

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士論文

融資限制、公司內部治理機制

對現金增資後續績效之影響

**Financial constraints, Corporate governance,
and SEO performance**

指導教授：詹家昌 博士

研究生：魏慈吟 撰

中華民國 100 年 7 月

摘要

過去文獻探討現金增資宣告後對公司績效的影響，大多認為現金增資的公司在增資發行後其長期股價報酬較未發行新股的公司相對表現較差。若公司面臨融資限制，沒有其他管道能夠取得融通投資所需的資金，只能以發行新股的方式來籌措資金，以理性投資人的角度觀察，可預期此項投資在未來有很大的機會將會帶給公司較高的利潤，才會使用現金增資來籌措所需的資金。本文以現金增資樣本依照融資限制程度及公司治理面作分類，探討此兩構面所構成之交互作用對於現金增資後續績效之影響。研究發現，若公司融資限制程度較高，但公司治理機制較差，進行現金增資後所得之資金運用容易產生代理問題，現金增資後續績效相對較差；若公司融資限制程度高但公司治理機制較好，進而進行現金增資來籌措資金以支應公司投資專案，顯示未來可能有可獲利性之投資機會，現金增資後續表現則相對較佳。在公司融資限制低時則無一致的結果。另外，本文亦指出在融資限制高且公司治理較好的情況下，現金增資宣告時對於盈餘管理較積極以吸引投資人的資金，盈餘管理幅度較大，以傳遞公司私有資訊，進而影響現金增資後續績效表現，使其表現相對較佳。

關鍵字：融資限制、公司治理、現金增資、盈餘管理

Abstract

Several recent studies document that seasoned equity issuers experience poor long-run stock performance compared to matched non-issuers. If the firm is financially constrained, and there is no other way to use the proceeds for investment purposes, the only way is to issue the equity. We could infer that these issuers with specific plans to use the proceeds for investment purposes are signaling profitable investment opportunities. The purpose of this paper is to compare the influence of financial constraint and corporate governance on post-SEO performance of publicly traded Taiwan firms in the 1997-2006 periods. First, we find that post-SEO performance of financially constrained firms with poor corporate governance is worse because of the agency problems. Another, the post-SEO performance of financially constrained firms with good corporate governance is better. We find little significant evidence of underperformance that firms with financial unconstrained regardless of their corporate governance. Further, our results indicate that firms with financially constrained and good corporate governance really manage the accruals to increase booking value of firms to attract the investors and convey the good news, so that the post-SEO performance is better.

Keywords : Financial Constraint, Corporate Governance, Seasoned Equity Offering (SEO), Earning Management

目錄

摘要	I
Abstract.....	II
壹、 緒論.....	1
貳、 文獻回顧.....	4
一、 公司發行新股後續績效表現	4
二、 融資限制與發行新股(SEO).....	5
三、 公司治理與發行新股(SEO).....	6
四、 盈餘管理與發行新股(SEO).....	6
參、 研究方法	8
一、 樣本選取.....	8
二、 配對公司	8
三、 融資限制之衡量.....	9
四、 公司治理之衡量.....	9
五、 實證模型與變數.....	10
肆、 實證結果與分析.....	14
一、 現金增資特性及敘述統計	14
二、 現金增資後一年績效表現.....	15
三、 現金增資前後之長期營運績效.....	18
四、 融資限制、公司治理及盈餘管理之關聯性	26
五、 穩健性分析 (Robustness test).....	28
伍、 結論.....	31
參考文獻.....	32

表目錄

《表一》 現金增資樣本特性	15
《表二》 區分融資限制下之敘述統計量	16
《表三》 現金增資後一年累積異常報酬率與配對公司之比較分析	20
《表四》 產業調整後之營運績效	24
《表五》 融資限制與公司治理下對現金增資當期盈餘管理幅度的影響 — 以現金股利率(payout ratio)做分類	27
《表六》 融資限制與公司治理下對現金增資當期盈餘管理幅度的影響	29
— 以上市年數(age)做分類	29

壹、緒論

金融市場日漸開放，公司在市場上籌資的方式有很多種，包括向銀行貸款、發行公司債及現金增資等方法，邱正仁、周庭楷與翁嘉伶(2004)以台灣上市公司為樣本，發現其上市後回到資本市場募集資金的次數頻繁，在 1991 年至 2000 年間初次掛牌交易的公司中，有超過半數的公司會在上市後九個月內辦理首次現金增資，而大約有 73% 的公司會在上市後三年內完成現金增資，即大部分的上市公司以現金增資的方式來籌措公司所需資金。過去文獻對於公司之所以進行現金增資的動機包含發行公司藉著其股價被高估的機會來發行新股或是提高市場上股票的流通性等(Asquith and Mullins(1986); Masulis and Korwar(1986)); DeAngelo, DeAngelo and Whited(2010)在研究中認為公司進行現金增資最主要的原因為滿足近期對現金的需求，其次以市場擇時理論(Market timing)及生命週期(Life-cycle)來解釋公司現金增資之原因，推論管理當局會在時機好時進行現金增資，亦或是公司在成長階段，會透過現金增資來籌措資金。

過去文獻探討宣告現金增資後對公司績效的影響，大多一致認為現金增資的公司，在增資發行後其長期股價報酬較未發行新股的公司相對表現較差。Loughran and Ritter(1995)在研究中探討 1970 年至 1990 年間公司上市後績效不佳的問題，公司在上市後五年之平均每年股價報酬為 7%，而相對應之市值相近的配對公司平均每年股價報酬為 15%，Loughran and Ritter(1997)針對現金增資樣本為研究對象，研究發現，在控制了成長率之後，現金增資公司發行新股後的長期營運績效顯著地比配對公司來得差，主要原因為發行公司藉著其股價被高估的機會來發行新股，當市場認知到股票被高估後會逐漸向下修正其股價，使得公司進行現金增資之後續績效表現較無現金增資的配對公司差，並提到此結果與 Loughran and Ritter(1995)以新上市公司為樣本的結果相似。夏侯欣榮(2000)探討國內上市公司進行現金增資是否有長期績效較差的情況，從盈餘操弄的觀點來解釋現金增資後續績效之變化，發現公司在發行新股時，會利用操弄應計項目來影響帳面盈餘，

現金增資後此現象會迴轉，因而造成營運績效變差的情況。Myers and Majluf(1984)指出公司與資本市場的資訊不對稱會使得公司向外融資的成本過高，導致公司管理當局放棄淨現值大於零的投資機會；Fazzari, Hubbard and Peterson(1988)(以下簡稱 FHP (1988))在研究中提到，即使公司有淨現值大於零之投資計畫，也會苦於公司內部資金不足，而投資時必須倚賴外在融資資金的情況；因為資訊不對稱，市場上的投資者無法辨認該公司投資品質的好壞，導致外部資金成本高於內部資金成本，公司無法獲得充足的資金進行投資，因而產生融資限制的情況。

若一家公司在內部資金不足、外部融資成本高的情況下，即沒有其他管道能夠取得融通投資所需的資金，只能以發行新股的方式來籌措資金，以理性投資人的角度來觀察，公司即使外部融資成本高(融資限制程度高)，仍願意發行股票籌措資金來進行新的投資計畫，可預期此項投資在未來有很大的機會將會帶給公司很高的利潤，才會使用現金增資來籌措投資所需的資金。但就 Spiess and Affleck-Graves(1995)及 Loughran and Ritter(1997)這幾位學者對於現金增資後長期績效之研究，研究指出現金增資後長期績效有衰退的現象，而此情形在小規模、成立時間短之公司更為嚴重，公司規模較小的進行現金增資後的績效相對於規模大的公司其績效下降幅度較大，而上述這些公司特性通常將之歸類於融資限制程度較高的群組，即融資限制程度高的公司進行現金增資後，其長期績效表現較差。本文延續過去學者對於現金增資後續績效之研究，以現金增資樣本依照融資限制程度及公司治理面作分類，探討此兩構面所構成之交互作用對於現金增資後續績效之影響。倘若公司融資限制程度較高，但公司治理較差，進行現金增資後所得之資金運用容易產生代理問題，推測現金增資後續績效較差；若公司融資限制程度高但公司內部治理機制較好，進而進行現金增資來籌措資金以支應公司投資專案，顯示未來可能有可獲利性之投資機會，預期現金增資後續表現會較佳；融資限制程度低的公司進行現金增資，其現金增資後續績效之影響則視其增資目的而定。

本研究使用 175 個現金增資樣本，研究期間為 1997 年至 2006 年，針對現金

增資後短期累積異常報酬(CAR)與長期營運績效的變化來分析，發現在融資限制程度較高的情況下，公司內部治理機制較好的公司進行現金增資後，其績效表現優於只考慮融資限制(而不考慮公司治理時)時；在融資限制程度高且公司治理較差時，現金增資後短期市場並無給予顯著且負向的異常評價，但長期而言，在此構面下，其績效表現有相對較差的情況。而在融資限制程度低時,不管公司內部治理機制好壞，皆無一致的結果。

本研究之架構編排如下，第壹節為緒論，第貳節為文獻探討，第參節為研究樣本及研究方法，第肆節為實證結果與分析，第伍節為結論。

貳、 文獻回顧

本文旨在研究國內上市公司辦理現金增資(SEO)時，是否因為公司本身有無面臨融資限制與公司內部治理機制兩個面向所產生之交互效果來探討現金增資後續績效表現。因此，本章分別就融資限制與公司內部治理機制對於現金增資後續績效的影響做相關文獻回顧與探討。

一、 公司發行新股後續績效表現

Loughran and Ritter(1997)以及 Spiess and Affleck-Graves(1995)在探討公司進行現金增資後會較配對公司有較差的股價報酬，Loughran and Ritter(1995)利用買進持有期間報酬(BHAR)、橫斷面時間序列迴歸以及三因子模型等方法，探討1970年至1990年間公司上市後績效不佳的問題，公司在上市後五年之平均每年股價報酬為7%，而相對應之市值相近的配對公司平均每年股價報酬為15%。之後，Loughran and Ritter(1997)針對現金增資樣本為研究對象，研究發現，在控制了成長率之後，現金增資公司發行新股後的長期營運績效顯著地比配對公司來得差，主要原因為發行公司藉著其股價被高估的機會來發行新股，當市場認知到股票被高估後會逐漸向下修正其股價，使得公司進行現金增資之後續績效表現較無現金增資的配對公司差。Spiess and Affleck-Graves(1995)則以現金增資後五年間之累積異常報酬與配對公司相比較，研究結果也發現公司在現金增資後一年間較配對公司有顯著正的股價報酬，而在之後績效表現則較配對公司差。

近幾年探討現金增資後續績效的文獻，也依不同的面向作研究，如 Autore, Bray and Peterson(2009)探討公司利用現金增資的方式來籌措資金，有三種可能的資金用途，分別為投資目的、再資本化(公司進行現金增資所籌措之資金，用來支付公司債務)以及一般公司目的，在三位學者的研究中指出，公司進行現金增資之資金用途若為再資本化及一般公司目的，現金增資後三年間的營運績效會顯著地大幅下降，而若發行公司使用募集而得的資金作公司投資用途，預期可能有可獲利性之投資機會，此篇結果顯示若為投資目的，營運績效下降的情況不顯

著。王克陸、黃思瑋及陳建偉(2006)使用台灣上市公司為樣本，發現現金增資前後資產營業報酬率有下降的情況，且下降幅度頗為顯著且逐年擴大；其研究指出，現金增資前之自由現金流量，對營業報酬率有非常顯著的影響，自由現金流量對資產的比例越高，績效下降的程度也越大。

二、 融資限制與發行新股(SEO)

然而，公司進行現金增資所籌措之資金用途若為投資目的，也很難保證公司欲進行之投資專案為淨現值大於零之投資，FHP (1988)在研究中提到，公司與資本市場間資訊不對稱的問題，使得公司向外部融資的成本提高，可能導致管理當局放棄一些較好的投資機會，即使公司有淨現值大於零之投資計畫，也會苦於公司內部資金不足，而投資時必須倚賴外在融資資金的情況；因為資訊不對稱，市場上的投資者無法辨認該公司投資品質的好壞，進而產生「檸檬問題」(Lemons Problem)，導致外部資金成本高於內部資金成本，使公司無法獲得充足的資金進行投資，有融資限制的情形。Mayer and Sussman(2003)對美國較大型投資案的融資來源進行分析時，發現大部分資金來源來自舉債與保留盈餘，使用權益融資的公司較少。劉維琪、劉玉珍(1989)則以國內上市公司作融資順位理論之實證研究，發現國內上市公司籌措資金方式以內部資金為優先選擇，其次為舉債，最後才會選擇發行新股。根據 Myers and Majluf(1984)提出的融資順位理論(Pecking Order Theory)，使用公司內部資金的成本較使用負債、權益融資的成本低，而負債融資有稅盾效果，使得權益融資的成本較負債融資高；融資限制程度高的公司若有淨現值大於零之投資計畫，卻苦於外在資金成本太高，倘若使用權益融資來支應短期資金需求，可預期此項投資在未來有很大的機會將會帶給公司很高的利潤，才會使用現金增資來籌措投資所需的資金。但就 Spiess and Affleck-Graves(1995)及 Loughran and Ritter(1997)這幾位學者對於現金增資後長期績效之研究，研究指出現金增資後長期價格績效有衰退的現象，而此情形在小規模、成立時間短之公司更為嚴重，公司規模較小的進行現金增資後的績效下降幅度也比公司規模大的多，而上述這些公司特性通常將之歸類於融資限制程度較

高的這個群組，即融資限制程度高的公司進行現金增資後，其長期績效表現較差。

三、 公司治理與發行新股(SEO)

Kim and Purnanandam(2011)針對在 1982 年至 2006 年間有現金增資的公司進行研究，認為即使公司成長機會高，若公司內部治理機制較差，投資人會對其現金增資目的感到懷疑，使得現金增資後股價受到影響，當公司以外部融資的方式來籌措投資專案所需的資金，公司內部治理機制的好壞會影響市場上投資人對此現金增資事件的觀點，進而影響外部融資的成本；公司治理較好的公司，投資人對其現金增資之資金用途的信賴度會提高，在這個情況下，公司外部融資的成本會降低，較容易籌措所需資金，而現金增資後市場給予的評價也會較高。研究中也指出，若公司治理機制較差，投資人會對其現金增資目的感到懷疑，公司進行現金增資的成本會提高約 7.4% 至 9.2%，可見現金增資後，市場對於治理不佳的公司給予較差的評價。

四、 盈餘管理與發行新股(SEO)

現金增資後續績效下降的原因在過去文獻中有很多不同的探討，盈餘管理則是其中一個原因之一，Teoh, Welch and Wong(1998)延續Loughran and Ritter(1997)現金增資後續績效表現較未進行現金增資的公司差之研究，檢視現金增資公司是否會透過會計數字的操縱，在現金增資前積極盈餘管理，使得投資人對發行公司之前景過度樂觀；其研究採用修正後的Jones Model，針對現金增資宣告日後三年的股價報酬率下滑進行相關研究，現金增資公司在增資當期與前一期會提高裁決性應計項目積極盈餘管理，增資後因裁決性應計項目發生迴轉而造成營運績效衰退之現象，結果發現短期裁決性應計項目可用來說明長期股價報酬率下滑的原因。根據Guay, Kothari and Watts(1996)、Sankar(1999)、Healy and Wahlen(1999)將盈餘管理分為資訊性盈餘管理(Informative earnings management)與投機性盈餘管理(Opportunistic earnings management)兩類，資訊性盈餘管理行為的目的是公

司管理當局向外部投資人傳遞其營運活動中正面的內部資訊；投機性盈餘管理則是管理階層隱匿不佳經營績效或其不利行為資訊的方法。許永聲、劉政淮(2005)提及，目前所衡量的盈餘管理是一資訊性及投機性的盈餘管理組合，除非已知公司之真實盈餘，否則將其明確的劃分是不可能的。過去文獻探討現金增資與盈餘管理兩者之關聯性，大部份的研究指出現金增資後續營運績效下降是因為現金增資前進行投機性的盈餘管理，使得財報數字真實性降低，而後盈餘迴轉造成營運績效下降。在Ching, Firth and Rui(2002)的研究中，認為公司董事會的組成及品質對盈餘管理的品質有很大的關係；董事會規模對盈餘管理幅度的有正向且顯著的影響，即董事會規模越大(公司治理越差)，越有可能在現金增資前後進行投機性盈餘管理，使得財報數字的真實性越低。

而陳錦村、葉雅薰(2002)探討公司盈餘操縱的動機，其中之一為外部融資需求之強度，公司於經營或改組過程中，常藉由鼓勵投資人購買股票或債券，而籌集相當龐大的外部資金，將之投資於高獲利的計畫。就資訊性盈餘管理而言，Healy and Palepu(1993)認為成長機會較高的公司，管理階層會有較多的私有資訊，因此利用盈餘管理的方式傳遞私有資訊的機會較大。本研究探討融資限制與公司內部治理機制兩者之交互作用對於現金增資後續績效的影響，在現金增資前進行盈餘管理的可能性是否因為欲吸引外來資金挹注而提高以傳遞公司私有資訊。

參、研究方法

一、 樣本選取

本篇現金增資的樣本取自台灣經濟新報資料庫(TEJ)，由於 TEJ 資料庫自 1996 年開始提供公司治理相關數據，因此本研究以 1997 年至 2006 年共十年間之曆年制且在這段期間有進行現金增資之上市公司為樣本，財務資料期間則為 1996 年至 2009 年。現金增資樣本須符合以下條件：(1)剔除被列為管理股票者(TSE 產業代碼：80)；(2)金融、保險業(TSE 產業代碼：17)由於性質特殊，財務資料與一般產業不同，所以也將其排除於觀察樣本之外；(3)為普通股之上市公司；(4)至今上市未滿一年之樣本也予以排除；(5)能在 TEJ 資料庫中計算本文所需要之財務資料(包含衡量融資限制與公司治理之代理變數等所需資料)與股價資料；符合前述選樣標準的現金增資公司樣本數共 175 筆。

Denis and Sarin(2001)探討盈餘宣告現金增資後五年間公司股價反應之研究提到，為了計算現金增資後續績效，將樣本期間內重複現金增資的樣本刪除，也就是說，本篇在計算現金增資後三年的績效時，該現金增資樣本在事件日後三年間，只會有一次現金增資的事件，如果有重複發行的情況，須予以刪除。

二、 配對公司

為了衡量現金增資後長期績效，我們須針對每一個現金增資公司找到一個與其相似的配對公司，且因本研究分析發行新股後三年間的長期績效表現，此配對公司至少在五年間沒有發行新股及沒有下市的情況。本研究選用配對公司的方法則參考 Spiess and Affleck-Graves(1995)的配對方法，選擇與此現金增資公司同產業且市值相近的配對公司，配對方式為：以上市公司產業分類為標準，將所有同產業的上市公司前一年年底的市值加以排序，選擇與現金增資公司發行新股前一年之市值最相近的為配對公司。Spiess and Affleck-Graves(1995)針對現金增資公司現金增資後的績效進行研究，研究指出在現金增資公司發行新股時，會使公司

市值增加，所以在選擇配對公司時，會選擇市值較現金增資公司大的，若該樣本是產業中市值最大的，則選擇市值第二大的為配對公司。

三、 融資限制之衡量

融資限制的衡量參考 FHP(1988)融資限制之分類，利用現金股利率將樣本公司分為兩類，由於本篇財務資料期間共十三年，取三分之二研究期間內公司現金股利率小於 10%者做為融資限制之分類標準；即在公司樣本期間內，若有八年以上資料期間現金股利率小於 10%者，將此類公司列為高融資限制樣本，其餘則列為低融資限制樣本。另外，在分類融資限制樣本時，為避免公司家數過少而有失代表性，因而將資料期間內公司樣本未滿五家之樣本刪除。

四、 公司治理之衡量

過去對於公司治理之衡量，國外多數關於公司治理之研究多採用 Gompers, Ishii, and Metrick(2003)所發展出的 GIM index。國內則大多使用董事持股比例、最大股東成員擔任董監事席位比率、現金流量權、控制權與現金流量權之偏離幅度、董事會規模等監督機制作為公司內部治理機制之衡量(如：Yeh, Lee and Woidtke(2001)，李馨蘋、莊宗憲(2007)，金成隆、林美鳳及梁嘉紋(2008))。本研究參考葉銀華、李存修、柯承恩(2002)三位學者所編著之<公司治理與評等系統>，將用以衡量台灣上市公司公司治理的變數分為五個構面、十七項變數，本研究參考此分類方法，選擇兩個構面，三項變數來衡量公司治理。

1. 董(監)事組成：

最大股東成員擔任監事席位比率與公司績效呈負相關，當最大股東正面誘因效果越強，則會以專業性來考量公司選用之監察人是否勝任，進而降低其成員擔任公司監察人席位比率，以提升公司績效。

2. 股權結構：

Yeh(2005), Yeh and Woitdke(2005)這幾位學者提到，現金流量權是衡量最大股東是否有正向誘因的良好指標，且最大股東現金流量權與公司績效呈正相關，當最終控制者(最大股東)持有越多現金流量權，越與公司利益趨於一致，會更努力經營公司，提升公司價值。

最大股東投票權偏離現金流量權的幅度與公司績效呈負相關，葉銀華等(2002)指出，不管是在世界 27 個國家、東亞九國或西歐十三國的研究，皆發現有許多上市公司的控制股東透過金字塔結構、交叉持股與參與管理等方式，達到對上市公司的控制，Claessens, Djankov and Lang(2000)在東亞國家公司治理的研究中發現，當投票權偏離現金流量權的幅度越大，則控制股東越有動機侵占與傷害小股東的財富，使得公司價值下降。也就是說，當控制股東有越多的控制力(即有越多的投票權)，越有能力侵占與移轉公司的資源；若其有較少的現金流量權，則降低了控制股東的正向誘因，故兩者的差距(即控制權與現金流量權之偏離程度)常被用來衡量侵占效果使得公司價值下降的可能性。

五、 實證模型與變數

本研究考慮融資限制與公司治理機制兩個面向所產生之交互效果來探討現金增資後續績效表現。

1. 累積異常報酬率(Cumulative abnormal return, CARs)

參考 Spiess and Affleck-Graves(1995)及夏侯欣榮(2000)年的方法，以累積異常報酬率(Cumulative abnormal return, CARs)衡量現金增資樣本增資後一年間之累積異常報酬率與配對公司的差異。首先先計算現金增資後一年間的平均月異常報酬(Average monthly abnormal return, AR_t)，計算方式如下：

$$AR_t = \left(\frac{1}{n_t} \right) \sum_{i=1}^{n_t} (R_{seo,it} - R_{comp,it}),$$

其中， $R_{seo,it}$ 為現金增資樣本 i 在宣告當月 t 時之月報酬， $R_{comp,it}$ 為相對應之配對公司 i 在同個月份 t 時之月報酬， n 為樣本個數；而加總第一個月至第 t 個月之平均月異常報酬(AR_t)即為累積異常報酬率(CAR_{mt})之計算方式。

2. 現金增資後營運績效之衡量

本研究使用兩種衡量營運績效的方式來探討融資限制與公司治理機制兩面向產生之交互效果所影響現金增資之長期績效表現，分別參考 Loughran and Ritter(1997)及 Autore, Bray and Peterson(2009)的方法，以產業調整後之營業利益(Operating income)及純益率(Profit margin)來衡量現金增資宣告前後四年之營運績效。產業調整後之營業利益(Operating income scaled by sales)之計算方式為該年各現金增資公司的 EBIT 與同產業 EBIT 中位數之差額，除以現金增資樣本之營業收入淨額(sales)，產業調整後之純益率計算方式為該年各現金增資公司的(淨利加上非常項目)與同產業(淨利加非常項目)中位數之差額，除以現金增資公司之營業收入淨額(sales)。兩項衡量方式皆已經產業調整，即現金增資樣本在現金增資當年度之營運績效平減產業營運績效之中位數，產業的分類依照證券交易所產業分類代碼。

3. 融資限制、公司治理及盈餘管理之關聯性

(1) 盈餘管理之衡量－裁決性應計項目之估計

過去文獻(如：Cornett, Marcus and Tehranian(2008)，Teoh et al.(1998a,b))對於盈餘管理的研究傾向使用裁決性應計項目(Discretionary current accruals, DCA)來衡量盈餘管理。在估計裁決性應計項目時，由於非裁決性應計項目(Nondiscretionary current accruals, NDCA)較無人為操縱因素，因此過去文獻大多先估計非裁決性應計項目，再以總應計項目與非裁決性應計項目的差異來估計裁決性應計項目。

本文參考 Teoh et al.(1998a,b)使用橫斷面修正式 Jones 模型(Cross-sectional adaptation of the modified Jones model)進行裁決性應計項目之估計。首先，以最小平方方法(Ordinary least squares regression)進行下列迴歸式之估計：

$$\frac{TAC_{jt}}{TA_{j,t-1}} = \alpha_0 \left(\frac{1}{TA_{j,t-1}} \right) + \alpha_1 \left(\frac{\Delta SALES_{jt}}{TA_{j,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{PPE_{jt}}{TA_{j,t-1}} \right) + \varepsilon_{jt}, \quad (1)$$

其中， TAC_{jt} 為同產業(依證期會股票代碼)中之 j 公司於第 t 年之總應計金額 (Total current accruals)， $TA_{j,t-1}$ 為該公司之期初總資產， $\Delta SALES_{jt}$ 則代表公司在第 t 年銷貨收入淨額之變動數， PPE_{jt} 為 j 公司在第 t 年之折舊性資產總額(含折舊性資產之重估增值)， ε_{jt} 代表殘差項。之後，以上式利用各產業所求得之估計係數 $\hat{\alpha}_0$ 、 $\hat{\alpha}_1$ 、 $\hat{\alpha}_2$ ，計算該公司之非裁決性應計項目(NDCA)：

$$NDCA_{it} = \hat{\alpha}_0 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \hat{\alpha}_1 \left(\frac{\Delta SALES_{it} - \Delta A / R_{it}}{TA_{i,t-1}} \right) + \hat{\alpha}_2 \left(\frac{PPE_{it}}{TA_{i,t-1}} \right), \quad (2)$$

其中， $\Delta A / R_{it}$ 為現金增資 i 公司在第 t 年應收帳款及票據淨額之變動，最後，再以 $\frac{TAC_{it}}{TA_{i,t-1}}$ 減去 $NDCA_{it}$ ，即求得現金增資公司 i 在第 t 年之裁決性應計項目 (DCA)。

(2) 融資限制、公司治理與盈餘管理

然而在本研究探討融資限制與公司內部治理機制兩者之交互作用對於現金增資長期績效的影響，在現金增資前進行盈餘管理的可能性是否因為欲吸引外來資金挹注而提高以傳遞公司私有資訊。針對此問題，本文參考 Ching, Firth and Rui (2002)，以現金增資公司在現金增資當年之裁決性應計項目為依變數，衡量在融資限制與公司內部治理機制所構成之不同構面下，對現金增資當年盈餘管理幅度的影響，進而反映現金增資後續績效。而在控制其餘變數後，若盈餘管理幅度越大且現金增資後續績效相對較佳，則公司偏向進行資訊性盈餘管理，即公司在現金增資前，欲吸引外來資金而提高盈餘，以傳遞未來有淨現值大於零之投資計劃

的訊息。此處依照融資限制程度高低兩種情況，分別為以同樣的迴歸式表示。實證模型如(3)式所示：

$$\begin{aligned} DCA_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \times Governance_{i,t-1} + \alpha_2 \times (\text{Cash} / \text{Total assets}) \\ & + \alpha_3 \times (\text{Debt} / \text{Total assets}) + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (3)$$

(3)式中， $Governance_{i,t-1}$ 分別代入與本文衡量公司內部機制之三個公司治理變數，即最大股東成員擔任監察人席位比率(Sup)、現金流量權(Ownership)及控制權與現金流量權偏離幅度(Diff)這三項數值。其餘控制變數部分則參考 Dechow, Sloan and Sweeney(1995)及 DeAngelo et al. (1994)，加入現金占總資產(Cash/ Total assets)，負債比率(Debt/ Total assets)兩個控制變數於迴歸式中。

肆、實證結果與分析

本文首先透過現金增資樣本特性及敘述統計量，依公司本身融資限制程度高低來分類，探討在不同融資限制程度下，公司內部治理機制與融資限制之交互作用所形成之特性。接著從表三開始，探討此兩構面對現金增資後短期股價報酬與長期營運績效之影響，表五及表六則加入了裁決性應計項目來衡量現金公司在宣告當期盈餘管理的幅度，是否會因為欲吸引外來資金而提高帳面盈餘以傳遞公司私有資訊，使得現金增資後績效受到影響。

一、現金增資特性及敘述統計

本文以研究期間1997至2006年間有進行現金增資且具完整財務資料的上市公司為研究對象，樣本數共175筆。表一分別依照年度描述公司進行現金增資之概況，在這段期間，公司在1997年和1998年進行現金增資的樣本比例較高，與蕭小芬(2003)研究現金增資樣本之特性相同，其研究指出，在1997年樣本數較多是因為政府1998年實施兩稅合一政策，所以上市公司為了節省稅賦而紛紛實行現金增資的策略。1998年後進行現金增資之家數較少，平均每年現金增資規模約為1,605,011千元。

從表二由融資限制程度作區分下之敘述統計量可知本文現金增資樣本之公司特性。Panel A為本文融資限制之分類；Panel B則為控制變數，包含現金占總資產之比例(Cash / Total assets)；公司負債比例(Debt/ Total assets)，由現金占總資產之比例來看，融資限制程度高的公司所持有的現金較少，而負債比例也比較高。Panel C為現金增資公司在不同融資限制程度下，公司內部治理機制之差異；由表中數據來看，無論是在高融資限制或低融資限制程度下，以最大股東擔任監察人席位比率(Sup)來衡量公司治理機制，在本研究之175個樣本中，此比率約占50%以上(中位數50%)，可知台灣上市公司的最大股東普遍擔任監察人，此與葉銀華等(2002)研究台灣上市公司治理特性相似。而在Panel D中則考慮了現金增

《表一》現金增資樣本特性

本文以研究期間1997至2006年間有進行現金增資且具完整財務資料的上市公司為研究對象，樣本資料取自台灣經濟新報資料庫，樣本數共175筆。平均發行規模(Mean offer proceeds)計算方式為該次現金增資股價乘上現金增資發行股數，現金增資平均相對規模(Mean SEO relative size) 計算方式為現金增資發行股數除以發行前流通在外股數。

年度	SEOs數	樣本比例(%)	平均發行規模 (千元)	平均相對規模 (%)
1997	65	37.14	1,710,105	24.50
1998	38	21.71	2,049,687	21.83
1999	14	8.00	3,133,751	19.46
2000	7	4.00	1,269,557	23.57
2001	1	0.57	1,336,000	45.85
2002	12	6.86	1,460,328	14.15
2003	6	3.43	338,813	29.07
2004	9	5.14	2,748,542	16.23
2005	9	5.14	732,789	14.91
2006	14	8.00	1,270,537	17.97
Total	175	100.00%	1,605,011	22.75%

資當期盈餘管理的幅度，以裁決性應計項目(DCA)作為盈餘管理之代理變數，在高融資限制之下，現金增資當期盈餘管理的幅度都較低融資限制的樣本高，顯示其在現金增資當期進行盈餘操縱的可能性提高，可能使得現金增資後續績效表現較差。

二、 現金增資後一年績效表現

公司現金增資後的績效表現，是否因為面臨融資限制程度高低，及公司本身治理機制的好壞而有異常的績效表現，是本研究所要探討的。本文以累積異常報酬率(CAR)衡量短期績效，另外，以營運績效衡量現金增資前後長期績效表現。如表三所示，分為三個部份探討 1997 年至 2006 年現金增資樣本在宣告後一年間累積異常報酬率與配對公司之差異。Panel A 為比較現金增資後一年間累積異常報酬率與配對公司之差異；Panel B 則依公司面臨融資限制程度之高低分為兩組，探討現金增資後短期股價報酬是否有異常的表現；Panel C 除了考慮融資限制之外，也加入了公司內部治理機制的好壞，探討這兩面向之交互效果對現金

《表二》區分融資限制下之敘述統計量

本文以研究期間 1997 至 2006 年間有進行現金增資且具完整財務資料的上市公司為研究對象，樣本數共 175 筆。Panel A 為融資限制之分類，參考 FHP(1988)以現金股利發放率(payout ratio)為衡量標準，分為融資限制程度高、低兩類；以及參考沈中華、王健安(2000)，以上市年數(age)的平均數為是否面臨融資限制之判斷標準，現金增資樣本上市年數若高於平均數，融資限制程度較低，反之，則融資限制程度較高。Panel B 為公司基本特性之敘述統計，(Cash/Total assets)為現金占總資產之比例；(Debt/Total assets)為公司負債比例。Panel C 為融資限制之下，衡量公司內部治理機制之特性，包含最大股東成員擔任監察人席位比率(Sup)、現金流量權(Ownership)、控制權與現金流量權偏離幅度(Diff)來衡量公司內部治理機制之好壞。Panel D 為現金增資當期裁決性應計項目作為盈餘管理之代理變數，DCA 為當期之裁決性應計項目；absDCA 為 DCA 取絕對值，衡量盈餘管理的幅度。

Panel A: 融資限制之分類

	高融資限制			低融資限制		
	Obs.	Mean	Med.	Obs.	Mean	Med.
Payout ratio(%)	83	6.541	0.176	92	38.178	28.389
age	45	9	9	130	22	18

Panel B: 公司基本特性

	高融資限制			低融資限制		
	Obs.	Mean	Med.	Obs.	Mean	Med.
Cash/Total assets	83	0.075	0.047	92	0.091	0.058
debt/Total assets	83	0.478	0.477	92	0.459	0.482

Panel C: 融資限制下，公司內部治理機制之特性

	高融資限制			低融資限制		
	Obs.	Mean	Med.	Obs.	Mean	Med.
Sup	83	0.562	0.500	92	0.509	0.500
Ownership	83	0.214	0.172	92	0.247	0.225
Diff	83	0.042	0.010	92	0.055	0.016

Panel D: 融資限制下，衡量盈餘管理代理變數之特性

	高融資限制			低融資限制		
	Obs.	Mean	Med.	Obs.	Mean	Med.
DCA	83	0.046	0.036	92	0.018	-0.000
absDCA	83	0.113	0.077	92	0.098	0.058

增資後續績效之影響。

表三 Panel A 顯示現金增資公司在宣告後三個月內其異常報酬會顯著高於配對公司。而現金增資後兩年之累積異常報酬率(CAR_{m13-24})則有下降的趨勢，這與過去文獻對於現金增資宣告後，短期會有正向異常報酬；長期而言，股價報酬較配對公司為差的結果一致，如：Loderer, Sheehan and Kadlec (1991)及 Spiess and Affleck-Graves(1995)，陳安琳、黎萬琳及陳振遠(2001)。

此外，表三Panel B則考慮了公司是否面臨融資限制，融資限制的衡量參考

FHP(1988)，利用現金股利率將樣本公司依融資限制程度分為高低兩類。雖然結果無法在統計上達到顯著，我們由Panel B數據可以發現融資限制程度較高的公司進行現金增資，短期內市場報酬較高，表示公司進行現金增資以籌措資金進行淨現值大於零的投資專案，卻受限於融資限制，市場上對融資成本較高的公司進行現金增資持有較樂觀的看法。薛明賢(2007)探討企業處於不同生命週期對於現金增資宣告後之影響，研究中指出台灣企業由於大部分處於成長期，而在市場上看好成長期企業未來發展潛力下，會給予這些企業較正面的評價。所以位於成長期的企業於現金增資時的宣告效果較高。

我們針對融資限制程度高的公司進行現金增資後是否因為公司本身治理機制的好壞而有異常的表現作探討，倘若公司融資限制程度較高，但公司治理較差，進行現金增資後所得之資金運用容易產生代理問題，推測現金增資後續績效較差；若公司融資限制程度高但公司內部治理機制較好，進而利用現金增資來籌措資金以支應公司投資專案，顯示未來可能有可獲利性之投資機會，預期現金增資後續表現會較佳。表三在 Panel C 的部分，除了考慮融資限制程度的高低之外，也加入公司本身內部治理機制之好壞，衡量公司治理之代理變數參考根據葉銀華等(2002)，分別加入最大股東成員擔任監事席位比率(Sup)、現金流量權(Ownership)及控制權與現金流量權之偏離程度(Diff)，以上述三項代理變數的值是否高於或低於中位數來判斷衡量公司內部治理機制的好壞；將樣本依各公司治理變數的值依照高到低排列，以中位數來衡量公司治理機制之好壞，若最大股東成員擔任監事席位比率及控制權與現金流量權之偏離程度這兩個值高於中位數，公司治理機制較差，反之，低於中位數，公司治理機制較佳；若現金流量權的值高於中位數，公司治理機制較佳，反之，則較差。我們由 Panel C 可發現，若公司融資限制程度高但公司內部治理機制較好，而使用現金增資來籌措資金以支應公司投資專案，顯示未來可能有可獲利性之投資機會，除了現金流量權這項代理變數結果不顯著之外，使用另外兩個公司治理代理變數來衡量，可發現現金增資公司在宣告後一年間的累積異常報酬率也顯著優於相對應之配對公司。而在

融資限制程度較高，且公司治理較差的情況下，進行現金增資後所得之資金運用容易產生代理問題，預期現金增資後續績效較差，以現金增資後第二年之累積異常報酬率(CAR_{m13-24})來衡量長期股價表現，可發現現金增資後長期股價報酬較配對公司為差，但仍未達到統計上之顯著水準。另外，在融資限制程度低的情況下，則無發現一致的結果。

三、 現金增資前後之長期營運績效

Autore, Bray and Peterson(2009)在其研究中探討現金增資籌資目的對現金增資前後長期績效的影響，研究發現現金增資後營運績效有逐年下降的現象。而在 Loughran and Ritter(1997)探討現金增資前後營運績效表現的研究中，也發現在現金增資前績效較配對公司佳，但現金增資後績效下降幅度較大的情況。本文在這一部分參考上述學者的研究方法，以產業調整後之營運績效衡量現金增資前後長期績效表現，探討現金增資前後是否因為公司本身融資限制程度的高低及內部治理機制的好壞而有異常的績效表現。依照兩種營運績效之衡量方式，分為 Panel A 及 Panel B。Panel A 營運績效的計算方式為該年各現金增資公司的 EBIT 與同產業 EBIT 中位數之差額，除以現金增資公司之營業收入淨額(sales)；Panel B 之營運績效計算方式為該年各現金增資公司的(淨利加上非常項目)與同產業(淨利加上非常項目)中位數之差額，除以現金增資公司之營業收入淨額(sales)。

首先，若依照現金增資樣本本身融資限制程度的高低，分為兩組檢視其現金增資前後營運績效，在表四中，不論 Panel A 或 Panel B 皆可發現若公司融資限制程度較高，而使用現金增資的方式來籌措資金，宣告前後四年的營運績效較融資限制低的樣本為差，此與 Spiess and Affleck-Graves(1995)研究現金增資公司增資後長期價格表現之結果相似，研究中指出現金增資後長期價格績效有衰退的現象，此情形在小規模、成立時間短之公司更為嚴重，Loughran and Ritter(1997)也在研究中指出公司規模較小的進行現金增資後的績效下降幅度比公司規模大的多，即間接顯示融資限制程度高的公司進行現金增資後，其長期績效表現較差。

由前面敘述可知，在融資限制程度高時，現金增資後續績效較差；倘若考慮了公司內部治理機制是否可以改善這個情況？Kim and Purnanandam(2011)針對在 1982 年至 2006 年間有現金增資的公司進行研究，認為即使公司成長機會高，若公司內部治理機制較差，投資人會對其現金增資目的感到懷疑，使得現金增資後股價受到影響；公司治理較好的公司，投資人對其現金增資之資金用途的信賴度會提高，在這個情況下，公司外部融資的成本會降低，較容易籌措所需資金，而現金增資後市場給予的評價也會較高。本文接下來便考慮融資限制與公司內部治理機制之交互效果對現金增資前後績效之影響，若公司融資限制程度高但公司內部治理機制較好，進而進行現金增資來籌措資金以支應公司投資專案，顯示未來可能有可獲利性之投資機會，預期現金增資後續表現會較佳。由表四的 Panel A 及 Panel B 可以發現，在融資限制程度較高的情形下，若公司內部治理機制較佳，其現金增資前後績效與只考慮融資限制下之現金增資後營運績效相比會相對較好。如 Panel A 中以最大股東成員擔任監察人席位比率(sup)來衡量公司治理機制，在融資限制程度高且公司治理機制較佳的情形下，其現金增資前後(-1 到+1 期)之營運績效(-0.009)較只考慮融資限制高(-0.028)時相對較佳；若使用其他公司治理代理變數來衡量，無論是在 Panel A 或是 Panel B，在融資限制程度高且公司治理較佳時，普遍來說都有其現金增資後續績效相對較佳的情形。

而在融資限制程度較高，公司內部治理機制較差的情況下，進行現金增資後所得之資金運用易產生代理問題，現金增資後續績效較差。由表四的 Panel A 及 Panel B 可以發現，在融資限制程度較高的情形下，若公司內部治理機制較差，拿此面向與只考慮融資限制程度下之現金增資後續營運績效相比相對較差。如 Panel A 中以現金流量權(Ownership)來衡量公司治理機制，在融資限制程度高且公司治理機制較差的情形下，其現金增資前後(-1 到+3 期)之營運績效(-0.083)較只看融資限制高(-0.070)時，營運績效顯著有相對較差的情形；若使用其他公司治理代理變數來衡量，無論是在 Panel A 或是 Panel B，在融資限制程度高且公司

《表三》現金增資後一年累積異常報酬率與配對公司之比較分析

此表為現金增資公司現金增資後一年累積異常報酬率(CAR)與配對公司的比較分析，研究期間從1997年至2006年，樣本數共175筆。配對方式為尋找與SEO公司同產業及市值(size)相近的標準(Industry-and-size-matched)所選出的配對公司來做比較。Panel A為現金增資後一年間，現金增資樣本與相對應之配對公司累積異常報酬率之比較，Panel B則考慮了公司本身是否有融資限制的情況，分為融資限制程度高及融資限制程度低兩種來做比較，Panel C則同時考慮了樣本本身融資限制與公司內部治理機制的情況，以四個構面來做比較分析。融資限制的衡量參考FHP(1988)融資限制之分類，利用現金股利率將樣本分為融資限制高、低兩類。公司治理方面，參考葉銀華、李存修、柯承恩(2002)，選擇最大股東成員擔任監察人席位比率、現金流量權、控制權與現金流量權偏離幅度來衡量公司內部治理機制之好壞。CAR_{mt}(%)為現金增資後第t個月樣本之平均累積報酬率，以成對母體平均數差異性檢定求得t值，*、**、***分別表示達10%、5%與1%顯著水準。

Panel A：現金增資後一年，現金增資樣本與配對公司累積異常報酬率(CAR)之分析

	CAR _{m1}	CAR _{m2}	CAR _{m3}	CAR _{m4}	CAR _{m5}	CAR _{m6}	CAR _{m7}	CAR _{m8}	CAR _{m9}	CAR _{m10}	CAR _{m11}	CAR _{m12}	CAR _{m13-24}
SEO	3.306	2.366	2.503	1.674	3.393	4.471	4.333	5.764	7.309	7.421	7.232	4.710	-12.577
配對公司	-0.479	-1.879	-2.013	-3.111	-1.096	-1.001	-1.472	-0.918	1.435	2.563	1.793	0.959	-6.586
差異	3.785	4.245	4.516	4.785	4.489	5.472	5.805	6.682	5.874	4.858	5.439	3.751	-5.991
t 值	2.18**	1.93*	1.70*	1.56	1.34	1.38	1.38	1.52	1.27	1.09	1.19	0.79	-1.18

Panel B：考慮融資限制下，現金增資樣本與配對公司累積異常報酬率(CAR)之分析

(1)融資限制程度高 N=83

SEO	2.693	1.375	2.008	2.604	4.773	4.467	3.575	3.387	4.082	3.860	0.931	-2.665	-18.813
配對公司	-1.008	-2.466	-2.286	-2.231	-1.278	-2.053	-3.675	-4.760	-3.634	-4.081	-7.498	-9.833	-21.424
差異	3.701	3.841	4.294	4.835	6.051	6.520	7.250	8.147	7.716	7.941	8.429	7.168	2.611
t 值	1.50	1.11	1.09	1.07	1.25	1.13	1.14	1.22	1.15	1.26	1.28	1.03	0.35

(2)融資限制程度低 N=92

SEO	3.859	3.260	2.949	0.836	2.148	4.474	5.017	7.907	10.221	10.634	12.916	11.363	-6.952
配對公司	-0.309	-0.316	-0.616	-1.378	-0.793	1.593	2.298	3.105	3.187	4.585	3.516	3.504	-0.957
差異	4.168	3.576	3.565	2.214	2.941	2.881	2.719	4.802	7.034	6.049	9.400	7.859	-5.995
t 值	2.32**	1.59	1.55	0.80	0.92	0.77	0.63	1.05	1.51	1.19	1.77*	1.36	-0.95

表三—Continued

Panel C：考慮融資限制及公司內部治理機制之下，現金增資樣本與配對公司累積異常報酬率(CAR)之分析

(一)最大股東成員擔任監察人席位比率

	CARm1	CARm2	CARm3	CARm4	CARm5	CARm6	CARm7	CARm8	CARm9	CARm10	CARm11	CARm12	CAR m13-24
(1)融資限制程度高且公司治理較佳 ¹ N=23													
SEO	5.763	2.084	4.441	4.346	10.459	10.197	11.738	14.855	13.624	11.623	7.586	8.874	-31.333
配對公司	-0.551	2.484	0.040	-0.454	0.517	1.383	-3.902	-2.305	-5.703	-8.600	-13.381	-18.062	-28.970
差異	6.314	-0.400	4.401	4.800	9.942	8.814	15.640	17.160	19.327	20.223	20.967	26.936	-2.363
t 值	1.52	-0.06	0.59	0.60	1.40	1.13	1.79*	1.67	1.81*	2.02*	2.08**	2.38**	-0.21
(2)融資限制程度高且公司治理較差 N=60													
SEO	1.516	1.103	1.076	1.936	2.594	2.271	0.446	-1.008	0.424	0.884	-1.620	-7.088	-14.013
配對公司	-0.587	-3.123	-3.598	-4.164	-3.476	-5.709	-7.326	-8.477	-6.204	-8.840	-12.656	-14.306	-13.568
差異	2.103	4.226	4.674	6.100	6.070	7.980	7.772	7.469	6.628	9.724	11.036	7.218	-0.445
t 值	0.66	1.07	1.04	1.18	1.02	1.20	1.03	0.94	0.78	1.16	1.29	0.78	-0.05
(3)融資限制程度低且公司治理較佳 N=38													
SEO	1.688	-0.249	-1.169	-2.112	-2.889	-3.120	-0.496	1.470	7.036	9.332	11.542	11.453	-10.842
配對公司	-0.997	-2.688	-1.284	-4.725	-4.630	-3.102	-4.485	-3.082	1.506	3.844	1.754	-1.100	-1.557
差異	2.685	2.439	0.115	2.613	1.741	-0.018	3.989	4.552	5.530	5.488	9.788	12.553	-9.285
t 值	1.10	0.88	0.04	0.80	0.42	-0.00	0.71	0.76	0.99	0.83	1.37	1.59	-1.00
(4)融資限制程度低且公司治理較差 N=54													
SEO	5.387	6.039	5.532	3.058	6.396	9.695	8.799	12.716	12.120	11.560	14.130	11.559	-4.318
配對公司	0.664	0.233	-0.274	-1.608	3.980	6.623	6.996	9.428	7.583	5.951	6.678	6.202	4.041
差異	4.723	5.806	5.806	4.666	2.416	3.072	1.803	3.288	4.537	5.609	7.452	5.357	-8.359
t 值	1.85*	1.60	1.33	0.99	0.51	0.64	0.33	0.54	0.74	0.85	1.11	0.78	-0.98

¹根據葉銀華、李存修、柯承恩(2002)，最大股東成員擔任監事席位比率與公司績效呈負相關，當最大股東正面誘因效果越強，則會以專業性來考量公司選用之監察人是否勝任，進而降低其成員擔任公司監察人席位比率，以提升公司績效。將樣本依最大股東成員擔任監事席位比率之高低排列，以中位數來衡量公司治理機制之好壞，若高於中位數，公司治理機制較差，反之，低於中位數，公司治理機制較佳。

Panel C—Continued

(二)現金流量權

	CARm1	CARm2	CARm3	CARm4	CARm5	CARm6	CARm7	CARm8	CARm9	CARm10	CARm11	CARm12	CAR m13-24
(1)融資限制程度高且公司治理較佳 ² N=30													
SEO	-1.841	-1.494	0.179	-1.080	-0.953	1.488	0.907	1.527	4.672	5.815	0.052	-3.332	-26.960
配對公司	-4.092	-7.586	-6.325	-10.500	-7.721	-4.513	-6.268	-9.683	-6.996	-10.630	-15.147	-17.354	-26.376
差異	2.251	6.092	6.504	9.420	6.768	6.001	7.175	11.210	11.668	16.445	15.199	14.022	-0.584
t 值	0.56	1.17	1.11	1.65	0.92	0.69	0.80	1.17	1.26	1.67	1.31	1.23	-0.06
(2)融資限制程度高且公司治理較差 N=53													
SEO	5.259	2.999	3.044	4.689	8.014	6.153	5.085	4.440	3.747	2.753	1.429	-2.287	-14.201
配對公司	3.932	5.677	5.685	8.173	11.465	9.662	7.998	6.521	10.575	6.081	2.806	-1.826	-12.889
差異	1.327	-2.678	-2.641	-3.484	-3.451	-3.509	-2.913	-2.081	-6.828	-3.328	-1.377	-0.461	-1.312
t 值	0.35	-0.61	-0.48	-0.53	-0.44	-0.43	-0.37	-0.25	-0.75	-0.42	-0.18	-0.05	-0.18
(3)融資限制程度低且公司治理較佳 N=41													
SEO	3.131	2.605	2.456	-0.645	0.979	4.561	3.387	7.094	10.777	10.877	12.615	12.519	-11.432
配對公司	0.729	3.028	1.265	0.597	2.391	6.607	4.313	5.473	7.992	8.594	7.705	9.436	-10.307
差異	2.402	-0.423	1.191	-1.242	-1.412	-2.046	-0.926	1.621	2.785	2.283	4.910	3.083	-1.125
t 值	0.94	-0.13	0.32	-0.26	-0.30	-0.41	-0.17	0.29	0.46	0.35	0.69	0.41	-0.13
(4)融資限制程度低且公司治理較差 N=51													
SEO	4.444	3.787	3.346	2.026	3.088	4.404	6.327	8.561	9.774	10.439	13.158	10.434	-3.350
配對公司	-0.912	-2.256	-0.490	-0.180	1.663	-0.368	2.126	1.604	2.869	6.052	4.794	1.861	8.838
差異	5.356	6.043	3.836	2.206	1.425	4.772	4.201	6.957	6.905	4.387	8.364	8.573	-12.188
t 值	1.99*	2.06**	0.94	0.48	0.32	0.91	0.71	0.99	1.02	0.65	1.14	1.10	-1.29

² 根據葉銀華、李存修、柯承恩(2002)，現金流量權是衡量最大股東是否有正向誘因的良好指標，且最大股東現金流量權與公司績效呈正相關，當最終控制者(最大股東)持有越多現金流量權，越與公司利益趨於一致，會更努力經營公司，提升公司價值。將樣本依現金流量權之高低排列，以中位數來衡量公司治理機制之好壞，若高於中位數，公司治理機制較佳，反之，低於中位數，公司治理機制較差。

Panel C—Continued

(三)控制權與現金流量權偏離幅度

	CARm1	CARm2	CARm3	CARm4	CARm5	CARm6	CARm7	CARm8	CARm9	CARm10	CARm11	CARm12	CAR m13-24
(1)融資限制程度高且公司治理較佳 ³ N=47													
SEO	6.056	9.238	11.780	12.548	14.768	15.405	15.376	14.916	13.263	11.155	8.513	3.498	-22.771
配對公司	-0.747	0.826	0.591	1.834	1.430	0.722	-0.524	1.782	2.061	-2.532	-5.787	-7.687	-22.768
差異	6.803	8.412	11.189	10.714	13.338	14.683	15.900	13.134	11.202	13.687	14.300	11.185	-0.003
t 值	1.93*	2.30**	2.29**	1.87*	2.22**	2.11**	2.23**	1.59	1.31	1.64	1.68	1.33	-0.00
(2)融資限制程度高且公司治理較差 N=36													
SEO	-1.698	-8.890	-10.749	-10.378	-8.276	-9.813	-11.831	-11.664	-7.905	-5.663	-8.967	-10.710	-13.645
配對公司	-2.279	-7.268	-7.517	-6.295	-4.072	-5.794	-10.842	-11.758	-8.409	-8.277	-10.001	-10.886	-9.994
差異	0.581	-1.622	-3.232	-4.083	-4.204	-4.019	-0.989	0.094	0.504	2.614	1.034	0.176	-3.651
t 值	0.24	-0.45	-0.70	-0.69	-0.69	-0.57	-0.13	0.01	0.06	0.33	0.12	0.02	-0.30
(3)融資限制程度低且公司治理較佳 N=43													
SEO	4.276	1.328	0.806	-0.335	-0.335	-0.300	-1.302	0.951	5.126	5.137	6.956	6.457	-11.726
配對公司	0.773	0.515	-1.746	-1.647	-0.353	3.498	2.758	3.133	4.325	4.157	5.227	7.819	-7.260
差異	3.503	0.813	2.552	1.312	0.018	-3.798	-4.060	-2.182	0.801	0.980	1.729	-1.362	-4.466
t 值	1.33	0.30	0.73	0.30	0.00	-0.65	-0.73	-0.39	0.14	0.15	0.24	-0.17	-0.58
(4)融資限制程度低且公司治理較差 N=49													
SEO	3.494	4.956	4.831	1.863	4.327	8.663	10.562	14.012	14.692	15.457	18.146	15.668	-2.763
配對公司	1.827	1.972	2.217	-0.973	-0.492	3.621	5.488	7.832	6.678	8.725	7.934	7.105	11.687
差異	1.667	2.984	2.614	2.836	4.819	5.042	5.074	6.18	8.014	6.732	10.212	8.563	-14.45
t 值	0.55	0.74	0.61	0.65	1.14	0.99	0.96	0.99	1.33	1.08	1.67	1.29	-1.43

³根據葉銀華、李存修、柯承恩(2002)，當控制股東有越多的控制力(即有越多的投票權)，越有能力侵占與移轉公司的資源；若其有較少的現金流量權，則降低了控制股東的正向誘因，故兩者的差距(即控制權與現金流量權之偏離程度)常被用來衡量侵占效果使得公司價值下降的可能性。將樣本依控制權與現金流量權偏離幅度之高低排列，以中位數來衡量公司治理機制之好壞，若高於中位數，公司治理機制較差，反之，低於中位數，公司治理機制較佳。

《表四》產業調整後之營運績效

此表為產業調整後的現金增資前後營運績效。Panel A 營運績效的計算方式為該年各現金增資公司的 EBIT 與同產業 EBIT 中位數之差額，除以現金增資公司之營業收入淨額(sales)，Panel B 之營運績效計算方式為該年各現金增資公司的(淨利加上非常項目)與同產業(淨利加上非常項目)中位數之差額，除以現金增資公司之營業收入淨額(sales)。將現金增資樣本考慮融資限制與公司治理下做分析，融資限制參考 FHP(1988)融資限制之分類，利用現金股利率將樣本分為融資限制高、低兩類。公司治理方面，參考葉銀華、李存修、柯承恩(2002)，選擇最大股東成員擔任監察人席位比率(sup)、現金流量權(ownership)、控制權與現金流量權偏離幅度(diff)來衡量公司內部治理機制之好壞。衡量現金增資前後績效差異以 Wilcoxon signed rank 檢定兩期差異是否顯著異於零；*、**、***分別表示達 10%、5%與 1%顯著水準。

Panel A : Median operating income scaled by sales.

		Fiscal year relative to the year of issuing										Changes	
		Obs.	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	-1to+1	-1 to+3
總樣本													
高融資限制		83	0.003	0.019	0.017	0.001	-0.002	-0.037	-0.052	-0.036	-0.042	-0.028**	-0.070***
低融資限制		92	0.034	0.031	0.035	0.041	0.057	0.047	0.043	0.032	0.034	0.008	-0.003
(一) 最大股東成員擔任監察人席位比率(Sup)													
高融資限制	Sup 高(差)	60	0.006	0.019	0.013	0.013	-0.005	-0.037	-0.050	-0.029	-0.036	-0.065***	-0.051***
	Sup 低(佳)	23	-0.012	0.007	0.021	-0.014	0.008	-0.038	-0.059	-0.101	-0.043	-0.009	-0.088**
低融資限制	Sup 高(差)	57	0.040	0.041	0.042	0.040	0.057	0.054	0.043	0.036	0.044	0.009	0.002
	Sup 低(佳)	35	0.011	0.009	0.018	0.042	0.054	0.025	0.040	0.020	0.019	-0.001	-0.016
(二) 現金流量權(Ownership)													
高融資限制	Ownership 低(差)	50	-0.018	0.016	0.012	-0.011	-0.002	-0.038	-0.035	-0.039	-0.019	-0.017	-0.083**
	Ownership 高(佳)	33	0.024	0.023	0.025	0.013	0.015	-0.032	-0.068	-0.032	-0.043	-0.062**	-0.054***
低融資限制	Ownership 低(差)	51	0.037	0.040	0.044	0.043	0.057	0.046	0.043	0.048	0.039	0.009	0.003
	Ownership 高(佳)	41	0.014	0.007	0.024	0.037	0.053	0.055	0.039	0.018	0.027	0.006	-0.019
(三) 控制權與現金流量權之偏離程度(Diff)													
高融資限制	diff 高(差)	36	0.025	0.026	0.027	0.031	0.006	-0.043	-0.064	-0.034	-0.043	-0.078***	-0.090***
	diff 低(佳)	47	-0.008	0.005	0.002	-0.003	-0.008	-0.030	-0.036	-0.038	-0.029	0.010	-0.026**
低融資限制	diff 高(差)	48	0.035	0.038	0.032	0.040	0.061	0.049	0.047	0.049	0.042	0.009	0.010
	diff 低(佳)	44	0.023	0.023	0.036	0.041	0.053	0.046	0.028	0.018	0.021	0.006	-0.016*

表四—Continued

		Fiscal year relative to the year of issuing										Changes	
		Obs.	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	-1to+1	-1 to+3
總樣本													
高融資限制		83	0.006	0.010	0.017	0.001	-0.005	-0.028	-0.052	-0.045	-0.043	-0.028**	-0.062***
低融資限制		92	0.027	0.030	0.026	0.038	0.045	0.038	0.027	0.026	0.020	0.005	-0.011*
(一) 最大股東成員擔任監察人席位比率(Sup)													
高融資限制	Sup 高(差)	60	0.002	0.010	0.012	0.007	-0.007	-0.031	-0.052	-0.041	-0.037	-0.047***	-0.065***
	Sup 低(佳)	23	0.011	0.012	0.017	-0.008	0.007	-0.011	-0.061	-0.056	-0.059	0.005	-0.047**
低融資限制	Sup 高(差)	57	0.029	0.032	0.026	0.031	0.040	0.038	0.030	0.026	0.026	0.007	-0.002
	Sup 低(佳)	35	0.025	0.025	0.021	0.050	0.048	0.041	0.014	0.027	0.011	0.002	-0.025*
(二) 現金流量權(Ownership)													
高融資限制	Ownership 低(差)	50	-0.003	0.010	0.015	-0.004	-0.009	-0.058	-0.044	-0.045	-0.030	-0.032*	-0.067***
	Ownership 高(佳)	33	0.011	0.011	0.018	0.011	0.009	-0.014	-0.062	-0.042	-0.051	-0.028	-0.044***
低融資限制	Ownership 低(差)	51	0.038	0.034	0.030	0.036	0.045	0.032	0.030	0.036	0.021	0.002	-0.003
	Ownership 高(佳)	41	0.024	0.018	0.020	0.042	0.040	0.047	0.021	0.016	0.010	0.011	-0.031**
(三) 控制權與現金流量權之偏離程度(Diff)													
高融資限制	diff 高(差)	36	-0.001	0.011	0.023	0.009	0.007	-0.058	-0.058	-0.045	-0.036	-0.069***	-0.082***
	diff 低(佳)	47	0.009	0.005	0.009	0.000	-0.008	-0.021	-0.042	-0.036	-0.055	-0.005	-0.047***
低融資限制	diff 高(差)	48	0.030	0.029	0.026	0.038	0.052	0.038	0.035	0.039	0.028	0.003	-0.001
	diff 低(佳)	44	0.025	0.030	0.026	0.038	0.035	0.047	0.015	0.017	0.017	0.010	-0.026**

治理較差時，普遍來說都有其現金增資後續績效相對較差的情況。而在融資限制程度低時，較無顯著且一致的結果。

四、 融資限制、公司治理及盈餘管理之關聯性

現金增資後續績效下降的原因在過去文獻中有很多不同的探討，盈餘管理則是其中一個原因之一。謝文馨（2000）分析 1997 年上市家族企業之董事會組成與各項盈餘管理工具間的關係，結果發現，高持股之家族企業、最大家族占董監席次比較高之家族企業，運用各項盈餘管理工具之程度較高。根據 Guay et al.(1996)、Sankar(1999)、Healy and Wahlen (1999)，將盈餘管理分為資訊性盈餘管理 (Informative earnings management)與投機性盈餘管理(Opportunistic earnings management)兩類，資訊性盈餘管理行為的目的是公司管理當局向外部投資人傳遞其營運活動中正面的內部資訊；投機性盈餘管理則是管理階層隱匿不佳經營績效或其不利行為資訊的方法。過去文獻探討現金增資與盈餘管理兩者之關聯性，大部份的研究指出現金增資後續營運績效下降是因為現金增資前進行投機性的盈餘管理，使得財報數字真實性降低，而後盈餘迴轉造成營運績效下降。在資訊性盈餘管理下，Healy and Palepu(1993)認為成長機會較高的公司，管理階層會有較多的私有資訊，因此利用盈餘管理的方式傳遞私有資訊的機會較大；本研究考慮裁決性應計項目來衡量現金增資宣告當期盈餘管理的幅度，探討在現金增資前進行盈餘管理的可能性是否因為欲吸引外來資金挹注而提高以傳遞公司私有資訊。

在表五的 Panel A 中，衡量各個公司內部治理機制的好壞對於現金增資當期盈餘管理的金額(DCA)皆無顯著影響。在 Panel B 中，參考馬瑜霽(2003)的研究方法，改以裁決性應計項目(DCA)取絕對值後衡量盈餘管理的幅度(absDCA)，由 Panel B 可發現，在公司融資限制程度高下，最大股東成員擔任監察人席位比率(Sup)對盈餘管理幅度(absDCA)的影響為負值且在 10%顯著水準下

《表五》融資限制與公司治理下對現金增資當期盈餘管理幅度的影響

— 以現金股利率(payout ratio)做分類

此表檢視在融資限制與公司內部治理機制兩者之交互作用對於現金增資後續績效的影響，在現金增資當期進行盈餘管理的可能性是否因為欲吸引外來資金而提高以傳遞公司私有資訊。迴歸式為：

$DCA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times Governance_{i,t-1} + \alpha_2 \times (Cash/Total\ assets) + \alpha_3 \times (Debt/Total\ assets) + \varepsilon_i$ 。Panel A 迴歸式依變數為現金增資公司當期之裁決性應計項目(DCA)，用以衡量盈餘管理之金額；Panel B 迴歸式之依變數為DCA取絕對值，用以衡量盈餘管理的幅度。融資限制的衡量則參考F.H.P(1988)，分為融資限制程度高(High)及融資限制程度低(Low)來檢視公司治理機制對於現金增資當期盈餘管理幅度之影響。公司治理變數($Governance_{i,t-1}$)則以前一期最大股東成員擔任監察人席位比率(sup)、現金流量權(ownership)及控制權與現金流量權偏離幅度(diff)來衡量；(Cash/Total assets)為公司現金占總資產的比例；(Debt/Total assets)為負債比率。*、**、***分別表示達10%、5%與1%顯著水準。

Panel A：盈餘管理的金額以裁決性應計項目(DCA)衡量

	Payout ratio					
	(1)		(2)		(3)	
	High	Low	High	Low	High	Low
(1) sup	-0.014	-0.045				
(2) ownership			-0.090	0.165		
(3) diff					0.102	-0.212
Cash/Total assets	-0.480**	-0.099	-0.453**	-0.075	-0.481**	-0.093
Debt/Total assets	0.135	-0.091	0.131	-0.077	0.125	-0.101
constant	-0.010	0.145**	0.002	0.073	-0.017	0.138**
Adj. R-square	0.083	-0.014	0.092	0.005	0.085	-0.005
Obs.	83	92	83	92	83	92

Panel B：盈餘管理幅度以裁決性應計項目(DCA)取絕對值⁴後衡量

	Payout ratio					
	(1)		(2)		(3)	
	High	Low	High	Low	High	Low
(1) sup	-0.058**	-0.036				
(2) ownership			-0.086	0.125		
(3) diff					0.041	-0.246*
Cash/Total assets	0.261*	-0.089	0.306*	-0.071	0.283*	-0.084
Debt/Total assets	0.018	-0.063	-0.003	-0.053	-0.006	-0.071
constant	0.102**	0.175***	0.094**	0.120**	0.077*	0.174***
Adj. R-square	0.064	-0.014	0.029	0.003	0.012	0.019
Obs.	83	92	83	92	83	92

顯著，推測當公司融資限制程度高時，最大股東成員擔任監察人席位比率越大(即公司治理較差)，盈餘管理的幅度越小；而當公司治理較佳時，盈餘管理的幅度較大，即在此構面下，現金增資前越會透過積極盈餘管理傳遞公司內部資訊以吸引投資人投資；而

⁴ 此處參考馬瑜雲(2003)的研究方法，改以裁決性應計項目(DCA)取絕對值後衡量盈餘管理的幅度(absDCA)，並以Pearson相關係數矩陣(本文省略該表)來看，就單變量的相關係數而言，盈餘管理的金額(DCA)與該公司之盈餘管理幅度(absDCA)間為顯著的正相關。亦即平均而言，盈餘管理愈高的公司盈餘品質愈差。

綜合先前表三及表四的結果，當公司融資限制程度高且公司治理較佳，若有淨現值大於零的投資卻苦無資金時，若利用現金增資的方式來籌措資金，在現金增資前較有可能進行盈餘管理吸引投資人投資，此類屬於資訊性盈餘管理，盈餘迴轉的程度較小，即在融資限制程度高且公司治理較佳時，盈餘宣告的目的為傳遞公司私有資訊，現金增資後績效也相對較佳。而在融資限制程度低時，由控制權與現金流量權之偏離幅度(Diff)來衡量公司內部治理機制之好壞，由表五的 Panel B 可發現，偏離幅度越小(公司治理越佳)時，現金增資當期盈餘管理的幅度也會提高，而在此構面下，與先前表三及表四的結果來看，對現金增資後長期營運績效的影響並沒有一致的結果。在加入的控制變數方面，在融資限制高(High)的情況下，持有的現金(Cash/Total assets)越少，盈餘管理幅度越大，此處研究結果為正值，與 Dechow et al. (1995)的研究結果不符。負債比率(Debt/Total assets)高可能導致公司發生財務困難，DeAngelo et al. (1994)就發現財務困難公司其裁決性應計項目與負債比率呈負向關係，顯示負債比率越高，越會為了取得債務協商，而減少盈餘管理之誘因；由表中數據可發現，在融資限制高(High)時，負債比率越高，盈餘管理幅度越小，此處研究結果為負值，與過去文獻結果符合。

五、 穩健性分析 (Robustness test)

沈中華、王健安(2000)以國內上市公司為樣本，探討融資限制對公司投資的影響，並以多個融資限制衡量指標來衡量樣本所面臨融資限制的程度，研究中指出國內大部份投資者喜歡「股票股利」勝於「現金股利」，可能導致與國外文獻認為公司未發放現金股利是為了保留內部現金以因應未來投資所需的看法不同，所以本文以樣本上市年數(Age)的平均數作為是否面臨融資限制之另一判斷標準，現金增資樣本上市年數若高於平均數，融資限制程度較低，反之，則融資限制程度較高。

《表六》 融資限制與公司治理下對現金增資當期盈餘管理幅度的影響

— 以上市年數(age)做分類

此表檢視在融資限制與公司內部治理機制兩者之交互作用對於現金增資後續績效的影響，在現金增資當期進行盈餘管理的可能性是否因為欲吸引外來資金而提高以傳遞公司私有資訊。迴歸式為：

$DCA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times Governance_{i,t-1} + \alpha_2 \times (Cash/Total\ assets) + \alpha_3 \times (Debt/Total\ assets) + \varepsilon_i$ 。Panel A 迴歸式依變數為現金增資公司當期之裁決性應計項目(DCA)，用以衡量盈餘管理之金額；Panel B 迴歸式之依變數為DCA取絕對值，用以衡量盈餘管理的幅度。融資限制的衡量則參考沈中華、王健安(2000)，以上市年數(Age)的平均數為是否面臨融資限制之判斷標準，樣本上市年數若高於平均數，融資限制程度較低，反之，則融資限制程度較高。在融資限制程度下，進而檢視公司治理機制對於現金增資當期盈餘管理幅度之影響。公司治理變數($Governance_{i,t-1}$)則以前一期最大股東成員擔任監察人席位比率(sup)、現金流量權(ownership)及控制權與現金流量權偏離幅度(diff)來衡量；(Cash/Total assets)為公司現金占總資產的比例；(Debt/Total assets)為負債比率。*、**、***分別表示達10%、5%與1%顯著水準。

Panel A：盈餘管理以裁決性應計項目(DCA)衡量

	Age					
	(1)		(2)		(3)	
	High	Low	High	Low	High	Low
(1) sup	0.048	-0.038				
(2) ownership			0.114	0.018		
(3) diff					0.152	-0.127
Cash /Total assets	-0.095	-0.143	-0.085	-0.135	-0.113	-0.134
Debt /Total assets	0.202	0.062	0.254	0.049	0.215	0.048
constant	-0.088	0.042	-0.128	0.021	-0.082	0.032
Adj. R-square	-0.002	0.001	0.008	-0.009	0.002	-0.003
Obs.	45	130	45	130	45	130

Panel B：盈餘品質以裁決性應計項目(DCA)取絕對值後衡量

	Age					
	(1)		(2)		(3)	
	High	Low	High	Low	High	Low
(1) sup	-0.082*	-0.038				
(2) ownership			-0.034	0.067		
(3) diff					0.060	-0.196*
Cash /Total assets	0.353**	-0.082	0.355**	-0.076	0.353**	-0.073
Debt /Total assets	-0.125	-0.012	-0.181*	-0.021	-0.181*	-0.026
constant	0.182***	0.136***	0.187**	0.103***	0.175***	0.129***
Adj. R-square	0.234	-0.002	0.175	-0.011	0.175	0.004
Obs.	45	130	45	130	45	130

利用此一融資限制代理變數，進一步佐證先前表五的研究結果。由表六 Panel A 中，衡量各個公司內部治理機制的好壞對於現金增資當期盈餘管理的金額(DCA)皆無顯著影響，與表五相同。而在 Panel B 中，改以裁決性應計項目(DCA)取絕對值後衡量盈餘管理的幅度(absDCA)，由 Panel B 可發現，在公司融資限制程度高下，最大股東成員擔任監察人席位比率(Sup)對盈餘管理幅度(absDCA)的

影響為負值且在 10% 顯著水準下顯著，推測當公司融資限制程度高時，最大股東成員擔任監察人席位比率越小(即公司治理較佳)，盈餘管理的幅度較大，即在此構面下，現金增資前越會透過積極盈餘管理傳遞公司內部資訊以吸引投資人投資；利用上市年數(Age)衡量融資限制程度，結果與表五相似，顯示當公司融資制程度高且公司治理較佳，若有淨現值大於零的投資卻苦無資金時，若利用現金增資的方式來籌措資金，在現金增資前較有可能進行盈餘管理吸引投資人投資，而此類盈餘宣告的目的為傳遞公司私有資訊，現金增資後續績效也相對較佳。

伍、 結論

過去文獻研究現金增資宣告後對公司績效的影響，大多認為公司在增資發行後其長期股價報酬較未發行新股的公司差。影響現金增資後續績效下降的原因有很多，Kim et al.(2011)探討公司治理對現金增資後續績效之影響，Spiess and Affleck-Graves(1995)及Loughran and Ritter(1997)之研究間接指出融資限制程度高的公司進行現金增資後，其長期績效表現較差。本文以台灣上市公司在 1997 至 2006 年間有進行現金增資者為研究樣本，就公司所面臨之融資限制程度及公司治理機制兩構面所形成之交互作用來探討對現金增資後續績效之影響。

若公司面臨融資限制，沒有其他管道能夠取得融通投資所需的資金，只能以發行新股的方式來籌措資金，以理性投資人的角度觀察，可預期此項投資在未來有很大的機會將會帶給公司較高的利潤，才會使用現金增資來籌措所需的資金。研究結果顯示若公司融資限制程度較高，但公司內部治理機制較差，進行現金增資後所得之資金運用容易產生代理問題，由短期來看，市場給予之評價無一致的結果，但長期而言，現金增資後續績效相對較差；若公司融資限制程度高但公司內部治理機制較好，進而進行現金增資來籌措資金以支應公司投資專案，顯示未來可能有可獲利性之投資機會，以短期來看，市場普遍給予正向評價，長期而言，現金增資後續表現則相對較佳。另外，在融資限制高且公司治理較好的情況下，現金增資宣告時對於盈餘管理較積極以吸引投資人的資金，盈餘管理幅度較大，以傳遞公司私有資訊，進而影響現金增資後續績效表現，使其表現相對較佳。

參考文獻

1. 王克陸、黃思瑋及陳建偉，2006，「現金增資前後營業績效變化與自由現金流量假說」，交大管理學報，第二十六卷，第一期，頁 1-14。
2. 李馨蘋、莊宗憲，2007，「公司治理機制與公司績效之實證研究」，東吳經濟商學學報，第五十七期，頁 1-27。
3. 沈中華、王健安，2000，「融資限制對公司投資的影響」，經濟論文，第二十八卷，第一期，頁 67-95。
4. 林有志、邱炳雲及何韋霆，2009，「盈餘門檻與盈餘管理行為之研究」，會計與財金研究，第二卷，第二期，頁 1-17。
5. 邱正仁、周庭楷及翁嘉伶，2004，「探討上市與增資新股之長期績效—檢測後續權益融資的影響」，財務金融學刊，第十二卷，第二期，頁 1-41。
6. 金成隆、林美鳳及梁嘉紋，2008，「公司治理結構和法人說明會之關連性研究」，管理學報，第二十五卷，第二期，頁 221-243。
7. 夏侯欣榮，2000，「台灣增資新股(SEO)上市後長期績效之整體研究」，管理評論，第十九卷，第二期，頁 1-33。
8. 馬瑜霏，2003，「我國獨立董事與獨立監察人之屬性與盈餘管理之關聯性研究」，國立政治大學會計學系碩士班碩士論文。
9. 許永聲、劉政淮，2005，「盈餘的資訊品質對盈餘管理行為的影響」，管理與系統，第十二卷，第一期，頁 1-22。
10. 陳安琳、黎萬琳及陳振遠，2001，「成長潛力、內部人交易與現金增資之宣告效果」，中國財務學刊，第九卷，第一期，頁 1-25。
11. 陳錦村、葉雅薰，2002，「公司改組、監督機制與盈餘管理之研究」，會計評論，第三十四期，頁 1-29。
12. 葉銀華、李存修及柯承恩，2002，「公司治理與評等系統」，商智文化。
13. 劉維琪、劉玉珍，1989，「融資順位理論之發展與實證」，管理評論，第八卷，頁 7-22。
14. 蕭小芬，2003，「盈餘操弄與股票市場反應關係之研究--以現金增資為例」，國立雲林科技大學財務金融系碩士班碩士論文。
15. 薛明賢，2007，「探討企業生命週期對現金增資宣告之影響」，國立成功大學會計學研究所碩士論文。
16. 謝文馨，1999，「家族企業管治機制與盈餘管理之關聯性研究」，東吳大學會計學系碩士班碩士論文。
17. Asquith, P. and D. W. Mullins, 1986, "Equity Issues and Offering Dilution," *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, No. 1-2, pp. 61-89.

18. Autore, D. M., D. E. Bray, and D. R. Peterson, 2009, "Intended Use of Proceeds and the Long-run Performance of Seasoned Equity Issuers," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15, No. 3, pp. 358-367.
19. Baker, M. and J. Wurgler, 2002, "Market Timing and Capital Structure," *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 1, pp. 1-32.
20. Barber, B. M. and J. D. Lyon, 1997, "Detecting Long-run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics," *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, No. 3, pp. 341-372.
21. Cai, J. and T. Loughran, 1998, "The Performance of Japanese Seasoned Equity Offerings, 1971–1992," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 6, No. 5, pp. 395-425.
22. Chemmanur, T. J., S. He, and G. Hu, 2009, "The Role of Institutional Investors in Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, No. 3, pp. 384-411.
23. Ching, K. M. L., M. Firth, and O. M. Rui, 2002, "Earnings Management, Corporate Governance and the Market Performance of Seasoned Equity Offerings," Working Paper.
24. Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang, 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1-2, pp. 81-112.
25. Cornett, M. M., A. J. Marcus, and H. Tehranian, 2008, "Corporate Governance and Pay-for-performance: The Impact of Earnings Management," *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, No. 2, pp. 357-373.
26. DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. J. Skinner, 1994, "Accounting Choice in Troubled Companies," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, No. 1-2, pp. 113-143.
27. DeAngelo, H., L. DeAngelo, and R. M. Stulz, 2010, "Seasoned Equity Offerings, Market Timing, and the Corporate Lifecycle," *Journal of Financial Economics*, Vol. 95, No. 3, pp. 275-295.
28. Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney, 1995, "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 2, pp. 193-225.
29. Denis, D. J. and A. Sarin, 2001, "Is the Market Surprised by Poor Earnings Realizations Following Seasoned Equity Offerings?," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36, No. 2, pp. 169-193.
30. Dittmar, A. and A. Thakor, 2007, "Why Do Firms Issue Equity?," *The Journal of Finance*, Vol. 62, No. 1, pp. 1-54.
31. Fazzari, S. M., R. G. Hubbard, and B. C. Petersen, 1988, "Financing Constraints and Corporate Investment," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, pp. 141-195.
32. Ferreira, M. A. and P. A. Laux, 2009, "Corporate Boards and SEOs: The Effect of

- Certification and Monitoring," Working Paper.
33. Guay, W., S. Kothari, and R. Watts, 1996, "A Market-based Evaluation of Discretionary Accrual Models," *Journal of Accounting Research Supplement*, Vol. 34, pp. 83-105.
 34. Healy, P. M. and J. M. Wahlen, 1999, "A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting," *Accounting Horizons*, Vol. 13, pp. 365-383.
 35. Healy, P. M. and K. G. Palepu, 1993, "The Effect of Firms' Financial Disclosure Policies on Stock Prices," *Accounting Horizons*, Vol. 7, pp. 1-11.
 36. Kim, E. H. and A. Purnanandam, 2011, "Corporate Governance and Seasoned Equity Offerings," Working Paper.
 37. Kothari, S. P. and J. B. Warner, 1997, "Measuring Long-horizon Security Price Performance," *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, No. 3, pp. 301-339.
 38. Lee, G. and R. W. Masulis, 2009, "Seasoned Equity Offerings: Quality of Accounting Information and Expected Flotation Costs," *Journal of Financial Economics*, Vol. 92, No. 3, pp. 443-469.
 39. Lee, H. W., 1997, "Post Offering Earnings Performance of Firms that Issue Seasoned Equity: The Role of Growth Opportunities," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 37, No. 1, pp. 97-114.
 40. Lemmon, M. L. and K. V. Lins, 2003, "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis," *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 4, pp. 1445-1468.
 41. Loderer, C. F., D. P. Sheehan, and G. B. Kadlec, 1991, "The Pricing of Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 29, No. 1, pp. 35-57.
 42. Loughran, T. and J. R. Ritter, 1997, "The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings," *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 5, pp. 1823-1850.
 43. Masulis, R. W. and A. N. Korwar, 1986, "Seasoned Equity Offerings : An Empirical Investigation," *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, No. 1-2, pp. 91-118.
 44. Mayer, C. and O. Sussman, 2003, "New Issues in Corporate Finance," Working Paper.
 45. Myers, S. C. and N. S. Majluf, 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, pp. 187-221.
 46. Sankar, M. R., 1999, "The Impact of Alternative Forms of Earnings Management on the Return-Earnings Relation," Unpublished Manuscript, University of Southern California.
 47. Spiess, D. K. and J. Affleck-Graves, 1995, "Underperformance in Long-run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, No. 3, pp. 243-267.
 48. Syriopoulos, T., M. Tsatsaronis, and E. Roumpis, 2007, "Financial Decisions, Ownership

and Governance on Corporate Value," Working Paper.

49. Teoh, S. H., I. Welch, and T. J. Wong, 1998, "Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, No. 1, pp. 63-99.
50. Yeh, Y. H., 2005, "Do Controlling Shareholders Enhance Corporate Value?," *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, No. 2, pp. 313-325.
51. Yeh, Y. H., T. S. Lee, and T. Woidtke, 2001, "Family Control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan," *International Review of Finance*, Vol. 2, No. 1-2, pp. 21-48.
52. Yeh, Y. H. and T. Woidtke, 2005, "Commitment or Entrenchment?: Controlling Shareholders and Board Composition," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 29, No. 7, pp.1857-1885.