

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士論文

盈餘持續性對現金與現金流量敏感度

影響之研究

The Effect of Earnings Persistence on  
Cash Flow Sensitivity of Cash

指導教授：詹家昌 教授

研究生：謝詩妤

中華民國 106 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 謝詩好 君

所提之論文(中文)： 盈餘持續性對現金與現金流量敏感度  
影響之研究

(英文)： The Effect of Earnings Persistence on  
Cash Flow Sensitivity of Cash

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

詹永昌

(指導教授)

李春安

傅郁芬

系所主任

陳春偉代

中華民國 106 年 7 月 11 日

# 東海大學財務金融學系

## 碩士論文學術倫理聲明書

本人 謝詩婷 (學號: 905440006) 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： 謝詩婷 (簽名)

中華民國 106 年 7 月 27 日

## 致謝

很快的兩年研究所生涯即將結束，從一開始對於未來要研究的領域還抱著無知的想法，這兩年間聽了許多老師分享的經歷以及課程之後，發現要成為一名學者真的很不容易，要經多許多歷練才能成就豐盛的果實，尤其在與業界完全不同的學術領域中，更需要具有豐富的知識。

也正因為如此，更需要重視自己畢業論文的研究貢獻，在過程中，反覆想著「過去學者們有做過相關研究嗎？」，希望能夠研究出過去學者們可能不能提過或是不同的看法的貢獻。謝謝我的指導教授-詹家昌老師，告訴了我可以從哪些方向著手，從不同的觀點看過去的論文，若根據此做研究的話或有何貢獻。也時常叮囑我論文部分哪邊需要注意，可以再做得更好。時常告訴我畢業後可以選擇哪一條路，分析給我聽。謝謝口試委員-傅郁芬老師以及校外評委-李春安教授，在口試當天一直告訴我論文該如何修改，可以做得更豐富。在當天一直受到您們的鼓勵，真的很感謝。

而這兩年中，一直鼓勵著我的家人及朋友們，沒有他們的鼓勵以及支持，或許不會堅持到現在。謝謝研究所同學們這兩年的陪伴，從同學們身上學到了許多，更開闊自己的視野以及想法，謝謝你們豐富了我的生活。雖然兩年的時光很快就過去了，但相信大家同窗情誼是永遠不會消失的，祝福你們。

謝詩妤 謹誌于

東海大學財務金融研究所

民國一百零六年七月

## 摘要

本文研究目的是透過盈餘持續性的觀點，檢驗公司在四種融資限制情況，分別為：股利發放率、公司規模、公司成立年數及負債權益比，其現金與現金流量敏感度之影響。由於過去較少文獻對於盈餘持續性如何影響現金流量敏感度進行討論，且針對盈餘持續性的定義也大多採應計項目計算，而本文將利用 Dichev and Tang (2008)對於 ROA 來進行盈餘持續性之計算方式進行研究，希望能夠了解盈餘持續性對現金與現金流敏感度之影響。實證結果發現，有融資限制情況的公司其現金持有比例比起沒有融資限制情況的公司較高，因為融資受限的關係而傾向保留較多現金，以實現公司未來的投資機會。盈餘持續性部分，分成四大動機：代理問題、交易動機、預防動機及避稅動機。以股利發放率與負債權益比為融資限制條件區分樣本，發現代理問題存在。以公司規模為融資限制條件區分樣本，發現交易動機存在。以公司成立年數為融資限制條件區分樣本，驗證預防動機的問題。台灣課稅制度根據不同情況分成屬人主義與屬地主義，國內的營利事業是採屬人主義，國外營利事業是採屬地主義。根據過去盈餘狀況，公司有私房錢效應產生，以往的投資結果會影響經理人是否繼續接下來的投資計劃。

**關鍵字：**盈餘持續性、融資限制、現金與現金流量敏感度

## **Abstract**

The subject of this paper is through the effect of earnings persistence on cash flow sensitivity of cash into inspection company companies in the four kinds of financial constraints: payout ratio, firm size, firm year and debt-equity ratio. In the past, few literatures have discussed how earnings persistence affect cash flow sensitivity, and the definition of earnings persistence is mostly calculated by accruals. This paper use the literature that written by Dichev and Tang (2008) for the ROA of earnings persistence calculation method, hope to understand the effect of earnings persistence on cash flow sensitivity of cash. The empirical results show that the constrained firms because of financial constraints, that have to own more cash holdings to future investment opportunities. The earnings persistence have four motivations related to cash flow sensitivity: agency problem, transaction motivation, precautionary motivation and tax avoidance motivation. Use payout ratio and debt-equity ratio to distinguish samples, discovery of agency problem ; Use firm size to distinguish samples, discovery of transaction motivation ; Use firm year to distinguish samples, discovery of precautionary motivation ; Taiwan's domestic business is residency, foreign business is territoriality principle. Based on past earnings, the firms have house money effect, and previous investment results can affect whether managers continue their investment plans.

**Key words:** earnings persistence 、 financial constraints 、 cash flow sensitivity of cash

## 目錄

壹、	緒論.....	1
	第一節 研究背景與動機.....	1
	第二節 研究目的與貢獻.....	5
	第三節 研究架構.....	7
貳、	相關理論與文獻探討.....	8
	第一節 現金與現金流量敏感度.....	8
	第二節 融資限制.....	9
	第三節 盈餘持續性定義.....	11
	第四節 私房錢效應.....	13
參、	樣本及研究方法.....	15
	第一節 樣本選取.....	15
	第二節 模型設定.....	16
	第三節 變數定義與解釋.....	19
肆、	實證結果與分析.....	21
	第一節 敘述統計分析.....	21
	第二節 融資限制與盈餘持續性對持有現金之影響.....	23
	第三節 盈餘持續性與現金流對持有現金之影響.....	27
	第四節 淨營運資金與流動負債對持有現金之影響.....	31
	第五節 不同持續性定義影響.....	35
伍、	結論.....	38
	參考文獻.....	40

## 圖表目錄

圖 1、研究流程圖.....	7
表 1、二分法與三分法區分方式.....	15
表 2、變數定義與解釋.....	19
表 3-1、敘述統計分析.....	22
表 3-2、融資限制間關係.....	22
表 3-3、融資限制與盈餘持續性比較(股利發放率與公司規模).....	25
表 3-3、融資限制與盈餘持續性比較(公司成立年數與負債權益比).....	26
表 3-4-A、基本迴歸分析(二分法).....	29
表 3-4-B、基本迴歸分析(三分法).....	30
表 3-5-A、加入淨營運資金變動率與流動負債變動率(二分法).....	33
表 3-5-B、加入淨營運資金變動率與流動負債變動率(三分法).....	34
表 3-6-A、不同盈餘持續性定義(二分法).....	36
表 3-6-B、不同盈餘持續性定義(三分法).....	37

# 壹、緒論

## 第一節 研究背景與動機

現金(Cash)與現金流量敏感度(Cash flow sensitivity)一直是財務領域中所廣為探討的議題之一，過去的文獻研究發現，公司對於其持有現金的動機可分為四種，交易動機、代理問題、預防動機及避稅動機。根據不同國家以及當時所面臨的金融環境，公司會利用不同的策略來持有現金，其影響的內容廣泛，尤其對於公司管理層面來說有著莫大的關係，而這也是至今仍無法得到統一結果的原因之一。

現金持有(Cash holdings)對於公司價值是否會有影響?公司財務上的限制，造成現金持有量會因此有不同結果(Faulkender and Wang, 2006; Denis and Sibikov, 2010)。融資限制(Financial constrains)會影響著公司營運狀況，有融資限制情況的公司往往在獲得外部資金時，比起沒有融資限制情況的公司更加不利，甚至對於成本上有提高的風險，根據理論來說，規模較小且成立年數較為年輕的公司，本身在獲得外部融資時會面臨較大的挑戰性，對於它們來說，現金就反而較有價值(Dittmer and Mart-Smith, 2007)。若是公司治理情況良好，可確保公司更有效地運用其現金儲蓄，反之，管理不善的公司將會使得經理人過度浪費現金。在 2008 年金融危機發生時期，現金持有量與公司價值之間的關係變得有所不同，因為當時金融市場中，對銀行貸款政策有所限制，導致公司資產價值對於來自市場流動性的壓力，增加了現金可用性的變化。

公司財務領域中，其中兩個最重要的領域即為融資限制對公司的影響以及公司實施財務管理的方式，這兩種議題研究上常常將它們分開討論，但它們在根本上是相關聯的。Keynes (1936) 提到，資產負債比中的流動項目最大的優點是，其允許公司進行投資有價值的項目。Keynes 認為，資產負債表中流動性項目的重要性，受到公司在某些程度上影響著其進入外部資本市場。如果公司可以不受到限制，就能獲得外部資金，即在經濟上處於沒有融資限制情況下，就不需要擔心未來的投資需求，而且公司的流動性管理就變得無關緊要了；反之，當公司面臨有融資限制的情況下，流動性管理可能成為公司執行策略時，最重要的關鍵問題。

儘管融資限制與公司流動性需求之間存在相關性，但從過去文獻中可得知融資限制對公司行為的影響集中在公司投資需求上。其中，以 Fazzari, Hubbard, and Petersen (1988)

提出的論點最具影響力。當公司面臨融資限制時，在投資項目部分的支出，會隨內部資金的可用性而有所變化，就不僅是為了獲得正 NPV 項目而已。因此，應該藉由投資組合的實證敏感性與根據融資限制的代理分類其各組公司的現金流量，來研究融資限制對於公司投資的影響。

現金流(Cash flow)影響著現金持有，相關文獻指出，當公司面臨融資限制的情況下，若要獲得外部資金，會傾向將現金流當作現金來作運用(Opler, Pinkowitz, Stulz, and Williamson, OPSW, 1999; Almeida, Campello and Weisbach, 2004)。內部資金的配置影響著股東與管理者之間的衝突(Jensen, 1986)，所以公司經理人必須有效的解決有關公司內部資金分配的相關問題。在代理理論的框架下，現金持有較多的話會導致公司價值下降，大量現金會使經理人可能為了追求一己私利而選擇投資潛在負 NPV 項目。從這理論來看，財務資訊品質對於現金寬裕度的影響，在可支配現金流量假說理論中認為，經理人為了讓公司有好的績效進而追求過多投資，這情況將使得內部資金不足。另一理論-資訊不對稱理論中提到，經理人為了維持既有的效果，反而會更審慎運用內部資金，造成投資不足的情況發生。許多人可能認為，這時候原公司經理人撤換掉即可，但是卻沒有想到當財務資訊品質不佳，公司本身所擁有的現金持有量就不多的情況下，即便經理人想方設法的投資，也無法獲得補救。反之，若是財務品質良好時，公司現金持有量較多，也會造成經理人有過度投資的行為發生，所以從這觀點來看，無論在投資不足或是過度投資，未必會讓公司有好的績效表現，因此，需要更有效的公司治理。

過去對於現金流的定義也有許多方式，例如，以股東權益價值的計算通常代表著對未來收益的預測，並將這些收益轉化為現值。大量與定價模型相關的研究著重於將風險降低至現在的收益水平，但是很少注意到收益的規定。股權價格是以股東未來股息為基礎計算，但股利貼現的方式在實際計算上有一定的難度，是個不爭的事實。所以之後的學者們改用其他方式計算現金流，其中最廣為被學者們使用的是利用折現現金流來代替未來目標自由現金流量。但本文為了更有效的了解公司營運狀況對於現金流與現金持有的影響，將使用營運項目來做為計算。

有關融資限制的相關議題探討，可以更清楚瞭解當公司面臨融資限制的情況下，對於內外部資金流動性需求之間，是否成為公司內部成員在做相關決策的關鍵之一。同時，過去文獻也說明，針對公司投資決策與其現金流量敏感度(Cash flow sensitivities)之間的關係作探討，主要研究方向在於是否可用投資決策對現金流量敏感度當作公司是否有融

資限制的指標。傳統觀點假設若公司進行外部融資，將面臨更高的融資成本，因而構成公司融資限制的情況發生，投資對現金流量敏感度與融資限制呈正相關。另外，也有從代理問題或是資訊不對稱的角度來解釋，對於公司現金持有與現金流量敏感度的相關性。其中又以資訊不對稱對融資限制的議題被廣泛討論。Fazzari, Hubbard, and Petersen (1988) 與 Kaplan and Zingales (1997) 等對於融資限制如何影響投資與現金流量敏感度提出不同見解。過去文獻可以難出在融資限制的情況下，大多是針對投資、現金流與現金流量敏感度之關係來做探討。

經濟擴張的時代，隨著現金儲備增加，經理人必須思考要將這些現金當作現金股利發放給股東，還是當作內部資金營運支出使用，或者繼續持有這些現金等相關策略。從理論上來看，經理人是否會繼續持有這些現金，仍是相當不明確的。因此，經理人必須衡量累積超額現金來提供現有私人利益支出的靈活性。

在健全的資本市場中，交易成本為零，且沒有任何融資障礙，現金持有水準就與此無關。在無成本或是內部資本沒有作用的情況之下，公司可以立即籌募資金。但現實中，資本市場其實存在著摩擦性，例如：籌資成本或資本供應的不確定性，公司的生存或投資情況取決於其現金持有量。若是公司現金持有比例高，則較有足夠資金進行其他投資行為活動；反之，公司現金持有比例低，則導致公司得透過其他融資活動來得到資金，例如：銀行貸款、創投、發行新股等方式，才使得其進行投資活動。當其他資金來源具有限制性、花費的成本可能較高或是不可使用的情況下，公司可以將現金持有運用在資本支出或填補非預期的營運損失以避免低效率的情況發生。且不同公司經營模式特質也會影響到各家的現金持有量，例如：獲利性、資本結構、成長性、風險以及股利政策等。導致公司可能因為現金持有量比例低而選擇不投資。

另外，行為財務學中，私房錢效應(House money effect)也是造成公司將如何對其未來決策有影響的相關條件。若是過去的投資與交易，使得公司有獲利的情況，那麼勢必會增加經理人對於後續投資風險的承擔責任，會更願意對未來的投資項目做投資；反之，則不然，會使得經理人因為害怕若是投資的話會對未來有更多的虧損發生，而選擇更審慎的處理或是寧願不投資。

盈餘持續性(Earnings persistence)也是影響著公司現金持有量比例的因素之一，各家公司財務報表中盈餘的狀況顯示著其要持有多少現金才可足夠因應公司營運狀況以及未來投資，若是過去盈餘狀況佳，則公司就不需要太多現金持有量就可足夠經理人推動

公司政策的執行；反之，若公司過去盈餘狀況不佳，可能有時虧損有時獲利，或是一直處於虧損的情況下，本身就會受到融資限制，所以相對盈餘狀況佳的公司來說，其現金持有比例就會偏高，不然將無法支撐整家公司營運。

因為過去的文獻主要針對融資限制情況之下，現金與現金流量敏感度作為探討，本文希望透過盈餘持續性的部分瞭解是否能夠對現金流量敏感度有不同結果。

## 第二節 研究目的與貢獻

在不同時期的金融市場下，公司常會面臨到需要向外部金融機構借貸的情況，此時，金融機構會根據公司的信用狀況與財務報表的情況來做為是否可以將資金借貸給此公司的判斷。這時候，公司營運狀況與財務報表的表現就相當重要。Almeida and Campello (2002)探討公司投資與現金流之間的關係，發現若公司在面臨信貸融資限制時，公司投資狀況和利用外部融資產生相關性，導致投資現金流敏感度增加，降低信貸限制的問題，從這個發現可以知道投資對於公司來說可以有效的改善其融資限制的狀況。

張逸君(2016)發現，當公司受到融資限制時，即便公司想要調整其資本結構，也無法有效率地進行調整，若是公司融資限制的程度愈高，能夠調整到最適資本結構的速度會變慢。因此，得到想要透過公司內部來進行降低融資限制的情況反而是較困難的觀點。

在公司受到融資限制的情況下，會影響到公司取得外部資金的難易度，導致公司對於未來投資機會有著取捨的問題，本文希望透過另一個觀點，及盈餘持續性的角度來探討，公司雖然受到融資限制與否，但若是其盈餘狀況良好且具有持續性的情況下，那麼對於公司現金流量敏感度來說會有什麼影響，藉此可以得知盈餘持續性是否可能降低公司現金持有的比例。

盈餘持續性乃評估盈餘品質的重大指標。過去對於盈餘持續性的計算，大多以會計學方面為主，具有較大的正應計利潤的公司是採購置產，產生銷售和擴大業務。由於會計的保守性質和可靠性實務問題，權責發生制會計一般公允價值在資產負債表上的未來利益。相反，這些投資現金流中很多都是立即支出的部分，只有一些投資現金流量被資本化為資產。因此，在短暫現金流出負增長的公司中可能會出現大量的正應計項目。在這些公司中，應計調整可能會改善盈餘持續性，因為它們可以減輕這些負現金流對收益的短暫影響。公司的資產，如庫存、商譽、物業、廠房和設備可能有市場價值低於帳面價值的情況發生。在這種情況下，會計規則重點是糾正資產負債表，資產按照公允價值計算。

若盈餘持續性程度高，則盈餘品質較好，盈餘組成又可拆解為現金盈餘組成要素與應計項目盈餘組成要素，一般而言，現金盈餘較不易受人為因素干擾，與會計準則

提供之彈性所影響。盈餘持續性通常較應計盈餘組成項目為高，然而公司若進行盈餘管理，則會使得盈餘品質受到破壞，並影響到其盈餘持續性。

而 Dichev and Tang (2008) 從另一方面來探討盈餘持續性，其研究利用過去盈餘波動對當期盈餘持續性的解釋例來當作指標。Frankel and Litov (2009) 跟據前面學者研究，發現會計對於企業的作用，財務報表影響到構成公司與其他間公司合作的收益行為，進而預測會計方面會如何變化。藉由此觀點得到結論，發現經濟關係影響盈餘狀況，導致較低的持久性或產生波動性和持久性之間的關係。

本文將深入探討公司處於是否有融資限制的情況下，以 Dichev and Tang (2008) 定義的盈餘持續性方式來做為持續性指標的話，對於公司現金流敏感度是否能夠得到有效的降低公司現金持有比例。以往，對於現金流敏感度也常被大家議論，但是過去研究都偏向直接探討現金流對其之影響，所以本文亦希望透過盈餘持續性的角度，來得知公司過去盈餘品質狀況對於其現金流敏感度有何影響，當公司盈餘持續性狀況佳，現金持有的狀況會如何。

### 第三節 研究架構

本研究分為五個章節，概述如下：

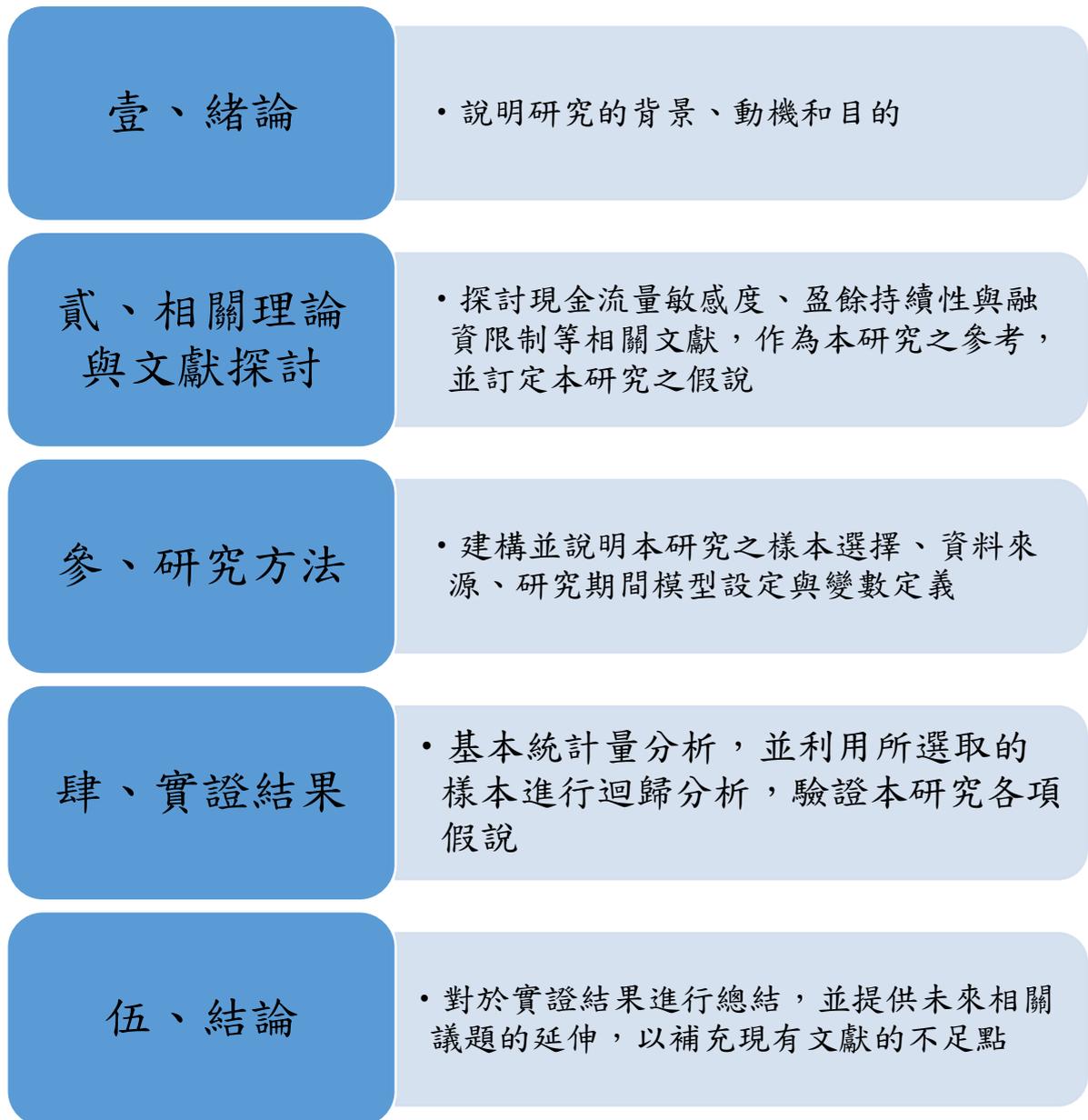


圖 1、研究流程圖

## 貳、相關理論與文獻探討

本研究主要探討盈餘持續性與現金對於現金流量敏感度的影響，是否能夠有效降低公司現金持有，使其達到更好的營運效益。因此在本章節裡，除了先說明過去研究公司現金與現金流量敏感度部分，亦會探討公司是否有融資限制的情況發生，在這些情形下對於公司之影響。最後，藉由行為財務學中的私房錢效應，探討過去公司盈餘狀況會使其現金持有降低或者提高。本文研究使用的盈餘持續性定義為 Dichev and Tang (2008) 與 Frankel and Litov (2009) 之定義來做分析。

### 第一節 現金與現金流量敏感度

由於台灣金融市場與國外皆不同，加上各家公司管理者們所持有的態度並不一致，因此對於各家公司的現金持有定會有所不同。公司現金持有之因素可由 Keynes (1936) 所提出貨幣流動性偏好理論中的交易性動機與預防性動機來說明。Keynes 所提出的理論主要係針對國家金融環境來探討，但這理論延伸至公司中，發現對於公司也有這部分的相似之處。而根據過去文獻，得到公司會針對以下四種動機來選擇持有多少現金。

首先是代理問題。Myers and Majluf (1984) 提出因為資訊不對稱及公司大多不傾向發行新股，導致經理人會放棄報酬為正的投資項目，進而無法提升公司價值。其理論主張優先使用內部資金，以降低對外金融機構融資的成本，所以公司內部會選擇保留較多資金以因應需求。Ozkan et.al (2004) 以英國公司做研究，發現管理階層的所有權與現金持有間的關係會出現兩種截然不同的情形：(1) 聯合效果。當管理階層所擁有的股權提高時，會有意願與股東共享其所得之利潤，因此與股東之間的代理問題也會隨之降低，公司亦願意籌募外部資金進行投資，所以公司現金持有相對降低。(2) 鞏固效果。當管理階層所擁有的股權提高時，其為了獲取自身最大的利益，而做出損及公司股東的決策，導致代理成本提高，進而減少向外融資的可能性，此時公司會持有較多現金來因應公司資金需求。

其次，是交易動機，公司所持有的非現金資產在變現時會產生較多成本，為了避免該成本，公司會持有一定的現金以因應日常經營活動。(Baumol, 1952; Tobin, 1958)。要持有多少現金，公司會權衡其成本，即不用現金進行投 而失去的投資收益和持有現金

的收益，產生出公司最適現金流量敏感度。這類動機對持有現金的影響具有兩種性質：(1)正向性。Baumol (1952)、Meltzer (1963a, 1963b)及 Miller and Orr (1966)發現，將此類動機之交易成本加入公司現金需求方程式後，公司的現金流量敏感度會隨著成本上升而增加。(2)規模性。此類動機之交易成本影響具有規模效應，在考慮公司規模後，Mulligan (1997a, 1997b)提出並驗證，得到大公司與小公司之間相比，現金持有會較少的觀點。

第三，為預防動機，公司現金持有比例隨著公司年齡增長而逐漸下降。相對於成熟公司，台灣年輕公司普遍具有較大的產業平均現金流量波動度、較高的研發支出率與較嚴重的財務赤字等特性；而此特性隱含在面對現金流量不足與財務危機的不利衝擊時，年輕公司將承受較高成本，因而傾向持有較多現金。(蘇玄啟、羅仙法、施懿宸與李文育, 2016)。Almeida, Campello, and Weisbach (2004)發現，有融資限制情況之公司未來現金流量不穩定，則會相對持有較多現金；Han and Qiu (2007)延伸其研究，在理論及實證下皆發現融資限制樣本下，現金流量不確定性與現金持有存在正相關。相反，在其他樣本下就無此特性；Denis and Sibilkov (2010)發現有融資限制情況公司對外融資成本高，會選擇持有較多內部資金，其現金持有相對較有價值。

最後則為避稅動機，美國課稅制度分為屬人主義與屬地主義，對本國公司採屬人主義，對海外公司及採屬地主義。對於在美國境內的海外公司賺取利潤之所得予以課稅，在美國境外之所得就不予課稅。通常，美國母公司只有在收到子公司以股利分配的方式轉移所得時，才需向美國繳稅。美國多國企業公司傾向持有較多現金，尤其當國內母公司所得稅愈高或國外子公司將移轉回母公司之境內所得愈多時，會刺激美國多國企業多持有國內保留盈餘，等待未來投資機會。若無任何投資機會時，則將國外保留盈餘以現金方式留在公司內部。(Fritz, Hartzell, Titman and Twite, 2007)

## 第二節 融資限制

融資限制的意思是，當公司無法依照最適投資策略所要求的條件，來取得必要的外部資金，導致無法達到最適投資。外部投資人主要透過公司財務報表來了解公司營運狀況，其反映公司歷年來的獲利與經營風險。若公司內部資金不足，打算向外籌募資金時，金融機構等會根據其財務報表來決定是否要進行融資活動。上游供應商亦會根據公司財務狀況決定交易條件，也會導致投資客決定是否繼續對此公司進行支持行為。當公司有資金需求，但卻無法順利從外部取得資金時，即稱為融資限制。

Chan (2014) 提出，開發中的國家受到融資限制的行為相當普遍，甚至連短期信用貸款都有限。公司作為營運資金的財務佔銷售收入很大一部分，但流動資金的作用在很大程度上被現有的財務限制模式所忽視。Chan (2014) 通過引入要素報酬和收入之間的延遲，建立了一個包含營運資本的公司的動態模型。與以前的模型相比，營運資本模型預測，受融資限制的公司將會根據需求衝擊替代勞動力和資本，導致投資具有反週期性。對於受限制邊緣的公司，當積極的生產機會出現時，就會有約束行為發生。因此，產出增長受到正面衝擊而不是負面衝擊的限制。與理論一致，證據表明，當產出價格上漲時，融資條件有約束力，受限制的公司投資是反週期的，而對有時受限制的公司而言，對正面衝擊的產出回應也會受到抑制。

雖然過去文獻研究了融資限制對公司政策，如固定投資的影響(Fazzari, Hubbard, and Petersen, 1988；Almeida and Campello, 2003) 營運資本(Fazzari and Petersen, 1993；Calomiris, Himmelberg, and Wachtel, 1995)，和存貨需求(Carpenter, Fazzari, and Petersen, 1994；Kashyap, Lamont, and Stein, 1994)，不過沒有明確考慮到融資限制與公司流動性需求之間的關係。另外，所探討的議題也大多是針對這種影響導致公司資金成本增加(Fazzari, Hubbard and Petersen, 1998；Kaplan and Zingales, 1997)，影響到公司的成長狀況。可是這種資金成本增加的解釋，無法明確說明公司既使願意出高價，仍可能無法取得投資所需的資金。Almeida and Campello (2002, 2007)直接探討不同特徵的公司，其所能借貸資金的總量，更能適切的描述公司投資總額所遭到融資限制時，可能產生的影響。

林世傑 (2015)利用基礎會計盈餘資訊性的融資限制理論模型，探討會計盈餘資訊性和投資現金流量敏感度之間的關係。其發現，當公司未受到融資限制的狀況時，盈餘資訊性本身與資訊限制無關；但若公司受到融資限制的狀況時，此融資受限的程度會隨著盈餘資訊性的增加而減少。甚至發現，具有高成長機會的公司有較高的融資限制。

從公司規模 (Firm size)的角度來看，內部資金不足，外部資金的取得狀況就成為決定融資限制公司營運及未來發展的關鍵。以企業生命週期理論來說，導入期和成長期階段，屬於年輕的小規模公司，內部資金不足且沒有足夠的固定資產可供給金融機構當作抵押品，這時候就導致融資限制。相反，進入成熟期的大規模公司，在獲利及市場占有率來說，已經具有一定的忠實顧客群，有較多內部資金，加上信用關係、較有隱定的固定資產等影響，相較於小規模公司來說，大規模公司就較易從金融機構方取得外部資金，得到融資方面之現金。

而公司規模程度也與公司成立年數 (Firm year)相關，從上述公司規模的論點來看，成立越久的公司較具市場佔有率且大多為大規模公司，因此較無融資限制的問題。相反，較年輕的大多為小規模公司，要獲得外部資金的話，較易受到限制。

過去，也有利用股利發放率(Payout ratio)來定義融資限制的情形。Fazzari et al. (1988)開始研究在公司有融資受限的情形下，財務狀況與投資決策兩者間的關聯，使用股利發放率來衡量公司的融資受限程度，發現若公司剩餘的自有資金較少時，會傾向於發放較少的股利。可能的原因為：(1)公司投資資金需求超過其自有資金，會傾向保留較低成本自有資金；(2)公司可能沒有盈餘可供分配。在這種情況下，有融資限制公司會為了未來投資機會，可能會先放棄當前有價值的投資，選擇保留現金。因此，有融資限制公司選擇最佳現金政策來平衡當前和未來投資的盈利能力；反之，財務上沒有融資限制情況的公司比起有融資限制情況的公司來說，現金持有比例不需要太高。兩種公司在隱含的現金政策裡有著鮮明的對比，可以進而預測融資限制對於公司財務的影響。

另外，也有從負債權益比率(Debt-equity ratio)的角度來作探討。負債權益比率為企業負債和股東權益間之比值，通常以長期負債與股東權益來做探討。反映公司財務結構的強弱程度，以及公司債權人的資本受到股東權益的保障程度。若是負債權益比率高，說明公司總資本中的負債成本高，因而對股東及債權人的保障程度較弱。相反，若是負債權益比率低，則說明公司本身的財務實力較強，對於股東及債權人的保障程度較高。

本研究將利用：股利支付率(Payout ratio)、公司規模(Firm size)、公司成立年數(Firm year)及負債權益比(Debt-to-equity ratio)等四種方式區分公司融資限制狀況，並進行更進一步的探討。

### 第三節 盈餘持續性定義

過去文獻常以會計學的應計項目當作盈餘持續性來做為重要指標。也以此延伸出許多財務相關議題。林有志與林郁慧 (2004) 針對分析師預測進行效率性進行研究，以公司實際盈餘與分析師預測盈餘間之差距，來探討分析師對盈餘持續性，尤其是應計項目持續性之認知。分析師在預測公司未來盈餘時，是否能夠分辨本期盈餘組成要素中有關應計項目與現金流量間資訊內涵之差異。

Ball and Brown (1968)認為，盈餘是投資者所關心的數字，市場上的投資人們所作出的投資決策，將反映在其股價上。Beneish and Vargus (2002)將盈餘品質定義為當其盈餘

之持續性程度。

汪瑞芝與李依純 (2015) 探討所得稅資訊內涵以及國際財務報導準則(IFRS)實施後，對盈餘持續性之影響。台灣於2013年實施IFRS會計準則後，由於企業財務報表揭露較多財務狀況及經營績效資訊，提升財務報表品質，使得盈餘持續性提高。

Hsu and Hu (2016) 探討董事會與盈餘持續性關係。董事會成員對於高層管理人員來說，提供諮詢公司策略的角色。認為董事會提供的策略諮詢有助於公司創造和維持增長，進而轉化為更持久的收益。發現對於董事會致力於諮詢的公司來說，與其董事會並不專注於諮詢的公司相比，盈利更加持續，收益與未來現金流之間的關聯性較高。進一步發現，若是根據董事會的建議，可使得公司增加部分現金流量和部分當前收益的應計項目持續性。

Amir, Kama ,and, Levi (2015)針對投資者做相關研究，當有條件的盈餘持續性相對於無條件的盈餘持續性高(低)時，由於投資者對於收入和收益的反應不足，會使得當公司在後期公布其盈餘狀況或是收益狀況都很高(低)，對於持續性的部分會更具相關性。

Dichev and Tang (2008) 記錄過去收益波動的增量預測能力，以保持現有收益。他們發現這一因素非常重要，因為這項發現，強化了盈利預測是公司可以以此當作估值的關鍵一步。Frankel and Litov (2009) 亦針對Dichev and Tang是否提供了對持久性的經濟決定因素的洞察力做進一步研究。如果財務報表明顯影響到公司與合作廠商間的交易與收益，研究這方面，從而預測會計會如何變化。針對這一觀點的含義，Frankel and Litov得出結論，在過去的研究中，對於經濟影響的理解力增加了，導致了持續性下降或產生波動與持續性之間的關係。

與Dichev and Tang的想法相反，Frankel and Litov認為，記錄顯著的經驗特徵是可以實際被運用的，並將研究進一步分析到其潛在的原因。他們甚至探討過去收益波動的預測能力在股票收益中定價。結果表明，過去收益波動的預測能力對於附加控制及對抽樣偏差的校正是穩健的。進一步發現，股票收益未反映過去盈利持續的盈餘波動的增量預測能力。

本研究將沿用Dichev and Tang (2008)針對盈餘持續性的分析方法，其研究利用ROA迴歸式，計算出Beta( $\beta$ )，在進一步將ROA計算出變異數(Var(ROA))來當作持盈餘持續性波動率的變數指標，並在之後研究分析兩者間的差異性。

#### 第四節 私房錢效應

行為財務學(Behavioral finance)亦是財務領域中受到大家重視的議題。國內與國外財務學術與期刊中，與此相關的研究數量大幅提升。過去，傳統理論假設人們都是完全理性的，對外來事件有著一定程度的預期，且差異性不大。因此，可制定對公司或個人預期效用極大的決策，但是個體與群體的決策心理面和行為面因素卻因此不被重視。

相反，現代常提到的行為財務學則認為人們的行為會受到個人特質、性格與心理的狀況而做出不同策略，個體間對金融市場或經濟體的狀況會有相同或是相異的認知。因此，透過行為與彼此間的互動，反映在金融市場或是經濟中(周賓鳳等, 2002)。

行為投資學中提到許多理論，此為探討行為財務學與傳統財務的差異性、效率市場以及眾多因素，影響著個體或是群體的投資行為。王韻怡、池祥萱與周冠男(2016)將過去國內、外文獻大致歸類成以下幾個會影響投資行為的主題：(1)過度自信(Overconfidence);(2)處分效果(Disposition effect);(3)私房錢效果(House money effect);(4)投資人情緒(Investor sentiment);(5)從眾行為(Herding)。

Kahneman and Tversky (1979)提出展望理論，探討的主要是單一賭局的選擇狀況，但是個人實際上常常面對的是多個賭局的狀況。例如，公司有著兩期以上的狀況下，前期的損益狀況可能會影響決策者對於風險的選擇態度。

Thaler and Johnson (1990) 則認為投資者承擔的風險意願會因為之前的交易結果而有所影響，若是過往的交易是獲利的狀況下，會增加投資人後續承擔風險的意願，因此將此稱為「私房錢效應」。相反，若是過往的交易是有損失的狀況下，則會產生兩種可能的結果。投資人可能會因此想要把之前所損失的錢賺回去，他們會更願意承擔風險，這種情況就稱為「損益兩平效應」(Break-even effect)，或是過去的損失史的投資人更不願意承擔風險，此稱為「蛇咬效應」(Snake bite effect)。過去已經有學者研究將台灣金融市場作為研究對象，探討投資人的交易結果與後續風險承擔的關係。

Huang and Chan (2014) 探討台灣期貨市場各類交易者是否存在私房錢效應與損益兩平效應。結果發現交易者早上的交易結果皆會影響其下午的風險承擔行為，但是個別交易市場的交易者所受到的影響型態不同。以活躍的個人投資者來說，若是經歷大的獲利後，則會呈現私房錢效應，若是經歷大與小的損失後呈現損益兩平效應。而以期貨自營商來說，只有在早上經歷大的損失後才會呈現損益兩平效應；以外國機構投資者來說，

只有在經歷小的獲利後呈現私房錢效應。他們更進一步檢驗個別交易市場交易者額外的風險承擔行為對市場波動性與流動性的影響,發現只有活躍的個人投資者在經歷早上大的損失後,會願意增加的額外風險承擔行為會增加市場上的波動性與流動性。但是,外國機構投資者與期貨自營商的額外風險承擔,則對市場流動性與波動性沒有顯著影響。

公司的決策亦會有私房錢效應的問題,若是前幾期盈餘狀況是正的盈餘,財務報表中的狀況也受到投資者們與金融機構的肯定,他們會更願意支持公司的決策,公司也會更願意承擔對未來投資的風險。反之,若公司的營運狀況時好時壞,導致財務報表表現不佳,公司的盈餘狀況可能每期獲利與損失狀況不一,會使的投資者與金融機構可能因此對公司失去信心,公司也會對於未來投資決策部分更不願意承擔風險。

綜合以上文獻研究,本文設定以下三點假說:

**假說一:有融資限制情況的公司,其會保留較多現金。**

**假說二:沒有融資限制情況的公司其盈餘持續性與現金流佔現金持有比例比有融資限制情況的公司高。**

**假說三-1:台灣公司存在私房錢效應問題。**

**假說三-2:台灣公司存在代理動機的問題。**

**假說三-3:台灣公司存在交易動機的問題。**

**假說三-4:台灣公司存在預防動機的問題。**

**假說三-5:台灣公司存在避稅動機的問題。**

## 參、研究方法

本研究參考Heitor, Murillo, and Weisbach (2004)設定研究現金流對現金敏感度的模型，並加入控制變數進行研究。本章共分為三節，第一節說明本研究採用的樣本期間、對象與篩選條件，第二節說明本研究之研究模型，第三節針對個變數進行詳細的敘述與解釋。

### 第一節 樣本選取

本研究研究期間及對象為2001年到2016年區間的台灣上下市公司，共十五年的年資料，所有的資料來源皆來自台灣經濟新報資料庫(TEJ)。在樣本的篩選過程中，以製造業為主之公司以及刪除資料遺失或不完整者，最終樣本數為9547筆。

本文會將樣本群分成二分法及三分法來作探討，二分法係計算出個樣本平均數後，平均數以下及以上來做討論。三分法則將樣本由大到小排列後，取其第一群(33%前)和第三群樣本(66%以後)來做分析。

表1、二分法與三分法區分方式

	公司分類	二分法	三分法
Payout ratio	Constrained Firm	小於平均數之公司	數值由大至小排列，第三群樣本
	Unconstrained Firm	大於平均數之公司	數值由大至小排列，第一群樣本
Firm size	Constrained Firm	小於平均數之公司	數值由大至小排列，第三群樣本
	Unconstrained Firm	大於平均數之公司	數值由大至小排列，第一群樣本
Firm year	Constrained Firm	小於平均數之公司	數值由大至小排列，第三群樣本
	Unconstrained Firm	大於平均數之公司	數值由大至小排列，第一群樣本

D/E ratio	Constrained Firm	大於平均數之公司	數值由大至小排列，第一群樣本
	Unconstrained Firm	小於平均數之公司	數值由大至小排列，第三群樣本

## 第二節 模型設定

首先，先定義本文所使用的盈餘持續性部分，係以Dichev and Tang (2008)所提出的方法，針對ROA部分，利用迴歸式(1)，以公司在t年時的稅後淨利，並除以t和t-1期之總資產平均。而本文為了計算出盈餘持續性的效果，將t年向前推移至t-4年，計算出 $\beta$ 值，並將此定義為盈餘持續性，另外再計算出其Var(ROA)當作盈餘持續性波動率，藉此利用這兩項討論其結果，後面會針對此兩種不同方法的盈餘持續性定義來做討論。本研究所利用的ROA定義，為稅後淨利除以平均總資產。

$$ROA_{t+1,i} = \alpha + \beta ROA_{t,i} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

迴歸式(2)係根據前面所提到的融資限制區分公司的方式，分別以公司股利支付率(Payout ratio)、公司規模(Firm size)、公司成立年數(Firm year)及負債權益比(Debt-to-equity ratio)等四種方式與現金流之交乘項來比較，想藉此探討若是將融資限制變數加進迴歸式中，是否能更有效的解釋盈餘持續性的問題。

接著，迴歸式(2)是為了詳細比較出融資限制或是盈餘持續性對於現金會造成其對現金流量敏感度有何影響，利用此迴歸式來做分析與討論：

$$\begin{aligned} \Delta \text{CashHoldings} = & \alpha + \beta_1 \text{FinancialConstraints}_{i,t} + \beta_2 \text{Persistence}_{i,t} + \beta_3 \text{FinancialConstraints} \times \text{CashFlow}_{i,t} \\ & + \beta_4 \text{Persistence} \times \text{CashFlow}_{i,t} + \beta_5 M/B_{i,t} + \beta_6 \text{Size}_{i,t} + \beta_7 \Delta \text{NWC}_{i,t} + \beta_8 \Delta \text{ShortDebt}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

再來，根據Heitor, Murillo, and Weisbach (2004)所定義之兩個模型組合，第一個模型是簡約模型，除了公司規模之外，還包含了其認為可能會與模型相關的代理變數：現金流創新與投資機會。本文使用以下模型來檢驗盈餘持續性對現金流量與現金敏感度之影響。

$$\Delta\text{CashHoldings}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{Persistence}_{i,t} + \beta_2 \text{Cashflow}_{i,t} + \beta_3 \text{Persistence} \times \text{Cashflow}_{i,t} + \beta_4 \text{M/B}_{i,t} + \beta_5 \text{Size}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中，迴歸模型(3)中的CashHoldings即為持有現金，此處定義為持有現金和有價證券與資產總額之比，而 $\Delta\text{CashHoldings}$ 則為CashHoldings當期與前期之變動率；Persistence以盈餘持續性 $\beta$ 來當作持續性定義；Cashflow即為現金流量，在此處定應為營業收入扣除營業外支出並加上折舊（減去股利）除以總資產；Persistence $\times$ Cashflow為盈餘持續性與現金流之交乘項，藉此探討兩者間的關係；M/B為股價淨值比(Market to book Ratio)；Size為公司資產總額取log。根據規模經濟中現金管理的標準論證，將Size定義為控制變數。預測涉及現金持有量的變化。預測 $\beta_1$ 結果涉及現金持有量的變化，以應對盈餘持續性對其之影響。該理論也表明受限制公司的現金政策應受未來投資機會的吸引力的影響。這些機會顯然是難以衡量的，因此透過M/B來觀察公司長期成長且與公司價值相關的變數。理論上，我們預期 $\beta_4$ 結果對於公司之CashHoldings呈正相關。對於M/B的預期效果，可能相較於 $\beta_1$ ，更可以提供有用的資訊有關現金策略之影響。

必須考慮的一個問題是，包括M/B在迴歸式中是否會偏離對 $\beta_1$ 做出的推論。這些擔憂已成為投資與現金流量相關文獻中的一個主要問題，因為融資受限公司的現金流敏感度較高的證據以歸因於對於M/B的測量結果。(Erickson and Whited, 2000；Gomes, 2001；Alti, 2003)

在沒有財務限制的情況下，預期現金政策不會有系統的模式，因為對沒有融資限制的公司來說，其現金持有量的變化既不應當依賴於當前的現金流動也不應該取決於未來的投資機會。因此，現金流量與受限制企業的現金持有量變化之間存在正相關性，即在迴歸式(3)中為 $\beta_4$ 是正相關，可以簡單反映現金策略和投資機會之間的關係，甚至在沒有融資摩擦的情況下也會獲得這種關係。

另外，透過另一個衡量現金敏感度的方法，係利用公司將其持有現金變更為公司運作的資金來源或是當作與其他公司競爭的資金來做估計。根據過去文獻，(Fazzari et al., 1988；Fazzari and Petersen, 1993；Calomiris et al., 1995)。現金管理方面的相關文獻(Kim, Mauer, and Sherman, 1998)；Opler et al., 1999；Harford, 1999)非流動資金-淨營運資金當期與前期間之變動率( $\Delta\text{NWC}$ )與流動負債幫其與前期間之變動率( $\Delta\text{Shortdebt}$ )等加以探討。

$$\Delta\text{CashHolding}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{Persistence}_{i,t} + \beta_2 \text{Cashflow}_{i,t} + \beta_3 \text{Persistence} \times \text{Cashflow}_{i,t} + \beta_4 Q_{i,t} + \beta_5 \text{Size}_{i,t} + \beta_6 \Delta\text{NWC}_{i,t} + \beta_7 \Delta\text{Shortdebt}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

加上控制變數-淨營運資金<sup>1</sup>變動率，因為流動資金可以替代現金。(Opler et al., 1999)，或把它當作用來與其他公司競爭的資金來源(Fazzari and Petersen, 1993)。最後，增加了流動負債與總資產比例的變化，類似於淨營運資本的概念，短期債務的變化可以代替現金，或者因為公司可能會使用短期債務，建立現金儲備的長期債務。預估比起迴歸式(3)來說，迴歸式(4)中新加入的兩項變數對於 $\beta_1$ 有更明顯的效果。因為淨營運資本的變動與短期負債的變動，可以使得公司短期之內有資金可供運用。

---

1. 淨營運資金(net working capital): 由於淨營運資本被視為可作為企業非流動資產投資和用於清償非流動負債的資金來源，所以，淨營運資本主要在研究企業的償債能力和財務風險時使用。

### 第三節 變數定義與解釋

表2為本研究變數定義之統整，其計算方式與預期正負相關性皆顯示在表格中。

表2、變數定義與解釋

變數名稱	變數定義	預期正負 相關性
因變數(Dependent variable)		
$\Delta\text{CashHoldings}$	持有現金變動率，即現金敏感度 $\text{CashHoldings} = \frac{\text{持有現金} + \text{有價證券}}{\text{資產總額}}$ $\Delta\text{CashHoldings} = \frac{\text{CashHoldings}_t - \text{CashHoldings}_{t-1}}{\text{CashHoldings}_{t-1}}$	
自變數(Independent variable)		
Persistence	$\beta$ : 盈餘持續性，利用迴歸式(1)計算	Constrained: - Unconstrained: +
Cash Flow	現金流量，即 $\frac{\text{營業收入} - \text{營業外支出} + \text{折舊}}{\text{總資產}}$	Constrained: + Unconstrained: +
Persistence x Cash Flow	盈餘持續性與現金流量交乘項	Constrained: + Unconstrained: +
FinancialConstraints	以公司股利支付率、公司規模、公司成立年數及負債權益比等四種方式區分	+
FinancialConstraints x CashFlow	融資限制與現金流量交乘項	+

控制變數(Control variable)		
M/B	股價淨值比，即 $M/B = \frac{\text{Market value}}{\text{Book value}}$	Constrained: + Unconstrained: +
Size	公司總資產取log，即 $\text{Size} = \log(\text{Total asset})$	Constrained: + Unconstrained: +
$\Delta NWC$	淨營運資金變動率，即 $\Delta NWC = \frac{NWC_t - NWC_{t-1}}{NWC_{t-1}}$	Constrained: - Unconstrained: -
$\Delta \text{ShortDebt}$	流動負債變動率，即 $\Delta \text{Shortdebt} = \frac{STD_t - STD_{t-1}}{STD_{t-1}}$	Constrained: + Unconstrained: +

## 肆、研究結果與分析

### 第一節 敘述統計分析

表3-1為將樣本分成融資限制區分的情況對於現金持有的敘述統計，與盈餘持續性對於現金持有之比較。從表中可以得知，非融資限制的公司樣本中與有融資限制的公司相比，有很大的差異。另外，單純比較融資限制條件與盈餘持續性的狀況來看，皆可以得知，盈餘持續性佔現金持有來說比重較高。雖然相比之下，除了Payout ratio部分不具有很大的差異性之外。

首先，先以融資限制準則的部分來看，分別以股利支付率(Payout ratio)、公司規模(Firm size)、公司成立年數(Firm year)及負債權益比(Debt-to-equity ratio)等四種不同融資限制方式分類。這四項區分條件方式，可以得到無融資限制的公司，其現金持有佔總資產來說，大約有11-12%左右。而有融資限制情況的公司，其現金持有佔總資產僅1-2%左右的結果，僅D/E ratio條件下較無明顯的差別。再來，根據盈餘持續性部分，相比融資限制準則的部分就有很大的差異性。沒有融資限制情況的公司，其現金持有佔總資產來說，大約有20-25%左右。而有融資限制情況的公司，其現金持有佔總資產僅10%以下的結果。

表3-2為各項融資限制間互相之關係，根據以下表格來說，依照融資限制Firm Size區分，受到融資限制的公司樣本數共5315筆，其中又以Payout Ratio區分的話，其互相關係為3819筆，但5315筆根據Firm Size區分成受到融資限制的公司中，若以Payout Ratio沒有受到融資限制的情況的話，比數是2388筆。

以Firm year區分融資限制的情況，沒有融資限制的公司是4620筆，其中又再以Firm Size區分，沒有融資限制的情況是1844筆。從表3-2的情況可以很清楚的理解總樣本數中，分別以股利支付率(Payout ratio)、公司規模(Firm size)、公司成立年數(Firm year)及負債權益比(Debt-to-equity ratio)等四種不同融資限制方式分類，並看其公司之間彼此相關性。

表 3-1 敘述統計分析

Cash holdings	Financial Constraints Criteria			Persistence			
	Mean	Median	Std.Dev	Mean	Median	Std.Dev	N.Obs
Financial Constraints Criteria							
1.Payout ratio							
Constrained Firm (A)	0.026	0.002	0.019	0.018	0.005	0.056	5362
Unconstrained Firm (B)	0.116	0.053	0.027	0.119	0.065	0.029	4185
p-value(A-B≠0)	0.00	0.00		0.00	0.00		
2.Firm Size							
Constrained Firm (A)	0.014	0.049	0.173	0.098	0.059	0.086	5315
Unconstrained Firm (B)	0.126	0.068	0.072	0.201	0.073	0.024	4232
p-value(A-B≠0)	0.00	0.00		0.00	0.00		
3.Firm year							
Constrained Firm (A)	0.013	0.072	0.165	0.059	-0.010	0.105	4927
Unconstrained Firm (B)	0.115	0.036	0.089	0.258	0.055	0.015	4620
p-value(A-B≠0)	0.00	0.00		0.00	0.00		
4.D/E ratio							
Constrained Firm (A)	0.019	0.010	0.261	0.082	0.016	0.087	6212
Unconstrained Firm (B)	0.048	0.035	0.122	0.212	0.028	0.018	3335
p-value(A-B≠0)	0.00	0.00		0.00	0.00		

表 3-2 融資限制間關係

Financial Constraints Criteria	Payout ratio		Firm Size		Firm year		D/E ratio	
	A	B	A	B	A	B	A	B
1.Payout ratio								
Constrained Firm (A)	5362							
Unconstrained Firm (B)	4185							
2.Firm Size								
Constrained Firm (A)	3819	2388	5315					
Unconstrained Firm (B)	2164	1176	4232					
3.Firm year								
Constrained Firm (A)	2894	2033	3431	1496	4927			
Unconstrained Firm (B)	3089	1531	2776	1844	4620			
4.D/E ratio								
Constrained Firm (A)	3317	2905	4422	1800	3265	2957	6212	
Unconstrained Firm (B)	2666	659	1785	1540	1662	1663	3335	

## 第二節 融資限制與盈餘持續性對持有現金之關係

公司對於其各自所現金持有，都有著不同的動機與策略。從過去文獻中得知公司對於現金與現金流量敏感度有著四項動機，分別是：代理問題、交易動機、預防動機與避稅動機，而本文將分別探討在不同融資限制的情況下，對於公司來說，其現金與盈餘持續性之間的狀況會是如何，公司又是為了那些動機來持有現金。

首先，係利用迴歸式(2)將總樣本分成四種不同融資限制準則，分別是股利支付率(Payout ratio)、公司規模(Firm size)、公司成立年數(Firm year)及負債權益比(D/E ratio)後，其各不同融資限制情況下對於公司持有現金動機來作探討，本文將迴歸式(2)分成四項步驟來分析。

步驟一：只探討Financial Constraints對現金流量敏感度之影響。

步驟二：只探討Persistence對現金流量敏感度之影響。

步驟三：探討Financial Constraints、Persistence與Financial Constraints x Cash Flow對現金流量敏感度之影響。

步驟四：探討Financial Constraints、Persistence、Financial Constraints x Cash flow與Persistence x Cash Flow對現金流量敏感度之影響。

從表3-3中得知，四種融資限制在僅融資限制與盈餘持續性兩種條件下，盈餘持續性可以有效地降低現金持有比例。另外，從Financial Constraints x Cash Flow 與 Persistence x Cash Flow的比較中，發現盈餘持續性與現金流顯著性大於融資限制與現金流，表示盈餘持續性比起融資限制更能夠有效的控制現金流對現金流量敏感度的影響。

四種融資限制條件情況下，其融資限制、盈餘持續性及融資限制與現金流、盈餘持續性與現金流對於現金持有來說，皆為正相關。企業為應付意外情況而需要保持的現金支付能力。由於市場行情的瞬息萬變和其他各種不測因素的存在，企業通常難以對未來現金流量出準確的估計和預期。若是企業對未來現金流量的預期與實際情況發生偏離，必然對企業的正常經營秩序產生不利影響。因此，在正常生產經營活動現金需要量的基礎上，追加一定數量的現金餘額以應付未來現金流量的隨機波動，是企業在確定必要現金持有量時應當考慮的因素。融資限制情況下，現金流量不確定性與現金持有存在正相關，代表對公司來說，持有現金相對較有價值，從這結果可以看出台灣公司具有預防動機情況發生。

最後，從這四種融資限制條件下發現，盈餘持續性與現金流對現金持有較具顯著性，且影響較大。公司對於投資部份決策，會有私房錢效應問題，Barberis et al. (2001)研究發現，在市場價格上揚後，由於私房錢效應的影響，會使投資人對風險的容忍度<sup>2</sup>增加。相反，當市場價格下跌後，由於私房錢效應的影響，會使投資人對風險的容忍度降低。若是公司過去的財務報表歷年呈正盈餘的話，則對於未來投資會有更大風險的容忍度；若是公司過去盈餘狀況不佳，會導致公司對於未來投資風險，有無法承擔的可能性。從這觀點來看，台灣公司亦存在私房錢效應問題。而以上現金流對於持有現金來說，也皆與公司經理人對公司治理的政策相關，公司經理人所做的決策會影響到公司董事會與股東之間的關係，若是現金持有越多，則會使得代理問題更加嚴重，當內部經理人與外部投資人兼代理問題更加嚴重時，公司持有之價值也會隨之下降。(Dittmar and Mahrt-Smith, 2007； Pinkowitz, Stulz, and Williamson, 2006)

---

2. 風險容忍度 (Risk Tolerance)：指在企業目標實現過程中對差異的可接受程度，是企業在風險偏好的基礎上設定的對相關目標實現過程中所出現差異的可容忍限度。風險容忍度較大，說明企業承受風險的能力較強，在容忍度範圍內的小風險可以採取通常日常應對措施。

表 3-3 融資限制與盈餘持續性比較(股利發放率與公司規模)

	ΔCash holdings Financial Constraints Criteria							
Independent Variables								
	Payout ratio				Firm Size			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
Financial Constraints	0.1052 ***		0.1035	0.1005	0.0068		0.0017	0.0017
Persistence	0.00	0.0007***	0.0010 ***	0.0024 **	0.15	0.0007 ***	0.0009 ***	0.0030 **
Financial Constraints x Cash Flow		0.00	0.0125***	0.0122 *		0.00	0.0000	0.0124
Persistence x Cash Flow			0.00	0.05			0.36	0.36
M/B	0.0021***	0.0101 ***	0.0011***	0.0164***	0.0101 ***	0.0101 ***	0.0154 ***	0.0162***
Size	0.0119***	0.0136 ***	0.0147 ***	0.0143 ***	0.0132 ***	0.0136 ***	0.0151***	0.0161 ***
ΔNWC	-0.0002	-0.0001	-0.0001	-0.0008	-0.0003	-0.0001	-0.0001	-0.0003
ΔShortDebt	0.0002	0.0015	0.0002	0.0131	0.0017	0.0015	0.0020	0.0025
R <sup>2</sup>	0.13	0.15	0.14	0.91	0.14	0.15	0.15	0.15
N	0.31	0.19	0.28	0.29	0.20	0.19	0.21	0.20
			9547				9547	

表3-3 融資限制與盈餘持續性比較(公司成立年數與負債權益比)

	ΔCash holdings Financial Constraints Criteria								
Independent Variables									
	Firm year				D/E ratio				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)	
Financial Constraints	0.1011**		0.0147***	0.0105	0.1124***		0.0153***	0.0104	
	0.01		0.00	0.50	0.00		0.00	0.25	
Persistence		0.0007***	0.0008***	0.0028**		0.0007***	0.0009***	0.0028**	
		0.00	0.00	0.02		0.00	0.00	0.02	
Financial Constraints x Cash Flow			0.0181***	0.0160*			0.0413	0.0241**	
			0.00	0.05			0.23	0.04	
Persistence x Cash Flow				0.1064***				0.1106***	
				0.00				0.00	
M/B	0.0174***	0.0101***	0.0134***	0.0126***	0.0126**	0.0101***	0.0230**	0.0229**	
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.01	0.01	
Size	0.0129***	0.0136***	0.0120***	0.0109***	0.0111***	0.0136***	0.0113***	0.0103***	
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
ΔNWC	-0.0002	-0.0001	-0.0002	-0.0001	-0.0002	-0.0001	-0.0001	-0.0001	
	0.33	0.51	0.54	0.53	0.23	0.51	0.39	0.39	
ΔShortDebt	0.0025	0.0015	0.0034	0.0035	0.0001	0.0015	0.0004	0.0006	
	0.11	0.15	0.25	0.25	0.09	0.15	0.12	0.12	
R <sup>2</sup>	0.22	0.19	0.24	0.23	0.24	0.19	0.25	0.24	
N		9547					9547		

### 第三節 盈餘持續性與現金流對持有現金之影響

Pinkowitz, Stulz, and Williamson (2016)認為因為美國大多公司將方向著重在研發部分(R&D<sup>3</sup>)，所以其研發支出比起外國公司要高於38.7%，而需要相對較高的持有現金，換句話說，美國大多公司持有現金比起研發支出現金要來的高，甚至高於許多國家。但在金融危機時期大多公司減少其持有現金，並採取預防動機來持有現金。為了預防對於未來投資研發部分有個能夠相對因應的資金需求供給。自金融危機以來，美國企業現金持有量的增加受到相當大的關注。

而從表3-4-A與3-4-B來看，盈餘持續性佔現金持有部分與預期結果一致，有融資限制的公司為負相關，沒有融資限制的公司為正相關。另外，可以看出台灣公司具有預防動機的策略，其現金流佔現金持有比例相當高。尤其是以有融資限制情況的公司，因為盈餘品質沒有持續的情況下，僅能透過現金流來因應公司營運狀況。且現金流佔持有現金的比例比起盈餘持續性來說要少了許多，這部分也與私房錢效應<sup>4</sup>一致。

盈餘持續性與現金流(Persistence x Cash Flow)之相關性對於持有現金來說也呈現正相關，但從表中可以看出有融資限制之公司比起沒有融資限制之公司來說，其盈餘持續性與現金流佔持有現金來說較少。因為有融資限制公司大多為年輕且規模小的公司，本身要向外融資就有很大的問題，因為信用度<sup>5</sup>不高的關係。所以大多對於未來投資部分能運用的資金都得根據本身自有資金來運作，及公司在前期時所獲利的一部分當作未來投資運用，這時候對於任何投資項目都會更謹慎處理，風險容忍度對於成熟且規模大的公司來說相對小。

---

3.研究開發(Research and development): 隸屬於企業、大學及國家的機構所開展的項目研究與發展活動。

4.似Thaler and Johnson (1990)

5.公司信用(Company Credit): 公司立足於市場的基礎，是公司進行交易、融資、吸引人才及從事其他商業活動的一種重要資源。

另外，對於樣本部分也分成二分法與三分法的方式來呈現(如表3-4-A與表3-4-B)，可以看出在樣本愈極端的狀況下，對於持有現金的結果會更為明顯。

尤其是盈餘持續性與現金流(Persistence x Cash Flow)之相關性對於持有現金比起在二分法的時候更具有顯著性的情況，可以得知將樣本限制住在最大值群及最小值群來說，會有明顯的不同。四種融資限制情況下，沒有融資限制情況的公司其盈餘持續性對於現金持有來說皆為正相關，且現金流對於現金持有也是正相關。對於公司來說，其財務報表上的盈餘持續性是能夠影響公司現金持有較大的關鍵因素。盈餘持續性與現金流之相關性對於現金持有皆為顯著正向關係之下與預期結果相同，又有融資限制情況的公司比起沒有融資限制情況的公司來說所佔的比例又更低，表示相對於沒有融資限制情況的公司來說，有融資限制情況的公司要利用盈餘持續性來當作未來投資資金運用是件較為困難的事情。

表3-4-A 基本迴歸分析(二分法)

Dependent Variables	Independent Variables		Persistence x CashFlow	M/B	Size	R <sup>2</sup>	N	fix year	fix dustry
	Persistence	Cash Flow							
Financial Constraints Criteria									
1.Payout ratio									
Constrained Firm	-0.0041*** 0.00	0.1756 * 0.07	0.0284*** 0.00	0.0051** 0.03	0.0118*** 0.00	0.26	4185	yes	yes
Unconstrained Firm	0.0038*** 0.00	0.0155 *** 0.00	0.1558 *** 0.00	0.0038*** 0.00	0.0213*** 0.00	0.25	5794	yes	yes
2.Firm Size									
Constrained Firm	-0.0028* 0.06	0.1745*** 0.00	0.0376* 0.07	0.0079*** 0.00	0.0024 0.11	0.30	4232	yes	yes
Unconstrained Firm	0.0022*** 0.00	0.0116 *** 0.00	0.1544 ** 0.01	0.0066*** 0.00	0.0165*** 0.00	0.24	5315	yes	yes
3.Firm year									
Constrained Firm	-0.0029 *** 0.00	0.1311 0.86	0.0182 0.98	0.0087** 0.03	0.0084*** 0.00	0.23	4620	yes	yes
Unconstrained Firm	0.0033*** 0.00	0.0133*** 0.00	0.1399** 0.01	0.0048*** 0.00	0.0170*** 0.00	0.25	4927	yes	yes
4.D/E ratio									
Constrained Firm	-0.0014*** 0.00	0.1331 0.43	0.0131 ** 0.01	0.0138*** 0.00	0.0092*** 0.00	0.28	3335	yes	yes
Unconstrained Firm	0.0022*** 0.00	0.0194 *** 0.00	0.2112* 0.09	0.0024*** 0.00	0.0141*** 0.00	0.29	6212	yes	yes

表3-4-B 基本迴歸分析(三分法)

Dependent Variables	Independent Variables									
	Persistence	Cash Flow	Persistence	x Cash Flow	M/B	Size	R <sup>2</sup>	N	fix year	fix dustry
Financial Constraints Criteria										
1.Payout ratio										
Constrained Firm	-0.0037***	0.1870	0.0147***		0.0038	0.0013***	0.25	3183	yes	yes
	0.00	0.15	0.00		0.15	0.00				
Unconstrained Firm	0.0051***	0.0139***	0.1970***		0.0015	0.0133***	0.20	3182	yes	yes
	0.00	0.00	0.00		0.15	0.00				
2.Firm Size										
Constrained Firm	-0.0036**	0.1963***	0.0124**		0.0058***	0.0019	0.27	3183	yes	yes
	0.03	0.00	0.02		0.00	0.28				
Unconstrained Firm	0.0047**	0.0105***	0.1708		0.0045***	0.0290***	0.25	3182	yes	yes
	0.01	0.00	0.12		0.00	0.00				
3.Firm year										
Constrained Firm	-0.0050**	0.1769	0.0106**		0.0062	0.0011***	0.20	3183	yes	yes
	0.00	0.23	0.04		0.14	0.00				
Unconstrained Firm	0.0044***	0.0125***	0.1511**		0.0032***	0.0148***	0.27	3182	yes	yes
	0.00	0.00	0.04		0.00	0.00				
4.D/E ratio										
Constrained Firm	-0.0025***	0.1419	0.0091**		0.0040***	0.0074 ***	0.19	3183	yes	yes
	0.00	0.89	0.04		0.00	0.00				
Unconstrained Firm	0.0029***	0.0161***	0.2207 *		0.0013***	0.0157***	0.30	3182	yes	yes
	0.00	0.00	0.09		0.00	0.00				

#### 第四節 淨營運資金與流動負債對持有現金之影響

在表3-5-A與3-5-B中，加入兩項控制變數為 $\Delta NWC$ (淨營運資金變動率)及 $\Delta ShortDebt$ (流動負債變動率)，這兩項比率對於公司來說是短期現金收入的來源，可以讓經理人在公司決策上做短期的規劃。淨營運資金代表了公司在短期債務週轉上的能力。短期借款項目包含在流動負債內，信用度高之公司在金融市場上可以有效的融資借款，這部分相對於有融資限制情況的公司來說會較難取得。通常若能取得較多的融資現金，則公司就能有較多資金去做未來投資，相對來說就不太會運用到自有資金項目。

「融資」若能與「投資」作時間上的充分配合，便不會有融資或再投資的問題，讓短期資金需求由短期負債來融通、長期資金需求由長期負債或權益資金來融通。同理類推，若流動資產完全以流通負債融通，則淨營運資金會維持在「零」的水準，公司也就不會有融資或再投資的問題。然而這只是理想上的狀況，實際上並非所有公司都能適時的取得短期資金以融通臨時性的資金需求，即使是長期資金也往往未必能及時籌措到足夠的金額。

在多了 $\Delta NWC$ 及 $\Delta ShortDebt$ 控制變數之下，發現 $\Delta NWC$ 與現金持有呈現負向關係，因為淨營運資金的增加，可以使得公司不需要持有太多現金，就可讓公司對短期內未來的投資有效地規劃。另外， $\Delta ShortDebt$ 這些流動負債有可能是融資得來的，或是短期內不需還款給廠商，其在表格中顯示的結果發現，對現金持有呈現正向關係，這表明，雖然公司短期內流動負債多，得增加現金持有比例來因應未來所需。

另外從表3-5-A與3-5-B中發現，有融資限制情況的公司，其 $\Delta NWC$ 比起沒有融資限制情況的公司要來的低； $\Delta ShortDebt$ 則是相反的情形。從這點可以推論由於沒有融資限制情形的公司其營運狀況比起有融資限制的公司要來的佳，因此雖然獲取外部資金的條件比較有利，但是本身盈餘或是營運收入就可以供未來投資，所以相對來說不需要太多融資行為。

從行為財務的角度來解釋，過去其假設投資人皆為理性的情況下，但事實證明不管是個體或是群體皆不可能完全理性。Kahneman and Tversky (1979)在展望理論<sup>6</sup>中指出，非理性投資者的決策並不完全是隨機的，常常會朝著同一個方向，所以不見得會彼此抵銷。Shiller (1999)確認了上述的行為並指出，當這些非理性的投資者的行為社會化，或大家都聽信相同的謠言時，這個現象會更加的明顯，投資人的情緒因素並非隨機產生的

錯誤，而是一種很常見的判斷錯誤。對於公司經理人來說，做出虧損的投資決策也是有可能發生的行為。對於成熟、大規模的沒有融資限制公司來說，其可能涉及的營業範圍較為廣泛，且投資項目較有融資限制之公司多，且他們對於風險容忍度也相對較高。若是公司經理人認為對於未來投資，可能得到正NPV之報酬，那麼會選擇以小博大，雖然會造成短期之內盈餘持續性為負的，但對於日後的收益部分卻是樂觀的；而有融資限制情況的公司來說，對於金錢上的運用會比非融資限制公司更來的謹慎小心，此結果也與私房錢效應一致。公司的財務政策與經理人決策相關，Dittnar and Mahrt-Smith (2007)與Harford, Mansi, and Maxwell (2008)研究發現，愈鞏固自身利益之經理人，不僅持有較多超額現金<sup>7</sup>，且花費超額現金速度也相對較快。

---

6. 展望理論(prospect theory):描述個人在風險條件下實際的決策行為，將心理學帶進經濟分析的核心

7. 超額現金(excess cash holdings):非交易性動機且預防性動機所持有之現金

表3-5-A 加入淨營運資金變動率與流動負債變動率(二分法)

Dependent Variables	Independent Variables									
	Persistence	Cash Flow	Persistence x Cash Flow	M/B	Size	ΔNWC	ΔShortDebt	R <sup>2</sup>	N	fix year fix dustry
Financial Constraints Criteria										
1.Payout ratio										
Constrained Firm	-0.0034*** 0.00	0.1839 0.14	0.0548 ** 0.02	0.0047** 0.01	0.0014 0.60	-0.0013*** 0.00	0.0171*** 0.00	0.26	3573	yes
Unconstrained Firm	0.0045* 0.06	0.0127*** 0.00	0.1679* 0.07	0.0038*** 0.00	0.0163*** 0.00	-0.0006 0.61	0.0006 0.62	0.16	5794	yes
2.Firm Size										
Constrained Firm	-0.0026*** 0.00	0.1675 0.35	0.0543* 0.09	0.0072*** 0.00	0.0021 0.22	-0.0106 0.86	0.0278** 0.03	0.30	4232	yes
Unconstrained Firm	0.0027* 0.05	0.0148*** 0.00	0.1340* 0.09	0.0056*** 0.00	0.0189*** 0.00	-0.0003 0.40	0.0048** 0.03	0.25	5315	yes
3.Firm year										
Constrained Firm	-0.0027*** 0.00	0.1540 0.25	0.0150 0.23	0.0037*** 0.00	0.0084*** 0.00	-0.0011 0.76	0.0118 0.56	0.23	4620	yes
Unconstrained Firm	0.0025** 0.04	0.0149*** 0.00	0.1346 0.24	0.0029*** 0.00	0.0118** 0.02	-0.0005 0.36	0.0071*** 0.00	0.26	4927	yes
4.D/E ratio										
Constrained Firm	-0.0017*** 0.00	0.1643 0.24	0.0148 * 0.07	0.0039*** 0.00	0.0081*** 0.00	-0.0018 0.50	0.0284 0.49	0.18	3335	yes
Unconstrained Firm	0.0021** 0.04	0.0150*** 0.00	0.1410 0.18	0.0012** 0.01	0.0141** 0.01	-0.0004 0.17	0.0014 0.34	0.29	6212	yes

表3-5-B 加入淨營運資金變動率與流動負債變動率(三分法)

Dependent Variables	Independent Variables									
	Persistence	Cash Flow	Persistence x Cash Flow	M/B	Size	ΔNWC	ΔShortDebt	R <sup>2</sup>	N	fix year fix dustry
ΔCash holdings										
Financial Constraints Criteria										
1.Payout ratio										
Constrained Firm	-0.0047***	0.1880	0.0465**	0.0053**	0.0010	-0.0022***	0.0197***	0.28	3183	yes
	0.00	0.11	0.01	0.03	0.24	0.00	0.00			
Unconstrained Firm	0.0048***	0.0116*	0.1986*	0.0026***	0.0183***	-0.0001	0.0019	0.28	3182	yes
	0.00	0.06	0.08	0.00	0.00	0.43	0.29			
2.Firm Size										
Constrained Firm	-0.0027***	0.1864**	0.0501**	0.0079***	0.0019	-0.0108	0.0038	0.26	3183	yes
	0.00	0.02	0.02	0.00	0.12	0.36	0.22			
Unconstrained Firm	0.0028**	0.0129***	0.1532	0.0054***	0.0302***	-0.0004	0.0032**	0.24	3182	yes
	0.01	0.00	0.13	0.00	0.00	0.45	0.02			
3.Firm year										
Constrained Firm	-0.0028***	0.1273	0.0110**	0.0049**	0.0010**	-0.0018	0.0024	0.20	3183	yes
	0.00	0.47	0.01	0.01	0.02	0.53	0.21			
Unconstrained Firm	0.0029***	0.0129*	0.1541	0.0016**	0.0160*	-0.0003	0.0070**	0.26	3182	yes
	0.00	0.06	0.11	0.04	0.07	0.45	0.02			
4.D/E ratio										
Constrained Firm	-0.0027***	0.1709	0.0139**	0.0045***	0.0084***	-0.0017	0.0001**	0.20	3183	yes
	0.00	0.16	0.06	0.00	0.00	0.32	0.04			
Unconstrained Firm	0.0029***	0.0132	0.1619	0.0010**	0.0168*	-0.0002	0.0048**	0.29	3182	yes
	0.00	0.10	0.11	0.01	0.08	0.69	0.02			

## 第五節 不同持續性定義影響

利用盈餘持續性( $\beta$ )與盈餘持續性波動率( $\text{Var}(\text{ROA})$ )<sup>8</sup>分別透過不同盈餘持續性變動率,探討對於融資限制公司與非融資限制公司有何影響,並利用迴歸式(4)做驗證。Dichev and Tang (2008)將過去常使用的應計項目與做比較,發現鑑於以前對盈餘持續性<sup>9</sup>的研究,更為合適的標準是ROA變動<sup>10</sup>,即指盈餘持續性( $\beta$ )與盈餘持續性波動率( $\text{Var}(\text{ROA})$ )對於以前與盈餘持續存在相關的識別因素的增加程度。

結果發現,在盈餘持續性對現金持有比例部分,發現利用盈餘持續性波動率( $\text{Var}(\text{ROA})$ )來計算,四種不同融資限制條件下,在有融資限制情況的公司的部分,其估現金持有比例變得更少,沒有融資限制情況的公司是增加的情形。以盈餘持續性與現金流對現金持有比例效果來看,有無融資限制情況的公司都是減少的。

不過利用盈餘持續性( $\beta$ )計算的部分(即表3-5),盈餘持續性與現金流對現金持有效果比起使用盈餘持續性波動率( $\text{Var}(\text{ROA})$ )更要有顯著性。隨機變動的瞬時生成函數意味著變量的平均值和變量之間的數學關係。Brooks and Buckmaster (1976)發現收益傾向於恢復到大的盈利變化之前觀察到的水準。Ohlson and Penman (1982)使用偏離平均值來預測未來的收益變化時,當股本回報率偏離其平均值顯著。Freeman and Tse (1992)及Das and Lev (1994)發現意外收益和收益之間的關係是非線性的。整體而言,至少部分地反映了大的收益變化更有可能恢復的這種現象。

---

8. 此兩種定義使用Dichev and Tang(2008)之定義, Frankel and Litov亦使用此方法來探討盈餘持續性

9.過去文獻常以應計項目當作盈餘持續性來計算

10.根據Dichev and Tang(2008)研究

表 3-6-A 不同盈餘持續性定義(二分法)

Dependent Variables	Independent Variables									
	Persistence	Cash Flow	Persistence x Cash Flow	M/B	Size	ΔNWC	ΔShortDebt	R <sup>2</sup>	N	fix year fix dustry
Financial Constraints Criteria										
1.Payout ratio										
Constrained Firm	-0.0189*** 0.00	0.1621 0.15	0.0106*** 0.00	0.0045* 0.06	0.0126*** 0.00	-0.0148 0.33	0.0176*** 0.00	0.29	4185	yes
Unconstrained Firm	0.0180** 0.01	0.1032 0.10	0.1012** 0.01	0.0037** 0.01	0.0153*** 0.00	-0.0010 0.12	0.0006 0.22	0.20	5794	yes
2.Firm Size										
Constrained Firm	-0.0153*** 0.00	0.2260 0.56	0.0144** 0.04	0.0056*** 0.00	0.0021 0.12	-0.0107 0.55	0.0180** 0.02	0.28	4232	yes
Unconstrained Firm	0.0169*** 0.00	0.1301*** 0.00	0.1371 0.12	0.0057*** 0.00	0.0192*** 0.00	-0.0008** 0.04	0.0027** 0.04	0.26	5315	yes
3.Firm year										
Constrained Firm	-0.0172** 0.01	0.2117 0.12	0.0827 0.27	0.0167 0.21	0.0126*** 0.00	-0.0167 0.12	0.0162 0.55	0.20	4620	yes
Unconstrained Firm	0.0133** 0.02	0.1383*** 0.00	0.1327 0.33	0.0066*** 0.00	0.0152*** 0.00	-0.0002 0.13	0.0048*** 0.00	0.26	4927	yes
4.D/E ratio										
Constrained Firm	-0.0166*** 0.00	0.2576 0.20	0.0591* 0.09	0.0138*** 0.00	0.0071*** 0.00	-0.0177 0.26	0.0105 0.41	0.20	3335	yes
Unconstrained Firm	0.0155*** 0.00	0.1246 0.12	0.1462 0.26	0.0103*** 0.00	0.0133*** 0.00	-0.0004 0.18	0.0016 0.34	0.29	6212	yes

表 3-6-B 不同盈餘持續性定義(三分法)

Dependent Variables	Independent Variables									
	Persistence	Cash Flow	Persistence x Cash Flow	M/B	Size	ΔNWC	ΔShortDebt	R <sup>2</sup>	N	fix year fix dustry
Financial Constraints Criteria										
1.Payout ratio										
Constrained Firm	-0.0295***	0.1814	0.0111***	0.0051	0.0122***	-0.0012	0.0195***	0.27	3183	yes
	0.00	0.15	0.00	0.27	0.00	0.34	0.00			
Unconstrained Firm	0.0200**	0.0954**	0.1818	0.0026	0.0132***	-0.0001	0.0022	0.17	3182	yes
	0.02	0.02	0.13	0.13	0.00	0.43	0.32			
2.Firm Size										
Constrained Firm	-0.0165**	0.3695***	0.0397**	0.0073***	0.0020	-0.0002	0.0042	0.27	3183	yes
	0.01	0.00	0.02	0.00	0.24	0.29	0.26			
Unconstrained Firm	0.0204**	0.1152***	0.1465	0.0062***	0.0303***	-0.0003**	0.0039	0.26	3182	yes
	0.01	0.00	0.19	0.00	0.00	0.02	0.25			
3.Firm year										
Constrained Firm	-0.0188**	0.2515**	0.8989*	0.0047	0.0099***	-0.0001	0.0126	0.21	3183	yes
	0.01	0.02	0.05	0.69	0.00	0.40	0.38			
Unconstrained Firm	0.0229**	0.0430*	0.0221	0.0023***	0.0161***	-0.0003	0.0062**	0.27	3182	yes
	0.02	0.09	0.36	0.00	0.00	0.20	0.04			
4.D/E ratio										
Constrained Firm	-0.0168**	0.2855***	0.0718*	0.0050***	0.0085***	-0.0001	0.0111	0.18	3183	yes
	0.04	0.00	0.09	0.00	0.00	0.30	0.91			
Unconstrained Firm	0.0156**	0.1049	0.1571	0.0015***	0.0156***	-0.0002	0.0048	0.31	3182	yes
	0.02	0.10	0.22	0.00	0.00	0.23	0.20			

## 伍、結論

本文旨在考慮公司融資限制情況之下，其「盈餘持續性」對於「現金流敏感度」是否會比現金對於現金流敏感度效果更佳。由於過去文獻常以現金對現金流敏感度的角度來作解釋，而影響到其持有比例又細分成四大動機，分別是：代理問題、交易動機、預防動機及避稅動機。雖然過去研究大多是以國外公司當作樣本來討論。台灣學者蘇玄啟、羅仙法、施懿宸與李文育(2016)以台灣公司當作樣本，發現預防性動機的行為。但現實生活中，根據金融環境不同以及國家和不同公司管理者，經理人會做出什麼樣的決策來使得公司能夠獲利，這部分仍是需要再探討。

本文的研究貢獻方面，由於過去文獻在研究中僅針對現金對現金流量敏感度來做分析，但較少直接透過公司財務狀況的盈餘持續性來對現金流量敏感度做研究，且本文對於盈餘持續性的定義也並非是以過去會計學中的應計項目部分來做為探討，而是利用對於ROA是否有持續性的角度來當作變數定義。

本文實證結果可由各方面來說明，首先，以盈餘持續性佔現金持有部分，有融資限制情況的公司其盈餘持續性對現金流量敏感度為負相關；沒有融資限制情況的公司則為正相關。在現金對現金流量敏感度的部分，皆為正相關，但是有融資限制情況的公司其比例比起沒有融資限制情況的公司較高，可以得知融資限制會造成公司傾向保留較多現金，以達到可以實現公司未來的投資機會，這部分與過去文獻相同。

另外，持續性的部分，公司針對不同動機來制定相關策略：(1)代理問題：經理人願意與股東分享獲利，這行為為聯合效果；反之，為了鞏固自身利益而不願與股東分享獲利，為鞏固效果。(2)交易動機：現金流量敏感度隨非現金資產變現成本上升而增加，為正向性；大公司比起小公司來說，現金持有比例較少，為規模性。(3)預防動機：現金持有比例隨公司成立年數增加而下降。(4)避稅動機：台灣課稅制度根據不同情況分成屬人主義與屬地主義，國內的營利事業是採屬人主義，國外營利事業是採屬地主義。

以股利發放率與負債權益比為融資限制條件區分樣本，沒有融資限制情況的公司願意將股利與股東分享，其為聯合效果；有融資限制情況的公司，或許經理人為了維持手中現金來應付未來投資，不願發股利，其為鞏固效果。以公司規模為融資限制條件區分樣本，發現交易動機的存在。以公司成立年數為融資限制條件區分樣本，驗證預防動機的問題。最後，以公司成立年數為融資限制條件區分樣本，發現負債較多的公司，其現

金持有比例亦較高。根據過去盈餘狀況，公司有私房錢效應產生，以往的投資結果會影響經理人是否繼續接下來的投資計劃。

本文僅針對過去盈餘狀況做討論，盈餘品質部分並未探討到，這部分是否影響未來投資有更佳的结果，也是日後可以探討的方向。希望本文能夠對過去文獻尚無探討或是無法一致之處，能提供一個合理的解釋方向。

## 參考文獻

### 國內文獻

- 汪瑞芝、李依純(2015)，「所得稅資訊對盈餘持續性之影響」，*當代會計*，第16卷，第2期，頁145-173。
- 林有志、林郁慧(2004)，「分析師對應計項目持續性認知之研究」，*會計與公司治理*，第1卷，第1期，頁25-46。
- 林世傑(2015)，「基於會計盈餘資訊性的融資限制」，*會計評論*，第61期，頁121-144。
- 周賓鳳、池祥萱、周冠男、與龔怡霖(2002)，「行為財務學:文獻回顧與展望」，*證券市場發展季刊*，第14期，頁1-46。
- 張逸君(2016)，「資本結構調整與融資限制:以台灣上市公司為例」，朝陽科技大學財務金融研究所，碩士論文。
- 蘇玄啟、羅仙法、施懿宸與李汶育(2016)，「台灣上市公司的現金持有、現金持有價值與公司生命週期：預防性動機假說之驗證」，*臺大管理論叢*，第26卷，第2期，頁173-209。

### 國外文獻

- Almeida, H., and M. Campello (2002), Financial Constraints and Investment- Cash Flow Sensitivities: New Research Directions, Working paper, *New York University and University Illinois*.
- Almeida, H., and M. Campello (2003), Financing Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment, Working paper, *New York University and University of Illinois*.
- Almeida, H., M. Campello, and M. S. Weisbach (2004), The Cash Flow Sensitivity of Cash, *Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- Almeida, H., and M. Campello (2007), Financial Constraints, Asset Tangibility and Corporate Investment, *The Review of Financial Studies*, 20(5), 1429-1460.
- Alti, A. (2003), How Sensitive is Investment to Cash Flow when Financing is

- Frictionless?, *Journal of Finance*, 58(2), 707–722.
- Amir, E., I. Kama, and S. Levi (2015), Conditional Persistence of Earnings Components and Accounting Anomalies, *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(7-8), 801-825.
- Ball, R., and P. Brown (1968), An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- Barberis, N., and M. Huang (2001), Mental Accounting, Loss Aversion, and Individual Stock Returns, *Journal of Finance*, 56(4), 1247-1292.
- Baumol, W. (1952), The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach, *The Quarterly Journal of Economics*, 66(4), 545-556.
- Beneish, M. D., and M. E. Vargus (2002), Insider Trading, Earnings Quality, and Accrual Mispricing, *The Accounting Review*, 77(4), 755-791.
- Brooks, L. D., and D. A. Buckmaster (1976), Further Evidence of the Time Series Properties of Accounting Income, *Journal of Finance*, 31(5), 1359-1373.
- Calomiris, C. W., C. P. Himmelberg, and P. Wachtel (1995), Commercial Paper, Corporate Finance, and the Business Microeconomic Perspective, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 42(1), 203-250.
- Carpenter, R. E., S. M. Fazzari, B. C. Petersen, A. K. Kashyap, B. M. Friedman (1994), Inventory Investment, Internal-finance Fluctuations, and the Business Cycle, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1994(2), 75–138.
- Chan, R. (2014), Financial Constraints, Working Capital and the Dynamic Behavior of the Firm, *The World Bank South Asia Region Finance and Private Sector Unit*.
- Das, S., and B. Lev (1994), Nonlinearity in the Returns-Earnings Relation: Tests of Alternative Specifications and Explanations, *Contemporary Accounting Research*, 11(1), 353-379.
- Denis, D. J., and V. Sibilkov (2010), Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings, *The Review of Financial Studies*, 23(1), 247-269.
- Dichev, I. D., and V. W. Tang (2008), Matching and the Changing Properties of Accounting Earnings over the Last 40 Years, *The Accounting Review*, 83(6), 1425-1460.
- Dittmar, A., and J. Mahrt-Smith (2007), Corporate Governance and the Value of Cash Holdings, *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599-634.

- Erickson, T., and T. M. Whited (2000), Measurement Error and the Relationship between Investment and Q, *Journal of Political Economy*, 108(5), 1027–1057.
- Faulkender, M., and R. Wang (2006), Corporate Financial Policy and the Value of Cash, *Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
- Fazzari, S. M., R. G. Hubbard, and B. C. Petersen (1988), Financing Constraints and Corporate Investment, *Brooking Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141-206.
- Fazzari, S. M., and B. C. Petersen (1993), Working Capital and Fixed Investment: New Evidence on Financing Constraints, *RAND Journal of Economics*, 24(3), 328-342.
- Frankel, R., and L. Litov (2009), Earnings Persistence, *Journal of Accounting and Economics*, 47(1-2), 182-190.
- Freeman, R. N., and S. Y. Tse (1992), A Nonlinear Model of Security Price Responses to Unexpected Earnings, *Journal of Accounting Research*, 30(2), 185-209.
- Fritz F. C., J. Hartzell, S. Titman, and G. Twite (2007), Why Do Firms Hold So Much Cash? A Tax-Based Explanation, *Journal of Financial Economics*, 86(3), 579-607.
- Gomes, J. F. (2001), Financing Investment, *The American Economic Review*, 91(5), 1263-1285.
- Han, S., and J. Qiu (2007), Corporate Precautionary Cash Holdings, *Journal of Corporate Finance*, 13(1), 43-57.
- Harford, J. (1999), Corporate Cash Reserves and Acquisitions, *Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997.
- Harford, J., S.A. Mansi, and W. F. Maxwell (2008), Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US, *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535-555.
- Hsu, P. H., and X. S. Hu (2016), Advisory Board and Earnings Persistence, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31(1), 134–157.
- Huang, Y. C., and S. H. Chan (2014), The House Money and Break-Even Effects for Different Types of Traders of Traders: Evidence from Taiwan Futures Markets, *Pacific-Basin Finance Journal*, 26, 1-13.
- Kahneman, D., and A. Tversky (1979), Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, 47(2), 263-292.
- Kaplan, S. N., and L. Zingales (1997), Do Financing Constraints Explain why Investment is Correlated with Cash Flow?, *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169-215.

- Kashyap, A. K., O. A. Lamont, and J. C. Stein (1994), Credit Conditions and the Cyclical Behavior of Inventories, *The Quarterly Journal of Economics*, 109(3), 565-592.
- Keynes, J. M., 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*.
- Kim, C. S., D. C. Mauer, and A. E. Sherman (1998), The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), 335-359.
- Meltzer, A. H. (1963a), The Demand for Money: The Evidence from Time Series', *Journal of Political Economy*, 71(3), 219-246.
- Meltzer, A. H. (1963b), The Demand for Money: A Cross-Section Study of Business Firms', *The Quarterly Journal of Economics*, 77(3), 405-422.
- Miller, M. H., and D. Orr (1966), A Model of the Demand for Money by Firms, *The Quarterly Journal of Economics*, 80(3), 413-435.
- Mulligan, C. B. (1997a), The Demand for Money by Firms: Some Additional Empirical Results, *University of Chicago Population Research Center Discussion Paper*, No.97-1.
- Mulligan, C. B. (1997b), Scale Economics, the Value of Time, and the Demand for Money: Longitudinal Evidence from Firms, *Journal of Political Economy*, 105(5), 1061-1079.
- Myers, S. C., and N. S. Majluf (1984), Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do not Have, *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson (1999), The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings, *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.
- Ozkan, A., and N. Ozkan (2004), Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies, *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 2103-2134.
- Pinkowitz, L., R. M. Stulz, and R. Williamson (2006), Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis, *Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751.
- Pinkowitz, L., R. M. Stulz, and R. Williamson (2016), Do U.S. Firms Hold more Cash than Foreigner Firms Do?, *The Review of Financial Studies*, 29(2), 309-348.

Shiller, R. J. (1999), Human Behavior and the Efficiency of the Financial System, *Handbook of Macroeconomics*, 1(20), 1305-1340.

Thaler, R. H., and E. J. Johnson (1990), Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice, *Management Science*, 36(6), 643-660.

Tobin, J. (1958), Liquidity Preference as Behavior Towards Risk, *The Review of Economics Studies*, 25(2), 65-86.