

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士論文

新創事業持有超額現金之評價研究

-以融資限制與公司治理觀點

Are Excess Cash Holdings more Valuable to New Ventures?

-Views of Financial Constraints and Corporate Governance

指導教授：詹家昌 博士

研究生：吳思蓓

中華民國 105 年 07 月

# 東海大學碩士學位論文 學位考試委員審定書

本校 財務金融研究所 碩士班 吳思蓓 君

所提之論文(中文)： 新創事業持有超額現金之評價研究-以融資  
限制與公司治理觀點

(英文)： Are Excess Cash Holdings more Valuable to  
New Ventures? -Views of Financial Constraints  
and Corporate Governance

經本委員會審查，符合碩士學位論文標準

學位考試委員會

召集人

李春安

考試委員

詹家昌

(指導教授)

張永和

系所主任

鄧一輝

中華民國 105 年 5 月 26 日

# 東海大學財務金融學系

## 碩士論文學術倫理聲明書

本人 吳思蓓 (學號: G02440040) 已完全了解學術倫理之定義。僅此聲明，本人呈交之碩士論文絕無抄襲或由他人代筆之情事。若被揭露具有違背學術倫理之事實或可能，本人願自行擔負所有之法律責任。對於碩士學位因違背學術倫理而被取消之後果，本人也願一併概括承受。

立證人： 吳思蓓 (簽名)

中華民國 105 年 8 月 8 日

## 誌謝

當完成論文的那一刻起，代表著兩年的研究所生涯即將告一段落。這段時間要特別感謝我的指導教授 詹家昌博士，在每次的討論過程中，老師總是給予我豐富且創新的見解，也讓我學習到從尋找問題、面對問題到解決問題的態度，人生就像一篇論文的誕生，過程中總會遇到許多困難與挫折，但老師總是不斷地鼓勵我並告訴我要一直嘗試，每走錯的一條路代表你多知道了一種不可能的方法，也就代表著離成功愈來愈近了，除此之外，更從老師身上了解到做人處事的道理。這篇論文能順利完成，要謝謝老師及我的夥伴品元和冠丞，在此想向老師說一句：「老師，您辛苦了！」。

緣分讓我可愛的碩班同學們能在東海財金所相遇，跟你們一起走過這短短的兩年研究所生涯，回想我們一起熬夜奮戰過無數個報告，一起用雙腳完成我們的自助畢旅日本行，有你們在的地方總是充滿歡笑聲，你們為我的研究所生涯增添了許多色彩，這些滿滿的回憶能讓我回味無窮了。謝謝碩班的大家無微不至的關心、照顧與包容，特別感謝總為班上處理大小事的里長伯溟瑋，雖然總愛與我鬥嘴，但總是給我滿滿的關心與幫助，謝謝我的好鄰居資峻，總是在我覺得很挫折時，給予生活上的鼓勵與幫助，一起互相加油打氣並讓我能重拾自信心，也謝謝大學同學芳碩、雅婷、彥成及珮瑜的鼓勵，最後要特別感謝我最親愛的家人，謝謝你們一路上最溫暖的支持與鼓勵，因為有你們我才能順利完成人生的重要里程碑，我愛你們！

研究所畢業並不是真的結束，是代表即將展開另一段新的旅程，謝謝曾出現在我生活中及幫助過我的人，我不會辜負你們對我的期望，我會帶著你們的支持與鼓勵繼續朝自己的理想與目標邁進！

## 摘要

過去已有許多關於現金持有對公司價值影響之文獻，卻鮮少以新創事業作為主要研究對象，本文旨在透過融資限制與公司治理兩個觀點，檢視企業持有超額現金與公司價值之間的關係。本文使用 1991 年至 2014 年台灣上櫃公司資料，以公司成立年數 10 年作為新創事業之衡量標準，比較新創事業與非新創事業持有超額現金對公司價值之影響。本文實證結果發現，融資限制程度之不同並不影響新創事業持有超額現金與公司價值之間的關係，在控制融資限制程度後，不論企業是否擁有良好公司治理機制，市場給予新創事業持有超額現金之負面評價更勝於非新創事業，且良好之公司治理機制有助於減緩對公司價值之負面影響，進一步發現在融資限制與公司治理之交互影響下，有良好公司治理機制但面臨高融資限制之企業持有超額現金對公司價值之貢獻度比公司治理機制弱的企業更大，最後本文證實企業是否擁有良好之公司治理機制，是市場給予其持有超額現金評價之重要關鍵。

**關鍵詞：**現金持有、公司價值、新創事業、融資限制、公司治理

## Abstract

There have been many existing studies regarding the effect of cash holdings on firm value, but few were focused on new ventures as research targets. This paper aimed to inspect the relationship between excess cash and firm value in the view of financial constraints and corporate governance. Targeting Taiwan's listed companies at OTC market from 1991 to 2014, and using new ventures that have founded for 10 years as comparison, the paper studied the difference between new ventures and non-startup firms on the effect of excess cash to firm value. The research showed that the level of financial constraints does not affect the relationship between excess cash and firm value for new ventures. After controlling the level of financial constraints, regardless whether a firm has a sound corporate governance mechanism, the market projects worse views on new ventures holding excess cash compared to non-startup firms. However, a better corporate governance mechanism helps soften the negative perspective. The paper further pointed out that under the cross-effect of financial constraints and corporate governance mechanism, the excess cash held by companies with sound corporate governance mechanism and higher financial constraints, will have greater contribution to firms' value. Lastly the paper showed that whether a company has sound corporate governance mechanism is a key factor that influence the view of the market to its excess cash holdings.

**Keywords:** Cash holdings; Firm value; New ventures; Financial constraints; Corporate governance

# 目錄

第一章、 緒論.....	1
第二章、 文獻探討.....	6
第三章、 研究方法.....	11
第一節、 樣本選取.....	11
第二節、 研究設計.....	11
一、 新創事業之定義.....	12
二、 融資限制之衡量方式.....	12
三、 公司治理之代理變數之設定.....	13
第三節、 實證模型.....	15
一、 未預期現金持有變動之衡量.....	15
二、 檢視不同融資限制程度之新創事業持有超額現金是否影響公司價值.....	16
三、 檢視不同公司治理機制之新創事業持有超額現金是否影響公司價值.....	17
四、 綜合融資限制與公司治理之觀點，衡量新創事業持有超額現金是否影響公司價值.....	17
第四章、實證結果.....	19
第五章、 結論.....	34
參考文獻.....	36

## 表目錄

表一 敘述性統計 .....	21
表二 持有現金之差異 .....	22
表三 投資比率之差異 .....	23
表四 融資限制與新創企業之超額現金價值間之關係 .....	25
表五 綜合性之比較結果 .....	27
表六 公司治理與新創企業之超額現金價值間之關係 .....	29
表七 綜合性結果之比較 .....	30
表八 綜合融資限制與公司治理效果與超額現金價值之關聯性 .....	32
表九 綜合性結果之比較 .....	33



# 第一章、緒論

現金為企業最具流動性之資產，持有現金是否會影響公司價值？在完美的資本市場中，企業是無所得稅、資訊不對稱、代理成本、破產成本及交易成本等問題，企業之市場價值不會受其資本結構所影響，企業進行融資是無阻礙且不需擔心資金缺乏之情況，因能以零交易成本於資本市場中籌募所需資金，因此與現金持有之多寡無關；但在現實情況中，資本市場為不完美市場且存在資訊不對稱之問題，企業之投資計畫與其融資決策有關，當企業無充裕資金來執行投資計畫時，可藉由內部融資來取代成本較高的外部融資或減緩其投資不足的問題，Keynes (1936)及 Kim et al. (1998) 指出在不完全之資本市場中，企業會傾向持有現金來降低交易成本及減緩其投資不足之問題，證實當企業面臨較高的外部融資成本且現金流量不穩定時，其現金持有之比率較高。相反地，代理理論架構中指出企業持有超額現金會降低公司價值，企業之目標為極大化股東財富，但當企業持有大量現金時，管理階層可能會為追求自身利益而可能執行 NPV 為負的投資計畫，因此企業持有現金多寡之決策必須於持有現金所帶來之邊際利益及成本中取平衡。

Keynes (1936) 提出企業持有現金之三大動機分別為交易性動機、預防性動機與投機性動機，交易性動機為企業為了維持日常營運活動能順利進行而所需支付之現金，Miller and Orr (1966) 發現企業持有現金之政策存在規模效應，小規模公司傾向持有較多現金，由於存在資訊不對稱，規模較小之企業其知名度與透明度皆較低，持有現金能避免較高的外部融資成本；其次為預防性儲蓄動機，即在資本市場不完美情況下，需考慮財務危機成本，企業為預防未來現金流量之不確定性及未預期的外部環境衝擊，而有動機儲存現金以備不時之需，當企業缺乏募集資金之管道或外部融資成本過高時，企業能以內部資金來執行有價值之投資計畫，不因此而錯失機會，Opler et. al. (1999) 與 Ozkan and Ozkan (2004) 皆指出企業現金流量的不確定性與公司持有現金呈正向關係；最後為投機性動機，投機性動機指企業為了未來有價值之投資機會，會保留現金以避免因資金缺乏而須放棄有價值之投資機會之情況發生，Opler et al. (1999) 發現擁有高成長機會之企業傾向持有大量的現金，以避免因資金不足而錯失投資機會。

過去文獻亦有現金持有之三大理論，分別為靜態抵換理論、融資順位理論及自由現金流量假說，Myers (1997) 提出靜態抵換理論，指出企業會在舉債所產生的節稅利益、破產成本及代理成本間，找出一個最適之資本結構，由於資本市場存在資訊不對稱，當企業缺乏資金時，必須考慮外部融資成本，企業可藉由持有現金來避免現金不足之可及降低因缺乏資金向外籌資的成本，故為現金持有動機的靜態抵換理論，Opler et al. (1999) 以美國企業為樣本，研究結果支持靜態抵換理論，成長機會愈多或現金流量愈不穩定之企業傾向持有較多的現金；Myers and Majluf (1984) 提出外部融資順位理論，指出企業為解決資訊不對稱產生之代理問題，在進行融資決策時會偏好以融資成本最低的內部資金作為首要考量，其次為舉債，最後才會考慮向外權益融資，Dittmar and Duchin (2010) 發現成熟企業之現金持有政策與融資順位理論有關；最後，Jensen (1986) 提出自由現金流量假說，認為成長機會較低且擁有高現金流量之企業，管理階層有動機執行有損股東財富且 NPV 為負之投資計劃或有過度投資之行為之情況產生，Ozkan and Ozkan (2004) 與 Opler et. al. (1999) 指出經常發放股利之企業，會藉由減少股利發放來增加現金持有率。

本文主要目的為探討企業持有現金對公司價值之影響，並以新創事業為主軸，以成立年數來判別企業是否為新創事業，檢視融資限制程度及公司治理機制與新創事業之間的關係。過去文獻指出企業持有現金之價值會受融資限制程度影響，在不完全的資本市場中，當企業取得資金困難或外部融資成本過高時，表示公司處於高融資限制環境中 (Kaplan and Zingales, 1997; Whited and Wu, 2006)，而融資限制程度較高之企業多為較年輕且公司規模較小之企業，Anthony and Ramesh (1992) 指出年輕企業通常資產規模較小、股利支付率較低、現金流量波動率較高且財務槓桿程度較高，上述特徵與融資限制程度高的企業特徵相似，當高融資限制程度之企業欲進行外部融資時，通常會面臨較多之阻礙，例如取得困難或成本較高等問題，因此，持有現金能提升其公司價值 (Faulkender and Wang, 2006；Denis and Sibilkov, 2010)，Fazzari et. al. (1988) 指出當企業面臨融資限制且欲籌募投資所需資金時，會使用內部資金而不是從 NPV 為正的投資取得資金，亦發現隨著融資限制程度之增加，企業愈傾向使用內部資金，Pinkowitz and Williamson (2007) 發現高融資限制之企業，其持有之每一塊現金對公司價值之影響更甚於融資限制較低之企業，綜合上述文獻，說明在現實情況中，資本市場為不完美狀態，內部資金與外部資

金之取得成本有差異，並不能完全取代，而資訊不對稱導致企業無法籌募到投資所需資金，因此存在融資限制之問題，當企業面臨融資限制時，因無法順利向外融資取得所需之投資資金，會傾向持有現金以避免過高的外部融資成本以減緩投資不足之情況產生，證實企業之現金持有政策會受融資限制程度所影響。

另一方面，公司治理機制一直都是學術界與實務界相當重視的議題，Jensen and Meckling (1976) 提出代理理論，由於公司之所有權與經營權分離，管理階層與股東存在代理問題，持有現金會讓公司之管理階層有動機因自身利益而投資於高風險或 NPV 為負且有損股東財富之專案上，Jensen and Meckling (1976) 提出「利益收斂假說」，指出股權過於集中於管理階層之情況下，管理階層追求財富之目標與公司為極大化股東財富之目標一致，當企業財富發生損失時，管理階層之自身財務利益亦會遭受損失，因此有動機幫助公司提升其經營績效，Jensen and Ruback (1983) 提出「利益掠奪假說」，認為經營者持股比例愈高，有較高的投票權保障其工作職位，因此可能怠忽職守而有損公司績效之情況發生，Dittmar and Mahrt-Smith (2007) 指出股東對企業持有現金之評價會受該企業之公司治理機制影響，公司治理機制較弱之企業較可能浪費其內部資金，易被管理階層挪為私用並有動機利用職權進行利益輸送而對企業有負面影響，相反地，公司治理機制較好之企業對其持有資金之使用較有效率，有助提升公司價值，上述之文獻皆說明市場對企業持有現金之評價與公司治理機制有關。因此，本文欲探討不同的公司治理機制，會如何影響市場給予新創事業持有超額現金之評價。

根據台灣經濟部 2015 年度中小企業白皮書統計，2014 年中小企業家數創歷史新高，約佔全部企業之 97.61%，代表台灣之中小企業對台灣經濟有極大的影響力，而國內之經濟環境與產業結構中，創業一直以來都相當盛行。Schumpeter 為商業界丟下一枚震撼彈，於經濟發展理論一書中提到創新的概念，認為新創事業為經濟成長之重要核心，能為整體經濟注入一股活水，而近年來新創事業為實務界熱門的議題之一，根據全球創業觀察 (GEM) 指出台灣參與新創事業之人口比例高達 8.2%，僅次於美國，幾乎是日本、韓國的兩倍，但能撐過五年之新創事業比例卻愈來愈少，成立年數超過 20 年之企業比例則不斷上升，Timmons (1990) 發現草創第一年即失敗之新創事業約為 40%，於 10 年內失敗之機率高達 90%，根據過去之調查指出，成立 3 年內之新創事業失敗率高達 80%，台灣

新創事業之失敗率相當高，成立年數 4 至 6 年之新創事業失敗率有 55% 至 65%，說明新創事業之比例雖然愈來愈多，但要如何在這競爭激烈的市場中存活下來仍是一大課題。

本文以新創事業為主軸，著重於探討新創事業持有現金對公司價值之影響，過去已有文獻分別探討融資限制及公司治理與公司價值之關係，延續過去的研究，本文從融資限制及公司治理之角度，檢視新創事業持有超額現金是否對公司價值有影響。並根據 Faulkender and Wang (2006) 一文，定義企業持有之超額現金為持有現金之未預期的變動值，並以台灣上櫃公司作為研究樣本，研究期間為 1991 年至 2014 年，將企業成立年數 10 年作為判斷是否為新創事業之標準；參考 Yanhao Chang, Karen Benson and Robert Faff (2014) 文中衡量融資限制之方法，以負債比率及綜合五種衡量融資限制指標之方法來衡量企業融資限制程度，五種指標分別為股利支付率、公司資產規模、生命週期、抵押資產及負債比率，有四種以上指標指出該公司為高融資限制企業，則視為高融資限制企業；以董事長是否兼任總經理、董監事持股比及大股東持股比作為公司治理之代理變數，檢視新創效果、融資限制程度與公司治理機制之強弱是否為市場對企業持有超額現金的評價之影響因素。

本文之主要實證結果，首先指出市場投資人對新創事業持有超額現金之評價，不會因為融資限制程度之不同而有顯著差異；其次，在控制企業之融資限制程度後，發現不論公司治理機制強弱，新創事業及非新創事業持有超額現金皆對公司價值有負面的影響，即市場投資人會給予持有超額現金之企業負面的評價，公司治理機制較強有助於減緩市場給予企業持有超額現金之負面評價，而新創事業持有超額現金對公司價值之影響更甚於非新創事業；再者，同時考慮企業之融資限制程度與公司治理機制兩個層面後，發現若以大股東持股比作為公司治理之代理變數，市場會對面臨融資限制但公司治理機制強的企業持有超額現金給予正面評價，有助於提升公司價值；最後，市場會給予面臨融資限制但擁有良好公司治理機制之企業持有的超額現金正面評價，即融資限制效果對擁有良好公司治理機制之企業持有超額現金有正向顯著之貢獻度，亦發現企業持有超額現金對公司價值之影響會受公司治理機制強弱而有不同之影響。整體而言，本文實證結果指出市場給予新創企業持有超額現金之評價主要考慮企業是否擁有良好的公司治理機制。

本文主要之研究架構除第一章為緒論外；第二章為文獻探討，分別探討融資限制、公司治理對現金持有與公司價值間關係之影響；第三章為研究方法，包含樣本選取、變數定義、研究設計與實證模型；第四章為實證結果分析；第五章為結論。

## 第二章、 文獻探討

現金持有最早由經濟學大師 Keynes (1936) 於「就業、利息及貨幣之一般理論」一書中提出，指出企業持有現金可分為三大動機，第一為交易動機，Mulligan (1997) 指出當企業達規模經濟時，企業可因產量的增加而獲取較低之資金成本，因此較無強烈動機持有現金；第二為預防性動機，Bates et al. (2009) 以美國企業做為研究樣本，發現持有現金之比率逐年上升主要是由於企業面臨現金流量不穩定之情況愈嚴重所導致，現金流量波動愈大，代表企業破產風險愈高，企業為因應未來可能現金流量不足或為預期的外部環境衝擊，而有動機持有較多的現金以預防因上述原因進而造成投資不足或財務危機等情況發生，Rizwan and Javed (2011) 發現於巴基斯坦上市之企業持有現金之動機與預防性儲蓄動機高度相關，Belghitar and Khan (2013) 探討英國之中小企業，發現持有現金之目的為避免較高之外部融資成本及企業之預防性需求所致，發現有機構投資人及現金流量波動較大之企業，持有現金之比率愈高，而有舉債及有發放股利之企業持有現金之比率較低；最後為投機性動機，Opler et al. (1999) 發現擁有高成長機會之企業傾向持有大量的現金，以避免因現金不足而錯失投資機會。

Modigliani and Miller (1958) 提出資本結構無關論，主張在完美的資本市場中，企業之資本結構與其融資決策無關，並不影響其資金成本，即企業能以相等於內部資金之成本向資本市場籌募所需資金，表示企業之融資決策不影響其公司價值。但現實情況中，資本市場必須考慮所得稅與交易成本，且存在資訊不對稱、財務危機及代理成本等問題，因此後續學者提出權衡理論(Trade-off Theory)、融資順位理論(Financing Hierarchy Theory) 及代理成本理論(Agency Theory)，Opler et al., (1999) 及 Dittmar et al., (2003) 發展出現金持有之權衡理論，指出企業會在持有現金之成本與效益之間取平衡，從中找出持有現金之最適水平，Myers and Majluf (1984) 認為資本市場存在資訊不對稱，企業會優先以交易成本最小的內部資金進行融資，即先使用公司內部資金來舒緩內部資金缺乏之問題，若內部資金不足以應付投資所需資金時，會進一步以負債融資募集資金，最後才考慮發行證券集資，即融資順位理論(Financing Hierarchy Theory)，而代理成本理論則說明擁有超額現金流量之企業，其管理階層可能會為追求自身利益而執行有損股東財富之投資計

畫。

過去有關內部資金與外部融資成本之相關文獻指出，不完美之資本市場存在資訊不對稱，內部資金與外部融資成本並不能完全互相取代，Kim et al. (1998) 指出企業持有現金可降低其外部融資成本，實證結果說明現金持有比率與外部融資成本及現金流量之波動度呈正向關係，Myers and Majluf (1984) 指出由於外部融資成本高於內部資金成本，過高的外部融資成本會導致企業錯失有價值之投資機會，因而減少其公司價值，Fazzari et al. (1988) 表示當外部融資成本過高時，企業會傾向保留內部資金來執行有價值之投資計畫，綜合上述文獻說明企業會考慮本身之財務風險與資金成本來決定其融資決策。早期已有許多文獻探討企業持有現金之因素，Ozkan and Ozkan (2004) 探討英國企業發現公司規模、現金流量及成長機會與現金持有呈正相關，Myers (1977) 認為高成長機會之企業相對擁有高破產風險及高代理成本問題，因此有動機持有較多的現金以避免因資訊不對稱與代理成本對外部融資成本的影响而導致企業錯失有價值之投資機會、財務危機或破產的情況產生，Minton and Schrand (1999) 指出現金流量波動度與外部融資成本有關，企業之現金流量波動性愈大，資金缺乏之可能性愈高，愈有動機保留現金以減少因資金不足或高外部融資成本而錯失有價值之投資機會，Martínez-Sola, García-Teruel and Martínez-Solano (2013) 證實存在能極大化公司價值之最適持有現金水準，持有過多或過少之現金皆會降低公司價值。

過去少有新創事業之相關文獻且對其定義極為模糊，Johnson (1986) 認為新創事業與小規模公司特徵類似，通常面臨資金缺乏、不易取得外部資金且投資不足等問題，因此難以永續發展，根據調查指出能撐過 5 年之企業比率愈來愈少，亦發現成立 3 年內之企業之敗率高達 80%，而成立 4 至 6 年之企業失敗率高於 55%，Timmons (1990) 指出剛成立之新創事業於一年內即失敗約 40%，於年內失敗之機率高達 90%，Lussier (1995) 將成立時間十年以內之企業定義為新創事業。Opler (1999) 提出現金持有交易成本模型，指出企業現金持有政策有資產規模效應，即大規模企業之外部融資成本較低且資訊不對稱之問題較小，小規模公司多為年輕且知名度較低企業，因此透過市場取得外部資金較為困難(Faulkender and Wang, 2006; Almeida et al, 2004)，證實小規模企業資訊不對稱之問題較嚴重且融資限制程度較高，Dittmar and Duchin (2010) 發現企業持有現金與生命

週期呈反向關係，草創初期企業是依據預防性儲蓄動機來調整其最適現金持有比率，而成熟企業現金持有政策則與融資順位理論有關。在其他條件相同下，新創事業通常為小規模企業，因資訊不對稱較嚴重且知名度較低，通常其現金流量較不穩定且不易向外募得資金，即融資限制程度較高，Opler et al. (1999) 發現當有較高之成長機會或公司規模較小之企業，通常較其他企業持有較多的現金。

在不完美的資本市場中，若企業取得資金困難或面臨外部融資成本過高時，代表企業承受較高的融資限制障礙(Kaplan and Zingales, 1997;Whited and Wu, 2006; Chen and Wang, 2012)，Han and Qiu (2007) 以美國企業為研究樣本，證實高融資限制企業之現金持有會受其現金流量之波動性影響，當未來現金流量風險無法被完全分散時，企業有動機儲存現金以預防未來現金流量不穩定之可能性，即對融資限制程度較高之企業來說，現金持有與現金流量之波動性呈正向關係，而低融資限制企業之現金持有與現金流量波動性則無此現象，Barry and Brown (1986) 表示投資人會因資訊不對稱而要求額外之報酬，Easley and O'hara (2004) 發現資訊不對稱之問題愈嚴重，投資人會要求更多的風險溢酬，即表示公司需承受更高之資金成本，Denis and Sibilkov (2010) 認為高融資限制企業通常面臨高外部融資成本且不易向外募得資金，企業傾向保留內部資金以避免財務危機或投資不足等問題，並指出相對於融資限制程度低之企業來說，高融資限制企業持有現金對公司價值之貢獻度更大，而亦有文獻指出高融資限制企業持有之每一塊現金對公司價值的貢獻度大於融資限制程度較低之企業(Almeida et al., 2004; Faulkender and Wang, 2006; Pinkowitz and Williamson, 2007)，Faulkender and Wang (2006) 表示企業持有現金之邊際價值會隨著持有金額增加而遞減，並隨著融資限制程度增加而增加，另一方面卻表示，高融資限制企業持有現金對公司價值之正面影響小於融資限制程度較低之企業。本文採用兩種方式來衡量企業之融資限制程度，首先，以負債比率做為衡量融資限制程度之變數，其次，參考 Yanhao Chang, Karen Benson and Robert Faff (2014) 一文中衡量融資限制之方法，結合股利支付率、資產規模、生命週期、抵押資產及負債比率五種變數來衡量企業之融資限制程度。彙整過去文獻，發現融資限制與現金持有有關，因此本文建立以下假說：

假說一：融資限制程度會影響新創事業持有超額現金與公司價值間之關係。



另一方面，公司治理機制一直是學術界與實務界相當重視的議題之一，過去已有文獻探討關於公司治理與現金持有關係。要持有多少現金是企業重要的課題之一，充裕的現金可以讓企業執行有價值之投資機會且能避免企業面臨財務危機，但過多的現金可能會讓管理階層有誘因自身財務利益而進行無效率或有損股東財富之投資，進而對公司價值有負面影響，即管理階層與股東之間存在代理問題，此代理理論最早由 Jensen and Meckling (1976) 提出，並指出當企業持有過多現金時，管理階層有誘因為追求自身財富而浪費公司資源或執行有損股東財富之 NPV 為負的投資計畫，Jensen (1986) 提出自由現金流量假說(Free Cash Flow Hypothesis)，指出企業若有充裕的自由現金流量，管理階層可能因自身利益而 NPV 為負的投資計畫，與股東之間的代理問題愈嚴重；Dittmar et al. (2003) 指出企業持有現金與代理問題有極大關係，Dittmar and Mahrt-Smith (2007) 表示公司治理機制會影響現金持有與公司價值間之關係，發現公司治理機制較差之企業無法有效運用手中持有之現金且流失快速，顯著降低企業之經營績效，其持有之每一塊現金對公司價值之貢獻度較低，而市場對公司治理機制較好之企業持有現金給予更高好的評價，Kusnadi (2011) 探討企業現金持有與其公司治理機制間之關係，發現公司管理機制較差之企業傾向持有較多現金，因其代理問題較嚴重，管理階層愈有動機持有較多現金來鞏固自身地位，Harford et al. (2008) 則發現公司治理機制較強之企業傾向持有更多現金。本文從董事會結構、股權結構及公司特性三個層面來探討公司治理，並以董事會是否兼任總經理、董監事持股比與大股東持股比作為公司治理之代理變數，檢視不同的公司治理機制是否會影響市場給予新創事業持有高額現金持有不同的評價，綜合過去文獻，發現公司治理機制對企業現金持有與公司價值有關，因此本文建立以下假說：

假說二：公司治理機制會影響新創事業持有超額現金與公司價值間之關係。

過去文獻少有對融資限制程度與公司治理機制做整合性分析，本文進一步檢視在同時考慮融資限制程度與公司治理機制兩個層面後，市場對新創事業持有超額現金之評價有何影響，因此本文建立以下假說：

假說三：融資限制程度與公司治理之整合性關係，會影響新創事業持有超額現金與公司價值間之關係。

本文主要探討新創事業持有超額現金與公司價值之間的關係，並透過融資限制程度與公司治理機制差異，探討是否會影響市場對新創事業持有超額現金之評價，進一步檢視在整合融資限制程度與公司治理機制後，投資人給予新創事業持有超額現金是否有不同之評價。

## 第三章、 研究方法

本文目的在探討新創事業持有超額現金之變動是否會影響公司價值，並以融資限制及公司治理兩個觀點對此進行比較與分析。首先，比較不同融資限制程度的新創事業持有超額現金變動是否會影響公司價值；其次，分析公司治理機制強弱是否會影響市場給予新創事業持有超額現金之變動的評價；最後，檢視在融資限制與公司治理交互影響下，新創事業持有超額現金之變動是否會影響公司價值。本章將研究方法分為三節，並依序說明樣本選取之條件、研究設計及實證模型。

### 第一節、 樣本選取

本文之資料來源為台灣經濟新報資料庫(TEJ)，以台灣上櫃公司為研究對象，研究期間為 1991 年至 2014 年，共計 24 年，不包含外國企業來台掛牌及台灣存託憑證，由於證券業與金融保險業之產業特性及財務結構有別於一般產業，因此予以排除，並剔除資料有大量遺失之樣本，因樣本選取中必須包含落後期數至少兩年之資料，故進一步刪除少於連續三年資料之上櫃公司，經過上述之篩選過程，並以 1% 及 99% 之 Winsorized 極端值處理後，總計公司年資料為 5,801 筆觀測值，本文將以公司年資料進行實證分析，檢視新創事業持有超額現金之變動與公司價值間之關係。

### 第二節、 研究設計

本文從融資限制與公司治理之角度，針對新創事業及非新創事業持有超額現金之變動對公司價值之影響做整合性之分析與研究；其中使用兩種方法來衡量企業融資限制程度之高低，並從公司特性、董事會結構與股權結構三個層面，作為衡量公司治理機制之代理變數；本文將依序說明新創事業之定義、融資限制之衡量方法、公司治理之代理變數及實證模型中之變數定義。

## 一、 新創事業之定義

Johnson (1986) 指出過去少有新創事業之相關研究，認為新創事業與公司規模小的企業之公司特徵相似，且通常面臨資金缺乏或投資經驗不足等問題，故難以永續發展；Timmons (1990) 發現草創第一年即失敗的新創事業約為 40%，於 10 年內失敗之機率高達 90%。而過去文獻對新創事業之定義極為模糊，Zahra, Ireland and Hitt (2000) 及 Brush (2012) 定義新創事業為成立年限六年以下之企業；Lussier (1995) 將成立時間十年以內之企業定義為新創事業；Bantel (1998) 以公司成立年數 12 年為新創事業之分界點；Preece, Miles and Baetz (1999) 則以公司成立時間 14 年作為衡量是否新創事業之標準；本文以台灣上櫃公司為研究樣本，並再考慮台灣企業之產業結構與企業特性後，參考 Lussier (1995) 對新創事業之定義，以公司成立時間 10 年作為新創事業之衡量標準，將設立年限等於或小於 10 年之企業定義為新創事業， $Dven$  為 1，而設立年限大於 10 年之企業則定義為非新創事業， $Dven$  為 0。

## 二、 融資限制之衡量方式

過去有許多衡量融資限制之方法，例如 Kaplan, S. N., and Zingales, L. (1997) 以多變量方法提出 KZ index 作為判斷企業融資限制之程度；Fazzari et al. (1988) 以股利支付率，作為衡量融資限制程度之指標；Almeida et al. (2004) 使用上述兩個變量，並加入資產規模、公司債評等及商業本票評等，綜合 5 個變量來衡量企業融資限制之程度，由於公司債評等及商業本票評等之資料較難取得，且 KZ index 較適用於衡量國外企業之融資限制的程度，因此本文參考 Lamont et al. (2001)，以負債比率作為衡量融資限制之第一個方法，而第二個衡量融資限制之方法參考 Yanhao Chang, Karen Benson and Robert Faff (2014) 一文，將股利支付率、資產規模、生命週期、抵押資產及負債比率五個指標進行整合性分析，若有四個以上之指標定義該企業為高融資限制企業，則視該企業為融資限制程度高之企業，其餘則定義為低融資限制程度企業。

本文以股利支付率、資產規模、生命週期、抵押資產及負債比率五個指標之中位數作為衡量融資限制程度之分界點，定義股利支付率(APR)為(普通股現金股利+特別股現

金股利)/營業收入，根據 Faulkender and Wang (2006) 及 Denis and Sibilkov (2010) 指出高股利支付率之企業較有能力償還其債務並進行投資，若企業之股利支付率小於(大於)全樣本之中位數，視該公司為高(低)融資限制企業，虛擬變數(DAPR)為 1，其餘為 0；資產規模(TA)為企業之資產總額，Faulkender and Wang (2006) 及 Almeida et al (2004) 發現規模較小之企業多為成立時間較短且知名度較低的公司，此類企業欲透過資本市場進行外部融資取得所需資金時，相對較困難且成本較高，若資產規模於(大於)全樣本之中位數，視該公司為高(低)融資限制企業，虛擬變數(DTA)為 1，其餘為 0；生命週期(LC)為保留盈餘除以資產總額，DeAngelo, DeAngelo and Stulz (2006) 一文指出擁有較多投資機會且保留盈餘較少之企業多處於擴張階段，而認為保留盈餘高且成長機會較低之企業多於衰退階段，因此定義生命週期大於全樣本之中位數為高融資限制公司，虛擬變數(DLC)為 1，其餘為 0；抵押資產(CA)為(存貨+土地、機器、廠房及設備)/資產總額，Almeida and Campello (2007) 指出公司之抵押資產可作為債權人還款來源之保證，表示企業之有形資產愈多，其抵押資產亦愈多，企業之融資限制程度愈低，即當公司之抵押資產小於全樣本之中位數，則視該公司為高融資限制企業，虛擬變數(DCA)為 1，其餘為 0；最後，根據 Lamont et al. (2001) 一文，定義負債比率為負債總額除以資產總額，若企業之負債比率大於全樣本之中位數，則視該公司為高融資限制企業，虛擬變數(DDR)為 1，其餘為 0。

### 三、 公司治理之代理變數之設定

Bathala and Rao (1995) 指出不同衡量公司治理機制之變數可能會存在替代關係，若單獨以個別代理變數作為衡量企業公司治理機制之指標，研究結果可能會有不一致之情況產生，因此本文從公司特性、董事會結構與股權結構三個面向衡量公司治理機制好壞，分別以董事長是否兼任總經理、董監事持股比及大股東持股比作為衡量公司治理機制之代理變數，探討不同公司治理機制之新創事業持有超額現金變動是否會影響公司值。

#### 1. 董事長是否兼任總經理

Jensen (1993) 指出董事長兼任總經理即當兩職務由同一人擔任時，會使企業之管理

階層缺乏獨立性而產生嚴重的代理問題，因而損及董事會的監督功能；Kyereboah-Coleman and Amidu (2008) 表示董事長能確保董事會的之自主性，若董事長與總經理為同一人時，便易於支配董事長會議決策及掌控公司議程，進而阻礙董事會發揮其監督之功能，綜合上述文獻，本文定義若董事長與總經理非同一人時，代表該企業有良好的公司治理機制，公司治理之虛擬變數*Governance*為 1，其餘為 0。

## 2. 董監事持股比

根據 Jensen and Meckling (1976) 提出之「利益收斂假說」，指出董事會或管理階層持股比例愈高，其自身財務利益與股東及公司財富之目標趨於一致，亦說明當董事會監督管理當局之意願愈高，可減緩管理階層與股東之間的代理問題，即董監事持股比與公司績效呈正向關係；Kesner (1987) 指出董事會持股比例愈高，其自身之財務風險與公司績效之相關程度愈高，愈有動機發揮其監督之功能，進而提升公司之經營績效。綜合上述文獻，說明董監事持股比與企業經營績效呈正向關係，本文定義董監持股比大於全體樣本之中位數，表示企業有良好之公司治理機制，虛擬變數*Governance*值為 1，其餘為 0。

## 3. 大股東持股比

根據「利益收斂假說」，指出若大股東持股比愈高，愈有誘因發揮其監督功能，可提升公司價值；Hill and Snell (1989) 指出股權集中度較高之企業，其公司績效較佳；Shleifer and Vishny (1986) 認為相較於股權分散且持股比低之散戶，大股東監督管理階層之誘因較高；根據 Morck et al. (2000) 一文，說明大股東之持股有利降低外部股東與內部管理階層間資訊不對稱的問題，並提升公司之財務績效，綜合上述文獻，指出大股東持股比愈高代表股權集中度愈高，反映看好公司前景，與企業之經營績效呈正相關，本文定義若大股東持股比大於全體樣本之中位數，即代表企業有良好之公司治理機制，虛擬變數*Governance*為 1，其餘為 0。

### 第三節、實證模型

#### 一、未預期現金持有變動之衡量

若資本市場為效率市場，企業可預期持有現金之變動將已反映在每個會計年度期初之公司市值中，因此本文不以企業持有現金之實際變動值，而是以現金持有之未預期變動值來反映企業在資本市場中公司市值之變動，本文參考 Almeida et al. (2004) 與 Faulkender and Wang (2006)，定義現金持有之未預期變動值為各個企業每年現金持有之實際變動與其之預期變動間之差異，即式(1)之殘差項( $\varepsilon_{i,t}$ )，其現金持有之未預期變動之實證模型如式(1)：

$$\begin{aligned} \Delta CashHoldings &= \alpha_0 + \alpha_1 CashFlow_{i,t-1} + \alpha_2 Q_{i,t-1} + \alpha_3 Expenditure_{i,t-1} + \alpha_4 Size_{i,t-1} \\ &+ \alpha_5 \Delta NWC_{i,t-1} + \alpha_7 ShortDebt_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

式(1)中，*CashHoldings*為現金及約當現金，*CashFlow*為繼續營業部門稅後純益加折舊減股利；Almeida et al. (2004) 與 Opler et al. (1999) 指出營運資金可替代現金， $\Delta NWC$ 為非現金之淨營運資金，即扣除現金後之營運現金流量之變動值，*ShortDebt*為短期負債；根據 Opler et al. (1999) 一文，指出企業會將其儲存之現金投資於購買機器、土地、廠房及設備等資本支出上，因此，本文將控制企業之資本支出(*Expenditure*)；式(1)中之所有變數皆定義為前一個會計年度值除以遞延一期之資產市值(Faulkender and Wang, 2006)，*Size*為公司資產規模，定義為資產總額取自然對數，*Q*為資產市值除以資產之帳面價值(Opler et al., 1999)。

## 二、 檢視不同融資限制程度之新創事業持有超額現金是否影響公司價值

$$\begin{aligned}
 r_{i,t} - R_{i,t}^B = & \alpha_0 + \beta_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \times Dven_{i,t} + \beta_3 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \times Dcons_{i,t} + \beta_4 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \\
 & \times Dven_{i,t} \times Dcons_{i,t} + \beta_5 Dven_{i,t} \times Dcons_{i,t} + \beta_6 Dcons_{i,t} + \beta_7 Dven_{i,t} \\
 & + \beta_8 Governance_{i,t} + \beta_9 \sum_{i,t=1}^n Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{2}$$

式(2)中， $r_{i,t}$ 為*i*公司在會計年度*t*年之股票年報酬率； $R_{i,t}^B$ 為*i*公司採用 Fama and French 根據企業之資產規模與淨價市值比所組成的標準投資組合在會計年度*t*年度之股票報酬率， $\Delta C_{i,t}$ 為持有超額現金之變動值，定義為持有現金之實際變動與預期變動之間的差異，即式(1)中之殘差項， $M_{i,t-1}$ 為企業之權益市值，即未調整之年底收盤價乘以流通在外股數， $Dcons$ 及  $Dven$ 分別為融資限制與新創事業之虛擬變數，若為融資限制程度高之企業， $Dcons$ 為 1，其餘為 0；若符合新創事業之定義，則  $Dven$ 為 1，其餘為 0； $Governance$ 為公司治理之虛擬變數，以董事長是否兼任總經理、董監事持股比及大股東持股比作為衡量公司治理機制之代理變數。

根據 Faulkender and Wang (2006)一文，本文控制公司獲利能力、財務及投資決策改變之影響，控制變數包含資產總額扣除現金持有( $NA_t$ )，繼續營業部門純益加利息支出( $E_t$ )， $RD_t$ 為研究發展費用， $I_t$ 為利息支出， $D_t$ 為普通股現金股利， $L_t$ (Leverage)為負債總額除以(負債總額+權益市值)等控制變數。控制變數中除了超額報酬率與財務槓桿兩變數外，皆須除以企業前一期之權益市值。

式(2)為探討不同融資限制程度之新創事業持有超額現金對公司價值之影響。首先，式(2)中之 $\beta_1$ 為正時，表示市場投資人對融資限制程度較低的非新創事業持有之超額現金給予正面評價，即融資限制程度低之非新創企業持有之超額現金與公司價值呈正向關係；其次，若 $\beta_2$ 為正，說明在融資限制程度較低之企業中，市場給予新創企業持有超額現金之評價優於非新創事業持有超額現金之評價；接著，當 $\beta_3$ 為正時，即代表在非新創事業中，融資限制程度高之企業持有超額現金對公司價值之貢獻度較融資限制程度低之



企業來得大；最後，若 $\beta_4$ 為正時，證明相對於融資限制程度低之企業來說，是否為新創事業之效果對融資限制程度高之企業影響更大。

### 三、 檢視不同公司治理機制之新創事業持有超額現金是否影響公司價值

式(3)為探討市場投資人對新創事業持有超額現金，是否會因公司治理機制之不同而有不同之評價，迴歸式(3)中之 $\beta_1$ 若為正時，代表公司治理機制較差之非新創事業持有之超額現金與公司價值呈正相關；若 $\beta_2$ 為正時，表示在公司治理機制較差之企業中，相對於非新創事業來說，市場對新創事業持有之超額現金給予更高之評價；當 $\beta_3$ 為正時，說明市場給予非新創事業持有之超額現金會受該公司之公司治理機制好壞而有不同之評價；最後，當 $\beta_4$ 為正則說明是否為新創事業之效果對公司治理機制較好之企業持有超額現金之影響較對公司治理機制較差之企業持有超額現金之影響來得更大。

$$\begin{aligned}
 r_{i,t} - R_{i,t}^B = & \alpha_0 + \beta_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \times Dven_{i,t} + \beta_3 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \times Governance_{i,t} + \\
 & \beta_4 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \times Dven_{i,t} \times Governance_{i,t} + \beta_5 Dven_{i,t} \times Governance_{i,t} \\
 & + \beta_6 Governance_{i,t} + \beta_7 Dven_{i,t} + \beta_8 Governance_{i,t} + \beta_9 \sum_{i,t=1}^n Control_{i,t} \\
 & + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{3}$$

### 四、 綜合融資限制與公司治理之觀點，衡量新創事業持有超額現金是否影響公司價值

式(4)為在同時考慮融資限制與公司治理兩個層面後，探討新創事業持有之超額現金與公司價值之間的關係。首先，若 $\beta_1$ 為正，即融資限制程度低且公司治理機制較弱之企業，市場給予該公司持有超額現金正面之評價；當 $\beta_2$ 為正時，代表在融資限制程度低之企業中，公司治理機制較好的企業持有超額現金增加，會提升其公司價值；若 $\beta_3$ 為正，表示在公司治理機制較弱之企業中，相對於融資限制低之企業來說，當融資限制程度較高之企業持有超額現金增加時，市場給予更高之評價；最後，若 $\beta_4$ 為正時，說明相對於

低融資限制企業，公司治理機制好壞對融資限制程度高之企業來說，持有超額現金對公司價值之貢獻度更大。

$$\begin{aligned}
 r_{i,t} - R_{i,t}^B = & \alpha_0 + \beta_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \times Governance_{i,t} + \beta_3 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \times Dcons_{i,t} + \beta_4 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \\
 & \times Governance_{i,t} \times Dcons_{i,t} + \beta_5 Governance_{i,t} \times Dcons_{i,t} + \beta_6 Dcons_{i,t} \\
 & + \beta_7 Governance_{i,t} + \beta_8 Governance_{i,t} + \beta_9 \sum_{i,t=1}^n Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{4}$$

## 第四章、實證結果

本文旨在探討新創事業持有之超額現金與公司價值之間的關係，分別檢視市場是否會因為融資限制程度與公司治理機制之不同，而給予新創事業持有之超額現金不同的評價，並進一步分析在融資限制與公司治理之交互影響下，新創事業持有之超額現金是否會影響公司價值？本文將樣本分為新創事業與非新創事業，並以第三章之研究方法進行實證分析。

表一呈現本文主要變數之敘述性統計量，於 1991 年至 2014 年台灣上櫃企業調整後之超額報酬率平均數與中位數分別為 6.39%與-9.44%；持有現金的變動占公司市值比例( $\Delta Cashholdings$ )平均數與中位數分別為 0.03%與-0.06%；研發費用、利息支出及股利支付占市值的變動( $\Delta RD_t$ 、 $\Delta I_t$ 、 $\Delta D_t$ )平均分別為-0.21%、-0.14%與-0.35%，變動幅度非常小；而台灣上櫃企業之董監持股比與大股東持股比平均分別為 29.49%與 18.22%。

表二為台灣上櫃公司依公司成立年數 10 年作為新創事業之衡量標準，將總樣本分為新創事業與非新創事業，實證結果指出相對於非新創事業來說，台灣新創事業傾向持有較多現金，當企業處於成長期階段時，擁有較多之投資成長機會，但因存在資訊不對稱之情況，新創事業較易面臨現金流量波動性大及外部融資成本過高等問題，因此公司傾向持有較多現金以預防未來未預期之外部環境衝擊或未來有價值之投資計畫所需之資金，證實台灣新創企業有強烈的預防性現金需求，此結果與 Keynes (1936) 之預防性動機假說相符，反映台灣上櫃之成熟型企業對現金之預防性需求較不強烈。

本文進一步將新創事業及非新創事業依股利支付率、公司資產規模、生命週期、抵押資產及負債比率等五個衡量來企業之融資限制程度，將其分為高融資限制與低融資限制企業，本文視擁有低股利支付率、公司規模小、高生命週期、抵押資產少及高負債比率之企業為符合高融資限制企業之特徵。實證結果顯示，若以股利支付率及負債比率作為衡量融資限制程度之標準，無論是否為新創事業，低融資限制企業之現金持有皆高於高融資限制企業，股利支付較多的低融資限制企業會傾向持有較多現金以因應現金股利

的發放，而將擁有高負債比率公司視為高融資限制企業，銀行或外部資本市場較不願貸款於此高負債企業；當以公司資產規模、生命週期與抵押資產作為衡量企業融資限制程度之指標時，研究結果顯示高融資限制企業持有之現金皆顯著較低融資限制企業多，由於高融資限制企業之外部融資成本較高，導致有較強烈之預防性動機去儲存現金，以因應未來未預期的外部環境衝擊預防及未來因資金缺乏而錯失有價值之投資機會。

由表二之實證結果發現，新創事業持有現金之比率較非新創事業高，表三進一步比較不同融資限制與公司治理機制之情況下，新創事業與非新創事業之投資比率之差異。實證結果發現在新創事業中，低融資限制程度企業之投資比率顯著較高融資限制程度企業來得高，表示處於成長期階段之低融資限制企業，由於公司之現金流量較穩定且較無外部融資成本過高或資訊不對稱之問題，公司會傾向將手上持有之現金投入有價值之計畫中；而進一步綜合融資限制與公司治理兩個層面後，發現不論公司治理機制強或弱，公司會因為其融資限制程度高低之不同，而使投資比率有所差異；由於企業手中持有之現金比率不同與其投資比率有極大關係，當企業投資比率較低時，持有較多現金是因為公司為預防性動機儲蓄或已面臨可能的潛在風險，例如缺乏投資機會或面臨融資限制等問題，因此，接下來將繼續探討市場給予企業持有的超額現金評價為何？

表一 敘述性統計

表一為全樣本之敘述性統計，樣本資料取自於台灣經濟新報資料庫(TEJ)，研究期間為 1991 年至 2014 年， $r_{i,t} - R_{i,t}^B$  為超額報酬率， $r_{i,t}$  為 i 公司於會計年度 t 年之股價報酬率， $R_{i,t}^B$  為投資組合報酬率； $C_t$  為現金及約當現金； $E_t$  為繼續部門稅後純益加利息； $NA_t$  為資產總額扣除持有現金； $RD_t$  為研究發展支出費用； $I_t$  為利息支出； $D_t$  股利支出，定義為普通股現金股利與特別股現金股利之總和； $L_t$  衡量公司之財務槓桿，定義為負債總額/(負債總額+權益市值)； $PBH$  為董監持股比， $LAR$  為大股東持股比； $\Delta X_t$  為當期與前一期之變動量  $X_t - X_{t-1}$ ，所有變數(除了超額報酬率、財務槓桿、董監持股比率及  $LAR$  為大股東持股比率)皆須除以前一期之市值( $M_{i,t-1}$ )。

變數	平均數	中位數	標準差	Q1	Q3
$\gamma_{i,t} - R_{i,t}^B$	0.0639	-0.0944	0.6185	-0.3082	0.2117
$\Delta CashHoldings_t$	0.0003	-0.0006	0.0800	-0.0309	0.0325
$\Delta C_t$	0.0001	3.64E-15	0.0387	-0.0130	0.0143
$C_t$	0.1212	0.0735	0.1266	0.0410	0.1759
$C_{t-1}$	0.1263	0.0779	0.1287	0.0407	0.1687
$\Delta E_t$	-0.0106	-0.0189	0.2148	-0.0880	0.0468
$PBH$	0.2949	0.2524	0.1700	0.1688	0.3871
$LAR$	0.1822	0.1658	0.1242	0.1002	0.2487
$\Delta NA_t$	-0.0899	-0.0271	1.2815	-0.5172	0.3209
$\Delta RD_t$	-0.0021	0.0120	0.0619	-0.0047	0.0026
$\Delta I_t$	-0.0014	0.0040	0.0266	-0.0026	0.0018
$\Delta D_t$	-0.0035	0.0197	0.0742	-0.0199	0.0088
$Size$	2254912675	1.35E+09	3473067416	7.57E+08	2.23E+09
$L$	0.3577	0.3451	0.2143	0.1916	0.5030

表二 持有現金之差異

表二為探討不同融資限制程度之新創事業與非新創事業，其持有現金之差異。APR、TA、LC、CA 及 DR 為衡量融資限制之五個虛擬變數指標，為股利支付率，定義為(普通股現金股利+特別股現金股利)/營業收入；TA 為公司資產規模，定義為資產總額；LC 為生命週期，定義為保留盈餘除以資產總額；CA 為抵押資產，定義為存貨加機器、土地、廠房及設備，除以資產總額；DR 為負債比率，定義為負債總額除以資產總額，以全樣本之中位數作為分界點，低股利支付率、資產規模較小、高保留盈餘、抵押資產少及高負債比率之企業，被視為高融資限制企業為 1，其餘為 0。

	新創企業			非新創企業			
	高融資限制 (H)	低融資限制 (L)	Diff (L-H)	高融資限制 (H)	低融資限制 (L)	Diff (L-H)	Diff (非-新)
APR	0.1610	0.2250	0.0610 ***	0.1089	0.1185	0.0096 ***	
TA	0.2066	0.1421	-0.0645 ***	0.1297	0.0911	-0.0387 ***	
LC	0.1973	0.1347	-0.0626 ***	0.1234	0.1023	-0.0212 ***	
CA	0.2244	0.1526	-0.0718 ***	0.1546	0.0837	-0.0709 ***	
DR	0.1057	0.2344	0.1286 ***	0.0808	0.1538	0.0730 ***	
現金持有率		0.1795			0.1127		-0.0668
							(0.00)***

表三 投資比率之差異

表三為探討不同融資限制與公司治理機制之新創事業與非新創事業其投資比率之差異。衡量融資限制之方法分別為負債比率及 VM2，並以董事長是否兼任總經理、董監持股比率及大股東持股比率作為衡量公司治理機制之代理變數，定義投資比率為當年度與去年度購置固定資產之差額占去年度資產總額之比率。

單位：仟分之一						
新創企業			非新創企業			
	負債比率	VM2	負債比率	VM2		
<b>Panel A：融資限制程度</b>						
低融資限制(L)	0.0190	0.0150	-5.81E-6	0.0000		
高融資限制(H)	-0.0010	-0.0100	0.0015	-0.0100		
Diff(L-H)	0.0200*	0.0280*	-0.0073**	0.0140***		
<b>Panel B：公司治理機制</b>						
	董事長兼任總經理	董監持股比	大股東持股比	董事長兼任總經理	董監持股比	大股東持股比
公司治理弱	0.0200	0.0190	0.0016	-0.0047	-0.0027	-0.0033
公司治理強	0.0099	0.0006	0.1900	0.0002	-0.0008	-0.0001
Diff(弱-強)	0.0028	0.1900*	-0.2000	-0.0049	-0.0019	-0.0032
公司治理機制差			公司治理機制強			
<b>Panel A：董事長兼任總經理</b>						
	負債比率	VM2	負債比率	VM2		
低融資限制(L)	-0.0200	-0.01	0.0050	0.0081		
高融資限制(H)	-0.4000	-0.01	0.0014	-0.0300		
Diff(L-H)	-0.0100	0.0027	0.0035	0.0360		
<b>Panel B：董監持股比</b>						
低融資限制(L)	0.0006	0.0033	-0.0093	-0.0016		
高融資限制(H)	-0.0046	-0.0400	0.0031	-0.0072		
Diff(L-H)	0.0053	0.0440**	-0.0100	0.0056		
<b>Panel C：大股東持股比</b>						
低融資限制(L)	-0.0200	-0.0051	0.0071	0.0067		
高融資限制(H)	0.0015	-0.0100	-0.0031	-0.0300		
Diff(L-H)	-0.0200	0.0093	0.0100	0.0410*		

表二已證實台灣上櫃之新創事業持有之現金顯著較非新創事業多，表四進一步探討不同融資限制程度是否會影響市場對新創事業持有超額現金的評價？(2)式之迴歸結果於表四中呈現，以企業調整後之超額報酬率( $\gamma_{i,t} - R_{i,t}^B$ )為被解釋變數，在控制了公司治理機制(呈現於 Panels A-C 中)與 $\Delta NA_t$ 、 $\Delta E_t$ 、 $\Delta RD_t$ 、 $\Delta I_t$ 、 $\Delta D_t$ 、*Size* 及 *L* 等控制變數後，實證結果發現持有之超額現金變動與公司價值無顯著相關性，表示企業持有之超額現金增加時，並不能顯著地提升公司價值。

接著，以董事長是否兼任總經理與大股東持股比作為衡量公司治理之代理變數，並以負債比率作為衡量企業融資限制程度之指標，即為表四中之交乘項，實證結果發現低融資限制之非新創企業持有超額現金與其公司價值的無顯著關係，而市場對低融資限制之新創事業持有之超額現金增加時，給予負面評價( $\beta_2$ )，表示市場投資人認為處於草創初期之新創事業若持有超額現金，代表該企業可能因缺乏投資機會而使得其持有之超額現金增加，此情況可能會導致公司管理階層因自身利益而進行浪費性的投資之動機增加，市場因此給予此類公司負面評價；而亦指出超額現金持有變動與融資限制程度之交乘項( $\Delta C_t * Dcons$ ,  $\beta_3$ )與公司價值並無顯著關係，表示對非新創事業來說，融資限制程度之差異並不會影響企業持有之超額現金變動與公司價值之間的關係。表五為表四之綜合性比較結果，以台灣上櫃之新創事業來說，市場並不會因為不同融資限制程度，而給予企業持有之超額現金之變動有不同之評價，因此，本文於表六及表七探討不同之公司治理機制是否會影響新創事業持有超額現金之變動與公司價值關係之間的關係。

在控制公司治理變數後，控制變數中企業之獲利能力( $E_t$ )、扣除現金資產( $NA_t$ )與公司價值呈顯著的正向關係，其結果與 Faulkender and Wang (2006) 及 Yanhao Chang, Karen Benson and Robert Faff (2014) 相符合；研發費用( $RD_t$ )、股利發放( $D_t$ )亦與公司價值呈正相關；而公司財務( $L$ )與公司價值呈顯著負相關，與 Yanhao Chang, Karen Benson and Robert Faff (2014) 之研究結果相同；企業前一期現金持有比率與公司價值呈負向關係，顯示以台灣上櫃公司來說，企業前一現金持有比率愈高，市場反而給予負面評價，可能原因為投資人認為持有過多的現金，會使管理階層與股東之間的代理問題愈嚴重。



表四 融資限制與新創企業之超額現金價值間之關係

表四為式(2)之迴歸結果。迴歸式中之應變數為企業之超額報酬( $\gamma_{i,t} - R_{i,t}^B$ )， $\gamma_{i,t}$ 為公司股價報酬率， $R_{i,t}^B$ 為i公司於會計年度t年之標準報酬率，迴歸中之所有變數(除超額報酬率與Leverage)皆須除以遞延一期之權益市值( $M_{i,t-1}$ )， $\Delta C_t$ 為公司實際持有現金的變動與預期現金的變動之差額， $C_t$ 為現金及約當現金； $NA_t$ 為資產總額扣除現金持有； $E_t$ 為繼續營業部門純益加利息支出； $RD_t$ 為研究發展費用； $I_t$ 為利息支出； $D_t$ 為普通股現金股利； $L_t$ (Leverage)為負債總額/(負債總額+權益市值)； $\Delta X_t$ 為變數X一年之變動值， $X_t - X_{t-1}$ ； $Dven$ 為虛擬變數，新創企業為1，其餘為0； $Dcons$ 為融資限制之虛擬變數，高融資限制企業為1，低融資限制企業為0； $Governance$ 為根據董事長是否兼任總經理、董監持股比及大股東持股比之公司治理的虛擬變數，以董事長是否兼任總經理為衡量公司治理之變數，若為不同人表示企業有良好之公治理機制為1，若為同一人表示公司治理機制較弱之企業為0；以董監持股比及大股東持股比為衡量公司治理之變數，若其值大於中位數表示企業有良好之公治理機制為1，小於中位數則表示為公治理機制較差之企業為0；\*\*\*表示達到1%顯著水準，\*\*表示達到5%顯著水準，\*表示達到10%顯著水準，括號內為t值。

		Panel A：董事長兼任總經理		Panel C：董監持股比		Panel D：大股東持股比	
		負債比率	VM2	負債比率	VM2	負債比率	VM2
<i>Intercept</i>	$\alpha$	0.25 (12.06) ***	0.26 (12.49) ***	0.29 (14.76) ***	0.90 (15.20) ***	0.28 (13.79) ***	0.29 (14.34) ***
$\Delta C_t$	$\beta_1$	-245194979 (-1.23)	-178748099 (-0.94)	-252603202 (-1.26)	-188034522 (-0.98)	-251537788 (-1.26)	-182476474 (-0.95)
$\Delta C_t * Dven$	$\beta_2$	-4051742125 (-1.95) **	-2204787366 (-1.34)	-4198968226 (-2.02)	-2235564806 (-1.36)	-4115626172 (-1.98) **	-2230168785 (-1.36)
$\Delta C_t * Dcons$	$\beta_3$	292164262 (0.97)	132407128 (0.25)	289037081 (0.96)	131768554 (0.25)	301146066 (1.00)	125629257 (0.24)
$\Delta C_t * Dven * Dcons$	$\beta_4$	9959253432 (1.17)	-459406063 (-0.40)	10827245561 (1.28)	-407742730 (-0.35)	10213210574 (1.20)	-441076963 (-0.38)
<i>Dven * Dcons</i>	$\beta_5$	-0.06 (-1.12)	0.02 (0.33)	-0.06 (-1.07)	0.03 (0.35)	-0.06 (-1.08)	0.03 (0.35)
<i>Dcons</i>	$\beta_6$	0.13 (6.95) ***	0.02 (1.02)	0.12 (6.93) ***	0.02 (1.02)	0.12 (6.91) ***	0.02 (1.02)
<i>Dven</i>	$\beta_7$	0.03 (0.85)	0.01 (0.31)	0.03 (0.80)	0.01 (0.29)	0.03 (0.82)	0.01 (0.30)

		Panel A：董事長兼任總經理		Panel C：董監持股比		Panel D：大股東持股比	
		負債比率	VM2	負債比率	VM2	負債比率	VM2
<i>Governance</i>	$\beta 8$	0.03 (2.3) **	0.03 (2.26) **	-0.02 (-1.77) *	-0.02 (-1.72) *	-0.00 (-0.20)	-0.01 (-0.46)
$\Delta NA_t$	$\beta 9$	0.10 (11.83) ***	0.10 (11.26) ***	0.10 (11.87) ***	0.10 (11.30) ***	0.10 (11.82) ***	0.10 (11.26) ***
$\Delta E_t$	$\beta 10$	0.74 (18.06) ***	0.72 (17.57) ***	0.74 (18.05) ***	0.72 (17.56) ***	0.74 (18.04) ***	0.72 (17.55) ***
$\Delta RD_t$	$\beta 11$	1.10 (4.31) ***	1.11 (4.35) ***	1.11 (4.34) ***	1.12 (4.38) ***	1.11 (4.34) ***	1.12 (4.38) ***
$\Delta I_t$	$\beta 12$	-6.00 (-7.74) ***	-5.71 (-7.35) ***	-6.09 (-7.85) ***	-5.80 (-7.46) ***	-6.03 (-7.79) ***	-5.75 (-7.40) ***
$\Delta D_t$	$\beta 13$	1.09 (7.44) ***	1.17 (7.99) ***	1.08 (7.41) ***	1.16316 (7.96) ***	1.08 (7.43) ***	1.17 (7.98) ***
<i>L</i>	$\beta 14$	-0.63 (-14.00) ***	-0.47 (-12.22) ***	-0.63 (-14.04) ***	-0.47 (-12.29) ***	-0.63 (-14.07) ***	-0.47 (-12.33) ***
$C_{t-1}$	$\beta 15$	-0.21 (-3.52) ***	-0.26 (-4.23) ***	-0.23 (-3.83) ***	-0.28 (-4.55) ***	-0.23 (-3.75) ***	-0.27 (-4.47) ***
$\Delta C_t * C_{t-1}$	$\beta 16$	-8.08 (-5.95) ***	-8.81 (-6.85) ***	-8.09 (-5.95) ***	-8.82 (-6.86) ***	-8.09 (-5.95) ***	-8.84 (-6.87) ***
$\Delta C_t * L$	$\beta 17$	2.61 (2.57) **	3.01 (3.29) ***	2.65 (2.62) ***	3.06 (3.34) ***	2.62 (2.58) ***	3.04 (3.32) ***
<i>Obs</i>		5801	5801	5801	5801	5801	5801
<i>Adj R</i> <sup>2</sup>		0.2403	0.2338	0.2400	0.2335	0.2396	0.2332

表五 綜合性之比較結果

Panel A：董事長兼任總經理			
	Test	負債比率	VM2
高融資限制之新創企業	$\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 = 0$	5.95E+09 (0.41)	-2.71E+09 (0.11)
低融資限制之新創企業	$\beta_1 + \beta_2 = 0$	-4.30E+09 (0.04) **	-2.38E+09 (0.15)
新創企業之融資限制效果	$\beta_3 + \beta_4 = 0$	1.03E+10 (0.23)	-3.27E+08 (0.78)
高融資限制之非新創企業	$\beta_1 + \beta_3 = 0$	46969283 (0.87)	-46340971 (0.93)
低融資限制之非新創企業	$\beta_1 = 0$	-2.45E+08 (0.22)	-1.79E+08 (0.35)
非新創企業之融資限制效果	$\beta_3 = 0$	2.92E+08 (0.33)	1.32E+08 (0.80)
高融資限制企業之新創效果	$\beta_2 + \beta_4 = 0$	5.91E+09 (0.42)	-2.66E+09 (0.11)
低融資限制企業之新創效果	$\beta_2 = 0$	-4.05E+09 (0.05) **	-2.20E+09 (0.18)
Panel B：董監持股比			
高融資限制之新創企業	$\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 = 0$	6.66E+09 (0.36)	-2.70E+09 (0.11)
低融資限制之新創企業	$\beta_1 + \beta_2 = 0$	-4.45E+09 (0.03) **	-2.42E+09 (0.14)
新創企業之融資限制效果	$\beta_3 + \beta_4 = 0$	1.11E+10 (0.19)	-2.76E+08 (0.81)
高融資限制之非新創企業	$\beta_1 + \beta_3 = 0$	36433878 (0.90)	-56265968 (0.91)
低融資限制之非新創企業	$\beta_1 = 0$	-2.53E+08 (0.21)	-1.88E+08 (0.33)
非新創企業之融資限制效果	$\beta_3 = 0$	2.89E+08 (0.34)	1.32E+08 (0.80)
高融資限制企業之新創效果	$\beta_2 + \beta_4 = 0$	6.63E+09 (0.36)	-2.64E+09 (0.11)
低融資限制企業之新創效果	$\beta_2 = 0$	-4.20E+09 (0.04) **	-2.24E+09 (0.17)
Panel C：大股東持股比			
高融資限制之新創企業	$\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 = 0$	6.15E+09 (0.40)	-2.73E+09 (0.11)
低融資限制之新創企業	$\beta_1 + \beta_2 = 0$	-4.37E+09 (0.04) **	-2.41E+09 (0.14)
新創企業之融資限制效果	$\beta_3 + \beta_4 = 0$	1.05E+10 (0.21)	-3.15E+08 (0.79)
高融資限制之非新創企業	$\beta_1 + \beta_3 = 0$	49608278 (0.87)	-56847217 (0.91)
低融資限制之非新創企業	$\beta_1 = 0$	-2.52E+08 (0.21)	-1.82E+08 (0.34)
非新創企業之融資限制效果	$\beta_3 = 0$	3.01E+08 (0.32)	1.26E+08 (0.81)
高融資限制企業之新創效果	$\beta_2 + \beta_4 = 0$	6.10E+09 (0.40)	-2.67E+09 (0.11)
低融資限制企業之新創效果	$\beta_2 = 0$	-4.12E+09 (0.05) **	-2.23E+09 (0.18)

接續前述研究結果及過去文獻對公司治理與現金持有關係的探討，本文進一步檢視公司治理機制是否會影響新創事業持有超額現金與公司價值間之關係。表六呈現方程式(3)之迴歸結果及表七的綜合性結果分析，在控制融資限制程度等因素後，比較不同公司治理機制是否會影響新創企業持有之超額現金與公司價值之間的關係。

實證結果發現在兩種不同融資限制之衡量方法下，對公司治理機制較弱之企業來說，市場給予新創事業持有超額現金之增加負面之評價 ( $\Delta C_t * Dven, \beta 2$ )，其原因為公司管理階層可能傾向使用超額現金投資一些不以極大化股東財富為目的且淨現值為負的投資計劃或進行無效率支出，導致公司有超額投資之情況產生；不論公司治理機制強弱，新創事業持有超額現金對公司價值之負面影響皆較非新創事業大，但相對於新創事業效果對公司治理機制強的企業來說，市場給予公司治理機制弱的企業更差之評價 ( $\Delta C_t * Gov * Dven, \beta 4$ )，此結果與綜合性比較結果相同。

根據綜合性結果說明以三種不同衡量公司治理之方法及在控制融資限制後，不論公司治理機制強弱，市場對新創事業持有超額現金之增加皆給予負面之評價 ( $\beta 1 + \beta 2 + \beta 3 + \beta 4$  vs.  $\beta 3 + \beta 4$ )，表示持有超額現金變多時會損及公司價值，即市場投資人認為公司草創初期屬於成長性階段，擁有投資機會較多，若超額現金持有增加，可能代表公司缺乏投資機會而囤積現金；實證結果亦發現，公司治理效果對非新創事業超現金持金增加之價值無顯著影響 ( $\beta 3$ )時，對新創事業來說，市場給予公司治理機制強的企業之現金價值更高的評價 ( $\beta 3$  vs.  $\beta 4$ )，表示公司治理機制強之新創事業，持有之每一塊現金對公司價值的貢獻度更高且更有價值，其結果與 Dittmar and Mahrt-Smith (2007) 之研究結果一致。

上述結果發現以董事長是否兼任總經理、董監持股比及大股東持股比作為衡量公司治理之代理變數，當市場對企業持有之超額現金給予負面評價時，擁有良好公司治理機制之企業可減緩其負面影響，證實公司治理機制與公司價值呈正向關係，即良好的公司治理機制會提升公司價值，此結果與過去文獻之實證結果相符，當董事長與總經理非同一人、董監持股比與大股東持股比較高時，表示該企業董事長與管理階層較獨立，代理問題得以減緩，董事會較有誘因發揮其對經營者之監督功能。

表六 公司治理與新創企業之超額現金價值間之關係

表六為式(3)之迴歸結果。迴歸式中之應變數為企業之超額報酬( $\gamma_{i,t} - R_{i,t}^B$ )， $\gamma_{i,t}$ 為公司股價報酬率， $R_{i,t}^B$ 為i公司於會計年度t年之標準報酬率，迴歸中之所有變數(除超額報酬率與Leverage)皆須除以遞延一期之權益市值( $M_{i,t-1}$ )， $\Delta C_t$ 為公司實際持有現金的變動與預期現金的變動之差額， $C_t$ 為現金及約當現金； $Dven$ 為虛擬變數，新創事業為1，其餘為0； $Dcons$ 為融資限制之虛擬變數，高融資限制企業為1，低融資限制企業為0； $Governance$ 為根據董事長是否兼任總經理、董監持股比及大股東持股比之公司治理的虛擬變數，以董事長是否兼任總經理為衡量公司治理之變數，若為不同人表示企業有良好之公治理機制為1，若為同一人表示為公司治理機制較弱之企業為0；以董監持股比及大股東持股比為衡量公司治理之變數，若其值大於中位數表示企業有良好之公治理為1，小於中位數則表示為公司治理機制較弱之企業為0；\*\*\*表示達到1%顯著水準，\*\*表示達到5%顯著水準，\*表示達到10%顯著水準，括號內為t值。

		Panel A：董事長兼任總經理		Panel B：董監持股比		Panel C：大股東持股比	
		負債比率	VM2	負債比率	VM2	負債比率	VM2
<i>Intercept</i>	$\alpha$	0.26 (12.20) ***	0.27 (12.54) ***	0.29 (14.79) ***	0.29627 (15.13) ***	0.28 (13.95) ***	0.29 (14.40) ***
$\Delta C_t$	$\beta_1$	-140779020 (-0.67)	-128862267 (-0.61)	-207146134 (-1.00)	-191595527 (-0.92)	-141128322 (-0.68)	-132495099 (-0.64)
$\Delta C_t * Dven$	$\beta_2$	-4234429081 (-2.38) **	-4245378568 (-2.37) **	-4781207585 (-2.62) ***	-4732941771 (-2.58) ***	-3799743616 (-2.25) **	-3823661809 (-2.25) **
$\Delta C_t * Gov$	$\beta_3$	-81718657 (-0.65)	-83719392 (-0.67)	53174547 (0.20)	41735526 (0.16)	-84988429 (-0.62)	-82048581 (-0.60)
$\Delta C_t * Gov * Dven$	$\beta_4$	1749384199 (2.07) **	1763489293 (2.08) **	17524265062 (2.51) **	17149870353 (2.44) **	1408050017 (1.93) *	1434900913 (1.96) **
<i>Gov * Dven</i>	$\beta_5$	0.06 (1.00)	0.06 (1.11)	-0.11 (-1.83) *	-0.0999 (-1.64)	0.10 (1.91) *	0.11429 (2.09) **
<i>Governance</i>	$\beta_7$	0.03 (1.96) **	0.03 (1.89) *	-0.02 (-1.45)	-0.02143 (-1.46)	-0.01 (-0.67)	-0.01404 (-0.96)
<i>Dven</i>	$\beta_8$	-0.03 (-0.66)	-0.02 (-0.56)	0.02 (0.61)	0.02632 (0.74)	-0.05 (-1.20)	-0.04468 (-1.13)
<i>Obs</i>		5801	5801	5801	5801	5801	5801
<i>Adj R<sup>2</sup></i>		0.2405	0.2345	0.2404	0.2344	0.2400	0.2342

表七 綜合性結果之比較

Panel A：董事長兼任總經理			
	Test	負債比率	VM2
公司治理強之新創企業	$\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 = 0$	-2.71E+09 (0.08) *	-2.69E+09 (0.08) *
公司治理弱之新創企業	$\beta_1 + \beta_2 = 0$	-4.38E+09 (0.01) ***	-4.37E+09 (0.01) ***
新創企業之公司治理效果	$\beta_3 + \beta_4 = 0$	1.67E+09 (0.05) **	1.68E+09 (0.05) **
公司治理強之非新創企業	$\beta_1 + \beta_3 = 0$	-2.22E+08 (0.24)	-2.13E+08 (0.26)
公司治理弱之非新創企業	$\beta_1 = 0$	-1.41E+08 (0.50)	-1.29E+08 (0.54)
非新創企業之公司治理效果	$\beta_3 = 0$	-81718657 (0.51)	-83719392 (0.51)
公司治理強之企業的新創效果	$\beta_2 + \beta_4 = 0$	-2.49E+09 (0.10) *	-2.48E+09 (0.10) *
公司治理弱之企業之新創效果	$\beta_2 = 0$	-4.23E+09 (0.01) ***	-4.25E+09 (0.01) ***
Panel B：董監持股比			
公司治理強之新創企業	$\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 = 0$	1.26E+10 (0.04) **	1.23E+10 (0.05) **
公司治理弱之新創企業	$\beta_1 + \beta_2 = 0$	-4.99E+09 (0.01) ***	-4.92E+09 (0.01) ***
新創企業之公司治理效果	$\beta_3 + \beta_4 = 0$	1.76E+10 (0.01) **	1.72E+10 (0.01) **
公司治理強之非新創企業	$\beta_1 + \beta_3 = 0$	-1.54E+08 (0.54)	-1.50E+08 (0.55)
公司治理弱之非新創企業	$\beta_1 = 0$	-2.07E+08 (0.32)	-1.92E+08 (0.36)
非新創企業之公司治理效果	$\beta_3 = 0$	53174547 (0.84)	41735526 (0.87)
公司治理強之企業的新創效果	$\beta_2 + \beta_4 = 0$	1.27E+10 (0.04) **	1.24E+10 (0.05) **
公司治理弱之企業之新創效果	$\beta_2 = 0$	-4.78E+09 (0.01) ***	-4.73E+09 (0.01) ***
Panel C：大股東持股比			
公司治理強之新創企業	$\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 = 0$	-2.62E+09 (0.09) *	-2.60E+09 (0.10) *
公司治理弱之新創企業	$\beta_1 + \beta_2 = 0$	-3.94E+09 (0.01) ***	-3.96E+09 (0.01) ***
新創企業之公司治理效果	$\beta_3 + \beta_4 = 0$	1.32E+09 (0.07) *	1.35E+09 (0.06) *
公司治理強之非新創企業	$\beta_1 + \beta_3 = 0$	-2.26E+08 (0.24)	-2.15E+08 (0.26)
公司治理弱之非新創企業	$\beta_1 = 0$	-1.41E+08 (0.49)	-1.32E+08 (0.52)
非新創企業之公司治理效果	$\beta_3 = 0$	-84988429 (0.53)	-82048581 (0.55)
公司治理強之企業的新創效果	$\beta_2 + \beta_4 = 0$	-2.39E+09 (0.12)	-2.39E+09 (0.12)
公司治理弱之企業之新創效果	$\beta_2 = 0$	-3.80E+09 (0.02) **	-3.82E+09 (0.02) **

方程式(4)之迴歸結果於表八中呈現，探討綜合考量融資限制與公司治理兩個觀點後，超額現金持有之多寡是否會影響其公司價值。當以大股東持股比作為衡量公司治理之代理變數時，實證結果發現相對於低融資企業來說，公司治理機制對高融資限制企業持有超額現金與公司價值之間的關係影響更大( $\Delta C_t * Gov * Dven, \beta_4$ )，與綜合性結果相呼應，在企業處於高融資限制之情況下，市場對於公司治理機制強的企業持有之超額現金增加時會提升公司價值，表示外部融資成本較高的企業會使用超額現金來增加投資，而當公司治理機制不佳時，管理階層有較大的動機將持有之超額現金進行過度性投資，擁有良好公司治理機可減緩上述之情況發生。

表九之綜合性比較結果亦證明，市場給予擁有良好公司治理機制但面臨高融資限制企業之持有超額現金價值給予正面評價，即該公司之超額現金持有增加時，可提升公司價值；在公司治理機制弱之企業中，市場認為高融資限制企業持有超額現金可以提升公司價值，而面臨高融資限制但擁有良好公司治理機制之企業，由於外部融資成本高且較難向外籌募需求資金，因此企業有較強烈之預防性儲存動機，以避免未來因現金流量不穩定或外部環境衝擊，進而有投資不足或財務危機之情況產生。

表八 綜合融資限制與公司治理效果與超額現金價值之關聯性

表八為式(4)之迴歸結果。迴歸式中之應變數為企業之超額報酬( $\gamma_{i,t} - R_{i,t}^B$ )， $\gamma_{i,t}$ 為公司股價報酬率，比較不同公司治理機制之企業持有現金的融資限制效果對公司價值的差異，此表只列出主要變數(控制變數未呈現於表中)，應變數為超額報酬率 $R_{i,t}^B$ ， $i$ 公司於會計年度 $t$ 年之標準報酬率，迴歸中之所有變數(除超額報酬率與Leverage)皆須除以遞延一期之權益市值( $M_{i,t-1}$ )， $\Delta C_t$ 為公司實際與預期持有現金的變動之差額， $C_t$ 為現金及約當現金； $Dven$ 為虛擬變數，新創企業為1，其餘為0； $Dcons$ 為融資限制之虛擬變數，高融資限制企業為1，低融資限制企業為0； $Governance$ 為根據董事長是否兼任總經理、董監持股比及大股東持股比之公司治理的虛擬變數，以董事長是否兼任總經理為衡量公司治理之變數，若為不同人表示企業有良好之公治理為1，其餘為0；以董監持股比及大股東持股比為衡量公司治理之變數，若其值大於中位數表示企業有良好之公治理為1，小於中位數則表示企業有較差之公治理為0；\*\*\*表示達到1%顯著水準，\*\*表示達到5%顯著水準，\*表示達到10%顯著水準，括號內為 $t$ 值。

		Panel A：董事長兼任總經理		Panel B：董監持股比		Panel C：大股東持股比	
		負債比率	VM2	負債比率	VM2	負債比率	VM2
<i>Intercept</i>	$\alpha$	0.27 (11.83) ***	0.27 (12.54) ***	0.29 (14.16) ***	0.30 (15.19) ***	0.28 (13.06) ***	0.30 (14.54) ***
$\Delta C_t$	$\beta_1$	-118597805 (-0.52)	-150089244 (-0.70)	-477823259 (-1.99) **	-234808615 (-1.10)	-129041250 (-0.57)	-107741919 (-0.50)
$\Delta C_t \text{ Gov}$	$\beta_2$	-152947671 (-1.12)	-32120655 (-0.25)	489850615 (1.46)	106210809 (0.39)	-162696332 (-1.09)	-86005504 (-0.62)
$\Delta C_t * Dcons$	$\beta_3$	-119185134 (-0.33)	215385408 (0.33)	651893165 (1.74) *	-46769956 (-0.08)	-113100293 (-0.31)	-818432970 (-1.22)
$\Delta C_t * Gov * Dcons$	$\beta_4$	1094301946 (2.02) **	-140542023 (-0.39)	-1009706551 (-1.56)	136937112 (0.37)	1164144127 (2.07) **	3740023857 (1.94) *
$Gov * Dcons$	$\beta_5$	0.05 (1.73) *	0.04 (0.81)	-0.00 (-0.15)	0.01 (0.17)	0.01 (0.43)	0.06 (1.22)
<i>Dcons</i>	$\beta_7$	0.09 (3.67) ***	0.00 (0.12)	0.12 (5.73) ***	0.02 (0.77)	0.11 (4.88) ***	-0.01 (-0.19)
<i>Governance</i>	$\beta_8$	0.01 (0.39)	0.03 (1.89) *	-0.02 (-1.12)	-0.03 (-1.70) *	-0.01 (-0.51)	-0.01 (-0.89)
<i>Obs</i>		5801	5801	5801	5801	5801	5801
<i>Adj R<sup>2</sup></i>		0.2407	0.2337	0.2398	0.2335	0.2396	0.2336



表九 綜合性結果之比較

Panel A：董事長兼任總經理			
	Test	負債比率	VM2
公司治理強之高融資限制企業	$\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 = 0$	7.04E+08 (0.11)	-1.07E+08 (0.83)
公司治理強之低融資限制企業	$\beta_1 + \beta_2 = 0$	-2.72E+08 (0.18)	-1.82E+08 (0.35)
公司治理強之企業的融資限制效果	$\beta_3 + \beta_4 = 0$	9.75E+08 (0.03) **	74843385 (0.88)
公司治理弱之高融資限制企業	$\beta_1 + \beta_3 = 0$	65296164 (0.49)	65296164 (0.92)
公司治理弱之低融資限制企業	$\beta_1 = 0$	-1.19E+08 (0.18)	-1.50E+08 (0.48)
公司治理弱之企業的融資限制效果	$\beta_3 = 0$	-1.19E+08 (0.74)	2.15E+08 (0.74)
高融資限制企業之公司治理效果	$\beta_2 + \beta_4 = 0$	9.41E+08 (0.06) *	-1.73E+08 (0.61)
低融資限制企業之公司治理效果	$\beta_2 = 0$	-1.53E+08 (0.26)	-32120655 (0.81)
Panel B：董監持股比			
公司治理強之高融資限制企業	$\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 = 0$	-3.46E+08 (0.45)	-38430650 (0.94)
公司治理強之低融資限制企業	$\beta_1 + \beta_2 = 0$	12027356 (0.97)	-1.29E+08 (0.62)
公司治理強之企業的融資限制效果	$\beta_3 + \beta_4 = 0$	-3.58E+08 (0.49)	90167156 (0.86)
公司治理弱之高融資限制企業	$\beta_1 + \beta_3 = 0$	1.74E+08 (0.60)	-2.82E+08 (0.63)
公司治理弱之低融資限制企業	$\beta_1 = 0$	-4.78E+08 (0.05) **	-2.35E+08 (0.27)
公司治理弱之企業的融資限制效果	$\beta_3 = 0$	6.52E+08 (0.08) *	-46769956 (0.94)
高融資限制企業之公司治理效果	$\beta_2 + \beta_4 = 0$	-5.20E+08 (0.30)	2.43E+08 (0.53)
低融資限制企業之公司治理效果	$\beta_2 = 0$	4.90E+08 (0.14)	1.06E+08 (0.70)
Panel C：大股東持股比			
公司治理強之高融資限制企業	$\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 = 0$	7.59E+08 (0.10) *	2.73E+09 (0.09) *
公司治理強之低融資限制企業	$\beta_1 + \beta_2 = 0$	-2.92E+08 (0.15)	-1.94E+08 (0.32)
公司治理強之企業的融資限制效果	$\beta_3 + \beta_4 = 0$	1.05E+09 (0.02) **	2.92E+09 (0.07) *
公司治理弱之高融資限制企業	$\beta_1 + \beta_3 = 0$	-2.42E+08 (0.48)	-9.26E+08 (0.15)
公司治理弱之低融資限制企業	$\beta_1 = 0$	-1.29E+08 (0.57)	-1.08E+08 (0.62)
公司治理弱之企業的融資限制效果	$\beta_3 = 0$	-1.13E+08 (0.76)	-8.18E+08 (0.22)
高融資限制企業之公司治理效果	$\beta_2 + \beta_4 = 0$	1.00E+09 (0.05) **	3.65E+09 (0.05) **
低融資限制企業之公司治理效果	$\beta_2 = 0$	-1.63E+08 (0.27)	-86005504 (0.54)

## 第五章、 結論

過去文獻指出，在不完美的市場下，企業持有現金可避免因較高的外部融資成本及籌資困難，進而產生投資不足或財務危機等情況產生；根據過去分別從融資限制或公司治理機制之角度切入，探討對企業現金持有之相關文獻，發現高融資限制企業因外部融資成本過高，而傾向持有超額現金來因應投資計畫所需之資金及預防未預期之外部環境衝擊；而公司治理機制較弱之企業若持有超額現金，管理階層可能因自身利益去投資，非以極大化股東財富為目標且淨現值為負的投資計畫。

本文以台灣上櫃公司為研究樣本，檢視新創事業持有超額現金與公司價值之間的關係，在不同融資限制之衡量方法及不同公司治理之代理變數下有何影響。以公司成立年限 10 年，將總樣本分為新創事業與非新創事業，首先，本文發現相對於非新創企業來說，新創事業傾向持有之現金比例較高，此結果可以用 Keynes (1936) 提出之「預防性儲蓄動機假說」來解釋，即台灣處於成長階段的上櫃公司，雖然擁有較多的成長投資機會，但因向外籌資較困難且外部融資成本較高，因此，傾向持有較多現金來因應可能的現金流量不足或預防未預期的外部環境衝擊。

接著，分別探討不同的融資限制程度與公司治理機制，是否影響市場對新創事業持有超額現金的評價，實證結果指出融資限制效果與新創事業效果之關係對企業持有超額現金的價值無顯著影響，即不論為新創事業或非新創事業，企業是否於高融資限制的環境中持有超額現金，市場給予之評價並無差異；本文進一步探討公司治理機制是否會影響新創事業持有超額現金的價值，在控制融資限制程度後，不論公司治理機制強弱，市場皆對新創事業持有超額現金的價值給予負面評價，且較非新創事業持有超額現金之影響來得大，投資人認為處於草創時期的上櫃公司持有超額現金增加，可能代表公司缺乏投資機會而有囤積現金之情況發生，但公司治理機制強的企業可減緩市場給予企業持有超額現金之價值負面的評價；對新創事業來說，公司治理機制強的企業持有每一塊現金對公司價值之貢獻度更高，此結果與 Dittmar and Mahrt-Smith (2007) 相符；綜合上述結果，相對於公司治理機制弱企業來說，新創效果對於公司治理機制良好的企業有更顯著

的正面影響。

最後，同時考慮融資限制與公司治理兩個層面，探討企業持有超額現金是否會提升公司價值，以大股東持股比作為衡量公司治理之代理變數下，實證結果顯示發現公司治理機制較好的企業中，市場給予高融資限制企業持有超額現金正面的評價，亦發現融資限制效果對公司治理機制好的企業有正向影響，即公司治理機制好但高融資限制企業持有超額現金增時，投資人認為因為公司處於高融資限制環境中，向外籌資較困難且外部融資成本較高，企業可以藉由超額現金持有增加作為內部資金來執行投資計畫，公司治理機制好之企業的董事會能對管理階層發揮監督之功能；而處於高融資限制環境中之企業，市場會因公司治理機制強弱給予企業持有超額現金對公司價值有不同的影響，即相對於公司治理機制較弱的企業，融資限制程度高但公司治理機制好的企業持有之超額現金增加會顯著提升公司價值。

本文貢獻除了以過去文獻鮮少提到之台灣上櫃公司作為研究樣本外，結合了融資限制與公司治理兩個層面，探討不同融資限制與公司治理的新創與非新創事業持有之超額現金對公司價值有何影響，證實市場給予企業持有超額現金之評價受公司治理機制強弱之影響更勝於企業是否處於融資限制環境中。

## 參考文獻

1. Almeida, H., Campello, M., Laranjeira, B., and Weisbenner, S. (2009). Corporate debt maturity and the real effects of the 2007 credit crisis (No. w14990). *National Bureau of Economic Research*.
2. Almeida, H., Campello, M., and Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
3. Anthony, J. H., and Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of accounting and Economics*, 15(2), 203-227.
4. Bantel, K. A. (1998). Technology-based, “adolescent” firm configurations: strategy identification, context, and performance. *Journal of Business Venturing*, 13(3), 205-230.
5. Barry, C. B., and Brown, S. J. (1986). Limited information as a source of risk. *The Journal of Portfolio Management*, 12(2), 66-72.
6. Bates, T. W., Kahle, K. M., and Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.
7. Bathala, C. T., and Rao, R. P. (1995). The determinants of board composition: An agency theory perspective. *Managerial and decision economics*, 16(1), 59-69.
8. Belghitar, Y., and Khan, J. (2013). Governance mechanisms, investment opportunity set and SMEs cash holdings. *Small Business Economics*, 40(1), 59-72.
9. Brickley, J. A., Coles, J. L., and Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of corporate Finance*, 3(3), 189-220.
10. Brush, C. (2012). International entrepreneurship: The effect of firm age on motives for internationalization (Vol. 5). Routledge.
11. Chang, Y., Benson, K. L., and Faff, R. W. (2014). Are Excess Cash Holdings More Valuable to Firms in Times of Crisis? Financial Constraints and Governance Matters. *In 27th Australasian Finance and Banking Conference*.
12. Dalton, D. R., and Kesner, I. F. (1987). Composition and CEO duality in boards of directors: An international perspective. *Journal of International Business Studies*, 18(3), 33-42.
13. DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial*

- economics*, 81(2), 227-254.
14. Denis, D. J., and Sibilkov, V. (2010). Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings. *Review of Financial Studies*, 23(1), 247-269.
  15. Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., and Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 38(1), 111-133.
  16. Dittmar, A., and Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of financial economics*, 83(3), 599-634.
  17. Dittmar, A. K., and Duchin, R. (2010). The dynamics of cash. *Ross School of Business Paper*, 1138.
  18. Easley, D., and O'hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The journal of finance*, 59(4), 1553-1583.
  19. Faulkender, M., and Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
  20. Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., and Poterba, J. M. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings papers on economic activity*, 1988(1), 141-206.
  21. Gamba, A., and Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *The Journal of Finance*, 63(5), 2263-2296.
  22. Goergen, M., and Renneboog, L. (2001). Investment policy, internal financing and ownership concentration in the UK. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 257-284.
  23. Han, S., and Qiu, J. (2007). Corporate precautionary cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 13(1), 43-57.
  24. Harford, J., Mansi, S. A., and Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535-555.
  25. Hill, C. W., and Snell, S. A. (1989). Effects of ownership structure and control on corporate productivity. *Academy of Management journal*, 32(1), 25-46.
  26. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
  27. Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
  28. Jensen, M. C., and Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific

- evidence. *Journal of Financial economics*, 11(1), 5-50.
29. Johnson, P. (1986). New firms: An economic perspective.
  30. Kaplan, S. N., and Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169-215.
  31. Keynes, J. M. (1936). The General Theory of Employment. In: Interest and Money.
  32. Kim, C. S., Mauer, D. C., and Sherman, A. E. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of financial and quantitative analysis*, 33(3), 335-359.
  33. Kusnadi, Y. (2011). Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value? *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(5), 554-570.
  34. Kyereboah-Coleman, A., and Amidu, M. (2008). The link between small business governance and performance: The case of the Ghanaian SME sector. *Journal of African Business*, 9(1), 121-143.
  35. Lamont, O., Polk, C., and Saaá-Requejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns. *Review of financial studies*, 14(2), 529-554.
  36. Lussier, R. N. (1995). A nonfinancial business success versus failure prediction mo. *Journal of Small Business Management*, 33(1), 8.
  37. Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., and Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170.
  38. Miller, M. H., and Orr, D. (1966). A Model of the Demand for Money by Firms. *The Quarterly journal of economics*, 80(3), 413-435.
  39. Minton, B. A., and Schrand, C. (1999). The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing. *Journal of Financial Economics*, 54(3), 423-460.
  40. Modigliani, F., and Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
  41. Morck, R. K., ed. (2007). Concentrated corporate ownership. *University of Chicago Press*.
  42. Mulligan, C. B. (1997). Scale economies, the value of time, and the demand for money: Longitudinal evidence from firms. *Journal of Political Economy*, 105(5), 1061-1079.
  43. Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.

44. Myers, S. C., and Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
45. Myers, S. C., and Rajan, R. G. (1998). The Paradox of Liquidity. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 733-771.
46. Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
47. Ozkan, A., and Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking and Finance*, 28(9), 2103-2134.
48. Pinkowitz, L., and Williamson, R. (2007). What is the market value of a dollar of corporate cash? *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(3), 74-81.
49. Preece, S. B., Miles, G., and Baetz, M. C. (1999). Explaining the international intensity and global diversity of early-stage technology-based firms. *Journal of Business Venturing*, 14(3), 259–281.
50. Preece, S. A., Ireland, R. D., and Hitt, M. A. (2000). International expansion by new venture firms: International diversity, mode of market entry, technological learning, and performance. *Academy of Management journal*, 43(5), 925-950.
51. Rizwan, M. F., and Javed, T. (2011). Determinants of corporate cash holdings: evidence from Pakistani corporate sector. *Economics, Management and Financial Markets*, 6(1), 344-359.
52. Sheu, H. J., and Lee, S. Y. (2012). Excess cash holdings and investment: the moderating roles of financial constraints and managerial entrenchment. *Accounting and Finance*, 52, 287-310.
53. Shleifer, A, and Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control, *The Journal of Political Economy*, 94, 461–488.
54. Timmons, J. A. (1990). *New Venture Creation: Entrepreneurship in the 1990s*.
55. Whited, T. M., and Wu, G. (2006). Financial constraints risk. *Review of Financial Studies*, 19(2), 531-559.