

# 台灣企業上市前後資本結構決定因素之研究

林弘裕、林志忠

E-mail: 8515761@mail.dyu.edu.tw

## 摘要

國內論文從事資本結構方面的研究相當多，但由於受限於資料不易取得，因此，多以上市企業為討論對象，而對於股份已公開發行而未上市企業則較少提及。由於未上市公司的股票較不具流通性，且礙於法律限制也僅能發行公司債，故其資本結構決策可能不同於已上市企業。因此，本研究的目的是探討企業在面對不同法令限制以及資本市場的進入障礙之下其資本結構是否有差異，並藉由找出企業上市前後影響資本結構的因素，以了解資本結構決策產生差異的成因，作為企業調整本身資本結構及主管單位健全資本市場之參考。本研究之研究對象主要為台灣股票上市公司，以在民國74-79年股票初次上市之公司共54家，各公司之上市前後各三年之財務資料，利用相依樣本t檢定、多元迴歸分析及單因子變異數分析對次級財務資料進行統計分析，並將研究結果予以分析與討論，茲將研究的結論摘述如下：一、企業上市前與上市後，其資本結構有顯著差異。二、依據文獻整理出來攸關資本結構之財務變數，經逐步迴歸結果發現上市前影響資本結構之因素主要為，資產抵押價值、獲利能力、規模、營運風險與獨特性；上市後影響因素為獲利能力、規模與非負債稅盾。三、產業特性不論在上市前或上市後均會影響資本結構之決策；隨著產業的不同，資產抵押價值、非負債稅盾、獲利能力、營運風險、規模及獨特性可視為產業特性之代理變數。

關鍵詞：資本結構；代理成本；臺灣企業；公開發行；上市企業；未上市企業

## 目錄

封面內頁 簽名頁 中文摘要.....	iii	誌謝.....	iv	目錄.....	v	圖目錄.....	v
目錄.....	vi	表目錄.....	vii	第一章 緒論.....	1	1.1 研究動機.....	1
1.2 研究目的.....	2	1.3 研究範圍.....	3	1.4 研究架構及流程.....	4	1.5 研究限制.....	7
第二章 文獻探討.....	9	2.1 公開發行與上市之比較.....	9	2.2 資本結構理論.....	20	2.3 國內外實證文獻.....	40
2.4 資本結構決定因素.....	42	第三章 研究設計.....	51	3.1 研究假說.....	51	3.2 資料來源與變數衡量.....	52
3.3 實證統計方法.....	54	第四章 實證結果與分析.....	56	4.1 企業上市前後的負債比率檢定.....	56	4.2 基本資料分析.....	57
4.3 相關分析.....	61	4.4 決定資本結構因素之檢定.....	63	4.5 產業別因素檢定.....	78	第五章 結論與建議.....	85
5.1 結論.....	85	5.2 建議.....	89	參考文獻.....	92		

## 參考文獻

- 一、中文部分 1. 薛富井、邱秀清，「我國公開與未公開發行公司上市意願之探討」，會計研究月刊，111期，民國八十三年十二月，pp.87-100. 2. 台灣證券交易所編印，「有價證券上市相關規章彙」，民國八十四年七月。 3. 巫鑫，「股票上市及股票櫃檯買賣」，中國稅務旬刊，1566期，民國八十四年三月三十一日，pp.28-31. 4. 陳建榮主講，葛淑蘭整理，「股票上市之規劃」，實用稅務，180期，民國七十八年十二月，pp.12-14. 5. 謝國松，「股票流通性之意義與影響(中)」，會計研究月刊，69期，民國八十年六月，pp.59-61. 6. 辜嘉祥，「未上市股票課稅之解析」，實用稅務，177期，民國七十八年九月，pp.11-14. 7. 王瑛璋，「國內上市公司資本結構決定因素之研究」，政治大學企業管理研究所碩士論文，民國八十三年六月。 8. 邱淑芳，「以代理成本觀念探討資本結構決定因素」，交通大學管理科學研究所碩士論文，民國八十一年六月。 9. 林振榮，「財務結構決定因素--以集團內部上市公司為例」，淡江大學管理科學研究所碩士論文，民國八十年六月。 10. 莊金龍，「公司特徵財務結構--以台灣製造業之實證研究」，政治大學企業管理研究所碩士論文，民國七十三年六月。 11. 王靜逸，「企業長期負債決策之研究」，淡江大學管科學研究所碩士論文，民國七十年六月。 12. 黃俊英，「多變量分析」，第五版，華泰文化事業公司，民國八十四年六月。 13. 馮雨新，「資本結構決定因素之研究--台灣股票上市公司之實證」，台灣大學商學研究所碩士論文，民國七十八年六月。 14. 李道榮等編著，「金融業的經營管理」，管拓文化事業及企管顧問股份有限公司，初版，民國八十一年五月。 15. 潘維大，范建得，羅美隆，「商事法」，三民書局，初版，民國八十四年九月。 16. 邱靖博，蔡豐清著，「金融市場」，三民書局，第二版，民國八十二年九月。 英文部分 1. Bernea, Amir, Robert A. Haugen and Lemma W. Senbet. "Market Imperfections, Agency Problems, and Capital Structure: A Review," Financial Management Vol.10, No.3, Summer 1981, pp.7-22. 2. Bradley, Michael, G. Jarrell, and E. H. Kim. "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence," Journal of Finance Vol.39, No.3, Jul 1984, pp.857-880. 3. Brealey, R. and Myers, Stewart "Principle of Corporate Finance." New York: McGraw-Hill, 1984. 4. Brigham, Eugene F.

and Gapensiki, Louis C. "Intermediate Financial Management," Harcourt Brace & Company, 4th edition, 1993. 5. Chiarella, Carl, Toan M. Pham, Ah Boom Sim, and Madeleine M. L. Tan. "Determinants of Corporate capital structure: Australian Evidence," working paper, School of Finance and Economics, the University of Technology at Australia, 1991. 6. DeAngelo, Harry, and Ronald W. Masulis. "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation," *Journal of Financial Economics* Vol. 8, No. 8, Mar 1980, pp. 3-29. 7. Durand, David, "Costs of Debt and Equity Funds for business: Trends and Problems of Measurement," in *Conference on Research in Business Finance*, National Bureau of Economic Research, New York, 1952, pp. 215-247. 8. Ferri, Michael G., and Wesley H. Jones. "Determinants of Financial Structure: a New Methodological Approach," *Journal of Finance* Vol. 34, No. 3, Jun 1979, pp. 631-644. 9. Grossman, Sanford J., and Oliver D. Hart. "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives," in *The Economics of Information and Uncertainty*, J. McCall ed., University of Chicago Press, Chicago, 1982, pp. 107-137. 10. Harris, Milton and Artur Raviv, "The Theory of Capital Structure," *Journal of Finance* Vol. 46, No. 1, Mar 1991, pp. 297-355. 11. Homaifar, Ghassem, Zietz, Joachim and Benkato, Omar, "An empirical model of capital structure: Some new evidence," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 21, No. 1, Jan 1994, pp. 1-14. 12. Jensen, Michael C., and William H. Meckling. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure," *Journal of Financial Economics* Vol. 3, No. 4, Oct 1976, pp. 305-360. 13. K.C. Chan, N.F. Chen, and D. Hsieh, "An exploratory investigation of the Firm Size Effect," *Journal of Financial Economics* Vol. 14, No. 1, Mar 1985, pp. 451-471. 14. Kim, Wi Saeng, and Eric H. Sorensen, "Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt in Corporate Debt Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 21, No. 2, Jun 1986, pp. 131-144. 15. Long, Michael, and Ileen Malitz, "The Investment-financing Nexus: Some Empirical Evidence," *Midland Corporate Finance Journal* Vol. 3, 1985, pp. 53-59. 16. Marsh, Paul "The Choice between Equity and Debt: An Empirical Study," *Journal of Finance* Vol. 37, No. 2, Mar 1982, pp. 121-144. 17. Miller, Merton H. "Debt and Taxes," *Journal of Finance* Vol. 32, No. 2, May 1977, pp. 261-275. 18. Modigliani, Franco, and Miller, Merton H. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review* Vol. 48, Jun 1958, pp. 261-297. 19. Modigliani, Franco, and Miller, Merton H. "Corporate Income Taxes, and the Cost of Capital: A Correlation," *American Economic Review* Vol. 53, Jun 1963, pp. 433-443. 20. Myers, Stewart C. and Majluf, Nicholas S. "Corporate financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics* Vol. 13, No. 2, Jun 1984, pp. 187-221. 21. Myers, Stewart C. "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics* Vol. 5, No. 2, Nov 1977, pp. 147-175. 22. Ross, Stephen A. "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach," *Bell Journal of Economics* Vol. 8, No. 1, Spring 1977, pp. 23-40. 23. Scott, James H. Jr. "Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure," *Journal of Finance* Vol. 32, No. 1, Mar 1977, pp. 1-20. 24. Smith, Clifford W. Jr. "Alternative Methods for Raising Capital Rights Versus Underwritten Offerings," *Journal of Financial Economics* Vol. 5, No. 3, Dec 1977, pp. 273-307. 25. Titman, Sheridan and Wessels, Roberto, "The Determinants of Capital Structure Choice," *Journal of Finance* Vol. 43, No. 1, Mar 1988, pp. 1-19. 26. Warner, Jerold B. "Bankruptcy Costs: Some Evidence," *Journal of Finance* Vol. 32, No. 2, May 1977, pp. 337-347.