

## 影響我國企業負債融資工具選擇因素之探討

王漢民

逢甲大學會計系

曹秀惠

南開技術學院會計系

### 摘要

本研究採用「增額法」(Incremental Approach)來探討當我國企業舉借新債時，影響其負債融資工具選擇之因素(包括發行成本、資訊不對稱、代理問題、信用品質、成長機會、以及管理者持股比例等五方面)。本研究除使用單變量分析外，並採用 Multinomial Logit regression 模式進行三種負債來源選擇之比較。本文實證結果如下：(一)舉債規模較大的公司，愈不可能發行公司債；(二)資訊不對稱程度較高的公司將傾向私下募集負債方式；而當公司有較低的資訊不對稱時，則傾向公開發行負債方式；(三)成長機會較高的公司將傾向私下募集負債方式；而當公司有較低的成長機會時，則傾向公開發行負債方式；(四)較佳信用品質之公司，傾向使用發行公司債來融資；而信用品質較差之公司，則傾向使用私下募集方式來融資。

**關鍵字：**代理問題、私下募集、資訊不對稱。

## 壹、前言

一般企業舉債之來源，可分為公開發行負債(Public Issue)及私下募集負債(Privately Placement)。公開發行方式主要為發行公司債(Bonds)，而私下募集債務一般又可分為來自銀行借款(Bank Debt)與「非銀行私下借款」(Non-bank Private Debt)兩類。近年來，企業界使用債券籌措資金的意願逐漸提高，公司債發行的數量亦日益增加並且快速的成長。<sup>1</sup>由於銀行比其他的債權人容易協商、較有彈性，所以儘管近年來資本市場隨著國際化、自由化的趨勢，屬於間接金融的金融機構借款仍在企業舉債融資中佔有一定的比重。<sup>2</sup>而所謂「非銀行私下借款」，主要包括員工、股東、同業的融資等，為公司非公開性的資金融通方式。

過去一直有許多文獻在探討公開發行負債和私下募集負債的不同特性。根據Diamond (1984), Boyd 與 Prescott (1986), 及 Berlin 與 Loyes (1988)的研究指出，私下募集之債權人對公司監控之效率(Monitoring Efficiency)優於公司債之投資人。Fama (1985)則指出私下募集之債權人，對於私有資訊的取得之管道亦多於公司債之投資人。而 Chemmanur 與 Fulghieri (1994)及 Gertner 與 Scharfstein (1991)等學者，則指出當企業發生財務危機時，債權人與債務人間之清算(Liquidation)與重新協議(如貸款展延或利率之降低)之效率，私下募集亦優於公開發行。然而 Rajan (1992) 的研究卻也指出，銀行雖能帶來監督管理者的利益，銀行亦會運用影響企業的投資計畫，使得公司只能從事較保守的投資計畫。由上述學者的研究結果可知，當企業採用外部負債融資時各負債融資管道會對公司帶來不同的利弊。故選擇適宜的舉債管道，為財務管理研究領域中之重要課題之一。

公司如何決定其舉債模式，亦即公司舉債模式的選擇會受那些因素的影響？針對此一主題，過去學者相關的研究，如 Fama (1985)、Diamond (1991)、Rajan (1992)等人由理論模型的推導，建構出公司舉債模式與公司特質間的關係。國內學者專門探討和公司舉債模式有關的學者則相當有限。<sup>3</sup>故企業舉債來源的決定

<sup>1</sup> 例如我國公司債的發行總額從民國九十年一月 7,049 億元，到民國九十二年一月已累積至 10,155 億元。

<sup>2</sup> 間接金融指企業經由金融機構之中介取得資金，並不直接接觸資金供給者，例如向銀行借款。

<sup>3</sup> 較相關者僅黃于珊 (1998)、陳瑞斌 (1998)兩位學者探討公司特性與企業舉債模式之關係，吳崑地 (1999)探討成長機會與資訊不對稱對公司私下募集負債的影響，而陳姿廷 (2001)則是探討

因素與各因素的影響程度，也成為值得吾人進一步深入分析的主題，本文將針對此一議題加以探討。

早期的學者研究企業舉債模式時，並未將私下募集負債再區分為「銀行借款」與「非銀行私下借款」兩類。Fama (1985)自理論推導中發現，若將私下募集負債再區分為「銀行借款」與「非銀行私下借款」，則兩種負債來源為企業帶來不同的財務效果。黃于珊 (1998) 其實證結果也指出當環境不確定性高與公司破產機率高的時候，由於公司可以調控協談的空間較大，非銀行私下借款是不錯的融通管道。而 Denis 與 Mihov (2002)的研究結果指出，非銀行私下借款對於較低信用品質而有融資需求的公司而言，扮演了一個給予方便負債融資需求的獨特的角色。故本文亦將私下募集負債再細分為「銀行借款」與「非銀行之私下借款」兩類，以探討此二種負債融資方式間所存在的不同特性。

對於這些主題的探討，過去的學者如 Houston 與 James (1996), Johnson (1997)及國內的學者如黃于珊 (1998)、陳瑞斌 (1998)等人都是使用 Datta, Datta, 與 Patel (2000)所稱的「資產負債表法」(Balance-sheet Approach)來探討公開負債和私下募集負債需求組合的決定因素。<sup>4</sup>而本研究將採用 Denis 與 Mihov (2002)等學者所使用的「增額法」(Incremental Approach)，分析影響國內上市公司舉新債模式之選擇因素。<sup>5</sup>

「增額法」所使用的是公司新舉債的資料，新舉債的決策對公司是一個重大的事件，對公司的負債結構有重大的改變，故使用不同負債融資管道，來衡量公司決定舉債模式的因素。Barclay 與 Smith (1995)在其研究結論中指出，有關訊息假設較佳的檢定力是來自於發行時負債到期日的變化。而 Guedes 與 Opler (1996)也強調一些有關訊息理論的最佳測試是使用「增額法」。Denis 與 Mihov (2002)指出「增額法」的特色為能探討公司舉新債與舊債間之關聯。Ellsworth (1980)認為，公司的歷史因素會造成公司管理者對財務資源使用的自我設限。其

---

股權結構對公司舉債模式的影響。

<sup>4</sup>資產負債表法是指使用企業所有已流通在外的負債來檢測負債結構的變化，參見 Datta *et al.* (2000)。

<sup>5</sup> Datta *et al.* (2000)、Jung, Kim, 與 Stulz (1995)、以及 Guedes 與 Opler (1996)等學者亦曾用此法分別研究公司初次發行公司債、外部融資決策、與負債到期期限之決定因素。

次，此法亦可檢視當公司無負債，而需舉新債時其舉債管道之選擇。若是使用傳統「資產負債表法」，公司帳上無負債的樣本將會被剔除。最後，增額法亦可比較不同負債融資型態之公司特質。雖然過去學者使用「資產負債表法」對於相關主題的研究是有其效益與貢獻，但本文將使用「增額法」以對現存的理論提供更佳的證據與補充。

綜上所述，本文的研究目的為(1)除了公開發行負債外，將企業私下募集負債模式將再細分為「銀行借款」與「非銀行之私下借款」兩類，以檢視使用此三種舉債模式的企業是否具備不同的特質；(2)使用「增額法」來分析影響我國上市公司舉新債模式間選擇的決定因素與各因素的影響程度。

本研究實證發現：(1)發行成本並非公司選擇舉債模式時，主要的考慮因素。由於公司向銀行借款通常彈性較大、協商程度也較高，故當企業需要資金時，仍選擇銀行借款為其主要的負債融資管道。而在舉債模式中，以非銀行私下借款的融通金額是最小的；(2)資訊不對稱(Information Asymmetry)程度確實會影響公司對舉債模式的選擇。資訊不對稱程度較低的公司，使用發行公司債籌措其所需的資金。由於銀行比公司債的投資大眾有資訊上的優勢，故資訊不對稱程度高的公司，轉而向銀行借款。但銀行通常會設定一定的審查標準，故資訊不對稱程度最高的公司，只好選擇以非銀行私下借款；(3)當公司具有高成長機會時，由於銀行嚴密監督的壓力，以及非銀行私下借款的借款期限較短且無法提供足夠的資金等因素，故公司轉而發行公司債募集其所需的資金；(4)信用品質最佳的公司，選擇發行公司債來融資；而信用品質次之的公司，使用銀行借款融資；信用品質最差的公司，才使用非銀行私下借款融資；(5)當管理者持股比例愈高時，愈不可能選擇以非銀行私下借款融資。探究其原因，可能由於當管理者持股比例愈高，其利益與全體股東的利益愈能趨於一致，愈不用使用高成本之非銀行私下借款的方式來融資。

本研究架構共分為五節，除本節說明研究動機與目的外，第二節透過對舉債模式決策之影響相關文獻整理，進而衍生出本研究之研究議題與假設。第三節說明樣本與資料來源、研究變項操作性定義、及資料分析方法等。第四節對實證研

究之結果，加以分析與討論。最末節根據實證結果，進行結論之彙總並提出研究建議。

## 貳、文獻探討與假設建立

參考相關融資文獻、根據不同舉債模式的不同特性，及綜觀過去學者對於企業舉債模式之研究，本研究將影響企業舉債模式間選擇的因素分為：發行成本、資訊不對稱、代理成本、再協商和清算的效率和持有者的持股比例等五部分加以討論。

### 一、發行成本

發行公司債和私下募集負債之間的選擇可能與發行成本有直接相關。發行公司債時所需支付的費用與成本大概可分為發行時支付(承銷顧問費用、律師及會計師簽證費用、公告及債券印製費用等)與年度費用(利息成本、保證費用、上櫃費用等)；相對而言，使用銀行借款取得資金，則可減少或可免除這些費用。由於發行債券的固定成本不會因為發行額大小有所不同，故公司若一次募集大量資金，可降低單位的平均發行成本以達到規模經濟的效果，更能因此以價制量。因而發行公司債通常與較大規模的舉債額度相關。

Smith (1977)、Blackwell 與 Kidwell (1988)亦指出，基於固定發行成本分攤的考量，若公司需要龐大的資金額度，則傾向於使用公開發行的發行的方式；若所需的資金較小，則傾向於使用私下募集的方式。

### 二、資訊不對稱

所謂資訊不對稱，是指市場兩個交易的群體中，只有一方握有完整的資訊。在資訊不對稱下，會產生Akerlof (1970)所提出”檸檬問題(Lemons Problem)”，結果導致市場上產品品質下降，嚴重時會影響市場機能。在借貸市場裡，當借款公司的資訊多於債權人時，便產生了資訊不對稱。Leland 與 Pyle (1977)主張當借貸雙方存有資訊不對時，逆選擇(Adverse Selection)的問題會影響借款人的決

定。<sup>6</sup>

根據 Leland 與 Pyle (1977)、Diamond (1984)、Fama (1985)、Boyd 與 Prescott (1986)、Ramakrishnan 與 Thakor (1984)等學者主張，「私下募集負債」之債權人對公司監控之效率(Monitoring Efficiency)優於公司債之投資人，且私下募集之債權人，在私有資訊的取得之管道上，亦優於公司債之投資人。故當公司與債權人間，存在高度資訊不對稱時，則傾向使用私下募集方式來融資；反之如果資訊不對稱程度較低的話，則傾向發行公司債來融資。

另外，根據 Myers (1984)的研究指出，由於資訊不對稱成本的存在，廠商只有當內部產生資金(Internally Generated Funds)用盡時，才會使用外部資金(External Funds)。當使用外部資金時，Myers 認為公司將首先發行最具安全性之證券，此處所謂「安全性」是指當企業內部資訊外露時，公司價值只作稍許的變化，故使用舉債融資能達此一目的。當然最不具「安全性」者，當屬使用發行權益來融資。故 Myers 認為那些具高度資訊不對稱，與違約機率較高的公司，在發行公司債之前會先行使用私下募集方式來融資。

### 三、代理問題(Agency Problem)

Jensen與Meckling(1976)將代理關係定義為：所謂代理關係是指一項契約，由主理人委託、授權代理人，執行某些服務，而這種主理人與代理人的契約關係便是代理關係。當主理人與代理人目標利益不一致導致利益衝突，就有所謂代理問題的存在。主理人的福利因為代理問題而減少時，就產生了所謂代理成本(Agency Cost)。

當企業因為資金的需求對外舉債時，公司股東與債權人之間便存在了代理問題。股東與債權人的代理問題主要在於當債權人將資金借給公司後，因為資訊的不對稱使股東產生道德風險(Moral hazard)，利用管理當局使用下列的方式剝削

---

<sup>6</sup>所謂逆選擇的問題，根據 Akerlof (1970)當買方對賣方的產品品質無法確知時，只能以整體統計資料所顯現的平均水準來評價個別產品的品質水準，使得賣方產生降低品質的誘因，最後走上劣幣驅逐良幣的結果，這就是逆選擇問題。

債權人財富。包括：資產替代(Asset substitution)、債權稀釋(Claim dilution)、股利支付(Dividend payment)以及投資不足(Under-investment)。<sup>7</sup>

#### 四、再協議與清算之效率(Efficiency of Renegotiation and Liquidation)

使用舉債融資的成本之一，為當公司發生財務危機時，債權人對公司的資產就有合法的求償權，而這會導致公司的兩種結果：清算(Liquidation)與重整(Reorganization)。債權人與債務人雙方，亦可透過再協議(Renegotiations)，來延長負債之到期期限或(與)降息。Berlin 與 Loyes (1988)、Chemmanur 與 Fulghieri (1994)等學者曾指出，舉債來源之選擇為借款者之違約機率與貸款處理破產清算能力二者之函數。他們指出具有較佳與較差信用評等之公司，傾向使用發行公司債來融資；而信用評等居中之公司，則傾向使用銀行貸款方式債來融資。舉債模式中，私下募集負債的融資條件通常較為嚴苛，公開舉債企業與其債權人間的協定則較為溫和。Blackwell 與 Kidwell (1988)認為，信用評等較佳的公司，會更傾向以公開發行債券的方式籌資，其主要理由為信用評等較佳的公司，較沒有債權人提前清償的壓力，而如果向銀行借款，反將承受不必要的監督壓力。而公司的信用品質不良時，為避免未來債權人頻頻要求提前清償的處境，將偏向提供彈性的私下募集負債。

#### 五、管理者的持股比例

如前所言，由於私下募集之債權人，具有「債權集中」(Concentrated Holding)及「資訊的取得」(Access to Information)之優勢，故相對於公司債之投資人而言，私下募集之債權人，會對公司管理當局產生較大之影響力與壓力。由此可推論擁有較低持股比例的管理者，會使用發行公司債融資，試圖避免來自私下募集債權人之監督。然而，持股比例較高的管理者，傾向使用私下募集負債的方式來融資。因為，管理者的股東身分，會促使他們去選擇能使公司極大化的證券來融資；而且，管理者如擁有較高的持股比例，對於公司有較大的控制權，如此管理者可抗拒來自債權人的壓力。

<sup>7</sup> Smith 與 Warner (1979) 指出債權稀釋問題為，經理人若發行新債未知會原債權人，在公司利潤或價值並未增加時，將降低舊債價值，剝奪了舊債權人的權益。另股利支付問題為，經理人可能將舉債所得資金用於發放股利或增加未預期股利，而不投資於提高公司價值的活動。如此不但使公司未來成長受限，也影響公司的償債能力，損害債權人利益。

Jensen 與 Meckling (1976) 提出利益收斂假說 (Convergence of Interest Hypothesis)，認為管理者的持股比率越高，管理者的財富與公司經營狀況的關聯性愈高，則管理者的決策所造成的財富損失，大部分由管理者自己負擔，因此管理者的決策行為會比較合理化。Rajan (1992) 指出，銀行會藉由威脅抽掉銀根，促使公司管理者接受淨現值 (Net Present Value) 為正且高的投資計畫，故持股比例較高的管理者，傾向使用私下募集負債的方式來融資。

本研究之主要目的是在探討台灣上市公司有資金需求而需舉債時，影響其舉債模式決策之因素。因此，本研究根據前述相關理論及文獻探討建立有關研究假設如下。

由於發行額度較大的公司債，可以平均分攤其發行固定成本，因而降低單位的平均發行成本。所以基於固定成本分攤之考量，發行公司債通常與較大規模的舉債額度相關。舉債額度較少的公司，因為發行公司債較不具成本效益，故會傾向選擇私上募集負債。據此，本研究提出假說一如下：

假說一：舉債規模愈大的公司，選擇發行公司債方式融資；舉債規模愈小的公司，則選擇私下募集負債方式融資。

Ramakrishnan 與 Thakor (1984) 主張私下募集的貸款人比公司債的投資大眾有資訊上的優勢，因為公司債的投資大眾通常僅能根據公司的公開資訊對公司進行風險評估，而私下募集的貸款人通常較準確地對公司進行風險評估。Bhattacharya 與 Chiesa (1995) 也認為，基於對公司特有、專業性資訊的揭露，私下募集的貸款人比公司債的投資大眾容易明瞭並接受。因此，相對債券市場的投資人，私下募集的貸款人比債券市場的投資人對公司的資訊較佔優勢。據此，本研究提出假說二如下：

假說二：資訊不對稱程度愈高的公司，選擇私下募集負債方式融資；資訊不對稱程度愈低的公司，選擇發行公司債方式融資。

若公司的投資計畫產生的價值低於未到期的負債加上投資計畫所需成本，則發生低度投資的問題。Myers (1977) 指出對外舉債的公司，因為股東要在公司先

償還債務後，才能有股利現金的發放，將促使他們只接受淨現值超過負債的投資計畫，結果導致公司放棄一些明顯有利可圖且淨現值大於零的投資計畫。Myers 並建議若與借款者維持「具持續性、緊密性和彈性」的關係，可以減輕投資不足的問題。而要和私下融資的借款者維持上述關係，會比公開發行負債之債權人來的容易，因為私下融資的債權人會比公開發行負債之債權人更加謹慎，且面對較低「搭便車(free-rider)」的問題。這說明了未來成長機會較高的公司，會比較傾向私下募集負債而非使用公開發行負債的方式，而當公司有較低的成長機會時，則傾向公開發行負債的方式。據此，本研究提出假說三如下：

假說三：成長機會愈高的公司，選擇私下募集負債方式融資；成長機會愈低的公司，選擇發行公司債方式融資。

Berlin 與 Loyes (1988)及 Chemmanur 與 Fulghieri (1994)等學者曾指出，具有較佳與較差信用評等之公司，傾向使用發行公司債來融資；而信用評等居中之公司，則傾向使用銀行貸款方式債來融資。Blackwell 與 Kidwell (1988)亦認為，信用品質較佳的公司，會更傾向以公開發行債券的方式籌資，其主要理由為信用品質較佳的公司，較沒有債權人提前清償的壓力，而如果向銀行借款，反將承受不必要的監督壓力。Denis 與 Mihov (2002)之研究發現，擁有較高信用評等的公司在舉新債時，將會傾向發行公司債，擁有中等信用評等的公司則會向銀行借款，而信用評等較差的公司，則會採用「非銀行之私下借款」。據此，本研究提出假說四如下：

假說四：信用品質愈佳的公司，選擇發行公司債方式融資；信用品質愈差的公司，選擇私下募集負債方式融資。

由於私下募集之債權人，具有「債權集中」(Concentrated Holding)及「資訊的取得」(Access to Information)之優勢，故相對於公司債之投資人而言，私下募集之債權人，會對公司管理當局產生較大之影響力與壓力。由此可推論擁有較低持股比例的管理者，會使用發行公司債融資，試圖避免來自私下募集債權人之監督。然而，持股比例較高的管理者，傾向使用私下募集負債的方式來融資。首先，如果「私下募集負債」是最適的融資方法，擁有較多的股份的管理者當會選擇此種方式來融資。其次，管理者如擁有較高的持股比例，對於公司有較大的控

制權，如此管理者可抗拒來自債權人的壓力。故我們可以預期管理者的持股比率愈高，愈傾向使用私下募集之負債來融資；而管理者的持股比率愈低，則較傾向使用發行公司債融資。據此，本研究提出假說五如下：

假說五：管理者持股比率愈高的公司，選擇私下募集負債方式融資；管理者持股比率愈低的公司，選擇發行公司債方式融資。

### 參、樣本選取與研究方法

本研究樣本之選取為在民國八十九年及九十年兩年間有舉債之上市公司。選擇該兩年做為研究期間主要是因為，台灣經濟新報社之公債發行屬性資料庫較完整的資料由民國八十九年起。

樣本之選取有以下幾個標準及限制：(1)必須是台灣證券交易所上市公司；(2)下市或變更交易方式的全額交割股公司，由於務陷入困境且交易程與一般公司不同，故不列入；(3)金融、保險及證券業之行業特性與其他產業差異頗大，故本研究將該類別之行業剔除；(4)財務資料漏缺不全者，亦將之剔除。據此，初步取得樣本數為 1,351 筆樣本，排除財務資料揭露不全之樣本數共 208 筆樣本，另外剔除自變數與應變數中 1% 的極端值共 11 筆樣本，所得之最終樣本數為 1,132 筆觀察值。上市公司發行公司債、私下募集負債資料、與各項財務資料，均取自台灣經濟新報社資料庫。

本研究先使用單變量分析法(Univariate Analysis)，比較企業邊際負債融資之三種選擇(即發行公司債、銀行借款、與非銀行之私下借款)，在發行成本、資訊不對稱、信用品質、成長機會、與管理者持股比例等方面，是否存在差異？測試時使用 Kruskal-Wallis 檢定，亦即它可用來檢定  $k$  組( $k > 2$ )獨立隨機樣本是否來自同一母體的統計假設。

本研究除了使用單變量分析外，並將使 Multiple Logit 模式進行三種負債來源之比較。<sup>8</sup> 本研究所要探討的問題，當公司要使用負債融資，此時管理者亦面

<sup>8</sup> Multiple Logit 模式 Green (1997) 又稱之為 Multinomial Logit 模式。此模式由 Schmidt 與 Strauss (1975<sup>a</sup>, 1975<sup>b</sup>) 兩位學者所發展出來，用以解決多重方案之選擇問題。

臨三擇一的問題，亦即要發行公司債、向銀行或非銀行之私下借款舉新債。  
Multiple Logit 模式可同時解決多重方案的選擇問題。

有關 Multiple Logit Model 迴歸如下:令 N 個方案其機率分別為  $P_1, P_2, \dots, P_N$ ，Multiple Logit Model 可以下列式子表示之：

$$\log_e \left[ \frac{P_{jt}}{P_{1t}} \right] = X_t \beta_j, \quad j=2,3,\dots,N ; t=1,2,3,\dots,T$$

在式中：

t: 表第 t 個觀察值；

T: 表觀察值的總數；

$X_t$ : 表解釋變數的  $1 \times K$  個向量中之第 t 個觀察值；

$\beta_j$ : 表未知參數的  $K \times 1$  個向量

此模型可藉由最大概似法來估計。

Multiple Logit 模式需要選擇某一方案當作「基底」(Base)方案，而將其它方案與此「基底」進行比較。由於本文所要探討的問題，當公司要使用負債融資，此時管理者有三個方案可供選擇，亦即要發行公司債、向銀行借款、或「非銀行之私下借款」舉新債，故本研究可建立(3-1)條 Logit 方程式。Multiple Logit 模型如下：

$$\ln\left(\frac{P_{Pi}}{P_{Bi}}\right) = \alpha_0 + \alpha_1 DR_{1i} + \alpha_2 SIZE_{2i} + \alpha_3 FAR_{3i} + \alpha_4 CAP_{4i} + \alpha_5 MBR_{5i} + \alpha_6 ROA_{6i} + \alpha_7 COI_{7i} + \alpha_8 IO_{8i} \quad (1)$$

$$\ln\left(\frac{P_{NBi}}{P_{Bi}}\right) = \alpha_0 + \alpha_1 DR_{1i} + \alpha_2 SIZE_{2i} + \alpha_3 FAR_{3i} + \alpha_4 CAP_{4i} + \alpha_5 MBR_{5i} + \alpha_6 ROA_{6i} + \alpha_7 COI_{7i} + \alpha_8 IO_{8i} \quad (2)$$

模型中之下標  $i$  代表第  $i$  家公司，而其它符號則說明如下：

$P_{Bi}$ ：第  $i$  家公司舉新債時，選擇與銀行借款之機率(當基底)；

$P_{Pi}$ ：第  $i$  家公司舉新債時，選擇發行公司債之機率；

$P_{NBi}$ ：第  $i$  家公司舉新債時，選擇與「非銀行之私下借款」之機率；

DR：公司之負債比率(Debt Ratio)

SIZE：LN(資產總額)；

FAR：固定資產之比例(Fixed Assets Ratio)；

CAP：資本支出比例；

MBR：普通股權益之市值比(market to book ratio for common equity)

ROA：資產報酬率(Return of Assets)

COI：利息保障倍數(Coverage of Interest)

IO：內部人持股比率(Insider Ownership)；

茲將本研究所使用變數之操作性定義及衡量方法說明如下：

## 一、因變數定義

### (一) 發行公司債：

樣本公司在 89、90 兩年中分別發行公司債的金額。所稱的公司債包含普通公司債及可轉換公司債。

### (二) 銀行借款：

樣本公司在 89、90 兩年中分別向銀行借款的金額。

### (三) 非銀行之其他私下借款：

樣本公司在 89、90 兩年中分別向銀行以外之其他私下借款金額，如員工借款。

## 二、自變數定義

### (一) 代表舉債規模的變數

公司舉債規模將影響其發行成本的分攤。一般常使用負債總額佔資產總額(亦即負債比例)來衡量一家公司舉債程度的高低。舉債比例愈高，愈有規模經濟的優勢。本研究參考 Johnson (1997) 的作法，以負債比率作為衡量公司舉債程度的代理變數，其定義如下：

$$DR = \text{舉債金額} / \text{資產總額}$$

## (二) 代表資訊不對稱的變數

### 1. 公司規模(SIZE)：

公司規模代表資訊不對稱的情況。一般而言，大公司在傳播媒體或是企業網路中資訊傳遞的機率，較小公司而言要大得多，所以投資人取得規模較大之公司相關資料較為容易。因此，規模大的公司代表投資人對其資訊不對稱程度較小；反之，規模愈小代表投資人對其資訊不對稱程度越大。在此以以公司總資產帳面價值衡量公司規模，由於公司間總資額差異甚大，因此取自然對數平滑之。

$$SIZE = \ln(\text{總資產帳面價值})$$

### 2. 固定資產比例：(FAR)

固定資產比例亦代表公司資訊不對的情況。根據 Myers (1977)，公司的價值是由實質資產部分與成長機會組成。若公司的價值主要建立於實質資產上，如土地、廠房、機器設備等有形資產，由於這類資產的價值較容易被外界所掌控與監督，所以資訊不對稱的程度會較低，其定義如下：

$$FAR = \text{固定資產淨額} / \text{總資產}$$

## (三) 代表公司成長機會的變數

由於成長機會無法觀察和難以量化的特性，造成實證研究上的一大難題。Denis與Mihov (2002)以員工成長率、資本支出成長率、銷售成長率及市值與帳面價值比例做為成長機會的代理變數；Houston與James (1996)則是以市值與帳面價值比例及研究發展費用比例作為未來成長機會的代理變數。雖然研發費用常被學者作為成長機會的代理變數，但在我國，研發費用的資料報導並不完整，因而無法有效區分各公司的成長機會，故捨之不用。本研究參考過去研究所使用之變數，一方面考量資料取得之難易度，另一方面求變數之計算不宜太繁雜，因而取下列兩個資料取得較易且完整，而且過去學者在實證研究上曾採用的變數替代。

### 1. 資本支出(CAP)：

資本支出的多寡可以衡量公司未來的成長性。資本支出程度愈高，表示公

司積極參與投資活動，未來成長機會也愈多。其衡量方式如下：

$$CAP = (\text{長期投資新增} + \text{固定資產購置}) \div \text{總資產}$$

## 2. 普通股權益之市值比(MBR)：

權益市值和帳面價值的差異，可以反映公司成長機會。差異愈大，表示公司成長機會愈多。其衡量方式如下：

$$MBR = (\text{普通股年底流通在外股數} \times \text{年底收盤股價}) \div \text{普通股股東權益帳面價值}$$

## (四) 代表公司信用品質的變數

### 1. 獲利能力：

獲利能力愈好，代表企業有能力以既有資源創造更高之現金流量，以吸引投資人投入資金及債權人提供授信之誘因。故公司的獲利能力高，顯示公司有較佳的信用品質。此處以總資產報酬率(ROA)來衡量公司的獲利能力。

$$ROA = \text{稅前息前淨利(EBIT)} \div \text{平均總資產}$$

### 2. 償債能力：

Diamond (1991)、Houston 與 James (1996)、以及 Denis 與 Mihov (2002)等學者皆認為，企業的償債能力與公司的信用品質呈正向之關係。公司的償債能力愈強，表示其支付債務本息的能力愈強，其債權所獲保障程度愈大。因此，本研究以利息保障倍數(Coverage of Interest)來衡量公司的償債能力。

$$\text{利息保障倍數(COD)} = \text{稅前息前淨利(EBIT)} \div \text{利息費用}$$

## (五) 代表管理者持股比例的變數

在此以內部人持股比率來代表管理者持股比例。就我國現行的規定，公開發行公司的董事、監察人、經理人及持股10%以上之大股東為「內部關係人」，故本研究將董監事、大股東、經理人視為公司內部人。

內部人持股比率(OWN)=(董監事+經理人+持股10%以上大股東)持股總和÷流通  
在外股數

## 肆、實證結果

表 4-1 顯示各變數之敘述性統計值。首先從表 4-1 中可發現，就各舉債方式的平均數而言，銀行借款金額大於公司債借款和非銀行私下借款的金額。從公司的資產總額來看，發行公司債的公司，其資產總額的平均數亦大於銀行借款及非銀行之其它借款，可看出公司發行負債的公司規模大於私下募集負債的公司規模。就代表公司成長機會的 CAP 和 MBR 兩變數來看，公開發行負債的公司，其成長機會平均較私下募集負債的公司來得大。就代表公司信用品質的變數來看，可看出公開發行負債 ROA 的平均數大於私下募集負債。而在私下募集負債中，銀行借款的 ROA 的平均數又大於非銀行私下借款 ROA 的平均數。

表 4-1 各變數之敘述性統計值

公司債(n=102)					
數名稱 <sup>a</sup>	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
AI	1999843.10	775000	20000	25302000	3515574.30
TA	34713927	11509171	1013636	311128263	51408762
LEV	0.1273	0.0815	0.00	1.00	0.1492
FAR	0.3117	0.289	0.04	0.80	0.1962
CAP	0.1536	0.136	0.01	0.41	0.0998
MBR	5.1501	2.057	0.00	69.45	10.3306
ROA	0.1133	0.0995	-0.03	0.34	0.0711
COI	28.6823	6.785	-1.21	487.80	73.4056
IO	29.86	28.775	5.80	71.95	14.5493
銀行借款(n=895)					
變數名稱	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
AI	5321029.7	1862321	982	124610706	11772580
TA	13996568	5649334	666969	465965988	28710525
LEV	0.389	0.342	0.00	4.81	0.3443
FAR	0.3164	0.299	0.00	0.94	0.1885
CAP	0.1026	0.082	0.00	0.53	0.0845
MBR	2.3758	0.956	-0.37	269.29	10.6334
ROA	0.0513	0.054	-0.42	0.45	0.0928
COI	34.3381	4.01	-376.42	1777.35	145.5315

IO	28.7812	27.53	0.30	97.13	15.617
非銀行私下借款(n=135)					
變數名稱	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
AI	749259.14	68869	202	33408968	3095757.6
TA	14381913	6068805	986938	160703111	23071700
LEV	0.0535	0.012	0.00	0.61	0.1021
FAR	0.3111	0.286	0.01	0.73	0.1979
CAP	0.0873	0.067	0.00	0.40	0.077
MBR	1.5702	0.711	-0.37	25.84	2.6944
ROA	0.0152	0.022	-0.25	0.37	0.1055
COI	14.1221	1.03	-27.03	572.47	71.162
IO	23.5241	21.42	4.67	72.61	14.1387
全部樣本(n=1132)					
變數名稱	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
AI	4476550.8	1418831	202	124610706	10703572
TA	15909282	5919996	666969	465965988	31395971
LEV	0.3254	0.2585	0	4.81	0.3354
FAR	0.3154	0.297	0	0.94	0.1902
CAP	0.1054	0.085	0	0.53	0.0865
MBR	2.5297	0.9955	-0.37	269.29	10.0257
ROA	0.0526	0.056	-0.42	0.45	0.0953
COI	31.4176	3.995	-376.42	1777.35	133.6623
IO	28.2514	27.1	0.3	97.13	15.4433

<sup>a</sup> 表中各變數之定義如下：AI=各借款方式的借款金額(以千為單位)；TA=公司的資產總額(以千為單位)；LEV=負債比率；FAR=固定資產比率；CAP=資本支出比例；MBR=普通股權益市值比；ROA=資產報酬率；COI=利息保障倍數；IO=內部人持股比例。

表 4-2 是新舉債模式與帳上負債組合的比較。過去學者探討影響最適資本結構的公司特徵時，發現公司傳統的融資方式亦是影響管理者決定因素之一。而從表中我們有幾個發現；首先，不論是何種負債組合，公司向銀行借款的比例都是最高的。這也說明我國現行公司的負債融資管道仍以銀行為主。其次，在所有的負債組合中，以公司帳上沒有負債餘額的公司，銀行借款相對於公司債及其它私下借款而言，所佔的比例是最高的。此外，當公司帳上有公司債流通在外時，管理當局選擇以發行公司債做為其新舉債來源的比例相較於公司帳上沒有公司債餘額者來得高。同樣的，公司帳上有非銀行私下借款時，公司管理當局選擇以非銀行私下借款做為其新舉債來源的比例亦高於公司帳上沒有非銀行私下借款的樣本。由前述我們可以發現，公司管理當局的融資決策和以前年度的融資決策是

有關的，和 Diamond (1991)所預期公司融資決策是有其生命週期(Life Cycle)的推測是一致的，且 Diamond 預期新融資的公司主要先向銀行借款以建立其貸款的聲譽之後，才較可能以發行公司債來融資。

表 4-2 新舉債模式與帳上負債組合的比較

帳上負債組合 /新舉債模式	(1) 沒有 負債	(2) 僅有 銀行借款	(3) 沒有 非銀行私下	(4) 沒有 公司債	(5) 皆有	總計
銀行借款	18 (0.90)	502 (0.86)	253 (0.74)	74 (0.65)	48 (0.65)	895 (0.79)
公司債	1 (0.05)	38 (0.07)	46 (0.13)	6 (0.05)	11 (0.15)	102 (0.09)
非銀行 私下借款	1 (0.05)	44 (0.08)	42 (0.12)	33 (0.29)	15 (0.20)	135 (0.12)
總計	20 (1.00)	584 (1.00)	341 (1.00)	113 (1.00)	74 (1.00)	1132 (1.00)

本研究所採用之實證統計方法為 Multinomial Logit 迴歸，為使統計結果不因各自變數間有高度相關性而影響統計分析結果，本研究以 Pearson 積差相關係數及 Spearman 等級相關係數檢定各自變數間的相關程度。<sup>9</sup>結果發現，除了資產報酬率(ROA) 及利息保障倍數(COI)兩個變數間呈高度顯著正相關(相關係數為 0.885, p 值=0.000)外，其餘變數間的相關性皆低於 0.7，故不甚嚴重。因此，為避免資產報酬率(ROA) 及利息保障倍數(COI)兩個變數之間的相關性所引起的共線性偏誤，本研究在後續實證分析過程中，將分別各以其中一個變數單獨進行迴歸分析。

本研究以 Kruskal-Wallis 檢定建構單變量分析模型，分別測試本研究所提出影響公司舉債模式的決定因素：發行成本、資訊不對稱、代理問題及代理成本、成長機會、信用品質以及管理者持股比例各假說的代理變數於三組獨立樣本所來自母體的中位數是否有顯著差異，以符合假說預期。單變量分析的結果列示於表 4-3，依各假說說明如下。

一、舉債規模：銀行借款之負債比率(LEV)的中位數在 1%的水準下顯著大於發

<sup>9</sup>因限於篇幅，本文各舉債模式樣本之相關係數矩陣表省而不列。

行公司債和非銀行私下借款，此結果和我們的預期不符。雖然舉債規模愈大時，在固定的發行成本下，才能使得舉債達成規模經濟效果。但我國上市公司的主要的舉債方式仍是以銀行借款為主，且向銀行借款也較有彈性和協商的空間，故使得銀行借款的規模大方全發行公司債。此外，無論是發行公司債或是銀行借款，其負債比率(LEV)的中位數皆顯著大於非銀行私下借款，顯示非銀行私下借款是只限定於當公司有特殊情況時才於使用的負債融資管道。

表 4-3 單變量分析

變數 <sup>a</sup>	各舉債模式中位數			Kruskal-Wallis 檢定 <sup>b</sup>		
	發行公司債	銀行借款	非銀行 私下借款	公司債 VS 銀行借款	公司債 VS 銀行私下借款	銀行借款 VS 非銀行私下借款
LEV	0.082	0.342	0.012	0.305*** (0.000)	0.025*** (0.000)	0.289*** (0.000)
SIZE	16.258	15.547	15.619	15.593*** (0.001)	15.829*** (0.007)	15.557 (0.406)
FAR	0.312	0.316	0.311	0.298 (0.684)	0.286 (0.75)	0.298 (0.644)
MBR	5.15	2.376	1.57	1.011*** (0.000)	1.19*** (0.000)	0.944 0.117
CAP	0.154	0.103	0.087	0.087*** (0.000)	0.09*** (0.000)	0.08* (0.069)
ROA	0.113	0.051	0.015	0.059*** (0.000)	0.061*** (0.000)	0.051*** (0.000)
COI	28.682	34.338	14.122	4.51*** (0.000)	3.8*** (0.000)	3.625*** (0.000)
IO	29.86	28.781	23.524	27.71 (0.141)	25.2*** (0.001)	26.935*** (0.001)

<sup>a</sup> 表中各變數定義為：LEV=負債比率；SIZE：公司規模；FAR：固定資產比例；MBR：市值對帳面價值比；CAP：資本支出比例；ROA：資產報酬率；COI：利息保障倍數；IO：內部人持股比例。

<sup>b</sup> \*\*\*：表示達 1% 的顯著水準；\*\*表示達 5% 的顯著水準；\*表示達 10% 的顯著水準。

<sup>c</sup> 括弧中的數值為 p 值。

二、資訊不對稱：發行公司債公司規模(SIZE)的中位數(16.258)顯著大於銀行借款(15.547)和非銀行私下借款(15.619)，其結果和我們對於資訊不對稱的預期是一致的。

三、成長機會：無論是市值對帳面價值比(MBR)或是資本支出比率(CAP)，公司債的中位數在 1% 的水準下顯著大於銀行借款和非銀行私下借款。此結果並不符合本研究假說三之預期。由於成長機會無法觀察且難以量化，故不同學

者所使用的代理變數不同，亦常有不同的研究結果出現。

四、公司信用品質：代表公司信用品質的兩個變數：資產報酬率(ROA)和利息保障倍數(COI)，發行公司債樣本公司的中位數在 1% 的水準下顯著大於銀行借款和非銀行私下借款。而銀行借款的中位數在 1% 的水準下亦顯著大於非銀行私下借款。此結果和本研究假說四的預期是一致的。由於發行公司債和向銀行借款皆有較嚴格的審查標準及較繁複的手續，所以非銀行私下借款方式便成為信用品質不佳公司另一個取得資金的管道。

五、管理者持股比例：發行公司債樣本內部人持股比例(IO)的中位數為 29.86%，銀行借款為 28.78%，非銀行私下借款為 23.52%。發行公司債樣本內部人持股比例(IO)的中位數高於銀行借款，但並未達顯著水準；而在 1% 的水準下，亦高於其他私下借款。

上述單變量分析的結果，僅能說明在未考慮其他影響公司舉債決定因素時，單純就單一變數檢定發行公司債、銀行借款及非銀行私下借款三組樣本是否存在差異性。但就公司的管理當局而言，要選擇何種舉債方式的決策，必定基於多重因素下的考量，很難僅根據一個影響因素便作出決策，故單變量分析的衡量較不易證明各假說間的關聯性。基於上述理由，本研究將以多變量分析的方式驗證各個假說，以使實證分析的結果更具說服力。

本研究以 Multinomial Logit 迴歸模式，探討影響公司管理當局決定其舉債模式之因素。由於相關性分析的結果發現，資產報酬率(ROA)及利息保障倍數(COI)兩個變數間呈高度顯著正相關。為避免此二個變數的相關性所引起的共線性偏誤，故在實證分析過程中，將分成兩個模式，分別各以其中一個變數單獨進行迴歸分析。

表 4-4 所列示的是 Model 1 和 Model 2 的實證結果。對於每個模型中所列示的，欄位一是自變數，欄位二是分析樣本公司發行公司債相對於銀行借款的機率，欄位三是分析使用非銀行私下借款相對於銀行借款的機率，而最後一欄則是

分析發行公司債相對於非銀行私下借款的機率。實證結果說明如下。

### 一、舉債規模：

不論是 Model 1 和 Model 2，發行公司債相對於銀行借款的機率，都呈顯著的負相關。表示舉債金額愈大時，選擇發行公司債的機率比銀行借款低。此結果並不支持本研究假說一的預期，舉債規模較大的公司，會傾向發行公司債，而舉債規模較小的公司，則傾向私下募集負債。可能原因為向銀行借款較有彈性和協商的空間，再加上我國法令規定對發行公司債有額度上的限制，故當公司有大額融資需求時，發行成本顯然並非公司考慮之因素。而發行公司債相對於非銀行私下借款的機率，是呈顯著正相關，非銀行私下借款相對於銀行借款的機率是呈顯著的負相關，顯示當公司需要大額資金時，非銀行私下借款並非公司主要的舉債方式，其只限定於當公司有特殊情況時才會使用的負債融資管道。

### 二、資訊不對稱：

不論是 Model 1 和 Model 2 發行公司債相對於銀行借款的機率以及相對於非銀行私下借款的機率，都呈顯著的正相關。表示規模愈大的公司，愈可能以發行公司債做為其籌措資金的方式；而規模較小的公司，則是較可能以私下募集的方式來籌措的資金。此結果支持本研究假說二的預期，當公司資訊不對稱程度較低時，傾向公開發行負債；而當公司有較高的資訊不對稱時，則傾向私下募集負債。然而，另一個用來衡量資訊不對稱的代理變數是公司的固定資產比例，但從實證結果來看，不論在何種情況下，在 10% 的水準下皆不顯著。

### 三、成長機會：

由實證結果發現，在 Model 1 及 Model 2 中，發行公司債相對於銀行的機率，以普通股東權益的市值比(MBR)來衡量公司的成長機會時，都是呈負向的，顯示當公司的成長機會愈高時，偏向銀行借款，但在 10% 的水準下並未達顯著水準。另一個代理變數資本支出比率(CAP)，不論 Model 1 及 Model 2，發行公司債相

對於銀行的機率以及其它私下負債的機率都呈顯著正相關，顯示當公司成長機會愈高時，公司選擇發行公司債籌資的機率愈高。此結果並不支持本研究假說三，其可能的解釋為，當公司具有成長機會時，銀行的嚴密監督可能造成公司的投資計劃受到阻礙，故公司轉而發行公司債向投資大眾來募集其所需的資金。

#### 四、公司的信用品質：

從 Model 1 可發現，在獲利能力中，發行公司債相對於使用銀行借款及非銀行私下借款的機率顯著為正。亦即獲利能力愈高的公司，愈可能使用發行公司債來融資。此外，不論是 Model 1 或 Model 2，非銀行私下借款相對於銀行借款的機率都是顯著為負，表示獲利能力高的公司，或是償債能力愈好的公司，愈不可能使用非銀行私下借款融資。由上所述可發現，信用品質最佳的公司，發行公司債融資，而信用品質次佳的公司使用銀行借款融資，信用品質最差的公司，才使用非銀行私下借款融資。此結果支持本研究假說四，亦和 Denis 與 Mihov (2002) 的結果一致。

表 4-4 Multinomial Logit Regressions 之實證結果  
Model 1

自變數	公司債 Vs. 銀行借款	其它私下借款 Vs.銀行借款	公司債 Vs. 其它私下借款
Intercept	-8.984*** (0.000)	2.032 (0.244)	-11.016*** (0.000)
LEV	-5.662*** (0.000)	-15.130*** (0.000)	9.468*** (0.000)
SIZE	0.439*** (0.000)	-0.055 (0.597)	0.495*** (0.000)
FAR	0.476 (0.483)	0.289 (0.669)	0.187 (0.827)
MBR	-0.008 (0.295)	-0.007 (0.739)	-7.020 (0.975)
CAP	4.753*** (0.000)	1.127 (0.485)	3.627* (0.048)
ROA	3.153* (0.037)	-9.510*** (0.000)	12.662*** (0.000)
IO	0.002 (0.803)	-0.022** (0.013)	0.024** (0.028)
Pseudo R <sup>2</sup>	0.360		

Model 2

自變數	公司債 Vs. 銀行借款	其它私下借款 Vs.銀行 借款	公司債 Vs. 其它私下借款
Intercept	-8.311*** (0.000)	2.609 (0.118)	-10.920*** (0.000)
LEV	-6.312*** (0.000)	-15.162*** (0.000)	8.850*** (0.000)
SIZE	0.425*** (0.000)	-0.083 (0.408)	0.508*** (0.000)
FAR	-0.030 (0.964)	0.887 (0.175)	-0.918 (0.256)
MBR	-0.002 (0.759)	-0.037 (0.333)	0.035 (0.368)
CAP	5.773*** (0.000)	-1.947 (0.223)	7.720*** (0.000)
CIO	-0.003* (0.052)	-0.005*** (0.005)	0.002 (0.315)
IO	0.004 (0.619)	-0.033*** (0.000)	0.037*** (0.001)
Pseudo R <sup>2</sup>	0.344		

<sup>a</sup>LEV：公司之負債比率；SIZE：LN(資產總額)；FAR：固定資產之比例；CAP；資本支出比例；MBR：普通股權益之市值比；COI：利息保障倍數；IO：內部人持股比率。

<sup>b</sup>\*\*\*：表示達1%的顯著水準；\*\*表示達5%的顯著水準；\*表示達10%的顯著水準。

<sup>c</sup>括弧中的數值為p值。

## 五、管理者持股比例：

從兩個模型中可發現，在內部人持股比例(IO)中，發行公司債相對於銀行借款的機率為正，但都不顯著，表示無法支持管理者持股比例的高低會影響其選擇發行公司債或向銀行借款。但公司債相對於非銀行私下借款的機率顯著為正，非銀行私下借款相對於銀行的機率則顯著為負，這些結果皆顯示，當公司管理者的持股比例愈高時，愈不可能選擇非銀行私下借款融資。

## 伍、研究結論

本研究主要是採增額法探討當公司有資金需求而需舉債時，影響管理當局選擇其舉債模式之因素。本研究將影響管理當局選擇舉債模式之因素分為發行成本、資訊不對稱、代理問題與代理成本、再協商和清算的效率及管理者持股比例等五部分，分別探討各因素對管理當局選擇舉債模式之影響。茲將本研究之實證結果歸納如下。

### 一、發行成本與舉債模式間選擇的關係

本研究認為，在本國的金融環境與相關法令的規定下，發行成本並非公司選擇舉債模式時之主要考慮因素。雖然近幾年來，各企業藉由直接金融管道籌集資金日益盛行，但公司向銀行借款通常彈性較大、協商程度也較高。故當企業需要資金時，仍選擇銀行借款為其主要的負債融資管道。而在三類的舉債模式中，非銀行私下借款的融通金額是最小的，顯示當公司有特殊資金需求時，才會採用的舉債模式。

### 二、資訊不對稱與舉債模式間選擇的關係

根據實證結果，本研究發現，資訊不對稱程度確實會影響公司對舉債模式的選擇。當公司規模愈大時，其相關資訊愈透明，資訊不對稱程度相對也較低，債權人的投資意願較高，公司也較能募集到其所需的資金，且從資本市場獲得資金

又可避免來自私下募集負債債權人監督的壓力。故資訊不對稱程度較低的公司，使用發行公司債籌措其所需的資金。由於銀行借款的債權人比公司債的投資大眾有資訊上的優勢，且對公司特有、專業性資訊的揭露，銀行借款的貸款人比債券市場的投資者較容易明瞭並接受，故資訊不對稱程度高的公司，轉而向銀行借款。但銀行借款的債權人為保障其債權，通常會設定一定的審查標準，故資訊不對稱程度最高的公司，可能無法順利從銀行借得其所需要的資金，因而此類公司只好選擇以非銀行私下借款來籌措其所需的資金。

### 三、代理問題與舉債模式間選擇的關係

公司成長機會愈高時，愈容易產生資產替代與投資不足的負債代理問題。當以資本支出比例來衡量公司的成長機會時，本研究發現成長機會亦會影響公司舉債模式的選擇。只是此結果卻和本研究假說三的預期相反，因為實證結果發現當公司成長機會愈高時，愈可能發行公司債。吾人推測當公司具有高成長機會時，銀行債權人嚴密監督的壓力及非銀行私下借款的借款期限較短且無法提供足夠的資金給公司等因素，可能使得公司的投資計劃受到阻礙，故公司轉而發行公司債向投資大眾募集其所需的資金。

### 四、再協議與清算之效率與舉債模式間選擇的關係

本研究發現，信用品質最佳的公司，選擇發行公司債來融資，而信用品質次之的公司，使用銀行借款融資，信用品質最差的公司，才使用非銀行私下借款融資。由於我國現行法令為保障投資者，對於公司發行公司債有一定的發行資格及條件。故未達到條件的公司，無法發行公司債來籌資，轉而向銀行借款。而銀行在從事放款時，為保障其債權，會對公司的財務狀況進行評估，通常訂有一定的標準。故信用品質最差的公司，無法發行公司債，也無法通過銀行嚴苛的審查，所以非銀行私下借款成為信用品質不佳公司資金來源的主要管道。

### 五、管理者的持股比例與舉債模間選擇的關係

經本研究的實證結果發現，管理者持股比例的高低並不會影響公司選擇公開發行負債或向銀行借款，但當管理者持股比例愈高時，愈不可能選擇以非銀行私下借款融資。探究其原因可能由於非銀行私下借款是信用品質不佳的公司在無法發行公司債融資亦無法向銀行借款時，所採取的資金融通管道。當管理者持股比例愈高，管理者的財富與公司經營狀況的關聯性愈高，其利益與全體股東的利益愈能趨於一致，故愈不用高成本之非銀行私下借款方式來融資。

### 參考文獻

1. 吳崑地 (1999), 「成長機會與資訊不對稱對公司私下募集負債的影響」, 朝陽科技大學企業管理系研究所未出版碩士論文。
2. 陳瑞斌 (1998), 「公司特性與負債政策之關聯性研究」, 彰化師範大學商業教育學系研究所未出版碩士論文。
3. 陳姿廷(2001), 「股權結構對公司公開舉債與銀行借款影響之研究」, 政治大學財務管理研究所碩士論文。
4. 黃于珊 (1998), 「我國企業舉債模式與公司特質關係之研究」, 中央大學財務管理研究所未出版碩士論文。
5. Akerlof, G. (1970), "The Marker for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics* 89,488-500.
6. Barclay, Michael J. and Clifford W. Smith, Jr. (1995), "The Maturity Structure of Corporate Debt", *Journal of Finance* 50, 609-631.
7. Berlin, M. and J. Loyes (1988), "Bond Covenants and Delegated Monitoring", *Journal of Finance* 43, 397-412.
8. Bhattacharya S. and G. Chiesa (1995), "Proprietary Information, Financial Intermediation, and Research Incentives", *Journal of Financial Intermediation* 4, 328-357.
9. Blackwell, D.W. and D.S. Kidwell (1988), "An Investigation Cost Differences between Public Sales and Private Placements of Debt", *Journal of Financial Economics* 22, 253-278.
10. Boyd, J. and E.C. Prescott (1986), "Financial Intermediary-Coalitions", *Journal of Economics Theory* 38, 211-232.
11. Chemmanur, T. and P. Fulghieri (1994), "Reputation, Renegotiation, and the Choice Between Bank Loans and Publicly Traded Debt", *Review of Financial Studies* 7, 475-506.
12. Datta, S., M. I.-Datta and A. Patel (2000), "Some Evidence on the Uniqueness of Initial Public Debt Offerings", *Journal of Finance* 55, 715-743.
13. Denis, D. J. and V. T. Mihov (2002), "The Choice among Bank Debt, Non-bank Private Debt and Public Debt: Evidence from New Corporate Borrowings", *Journal of Financial Economics*, (Forthcoming).
14. Diamond, D. W. (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies* 51, 393-414.
15. Diamond, D.W. (1991), "Monitoring and Reputation: The Choice between

- Bank Loans and Directly Place Debt", *Journal of Political Economy* 99, 689-721.
16. Ellsworth, Richard R. (1980), "Corporate Strategy and Capital Structure Policy", A Descriptive Study. P h. D dissertation , Harvard University.
  17. Fama, E. (1985), "What' s Different About Banks?", *Journal of Monetary Economics* 15, 29-39.
  18. Gertner, R. and D. Scharfstein (1991), "A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law", *Journal of Finance* 46, 1189-1222.
  19. Green, W. H. (1997), *Econometric Analysis* 3<sup>rd</sup> Edition, Prentice-Hall International, Inc., 912-920.
  20. Guedes, J. and T. Opler (1996), "The Determinants of the Maturity of Corporate Debt Issues", *Journal of Finance* 51, 1809-1833.
  21. Houston, J. and C. James (1996), "Bank Information Monopolies and the Mix of Private and Public Debt Claims", *Journal of Finance* 51, 1863-1889.
  22. Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
  23. Johnson, S. A. (1997), "An Empirical Analysis of the Determinants of the Corporate Debt Ownership Structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32, 47-69.
  24. Jung, K., Kim, Y. C. and R. Stulz (1995), "Timing, Investment Opportunities, Managerial Discretion, and the Security Issue Decision", *Journal of Financial Economics* 42, 159-185.
  25. Leland, H. E. and D. H. Pyle (1977), "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance* 32, 371-387.
  26. Myers, S. C. (1977), "The Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics* 20, 147-175.
  27. Myers, S. C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance* 39, 575-592.
  28. Rajan, R. (1992), "Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arm' s- Length Debt", *Journal of Finance* 47, 1367-1400.
  29. Ramakrishnan, R. and Thakor, A. (1984), "Information Reliability and A Theory of Financial Intermediation", *Review of Economic Studies* 51, 415-432.
  30. Smith, C., (1977) "Alternative Methods for Raising Capital : Rights versus under written Offerings ", *Journal of Financial Economics*, Dec, pp.273-307.
  31. Smith, C. and Warner, J. (1979) "Bankruptcy, Secured Debt and Optimal Capital : Comments", *Journal of Finance*, Mar, pp.247-252.
  32. Schmidt, P. and R. P. Strauss (1975<sup>a</sup>), "The Prediction of Occupation Using Multiple Logit Models", *International Economic Review* 16, 471-486.