

行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告

國內上市上櫃公司所有權結構、投資支出 與公司價值關係之研究

The Study of the Relation among Ownership Structure, Investment, and Corporate Value in Taiwan

計畫類別：個別型計畫 整合型計畫

計畫編號：NSC89-2416-H-004-053

執行期間：八十九年八月一日至九十年七月三十一日

計畫主持人：陳隆麒 教授

處理方式：可立即對外提供參考

一年後可對外提供參考

兩年後可對外提供參考

(必要時，本會得延展發展時限)

執行單位：國立政治大學企業管理系

中華民國九十年七月三十一日

目 錄

第壹章	緒論.....	1
第一節	研究動機與研究目的.....	3
第二節	研究範圍與研究限制.....	8
第三節	研究流程與論文架構.....	11
第貳章	文獻探討與個案訪談整理.....	16
第一節	代理理論與資訊不對稱.....	17
第二節	股權結構與公司價值之關係.....	22
第三節	資本支出與公司價值之關係.....	27
第四節	股權、資本支出與公司價值相關實證文獻.....	30
第五節	文獻評述與個案訪談整理.....	50
第參章	理論模式建立.....	60
第一節	模式背景....., ,	61
第二節	模式架構與模式條件設定.....	64
第三節	模式推導與命題建立.....	73
第肆章	研究設計.....	82
第一節	實證架構與研究假說.....	83
第二節	資料來源與樣本選取.....	94
第三節	變數操作性定義.....	97
第四節	實證分析方法.....	103
第伍章	實證結果分析.....	114
第一節	樣本資料統計分析.....	115
第二節	全體樣本初次投資支出宣告的效果分析.....	124
第三節	樣本分類下初次投資支出宣告的效果分析.....	118
第四節	投資支出宣告異常報酬率影響因素分析.....	136

第陸章	結論與建議.....	158
第一節	結論.....	159
第二節	建議.....	164
參考文獻		
中文部分.....		169
英文部分.....		172

表目錄

表 2-1	國外其他股權結構與公司價值關係實證文獻整理.....	36
表 2-2	國內其他股權結構與公司價值關係實證文獻整理.....	37
表 2-3	國外其他資本支出與公司價值關係實證文獻整理.....	45
表 2-4	個案訪談發現與對本研究的涵義.....	56
表 3-1	研究模式的前提設計.....	68
表 3-2	研究模式符號說明.....	69
表 4-1	研究範疇的分類情形.....	87
表 4-2	市場景氣劃分.....	102
表 5-1	整體上市上櫃公司的分配狀況.....	116
表 5-2	研究樣本按初次投資支出宣告年度分類.....	117
表 5-3	研究樣本按產業類別分類.....	118
表 5-4	研究樣本按市場景氣分類統計.....	119
表 5-5	研究樣本按高科技類股與市場景氣分類統計.....	120
表 5-6	高科技股與非高科技股公司的高階主管持股比例差異...	120
表 5-7	高科技股與非高科技股公司的投資規模差異分析.....	121
表 5-8	高科技股與非高科技股公司的公司規模差異分析.....	122
表 5-9	高科技股與非高科技股公司的負債比率差異分析.....	122
表 5-10	各研究變數的樣本統計量.....	123
表 5-11	全體樣本初次投資支出宣告的平均異常報酬率.....	125
表 5-12	全體樣本事件窗口累積異常報酬率.....	126
表 5-13	未來前景佳的高科技股公司初次投資支出宣告的平均異常報酬率.....	128
表 5-14	未來前景不佳的非高科技股公司初次投資支出宣告的平均異常報酬率.....	129
表 5-15	高科技股公司事件窗口累積異常報酬率.....	130
表 5-16	非高科技股公司事件窗口累積異常報酬率.....	130
表 5-17	投資規模大的公司初次投資支出宣告的平均異常報酬率	132

圖目錄

圖 1-1	研究流程.....	12
圖 3-1	初次投資支出宣告的信號放射.....	64
圖 3-2	研究模式與觀念架構.....	66
圖 3-3	初次投資出宣告的樹狀機率分析.....	72
圖 4-1	實證架構.....	83
圖 4-2	實證分析方法與流程.....	103
圖 4-3	事件研究的各時間參數的關係.....	106

表 5-18	投資規模小的公司初次投資支出宣告的平均異常報酬率	133
表 5-19	投資規模大的公司事件窗口累積異常報酬率.....	134
表 5-20	投資規模小的公司事件窗口累積異常報酬率.....	134
表 5-21	研究樣本交叉分類分布情形(n=225)	135
表 5-22	第一種情況公司初次投資支出宣告的平均異常報酬率...	137
表 5-23	第一種情況公司事件窗口累積異常報酬率	138
表 5-24	第二種情況公司初次投資支出宣告的平均異常報酬率....	139
表 5-25	第二種情況公司事件窗口累積異常報酬率.....	140
表 5-26	第三種情況公司初次投資支出宣告的平均異常報酬率...	141
表 5-27	第三種情況公司事件窗口累積異常報酬率.....	142
表 5-28	第四種情況公司初次投資支出宣告的平均異常報酬率.....	143
表 5-29	第四種情況公司事件窗口累積異常報酬率.....	144
表 5-30	第五種情況公司初次投資支出宣告的平均異常報酬率.....	145
表 5-31	第五種情況公司事件窗口累積異常報酬率.....	146
表 5-32	第六種情況公司初次投資支出宣告的平均異常報酬率.....	147
表 5-33	第六種情況公司事件窗口累積異常報酬率.....	148
表 5-34	第七種情況公司初次投資支出宣告的平均異常報酬率.....	149
表 5-35	第七種情況公司事件窗口累積異常報酬率.....	150
表 5-36	第八種情況公司初次投資支出宣告的平均異常報酬率.....	151
表 5-37	第八種情況公司事件窗口累積異常報酬率.....	152
表 5-38	累積異常報酬率的橫斷面多元迴歸分析.....	156
表 6-1	各研究假說實證結果.....	163

第壹章 緒論

如果一家公司的所有股票全部歸某人持有，並且該公司也由此人單獨經營，則此人即為公司的所有者兼管理者，他當然會採取所有可能的行動去提高個人的福利，包括個人的財富、個人享有的閒暇或特權消費等，也當然承擔全部的成本。但是當這位管理者持有股權低於百分之百時，潛在的利害衝突將會發生。例如，他不再像過去那樣，為了增加股東的財富而賣力工作，因為他現在必須和外來人士分享經營成果；或是做更多的特權享受，因為享受的成本現在可以和其他人共同分擔。

Berle and Means (1932)指出，在十九世紀典型的企業單位係由個人或少數的群體所擁有，並由其本身或其所任命的人士經營，這種企業組織稱為封閉型公司。之後，由於股份有限公司制度的興起，企業可經由證券市場，將許多個人的財富集中起來成為大型的集合體，此原本的私人企業逐漸轉變為準公開公司。因此，在股份有限公司制度之下，所有權與控制權逐漸分離，公司實質資產的控制權逐漸集中於管理當局手中。

依據代理成本理論的文獻，公司所有者也就是股東，與公司債權人會產生負債代理問題，與公司管理者間產生權益代理問題(註 1)。負債代理問題的來源，可概分為五類：Jensen and Meckling (1976)與Green and Talmor (1989)提出的資產替換(Asset Substitution)、Myers (1977)提出的投資不足(Underinvestment)、Brander and Spencer (1987)提出管理者努力程度不足與Smith and Warner (1979)認為的股利支付與債權稀釋等。

權益代理問題來源可概分為四類：Jensen and Meckling (1976)提出的特權消費、Jensen (1986)和 Stulz (1990)提出的可支配現金流量(Free Cash Flow)假說、Harris and Raviv (1990)所提清算決策的衝突，與 Stulz (1988)、Harris and Raviv (1989)以及 Israel(1992)分析公司控制權爭奪戰的利益分歧。

在此情況下，如果管理者的持股比例很少，則存在管理者與公司所有者之間的利害衝突，會因管理者未承擔全部風險，但在有自利的誘因下，與公司所有者產生嚴重的代理問題。在代理問題下，管理者自身的財富是否會與公司股東的利益結合一起，端視管理者投注資源在公司的程度。

此外，公司的營運首重生存，公司要能生存則必須要持續成長，而公司的資本支出即是成長的動力。一般而言，公司管理者擁有優於股東在公司未來成長機會的資訊，若管理者與股東利益是相結合一起，在管理者與股東間存在資訊不對稱的條件下，管理當局如何傳遞公司真正價值給予投資人，則公司投資支出的資訊內涵，將是一個重要的溝通工具。

本研究即探討高階主管持股與公司價值間的關係，除此之外，尚探討影響公司價值最重要因素--資本投資。因為唯有成長，公司才能存活下去，創造營業收益，而資本投資即是成長與未來收益的主要來源。這三者的關係在現今環境變動迅速的企業經營中，仍是財務管理研究的重要課題。

本章共分三節，第一節敘述本研究的動機與目的，第二節說明研究範圍與限制，第三節則介紹研究流程與論文架構。

第一節 研究動機與目的

一、研究動機

隨著現代企業規模日益擴大，企業募集資金以供營運發展，除利用財務槓桿外，也利用股權融資做為投資活動的資金來源。當外部股權比重逐漸增加，控制權與所有權分離的現象越來越明顯。Berle and Means (1932)認為，公司的控制權與所有權分離後，公司的行為將偏離公司利潤最大化的軌跡。基於管理者的自利動機與行為，是否存在追求股東價值極大化的誘因，一直是財務管理實務與學術界積極欲瞭解的問題。

我國公司法第二百零二條規定：「公司業務之執行，由董事會決定之。除本法或章程之規定應由股東會決議之事項外，均得由董事會決議之。」公司法第一百九十二條規定：「董事會乃全體董事所組成，有公司業務執行之決定權，並有對外代表公司執行業務權限之法定、必備、常設之集體業務執行機構。」公司法第一百九十八條規定董事選任採累積投票制，第二十九條規定經理人之委任、解任及報酬在股份有限公司內須有董事過半數同意。再依證券交易法第二十六條第一項規定：「依本法公開募集及發行有價證券之公司，其全體董事及監察人所持有記名股票之股份總額，各不得少於公司已發行股份總額一定之成數。」

由以上公司法與證券交易法的規定，隱含董事會掌握了公司的決策權，故董事會除了向股東會負責外，也必須負起對公司經營績效成敗的責任。由此可知企業的經營主要是由公司的管理者及董、監事，也就是所謂的「內部人」所主導(註 2)。除了管理者與董事會間有代

理問題外，董事會與股東間亦存有代理問題，故探討管理者與公司股東間權益代理問題，必須考慮公司實質控制權與所有權的關係。

在今日的資本市場上，公司管理者百分之百擁有公司股票的可能性極低，因此勢必會產生所有權與控制權分離的情形。特別是高科技類的公司，往往是具有專業知識的管理者擁有先進技術，而握有股權的所有者也需要有專業知識的管理者之協助才能互利。然而在實際上，所有權與控制權完全分離的情形亦不多見，管理當局持有公開發行公司部分股權，因此，管理當局與外部投資人之間的代理問題會因管理當局的持股比例高低而不同。原先管理當局自利的動機與行為，會因其持有公司股權而與公司價值相結合，是故，管理當局的決策行為也會以公司價值最大化為依歸。原先存在所有權與控制權完全分離下的種種代理問題，即轉變為管理當局與外部投資者間資訊不對稱的代理問題。

過去國內外有關股權結構與公司價值間關係的研究，主要都在探討內部人、董監事、管理當局、大股東或機構法人持股比例對公司經營績效的影響。雖然分析結果都支持兩者間有顯著的相關，但這方面兩個變數間關係的研究，卻忽略了管理當局的決策行為在股權結構與公司價值之間所扮演角色的重要性。因此，引發本研究欲探討高階主管持股、投資支出與公司價值間關係的首要動機。

其次，公司管理者或是控制者在日常公司營運中，所面臨的財務決策有投資、融資與股利三大決策。其中，又以投資決策最為重要。因為，在現今知識經濟時代，科技日新月異，環境變化萬千，取得正確的投資機會，透過有效的資本支出，方能讓公司在競爭激烈的市場中繼續生存與發展。然而，過去相關研究中，融資行為與股利支付行

為的研究多過投資行為的研究，即使有些學者在迴歸分析中加進研發與廣告密集度等投資支出相關變項，但都是屬於控制變數的角色，且這些都是屬於無形資產的投資。資本投資支出計畫不同於一般公司的營運計畫，主要是因為所需的資金相當龐大，且投資的結果影響深遠，資金一旦支出即變為沈沒成本。如果投資正確，公司未來收益將增加，公司會持續成長，管理者與股東的財富因而提高。若企業的投資決策錯誤，爾後經營成本上升、營運風險劇增，對公司現況與未來所造成的損失則是難以彌補。

在資訊不對稱環境下，有關融資行為宣告與股利支付行為宣告的文獻不少，投資行為宣告的研究卻不多，仍以實證分析為主，理論層面的探討更付之闕如。國內有關股利支付宣告訊號的研究有黃國誠(民86)與闕河士(民84)，而有關融資工具選擇的宣告訊號推導有李文雄(民88)。因此，本研究的第三個動機是，欲從多重信號放射角度探討管理當局持股高低與初次投資宣告對公司價值的影響。在管理當局持有公司部分股權下，管理當局的利益與外部投資人的利益相同，同樣是企求公司價值的最大化。但存在彼此間的資訊不對稱緣故，管理當局有外部投資人所沒有的公司未來投資機會與獲利能力之資訊，管理當局如何獲得外部投資人的認同，就有賴於可信賴信號的傳遞，股權結構與投資宣告即是一真實有效的工具。除此之外，尚有其它重要因素仍會影響投資人對公司價值的認知，但考慮模式的複雜程度，因而簡化條件設定，推導有關股權結構與投資宣告事件的信號放射理論模式，以填補實證分析上的不足。

二、研究目的

綜合以上研究動機的說明，將本研究期望所達成的目的列示如下：

(一)理論目的

過去有關股權結構與公司價值的理論模式文獻，是建立在特殊的條件上所發展出來，例如 Stulz(1988)是以公司投票權競爭為前提，推導出內部人持股比例與公司價值間的非線性關係；Doukas and Switzer(1992)則是推導市場集中度與投資對公司價值的影響。本研究嘗試從代理與資訊不對稱問題出發，以賽局理論的完美貝氏均衡解推導出初次投資宣告的信號放射理論，以解釋管理當局如何透過其持股與投資支出宣告行為，向外部投資人傳遞公司真正價值，縮小之間的資訊不對稱問題，以提昇公司的股價最大化。

(二)實證目的

綜觀國內外相關實證研究，雖然數量不少，但仍有下述缺憾：

1. 研究大都以橫斷面迴歸分析探討股權結構與公司價值的關係，忽略了公司財務政策的重要性；且財務政策與公司經營績效有個時間上的落差，無法同時以橫斷面迴歸分析來揭示。
2. 絕大部分的研究都不是以投資為研究重心，即使有相關但仍以控制變數的角色為多，鮮有研究探討股權結構與投資支出對公司價值的影響。
3. 雖然有些研究探討投資支出宣告對公司價值的影響，但是樣本的選擇卻允許一家公司有多次的投資支出宣告，而且也未考慮投資規模對投資宣告的影響。鑑於資訊不對稱在投資宣告上的應用，本研究只探討首度上市上櫃公司的初次投資宣告事件對

公司價值的影響。

有鑑於此，本研究主要的實證目的有三：

1. 整合股權結構、投資支出與公司價值的研究，並從所建構的理論出發，進行高階主管持股與初次投資宣告的多重信號放射效果的研究，並藉由事件研究法實證股價的反應是否與本研究理論推導的結論相符合。
2. 將公司未來前景考慮進來，以解釋高科技公司與非高科技公司在投資決策上所選擇投資行為的差異。
3. 藉由研究結果提供投資大眾投資理財時的參考依據，投資人可根據投資標的公司的類型、股權集中度與投資支出宣告事件中，研判公司未來前景與獲利機會，避免因資訊不對稱而盲目選擇投資標的，造成個人財富的損失。

第二節 研究範圍與限制

我國公司法有關公司股權的設計與歐美國家有所差異，而且有關公司資本支出的會計處理也有所不同，因此本研究的主要內容為探討高階主管持股與公司投資支出宣告對公司價值的影響，而且著重於首度上市上櫃公司的初次投資宣告為主。為避免實證研究偏誤，將儘可能擴大研究範圍，以提高分析結果的可信度。但因國內公司組成與股票市場的特性，本研究亦難免受到些限制，致使實證結果遭致難以避免的偏誤，因此特將本研究的研究範圍加以界定，並將本研究可能遭遇之限制說明如后。

一、研究範圍

本研究是以國內首度上市上櫃公司初次進行投資宣告事件為研究對象，研究期間為民國 80 年 1 月 1 日至 88 年 12 月 31 日止，事件宣告的資料主要是蒐集刊載於工商時報與經濟日報的投資宣告新聞報導為準。以國內上市上櫃公司為對象的主要考慮是基於證券交易法規規定，公開發行公司必須揭露其財務資訊，鑑於公開資料取得之便利，故以上市上櫃公司為對象。

至於考慮首度上市上櫃公司的初次投資宣告事件，乃是首度上市上櫃公司管理當局初次進行投資支出宣告，對於外部人而言，其過去的經營績效與公司未來獲利能力都具有較大的資訊不對稱問題。在不完全資訊下，投資人根據過去對該公司新上市上櫃的聲譽，會形成該公司的事前信念。而新上市上櫃公司的首度投資宣告勢必是公司管理當局傳遞公司未來真正價值給投資人的工具，具有實值的資訊內涵。

而研究期間的選擇在於，因金融事業、國營事業與全額交割股的性質較為特殊，為避免混淆研究結果，將上述公司排除於研究樣本之外。因此，考慮樣本公司在事件研究法中資料分析的有效個數，故延長蒐集宣告資料公司的期間，選定從 80 年 1 月 1 日開始，到 88 年 12 月 31 日止。

二、研究限制

雖然本研究在理論模式的建構與實證分析的研究設計力求嚴謹，但仍可能有不完美與缺陷之處，以及實證過程中資料蒐集與分析方法面臨困難與限制地方，可能致使部份實證結果稍受些微影響。以下茲將本研究可能遭遇的限制與困難說明：

(一)投資支出宣告的消息僅限刊登於所蒐集的兩家報紙

由於公司的管理當局進行投資支出宣告並非侷限刊載於工商時報與經濟日報兩報內，亦可能透過其它媒體或專刊來揭露。本研究限於人力、物力與時間，很難對所有報章媒體加以過濾蒐集，僅以國內最大的兩家平面商業性報紙為資料蒐集來源。

(二)缺乏市場投資組合資料

本研究擬以事件研究法探討公司初次投資支出的宣告效果，因此以市場模式計算股票異常報酬率。但在市場模式下，是以涵蓋所有可供交易資產的集合作為市場投資組合，然而於實務上卻無法獲得此一資產。故本研究以台灣證券市場發行量股價加權指數作為市場投資組合的代理變數，以其指數的漲跌作為計算市場投資組合報酬率的近似估計值。

(三)事件宣告時空背景上的差異

由於蒐集時間橫跨 80 年至 88 年，在不同時空背景下，除了宣告事件本身效果外，影響股價變動的因素仍許多。除了總體經濟因素外，尚有產業因素與公司特有的因素，皆會造成股價的變動。本研究雖然控制某些影響股價的重要變數，但礙於無法控制所有的重要變數，因此無法排除其它因素對宣告效果的影響。此外，訊息的揭露會因內線關係陸續釋放，提前在股市上反應，致使實證結果有所偏誤。

(四)投資人認知偏誤的影響

國內投資人易受到電視報導或報章雜誌的人為炒作所影響，偏好股市明牌或是重視從投顧或投信業者處所獲得的所謂公司內部資訊，因而影響對管理當局信號放射的認知，同時又有漲跌幅限制，這些均可能對本研究結果產生影響。

(五)理論模式推導的限制

由於影響公司價值因素不只投資支出與股權結構，例如負債比率與股利支付亦會影響公司價值。便於模式的推導，故簡化本研究的模式設定，在其他變數設為已知下，推導管理當局持股、初次投資宣告與公司價值的關係。

(六)投資宣告預期部份的影響限制

由於本研究探討首度上市上櫃公司初次投資宣告對股價的影響，因此宣告的投資規模可區分為預期與非預期部分，其中非預期部分是造成股票變動的主因。鑑於新上市上櫃前投資資料的蒐集不易，造成宣告的基準無從比較，故在此假設宣告的投資規模皆為非預期部分。

第三節 研究流程與論文架構

本研究透過初次投資支出宣告信號放射模式的建立，進行上市上櫃公司管理當局持股、初次投資宣告與公司價值關係的理論探討與實證，因此本研究大致可分為兩大階段，分別為理論模式建構階段與實證分析設計階段，而論文內容可分為六章。茲將本研究的研究流程與論文內容結構分別說明如下。

一、研究流程

本研究的研究流程分為兩大階段，分別為理論模式建構階段與實證分析設計階段：

(一)理論模式建構階段

透過文獻探討與個案分析後，發現公司投資支出宣告事件對公司價值影響，雖有學者廣泛研究，但缺少理論架構支持。且對內部人持股與投資支出宣告事件同時影響公司價值，更缺乏深入的討論。因此，本研究從資訊不對稱觀點出發，建構初次投資宣告信號發射理論模式，推導相關命題，對實務現象與結果提出理論模式上的解釋。

(二)實證分析設計階段

依所建構出的理論模式及命題，落實為研究假設，並將理論的構念給予操作化定義，並選擇合適的分析工具。之後，進行樣本資料的蒐集與統計分析步驟。此部份的實證內容包括高階主管持股、初次投資宣告規模與公司價值的關係。

茲將本研究的研究流程彙整如圖 1-1 所示：

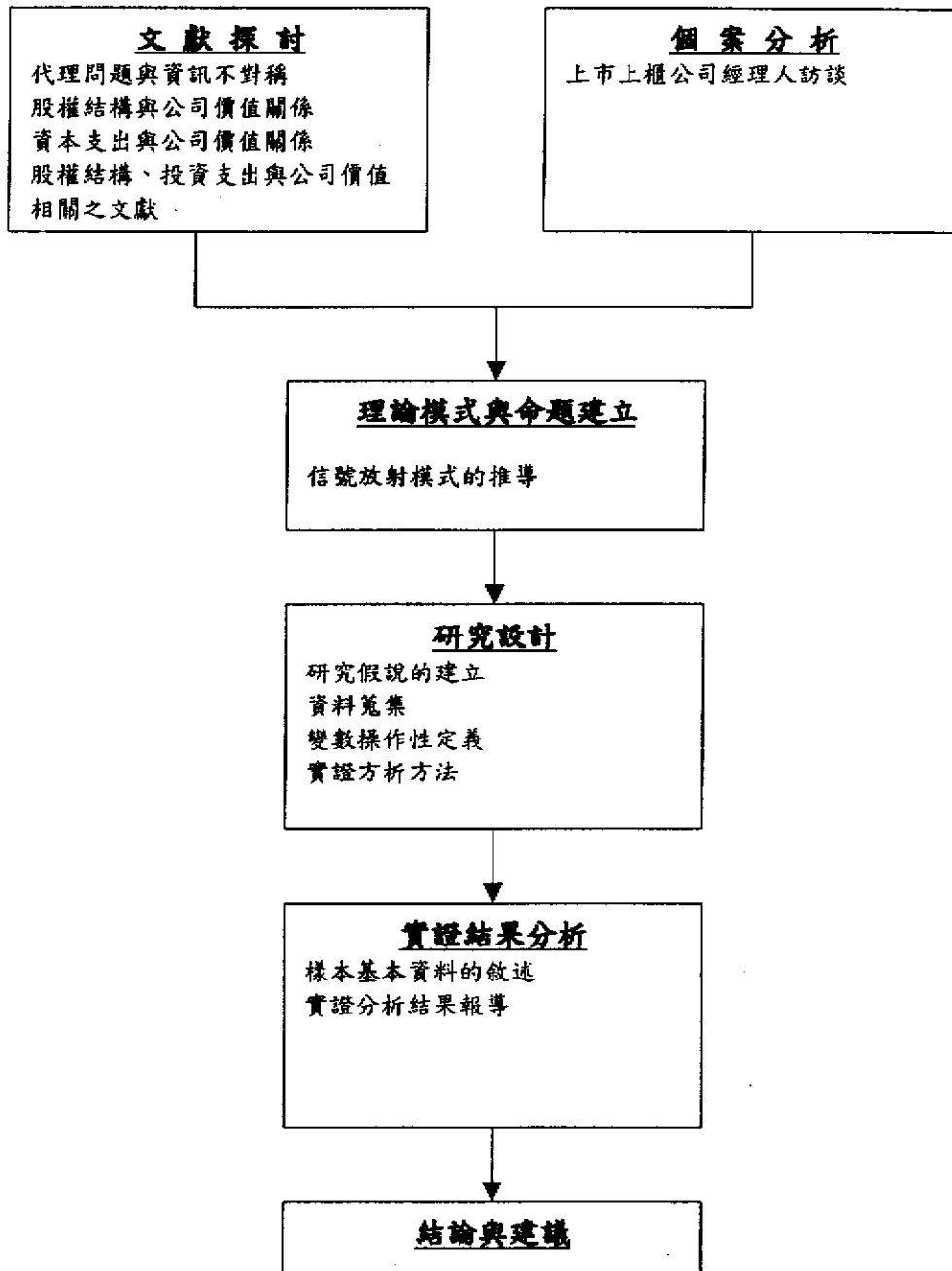


圖 1-1 研究流程

二、論文架構

依圖 1-1 的流程，本研究共分為下列六章，茲分別將其內容說明如下：

第一章 緒論

本章主要敘述研究動機與目的，並明確地界定本研究的研究範圍，如研究對象、研究期間以及資料蒐集方法與來源，同時提出研究進行中可能遭遇的理論模式建構與實證上可能面臨的限制與困難，以及研究流程各階段的工作內容，並介紹本研究的論文架構。

第二章 文獻探討與個案分析

本章旨在藉由相關研究文獻的探討，找出與本研究有關的具體研究方向，以做為理論模式推導與實證研究設計的基礎。本章首先進行代理問題的文獻整理，然後回顧公司所有權結構、投資支出與公司價值間關係的理論文獻，最後再介紹相關議題的實證研究，從而歸納出對本研究的涵義。經由文獻探討與評析結果發現，高階主管持股、投資支出與公司價值間的關係，仍有可深入探討的空間與尚待解決的問題。此外，在本章最後就個案公司深入訪談結果做一整理，以期對研究內容有所啟發，更有助於研究方向的掌握。

第三章 理論模式建立

本章進行初次投資支出宣告的信號放射理論模式的建立，首先對理論模式的背景、觀念架構提出說明，並對假設與計量條件加以設定。然後再進行理論模式的推導，與模式涵義的說明，最後推演出具有實證意義的研究命題。

第四章 研究設計

本章依據第參章所發展的理論模式與研究命題，首先建構可驗證的研究假說，並說明資料來源與蒐集方式，以及樣本選取原則。然後對驗證假說的研究方法與資料分析方法加以敘述，最後對本研究所需要的各項重要研究變數進行操作性定義。

第五章 實證結果分析

本章首先對研究樣本資料進行敘述統計分析，然後進一步依據實證分析方法驗證各項研究假說，以及對各項分析結果進行結構性分析。最後對各項分析結果進行推論，並提出解釋。

第六章 結論與建議

本章對本研究的理論推導、研究假說與實證分析結果進行綜合性的討論，並做出最後結論。此外，並提出進一步後續研究可能發展方向，以及對證券主管機關、公司管理當局與股市投資人等相關的建議。

註釋

註 1：鑑於國內資本市場的不健全，有關債券市場這部份並不發達，公司的負債融資管道主要經由金融機構，因此本研究的重點將以權益代理問題為重心。

註 2：內部人係指發行公司內部人，在形式上所指的是董事、監察人、高級職員與主要大股東(呂東英、鄭如蘭與徐恭忠，民 78)。但證交法第二十二條之二所界定之內部人尚包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者。