

修平技術學院

財務金融系

融資限制的原因

指導老師：張呈徽老師

姓名：黃國隆

學號：BL96011

姓名：林楷為

學號：BL96032

姓名：丁彥豪

學號：BL96046

姓名：饒丞偉

學號：BN96089

中華民國九十九年十二月

目 錄

目錄	I
表目錄	II
中文摘要	III
第壹章 前言	1
第貳章 文獻回顧與探討	2
第參章 資料來源與實證結果	6
3-1 事件研究法	6
第肆章 T 檢定實證結果	9
4-1 有無融資限制的 T 統計檢定	9
第伍章 迴歸分析實證結果	13
第陸章 結論	16
參考文獻	17

表目錄

表 3-1	樣本的基本統計量	8
表 4-1	T 檢定的結果	12
表 5-1	迴歸分析的結果	15

中文摘要

本文最主要是探討影響公司遭遇融資限制的因素為何。電子業與非電子業討論產業別不同時，影響公司遭遇融資限制的因素是否有所不同。銀行往來角度探討與現金流量敏感度衡量與公司投資與內部資金與上櫃公司轉上市宣告股價反應與公司投資與財務資訊品質與企業盈餘管理影響之研究。

第壹章 前言

自從1950年代末期 Modigliani 與 Miller(1958)提出著名的『資本結構與投資無關』(以下簡稱MM理論)，說明市場在完美狀態下，企業資本結構與投資決策無關，也就是說不論企業的資源來源是來自股權融資、負債融資與自有資金融資，並不會影響公司投資決策與公司的價值。但是上述的假設，似乎與實際的現象不符，Bernanke and Gertler(1989)、Calstrom and Fuerst(1997)與Kiyotaki and Moore(1997)等皆對MM理論提出質疑，其主要的理由在於資訊不對稱的問題。

資訊不對稱的問題，可分為『逆選擇』及『道德危險』兩部份。所謂『逆選擇』的部份主要指的是交易前的資訊不對稱，舉例來說，購買中古車時，只有中古車的賣方清楚瞭解車子的好壞，買方並無完全的資訊瞭解車子的好壞，因此買方並無法針對採取好車出高價，壞車出低價的交易策略，只能採取平均價格的方式，如此一來市場中的好車將陸續退回市場，中古車市場將只剩壞車在進行交易，最後中古車市場將乏人問津。同樣的，在借貸市場與股票市場也遭遇到相同的問題，只有公司本身自己才有公司營運狀況的完全資訊，其他投資人並無公司經營的完全資訊，因此投資人無法正確判斷出好公司，而對真正好的公司付出高的價格購買該公司的股票，或是願意接受以較低的利率接受該公司所發行的公司債。其次，『道德危險』的部份指的是交易後的資訊不對稱，舉例來說，保險契約簽立之後，被保險人的後續行為，其實保險公司並無法完全明瞭，此時對保險公司而言，其就可能面臨到被保險人故意違背契約，從而產生詐領保險金的風險。同樣的，在借貸市場與股票市場也遭遇到相同的問題，貸方與投資人並無法清楚瞭解公司取得資金之後，是否有遵守先前的承諾。

由於上述的『逆選擇』及『道德危險』所造成的資訊不對稱，造成企業常面臨財務限制的融資問題，導致公司內部資金成本與來自外部資金成本有很大落差，因此無法如MM理論所言，公司不需持有自有資金，需要的時後，只需透過外部融資的方式取得資金，如此一來將造成公司許多投資決策無法正常進行，公司的發展與營運將遭遇許多的組礙。而以上的原因造成外部資金無法取代內部資金，使投資計畫受到限制的情況，可稱之為『融資限制(Financing Constraints)』。因此，了解那些因素會造成公司遭遇到融資限制，就變成是一個重要的課題。

本文最主要的目的有二：一是探討影響公司遭遇融資限制的因素為何。二是電子業與非電子業討論產業別不同時，影響公司遭遇融資限制的因素是否有所不同。而研究的內容可分為六節，第一節為前言，第二節為文獻回顧，第三節為資料來源，第四節為T檢定的實證結果，第五節為迴歸分析之實證結果，第六節為則為結論。

第貳章 文獻回顧與探討

一、吳懿成(2009)

財務報表為外部人與公司傳遞資訊的工具，為了降低外界的疑慮及取得公司所需資金，經理人必須重視財務報表的表達，甚至進行盈餘管理以美化財務報表。融資限制公司除了較高的財務風險外，比低融資限制的公司有更高的資金需求壓力，也因此更具盈餘管理的動機。過去相關文獻多以事件研究為導向，觀察公司是否因資金需求而進行盈餘管理。而本文的目的除了觀察融資限制公司是否因資金需求而有顯著的盈餘管理行為外，也希望瞭解不同原因的融資限制是否會導致不同的盈餘管理型態。本文實證結果發現融資限制公司確實會以盈餘管理來降低資訊不對稱所帶來的負面影響，當將成長機會納入考慮後，發現融資限制且低成長的公司有顯著的避免損失行為，而融資限制且高成長的公司則有避免損失及盈餘平穩化的型態，目的可能是為了降低資金成本以及傳遞公司訊息；對於低融資限制的公司而言，盈餘管理型態普遍不顯著，但小規模公司則不論成長機會高低皆呈現積極的會計策略型態，可能原因為經理人藉由操縱應計項目達成盈餘目標、獎酬計畫或掩飾投資不效率等目的。

二、鄭淑菁(2008)

本研究旨在探討企業之資訊揭露透明度與融資限制對其股票在系統風險上的影響。過去相關文獻多以單一因素探討與系統風險間的關聯性，而且也只針對公司特性、財務面因素或對資本市場影響進行分析，缺乏更週延之考量。準此，本研究嘗試由資訊不對稱之觀點，同時考量公司治理之管理面以及企業財務之績效面，結合非財務變數之資訊揭露透明度與財務變數之融資限制，證實此二者對市場系統風險確實造成影響。再者，本研究依據資訊揭露透明度與融資限制程度高低加以區分為數個等級，並利用此分類屬性將樣本區隔成 12 個群集，以深入檢視對系統風險的個別影響程度。迴歸結果指出，資訊揭露透明度以及融資限制與系統風險間分別都呈現顯著正相關。進一步依資訊揭露評鑑等級與融資限制程度分別將樣本予以分群，經基點分析與母無數檢定後發現，各揭露評鑑等級與系統風險間呈現遞增但不一定顯著之關係，當評鑑等級從 C 等級 (B 等級) 上升一級至 B 等級 (A 等級) 時，評鑑等級與系統風險間不具 (具) 顯著性，本研究推測其原因為：B、C 等級企業其揭露程度相對偏低，暗示其股票有著較高的不確定性與風險，投資者多數抱持保守的態度，導致其股票流動性低，故其評鑑等級上升對系統風險不產生太大的變動與影響。然而由 B 等級上升至 A 等級之企業，其資訊透明度良好因而使投資者投資信心增加，導致股票產生

較大的波動，系統風險因而明顯增大。此外，本研究發現評鑑等級（融資限制）相同之企業，融資限制（評鑑等級）愈高之股票，其系統風險愈高。

三、黃俊能(2008)

本文檢驗融資限制對於公司財務資訊品質與投資效率之影響，以及財務資訊品質與投資效率之關聯性，並進一步從控制公司治理後，探討融資限制與財務資訊品質之關聯性。研究期間為 1998 年至 2005 年，以台灣上市公司為研究對象。本文實證結果發現，某些融資限制分類方式對投資不足呈正向顯著關係、當以公司規模做為融資限制之分類時，發現可能由於大公司已經有一定的市場佔有率，故反而較有可能較會操弄盈餘，和財務資訊品質呈負向顯著關係。而財務資訊品質與投資不足呈負向顯著關係。當公司存有融資限制時，財務資訊品質會使公司投資不足更形嚴重。公司治理機制能發揮監督功能並提升財務資訊品質。

四、洪景翔(2008)

台灣股票交易的管道包括櫃臺市場與集中市場，兩者不論在交易規模與流動性上均有極大的差異，市場訊息的透明程度也有顯著地的不同，上櫃公司一旦成功上市，原先因訊息不對稱所造成的外部融資限制問題將可獲得改善。本研究以台灣地區上櫃轉上市公司為樣本，探討面臨到融資限制時上櫃公司其上市宣告股價效應的差異。本研究初步的發現如下：

- 一、本研究以「證交所董事會通過日」為其事件宣告日，就全部樣本而言整體的累積異常報酬為負值，和先前文獻結果相似。代表投資人對於企業上櫃轉上市給予負面的評價。
- 二、就「非集團且成長機會高」的公司其累積平均異常報酬會比「集團且成長機會高」的公司整體趨勢來的高；相對的在「集團且成長機會低」的公司其累積平均異常報酬會比「非集團且成長機會低」的公司整體趨勢還來的低，因此「非集團且成長機會高」所屬公司在整體而言藉由轉上市會有明顯優勢上的存在。
- 三、當公司屬於「非集團且成長機會高」，公司則利用轉上市籌措資金會提升公司整體的累積異常報酬，投資人對於上櫃轉上市宣告給予正面的評價；當公司屬於「集團且成長機會低」，公司利用轉上市不會提升公司整體的累積異常報酬，公司可能基於把握「市場時機」的成份居高，因此股價會出現大幅度向下調整。

五、顏莉維(2007)

本研究檢驗融資限制與投資短視間的關係，因過去的文獻在探討投資短視時，大都是從公司治理面來探討，而未探討資金面對投資短視的影響，因此本研究特別加入資金面的看法，也就是在融資限制下企業是否會因資金借貸困難而有短視行為的發生？

本研究以台灣地區 2001 年到 2005 年 323 家上市公司為研究標的，利用衡量經理人幹練水

準與盈餘預測次數對研發支出影響的模型下，再依四種融資限制分類標準，分成融資限制高低兩組，結果發現僅在部分融資限制分類下，才有融資限制導致投資短視的效果，大部分的結果仍是支持原本的理論，也就是經理人幹練水準及盈餘預測次數是造成投資短視的原因，代理問題仍然是短視投資的主因。

六、談玉涵(2007)

當公司面臨內外部資金成本不一，外部資金成本大於內部資金成本時，會面臨融資限制問題，所以若公司擁有資產實質性作為擔保抵押來源，將會增加借入的能力且外部融資成本則相對減少。

本研究旨在探討不同融資限制下，內部資金(含現金流量與資產實質性)和公司投資決策間之相關性，樣本期間為民國八十七年至九十四年底，透過門檻迴歸模型(Threshold regression model)進行實證分析，發現以資產實質性和現金股利成長率當作門檻變數，皆存在門檻效果且均支持 Fazzari, Hubbard and Petersen(1988)的理論，認為融資限制公司較非融資限制公司，其投資支出較易因現金流量增加而增加。另外，亦實證發現資產實質性對不同融資限制公司，均具有顯著正向影響。

綜合實證結果如下：

1. 資產實質性可作為融資限制程度的分類標準。
2. 對融資限制公司而言，內部資金(含現金流量與資產實質性)對投資有顯著正向影響。
3. 不同門檻變數為分類標準，將會產生不一樣的結論。

七、許雯琪(2006)

本研究以是否屬於集團企業之一員作為融資限制之分類標準，若如同傳統理論所倡導的：融資限制會影響公司之投資和現金流量間之敏感性時，則集團企業其投資對現金流量之敏感度應該比獨立型企業低，本研究欲藉由台灣集團企業和非集團企業之相關財務數據檢視此項議題。此外，本研究透過檢視個別公司特性變數(規模、年齡、槓桿、股權結構)和企業其內部現金流量間之相互影響，探討公司特性對公司投資-現金流量敏感度之影響。

研究發現集團企業或非集團企業其內部現金流量多寡會影響公司之投資決策，且非集團企業之投資-現金流量敏感度比集團企業高，顯示隸屬集團之公司較不會面臨融資限制，獨立型公司面臨融資限制的可能性則較高。在公司規模方面，規模較大之公司其投資對現金流量之敏感性比規模較小之公司低；在公司年齡方面，年輕型之集團企業或非集團企業遭受融資限制之可能性較高，成熟型之集團企業或非集團企業則較無融資受限，表示公司之投資-現金流量敏感度會受到公司年齡之影響；在財務槓桿方面，高財務槓桿公司面臨融資限制之可能性較高，低財務槓桿公司則較無融資受限；在股權結構方面，當集團企業之管理當局持股比率高或控制席次比率低或本國法人機構持股比率低時，其投資-現

金流量敏感度較小，即較無融資受限，而非集團企業之內部人持股比率高或大股東持股比率高時，其投資-現金流量敏感度較小，即面臨融資限制之可能性較低。

八、林佳蓉(2005)

本研究目的為使用三種方法來衡量有無面臨融資限制公司其績效間是否有無差異。此三種方法分別為利用中位數檢定法來分析在未控制其他變數情況下，公司與銀行往來關係對公司融資限制與其績效間是否有所影響，其中以公司「往來銀行家數」及「是否依賴銀行借款」，作為判斷公司與銀行往來是否密切之衡量構面；且再利用 logit model 來分析當控制融資限制傾向後，有無面臨融資限制對其在評估期之績效有何差異；最後，再使用迴歸模型更進一步深入分析，當在控制其他變數情況下，面臨融資限制公司在評估期中的績效是否會較未面臨融資限制公司差。

實證結果發現三種衡量方法皆顯示面臨融資限制公司的績效與未面臨融資限制公司無顯著差異。

第參章 資料來源與實證結果

第一節 資料來源與特性

本文主要的目的在瞭解公司治理的程度是否會影響公司的經營績效。本文使用的公司資料皆取自『台灣經濟新報資料庫』。研究對象為 2002 年至 2008 年之上市公司，但由於金融股的產業特性較為特殊，因此予以刪除，總計樣本數共有 4762 筆。

表一為樣本的基本統計量。

1.1 股權結構與董事會的組成

首先，由表一可以發現『董監持股』的平均值為 22.94%，最小值只有 0.13%，而最大值確有 94.95%，顯見台灣的上市公司其董監持股的差異頗大。『經理人持股』的平均值為 0.94%，標準差為 2.0662，最大的持股比例是 23.14%。如果是經理持股（含兼董監）比例有 4.74%，有此可知一般的經理人持有公司的股份只有不到百分之一的比率，而董監持股的部份也不高只有 22.94%，意味台灣上市公司所有權大部分還是持有在一般不兼董事或經理人的股民手上，而這些股民並沒有太多的精力與意願監督公司的經營，因此容易形成道德危險的資訊不對稱問題。

接下來我們分析董事會的組成，首先針對董事會的規模，董事總人數為 7.12 個人，標準差為 2.65，可見台灣大部分的公司其董事會的規模為 5~10 人左右，規模並不大。而至於外資的董事部份，平均只有 0.13 個人，標準差為 0.58，顯見雖然外資在台灣的股市中佔有舉足輕重的地位，但實際上進入公司的董事會的部份比例並不高，因此寄望能利用外資的引入來監督公司的營運，讓公司減少資訊不對稱的可能性並無太大的效果。其次，在監察人的部份，監察總人數平均值為 2.58 人，標準差為 0.070，顯見台灣監察人的部分大約是在 2~4 人左右，然後外資監察人的部分更是平均只有 0.02 人左右。最後在近年來推動的獨立董事部份，平均只有 0.622 人，標準差為 0.98，顯見獨立董事目前人數約為 1~2 人左右，人數並不多，因此如果要如外國一般設立的經費委員會或是薪酬委員會時，

需要專業的獨立董事加入，可能會遭遇到人數不足的窘境。

由以上的初步分析，可以發現台灣上市公司有可能面對所有權與經營權所產生的資訊不對稱問題，造成投資大眾的權益受損，但是如果藉由獨立董事或是外資的引入來加強公司的治理可能效果仍屬有限。

1.2 公司的經營狀況

首先，資產報酬率的部份，平均值為 8.83%，標準差為 9.79%。然後淨值報酬率的部份，平均值為 5.866%，標準差為 24.39%。由此可知，台灣上市公司的績效差距頗大，因此，瞭解這些績效的差異是否由公司治理的優劣所造成就是一個很重要的課題，希望瞭解藉由公司治理的改善，能否作為預測未來公司的營運狀況。

其次，在公司的基本部分，本文樣本流動比率平均為 241.398%，標準差為 508.893%，顯見此時上市公司的短期償債能力雖較高；但也代表公司有太多閒置的現金，而未充分運用。本文之速動比率平均值為 169.27%，標準差為 369.77%。負債比率平均值為 38.28%，標準差為 16.898%。

另外平均收帳天數平均為 76.87%，標準差為 140.93%。存貨週轉率平均值為 70.36%，標準差為 1515.27%。平均售貨天數平均值為 337.68%，標準差為 5769.57%。現金股利率平均值為 2.99%，標準差為 3.03%。普通股每股現金股利平均值為 1.02%，標準差為 1.7%。融資限制平均值為 0.52%，標準差為 0.5%。電子業平均值為 45.7%，代表我們所使用的資料理面，有百分之 45.7 為電子業，而非電子業有 54.3%。

表一 樣本的基本統計量

	平均數	標準差	Skewness	Kurtosis
董監持股	22.9498	13.8845	1.34076	5.286
十大股東持股(不含董監)	17.8416	11.1967	1.07867	5.12005
經理人持股	0.947257	2.06615	5.30269	43.345
經理人持股%(含兼董監)	4.74328	6.50616	2.42026	10.997
董事總人數	7.11697	2.65062	1.86134	8.38229
常董人數	0.238135	0.79194	3.90177	20.4539
一般董事人數	5.04263	2.24485	1.26634	5.63388
獨立董事人數	0.622638	0.981758	1.21059	3.08797
外資董事人數	0.128937	0.581669	6.11406	46.7029
外資獨立董事人數	0.0105	0.130817	15.1458	269.075
監察總人數	2.58232	0.702597	0.723653	9.18861
常監人數	0.031919	0.178177	5.54641	33.3435
一般監察人數	2.2984	0.747602	0.611425	6.9106
獨立監察人數	0.251995	0.509438	1.95992	6.2758
外資監察人數	0.02499	0.161402	6.67536	49.8852
外資獨立監察人數	0.00336	0.057874	17.1629	295.566
ROA(C)稅前息前折舊前	8.82899	9.79258	-0.28507	8.32544
ROA(A)稅後息前	5.10846	9.54676	-1.23467	14.9929
ROA(B)稅後息前折舊前	7.08064	9.01911	-0.59646	10.7331
淨值報酬率—稅後	5.86603	24.3909	-14.5104	493.102
淨值報酬率—常續利益	5.85113	22.8854	-15.4774	558.604
稅前淨利率	1.98899	209.8	-37.2899	1890.13
流動比率	241.398	508.893	19.6934	512.147
速動比率	169.271	360.977	23.1285	857.165
負債比率	38.2778	16.898	0.414823	3.03199
平均收帳天數	76.8785	140.933	16.8788	332.847
存貨週轉率	70.3559	1515.27	41.5717	2015.68
平均售貨天數	337.677	5769.57	34.793	1292.05
現金股利率	2.99074	3.02568	0.961145	3.77508
普通股每股現金股利	1.01634	1.69919	6.47017	84.9141
每股股票股利—股票	0.27858	0.520237	2.97861	15.6241
季底普通股市值	2.12E+07	8.67E+07	11.2842	168.672
電子業	0.457371	0.498232	0.171122	1.02907

第肆章 T 檢定實證結果

第一節、有無融資限制的 T 統計檢定

情況一：全樣本

此一部份我們先就樣本區分為非融資與融資進行 T 檢定，其結果如表二。說明如下：

1.1 股權結構與董事會的組成

首先，由表二可以發現『董監持股』的變數顯著異於 0，且係數為 8.5372，代表非融資的董監事持股高於融資。『經理人持股』的變數不顯著異於 0，代表有無融資限制並不會影響經理人持股。如果是『經理持股（含兼董監）』比例的變數顯著異於 0，且係數為 6.4313，代表非融資的經理持股（含兼董監）高於融資。

接下來我們分析董事會的組成，首先針對董事會的規模，『董事總人數』的變數顯著異於 0，且係數為 3.5102，代表非融資的董事總人數高於融資。至於『外資董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為 4.6707，代表非融資的外資董事人數高於融資。其次，在監察人的部份，『監察總人數』的變數顯著異於 0，且係數為 10.6843，代表非融資的監察總人數高於融資。然後『外資監察人數』的變數不顯著異於 0，代表有無融資限制並不會影響外資監察人數。最後在近年來推動的『獨立董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為 12.0332，代表非融資的獨立董事人數高於融資。

1.2 公司的經營狀況

首先，資產報酬率的變數顯著異於 0，且係數為 38.1263，代表非融資的資產報酬率高於融資。然後淨值報酬率的變數顯著異於 0，且係數為 27.4327，代表非融資的淨值報酬率高於融資。

其次，在公司的基本部分，流動比率的變數不顯著異於 0，代表有無融資限制並不會影響流動比率。速動比率的變數顯著異於 0，且係數為 3.6871，代表非融資的速動比率高於融資。負債比率的變數顯著異於 0，且係數為 -17.4018，代表非融資的負債比率低於融資。平均收帳天數的變數不顯著異於 0，代表有無融資限制並不會影響平均收帳天數。存貨週轉率的變數不顯著異於 0，代表有無融資限制並不會影響存貨週轉率。平均售貨天數的變數顯著異於 0，且係數為 -3.0971，代表非融資的平均售貨天數低於融資。現金股利率

的變數顯著異於 0，且係數為 53.9494，代表非融資的現金股利率高於融資。普通股每股現金股利的變數顯著異於 0，且係數為 34.4796，代表非融資的普通股每股現金股利高於融資。

情況二：非電子

此一部份我們先就樣本區分為非電子融資與非電子非融資進行 T 檢定，其結果如表二。說明如下：

①股權結構與董事會的組成

首先，由表二可以發現『董監持股』的變數顯著異於 0，且係數為 11.2452，代表非電子非融資的董監事持股高於非電子融資。『經理人持股』的變數不顯著異於 0，代表有無融資限制並不會影響經理人持股。如果是『經理持股（含兼董監）』比例的變數顯著異於 0，且係數為 2.5538，代表非電子非融資的經理持股（含兼董監）高於非電子融資。

接下來我們分析董事會的組成，首先針對董事會的規模，『董事總人數』的變數顯著異於 0，且係數為 5.7459，代表非電子非融資的董事總人數高於非電子融資。至於『外資董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為 7.9862，代表非電子非融資的外資董事人數高於非電子融資。其次，在監察人的部份，『監察總人數』的變數顯著異於 0，且係數為 8.2225，代表非電子非融資的監察總人數高於非電子融資。其次，在監察人的部份，然後『外資監察人數』的變數顯著異於 0，且係數為 5.8782，代表非電子非融資的外資監察人數高於非電子融資。最後在近年來推動的『獨立董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為 4.8902，代表非電子非融資的獨立董事人數高於非電子融資。

②公司的經營狀況

在公司的基本部分，『流動比率』的變數不顯著異於 0，代表有無融資限制並不會影響流動比率。『速動比率』的變數不顯著異於 0，代表有無融資限制並不會影響速動比率。『負債比率』的變數顯著異於 0，且係數為 -13.2439，代表非電子非融資的負債比率低於非電子融資。『平均收帳天數』的變數不顯著異於 0，代表有無融資限制並不會影響平均收帳天數。『存貨週轉率』的變數不顯著異於 0，代表有無融資限制並不會影響存貨週轉率。『平均售貨天數』的變數顯著異於 0，且係數為 -2.7339，代表非電子非融資的平均售貨天數低於非電子融資。『現金股利率』的變數顯著異於 0，且係數為 41.4525，代表非電子非融資的現金股利率高於非電子融資。『普通股每股現金股利』的變數顯著異於 0，且係數為 31.0232，代表非電子非融資的普通股每股現金股利高於非電子融資。

情況三：電子

此一部份我們先就樣本區分為電子融資與電子非融資進行 T 檢定，其結果如表二。說明如下：

①股權結構與董事會的組成

首先，由表二可以發現『董監持股』的變數不顯著異於 0，代表有無融資限制並不會影響董監持股。『經理人持股』的變數顯著異於 0，且係數為 4.0401，代表電子非融資的經理人持股高於電子融資。如果是『經理持股（含兼董監）』比例的變數顯著異於 0，且係數為 6.0766，代表電子非融資的經理持股（含兼董監）高於電子融資。

接下來我們分析董事會的組成，首先針對董事會的規模，『董事總人數』的變數不顯著異於 0，代表有無融資限制並不會影響董事總人數。至於『外資董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為-3.6698，代表電子非融資的外資董事人數低於電子融資。其次，在監察人的部份，『監察總人數』的變數顯著異於 0，且係數為 5.3518，代表電子非融資的監察總人數高於電子融資。然後『外資監察人數』的變數顯著異於 0，且係數為-5.0355，代表電子非融資的外資監察人數低於電子融資。最後在近年來推動的『獨立董事人數』的變數顯著異於 0，且係數為 7.6487，代表電子非融資的獨立董事人數高於電子融資。

②公司的經營狀況

在公司的基本部分，『流動比率』的變數顯著異於 0，且係數為 4.6501，代表電子非融資的流動比率高於電子融資。『速動比率』的變數顯著異於 0，且係數為 5.8181，代表電子非融資的速動比率高於電子融資。『負債比率』的變數顯著異於 0，且係數為-10.2369，代表電子非融資的負債比率低於電子融資。『平均收帳天數』的變數顯著異於 0，且係數為-3.1218，代表電子非融資的平均收帳天數低於電子融資。『存貨週轉率』的變數不顯著異於 0，代表有無融資限制並不會影響存貨週轉率。『平均售貨天數』的變數顯著異於 0，且係數為-4.3436，代表電子非融資的平均售貨天數低於電子融資。『現金股利率』的變數顯著異於 0，且係數為 34.7562，代表電子非融資的現金股利率高於電子融資。『普通股每股現金股利』的變數顯著異於 0，且係數為 21.2358，代表電子非融資的普通股每股現金股利高於電子融資。

表 2 T 檢定的結果

	融資/非融資 電子	融資/非融資 非電子	融資/非融資
董監持股	8.5372***	1.0665	11.2452***
大股東持股	-2.6764***	-1.8647*	-1.1898
十大股東持股(不含董監)	0.5747	2.9304***	-0.0116
經理人持股	1.5644	4.0401***	-1.6407
經理人持股%(含兼董監)	6.4313***	6.0766***	2.5538***
董事總人數	3.5102***	-0.6228	5.7459***
董事長人數	1.0965	-0.8600	1.6540*
常董人數	-1.8290*	-3.3598***	0.6275
一般董事人數	-1.1157	-6.0361***	4.8902***
獨立董事人數	12.0332***	7.6487***	6.7997***
外資董事人數	4.6707***	-3.6698***	7.9862***
外資獨立董事人數	-1.1504	-2.2903**	2.3472**
監察總人數	10.6843***	5.3518***	8.2225***
常監人數	-0.4245	1.7493*	-0.1511
一般監察人數	3.5275***	-0.8718	5.9256***
獨立監察人數	23.2726***	6.7725***	4.3030***
外資監察人數	1.0204	-5.0355***	5.8782***
外資獨立監察人數	-3.7048***	-4.1754***	65535***
ROA	38.1263***	24.4710***	30.0352***
淨值報酬率	27.4327***	17.6149***	23.3958***
稅前淨利率	6.6801***	5.7945***	4.5713***
流動比率	0.9121	4.6501***	-0.5246
速動比率	3.6873***	5.8181***	1.3119
負債比率	-17.4018***	-10.2369***	-13.2439***
平均收帳天數	-0.6512	-3.1218***	0.4500
存貨週轉率	-1.3959	-1.0722	-1.2996
平均售貨天數	-3.0971***	-4.3436***	-2.7339***
現金股利率	53.9494***	34.7562***	41.4525***
普通股每股現金股利	34.4796***	21.2358***	31.0232***
融資限制	65535***	65535***	65535***
每股股票股利—股票	14.3169***	9.6734***	9.5077***
季底普通股市值	5.8316***	1.4569	9.1350***
電子業	6.5108***	65535***	65535***

*表示顯著水準 1.6451 下顯著

**表示顯著水準 1.96 下顯著

***表示顯著水準 2.54 下顯著

第五章 迴歸分析實證結果

情況一：全樣本

此一部份我們先就樣本以全樣本為分析對象，應變數為融資限制，解釋變數有董監持股、經理人持股(含兼董監)、董事總人數、常董人數、獨立董事人數、外資董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、資產報酬率、速動比率、負債比率、每股股票股利-股票、普通股市值、電子業。其結果如表四。說明如下：

首先，由表三可以發現顯著的變數有董監持股、經理人持股、常董人數、獨立董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、資產報酬率、負債比率。不顯著的變數有董事總人數、速動比率、每股股票股利-股票、普通股市值、電子業。

以下將就顯著的變數說明。『董監持股』的估計值為 0.0017，代表董監持股比率越高公司的融資限制會越高。『經理人持股』的估計值為 0.0028，代表經理人持股比率越高公司的融資限制會越高。『常董人數』的估計值為-0.0225，代表常董人數比率越高公司的融資限制會越低。『獨立董事人數』的估計值為 0.0321，代表獨立董事人數比率越高公司的融資限制會越高。『外資獨立董事人數』的估計值為-0.4092，代表外資獨立董事人數越高公司的融資限制會越低。『監察總人數』的估計值為 0.0327，代表監察總人數越高公司的融資限制會越高。『資產報酬率』的估計值為 0.0214，代表資產報酬率越高公司的融資限制會越高。『負債比率』的估計值為-0.0032，代表負債比率越高公司的融資限制會越低。

情況二：電子業

此一部份我們先就樣本以全樣本為分析對象，應變數為融資限制，解釋變數有董監持股、經理人持股(含兼董監)、董事總人數、常董人數、獨立董事人數、外資董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、資產報酬率、速動比率、負債比率、每股股票股利-股票、普通股市值、電子業。其結果如表四。說明如下：

首先，由表四可以發現顯著的變數有經理人持股(含兼董監)、常董人數、獨立董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、資產報酬率、速動比率、負債比率、普通股市值。不顯著的變數有董監持股、董事總人數、外資董事人數、每股股票股利-股票、電子業。

以下將就顯著的變數說明。『經理人持股(含兼董監)』的估計值為 0.0336，代表經理人

持股(含兼董監)越高公司的融資限制會越高。『常董人數』的估計值為 0.0079，代表常董人數越高公司的融資限制會越高。『獨立董事人數』的估計值為 0.0118，代表獨立董事人數越高公司的融資限制會越高。『外資獨立董事人數』的估計值為 0.0348，代表外資獨立董事人數越高公司的融資限制會越高。『監察總人數』的估計值為 0.0894，代表監察總人數越高公司的融資限制會越高。『資產報酬率』的估計值為 0.1932，代表資產報酬率越高公司的融資限制會越高。『速動比率』的估計值為 0.027，代表速動比率越高公司的融資限制會越高。『負債比率』的估計值為 0.0197，代表負債比率越高公司的融資限制會越高。『普通股市值』的估計值為 0.0015，代表普通股市值越高公司的融資限制會越高。

情況三：非電子

此一部份我們先就樣本以全樣本為分析對象，應變數為融資限制，解釋變數有董監持股、經理人持股(含兼董監)、董事總人數、常董人數、獨立董事人數、外資董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、資產報酬率、速動比率、負債比率、每股股票股利-股票、普通股市值、電子業。其結果如表四。說明如下：

首先，由表四可以發現顯著的變數有經理人持股(含兼董監)、董事總人數、獨立董事人數、外資董事人數、監察總人數、速動比率、負債比率、普通股市值、電子業。不顯著的變數有董監持股、常董人數、外資獨立董事人數、資產報酬率、每股股票股利-股票。

以下將就顯著的變數說明。『經理人持股(含兼董監)』的估計值為 0.0199，代表經理人持股(含兼董監)越高公司的融資限制會越高。『董事總人數』的估計值為 0.0023，代表董事總人數越高公司的融資限制會越高。『獨立董事人數』的估計值為 0.0106，代表獨立董事人數比率越高公司的融資限制會越高。『外資獨立董事人數』的估計值為 0.0396，代表外資獨立董事人數比率越高公司的融資限制會越高。『監察總人數』的估計值為 0.0546，代表監察總人數比率越高公司的融資限制會越高。『速動比率』的估計值為 0.0403，代表速動比率越高公司的融資限制會越高。『負債比率』的估計值為 0.0264，代表負債比率越高公司的融資限制會越高。『普通股市值』的估計值為 0.0029，代表普通股市值越高公司的融資限制會越高。『電子業』的估計值為 0，代表電子業越高公司的融資限制會越高。

表 3 迴歸分析的結果

迴歸	全樣本	電子業	非電子業
董監持股%	0.0017 (3.5989) ***	0.0065 (0.8247)	0.0061 (0.4430)
經理人持股% (含 兼董監)	0.0028 (2.7714) ***	0.0336 (7.5908)***	0.0199 (5.4181)***
董事總人數	0.0052 (1.4778)	0.0004 (0.5149)	0.0023 (3.6643)***
常董人數	-0.0225 (-2.0267)**	0.0079 (5.1338)***	0.0012 (0.9494)
獨立董事人數	0.0321 (4.4075) ***	0.0118 (2.0395)**	0.0106 (2.4664)**
外資董事人數	0.0422 (3.5463) ***	0.0374 (1.2354)	0.0396 (3.1730)***
外資獨立董事人 數	-0.4092 (-6.9590) ***	0.0348 (3.4579)***	0.0099 (0.7192)
監察總人數	0.0327 (3.3431) ***	0.0894 (3.0747)***	0.0546 (4.2220)***
ROA(C)稅前息前 折舊前	0.0214 (27.5950)***	0.1932 (2.7133)***	0.1880 (0.9873)
速動比率	0.0000 (-0.5075)	0.0270 (1.8903)**	0.0403 (3.0620)***
負債比率%	-0.0032 (-7.7106) ***	0.0197 (21.7451)***	0.0264 (23.5657)***
每股股票股利— 股票	0.0001 (0.0045)	0.0000 (0.9466)	0.0000 (0.2297)
季底普通股市值	0.0000 (1.6364)	0.0015 (2.1867)**	0.0029 (5.6933)***
電子業	0.0088 (0.6142)		

第陸章 結論

本文最主要的目的有二：一是探討影響公司遭遇融資限制的因素為何。二是電子業與非電子業討論產業別不同時，影響公司遭遇融資限制的因素是否有所不同。

實證結果發現如下：

1. 不分產業類別時顯著的變數有董監持股、經理人持股、常董人數、獨立董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、資產報酬率、負債比率。其中『董監持股』、『經理人持股』、『獨立董事人數』、『監察總人數』、『資產報酬率』五個變數與融資限制呈負向關係。『常董人數』、『外資獨立董事人數』與『負債比率』呈正向關係。
1. 電子股：顯著的變數有經理人持股(含兼董監)、常董人數、獨立董事人數、外資獨立董事人數、監察總人數、資產報酬率、速動比率、負債比率、普通股市值。其中『經理人持股(含兼董監)』、『常董人數』、『獨立董事人數』、『外資獨立董事人數』、『監察總人數』、『資產報酬率』、『速動比率』、『負債比率』、『普通股市值』九個變數與融資限制呈負向關係。『董兼持股』、『董事總人數』、『外資董事人數』與『每股股票股利-股票』呈正向關係。
2. 非電子股：顯著的變數有經理人持股(含兼董監)、董事總人數、獨立董事人數、外資董事人數、監察總人數、速動比率、負債比率、普通股市值。其中『經理人持股(含兼董監)』、『董事總人數』、『獨立董事人數』、『外資董事人數』、『監察總人數』、『速動比率』、『負債比率』、『普通股市值』八個變數與融資限制呈負向關係。『董監持股』、『常董人數』、『外資獨立董事人數』、『資產報酬率』、『每股股票股利-股票』呈正向關係。

參考文獻

1. 吳懿成(2009)，融資限制對企業盈餘管理影響之研究，東海大學
2. 鄭淑菁(2008)，資訊揭露、融資限制與系統風險影響之實證分析，虎尾科技大學
3. 黃俊能(2008)，融資限制、公司投資與財務資訊品質關係之研究，靜宜大學
4. 洪景翔(2008)，上櫃公司轉上市宣告股價反應：融資限制假說之驗證，朝陽科技大學
5. 顏莉維(2007)，公司融資限制與投資短視之關聯研究，東海大學
6. 談玉涵(2007)，融資限制下公司投資與內部資金之關係研究-以資產實質性為門檻值，銘傳大學
7. 許雯琪(2006)，以投資-現金流量敏感度衡量融資限制，國立成功大學
8. 林佳蓉(2005)，由銀行往來角度探討融資限制與績效間關係之研究，真理大學