有可能誤投到掠奪性研討會，而被强制收錄到其所屬的期刊。因此，建議科技部能建立研討會專區，包括臚列國內外優質的研討會，減少學者從網路四處蒐尋及篩選研討會的時間，再者，可以避免誤入掠奪性期刊及研討會。

五、 攜回資料名稱及內容

1. 研討會論文連結

   https://globalbizresearch.org/France_Conference_2019_July1/conference_paper.php

六、 其他

1. 研討會議程

EAR19France Conference
Program Outline
Friday, July 5, 2019

Timeline	Description of Events
08.30 - 09.30	Registration
09.30 - 10.30	Inaugural Session/Keynote address
10.30 - 11.00	Coffee Break
11.00 - 12.45	Technical sessions - Paper Presentations
12.45 - 14.00	Lunch Break & Networking
14.00 - 14.30	Panel Discussion
14.30 - 15.45	Technical Sessions – Paper Presentations
15.45 - 16.00	Coffee Break
16.00 - 18.00	Technical sessions – Paper Presentations
Presentation Room	Meeting Room

Saturday, July 6, 2019

Timeline	Description of Events
09.00 - 10.30	Technical sessions – Paper Presentations
10.30 - 11.00	Coffee Break
11.00 - 11.30	Invited Lecture Sessions – All Delegates
11.30 - 12.45	Technical Sessions – Paper Presentations
12.45 - 14.00	Lunch Break
14.00 - 15.00	Invited Lecture Session – All Delegates
15.00 - 15.30	Coffee break

15.30 – 17.00	**Technical Sessions– Paper Presentations**
Presentation Room	**Meeting Room**

Sunday, July 7, 2019

A free day for delegates!

Delegates are requested to make their own arrangements for shopping, local tour, sight-seeing, meeting with friends & relatives and departure to home country.

107年度專題研究計畫成果彙整表

計畫主持人：湯惠雯			計畫編號：107-2410-H-032-019-		
計畫名稱：控制股東、風險承擔與公司價值—產品市場競爭的角色					
成果項目			量化	單位	質化（說明：各成果項目請附佐證資料或細項說明，如期刊名稱、年份、卷期、起訖頁數、證號...等）
國內	學術性論文	期刊論文	0	篇	本計畫結果已完成研究論文，並已投稿至國內的國際性研討會。即將投稿至國際性研討會，獲取學術先進意見並修改後，再投稿至國際期刊.
		研討會論文	0		本計畫結果已完成研究論文，並已投稿至國內的國際性研討會。即將投稿至國際性研討會，獲取學術先進意見並修改後，再投稿至國際期刊.
		專書	0	本	
		專書論文	0	章	
		技術報告	0	篇	
		其他	0	篇	
國外	學術性論文	期刊論文	0	篇	
		研討會論文	0		
		專書	0	本	
		專書論文	0	章	
		技術報告	0	篇	
		其他	0	篇	
參與計畫人力	本國籍	大專生	1	人次	大專生兼任研究助理藉由參與本計畫學習：(1) 如何搜尋及下載資料庫之資料 (2) 學習到確認下載研究資料的正確性。
		碩士生	1		碩士生兼任研究助理藉由參與本計畫學習：(1) 研究結果的彙整及解讀 (2) 研究資料與文獻的蒐集 (3) 上述研究方法的應用。
		博士生	0		
		博士級研究人員	0		
		專任人員	0		
	非本國籍	大專生	0		
		碩士生	0		
		博士生	0		
		博士級研究人員	0		
		專任人員	0		
其他成果			台灣是具有投資人被掠奪風險、所有權集中且較不受接管		

（無法以量化表達之成果如辦理學術活動、獲得獎項、重要國際合作、研究成果國際影響力及其他協助產業技術發展之具體效益事項等，請以文字敘述填列。）	威脅的新興國家(Choy, Gul & Yao, 2011)。台灣的控制家族或集團經常利用金字塔結構或交叉持股掌握控制權，而高階管理者往往是家族集團成員或受控制家族及集團所指派，因此，控制股東對公司的經營及投資決策有顯著的影響。尤其是許多控制股東的控制權遠超過其現金流量權，呈現嚴重的偏離現象(Tang, Chen, & Chang, 2013)，因此控制股東有强烈誘因利用其控制權影響公司的風險投資決策。本研究檢視控制股東持股及其控制權與現金流量權偏離對公司風險承擔的影響，並探究產品市場競爭對上述關係的影響。本研究另估計受到控制股東股權及偏離程度影響的企業風險承擔，進一步檢測此部份風險承擔對公司未來價值的影響。 研究發現，控制股東持股與風險承擔呈現U型非線性關係。控制股東持股及其控制權與現金流量的偏離，皆會削減競爭產業中公司風險承擔的意願。受到控制股東持股增加的公司風險承擔，對公司未來價值具有正向顯著的影響；受到控制權與現金流量權偏離增加的公司風險承擔，則無法增加公司未來價值。 本研究設計符合台灣公司治理的特性，亦為過去文獻尚未探討的部份。本研究的執行不僅能補充公司治理與風險承擔的學術研究缺口，亦可協助企業針對不同競爭環境，調整風險承擔程度以增進公司價值，更能使主管機關了解控制股東與外部競爭之交互作用對風險承擔的影響，故可作為主管機關監理的參考，强化控制權與現金流量權偏離企業的監督，減少管理者及控制股東利用投資決策，使公司承擔不必要的風險進行利益掠奪，以保護其他股東的權益，有助於金融市場的健全發展。因此，本研究的執行，兼具學術及金融監理的應用價值。