

# 公司治理、資本支出決策與公司價值

## Corporate Governance, Capital Expenditure Decision and Firm Value

王育偉<sup>1</sup> Yu-Wei Wang  
元培科技大學應用財務管理系

鄭揚耀<sup>2</sup> Lee-Young Cheng  
國立中正大學財務金融學系

<sup>1</sup>Department of Applied Finance, Yuanpei University and <sup>2</sup>Department of Finance,  
National Chung Cheng University

(Received April 28, 2010; Final Version October 6, 2011)

**摘要：**本研究以追蹤資料探討民國 92 年至 96 年台灣上市公司當季資本支出比率，實證結果發現台灣上市公司資本支出比率存在季節效果。再者，本研究討論不同公司治理機制對於投資決策的影響，實證結果發現未聘任獨立董事、機構法人持股比率較低的公司，會因代理問題造成經理人制訂出和投資機會相反的投资決策。此外，本研究也發現過度投資的公司會導致公司績效較差，而且未聘任獨立董事、經理人持股比率較低、機構法人持股比率較低的公司，經理人容易產生過度投資的情形。最後，本研究發現董事長兼任總經理、聘任獨立董事、家族企業、董事會規模越大、董事持股比率、機構法人持股比率越多的公司，這些公司會因為監督機制較為完備或代理問題較低，故制訂出的資本支出計畫能創造出更多公司價值。

**關鍵詞：**資本支出、投資機會、公司治理、過度投資

**Abstract:** This study used panel data from 2003 to 2007 to investigate the quarterly capital expenditure ratios of the listed companies in Taiwan. The empirical results proved that seasonal effects did exist in the capital expenditure ratios of the listed companies in Taiwan. This study also discussed the effect of corporate governance mechanisms on investment strategies. The empirical results showed that the companies with either no independent board directors or relatively low

institutional investor shareholdings could experience agency problems, leading to managers proposing opposite investment strategies to investment opportunities. This study also discovered that excessive investment leads to inferior firm performance, and insufficient investment leads to superior firm performance. The companies with no independent board directors, relatively low manager shareholdings, and relatively low institutional investor shareholdings could result in excessive investment. This study further discovered that the companies possessing the characteristics of a chairman of the board as the general manager, independent board directors, family business, larger board, high director shareholdings and high institutional investor shareholdings can propose superior capital expenditure strategies to create more corporate value due to relatively comprehensive supervisory mechanisms and fewer agency problems.

**Keywords:** Capital Expenditure, Investment Opportunity, Corporate Governance, Over Investment

## 1. 緒論

過去，資本支出的研究多在探討資本支出是否具有資訊內涵，而被討論最多之議題乃是資本支出宣告是否可以增加公司價值。許多的研究發現資本支出宣告能提升公司價值或股價報酬率 (Blose and Shieh, 1997; McConnell and Muscarella, 1985)。而學者們所秉持的原因，乃是假設經理人為了追求股東價值極大化，其會選擇淨現值大於零的投資計畫，因此公司宣告資本支出計畫意味著公司價值提升，然而最近研究卻顯示經理人從事太多的投資計畫產生較多的代理問題，因此這些過度的資本支出計畫不僅沒有提升公司價值，反而造成公司價值的減損 (Arslan, 2008; Fu, 2010; Harford, 1999; Titman, 2004)。

Taggart (1987) 認為典型的資本預算決策，會由各部門經理提出投資計畫，再由董事會審核並分配投資預算。然而，經理人為避免被刪減預算，其通常會誇大投資計畫金額，導致多數的投資計畫沒有達到應有的效益。本質上，經理人的資本支出決策應該配合公司未來的成長性，才能創造更多的股東財富。Blose and Shieh (1997) 認為當 Tobin's Q 大於 1 時，意味著市場價值大於重置成本，此時經理人能用較低成本來支應投資計畫，故經理人應增加資本支出計畫，相反的，當 Tobin's Q 小於 1 時，則經理人應減少投資計畫或出售資產來增加股東財富。一些研究針對這樣的議題來討論經理人投資的時機。Chung *et al.* (1998) 研究發現當公司面對較高的投資機會，經理人宣告資本支出，則股價有正的異常報酬，相反的，當公司面對較低投資機會，經理人從事資本支出宣告會有負的異常報酬，Morgado and Pindado (2003) 認為經理人所制訂的投資計畫應隨著所面對投資機會來做調整，面對較高的投資機會，經理人應該增加資本支出藉以