

國立交通大學

財務金融研究所

碩士論文

特別股之發行背景與發行前的融資活動對特別股的影響

The effect of issue background and financial activities before issuance
on preferred stock

研究生：李京翰

指導教授：林建榮 博士

中華民國九十九年六月

特別股發行前的融資活動對特別股的影響
The effect of issue background and financial activities before
issuance on preferred stock

研究生：李京翰
指導教授：林建榮 博士

Student : Ching-Han Lee
Advisor : Dr. Jane-Raung Lin

國立交通大學
財務金融研究所
碩士論文

A Thesis
Submitted to Institute of Finance
College of Management
National Chiao Tung University
In Partial Fulfillment of Requirements
for the Degree of
Master
in
Finance
June 2010
Hsinchu, Taiwan, Republic of China

The logo of National Chiao Tung University is a circular emblem. It features a central shield with a book and a torch, surrounded by the university's name in Chinese and English. The year '1896' is inscribed at the bottom of the shield. The entire emblem is set against a background of radiating lines.

中華民國九十九年六月

特別股發行前的融資活動對特別股的影響

研究生：李京翰

指導教授：林建榮 博士

國立交通大學財務金融研究所

摘要

特別股是一種性質介於普通股與債券之間的混合證券，但相較於普通股和債券，特別股的文獻數量較為缺乏，本文旨在探討不同情境下特別股的發行成本和長期績效是否有所不同。

我們針對以下四個方向進行分析：特別股發行前一年內的融資活動、所發行的特別股種類、發行公司所在的交易所和發行公司的信用評等。我們使用 1971 年到 2005 年美國上市上櫃公司的特別股發行資料來進行實證研究，主要依據前述的四個方向將特別股進行有系統的分類，並比較不同分類下的特別股其發行成本和長期績效的異同。

我們的實證結果發現特別股發行前一年內的融資活動對特別股的發行成本和發行後績效都有一定程度的影響。實證結果指出在發行特別股的前一年內有進行外部融資的公司通常會有較高的特別股發行成本和較佳的發行後長期績效；但發行前一年內的融資活動對特別股的影響程度與方向，可能會因發行背景的改變而有所不同。

發行前一年內的融資活動會對可累積特別股的發行成本有不同方向的影響，前一年內沒有進行外部融資的公司其可累積特別股的發行成本反而會較高，但在發行後績效上則沒有顯著的影響。投資級公司所發行的特別股，發行前的融資活動對其的影響和完整樣本下的結果是一致且更為顯著的，可以觀察到在發行特別股前一年進行外部融資(特別是負債)雖然會使特別股的發行成本提高，但其發行後也會有較佳的績效。

關鍵字：特別股；外部融資；發行成本；長期績效

The effect of issue background and financial activities before
issuance on preferred stock

Student : Ching-Han Lee

Advisor : Dr. Jane-Raung Lin

Graduate Institute of Finance
National Chiao Tung University

Abstract

Preferred stocks are viewed as hybrid securities between common equities and debts. But there are few literatures researching about preferred stock. This paper tries to find the difference in the cost of issuing preferred stock and long-term performance after preferred stock issuance under different situation.

We class different preferred stock by four directions. That are, the financial activities before preferred stock issuance, the type of preferred stock, where the issuer's share be traded, and the credit rating of issuer.

We find that all the four kinds of classification have some influence on issue cost or long-term performance. The issuer which ever operated external financing one year before the preferred stock issuance will usually have higher issue cost and better long-term performance. This effective are most when the issuer issued debt one year before issuance. But the influence on external financing one year before issuance is not always the same. That will be difference under different type of preferred stock and different issuers' credit rating.

We have a reverse result about issue cost on the sub-sample created by cumulative preferred stocks. And the effect of external financing one year before issuance will be stronger and clearer when we use the sub-sample created by the investment level issuers.

Keywords : Preferred stock; External financing; Issue cost; Long-term performance

誌謝詞

從一開始對論文方向毫無頭緒的迷惘，一步一步的在文獻的大海中搜尋著前人的足跡，總算找出屬於自己的研究目標與方向。雖然研究的過程中常常處於摸索、猶豫、停頓的狀態，但是面對迷惘的我沒有露出一絲不耐煩，反而循循善誘的引導我思考方向的正是我的指導教授林建榮老師；從研究方向的決定、過去參考文獻的選擇與閱讀，到研究方法甚至是細節的寫作重點都有指導教授在一旁不厭其煩的指導鞭策我，是我能完成這篇論文最大的推手。

感謝我的同學和室友們，總是在笑鬧聲中彼此激勵對方，讓我就算遇到思考上的瓶頸也能順利度過；特別要感謝我的室友葉家誠同學給予我程式方面相當大的支援與幫助，讓我在整理資料的過程中更加有效率和準確性。當然還有同樣是林建榮老師指導學生的兩位管科所的同學，彼此分享研究的心得與方法，更是讓我在寫作上漸入佳境。

最後感謝我的家人，就算我忙於論文，減少了回家的時間，他們也不曾抱怨過，反而在我研究的空檔給了我最大的關懷與鼓勵，讓我有繼續往前的動力。



李京翰 謹識

於交通大學財務金融所

中華民國九十九年六月

目錄

中文摘要	i
英文摘要	ii
誌謝詞	iii
目錄	iv
表目錄	v
第一章 緒論	1
第一節 研究背景	1
第二節 研究目的	1
第三節 研究架構	3
第二章 文獻探討與回顧	4
第一節 特別股的簡介與種類	4
第二節 發行成本的文獻探討	5
第三節 績效表現的文獻探討	6
第四節 特別股在資本結構上的定位	7
第三章 樣本選擇及研究方法	9
第一節 樣本選擇與研究方法	9
第二節 衡量發行成本	10
第三節 計算長期績效	11
第四節 資料描述	13
第四章 實證分析結果	17
第一節 特別股的發行成本與發行後長期績效	17
第二節 各種分類對所有特別股的影響	19
第三節 發行前的融資活動對不同種類特別股的影響	27
第四節 發行前的融資活動對信評等級不同公司所發行之特別股的影響	33
第五章 結論	37
參考文獻	40

表目錄

表一 樣本篩選步驟.....	13
表二 樣本分佈.....	14
表三 各項分類情況.....	16
表四 特別股的發行成本與發行後長期績效.....	18
表五 前一年內的融資活動對特別股之發行成本和長期績效的影響.....	20
表六 特別股種類對特別股之發行成本和長期績效的影響.....	22
表七 發行公司所在的交易所對特別股之發行成本和長期績效的影響.....	24
表八 發行公司的信用評等對特別股之發行成本和長期績效的影響.....	26
表九 前一年內的融資活動對一般特別股之發行成本和長期績效的影響.....	28
表十 前一年內的融資活動對可轉換特別股之發行成本和長期績效的影響.....	30
表十一 前一年內的融資活動對可累積特別股之發行成本和長期績效的影響.....	32
表十二 前一年內的融資活動對投資級公司所發行的特別股之發行成本和長期績效的影響.....	34
表十三 前一年內的融資活動對投機級公司所發行的特別股之發行成本和長期績效的影響.....	36

第一章 緒論

第一節 研究背景

在財務學的研究中，經常探討關於公司使用普通股或是債券來進行融資的議題，相對而言，公司使用特別股進行融資的相關研究就少得多；但以實際上市場的發行情況來看，從 SDC 資料庫中所收集到在 2009 年間所有美國公司新發行的特別股總額就有一百億美元以上，足見特別股對公司而言並非沒有運用價值的融資工具。

特別股是一種介於普通股和債券之間的金融商品，其在資本結構上的定位也常是法規和研究探討的主題，特別股具有類似債券的特性，發行公司通常會依固定比率發放特別股股利給股東，但當公司發生無法支付股利時又不會像債券因無法支付利息而導致破產的情形，是使用特別股融資上的一大優勢，但相對而言，發行特別股就不像發行債券一樣可以享有稅盾利益。

公司在發行金融商品對外融資時，經常會考量發行的成本與投資人對公司該融資行為的反應，以及發行之後對公司的長期績效的影響；而特別股因為其定位和性質上的特殊性，有必要探討運用特別股和運用普通股或債券來融資對公司有何利弊得失，以及公司如何運用特別股來進行融資。

第二節 研究目的

在 Bajaj, Mazumdar, and Sarin (2010) 的文章中，將特別股分成可轉換特別股和不可轉換特別股兩大類，再依據該特別股的發行總額和公司的信用評等等級比較各種情況下兩種不同特別股的發行成本的差異。本篇研究將延伸此篇的作法，將所有特別股依更多面向來進行分類，以對特別股的特性做更全面的分析。

除了發行成本外，我們將這個分類方式同樣針對發行特別股後該公司普通股的長期績效做分析，旨在尋求特別股在各種不同情況下是否會有特殊的影響，以探討在使用特別股進行融資時，是否對公司較具優勢。

依據 Bajaj, Mazumdar, and Sarin (2010)的結果，發行可轉換特別股的成本比發行一般特別股的成本來得高，並且發現信用評等較差的公司，其發行成本會較信用評等好的公司高。Altinkihc and Hansen (2000)發現對發行者而言，在 SEO 或是發行普通債券時會面對一條 U 型的承銷價差曲線，當發行的總額在超過某個值之前，公司的發行成本具有規模經濟的效果，Bajaj, Mazumdar, and Sarin (2010)的結果顯示發行特別股也有類似的趨勢。根據此現象，本研究進一步探討，公司在短期內採多次外部融資是否會對後續所使用的融資手段有所影響？我們預期對同一間公司而言，在發行任意金融商品融資後，於短期內再發行特別股同樣可以降低該特別股的發行成本，這或許是公司額外發行特別股的動機之一。

Hull and Kerchner (1996)的文章裡提出了會影響普通股發行成本的因素，其中之一就是發行公司所在的交易所；依循此篇研究的結果，我們預期特別股也同樣有此現象，也就是在不同交易所交易的公司，其特別股的發行成本是有顯著差異的。

綜上所述，在本篇研究中，我們主要依照以下四個依據，將特別股進行有系統的分類，並更進一步的在各分類間做交叉比較：

1. 公司在發行特別股前是否有利用其他金融商品進行融資。
2. 特別股的種類。
3. 發行特別股的公司進行交易的交易所。
4. 發行特別股公司的信用評等等級。

針對以上四個面向的比較，我們希望能夠找到除了發行成本外，公司選擇在不同情境下發行特別股的動機；因此我們同樣再將公司發行特別股後的長期績效同樣針對這四個面向進行比較分析，來探討公司在不同情況下發行特別股的動機與其利弊。

針對發行成本的部分，過去沒有文獻探討「公司在發行特別股前是否有利用其他金融商品進行融資」這項分類造成的影響，而本篇文章最主要的目的就是要探討公司過去短期內的融資活動是否會對其發行特別股有特殊的影響，並輔以特別股的種類、發行特別股的公司進行交易的交易所以及發行特別股公司的信用評等等級這三項過去較有一致性定論的因素來檢驗「公司在發行特別股前是否有利用其他金融商品進行融資」對特別股融資影響的重要性。

第三節 研究架構

在本篇研究中，第一章敘述本研究之背景、目的與架構。在第二章首先簡略介紹各種不同特別股的定義與特性，接著介紹過去關於特別股或發行成本與長期績效等相關議題的文獻與研究結果。接下來的第三章，主要將介紹本篇實證研究中所選取的樣本區間，並說明如何計算特別股的發行成本和公司的長期績效，在長期績效除了使用買入持有異常報酬模型之外，也同時使用 Fama-French 三因子模型來計算公司的異常報酬，最後再簡單描述樣本的敘述統計和各項分類的結果。第四章將闡述實證分析的主要結果，將就四種不同面向來分析特別股的發行成本和發行後績效在不同情況下有無顯著差異。最後，將在第五章對本篇研究的結果提出結論和後續可能的研究目標。

第二章 文獻探討與回顧

第一節 特別股的簡介與種類

特別股常被視為一種普通股和債券的混合契約，同時具有雙方的部分特性，而公司在發行特別股時，又會依其所訂定的性質不同，主要可分為以下幾種特別股：

1. 可參加(Participating)特別股：如果該特別股的股東具有分配盈餘或額外股利的權利，則稱為可參加特別股。

2. 可累積(Cumulative)特別股：如果發行該特別股的公司因發生虧損而無法支付股利時，可以累積未發放的股利，待公司未來有收入後，必須將過去所累積的未支付股利全部發放給特別股股東；具有以上條款的特別股，即稱為可累積特別股。

3. 可買回(Callable)特別股：如果公司可以在發行特別股的一段約定時間之後，依事先訂定的價格買回該特別股，即稱為可買回特別股。

4. 可賣回(Putable)特別股：如果特別股股東可以在公司發行特別股的一段約定時間之後，依事先訂定的價格將該特別股賣回給公司，即稱為可賣回特別股。

5. 可轉換(Convertible)特別股：如果特別股股東可以在公司發行特別股的一段約定時間之後，依事先訂定的轉換率將特別股轉換成普通股，即稱為可轉換特別股。

6. 調整報酬率(Adjustable Rate)特別股：簡稱 ARPs，此種特別股在發行後會定期調整其股利率，通常會以政府公債利率為基準來進行調整。

7. 喊價式(Market Auction)特別股：亦稱貨幣市場(Money Market)特別股，此種特別股會由承銷商每七週舉行一次拍賣，底價即為票面金額，對股利率進行喊價競標，由最低者得標，發行公司即依得標結果來支付股利。

8. 可交換(Exchangeable)特別股：此種特別股和可轉換特別股的運作方式類似，不同的地方在於可交換特別股是在一段約定時間後可以將特別股轉換為公司債。

由於特別股的種類繁多，在本篇研究中，最主要將針對可轉換、可累積、喊價式和沒有這些特殊性質的一般特別股(straight preferred stock)這四種發行數量較大的特別股來進行分析。

第二節 發行成本的文獻探討

在 Lee, Lochhead, Ritter, and Zhao (1996)的研究中，明確定義了關於公司額外增加資本時所需付出的直接成本，他們在這篇研究裡針對 1990 年到 1994 年的美國公司作實證的研究，分別計算了 IPO、SEO 和發行債券的直接成本，IPO 和 SEO 的發行成本分別為發行總額的 11%和 7.1%，發行債券時則再分為可轉換公司債和不可轉換公司債進行分析，結果分別為發行總額的 3.8%和 2.2%，同時他們發現公司不論用哪一種方式進行融資，都會有規模經濟的現象，代表一次發行的量越大其發行成本會越低。Lee, Lochhead, Ritter, and Zhao (1996)將增加資本的直接成本定義為承銷商所賺取的價差和審計、法律費用等其他支出的總和，如果公司是 IPO 的情況下，則還會面對額外的間接成本，就是 IPO 時發生的短期價格低估的情況。此外，他們指出債券的發行成本和信用評等等級息息相關，實證的結果顯示承銷商平均會對非投資級的公司多收取兩百個基準點的承銷商價差。

Lee, Lochhead, Ritter, and Zhao (1996)並未針對特別股的發行成本做實證研究，而 Bajaj, Mazumdar, and Sarin (2010)的文章就是以特別股為主要目標來做發行成本的實證研究。Bajaj, Mazumdar, and Sarin (2010)比照 Lee, Lochhead, Ritter, and Zhao (1996)的作法，但把研究對象改為可轉換特別股和一般特別股，並依據發行總額和發行公司的信用評等來分析特別股的發行成本。他們分析了 1980 年到 1999 年美國公司發行的 3,042 筆特別股，發現可轉換特別股的發行成本為 6.98%，一般特別股的發行成本為 2.79%；根據發行總額分析的結果發現發行特別股有明顯的規模經濟的現象，總額低於一千萬美元的特別股平均發行成本為 13.63%，而總額大於五億美元的特別股平均發行成本則只有 2.79%。最後，他們發現不論是可轉換特別股或一般特別股，信用評等越差的公司其發行成本也明顯較高，且這項差異主要反應在承銷商價差上。

Altinkihc and Hansen (2000)針對承銷費用是否存在規模經濟的現象進行實證的研究，他們使用 1990 年到 1997 年的 SEO 和發行普通債券的資料，來檢視發行量和承銷費的關係。他們發現對發行公司而言，不論是 SEO 或是發行普通債券，都會面對一條 U 字型的承銷價差曲線，而且當發行公司的信用評等越高，承銷價差到達最低點後上漲的幅度就越平緩。

以上文章都指出影響發行成本的重要因素包括發行總額、發行種類和公司的信用評等，在本篇研究中除了會針對過去提出的因素作比較外，另外加入了特別股發行前一年內公司其他的融資活動對特別股發行可能的影響。

第三節 績效表現的文獻探討

Howe and Lee (2006)針對特別股的發行公司，檢驗其在發行特別股後該公司普通股的長期績效，此篇文章中選取 1991 年到 2000 年共 586 筆特別股發行資料來進行實證研究。他們發現公司僅在發行特別股的一年後會有顯著為負的績效表現，更長期則沒有發現一致且顯著的異常報酬。他們將發行特別股後的績效實證結果和發行普通股及債券的相比較，發現發行特別股的長期績效較其他兩者為優，他們認為原因來自於此研究樣本中最積極發行特別股的金融公司，並指出此類公司發行特別股的動機在於為了符合法定的資本適足率。

Mikkelson and Partch (1986)的研究中嘗試找出發行金融商品對股價表現的影響，他們認為發行成本對於宣告發行時，其短期績效的影響只佔非常小的部分。Hull and Fortin (1994)針對 150 筆在 OTC 市場交易的普通股發行資料進行實證研究，發現和 Mikkelson and Partch (1986)不同的結果。Hull and Fortin (1994)的結果發現在宣告發行普通股後兩天所出現的-2.79%股價變動中，有超過一半的跌幅是起因於發行成本的影響。

因應以上兩篇不同結果的研究，Hull and Kerchner (1996)針對普通股的發行成本對短期績效的影響做了更深入的探討。他們使用在 AMEX、NYSE 和 OTC 市場進行交易

的 323 筆普通股發行資料進行實證研究，發行股價平均下跌 100 美元中就有 61 美元是受到發行成本的影響。在 Hull and Kerchner (1996) 的研究中除了針對不同交易所分別進行分析外，他們也依照 Lee, Lochhead, Ritter, and Zhao (1996) 的作法，除了探討直接的現金成本所造成的影響之外，還加上了間接的非現金成本的影響，利用宣告發行時的價格低估幅度來衡量發行新股的間接成本。他們的研究指出不論是直接或間接的發行成本，對於公司宣告發行後的短期績效都有一定程度的影響，而且不同的交易所間其影響的幅度也各自不同。

Pinegar and Lease (1986) 的研究中，檢視可轉換特別股在轉換為普通股後對公司的價值有何影響。他們使用 1962 年 7 月到 1980 年 12 月的資料進行實證研究，發現在所有會增加槓桿的事件中，宣告將特別股轉換為普通股都會對公司價值有正向的影響，並指出他們認為此結果符合訊號發射假說。

在本篇研究中，將主要著重於分析不同情況下發行特別股其長期績效會有何影響，並和發行成本的實證結果相比較，以探討公司在運用特別股融資時其行為是否有一致性，以及在何種情況下發行特別股對公司而言有較好的結果。

第四節 特別股在資本結構上的定位

Kallberg, Liu, and Villupuram (2008) 和 Cheng, Liu, Newberry, and Reichelt (2007) 這兩篇研究嘗試用不同的方法來探討特別股在資本結構上的定位，前者檢視宣告發行特別股時普通股股東和債權人的反應來探討特別股在性質上接近於普通股或是負債；後者則觀察當公司使用特別股融資時，普通股的資金成本變動的幅度，並藉此來探討特別股應該歸類於普通股還是負債。Kallberg, Liu, and Villupuram (2008) 的結果發現普通股股東對於發行特別股的反應近似於其對於發行債券的反應，但債權人對於公司發行特別股的反應則不顯著，認為特別股在資本結構的定位上應該類似於債券。Cheng, Liu, Newberry, and Reichelt (2007) 的作法也得到相同的結論，認為特別股在性質上是更接近於債券的。

以上兩篇的研究結果也都支持了近年來國內外新訂定的會計準則，也就是 IAS32、IFRS7 和我國的 36 號公報所新規範的內容。36 號公報規定發行特別股時應依其發行性質將特別股分為權益或負債，但對能分為權益的規範較為嚴苛；36 號公報中明訂只要合約中有使企業有義務交付現金或其他金融資產者，或有按潛在不利於己之條件與另一方交換金融資產或金融負債者，就必須將其列為金融負債。而金融資產的部分，除了現金、所有權憑證之外，還有具有以下兩者之依合約權利者：使企業有權利收取現金或其他金融資產、按潛在有利於己之條件與另一方交換金融資產或金融負債，以及將以或可能以企業本身之權益商品交割之合約，且該合約為下列兩者之一：企業必須收取或可能必須收取變動數量企業本身權益商品之非衍生性商品合約、非以或可能非以固定金額現金或其他金融資產交換固定數量企業本身權益商品方式交割之衍生性商品合約，判斷此一條件時，該企業本身權益商品不包含於未來日期收取或交付企業本身權益商品之合約；符合上述之條件者，才可列為金融資產。



第三章 樣本選擇及研究方法

第一節 樣本選擇與研究方法

在本篇研究中，主要的研究對象是美國地區曾經發行過特別股的上市上櫃公司，資料來源為 Securities Data Company's New Issues Database (以下簡稱 SDC)，我們從 SDC 中美國地區的"new issue"項目下選取所有的特別股發行資料，樣本期間從 1971 年到 2005 年，原始資料共有 9,922 筆發行資料。除了特別股的發行資料之外，為了研究公司在發行特別股之前是否也有發行普通股或債券，我們同樣在美國地區的"new issue"項目中取得所有發行普通股和債券的資料，藉以觀察發行特別股的公司，在發行特別股的前一年內發行其他金融商品是否會對公司造成影響。

為了計算特別股的發行成本，我們從所有的發行資料中刪去發行成本相關資料有缺值的發行公司，可以得到共 3,199 筆發行資料的樣本來計算特別股的發行成本。接著，為了探討公司發行特別股後的普通股績效，我們從 Center for Research in Securities Prices (以下簡稱 CRSP) 中取得了有發行特別股的公司股票報酬，經過合併兩個資料庫的資料並刪去有缺值和沒有在兩個資料庫都有資料的公司後，可以得到 1,269 筆發行資料。接著，我們再挑出兩個樣本中都有出現的發行資料，並且刪去信用評等資料缺值的公司，可以得到 820 筆發行資料。最後，我們將計算所得的發行成本和長期績效結果，再把其結果大於(小於)樣本平均數加上(減去)三倍標準差的值視為離群值並予以剔除。

在實證研究中，我們將樣本中的特別股發行資料依以下的方法進行分類：

1. 在特別股發行的前一年內該公司是否有發行其他金融商品：分成(在該筆特別股發行時點的前一年內)有發行普通股、公司債或特別股，再加上完全沒有發行其他金融商品這幾種。
2. 發行的特別股種類：主要分成一般特別股、可轉換特別股、可累積特別股和喊價式特別股四種，此外還有調整報酬率特別股和其他數量較少的特殊特別股。
3. 發行特別股的公司進行交易的交易所：共可分為 AMEX、NYSE、Nasdaq 三種。

4. 發行特別股公司的信用評等：分為投資級或投機級兩種

在這篇研究中，將會把依以上各種不同分類法下歸納出的特別股，針對其發行成本和發行後績效進行交叉比較。

在發行特別股前該公司的融資活動這項分類，我們利用 SDC 資料庫取得的普通股和債券的發行資料，計算每一筆特別股發行的時點距離同一家公司發行普通股或債券的天數差，如果該公司在發行該筆特別股的前一年內(發行天數差在 1 到 365 之間)也有發行特別股、普通股或債券，就代表該公司在發行特別股前的短期間內有進行融資活動，並依此分成使用特別股、普通股、債券融資或沒有進行融資活動。

依照特別股的種類進行分類時，由於有些特別股會具有複數的特性或權利，因此我們以該項條約的有無來進行分類，也就是將特別股分成擁有可轉換、可累積、喊價式這些條約，再加上沒有這些特殊條約的一般特別股。

剩下的兩種分類法則較為單純，首先是依照發行公司進行交易的交易所分成 AMEX、NYSE、Nasdaq 三種；最後在依據該公司的 S&P 信用評等，將 BBB(含)以上的公司列為投資級公司，否則為投機級公司。

本篇研究中主要的研究方法為比較各種不同分類依據下所分成的兩群子樣本，其發行成本和長期績效的差異，我們使用獨立樣本 t 檢定來分析各個子樣本間其成本和績效是否有顯著的差異，希望能藉此分析同樣使用特別股融資的公司，其不同的行為是否會影響特別股所帶來的效果，並設法從中找出使用特別股融資時是否有較為優勢的策略。

第二節 衡量發行成本

為了衡量公司在發行特別股時所需額外付出的實際成本，我們參考 Lee, Lochhead, Ritter, and Zhao (1996) 和 Bajaj, Mazumdar, and Sarin (2010) 的作法，將發行成本分成承銷價差和其他支出兩大類；前者即為承銷商所賺取的利潤，包括管理費、承銷費、銷售特許佣金和再補貼費用，後者則包含登記費、印刷成本、法律成本和審計成本。我們可以從 SDC 資料庫中取得這兩者的資料，實際的計算方法為發行成本(Total cost)等於承銷

價差(Gross Spread)加上其他支出(Other Expense)。成交價差和其他支出在 SDC 資料庫中的代號分別為 GPCT 和 EXAMPT。

在本研究中發行成本使用的單位為百分比，是該項成本占該筆特別股發行總額的百分比數。

第三節 計算長期績效

為了分析公司在發行特別股之後，對其普通股績效表現的影響，在這篇研究中我們使用買入持有異常報酬模型(Buy-and-Hold abnormal return model; 以下簡稱 BHAR 模型)和 Fama-French 3 factors model 來計算公司長期的異常報酬，並且分別計算公司在發行特別股後一年、兩年、三年的異常報酬，以探討發行特別股對公司長期績效的影響。

首先介紹本篇研究中主要使用的買入持有異常報酬模型。Barber and Lyon (1997)和 Lyon, Barber, and Tsai (1999)的文中說明了如何計算公司的長期績效，也就是前述的 BHAR 模型，這種方法是由計算公司特定期間內實際報酬率的幾何複利值和基準報酬率的幾何複利值之差而得，公式如下：

$$BHAR_i = \prod_{t=0}^T (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=0}^T (1 + R_{benchmark,t})$$

(1)

$BHAR_i$: i 公司的買進持有異常報酬

$R_{i,t}$: i 公司在事件發生後第 t 個月的實際報酬率

$R_{benchmark,t}$: 相對於 i 公司同樣在事件發生後第 t 個月的基準報酬率

各公司的實際報酬率是由 CRSP 資料庫中取得，並使用 CUSIP 碼和 Ticker Symbol 來與 SDC 資料庫的發行資料作合併，在計算 BHAR 時的實際報酬率和基準報酬率皆為月資料，意即當計算一年(兩年、三年)的 BHAR 時，需要事件發生時點，也就是公司發行特別股的當月和接下來 12 個月(24 個月、36 個月)的月實際報酬和月基準報酬。在本篇研究中，我們將所有公司依其進行交易的交易所來進行分類，並且利用各公司所在交易所的 CRSP 價值加權指數報酬來作為各公司的基準報酬，而在 OTC 市場交易的公司則

使用 CRSP AMEX/NYSE/Nasdaq 價值加權指數報酬作為其基準報酬。由此即可計算出所有公司在特別股發行後一年、兩年、三年的買進持有異常報酬。

除了使用 BHAR 模型來計算長期績效外，由於 BHAR 是個別公司對個別的基準報酬率來計算而得，並未考慮市場的系統風險，因此在本篇研究中，我們也將使用 Fama-French 3 factors model(以下簡稱 F-F 三因子模型)來計算長期的異常報酬。Fama and French (1993)提出了修正傳統資本資產定價模型(CAPM)的 F-F 三因子模型，除了 CAPM 原有的市場風險納入考量外，還另外考慮了規模變數(SMB)和淨值市價比變數(HML)，利用這條迴歸式來計算出公司的長期異常報酬。F-F 三因子模型的迴歸式如下：

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{mt} - R_{ft}) + s_p \text{SMB}_t + h_p \text{HML}_t + \epsilon_{pt} \quad (2)$$

R_{pt} : Calendar-time portfolio 第 t 個月的平均月報酬率

R_{ft} : 一個月期國庫券第 t 個月的報酬率

R_{mt} : 第 t 個月的 CRSP 市場加權指數報酬率

SMB_t : 第 t 個月小規模公司和大規模公司的報酬率之差

HML_t : 第 t 個月高淨值市價比公司和低淨值市價比公司報酬率之差

針對迴歸式中的 R_{pt} ，我們首先必須定義一個 Calendar-time portfolio；為了計算樣本中所有公司的長期異常報酬，我們在樣本期間內第 t 年第 n 個月時，將該月過去 T 年內所有有發行特別股的公司形成一投資組合，此投資組合在每個月都必須依此規則重新組成一次，直到無法再納入最後一個月的樣本為止。而這個 T 年前，就是我們想計算多長期間後的異常報酬，如果想要計算發行特別股後一年的績效，在組成 Calendar-time portfolio 時就必需將樣本期間內每個月都往前推一年有發行特別股的公司形成來形成該月的投資組合，計算發行後兩年及三年的異常報酬就分別往前推兩年和三年。

將依上述規則組成的 Calendar-time portfolio 的月報酬平均後，所得到的報酬率即為迴歸式中的 R_{pt} ，迴歸式結果所得的截距項 α_p 即為該樣本所有公司的平均異常報酬。

R_{ft} 、 R_{mt} 、 SMB_t 、 HML_t 的資料都可以從 Fama and French 的網站上取得。最後在估計係數時，由於考慮到每個月 Calendar-time portfolio 中所包含的公司數都不同，因此除了使

用一般的 OLS 法計算之外，依 Loughran and Ritter (2000)的建議，我們也會使用 Weighted Least Squares(以下簡稱 WLS)來估計迴歸式的係數。

第四節 資料描述

在本章的最後一節中，我們將簡單的描述本篇研究中使用的樣本，表一中列出了篩選樣本的每個步驟和篩選後所得的樣本數，我們最後得到一組 811 筆發行資料的樣本，期間為 1971 年到 2005 年。接下來我們把每個年份樣本的分布情況列於表二。

表一 樣本篩選步驟

步驟	篩選條件	篩選後樣本數
1	原始資料	9922
2	刪去發行成本資料缺值公司後	3199
3	刪去無 CRSP 股價資料公司後	1269
4	刪去無信用評等資料公司後	820
5	剔除發行成本和長期績效的離群值 ¹	811

註：1. 離群值之剔除方法為刪去大於(小於)平均數加上(減去)三倍標準差的值

表二 樣本分佈

Panel A : 1971-1988			Panel B : 1989-2005		
年度	特別股發行筆數	發行成本(%) ¹	年度	特別股發行筆數	發行成本(%)
1971	10	1.95	1989	28	2.21
1972	13	2.33	1990	24	1.94
1973	7	2.29	1991	49	2.21
1974	7	1.81	1992	88	2.10
1975	8	2.11	1993	84	2.24
1976	9	2.93	1994	14	3.43
1977	8	2.64	1995	14	3.48
1978	8	2.05	1996	19	3.15
1979	3	1.05	1997	39	2.71
1980	9	3.25	1998	31	3.03
1981	7	3.45	1999	30	2.34
1982	16	2.58	2000	15	1.71
1983	17	2.15	2001	19	2.36
1984	13	2.38	2002	23	3.19
1985	14	3.03	2003	63	2.37
1986	23	2.57	2004	33	2.65
1987	19	1.91	2005	19	2.75
1988	28	1.86	總和	592	2.58
總和	219	2.35	樣本總和	811	2.46

Panel C : 產業別樣本分佈

產業別	特別股發行筆數	發行成本(%)
金融業 ²	508	2.39
公用事業 ³	164	2.28
其他產業	139	2.68
總和	811	2.46

註：1. 發行成本之單位為百分比(%), 代表發行成本佔發行總額的比率。

2. 金融業公司為 SIC code 為"6"開頭之公司。

3. 公用事業公司為 SIC code 為"49"開頭之公司。

關於分類的各種依據，我們將所有分類方式依照前述的四個面向分成 A、B、C、D 四個方向如下：

- A. 發行特別股前一年內的融資活動
- B. 所發行之特別股種類
- C. 發行公司所在之交易所
- D. 發行公司之信用評等

四個分類方向中所包含的分類依據和其定義如下：

A：分成在特別股發行前一年內有發行特別股、普通股或債券的公司，以及在發行特別股前一年內沒有進行外部融資的公司。

B：依照特別股所擁有的條約內容來進行分類，分成一般特別股、可轉換特別股、可累積特別股和喊價式特別股。

C：分成 AMEX、NYSE、Nasdaq 三個交易所。

D：依 S&P 信用評等將公司分成投資級和投機級公司，前者為評等 BBB(含)以上者。

表三中列示了樣本中各種分類的情況。我們首先看到 A 方向的分類情況，可以看有一半左右的特別股會在發行前一年內也進行其它融資活動，其中最常使用的是債券，樣本中所佔的比例為 36.25%。而根據 B 方向的分類情況，以一般特別股、可累積特別股、喊價式特別股為大宗，可轉換特別股佔有也一定的比例。發行公司所在的交易所則以 NYSE 為最大宗，佔了樣本的九成以上。最後依據公司的信用評等是否為投資級，結果顯示投資級公司較常發行特別股，其比例在七成以上。

在接下來的章節，將會針對所有特別股的發行成本和長期績效，依這四種方向的分類來進行更深入的交叉比較，並更進一步以發行特別股前一年內的融資活動為主體，將樣本依特別股種類和信用評等切割成較小的子樣本後檢視發行特別股前一年內的融資活動對特別股發行成本及長期績效的影響。

表三 各項分類情況

分類方向	分類依據	符合此分類之資料筆數	佔總樣本之百分比(%)
A. 發行特別股前一年的融資活動 ¹	前一年內有發行特別股	222	27.37%
	前一年內有發行普通股	69	8.51%
	前一年內有發行債券	294	36.25%
	前一年內沒有進行外部融資	412	50.80%
B. 所發行之特別股種類 ¹	一般特別股	174	21.45%
	可轉換特別股	76	9.37%
	可累積特別股	142	17.51%
	調整報酬率特別股	20	2.47%
	喊價式特別股	247	30.46%
C. 發行公司所在之交易所 ²	AMEX	31	3.82%
	NYSE	756	93.22%
	Nasdaq	15	1.85%
D. 發行公司之信用評等	投資級公司	633	78.05%
	投機級公司	178	21.95%

註：1. 各項分類可能會有交集情況，因此各分類方向的百分比總和不一定為1，可能有某些特別股在發行前一年內有進行多次外部融資，或是可能同時擁有多項特殊條約。本研究使用的樣本中，在前一年內有發行特別股和普通股的有31筆特別股，前一年內有發行特別股和負債的有131筆特別股，前一年內有發行普通股和負債的有49筆特別股，前一年內有發行特別股、普通股和負債的有25筆特別股；惟這些交集項目過於繁瑣且筆數較少，因此本研究中不會針對交集項目進行實證分析。

2. 除了表中的三個交易所外，尚有9筆資料為OTC市場或其他交易所的公司，因此百分比總和小於1。

第四章 實證分析結果

第一節 特別股的發行成本與發行後長期績效

針對我們最後取得的 811 筆發行資料的樣本，其發行成本和發行後長期績效的計算結果列於表四。首先是發行成本的部分，可以看到表四中特別股的平均發行成本為 2.42%，比較 Bajaj, Mazumdar, and Sarin (2010) 的結果，他們的樣本中可轉換特別股的發行成本為 6.98%，一般特別股的發行成本為 2.79%；雖然本篇研究的結果有相對較低的發行成本，主要的原因可能為我們的樣本其間包含了普遍發行成本較低的 1970 年到 1979 年，而且又刪去了離群值所造成。

對照 Howe and Lee (2006) 所作的實證結果，也和本研究的結果有所不同，表四顯示公司在發行特別股後的一到三年內都會有負的異常報酬，且在 WLS 法計算下的異常報酬在一到三年內皆為顯著，此外，不論使用何種計算異常報酬的方法，都無法觀察到發行後二、三年有正的異常報酬；因此我們認為公司發行特別股在績效面的動機仍有待討論。

表四 特別股的發行成本與發行後長期績效

項目	使用模型	樣本數	平均數	t-Statistic	變異數	第一四分位點	中位數	第三四分位點
發行成本(%) ¹		n=811	2.4207		1.1480	1.6500	2.0600	3.2500
發行後一年之長期績效	BHAR ²	n=811	-0.0178		0.0511	-0.1530	-0.0356	0.1088
	F-F 三因子 ³	OLS ⁴	n=429 months	-0.0014	-0.9636			
		WLS ⁴	n=429 months	-0.0039	-3.8203 ***			
發行後二年之長期績效	BHAR	n=811	-0.0248		0.1430	-0.2695	-0.0560	0.1371
	F-F 三因子	OLS	n=441 months	-0.0009	-0.7077			
		WLS	n=441 months	-0.0039	-4.3123 ***			
發行後三年之長期績效	BHAR	n=811	-0.0313		0.2800	-0.3558	-0.0658	0.1963
	F-F 三因子	OLS	n=453 months	-0.0017	-1.3723			
		WLS	n=453 months	-0.0029	-3.2011 ***			

註：1. 發行成本之單位為百分比(%), 代表發行成本佔發行總額的比率。

2. BHAR 表示使用買入持有異常報酬模型計算的結果。

3. F-F 三因子表示使用 Fama-French 3 factors model 計算 Calendar-time portfolio 的結果。

4. OLS 和 WLS 分別代表使用 ordinary least squares 和 weighted least squares 法估計係數的結果。

5. * 表示 p-value < 10%; ** 表示 p-value < 5%; *** 表示 p-value < 1%。

第二節 各種分類對所有特別股的影響

A. 發行特別股前一年內的融資活動對特別股的影響

首先，我們將樣本中的 811 筆發行資料，依照發行特別股前一年內其它融資活動的有無和方式，針對發行成本和發行後的長期績效進行比較。並將其比較結果列於表五。

在表五中，我們列出了樣本中所有資料根據前一年內融資活動的有無進行分類後各子樣本之平均發行成本與發行後長期績效的差異。由表五的結果中，我們可以看到相較於前一年內有進行外部融資的公司，前一年內沒有其他外部融資活動的公司有顯著較低的發行成本，該筆特別股的發行成本就顯著的較低，其成本差額為 0.43%($t=5.81$)。而三種不同的融資工具中，前一年內「發行債券」的有無對發行成本的影響最為顯著，表五顯示前一年內有發行債券的公司其特別股的發行成本較前一年內沒有發行債券的公司平均高出 0.50%($t=6.48$)；成本差額較小的分組依序為前一年內發行特別股和普通股的有無這兩組。

接下來是長期績效的部分，表五中也列出了發行後一到三年的長期績效，單看前一年內有無使用單一融資工具的分類比較結果，可以看到其中並沒有哪一項分組間的長期績效有明顯差異，但當我們進一步觀察融資活動的「有無」時，其差異就十分顯著了。表五中顯示了將所有特別股依發行前一年內公司進行外部融資活動的有無來進行分類時，「有」進行外部融資的公司，在其發行特別股之後的一到三年內都會有正向的異常報酬；相反的，「沒有」進行外部融資的公司則在發行特別股後的一到三年內都將會面對負向的異常報酬。更重要的是，這兩組公司的異常報酬，其差異在統計上十分顯著。

表五 前一年內的融資活動對特別股之發行成本和長期績效的影響

項目	個數	平均數	標準差	個數	平均數	標準差	分類間之平均差異	t 值
分類依據	前一年內有發行特別股			前一年內沒有發行特別股				
發行成本(%)	222	2.5388	1.1915	589	2.3762	1.0201	0.1626	1.80 *
發行後一年之長期績效	222	0.0009	0.2374	589	-0.0248	0.2213	0.0257	1.40
發行後二年之長期績效	222	-0.0044	0.4095	589	-0.0325	0.3656	0.0282	0.90
發行後三年之長期績效	222	0.01534	0.5672	589	-0.0489	0.5133	0.0642	1.54
分類依據	前一年內有發行普通股			前一年內沒有發行普通股				
發行成本(%)	69	2.4922	1.5983	742	2.4141	1.0099	0.0781	0.40
發行後一年之長期績效	69	-0.023	0.1913	742	-0.0173	0.2290	-0.0057	-0.20
發行後二年之長期績效	69	-0.0177	0.3283	742	-0.0255	0.3826	0.0077	0.16
發行後三年之長期績效	69	-0.0566	0.4179	742	-0.0290	0.5384	-0.0276	-0.51
分類依據	前一年內有發行債券			前一年內沒有發行債券				
發行成本(%)	294	2.7416	1.0896	517	2.2383	1.0178	0.5034	6.48 ***
發行後一年之長期績效	294	-0.0033	0.241	517	-0.0260	0.2167	0.0226	1.33
發行後二年之長期績效	294	-0.0029	0.4134	517	-0.0373	0.3562	0.0343	1.19
發行後三年之長期績效	294	0.00646	0.5241	517	-0.0528	0.5311	0.0593	1.54
分類依據	前一年內有進行外部融資			前一年內沒有進行外部融資				
發行成本(%)	399	2.6392	1.1589	412	2.2092	0.9331	0.4300	5.81 ***
發行後一年之長期績效	399	0.0056	0.2400	412	-0.0404	0.2093	0.0460	2.90 ***
發行後二年之長期績效	399	0.0090	0.4096	412	-0.0575	0.3421	0.0665	2.51 **
發行後三年之長期績效	399	0.0172	0.5463	412	-0.0783	0.508	0.0955	2.58 **

註：1.發行成本之單位為百分比(%),代表發行成本佔發行總額的比率。2.* 表示 p-value < 10%; ** 表示 p-value < 5%; *** 表示 p-value < 1%。

雖然過去研究都指出單筆發行量愈大的特別股，其發行成本會因規模經濟而愈低，但公司在發行特別股前的短期內所進行的外部融資就不會有這個效果，相反的我們在表五中可以發現前一年內沒有進行外部融資的公司其特別股的發行成本反而是顯著較低的。雖然乍看之下這類在前一年內沒有進行外部融資的公司會享有較低的發行成本，但在長期績效表現的方面，這類公司的績效就明顯劣於前一年內有進行外部融資的公司了。由此結果，我們認為特別股發行後的長期績效和發行前的融資活動是有一定程度的關聯的。

B. 所發行特別股的種類對特別股的影響

Bajaj, Mazumdar, and Sarin (2010)的結果發現可轉換特別股的發行成本較一般特別股為高，而在這個段落我們將更深入比較更多不同種類的特別股其發行成本和發行後長期績效的差異。由於特別股可能同時具有複數的特性，因此我們再分類時以某項「特性」的有無(如可轉換條約的有無)作為依據，檢視各項特性對特別股的影響。

表六列出了根據特別股所擁有的特性進行分類後的平均成本和發行後長期績效的差異檢定結果。表五中顯示一般特別股的平均發行成本為 2.29%，這和 Bajaj, Mazumdar, and Sarin (2010)的結果(2.79%)相比雖然略低，但和可轉換特別股比較所得的結論是相同的；我們可以再一次確認可轉換特別股的發行成本是顯著高於不可轉換特別股的，且其差距幅度高達 0.84%($t=7.39$)，在任何信心水準下此結果均為顯著。除了可轉換特別股之外，可累積特別股的發行成本也較不可累積特別股顯著為高，差額為 0.89%($t=10.55$)；喊價式特別股的發行成本則顯著的大幅低於非喊價式特別股，其差異幅度為 0.80%($t=-12.95$)。

在長期績效的部分，我們可以發現表五中一般特別股的發行後異常報酬在一年到三年內均為負值，事實上，表六中我們只有在可累積特別股中可以觀察到正的發行後異常報酬，且其在發行後一到三年內皆為正值。但長期績效在不同種類間的差異就較不具統計上的顯著性了。

表六 特別股種類對特別股之發行成本和長期績效的影響

項目	個數	平均數	標準差	個數	平均數	標準差	分類間之平均差異	t 值
分類依據		一般特別股		非一般特別股				
發行成本(%)	174	2.2868	1.3382	637	2.4573	0.9842	-0.1706	-1.57
發行後一年之長期績效	174	-0.0329	0.2197	637	-0.0136	0.2276	-0.0192	-1.00
發行後二年之長期績效	174	-0.0222	0.3438	637	-0.0255	0.3872	0.0033	0.10
發行後三年之長期績效	174	-0.0011	0.4368	637	-0.0396	0.5516	0.0385	0.97
分類依據		可轉換特別股		不可轉換特別股				
發行成本(%)	76	3.1846	0.9353	735	2.3418	1.0539	0.8428	7.39 ***
發行後一年之長期績效	76	-0.0054	0.3045	735	-0.0190	0.2165	0.0136	0.38
發行後二年之長期績效	76	-0.08	0.5164	735	-0.0191	0.3607	-0.0609	-1.00
發行後三年之長期績效	76	-0.2161	0.6538	735	-0.0122	0.5111	-0.2039	-2.64 **
分類依據		可累積特別股		不可累積特別股				
發行成本(%)	142	3.156	0.8845	669	2.2647	1.0429	0.8913	10.55 ***
發行後一年之長期績效	142	0.01281	0.2455	669	-0.0242	0.2212	0.0371	1.66 *
發行後二年之長期績效	142	0.00644	0.4242	669	-0.0314	0.3675	0.0379	0.99
發行後三年之長期績效	142	0.01519	0.5751	669	-0.0412	0.5186	0.0564	1.08
分類依據		減價式特別股		非減價式特別股				
發行成本(%)	247	1.8616	0.6235	564	2.6656	1.1334	-0.8039	-12.95 ***
發行後一年之長期績效	247	-0.0177	0.1889	564	-0.0178	0.2406	0.0001	0.01
發行後二年之長期績效	247	-0.0454	0.3025	564	-0.0158	0.4067	-0.0296	-1.15
發行後三年之長期績效	247	-0.0503	0.4912	564	-0.0230	0.5449	-0.0274	-0.71

註：1.發行成本之單位為百分比(%),代表發行成本佔發行總額的比率。

2.* 表示 p-value < 10%; ** 表示 p-value < 5%; *** 表示 p-value < 1%。

根據表六的實證結果，我們發現特別股的種類對發行成本有較顯著的影響，如同過去的研究顯示，可轉換特別股有顯著較高的發行成本，可累積特別股次之，依序為一般特別股和喊價式特別股，其中喊價式特別股的發行成本顯著低於非喊價式特別股。在長期績效的比較結果中，表六的結果顯示只有可累積特別股會有正向的發行後異常報酬，其他特別股在發行後一到三年的實證結果均為負，但各分組間的差距並不明顯；我們並未發現不同種類的特別股對發行後的長期績效會有顯著影響的結果。

C. 發行公司所在的交易所特別股的影響

接下來，我們將樣本中的特別股依照交易所來進行分類，以檢視不同交易所間其發行成本和發行後長期績效是否有所不同。

表七的結果顯示平均發行成本最高的為 Nasdaq 的公司，平均成本為 3.00%，且顯著高於非 Nasdaq 的公司 0.59% ($t=2.12$)。發行成本最低的是 AMEX 公司的 2.11%，其結果也顯著低於非 AMEX 的公司 0.33% ($t=-1.80$)。

長期績效的部分，表七顯示 Nasdaq 的公司有最高的平均異常報酬，且發行後一到兩年內的異常報酬均為正。表七中平均而言績效表現最差的則是 AMEX 的公司，不但發行後一到三年的異常報酬都低於 -0.13，而且前一到二年的異常報酬都顯著低於非 AMEX 的公司。而樣本數最多的 NYSE 公司，其發行成本和長期績效相較於非 NYSE 的公司都沒有顯著差異。

根據表七的結果，我們發現交易所會對發行成本有顯著的影響，平均發行成本最高的是 Nasdaq 的公司，其次依序為 NYSE 和 AMEX 的公司；而長期績效的結果則恰好相反，Nasdaq 的公司平均有最好的長期績效，NYSE 公司居中、AMEX 公司的長期績效表現最差，且只有 AMEX 的公司績效表現顯著低於非 AMEX 的公司。由表七的結果可見，不同的交易所對發行成本和長期績效都會有一定程度的影響。

表七 發行公司所在的交易所對特別股之發行成本和長期績效的影響

項目	個數	平均數	標準差	個數	平均數	標準差	分類間之平均差異	t 值
分類依據		AMEX		非 AMEX				
發行成本(%)	31	2.1055	0.985	778	2.4307	1.0735	-0.3253	-1.80 *
發行後一年之長期績效	31	-0.1308	0.1472	778	-0.0131	0.2277	-0.1177	-4.26 ***
發行後二年之長期績效	31	-0.1491	0.3251	778	-0.0191	0.3793	-0.1300	-1.88 *
發行後三年之長期績效	31	-0.182	0.4782	778	-0.0256	0.5304	-0.1564	-1.62
分類依據		NYSE		非 NYSE				
發行成本(%)	756	2.4144	1.0687	53	2.4732	1.1200	-0.0588	-0.39
發行後一年之長期績效	756	-0.0145	0.2269	53	-0.0608	0.2132	0.0463	1.44
發行後二年之長期績效	756	-0.0243	0.3755	53	-0.0206	0.4151	-0.0037	-0.07
發行後三年之長期績效	756	-0.0323	0.5241	53	-0.0210	0.6019	-0.0113	-0.13
分類依據		Nasdaq		非 Nasdaq				
發行成本(%)	15	2.9973	0.9821	794	2.4073	1.0707	0.5900	2.12 **
發行後一年之長期績效	15	0.02016	0.2518	794	-0.0183	0.2258	0.0384	0.65
發行後二年之長期績效	15	0.00526	0.3952	794	-0.0247	0.3779	0.0299	0.30
發行後三年之長期績效	15	-0.103	0.4845	794	-0.0302	0.5301	-0.0727	-0.53

註：1.發行成本之單位為百分比(%),代表發行成本佔發行總額的比率。

2.* 表示 p-value < 10%; ** 表示 p-value < 5%; *** 表示 p-value < 1%。

D. 發行公司的信用評等對特別股的影響

最後，我們將特別股依發行公司的 S&P 信用評等等級分為投資級和投機級，以檢視其對特別股發行成本和發行後長期績效的影響。

表八中列出了投資級公司和投機級公司的計算結果。在表八裡我們可以再次確認和過去研究相同的結果，投資級公司的發行成本顯著且大幅的低於投機級公司的發行成本，其成本差異高達 1.08% ($t=-13.29$)。但值得注意的是，表八的結果顯示投資級公司和投機級公司的發行後長期績效之差異非常微小且不顯著。

和過去研究結果相同的是，信用評等等級是影響特別股發行成本十分關鍵的因素，投資級公司的發行成本大幅低於投機級公司的發行成本，但兩種公司在發行後長期績效的差異則相當有限。

根據本節的實證結果，我們可以發現使用四種不同面向的方法做分類比較，都可以看到發行成本或長期績效有一定程度的差異，為了更深入探討發行特別股前的融資活動對特別股的影響，在下一節將把樣本依照特別股種類和信用評等等即切割成更小的子樣本，再針對發行前的融資活動進行比較分析。附帶一提的是，由於絕大多數的特別股發行公司都在 NYSE 進行交易，AMEX 和 Nasdaq 的公司分別只有 31 家和 15 家，因此無法再針對個交易所的子樣本檢驗發行前融資活動所造成的影響，所以下一節將不會進行使用各交易所的子樣本的實證研究。

表八 發行公司的信用評等對特別股之發行成本和長期績效的影響

項目	個數	平均數	標準差	個數	平均數	標準差	分類間之平均差異	t 值
分類依據		投資級公司		投機級公司				
發行成本(%)	633	2.1846	0.9829	178	3.2606	0.9459	-1.0760	-13.29 ***
發行後一年之長期績效	633	-0.0177	0.2009	178	-0.0179	0.2994	0.0002	0.01
發行後二年之長期績效	633	-0.0315	0.3347	178	-0.0008	0.5035	-0.0307	-0.77
發行後三年之長期績效	633	-0.0415	0.4812	178	-0.0048	0.6725	-0.0462	-0.86

註：1.發行成本之單位為百分比(%),代表發行成本佔發行總額的比率。

2.* 表示 p-value < 10%; ** 表示 p-value < 5%; *** 表示 p-value < 1%。

第三節 發行前的融資活動對不同種類特別股的影響

由上一節所得到的實證結果，似乎顯示前一年內的融資活動會對特別股的發行成本和長期績效有一定程度的影響，為了進一步確認此種影響的效果，我們接下來把樣本依種類和信用評等等級切割成較小的子樣本，再深入探討發行前的融資活動對特別股的影響。

1. 發行特別股前一年內的融資活動對一般特別股的影響

我們首先選取樣本中的一般特別股(straight preferred stock)共 174 筆資料來形成一個子樣本，來檢視發行前的融資活動對一般特別股有何影響。表九中可以看到各分類間的一般特別股發行成本都沒有顯著的差異，在長期績效的部分，前一年內沒有進行外部融資的公司，出現了和表五相反的結果；反而是前一年內沒有進行外部融資的公司在發行後第二、三年內有較好且為正的異常報酬，但其顯著性不如完整樣本下的表五所得的結果。整體而言，在一般特別股的子樣本中，表九呈現出的結果較沒有顯著的差異。

相較於表五在發行成本及長期績效上的顯著差異，前一年內進行外部融資的有無在表九的一般特別股子樣本中呈現出不同的結果，這可能代表發行前的融資活動所造成的影響會因特別股的種類而有所不同。

表九 前一年內的融資活動對一般特別股之發行成本和長期績效的影響

項目	個數	平均數	標準差	個數	平均數	標準差	分類間之平均差異	t 值
分類依據	前一年內有發行特別股			前一年內沒有發行特別股				
發行成本(%)	78	2.2561	1.3252	96	2.3116	1.3551	-0.0555	-0.27
發行後一年之長期績效	78	-0.0511	0.2169	96	-0.0180	0.2220	-0.0331	-0.99
發行後二年之長期績效	78	-0.0708	0.3277	96	0.0173	0.3531	-0.0882	-1.69 *
發行後三年之長期績效	78	-0.0235	0.4083	96	0.0171	0.4599	-0.0406	-0.61
分類依據	前一年內有發行普通股			前一年內沒有發行普通股				
發行成本(%)	65	2.519	1.6107	109	2.1483	1.1311	0.3707	1.63
發行後一年之長期績效	65	-0.0168	0.1925	109	-0.0425	0.2347	0.0257	0.75
發行後二年之長期績效	65	-0.0273	0.3352	109	-0.0191	0.3503	-0.0082	-0.15
發行後三年之長期績效	65	-0.0609	0.4245	109	0.0345	0.4420	-0.0954	-1.40
分類依據	前一年內有發行債券			前一年內沒有發行債券				
發行成本(%)	97	2.3645	1.357	77	2.1888	1.3164	0.1757	0.86
發行後一年之長期績效	97	-0.0399	0.2171	77	-0.0240	0.2240	-0.0160	-0.48
發行後二年之長期績效	97	-0.0441	0.3543	77	0.0055	0.3303	-0.0496	-0.95
發行後三年之長期績效	97	-0.06	0.4314	77	0.0731	0.4349	-0.1331	-2.02 **
分類依據	前一年內有進行外部融資			前一年內沒有進行外部融資				
發行成本(%)	135	2.3008	1.3787	39	2.238	1.2028	0.0628	0.26
發行後一年之長期績效	135	-0.0299	0.2134	39	-0.0432	0.2428	0.0133	0.33
發行後二年之長期績效	135	-0.0336	0.3263	39	0.0173	0.4008	-0.0509	-0.73
發行後三年之長期績效	135	-0.0311	0.4237	39	0.1029	0.4704	-0.1341	-1.70 *

註：1.發行成本之單位為百分比(%),代表發行成本佔發行總額的比率。2.* 表示 p-value < 10%; ** 表示 p-value < 5%; *** 表示 p-value < 1%。

2. 發行特別股前一年內的融資活動對可轉換特別股的影響

同樣地，接下來我們選取樣本中的 76 筆可轉換特別股形成一個新的子樣本來進行分析，並將其分析結果列於表十。此外，由於這個子樣本中前一年有發行普通股的僅有一筆特別股，因此表中沒有列出關於發行普通股的比較結果。

在表十中我們同樣發現可轉換特別股的發行成本不太會因為發行前融資活動的有無而有所不同，但在長期績效的結果方面，我們可以看到前一年內有發行特別股或債券的公司，在發行後前兩年內都會有正向的異常報酬；而在前一年內沒有進行外部融資的公司其發行後一到三年的異常報酬皆為負。這樣的結果和表五是較為一致的，我們還可以看到在發行後一年的異常報酬，前一年內沒有進行外部融資的公司其結果顯著劣於前一年內有進行外部融資的公司，其差額為 0.13($t=1.90$)。表十中還可以看到前一年內有發行債券的公司在發行特別股後一年的表現會顯著優於前一年內沒有發行債券的公司。

在可轉換特別股的子樣本中，發行前的融資活動對長期績效仍有一定程度的影響，雖然針對前一年內使用特別股融資的有無進行分類的結果沒有顯著差異，但可以看到前一年有進行融資活動的公司大多有較高的長期異常報酬，且在特別股發行的一年後最為顯著。

表十 前一年內的融資活動對可轉換特別股之發行成本和長期績效的影響

項目	個數	平均數	標準差	個數	平均數	標準差	分類間之平均差異	t 值
分類依據	前一年內有發行特別股			前一年內沒有發行特別股				
發行成本(%)	14	2.8872	0.7972	62	3.2517	0.9567	-0.3645	-1.32
發行後一年之長期績效	14	0.03756	0.2808	62	-0.0151	0.3110	0.0527	0.58
發行後二年之長期績效	14	0.02755	0.6372	62	-0.1043	0.4879	0.1318	0.86
發行後三年之長期績效	14	-0.094	0.8025	62	-0.2437	0.6198	0.1497	0.77
分類依據	前一年內有發行債券			前一年內沒有發行債券				
發行成本(%)	26	2.993	0.7349	50	3.2842	1.0167	-0.2911	-1.29
發行後一年之長期績效	26	0.09968	0.313	50	-0.0601	0.2882	0.1598	2.23 **
發行後二年之長期績效	26	0.01057	0.523	50	-0.1271	0.5119	0.1376	1.10
發行後三年之長期績效	26	-0.0484	0.5765	50	-0.3033	0.6797	0.2550	1.63
分類依據	前一年內有進行外部融資			前一年內沒有進行外部融資				
發行成本(%)	33	2.9860	0.7416	43	3.3369	1.0432	-0.3509	-1.64
發行後一年之長期績效	33	0.0692	0.3106	43	-0.0627	0.2905	0.1318	1.90 *
發行後二年之長期績效	33	-0.0220	0.5591	43	-0.1245	0.4831	0.1026	0.86
發行後三年之長期績效	33	-0.1374	0.6766	43	-0.2765	0.6372	0.1391	0.92

註：1.發行成本之單位為百分比(%),代表發行成本佔發行總額的比率。2.由於可轉換特別股中前一年內有發行普通股的僅有一筆資料,因此本表未列入有無發行普通股之分類。3.*表示 p-value < 10%; **表示 p-value < 5%; ***表示 p-value < 1%。

3. 發行特別股前一年內的融資活動對可累積特別股的影響

本節的最後將要針對由樣本中的 142 筆可累積特別股所形成的子樣本來進行分析；由於此子樣本中沒有前一年內有發行普通股的特別股發行資料，因此同樣沒有列出發行普通股的分析結果。可累積特別股子樣本的實證結果列於表十一。

表十一的結果發現和一般特別股即可累積特別股相當不同的結果。我們可以在表十一看到針對發行前的融資活動的三種分類方式，在長期績效上都沒有顯著的差異，但在發行成本上則有相當顯著的結果。表十一在發行成本上顯示了和表五完全相反的結果，表十三中我們發現前一年內有發行債券的公司其特別股的發行成本比前一年內沒有發行債權的公司顯著低了 0.42%($t=-3.09$)；而在前一年內沒有進行外部融資的公司其特別股的發行成本反而是比前一年內有進行外部融資的公司顯著高了 0.44%($t=2.44$)。

表十一中的對於發行成本的結果和表五是完全相反的，雖然同樣是前一年內發行債券的有無和進行外部融資的有無這兩項分類有顯著的不同，但差異的方向卻是完全相反。

在這節的各個子樣本中，我們可以發現發行前的融資活動對特別股的影響，在不同種類的特別股中其影響的效果是有所不同的，前一年內有進行外部融資(尤其是使用債券)在可累積特別股中可以觀察到顯著較低的發行成本，而在一般特別股和可轉換特別股的子樣本中都沒有這個現象。而長期績效的部分三個子樣本所得到的比較結果都較不顯著。我們發現發行前的融資活動主要會對可累積特別股的發行成本有所影響，其中以使用債券的影響最為明顯，而且其影響方向和使用完整樣本(針對所有特別股)進行分析時是相反的。

表十一 前一年內的融資活動對可累積特別股之發行成本和長期績效的影響

項目	個數	平均數	標準差	個數	平均數	標準差	分類間之平均差異	t 值
分類依據	前一年內有發行特別股			前一年內沒有發行特別股				
發行成本(%)	63	3.1234	0.8599	79	3.1820	0.9083	-0.0587	-0.39
發行後一年之長期績效	63	0.02194	0.2246	79	0.0055	0.2622	0.0164	0.40
發行後二年之長期績效	63	0.01554	0.3942	79	-0.0008	0.4491	0.0164	0.23
發行後三年之長期績效	63	0.01035	0.4575	79	0.0191	0.6569	-0.0087	-0.09
分類依據	前一年內有發行債券			前一年內沒有發行債券				
發行成本(%)	96	3.0185	0.9455	46	3.4430	0.6630	-0.4246	-3.09 ***
發行後一年之長期績效	96	-0.0025	0.2563	46	0.0447	0.2207	-0.0472	-1.07
發行後二年之長期績效	96	-0.0261	0.4198	46	0.0744	0.4300	-0.1005	-1.33
發行後三年之長期績效	96	0.00918	0.5172	46	0.0277	0.6866	-0.0185	-0.16
分類依據	前一年內有進行外部融資			前一年內沒有進行外部融資				
發行成本(%)	113	3.0660	0.8967	29	3.5067	0.7506	-0.4406	-2.44 ***
發行後一年之長期績效	113	0.0103	0.2479	29	0.02281	0.2402	-0.0126	-0.25
發行後二年之長期績效	113	-0.0055	0.4160	29	0.05312	0.4596	-0.0587	-0.66
發行後三年之長期績效	113	0.0104	0.5266	29	0.03371	0.7456	-0.0233	-0.16

註：1.發行成本之單位為百分比(%),代表發行成本佔發行總額的比率。2.由於可累積特別股中沒有前一年內有發行普通股的資料,因此本表未列入有無發行普通股之分類。3.* 表示 p-value < 10%; ** 表示 p-value < 5%; *** 表示 p-value < 1%。

第四節 發行前的融資活動對信評等級不同公司所發行之特別股的影響

在這一節裡，我們依照特別股發行公司 S&P 信用評等等級，將樣本分成投資級公司(信用評等 BBB(含)以上)和投機級公司兩個子樣本，並針對發行前一年內的融資活動來進行分析比較。

1. 發行特別股前一年內的融資活動對投資級公司所發行的特別股的影響

首先，我們選取樣本中發行公司的 S&P 信用評等為 BBB(含)以上的 633 筆特別股發行資料為一子樣本，並探討此子樣本中發行前的融資活動對特別股的發行成本和長期績效的影響。比較結果列於表十二。

在本研究所使用的所有子樣本中，和完整樣本的結果最接近的就是表十二中使用的投資級公司子樣本。我們可以看到前一年內有發行債券的公司，其發行成本比前一年內沒有發行債券的公司顯著高出 0.47%($t=5.28$)，其發行後二年和三年的異常報酬分別顯著高出 0.06($t=1.83$)和 0.08($t=2.02$)；且前一年內有發行債券的公司在發行特別股的二到三年後都有正向的異常報酬。

如果單看前一年內進行外部融資活動的「有無」，由表十二中我們可以發現前一年內有進行外部融資的公司雖然發行成本顯著較前一年內有進行外部融資的公司低了 0.33%($t=4.04$)，但其發行後一到三年的異常報酬也都顯著較低，差額分別為 -0.04($t=2.55$)、-0.07($t=2.75$)、-0.11($t=2.93$)；而且這類在前一年內沒有進行外部融資的公司在發行特別股後三年內都會面對負的異常報酬。

表十二的結果和完整樣本下計算出的表五結果十分類似，我們可以由表十二發現前一年內有發行債券的公司在發行特別股時會有較高的發行成本和較佳的發行後長期績效；前一年內沒有進行外部融資的公司則是剛好相反，會有較低的特別股發行成本和較差的發行後長期績效。

表十二 前一年內的融資活動對投資級公司所發行的特別股之發行成本和長期績效的影響

項目	個數	平均數	標準差	個數	平均數	標準差	分類間之平均差異	t 值
分類依據	前一年內有發行特別股			前一年內沒有發行特別股				
發行成本(%)	160	2.292	1.172	473	2.1482	0.9087	0.1438	1.42
發行後一年之長期績效	160	0.00294	0.2183	473	-0.0247	0.1943	0.0276	1.42
發行後二年之長期績效	160	-0.0178	0.3481	473	-0.0362	0.3302	0.0184	0.60
發行後三年之長期績效	160	0.00845	0.5457	473	-0.0583	0.4567	0.0668	1.52
分類依據	前一年內有發行普通股			前一年內沒有發行普通股				
發行成本(%)	47	2.0382	1.4535	586	2.1963	0.9358	-0.1581	-0.73
發行後一年之長期績效	47	-0.0268	0.195	586	-0.0170	0.2015	-0.0099	-0.32
發行後二年之長期績效	47	-0.0125	0.2827	586	-0.0331	0.3386	0.0206	0.41
發行後三年之長期績效	47	-0.0032	0.3285	586	-0.0445	0.4915	0.0413	0.79
分類依據	前一年內有發行債券			前一年內沒有發行債券				
發行成本(%)	201	2.5045	1.106	432	2.0357	0.8827	0.4688	5.28 ***
發行後一年之長期績效	201	-0.0096	0.2181	432	-0.0215	0.1924	0.0119	0.66
發行後二年之長期績效	201	0.00673	0.3808	432	-0.0493	0.3097	0.0561	1.83 *
發行後三年之長期績效	201	0.01501	0.4951	432	-0.0677	0.4729	0.0827	2.02 **
分類依據	前一年內有進行外部融資			前一年內沒有進行外部融資				
發行成本(%)	280	2.3673	1.1667	353	2.0397	0.7799	0.3276	4.04 ***
發行後一年之長期績效	280	0.0055	0.2171	353	-0.0361	0.1853	0.0415	2.55 **
發行後二年之長期績效	280	0.0102	0.3670	353	-0.0647	0.303	0.0749	2.75 ***
發行後三年之長期績效	280	0.0212	0.5060	353	-0.0911	0.4552	0.1123	2.93 ***

註：1.發行成本之單位為百分比(%)，代表發行成本佔發行總額的比率。2.* 表示 p-value < 10%; ** 表示 p-value < 5%; *** 表示 p-value < 1%。

2. 發行特別股前一年內的融資活動對投機級公司所發行的特別股的影響

在本節的最後，我們利用發行公司為信用評等為投機級的 178 筆特別股發行資料所形成的子樣本，就發行前的融資活動對發行成本和發行後的長期績效進行比較分析。其結果列於表十三。

相較於呈現出和完整樣本類似結果的投資級公司子樣本，使用投機級公司子樣本計算而得的表十三則有著和先前不同的結果。表十三的結果顯示不論是前一年內發行特別股、普通股或債券的有無，還是只看前一年內進行外部融資活動的有無，都沒有發現其對特別股的發行成本和發行後長期績效有顯著的影響，顯示不論前一年融資活動的有無和種類，對投機級公司所發行的特別股影響都十分有限。

在這一節的實證結果中，我們可以發現除了特別股的種類之外，信用評等等級也是探討發行前融資活動對特別股的影響程度的重要因素，雖然投資級公司和投機級公司所發行的特別股只有在發行成本上有顯著的差異；但投資級的公司若在發行特別股前一年內有進行外部融資，則平均而言會有顯著較佳的績效表現，尤其是當前一年內發行債券進行融資時，效果會比使用其他融資工具來的大。

綜合本章的實證結果，我們可以發現發行前的融資活動對特別股的發行成本和發行後長期績效是會有一定程度的影響的，且其影響的幅度和方向會隨特別股的種類不同和發行公司的信用評等不同而有所改變。整體而言，在發行特別股前一年內有進行外部融資(特別是使用債券)的公司，雖然可能會有較高的發行成本，但其平均的長期績效也會較佳；而在前一年內沒有進行外部融資的公司則往往會有較低的發行成本和較差的發行後長期績效。

表十三 前一年內的融資活動對投機級公司所發行的特別股之發行成本和長期績效的影響

項目	個數	平均數	標準差	個數	平均數	標準差	分類間之平均差異	t 值
分類依據	前一年內有發行特別股			前一年內沒有發行特別股				
發行成本(%)	62	3.1757	0.9953	116	3.3060	0.9197	-0.1303	-0.88
發行後一年之長期績效	62	-0.0044	0.2828	116	-0.0252	0.3088	0.0208	0.44
發行後二年之長期績效	62	0.03029	0.5384	116	-0.0175	0.4853	0.0478	0.60
發行後三年之長期績效	62	0.03312	0.6237	116	-0.0104	0.6993	0.0435	0.41
分類依據	前一年內有發行普通股			前一年內沒有發行普通股				
發行成本(%)	22	3.462	1.4824	156	3.2322	0.8471	0.2299	0.71
發行後一年之長期績效	22	-0.0147	0.1874	156	-0.0184	0.3124	0.0037	0.08
發行後二年之長期績效	22	-0.029	0.417	156	0.0031	0.5155	-0.0321	-0.28
發行後三年之長期績效	22	-0.1706	0.5559	156	0.0295	0.6853	-0.2001	-1.31
分類依據	前一年內有發行債券			前一年內沒有發行債券				
發行成本(%)	93	3.2541	0.8565	85	3.2677	1.0402	-0.0136	-0.10
發行後一年之長期績效	93	0.01021	0.2851	85	-0.0487	0.3130	0.0589	1.31
發行後二年之長期績效	93	-0.0238	0.4779	85	0.0242	0.5318	-0.0480	-0.63
發行後三年之長期績效	93	-0.012	0.5844	85	0.0231	0.7605	-0.0351	-0.34
分類依據	前一年內有進行外部融資			前一年內沒有進行外部融資				
發行成本(%)	119	3.2790	0.8506	59	3.2235	1.1211	0.0554	0.34
發行後一年之長期績效	119	0.0060	0.2878	59	-0.0661	0.3186	0.0721	1.52
發行後二年之長期績效	119	0.0062	0.4975	59	-0.015	0.5193	0.0211	0.26
發行後三年之長期績效	119	0.0080	0.6333	59	-0.0017	0.751	0.0097	0.09

註：1.發行成本之單位為百分比(%)，代表發行成本佔發行總額的比率。2.* 表示 p-value < 10%; ** 表示 p-value < 5%; *** 表示 p-value < 1%。

第五章 結論

在這篇研究中，我們嘗試從四個面向針對特別股的發行成本和發行後長期績效作有系統的分析。我們利用 Bajaj, Mazumdar, and Sarin (2010)的做法來計算特別股的發行成本，並使用買入持有異常報酬模型和 Fama and French 三因子模型來計算特別股發行後公司的長期績效。我們參考過去文獻所探討關於影響發行成本和長期績效的因素，定義出四個方向的分類方式來對特別股進行分析比較。本文中所使用的四個面向分別為：特別股發行前一年內的融資活動、所發行的特別股種類、發行公司所在的交易所和發行公司的信用評等。我們的實證結果中發現以上的四種指標都對各自發行成本或發行後的長期績效有一定程度的影響。

發行成本的實證結果除了和 Bajaj, Mazumdar, and Sarin (2010)的結果相符合之外，我們又發現特別股發行前融資活動的有無會對發行成本有顯著的影響。在完整樣本的結果發現若公司在發行特別股前一年內債券融資，該筆特別股的發行成本會比前一年內沒有發行債券的公司顯著為高；另外前一年內沒有進行外部融資的公司則會有顯著較低的特別股發行成本。如果依照特別股種類進行分析，可以發現發行成本最高的為可轉換特別股，其次依序為可累積特別股、一般特別股和喊價式特別。發行公司所在的交易所也會影響特別股的發行成本，我們發現在 Nasdaq 進行交易的公司其特別股發行成本顯著高於其他公司，在 AMEX 交易的公司的特別股發行成本則顯著低於其他公司，在 NYSE 交易公司的特別股發行成本則介於前兩者之間。而發行公司的信用評等方面，我們和過去的研究一樣發現投資級公司的特別股發行成本會較投機級公司的特別股發行成本為低，而且是各種分類法中差距最大的一項。

在長期績效的部分，我們發現最顯著的差異出現在將特別股依前一年內融資活動的有無來進行分類時；前一年內沒有進行外部融資的公司，雖然其特別股的發行成本較低，但在發行後一到三年內的異常報酬均為負值，反之前一年內有進行外部融資的公司其一到三年內的異常報酬皆為正；重要的是這兩者的差異在統計上十分顯著。

我們也針對特別股的種類和發行公司的信用評等等級把樣本切割成較小的子樣本，來檢視各子樣本中前一年內的融資活動對特別股的影響。在發行成本方面，使用可累積特別股的子樣本計算的結果和使用完整樣本下是相反的，在前一年內使用負債融資的公司會有較低的特別股發行成本，而前一年內沒有進行外部融資的公司則有較高的發行成本。

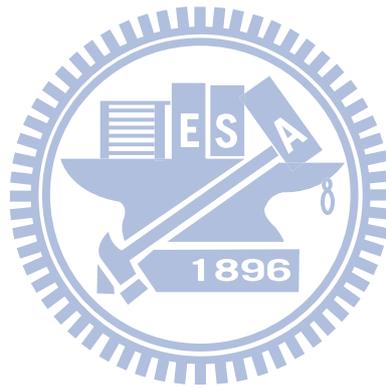
各個子樣本中和完整樣本結果最為類似的是投資級公司的子樣本，在這個子樣本中門發現前一年內有發行債券的公司會有較高的發行成本和較佳的長期績效，而前一年內沒有進行外部融資的公司則會有較低的發行成本和較差的長期績效；且以上的結果在統計上均為顯著。

關於長期績效的實證結果，和 Howe and Lee (2006)的結果是有些許出入的，我們發現特別股發行後的長期績效並不能只關注在「發行特別股」這一事件上，而是和其發行背景與發行前的融資活動有密切的關係，在不同的發行背景下，發行前的融資活動對特別股帶來的影響也會有所不同，在進行特別股的相關研究時，這些在「特別股發行」背後的資訊也是必須考量的因素。

經由這些發現，可以看到發行特別股的影響對投資級公司較為顯著，我們推測是當一間公司進行特定決策時，若該公司本身有巨公信力的良好評價，則其對外融資可能會放出公司營運順利、擴大經營的訊息，使公司有較佳的異常報酬，承銷商也會希望能從其身上賺取更多的利潤。反之如果是本身的風評已經較為負面的投機級公司，其進行外部融資對投資人和承銷商而言解讀的方式就各有不同，也較不會呈現出一致的結果。我們認為除了公司的決策外，進行決策的公司之本質也是影響其決策結果的重要因素。

本篇研究希望能夠為公司在特別股融資時帶來某些可用的資訊，我們發現特別股在不同的情境下會有不同的發行成本和長期績效，可藉此作為公司使用特別股融資時選擇優勢策略的依據。公司可針對其需求和當下的時空背景來選擇最適當的特別股進行融資。

對於本研究的後續建議，除了可以嘗試將發行成本和績效做更直接的連結之外，最主要必須克服合併不同資料庫的資料時樣本數減少的問題，如此一來還可以更進一步連結到公司的財務面，探討不同類型的公司使用特別股融資的行為和效果有何異同。除此之外，近年來實施的新會計準則對使用特別股融資的動機又會有何衝擊與改變，實際反映在市場上的狀況又是如何？這些都是未來關於特別股這塊領域可以探討的問題。如果再換一個角度想，除了特別股之外，發行普通股時發行公司的不同是不是也會對普通股造成特殊的影響？除了發行成本和長期績效之外，發行時的跌價也可以列入研究的對象。綜合普通股、特別股，甚至延伸到債券的融資行為，都可以嘗試利用本篇研究的觀點來分析比較，以更進一步去探討外部融資對公司的影響。



參考文獻

1. Altinkihc, Oya and Robert S. Hansen, "Are There Economies of Scale in Underwriting Fees? Evidence of Rising External Financing Costs", The Review of Financial Studies, Vol. 13, No. 1, pp. 191-218, Spring 2000.
2. Bajaj, Mukesh, Sumon C. Mazumdar, and Atulya Sarin, "The Costs of Issuing Preferred Stock", Journal of Financial Research, Forthcoming.
3. Barber, Brad M. and John D. Lyon, "Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics", Journal of Fincial Economics, 43, pp. 341-372, 1997.
4. Cheng, C.S. Agnes, Cathy Liu, Kaye Newberry, and Kenneth John Reichelt, "Should Preferred Stock be Classified as a Liability? Evidence from Implied Cost of Common Equity Capital", working paper, September 2007.
5. Emanuel, David, "A Theoretical Model for Valuing Preferred Stock", The Journal of Finance, Vol. 38, No. 4, pp. 1133-1155, September 1983.
6. Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, "Common risk factors in the returns on stocks and bonds", Journal of Financial Economics, 33, pp. 3-56, 1993.
7. Howe, John S. and Hongbok Lee, "The long-run stock performance of preferred stock issuers", Review of Financial Economics, 15, pp. 237-250, 2006.
8. Hull, Robert M. and Richard Fortin, "Issuance Expenses and Common Stock Offerings for Over-the-Counter Firms", Journal of Small Business Finance, Vol. 3, No. 1, 1994.
9. Hull, Robert M. and Robert Kerchner, "Issue costs and common stock offerings", Financial Management, Winter 1996.
10. Kallberg, Jarl G., Crocker H. Liu, and Sriram V. Villupuram, "Preferred Stock: Some Insights into Capital Structure", working paper, March 2008.
11. Lee, Inmoo, Scott Lochhead, Jay Ritter, and Quanshui Zhao, "The Costs of Raising Capital", The Journal of Financial Research, Vol. 19, No. 1, pp.59-74, Spring 1996.

12. Lucas, Deborah J. and Robert L. McDonald, "Equity Issues and Stock Price Dynamics", The Journal of Finance, Vol. 45, No. 4, pp. 1019-1043, September 1990.
13. Lyon, John D., Brad M. Barber, and Ching-Ling Tsai, "Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns", The Journal of Finance, Vol. 54, No. 1, pp. 165-201, February 1999.
14. Mikkelson, Wayne H. and M. Megan Partch, "Valuation effects of security offerings and the issuance process", Journal of Financial Economics, 15, pp. 31-60, 1986.
15. Pinegar, J. Michael and Ronald C. Lease, "The Impact of Preferred-for-Common Exchange Offers on Firm Value", The Journal of Finance, Vol. 41, No. 4, pp. 795-814, September 1986.
16. Ravid, S. Abraham, Itzhak Venezia, Aharon Ofer, Vicente Pons, and Shlomith Zuta, "When are preferred shares preferred? Theory and empirical evidence", Journal of Financial Stability, 3, pp. 198-237, 2007.
17. Stevenson, Richard A., "Retirement of Non-Callable Preferred Stock", The Journal of Finance, Vol. 25, No. 5, pp. 1143-1152, December 1970.

