

# 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

許美滿

致理技術學院財務金融系

吳壽山

長庚大學管理學院

鍾惠民

交通大學財務金融研究所

林怡群

北區國稅局台北縣分局

## 摘要

本文旨在以 La Porta et al. (1999) 最終控制股東衡量法，探討我國上市公司控制股東代理問題對公司價值之影響，並開創國內先例，分析對外舉債是否能發揮監督功能。實證結果發現：控制股東存在與否，不影響公司價值；控制股東以金字塔結構或交叉持股方式增加控制權之比率不高，故控制權與現金流量請求權間之偏離程度大小，並不影響公司價值，唯若控制股東參與管理時，將降低公司價值；在 ROA 衡量基準下，以家族與政府部門類型為最終控制股東者，均能增加公司價值。此外，亦發現代理問題存在時，公司對外舉債確能增加公司價值，其中又以發行擔保公司債之資金募集方式，最能發揮監督功能。

關鍵字：現金流量請求權、控制股東、代理成本、公司價值



# **Ownership Structure, Firm Value and Monitoring Effects of Debts: Evidence from Taiwan**

Mei-Maun Hseu

Department of Finance, Chihlee Institute of Technology

Sou-Shan Wu

College of Management, Chang Gung University

Huimin Chung

Graduate Institute of Finance, National Chiao Tung University

Yi Qun Lin

Northern Taiwan Province, National Tax Administration

## **Abstract**

Using data of Taiwan stock market, this article investigates the influences of controlling shareholders' agency problem on corporate performance by using ultimate controlling shareholders approach. The hypothesis that debt would reduce agency costs is also examined. The empirical results show that controlling shareholders do not expropriate corporate values. Evidences do not support the proposition that some controlling shareholders would influence corporate performance by utilizing pyramid ownership structures and cross-holding to separate voting and cash flow rights. However, the corporate value would decrease if controlling shareholders involved in management. Our results also reveal that debt mitigate the loss from those misaligned incentives.

**Keywords:** Cash flow rights; Controlling shareholder; Agency costs; Firm values



## 壹、前言

Jensen 與 Meckling (1976) 提出有關股權分散公司管理者與股東間存在代理問題之代理理論後，後續相關文獻發現代理問題不但存在於股權較分散之歐美國家，亦存在於股權較集中之東南亞各國。Claessens、Djankov、Fan and Lang (1999) 與 Johnson、Boone、Breach and Friedman (2000) 甚至認為，不良公司監理機制是 1997 年亞洲金融風暴發生主因之一。在此金融風暴中，台灣雖受創不大，然而，在台灣證券市場快速成長過程中，因法規制度之未臻完善，諸多代理問題乃因應而生，控制股東代理問題成為公司治理之重要課題。

代理問題因股權結構不同而異，公司價值受影響之情形亦隨之不同。La Porta、Lopez-de-Silanes 與 Shleifer (1999) 發現，內部股東有較高控制權之公司，其公司價值較高；Shleifer 與 Vishny (1986) 認為，大股東監督管理階層可提高公司價值；Wiwattanakantang (2001) 亦指出，控制股東存在時，控制股東會以監督者立場，來增加公司價值。然而，Claessens et al. (1999) 與 Lemmon and Lins (2003) 却認為，因控制權集中，使現金流量請求權與控制權乖離之上市公司，公司價值降低。至於參與管理方面，Wiwattanakantang (2001) 發現，控制股東參與管理時，則會降低公司價值。台灣上市公司大部分屬家族型控股公司，董事會也多數由最大家族所掌控 (葉銀華，1999)。在控制股東以金字塔結構或交叉持股方式擴張其控制權下，公司價值是否受到影響，本文試圖以台灣上市公司為例，分析在不同股權結構下，控制股東與公司價值間之關係。

Jensen 與 Meckling (1976) 另指出，代理問題不僅存在於股東與管理者之間，亦存在於債權人與股東之間。Jensen (1986, 1993)、Stulz (1990)、Hart and Moore (1995)、Zweibel (1996) 與 Stein (2003) 認為，舉債可以抑制自利管理者之過度投資行為。然而，並非所有舉債都具有相同的抑制過度投資能力。La Porta et al. (2002a, 2003) 認為，新興市場因家族或政府掌控銀行，使國內短期債務契約抑制過度投資之能力較低。Ross (1977) 指出，公司會向高財務品質要求之國際銀行借款，俾向投資人透露其財務品質具一定水準。是故，在訊號理論下，若舉債類型所具監督能力愈高，則舉債愈能增加公司價值，也連帶使股東價值提高。Harvey、Lins 與 Roper (2004) 認為，國內舉債之監督能力較弱，而國際聯貸型債務則因所需揭露資訊較多、審核條件較嚴，以及財務報表依循之會計準則不同，監督能力相對較強。

近年來，台灣上市公司之控制股東，除透過金字塔結構或交叉持股方式擴張其控制權外，於股市熱絡時，更利用自身持有之股票質押取得資金，再投入股市或成立新公司，或是以借殼上市方式，在兩家公司間從事交叉持股或資產交易等利己行為，以炒高股票價格。一旦股價大幅下跌時，為免遭融通銀行斷頭，即挪用公司資金，為自身持有之股票護盤，在跌勢不止情形下，掏空公司資產，公司價值降低，不但使少數股東權益受損，亦連帶使債權人求償無門，如東隆五金、新巨群、廣三集團、博達等。有鑑於國內既存文獻就公司對外舉債時，債權人承擔監督公司責任之相關研究仍付之闕如，因此，本文亦試圖分析控制權與現金流量權偏離時，對外舉債是否影響公司價值，並探討在不同舉債方式下，股東價值是否受影響。

本文主要貢獻有四：(1)除探討一定控制權下，控制股東對公司價值之影響外，本研究進一步分析在不同控制程度下，控制股東對公司價值之影響；(2)除分



析控制股東有參與管理時，對公司價值之影響外，本研究並探討在不同控制程度下，控制股東有參與管理對公司價值之影響；(3)除家族型控制股東外，並分析政府部門類型之最終控制股東對公司價值之影響；(4)本文開創國內先例，分析台灣上市公司是否能藉由對外舉債來降低代理問題，並進而使公司價值與股東價值增加。

本文除前言外，第二節為相關文獻探討，第三節為研究方法，第四節為實證資料與實證結果分析，第五節則為結論。

## 貳、 相關文獻

Jensen 和 Meckling (1976) 在股權分散架構下，檢視公司所有權（管理者所擁有）自殘餘求償權（外部股東所擁有）分離之間問題時發現，若公司所有權分散時，由於管理者並非百分之百擁有該公司，其所創造之財富並非全由自己享有，而是部份歸由他人享有。此外部股東與管理者間之利益衝突，不僅可能使管理者不會盡其所能來極大化公司價值，甚至可能使其花費更多特權消費 (perquisites)，轉嫁由外部股東負擔。為確保管理者能以股東最大利益為依歸，代理成本（如監督管理者行為所產生的費用）因而產生。此外，Jensen 與 Meckling (1976) 亦指出，代理問題不僅存在於股東與管理者之間，亦存在於債權人與股東之間。一般而言，債權人之所以願意將資金貸放予公司，乃是考量公司現有之資產風險程度與資本結構，及公司未來前景後所做之決定。若股東將舉債資金不當使用時，將損及債權人之權益，債權人與股東間之代理問題亦因而產生。

自 Jensen 與 Meckling (1976) 提出上述代理理論後，引發學術上對代理問題相關主題之關注。茲將控制股東型態、控制股東股權結構與公司價值、以及對外舉債與公司價值、股東價值間之關係等相關文獻分述如后：

### 一、控制股東型態

股權分散公司因所有者與管理者不同，代理問題主要存在於股東與管理者之間。反觀股權較集中之公司，因主要股東可有效控制公司，代理問題則轉移至控制股東與小股東之間 (Shleifer and Vishny, 1997)。實證文獻發現，多數國家之上市公司，其所有權與管理權並未完全分離。Shleifer and Vishny (1986) 與 Morck、Shleifer and Vishny (1988) 認為，即使在美國，仍有部分上市公司，其股權集中於家族與富有者手中。La Porta、Lopea-de-Silanes、Shleifer 與 Vishny (1998) 發現，在已開發與未開發之 49 個國家樣本中，即使是前十大非金融業上市公司，其股權結構集中程度遠超乎原先預期。La Porta、Lopea-de-Silanes 與 Shleifer (1999) 以 27 個成熟國家之大型上市公司為研究對象，發現股權結構傾向趨於集中，且多數公司存在控制股東 (controlling shareholder)，其中以家族型控制股東最為普遍。Claessens、Djankov 與 Lang (2000) 分析東亞 9 國 2,980 家上市公司時發現，三分之二以上之公司，受單一股東所控制，且 60% 之公司管理權與家族型控制股東有關。Fan 和 Wong (2002) 調查東亞七國（日本除外）1,350 家上市公司之股權結構發現，其平均投票權為 27%，且 70% 上市公司之最終控制者為家族。Lemmon 與 Lins (2003) 以東亞八國超過 800 家上市公司為研究對象，發現上市公司之管理階層與家族成員平均擁有公司約 26% 的控制權，且其中屬於最大控制權之管理

階層即約佔三分之二。葉銀華（1999）指出，台灣上市公司中，76%是家族型控股公司，董事會則有 66.45%由最大家族所掌控。

## 二、控制股東股權結構與公司價值

La Porta et al. (1998, 1999)、Claessens et al. (1999) 與 Lemmon 與 Lins (2003) 認為，若上市公司股權過於集中時，內部股東（控制股東與管理者）會利用金字塔結構（pyramid structure）、交叉持股（cross-holding）或參與管理方式，增強其控制權，造成控制權與現金流量請求權嚴重偏離。Claessens et al. (1999) 指出，因控制權集中，使現金流量請求權與控制權乖離之上市公司，公司價值降低。然而，Shleifer 與 Vishny (1986) 認為，大股東監督管理階層可提高公司價值；La Porta、Lopez-de-Silanes 與 Shleifer (1999) 以 27 個富有國家中 300 家以上之公司為研究對象時發現，內部股東有較高控制權之公司，其公司價值較高。此外，Wiwattanakantang (2001) 發現，泰國大部分公司股東使用增加控制權機制所造成控制權與現金流量請求權偏離情形並不普遍。在控制權與現金流量請求權並未分離下，無法將掏空公司資產之成本外部化，因此，控制股東會以監督者立場，來增加公司價值。亦即，控制股東存在時，公司價值增加。但發現若控制股東參與管理時，則會降低公司價值，尤其以控制權介於 25% 至 50% 之間者，最為顯著。Lemmon 與 Lins (2003) 發現，東亞國家大部分公司，其管理者即使只具有很低的現金流量請求權，但仍能有效控制公司，進行各項對自己或關係企業有利之投資，並進而掏空公司資產，使公司價值降低。

台灣上市公司之控制股東，除透過金字塔結構或交叉持股方式擴張其控制權外，於股市熱絡時，更利用股票質押方式擴張其信用。因此，控制股東之股票質押比率愈高，隱含股市熱絡時，控制股東可能藉由個人之高度財務槓桿操作投資股票。一旦股價大幅下跌時，為免遭融通銀行斷頭，控制股東即可能挪用公司資金，進行護盤，在跌勢不止情形下，公司資金不當耗用，公司價值降低，進而使少數股東權益受損。為檢驗我國上市公司股權結構與公司價值間之關係，本文提出以下四大假說：

假說 1：控制股東之存在與公司價值有關

假說 2：控制股東參與管理與公司價值有關

假說 3：最終控制股東型態與公司價值有關

假說 4：使用增加控制權機制與公司價值有關

## 三、對外舉債與公司價值、股東價值間之關係

Jensen 和 Meckling (1976) 認為，公司有債權人存在時，可以減少代理成本。Jensen (1986, 1993), Stulz (1990), Hart and Moore (1995) 與 Zweibel (1996) 認為，舉債可以抑制自利管理者之過度投資行為。Stein (2003) 亦指出，當公司有債務負擔時，控制股東會在既有現金流量下，評估其所有投資計畫後，做出最適投資決策，以免有過度投資情形發生。然而，並非所有舉債都具有相同的抑制過度投資能力。以短期債務而言，管理者雖然於到期再融資時，須經常面臨資本市場之詳



查，然而，此類型債務讓管理者可藉由與外部資本市場間資訊交換之際，揭露其公司之財務品質 (Diamond, 1984, 1991a; Flannery, 1986; Lummer 與 McConell, 1989; Hart 與 Moore, 1995)。Harvey、Lins 與 Roper (2004) 進一步將公司舉債依監督能力分類，認為國內舉債之監督能力較弱，而國際聯貸型之債務則因所需揭露資訊較多、審核條件較嚴，以及財務報表依循之會計準則不同，監督能力相對較強。Ross (1977) 指出，公司會調整其財務結構，藉財務品質之改善，以期與自利之管理者有所區別。因此，公司會向高財務品質要求之國際銀行借款，俾向投資人透露其財務品質具一定水準。是故，在訊號理論下，投資人會視舉債類型來判斷公司價值，若舉債類型所具監督能力愈高，則舉債愈能增加公司價值，也連帶使股東價值提高。為檢驗我國上市公司對外舉債與公司價值、股東價值間之關係，本文提出以下二大假說：

假說 5：公司對外舉債與公司價值有關

假說 6：公司對外舉債與股東價值有關

## 參、 研究方法

為分析控制股東代理問題與公司對外舉債對公司價值與股東價值之影響，茲依序將本文所建構多元迴歸模型中各變數之衡量方法、定義與實證模型介紹如后：

### 一、 控制股東之衡量

為瞭解上市公司之股權結構，除辨認公司最終控制股東之型態外，尚須衡量最終控制股東之控制權與現金流量請求權。

#### 1. 控制股東之型態

本文依國際證券交易所聯合會 (International Federation of Stock Exchanges, FIBV) 對會員國股權結構之分類標準，將樣本分為：(1) 國內個人投資者；(2) 國內機構投資者，包括保險公司、退休基金、銀行與投資公司；(3) 國內非金融機構，包括股份有限公司與信託；(4) 公共部門，包括政府及其代理人、公營機構；(5) 外國機構及個人等五大類，以區分國內與國外之最終控制者對公司價值之影響。

#### 2. 控制權與現金流量請求權

有鑑於台灣上市公司之股東，多數經由金字塔結構或公司間交叉持股方式，控制公司並增強其控制權，<sup>1</sup>是故，本文衡量股東控制權時，將同時考量直接控制與間接控制所持有之股權。依 La Porta et al. (1999) 之定義，所謂「直接控制」，係指登記在最終控制股東名下之投票權，而「間接控制」則係指登記在其他公司

<sup>1</sup> 所謂金字塔結構，係指最終控制股東透過 A 公司控制 B 公司者稱之；交叉持股則係指金字塔結構中之 B 公司又持有 A 公司股權者稱之。

名下，但該公司卻是由同一最終控制股東所控制者。而依 Fan 與 Wong (2002) 之定義，前述最終控制股東係指擁有至少 5% 投票權，且其投票權並未被其他人所控制之股東，當符合條件之股東不只一人時，則以擁有投票權比率最高之股東為最終控制股東。若公司無最終控制股東時，則歸類為股權分散公司。

本文參考 Claessens et al. (1999) 直接控制與間接控制之衡量方式，以圖 1 說明控制權與現金流量請求權之計算方式。若甲家族擁有 A 上市公司 20% 股權，而 A 上市公司擁有 B 上市公司 50% 股權，因此甲家族擁有 B 上市公司 20% 之控制權(取 20% 與 50% 兩者較小者)<sup>2</sup>，以及 10% 之現金流量請求權 ( $20\% \times 50\%$ )，而其現金流量槓桿為 2 ( $20\% / 10\%$ )。

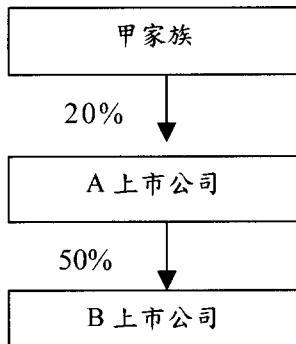


圖 1 甲家族對 A、B 上市公司之控制流程圖

倘若控制股東有交叉持股情形時，如圖 2 所示，甲家族分別擁有 A 上市公司 20% 投票權與 B 上市公司 50% 投票權，而 A 上市公司持有 B 上市公司 15% 投票權，B 上市公司亦持有 A 上市公司 10% 投票權。依 Claessens et al. (1999) 之定義，以投票權 10% 作為控制股東之判定標準時，甲家族為 A 上市公司之最終控制股東，甲家族所擁有之控制權為 30%，其中直接控制權為 20%，間接控制權為 10% (取 50% 與 10% 兩者較小者)；甲家族所擁有之現金流量請求權為 25%，其中直接持有者為 20%，間接持有者為 5% ( $50\% \times 10\%$ )；現金流量槓桿則為 1.2 ( $30\% / 25\%$ )。

<sup>2</sup> 甲家族擁有 A 上市公司 20% 之股權屬直接控制權；擁有 B 上市公司 20% 之股權則屬間接控制權，計算間接控制權時須取控制鏈（公司間持股關係）中最小股權為之。



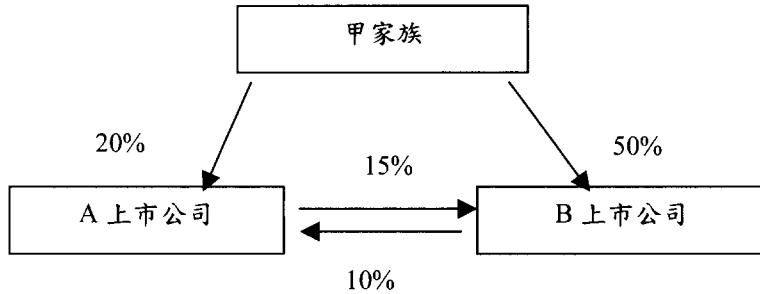


圖 2 甲家族對 A、B 上市公司之交叉持股控制流程圖

## 二、公司與股東價值之衡量

本文除參考 Mock et al. (1988)、Fan and Wong (2002) 與 Lemmon and Lins (2003)，以市場績效指標 Tobin's Q 衡量公司價值外，為考量控制股東對公司價值之危害情形，本文另以總資產報酬率 (return on assets, ROA) 衡量公司價值：<sup>3</sup>

$$\text{Tobin's } Q_i = (\text{i 公司期末權益市值} + \text{i 公司負債帳面價值}) / \text{i 公司資產帳面價值}$$

$$i = 1, \dots, n \text{ 家公司}$$

$$\text{ROA} = \text{稅前息前淨利} / \text{總資產}$$

至於股東價值之衡量方面，則參考 Harvey et al. (2004)，以累積異常報酬 (cumulative abnormal return, CAR) 衡量之。由於資料來源取自公開說明書，僅當公司欲上市、增資發行新股或發行公司債時，始發行公開說明書，因此，並非每家上市公司每年均有公開說明書可供參考，故本文無法以 Panel Data 進行分析，而改採事件研究法為之。以 6 天之事件視窗 (包括舉債宣佈前一日、宣佈日與宣佈日其後四天) 計算 CAR；估計期則是以宣佈日前 20 個交易日之前的 120 個交易日來衡量。

## 三、變數定義

茲將本文實證模型中之各變數定義如下：

<sup>3</sup> Wiwattanakantang (2001) 指出，控制股東對公司價值之危害會同時反應在資產負債表與損益表上。

1. 公司價值 ( $FV$ )：以 ROA 與 Tobin's Q 衡量；
2. 控制股東 ( $CS$ )：分控制權達 20% 之控制股東( $CS_0$ )、控制權為 20% 至 50 % 之控制股東( $CS_1$ )與控制權為 50% 至 100% 之控制股東( $CS_2$ )；
3. 現金流量槓桿( $CFL$ )：以控制股東之控制權除以現金流量請求權衡量，分控制權為 0% ( $CFL_0$ )與控制權為 100% ( $CFL_{100}$ )兩種。當控制股東對名目投資公司之控制權為 0% 時，變數為  $CFL_0$ ；而當控制股東對名目投資公司之控制權為 100% 時，變數則設定為  $CFL_{100}$ 。<sup>4</sup>
4. 有控制權且參與管理之控制股東 ( $CSM$ )：分控制權達 20% 且參與管理之控制股東 ( $CSM_0$ )、控制權為 20% 至 50% 且參與管理之控制股東 ( $CSM_1$ )與控制權為 50% 至 100% 且參與管理之控制股東 ( $CSM_2$ )；
5. 公司成立期間 ( $LAGE$ )：自成立至 91 年底止，取自然對數衡量；
6. 公司市值 ( $LMV$ )：為年底流通在外股數乘以每股期末收盤價，取自然對數衡量；
7. 廣告研發費用率 ( $RDE$ )：為廣告費用加上研發費用後，除以營業收入淨利而得；<sup>5</sup>
8. 負債比率 ( $DA$ )：以  $t$  年年初 i 公司總負債除以總資產衡量；分短期負債比率 (SDA)與長期負債比率 (LDA)；
9. 控制股東之類型 ( $CSTYPE$ )：有家族、股份有限公司、政府部門與外國機構；

#### 四、 實證模型

本文依股權結構與對外舉債建構不同之多元迴歸模式如下：

<sup>4</sup> 參考蔡信夫、鍾惠民、林詩韻 (2003)做法，取 0 與 100 兩個極端值。

<sup>5</sup> Bradley, Jarrel and Kim (1984) 指出，廣告與研發費用乃管理當局之權衡性成本，故廣告密集度與研發費用可顯示一公司之投資不足問題。其以 1962 至 1981 期間之 25 個產業中 851 家公司進行實證，發現廣告密集度及研發費用與公司成長率呈正向關係。Chan, Martin, and Kensinger (1990) 與 Zantout and Tsetsekos (1994) 認為研發費用增加之宣告，使股東預期公司成長機會增加，推升股價之結果，公司價值乃因而提高。Zantout (1997) 發現，能增加股東異常報酬之新增研發費用與負債比率間呈顯著正向關係。Garen 與 Harjoto (2000) 分析公司股權集中性時，以研究發展費用做為公司監督成本之替代變數，認為研發廣告費用愈高，公司價值愈大。因此，本文將廣告與研發費用率設定為控制變數之一。



## 1. 股權結構效果

### (1) 控制股東對公司價值之影響

La Porta et al. (1999) 指出，擁有一公司 20%投票權之股東，即可有效控制該公司；Wiwattanakantang (2001) 分析控制股東參與管理效應時，將控制權分為 25% 至 50%，50% 至 75% 與 75% 至 100% 三類，發現控制股東參與管理時，公司價值降低，其中尤以控制權介於 25% 至 50% 之間者最為顯著。因此，為瞭解不同控制權下最終控制股東之控制效果，本文首先以式(1)分析控制權達 20% 之控制股東對公司價值之影響；其次，將控制權分成 20% 至 50% 與 50% 至 100% 兩類，以式(2)分析兩類控制股東對公司價值之影響：

$$FV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CS_{0,it} + \alpha_2 LAGE_{it} + \alpha_3 LMV_{it} + \alpha_4 RDE_{it} + \alpha_5 DA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} FV_{it} = & b_0 + b_1 CS_{1,it} + b_2 CS_{2,it} + b_3 LAGE_{it} + b_4 LMV_{it} + b_5 RDE_{it} \\ & + b_6 DA_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

式中， $i=1,\dots,n$  家公司； $t=86,\dots,89$  年

### (2) 使用增加控制權機制對公司價值之影響

在使用增加控制權機制下，為避免金字塔結構或交叉持股方式影響控制股東之控制權，本文以現金流量槓桿 (CFL) 分析控制股東之控制權與現金流量請求權間之偏離程度對公司價值之影響，並進一步分析在不同控制程度下，使用增加控制權機制對公司價值之影響。

$$\begin{aligned} FV_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 CS_{0,it} + \alpha_2 CFL_{0,it} + \alpha_3 LAGE_{it} + \alpha_4 LMV_{it} + \alpha_5 RDE_{it} \\ & + \alpha_6 DA_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} FV_{it} = & b_0 + b_1 CS_{0,it} + b_2 CFL_{100,it} + b_3 LAGE_{it} + b_4 LMV_{it} + b_5 RDE_{it} \\ & + b_6 DA_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} FV_{it} = & c_0 + c_1 CS_{1,it} + c_2 CS_{2,it} + c_3 CFL_{0,it} + c_4 LAGE_{it} + c_5 LMV_{it} \\ & + c_6 RDE_{it} + c_7 DA_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

$$FV_{it} = d_0 + d_1 CS_{1,it} + d_2 CS_{2,it} + d_3 CFL_{100,it} + d_4 LAGE_{it} + d_5 LMV_{it} \\ + d_6 RDE_{it} + d_7 DA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

### (3) 控制股東參與管理對公司價值之影響

所謂參與管理，係指最終控制股東擔任所控制公司之董事長或總經理。下列式 (7) 分析控制股東參與管理對公司價值之影響，式 (8) 則分析在不同控制程度下，控制股東參與管理對公司價值之影響。

$$FV_{it} = a_0 + a_1 CS_{0,it} + a_2 CSM_{0,it} + a_3 CFL_{0,it} + a_4 LAGE_{it} + a_5 LMV_{it} \\ + a_6 RDE_{it} + a_7 DA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$FV_{it} = b_0 + b_1 CS_{0,it} + b_2 CSM_{0,it} + b_3 CFL_{100,it} + b_4 LAGE_{it} + b_5 LMV_{it} \\ + b_6 RDE_{it} + b_7 DA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

$$FV_{it} = c_0 + c_1 CS_{0,it} + c_2 CSM_{1,it} + c_3 CSM_{2,it} + c_4 CFL_{0,it} + c_5 LAGE_{it} \\ + c_6 LMV_{it} + c_7 RDE_{it} + c_8 DA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

$$FV_{it} = d_0 + d_1 CS_{0,it} + d_2 CSM_{1,it} + d_3 CSM_{2,it} + d_4 CFL_{100,it} + d_5 LAGE_{it} \\ + d_6 LMV_{it} + d_7 RDE_{it} + d_8 DA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

### (4) 不同控制股東類型對公司績效之影響

控制股東依 FIBV 分類標準分類後，分析不同類型之最終控制股東對公司價值之影響。

$$FV_{it} = a_0 + a_1 CSTYPE_{it} + a_2 CFL_{it} + a_3 LAGE_{it} + a_4 LMV_{it} \\ + a_5 RDE_{it} + a_6 DA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

## 2. 對外舉債效果

學理上認為，公司對外舉債時，因監督功能得以發揮，故可降低代理成本：



### (1) 當控制權與現金流量權偏離時，對外舉債對公司價值之影響

Jensen 與 Meckling (1976) 認為，公司對外舉債時，債權人會負起監督公司之責，因之，本文分析當公司存在代理問題時，公司對外舉債能發揮監督功能，進而增加公司價值。

$$FV_{it} = a_0 + a_1 CFL_{0,it} + a_2 DA_{it} + a_3 DA_{it} \times CFL_{0,it} + a_4 LAGE_{it} \\ + a_5 LMV_{it} + a_6 RDE_{it} + a_7 DA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

$$FV_{it} = b_0 + b_1 CFL_{100,it} + b_2 DA_{it} + b_3 DA_{it} \times CFL_{100,it} + b_4 LAGE_{it} \\ + b_5 LMV_{it} + b_6 RDE_{it} + b_7 DA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (13)$$

$$FV_{it} = c_0 + c_1 CFL_{0,it} + c_2 SDA_{it} + c_3 LDA_{it} + c_4 \times SDA_{it} \times CFL_{it} \\ + c_5 LDA_{it} \times CFL_{0,it} + c_6 LAGE_{it} + c_7 LMV_{it} + c_8 RDE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (14)$$

$$FV_{it} = d_0 + d_1 CFL_{100,it} + d_2 SDA_{it} + d_3 LDA_{it} + d_4 \times SDA_{it} \times CFL_{it} \\ + d_5 LDA_{it} \times CFL_{100,it} + d_6 LAGE_{it} + d_7 LMV_{it} + d_8 RDE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (15)$$

### (2) 舉債類型對股東價值之影響

$$CAR_{it} = a_0 + a_1 CFL_{0,it} + a_2 LAGE_{it} + a_3 LMV_{it} + a_4 RDE_{it} \\ + a_5 DA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (16)$$

$$CAR_{it} = a_0 + a_1 CFL_{100,it} + a_2 LAGE_{it} + a_3 LMV_{it} + a_4 RDE_{it} \\ + a_5 DA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (17)$$



## 肆、 實證結果分析

### 一、 實證資料

本文以 1997 年至 2000 年間曾發行公開說明書之台灣上市公司為研究對象，基於產業特性，剔除金融與保險業，在考量資料之完整性後，全部樣本共計 303 筆。資料來源取自公開說明書、年報與台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal, TEJ)。

### 二、 基本統計分析

依 Lins (2003) 之定義，將控制權達 20% 之股東設定為控制股東。由表 1 顯示，全部樣本 303 家上市公司中，具控制股東者為 183 家 (60.40%)。其中，以家族型之控制股東比重最高，約佔 86.34%；其次則為政府類型之控制股東，約佔 7.65%。在 183 家具控制股東身份之上市公司中，參與管理者有 100 家，約佔 54.64%，且全部屬於家族型之控制股東。

表 1 控制股東型態

	家數	參與管理		未參與管理	
		家數	%	家數	%
全部樣本	303	165	54.46	138	45.54
具控制股東之上市公司	183	100	54.64	83	45.36
家族	158	100	63.29	58	36.71
股份有限公司	2	-	-	2	100.00
政府	14	-	-	14	100.00
外資	9	-	-	9	100.00
股權分散公司	120	-	-	-	-

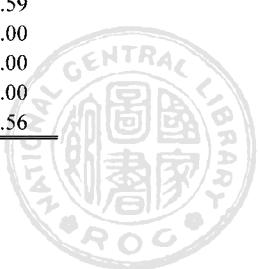
資料來源：上市公司公開說明書，本研究整理。

表 2 列示控制股東使用金字塔結構或交叉持股控制機制之情形。在 183 家具控制股東身份之上市公司中，未使用金字塔結構或交叉持股方式增強其控制權之上市公司約佔一半 (54.10%)。使用交叉持股之上市公司僅佔 1.09%，使用金字塔結構者則佔 38.25%。由此可知，為增強控制能力，控制股東多數採金字塔結構。

表 2 控制股東和其控制機制

控制股東類型	未使用控制機制 (1)		使用交叉持股 (2)		使用金字塔結構 (3)		(2) 與 (3) 併用	
	家數	%	家數	%	家數	%	家數	%
家族	80	50.63	2	1.27	64	40.51	12	7.59
股份有限公司	1	50.00	0	0.00	1	50.00	0	0.00
政府	13	92.86	0	0.00	1	7.14	0	0.00
外資	5	55.56	0	0.00	4	44.44	0	0.00
合計	99	54.10	2	1.09	70	38.25	12	6.56

資料來源：上市公司公開說明書，本研究整理。



方式進行，此結果與 La Porta et al. (1999) 及 Wiwattanakantang (2001) 之研究結果一致。

由表 3 基本統計資料顯示，在 303 家全部樣本中，除成立時間外，控制股東之公司與無控制股東之公司兩者間並無太大差異。表 4 列示績效變數之統計資料，全部樣本之 ROA (7.10%) 與 Tobin's Q (1.36) 雖較控制股東樣本之 ROA (6.81%) 與 Tobin's Q (1.32) 為高，隱含無控制股東之公司績效相對較高。然而，若區分控制股東之類型時發現，控制股東屬於股份有限公司與外資類型者，其 ROA (10.96% 與 9.92%) 與 Tobin's Q (1.54 與 1.44) 均較全部樣本為高。

表 3 基本統計量

變數	全樣本		控制股東		無控制股東	
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數
市值 (百萬元)	19,775.46	5,097.60	19,414.69	4,746.66	20,134.79	5,493.57
公司成立時間	25.73	25.09	27.54	28.34	23.07	21.21
負債比率	0.37	0.37	0.38	0.38	0.36	0.36
廣告研發費用率	0.02	0.02	0.02	0.01	0.03	0.02

資料來源：台灣經濟新報資料庫，上市公司公開說明書。

表 4 績效變數之統計量

	ROA (%)		Tobin's Q	
	平均數	中位數	平均數	中位數
全樣本	7.10	6.70	1.36	1.13
有控制股東之上市公司	6.81	6.42	1.32	1.14
家族	6.45	6.24	1.31	1.11
股份有限公司	10.96	10.96	1.54	1.54
政府	8.36	9.45	1.33	1.15
外商	9.92	8.59	1.44	1.47
股權分散公司	7.53	7.26	1.41	1.12

資料來源：台灣經濟新報資料庫，上市公司公開說明書，本研究整理。

表 5 列示經由大眾傳播媒體及上市公司公開說明書整理而得之上公司舉債相關資料，由於單一銀行借款金額相較銀行聯貸為小，且大眾傳播媒體亦較少披露，故單一銀行借款樣本僅有一筆，本研究將之剔除不作分析。

表 5 舉債之型態及基本統計量

舉債類型	有擔保公司債		無擔保公司債		銀行聯貸	
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數
公司市值 (百萬元)	57,270.19	12,904.20	26,975.74	8,789.73	46,024.73	18,870.25
負債比率 (%)	48.69	48.33	45.71	44.20	44.43	45.97
短期負債比率 (%)	20.66	20.37	27.07	21.84	19.37	14.95
長期負債比率 (%)	23.60	21.81	14.22	12.00	20.04	20.15

資料來源：台灣經濟新報資料庫。

### 三、多元迴歸分析

從上述基本統計資料一窺梗概後，本文進一步以前節所建構之多元迴歸模型，進行代理問題存在下之股權結構效果與舉債效果分析：

#### 1. 股權結構效果

表 6 列示控制股東對公司績效之影響，首先以式 (1) 分析控制權達 20% 之控制股東( $CS_0$ )對公司價值之影響發現，其參數值  $a_1$  為正但不顯著 (ROA 為 0.002；Tobin's Q 為 0.0455)，隱含控制股東存在與否並不影響公司價值。其次，為瞭解不同程度控制權對公司價值之影響是否有所差異，本文將控制權分成 20% 至 50% ( $CS_1$ ) 與 50% 至 100% ( $CS_2$ ) 兩類後發現，式 (2) 以 ROA 衡量公司績效時，控制權為 20% 至 50% 之係數 ( $b_1 = -0.0037$ ) 為負值但不顯著；唯當控制權大於 50% ( $CS_2$ ) 時，控制權對公司價值呈現正的且顯著 ( $b_2 = 0.024$ ) 之影響，隱含控制權達 50% 以上時，控制股東之存在能增加公司價值。至於其他控制變數方面，兩種績效衡量指標所得結果雷同，但值得一提的是，廣告研發費用率 RDE 與 ROA 存在負且顯著的關係 ( $a_4 = -0.1967$ ； $b_5 = -0.207$ )，顯示廣告研發費用率不具監督功能，故無法提高公司價值，與 Garen and Harjoto (2000) 不一致。

表 6 控制股東對公司績效之迴歸分析

	ROA		Tobin's Q	
	迴歸式(1)	迴歸式(2)	迴歸式(1)	迴歸式(2)
Intercept	0.135 (4.172)**	0.132 (4.119)**	0.2973 (0.748)	0.2904 (0.729)
$CS_0$	0.002 (0.236)		0.0455 (0.540)	
$CS_1$		-0.0037 (-0.521)		0.0328 (0.373)
$CS_2$		0.024 (2.198)**		0.0987 (0.729)
$LAGE$	-0.074 (-4.109)**	-0.0733 (-4.137)**	-0.6909 (-3.152)**	-0.6904 (-3.146)**
$LMV$	0.011 (4.707)**	0.0112 (4.910)**	0.2493 (8.467)**	0.2502 (8.471)**
$RDE$	-0.1967 (-2.177)**	-0.207 (-2.309)**	1.2764 (1.154)	1.2525 (1.130)
$DA$	-0.155 (-6.432)**	-0.156 (-6.555)**	-0.5478 (-1.856)*	-0.5512 (-1.865)*
$R^2$	0.2078	0.2232	0.2168	0.2148

註：1. 回歸式(1)： $FV_{it} = a_0 + a_1 CS_{0,it} + a_2 LAGE_{it} + a_3 LMV_{it} + a_4 RDE_{it} + a_5 DA_{it} + \varepsilon_{it}$

2. 回歸式(2)： $FV_{it} = b_0 + b_1 CS_{1,it} + b_2 CS_{2,it} + b_3 LAGE_{it} + b_4 LMV_{it} + b_5 RDE_{it} + b_6 DA_{it} + \varepsilon_{it}$

\*\*\* 與 \*\* 分別代表顯著水準為 5% 與 10%；() 內為 t 統計量。



為比較控制股東使用金字塔結構或交叉持股方式增加控制權對公司價值之影響，本文增加控制股東對名目投資公司控制權為 0% 及 100% 之變數  $CFL_0$  與  $CFL_{100}$ 。依表 7 顯示， $CFL_0$  與  $CFL_{100}$  之係數多數為正但均不顯著，亦即，不支持控制股東使用增加控制權機制(如金字塔結構或交叉持股)會降低公司價值之論點，此結果與 Lins (2003) 一致。另參考 Wiwattanakantang (2001) 以金字塔結構變數分析對公司價值之影響，所得結果類似。至於其他控制變數方面，公司成立時間、負債比率及公司市值變數與公司價值之關係，兩種績效衡量指標所得結果亦十分雷同，唯廣告研發費用率 RDE 與 ROA 存在負且顯著的關係，顯示廣告研發費用率仍不具監督功能。

表 7 不同控制程度下偏離存在時控制股東對公司績效之迴歸分析

	ROA				Tobin's Q			
	迴歸式 (3)	迴歸式 (4)	迴歸式 (5)	迴歸式 (6)	迴歸式 (3)	迴歸式 (4)	迴歸式 (5)	迴歸式 (6)
Intercept	0.133 (4.039)**	0.135 (4.161)**	0.129 (3.979)**	0.133 (4.109)**	0.261 (0.651)	0.319 (0.800)	0.253 (0.627)	0.312 (0.782)
$CS_0$	0.001 (0.132)	0.002 (0.239)			0.064 (0.739)	0.052 (0.617)		
$CS_1$		-0.004 (-0.553)	-0.004 (-0.514)				0.050 (0.551)	0.040 (0.448)
$CS_2$		0.023 (2.066)**	0.024 (2.194)**				0.129 (0.929)	0.105 (0.777)
$CFL_0$	0.0004 (0.436)	0.0002 (0.191)		-0.012 (-1.220)			-0.013 (-1.271)	
$CFL_{100}$		0.0001 (0.054)	0.0001 (0.050)		0.010 (0.980)			0.010 (0.978)
$LAGE$	-0.071 (-3.938)**	-0.073 (-4.102)**	-0.071 (-3.966)**	-0.073 (-4.130)**	-0.676 (-3.051)**	-0.697 (-3.175)**	-0.675 (-3.045)**	-0.695 (-3.169)**
$LMV$	0.012 (4.656)**	0.012 (4.668)**	0.012 (4.870)**	0.012 (4.870)**	0.252 (8.512)**	0.246 (8.318)**	0.254 (8.523)**	0.247 (8.322)**
$RDE$	-0.200 (-2.215)**	-0.201 (-2.211)**	-0.210 (-2.337)**	-0.207 (-2.302)**	1.263 (1.137)	1.313 (1.186)	1.236 (1.110)	1.289 (1.162)
$DA$	-0.155 (-6.330)**	-0.153 (-6.320)**	-0.156 (-6.435)**	-0.157 (-6.536)**	-0.524 (-1.753)*	-0.565 (-1.911)*	-0.527 (-1.762)*	-0.569 (-1.920)*
$R^2$	0.2016	0.2052	0.2162	0.2206	0.2169	0.2166	0.2152	0.2147

註：1. 迴歸式(3)： $FV_{it} = a_0 + a_1 CS_{0,it} + a_2 CFL_{0,it} + a_3 LAGE_{it} + a_4 LMV_{it} + a_5 RDE_{it} + a_6 DA_{it} + \varepsilon_{it}$

2. 迴歸式(4)： $FV_{it} = b_0 + b_1 CS_{0,it} + b_2 CFL_{100,it} + b_3 LAGE_{it} + b_4 LMV_{it} + b_5 RDE_{it} + b_6 DA_{it} + \varepsilon_{it}$

3. 迴歸式(5)： $FV_{it} = c_0 + c_1 CS_{1,it} + c_2 CS_{2,it} + c_3 CFL_{0,it} + c_4 LAGE_{it} + c_5 LMV_{it} + c_6 RDE_{it} + c_7 DA_{it} + \varepsilon_{it}$

4. 迴歸式(6)： $FV_{it} = d_0 + d_1 CS_{1,it} + d_2 CS_{2,it} + d_3 CFL_{100,it} + d_4 LAGE_{it} + d_5 LMV_{it} + d_6 RDE_{it} + d_7 DA_{it} + \varepsilon_{it}$

\*\*\* 與 \*\* 分別代表顯著水準為 5% 與 10%；()為 t 統計量。

表 8 列示控制股東之參與管理對公司價值之影響。從 ROA 來看， $CSM_0$  之係數為負且顯著 ( $a_2 = -0.019$  ;  $b_2 = -0.018$ )，隱含控制股東參與管理時，對公司價值有顯著負面影響。若進一步將控制股東分類後發現，控制權在 20% 至 50% ( $CSM_1$ )時，控制股東之參與管理對公司價值之影響仍顯著為負 ( $c_2 = -0.024$  ;  $d_2 = -0.023$ )，唯當控制權超過 50% ( $CSM_2$ )時，控制股東之參與管理對公司價值具有正向作用，但不顯著。另從 Tobin's Q 觀察，不論控制程度高低，控制股東參與管理之係數為正但均不顯著。此結果與 Wiwattanakantang (2001) 所得結果一

致。至於其他控制變數方面，公司成立時間、負債比率及公司市值變數與公司價值之關係，兩種績效衡量指標所得結果亦十分雷同，唯廣告研發費用率與 ROA 存在負且顯著的關係，顯示廣告研發費用率仍不具監督功能。

表 8 不同控制程度下控制股東參與管理對公司績效之迴歸分析

	ROA				Tobin's Q			
	迴歸式 (7)	迴歸式 (8)	迴歸式 (9)	迴歸式 (10)	迴歸式 (7)	迴歸式 (8)	迴歸式 (9)	迴歸式 (10)
Intercept	0.137** (4.197)	0.14** (4.315)	0.138** (4.175)	0.139** (4.292)	0.226 (0.563)	0.279 (0.701)	0.226 (0.560)	0.279 (0.698)
$CS_0$	0.011 (1.315)	0.011 (1.373)	0.011 (1.316)	0.011 (1.339)	-0.013 (-0.128)	-0.029 (-0.286)	-0.013 (-0.128)	-0.029 (-0.286)
$CSM_0$	-0.019** (-2.166)	-0.018** (-2.066)			0.141 (1.336)	0.152 (1.459)		
$CSM_1$			-0.024** (-2.699)	-0.023** (-2.606)			0.138 (1.240)	0.149 (1.355)
$CSM_2$			0.003 (0.234)	0.004 (0.307)			0.151 (0.878)	0.162 (0.949)
$CFL_0$	0.001 (0.303)		0.0002 (0.311)		-0.044 (-1.136)		-0.011 (-1.134)	
$CFL_{100}$		0.0001 (0.073)		0.0001 (0.069)		0.010 (0.969)		0.010 (0.967)
$LAGE$	-0.070** (-3.841)	-0.071** (-4.014)	-0.069** (-3.857)	-0.071** (-4.013)	-0.692** (-3.122)	-0.712** (-3.251)	-0.691** (-3.117)	-0.712** (-3.246)
$LMV$	0.011** (4.385)	0.011** (4.397)	0.011** (4.494)	0.011** (4.507)	0.257** (8.623)	0.252** (8.451)	0.257** (8.602)	0.252** (8.431)
$RDE$	-0.203** (-2.252)	-0.202** (-2.245)	-0.210** (-2.332)	-0.204** (-2.276)	1.279 (1.152)	1.324 (1.198)	1.276 (1.147)	1.321 (1.193)
$DA$	-0.159** (-6.524)	-0.157** (-6.50)	-0.160** (-6.607)	-0.160** (-6.681)	-0.449 (-1.642)	-0.529* (-1.786)	-0.493 (-1.641)	-0.529* (-1.785)
$R^2$	0.2115	0.2138	0.2194	0.2216	0.2190	0.2196	0.2163	0.2170

註：1. 迴歸式(7)： $FV_{it} = a_0 + a_1 CS_{0,it} + a_2 CSM_{0,it} + a_3 CFL_{0,it} + a_4 LAGE_{it} + a_5 LMV_{it} + a_6 RDE_{it} + a_7 DA_{it} + \varepsilon_{it}$

2. 迴歸式(8)： $FV_{it} = b_0 + b_1 CS_{0,it} + b_2 CSM_{0,it} + b_3 CFL_{100,it} + b_4 LAGE_{it} + b_5 LMV_{it} + b_6 RDE_{it} + b_7 DA_{it} + \varepsilon_{it}$

3. 迴歸式(9)： $FV_{it} = c_0 + c_1 CS_{0,it} + c_2 CSM_{1,it} + c_3 CSM_{2,it} + c_4 CFL_{0,it} + c_5 LAGE_{it} + c_6 LMV_{it} + c_7 RDE_{it} + c_8 DA_{it} + \varepsilon_{it}$

4. 迴歸式(10)： $FV_{it} = d_0 + d_1 CS_{0,it} + d_2 CSM_{1,it} + d_3 CSM_{2,it} + d_4 CFL_{100,it} + d_5 LAGE_{it} + d_6 LMV_{it} + d_7 RDE_{it} + d_8 DA_{it} + \varepsilon_{it}$

\*\*\* 與 \*\* 分別代表顯著水準為 5% 與 10%；() 內為 t 統計量。

從表 9 不同控制股東型態對公司價值之影響觀察，僅當以 ROA 分析時，控制股東之存在始能增加公司價值。至於公司成立時間、負債比率與公司價值等其他控制變數之結果仍與表 8 所述相同。



表 9 不同控制股東型態對公司價值之影響<sup>a</sup>

	ROA	Tobin's Q
家族	0.104 (3.550)**	0.118 (0.334)
股份有限公司	0.117 (3.501)	0.534 (1.323)
政府	0.099 (2.903)**	-0.217 (-0.528)
外資	0.131 (3.634)**	0.029 (0.067)
LAGE	-0.059 (-3.492)**	-0.598 (-2.959)**
LMV	0.012 (5.00)**	0.262 (8.902)**
RDE	-0.189 (-2.073)**	1.040 (0.947)
DA	-0.147 (-6.077)**	-0.599 (-2.050)**
$R^2$	0.6415	0.8070

註：1. 迴歸式(11)： $FV_{it} = a_1 \text{CSTYPE}_{it} + a_3 \text{LAGE}_{it} + a_4 \text{LMV}_{it} + a_5 \text{RDE}_{it} + a_6 \text{DA}_{it} + \epsilon_{it}$

式中 CSTYPE 為控制股東之類型，有家族、股份有限公司、政府及外資。

“\*\*”與“\*”分別代表顯著水準為 5% 與 10%；()內為 t 統計量。

## 2. 對外舉債效果

學理上認為，公司對外舉債時，債權人會擔負起對公司監督之責，代理成本下降，公司價值亦因而增加。依表 10 顯示，控制股東對名目投資公司無控制權 ( $CFL_0$ ) 時，僅式 (14) Tobin's Q 下之係數顯著為負 ( $c_1 = -0.056$ )；當控制股東對名目投資公司之控制權為 100% 時，不論就 ROA 或 Tobin's Q 而言，變數  $CFL_{100}$  之係數雖仍為負值，但不顯著。然而，當控制變數為負債比率 (DA) 時，多數為負且顯著，且不論係短期負債 (SDA) 或係長期負債 (LDA)，對公司價值均為負的影響。此結果顯示現金流量槓桿和公司價值呈負相關，與 Harvey et al. (2004) 結論相同，亦即，控制股東之控制權與現金流量請求權偏離會降低公司價值。

負債比率和現金流量槓桿之相乘數是用來檢驗當控制股東之控制權和現金流量請求權分離時，公司對外舉債對公司價值的影響，其值為正數時，表示舉債能增加公司價值並減緩代理問題。在績效衡量指標為 Tobin's Q 下，負債比率與現金流量槓桿相乘所得變數 ( $DA \times CFL_{100}$ ) 之係數 ( $b_3 = 1.076$ ) 為正且顯著；若進一步將負債比率分成短期負債比率與長期負債比率時， $SDA \times CFL_0$  與  $SDA \times CFL_{100}$  之係數為正且顯著，顯示不論控制權為何，公司對外舉借短期債務，可減緩代理問題，此結果與 Diamond (1984, 1991a)、Flannery (1986)、Lummer 與 McConell (1989)、以及 Hart 與 Moore (1995) 之結論相同。

表 6、7、8 與 10 中 ROA 迴歸式之截距項均呈現顯著情形，隱含在長期經營下，公司已累積一定之無形價值，此無法由各迴歸式之控制變數所完全掌握者。



表 10 舉債類型對公司績效之迴歸分析

	ROA				Tobin's Q			
	迴歸式 (12)	迴歸式 (13)	迴歸式 (14)	迴歸式 (15)	迴歸式 (12)	迴歸式 (13)	迴歸式 (14)	迴歸式 (15)
Intercept	0.140 (2.771)**	0.152 (2.384)**	0.113 (1.895)*	0.146 (2.116)**	1.421 (2.061)**	0.420 (0.799)	-0.205 (-0.327)	-0.213 (-0.395)
$CFL_0$	0.004 (1.286)		0.001 (0.298)		0.003 (0.063)		-0.056 (-1.743)*	
$CFL_{100}$		-0.028 (-1.218)		-0.019 (-1.033)		-0.224 (1.168)		-0.098 (-0.669)
$DA$	-0.102 (-2.080)**	-0.253 (-2.682)**			-0.013 (-0.020)	-2.081 (-2.685)**		
$SDA$			-0.110 (-1.636)	-0.175 (-1.858)*			-0.031 (-0.044)	-0.745 (-1.015)
$LDA$			-0.102 (-1.519)	-0.112 (-0.778)			-1.113 (-1.570)	-2.444 (-2.173)**
$DA \times CFL_0$	-0.004 (-0.583)				0.013 (0.127)			
$DA \times CFL_{100}$		0.073 (1.399)				1.076 (2.515)**		
$SDA \times CFL_0$			0.012 (0.966)				0.3788 (2.833)**	
$SDA \times CFL_{100}$				0.051 (1.185)				0.718 (2.132)**
$LDA \times CFL_0$			-0.015 (-1.326)				-0.249 (-2.125)**	
$LDA \times CFL_{100}$				-0.043 (-0.496)				0.703 (1.034)
$LAGE$	-0.113 (-2.884)**	-0.072 (-1.504)	-0.100 (-2.360)**	-0.100 (-2.170)**	-1.707 (-3.203)**	-0.132 (-0.337)	-0.558 (-1.254)	-0.155 (-0.438)
$LMV$	0.013 (3.113)**	0.012 (2.617)**	0.014 (3.026)**	0.015 (2.793)**	0.243 (4.338)**	0.157 (4.168)**	0.266 (5.533)**	0.206 (5.100)**
$RDE$	-0.170 (-0.481)	0.273 (0.788)	-0.240 (-0.673)	0.101 (0.285)	-0.512 (-0.106)	2.506 (0.880)	-2.674 (-0.712)	0.142 (0.052)
$R$	0.3825	0.3016	0.4076	0.3219	0.2466	0.6890	0.5671	0.7296

註：1. 迴歸式(12)： $FV_{it} = a_0 + a_1CFL_{0,it} + a_2DA_{it} + a_3DA_{it} \times CFL_{0,it} + a_4LAGE_{it} + a_5LMV_{it} + a_6RDE_{it} + \varepsilon_{it}$

2. 迴歸式(13)： $FV_{it} = b_0 + b_1CFL_{100,it} + b_2DA_{it} + b_3DA_{it} \times CFL_{100,it} + b_4LAGE_{it} + b_5LMV_{it} + b_6RDE_{it} + \varepsilon_{it}$

3. 迴歸式(14)： $FV_{it} = c_0 + c_1CFL_{0,it} + c_2SDA_{it} + c_3LDA_{it} + c_4SDA_{it} \times CFL_{0,it} + c_5LDA_{it} \times CFL_{0,it}$   
 $+ c_6LAGE_{it} + c_7LMV_{it} + c_8RDE_{it} + \varepsilon_{it}$

4. 迴歸式(15)： $FV_{it} = d_0 + d_1CFL_{100,it} + d_2SDA_{it} + d_3LDA_{it} + d_4SDA_{it} \times CFL_{100,it} + d_5LDA_{it} \times CFL_{100,it}$   
 $+ d_6LAGE_{it} + d_7LMV_{it} + d_8RDE_{it} + \varepsilon_{it}$

\*\*\* 與 \*\* 分別代表顯著水準為 5% 與 10%；() 內為 t 統計量。

為分析公司舉債方式能否為少數股東帶來利益並增加其價值，本文將舉債方式分成發行有擔保公司債與無擔保公司債，以及銀行聯貸三種。股東價值則以事件宣告日、宣告日前一日及宣告日後四日之 CAR 來衡量。從表 11 可知，若公司宣告對外發行有擔保之可轉換公司債時，最能增加股東之價值 (25.89%)。與有擔保不可轉換公司債之 CAR (1.28%)相較，銀行聯貸之 CAR (1.86%)相對較高，顯示銀行聯貸亦具監督機能。



表 11 公司對外舉債的類型下之 CAR

發行類型	公 司 債				銀行聯貸	
	有擔保公司債		無擔保公司債			
	可轉換	不可轉換	可轉換	不可轉換		
樣本數	1	8	8	2	15	
CAR	25.89%	1.28%	0.09%	-1.58%	1.86%	

註：CAR 之估計期包括宣告日當天、宣告日前一天與宣告日後四天，總共六天。

代理問題存在時，會造成控制股東之控制權與現金流量請求權偏離，從表 12 偏離程度與股東價值之相關性可知，公司以有擔保公司債籌措資金時，在顯著水準 20% 下，現金流量槓桿 (CFL) 與股東價值呈顯著正相關 ( $a_1 = 0.163$ ； $b_1 = 0.460$ )，亦即，當偏離存在時，公司對外發行有擔保公司債會增加股東價值，隱含投資人認同在代理問題存在下，此舉債方式具監督效果。反觀以銀行聯貸方式籌措資金時，現金流量槓桿 (CFL) 係數不顯著 ( $a_1 = -0.002$ ； $b_1 = -0.003$ )，表示偏離程度並不影響股東價值。至於其他控制變數方面，就銀行聯貸而言，公

表 12 不同公司舉債類型下對股東價值之迴歸分析

	迴歸式(16)			迴歸式(17)		
	迴歸式(16)	迴歸式(17)	迴歸式(16)	迴歸式(17)	迴歸式(16)	迴歸式(17)
Intercept	0.014 (0.030)	-0.186 (-0.404)	-0.063 (-0.202)	-0.370 (-0.749)	-0.226* (-1.421)	-0.201 (-1.177)
$CFL_0$	0.163* (1.665)*		0.033 (0.340)		-0.002 (-0.749)	
$CFL_{100}$		0.460 (1.877)*		0.189 (0.820)		-0.003 (-0.057)
$LAGE$	0.018 (0.037)	0.185 (0.414)	0.093 (0.280)	0.181 (1.032)	-0.019 (-0.167)	-0.036 (-0.310)
$LMV$	-0.003 (-0.120)	-0.038 (-1.262)	-0.001 (-0.005)	0.001 (0.014)	0.023* (1.744)	0.024* (1.662)
$RDE$	4.210 (1.37)	0.497 (0.116)	-0.756 (-0.516)	-0.631 (-0.640)	4.600** (2.222)	4.568** (2.128)
$DA$	-0.133 (-0.391)	-0.001 (-0.002)	-0.146 (-0.735)	-0.133 (-0.717)	0.026 (0.176)	-0.021 (-0.127)
$R$	0.6241	0.6673	0.0694	0.1803	0.1915	0.1413

註 1. 迴歸式(16)： $CAR_{it} = a_0 + a_1 CFL_{0,it} + a_2 LAGE_{it} + a_3 LMV_{it} + a_4 RDE_{it} + a_5 DA_{it} + \varepsilon_{it}$

2. 迴歸式(17)： $CAR_{it} = b_0 + b_1 CFL_{100,it} + b_2 LAGE_{it} + b_3 LMV_{it} + b_4 RDE_{it} + b_5 DA_{it} + \varepsilon_{it}$

\*\*\* 與 \*\* 分別代表顯著水準為 10% 與 20%；() 內為 t 統計量。

司市值與股東價值呈正相關 ( $a_3$  為 0.023 與 0.024)，表示當公司市值愈大時，以銀行聯貸取得資金所能增加之股東價值則愈大。廣告研發費用率係數為正且顯著 ( $a_4$  為 4.6 與 4.568)，亦符合本研究假設：廣告研發費用率具監督功能，因而能降低代理問題。



## 伍、 結論

本文以台灣證券交易所上市之公司為研究對象，但基於產業特性，剔除金融與保險業；研究期間為民國 86 年至民國 89 年。參考 La Porta et al. (1999) 衡量最終控制股東之方法，首先藉由計算控制股東之控制權、現金流量請求權及其偏離程度之現金流量槓桿，來檢視因控制股東存在所衍生之代理問題，如何影響台灣上市公司之價值，並分析控制股東在不同控制權下，其影響公司價值之程度。其次，分析控制股東參與管理與否，對公司價值之影響。且因目前台灣上市公司控制股東之類型不只一種，故進一步分析不同控制股東類型與公司價值間之相關性。最後，依 Jensen 和 Meckling (1976) 之代理理論，分析當公司對外舉債時，債權人是否能發揮其應具有之監督功能，達到增加公司價值並降低代理問題。實證結果發現：

1. 控制股東存在與否，並不影響公司之價值，此與 Wiwattanakantang (2001) 所述，控制股東存在時，控制股東會以監督者立場來增加公司價值之結果不同。
2. 無論控制股東對名目投資公司之控制權大小為何，控制權與現金流量請求權之偏離程度並不影響公司價值。此與 Claessens et al. (1999) 與 Lemmon and Lins (2003) 所述，因控制權集中，使現金流量請求權與控制權乖離之上市公司，公司價值降低之結果不一致。
3. 以 ROA 而言，控制股東參與管理時，將降低公司價值，唯當控制權超過 50% 時，控制股東參與管理，對公司價值具有正向作用，但不顯著，隱含控制權增加時，參與管理控制股東與外部股東間之利益衝突傾向降低。此與 Wiwattanakantang (2001) 以泰國為研究對象所得結果一致。
4. 與先前研究多數集中於家族類型之控制股東不同，本研究增加分析控制股東為政府類型對公司價值之影響發現，以 ROA 而言，當控制股東為家族及政府時，均能顯著增加公司價值。
5. 本研究為國內首次分析在代理問題存在下，公司對外舉債是否能降低代理問題，並因而增加公司價值者。實證結果發現，當控制股東對名目投資公司之控制權為 100% 時，公司對外舉債會增加公司價值，此結果與 Harvey et al. (2001) 一致。
6. 當公司以有擔保公司債方式籌措資金時，控制權與現金流量請求權偏離程度愈大，股東價值愈高，顯示少數股東認為在代理問題存在下，公司舉債



確實具有一定程度之監督功能。此外，當公司以銀行聯貸方式取得資金時，廣告研發費用率負起監督之責，因而使股東價值增加。

基於上述實證結果，本文提出如下兩點政策建議：

- 1.健全之公司監理機制，可降低公司之代理問題，此可由本研究就公司對外舉債能增加公司價值之實證結果獲得印證。是故，若主管機關對公司債之發行，制定更為嚴格之審核標準，則能使其監督功能發揮更為完善。
- 2.當控制股東之控制權與現金流量請求權偏離時，將影響公司之價值。本研究礙於無法確實掌握控制股東對名目投資公司之控制權，只得設定控制權為 0% 或 100%。在此假設下，因無法確實計算出現金流量槓桿，故較為不嚴謹。有鑑於此，為了解控制股東之現金流量槓桿，相關單位應要求公司在公開說明書上，詳細記載其與關係企業相互持有之股權及其關係。



## 參考文獻

- 葉銀華（1999），家族控股集團、核心企業與報酬互動之研究—台灣與香港證券市場之比較，管理評論，第十八卷第二期，頁 59-86。
- 蔡信夫、鍾惠民、林詩韻（2003），控制股東代理問題與盈餘資訊內涵之關聯性研究—以台灣上市公司為例，當代會計，第四卷第二期，頁 143-168。
- Bradley, M., Jarrell, G.A. and Kim, E.H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Finance*, 857-880.
- Chan, Su Han, Martin, J. and Kensinger, J. Corporate research and development expenditures and share value. *Journal of Financial Economics*, 26, 255-276.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H. and Lang, L.H.P. (1999). Expropriation of minority shareholders in East Asia. Policy Research paper 2088. World Bank, Washington DC.
- Claessens, S., Djankov, S. and Lang, L.H.P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Diamond, D. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, 51, 393-414.
- Diamond, D. (1991a). Debt maturity structure and liquidity risk. *Quarterly Journal of Economics*, 106, 709-737.
- Fan, J.P.H. and Wong, T.J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earning in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 401-425.
- Flannery, M. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice. *Journal of Finance*, 41, 19-37.
- Garen, J. and Harjoto, M.A. (2000). Beyond the IPO: The evolution of corporate ownership concentration. Working Paper.
- Hart, O. and Moore, J. (1995). Debt and seniority: an analysis of the role of hard claims in constraining management. *American Economic Review*, 85, 567-585.
- Harvey, C.R., Lins K.V. and Roper, A.H. (2004). The effect of capital structure when expected agency costs are extreme. *Journal of Financial Economics*, 74, 3-30.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-339.
- Jensen, M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A. and Friedman, E. (2000). Corporate governance in

- the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 58, 141-186.
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A.(2002a). Government ownership of banks. *Journal of Finance*, 57, 265-301.
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F., Zamarripa, G. (2003). Related lending. *Quarterly Journal of Economics*, 118, 231-268
- Lemmon, M.L. and Lin, K.V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *Journal of Finance*, 58, 1445-1468.
- Lins, K.V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 159-184.
- Lummer, S. and McConnell, J.J. (1989). Further evidence on the bank lending process and the capital-market response to bank loan agreements. *Journal of Financial Economics*, 25, 99-122.
- Mock, R., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Ross, S.A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signaling approach, *Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance* (June), 737-783.
- Stein, J.C. (2003). Agency, information, and corporate investment, in Constantinides, G.M., Harris, M. and Stulz R. *Handbook of Economics of Finance*.
- Stulz, R.M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
- Wiwattanakantang, Y. (2001). Controlling shareholders and corporate value: Evidence from Thailand. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, 323-362.
- Zantout, Z. Z. (1997). A test of the debt-monitoring hypothesis: The case of corporate R&D expenditures. *Financial Review*, 32, 21-48.
- Zantout, Z. Z. and George Tsetsekos (1994). The wealth effects of announcements of R&D expenditure increases. *Journal of Financial Research*, 17, 205-216.
- Zweibel, J. (1996). Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *American Economic Review*, 86, 1197-1215.