臺大管理論叢 2011/6
第 21 卷第 2 期 315-348

不同類型公司（專業經營 vs. 多角化）舉債的財富效果

Organizational Forms and Wealth Effects of Public Debt Offerings

陳一如／元智大學管理學院財金學群助理教授
I-Ju Chen, Assistant Professor, Division of Finance, College of Management, Yuan-Ze University

Received 2009/2, Final revision received 2010/4

摘 要

本研究提出投資機會假說與自由現金流量假說，利用事件研究法檢視 1999 年到 2005 年間台灣上市上櫃公司中不同經營型態（專業經營 vs. 多角化）的公司，宣告發行普通公司債後的股東財富效果。實證結果發現台灣上市上櫃公司宣告發行普通公司債後，專業經營公司有正的標準化累積超額報酬，但多角化公司宣告期間的累積超額報酬表現並不明顯，此實證結果支持投資機會假說。另外，本研究也進一步發現，當一成長機會低且自由現金流量高的多角化公司宣告發行公司債時，市場負面評價較不明顯，此結果顯示對代理問題較嚴重（成長機會低且自由現金流量高）的多角化公司而言，舉債可有效控制代理成本，並可有效提升公司會計績效。

【關鍵字】投資機會假說、自由現金流量假說、舉債

Abstract

Literature indicates that the multiple-segment firms have higher free cash flows and lower growth opportunities compared to the single-segment firms. It also has been long recognized that leverage helps control the agency costs problem associated with potential corporate over-investment. Based on these findings, two hypotheses, including free cash flow and investment opportunities hypotheses, are proposed in this study to examine the effects of the different organization forms (single-segment vs. multiple-segment firms) on the announcement of public debt offering by Taiwan public traded firms between 1999 and 2005. Free cash flow hypothesis expects that announcement effect of debt offering is more positive for multiple-segment firms than for single-segment firms because the potential for debt offering to reduce over-investment problem should be higher for multiple-segment firms than for single-segment firms. However, single-segment firms on the other hand are predicted to have higher announcement return of debt offerings under the investment opportunities hypothesis. We find that consistent with the investment opportunities hypothesis, the stock market's responses to the announcement of public debt offering are more favorable for single-segment firms than for multiple-segment firms. The overall findings after several robust checks suggest that leverage works to lessen the over-investment problem for multiple-segment firms.

【Keywords】investment opportunities hypothesis, free cash flow hypothesis, debt offering

* 作者感謝助理曹國城、杜培妡、石竹君等人協助完成資料蒐集。

臺灣大學學術期刊資料庫

壹、前言

公司多角化之研究，一直是財務領域中很重要的議題之一 (註 [1])。文獻上指出公司多角化的動機可能來自於：降低經營風險、提高組織規模經濟、增加市場占有率或是因經理者自利的決策所致 (註 [2])。若是多角化使公司營運風險降低，讓公司資源的運用更有效率，可進而提高公司價值 (Lewellen, 1971)；但若是因經理者自利決策而為的多角化，則可能使公司價值減損 (Montgomery, 1994)，所以多角化經營對企業價值可能同時有正面與負面的兩種影響效果。雖然文獻上對公司多角化經營績效的看法多有岐異 (Martin & Sayrak, 2003)，但普遍多認為多角化公司有較嚴重的代理問題 (註 [3]) (Shin & Stulz, 1998; Scharfstein & Stein, 2000; Rajan, Servaes, & Zingales, 2000)，進而造成多角化公司相較於專業經營公司，較易產生價值減損 (Value Discount) 的原因之一 (Berger & Ofek, 1995)。除此之外，很多實證研究也發現兩類公司的特性也不儘相同，例如：多角化公司較專業經營公司有較低的投資機會 (Lang & Stulz, 1994; Servaes, 1996; Thomas, 2002; Ahn & Denis, 2004)、較大的公司規模、較大的負債比例與較低的研發支出水準 (Anderson, Bates, Bizjak, & Lemmon, 2000)。

多角化公司相較專業經營公司在投資機會較低的情況下，若自由現金流量很多時，就易面臨較嚴重的代理問題。Jensen 與 Meckling (1976) 的代理理論 (Agency Theory) 指出，在公司所有權與經營權分離的原則下，專業經理人與公司股東之間會存在利益不一致的現象，股東希望可以極大公司的財富，但經理人傾向極大個人的利益，此時就容易出現經理人過度投資的現象，經理人可藉由擴充公司規模、對中階經理人敘薪或增加自己薪酬等方式，鞏固自己在公司地位，但卻會損害公司及股東的利益 (Jensen, 1986)。

Stulz (1990) 指出舉債可以減少經理人手中的自由現金流量而降低無謂的投資，因而可省下額外投資所造成的不效率成本，因為當公司舉債時，須受債權人的監督與下一期償付利息的壓力，此時舉債所產生債權人的監督力量，就可以幫助規範經理人

註 [1] 從 1990 到 1996 年的資料來看，在美國有一半左右的勞工受雇於多角化的公司，且其總資產規模約占公開發行公司的 60% (Martin & Sayrak, 2003)。

註 [2] 請參考 Martin 與 Sayrak (2003) 完整的多角化文獻整理。

註 [3] Shin 與 Stulz (1998) 研究多角化公司的內部資金市場 (Internal Capital Market)，發現多角化公司部門資金的投入，除了受本身現金流量多寡影響外，並不是很有效率地依計畫的價值做投資決定。所謂的內部資金市場，是指多角化公司把不同產業部門資金聚合在一起後，可降低投資人因資訊不對稱而不願投資的情形，使公司的資金在部門間能有效率地移動。Scharfstein 與 Stein (2000) 和 Rajan et al. (2000) 利用理論推導的方式指出公司多角化後，部門數變多，組織也相對變複雜，經理人與股東間的代理問題會變得更嚴重，會造成資源薄弱的部門經理人爭相競奪公司的資源。經理人為滿足部門主管的需求 (以極大個人的利益)，愈會扭曲資源分派，使多角化公司投資不效率，產生價值減損。

臺灣博碩士論文知識加值系統

的行為，避免經理人過度或盲目的投資 (Jensen, 1986; Shleifer & Vishny, 1988)，相對地降低代理成本，減輕代理問題 (Jensen & Meckling, 1976; Stulz, 1990)。然而另一方面，舉債是有成本的，除了要償付利息，也會增加公司的破產成本 (Modigliani & Miller, 1963)，所以舉債的當時即需考慮未來償付本金的能力。對本身資金就較缺乏的公司而言，可能需考慮未來的現金流量與公司違約風險的機率，進行採行對公司最有利的融資決策。Mao (2009) 指出公司舉債程度會受公司未來現金流量變動風險與投資規模影響，對一成長機會高的公司，增加投資會影響未來的現金流量；在此情況下，公司舉債除可提升公司投資規模外，也可使未來現金流量增加，對公司價值的提升具有正向的效果。反之當一公司成長機會較低時，公司舉債規模需考量未來現金流量的變動所受投資規模影響的程度，只有在未來現金流量的變動不隨投資規模之變動影響時，公司才會考慮舉債融資。

所以公司舉債的效果，可能會因公司成長機會、未來現金流量的型態與代理問題之不同，而有不同的影響效果。一成長機會高，現金流量不足的企業，其投資不足的問題較嚴重，所以當公司宣告舉債時，市場會預期是為了未來的投資機會增加財源，市場應會給予正面的評價。另一方面，對成長機會不高，現金流量過多的企業，其投資不足的問題不嚴重，反而是過度投資的問題較會讓市場投資人有所疑慮 (Myers, 1977)。所以舉債是否代表公司願意利用舉債增加市場監督力量以降低代理問題 (Myers, 1977; Stulz, 1990)，亦或是讓過度投資問題繼續惡化，實是一值得加以探討的實證議題。因公司是否專業經營或多角化經營，常會影響公司成長機會的高低 (Lang & Stulz, 1994; Thomas, 2002; Ahn & Denis, 2004) 與現金流量變動性的大小 (Whited, 2001)，當此兩類不同型態公司舉債時，市場投資人的評價是否不同？也是本研究欲探討的目的之一。本研究提出投資機會假說與自由現金流量假說，檢視台灣上市上櫃公司發行普通公司債的市場反應，並檢視不同類型的公司 (專業經營公司和多角化公司) 舉債宣告的超額報酬之差異。在投資機會假說下，本研究預期專業經營公司舉債宣告期間的超額報酬會較多角化公司為高 (Chen, 2006)。在自由現金流量假說下，本研究預期多角化公司舉債宣告期間的超額報酬會較專業經營公司為高 (Ruland & Zhou, 2005)，特別是對成長機會不高但有很多自由現金流量的多角化公司，其效果將會特別明顯。

本研究利用 1999 至 2005 年我國上市上櫃公司中，有宣告發行普通公司債的公司為研究樣本，收集公司部門別之營收資料。我們首先將樣本公司區分為專業經營與多角化公司，除進行相關的研究檢定外，並利用事件研究法與多元迴歸模型，驗證相關的研究假說。研究結果發現，台灣市場投資人對專業經營公司或多角化公司之公司債發行宣告有明顯不同的看法。對專業經營公司而言，當公司債宣告發行時，市場會有正面的評價，而正的超額報酬表現主要發生在高成長機會、低自由現金流量的專業經

臺灣博碩士論文知識加值系統

營公司。然而對多角化公司而言，當公司債宣告發行時，市場大部份會予以負面評價，而負的超額報酬主要來自於低成長機會且自由現金流量低的多角化公司。

最後，我們也探討台灣上市上櫃公司進行舉債宣告對公司超額價值與會計績效的影響，實證發現當多角化公司的舉債愈多，對公司超額價值有顯著正相關。同時，若多角化公司有過度投資的傾向，則宣告發行公司債後的會計績效會較其他無過度投資傾向的多角化公司為高。此結果顯示對代理問題較嚴重且過度投資 (成長機會低且自由現金流量高) 的多角化公司而言，舉債除可有效控制代理成本，使市場有正面的評價外，也進一步提升公司的會計績效。

本研究的具體貢獻有三：第一、過去文獻 (Lewellen, 1971) 主張公司維持多角化的組織型式可降低現金流量變動的風險，進而可使公司有較高的舉債能量 (Debt Capacity)，但本研究結果發現多角化公司的舉債因有較嚴重的代理問題，並不是所有多角化公司的舉債皆可受市場投資人青睞；反而是專業經營公司因投資機會較明確，舉債產生的代理問題較不嚴重，其舉債宣告較能有正的超額報酬表現。第二、本研究具體指出對有過度投資傾向 (成長機會有限，但有高的自由現金流量) 的多角化公司，舉債可藉由債權人的監督，以有效地阻止經理人不適當或過度投資的行為，相對地降低代理問題 (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986)。第三、過去有些文獻透過不同事件的研究，企圖探討公司多角化經營的利弊或對公司價值的影響，如 Hadlock、Ryngaert 與 Thomas (2001) 之公司增資新股的研究、Comment 與 Jarrell (1995) 和 John 與 Ofek (1995) 等資產出售之研究、Dittmar 與 Shivdasani (2003) 和 Ahn 與 Denis (2004) 有關公司分割等研究，本研究透過檢視公司在市場舉債的效果，探討公司多角化經營的利弊，可豐富公司多角化研究之內涵。

貳、文獻探討

我們將與本研究有關的相關文獻依：(一) 多角化公司價值之影響因素與 (二) 公司舉債的財務理論的實證研究，分別探討。

一、多角化公司價值之影響因素

公司多角化一方面可使公司資金變動風險降低，且讓公司可獲得較低的資金成本，以克服資金不足的問題 (Lewellen, 1971; Stulz, 1990)，並使公司資源的運用更有效率 (Stein, 2003)；但另一方面，因公司多角化使得資金取得成本變低後，若是因經理者自利決策而為的投資行為，則可能產生過度投資的問題 (Jensen, 1986)，而使公司價值減損 (Montgomery, 1994)。所以多角化可能同時對企業價值有正面與負面的兩種影響效果。

國內外均有很多探討多角化與公司價值間關係的文獻，過去多研究結果認為多角

臺灣大學學術期刊論文

化會造成公司價值下降 (註 4) (Berger & Ofek, 1995)，但近也有研究顯示，企業多角化可能對企業價值沒有影響，甚至會產生溢價現象 (註 5) (Lang & Stulz, 1994; Villalonga, 2000, 2004)。雖然文獻上對公司多角化的效果仍有岐異 (Martin & Sayrak, 2003)，但普遍認為多角化公司有較嚴重的代理問題，因組織結構變更複雜，會使公司資訊不對稱的問題愈趨嚴重，以致出現資源分配不效率之情況，而使公司價值產生減損 (Rajan et al., 2000; Scharfstein & Stein, 2000)。

Ruland 與 Zhou (2005) 檢視多角化公司與專業經營公司的舉債程度是否不同，及多角化公司的舉債比例與多角化公司價值之關聯性。研究結果發現多角化公司的舉債與公司價值間有強烈的關係，特別是對那些自由現金流量很高卻沒有投資機會的多角化公司，公司舉債可有效降低多角化公司部門間無效率地交互補貼的行為，進而降低經理人無效率的投資行為。在代理理論的架構中，舉債在公司價值評估之上是有潛在的利益，並透過自由資金的流動可以減少隱藏的代理成本，代表多角化公司舉債可以有效地降低代理成本。

二、公司舉債的財務理論與實證研究

本研究著重在資訊不對稱與代理問題的角度，探討公司宣告發行債務的效果，然因不同的財務理論，對公司舉債的看法不盡相同，顧及研究的完整性，本文也同時探討其他與公司舉債有關的財務理論與實證研究，以便在實證研究時將相關變數做一整體的考量。

(一) 資本結構無關論

Modigliani 與 Miller (1958) 假設市場為完美的情況下，提出資本結構無關論，說明公司的融資舉債決策並不會對公司價值造成影響。Modigliani 與 Miller (1963) 在考量了公司的稅賦後，指出有負債融資的公司價值，是將未採負債融資公司的價值加上負債的節稅利益。因此，當公司融資完全採用負債融資，公司的價值將達到最大 (註 6) 。

註 4 Berger 與 Ofek (1995) 是在探討公司多角化時最常被引用的文章之一，該研究用美國 1986 到 1991 的上市公司資，以產業乘法 (Industry Multiplier Approach) 衡多角化公司的超額價值 (Excess Value)，發現公司多角化後會使得公司的超額價值減損 13%~15%。

註 5 Lang 與 Stulz (1994) 發現公司在進多角化之前已有獲衰退的警訊，所以，如果營運較差的企業會傾向選擇多角化的話，那麼就無法斷言多角化是減低公司獲的主要原因；Villalonga (2000, 2004) 用美國的人口普查資庫 (BITS) 蒐集 1989-1996 間的 12,708 家公司作為樣本，實證結果卻證實多角化經營會使公司價值有提升的效果。

註 6 此理論的限制是對公司只考慮營運風險，並未考慮財務風險，而債權人於公司破產清算時，有可能因資產不能清償債務而遭受損失。

臺灣大學學術期刊資料庫

（二）代理理論

Jensen 與 Meckling (1976) 提出以代理關係的角度來探討資本結構的議題。代理關係指的是股東與管理者，或股東與債權人間的關係。因代理關係的存在，使有代理關係的雙方可能因彼此的目標不一致而產生利益上的衝突，此利益衝突造成主理人的損失和代理成本。常見的股東與管理者之權益代理問題有：管理者的消費特權、過度投資、投資無效率、資訊不對稱與經營權爭奪等現象。Jensen 與 Meckling (1976) 主張舉債可以降低代理成本，因舉債可降低經理人特權消費傾向，且可迫使經理人被公開資本市場監督。Stulz (1990) 也指出當公司投資太多時，舉債可以減少經理人手中的自由現金流量而降低無謂的投資，因而可省下因多投資所造成的不效率成本。Mao (2009) 主張公司舉債受到投資機會與現金流量變動風險的影響，該研究透過理論模型推導出當公司具高成長機會時，公司現金流量的變動較受投資支出變動影響，公司舉債程度會與公司成長機會成正相關，但當公司成長機會低，如果現金變動率不受投資支出變動影響時，公司較有舉債的意願。

也有一些實證研究，從代理理論的角度探討公司宣告發行公司債的效果。像 Kim 與 Sorensen (1986) 假設代理成本存在下，發現股權集中的公司比股權分散的公司更易有較高的負債比例，高成長的公司會使用較少的舉債，而且高營運風險的公司傾向使用較多的舉債。Maloney、McCormick 與 Mitchell (1993) 研究發現當公司的財務槓桿程度愈高時，藉由舉債所進行的購併宣告的市場反應較佳，有顯著正的超額報酬。其結果間接支持公司舉債可有效降低代理問題，進一步提升公司價值。但 Chaplinsky 與 Hansen (1993) 探討市場投資人對普通公司債發行的反應，結果發現負債融資宣告對投資人而言是負面消息。而葉銀華與邱顯比 (1996) 也指出當證券市場缺乏解決代理問題機制時 (即負債的代理問題嚴重)，資本結構與公司價值會呈負相關。

Chang、Chen、Hsing 與 Huang (2007) 認為公司宣告發行公司債的效果，會因公司本身的投資機會與自由現金流量之不同而有差異，因此提出投資機會與自由現金流量假說探討公司發行擔保公司債的效果。研究結果發現當一公司有較佳的成長機會，公司宣告發行擔保公司債的市場反應為正，但當公司的成長機會低，則公司宣告發行擔保公司債有負的股價報酬；然而公司宣告發行擔保公司債的市場反應與公司的自由現金流量沒有顯著關聯。D' Mello 與 Miranda (2009) 的研究指出當公司有嚴重的過度投資問題時，舉債可降低經理人保有多餘的現金的意願，以降低其無效率的資本支出，減緩過度投資的問題。

王克陸與彭雅惠 (2001) 以台灣上市公司驗證代理理論對其融資決策的關聯性。研究發現代理問題的存在確實會對公司的股權與融資決策有顯著影響。許美滿、吳壽山、鍾惠民與林怡群 (2004) 指出公司的代理問題會影響公司價值，公司對外舉債可強化監督的功能，可提升公司價值，其中又以發行擔保公司債的效果最明顯。許志豪 (2009)

臺灣博碩士論文知識加值系統資料庫

的研究也指出公司宣告發行普通公司債的市場反應會受公司成長機會影響，當公司的成長機會較低時，在自由現金流量假說下，發行公司債可有效抑制代理問題，宣告期間的股票累積報酬較高。

（三）融資順位理論

Myers 與 Majluf (1984) 認為企業偏好使用內部資金，當公司有外部資金的需求時，如果公司管理者認為權益證券市場價值超過其真正價值時，會發行權益證券或其他風險性證券，所以公司發行新股則隱含公司價值低於市價的訊息。Myers 與 Majluf (1984) 的看法隱含當公司發行風險性的債券時，公司融資額度即將耗盡，常對股價有負面的影響；而舉債宣告，代表成長機會高的公司有資金需求，所以舉債對股價應有正面的影響。

很多實證研究發現，市場投資人對公司宣告發行不同證券的評價並不相同，當公司宣告發行可轉換公司債或普通股股票時對股價有顯著的負面效果 (Dann & Mikkelson, 1984; Eckbo, 1986; Mikkelson & Partch, 1986; Hansen & Crutchley, 1990)，然而，市場投資人對普通公司債的發行宣告的股價反應並不明顯 (Dann & Mikkelson, 1984; Mikkelson & Partch, 1986; Hansen & Crutchley, 1990)。另外，Dichev 與 Piotroski (1999) 也發現可轉換公司債的舉債方式對長期股價報酬有顯著的負面影響，而採普通公司債的舉債方式並沒有顯著的影響效果。

綜合過去文獻的研究，我們可大致發現：當公司宣告發行普通公司債時，相較於宣告發行普通股或其他權益證券有較高的股價報酬 (Dann & Mikkelson, 1984; Mikkelson & Partch, 1986; Eckbo, 1986; Hansen & Crutchley, 1990; Jewell & Livingston, 1997; Dichev & Piotroski, 1999; 江亮龍，2000)。但至目前為止，僅有極少數的文獻探討不同公司型態對公司舉債的影響 (Ruland & Zhou, 2005)，從過去文獻中，我們知道多角化公司與專業經營公司在現金流量 (Cash Flows) 和投資機會 (Investment Opportunities) 上有顯著地不同，Whited (2001) 指出相較於專業經營公司，多角化公司有較多的現金流量，而 Lang 與 Stulz (1994) 和 Berger 與 Ofek (1995) 的研究發現多角化公司的投資機會較專業經營公司來的低。因此本研究預期不同的公司型態呈現的投資機會與代理問題之不同，此差異應會造成公司宣告發行普通公司債時，股東財富效果的差異。本研究的目的即在提出相關假說，驗證不同組織型態的公司宣告發行公司債時的超額報酬表現是否有差異與差異造成的原因。

參、研究方法

一、研究假說

從代理問題的觀點來看，公司舉債後，為了定期清償債務，將會控制公司現金流量，避免過度投資，進而有效降低經理人與股東的代理問題 (Myers, 1977; Stulz,

臺灣大學學術期刊資料庫

1990)。特別是對那些成長機會不多但有很多的自由現金流量的公司而言，公司舉債可增加外部 (如：債權人) 監督機會，同時有效阻止經理人過度或不理智的投資行為，以降低代理問題 (Jensen, 1986)。多角化公司因投資機會較專業經營公司來的低，所以多角化公司會較專業經營公司有較多的現金流量 (Whited, 2001)。當擁有較多現金流量的多角化公司從事舉債宣告時，從現金流量的角度來看，市場較易認定此舉債行為，除了將舉債所獲得的現金，投入營運的所需而增加營收外；也會將公司原有多餘的現金，預先作債務償還的規劃，可以減少以閒置資金作不適當的投資。因此相關研究指出市場對多角化公司舉債的反應，與專業經營公司比較下，較不會有負面的評價 (Ruland & Zhou, 2005)。

然而多角化公司因已跨足不同產業的經營，所以再投資新產業的機會不大，相對地投資機會 (成長機會) 較專業經營公司來的低 (Lang & Stulz, 1994; Servaes, 1996; Thomas, 2002; Ahn & Denis, 2004)。當多角化公司從事舉債宣告時，是否代表其經營出現狀況或資金出現短缺情形的可能性增大，所以市場對多角化公司的舉債宣告，也可能會較專業經營公司來的負面。

因此，一多角化公司宣告發行公司債時，其市場反應為何？是否與專業經營公司不同？且其宣告期間對股價累積異常報酬的影響為何？均有待實證加以探討。所以本研究提出以下二個假說，驗證專業經營公司和多角化公司舉債的財富效果，預期可以瞭解多角化公司與專業經營公司舉債宣告的市場反應及對股東財富影響的效果。

（一）自由現金流量假說 (Free Cash Flow Hypothesis)

當一公司宣告發行公司債時，不論對多角化公司或專業經營公司而言，均代表現金需求的增加。對一多角化公司而言，因跨足不同產業，較可避免單一產業經營的風險，在風險被適度分散下，舉債所背負的破產風險較專業經營公司來的低。且從過去文獻可知，因多角化公司的投資機會有限 (Lang & Stulz, 1994; Berger & Ofek, 1995)，相較於專業經營公司，多角化公司所面臨投資不足的問題可能較不嚴重。

同時，公司的經理人是由董事會選出，負責管理企業並做出重要決策，所以股東和經理人間常因投資利益之衝突，而存在不可避免的代理問題 (Agency Problem)。在投資機會有限的情形下，一多角化公司利用舉債來控管公司的自由現金流量，透過定期債務的清償，可減輕經理人對自由現金裁量權，避免或降低過度投資的問題，進而有效降低經理人與股東的代理問題 (Myers, 1977; Stulz, 1990)。所以在自由現金流量假說下，本研究預期公司的普通公司債發行宣告對多角化公司產生的市場累積異常報酬較專業經營公司為高，特別是有過度投資傾向的多角化公司 (低成長機會與高自由現金流量)，預期有較佳的市場評價。

（二）投資機會假說 (Investment Opportunities Hypothesis)

Miller 與 Rock (1985) 指出在有利可圖的投資機會下，外部融資舉債的宣告，隱

臺灣大學學術期刊資料庫

含著公司內部資金無法滿足未來的資金需求。此投資機會假說認為對外融資的宣告，若伴隨著淨現值為正的投資機會，表示即發行債務所獲得利益會大於資金成本，因此宣告對股價的影響應為正面價格效果。因專業經營公司普遍認為比多角化公司有較好的投資機會，所以在此投資機會假說下，本研究預期公司的舉債宣告對專業經營公司產生的市場累積超額報酬，會較多角化公司為高，特別是有投資不足傾向的專業經營公司 (高成長機會與低自由現金流量)，預期有較佳的市場評價。

二、資料來源及統計研究方法

(一) 資料來源

本研究以我國上市上櫃的公司為研究樣本，因考慮公司部門別之營收資料在 1998 年以前並不完整，故採用自 1999 至 2005 年止為本研究的期間。在研究期間，我們從各新聞資料庫共蒐集到 918 家公司有宣告發行公司債的樣本公司，剔除樣本中因宣告日、發債種類及多部門單部門資料不完整的公司。同時若事件發生前後三天內有發生其他財務事件者，也加以剔除，剩下 617 家公司可計算標準化累積異常報酬 (SCAR) 的樣本資料。然而再考慮迴歸分析時所需要的重要財務會計變數 (例如公司成長機會與自由現金流量比例)，最後具備基本財務資料的樣本數為 442 家上市櫃公司，其相關資料來源列述如下：

1. 公司基本資料與財務資料變數：「台灣經濟新報社」資料庫。
2. 公司宣告發行公司債的資料：「聯合知識庫」之資料庫。
3. 公司部門多角化資料：Thomson Financial 的 Worldscope 資料庫中有關台灣地區的上市上櫃公司產業部門的資料及樣本公司每年度財務報表的附註資料之「產業別資訊」相互對照驗證。
4. 產業分類資料：美商鄧白氏標準產業分類碼與行政院主計處出版的「中華民國行業分類代碼」相互對照驗證；內政部中華民國統計資訊網 (2004)「93 年產業關聯表編製報告」。

(二) 統計研究方法

本研究採用標準化累積異常報酬 (SCAR) 作為公司宣告普通公司債發行的股東財富效果的替代變數。因考慮股票報酬率變異數可能呈非常態分配，會影響統計推論的檢定力，所以我們先計算個別股票的超額報酬與累積超額報酬，將個別證券異常報酬率予以標準化 (Standardize) 後，再予平均與累計，所得的數值即為標準化累積異常報酬 (SCAR) (註 [7])。

註 [7] 作者衷心感謝匿名審查委員的指導。詳細計算方式請參考 Patell (1976) 及 Mikkelson 與 Partch (1986) 等。

臺灣大學學術期刊資料庫

三、研究變數衡量

（一）多角化公司超額價值 (Excess Value) 之衡量

本研究在多角化公司超額價值的衡量方面，採用 Berger 與 Ofek (1995) 的產業乘數法計算公司的超額價值，其計算步驟如下：

1. 本研究首先利用 Worldscope 所揭示的產品部門數為判斷公司多角化的依據，當產業部門數大於一者，即為多角化公司。Worldscope 資料庫所揭露的各國產品部門營收資料，資料相對較客觀，因為根據美國的規定，公開交易之公司對旗下部門的營收資產或獲利占公司總營收資產或獲利的 10% 以上者，須揭露相關部門的淨營收、稅前息前盈餘、折舊、資本支出與資產數值，理論上這些部門的營運狀況對公司獲利有一定的影響。除了上述之外，台灣上市櫃公司在公開資訊觀測站中之「各項產品業務營收統計表」，雖有揭露各項產品營收資訊，然並沒有一完整的產業分類對應產品營收，所以若是以台灣現有的資料整理產品部門與營收狀況，容易產生人為偏誤並有失公允。所以本研究另根據樣本公司財務報表的附註資料之「產業別資訊」，來區隔樣本公司的產業部門，若有一個部門與其他部門不同者，則為多角化公司。本研究根據民國八十一年發布的財務會計第 20 號公報「部門別財務資訊之揭露」之『肆、會計準則』第 13 條有關產業別資訊的規定，重要的產業部門資訊須在企業的財務報表中揭露。所謂重要的產業部門仍是指部門收入 (或可辨識資產) 達企業所有各部門收入 (或可辨識資產) 合計數的 10% 以上者。所以我們除了使用 Worldscope 資料庫外，也檢視樣本期間中，樣本公司每年度財務報表的附註資料之「產業別資訊」。我們參考行政院主計處民國 95 年出版「中華民國行業標準分類」(253 個小類)，再認定各部門所屬類別是否相同 (陳瓊蓉，2003)。若有一個部門與其他部門不同，則認定其為多角化公司，否則為專業經營公司。
2. 計算超額價值：利用 Berger 與 Ofek (1995) 的產業乘數法，計算台灣上市櫃公司多角化公司的超額價值。

（二）投資機會的代理變數

本文參考 Chang et al. (2007) 以 Tobin's q 衡量公司的投資成長機會。 其 Tobin's q 的定義如下：

$$Tobin's\ q = \frac{\text{公司資產市值}}{\text{公司資產帳面價值}}$$

$$= \frac{\text{公司權益市值} + \text{特別股價值} + \text{長期負債} - \text{淨營運資金}}{\text{公司資產帳面價值}} \quad (1)$$

臺灣大學學術期刊資料庫

（三）自由現金流量 (Free Cash Flow) 代理變數

另外本文同時參考 Chang et al. (2007)，將自由現金流量比例定義為：

$$= \frac{\text{折舊前營業淨利} - \text{利息費用} - \text{公司稅} - \text{普通股股利} - \text{特別股股利}}{\text{資產帳面價值}} \quad (2)$$

（四）其他控制變數

本研究也參考過去文獻 (Chang et al., 2007; Ruland & Zhou, 2005; 林靜容，1991)，在迴歸分析時，採用獲利能力比例、研發支出比率、公司資產規模、負債比率、債務發行比率與資本支出比率等為控制變數，各變數定義如下。

1. 獲利能力比例 (營收成長率)：作為衡量企業獲利能力之指標。林靜容 (1991) 和吳儀玲 (1993) 指出公司過去年度累積的盈餘越多，則對負債的需求自然會降低，本研究以營收成長率做為獲利能力的代理變數。
2. 研發支出比率：計算研究發展費用占公司總營收比重。Chang et al. (2007) 指出資產的專用性 (Asset Specificity) 會影響公司債權人監督的誘因，當資產的專用性高，債權人對公司資產替代的疑慮較低，發行普通公司債的價值相對較低 (Jackson & Kronman, 1979; Smith & Warner, 1979a, 1979b)。我們參考 Titman 與 Wessels (1988) 和 Chang et al. (2007) 利用研發支出比率做為資產專用性的代理變數。
3. 資產總額：作為衡量企業規模大小之指標。公司規模不同會有不同的破產風險，小規模公司的破產風險較高，本研究預期小公司發行普通公司債時，因投資人要承擔的投資風險較大公司為高，市場投資人的反應較差。本研究中企業規模大小以公司的總資產帳面價值取自然對數來衡量。
4. 負債比率：為衡量企業資本結構與長期占償債能力的指標。參考林靜容 (1991) 之研究，本研究以公司的總負債占總資產比重來衡量。
5. 債務發行比率：宣告發行債務金額占公司總資產比重。從訊息揭露的角度來看，當公司發行債務比率較高時，所能傳遞給市場的訊息也較多 (Miller & Rock, 1985)，所以本研究預期當債務發行比率愈高時，宣告發行公司債的超額報酬也愈高。
6. 資本支出比率：可衡量公司為未來獲利所產生的固定資產支出情況。本研究以公司的資本支出占淨銷貨收入比例來衡量。當一公司的資本支出比率愈高時，本研究預期公司債發行宣告的超額報酬也愈高 (Berger & Ofek, 1995)。

除了多角化公司的超額價值是用在事件發生當年底的金額計算外，其他所有的會計財務變數皆以最靠近事件發生當時的前次會計資料為計算基準，即以事件發生前一年度會計報表的資料為主。

臺灣大學學術期刊資料庫

肆、實證結果分析

一、敘述統計分析

本研究以 1999 至 2005 年台灣股票市場中，有宣告發行普通公司債的上市上櫃公司為研究對象，經整理後共計有 442 個研究樣本。從表 1 的 Panel A 的統計資料中可發現，宣告發行普通公司債的公司多集中在 2003 至 2004 年間，這可能是歷經了 2000 年的網路泡沫後，大部份公司更加審慎地評估投資機會，反映在公司債的發行上，所以可看到 2002 年以前的數量不高，到 2002 年以後才有漸增的情況。表 1 的 Panel B 是整理分析不同公司形態發行普通公司債的原因，研究發現在樣本公司資金需求的原因中，專業經營公司的舉債多半用在擴廠、新增設備上，而多角化公司的資金用途則較分散，除了有擴廠、新增設備的用途外，償還舊債務或用在改善財務結構的資金需求之比例也頗高。若以產業別來看，普通公司債的發行有六成為資訊電子產業公司；次為塑膠橡膠和電機電器產業公司，但比重皆不高。此可能因多數資訊電子公司相較其他產業公司知名度較高、規模大，利用公開市場籌募資金的成本與向銀行、金融機構舉債的成本差異不大，而較有誘因透過金融市場直接取得資金；然而對那些公司知名度較差、規模較小的公司，直接舉債發行公司債的成本可能相對較高，降低其發行普通公司債之誘因 (表 1，Panel C)。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 1 樣本公司宣告發行普通公司債的分布情形

Panel A、樣本公司宣告發行公司債在各年度之樣本分配表

事件年	專業經營公司	多角化公司	所有樣本公司
1999	20	22	42
2000	27	19	46
2001	28	27	55
2002	37	25	62
2003	70	35	105
2004	60	28	88
2005	21	23	44
合計	263	179	442

Panel B、樣本公司宣告發行公司債之原因分析表

	專業經營公司	多角化公司	所有樣本公司
擴大營業 (擴廠)	74	32	106
舉新債還舊債	37	21	58
進入新事業領域	1	9	10
研發投入	3	4	7
對外轉投資	3	4	7
改善財務結構	7	14	21
併購	1	4	5
其他無法分辨之資金需求因素	137	91	228
合計	263	179	442

Panel C、宣告發行公司債之樣本公司產業分布

產業別	家數	百分比
化工	8	1.81%
百貨	12	2.71%
紡織	12	2.71%
塑膠橡膠	26	5.88%
資訊電子	274	61.99%
運輸	20	4.52%
電機電器	24	5.43%
鋼鐵	7	1.58%
營建	7	1.58%
其他	52	11.76%
合計	442	100.00%

資料來源：本研究自行整理。

臺灣大學學術期刊資料庫

我們將樣本公司根據公司的產品部門數是否多於一，將其分成專業經營公司與多角化公司二群樣本，以比較此二類型公司在公司特質上的差異性 (表 2)。由表 2 的結果可看出多角化公司的投資成長機會 (Tobin's q) 比專業經營公司來得顯著為低，但多角化公司的自由現金流量比例比專業經營公司來得顯著為高，這與過去的研究一致 (Lang & Stulz, 1994; Servaes, 1996; Thomas, 2002; Ahn & Denis, 2004)。另外多角化公司的規模 (資產總額) 顯著地比專業經營公司來的高，而其他變數譬如公司獲利情形 (營收成長率)、研發支出比率、與負債比率都沒有明顯地差異。同時我們也比較專業經營公司與多角化公司發行債務比率是否有明顯差異，檢定結果發現債務發行比率也沒有明顯地差別，代表專業經營公司與多角化公司債務發行，在考慮了公司經營規模後，並沒有太大的差別。

表 2　研究樣本依公司組織型態區分的敘述統計

變數	所有樣本公司			專業經營公司			多角化公司			差異	
	樣本數	平均值	中位數	樣本數	平均值	中位數	樣本數	平均值	中位數	平均值	中位數
Tobin's q	442	0.838	0.725	263	0.895	0.754	179	0.752	0.687	0.143***	0.067***
自由現金流量比	442	0.101	0.102	263	0.093	0.097	179	0.111	0.106	-0.018***	-0.010**
營收成長率	442	0.279	0.226	263	0.289	0.227	179	0.265	0.224	0.024	0.003
研發支出比率	394	0.024	0.016	237	0.025	0.016	157	0.022	0.017	0.003	-0.001
資產總額 (百萬元)	442	39,679	12,478	263	32,683	10,829	179	49,959	18,424	-17,276***	-7,595***
負債比率	442	0.159	0.153	263	0.155	0.144	179	0.163	0.161	-0.008	-0.017
債務發行比率	411	0.141	0.116	250	0.147	0.120	161	0.132	0.105	0.015	0.015
資本支出比率	442	0.127	0.074	263	0.116	0.071	179	0.144	0.076	-0.028**	-0.005

註：** 表示達 5% 的統計顯著水準；*** 表示達 1% 的統計顯著水準。

二、單變數分析

我們首先檢視樣本公司在市場公開宣告發行公司債後，在不同宣告期間的股票超額報酬表現之情形。我們同樣也將樣本公司依多角化與專業經營分成兩個組群，觀察不同宣告期間的標準化累積異常報酬表現，所得結果如表 3 所示。

在表 3 中，公司在宣告發行公司債前較長的時期 (譬如 (-30,-2)、(-20,-2)、(-10,-2) 的事件期間)，不論是多角化公司或專業經營公司的標準化累積異常報酬並沒有顯著異於零的情形。我們觀察公司債發行宣告前一或二日到宣告日之事件，整體樣本僅有 SCAR (-1,0) 具 10% 的顯著水準。若我們根據不同性質的公司加以區分，可發現專業經營公司的標準化累積異常報酬 (SCAR (-1,0) 和 SCAR (-2,0)) 均達 5% 的顯著水準，但多角化公司在宣告發行公司債前一或二日到發行當日的標準化累積異常報酬表現

臺灣公司治理協會刊登用

(SCAR (-1,0) 或 SCAR (-2,0))，均未出現顯著異於零的情形。若把觀察的期間拉長到宣告前後期間累積報酬的變化或宣告後較長時間的市場反應，由表 3 可發現，整體樣本的 SCAR 並沒有顯著異於零，且不論是多角化公司或專業經營公司在宣告發行公司債後的標準化累積異常報酬也沒有顯著異於零的現象，本研究結果與 Chang et al. (2007) 等的研究一致。

表 3 樣本公司在市場公開宣告發行公司債，不同宣告期間的標準化累積異常報酬

期間	標準化累積異常報酬 (SCAR) (單位：%)		
	全部樣本	專業經營公司	多角化公司
(-30 , -2)	0.3588	0.2731	0.3788
(-20 , -2)	0.3437	0.4223	0.2461
(-10 , -2)	0.1391	0.0731	0.2351
(-2 , 0)	0.2220	0.3034**	0.1025
(-1 , 0)	0.0655*	0.0873**	0.0339
(-1 , +1)	0.0506	0.1275	-0.0189
(-2 , +2)	0.0256	0.1039	-0.1097
(+2 , +10)	-0.0449	-0.0769	0.0305
(+2 , +20)	-0.0868	0.1188	-0.2741
(+2 , +30)	-0.1541	0.0994	-0.4028

註：* 表示達 10% 的統計顯著水準；** 表示達 5% 的統計顯著水準。

若區分公司經營型態，可發現對專業經營公司公司債發行宣告前一或二日到宣告日之事件窗口，投資人給予顯著的正面評價；反之，對多角化公司的舉債宣告，市場投資人並沒有顯著正面的評價。所以此檢定結果初步支持投資機會假說：因市場投資人普遍認為專業經營公司的投資成長機會較高，當其舉債宣告時，投資人會傾向認為是籌募未來投資計畫所需的資金，應對公司未來的營運有所幫助，而給予正面的評價。反之，對多角化公司而言，市場投資人對多角化公司資金的運用有較多的疑慮，所以不似專業經營公司般給予正面的評價。

表 3 的結果顯示：在宣告日前兩日內，全部樣本公司股票的標準化累積異常報酬並沒有顯著異於零的情形，但專業經營公司的標準化累積異常報酬卻有顯著的變化，為了解造成此一情況之因素，我們接著探討不同公司成長機會 (以 Tobin's q 為代表) 與自由現金流量不同的公司，舉債宣告後對公司股票標準化累積異常報酬表現的影響。我們將樣本公司依據公司成長機會高低與自由現金流量比例高低分組，分別檢視公司宣告發行公司債前一日和前二日的標準化累積異常報酬 (SCAR (-1,0) 和 SCAR

臺灣大學圖書館期刊資料庫

(-2,0)) 情形。

在表 4 的 Panel A 中，我們先依據樣本公司成長機會 (Tobin's q) 的高低將樣本區分成兩組，Tobin's q 值高於樣本中位數者，為高成長機會的公司；反之則為低成長機會的公司。並再根據公司是否專業或多角化經營，比較宣告發行公司債的效果。表 4 Panel B 與 Panel A 作法類似，但是以公司之自由現金流量比例高低做為分組依據。同樣地，自由現金流量比例高於樣本中位數者，為高自由現金流量比例之公司；表 4 Panel C 則同時依據成長機會與自由現金流量來分組，以標準化累積異常報酬 (SCAR (-1,0)) 來分析所得的結果。

同時由表 4 的 Panel A 的結果，我們可發現當公司的成長機會較高，所有樣本公司發行普通公司債有顯著正的標準化累積異常報酬，若公司成長機會不高，所有樣本公司公司債發行的市場反應明顯較差。若分析不同類型公司的舉債效果，我們發現具高成長機會的專業經營公司之舉債宣告，仍有顯著正的異常報酬，但成長機會較高的多角化公司在發行公司債，在市場上並沒有得到投資人太多正面的評價，所以異常報酬並不顯著異於零。此結果初步支持投資機會假說：當公司的成長機會較高，發行公司債的市場反應較佳，且專業經營公司較多角化公司的股票更易受投資人青睞。表 4 的 Panel B 是探討自由現金流量高低對公司債宣告效果的影響，我們發現高自由現金流量比的公司發行公司債時的異常報酬並不顯著大於零，且不同類型公司的發債宣告對市場投資人也沒有造成顯著的影響，亦即異常報酬並不顯著異於零，所以本研究所提出的自由現金流量假說並沒有獲得實證的支持。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 4　樣本公司依據公司成長機會高低與自由現金流量比例高低計算的標準化累積異常報酬比較表 (SCAR (-1,0))

Panel A: 樣本公司依據公司成長機會 (Tobin's q) 高低計算的標準化累積異常報酬比較

SCAR (-1,0) 標準化累積異常報酬 (單位 : %)

變數	高成長機會 (Tobin's q) 值			低成長機會 (Tobin's q) 值		
	樣本數	平均值	中位數	樣本數	平均值	中位數
所有樣本公司	221	0.283**	0.199*	221	-0.152	-0.337**
專業經營公司	138	0.344**	0.213*	125	-0.196*	-0.337*
多角化公司	83	0.183	0.035	96	-0.095	-0.293

Panel B: 樣本公司依據公司自由現金流量比 (FCF) 高低計算的標準化累積異常報酬比較

SCAR (-1,0) 標準化累積異常報酬 (單位 : %)

變數	高自由現金流量 (FCF) 比			低自由現金流量 (FCF) 比		
	樣本數	平均值	中位數	樣本數	平均值	中位數
所有樣本公司	221	0.196	0.073	221	-0.065	-0.340
專業經營公司	125	0.195	0.073	138	-0.010	-0.226
多角化公司	96	0.197	0.101	83	-0.155	-0.429

Panel C: 依據成長機會 (Tobin's q) 高低與自由現金流量 (FCF) 比計算的標準化累積異常報酬比較

SCAR (-1,0) 標準化累積異常報酬 (單位 : %)

變數		高成長機會 (Tobin's q) 值			低成長機會 (Tobin's q) 值		
		樣本數	平均值	中位數	樣本數	平均值	中位數
所有樣本公司	高 FCF	139	0.218	0.168	82	0.159	-0.029
	低 FCF	82	0.395**	0.209*	139	-0.336***	-0.576***
專業經營公司	高 FCF	82	0.261	0.213	43	0.070	-0.199
	低 FCF	56	0.465**	0.235**	82	-0.335**	-0.441**
多角化公司	高 FCF	57	0.156	0.035	39	0.258	0.172
	低 FCF	26	0.243	0.127	57	-0.337**	-0.679**

註：* 表示達 10% 的統計顯著水準；** 表示達 5% 的統計顯著水準；*** 表示達 1% 的統計顯著水準。

在表 4 Panel C 中，我們同時考慮公司成長機會與自由現金流量的效果，就全部樣本公司而言，當成長機會較高且公司本身的自由現金流量低時，公司債發行宣告前一日的市場標準化累積異常報酬表現 (SCAR (-1,0))，其值顯著為正。而當全部樣本公司本身的自由現金流量較高時，不論對高成長機會 (高 Tobin's q 值) 和低成長機會 (低 Tobin's q 值) 的公司而言，在宣告前一日的市場標準化累積異常報酬表現，均無顯著異於零的現象。但當我們根據樣本公司是否為多角化分成兩群組後，發現當公司的成

臺灣博碩士論文知識加值系統

長機會較高時，專業經營公司的宣告期間標準化累積異常報酬表現普遍較多角化公司佳，特別是當專業經營公司的自由現金流量低時，其進行公司債發行宣告前一日至宣告當日的累積報酬顯著為正。另一方面，我們也發現一成長機會低且有低自由現金流量的公司宣告發行公司債時，則有顯著的負標準化累積異常報酬表現。然而對那群成長機會低、現金流量高的公司，發行公司債的市場宣告並沒有產生顯著的負報酬。此結果隱含：當一公司的投資機會不多 (低 Tobin's q 值)，又沒有很多現金流量時，市場對其舉債宣告，可能認定為經營不善或財務危機，所以有顯著負面的評價。然而當一家投資機會低但有充足自由現金流量的公司，或許公司舉債對公司股東而言，可藉由舉債來增加市場債權人監督，以發揮抑制經理人做不效率投資的效果，而有效地降低公司代理問題外 (Jensen, 1986; Stulz, 1990)。另外充足自由現金流量之多角化公司，其未來現金流量的變動較不受投資變動影響下，在市場的舉債宣告較不易被市場投資人認定會產生財務上的危機。此情況下，舉債對債權人產生財務風險的負效果小於降低公司代理問題的正效果，所以市場投資人則不會有明顯的負面評價 (Mao, 2009; D' Mello & Miranda, 2009)。同時我們也發現對同時都是低成長機會與高現金流量的不同類型公司，多角化公司舉債宣告的超額報酬皆為正 (雖不顯著) 但專業經營公司仍有負的超額報酬，可見舉債對代理問題的抑制效果，似乎對多角化公司較為顯著。我們也探討了樣本公司宣告發行公司債前二日到宣告日的標準化累積異常報酬 (SCAR (-2,0))，所得結果與表 4 類似。

三、多變數分析

接著我們利用多元迴歸模型再次驗證我們的研究假說。首先，我們先檢視樣本公司發行普通公司債的宣告期間標準化累積異常報酬表現與公司是否為專業或多角化經營之關聯性。我們設計了一個虛擬變數 (*Dummy*)，當樣本公司為多角化公司時，則此變數值為 1，否則為 0。我們同時也在模型中加入不同的公司特質，探討不同公司型態對宣告發行公司債的樣本公司之標準化累積異常報酬的影響，並將結果呈現在表 5 的 Panel A 與 Panel B 中。在迴歸模型中，不同的模式代表我們在不同迴歸模型中控制了不同的公司特質變數。在表 5 的 Panel A 與 Panel B 的結果中，我們發現在每一模式中，不論放入那些特質變數，我們都發現 *Dummy* 皆顯著為負，此代表一多角化公司，在進行舉債宣告時，其市場標準化累積異常報酬表現明顯地較專業經營公司為低。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 5 公司型態與樣本公司宣告發行普通公司債的標準化累積異常報酬表現之關聯性

變數	Panel A: SCAR (-1,0)			Panel B: SCAR (-2,0)		
	模式 1	模式 2	模式 3	模式 4	模式 5	模式 6
截距項	0.189**	-0.246	-0.387	0.650**	0.406	-0.231
Dummy	-0.319**	-0.249*	-0.394**	-1.103***	-1.060**	-1.132**
Tobin's q		0.473***	0.339**		0.283	0.192
自由現金流量比		0.038	0.508		-0.115	0.925
營收成長率			0.152			0.403
研發支出比率			-1.824			1.508
Ln (資產總額)			-0.008			-0.096
負債比率			2.207***			8.565***
債務發行比率			-0.318			-1.171
資本支出比率			-0.171			0.516
樣本數 (N)	442	442	366	442	442	366
調整後 R^2	0.019	0.034	0.041	0.013	0.020	0.049
F-value	4.80**	6.13***	3.72***	6.99***	3.30***	3.08***

註 1：* 表示達 10% 的統計顯著水準；** 表示達 5% 的統計顯著水準；*** 表示達 1% 的統計顯著水準。
註 2：若公司為多角化公司，則其虛擬變數 Dummy 為 1，否則為 0。

由先前表 4 單變數分析的結果，已顯示出市場不但對專業經營公司與多角化公司宣告發行公司債的反應有明顯的不同，而且也會受到公司成長機會及自由現金流量變化的影響。為了再次確認此一影響，我們再將樣本分組，並設計另外二個虛擬變數：過度投資 (*Overinvest*) 與投資不足 (*Underinvest*) 的虛擬變數，利用多元迴歸模式探討不同型態與不同特質的公司，發行公司債宣告之標準化累積異常報酬表現是否有明顯不同。過度投資的虛擬變數 (*Overinvest*) 為 1，是指成長機會低且自由現金流量高的公司，此類公司未來成長機會雖低，但仍易使用過多的自由現金作過度的投資；而投資不足的虛擬變數 (*Underinvest*) 為 1 時，則是指有高的成長機會但自由現金流量低的公司，此類公司雖然有機會成長，但因自由現金不足，而易成為投資不足的公司。另外，我們也加入專業經營公司的虛擬變數 (*Dummy1*)，當公司為專業經營公司時，則其虛擬變數 *Dummy1* 值為 1，否則為 0。在我們的研究假設下，本研究預期專業經營公司相對有較多的投資成長機會，較有可能因自由現金流量低而出現投資不足的問題；而當一成長機會大的專業經營公司投資不足的問題較大時，其進行舉債宣告，市場愈傾向有正面的評價。另外，一投資機會有限的多角化公司，若有較多的自由現金流量時，則過度投資之問題較易發生，此時公司舉債可有效抑止經理人不適當或過度投資行為，降低代理問題，市場傾向有較正面的評價。

臺灣大學管理學術期刊資料庫

我們利用多元迴歸模式檢視公司有過度投資或投資不足傾向與標準化累積異常報酬表現的關係，結果如表 6 Panel A (應變數為 SCAR (-1,0)) 與表 6 Panel B (應變數為 SCAR (-2,0)) 所示。當我們檢視全體樣本公司的舉債宣告效果時，過度投資 (*Overinvest*) 和投資不足 (*Underinvest*) 的係數多半不顯著 (如模式 1 與模式 5，除了模式 5 的 *Underinvest* 的係數達 10% 顯著水準外)，代表對公司股票標準化累積異常報酬並無顯著的影響關係。但當個別觀察不同型態的樣本公司 (多角化公司與專業經營公司) 後，我們發現：過度投資傾向的多角化公司 (*Overinvest*Dummy*)，其舉債宣告會較其他沒有過度投資問題的多角化公司有較高的標準化累積異常報酬表現，即發行債務宣告時會有較正面的市場評價，此可由表 6 的模式 2 與模式 6 中，多角化公司過度投資的變數 (*Overinvest*Dummy*) 之係數呈顯著為正得到驗證。另一方面，表 6 Panel A 與 Panel B 中，代表專業經營公司投資不足的變數 (*Underinvest*Dummy1*)，其所估計出的係數呈現顯著為正 (如模式 3 與模式 7)，這意會著當高投資成長機會低現金流量的專業經營公司 (*Underinvest*Dummy1*) 發行債務宣告時，代表的是正要投入高成長的投資，相對地市場會有較正面的市場評價，所以估計出的係數呈現顯著為正。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 6　樣本公司宣告發行公司債標準化累積異常報酬表現與公司過度投資和投資不足之關聯性

變數	Panel A: SCAR (-1,0)				Panel B: SCAR (-2,0)			
	模式 1	模式 2	模式 3	模式 4	模式 5	模式 6	模式 7	模式 8
截距項	-0.187	-0.216	-0.153	-0.224	-0.103	-0.284	0.050	-1.036
Dummy	-0.369**	-0.404***	-0.297**	-0.459***	-1.013**	-1.19***	-0.981**	-1.375**
Tobin's q	0.321**	0.409***	0.217	0.298*	0.513	0.010	0.076	0.297
自由現金流量比	0.558	-0.063	0.583	0.408	1.116	3.857	2.285	-0.233
Overinvest	0.073	-0.143	0.099	-0.070	-0.019	-0.864	-0.246	-0.504
Underinvest	0.296	0.240	0.027	-0.074	1.040*	0.456	0.142	0.216
*Overinvest*Dummy*		0.975***		1.075***		3.522***		3.174***
*Underinvest*Dummy1*			0.643*	0.814**			2.500***	2.198**
營收成長率				0.101				0.312
研發支出比率				-2.586				5.210
Ln (資產總額)				-0.018				0.058
負債比率				1.556*				1.518
債務發行比率				-0.304				-1.061
資本支出比率				-0.097				1.048
樣本數 (N)	442	442	442	366	442	442	442	366
調整後 R^2	0.031	0.042	0.034	0.085	0.035	0.068	0.047	0.082
F-value	3.87***	4.25***	3.62***	4.94***	3.82**	6.37***	4.63***	4.85***

註 1：* 表示達 10% 的統計顯著水準；** 表示達 5% 的統計顯著水準；*** 表示達 1% 的統計顯著水準

註 2：若公司為多角化公司，則其虛擬變數 *Dummy* 為 1，否則為 0；若公司為專業經營公司，則其虛擬變數 *Dummy1* 為 1，否則為 0。

註 3：若公司為成長機會低且自由現金流量高的公司，則其虛擬變數 *Overinvest* 為 1，否則為 0；若公司為成長機會高但自由現金流量低的公司，則其虛擬變數 *Underinvest* 為 1，否則為 0。

綜合表 6 的結果，我們可知市場投資人對台灣上市上櫃公司發行公司債之宣告，整體而言，並沒有顯著異於零的市場超額報酬。然而對投資不足的專業經營公司之舉債宣告，市場多予以正面的肯定，而對有過度投資傾向的多角化公司，發行公司債宣告，市場也有較正面的評價。此實證結果與本研究預期相符，因專業經營公司普遍有較低的現金流量，代理問題相對較不嚴重 (可由表 2 的結果可知)，反而是投資不足的問題較普遍。所以當有投資不足傾向的專業經營公司，進行舉債宣告時，市場會認為是在籌募新投資計畫所需的資金，而予以正面的評價。另一方面，一多角化公司當其代理問題較嚴重時，公司舉債可有效阻止經理人不適當或過度投資的行為，可有效降低代理問題，所以當其進行舉債宣告時，市場投資人會予以正面的評價，此結果與 D' Mello 與 Miranda (2009) 及 Mao (2009) 的意涵相似。D' Mello 與 Miranda (2009) 指出

臺灣大學圖書館期刊資料庫

當公司有嚴重的過度投資問題時，舉債可降低經理人保有多餘的現金的意願，並降低其無效率的資本支出，以減緩過度投資的問題。另 Mao (2009) 的研究也指出當公司的成長機會低，現金變動率較不受投資支出變動影響時，公司較有舉債的意願。一多角化公司跨足多產業的經營型式，公司整體的現金流量的變動較單一產業的專業經營公司之現金流量的變動為低 (Lewellen, 1971)，公司舉債後即使沒有投入新的投資計畫，但因此類公司的現金流量較穩定，對市場投資人而言，因不穩定之現金流量導致無法償付債權人債務的風險降低，所以此公司舉債的市場反應相對較正面 (註 [8]) 。

伍、公司發行普通公司債的相關探討

一、普通公司債發行對公司超額價值的影響

在先前的討論中，本文利用市場投資人對公司發行公司債宣告期間所產生的股票標準化累積異常報酬，來探討一公司型態之不同，對舉債宣告之影響。另外，我們也試圖以公司本身之超額價值，來探討公司發行公司債，對多角化公司超額價值的影響。我們以公司宣告發行公司債當年年底的公司超額價值為應變數，參考 Ruland 與 Zhou (2005) 的模型設定，除了用最小平方法進行估計外，也考慮公司債務與公司價值間有內生性的問題，所以另用聯立方程式法求算兩者的關係 (註 [9]) 。

我們將估計結果整理於表 7 中。在表中，我們發現多角化公司 *Dummy* 的係數顯著為負，表示公司多角化經營，普遍有較低的超額價值，此與文獻的結果一致 (Berger & Ofek, 1995; Lang & Stulz, 1994)。另外，本文也發現較高的成長機會 (Tobin's q) 之公司顯著有較高的超額價值，而自由現金流量與公司超額價值間的關係不明顯。另外，當多角化公司負債比率較高時，其公司價值顯著為負，此結果與 Ruland 與 Zhou (2005) 一致。

註 [8] 從本研究在表 1 Panel B 整理的資料可看出，多角化公司舉債大都會述明資金使用目的，其中以擴大營業所佔比例最高，另舉債用來改善財務結構或償還舊債的比例也不低，但整體而言，資料中無述明資金用途的樣本比重較專業經營公司為低。

註 [9] 在聯立方程式下，公司超額價值與公司負債比率模式設定如下：

公司超額價值 $= \alpha + \beta_1$ (多角化虛擬變數) $+ \beta_2$ (Tobin's q) $+ \beta_3$ (自由現金流量比) $+ \beta_4$ (負債比率) $+ \beta_5$ (負債比率)*(多角化虛擬變數) $+ \beta_6$ (公司規模) $+ \beta_7$ (營收成長率) $+ \beta_8$ (研發支出比率) $+ \beta_9$ (資本支出比率) $+ \beta_{10}$ (前一期的公司超額價值) $+ \varepsilon$

負債比率 $= \gamma + \delta_1$ (多角化虛擬變數) $+ \delta_2$ (Tobin'sQ) $+ \delta_3$ (自由現金流量比例) $+ \delta_4$ (公司超額價值) $+ \delta_5$ (多角化虛擬變數)*(公司超額價值) $+ \delta_6$ (公司規模) $+ \delta_7$ (營收成長率) $+ \delta_8$ (研發支出比率) $+ \delta_9$ (資本支出比率) $+ \delta_{10}$ (同產業負債比率) $+ \eta$

臺灣博碩士論文知識加值系統資料庫

表 7 樣本公司之超額價值與公司宣告發行公司債之關聯性

OLS results		Simultaneous Equations	
截距項	-0.340	截距項	-0.346
Dummy	-0.303**	*Dummy*	-0.319**
Tobin's q	0.311***	Tobin's q	0.150**
自由現金流量比	-0.002	自由現金流量比	-0.654
負債比率	-0.376	修正負債比率	-0.437
負債比率 **Dummy*	2.148***	修正負債比率 **Dummy*	2.080**
Ln (資產總額)	0.006	Ln (資產總額)	0.019
營收成長率	0.010	營收成長率	-0.013
研發支出比率	2.299*	研發支出比率	4.785***
資本支出比率	0.321	資本支出比率	0.371
		前一期超額價值	0.623***
樣本數 (N)	239	樣本數 (N)	123
調整後 R^2	0.141	調整後 R^2	0.604
F-value	5.35***	F-value	9.59***

註 1：* 表示達 10% 的統計顯著水準；** 表示達 5% 的統計顯著水準；*** 表示達 1% 的統計顯著水準。

二、普通公司債發行對公司獲利的影響

為了探討公司發行普通公司債後對公司獲利的影響，我們將研究應變數換成公司在事件發生後一年的資產報酬率，探討不同類型 (多角化及專業經營) 公司 (表 8) 與不同特性 (過度投資及投資不足) 公司 (表 9) 發行公司債一年後的獲利表現。表中的 Panel A 是以「樣本公司」的稅後息前淨利除以平均資產總額所得的資產報酬率 (ROA1) 為應變數，Panel B 是以「樣本公司」的稅後息前折舊前淨利除以平均資產總額所得的資產報酬率 (ROA2) 為應變數。由表 8 結果可知，一多角化公司宣告發行公司債，在一年後的資產報酬表現較專業經營公司顯著為差 (*Dummy* 係數顯著為負)，只有當公司的成長機會較高時，不論何種類型的公司皆有顯著正的獲利。

另外，本研究針對樣本公司是否有過度投資或投資不足的特性，公開發行公司債對公司會計績效的影響，也發現一過度投資傾向的多角化公司 (*Overinvest*Dummy*) 的舉債行為會較其他沒有過度投資問題的多角化公司有較高的資產報酬率 (表 9 Panel A 與 Panel B 中的模式 2 與模式 6)；另一方面，投資不足的專業經營公司 (*Underinvest*Dummy1*) 透過舉債籌募資金，不僅可獲得市場投資人較正面的評價外 (如同表 6 的實證結果)，對公司的財務表現也有正面的貢獻 (表 9 Panel A 與 Panel B 中的模式 3 與模式 7)。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 8 公司型態對公司宣告發行公司債後會計績效表現之關聯性

變數	Panel A: ROA1 (year t+1)			Panel B: ROA2 (year t+1)		
	模式 1	模式 2	模式 3	模式 4	模式 5	模式 6
截距項	0.056***	0.019**	0.012	0.089***	0.021**	-0.010
Dummy	-0.018**	-0.021**	-0.021**	-0.023***	-0.021***	-0.025***
Tobin's q		0.025***	0.036***		0.047***	0.048***
自由現金流量比		0.171	0.157		0.272	0.253
營收成長率			0.007			0.005
研發支出比率			-0.224*			-0.127
Ln (資產總額)			0.001			0.003
負債比率			0.054			0.018
資本支出比率			-0.070			0.024
樣本數 (N)	394	394	351	394	394	351
調整後 R^2	0.010	0.058	0.092	0.021	0.195	0.191
F-value	4.96**	9.03***	5.45***	9.29***	12.71***	11.31***

註 1：* 表示達 10% 的統計顯著水準；** 表示達 5% 的統計顯著水準；*** 表示達 1% 的統計顯著水準。

三、公司多角化程度與發行普通公司債的相關性

最後，我們也探討公司多角化程度是否也會影響公司宣告發行普通公司債的市場評價。我們參考 Palepu (1985) 所提出的 entropy measure 計算樣本公司的相關多角化與非相關多角化程度 (註 [10])，並建立一個虛擬變數 (*Dr*)，當樣本公司相關多角化程度大於等於非相關多角化程度時，則設 *Dr* 等於 1，否則為 0。實證結果 (如表 10 所示) 發現 *Dummy*Dr* 估計的係數顯著為正，可知一多角化公司當相關多角化程度愈高時，其舉債宣告有顯著正面的效果，可減輕因多角化造成的負面衝擊。

註 [10] 詳細的計算方法，請參考 Palepu (1985) 的附錄 2 的說明。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 9 公司特性對公司宣告發行公司債後會計績效表現之關聯性

變數	Panel A: ROA1 (year t+1)				Panel B: ROA2 (year t+1)			
	模式 1	模式 2	模式 3	模式 4	模式 5	模式 6	模式 7	模式 8
截距項	0.014	0.009	0.015	-0.019	0.019**	0.021**	0.016*	-0.016
Dummy	-0.021**	-0.029***	-0.031***	-0.033***	-0.021***	-0.027***	-0.016**	-0.033***
Tobin's q	0.024***	0.028***	0.017**	0.027***	0.048***	0.055***	0.041***	0.047***
自由現金流量比	0.180	0.190	0.252	0.250	0.265	0.208	0.306	0.217
Overinvest	0.009	-0.010	0.008	-0.004	0.007	-0.019*	0.006	-0.013
Underinvest	0.012	0.014	0.012	-0.013	0.002	-0.001	-0.011	-0.001
*Overinvest*Dummy*		0.086***		0.076***		0.083***		0.078***
*Underinvest*Dummy1*			0.029***	0.063***			0.051***	0.028*
營收成長率				0.003				0.003
研發支出比率				-0.118				0.007
Ln (資產總額)				0.002				0.004
負債比率				0.005				0.003
資本支出比率				0.015				0.029
樣本數 (N)	394	394	394	351	394	394	394	351
調整後 R^2	0.057	0.132	0.114	0.229	0.192	0.261	0.244	0.308
F-value	5.74***	10.98***	9.45***	9.66***	9.64***	14.19***	12.09***	13.97***

註 1：* 表示達 10% 的統計顯著水準；** 表示達 5% 的統計顯著水準；*** 表示達 1% 的統計顯著水準。

四、考慮產業關聯性對公司多角化與公司發行普通公司債的效果

在以上的分析中，我們參考過去文獻以資料庫的部門別個數來判別該公司是否為多角化公司，並以該公司各部門代碼所對應的產業來判定是否為「相關或非相關多角化」的公司。然而考慮的資料庫資料的完整性與代表性，我們也以部門間產業別是否相同，來判定是否為多角化公司。我們依此方法以重新決定多角化的虛擬變數 *Dummy_new* 值，在此定義下多角化公司的虛擬變數為 1，否則為 0，重新檢視不同公司型態對宣告發行公司債的樣本公司之標準化累積異常報酬的影響，所得結果與表 5 相似。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 10　公司型態、多角化程度與樣本公司宣告發行公司債之標準化累積異常報酬表現之關聯性

變數	Panel A: SCAR (-1,0)			Panel B: SCAR (-2,0)		
	模式 1	模式 2	模式 3	模式 4	模式 5	模式 6
截距項	0.120	-0.222	0.665	0.249	-0.395	2.395
Dummy	-1.141***	-1.069***	-1.091***	-3.651***	-4.018***	-4.774***
*Dummy*Dr*	1.063***	1.046***	1.186***	4.163***	4.660***	5.523***
Tobin's q		0.364**	0.308*		1.009**	1.126**
自由現金流量比		0.153	0.251		-1.895	1.035
營收成長率			0.119			0.203
研發支出比率			-3.909			-9.781
Ln(資產總額)			-0.114*			-0.414**
負債比率			1.870**			6.084**
債務發行比率			-0.501			-1.302
資本支出比率			0.318			1.688
樣本數 (N)	358	358	304	358	358	304
調整後 R^2	0.023	0.035	0.045	0.060	0.073	0.167
F-value	5.24***	4.23***	2.44**	6.40***	8.08***	7.08***

註 1：* 表示達 10% 的統計顯著水準；** 表示達 5% 的統計顯著水準；*** 表示達 1% 的統計顯著水準。

另外，我們除了利用 Palepu (1985) 方法計算樣本公司的相關與非相關多角化程度外，也考慮到在許多公司的營運上，為讓公司獲利極大化，常整合上下游的產業，成為公司新的部門，以降低營運成本。這些上下游的部門，本身皆與公司營運相關，但常因部門代碼之不同，而被認定為非相關多角化。例如美國石油煉製產業 (SIC 前兩碼為 29xx) 與化學產業 (SIC 前兩碼為 28xx)，此兩產業通常有密不可分的關係，但可能就因產業代碼前兩碼的不同，而被區分為非相關多角化 (Fan & Lang, 2000)。單純用產業代碼的前兩碼來判別部門間的相關性並無法客觀描述公司多角化的程度 (Matsusaka, 1993; Fan & Lang, 2000; Fan & Goyal, 2006) (註 [11])。所以我們參考 Fan 與 Lang (2000) 的方法，利用我國行政院主計處所編製的產業關聯表 (Input-output Table)，瞭解國內各產業結構及產業部門間彼此的相互依存度後，可得一產業與上下產業間關聯的程度，重新界定相關多角化的程度。接著我們以年度財務報告附註的部門資料，決定樣本公司與部門所屬產業，再利用上述生產者價格交易關聯程度表所計算總公司與部門對應產業的多角化相關程度代表值，及部門資料間收入的權重，即可決定此公司的多角化

註 [11]　作者衷心感謝匿名審查委員的指導。

臺灣大學學術期刊資料庫

相關程度 (*Dr_new* 值) (註 [12])。我們利用兩個新定義的變數 (*Dummy_new* 和 *Dr_new*)，重新計算表 10 的迴歸分析。我們發現採用新的多角化及多角化相關程度認定標準後，所得結果與前面表 10 的迴歸分析結果類似，但新的多角化虛擬變數 (*Dummy_new*) 及多角化相關程度 (*Dr_new*) 對於標準化累積異常報酬表現的顯著性更為明顯。

陸、結論

本研究提出投資機會假說與自由現金流量假說，檢視台灣上市上櫃公司宣告發行普通公司債的市場反應，並探討不同類型公司 (專業經營公司和多角化公司) 舉債宣告之股票標準化累積異常報酬的差異及其可能影響的因素。本研究採用西元 1999 到 2005 年間台灣上市上櫃公司中有宣告發行普通公司債的公司為研究樣本，利用事件研究法檢測本研究提出的研究假說。

研究結果發現，若將市場投資人因公司債發行宣告所產生的標準化累積異常報酬視為投資人對公司發行債務的評價，則投資人對台灣上市上櫃不同類型公司 (專業經營公司與多角化公司) 的舉債宣告有顯著差別。對專業經營公司而言，當公司債宣告發行時，市場會有正面的評價，特別是具有高成長機會、低自由現金流量的公司，具有顯著正向的標準化累積異常報酬表現。然而，對多角化公司而言，當公司債宣告發行時，市場投資人的評價較為保守。當多角化公司的成長機會與自由現金流量均低時，所進行的舉債宣告，會有顯著負的標準化累積異常報酬。

另外多元迴歸分析的結果，首先顯示多角化公司宣告發行普通公司債對股票標準化累積異常報酬有顯著負向之關係。另外當多角化公司有過度投資 (低成長機會且自由現金流量高) 的問題時，其舉債宣告會較其他沒有過度投資問題的多角化公司有較佳的標準化累積異常報酬表現。且對專業經營公司而言，若該公司有投資不足 (高成長機會且自由現金流量低) 的疑慮時，發行債務宣告會有較正面的市場評價。

最後，我們也探討舉債宣告對公司超額價值與會計績效的影響，實證發現當多角化公司的舉債對超額價值有顯著正相關，當公司成長機會較高，公司的會計績效也較佳。我們同時以資料庫的部門數與財務報表中的「產業別資訊」，分別判定是否為多角化公司；並分別採用 entropy measure 及產業關聯表 (Input-output Table) 等方法，來判定樣本公司相關與非相關多角化。本研究結果顯示，不論採用那種方法，對代理問題較嚴重 (成長機會低且自由現金流量高) 的多角化公司而言，舉債均可有效控制代理成本，使市場負面的評價較不明顯，且之後的會計績效也顯著較佳。

註 [12] 我們依據主計處民國 98 年底所公告之「93 年產業關聯表編製報告」，依國內主要 49 個產業部門為標準，分別計算「生產者價格交易關聯程度表」，任何兩個對應產業投入或產出交易百分比的平均值 (Fan & Lang, 2000) 為計算兩兩產業垂直相關程度 (V_{ij})；在取得個產業相關程度後，再利用各部門的營收 (j) 加權計算與主要部門 (i) 的總合相關程度則為一公司的相關多角化程度 ($\sum_j (w_j \times V_{ij})$)。詳細的計算方法，請參考 Fan 與 Lang (2000) 附表的說明。

臺灣博碩士論文知識加值系統 期刊資料庫

參考文獻

內政部中華民國統計資訊網，2004，「93 年產業關聯表編製報告」，http://www.stat.gov.tw，搜尋日期 : 2010 年 1 月 11 日。(Website of Ministry of the Interior, R.O.C. (Taiwan). 2004: ***2004 Input-Output Table***. http://www.stat.gov.tw. Accessed Jan. 11, 2010.)

王克陸、彭雅惠，2001，「代理成本與企業融資決策 - 台灣上市公司的驗證」，管理與資訊學報，6 期 : 頁 1-13。(Wang, Keh-Luh, & Peng, Ya-Hui. 2001. Agency cost and business financing policy: Evidence from Taiwan listed firms. ***Journal of Management and Information***, 6: 1-13.)

江亮龍，2000，台灣地區上市公司舉債的行為對長期股價報酬影響之研究，國立臺灣科技大學管理研究所未出版之碩士論文。(Chiang, Liang-Lung. 2000. ***The performance of long-run stock returns following issues of straight debt in Taiwan's stock market***. Unpublished master's thesis, Graduate Institute of Business Administration, NTUST.)

吳儀玲，1993，可轉換公司債發行公司之特徵探討，國立臺灣大學財務金融研究所未出版之碩士論文。(Wu, Yi-Lin. 1993. ***A research into the attributes of convertible bond issuing companies***. Unpublished master's thesis, Graduate Institute of Finance, NTU.)

林靜容，1991，我國可轉換公司債發行之決定因素及其影響公司價值之實證研究，國立中央大學財務管理研究所未出版之碩士論文。(Lin, Jing-Rong. 1991. ***An empirical study on the determinants of convertible bond issues and its impact on firm valuation***. Unpublished master's thesis, Graduate Institute of Finance Management, NCU.)

陳瓊蓉，2003，上市公司監理機制、多角化策略與績效關聯性之研究，國立政治大學企業管理研究所未出版之博士論文。(Chen, Chiung-Jung. 2003. ***Governance mechanisms, corporate diversification, and firm performance: An empirical analysis of Taiwanese TSE-listed firms***. Unpublished doctoral dissertation, Graduate Institute of Business Administration, NCCU.)

許志豪，2009，發行動機與公司成長性對上市公司發行普通公司債宣告效果影響之研究，國立臺灣大學會計學研究所未出版之碩士論文。(Hsu, Chih-Hao. 2009. ***The announcement effect of straight debt issues: The impact of issuer motivation and growth***. Unpublished master's thesis, Graduate Institute of Accounting, NTU.)

許美滿、吳壽山、鍾惠民、林怡群，2004，「控制股東代理問題對公司價值之影響與舉債之監督效果分析」，會計與公司治理， 1 卷 2 期 : 頁 67-90。(Hsu, Mei-

臺灣大學學術期刊資料庫

Maun, Wu, Sou-Shan, Chung, Hui-Min, & Lin, Yi-Qun. 2004. Ownership structure, firm value and monitoring effects of debts: Evidence from Taiwan. ***Journal of Accounting and Corporate Governance***, 1 (2): 67-90.)

葉銀華、邱顯比，1996，「資本結構、股權結構與公司價值關聯性之實證研究—代理成本理論」，臺大管理論叢，7 卷 2 期 : 頁 57-89。(Yeh, Yin-Hua, & Chiu, Shean-Bii. 1996. Ownership structure, capital structure, and firm value: A study of agency theory on Taiwan stock market. ***NTU Management Review***, 7 (2): 57-89.)

Ahn, S., & Denis, D. J. 2004. Internal capital markets and investment policy: Evidence from corporate spinoffs. ***Journal of Financial Economics***, 71 (3): 489-516.

Anderson, R. C., Bates, T. W., Bizjak, J. M., & Lemmon, M. L. 2000. Corporate governance and firm diversification. ***Financial Management***, 29 (1): 5-22.

Berger, P. G., & Ofek, E. 1995. Diversification's effect on firm value. ***Journal of Financial Economics***, 37(1): 39-65.

Chang, S. C., Chen, S. S., Hsing, A., & Huang, C. W. 2007. Investment opportunities, free cash flow, and stock valuation effects of secured debt offerings. ***Review of Quantitative Finance and Accounting***, 28 (2): 123-145.

Chaplinsky, S., & Hansen, R. S. 1993. Partial anticipation, the flow of information and the economic impact of corporate debt sales. ***Review of Financial Studies***, 6 (3): 709-732.

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

Comment, R., & Jarrell, G. A. 1995. Corporate focus and stock returns. ***Journal of Financial Economics***, 37 (1): 67-87.

Dann, L. Y., & Mikkelson, W. H. 1984. Convertible debt issuance, capital structure change and financing related information: Some new evidence. ***Journal of Financial Economics***, 13 (2): 157-186.

Dichev, I. D., & Piotroski, J. D. 1999. The performance of long-run stock returns following issues of public and private debt. ***Journal of Business Finance and Accounting***, 26 (9/10): 1103-1132.

Dittmar, A., & Shivdasani, A. 2003. Divestitures and divisional investment policies. ***Journal of Finance***, 58 (6): 2711-2743.

D' Mello, R., & Miranda, M. 2009. Long-term debt and overinvestment agency problem. ***Journal of Banking and Finance***, 34 (2): 324-335.

臺灣大學學術期刊資料庫

Eckbo, B. E. 1986. Valuation effects of corporate debt offerings. ***Journal of Financial Economics***, 15 (1/2): 119-151.

Fan, J. P. H., & Goyal, V. K. 2006. On the patterns and wealth effects of vertical mergers. ***The Journal of Business***, 79 (2): 877-902.

Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. 2000. The measurement of relatedness: An application to corporate diversification. ***The Journal of Business***, 73 (4): 629-660.

Hadlock, C. J., Ryngaert, M., & Thomas, S. 2001. Corporate structure and equity offerings: Are there benefits to diversify. ***The Journal of Business***, 74 (4): 613-635.

Hansen, R., & Crutchley, C. 1990. Corporate earnings and financings: An empirical analysis. ***The Journal of Business***, 63 (3): 347-471.

Jackson, T. H., & Kronman, A. T. 1979. Secured financing and priorities among creditors. ***Yale Law Journal***, 88 (6): 1143-1182.

Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. ***American Economic Review***, 76 (2): 323-329.

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.

Jewell, J., & Livingston, M. B. 1997. The long-run performance of firms issuing bonds. ***Journal of Fixed Income***, 7 (2): 61-66.

John, K., & Ofek, E. 1995. Asset sales and increases in focus. ***Journal of Financial Economics***, 37 (1): 105-126.

Kim, W. S., & Sorensen, E. H. 1986. Evidence on the impact of the agency costs of debt policy. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, 21 (2): 131-144.

Lang, L. H. P., & Stulz, R. M. 1994. Tobin's q, corporate diversification and firm performance. ***Journal of Political Economy***, 102 (6): 1248-1280.

Lewellen, W. G. 1971. A pure financial rationale for the conglomerate merger. ***Journal of Finance***, 26 (2): 521-537.

Maloney, M. T., McCormick, R. E., & Mitchell, M. L. 1993. Managerial decision making and capital structure. ***The Journal of Business***, 66 (2): 189-217.

Mao, C. X. 2009. Interaction of debt agency problems and optimal capital structure: Theory and evidence. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, 38 (2): 399-423.

Martin, J. D., & Sayrak, A. 2003. Corporate diversification and shareholder value: A survey of recent literature. ***Journal of Corporate Finance***, 9 (1): 37-57.

Matsusaka, J. G. 1993. Takeover motives during the conglomerate merger wave. ***Rand Journal of Economics***, 24 (3): 357-379.

臺灣大學圖書館期刊資料庫

Mikkelson, W. H., & Partch, M. M. 1986. Valuation effects of security offerings and the issuance process. ***Journal of Financial Economics***, 15 (1/2): 31-60.

Miller, M. H., & Rock, K. 1985. Dividend policy under asymmetric information. ***Journal of Finance***, 40 (4): 1031-1051.

Modigliani, F., & Miller, M. H. 1958. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. ***American Economic Review***, 48 (3): 261-297.

_____. 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. ***American Economics Review***, 53 (3): 433-443.

Montgomery, C. 1994. Corporate diversification. ***Journal of Economic Perspectives***, 8 (3): 163-178.

Myers, S. C. 1977. Determinants of corporate borrowing. ***Journal of Financial Economics***, 5 (2): 147-175.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. ***Journal of Financial Economics***, 13 (2): 187-221.

Palepu, K. 1985. Diversification strategy, profit performance and the entropy measure. ***Strategic Management Journal***, 6 (3): 239-255.

Patell, J. M. 1976. Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: Empirical tests. ***Journal of Accounting Research***, 14 (2): 246-276.

Rajan, R., Servaes, H., & Zingales, L. 2000. The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment. ***Journal of Finance***, 55 (1): 35-80.

Ruland, W., & Zhou, P. 2005. Debt, diversification and valuation. ***Review of Quantitative Finance and Accounting***, 25 (3): 277-291.

Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. 2000. The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment. ***Journal of Finance***, 55 (6): 2537-2564.

Servaes, H. 1996. The value of diversification during the conglomerate merger wave. ***Journal of Finance***, 51 (4): 1201-1225.

Shin, H. H., & Stulz, R. M. 1998. Are internal capital markets efficient. ***Quarterly Journal of Economics***, 113 (2): 531-552.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1988. Managerial entrenchment: The case of manager specific investment. ***Journal of Financial Economics***, 25 (1): 123-139.

Smith, C. W., & Warner, J. B. 1979a. Bankruptcy, secured debt and optimal capital structure: Comment. ***Journal of Finance***, 34 (1): 247-251.

_____. 1979b. On financial contracting: An analysis of bond covenants. ***Journal of***

臺灣大學學術期刊資料庫

Financial Economic, 7 (2): 117-161.

Stein, J. 2003. Agency, information and corporate investment. In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), ***Handbook of the economics of finance***, 1 (1): 111-165. Amsterdam, Holland: Elsevier.

Stulz, R. M. 1990. Managerial discretion and optimal financing policies. ***Journal of Financial Economics***, 26 (1): 3-27.

Thomas, S. 2002. Firm diversification and asymmetric information: Evidence from analysts' forecasts and earning announcements. ***Journal of Financial Economics***, 64 (3): 373-396.

Titman, S., & Wessels, R. 1988. The determinants of capital structure choice. ***Journal of Finance***, 43 (1): 1-19.

Villalonga, B. 2000. ***Matching BITS to COMPUSTAT: Towards richer data for large sample research within firms***. Manuscript, Anderson Graduate School of Management, University of California.

_____. 2004. Diversification discount or premium? New evidence from the business information tracking series. ***Journal of Finance***, 59 (2): 479-506.

Whited, T. M. 2001. Is it inefficient investment that causes the diversification discount. ***Journal of Finance***, 56 (5): 1667-1691.

臺灣大學學術期刊資料庫

作者簡介

陳一如

國立臺灣大學財務金融博士，目前任職於元智大學管理學院財金學系助理教授。主要研究領域為公司多角化、公司治理、公司理財。

臺灣大學學術期刊資料庫

臺灣大學學術期刊資料庫