

代理成本與融資決策*

林 基 煌**

摘要

本研究的重點分成代理成本與資本結構及代理成本與股利政策兩部份進行。關於代理成本與資本結構方面，實證結果支持負債比率與內部人持股率呈負向關係的看法。

關於代理成本與股利政策方面，實證結果發現代理成本較嚴重的企業傾向於支付較高比率的現金股利以降低代理成本。

綜合言之，從本研究的實證結果似乎可看出，企業舉債及發放現金股利皆能發揮降低代理成本的功能（即債權人、外部資金供給者、及資本市場所發揮的監督功能）。代理問題的解決或減輕，監督是有效的方法之一。

壹、前 言

企業欲籌得充足之資本及提升經營管理功能，所有權與經營權會有一定程度的分離。當直接參與經營之股東之持股比率低於百分之一百時，代理問題隨即產生。經營者之自利行為，包括謀取金錢方面的收入及非金錢方面的待遇，使得非參與經營之外部股東蒙受損失。欲減低代理問題，必須付出監督成本或以管理激勵計畫使經營者之行為與股東之利益一致。

代理問題亦存在於股東與債權人之間。企業以舉債方式取得資金後，有多種方式可將債

*本研究接受國科會專題研究計畫(NSC-81-0301-H-004-511)獎助，特此誌謝。

**作者為本校財務管理學系教授

權人之利益移轉至股東處。例如，改變投資計畫的組合（mix of projects），使債權人承擔更多的風險，而股東卻可得到較高的報酬。

此外，經營者與股東間對於風險態度的差異，亦會產生代理問題。基本上，經營者之報酬與其個人之人力資財（個人經營專長、才能等）息息相關，而人力資財是很難分散風險的；但是，股東對於企業之資金投資則比較容易分散風險。因此，經營者為保障其報酬，不願採行高風險之投資計畫，此適與股東之意願相違。

由上述可知，代理問題與代理成本存在於經營股東與非經營股東間，股東與債權人間，及股東與經營者間。代理成本的存在，使得企業的價值降低。因此，股東、債權人，經營者等相關利益集團會使用有效的設計，控制並降低代理成本的發生。

現金股利即是經營股東為了降低代理成本所能使用的有效設計之一。支付高股利會使得企業可用之內部資金減少，故必須至資本市場籌措資金。雖然外部融資必須負擔較高之發行成本，卻可減少代理成本。因為企業欲從資本市場籌得資金，必須通過證管會，證券承銷商，投資人等的嚴密審查。換言之，外部資金之供給者，可幫助未參與經營之股東監督經營者，因而降低了代理成本。

國內家族色彩濃厚之企業，其所有人仍掌握經營權，雖未能獲至專家管理的利益，但也因此降低了代理成本。同時，一般的了解，國內股票公開上市公司之現金股利偏低，是否與代理問題的輕重程度有關，值得探討。此外，國內資本市場中之股票市場在近幾年內始蓬勃發展，而債券市場則尚在起步階段；國內企業之融資方式與先進國家企業在資本市場籌募長期資金之方式與內容皆有所差異。根據最適資本結構理論，利潤高的企業，會以舉債的方式獲取節稅的利益；但是由實際的觀察，獲利豐厚的公司，其舉債程度並不高，此與最適資本結構理論之主張相違，是否可從代理成本的角度加以解釋，亦值得研究。

本研究將從代理成本的觀點實證研究國內股票公開上市公司之融資決策問題（包括股利政策及資本結構）。例如，國內公開上市公司之現金股利是否偏低？現金股利是否與外部融資同時發生？有那些原因會使得公開上市公司必須接受資本市場的審查與評估？利潤高的公司，其舉債程度如何？是否可從代理成本的觀點解釋之？

貳、代理理論與融資決策

代理問題存在於與企業關係密切的利益集團（stakeholders）之間，主要的利益集團包括：股東、債權人、經營者、員工、供應商、顧客、社區居民、政府單位等。集團之間的利益衝突（conflict of interest）是產生代理問題的主要原因。以下從企業融資決策的角度，回顧代理理論與資本結構的關係及代理理論與股利政策的關係。

一、代理理論與資本結構

企業欲籌措長期資金，主要的來源有權益資金及負債資金兩種。如何使用這兩種資金來源以便降低資金成本及提高企業價值，即是資本結構所欲探討的問題。從代理理論的觀點而言，兩種資金來源皆存在代理問題，進而產生代理成本。表2-1彙總說明了資金來源與代理成本的關係。

表2-1 資金來源與代理成本

資金來源	利益衝突集團	代理問題的來源	代理成本類型
權益資金	外部未參與經營之股東 與 內部經營管理者	經營管理者持股率低於百分之百時所產生的過度特權消費、工作未盡力以及經營管理者因規避風險而產生的次佳的融資決策（舉債偏低）和次佳的投資決策（低風險的投資專案）等。	權益代理成本，包括： 監督費用、擔保費用（bonding expenditures）、酬勞構建費用（compensation structuring expenditures）、及機會成本。
負債資金	債權人 與 股東（包括外部股東與內部經營股東）	借貸契約中的限制條款對企業經營所產生的約束與監督；以及拒絕有利於債權人之正淨現值投資專案和接受不利於債權人之負淨現值投資專案。	負債代理成本，包括： 營運受約束而產生的監督成本和機會成本以及次佳投資決策所產生的無謂損失。
發行新的 權益證券 或負債證 券	現有證券持有者 與 新證券投資者	經營管理者與新投資者之間的資訊不對稱問題。	新證券投資者基於資訊不對稱的體認，對新證券之價值打折購買，因而使現有證券持有者所遭受的損失。

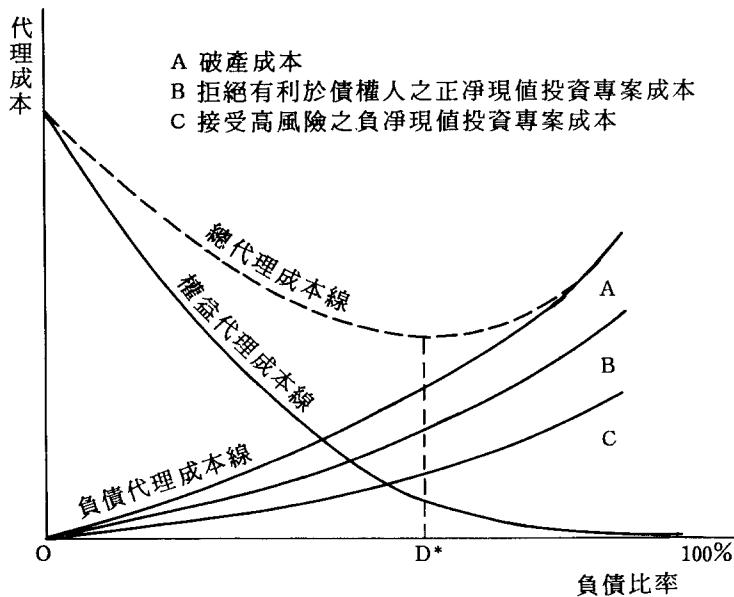
(一)代理成本與負債比率的關係

A、外部融資總額固定時

企業使用外部資金（包括權益及負債兩種）會產生代理成本已如上述。是否在向外籌資之前，業主會不顧分散風險而將其個人財富全部投資於企業以降低代理成本呢？從分散風險的角度而言，業主可能會衡量分散其個人財富風險的利益與使用自有資金降低代理成本的利益，然後加以取捨，做出決定。以下就外部融資總額是固定時，分析業主如何權衡權益資金及負債資金的代理成本，而達到最佳融資組合。

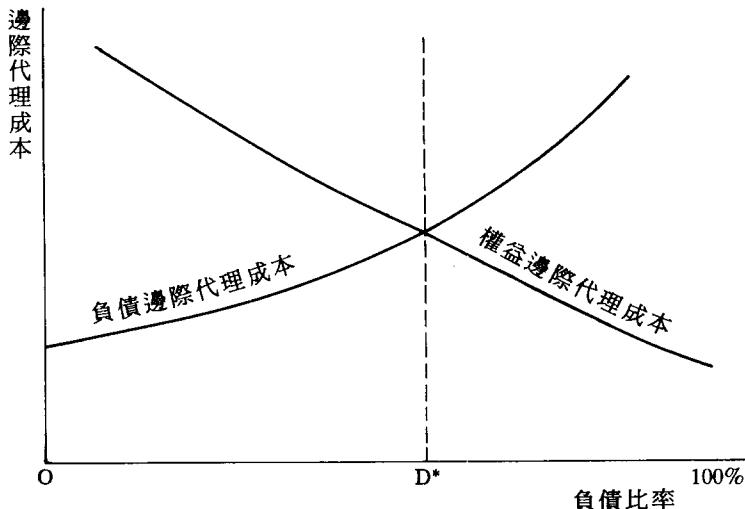
假設邊際權益代理成本及邊際負債代理成本皆是遞減的，則最佳負債比率將存在於邊際權益代理成本等於邊際負債代理成本，亦即總代理成本達於最低點之時，其情形如圖2-1(a)及(b)所示。

圖2-1(a) 總代理成本函數



代理成本與融資決策

圖2-1(b) 邊際代理成本函數



對於內部人持股率極低之大眾化公司而言，由於經營管理者的過度特權消費（excessive perquisite consumption），可能使得權益代理成本與負債代理成本之間的權衡取捨不具意義。此時，最佳負債比率的存在，必須從舉債所產生的節稅利益與舉債所產生的破產成本和代理成本之間的權衡抵換解釋之。

B、外部融資的規模效應

假設經營者欲增加外部融資的額度（亦即內部經營者持股率下降），則代理成本會有何變化？

在企業規模不變的假設下，經營管理者之持股率下降，可以預期的，在表2-1中，由外部權益資金而來的代理成本（例如：特權消費、監督成本等）必然增加；由負債資金而來的代理成本（例如：監督成本、機會成本、無謂損失）也會增加。因此總代理成本必然會隨著外部融資的擴大而增加，如圖2-2(a)及(b)所示。至於外部資金中負債所佔的比例是增加或減少，則要看權益代理成本函數及負債代理成本函數而定。在圖2-2(a)中，負債資金占外部資金的比例因外部融資增加而減少；圖2-2(b)中，負債資金占外部資金的比例反而增加。因此，內部人持股率與負債比率之間的關係，有賴實證研究進一步了解。

圖2-2(a) 經營者持股率與負債比率的關係

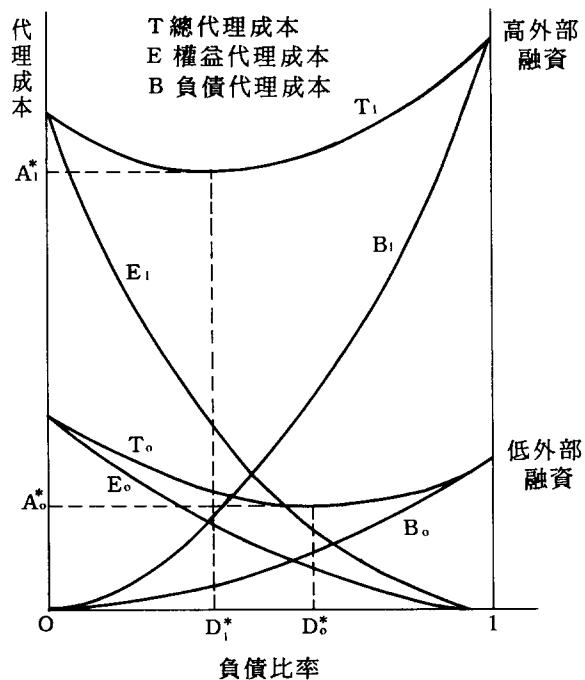
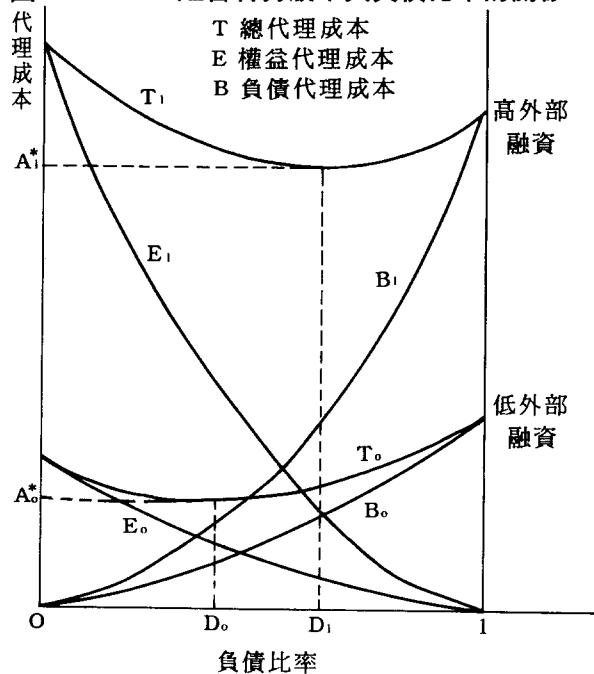


圖2-2(b) 經營者持股率與負債比率的關係



(二) 文獻回顧

A、Seitz (1982) 指出，Jensen – Meckling (1976) 從代理問題的角度所主張的資本結構是基於經理人之持股率達一定水準的假設。否則，經理人員制定出對股東而言非最佳的決策時，對其本身並無顯著地不利。實際上，甚多大企業，其主要決策者之持股率並未超過百分之一或二；即使經由舉債的方式提高經理人員的持股率，也很難使管理者與股東的利益趨於一致。更何況，由於股東持有較為分散的投資組合，提高經理人員持股率亦無法改變其在風險與報酬之取捨上，與股東的基本差異。因此，Jensen – Meckling的分析無法解釋大企業的資本結構決策。

Seitz (1982) 在其文中說明，管理者有其個人的規避風險程度 (degree of risk aversion)，而且其所認知的分散風險是從企業內部而言，並非從外部股東的角度考慮。因此，企業的資本結構代表一種適合決策者長期持有未分散風險權益的「偏好資本結構」(preferred capital structure)。這種資本結構之舉債程度低於股東財富極大化模式所主張的舉債程度。

B、Agrawal and Mandelker (1987) 認為降低財務槓桿對於管理者的個人福利有三方面的影響：（1）經由破產機率的降低，提高了管理者人力資財（未來的薪資收入）的價值。（2）負債比率降低使得債權人更有保障，因而提高了負債的價值；假設公司總價值不變，則負債價值的增加，等於是權益價值減少；因此，管理者持股之價值亦減少。（3）隨著股票報酬之變異數降低，管理者之財富組合的變異數亦可能改變。以上三點對於管理者福利的影響並不一致；因此，管理者改變財務槓桿的誘因必須經由實證研究才能了解。該文從購併公司與撤資公司負債比率的改變，觀察公司高階管理者持股率的高低。實證發現，在購併或撤資活動之後，負債比率上升的公司，其高階管理者的持股率顯著地高於負債比率下降的公司。似乎意味著，管理者持股有助於降低股東與管理者之間關於融資方面的代理問題。

C、Friend and Hasbrouck (1988) 研究企業之資產結構、獲利率、風險、規模以及內部人持股等變數對企業之負債比率的解釋能力。實證發現負債比率與內部人持股具有負向關係。原因可能是內部人持有企業之權益愈多時，其個人利益（包括人力資財與權益投資額）

與企業成敗的關係愈密切。因為內部人投入於企業的財富是一種未分散風險的投資，基於規避風險的態度，其在決定舉債額度時，會趨於保守以保障其自身之利益。當然，這種管理者制定有利於其本身之決策的觀點是有別於股東財富極大化之決策。該文並以此種觀點解釋美國企業之負債比率為何遠低於日本及歐洲企業之負債比率，主要是因為日歐企業比美國企業而言，有較大程度的控制權掌握於大金融機構手中。這些大金融機構不但持股高，而且積極參與決策制定。最重要的是大金融機構對企業的持股比起管理者持股而言，有較佳的風險分散，因此大金融機構參與制定的決策（資本結構）就不會像管理者那樣的保守。

D、Friend and Lang (1988) 進一步實證探討Friend and Hasbrouck (1988) 所發現之管理者自利動機對於公司資本結構的影響。本文的主要發現之一是：無論是在內部人持股率高的樣本群或內部人持股率低的樣本群，若有非管理者大股東 (large nonmanagerial stockholders) 存在，則會有比較高的負債比率。證據似乎顯示，非管理者大股東的存在有助於調合管理者與外部股東的利益因而降低代理成本。

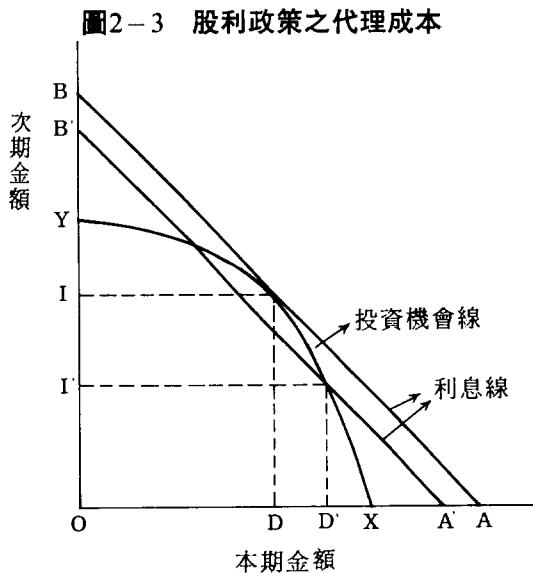
E、Jensen (1986) 在其自由現金流量的代理成本一文中，提出負債的控制假說 (control hypothesis)。具有大量自由現金流量 (free cash flow) 的企業通常是高獲利率及低成長率的公司，處於這種情境之下，管理者往往會有浪費、無效率的行為，或者將資金投資在無利潤或低報酬的事業上。其結果將使股東遭受損失。此即自由現金流量的代理成本。避免股東受損的做法是將自由現金流量以提高現金股利的方式發放給股東。問題是管理者與股東之間的利益衝突使得管理者不願意「吐出」這些自由現金流量。另一種做法是以增加舉債額度所得的資金購回股票，也就是以負債代替權益。此法可有效地約束管理者由於無效率或不當投資的行為對股東所造成的傷害。因為管理者若不能有效率地經營企業而導致無法按期付息還本，將被迫走向破產。因此，負債可視為現金股利的替代方式，降低了管理者所能運用的自由現金流量及其所衍生的代理成本。Jensen在本文中並以財務重結構 (financial restructuring) 、融資買斷 (leveraged buyout) 、石油業之購併等現象說明控制假說的解釋能力。

二、代理理論與股利政策

股利政策與融資決策具有密切的關係。因為股利政策實際上即是分配稅後盈餘的方式；而稅後盈餘是企業內部資金之主要來源。因此，股利政策與融資決策及代理成本之間的關係也就值得深入了解。以下從三方面探討股利政策與代理成本的關係。

(一) 股利與資訊內容假說

根據資訊內容假說的看法，現金股利具有經營者透露或預測未來盈餘的訊息。因此，現金股利的增加（或減少）代表利多（或利空）消息。經營者若遵守追求企業價值最大的目標，則現金股利的發放不應影響到投資計畫的進行。但是，經營者可能基於偽裝自己經營能力的考慮，以不足的投資活動為代價，發放過多的現金股利誤導外部股東或投資人。如此則企業將因次佳的投資決策而受損；企業價值降低的部份亦是代理成本之一。茲以圖2-3說明之：在追求企業價值最大的目標下，最佳投資金額為 DX ，現金股利為 OD ，企業價值為 OA 。若經營者發放較多的現金股利 OD' （ $OD' > OD$ ）誤導投資人，使得投資 $D'X$ 不足（ $D'X < DX$ ），則企業價值將從 OA 降低為 OA' ；而 $A'A$ 即是因為不當的股利政策（及投資決策）而產生的代理成本。



(二)股利與監督成本

股利政策在理論上尚未有定論，被稱為股利之謎。在實務上亦有令人難以理解之情形。例如，有些公司在同一年度中，既發放現金股利，又籌措外部資金以滿足投資需求。外部融資會發生交易成本或發行成本；而以內部資金融通則可免除交易成本。企業發放現金股利並且向外籌措資金，似乎是浪費交易成本的不智行為，令人難以理解。Easterbrook (1984) 從代理成本的觀點解釋此一現象：存在於內部股東與外部股東之間的代理問題，必然會產生代理成本；代理成本之一即是因欲降低此種代理問題所作的設計而產生的成本，例如監督成本。現金股利即是為了降低內部股東與外部股東之間的代理問題所作的設計。因為支付現金股利會使得企業可用之內部資金減少，故必須至資本市場籌措資金。而企業欲從資本市場籌得資金，必須通過證管會，證券承銷商，投資人等的嚴密審查。亦即，外部資金之供給者可幫助未參與經營之外部股東監督參與經營之內部股東，因而降低了代理成本。換言之，現金股利的設計，使得經營者必須面對資本市場的考驗，而不致於使代理問題惡化。此亦說明了市場是解決代理問題的有效方法之一。

Schellenger et al. (1989) 探討董事會的組成和股利政策的關係。企業欲降低代理成本有賴於監督的活動；而兩種主要的監督方式為董事會的功能及股利政策。如果董事會中的外部董事 (outside directors) 能有效地發揮其監督功能，則董事會的組成方式（即外部董事人數占董事會總人數的比率）與股利政策在監督代理問題上是具有替代性的。

因此，作者以750家公司之股利支付率及外部董事佔全部董事之比率檢定董事會的組成方式與股利支付率是否相關。檢定結果雖然不支持董事會組成與股利政策在監督代理問題上的替代性，但亦不排除董事會之組成方式與股利政策之間的相互關係。

(三)股利與負債契約

債權人為了保護自己，會在負債契約中加入限制條款；例如限制現金股利的發放。一般而言，發放現金股利之資金有三種主要來源：1. 投資融資方式 (investment financed dividends)，即以原本應該用於投資計畫之資金發放現金股利；2. 負債融資方式 (debt

代理成本與融資決策

financed dividends），即以舉債所取得的資金發放現金股利；3. 權益融資方式（equity financed dividends），即以發行新股所取得的資金發放現金股利。以投資融資或負債融資的方式支付現金股利，有可能造成股東與債權人之間的財富移轉，因而產生代理問題。但是以權益融資的方式支付股利，應不致於傷害到債權人。因此，負債契約中對於現金股利的限制，應該是針對前二種融資方式所產生的代理成本。

傳統上對於股利政策的探討皆假定企業是一個同質的個體（homogeneous unit）；因此，股利政策的問題主要是股利支付水準的選擇及支付的方法（亦即，現金股利或股票購回）。然而，若從股東與債權人利益衝突的角度探討股利問題，則必須注意股利的融資方式。Kalay (1982) 從股東和債權人利益衝突的角度，觀察舉債公司的債務契約對股利政策的影響。該文隨機抽樣150家公司並查證其債務契約中關於股利之限制條款。實證上並未發現有對權益融資方式之股利支付加以限制者。

參、資料說明

本實證研究之對象，係以台灣地區股票上市公司為主。其中，由於金融保險業之行業特性與其他行業差異較大及全額交割股亦與一般上市公司有異，故將此二類公司排除在外。研究期間，則為民國70年至79年，共十年。在這十年中，因國內股票市場從民國75年起有基本上及實質上的變化，故再分成民國70年至74年及民國75年至79年兩個次期間。有關本研究中各樣本之資料來源，說明如下：

- (1) 本國自然人股東人數和機構投資者股權：取自財政部出版的「證券統計要覽」。
- (2) 年底已發行股數：取自證券市場發展基金會的資料庫。
- (3) 年平均股價：由教育部電算中心資料庫中之日平均股價計算而得。
- (4) 證券分析師盈餘預測次數：取自「財訊」的證券分析師盈餘預測。
- (5) 其他各項財務資料及內部人（Insider）持股比率：取自臺灣經濟新報社資料庫。

在樣本選取方面，因本研究欲將樣本公司以其內部人持股比率分類，故各年度之樣本選取，以資料庫中有完整內部人持股資料之公司為準。因78年度之前，內部人持股資料常有年度中斷之狀況，使得本研究各年度之可用樣本數受到限制。

肆、代理成本與資本結構之實證分析

代理成本的衡量，一般均以內部人持股率為之；也有用經理人持股率或內部資本與總資產比率衡量者。本研究將三種比率整理分析後，發現其同質性甚高；兩兩間之相關係數均介於0.90至0.96之間，故採用比較普遍的內部人持股率當做代理成本的代理變數（proxy variable）。至於資本結構則以最普遍使用的負債比率衡量之。

一、代理成本與負債比率

代理成本與資本結構之間的關係在Jensen and Meckling (1976) 的論文發表後，廣為財務研究者重視。存在於外部股東與管理者及股東與債權人之間的代理問題所引起的代理成本，會影響融資決策的制定者關於負債比率的決定。Jensen and Meckling (1976) 在其文中並未從理論上探討代理成本與資本結構的關係；因此，有必要從實證方面加以了解。本研究綜合現有文獻對於內部人持股率與負債比率之間關係的探討，整理出以下兩種看法：

(一) 內部人持股率與負債比率具有反向的關係，其理由如下：

1. 規避風險的觀點：

內部經營者因其個人財富組合比起外部股東而言，分散風險的程度較差，故對於風險的態度亦較保守。假定內部經營者之持股率高隱含其個人財富組合較無分散風險之意，則經營者為了降低企業風險，在融資決策上所表現出來的即是降低負債比率。

2. 資金充裕的觀點：

內部人持股率的高低與其個人之財富有密切關係；內部人之個人資金愈充裕，則其持股率也愈高。因此，內部人持股率高的公司，代表其經營股東之財力雄厚，企業需要資金時較不需要仰賴舉債。

3.債權人監督的觀點：

外部股東希望透過各種方式監督經營者。舉債即是有效的方式之一，因為債權人為了保護其本金與利息收入，會選擇監督經營者的功能。因此，外部股東持股率愈高（即內部人持股率愈低）的公司，更能影響企業之舉債決策，發揮債權人監督的功能。

4.邊際代理成本抵換的觀點：

內部人持股率愈低，則經營股東與外部股東之間的代理問題愈嚴重，亦即邊際外部權益代理成本較有可能大於邊際負債代理成本；欲降低總代理成本自應提高舉債程度。

5.獲利能力的觀點：

獲利能力高的企業，管理者（或內部人）較有意願提高其持股率。另一方面，實證研究亦發現，獲利豐厚的企業，其負債比率較低。因此，從企業獲利能力的觀點推論，內部人持股率應與負債比率成反向關係。

(二)內部人持股率與負債比率具有正向的關係，其理由如下：

1.資訊不對稱的觀點：

經營股東與外部股東之間的資訊不對稱問題是決定資本結構的主要因素。資訊不對稱的問題愈嚴重，舉債程度愈高。假設內部人持股率低代表仰賴外部資金的程度較高，因而必須揭露較多的營運與財務資訊，降低資訊不對稱程度，則內部人持股率與負債比率有正向的關係。

2.管理者控制的觀點：

管理者持股率較高時，對公司有較大的控制能力；相對於持股率甚低的管理者而言，持股率高的管理者對於控制權的變化比較敏感。因此，當需要外部資金時，若以權益方式融

資，會削弱其對公司的控制權，故寧可用負債方式融資。

3.預期負債代理成本的觀點：

預期負債代理成本等於股東藉由提高事業風險的方式轉移債權人財富至其名下的機率乘以負債代理成本。但是提高事業風險因而產生違反舉債合約的成本亦將由內部股東分擔。內部股東持股率愈高，則其分擔的違約成本愈高，提高風險不當輸送財富的機率愈低，預期負債代理成本愈低，因此，愈有可能以舉債籌措外部資金。

以上兩種看法，對於內部持股率與負債比率之間的關係，剛好相反，實際情形如何？以下是本研究的實證結果分析。

本研究從70年至79年期間樣本個數較多的七個行業中，將每個行業按內部人持股率高低分成兩組，使每組之樣本數約略相等；然後以F值檢定兩組之負債比率是否有差異，其結果如表4-1所示。

表4-1 行業別內部人持股率與負債比率的關係

行 業 別	樣本個數，按內部人持股率分組 (低組，高組)	內部人持股率 平 均 數 (低組，高組)	負債比率 平均數 (低組，高組)	負債比率 標準 差 (低組，高組)	F值 (Pr>F)
食 品 業	(7, 6)	(.21, .36)	(.34, .26)	(.11, .11)	1.81 (.2053)
塑 膠 業	(5, 4)	(.43, .61)	(.16, .16)	(.10, .10)	0.01 (.9408)
紡 織 業	(14,14)	(.21, .45)	(.33, .23)	(.11, .11)	5.83** (.0231)
電 線 電 覽 業	(5, 5)	(.19, .31)	(.28, .35)	(.10, .12)	1.10 (.3249)
化 學 業	(5, 5)	(.20, .46)	(.20, .20)	(.03, .15)	0.00 (.9698)
鋼 鐵 業	(5, 4)	(.29, .45)	(.38, .45)	(.04, .20)	0.73 (.4205)
電 子 業	(7, 7)	(.24, .51)	(.23, .21)	(.10, .17)	0.07 (.7974)
全 部 樣 本	(83,83)	(.23, .50)	(.29, .26)	(.12, .15)	2.41

註：**表示顯著水準達0.05

由表4-1可看出，在控制行業因素對舉債程度的影響後，只有紡織業支持了內部人持股率與負債比率為反向關係的觀點，其餘各行業之F值均不顯著。可能是因紡織業的樣本數較多，而其他行業之樣本數較少之故。表4-1亦顯示全部樣本公司不控制行業差異時，低持股率組之負債比率雖然比高持股率組之負債比率高，但是該反向關係並未達統計上之顯著程度。

二、獲利能力與負債比率

最適資本結構理論指出，企業在決定舉債額度時，會權衡舉債的避稅利益及舉債的破產相關成本與代理成本。根據此一理論，獲利高的企業應可經由舉債獲取較大之避稅利益，因此，其負債比率應較高。但是，根據融資順位理論，獲利高的企業其內部資金較充裕，仰賴外部融資的程度較低，因此其負債比率應較低。到底獲利高的企業，其負債比率是較高或較低呢？以上兩種論點適有相反的看法。本研究以股東權益報酬率、純益率、基本獲利率、及營業利潤率衡量獲利能力，實證探討此一問題，其結果列示於表4-2至表4-5。

以基本獲利率或營業利潤率衡量企業之獲利能力，不會受到利息費用多寡的影響，較能代表獲利能力與負債比率的關係。由表4-2至表4-5之結果可看出，不管以何種方式衡量獲利能力，企業之負債比率與獲利能力均呈負向的關係。亦即實證結果是與融資順位理論的看法一致。而融資順位認為當企業欲募集外部資金時，負債資金優先於權益資金。此優先順序的排定，除了交易成本（發行成本）的因素外，代理成本所扮演的角色，亦是值得探討。本研究以基本獲利能力的高低將樣本公司分成三組。在控制獲利能力後，進一步將基本獲利率較高組及較低組按內部人持股率分成高低兩組，以便觀察負債比率是否有差異。其結果如表4-6所示。由表中可知，代理成本（以內部人持股率衡量）的確會影響舉債程度；尤其是高獲利的企業，此種關係已達統計上的顯著性。表4-6的結果替融資順位理論主張之資金募集順序與代理成本有關提供了證據。

表4-2 按純益率分組之負債比率平均數與標準差

負 債 比 率 年 度	七十一七十四年度			七十五—七十九年度			七十一七十九年度		
	家 數	平均數	標準差	家 數	平均數	標準差	家數	平均數	標準差
0% 以下	19	44.12	13.96	18	34.43	12.12	19	33.65	10.42
0% - 5%	33	40.14	12.69	44	32.32	12.69	51	33.10	12.92
5% - 10%	19	27.51	10.53	40	24.27	11.30	42	27.99	11.44
10% - 15%	11	24.62	13.48	24	18.45	10.65	26	20.19	10.66
15% 以上	2	6.62	9.36	38	18.49	14.21	28	17.34	13.80
總 計	84	34.68	14.95	164	25.35	13.81	166	27.15	13.55

表4-3 按股東權益報酬率分組之負債比率平均數與標準差

負 債 比 率 年 度	七十一七十四年度			七十五—七十九年度			七十一七十九年度		
	家 數	平 數	標準差	家 數	平均數	標準差	家數	平均數	標準差
5% 以下	33	40.51	13.76	36	33.52	12.90	37	35.12	11.42
5% - 10%	18	34.78	16.14	39	24.55	13.38	37	25.09	13.12
10% - 15%	22	28.83	14.01	39	25.27	13.33	50	27.36	13.60
15% 以上	11	31.89	14.05	50	20.16	12.72	42	21.88	12.74
總 計	84	34.68	14.95	164	25.35	13.81	166	27.15	13.55

代理成本與融資決策

表4-4 按基本獲利率分組之負債比率平均數與標準差

負 債 比 率 年 度 基 本 率 獲 利 率 (BEP)	七十一至七十四年度			七十五至七十九年度			七十一至七十九年度		
	家 數	平均數	標準差	家 數	平均數	標準差	家 數	平均數	標準差
5% 以下	24	39.45	13.91	31	31.17	11.91	23	30.70	14.28
5% - 10%	31	39.29	13.97	64	29.02	13.32	71	33.00	12.16
10% - 15%	27	27.33	13.84	39	22.37	13.42	48	22.60	10.80
15% 以上	2	19.50	9.60	30	15.38	11.07	24	15.69	11.64
總 計	84	34.68	14.95	164	25.35	13.81	166	27.15	13.55

表4-5 按營業利潤率分組之負債比率平均數與標準差

負 債 比 率 年 度 營 業 率 利 潤 率 (OPR)	七十一至七十四年度			七十五至七十九年度			七十一至七十九年度		
	家 數	平均數	標準差	家 數	平均數	標準差	家 數	平均數	標準差
5% 以下	24	38.66	13.78	28	31.73	11.98	29	31.94	11.38
5% - 10%	19	39.42	14.74	42	29.59	12.81	46	30.86	12.08
10% - 15%	24	34.19	14.58	36	24.73	12.48	33	28.79	13.12
15% 以上	17	25.86	13.98	58	19.59	14.01	58	20.96	13.85
總 計	84	34.68	14.95	164	25.35	13.81	166	27.15	13.55

表4-6 控制獲利能力後內部人持股率與負債比率的關係

基本獲利率 (BEP)	樣本個數按 持股率分組 (低組, 高組)	內部人持股率 平 均 數 (低組, 高組)	負債比率 平 均 數 (低組, 高組)	負債比率 標 準 差 (低組, 高組)	F值
					(Pr>F)
高 組	(28,28)	(.28, .54)	(.22, .15)	(.10, .12)	5.50
BEP>.11					(.0277)**
低 組	(26,28)	(.19, .42)	(.35, .31)	(.11, .16)	1.18
BEP<.076					(.2820)

註：**表示顯著水準達0.05

三、負債比率之多元迴歸模式

為瞭解負債比率受到那些主要因素的影響，本研究進一步建立多元迴歸模式進行實證分析。已有不少文獻從橫斷面的角度探討不同企業之間負債比率的差異原因。茲將實證上被發現與資本結構有關的主要因素說明如下：

(一) 成長機會：

成長機會可能影響到企業使用負債的程度。Myers (1977) 認為成長機會大的企業會使用較少的負債資金；因為以負債資金融通成長機會，會產生因次佳投資決策而來的代理成本。

(二) 營運風險：

傳統的看法認為營運風險高的企業，應避免過多負債而使得財務風險升高。Myers (1977) 却持相反的看法。Myers認為權益猶如以企業資產為主體的買入選擇權；而債權人持有具風險的負債猶如持有無風險負債和賦予股東賣出選擇權（違約的權力）。營運風險高的企業因使用負債而對其資產之市場價值所造成的影響比較輕微，舉債程度因而較高。

(三) 多角化分散風險的程度：

一般而言，規模大的企業，其多角化的程度亦較高。傳統上認為，規模大且多角化的企

業，其舉債能力較佳。Myers (1977) 却認為兩者之間難有明確的關係；因為多角化與最適舉債額度之間有交互的影響。

(四) 稅額：

舉債有避稅的效果，稅負較大的企業，舉債避稅的程度較高。然而，邊際稅率衡量上的問題，使得實證工作較為困難。

(五) 稅盾：

除了利息費用以外，其他的稅盾包括折舊及攤提之費用等。因此，可以說，其他的稅盾較少的企業，使用負債避稅的誘因較大。

本研究參考Kim & Sorensen (1986) 對於以上所討論之變數的衡量方法，建立多元迴歸模式如下：

$$\begin{aligned} \text{負債比率} = & \beta_0 + \beta_1 \text{成長機會} + \beta_2 \text{營運風險} + \beta_3 \text{企業規模} \\ & + \beta_4 \text{稅率} + \beta_5 \text{折舊率} + \beta_6 \text{內部人持股率} \end{aligned}$$

實證結果列於表4-7。主要之發現說明如下：

- 1.多元迴歸模式之解釋能力大幅提高；各迴歸式之R平方值介於0.1535至0.5980之間。
- 2.70年至74年期間之模式未達顯著性，可能與資料不齊全有關。75年至79年期間及70年至79年期間之模式則達高度顯著性。
- 3.成長機會與負債比率具一致性的負向關係，支持Myers (1977) 的看法。
- 4.營運風險與負債比率為負向關係，與傳統觀點一致。
- 5.企業規模與負債比率成正向關係，亦支持傳統上的看法。
- 6.稅率與負債比率的反向關係亦與傳統觀點一致。
- 7.折舊率與負債比率的關係並不明確。不過，75年至79年期間的迴歸係數為正，且達顯著水準。此與預期之符號相背。
- 8.內部人持股率與負債比率之關係達顯著水準者皆為負。此與簡單迴歸之結果一致。而且迴歸係數估計值很穩定的介於-0.211至-0.287之間；亦即內部持股率每增加1%，負債比率

大約降低0.2%強。

表4-7 負債比率之多元迴歸模式估計值

期間	Intercept	EBITGROW	EBITVAR	VALUEVAR	SIZE	TAXRATE1	TAXRATE2	DEPR	SHR	F值	R平方值
70-74年	0.41	-8.824	0.445		0.385E-6	-93.246		2.428	0.003	1.642	0.3811
	(2.842)***	(-0.679)	(0.025)		(0.656)	(-1.936)*		(0.345)	(0.011)		
	0.36	-12.602		-2.936	0.210E-5		-232.001	11.610	0.225	2.232	0.5980
	(2.448)**	(-0.861)		(-1.734)	(2.455)**		(-1.44)	(0.698)	(0.783)		
75-79年	0.42	-2.052	-0.761		0.297E-6	-151.246		2.191	-0.228	10.015***	0.4804
	(8.924)***	(-1.178)	(-0.756)		(2.106)**	(-5.073)***		(1.752)*	(-2.883)***		
	0.25	-4.410		-3.758E-15	0.1E-5		-17.182	4.395	-0.211	5.910***	0.3676
	(5.156)***	(-2.292)		(-2.808)***	(4.198)***		(-0.598)	(3.297)***	(-2.278)**		
70-79年	0.40	**-0.015	-0.001		0.002	-0.042		-0.363	-0.287	2.387**	0.1535
	(8.210)***	(-0.683)	(-0.509)		(2.080)**	(-1.049)		(-0.897)	(-3.118)***		
	0.43	-0.273E-4		-1.892E-17	0.006		-0.999	-0.370	-0.229	9.196***	0.3445
	(11.767)**	(-0.138)		(-2.344)**	(3.038)***		(-5.014)***	(-1.284)	(-3.218)***		

註：()中數字為t值 *表示顯著水準達10% **表示顯著水準達5% ***表示顯著水準達1%

關於代理成本與負債比率的關係，本研究之實證結果與Kim & Sorensen (1986)之發現相反。在Kim & Sorensen (1986)的實證模式中，內部人所有權是以虛擬變數衡量；而本研究以內部人持股率衡量。此外，樣本設計及行業控制亦有差異。Kim & Sorensen (1986)發現內部人持股率高的企業，其負債比率較高。亦即外部融資的代理成本會影響舉債程度；而且內部人持股率高的企業，負債資金的代理成本比權益資金的代理成本輕，故舉債額度較高。

伍、代理成本與股利政策之實證分析

代理問題的存在，使得企業經營者、股東、及債權人等相關利益集團設法控制並降低代理問題對企業價值所造成的不利影響。現金股利即是經營股東為了降低代理成本所能使用的效果之一。本文第二節從理論上探討股利政策與融資決策及代理成本之間的密切關係。本節從實證上探討代理成本與股利政策的關係是否顯著。

一、現金股利與外部資金

從代理問題的觀點看股利政策可做以下的推論：發放高額現金股利給股東產生兩種效

果；其一，股東收到現金股利後必須做是否再投資的決策，亦即再投資的決策權由經營者轉回給股東。其二，公司對於外部資金的需求增加。企業欲取得外部資金供給者的信賴，必須揭露其財務狀況方面的資訊，因此而降低了內部股東與外部股東之間資訊不對稱的問題。

內部股東與外部股東之間資訊不對稱的問題愈嚴重，現金股利所扮演的角色愈重要。一般而言、上市公司內部股東與外部股東之間資訊不對稱的問題與資本市場的發展程度及股權分散情形有關。本文將國內資本市場分成民國70年至74年及75年至79年兩期觀察上市公司現金股利支付率是否有差異，其結果如表5-1所示。

表5-1 現金股利支付率分期統計表

現金股利支付率	70年度至74年度	75年度至79年度	70年度至79年度
平均數(%)	20.58	10.38	10.34
標準差(%)	20.33	14.76	12.73
最 高(%)	80.81	87.64	47.47
最 低(%)	0.00	0.00	0.00
家 數	84	164	166

從表5-1可看出，我國上市公司之現金股利支付率在民國75年至79年五年期間的平均值，比民國70年至74年五年期間的平均值顯著的降低（其t統計量為4.5343）。此發現支持了上述的推論：即資本市場發展程度愈完整，資訊不對稱的問題愈輕，則現金股利所扮演降低代理成本的角色愈不重要，故企業會隨著資本市場的逐漸發展而降低現金股利支付率。

Easterbrook (1984) 亦從代理問題的角度解釋何以有些公司在同一年度中，既發放現金股利，又籌措外部資金以滿足投資需求的現象。Easterbrook認為支付現金股利會使得企業可用之內部資金減少，故必須至資本市場籌措資金。而企業欲從資本市場籌得資金，必須通過證管會、證券承銷商、投資人等的嚴密審查。亦即，外部資金之供給者可幫助未參與經營之外部股東監督企業之營運，因而降低了代理成本。以此推論，代理問題較嚴重的企業（例如，內部人持股率較低或股權較分散的公司）比較有可能發生在同一年度內，既發放現金股利並向外籌募資金的情形。

表5-2分析民國70年至79年上市公司發放現金股利並同時籌措外部資金的情形。在內部人持股比率有資料可查的上市公司中，發放現金股利及籌措外部資金在同一年度發生的比例約在六成五左右。內部人持股率低於20%的上市公司比內部人持股率大於50%的上市公司，支付現金股利並向外籌資的比例顯著地較高，前者約在七成六左右，而後者則在六成左右。可見內部股東與外部股東之間代理問題較嚴重的公司（即內部人持股率較低的公司）使用現金股利降低代理成本的情形（七成六）顯著地高於平均數（六成五）及內部人持股率高的公司（六成）。以上的證據與Easterbrook (1984) 的觀點是一致的。

表5-2 上市公司發放現金股利並向外籌資之情況

期 間	內部人持股率<20%				內部人持股率>50%				內部人持股率有資料者			
	支 付 現 股 利 數	並向外籌資			支 付 現 股 利 數	並向外籌資			支 付 現 股 利 數	並向外籌資		
		家 數	占 付 現 金 股 利 家 數 比 例	支 付 現 股 利 數		家 數	占 付 現 金 股 利 家 數 比 例	支 付 現 股 利 數		家 數	占 付 現 金 股 利 家 數 比 例	
70-74 合計	38	30	78.95%	19	12	63.16%	133	89	66.92%			
75-79 合計	37	27	72.97%	50	29	58.00%	190	121	63.68%			
70-79 合計	75	57	76.00%	69	41	59.42%	323	210	65.02%			

二、股利支付率與代理成本

內部股東與外部股東之間的代理問題是否會影響現金股利支付率的大小？Rozeff (1982) 認為代理成本是現金股利支付率的重要決定因素。

經營者欲以較佳的條件取得外部資金，必須降低代理成本，提高經營績效。雖然高額股利有助於降低代理成本，但是會增加使用外部資金的發行成本。意即股利政策必須在代理成本與發行成本之間權衡取捨。

Rozeff (1982) 建立了一個包括五個解釋變數的模式實證研究股利支付率。其中與外部融資的發行成本有關之變數有三個，即是預期的銷售成長率、過去的銷售成長率、及貝他係數。與代理成本有關的變數有二個，即是內部人持股率及股東人數的自然對數值。銷售成長

率用以衡量企業對於投資資金需求的效果，貝他係數則代表企業之營運與財務槓桿的效果，以上與發行成本相關的變數預期會與股利支付率成負向關係。內部人持股率愈高則監督成本愈低，亦即現金股利降低代理成本的利益較少，故內部人持股率預期會與股利支付率成負向關係。股東人數的自然對數值用以衡量所有權分散的程度，所有權愈分散的企業，其代理成本愈高，亦即現金股利降低代理成本的利益愈大，故股東人數的自然對數值預期會與股利支付率成正向關係。Rozeff (1982) 並報導了實證結果，強力支持其股利支付率模式。

Lloyd, Jahera, and Page (1985) 認為Rozeff (1982) 的模式中，用以代表代理成本的二個變數，即內部人持股率及股東人數對數值，可能亦代表了公司規模。因為規模大的公司，其內部人持股率會較低，且股東人數會較多。而規模大的公司往往是比較成熟的企業，而且較易於資本市場取得資金，因此，對於內部資金的仰賴程度較低，比較有能力發放現金股利。故Lloyd, Jagera, and Page (1985) 於Rozeff (1982) 的模式中加入一變數，即營業收入對數值，衡量公司規模，且預期其將與股利支付率成正向關係。該文並以每位股東持股數代替股東人數對數值，試圖除去衡量股權分散時所引進的規模效果。Lloyd, Jahera, and Page (1985) 並提供了實證發現支持其看法。

本研究對於Rozeff (1982) 及LJP (1985) 的模式皆加以驗證。綜合Rozeff及LJP之模式，茲將多元迴歸模式中，解釋變數與股利支付率之間的關係，說明於表5-3中。

表5-3 現金股利模式解釋變數與預期正負向關係

變 數 定 義	變數符號	預期關係
多元迴歸式之常數項	CONST	無預期關係
經理人持股率	MGSHR	負向關係
營業收入成長率	MGROW	負向關係
貝他風險	MBETA	負向關係
自然人股東人數對數值	MSTOCK	正向關係
公司規模,以營收淨額對數值表示	MSIZE	正向關係
股東平均股數	MSTKSHR	正向關係
經理人持股比率對規模變數的迴歸殘差	RSHRSIZE	負向關係
股東人數對數值對規模變數的迴歸殘差	RSTKSIZE	正向關係

表5-4是Rozeff模式及加入規模變數後之實證結果。其中式(1)至式(5)是Rozeff模

式，式(1a)至式(5a)在Rozeff模式內加入規模變數。茲將表5-4之實證結果說明如下：(1)經理人持股率與現金股利支付率之負向關係與預期一致，且均達0.05顯著水準；另一衡量代理成本的股東人數對數值雖具有預期的正向關係，但並無統計上的顯著性。(2).衡量發行成本的營業收入成長率，除了式(3)外，亦達百分之五的顯著水準，且與預期關係一致；但是另一衡量發行成本的其他風險雖具預期的負向關係，然而並無統計上的顯著性。(3)Rozeff模式加入規模變數後，產生以下之結果：(a)公司規模與股利支付率具有顯著的關係且與預期之正向符號一致。(b)加入規模變數後，股東人數對數值之符號由原來的正號改變成未具顯著的負號；可能是公司規模在某種程度上取代了股東人數對數值所衡量的代理成本。(c)營收成長率由原來的具統計顯著性變成不顯著，可能係其解釋能力一部份由規模變數取代之故。(4)由式(3)可看出，發行成本變數無法單獨解釋股利支付率，因為該迴歸式之F值並不顯著。綜合言之，表5-4的發現一定程度支持了Rozeff(1982)的觀點；亦即，現金股利支付率必須在代理成本與發行成本之間權衡取捨。

表5-4 Rozeff模式及加入規模變數之實證結果

	CONST	MGSNR	MGROW	MBETA	MSTOCK	MSIZE	F值	R平方值
(1)	0.11 (0.664)	-1.05 (-3.328)**	-0.31 (-2.211)**	-3.59 (-0.821)	2.80 (1.432)		4.929**	0.1344
(1a)	-0.40 (-1.537)	-1.05 (-3.414)**	-0.20 (-1384)	-2.62 (-0.611)	-1.94 (-0.736)	6.15 (2.604)**	5.478**	0.1786
(2)	0.10 (-0.577)	-1.03 (-3.273)**	-0.32 (-2.230)**		2.57 (1.331)		6.364**	0.1298
(2a)	-0.42 (-1.641)	-1.04 (-3.382)**	-0.20 (-1.382)		-2.20 (-0.848)	6.28 (2.673)**	6.788**	0.1761
(3)	0.24 (6.958)**		-0.07 (-1.440)	-0.99 (-0.338)			1.066	0.0131
(3a)	-0.53 (-2.073)**		-0.05 (-1.016)	-1.43 (-0.499)		5.30 (3.053)**	3.855**	0.0678
(4)	0.14 (0.811)	-1.12 (-3.530)**		-3.76 (-0.848)	2.10 (1.072)		4.796**	0.1010
(4a)	-0.46 (-1.813)*	-1.10 (-3.562)**		-2.57 (-0.597)	-3.10 (-1.235)	7.13 (3.147)**	6.324**	0.1661
(5)	0.12 (0.723)	-1.10 (-3.473)**			1.85 (0.959)		6.849**	0.0960
(5a)	-0.48 (-1.919)*	-1.08 (-3.532)**			-3.36 (-1.358)	7.24 (3.220)**	8.355**	0.1637

註：()：t—統計量 **：顯著水準=0.05 *：顯著水準=0.10

代理成本與融資決策

表5-5是在表5-4的模式中，以股東平均持股數取代股東人數對數值的實證結果。其與表5-4的差異如下：（1）常數項的顯著性增加。（2）加入規模變數後的營收成長率雖然顯著程度降低，但仍達百分之十的水準，比表5-4中之情形有改善。大體而言，表5-5及表5-4之實證結果並無重大差異。

表5-5 以股東平均持股數取代股東人數之結果

	CONST	MGSNR	MGROW	MBETA	MSTKSHR	MSIZE	F值	R平方值
(1)	0.35 (6.078)**	-1.09 (-3.404)**	-0.28 (-1.979)**	-2.62 (-0.590)	0.25E-5 (0.088)		4.348**	0.1205
(1a)	-0.39 (-1.498)	-1.05 (-3.377)**	-0.24 (-1.716)*	-3.41 (-0.786)	-0.86E-5 (-0.314)	5.03 (2.905)**	5.371**	0.1757
(2)	0.32 (9.767)**	-1.06 (-3.365)**	-0.28 (-2.002)**		0.57E-5 (0.209)		5.711**	0.1180
(2a)	-0.41 (-1.600)	-1.02 (-3.311)**	-0.24 (-1.747)*		-0.42E-5 (-0.158)	4.94 (2.866)**	6.578**	0.1716
(3)	0.24 (6.958)**		-0.07 (-1.440)	-0.09 (-0.338)			1.066	0.0131
(3a)	-0.53 (-2.073)**		-0.05 (-1.016)	-1.43 (-0.499)		5.30 (3.053)**	3.855**	0.0678
(4)	0.31 (5.689)**	-1.14 (-3.504)**		-2.87 (-0.639)	0.61E-5 (0.218)		4.391**	0.0933
(4a)	-0.46 (-1.789)*	-1.09 (-3.495)**		-3.67 (-0.840)	-0.62E-5 (-0.226)	5.34 (3.082)**	5.887**	0.1564
(5)	0.28 (10.007)***	-1.11 (-3.496)**			0.96E-5 (0.352)		6.412**	0.0904
(5a)	-0.48 (-1.907)*	-1.06 (-3.424)**			-0.15E-5 (-0.055)	5.26 (3.041)**	7.631**	0.1517

註：() : t--統計量 ** : 顯著水準 = 0.05 * : 顯著水準 = 0.0

如LJP (1985) 指出，規模較大的公司，其內部人或經理人之持股率可能較低，而且股東人數可能較多。為了去除公司規模對衡量代理成本的兩個變數的影響，本研究進一步從以規模變數為解釋變數的簡單迴歸中取得經理人持股比率對規模變數的迴歸殘差 (RSHRSIZE) 及股東人數對數值對規模變數的迴歸殘差 (RSTKSIZE) 當做新的衡量代理成本的兩個解釋變數。Rozeff及LJP之多元迴歸模式以新的代理成本解釋變數取代後之實證結果列示於表5-6中。表5-6與前二表最重要的差異是式(1)至式(5)中的股東人數對數值對規模變數的迴歸殘差具呈不顯著的負號，意即股東人數對數值去除公司規模的因素後，反而與預

期的正向關係相背；似乎意味著，也許公司規模不失為衡量代理成本的較佳方式。

表5-6 以經理人持股比率及股東人數對數值對規模變數的迴歸殘差取代之實證結果

	CONST	RSHRSIZE	MGROW	MBETA	RSTKSIZE	MSIZE	F值	R平方值
(1)	0.28 (5.558)**	-1.05 (-3.286)**	-0.25 (-1.699)*	-2.08 (-0.469)	-1.91 (-0.698)		4.122**	0.1149
(1a)	-0.50 (-1.950)*	-1.05 (-3.414)**	-0.20 (-1.384)	-2.62 (-0.611)	-1.94 (-0.736)	5.34 (3.125)**	5.478**	0.1786
(2)	0.26 (9.628)**	-1.03 (-3.268)**	-0.25 (-1.698)*		-2.11 (-0.787)		5.456**	0.1134
(2a)	-0.52 (-2.047)**	-1.04 (-3.382)**	-0.20 (-1.382)*		-2.20 (-0.848)	5.29 (3.110)**	6.788**	0.1761
(3)	0.24 (6.958)**		-0.07 (-1.440)	-0.09 (-0.338)			1.066	0.0131
(3a)	-0.53 (-2.073)**		-0.05 (-1.016)	-1.43 (-0.499)		5.30 (3.053)**	3.855**	0.0678
(4)	0.25 (5.271)**	-1.10 (-3.454)**		-1.98 (-0.443)	-3.39 (-1.299)		4.468**	0.0948
(4a)	-0.56 (-2.239)**	-1.10 (-3.562)**		-2.57 (-0.597)	-3.10 (-1.235)	5.61 (3.295)**	6.324**	0.1661
(5)	0.23 (11.516)	-1.09 (-3.349)**			-3.58 (-1.397)		6.645**	0.934
(5a)	-0.58 (-2.338)**	-1.08 (-3.532)**			-3.36 (-1.358)	5.57 (3.281)**	8.355**	0.1637

註：() : t - 統計量 ** : 顯著水準 = 0.05 * : 顯著水準 = 0.10

陸、結論

代理問題可以說是人類社會中最古老的問題之一。因為無人能對自己之食衣住行育樂等日常生活事必躬親，代理問題即無所不在。企業的存在是為了某種共同目標，因此必須制定各種決策，例如生產決策、行銷決策、財務決策等，以達成其目標。與企業組織有關的集團包括內部股東、外部股東、經營者、債權人、員工、顧客、供應商、社區居民、政府單位等。當企業決策的制定者與承擔決策後果者不是相同的集團時，即產生代理問題。對於企業代理問題的研究，較早期的Berle and Means (1932) 是從公司所有權控制型態探討之。財務學者對於代理問題的研究是在Jensen and Meckling (1976) 之後才逐漸形成重要的趨勢。本研究是針對企業之代理成本與融資決策從理論上及實證上加以探討。研究的重點分成代理

代理成本與融資決策

成本與資本結構及代理成本與股利政策兩部份進行。

關於代理成本與資本結構方面，理論上尚未導出融資決策制定者持股比率與企業負債比率之間的明確關係。本研究綜合現有文獻中對於內部人持股率與負債比率之間關係的看法，予以實證分析。主要的實證發現摘要如下：

- (1)負債比率與內部人持股率呈負向關係。兩者在控制行業因素後，亦呈負向的趨勢。
- (2)不管以何種方式衡量獲利能力，我國上市公司之負債比率與獲利能力均呈負向的關係。亦即實證之發現與融資順位理論的看法一致。

關於代理成本與股利政策方面，本研究的重點在於驗證Easterbrook (1984) 及Rozeff (1982) 的觀點：現金股利是降低代理成本的有效設計。實證結果亦支持了上述的看法，亦即代理成本較嚴重的企業傾向於支付較高比率的現金股利以降低代理成本。

綜合言之，從本研究的實證結果似乎可看出，企業舉債及發放現金股利皆能發揮降低代理成本的功能（即債權人、外部資金供給者、及資本市場所發揮的監督功能）。代理問題的解決或減輕，監督是有效的方法之一。除了舉債及現金股利以外，是否尚有其他的有效監督方式呢？本研究雖未深入實證探討，然而從初步的資料分析亦發現機構投資者及證券分析師亦扮演了監督企業代理問題的重要角色。也許值得後續之研究進一步探討。

最後，本研究根據Jensen – Meckling (1976) 之理論以內部人持股比率做代理成本的代理變數；JM之理論假設單一所有者，而實際上企業之內部人不止一人。此外，在實證的過程中亦發現某些實證結果對變數的衡量方法具有敏感性。以上問題皆是本研究所遭遇的限制條件。

參考文獻

一、英文部分：

- [1] Agrawal, Anup. and Madelker, Gershon N. "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financial Decision", *Journal of Finance*, (September 1987) pp.823-837.
- [2] Baker, Kent. H., Farrelly, Gail E. and Edelman, Richard B. "A Survey of Management Views on Dividend Policy", *Financial Management*, (Autumn 1985) pp.78-84.
- [3] Barnea, Amir., Haugen, Robert A. and Senbet, Lemma W. *Agency problems and Financial Contracting*, New Jersey: Prentice-Hall Inc. 1985.
- [4] Berle, A., and Means, G. *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan Inc., 1932.
- [5] Brittain, John A. "The Tax Structure and Corporate Dividend Policy", *American Economic Review*, (May 1964) pp.272-287.
- [6] Easterbrook, Frank H. "Two Agency-cost Explanations of Dividends." *American Economic Review*, (Sept. 1984) pp.650-659.
- [7] Fama, Eugene F. and Babiak, Harvey "Dividend Policy: An Empirical Analysis", *American Statistical Association Journal*, (Dec.1968) pp.1132-1161.
- [8] Feldstein, Martin and Green, Jerry "Why Do companies pay Dividends?", *The American Economic Review*. (March 1983) PP.17-30.
- [9] Friend, Irwin and Hasbrouck, Joel "Determinants of Capital Structure", *Research in Finance*, Vol. 7, 1988 pp.1-19.
- [10] Friend, Irwin and Lang, Larry H.P. "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure", *The Journal of Finance*, (June 1988) pp.271-281.
- [11] Jensen, Michael C. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *AEA Papers and Proceedings*, (May 1986) pp.323-329.
- [12] Jensen, Michael C. and Meckling, William H. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* Vol. 3, 1976 pp.305-360.
- [13] Kalay, Avner "Stockholder-Bondholder conflict and Dividend constraints", *Journal of Financial Economics*, (1982) pp.211-233.
- [14] Kim, W. Saeng. and Sorensen, Evric H. "Evidence on the Impact of Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (June 1986) pp.131-142.

代理成本與融資決策

- [15] Lintner, John "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *American Economic Review*, (May 1956) pp.97-113.
- [16] William P., Jahera, John S. Jr. and Page, Daniel E. "Agency Cost and Dividend Payout Ratios", *Quarterly Journal of Business & Economics*, (Summer 1985) pp.19-29.
- [17] Mayers, Stewart C. "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics* Vol. 50, 1977 pp.147-175.
- [18] Nakamura, Alice and Nakamura, Masao "Rational Expectations and the Firms Dividend Behavior", *The Review of Economics and Statistics*, (Feb. 1985) pp.606-615.
- [19] Rozeff, Michael S. "Growth, Beta and Agency Costs As Determinants of Dividend Payout Ratios", *The Journal of Financial Research* (Fall 1982) pp.249-259.
- [20] Schellenger et al. "Board of Director Composition, Shareholder Wealth, and Dividend Policy", *Journal of Management* Vol. 15, 1989 pp.457-467.
- [21] Seitz, Neil "Shareholder Goals, Firm Goals and Firm Financing Decisions", *Financial Management* (Autumn 1982) pp.20-26.
- [22] Waud, Roger N. "Small Sample Bias Due to Misspecification, in the 'Partial Adjustment' and 'Adaptive Expectations' Model", *American Statistical Association Journal*, (Dec. 1966) pp.1130-1152.

二、中文部分：

- [1] 呂永正，「由代理成本的觀點驗證台灣上市公司所有權變動與融資決策之關係」，東海大學企業管理研究所未出版碩士論文，民國七十七年。
- [2] 林維鵬，「企業所有與經營分離—台灣地區上市公司之實證研究」，中興大學企業管理研究所未出版碩士論文，民國七十九年。
- [3] 邱毅、張訓華，「股權結構、董事會組成與企業財務績效」，台北市銀月刊，民國八十年第廿二卷第五期，11-32頁。
- [4] 洪振虞，「台灣地區上市公司股利發放之探討」，中山大學企業管理研究所未出版碩士論文，[國七十八年]。
- [5] 黃英陶，「代理問題對公司資本結構影響之研究」，成功大學工業管理研究所未出版碩士論文，民國七十七年。
- [6] 楊漢棟，「上市公司股利發放與財務結構之探討」，政治大學企業管理研究所未出版碩士論文，民國七十五年。
- [7] 楊蕉羹，「所有權結構與公司價值間關係之研究」，中山大學企業管理研究所未出版碩士論文，民國七十九年。
- [8] 劉維琪，「上市公司股利政策之探討」，管理評論，民國七十二年三月，16-18頁。
- [9] 劉維琪，劉玉珍，「融資順位理論之發展與實證」，管理評論，民國七十八年七月，7-22頁。

國立政治大學學報第六十八期

- [10] 戴淵明，「公司控制型態與其經營績效關係之研究—台灣地區上市公司之實證分析」，中興大學企業管理研究所未出版碩士論文，民國七十五年。