

國立政治大學財務管理研究所

碩士論文

超額認購後公司資金後續運用之研究

**The use of loans from international syndicated market**

指導教授：張元晨 博士

研究生：盧怡寧 撰

中華民國一百零一年 六月

## 中文摘要

在日益競爭激烈的聯貸市場中，發生超額認購之情形越來越普遍。當公司發生超額認購後，通常會對貸款條件進行調整。本研究使用 LPC 資料庫與 Compustat 資料庫，並且依據「超額認購後公司的調整情形」作分類，分別研究其後續資金運用之決策上有何差異。實證結果指出，超額認購後調升貸款金額的公司中，投資機會較高之公司群後續將資金運用於資本支出上，投資機會較低之公司群則是將資金以現金形式保留在公司內部，且兩者均不會將資金發還給外部投資人。另外，此兩類公司之經理人薪資以及紅利均上升，但是卻伴隨著較差的盈餘表現，印證公司內部存在某種代理問題。尤以投資機會較高之公司群而言，前三大經理人持股反而在高額認購後下降，更加深股東與經理人之間存在代理問題的疑慮。

關鍵詞：聯合貸款市場、超額認購、貸款資金之運用、代理問題

## 目錄

中文摘要 .....	1
第一章、緒論 .....	5
第一節 研究背景及動機 .....	5
第二節 研究目的 .....	7
第三節 研究架構 .....	8
第二章、文獻回顧 .....	9
第一節 相關假說內容探討 .....	9
第二節 先前實證文獻 .....	12
第三章、研究方法 .....	15
第一節 資料來源與資料庫的合併 .....	15
第二節 資料之分類 .....	15
第三節 樣本敘述統計 .....	17
第四節、探討資金流向之變數 .....	21
第四章、實證結果 .....	23
第一節 檢視投資機會之變化 .....	23
第二節 檢視公司資金是否流向公司內部 .....	25
第三節 檢視公司資金是否流向公司外部 .....	34
第四節 超額認購後公司後續股價表現以及盈餘表現 .....	38
第五節 實證研究之闡述 .....	41
第五章、結論及後續研究 .....	47
第一節 結論 .....	47
第二節 研究限制 .....	48
第三節 後續研究建議 .....	48
參考文獻 .....	49
附錄 .....	51

## 圖目錄

圖一、發生超額認購之貸款分布年度 .....	6
圖二：本研究之樣本分布年度 .....	20



## 表目錄

表一、本研究樣本之敘述統計 .....	17
表二:超額認購公司之貸款目的 .....	18
表三:超額認購公司之貸款所用幣別之統計 .....	19
表四、本研究探討資金流向之變數整理 .....	21
表五:超額認購前後公司投資機會之比較 .....	24
表六:調升金額之公司投資機會之改變情形 .....	24
表七、超額認購前後公司現金水位變化之比較.....	26
表八、超額認購前後公司資本支出變化之比較.....	27
表九、超額認購前後公司資本支出(含研發費用)變化之比較.....	28
表十、超額認購前後公司資產變賣變化之比較.....	29
表十一：公司在超額認購前後公司併購活動之比較.....	30
表十二：公司在超額認購前後公司前三大經理人薪資變化之比較.....	32
表十三：公司在超額認購前後公司前三大經理人紅利變化之比較.....	32
表十四：在超額認購前後，公司前三大經理人持股之比較.....	33
表十五：區分公司有無財務限制，比較公司超額認購前後股利發放之變化..	35
表十六：調升金額之公司依投資機會大小區分股利政策之變化.....	36
表十七：區分公司有無財務限制，比較公司超額認購前後庫藏股買回之變化	37
表十八：調升金額之公司依投資機會大小區分庫藏股買回之變化.....	37
表十九：在超額認購前後，公司股價超額報酬變化之比較.....	39
表二十：在超額認購前後，公司盈餘表現變化之比較.....	40
表二十一：實證結果之整理 .....	41

# 第一章、緒論

## 第一節 研究背景及動機

所謂聯合貸款(syndicated loan)，係由兩家或數家銀行一起針對某一企業提供貸款。聯合貸款的產生，係因為借款人所欲借資金過於龐大，使銀行無法完全提供借款人龐大之資金需求。另外，加上風險分散之考量，乃透過某一主辦行結合其他參貸行，按彼此約定的承貸比例貸款給資金需求者。

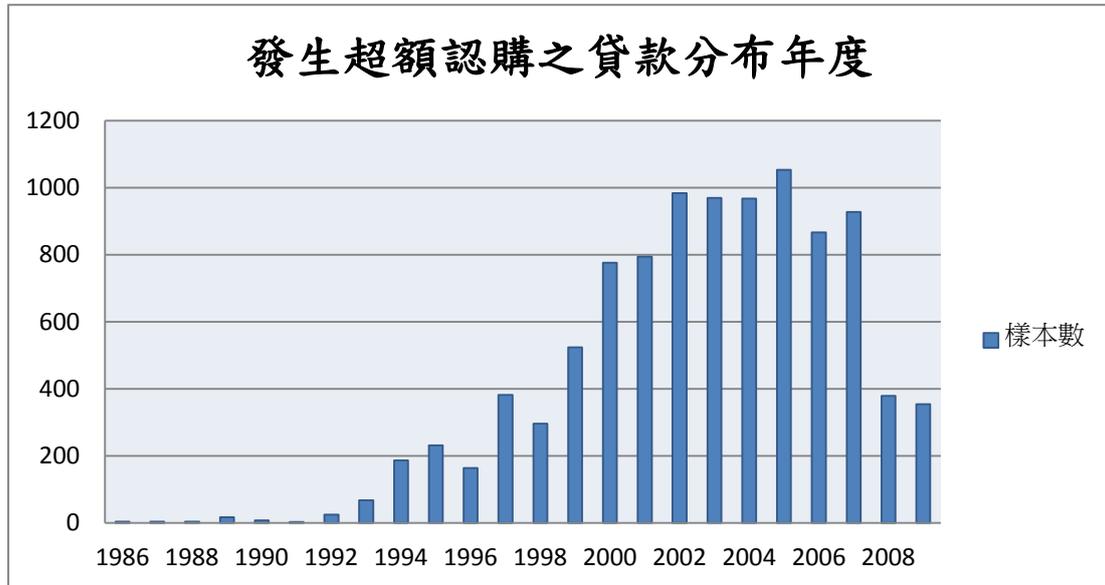
聯合貸款可使借貸雙方產生許多利益。面對數十億、或是數百億的授信，聯合貸款可降低各銀行之授信風險。對於傳統的銀行業而言，聯合貸款不僅可以幫助其降低放款風險，還可以在因削價競爭激烈的存放款、外匯業務導致利潤低落之外，新開闢一個新財源的管道。對於企業、資金的需求者而言，企業可一次有效地籌措大筆資金，使其不必分別與銀行接洽，省下了企業的籌資成本。另外，由於聯合貸款有風險分散效果，可使公司取得較低的貸款利率條件，減輕公司支付利息的負擔。

近十年來，不論是對本國企業或是銀行而言，聯合貸款由早期被視為是陌生的金融工具，演變成目前在金融市場上佔有非常重要的地位。另外，聯合貸款之超額認購(oversubscription)發生之情形更是日益增加。所謂超額認購，係指公司由銀行所借之資金超過公司原本欲借的金額。Ivashina and sun(2010)中提到，當銀行擁有足夠之資金時，聯合貸款因其風險較低而成為一個良好的投資標的。另外，由於許多國家銀行氾濫的情形(overbanking)日益嚴重，也造成聯貸市場資金供給氾濫的情形發生。

【圖一】為本研究整理美國以及非美國之國家，發生超額認購筆數之分布年度。樣本期間為1986年至2009年，發生超額認購之貸款數總共為9981筆。由【圖一】可知超額認購之發生從2001年起開始快速成長，發生超額認購之次數持續迅速增長至2007年，尤其以2005年度為發生超額認購次數之最高點，總共高達1053筆。另外，從2001年至2005年，發生超額認購之次數成長了35.6%，可知

聯貸市場之超額認購情形越來越普遍。而這個情況一直持續成長至 2008 年，才因金融海嘯之發生，促使發生超額認購之樣本數從 2007 年的 927 筆，驟降至 2008 年的 379 筆、以及 2009 年的 354 筆。

【圖一、聯貸市場發生超額認購之貸款分布年度】



資料來源:LPC 資料庫以及本研究整理

本研究發現這些公司在發生超額認購後，貸款條件會發生改變之情形。當公司發生超額認購後，有些公司會選擇調升貸款金額(最後借的資金超過原本預期借的金額)、不調整貸款金額(最後所借資金等於原先預期借之金額)、或是調降貸款金額(最後所借資金低於原先預期借之金額)。另外，貸款條件的改變尚有調高貸款利率、調低貸款利率、調高貸款到期日、以及調低貸款到期日等。

然而，這些不同調整貸款條件的情況下，會如何影響公司資金之後續應用？假設公司原先投資資金需求並沒有改變，當公司選擇調高貸款金額時，公司內部勢必多出一筆額外資金。在這樣多出一筆額外資金的情況下，公司會選擇如何使用它？調高貸款金額與調低貸款金額，甚至是不調整貸款金額之公司之間，資金運用又有何差異？這些都是值得我們探討與分析的部分。

當今文獻討論的重點多半圍繞在當公司因某一事件突然獲得一筆額外收入時，公司會如何使用該資金。(如：Blanchard(1997)是以因法律勝訴而獲得一筆勝訴收入之公司、Harford(2003)是以因波斯灣戰爭後石油上漲，造成石油製造商獲得一筆額外收入之公司、Bates(2005)則以出售子公司而獲得一筆資金之母公司為研究對象。)

但鮮少有文獻以聯合貸款市場為研究背景，更顯少有研究以發生超額認購，而多獲得一筆資金之公司做為探討對象。因此本研究欲以聯貸市場為背景，以發生超額認購之公司作為研究對象，探討當發生超額認購之公司獲得資金後，在後續會如何運用，這是與先前文獻最大之區別。

總結來說，面對日益競爭化的聯貸市場，聯貸市場此類金融工具所扮演的角色越來越重要。而在日益舉足輕重的聯貸市場中，超額認購之情形發生越來越普遍。因此，本研究進行探討在超額認購後，公司獲得一筆資金後會如何運用加以深入研究，以期日後各銀行在審核企業融資時參考，以作為銀行訂定融資政策時的考量。

## 第二節 研究目的

綜合前節所述，聯貸市場逐漸在國際金融市場上扮演舉足輕重的角色，而聯貸市場發生超額認購之情況也日益增加。比較特別的部分，係公司在發生超額認購後可能會發生調整其貸款條件的情況，使貸款條件與超額認購發生前與銀行所預定的不同。其中本文較感興趣的部分，係公司在不同調整的情況下，後續資金運用上有何差異？因此，我們所發展出來的研究目的如下：

超額認購後，調高貸款金額、不調整貸款金額、以及調低貸款金額之公司在資金之運用上有何差異？以及這些資金運用決策上的差異，會對公司在超額認購後續股價表現、或盈餘表現有何影響。

### 第三節 研究架構

本研究共分為五個章節，各章節之概述內容如下：

第一章為緒論，主要陳述本研究之研究背景、動機、目的、以及研究架構。

第二章為文獻回顧，共分為兩個章節。第一節整理完美市場假說、資訊不對稱假說、以及代理問題假說之內容簡述，第二節為整理先前文獻探討，當公司額外獲得一筆資金時使用之情形各支持何種假說。

第三章為研究方法，此章共分為四節。第一節為資料來源與資料庫的合併，第二節為資料分類之方法，詳盡描述本研究如何整理以及分類資料。第三節詳述樣本之資料特性，包含樣本敘述統計、貸款目的、貸款幣別、以及貸款分布年度。第四節則列出本研究所探討之變數。

第四章為實證結果，此章共分為四節。首先本研究檢視公司在超額認購前後投資機會是否有改變後，進行探討公司在超額認購後資金是流向公司內部、抑或是流向公司外部。接著，本文更進一步探討公司後續股價變化以及盈餘變化。最後則是實證結果之闡述，解釋其相關符合之假說。

第五章為結論以及後續研究建議。

## 第二章、文獻回顧

### 第一節 相關假說內容探討

本研究係以聯合貸款支超額認購樣本為研究對象，探討當公司拿到多餘的資金時，會如何運用分配這筆資金。以下本研究就完美市場理論、資訊不對稱理論、以及代理理論分別作介紹，並解釋這些理論對於公司在拿到一筆多餘資金時，對於公司的投資支出、併購、重整、股利政策與股票買回、以及對經理人報酬的影響。

#### 一、完美市場假說

根據完美市場理論，保留多餘現金在公司內部，或是不保留資金在公司內部對於公司而言並沒有差異，對公司價值不會有影響。在完美市場中，市場上沒有交易成本與籌資成本，因此當公司需要錢投資或是維持營運狀況時，可輕易的以零成本籌措到資金，而保留現金也沒有所謂的機會成本。因此，當公司保留越多現金在公司內部，對於股東價值而言並沒有影響。

另外，當公司外部沒有投資機會時，公司在拿到資金後不應增加投資支出。在沒有稅賦的情況下，公司將多餘資金保留在公司內部，或是將資金發還給外部投資人(以發放股利或償還債務的形式)都是沒有差異的。然而，在有稅賦的前提假設下，公司應將多餘的資金還給外部投資人，以節省公司稅賦。最後，公司經理人的邊際生產量並不會因為拿到一筆金額後增加，因此經理人的報酬並不會有任何改變。

#### 二、資訊不對稱假說

Myers and Majluf(1984)中提到，投資人與公司之間的資訊不對稱，使公司使用外部資金較使用內部資金昂貴。因為投資人相較公司內部經理人對公司瞭解較少，因此當公司發行股票籌資，係散發出經理人認為公司股票被高估的訊號，後續股價因此而下跌。由此可知，在市場不完美的情況下，公司不可能藉由籌措外部資金「完全支應」所有淨現值大於零的投資計劃。因此，在公司沒有代理問題

的情況下，當公司拿到額外的現金，會傾向於保留在公司內部，以方便未來出現淨現值大於零的投資機會時，可以省下再籌資的成本(這裡所謂的再籌資成本，係指公司需要錢但是不足時，需要被迫變賣資產、少發放股利，造成額外必須支出的成本)。

Hites, Owers and Rogers(1987)中提到，公司在賣出公司資產後，投資在先前支付不起、且淨現值為正值的投資活動，公司會因此而獲益。Shleifer and Vishny(1992)中研究有財務危機的公司，持有多餘資金的價值高過沒有財務危機的公司，因為持有多餘資金可以幫助財務危機的公司省下鉅額的籌資成本。由此可知，當公司外部存在投資機會時，公司會傾向保留資金在公司內部，以省下未來籌資的交易成本，公司之保留資金的政策應該與公司外部投資機會成正比，且事後的資本支出也會增加。此外，如果保留在公司內部的資金確實有流向淨現值大於零的投資計劃上，股東的財富也應增加。

另外，先前文獻也探討過當公司獲得一筆額外資金時，對後續投資活動中之重整活動的影響。對公司而言，因重整對於公司而言所費不貲，譬如說包含關閉工廠、會計變動費用、或遣散費用都相當昂貴，所以公司通常會延後重整活動。因此，當公司擁有額外資金時，可能會用於平時支付不起的重整活動。另外，對於公司併購活動的影響而言，在公司沒有外部投資機會的情況下，公司不應進行併購；而若公司在有投資機會的情況下，可能會進行併購活動。

在股利政策與股票買回方面，在公司不存在外部投資機會的情況下，管理層如果站在股東利益行事，就應把公司內部多餘的資金還給股東。且公司會對所有股東一視同仁，在公開市場收購股票。

### 三、代理問題假說

經理人與股東的利益衝突，源自於公司所有權以及控制權的分離，造成所謂的代理問題。代理理論的主要精神為：經理人與股東的目標並不一致，經理人的目標為持續的控制公司，避免公司破產或是被接管，以便能永遠保住自己的職位，

而並非站在股東的利益行事。Jensen(1986)提到，經理人有動機去持有大量的現金去追求自己的利益，例如擁有更多的掌控能力以及擁有好的名聲，但同時會損害到股東利益。

在代理理論的架構下，經理人持有現金可能係因為下列因素：首先，經理人會因為想擁有更多資金運用的彈性，而保留現金在公司內部。相對於舉債和發行股票，多餘的現金可以讓經理人投資在任何想投資的投資計劃上，而不像是舉債或發行股票一樣，尚須得到市場的認同才能使公司得到資金投資。因此，在缺乏資本市場的監督下，經理人自由運用資金去投資，會提高公司的代理成本，因為外部投資人並不知道經理人拿到這筆錢是投資在淨現值大於零的投資計劃上，還是拿去追求自己的利益。而這個被提高的代理成本，會對公司的價值有負面影響。

其次，經理人若欲持有現金，係因為現金具有風險的趨避性(risk averse)。當公司持有越多現金，公司越不容易面臨倒閉的危機，也越不容易被當成併購對象。此外，可讓經理人達到不被其他公司併購的手段，還有去併購與公司原先本業並不相干的業務，也可以降低被收購的風險。

第三，經理人欲持有更多現金在公司內部，係因其不想發放股利給股東。因此如果經理人拿到額外的資金，只會想做對自己有利益的事，而不會考慮將錢發還給股東。此外，若公司有進行股票買回，也會只針對大股東進行(非在公開市場操作)，因此舉可以使經理人收回在外的控制權，更鞏固經理人達到控制公司的目的。

Murphy(1985)中提到，公司內部保留的資金與經理人的薪資成正向關係。因此，當公司拿到多餘的錢時，即使經理人的生產力並沒有改變，經理人仍會自肥導致薪資報酬的增加。

## 第二節 先前實證文獻

先前有部分文獻支持資訊不對稱假說的存在。**Myers and Majluf(1984)**中提到，市場的不完美(資訊不對稱的存在)對公司的投資決策有很大的影響。這也支持了**Froot, Scharfstein and Stein(1993)**、**Mello and Parsons(2000)**中提到的，有財務限制的公司，其股東會因為公司避險，以及降低其現金流量波動度而受益。

另外，**Opler(1999)**中也提到，公司內部保留的資金與公司的投資機會、資本支出、研發費用、和現金流量的波動度成正比，實證結果符合資訊不對稱假說。**Harford(1999)**中提到，公司內部現金會隨著投資機會而成長，且與現金流量波動度、現金水平、以及公司的財務槓桿成正比。**Fenn and Liang(2001)**中提到，當公司外部投資機會越多，公司就越傾向保留資金在公司內部。

另外，相當多實證研究支持代理理論的存在。**Jensen and Meckling(1976) and Jensen(1986)**中提到，經理人若持有公司股權太低，使經理人的利益與股東無法作連結，造成代理問題較為嚴重，此時公司容易有過度投資的問題。這隱含著持有股權很低的經理人會將多餘現金拿去投資，而不是發還給股東。另外，**Harford(1999)**中提到現金較多的公司，相較於現金不多的公司更容易進行併購。其原因為經理人為了想要避免公司被當成併購目標，會進行多角化併購以降低公司被併的吸引力。**Harford**也提到併購後的股票超額報酬通常是負值，此實證符合代理問題假說。

**Blanchard, Lopez-de-Silance, and Shleifer(1994)**以十一間因法律訴訟成功後拿到一大筆勝訴收入的公司為研究對象。實證結果發現，缺乏投資機會的公司(依 Tobin' Q 來定義投資機會)較傾向保留現金在公司內部。且公司在得到現金之後，即使外部投資機會沒有改變，公司仍會增加其投資支出。**Blanchard**等人也發現公司在拿到勝訴收入後，並不會以股利或是買回庫藏股的形式發還給股東，反而還增加舉債。另外，經理人的薪資也上升，證實了經理人有自肥行為導致薪資增加，其實證結果支持代理問題假說。

Harford and Haushalter(2003)中以波斯灣戰爭後油價上漲，而多出一筆額外收入的三十四間石油製造商公司為研究對象。此研究也是站在公司外部投資機會並沒有因波斯灣戰爭的發生而有改變的情況下，研究公司會如何運用這筆額外多出的資金。此研究將公司分成有財務限制以及沒有財務限制的公司(依利息保障倍數、獲收入的前一年有無發放股利、以及經理人在財報中發表的言論判斷公司是否有財務限制)。實證結果發現，有財務限制的公司以及沒有財務限制的公司，獲得額外現金收入後均會增加資本支出。其中有財務限制的公司是把額外收入投資在先前無法支應的投資計劃上；而沒有財務限制的公司則是因為代理問題，才增加其投資支出。

最後，也有實證研究同時支持資訊不對稱假說與代理問題假說的存在。

Bates(2005)以1990年至1998年美國出售子公司而獲得額外收入的四百間公司為研究對象，探討公司如何分配額外多出的資金。實證研究發現，公司傾向保留資金這個決策與公司投資機會成正比，且與後續資本支出也成正比關係，此結論符合資訊不對稱假說。相反地，實證結果也發現保留資金的公司在後續的投資會持續高於同業，且這些後續投資並沒有流向公司在出售子公司前，因資金不足而無法投資的計劃上；且Bates也發現當經理人持有所有權越多，會傾向還錢給股東及債權人，以上兩種實證發現支持了代理問題假說。另外，Bates也研究了投資人對股價的反應，也同時支持資訊不對稱假說以及代理問題假說的存在。此研究發現，高於平均投資機會的公司，公司宣布保留資金的決策的宣告效果為正值，此結論符合資訊不對稱假說；相反地，投資超過同業但投資機會低於平均的公司，宣告效果為負值，此結論符合代理問題假說。

本研究與Blanchard, Lopez-de-Silance, and Shleifer(1994)、Harford and Haushalter(2003)、以及Bates(2005)的研究較為類似，皆係研究當公司多出一筆額外資金，會如何分配及運用此資金。

本研究與先前文獻主要相異之處列示於下列四點：

一、Blanchard, Lopez-de-Silance, and Shleifer(1994)、Harford and Haushalter(2003)、以及 Bates(2005)分別以因法律訴訟獲勝而得到勝訴收入的公司、因油價上漲由多出一筆金額的公司、以及美國出售子公司當作研究對象；而本研究以聯貸市場因超額認購而使借入的資金，較原先預期借入的資金多的公司為研究對象。以聯貸市場為研究背景、以發生超額認購之公司為研究對象，係與先前文獻最大不同之處。

二、本研究將超額認購後調升金額之樣本分成「投資機會高於平均」之公司群、以及「投資機會低於平均」之公司群兩類樣本分別進行研究，探討各類公司在後續資金運用上有何差異，前三篇文獻並沒有做此區分。

三、第三個不同點是樣本數多寡以及研究地區範圍的差異。Blanchard, Lopez-de-Silance, and Shleifer(1994)、Harford and Haushalter(2003)、以及 Bates(2005)所研究的樣本數為 11 間勝訴的公司、34 間因石油上漲而受益公司、以及 400 間出售子公司的公司；而本研究係以有發生超額認購以 Facility 為單位的 9981 筆樣本為研究對象，即使連結上 Compustat 後使樣本數下降到 3773 筆，樣本數量仍相當具有代表性。且先前三篇文獻皆以美國公司為研究對象；本研究除了研究美國聯貸市場外，尚包含研究非美國聯貸市場皆納入其研究範圍，使樣本更具有廣泛的代表性。

四、本研究除了參考 Blanchard, Lopez-de-Silance, and Shleifer(1994)所研究的變數之外，尚加入「現金」這項變數，觀察公司現金水位在超額認購後是否有上升的情況。

## 第三章、研究方法

### 第一節 資料來源與資料庫的合併

本研究係針對全球的聯貸市場的超額認購情形，進行實證研究探討。聯合貸款資料來源來自於 Thomson Reuters LPC's Dealscan 資料庫，樣本期間為 1986 年 1 月至 2009 年 12 月，本研究貸款資料以 Facility 為單位，統計發生超額認購的樣本數總共為 9981 筆。

另外，有關公司的財報資料數據均由 Compustat 資料庫取得，因本研究的超額認購樣本包含美國公司以及非美國公司的資料，我們在 Compustat 北美版以及 Compustat 全球版分別取得美國公司及非美國公司的財報資料，再把兩者予以合併。接著，本研究開始進行 LPC 資料與 Compustat 資料的合併，我們係使用 Roberts 所提供的 gvkey 將 LPC 與 Compustat 予以作連結。合併後，LPC 中超額認購的資料連上 Compustat 的資料數目總計為 3773 筆，其中有 1462 筆為美國公司，2311 筆來自非美國公司。

另外，經理人的紅利薪資及持股資料來自於 Execucomp 資料庫，因 Execucomp 資料庫只包含美國公司經理人的薪資，加上此資料庫從 1992 年才開始有資料，因此樣本數較少，對上 LPC 的部分總計 340 筆。

### 第二節 資料之分類

在有發生超額認購的貸款中，本研究先進行資料的分類。本研究將超額認購資料依照「超額認購後公司的調整情形」作分類，總共分類為：超額認購後貸款金額調升、超額購後調降貸款金額調降、超額購後調升貸款利率、超額購後調降貸款利率、超額購後調升貸款到期日(樣本中並沒有發生調降貸款到期日的情況)、以及超額購後對貸款條件沒有做任何調整的公司，總共分成六大類。

舉常見的例子來說，以 facility ID 為 48184 的貸款為例，LPC 附註中提到「Credit closed oversubscribed on 5/17/97 and was increased from \$100M

to \$150M」，樣本即被歸類在超額認購後公司調高貸款金額的類別，此時我們並記下超額認購金額由 100 百萬美元調整到 150 百萬美元。

另外，如果 LPC 中附註提到「The remaining US\$25m was oversubscribed to US\$42m but only increased to US\$30m」，我們記下超額認購金額由 25 百萬美元調整到 30 百萬美元。關於不進行調整的例子，以 facility ID 為 106731 的貸款為例，附註中提到「The loan was oversubscribed but the borrower chose not to increase the amount」，樣本即被歸類為超額認購後公司不調整任何貸款條件的類別。然而，有不少樣本只提到「Credit closed oversubscribed」，以 facility ID 為 31900 的貸款為例，因後續沒有說明有無調整金額或利率，資訊較不足，因此被歸類在沒有調整的項目下。

最後，關於調降金額的例子，以 facility ID 為 141812 的貸款為例，附註中提到「Credit was oversubscribed by 30%, but not increased. Credit reduced to EUR100M after co. raised additional funds from other sources.」，或是「Deal closed oversubscribed and commitments were scaled back.」即被歸類為超額認購後公司調降金額的樣本。另外本研究依照 LPC 附註中「scale back」、「downsize」、「decreasing amount」等關鍵字將樣本歸類為公司調降金額的類別。

至於其他無法分類的部分，舉 facility ID 為 225631 的貸款的例子來說，附註中提到「The facility was upsized to reflect increasing construction costs on the development」，雖然貸款之金額有做調整，但是其調整原因並非是因為超額認購的緣故，此類的樣本就不列入研究範圍。再舉 facility ID 為 249381 的例子來說，附註中提到「Before closing, facility was reduced from \$500M after company's senior secured bond offering was oversubscribed」，公司調降金額之原因是因為另一筆貸款發生超額認購，而並不是此貸款本身發生超額認購的關係，這類的樣本也不列入研究範圍。

### 第三節 樣本敘述統計

樣本經過分類後，樣本數的敘述統計如下表【表一】：

【表一、本研究樣本之敘述統計】

超額認購後調整情形	樣本數	佔百分比
一、有調整	2538 筆	67.2%
(一)調整金額		
調升	2106 筆	
調降	351 筆	
(二)調整利率	115 筆	
(三)調整到期日	26 筆	
二、沒有調整	1235 筆	32.7%
總共超額認購樣本數	3773 筆	100%

超額認購之樣本數中，超額認購發生後貸款條件有做調整樣本數為 2538 筆，佔總體樣本約 67.2%；而超額認購後貸款條件沒有做調整的樣本數為 1235 筆，約佔總體樣本 32.7%。由此可知，大多數的公司在發生超額認購後，都有進行貸款條件的調整，其中又以調整貸款金額的比例最高，再做細分下發現調高貸款金額的公司數為 2106 筆，調低金額者為 351 筆。至於調整利率以及調整到期日的公司分別為 115 筆以及 26 筆，佔總體樣本比例不高。

總結【表一】，很多銀行都想爭相欲提供資金造成超額認購的情況下，約七成之公司在超額認購後都會進行調整貸款條件。其中以調高貸款金額之公司最多，造成公司最後借的錢超過了原本欲借的金額。再者，約三成之公司選擇不調整金額，最後公司才是選擇調整利率、調降貸款金額、以及調整到期日。

超額認購公司之貸款目的樣本數統計整理結果如【表二】所示：

【表二：超額認購公司之貸款目的】

貸款目的	樣本數	貸款目的	樣本數
Acquis. line	133	Other	33
Aircraft finance	13	Pre-Export	25
Capital expend.	155	Proj. finance	86
Corp. purposes	1091	Recap.	23
CP backup	114	Real-estate	34
Cred Enhanc	3	SBO	6
Debt Repay.	1143	Ship finance	8
Dividend Recap	7	Spinoff	23
Equip. Purch.	23	Stock buyback	2
Exit financing	2	Takeover	306
Guarantee	6	TelcomBuildout	14
Infrastructure	3	Trade finance	81
IPO Relat. Finan.	6	Undisclosed	18
LBO	123	Work. cap.	283
Lease finance	3	MBO	2

資料來源：LPC 資料庫；本研究整理

【表二】統計結果可知，有 1143 筆發生超額認購之公司借款目的為償還原有負債，約佔總樣本數之 30.2%，佔總樣本數排名最高；而另外有 1091 筆發生超額認購之公司借款目的為拿去做公司自身用途，約佔總樣本數之 28.9%，佔總樣本數排名次之。

再者，超額認購貸款尚有接管以及營運資金等目的，但是佔總樣本數比例相對不高，而其餘樣本數則並沒有特別明顯集中於何種特定類別。

超額認購公司之貸款所使用幣別之樣本數統計整理結果如【表三】所示：

【表三：超額認購公司之貸款所用幣別之統計】

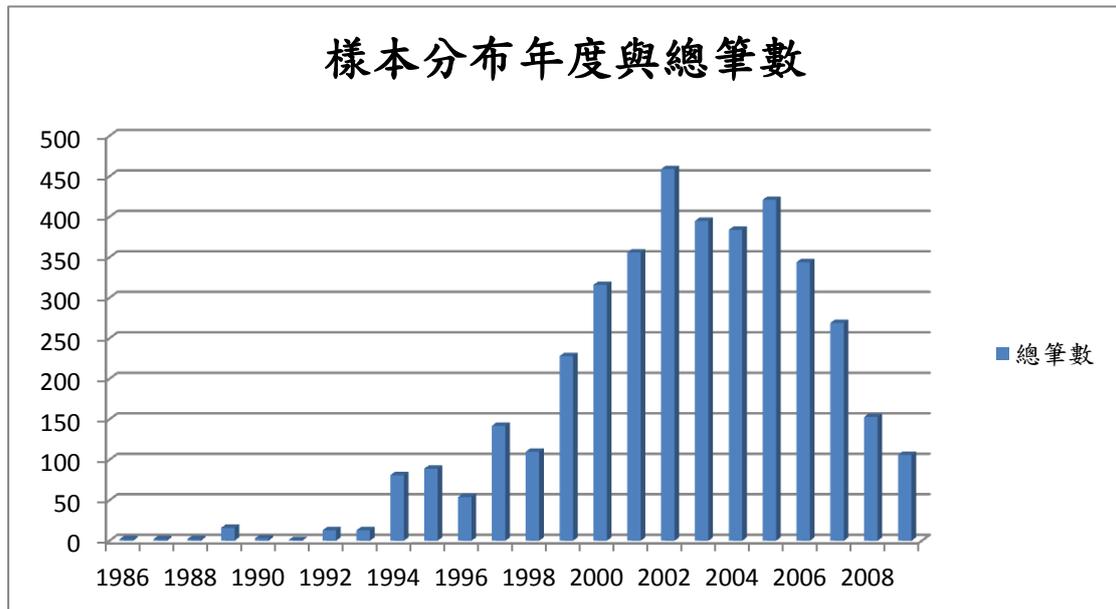
貸款所用幣別	樣本數	貸款所用幣別	樣本數
United States Dollars	1856	New Zealand Dollars	21
US Equiv	23	Norway Kroner	3
Australia Dollars	251	Philippines Pesos	13
Canada Dollars	14	Russia Rubles	1
China Yuan Renminbi	16	Singapore Dollars	34
Czech Republic Koruna	6	Spain Pesetas	1
Euro	738	Sweden Krona	11
France Francs	3	Switzerland Francs	19
Germany Deutsche Mark	9	Taiwan Dollars	246
Hong Kong Dollars	156	Thailand Baht	6
India Rupees	4	United Kingdom Pounds	231
Italy Lira	5	Mexico Pesos	1
Japan Yen	72	Multi-currency	1
Korea (South) Won	7	Netherlands (Dutch) G	1
Malaysia Ringgit	24		

資料來源：LPC 資料庫；本研究整理

由【表三】可知，以美元計價之貸款數量排名第一，總共 1856 筆，佔總樣本數 49%；排名第二為歐元貸款，樣本數為 738 筆，佔總樣本數 19.5%；排名第三為澳幣。值得注意的是，以新台幣計價的超額認購貸款數量為 246 筆，佔總樣本數排名第四。可見台灣在國際聯合貸款市場也有其發展，造成銀行發生欲借款給公司高於其原本預借金額之情形相較歐美以外的國家高。

【圖二】為本研究樣本發生之年度以及樣本數之統計結果。

【圖二：本研究之樣本發生年度總筆數之統計】



資料來源:LPC 資料庫；本研究整理

由【圖二】可知，樣本發生年度大都集中在 2000-2007 年之間，可知聯合貸款在 2000 年後呈現蓬勃發展的情形，使銀行皆願意借給公司超過原本預借金額的款項之情形上升。然而，2008 年金融海嘯之後，經濟不景氣造成發生超額認購貸款的公司數下降，由【圖二】可以看出在 2008 以及 2009 年發生超額認購公司呈現逐漸萎縮的情形。

#### 第四節、探討資金流向之變數

根據 Blanchard(1997)中提到，保留在公司內部多餘的資金可能往兩個方向流動：分別是流向公司內部以及流向公司外部。公司內部意指公司將資金投入併購、重整(變賣資產)、或被經理人所獨吞。公司外部意指公司將資金以股利形式(或以庫藏股形式)發還給股東、或是以償還債務的形式返還予債權人。

與 Blanchard(1997)不同的是，本研究除了檢視 Blanchard(1997)中所檢視的變數外，尚在資金流向公司內部的變數中加入「資本支出」以及「現金」兩項。依據 Bates(2005)中提到，公司會因為公司外部存在投資機會而選擇保留資金去投資，而保留資金之公司後續資本支出也會上升。因此，本研究在資金流向公司內部變數中加入資本支出，檢視公司在保留資金之後續資本支出的變化。

另一點與 Blanchard(1997)不同的是，本文在資金流向公司外部中尚未加入「負債比率變化」之變數。因為本研究所探討的對象為國際聯貸市場超額認購之公司，當公司在超額認購後進行調升貸款金額，調升金額之動作本身就會導致負債比率上升，與先前文獻 Blanchard(1997)所研究因公司勝訴而獲得一筆勝訴收入本質上有所區別，因此負債水準不列入本文探討範圍內。

總結來說，本文所探討變數如下表【表四】所示。

【表四、本研究探討資金流向之變數整理】

資金流向	研究資金流向之變數
公司內部	現金
	資本支出
	變賣資產(重整)
	併購
	經理人薪資/紅利
公司外部	股利
	股票買回

以下各章節中，本文會依上表這幾個變數，依序進行研究超額認購前、以及超額認購後是否有顯著改變。另外，本研究係以樣本之「平均值」作為比較基礎。也就是說，本文係以超額認購前某類變數之平均值、以及超額認購後某類變數之平均值作比較，探討其在超額認購前後是否有顯著改變。



## 第四章、實證結果

### 第一節 檢視投資機會之變化

在檢視超額認購後公司之資金流向之前，本文先行探討在超額認購前後投資機會改變之情形。本研究參考 Harvord and Haushalter(2003)中所使用的 market to book ratio，來衡量公司外部之投資機會，依序比較調升金額之公司、不調整金額之公司、以及調降金額之公司投資機會的變化。

實證結果如【表五】所示。由【表五】可知，調升金額的公司在超額認購前，公司的投資機會比其他兩類公司高，市價帳面價值比平均為 3.2538；而其他兩類不調整金額、調降金額之公司市價帳面價值筆分別為 2.3008 以及 1.5126，此結果符合直覺。當公司外部投資機會高使銀行願意多提供資金，促使超額認購之情形發生。其中，投資機會相較高之公司，在超額認購後相較其他兩類公司傾向選擇調升借款金額，而不是選擇不調整金額、或是調降金額。

在超額認購前後投資機會的變化方面，【表五】指出超額認購前後調升金額之公司投資機會沒有顯著改變；不調整公司投資機會沒有顯著改變；而調降金額之公司投資機會顯著下降。

以調升金額之公司而言，雖然投資機會沒有顯著改變，但是平均而言 market to book ratio 還是大於一，代表大部分調升金額的公司有成長機會的存在。根據 Bates(2005)提到，公司保留資金的決策與投資機會高低成正比。也就是說，公司之外部投資機會高低，會影響到公司後續的決策。因此，本研究在以下便區分投資機會較高(投資機會大於整體平均者)、以及投資機會較低(投資機會小於整體平均者)兩類，依成長機會高低來觀察資金流向。

另外，以調降金額之公司而言，超額認購後投資機會顯著下降。代表公司選擇調降其原本欲借的金額，可能係因考量公司未來投資機會下降的緣故。

【表六】又再細分調升金額之公司投資機會變化之情形。超額認購後，市價/帳面價值比 $>1$ 的公司(有成長機會之公司)由 74.3%上升到至 76.8%，代表本來有

2.5%的公司在超額認購前沒有成長機會，但超額認購後變得有成長機會。這表示這2.5%的公司預期未來有成長機會而去借用資金，銀行因看好其成長機會而促成發生超額認購情形。但總體來說平均成長機會還是變低，這代表原本在超額認購前相較成長機會較低的公司，其成長機會在超額認購後變得更低。

【表五：超額認購前後公司投資機會之比較】

超額認購前平均市價/帳面價值比定義為 t-3~t-1 年公司市值對應帳面價值比；超額認購後平均市價/帳面價值比定義為 t~t+2 年公司市值對應帳面價值比。市值/帳面價值比之定義為(資產帳面價值-權益帳面價值+權益之市值)/資產帳面價值。(t 代表超額認購發生當年度。)\*\*\*代表超額認購前後差異達到 99%顯著水準；\*\*代表超額認購前後差異達到 95%顯著水準；\*代表超額認購前後差異達到 90%顯著水準。

超額認購後 公司調整情形	樣本數	超額認購前三 年平均市價/ 帳面價值比	超額認購後三 年平均市價/ 帳面價值比	T 值	P 值	超額認購 前後差異
調升金額	942 筆	3.2538	2.9766	0.19	0.8480	不顯著
不調整	602 筆	2.3008	3.0047	-0.55	0.5827	不顯著
調降金額	182 筆	1.5126	1.3547	1.86	0.0640	*

【表六：調升金額之公司投資機會之改變情形】

投資機會>1 定義為市價/帳面價值比>1；投資機會<1 定義為市價/帳面價值比<1。市值/帳面價值比之定義為(資產帳面價值-權益帳面價值+權益之市值)/資產帳面價值。

調升金額之公司	超額認購前三年平均 市價/帳面價值比	超額認購後三年平均 市價/帳面價值比
投資機會>1	683 筆(74.3%)	706 筆(76.8%)
投資機會<1	236 筆(25.7%)	213 筆(23.2%)
總筆數	919 筆(100%)	919 筆(100%)

## 第二節 檢視公司資金是否流向公司內部

公司資金流向內部係指公司以現金之形式保留資金、投入資本支出、投入重整(變賣資產)、併購、或是使經理人薪資或紅利上升，以下本文便依序由這幾個面向做探討，分別檢視公司在超額認購前後是否有顯著之改變。

以下，在調升金額之公司中我們又將此類公司分為兩類：投資機會較高、以及投資機會較低者進行研究。本文以發生「超額認購當年度」之市價淨值比做為公司投資機會高低之依據。結果顯示，調升金額之公司在超額認購發生當年度的平均市價淨值比為 1.36，以下便將市價淨值比超過 1.36 之公司，代表投資機會較高的公司群；而市價淨值比小於 1.36 之公司，代表投資機會較低的公司群，依投資機會高低分別進行探討公司決策是否不同。

### 一、超額認購前後公司現金水位變化之比較

【表七】為超額認購前後三年公司現金水位變化之比較。實證結果發現，調升金額的公司當中，外部投資機會較高的公司現金佔資產的比率變化不顯著；而外部投資機會較低之公司，現金佔總資產比率呈 90% 的顯著水準上升，比率由 5.02% 上升至 5.52%。

也就是說，發生超額認購後，投資機會相對較低並且仍選擇調升貸款金額之公司，在後續會保留一部分資金在現金中。這可能意味此類公司在相較沒有成長機會的時候，會選擇將一部分資金以現金的形式保存下來，使公司之現金水位增加。在代理問題不存在的情況下，如果公司選擇不投資後續資本支出，而是選擇將資金以閒錢型態保存下來，公司應該將多餘資金發還給股東，讓股東自行去投資，而不是讓公司內部可以讓管理層操控的閒錢變多。以下便將探討此類公司是否增加其資本支出以及有無發還股利。

【表七、超額認購前後公司現金水位變化之比較】

超額認購前 Cash:t-3~t-1 年期間，Cash 佔 Total asset 的平均；超額認購後 Cash:t~t+2 年期間，Cash 佔 Total asset 的平均。Cash 定義為資產負債表上公司之現金水位。Total asset 定義為公司資產之帳面價值。投資機會定義為市值對帳面價值比，而調升金額公司在超額認購發生當年度平均市值對帳面價值比=1.36。本文將市值對帳面價值比>1.36 者分類為投資機會較高之公司；市值對帳面價值比<1.36 者分類為投資機會較低之公司。(t 代表超額認購發生當年度。)\*\*\*代表超額認購前後差異達到 99%顯著水準；\*\*代表超額認購前後差異達到 95%顯著水準；\*代表超額認購前後差異達到 90%顯著水準。

超額認購後 公司之 調整情形	投資機會大小	樣本數	超額認購前 cash/Asset	超額認購後 cash/Asset	T 值	P 值	超額認購 前後差異
調升金額	投資機會>平均	274 筆	0.0732	0.0777	-0.75	0.4555	不顯著
	投資機會<平均	615 筆	0.0502	0.0552	-1.65	0.0996	*
不調整金額		1012 筆	0.0633	0.0905	-0.87	0.3838	不顯著
調降金額		288 筆	0.0564	0.0625	-1.19	0.2329	不顯著

二、超額認購前後公司資本支出變化之比較

公司資本支出佔總資產比率之變化於【表八】所示。實證結果顯示，調升金額之公司不論投資機會高或低，資本支出之變化皆不顯著。

至於對調降金額之公司而言，在發生超額認購後資本支出佔總資產比率呈 90%顯著水準下降。此結果印證前面述之資訊不對稱假說：代表公司選擇不多向銀行借資金，反而在超額認購後調降其原本欲借的金額，是因考量公司未來沒有投資機會的緣故，而公司後續資本支出之下降也印證這個論點。

另外，本研究進一步將損益表上之「研發費用」加入於資本支出中。【表九】列示超額認購前後公司資本支出(加入研發費用)變化之比較。實證結果發現，調升金額之公司且投資機會較高之公司群，資本支出呈顯著上升情形。這意味著此類投資機會較高，且增加借款金額之公司，在後續確實增加其資本支出，尤其以增加研發支出為主。

至於調降金額之公司，即使加入研發支出後，其資本支出仍然呈現顯著下降情形。此結果更印證了前述所示，調降金額之公司因預期超額認購後投資機會顯著下降，使公司決定不必投入這麼多研發費用或資本支出，因此才作出向銀行調低借款金額之決策。

【表八、超額認購前後公司資本支出變化之比較】

超額認購前 capital expenditure/Assets 為 t-3~t-1 年資本支出佔總資產比率的平均；超額認購後 capital expenditure/Assets 為 t~t+2 年資本支出佔總資產比率的平均。投資機會定義為市值對帳面價值比，而調升金額公司在超額認購發生當年度平均市值對帳面價值比=1.36。本文將市值對帳面價值比>1.36 者分類為投資機會較高之公司；市值對帳面價值比<1.36 者分類為投資機會較低之公司。(t 代表超額認購發生當年度。) \*\*\*代表超額認購前後差異達到 99%顯著水準；\*\*代表超額認購前後差異達到 95%顯著水準；\*代表超額認購前後差異達到 90%顯著水準。

超額認購後 公司之 調整情形	投資機會大小	樣本數	超額認購前 capital exp/Asset	超額認購後 capital exp/Asset	T 值	P 值	超額認購 前後差異
調升金額	投資機會>平均	272 筆	0.0681	0.0669	0.24	0.8126	不顯著
	投資機會<平均	439 筆	0.0656	0.0655	0.02	0.9848	不顯著
不調整金額		870 筆	0.2186	0.0596	1.47	0.1408	不顯著
調降金額		268 筆	0.4248	0.0552	1.82	0.0705	*

【表九、超額認購前後公司資本支出(含研發費用)變化之比較】

超額認購前  $\Delta$  capital exp/cap 定義為 t-3~t-1 年間，當年度資本支出(含研發費用)扣除前一年資本支出，佔前一年資本支出(含研發費用)的比例；超額認購後  $\Delta$  capital exp/cap 定義為 t~t+2 年間，當年度資本支出(含研發費用)扣除前一年資本支出，佔前一年資本支出(含研發費用)的比例。(t 代表超額認購發生當年度。) \*\*\*代表超額認購前後差異達到 99%顯著水準；\*\*代表超額認購前後差異達到 95%顯著水準；\*代表超額認購前後差異達到 90%顯著水準。

超額認購後 公司之 調整情形	投資機會大小	樣本數	超額認購前 $\Delta$ capital exp/cap	超額認購後 $\Delta$ capital exp/cap	T 值	P 值	超額認購 前後差異
調升金額	投資機會>平均	99 筆	0.0751	0.3106	4.52	<0.0001	***
	投資機會<平均	129 筆	0.5036	0.2849	1.31	0.1904	不顯著
不調整金額		270 筆	0.1993	0.2126	-0.22	0.8285	不顯著
調降金額		81 筆	0.2295	0.0514	2.91	0.0043	***

### 三、超額認購前後公司重整(變賣資產)變化之比較

依據 Blanchard(1997)，探討公司是否有重整行為以「變賣資產」做為代理變數，【表十】為比較超額認購前後公司有無進行重整之結果。

實證結果發現，調升金額之公司無論投資機會高低重整活動均沒有顯著改變。另外，不調整金額之公司在超額認購後，變賣資產之情形沒有顯著變化；而調降金額之公司在超額認購後變賣資產之情形顯著上升。

此結果有可能是因為有發生超額認購的公司大都是體質比較健全的公司，因此在超額認購後並無重整之必要。至於調降金額之公司，本研究整理了 LPC 附註中描述公司欲調降貸款金額之原因，大致上分為幾個原因：「公司預期未來產生多餘現金流量」、「公司投資計畫改變，不需要多餘資金在公司內部」、以及「可從

其他管道借到更為便宜的資金」等原因導致公司調降貸款金額。在這個情況下，我們推論較符合「公司預期未來產生多餘現金流量」之情況，調降金額之公司因預期在超額認購後可透過變賣資產使公司額外獲得多餘的現金流量，因此公司才選擇最後借的金額少於原本欲借的金額。此情況意味調降金額的公司比較沒有代理問題的存在，當公司因其他原因獲得多餘的現金流量、突然不需要這麼多資金時，經理人會視公司的需要來決定是否保留資金在公司內部，而不是盡可能地增加公司內部閒錢，供自己掌控、以追求自己的利益。

【表十、超額認購前後公司資產變賣變化之比較】

超額認購前 SalePPE/Assets 定義為 t-2~t-1 年 Sales of property 的平均除以 t-3 年之資產；超額認購後 SalePPE/Assets 定義為 t~t+1 年 Sales of property 的平均/t-1 年之資產。(t 代表超額認購發生當年度。)\*\*\*代表超額認購前後差異達到 99%顯著水準；\*\*代表超額認購前後差異達到 95%顯著水準；\*代表超額認購前後差異達到 90%顯著水準。

超額認購後 公司之 調整情形	投資機會大小	樣本數	超額認購前 SalePPE/ Assets	超額認購後 SalePPE/ Assets	T 值	P 值	超額認購 前後差異
調升金額	投資機會>平均	51 筆	0.0136	0.00687	0.88	0.3840	不顯著
	投資機會<平均	70 筆	0.0621	0.0296	0.76	0.4509	不顯著
不調整金額		157 筆	0.0064	0.0084	-1.07	0.2846	不顯著
調降金額		56 筆	0.00714	0.01413	-2.06	0.0431	**

四、超額認購前後公司併購活動變化之比較

【表十一】列示超額認購前後公司有無進行併購活動之實證結果。實證結果發現，以調升金額之公司而言，不論投資機會高或低，公司併購活動均沒有顯著變

化。另外，不調整金額之公司、以及調降金額之公司在超額認購後，併購之情形均沒有顯著變化。本文認為有可能是因為超額認購之多認購金額不夠大，並無法影響公司併購活動之決策，因此超額認購後公司並不會進行併購活動。另外，依據【表二】所整理之貸款目的中，大部分公司獲得貸款是拿去做「公司自身用途」，而貸款以「併購」為目的之樣本只佔其中少數而已。

**【表十一：公司在超額認購前後公司併購狀況之比較】**

超額認購前 Acquisitions/Assets 定義為 t-4~t-1 年期間，gross acquisition 的平均除以 t-5 年的總資產之比率；超額認購後 Acquisitions/Assets 定義為 t~t+3 年期間，gross acquisition 的平均除以 t-1 年的總資產之比率。(t 代表超額認購發生那一年。)\*\*\*代表超額認購前後差異達到 99%顯著水準；\*\*代表超額認購前後差異達到 95%顯著水準；\*代表超額認購前後差異達到 90%顯著水準。

超額認購後 公司之 調整情形	投資機會大小	樣本數	超額認購前 Acquisitions/ Assets	超額認購後 Acquisitions/ Assets	T 值	P 值	超額認購 前後差異
調升金額	投資機會>平均	225 筆	0.0921	0.0244	0.19	0.8480	不顯著
	投資機會<平均	378 筆	0.0958	0.0347	2.57	0.1344	不顯著
不調整金額		777 筆	2.8445	0.0215	1.44	0.1511	不顯著
調降金額		243 筆	0.7475	0.3778	0.63	0.5289	不顯著

**五、超額認購前後經理人薪資及紅利變化之比較**

本研究總共探討經理人薪資、經理人紅利、以及經理人持股之比較研究。我們依照 Blanchard, Lopez-de-Silanes, and Shleifer(1994)以公司前三大經理人當作變數。前三大經理人係依各公司之經理人持有薪水及紅利之加總作排名，作為選擇前三大經理人的標準。

【表十二】、【表十三】為比較超額認購前後公司經理人薪資及紅利變化之比較

結果。實證結果發現，調升金額之公司中，不論投資機會較高低，公司前三大經理人之薪資及紅利均呈顯著上升。其中投資機會較高之公司經理人薪資從 179 萬上升至 202 萬，紅利從 213 萬上升至 297 萬，各呈 90%顯著水準；投資機會較低之公司經理人薪資從 199 萬上升至 224 萬，紅利從 605 萬上升至 931 萬，各呈 95%顯著水準。

另外，不調整之公司在超額認購後經理人薪資也呈顯著上升，呈現 95%顯著水準。由 192 萬上升至 214 萬，而紅利則不顯著有改變。最後，調降金額之公司經理人薪資以及紅利均不顯著有改變。

【表十四】為比較超額認購前後公司經理人持股變化之比較結果。實證結果發現，調升金額之公司中，投資機會較高之公司前三大經理人持股反而減少，且其減少效果呈 99%顯著水準。這代表經理人在超額認購後，反而對自己的公司沒信心，且經理人持股降低也削弱了經理人之利益與股東的連結，使經理人與股東之代理問題變嚴重。相較之下，對於投資機會較低之公司、不調整金額、以及調降金額之公司而言，經理人持股比例沒有顯著變化。

如果完美市場成立，經理人的生產力理應不會因為公司發生超額認購有任何改變，經理人之薪資報酬也不應增加。但實證結果卻發現，調升金額之公司經理人之薪資及紅利在超額認購後三年呈顯著上升。尤其對投資機會較高之公司而言，此類公司因外部投資機會較高，公司在超額認購後便續增加其投資支出。假如此類公司把超額認購多認購之金額，全數拿去投資在  $NPV > 0$  的投資計畫上，經理人應對公司未來具有信心，後續不應降低其持股。但實證結果卻指出前三大經理人持股在超額認購後反而下降，代表公司在某程度上可能存在代理問題，背後之驅使因素可能為公司經理人好大喜功，只選擇投資在對他自己有利、可增加其功績的投資計畫上，而不是單純地選擇  $NPV > 0$  的投資計畫，因此才對公司不具信心而降低持股。本研究在後半部分會探討公司後續股價變化以及盈餘變化，來驗證此論點是否正確。

【表十二：公司在超額認購前後公司前三大經理人薪資變化之比較】

超額認購前 salary 定義為 t-4~t-1 年期間前三大經理人的薪資平均；超額認購後 salary 定義為 t~t+3 年期間前三大經理人的薪資平均。(t 代表超額認購發生那一年。)經理人薪資之排名係以經理人薪資及紅利之排名為依據。\*\*\*代表超額認購前後差異達到 99%顯著水準；\*\*代表超額認購前後差異達到 95%顯著水準；\*代表超額認購前後差異達到 90%顯著水準。(單位:000)

超額認購後 公司之 調整情形	投資機會大小	樣本數	超額認購 前 salary	超額認購 後 salary	T 值	P 值	超額認購 前後差異
調升金額	投資機會>平均	73 筆	1797.5	2029.8	-1.82	0.0701	*
	投資機會<平均	92 筆	1998.3	2240.6	-2.07	0.0402	**
不調整金額		44 筆	1925.5	2149.8	-2.24	0.0278	**
調降金額		16 筆	1919	2072	-0.92	0.3633	不顯著

【表十三：公司在超額認購前後公司前三大經理人紅利變化之比較】

超額認購前 bonus: 定義為 t-4~t-1 年期間前三大經理人的紅利平均；超額認購後 bonus: 定義為 t~t+3 年期間前三大經理人的紅利平均。(t 代表超額認購發生那一年。)\*\*\*代表超額認購前後差異達到 99%顯著水準；\*\*代表超額認購前後差異達到 95%顯著水準；\*代表超額認購前後差異達到 90%顯著水準。(單位:000)

超額認購後 公司之 調整情形	投資機會大小	樣本數	超額認購前 bonus	超額認購後 bonus	T 值	P 值	超額認購 前後差異
調升金額	投資機會>平均	73 筆	2131.8	2975.1	-1.66	0.0997	*
	投資機會<平均	92 筆	6052.6	9319.8	-2.05	0.0416	**
不調整金額		44 筆	2766.7	4242	-1.48	0.1428	不顯著
調降金額		16 筆	1935.1	5884.6	-1.68	0.1027	不顯著

【表十四：在超額認購前後，公司前三大經理人持股之比較】

超額認購前 Exe. shares 定義為 t~t+3 年期間前三大經理人持股佔總體流通在外股數的平均；超額認購後 Exe. shares 定義為 t-4~t-1 年期間前三大經理人持股佔總體流通在外股數的平均。(t 代表超額認購發生那一年。) \*\*\*代表超額認購前後差異達到 99%顯著水準；\*\*代表超額認購前後差異達到 95%顯著水準；\*代表超額認購前後差異達到 90%顯著水準。

超額認購後 公司之 調整情形	投資機會大小	樣本數	超額認購前 前三大經理 人持股	超額認購後 前三大經理 人持股	T 值	P 值	超額認 購前後 差異
調升金額	投資機會>平均	44 筆	0.00182	0.000694	1.81	0.0760	*
	投資機會<平均	47 筆	0.00225	0.00118	1.21	0.2292	不顯著
不調整金額		34 筆	0.000304	0.000239	0.59	0.5576	不顯著
調降金額		11 筆	0.000547	0.017	-1.5	0.1642	不顯著

### 第三節 檢視公司資金是否流向公司外部

繼探討公司資金是否流向公司內部後，第三節部分探討公司在超額認購後資金是否流向公司外部。資金流向公司外部：係指公司以股利之形式、或以庫藏股之形式發還給外部股東；或是以償還債務之形式發還給債權人。本文在資金流向公司外部中尚未加入「負債比率變化」之變數。因本研究所探討的對象為國際聯貸市場超額認購之公司，當公司在超額認購後進行調升貸款金額，此調升金額之動作本身，即導致負債比率上升，因此負債水準不列入本文探討範圍內。

以下將由探討公司是否發放股利、是否買回庫藏股，來探討公司資金流向。

#### 一、超額認購前後公司發放股利變化之比較

依 Harford and Haushalter(2003)中提到，公司的財務限制與否也會影響到公司的投資決策。因此 Harford and Haushalter(2003)將樣本分類為有財務限制之公司以及沒有財務限制之公司，分別研究資金流向。如果資訊不對稱假說成立，有財務限制之公司應會保留資金在公司內部，以便未來投資機會出現之資金需要，且不會將多餘之資金發還給股東；而無財務限制之公司在沒有外部投資機會下，會將錢發還給股東。本研究依照 Harford and Haushalter(2003)中所定義，依公司「在獲得額外資金前一年有無發放股利」來判斷公司有無財務限制。

實證結果如【表十五】所示，調升金額之公司不論有無財務限制都不會發放股利。另外，不調整金額之公司在沒有財務限制的情況下，會發放股利還錢予股東，每股股利的上升呈現 90%的顯著水準；調降金額之公司在沒有財務限制的情況下，也會發放股利還錢予股東，每股股利的上升呈現 95%的顯著水準。

尤其以調降金額之公司而言，此類公司外部投資機會顯著下降，公司因此決定調降其欲借的金額，且公司後續資本支出也顯著下降。如果資訊不對稱假說成立，此類投資機會下降、且不打算繼續投資之公司，應將多餘資金返還給股東。此時，有無財務限制即變成了公司是否發還股利給股東的決策因素：在有財務限制的情況下，公司不會發還股利給股東；在無財務限制的情況下，公司便會發還資金給

股東。此實證結果確實符合資訊不對稱假說，亦即公司會因為財務限制而影響其投資決策，當公司無財務限制時，在外部投資機會較低的情況下公司以股利之形式還予資金給股東。

【表十五：區分公司有無財務限制，比較公司超額認購前後股利發放之變化】

超額認購前 Dividend per share 定義為 t-3~t-1 年期間每股發放現金股利的平均；超額認購後 Dividend per share 定義為 t~t+2 年期間每股發放現金股利的平均。(t 代表超額認購發生當年度。)公司有無財務限制之定義，為公司在超額認購前一年有無發放股利。如果超額認購前一年有發放股利，代表公司沒有財務限制；如果超額認購前一年無發放股利，代表公司有財務限制。  
\*\*\*代表超額認購前後差異達到 99%顯著水準；\*\*代表超額認購前後差異達到 95%顯著水準；\*代表超額認購前後差異達到 90%顯著水準。(單位:百萬)

超額認購後 公司調整情形	有無財務限制	樣本數	超額認購前 Dividend	超額認購後 Dividend	T 值	P 值	超額認 購前後 差異
調升金額	有財務限制	205 筆	0.0696	0.0950	-0.8	0.4258	不顯著
	無財務限制	580 筆	1.6055	1.6122	-0.02	0.9853	不顯著
不調整金額	有財務限制	129 筆	2.5732	4.7348	-1.22	0.2255	不顯著
	無財務限制	403 筆	6.3353	14.6015	-1.79	0.0740	*
調降金額	有財務限制	145 筆	1.0984	1.0561	0.22	0.8245	不顯著
	無財務限制	34 筆	0.1604	0.4640	-2.19	0.0322	**

另外，本研究依然將調升金額之公司依投資機會高低做區分，檢視其股利政策之變化，實證結果如【表十六】所示。實證結果顯示，調升金額之公司不論投資機會高低均不會增加對股利的發放。其中投資機會較高的公司，可能因為其將資金投資於資本支出中，因此公司沒有多餘現金發還給股東；而投資機會較低公司，

可能因為公司將多餘資金以現金形式保留在公司內部，因此公司也沒有將多餘現金發還給股東，而是選擇增加公司內部的閒錢。

【表十六：調升金額之公司依投資機會大小區分股利政策之變化】

超額認購前 Dividend per share 定義為 t-3~t-1 年期間每股發放現金股利的平均；超額認購後 Dividend per share 定義為 t~t+2 年期間每股發放現金股利的平均。投資機會定義為市值對帳面價值比，而調升金額公司在超額認購發生當年度平均市值對帳面價值比=1.36。本文將市值對帳面價值比>1.36 者分類為投資機會較高之公司；市值對帳面價值比<1.36 者分類為投資機會較低之公司。

超額認購後 公司之 調整情形	投資機會大小	樣本數	超額認購前 dividend	超額認購後 dividend	T 值	P 值	超額認購 前後差異
調升金額	投資機會>平均	178 筆	3.3687	1.8143	0.94	0.3483	不顯著
	投資機會<平均	276 筆	2.498	6.7195	-1.47	0.1430	不顯著

二、超額認購前後公司進行庫藏股買回變化之比較

關於公司購回庫藏股方面，實證結果列於【表十七】所示。實證結果顯示，調升金額之公司、不調整金額之公司、以及調降金額之公司在超額認購後，不論有無財務限制買回庫藏股之決策並沒有顯著改變。

另外，本研究依然將調升金額之公司依投資機會高低做區分，檢視其庫藏股買回政策之變化，實證結果如【表十八】所示。實證結果顯示，調升金額之公司不論投資機會高低均不會增加其庫藏股之買回。其原因如同股利發放，投資機會較高的公司，可能因為其將資金投資於資本支出中，因此公司沒有多餘現金買回庫藏股；而投資機會較低公司，可能因為公司將多餘資金以現金形式保留在公司內部，因此公司也沒有將多餘現金買回庫藏股。

【表十七：區分公司有無財務限制，比較公司超額認購前後庫藏股買回之變化】

超額認購前 Repurchase 定義為 t~t+3 年期間 stock repurchase 的平均；超額認購後 Repurchase 定義為 t-4~t-1 年期間 stock repurchase 的平均。(t 代表超額認購發生當年度。) \*\*\*代表超額認購前後差異達到 99%顯著水準；\*\*代表超額認購前後差異達到 95%顯著水準；\*代表超額認購前後差異達到 90%顯著水準。(單位:百萬)

超額認購後 公司調整情形	有無財務限制	樣本數	超額認購前 Repurchase	超額認購後 Repurchase	T 值	P 值	超額認 購前後 差異
調升金額	有財務限制	123 筆	66.04	128.3	-1.39	0.1675	不顯著
	無財務限制	473 筆	843.7	302.7	0.74	0.4565	不顯著
不調整金額	有財務限制	96 筆	46.47	57.91	-0.5	0.6146	不顯著
	無財務限制	371 筆	81.35	54.32	1.18	0.2381	不顯著
調降金額	有財務限制	109 筆	63.54	40.35	0.55	0.5806	不顯著
	無財務限制	17 筆	6.7610	11.6885	-0.45	0.6563	不顯著

【表十八：調升金額之公司依投資機會大小區分庫藏股買回之變化】

超額認購前 Repurchase 定義為 t~t+3 年期間 stock repurchase 的平均；超額認購後 Repurchase 定義為 t-4~t-1 年期間 stock repurchase 的平均。(t 代表超額認購發生當年度。)投資機會定義為市值對帳面價值比，而調升金額公司在超額認購發生當年度平均市值對帳面價值比=1.36。本文將市值對帳面價值比>1.36 者分類為投資機會較高之公司；市值對帳面價值比<1.36 者分類為投資機會較低之公司。

超額認購後 公司之 調整情形	投資機會大小	樣本數	超額認購前 repurchase	超額認購後 repurchase	T 值	P 值	超額認購 前後差異
調升金額	投資機會>平均	129 筆	48.6158	92.5897	-1.04	0.3017	不顯著
	投資機會<平均	254 筆	59.9142	194.3	-1.37	0.1715	不顯著

#### 第四節 超額認購後公司後續股價表現以及盈餘表現

在第四節的部分，本文進一步將探討超額認購前後，各類型公司之後續股價變化以及後續之盈餘變化，以便更清楚地印證各類型公司，各自符合財務上的何種理論。如同前面的部分所呈現之方式，以下分別探討投資機會較高之調升金額公司、投資機會較低之調升金額公司、不調整金額之公司、以及調降金額之公司分別進行探討。

##### 一、超額認購前後公司股價超額報酬之變化

股價之超額報酬(AR)的計算方式如下：

$$\text{超額認購前 AR} = (\ln(R_t) - \ln(R_{t-1})) - (\ln(M_t) - \ln(M_{t-1}))$$

$$\text{超額認購後 AR} = (\ln(R_{t+1}) - \ln(R_t)) - (\ln(M_{t+1}) - \ln(M_t))$$

$R_t$  為超額認購當年度公司股價； $R_{t-1}$  為超額認購前一年度公司股價； $R_{t+1}$  為超額認購後一年度公司股價。 $M_t$  為在超額認購當年度之市場指數； $M_{t-1}$  為在超額認購前一年度之市場指數； $M_{t+1}$  為在超額認購後一年度之市場指數。(t 代表超額認購發生當年度。)

本文在事前預期結果應為：調升金額之公司因存在代理問題，後續股價表現應該變差。超額認購前後公司股價之變化實證結果如【表十九】所示。以調升金額之公司而言，投資機會較大之公司股價表現差；投資機會較低之公司股價表現有改善，但在統計上均不顯著。這並不符合事前預期，本文認為可能因為會影響股價的因素太多，例如競爭對手改變、景氣循環因素的變化、或是整體產業的變化等等，並不只是代理問題其中一項，因此調升金額之公司股價呈現不顯著變化的情形。

另外，不調整金額以及調降金額之公司股價表現也呈現不顯著變化。

【表十九：在超額認購前後，公司股價超額報酬變化之比較】

超額認購前 AR 定義  $(\ln(R_t) - \ln(R_{t-1})) - (\ln(M_t) - \ln(M_{t-1}))$ ；超額認購後 AR 定義為  $(\ln(R_{t+1}) - \ln(R_t)) - (\ln(M_{t+1}) - \ln(M_t))$ 。R<sub>t</sub> 為超額認購當年度公司股價；R<sub>t-1</sub> 為超額認購前一年度公司股價；M<sub>t</sub> 為在超額認購當年度之市場指數；M<sub>t-1</sub> 為在超額認購前一年度之市場指數。(t 代表超額認購發生當年度。) \*\*\*代表超額認購前後差異達到 99%顯著水準；\*\*代表超額認購前後差異達到 95%顯著水準；\*代表超額認購前後差異達到 90%顯著水準。

超額認購後 公司之 調整情形	投資機會大小	樣本數	超額認購前 AR	超額認購後 AR	T 值	P 值	超額認購 前後差異
調升金額	投資機會>平均	168 筆	-0.0299	-0.0734	-0.87	0.3872	不顯著
	投資機會<平均	541 筆	-0.0451	-0.0179	0.9	0.3689	不顯著
不調整金額		346 筆	0.0516	-0.0249	1.11	0.2670	不顯著
調降金額		124 筆	-0.0318	-0.0789	-0.83	0.4081	不顯著

## 二、超額認購前後公司盈餘表現之變化

本文以損益表上之「operating income」佔總資產之比率來衡量公司之盈餘表現，分別檢視各類公司在超額認購前後之盈餘表現變化。

實證結果如【二十】所示。實證結果發現，以調升金額之公司而言，投資機會較高之公司後續盈餘表現反而變差，operating income 佔總資產比率由 14.55% 下降至 13.36%，呈 90%之顯著水準。而投資機會較低之公司雖然盈餘表現改善，但在統計上並不顯著。

以調升金額之公司而言，投資機會較高之公司群在後續有增加資本支出。如果公司把資金全數投入在 NPV>0 的投資計劃上，超額認購後續三年之盈餘表現應該會有所改善。但綜合前面之實證結果，此類型公司在後續雖然有投入在資本支出

上，但是卻使後續盈餘表現變差；此外，經理人薪資以及紅利又呈顯著上升、持股比率顯著下降，這加深了經理人自利之論點。這裡可以印證前面所述，公司在某程度上可能存在代理問題，背後之驅使因素可能為公司經理人好大喜功，只選擇投資在對他自己有利、可增加其功績的投資計劃上，而不是單純地選擇 NPV>0 的投資計劃，而使得公司後續盈餘表現變差。

而調降金額之公司盈餘表現在超額認購後也顯著變差，operating income 佔總資產比率由 12.85% 下降至 11.04%，99% 之顯著水準。

【表二十：在超額認購前後，公司盈餘表現變化之比較】

超額認購前 operating income/Asset 定義為超額認購 t-1~t-3 之平均 operating income 佔總資產之比率；超額認購後 operating income/Asset 定義為超額認購 t~t+2 之平均 operating income 佔總資產之比率。(t 代表超額認購發生當年度。) 投資機會定義為市值對帳面價值比，而調升金額公司在超額認購發生當年度平均市值對帳面價值比=1.36。本文將市值對帳面價值比>1.36 者分類為投資機會較高之公司；市值對帳面價值比<1.36 者分類為投資機會較低之公司。  
\*\*\*代表超額認購前後差異達到 99% 顯著水準；\*\*代表超額認購前後差異達到 95% 顯著水準；\*代表超額認購前後差異達到 90% 顯著水準。

超額認購後 公司之 調整情形	投資機會大小	樣本數	超額認購前 Operating /Asset	超額認購後 Operating /Asset	T 值	P 值	超額認購 前後差異
調升金額	投資機會>平均	297 筆	0.1455	0.1336	1.75	0.0798	*
	投資機會<平均	599 筆	0.0880	0.2719	-0.98	0.3267	不顯著
不調整金額		1083 筆	0.1023	0.1008	0.51	0.6088	不顯著
調降金額		304 筆	0.1285	0.1104	2.65	0.0082	***

## 第五節 實證研究之闡述

本節整理了各類型公司之資金流向實證結果，如下【表二十一】所示：

【表二十一：實證結果之整理】

本研究全部實證結果統整於表二十一。總共分類為：投資機會低於平均之調升金額公司、投資機會高於平均之調升金額公司、不調整金額公司、調降金額公司四種類型公司分別進行探討：其資金在超額認購後是流向公司內部、或是流向公司外部。另外，尚列入前三大經理人持股以及後續盈餘表現，以及各自符合之理論。\*\*\*代表超額認購前後差異達到 99%顯著水準；\*\*代表超額認購前後差異達到 95%顯著水準；\*代表超額認購前後差異達到 90%顯著水準。

變數	調升金額公司		不調整金額公司	調降金額公司
公司成長機會	成長機會 低於平均	成長機會 高於平均	不顯著改變	Down*
資金流向公司內部				
現金	UP*	0	0	0
資本支出(含 R&D)	0	UP***	0	Down*
變賣資產(重整)	0	0	0	UP**
併購	0	0	0	0
經理人薪資/紅利	UP**	UP*	UP**	0
資金流向公司外部				
股利/股票買回	0	0	UP* (無財務限制)	UP** (無財務限制)
其他變數				
經理人持股	0	Down*	0	0
後續盈餘表現	0	Down*	0	Down***
符合之假說				
	代理問題假說	代理問題假說	--	資訊不對稱假說

本研究首先將調升金額之公司，依照「發生超額認購當年度」之平均市價/淨值比上下，區分為投資機會較高之公司群，以及投資機會較低之公司群兩類別。另外，本文尚加入不調整金額之公司、以及調降金額之公司，因此總共將研究對象區分為四個類別，分別探討其公司資金流向。以下為各類型公司之實證結果闡述：

### 一、成長機會低於平均值之調升金額公司

實證結果發現：投資機會相對較低之公司，在超額認購後並沒有增加其後續資本支出，而是選擇將相超額認購所借來之資金以現金形式保留在公司內部。此外，經理人之薪資及紅利均呈顯著上升，且公司無論有無財務限制均不會增加發放其股利。由此可知，此類型公司在超額認購後，資金傾向於流向公司內部，使公司之現金水位以及經理人薪資顯著增加；相反地，公司並不會將資金發還給外部投資人。至於後續盈餘表現、以及前三大經理人持股方面，均呈不顯著有變化之情形。

Bates(2005)中提到，當公司投資機會越高，越傾向將資金保留在公司內部拿去做投資用，後續資本支出會呈顯著上升。也就是說，如果資訊不對稱假說成立，此類型公司在成長機會很高時，會將資金投入於資本支出；相反地在成長機會很低的時候，如果公司選擇不投資，應將多餘資金發還給外部投資人。實證結果卻顯示：此類型成長機會相較較低之公司，公司選擇不要將資金投入於後續資本支出上，同時卻沒有將多餘資金發還給外部投資人，反而選擇以現金形式保留在公司內部，這個實證結果違反了資訊不對稱假說。

本研究認為此類公司應符合代理問題假說，因其選擇將資金以現金形式保留在公司內部，增加了公司擁有大量現金流的時候，所產生的管理層與股東之代理問題成本。Jensen(1986)中提到，如果要使公司效率以及股東價值極大化，必須把這些閒置資金支付給股東；但是管理層為了個人私利，總是希望公司的閒置資金盡可能地越多越好，而不願意將多餘資金發還給外部投資人。而實證結果顯示，

此類型公司寧願將資金保留在公司內部，也不願意將多餘資金發還給外部投資人，說明管理者是不會從股東最佳利益出發的。

最後，此類型公司經理人薪資、紅利也呈顯著上升。如果前三大經理人薪資的上升，是因為經理人生產力增加，或因為替公司投資、或是為公司做有利公司的事情，後續盈餘表現應該更好。但實證結果卻顯示前三大經理人薪資紅利上升，但是卻沒有伴隨著較好的盈餘表現，此結果更加深了公司更多的閒置資金，是能夠滿足管理者追求自身的個人目標之疑慮。

## 二、成長機會高於平均值之調升金額公司

實證結果發現：投資機會較高之公司，在調升貸款金額後顯著增加資本支出，且以投入研發支出為主。此外，經理人之薪資及紅利均呈顯著上升，且公司無論有無財務限制均不會增加發放其股利。由此可知，此類型公司在超額認購後，資金傾向於流向公司內部，使公司之資本支出以及經理人薪資紅利均顯著增加；相反地，公司並不會將資金發還給外部投資人。在後續盈餘表現方面，公司 operating income 表現顯著變差；而管理階層對公司之持股在超額認購發生後顯著下降。

此類型公司外部成長機會高，所以在超額認購後選擇向銀行多借一些資金，而這些資金後續主要是投資在資本支出上。如果公司是將這些資金全部投資在 NPV>0 的計畫上，公司價值應該有所提升，但實證結果顯示公司後續盈餘表現顯著變差，股價表現也不顯著有變化。這可能代表公司在某種程度上存在代理問題，經理人可能因為好大喜功，只選擇投資在對他有利、可以增加其功績或是擴大自己控制版圖的投資計畫上，而不是單純選擇 NPV>0 的投資計畫上，才造成公司後續盈餘表現不佳。

另外，此類型公司經理人薪資、紅利也呈顯著上升。如果前三大經理人薪資的上升，是因為經理人生產力增加、投資在很多 NPV>0 的計畫，公司後續盈餘表現

或股價表現應該更好。但實證結果卻顯示前三大經理人薪資紅利上升，但是卻沒有伴隨著較好的盈餘及股價表現，此結果正加深代理問題的疑慮。

再者，Lang 和 Litzenberger(1989)中提到股利支付的增加，可以降低公司過度投資、或是公司保留閒置資金增加、使管理層追求自身利益的問題。實證結果顯示，此類型公司均不會發還股利給股東，可見公司在股利政策方面也沒有解決公司過度投資的代理問題。

最後，前三大經理人的持股在超額認購後顯著下降，這更佐證了代理問題的存在。管理層持股比率下降，代表了經理人在超額認購後，反而對自己的公司沒信心，且經理人持股降低也削弱了經理人之利益與股東利益之連結，使經理人與股東之代理問題變嚴重。

總結上述，此類型公司在超額認購後因投資機會較高，而進行調高其貸款金額，同時使公司後續投資支出增加。但公司後續盈餘表現卻顯著變差，這代表公司並沒有將資金投入於  $NPV > 0$  之投資計劃上；另外，公司之股利發放不顯著有改變，也顯示公司寧願將資金投資於  $NPV < 0$ 、或是可增加管理階層利益之投資計劃上，也不願意將資金發還給外部股東。前大經理人持股在超額認購後顯著下降，也更加印證了公司存在著某程度的代理問題。

### 三、調降金額之公司

實證結果顯示：公司因外部成長機會顯著下降，所以在超額認購後選擇調降公司借款金額，後續投資支出也隨之下降。資金流向公司內部方面，只有變賣資產呈顯著上升；資金流向公司外部方面，在沒有財務限制的情況下，公司會選擇發放股利還予股東。後續盈餘表現方面，超額認購發生後三年公司之盈餘表現顯著變差。

本文認為此類型公司印證資訊不對稱假說之存在。資訊不對稱理論認為，當公司在成長機會很高時，會將資金保留在公司內部並拿去投資；相反地，當公司成

長機會很低的時候，如果公司選擇不投資，應將多餘資金發還給外部投資人。實證結果指出，調降金額之公司決定是否向銀行多借資金的考量因素，是考慮公司投資機會之變化，當公司投資機會下降時，管理層便選擇向銀行少借資金。由此可知，管理層是視公司的需求來決定是否多借資金，而並不會希望公司的閒置資金盡可能地越多越好。另外，在公司沒有財務限制的情況下，會選擇發放股利給股東，發放股利減少了公司內部的多餘資金，使管理層追求自身利益的空間降低。

關於公司後續盈餘表現，實證結果發現此類型公司盈餘表現反而變差，股價變化也呈現不顯著情況。本文認為，雖然調降金額之公司代理問題不嚴重，但是因公司外部投資機會的下降、公司未來前景不佳，且公司後續又沒有增加其投資，最後連帶使得盈餘表現變差。

#### 四、不調整金額之公司

實證結果顯示：此類型公司外部投資機會沒有顯著改變，公司後續選擇不調整原先欲向銀行所借之金額。資金流向公司內部方面，只有管理階層的薪資上升；資金流向公司外部方面，在沒有財務限制下，此類型公司會選擇發放以發放股利之形式還予外部投資人。最後，後續盈餘表現方面，超額認購後盈餘表現並沒有顯著變化。

此類不調整金額之公司之實證結果，同時支持代理問題假說以及資訊不對稱假說之存在。此類型公司在外部投資機會沒有顯著改變下，選擇不調整原先欲向銀行所借之金額，公司後續投資支出也沒有上升。而後續公司將其公司內部多餘資金，以股利之形式發還給外部投資人，此結果符合資訊不對稱假說。即公司如果投資賺得報酬低於股東自己投資所賺得的報酬，公司應把資金發還予股東，讓股東自行投資其他標的。

另一方面，公司經理人薪資卻呈顯著上升，此結果符合代理問題。此類型公司

並無增加投資於資本支出上，而前三大經理人薪資之上升，並沒有伴隨著較好的盈餘或股價表現。這結果代表經理人生產力並沒有增加，但薪資卻上升，加深了公司是否存在代理問題的疑慮。



## 第五章、結論及後續研究

### 第一節 結論

本研究探討公司在超額認購後，不同貸款條件調整下公司後續運用資金決策之差異。在探討公司運用之差異後，本文更進一步探討公司後續股價表現及盈餘表現。

實證結果發現，超額認購後調高金額的公司中，投資機會較高之公司符合代理問題假說：公司所借資金流向公司內部，使資本支出投入、經理人薪資及紅利上升，但卻伴隨著較差的盈餘表現、以及經理人持股之降低情況。這背後的驅使因素為代理問題，可能是管理層指選擇投資在對其有利、可擴大版圖的投資計劃上，而不是單純選擇  $NPV > 0$  之投資計劃所致，因此導致盈餘表現變差。配合管理階層調低持股所增加的代理成本，印證公司在某程度上存在代理問題。

另一方面，投資機會較低之公司也符合代理問題假說：公司所借資金流向公司內部，使公司現金水位提高、經理人薪資及紅利上升。公司選擇將資金以現金形式保留在公司內部，增加了公司擁有的現金流，產生管理層與股東之代理問題成本。另外，此類型公司寧願將資金保留在公司內部，也不願意將多餘資金發還給外部投資人，說明管理者是不會從股東最佳利益出發。

關於調降金額之公司，其投資決策符合資訊不對稱假說：公司隨投資機會下降，因而向銀行調降其借款金額，且在無財務限制下會發還資金給股東。可之此類公司決定是否向銀行多借資金的考量因素，是考慮公司實際的需求，而不是依據管理層自身利益極大化的角度下做決策。

最後，不調整金額之公司期投資決策，同時符合資訊不對稱以及代理問題假說。此類型公司在後續並無投資在資本支出上，因此再沒有財務限制下還錢予股東，此結果符合資訊不對稱假說。然而，經理人薪資卻呈現上升情形，但是卻沒有伴隨較好的盈餘表現或是投資計劃的成功，可知經理人薪資之增加並非因為生產力之提升，代表公司管理層可能存在代理問題。

## 第二節 研究限制

有關於「經理人薪資」、「紅利」、以及「經理人持股」這三項數據係由 Execucomp. compustat 資料庫中取得，因此資料庫只包含美國公司之資料，並沒有包含非美國公司之資料。另外，Execucomp. compustat 資料庫從 1992 年開始才有資料。綜合以上，使這三項研究變數之樣本數不足，相較其他變數下也較不具代表性。

另外，有些變數 compustat 在非美國公司資料缺漏甚多，例如衡量公司重整活動的「停業部門」，在非美國公司可取得資料甚少，因此本研究只取「變賣資產」作為重整活動之代理變數，資料不足限制了研究的完整性。

## 第三節 後續研究建議

本文係探討當公司額外獲得一筆資金，會如何進行資金之運用。利用本研究之分類，後續可探討「超額認購之金額大小」，是否對公司後續資金運用之決策有影響。另外，也可以比較超額認購後，調升金額幅度較大之公司、與調升金額幅度較低之公司其後續投資策略是否有差異。

最後，後續研究也可進一步探討公司再決定調升金額、不調整金額、或是調降金額之決策時，所考量之決策因素為何。例如可以加入公司原先槓桿程度、內部人持股比率、或是盈餘的波動度等變數，探討是否影響公司決定如何調整其貸款條件。

## 參考文獻

1. Bates, T. W., 2005, " Asset sales, investment opportunities, and the use of proceeds. " *Journal of Finance*, 60, 105–135.
2. Blanchard, O., F. Lopez de Silanes, and A. Shleifer, 1997, What do firms do with cash windfalls?, *Journal of Financial Economics* 36, 337-360.
3. Fenn George W., and Nellie Liang, 2001, "Corporate payout policy and managerial stock incentives", *Journal of Financial Economics* 60, 45-72.
4. Froot, K, Scharfstein D ,and J. Stein, 1993, "Risk management: Coordinating corporate investment and financing policies, *Journal of Finance* 48, 1629-1648.
5. Harford, J. "Corporate Cash Reserves and Acquisitions." ,1999, *Journal of Finance* 54, 1969-1997
6. Harford, J., and D. Haushalter. ,2003, "Cash Flow Shocks, Investment, and Financial Constraint: Evidence from a Natural Experiment.' Unpubl. Paper. Univ. of Oregon
7. Hite, Gailen, James Owers, and Ronald Rogers, 1987, "The market for interfirm asset sales: Partial sell-offs and total liquidations", *Journal of Financial Economics* 18, 229-252.
8. Ivashina, V. and Z. Sun, 2008, "Institutional Demand Pressure and the Cost of Leveraged Loans," Harvard Business School Working Paper.
9. Jensen, Michael C., 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review* 76, 323-329.
10. Jensen, M., and W. Meckling, 1976, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
11. Lang, Larry H. P., and Robert H. Litzenberger, 1989, "Dividend Announcements: Cash Flow Signalling Vs. Free Cash Flow Hypothesis." *Journal of Financial Economics*, September 24(1), pp.181-192.

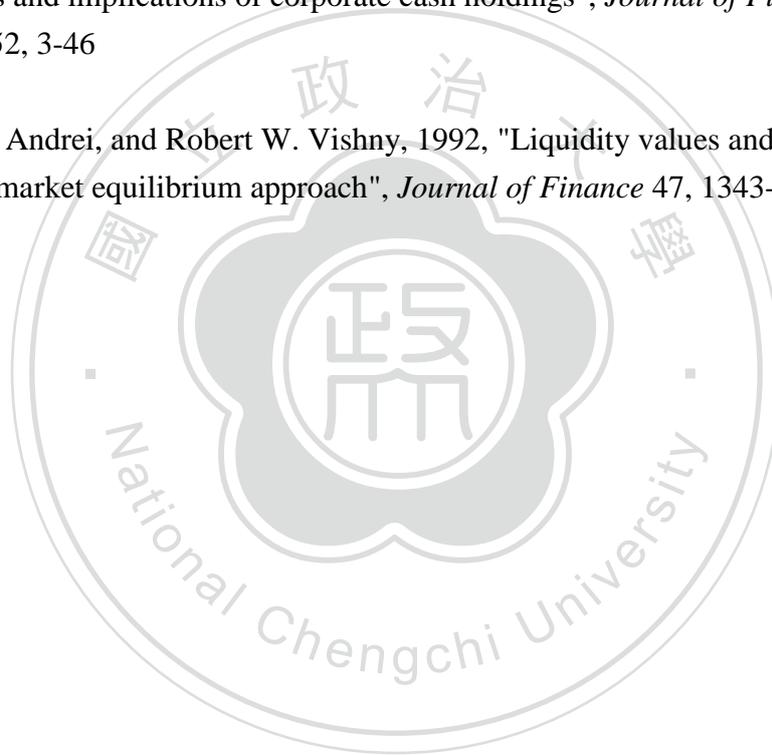
12. Mello, A., and J. Parsons, 2000, Hedging and Liquidity, *Review of Financial Studies* 13, 127-153

13. Myers, S., and N. Majluf, 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics* 13, 187-220

14. Murphy, Kevin, 1985, "Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis", *Journal of Accounting and Economics* 7, 11-42

15. Opler, Tim, Lee Pinkowitz, Rene M. Stulz, and Rohan Williamson, 1999, "The determinants and implications of corporate cash holdings", *Journal of Financial Economics* 52, 3-46

16. Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny, 1992, "Liquidity values and debt capacity: A market equilibrium approach", *Journal of Finance* 47, 1343-1367.



## 附錄

### 變數名稱及定義

以下列出本研究所使用之變數，以及在 compustat 資料庫中之定義及代號：

**Capital exp** This item represents the funds used for additions to the industry segment's property, plant and equipment, excluding amounts arising from acquisitions.

(compustat 名稱：Capital Expenditures；代號 capx)

**Market to book ratio** The ratio of market to book value of assets. The market value is the market value of common stock. The book value is the reported of asset in the annual report.

### **Market value of common stock**

(compustat 名稱：Market Value - Total - Fiscal 代號：mkvalt)

**SalePPE** This item represents funds received or cash inflows from the sale of property, plant, and equipment.

(compustat 名稱：Sale of Property, Plant, and Equipment；代號 sppe)

**Asset** This item represents current assets *plus* net property, plant, and equipment *plus* other noncurrent assets (including intangible assets, deferred items and investments and advances).

(compustat 名稱：Assets - Total；代號 at)

**Acquisitions** This item represents cash outflow of funds used for and/or the costs relating to acquisition of a company in the current year or effects of an acquisition in a prior year carried over to the current year.

(compustat 名稱:Acquisitions；代號 aqc)

**Debt** The item represents debt obligations due more than one year from the company's balance sheet date.

(compustat 名稱：Long-Term Debt - Total ；代號 dltt)

**Total stockholder's equity** This item represents the common and preferred shareholders' interest in the company.

(compustat 名稱：Stockholders' Equity - Total ；代號 seq)

**Total capitalization** Long term debt+Total stockholder's equity

**Dividends** This item represents the total amount of cash dividends for both common and preferred stock.

(compustat 名稱：Cash Dividends (Cash Flow) ；代號 dv)

**Shares outstanding** This item represents the total number of common shares outstanding for the issue.

(compustat 名稱：Common Shares Outstanding ；代號 csho)

**Stock repurchase** Purchase of Treasury Shares

(compustat 名稱：Purchase of Treasury Shares ；代號 purtshr)

**Salary** The dollar value of the base salary earned by the named executive officer during the fiscal year.

(executive compustat 名稱：Salary ；代號 Salary)

**Bonus** The dollar value of a bonus earned by the named executive officer during the fiscal year.

(executive compustat 名稱：bonus ；代號 bonus)

**Exe.shares** Shares owned by the executive, excluding options that are exercisable or will become exercisable within 60 days. Share ownership is generally reported as of a date between the fiscal year end and proxy publication. Units: Thousands

(executive compustat 名稱：Shares Owned - Options Excluded；

代號 SHROWN\_EXCL\_OPTS)

**Management shares** The number of shares of stock (including restricted stock) that were granted to each non-employee director during the year.

(executive compustat 名稱：Annual Shares Received by All Directors；

代號 DIRSTK)

