臺大管理論叢 2011/12
第 22 卷第 1 期 297-326

重大資本支出後的經營績效：成長機會與公司治理的角色

Corporate Performance after Substantial Capital Expenditure: The Role of Growth Opportunity and Corporate Governance

黃旭輝／國立高雄大學金融管理學系教授
Hsu-Huei Huang, Professor, Department of Finance, National University of Kaohsiung

黃一祥／國立高雄大學金融管理學系教授
I-Hsiang Huang, Professor, Department of Finance, National University of Kaohsiung

張志向／國立高雄大學金融管理學系副教授
Chih-Hsiang Chang, Associate Professor, Department of Finance, National University of Kaohsiung

Received 2009/6, Final revision received 2010/10

摘 要

本文主要想回答二個問題，首先，公司在重大資本支出後的經營績效是否會優於其產業的水準？其次，什麼樣的公司在資本支出後會有較佳的績效表現？我們以 1999 至 2003 年固定資產淨值增加 20% 以上的 267 個台灣上市公司作為研究樣本。實證結果顯示，就整體樣本而言公司在歷經重大資本支出後的經營績效並未一致性的優於或低於產業的水準。其次，我們也發現成長機會、內部人持股、獨立董事和家族企業對於資本支出後的經營績效具有顯著正向的影響，若公司的董事會規模較小以及薪酬制度的激勵效果較大，其資本支出後的績效表現也較佳。最後，我們發現治理機制較佳的公司對低成長公司在資本支出後的績效提升更為顯著。

【關鍵字】資本支出、公司治理、成長機會

Abstract

This paper seeks to answer the following questions. Does corporate performance outperform the market after substantial capital expenditure? Which firms perform better after substantial capital expenditure? Our sample includes 267 companies listed on the Taiwan Stock Exchange whose net fixed assets have increased by more than 20% during 1999-2003. Our evidence shows that companies do not consistently outperform the market after substantial capital expenditure. Furthermore, we find that companies with higher growth opportunities, higher insider shareholdings, independent directors, a smaller board of directors, a more incentive-based compensation structure or that are family-controlled perform better after incurring capital expenditure. We also find that the performance of firms with independent directors, higher managerial shareholdings or that are family-controlled is enhanced more significantly in the case of low-growth companies.

【Keywords】capital expenditure, corporate governance, growth opportunity

本文作者衷心感謝二位匿名審查委員的細心審閱與諸多寶貴意見。

臺灣大學學術期刊資料庫

壹、前言

公司理財的三個決策之中，投資決策無疑地對於公司的獲利和成長具有最重要的影響，雖然理性的投資決策應該是投資淨現值 (NPV) 大於零的投資方案，如果投資決策真是依照這個準則，那麼，投資的結果也將造成公司價值的提升。然而，因為代理問題的存在，使得資本支出和公司價值之間不必然具有正向的關係。因此，資本支出究竟會對公司造成何種影響？遂成為財務學者想要探討的核心課題之一。

投資會對公司造成何種影響？現有的研究主要有兩大脈絡。第一個研究脈絡主要是探討資本支出宣告是否會對公司價值造成影響？此一部分已有相當多的研究作過討論，其中有些人發現資本支出宣告會提升公司價值 (Doukas & Travlos, 1988; Morck & Yeung, 1992; Chen, Hu, & Shieh, 1991; Ding & Sun, 1997; Kim, 2003; Kiymaz, 2003; Kiymaz & Mukherjee, 2001; Gupta, McGowan, Misra, & Missirian, 1991; Hu, Chen, & Shieh, 1992)，但也有部份研究指出，投資宣告並未對公司價值造成顯著的影響 (Lee & Wyatt, 1990; Chung, Koford, & Lee, 1993)。第二個研究脈絡則是探討資本支出後的經營績效，此一部分的研究仍相當稀少，例如 Echevarria (1997) 與 Kim (2001) 並未發現資本支出對經營績效具有正向的影響；Titman、Wei 與 Xie (2004) 發現資本支出較多的公司其後續的股價表現相對較差，亦即資本支出和其後續的股價報酬具有負向的關係；而 Chen (2006) 研究投資後的經營績效，發現集中化的公司比多角化的公司在投資後擁有較佳的經營績效。相對於此一議題的重要性而言，現有文獻對於第二個研究脈絡的了解仍顯得相當不足，因此，本文想要針對此一議題做更深入的探討。

資本支出決策要能對公司價值或經營績效造成顯著的影響，前提是該項資本支出相對於公司的規模而言必須具有相當的重要性，如果是一項重大規模的資本支出，則其對公司必然會有重要的影響，當然，這個影響有可能是正面的也可能是負面的。相對過去相關的文獻而言，本文的選樣有很大的不同，亦即，為了確保資本支出對於公司會有重要的影響，我們的樣本設定在當年度的固定資產淨值增加 20% 以上的公司，如果公司在單一年度的固定資產增加 20% 以上，我們認為將會對公司的經營與發展產生重要的影響，因此，針對這些公司，觀察其在資本支出後的經營績效，則可以了解資本支出是否對公司的經營績效具有正向或負向的影響。這樣的選樣方法可避免一種判斷的可能錯誤，例如，Echevarria (1997) 與 Kim (2001) 並未發現資本支出對經營績效具有顯著的影響，然而，這樣的結果，有可能是資本支出真的影響力不顯著，但也有可能是因為研究樣本的資本支出規模太小，因而看不出其對公司的經營績效具有顯著的影響所造成。

前述與此相關的研究，都是以美國的公司作為探討的對象，而本文以台灣上市公司作為實證樣本，或許可讓我們看到不同的結果，因為台灣與美國的公司治理環境有顯著的不同，這樣的差異可能造成資本支出決策背後的代理問題更大或更小，因此，

臺灣大學圖書館期刊資料庫

資本支出後的經營績效也可能有所差異。

首先，美國的上市公司都必須要聘任獨立董事，在恩隆案發生之後，相關法令更要求 NYSE 與 NASDAQ 的上市公司都必須要有一半以上的獨立董事，然而，台灣截至 2006 年為止，仍然沒有聘任獨立董事的強制規定，甚至連聘任一席的強制規定都沒有，因此許多的台灣上市公司其董事會中完全沒有獨立董事，以本文的研究樣本而言，只有不到 12% 的公司有聘任獨立董事，即使有聘任獨立董事的公司，獨立董事也只是董事會中的少數。正如 Jensen (1993) 所說，以獨立董事為主的董事會比較能發揮有效的監督機制，因此，多數的台灣上市公司都未聘任獨立董事，是否會影響到董事會對資本支出決策的監督，以及資本支出後的經營績效，值得進一步的探討。

此外，台灣的上市公司中普遍存在家族企業，這些公司的主要特色為董事會成員中有一定比率以上的董事具有親屬關係，以本文的樣本而言，超過三分之一的樣本公司為家族企業，雖然家族企業的經營型態對於公司的價值或績效究竟是正面或負面的影響尚未有一致性的見解。但若將範圍侷限在投資決策而言，則家族企業對於公司的投資決策似乎具有正向的影響，因為家族的利益與公司的經營息息相關，所以家族企業比較會從長期的觀點來衡量投資方案，導致家族企業的投資效率較佳 (James, 1999)、並可降低經理人的短視投資決策 (Stein, 1988, 1989)。因此，我們認為家族企業的經理人比較能從長期的觀點，選擇對公司長期發展最有利的方案投資，其資本支出後的經營績效也可能會有較佳的表現。

歷經重大資本支出的公司，是否在資本支出後的經營績效會高於其他的公司？這個答案或許不是簡單的是或否，而需要有更進一步的探討，因為真正的答案，很可能是有些公司在資本支出後的績效表現較佳，但也有些公司在資本支出後的績效表現較差。究竟什麼樣的公司在資本支出後會有較佳的績效表現？現有的文獻只告訴我們集中化的公司比多角化的公司在投資後擁有較佳的經營績效 (Chen, 2006)。由於此一議題還有太多的疑惑尚待解謎，因此本文的另一重要貢獻在於從成長機會和公司治理的角度探討其對資本支出後經營績效的影響。

雖然過去的文獻指出高成長的公司其資本支出的宣告效果較佳 (Brailsford & Yeoh, 2004; Chen, Ho, Lee, & Yeo, 2000)，但尚未有實證探討高成長的公司是否在資本支出後也會有較佳的經營績效？本文的實證有助於我們對於此一議題的了解。此外，公司治理機制的差異是否會影響資本支出後的經營績效？現有的文獻則完全未有相關的討論，本文希望對此能有深入的探討，讓我們對公司治理在資本支出決策所可能扮演的角色有更多的了解。本文探討的公司治理機制，包括公司的股權結構、董事會結構和激勵效果，其中股權結構的部分包括公司的內部人持股與法人持股，董事會結構的部分包括公司是否有聘任獨立董事、公司是否為家族企業以及公司的董事會規模。

實證結果顯示，就整體樣本而言公司在歷經重大資本支出後的經營績效並未一致

臺灣上市公司學術期刊資料庫

性的優於或低於產業的績效水準。其次，我們也發現成長機會、內部人持股、獨立董事和家族企業對於資本支出後的經營績效具有顯著正向的影響，若公司的董事會規模較小以及薪酬制度的激勵效果較大，其資本支出後的績效表現也較佳。最後，從交互效果的迴歸分析中，我們發現獨立董事、經理人持股和家族企業對資本支出後的經營績效具有正向的影響，而且對低成長公司在資本支出後的績效提升更為顯著。

觀察公司的績效表現，可分別從股價和會計績效二個構面來探討，相對於 Titman et al. (2004) 的研究，本文有下列的差異與貢獻。首先，Titman et al. (2004) 探討資本支出對後續股價的影響，而本文則是探討資本支出對公司後續會計績效的影響，因此，藉由本文可補足 Titman et al. (2004) 研究資本支出後績效表現的另一個面向。其次，Titman et al. (2004) 發現資本支出較多的公司，其後續的股價表現相對較差，亦即公司的資本支出和後續的股價表現具有負向的關係，他們認為此一現象和過度投資的代理問題有關，如果真是這樣，我們認為公司治理應該會對資本支出後的經營績效造成影響，然而，他們並未就此一議題作進一步的深入探討；本文除了發現公司在歷經重大資本支出後的會計績效並未一致性的優於或低於產業的水準之外，本文也進一步地探討了公司治理對資本支出後經營績效的影響，結果發現治理機制較佳的公司其資本支出後的經營績效也較佳。由於治理機制較佳的公司，有助於降低其過度投資的代理問題，因此結合本文與 Titman et al. (2004) 的發現，我們可推論資本支出後的績效表現與代理問題有關，且由於公司治理有助於降低代理問題，因此，公司治理對資本支出後的經營績效具有顯著的影響。

貳、股權結構、董事會結構與薪酬結構

一、股權結構與代理問題

Berle 與 Means (1932) 認為股權結構會對公司價值造成影響，他們認為在股權分散的企業，由於經營權掌握在管理者手上，管理者可能因本身持有股權比例不高，無需承擔經營失敗的全部後果，因而濫用公司資源，導致代理問題。Jensen 與 Meckling (1976) 認為，當經理人由百分之百的唯一所有主減低持股比率，而成為部份所有主與管理者之後，就有代理關係的存在，並且會產生權益代理成本，造成公司價值降低。Jensen 與 Meckling (1976) 也指出經理人的持股愈少，則其努力經營公司的可能性就愈低，亦即代理問題愈大。換句話說，隨著經理人持股增加，代理問題將會降低，這樣的概念也被稱為利益收斂假說 (Convergence of Interest Hypothesis)。Pound (1988) 指出，機構投資人在監督功能上較一般投資人擁有完整的專業知識及監督技巧，因此可用較少的成本及較有效率的方式監督經理人，使經理人善盡職守，因而有效的減低代理問題，現有的研究也大都支持機構法人能發揮監督的機制 (Brickley, Lease, & Smith, 1988; Agrawal & Mandelker, 1990; McConnell & Servaes, 1990; Mangel & Singh, 1993)。

臺灣大學圖書館期刊資料庫

根據上述的說法，我們認為公司的內部人持股以及法人持股會影響公司的代理問題以及公司的資本支出決策，進而影響資本支出後的經營績效。

二、董事會結構與代理問題

Jensen 與 Meckling (1976) 指出，當所有權與經營權分離時，便會有代理問題出現，亦即經理人的決策與行為可能在追求其個人利益極大化而非追求股東財富極大化。不過，經由適當的監督機制將有助於代理問題的降低。為了解決經理人與股東之間潛在的利益衝突，良好的公司治理機制是公司不斷思考與企圖改善的重要議題。Fama 與 Jensen (1983) 認為董事會是影響公司治理的重要因素，而董事會的主要職責為核准管理者決策和監督管理者的績效，並擁有法定職權可以雇用和解雇經理人，另外 Fama (1980) 以及 Williamson (1983) 都認為董事會負有保護公司利益與監督管理階層的責任，有助於降低代理問題。

Jensen (1993) 則進一步強調，以獨立董事為主的董事會比較能發揮有效的監督機制。Fama (1980)、Connors (1989) 及 Baysinger 與 Hoskisson (1990) 也認為，獨立董事具有專業能力且地位獨立，決策時可以較客觀地衡量企業全面性的發展，並可發揮監督的功能。Weisbach (1988) 也指出，內部董事可能是較不具監督效率性的，因為對於兼具員工身份的內部董事而言，挑戰 CEO 必須付出相當大的成本。是以，相較於內部董事，若獨立董事比率愈高，則對公司績效愈有正面的效益 (Huson, Parrino, & Starks, 2001)。

Bacon (1973) 調查發現，有 41% 的獨立董事具律師、銀行家、投資專家或顧問身份，顯示這些公司聘任他們，目的是希望他們能扮演專家及提供建議的角色。Eisenberg (1975) 認為，由於獨立董事扮演客觀與專家的角色，若要使董事會成為一個有效的監控機制，應讓獨立董事佔有董事會大多數的席次。

La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer 與 Vishny (1999) 認為家族企業經常將家族的利益放在其他股東的利益之上，因而做出有利於家族但不利於公司的決策。Lausten (2002) 也發現在家族控制的公司中，CEO 比較不容易因為績效不佳而被更換，以上的說法似乎顯示家族企業對於公司價值具有負面的影響。但家族企業對公司的影響也不全然是負面的，以本文討論的資本支出決策而言，家族企業在投資決策上所扮演的角色可能利大於弊，因為家族的利益與公司的經營息息相關，因此家族企業比較會從長期的觀點來衡量投資方案，導致家族企業的投資效率較佳 (James, 1999)。Stein (1988, 1989) 也認為若公司的股東具有較長期的投資眼光，將可降低經理人的短視投資決策。根據上述的說法，我們認為家族企業的經理人比較能從長期的觀點，選擇對公司長期發展最有利的方案投資，亦即家族企業對於資本支出後的經營績效具有正向的影響。

Lipton 與 Lorsch (1992) 認為當公司的董事會人數增加，董事比較不會批評經理

臺灣大學圖書期刊資料庫

人的決策，也比較不會就公司的經營績效作坦率的討論，因此會降低董事會的功能。Jensen (1993) 指出當董事會的人數超過 7 人或 8 人的時候，董事會比較不能有效的運作而且容易受到 CEO 的控制。Yermack (1996) 的研究發現董事會的規模和公司價值具有反向的關係，因此支持小規模的董事會比較具有效率。根據上述的說法，我們想要驗證是否小規模的董事會，會有較佳的資本支出決策以及資本支出後會有較佳的經營績效。

三、薪酬結構與代理問題

由於所有權與經營權的逐漸分離，使得股東與經理人之間因為目標差異而產生利益衝突，對於公開上市公司而言，如何提供誘因使經理人的決策符合股東的利益，是一個重要的課題，雖然解決此代理問題的機制有許多種，但透過經理人的薪酬設計來降低代理成本，一直是個令人關注的議題。Lambert 與 Larcker (1985) 認為，一個有效的薪酬設計應該要盡可能的降低股東與經理人之間的代理問題。Holmstrom (1979) 認為，在資訊不對稱的情況下，主理人無法直接觀察代理人的行為，因而主理人與代理人之間的報償契約沒有最佳解，但可透過薪酬契約的設計，降低部份的代理成本達到次佳解。Holmstrom (1979) 及 Grossman 與 Hart (1983) 認為，為了降低股東與經理人之間，對於風險態度的衝突，可將經理人的報酬與公司的績效作更緊密的連結，如此可激勵經理人更加追求公司價值的極大化。Murphy (1985) 也指出經理人的薪資報酬若是設計得宜，能夠激勵其努力的誘因，使經理人的決策行為朝向股東財富極大化的方向進行。

根據上述的說法，我們認為公司的薪酬設計會影響經理人的資本支出決策，以及資本支出後的公司經營績效，我們認為員工分紅比率較高的公司，會有比較好的激勵效果，以及在資本支出後較好的績效表現。

參、樣本與研究方法

本文的主要目的在於探討公司在重大投資後的經營績效是否會優於產業的水準以及什麼樣的公司會有相對較佳的績效表現？為了確定該投資對於公司的重要性，我們以年度固定資產淨值增加達 20% 以上的台灣上市公司作為樣本，探討這些公司在重大資本支出後三年的經營績效，選樣期間為 1999 至 2003 年，研究期間則為 1998 至 2006 年，因為我們探討了樣本公司在資本支出前一年至後三年的經營績效。為了避免在研究期間內同一家公司有二次或以上的固定資產淨值增加達 20% 以上，因而使得該公司在樣本中所佔的權重過高，同時也為了避免二個樣本期間的間隔小於三年，使得經營績效的研究期間有重疊的問題，因此，每一家公司只會在我們的研究樣本中出現一次，若在研究期間內，該公司有二次或以上的固定資產淨值增加達 20% 以上，我們

臺灣華人學術期刊資料庫

以第一次的重大資本支出作為我們的研究樣本，經由這樣的標準本文共篩選出 267 個樣本公司。

為了觀察公司在重大資本支出之後，其經營績效是否優於產業的水準，我們分別以相對股東權益報酬率、相對資產報酬率和相對資產週轉率作為經營績效的衡量指標。選擇這三個指標來衡量公司的經營績效，是因為股東權益報酬率和資產報酬率是重要的獲利性衡量指標，實證研究上也經常以這二個變數衡量公司的績效，例如，Markides (1995) 即同時以這二個變數衡量公司的績效。此外，由於本文的研究主題在於探討公司重大資本支出後的經營績效，我們認為當公司進行重大資本支出後，公司的資產帳面價值將會增加，若公司未充分運用這些新增的資產，將會影響公司資產使用的效率性，因此也加入可以適當衡量公司資產使用效率性的資產週轉率作為經營績效的指標之一。其中，相對股東權益報酬率等於個別公司的股東權益報酬率減該產業股東權益報酬率的中位數；相對資產報酬率等於個別公司的資產報酬率減該產業資產報酬率的中位數；相對資產週轉率等於個別公司的資產週轉率減該產業資產週轉率的中位數。此處，以產業中位數而非平均數作為調整的基礎，主要的用意在於避免極端值對於研究結果造成的可能影響。產業的分類標準則是依據台灣經濟新報資料庫的分類作為基礎，這樣的分類方式有利於我們從台灣經濟新報資料庫收集與整理產業經營績效中位數的相關資料。

接下來，我們進一步探討成長機會與公司治理對資本支出後經營績效的影響。此處，我們首先將樣本公司依照其成長機會區分為高成長與低成長的公司，並觀察此二群樣本在資本支出後的經營績效是否有所差異；其次我們將樣本公司依照其公司治理的變數區分為公司治理佳與公司治理差二群，驗證治理較佳的公司，其資本支出後的經營績效是否也較佳，最後則以迴歸分析驗證成長機會與公司治理對經營績效的影響。

本文的成長機會係以資本支出發生前一年年底的權益市值和帳面價值的比值 (Chung & Charoenwong, 1991; Lewellen, Loderer, & Martin, 1987) 作為替代變數。公司治理的變數包括股權結構、董事會結構和激勵效果，股權結構的部分包括內部人持股比率與法人持股比率，其中內部人持股的部分，我們探討了董監事持股比率與經理人持股比率對資本支出後經營績效的影響，持股比率是以資本支出前一年年底的持股比率作為衡量基準。

董事會結構的部份，本文探討的變數包括以下三個：首先，公司是否有聘任獨立董事，若有聘任我們將其設為 1，否則為 0，本文所稱的獨立董事係指該董事未在公司任職且與該公司董監事無二等親關係，並且持股比率低於 1% 者。其次，公司是否為家族企業亦為虛擬變數，若公司為家族企業設為 1，否則為 0，此處，本文所定義的家族企業係指該公司的家族董事成員超過董事會席次三分之一以上者。這樣的定義方式，主要是從家族對公司控制程度作考量，根據公司法第兩百零六條的規定「董事

臺灣期刊學術期刊資料庫

會普通決議應有過半董事席次出席，出席董事二分之一同意」；另外同法第一百八十五條、第兩百零八條及第兩百四十六條規定「對於董事會特別決議，規定需有三分之二以上董事出席，出席董事過半數同意」，因此當家族董事席次比例超過三分之一以上時，該家族對於公司的決策將具有重大的影響能力。最後一個董事會結構變數為董事會規模，若公司的董事會人數小於或等於七人，我們將其定義為小規模的董事會，並將該公司設為 1，否則為 0，這樣的定義主要是依據 Jensen (1993) 的觀點，Jensen (1993) 指出小規模的董事會有助於公司績效的提升，並認為當董事會人數超過七人或八人時，會比較難以有效發揮其功能，而且比較容易受 CEO 所控制。

表 1　變數敘述性統計

	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
相對股東權益報酬率 +1	0.09	0.38	-62.46	48.49	15.25
相對股東權益報酬率 +2	-1.75	0.22	-136.73	43.11	17.11
相對股東權益報酬率 +3	-2.57	-0.69	-177.57	36.43	18.93
相對資產報酬率 +1	0.69	0.42	-28.53	32.64	8.37
相對資產報酬率 +2	-0.76	0	-52.26	27.39	9.59
相對資產報酬率 +3	-0.73	-0.18	67.6	35.64	10.49
相對資產週轉率 +1	0.1	-0.01	-0.82	3.95	0.65
相對資產週轉率 +2	0.07	-0.06	-0.77	3.79	0.61
相對資產週轉率 +3	0.07	-0.09	-0.96	3.37	0.64
成長機會	2.397	1.77	0.150	13.450	2.360
董監事持股比率	28.351	26.47	5.160	95.660	15.996
經理人持股比率	2.257	0.68	0	29.860	3.831
法人持股比率	35.657	32.68	2.460	97.89	20.909
是否有獨立董事	0.112	0	0	1	0.316
是否為家族企業	0.348	0	0	1	0.477
董事會規模	0.794	1	0	1	0.405
激勵效果	19.996	6.75	0.000	244.060	33.704
資本支出規模	53.796	40.086	20.110	193.370	37.254
公司規模	3.669	3.592	2.348	6.108	0.618

說明：相對股東權益報酬率 +1、相對股東權益報酬率 +2 與相對股東權益報酬率 +3 係指資本支出後一年、後二年與後三年的相對產業股東權益報酬率。其餘類推。成長機會以權益市值和帳面價值的比值衡量。董監事持股比率、經理人持股比率以及法人持股比率係以資本支出發生前一年年底的持股比率作為衡量基礎。獨立董事為一虛擬變數，若公司有聘任獨立董事設為 1，否則為 0。家族企業為一虛擬變數，若公司為家族企業設為 1，否則為 0。董事會規模為一虛擬變數，若公司的董事會人數小於或等於七人，我們將其設為 1，否則為 0。激勵效果以員工分紅佔淨利比率衡量。資本支出規模係以當年度固定資產淨值的增加幅度衡量。公司規模係以權益市值取對數衡量。

激勵效果的部分，我們以資本支出前一年年底的員工分紅佔淨利的比率作為替代變數，雖然經理人除了員工分紅之外也有其他的報酬，例如本薪、年終獎金、績效獎金或股票選擇權等，甚至如果有兼任董事也可以分享董監酬勞，但上述的詳細的薪酬資料多數的台灣上市公司均未揭露，而且台灣經濟新報資料庫也無相關資料，因此本文以可以取得的員工分紅佔淨利的比率作為激勵效果的衡量變數。以上變數所需資料均來自台灣經濟新報資料庫。

接下來，我們在表 1 列示了本文研究變數的敘述性統計。首先，相對股東權益報酬率 +1 表示資本支出後一年的相對股東權益報酬率；相對股東權益報酬率 +2 表示資本支出後二年的相對股東權益報酬率；相對股東權益報酬率 +3 表示資本支出後三年的相對股東權益報酬率，此處的相對股東權益報酬率係指個別公司的股東權益報酬率減該產業股東權益報酬率的中位數而言。其餘的相對資產報酬率與相對資產週轉率也都是這樣的表示方式。由表中我們可看出資本支出後一年的相對股東權益報酬率表現最好的為 +48.49，但表現最差的卻為 –62.46，其次在相對資產報酬率與相對資產週轉率，也可看出不同樣本公司間也都有極大的差異，這些數字顯示公司在歷經重大資本支出後並非都會有優於市場的表現，不同公司之間的經營績效仍存在顯著的差異，這些差異的形成原因為何？也正是本文想要回答的問題，亦即，什麼因素影響了資本支出之後的經營績效？

此外，董監事持股的平均比率為 28.35%，董監事持股最少的僅有 5.16%，經理人持股的平均比率更是僅有 2.25%，顯示所有權與經營權分離的現象相當明顯。另外，法人持股比率的平均值為 35.65%，說明了台灣的股票市場仍然是以個人投資人為主。由表中我們可看出樣本公司中家族企業的比率為 34.8%，顯示台灣的上市公司仍普遍存在家族企業。有聘請獨立董事的公司僅佔樣本公司 11.2%，這樣的董事會結構與美國有相當大的差異，美國不僅規範所有的上市公司均需聘任獨立董事，且獨立董事的人數往往超過董事會人數的一半以上。激勵效果顯示公司的員工紅利佔淨利的平均值雖為 19.99%，但有些公司則完全未配發紅利給員工，說明了不同公司間的薪酬制度有重大差異，這樣的差異是否會影響員工的努力意願，進而影響資本支出後的經營績效，值得我們進一步探討。最後，由於本文的選樣標準必須是年度固定資產淨額增加 20% 以上者，因此，我們可由表中看出平均資本支出的規模 (固定資產淨額增加百分比) 為 53.79%，這樣的樣本應該符合本文想要探討重大資本支出後公司經營績效的原意。

肆、實證結果分析

一、資本支出後的經營績效

公司在資本支出後會有怎樣的績效表現？現有文獻所能告訴我們的實在太少，例如 Echevarria (1997) 與 Kim (2001) 並未發現資本支出對經營績效具有正向的影響，

臺灣大學學術期刊資料庫

Titman et al. (2004) 發現資本支出較多的公司其後續的股價表現相對較差；而 Chen (2006) 則發現集中化的公司比多角化的公司在投資後擁有較佳的經營績效。

表 2 我們針對這些經歷重大資本支出的公司，觀察其在資本支出後三個年度的經營績效，並分別以股東權益報酬率、資產報酬率和資產週轉率作為經營績效的替代變數。Panel A 係比較公司在資本支出前後經營績效的改變，比較的基礎是資本支出前一年的績效水準 (Jain & Kini, 1994; Freund, Prezas, & Vasudevan, 2003)。表中的 (ROE+1)–(ROE–1) 係指資本支出後一年的股東權益報酬率減資本支出前一年的股東權益報酬率；(ROE+2)–(ROE-1) 係指資本支出後二年的股東權益報酬率減資本支出前一年的股東權益報酬率；(ROE+3)–(ROE–1) 係指資本支出後三年的股東權益報酬率減資本支出前一年的股東權益報酬率，其餘類推。由表中我們可看出資本支出後一、二、三年的經營績效，不管是股東權益報酬率、資產報酬率或資產週轉率都顯著低於資本支出前一年的水準，顯示公司在資本支出後會計績效呈現下滑的跡象，此一結果符合 Titman et al. (2004) 發現資本支出後公司的股價表現相對較差，或許其股價的下跌與此一會計績效的下降有關。

除了比較資本支出前後的經營績效，我們也探討資本支出後的經營績效是否會優於產業的水準，此處產業的水準我們是以產業的中位數作為比較的基礎。表 2 Panel B 的相對股東權益報酬率 +1 係指資本支出後一年的股東權益報酬率減去當年度產業股東權益報酬率的中位數；相對股東權益報酬率 +2 係指資本支出後二年的股東權益報酬率減去當年度產業股東權益報酬率的中位數；相對股東權益報酬率 +3 係指資本支出後三年的股東權益報酬率減去當年度產業股東權益報酬率的中位數，其餘類推。Panel B 顯示，以不同指標作為會計績效衡量所得的結果並不相同，其中股東權益報酬率顯示公司在資本支出後的績效低於產業的水準；而資產週轉率則顯示公司在資本支出後的績效優於產業的水準。雖然 Panel A 說明了資本支出後的經營績效低於資本支出前的經營績效，此一結果並無損於我們繼續探討什麼樣的公司會在資本支出後有相對較佳績效的重要性，因此，我們後續將進一步探討公司治理與成長機會在此扮演的角色。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 2 資本支出與經營績效

Panel A：資本支出後與資本支出前經營績效的比較		
	平均值	t 值
(ROE+1)-(ROE-1)	-3.114	-3.003***
(ROE+2)-(ROE-1)	-6.889	-4.500***
(ROE+3)-(ROE-1)	-7.650	-3.910***
(ROA+1)-(ROA-1)	-1.947	-3.542***
(ROA+2)-(ROA-1)	-3.450	-4.994***
(ROA+3)-(ROA-1)	-3.525	-4.615***
(ASSET+1)-(ASSET-1)	-0.063	-2.863***
(ASSET+2)-(ASSET-1)	-0.102	-4.212***
(ASSET+3)-(ASSET-1)	-0.102	-3.875***
Panel B：資本支出後的經營績效與產業的比較		
	平均值	t 值
相對股東權益報酬率 +1	0.090	0.096
相對股東權益報酬率 +2	-1.754	-1.672*
相對股東權益報酬率 +3	-2.569	-2.214**
相對資產報酬率 +1	0.690	1.342
相對資產報酬率 +2	-0.756	-1.284
相對資產報酬率 +3	-0.732	-1.137
相對資產週轉率 +1	0.099	2.513***
相對資產週轉率 +2	0.065	1.743*
相對資產週轉率 +3	0.071	1.802*

說明：ROE+1、ROE+2 與 ROE+3 係指資本支出後一年、後二年與後三年的股東權益報酬率；ROA+1、ROA+2 與 ROA+3 係指資本支出後一年、後二年與後三年的資產報酬率；ASSET+1、ASSET +2 與 ASSET +3 係指資本支出後一年、後二年與後三年的資產週轉率；相對股東權益報酬率 +1、相對股東權益報酬率 +2 與相對股東權益報酬率 +3 係指資本支出後一年、後二年與後三年的相對產業股東權益報酬率。其餘類推。

* 表示顯著水準 p<0.10； ** 表示顯著水準 p<0.05； *** 表示顯著水準 p<0.01。

二、成長機會與公司治理對資本支出後經營績效的影響

前述探討資本支出後公司經營績效的研究，多數並未對影響資本支出後經營績效的原因做進一步的探討，僅 Chen (2006) 發現集中化的公司在投資後會擁有較佳的經營績效。然而，很可能在資本支出後，有些公司的經營績效表現較佳，有些卻表現較差，究竟有哪些原因會對其造成影響呢？因此，我們想要探討成長機會與公司治理是

臺灣博碩士論文知識加值系統資料庫

否會在此扮演一定程度的角色。

由於高成長的公司擁有比較多 NPV 大於零的投資方案 (Lang, Stulz, & Walkling, 1991)，因此，這些公司的資本支出也比較可能產生正面的效果，例如資本支出的宣告效果較佳 (Brailsford & Yeoh, 2004; Chen et al., 2000)。但高成長的公司是否在資本支出後會有較佳的經營績效？卻尚未有相關的實證，因此，表 3 的結果可以補足此一缺口。

表 3　成長機會對資本支出後經營績效的影響

	成長機會高		成長機會低			
	平均數	t 值	平均數	t 值	差距	t 值
相對股東權益報酬率 +1	0.517	0.365	-4.985	-3.469***	5.503	2.729***
相對股東權益報酬率 +2	-2.808	-1.409	-6.166	-3.964***	3.358	1.328
相對股東權益報酬率 +3	-4.205	-1.735*	-6.018	-3.703***	1.812	0.621
相對資產報酬率 +1	0.924	1.178	-1.922	-2.761***	2.847	2.714***
相對資產報酬率 +2	-0.401	-0.461	-2.325	-3.376***	1.924	1.735*
相對資產報酬率 +3	-0.703	-0.789	-2.198	-3.399***	1.495	1.357
相對資產週轉率 +1	0.112	1.560	-0.038	-0.906	0.151	1.804*
相對資產週轉率 +2	0.091	1.336	-0.044	-1.025	0.136	1.678*
相對資產週轉率 +3	0.083	1.225	-0.042	-0.989	0.125	1.564

說明：相對股東權益報酬率 +1、相對股東權益報酬率 +2 與相對股東權益報酬率 +3 係指資本支出後一年、後二年與後三年的相對產業股東權益報酬率。其餘類推。

* 表示顯著水準 p<0.10；** 表示顯著水準 p<0.05；*** 表示顯著水準 p<0.01。

首先，我們將樣本公司依照其成長機會排序，並以中位數將樣本公司區分為高成長或低成長的公司，從表 3 中我們可看出清楚的對照，在公司歷經重大資本支出後的一年，高成長公司的相對股東權益報酬率、相對資產報酬率以及相對資產週轉率都大於零，顯示高成長公司在資本支出後一年在這些會計績效的表現都優於產業的水準；但低成長的公司在這些會計績效的表現卻都低於產業的水準，且這二群樣本的績效差距都達到顯著水準。資本支出後二年的經營績效也顯示高成長的公司其相對資產報酬率以及相對資產週轉率顯著優於低成長公司的績效表現。此一結果顯示高成長公司在資本支出後的經營績效高於產業的中位數水準，但低成長公司的經營績效卻低於產業的中位數水準，以資本支出後一年的股東權益報酬率為例，二者的差距超過 5.5%，顯示成長機會對此一議題具有重要的影響。因此，表 2 針對整體樣本發現資本支出後公司的經營績效並未一致性的優於或低於產業的水準，並不意謂所有的公司都會有這樣的結果，由表 3 我們可看出低成長公司在資本支出後一、二、三年的會計績效都低於產業的中位數水準且低於高成長公司的績效表現。整體而言，表 3 的結果支持成長機

臺灣金融學術期刊審查中

會對資本支出後的經營績效具有正向的影響。

表 4 內部人持股比率對資本支出後經營績效的影響

Panel A	董監事持股比率高		董監事持股比率低			
	平均數	t 值	平均數	t 值	差距	t 值
相對股東權益報酬率 +1	0.878	0.591	-3.436	-2.753***	4.314	2.222**
相對股東權益報酬率 +2	-0.701	-0.453	-6.021	-3.710***	5.320	2.375**
相對股東權益報酬率 +3	-1.359	-0.799	-6.707	-3.559***	5.347	2.107**
相對資產報酬率 +1	1.2551	1.547	-1.329	-1.974**	2.584	2.451**
相對資產報酬率 +2	-0.062	-0.072	-3.289	-3.671***	3.226	2.589***
相對資產報酬率 +3	0.244	0.252	-2.779	-2.770***	3.024	2.168**
相對資產週轉率 +1	0.093	1.687*	0.026	0.488	0.066	0.855
相對資產週轉率 +2	0.046	0.936	0.013	0.235	0.033	0.443
相對資產週轉率 +3	0.054	0.992	0.026	0.453	0.028	0.357
Panel B	經理人持股比率高		經理人持股比率低			
	平均數	t 值	平均數	t 值	差距	t 值
相對股東權益報酬率 +1	1.165	0.845	-3.860	-2.868***	5.026	2.608***
相對股東權益報酬率 +2	-1.315	-0.747	-5.543	-3.983***	4.227	1.882*
相對股東權益報酬率 +3	-2.497	-1.187	-5.688	-3.970***	3.191	1.252
相對資產報酬率 +1	1.531	1.909*	-1.695	-2.551**	3.227	3.098***
相對資產報酬率 +2	-0.450	-0.440	-3.003	-4.189***	2.552	2.042**
相對資產報酬率 +3	-0.406	-0.340	-2.253	-3.128***	1.847	1.326
相對資產週轉率 +1	0.179	3.094***	-0.055	-1.109	0.235	3.067***
相對資產週轉率 +2	0.143	2.578***	-0.074	-1.536	0.218	2.952***
相對資產週轉率 +3	0.155	2.601***	-0.063	-1.246	0.219	2.786***

說明：相對股東權益報酬率 +1、相對股東權益報酬率 +2 與相對股東權益報酬率 +3 係指資本支出後一年、後二年與後三年的相對產業股東權益報酬率。其餘類推。

* 表示顯著水準 p<0.10；** 表示顯著水準 p<0.05； *** 表示顯著水準 p<0.01。

為了驗證公司治理機制是否會影響資本支出後的經營績效，以下我們將樣本公司依照其公司治理機制作區分，探討公司治理較佳的公司其資本支出後的經營績效是否優於公司治理較差的公司。本文所探討的公司治理機制主要包括股權結構、董事會結構與激勵效果，股權結構的部分包括內部人持股與法人持股，董事會結構的部份則分別探討公司是否有聘任獨立董事、公司是否為家族企業以及董事會規模等因素，對資本支出後經營績效的影響。

臺灣大學學術期刊資料庫

Jensen 與 Meckling (1976) 認為當經營權與所有權分離時，代理問題也隨之而來，不過，他們指出當內部人持股比率愈高時，則其與外部股東的利益就愈為趨近，也因此可降低代理問題。根據這樣的概念，我們認為當內部人持股比率愈高時，將會提升董事會監督經理人的誘因，而經理人的決策也將會更符合股東的利益，因此，資本支出後的經營績效也會表現較好。

表 4 Panel A 我們以董監事持股比率作為內部人持股比率的代理變數，並將所有樣本依照董監事持股比率的中位數區分為高低二群樣本，由表中我們可看出董監事持股比率較高的公司，其資本支出後一、二、三年的相對股東權益報酬率和相對資產報酬率都顯著優於低成長公司的績效水準。以資本支出後一年的相對股東權益報酬率為例，高成長公司為 0.87%，顯示其股東權益報酬率高於產業的中間水準，但低成長公司為 -2.75%，顯示其低於產業的中間水準，且二者的差距高達 4.31%。表 4 Panel B 我們以經理人持股比率作為內部人持股比率的代理變數，結果與 Panel A 相似，三個不同的績效指標，在資本支出後的一、二年都顯示經理人持股較高的公司在資本支出後的經營績效較佳。綜合表 4 的結果，我們認為提升內部人的持股比率，有助於提升董監事會的監督機制及增加經理人的努力誘因，因而增加資本支出後的經營績效。

表 5　法人持股比率對資本支出後經營績效的影響

	法人持股比率高		法人持股比率低			
	平均數	t 值	平均數	t 值	差距	t 值
相對股東權益報酬率 +1	-0.916	-0.620	-3.022	-2.102**	2.106	1.022
相對股東權益報酬率 +2	-2.885	-1.950	-5.633	-2.896***	2.747	1.124
相對股東權益報酬率 +3	-3.781	-2.116**	-5.998	-2.794***	2.217	0.793
相對資產報酬率 +1	-0.017	-0.021	-0.794	-1.043	0.777	0.697
相對資產報酬率 +2	-1.592	-1.775	-2.773	-2.743***	1.180	0.873
相對資產報酬率 +3	-1.400	-1.133	-1.824	-2.097**	0.423	0.280
相對資產週轉率 +1	0.115	2.208**	-0.003	-0.052	0.118	1.448
相對資產週轉率 +2	0.077	1.504	-0.016	-0.278	0.094	1.185
相對資產週轉率 +3	0.074	1.330	0.008	0.133	0.065	0.775

說明：相對股東權益報酬率 +1、相對股東權益報酬率 +2 與相對股東權益報酬率 +3 係指資本支出後一年、後二年與後三年的相對產業股東權益報酬率。其餘類推。

* 表示顯著水準 p<0.10；** 表示顯著水準 p<0.05；*** 表示顯著水準 p<0.01。

Pound (1988) 指出，由於機構投資人相對於個人投資人擁有較佳的監督能力與監督意願，因此法人機構的持股有助於減低代理問題。根據這個觀點，我們認為法人持股比率較高的公司，其所受的監督力量較大，因此，公司的投資與經營決策會比較符

臺灣上市櫃期刊資料庫

合股東的利益，亦即資本支出後的績效表現會相對較好。表 5 的實證結果顯示，法人持股比率較高的公司在資本支出後的一、二、三年，無論是相對股東權益報酬率、相對資產報酬率與相對資產週轉率都優於法人持股比率較低的公司，不過，二者之間的差距並未達到顯著水準。

Fama (1980) 以及 Williamson (1983) 都認為董事會機制有助於降低代理問題，Jensen (1993) 進一步指出獨立董事較能發揮有效的監督機制。表 6 Panel A 中，我們將樣本公司依照其是否有聘任獨立董事區分為二群，探討獨立董事對資本支出後經營績效的影響。實證結果發現：有聘任獨立董事的公司，在資本支出後一、二、三年的相對股東權益報酬率與相對資產報酬率都大於零，顯示其優於產業的水準，但沒有聘任獨立董事的公司卻都小於零，顯示其低於產業的水準，且二者在這些會計績效的差距都達到顯著水準。以資本支出後一年的相對股東權益報酬率而言，二者的差距超過 10%。這些結果都說明了獨立董事的聘任對資本支出後的經營績效的影響，不僅在統計上具有顯著性，也具有經濟上的顯著意義。我們認為這是因為獨立董事較為客觀獨立，有助於公司作出較佳的投資決策，同時在資本支出後也能給予經理人較多的監督壓力所致，因此，資本支出後的經營績效也較佳。

長久以來，家族企業在台灣上市公司中佔有相當高的比率，此種家族經營的模式，對於公司價值的影響究竟是正面或負面，其實無法一概而論，或許在某些決策上家族企業對於公司的經營有較不利的影響，例如，Lausten (2002) 發現在家族控制的公司中，CEO 比較不容易因為績效不佳而被更換。但以本文討論的投資決策而言，家族企業在投資決策上所扮演的角色可能有利於公司，因為家族企業通常希望將公司傳承給下一帶的家族成員，因此家族企業比較會從長期的觀點來衡量投資方案，使得其投資效率較佳 (James, 1999)。Stein (1988, 1989) 也認為若公司的股東具有較長期的投資眼光，將可降低經理人的短視投資決策 (Myopic Investment Decisions)，這樣的公司也比較不會放棄好的投資方案。相較於未擁有公司所有權或僅擁有一小部份所有權的經理人而言，家族企業的經理人比較不會為了短期的利益而犧牲公司長期的利益與價值，因此，我們認為家族企業的資本支出決策將優於非家族企業。

表 6 Panel B 我們將樣本公司依照其是否為家族企業區分為二群，此處的家族企業是指家族董事人數超過董事會人數的三分之一。由實證結果我們可清楚看出，家族企業在資本支出後的會計績效均優於非家族企業，而且相對股東權益報酬率和相對資產報酬率的差距達到顯著水準，這樣的結果支持家族企業會有較佳的投資決策以及投資後較佳的經營績效。本文以家族董事人數佔董事會人數三分之一作為區分家族企業主要是從家族對董事會的控制程度的觀點作區分。除了以家族董事是否超過董事會人數的三分之一作為區分之外，本文也曾經以家族董事比率將樣本公司進行排序，並依據家族董事比率的高低將樣本區分為三群，亦即家族董事比率高、中、低，並比較家

臺灣大學圖書館期刊資料庫

族董事比率高的公司與家族董事比率低的公司，實證結果依然發現家族董事比率較高的公司 (這些公司的家族色彩較為濃厚，比較接近家族企業的概念) 其相對股東權益報酬率和相對資產報酬率顯著高於家族董事比率較低的公司 (此一部分的檢定表格基於篇幅並未列出)。

Jensen (1993) 指出當董事會的人數超過 7 人或 8 人的時候，董事會比較不能有效的運作而且容易受到 CEO 的控制。Yermack (1996) 也支持小規模的董事會比較具有效率。因此，接下來我們想驗證是否小規模董事會的公司在資本支出之後會有較佳的經營績效，在此，我們依循 Jensen (1993) 的說法，將樣本公司依照其董事會人數是否大於 7 人作區分，凡是公司的董事會人數小於或等於 7 人，我們將其稱為小規模的董事會，若超過 7 人，即歸類為大規模的董事會。實證結果如表 6 Panel C 所列，由表中我們可看出董事會規模較小的公司其相對資產週轉率都顯著大於零，而董事會規模較大的公司其相對資產週轉率卻都顯著小於零，且二者的差距達到顯著水準。不過相對股東權益報酬率和相對資產週轉率的差距並不顯著。這樣的結果部份支持小規模的董事會比較具有效率或較能發揮監督的機制，因此資本支出後的經營績效也較佳。由於 Jensen (1993) 的觀點認為董事會的人數不宜超過 7 人或 8 人，因此，除了以七人作為董事會規模大小的區分之外，本文也嘗試以八人作為區分，亦即董事會人數小於或等於八人的公司，將其歸類為董事會規模小的公司，董事會人數大於八人的公司則歸類為董事會規模大的公司，並比較這二群樣本的績效。實證結果也發現董事會規模較小的公司，在資本支出後的相對資產週轉率顯著高於董事會規模較大的公司 (此一部分的檢定表格基於篇幅並未列出)。

在本文樣本描述的部分，我們知道樣本公司的經理人平均持股比率不到 3%，這樣的結果很可能造成經理人的投資決策是在追求其個人私利，而非股東利益，因此，是否可透過經理人的薪酬設計來降低此一代理問題，值得我們進一步探討。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 6 董事會結構對資本支出後經營績效的影響

Panel A	有獨立董事		無獨立董事			
	平均數	t 值	平均數	t 值	差距	t 值
相對股東權益報酬率 +1	8.189	3.578***	-2.451	-2.378**	10.640	3.529***
相對股東權益報酬率 +2	3.860	1.307	-4.277	-3.565***	8.137	2.300**
相對股東權益報酬率 +3	2.526	0.858	-4.835	-3.514***	7.360	1.834*
相對資產報酬率 +1	4.802	3.184***	-0.634	-1.144	5.436	3.298***
相對資產報酬率 +2	2.813	1.615	-1.318	-2.399**	4.131	2.481**
相對資產報酬率 +3	2.111	1.178	-1.377	-2.496**	3.488	2.080**
相對資產週轉率 +1	0.344	1.820*	0.027	0.742	0.317	1.647*
相對資產週轉率 +2	0.307	1.704*	0.016	0.449	0.291	1.586
相對資產週轉率 +3	0.276	1.579	0.019	0.526	0.257	1.441
Panel B	家族企業		非家族企業			
	平均數	t 值	平均數	t 值	差距	t 值
相對股東權益報酬率 +1	0.632	0.351	-2.255	-1.976**	2.887	1.411
相對股東權益報酬率 +2	-0.359	-0.199	-4.929	-3.465***	4.570	1.940*
相對股東權益報酬率 +3	0.736	0.502	-6.500	-3.708***	7.235	2.740***
相對資產報酬率 +1	1.191	1.221	-0.664	-1.066	1.855	1.667*
相對資產報酬率 +2	0.509	0.526	-2.841	-3.556***	3.350	2.565**
相對資產報酬率 +3	1.948	2.517**	-2.932	-3.048***	4.880	3.952***
相對資產週轉率 +1	0.104	1.722*	0.040	0.807	0.064	0.776
相對資產週轉率 +2	0.077	1.301	0.012	0.251	0.065	0.822
相對資產週轉率 +3	0.108	1.554	0.013	0.271	0.094	1.126
Panel C	董事會規模小		董事會規模大			
	平均數	t 值	平均數	t 值	差距	t 值
相對股東權益報酬率 +1	-0.264	-0.248	1.096	0.543	-1.360	-0.59
相對股東權益報酬率 +2	-1.852	-1.47	-1.937	-1.1	0.085	0.033
相對股東權益報酬率 +3	-2.355	-1.678*	-3.864	-2.103**	1.509	0.527
相對資產報酬率 +1	0.591	1.037	0.914	0.749	-0.323	-0.255
相對資產報酬率 +2	0.108	0.185	-0.718	-0.683	0.826	0.659
相對資產報酬率 +3	0.045	0.079	-1.618	-1.515	1.663	1.348
相對資產週轉率 +1	0.139	2.886***	-0.050	-0.897	0.189	2.558**
相對資產週轉率 +2	0.121	2.639***	-0.069	-1.287	0.190	2.689***
相對資產週轉率 +3	0.116	2.566***	-0.071	-1.301	0.187	2.636***

臺灣大學學術期刊資料庫

說明：相對股東權益報酬率 +1、相對股東權益報酬率 +2 與相對股東權益報酬率 +3 係指資本支出後一年、後二年與後三年的相對產業股東權益報酬率。其餘類推。

* 表示顯著水準 p<0.10；** 表示顯著水準 p<0.05；*** 表示顯著水準 p<0.01。

Lambert 與 Larcker (1985) 認為一個有效的薪酬設計應該要盡可能的降低股東與經理人之間的代理問題。Holmstrom (1979) 及 Grossman 與 Hart (1983) 則指出，將經理人的報酬與公司的績效作更緊密的連結，可激勵經理人更加追求公司價值的極大化。根據這樣的概念，我們將樣本公司依照其員工的紅利分配比率排序，並以中位數作區分，將其中紅利分配比率較高的公司稱為激勵效果高的公司，紅利分配比率較低的公司稱為激勵效果低的公司，因為員工分紅比率較高的公司，經理人的報酬將會與公司的績效有更密切的聯繫。然後，我們驗證此一激勵效果是否對資本支出後的經營績效具有影響性。

表 7　激勵效果對資本支出後經營績效的影響

	激勵效果高		激勵效果低			
	平均數	t 值	平均數	t 值	差距	t 值
相對股東權益報酬率 +1	1.124	0.862	-3.474	-2.407**	4.598	2.364**
相對股東權益報酬率 +2	-2.212	-1.243	-4.128	-2.941***	1.916	0.846
相對股東權益報酬率 +3	-3.579	-1.675*	-3.941	-2.617***	0.362	0.139
相對資產報酬率 +1	1.234	1.648*	-1.297	-1.644	2.531	2.327**
相對資產報酬率 +2	-0.137	-0.167	-1.486	-2.069**	1.349	1.237
相對資產報酬率 +3	-0.460	-0.547	-1.271	-1.899*	0.811	0.754
相對資產週轉率 +1	0.161	2.386**	-0.060	-1.551	0.220	2.841***
相對資產週轉率 +2	0.135	2.075**	-0.058	-1.539	0.194	2.567**
相對資產週轉率 +3	0.127	1.967**	-0.050	-1.251	0.176	2.331**

說明：相對股東權益報酬率 +1、相對股東權益報酬率 +2 與相對股東權益報酬率 +3 係指資本支出後一年、後二年與後三年的相對產業股東權益報酬率。其餘類推。

* 表示顯著水準 p<0.10；** 表示顯著水準 p<0.05； *** 表示顯著水準 p<0.01。

實證結果如表 7 所列，由表中我們可看出不管是相對股東權益報酬率、相對資產報酬率或相對資產週轉率，在資本支出後的第一年，激勵效果高的公司均顯著高於激勵效果低的公司，以資本支出後一年的相對股東權益報酬率而言，二者的差距超過 4.5%。這樣的結果支持公司的薪酬結構會影響員工的努力誘因，進而影響資本支出後的經營績效。

綜合表 4 至表 7 的結果，我們發現公司治理機制對資本支出後經營績效的影響有

臺灣大學學術期刊資料庫

以下幾個特點：首先，上述的實證雖然顯示大部分的公司治理變數都對資本支出後經營績效具有影響，但並非所有的變數均具有顯著影響，例如表 5 並未發現法人持股比率對其具有顯著的影響。其次，我們大致發現公司治理變數對資本支出後一年的經營績效具有比較顯著的影響，但對資本支出後二年、後三年的經營績效影響則相對比較不顯著。最後，我們發現不同的公司治理變數對不同的會計績效影響性不盡相同，有些公司治理變數對相對股東權益報酬率和相對資產報酬率具有比較顯著的影響，但有些公司治理變數則對相對資產週轉率的影響較為顯著。

上述的實證是以固定資產淨值增加 20% 以上的公司作為經歷重大資本支出的樣本。為了進一步探討不同的資產淨值增加比率是否會有相同的結果，本文也曾經嘗試以固定資產淨值增加 30% 以上的公司作為經歷重大資本支出的樣本，探討公司治理對這些公司在資本支出後經營績效的影響，實證結果同樣發現治理機制較佳的公司，在重大資本支出後的經營績效優於治理機制較差的公司。基於篇幅的考量，本文未將此一部分的強韌性檢定表格列出。

三、成長機會與公司治理對經營績效影響的迴歸分析

前一部份的實證，係逐一針對成長機會與公司治理的變數探討其對公司重大資本支出後的經營績效作驗證，接下來我們以迴歸分析，同時探討公司的成長機會、股權結構、董事會結構與激勵效果對資本支出後經營績效的影響，並且加入資本支出的規模以及公司規模作為控制變數，實證結果如表 8 所示，此處的資本支出規模是指樣本公司當年度固定資產淨值的增加百分比，公司規模則是以股東權益的市值取對數作為替代變數。

表 8 的迴歸模式，我們分別以資本支出後一年的相對股東權益報酬率、相對資產報酬率和相對資產週轉率作為應變數，並以成長機會和公司治理的變數作為自變數。表 8 分別對相對股東權益報酬率、相對資產報酬率和相對資產週轉率進行二個迴歸模式分析，由於成長機會與激勵效果二個變數之間的相關係數高達 0.63，為了避免自變數之間存在共線性的問題，因此這二個變數一次只會有其中一個變數出現在迴歸模式之中。再者，董監事持股比率和經理人持股比率均是作為內部人持股的代理變數，因此我們也不將其同時放入迴歸模式之中。此外，衡量董事會結構的變數包括獨立董事、家族企業和董事會規模，我們也在迴歸模式中一次僅放入其中一個董事會結構的變數。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 8 成長機會與公司治理對資本支出後公司經營績效的影響

	模式 1 係數 (t- 值)	模式 2 係數 (t- 值)	模式 3 係數 (t- 值)	模式 4 係數 (t- 值)	模式 5 係數 (t- 值)	模式 6 係數 (t- 值)
經營績效	相對股東權益報酬率		相對資產報酬率		相對資產週轉率	
常數	-12.784*	-15.671**	-6.462*	-4.583	0.409	0.307
	(-1.871)	(-2.169)	(-1.783)	(-1.048)	(1.194)	(0.984)
成長機會		0.589		0.605*		0.045*
		(0.992)		(1.948)		(1.810)
激勵效果	0.083*		0.047**		0.002	
	(1.951)		(2.064)		(1.011)	
董監事持股比率				0.078*		-0.003
				(1.795)		(-0.715)
經理人持股比率	0.525*	0.576*	0.335**		0.024*	
	(1.797)	(1.974)	(2.162)		((1.741)	
法人持股比率	0.097*	0.104*	0.054*	0.017	0.004	0.005**
	(1.735)	(1.813)	(1.832)	(0.226)	(1.628)	(2.018)
是否有獨立董事		10.007***		5.180**		0.484***
		(2.765)		(2.603)		(3.143)
是否為家族企業	3.880*		2.278*			
	(1.665)		(1.844)			
董事會規模					0.207*	
					(1.724)	
資本支出規模	-0.007	-0.002	-0.002	0.002	0.000	-0.000
	(-0.255)	(-0.077)	(-0.146)	(0.113)	(0.108)	(-0.045)
公司規模	1.074	1.692	0.520	1.417	0.006	-0.142
	(0.584)	(0.781)	(0.884)	(1.124)	(0.075)	(-1.569)
調整後 R 平方	0.052	0.077	0.067	0.119	0.032	0.055

說明：經營績效分別以資本支出後一年的相對股東權益報酬率、相對資產報酬率和相對資產週轉率作為衡量指標。成長機會以權益市值和帳面價值的比值衡量。董監事持股比率、經理人持股比率以及法人持股比率係以資本支出發生前一年年底的持股比率作為衡量基礎。獨立董事為一虛擬變數，若公司有聘任獨立董事設為 1，否則為 0。家族企業為一虛擬變數，若公司為家族企業設為 1，否則為 0。董事會規模為一虛擬變數，若公司的董事會人數小於或等於七人，我們將其設為 1，否則為 0。激勵效果以員工分紅佔淨利比率衡量。資本支出規模係以當年度固定資產淨值的增加幅度衡量。公司規模係以權益市值取對數衡量。

* 表示顯著水準 p<0.10； ** 表示顯著水準 p<0.05；*** 表示顯著水準 p<0.01。

臺灣大學財務金融學系

由表中我們可看出成長機會的迴歸係數顯著為正，顯示高成長的公司在資本支出後會有較佳的經營績效，因為高成長的公司比低成長公司擁有更多 NPV 大於零的投資方案，也因為這些較佳的投資方案使得公司在投資後的績效表現較佳。其次，激勵效果的迴歸係數顯著為正，顯示若公司能給予經理人更多的紅利，亦即將經理人的報酬與公司的績效作更緊密的連結，如此可激勵經理人作更多的努力，因此資本支出後會有較佳的經營績效。在內部人持股的部分，我們發現不管是董監事持股比率或經理人持股比率的迴歸係數都顯著為正，這樣的結果再一次支持 Jensen 與 Meckling (1976) 的利益收斂假說，亦即當內部人持股比率愈高時，公司的代理問題愈小，因此資本支出後的經營績效較佳。另外，我們也由表中看到法人持股比率的迴歸係數大都顯著為正，顯示法人持股比率的增加，有助於提升其對經理人的監督力量，進而提升公司在資本支出後的經營績效。

在董事會結構的部分，首先我們發現獨立董事的迴歸係數顯著為正，此處的獨立董事係虛擬變數，若公司有聘任獨立董事，設為 1，否則為 0，因此，迴歸結果說明了有聘任獨立董事的公司，其資本支出後的經營績效顯著高於沒有聘任獨立董事的公司，且由其迴歸係數可知，獨立董事的聘任對資本支出後相對股東權益報酬率的正面效益超過 10%。此一結果再次支持 Jensen (1993) 的論點，意即獨立董事比較能發揮客觀監督的機制，有助於提升董事會的功能以及公司作出好的投資決策。其次，我們也看到家族企業的迴歸係數顯著為正且達 3.88，表示家族企業比非家族企業在資本支出後的相對股東權益報酬率會高出 3.88%。最後我們看到董事會規模的迴歸係數顯著為正，由於此處我們將董事會規模小的公司 (董事會人數小於或等於 7 人) 虛擬變數設為 1，因此，迴歸結果意謂董事會規模較小的公司，其資本支出後的相對資產週轉率表現較佳。經由迴歸分析，我們再一次支持成長機會、激勵效果、股權結構和董事會結構均對公司資本支出後的經營績效具有顯著的影響。

除了前述以資本支出後一年的相對股東權益報酬率、相對資產報酬率和相對資產週轉率作為應變數之外，我們也曾經以資本支出後二年、後三年的相對股東權益報酬率、相對資產報酬率和相對資產週轉率作為應變數，基於篇幅的考量並未將此一部分的實證表格列出。整體而言，本文所探討的公司治理變數中，有比較多的變數對資本支出後一年的經營績效具有影響性，但若將觀察時間延長，我們發現比較少的變數對資本支出後二年與後三年的經營績效具有顯著的影響。實證結果大致發現以資本支出後二年或後三年的會計績效作為應變數時，成長機會和激勵效果的影響性變得不顯著，但經理人持股比率、獨立董事、家族企業和董事會規模的影響性仍具顯著性，顯示這些主要的公司治理變數即使延長績效的觀察時間仍然對於資本支出後的經營績效具有影響性。

臺灣大學學術期刊論文使用

表 9 成長機會與公司治理交互效果對資本支出後公司經營績效的影響

迴歸	模式 1 係數 (t- 值)	模式 2 係數 (t- 值)	模式 3 係數 (t- 值)
經營績效	相對股東權益報酬率	相對資產週轉率	相對資產週轉率
常數	-2.201	1.448	0.992
	(-0.587)	(1.095)	(0.697)
成長機會			0.320*
			(1.897)
激勵效果	0.066	0.065**	
	(0.975)	(2.547)	
MBED* 董監事持股比率			-0.029
			(-0.659)
MBED* 經理人持股比率	1.593***	0.845***	
	(3.448)	(4.647)	
MBED* 法人持股比率	-0.023	-0.109	0.220**
	(-0.299)	(-1.012)	(2.085)
MBED* 是否有獨立董事	0.772*		
	(1.872)		
MBED* 是否為家族企業		0.425*	
		(1.819)	
MBED* 董事會規模			0.318**
			(2.349)
資本支出規模	-0.042	-0.029	-0.039**
	(-0.913)	(-1.600)	(-2.234)
公司規模	-0.262	-0.431*	0.361
	(-0.487)	(-1.771)	(1.293)
調整後 R 平方	0.069	0.154	0.157

說明：經營績效分別以資本支出後的相對股東權益報酬率、相對資產報酬率和相對資產週轉率作為衡量指標。成長機會以權益市值和帳面價值的比值衡量。董監事持股比率、經理人持股比率以及法人持股比率係以資本支出發生前一年年底的持股比率作為衡量基礎。獨立董事為一虛擬變數，若公司有聘任獨立董事設為 1，否則為 0。家族企業為一虛擬變數，若公司為家族企業設為 1，否則為 0。董事會規模為一虛擬變數，若公司的董事會人數小於或等於七人，我們將其設為 1，否則為 0。激勵效果以員工分紅佔淨利比率衡量。資本支出規模係以當年度固定資產淨值的增加幅度衡量。公司規模係以權益市值取對數衡量。MBED 為成長機會的虛擬變數，若公司的成長機會在樣本公司的中位數以下，我們將其設為 1。

* 表示顯著水準 p<0.10；** 表示顯著水準 p<0.05；*** 表示顯著水準 p<0.01。

臺灣人壽學術論文

經由前述的驗證，我們知道成長機會與公司治理均對資本支出後的經營績效具有顯著的影響，接下來，我們想進一步驗證成長機會與公司治理機制的交互作用，是否對資本支出後的經營績效具有影響性，實證結果如表 9 所列。我們認為好的公司治理機制一方面有助於提升公司的監督機制因而降低公司過度投資的代理問題，另一方面也有助於公司作出好的投資決策，因此治理機制較佳的公司，其資本支出後的經營績效會優於治理機制較差的公司。雖然好的治理機制對於所有的公司都可能具有上述的效益，但是我們認為公司治理對於低成長公司的效益將會高於其對高成長公司的效益，因為低成長的公司所擁有的獲利性投資機會較少，因此其重大的資本支出也可能伴隨較為嚴重的過度投資代理問題，這樣的公司更需要好的治理機制來避免此一代理問題。因此，我們預期公司治理對於低成長公司在資本支出後的經營績效將有更大的影響，這就是我們在表 9 所要探討的交互效果。

此處，我們新設一個成長機會的虛擬變數 MBED，凡是公司的成長機會排序在中位數以下的設為 1，否則為 0。在表 4 與表 8 中我們已看到經理人持股比率對資本支出後的經營績效具有正向的影響，但在表 9 中我們進一步看到 MBED* 經理人持股比率的迴歸係數顯著為正，這意謂經理人持股比率對低成長公司的重要性超過對高成長公司的重要性，或者說低成長公司在資本支出後的經營績效，會因經理人持股增加所得到的改善大於高成長的公司。另外，在表 6 與表 8 中我們已看到家族企業對資本支出後的經營績效具有正向的影響，但在表 9 中我們進一步看到 MBED* 是否為家族企業的迴歸係數顯著為正，這意謂家族企業對低成長公司的重要性超過對高成長公司的重要性，或者說低成長公司在資本支出後的經營績效，會因家族企業所得到的改善大於高成長的公司。同樣地，表 9 中 MBED* 是否有獨立董事的迴歸係數顯著為正，意謂獨立董事對低成長公司的重要性超過對高成長公司的重要性。

伍、結論

資本支出決策是公司理財的三個主要決策之一，甚至可說是影響公司發展和成長的最主要決策，因此，探討資本支出決策對於公司的影響一直是財務學家關心的議題，然而，過去的研究大多集中於探討投資宣告對於公司價值的影響，只有極少數的文獻討論過資本支出後的公司經營績效。

公司在重大資本支出之後其經營績效是否會優於市場的平均水準？ Echevarria (1997) 與 Kim (2001) 並未發現資本支出對經營績效具有正向的影響，而 Titman et al. (2004) 發現資本支出較多的公司其後續的股價表現相對較差；Chen (2006) 則發現集中化的公司比多角化的公司在投資後擁有較佳的經營績效。相對於此一議題的重要性而言，現有文獻的了解仍顯得相當不足，因此，本文想要針對此一議題做更深入的探討。我們以 1999 至 2003 年作為樣本篩選期間，並以此期間內年度固定資產淨值增加達

臺灣博碩士論文知識加值系統

20% 以上的台灣上市公司作為樣本，探討資本支出後的經營績效是否會優於產業的水準。

實證結果顯示，就整體樣本而言公司在歷經重大資本支出後的經營績效並未一致性地優於產業的水準。然而，這個問題應該只是第一階段的問題，因為，很可能不同的公司在重大資本支出後的績效表現會有很大的差異，因此，我們想要進一步的探討什麼樣的公司在資本支出後會有較佳的績效表現？於是我們驗證成長機會和公司治理對此一問題的影響，這是過去文獻從未討論過的概念，也是本文的主要貢獻。實證結果發現成長機會較大、內部人持股比率較高、有聘任獨立董事的公司和家族企業對在資本支出後的經營績效表現較佳，若公司的董事會規模較小以及薪酬制度的激勵效果較大，其資本支出後的績效表現也較好。最後，雖然我們已知道經理人持股和家族企業對資本支出後的經營績效具有正向的影響，但經由交互效果分析，我們進一步發現經理人持股、家族企業和獨立董事對低成長公司在資本支出後的績效提升更為顯著。

臺灣大學學術期刊資料庫

參考文獻

Agrawal, A., & Mandelker, G. N. 1990. Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, 25 (2): 143-161.

Bacon, J. 1973. ***Corporate directorship practices: Membership and committees of the board***. New York, NY: The Conference Board and American Society of Corporate Secretaries.

Baysinger, B. D., & Hoskisson, R. E. 1990. The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. ***Academy of Management Review***, 15 (1): 72-87.

Berle, A., & Means, G. 1932. ***The modern corporation and private property***. New York, NY: McMillian.

Brailsford, T. J., & Yeoh, D. 2004. Agency problems and capital expenditure announcements. ***Journal of Business***, 77 (2): 223-256.

Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith, C. W. 1988. Ownership structure and voting on antitakeover amendments. ***Journal of Financial Economics***, 20 (1): 267-291.

Chen, S. S. 2006. The economic impact of corporate capital expenditure: Focused firms versus diversified firms. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, 41 (2): 341-355.

Chen, S. S., Ho, K. W., Lee, C. F., & Yeo, G. H. H. 2000. Investment opportunities, free cash flow and market reaction to international joint ventures. ***Journal of Banking and Finance***, 24 (11): 1747-1765.

Chen, H., Hu, M. Y., & Shieh, J. C. P. 1991. The wealth effect of international joint ventures: The case of U.S. investment in China. ***Financial Management***, 20 (4): 31-41.

Chung, K., & Charoenwong, C. 1991. Investment options, assets in place, and the risk of stocks. ***Financial Management***, 20 (3): 21-33.

Chung, I. Y., Koford, K. J., & Lee, I. 1993. Stock market views of corporate multinationalism: Some evidence from announcements of international joint ventures. ***Quarterly Reviews of Economics and Finance***, 33 (3): 275-293.

Connors, N. 1989. Outside board members: A breath of fresh air CFO. ***The Magazine for Chief Financial Officers***, 5 (7): 48-52.

Ding, D., & Sun, Q.1997. The information content of FDI announcement: Evidence from an emerging market. ***International Review of Financial Analysis***, 6 (1): 63-76.

Doukas, J., & Travlos, N. G. 1988. The effect of corporate multinationalism on shareholders'

臺灣大學學術期刊資料庫

wealth: Evidence from international acquisitions. ***Journal of Finance***, 43 (5): 1161-1175.

Echevarria, D. P. 1997. Capital investment and the profitability of fortune 500 industrials: 1971-1990. ***Studies in Economics and Finance***, 18 (1): 3-35.

Eisenberg, M. A. 1975. Legal models of management structure in modern corporations: Officers, directors, and accountants. ***California Law Review***, 63 (2): 375-439.

Fama, E. F. 1980. Agency problem and theory of the firm. ***Journal of Political Economy***, 88 (2): 288-307.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. 1983. Separation of ownership and control. ***Journal of Law and Economics***, 26 (2): 301-325.

Freund, S., Prezas, A., & Vasudevan, G. 2003. Operating performance and free cash flow of asset buyers. ***Financial Management***, 32 (4): 87-106.

Grossman, S. J., & Hart, O. D. 1983. An analysis of the principal-agent problem. ***Econometrica***, 51 (1): 7-45.

Gupta, A., McGowan, C. B., Misra, L., & Missirian, A. 1991. Gains from corporate multinationalism: Evidence from the China experience. ***Financial Review***, 26 (3): 387-407.

Holmstrom, B. 1979. Moral hazard and observability. ***Bell Journal of Economics***, 10 (1): 74-91.

Hu, M., Chen, H., & Shieh, J. 1992. Impact of U.S.-China joint ventures on stockholders' wealth by degree of international involvement. ***Management International Review***, 32 (2): 135-148.

Huson, M. R., Parrino, R., & Starks, L. T. 2001. Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective. ***Journal of Finance***, 56 (6): 2265-2297.

Jain, B. A., & Kini, O. 1994. The post-issue operating performance of IPO firms. ***Journal of Finance***, 49 (5): 1699-1726.

James, H. S. 1999. Owner as manager, extended horizons and the family firm. ***International Journal of the Economics of Business***, 6 (1): 41-56.

Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. ***Journal of Finance***, 48 (3): 831-880.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. ***Journal of Financial Economics***, 3 (4): 305-360.

Kim, S. 2001. The near-term financial performance of capital expenditures: A managerial perspective. ***Managerial Finance***, 27 (8): 48-62.

臺灣大學學術期刊資料庫

Kim, W. S. 2003. Wealth effect of international investments and agency problems for Korean multinational firms. ***Journal of International Financial Management and Accounting***, 14 (3): 194-217.

Kiymaz, H. 2003. Wealth effect for U.S. acquirers from foreign direct investments. ***Journal of Business Strategies***, 20 (1): 7-22.

Kiymaz, H., & Mukherjee, T. K. 2001. Parameter shifts when measuring wealth effects in cross-border mergers. ***Global Finance Journal***, 12 (2): 249-266.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1999. The quality of government. ***Journal of Law, Economics and Organization***, 15 (1): 222-279.

Lambert, R., & Larcker, D. 1985. Executive compensation, corporate decision making and shareholder wealth: A review of the evidence. ***Midland Corporate Finance Journal***, 2 (1): 6-22.

Lang, L. H. P., Stulz, R. M., & Walkling, R. A. 1991. A test of the free cash flow hypothesis: The case of bidder returns. ***Journal of Financial Economics***, 29 (2): 315-335.

Lausten, M. 2002. CEO turnover, firm performance and corporate governance: Empirical evidence on Danish firms. ***International Journal of Industrial Organization***, 20 (3): 391-414.

Lee, I., & Wyatt, S. 1990. The effects of international joint ventures on shareholder wealth. ***Financial Review***, 25 (4): 641-649.

Lewellen, W., Loderer, C., & Martin, K. 1987. Executive compensation contracts and executive incentive problems: An empirical analysis. ***Journal of Accounting and Economics***, 9 (3): 287-310.

Lipton, M., & Lorsch, J. W. 1992. A modest proposal for improved corporate governance. ***Business Lawyer***, 48 (1): 59-77.

Mangel, R., & Singh, H. 1993. Ownership structure, board relationships and CEO compensation in large U.S. corporations. ***Accounting and Business Research***, 23 (91A): 339-362.

Markides, C. C. 1995. Diversification, restructuring and economic performance. ***Strategic Management Journal***, 16 (2): 101-118.

McConnell, J. J., & Servaes, H. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. ***Journal of Financial Economics***, 27 (2): 595-612.

Morck, R., & Yeung, B. 1992. Internalization: An event study test. ***Journal of International Economics***, 33 (1): 41-56.

Murphy, K. J. 1985. Corporate performance and managerial remuneration: An empirical

臺灣大學學術期刊資料庫

analysis. ***Journal of Accounting and Economics***, 7 (1/3): 11-42.

Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. ***Journal of Financial Economics***, 20 (1/2): 237-265.

Stein, J. C. 1988. Takeover threats and managerial myopia. ***Journal of Political Economy***, 96 (1): 61-80.

_____ . 1989. Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior. ***Quarterly Journal of Economics***, 104 (4): 655-669.

Titman, S., Wei, K. C. J., & Xie, F. 2004. Capital investments and stock returns. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, 39 (4): 677-700.

Weisbach, M. S. 1988. Outside directors and CEO turnover. ***Journal of Financial Economics***, 20 (1/2): 431-460.

Williamson, O. E. 1983. Organization form, residual claimants, and corporate control. ***Journal of Law and Economics***, 26 (2): 351-366.

Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. ***Journal of Financial Economics***, 40 (2): 185-211.

臺灣大學學術期刊資料庫

作者簡介

黃旭輝

國立政治大學企業管理研究所財務組博士，目前任職國立高雄大學金融管理學系教授，主要研究興趣為公司治理與公司理財。

黃一祥

國立中央大學財務金融博士，目前任職國立高雄大學金融管理學系教授，主要研究興趣為公司理財與投資。

張志向

國立中正大學財務金融博士，目前任職國立高雄大學金融管理學系副教授，主要研究興趣為行為財務、公司理財與投資。

臺灣大學學術期刊資料庫

臺灣大學學術期刊資料庫