

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士論文

企業零舉債決策之探討-台灣與中國公司之比較

The Zero Leverage Policy in Taiwan and China

指導教授：蕭慧玲 博士

研究生：沈怡伶

中華民國 104 年 7 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 沈怡伶 君

所提之論文(中文)： 企業零舉債決策之探討—台灣與中國之比較

(英文)： The Zero Leverage Policy in Taiwan and China

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 蔣正堯

考試委員 蔣正堯 (指導教授)

何月芳

系所主任 鄧一博

中華民國 104 年 6 月 25 日

東海大學財務金融學系

碩士論文學術倫理聲明書

本人 張昭倫 (學號: G02440020) 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： 張昭倫 (簽名)

中華民國 104 年 7 月 31 日

致謝

在這兩年的碩士學生生涯中，首先，我要由衷感謝指導教授蕭慧玲老師的悉心指導以及諄諄教誨，無論是在學術或是待人處事方面都帶給我正面且積極的價值觀，非常值得我學習，使我獲益良多，因為有老師的用心及努力的栽培，我才得以順利完成此份碩士論文。另外，也非常感謝我的口試委員廖東亮老師以及何月芳老師，給予我非常多寶貴的建議與指教，使這份論文的內容可以更加完善且嚴謹。

接著，我要感謝我的同學們，因為有你們平日和樂的相處、一起努力、互相討論，以及彼此的鼓勵，才能使研究生生活充滿愉快的氣氛，謝謝在課業忙碌之時有你們的陪伴。還有謝謝我最愛的爸爸媽媽以及家人們，總是在我忙於課業的時候，給我最大的支持以及鼓勵，並且帶我出外踏青紓壓，謝謝你們一直以來的包容，有你們當我最堅強的後盾，我才能夠無憂無慮專心地完成我的學業。

最後，還要謝謝系上的所有老師們，謝謝你們細心的教學，努力地將你們的專業知識帶給我們，讓我能夠在未來以此發揮所長，以及系上的助教們，謝謝你們總是幫助我們日常的生活瑣事，讓我們能夠專注在課業上，謝謝東海財金所帶給我的，使我的學生生涯畫下完美的句點。再次謝謝所有幫助我的人，祝你們平安、幸福、快樂。

沈怡伶 謹誌

東海大學財務金融所

民國一百零四年七月

摘要

在傳統的資本結構理論中，資本結構無關論了解到公司價值與資本結構無關；而靜態抵換理論主張公司選擇資金成本最低之資本結構；融資順位理論則強調公司內部資金不足時，舉債融資是優先選擇。近年來，諸多文獻發現零舉債公司比例逐漸增加，因此欲了解此類型公司是否依循資本結構理論，本文利用 1992-2014 年台灣及中國零舉債公司樣本作探討，觀察零舉債公司基本特性，分析融資限制、獲利性、成長機會、生命週期和股利支付對零舉債之影響，並檢視零舉債公司持續性，再加入公司治理進行研究。

本研究結果發現無論是台灣還是中國零舉債公司之比例有逐漸增加之現象。當股利作為融資限制指標之一時，無融資限制公司(有支付股利)中，顯示台灣與中國之零舉債公司並非全由融資限制造成；本文發現零舉債公司皆有較高的帳面市值比，表示成長機會較多；且現金也較高，因為現金可作預防性動機之一環，因此現金持有多，較可能成為零舉債公司；該公司獲利也較高，此與融資順位理論相符，當內部資金足夠，公司會以內部資金作為優先選擇。此外，本文又分成成熟型與非成熟型公司探討，零舉債公司皆有超過一半的比例為成熟型公司。在融資限制的影響方面，台灣與中國零舉債公司的有形資產與資本密集度皆較低，顯示抵押品少造成融資受限制，因而傾向為零舉債。獲利多、成長機會高、股利支付多的公司較可能為零舉債公司。最後，本文在公司治理方面發現董事會規模愈大、董監事比例愈小時，愈可能成為零舉債公司，因為公司治理愈不好時，不想受到外部監督，較可能選擇零舉債。

因此，由上述結果發現，本文結果皆指出台灣與中國零舉債公司表現之特性，當公司沒有融資限制時，其資本結構較支持融資順位理論，當自有資金足以支應內部需求時，公司較不會選擇從事外部融資，所以，並不支持傳統資本結構理論中的靜態抵換理論。

關鍵字：零舉債、資本結構、負債水準

Abstract

There are many different viewpoints in traditional capital structure. Firms will choose to take a capital structure, which has the lowest fund costs in the statistic take-off theory. The pecking order theory offers an opinion, when the firms' internal financing is not enough, the debt financing will be the priority. However, many literatures find that the zero leverage firms increase gradually in recent years. Therefore, we want to understand why the firms choose such an extreme policy, which is conflict with the traditional capital structure. This paper use the period 1992-2014 to investigate from different perspectives, such as financial constraint, profitability, dividend payout, growth opportunity, and governance.

First, this paper find that the zero leverage firms increase gradually both in Taiwan and China. Moreover, when the dividend payout is proxy for debt financing, we find the results of financially unconstrained firms (dividend payers) are similar to all firms, so the zero leverage policy is not completely resulted by debt financing. We also finds that the zero leverage firm in Taiwan and China have more MB ratio, cash holding, and profit. In addition, we also divide the sample firms into mature firms and non-mature firms, the finding indicates that most of the zero leverage firms are belongs to mature firms. Next, the paper suggests that when the firms become financing constraint, they will choose the zero leverage policy. On the other hand, if firms have more profitability, growth opportunity, and dividend, they will become zero leverage firms. Finally, we also investigate that the firms have the worse governance, they would prefer to use zero leverage policy, because they don't want to be supervised.

In summary, the capital structure in financially unconstrained firms are consist of the pecking order theory. Firms wouldn't choose the external financing when they have enough internal funds.

Keywords : zero leverage, capital structure, leverage levels

目錄

摘要.....	I
ABSTRACT.....	II
目錄.....	III
圖目錄.....	IV
表目錄.....	V
第一章 緒論.....	1
第二章 文獻回顧與假說.....	6
第一節 資本結構.....	6
第二節 零舉債之相關文獻.....	9
第三節 融資限制對零舉債公司之影響.....	11
第四節 獲利性、成長機會和股利支付對零舉債公司之影響.....	12
第五節 公司治理對零舉債公司之影響.....	13
第三章 研究方法.....	15
第一節 零舉債公司之定義.....	15
第二節 研究設計.....	16
第三節 研究樣本之選取與資料來源.....	24
第四章 實證結果.....	26
第一節 敘述統計量.....	26
第二節 融資限制對零舉債公司之影響.....	41
第三節 獲利性、成長機會和股利支付對零舉債公司之影響.....	44
第四節 零舉債公司之邏輯式迴歸.....	47
第五節 零舉債之持續性.....	52
第六節 公司治理對零舉債公司之影響.....	56
第五章 結論.....	60
參考文獻.....	62
附錄 A.....	67
附錄 B.....	69

圖目錄

圖 1 零舉債公司之趨勢	2
--------------------	---

表目錄

表 1 變數定義	23
表 2 樣本篩選	25
表 3 兩岸不同產業與生命週期零舉債比例	30
表 4 台灣零舉債公司的比例	31
表 5 中國零舉債公司的比例	32
表 6 台灣各變數相關係數表(ALL).....	33
表 7 中國各變數相關係數表(ALL).....	34
表 8 台灣各變數相關係數表(MATCHED)	35
表 9 中國各變數相關係數表(MATCHED)	36
表 10 零舉債與有舉債公司的敘述統計量(ALL).....	37
表 11 零舉債與有舉債公司的敘述統計量(MATCHED).....	39
表 12 融資限制對零舉債公司之影響(ALL).....	42
表 13 融資限制對零舉債公司之影響(MATCHED)	43
表 14 獲利性、成長機會和股利支付對零舉債公司之影響(ALL).....	45
表 15 獲利性、成長機會和股利支付對零舉債公司之影響(MATCHED)	46
表 16 零舉債公司的迴歸結果(ALL).....	48
表 17 零舉債公司的迴歸結果(MATCHED)	50
表 18 零舉債的持續性	52
表 19 零舉債公司的迴歸結果：進入和退出(ALL).....	54
表 20 零舉債公司的迴歸結果：進入和退出(MATCHED)	55
表 21 公司治理變數相關係數表	56
表 22 零舉債公司治理敘述性統計	57
表 23 零舉債公司的迴歸結果：加入公司治理變數	59

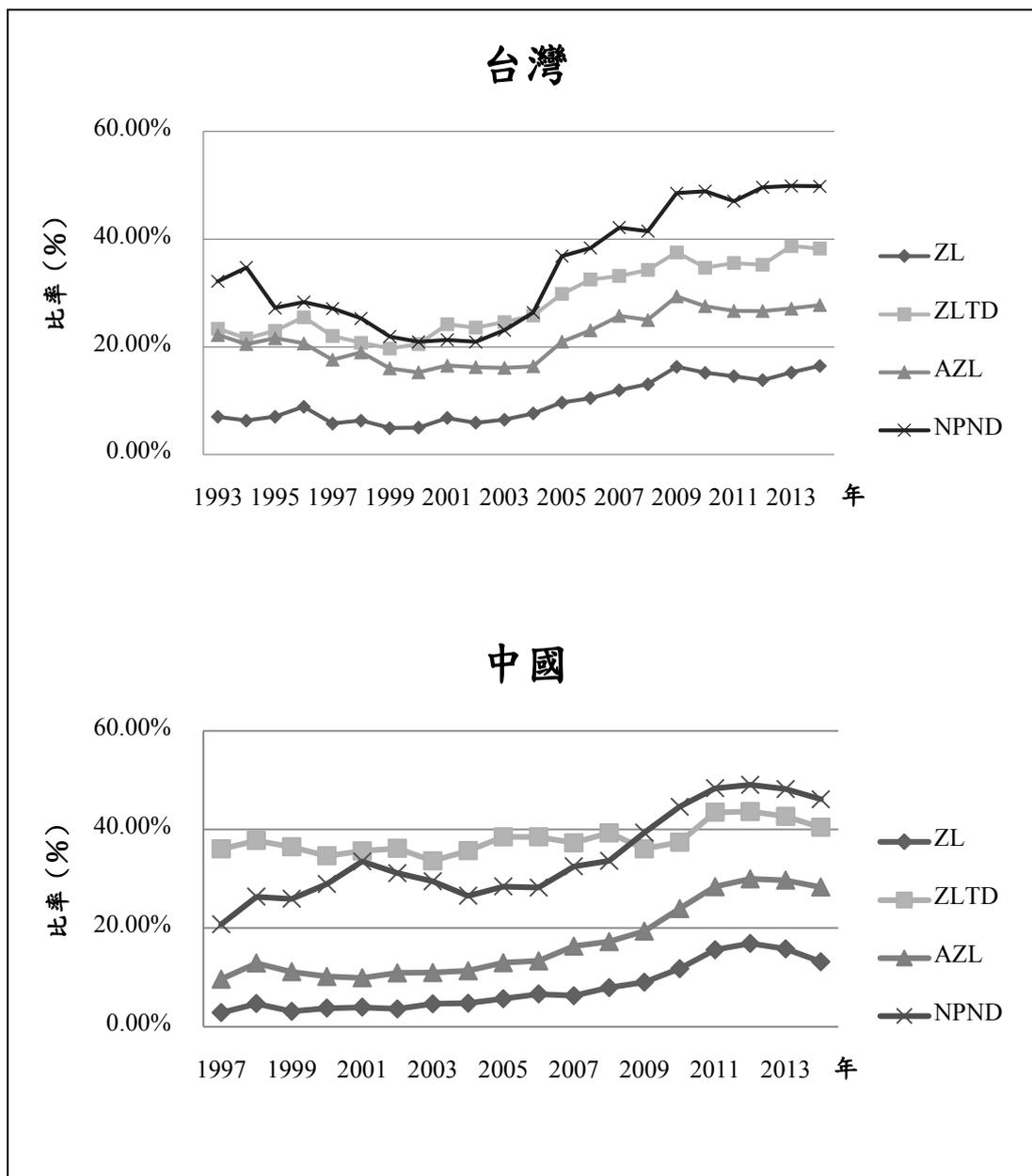
第一章 緒論

在傳統的資本結構理論中有很多不同的觀點，從資本結構無關論中，了解到公司價值與資本結構無關；而靜態抵換理論主張，當公司權衡出舉債所產生的相關成本與好處後，會選擇資金成本最低之資本結構；融資順位理論則是主張在資訊不對稱之下，管理者會選擇交易成本相對較低的融資策略，以此解決代理問題所產生的交易成本，因而提出外部融資中舉債相對權益的重要性。但近年來之趨勢顯示出，多數公司被多數的資本結構理論觀察到負債有逐漸減少的趨勢，甚至比理想的舉債程度低(Graham, 2000; Miller, 1977)。此外，對債務的理論更顯示出其研究的重要性，儘管舉債融資有稅盾效果，但近年在探討零舉債或低舉債的極端債務政策的文獻中，皆指出公司近年來的舉債有減少之趨勢，例如：在美國，Strebulaev and Yang (2013)的研究觀察到完全零舉債公司¹在觀察期間 1962-2009 年平均有 10.6%。而 D'Mello and Gruskin (2014)也發現完全零舉債公司有逐年增加之趨勢，從 1977 年的 6.68%到 2010 年的 19.41%。

而在本文觀察期間(1992-2014)內發現，台灣的上市上櫃非金融公司有約 10%的公司是屬於完全零舉債公司，而中國的上市櫃非金融公司完全零舉債的比例也有逐年增加的趨勢，從 1997 年的 2.8%增加到 2014 年的 13%，如圖 1 所示。

在傳統的資本結構理論中，自從 Modigliani and Miller (1958)在一系列嚴格的假說之下，得出 MM 資本結構無關論，也就是公司價值與資本結構無關的結論後，學者對於這一問題開始不斷的研究。近期研究更加著重在對真實情況的考量，嘗試從不同的角度去研究資本結構是否對公司價值存在影響，從而呈現出了豐富的文獻。根據一些研究 (Miller, 1977; Graham, 2000; Frank and Goyal, 2007)可知，保守舉債的迷思是指公司擁有的舉債比靜態抵換理論(static trade-off)觀點中的公司價值最大化的舉債程度還低。

¹完全零舉債公司之定義為長期負債+流動負債(短期負債+一年內到期長期負債)=0。



註 1：台灣的觀察期間為 1993-2013，而中國由於財報資料的因素，觀察期間調整為 1997-2013。

註 2：完全零舉債 (ZL) = 長期負債+流動負債(短期負債+一年內到期長期負債)=0；零長期負債 (ZLTD) = 長期負債=0；近乎零舉債 (AZL) = (長期負債+流動負債(短期負債+一年內到期長期負債))/資產總額 <5%；淨負債少於零 (NPND) = 長期負債+流動負債(短期負債+一年內到期長期負債)-現金及約當現金≤0。

圖 1 零舉債公司之趨勢

而近年來也有些研究是以動態抵換理論的觀點來作標準(Goldstein et al., 2001; Morellec, 2004; Strebulaev, 2007)，這些研究皆指出相對的理想槓桿比率。因此，又在根

據一些文獻中的結論，顯示出資本結構對公司價值的確存在影響。

以台灣資本結構為例，台灣大部分是針對資本結構決定因素與負債比率間之關係。根據大部分之結論顯示公司規模和成長率與負債比率間會呈正相關，至於獲利能力與營業風險等則與負債比率呈負的相關性(陳隆麒與溫育芳，2002)。依據相關文獻研究發現，台灣之公司會因產業之不同而對最適資本結構有所差異，但結果皆顯示出與傳統的融資順位理論並未有所差異(吳桂燕，1987；吳國山，1988)。

至於中國資本結構，依據 Yao-hui and Yuan-lue (2007)的研究表示，中國雖然有一個有趣的觀點顯示權益融資的順位會優於舉債融資，但是在其研究出的結果仍傾向支持融資順位理論。黃貴海與宋敏(2004)表示，與其他國家一樣，中國上市公司的舉債程度會隨公司規模、稅盾效果以及公司固定資產的增加而增加，隨公司獲利能力增加而減小，而且與產業有相關性並會受到股權結構的影響。但在公司經營風險則與其他國家不同，中國上市公司的舉債程度會隨公司經營風險程度增加，而傾向於持有較少的長期債務。

接著，由零舉債相關文獻發現些許特性，Strebulaev and Yang (2013) 的實證結果發現，無論是規模或是產業都可以解釋這種零舉債的行為，而且大部分的零舉債公司都有支付股利。有支付股利的零舉債公司比同規模同產業的有舉債公司有較好的獲利能力、付較多的稅，而且有較多的現金持有。Dang (2013)是針對英國樣本利用股利支付政策來取代融資限制，結果發現在無股利支付的零舉債公司中，它們都屬於規模較小的年輕、成長型公司，獲利能力是負的，而且有形資產少，屬於典型的融資限制公司。Byoun and Xu (2013)發現當公司在建立良好的聲譽後，或是在需要資金的時刻不能發行負債時，比較偏好使用外部權益融資。而且結果發現，零舉債公司在融資限制有顯著的相關性，而在股利支付也顯示出他們會利用股利支付來維持權益融資的可能性。

相關文獻也有分別根據融資限制與成長機會對零舉債所造成之可能因素來作探討，如：Almeida et al. (2011)表示融資限制的公司會持有較多現金，Calomiris et al. (1995)的結果也顯示現金持有較高的公司會相對比較有可能是融資限制，因為他們有預防性動機，以免未來融資限制所造成的高成本。而根據融資順位理論(Myers, 1984; Myers and

Majluf, 1984)則表示，獲利好且足夠應付、資助他們投資支出之公司，比較可能成為零舉債公司，因為他們可以完全依靠內部資金，不需要仰賴外部融資來提供他們資金，滿足他們的需求。

股利支付和舉債政策都在抑制自由現金流量的問題(Easterbrook, 1984; Fama and French, 2002)，而 DeAngelo (2007)指出獲利較好的公司會支付較高的股利而非使用舉債。因此，獲利好的成熟型公司相對於投資機會可以利用高股利而非舉債來解決自由現金流量的代理問題，且最終可能變成零舉債公司。

在公司治理方面，依據文獻則顯示出公司治理愈弱的公司，其愈可能從事零舉債政策。Lewellen (2006)及 Agrawal and Nagarajan (1990)發現，公司若沒有長期負債的話，與同業相比，經理人持股比例相對較高。而一些文獻(Fama, 1980; Stulz, 1990; Jensen, 1986)認為管理者任期較長的公司可能會採用零舉債政策，因為可使公司減少舉債所帶來的特定風險及利息支出，以此來保護自身人力資本、增加公司資源，進而增加私人利益。在家族企業中，可能會因為大股東和創辦人會考慮到他們的控制權以及投票權等，因此家族企業的公司被預期可能會採取較保守的舉債政策(Strebulaev and Yang, 2013)。也有文獻指出，因為家族成員對公司會比較願意付出，從過去的家族傳統中獲得效益，並保障其他家族成員的福利，而且會有長期經營的動機，這增加了他們對負債風險的認知，因此會為了減少風險而傾向不舉債(Becker, 1981; Bertrand and Schoar, 2006)。

因此，綜合上述文獻，本文將探討各種關於零舉債的迷思，並檢視台灣與中國零舉債公司不想要舉債的原因。藉由台灣與中國公司的比較，希望更能了解兩岸企業間公司特性的不同，以期能藉此研究來分析企業選擇零舉債政策的可能因素。在本文中，針對相關文獻歸納出多種層面，因此對於各個可能會影響零舉債政策方面之議題都有作討論，以揭露這樣一個極端的企業財務政策，並測試這樣一個極端的公司財務政策需要根據什麼樣的經濟機制。其中多個面向包含：欲了解零舉債公司是否為融資限制造成；還是由於零舉債公司獲利性、股利支付與成長機會好，因此不需要舉債；亦或是公司治理相關的特性是否也是影響公司零舉債之原因。

本文最主要之研究貢獻，由圖 1 可以發現，台灣與中國零舉債公司皆有增加的趨勢，由此可知，其實台灣與中國有部分的企業是屬於零舉債這類型的公司，所以值得深入探討，本研究將分析此類型公司在台灣與中國的公司特性、零舉債的行為，以及是否是由於融資限制或未來投資機會等原因所造成的行為，並且加以比較兩岸之間公司特性的差異，是否因此有影響到其零舉債政策之差異。此外，先前零舉債之相關文獻大多從基本特性、融資限制等因素作探討，本研究加入企業生命週期，藉以探討生命週期是否也是公司採取不同資本結構政策之原因之一。而且先前研究較常探討家族企業的部分都是公司績效或公司治理方面，所以本文探討家族企業與零舉債的關係也是一個貢獻。

因此，綜合以上之研究動機，本文研究目的如下：

- 一、探討零舉債公司之基本特性
- 二、分析融資限制對零舉債公司之影響
- 三、分析獲利性、成長機會、生命週期和股利支付對零舉債公司之影響
- 四、檢視零舉債公司之持續性
- 五、研究公司治理對零舉債公司之影響

接下來的章節如下，下一章節將會介紹相關文獻，藉此來建立假說，第三章將會敘述檢定方法和模型建立，以及說明樣本的來源、選取與零舉債公司及相關變數之定義，至於迴歸結果將會於第四章詳細解釋，最後，第五章則為本研究之結論。

第二章文獻回顧與假說

本文利用 1992-2014 年台灣及中國樣本的零舉債公司作探討，觀察零舉債公司之基本特性，及分析融資限制、獲利性、成長機會、生命週期和股利支付對零舉債之影響，並檢視零舉債公司持續性，再加入公司治理進行研究。因此本節將探討及彙整其相關假說，從不同角度之文獻，了解各種可能因素影響零舉債之程度，並以此建立假說，以利本研究之結果進行分析。

第一節 資本結構

由於本研究主在探討公司採取零舉債之決策因素，在此節中，欲了解台灣與中國目前兩岸企業之資本結構為何，以利本研究之結果分析。

自從 Modigliani and Miller (1958) 在一系列嚴格的假說之下，得出 MM 資本結構無關論，也就是公司價值與資本結構無關的結論後，學者對於這一問題開始不斷的研究。近期研究更加著重在對真實情況的考量，嘗試從不同的角度去研究資本結構是否對公司價值存在影響，影響方式又是如何，從而呈現出了豐富的文獻。根據一些學者 (Miller, 1977; Graham, 2000; Frank and Goyal, 2007) 可知，保守舉債的迷思是指公司擁有的舉債比靜態抵換理論 (static trade-off) 觀點中的公司價值最大化的舉債程度還低。而近年來也有些研究是以動態抵換理論的觀點來作標準 (Goldstein et al., 2001; Morellec, 2004; Strebulaev, 2007)，但這些研究只有指出相對的理想槓桿比率。因此，又在根據一些文獻中的結論，顯示出資本結構對公司價值的確存在影響，而依據不同角度的研究給出了各種更具體的結論。

接下來，將針對本研究之觀察對象台灣與中國作更深入之相關文獻探討，來加以了解台灣與中國目前資本結構之狀況。

一、台灣資本結構之研究

國內的資本結構相關研究大部分是針對資本結構決定因素與負債比率間之關係，又或是資本結構與公司績效間之關係。

根據大部分之結論顯示公司規模和成長率與負債比率間會呈正相關，至於獲利能力與營業風險等則與負債比率呈負的相關性(陳隆麒與溫育芳，2002)。吳桂燕 (1987)表示當公司的營運風險高時，也就是盈餘不穩定時，就會選擇較不從事舉債，而且最適資本結構會因其產業不同而有所差異，且結果支持融資順位理論。吳國山 (1988)主要在探討產業間的最適資本結構是否有所差異，以及資本結構的決定因素與舉債的相關性。結果發現獲利能力與規模大小最能影響舉債之程度，當獲利能力愈差的公司，愈可能從事舉債，因為自有資金不足，而當規模愈大時，也愈可能選擇舉債，因為債權人比較會信任此類型公司。

葉銀華與邱顯比 (1996)透過理論文獻的詳細分析，其結果顯示資本結構與公司價值為負相關，是由於台灣證券市場缺乏解決代理問題的機制，使得舉債有代理成本，因而對公司價值產生負面影響。王雅琴 (2009)主要在探討企業資本結構與融資行為之關係，並針對產業作探討，結果表示以台灣的整個產業來看，較支持靜態抵換理論，以個別產業來看，部分產業則適用融資順位理論，這代表產業間融資有存在差異。

依據相關文獻之研究發現，台灣之公司會因產業之不同而對最適資本結構有所差異，但結果皆顯示出對傳統的融資順位理論並未有所差異。

其餘的台灣資本結構文獻大多加入公司治理探討，如：楊耀禎 (2000)以代理成本為研究基礎，研究管理者持股、負債、風險與股利政策之間的關聯性，結果顯示管理者持股與負債間替代效果並不顯著。而張明峰 (1991)主要研究股權結構對公司績效之影響，發現當董事會持股比例愈高時，其對管理者的監督效果愈大，因此可以減少管理者和股東間的代理問題，進而增加公司績效。

也有文獻主要在探討股權結構與經營績效間之相關性，並將股權結構分為機構法人、經營團隊及經理人三個方面探討，結果表示當董監事持股比例愈高，公司的績效就愈好；而公司機構法人持股對公司經營績效無顯著相關，基金法人持股則對公司經營績效有顯著正相關(楊俊中，1997)。而余惠芳 (2009)研究發現，董監事實際持股比例會影響公司績效。當內部董監事實際持股比例大於 10%時，表示內部董監事股權集中，此時公司應藉由增加法人持股、避免會計師更換以及設立獨立董監事，以增強內部監督與公司治理能力，才可提升股東權益與公司績效。內部董監事股種集中，表示內部人利益掠奪誘因(Entrenchment Incentive) 愈強，因此，設立外部獨立董監事可提高內部監控能力，進而增強公司治理能力與公司績效。

二、 中國資本結構之研究

依據蔣殿春 (2003)之研究可以歸納出中國上市公司的資本結構以及其融資傾向：中國之融資順位與國外一般學者之研究結果不同，中國上市公司所遵循的融資限制為內部資金-權益-負債。但依據 Yao-hui and Yuan-lue (2007)的研究則表示，中國雖然有一個有趣的觀點顯示權益融資的順位會優於舉債融資，但是在其研究出的結果仍傾向支持融資順位理論。而 Tong and Green (2005)的研究結果也提供了對融資順位理論的支持，表明公司資本結構的傳統模型可以解釋中國公司的融資行為。

Ni and Yu (2008)也利用中國上市公司來作研究，利用規模將公司區分成三種類型時發現，大型公司比較會遵從融資順位理論，而且會比小型公司有較寬鬆的融資環境。Chen (2004)的結果反映出中國企業的過渡期，研究顯示現代西方的資本結構理論在特定的公司因素中也可以解釋中國的資本結構，但是這些理論如融資順位理論與靜態抵換理論都僅能部分而非完整的解釋中國的融資選擇，文獻研究是由於中國的銀行體制與融資限制對公司的融資有著與西方顯著不同的差異。

黃貴海與宋敏 (2004)表示，中國與其他國家一樣，中國上市公司的舉債程度會隨公司規模、非債務性避稅以及公司固定資產的增加而增加，隨公司獲利能力增加而減小，而且與產業有相關性且還會受到股權結構的影響。但在公司經營風險則與其他國家不同，中國上市公司的舉債程度會隨公司經營風險程度增加，而且公司會傾向於持有較少的長期債務。

馬輝與金浩 (2008)的研究顯示負債融資與公司績效之間存在負相關關係，短期負債和長期負債與公司績效之間存在負相關關係。祁晨 (2012)的研究顯示，資產負債率、銀行信用比率與經濟附加價值負相關，商業信用比率、流動負債比率、內外源融資比與經濟附加價值呈正相關。肖作平 (2005)研究了資本結構與公司價值之間的互動關係，結果表明財務槓桿與公司績效顯著負相關，淨資產收益率與負債水平顯著負相關。

第二節 零舉債之相關文獻

上述為傳統資本結構之相關文獻，而近年來，有諸多文獻針對零舉債作探討，因此，本文將零舉債之相關文獻彙整如下。Strebulaev and Yang (2013) 的實證結果發現，無論是規模或是產業都可以解釋這種零舉債的行為，而且大部分的零舉債公司都有支付股利。有支付股利的零舉債公司比同規模同產業的有舉債公司有較好的獲利能力、付較多的稅，而且有較多的現金持有。而且文獻中發現零舉債政策是一種長期的資本結構，CEO 持股比例較多的公司比較可能選擇零舉債，家族企業也比較會追求零舉債。

Dang (2013)是針對英國樣本，利用兩種觀點做研究，選擇零舉債之公司是單純的因為缺少外部融資，還是為了減輕投資不足及保持財務彈性之策略；另一種觀點是總體經濟因素是否會影響公司零舉債決策，以及有無融資限制之影響。此研究提供了四種結果，首先就英國來說，零舉債是一個重要值得探討的現象，從其觀察期間 1980 到 2007 年發現，有 12.18%的零舉債公司，並且在 2000 到 2007 年間，零舉債公司更佔了將近五分之一。第二，利用股利支付政策來取代融資限制，分成有股利及無股利兩組公司，

結果發現在無股利支付的零舉債公司中，它們都屬於規模較小的年輕、成長型公司，獲利能力是負的，而且有形資產少，屬於典型的融資限制公司；而在有股利的零舉債公司，它們不會受到融資限制，公司較成熟而且獲利好，規模較大的股利支付愈多。第三，藉由兩組公司的區別發現對不舉債的動機不同。在無支付股利的公司中，主要是因為其在債券市場受到限制，然而，在有支付股利的公司，是因為一些策略因素所造成，公司有較高的成長性時，他們比較可能不舉債以減少投資不足與增加財務彈性。有支付股利的零舉債公司，會保存它們的借貸能力優勢，當有價值的投資機會出現且現金準備已耗盡時就會選擇舉債。最後，分析表示在總體經濟條件下，如果有低或是負的 GDP 成長率，以及利率期間結構加寬時，公司可能選擇零舉債。

Byoun and Xu (2013) 主要在研究融資限制和資本市場績效對公司的零舉債資本結構以及融資決策是否有重要的影響。結果表示當公司在建立良好的聲譽後，或是在需要資金的時刻不能發行負債時，比較偏好使用外部權益融資。而且發現，零舉債公司在融資限制有顯著的相關性，而在股利支付也顯示出他們會利用股利支付來維持權益融資的可能性。在成長型的零舉債公司中最能發現他們完全仰賴權益融資，而且有很多融資限制，但他們會透過股利支付來提升他們的股價，進而消除募集資金的稀釋效果。文獻中也發現大型獲利好的零舉債公司會有較高的股利，以替代舉債解決自由現金流量代理成本的問題。

Devols et al. (2012) 的研究結果反駁了管理者久任的假說。零舉債公司的內部和外部的公司治理機制相對於有舉債的同業競爭者來說並沒有比較不好，而且，在舉債開始的那一個年度公司治理也不會有所改變。作者發現零舉債公司的管理者相對於有舉債公司比較會想要去反轉它不好的表現，其次，幾乎沒有證據表明，管理者的久任會影響到零舉債公司的舉債決定因素。相反地，此文獻支持了融資限制的解釋，零舉債公司相對有舉債的競爭對手都比較年輕，而且規模較小，表示他們在債券市場中還沒建立好聲譽，而且零舉債公司的有形資產也比較少。在選擇舉債前，這些公司會利用前幾年獲得他們的信用額度，這與 Campello et al. (2010) 所調查的實證結果一致。

第三節 融資限制對零舉債公司之影響

Stiglitz and Weiss (1981)表示市場摩擦可能會導致有融資限制的公司被他們的貸方按比例分配，使得有些公司的負債相對於沒有融資限制的公司還要低。因此，當估計一個公司的舉債程度時，不僅只是考慮他想要的舉債程度，也要考慮它能舉債的能力。Faulkender and Petersen (2006)顯示有良好紀錄的公司進入公開的債務市場舉債會較多。

Bolton and Freixas (2000)則研究出小規模的成長型公司偏好透過銀行借款或發行債券來募集資金投資，以減少資訊稀釋的成本，但因為他們屬於高風險，因此很難從銀行借款及發行債券來獲取資金。此外，小規模的成長型公司沒有借貸紀錄，比較容易被銀行拒絕貸款(Diamond, 1991)。因此，唯一的選擇就是權益融資。Barclay et al. (2006)和Byoun (2008a)也表示，由於在開發階段的公司會有高舉債成本和低利益的情況，所以會放棄發行有風險的負債。

Almeida et al. (2011)表示融資限制的公司會持有較多現金，Calomiris et al. (1995)的結果也顯示現金持有較高的公司會相對比較有可能是融資限制，因為他們有預防性動機，以免未來融資限制所造成的高成本。一些文獻(Opler et al., 1999; Minton and Wruck, 2002; Graham, 2000; Byoun, 2008a)也與此看法一致，現金持有與舉債程度呈負相關。

有些文獻也認為抵押品對公司的融資決策很重要(Bernanke and Gertler, 1989; Whited, 1992; Kiyotaki and Moore, 1997)。一個公司能否進入信貸市場，尤其是銀行的貸款市場，取決於其抵押品的擔保能力。然而，有形資產則被視為抵押品的一種，(Fama and French, 2002; Frank and Goyal, 2007)，因此有形資產愈多，公司舉債的能力就愈好。然而，資本密集程度相對較低表示固定資產較少(Opler and Titman, 1994; Babenko, 2004)，這與 MacKay and Phillips (2002)和 Williams (1995)結論一致，因此資本密集度高的公司會比勞動密集度高的公司擁有較多的負債。因此，由上述文獻本文建立假說一。

假說一：現金持有多、有形資產少、資本密集度低的公司比較可能有融資限制，也比較可能成為零舉債公司。

第四節 獲利性、成長機會和股利支付對零舉債公司之影響

根據融資順位理論(Myers, 1984a; Myers and Majluf, 1984b)，獲利足夠資助他們投資支出的公司，比較可能變成零舉債公司，因為他們可以完全依靠內部資金。而如 Fama and French (2002)所說，融資順位理論考慮的是公司對未來的關注，以及目前的融資成本。動態的資本結構模型也在強調考慮未來融資需求對決定目前資本結構的重要性(Goldstein et al., 2001; Hennessy and Whited, 2005)。

也就是說，這些模型都隱含著，未來如果有投資機會，現在就會選擇不從事舉債，以免未來有投資機會時，遇到需償還借款卻無資金可運用的狀況。因此，預期有較多投資機會的公司比較可能變成零舉債公司，為了要避免放棄未來投資的機會(Byoun, Moore and Xu, 2008b)。

Jensen and Meckling (1976)、Easterbrook (1984)與 Jensen (1986)的代理模型表示，獲利較多的公司，盈餘中會有很大的比例用於還款或是股利支付，為了避免管理者揮霍自由現金流量。由於股利支付和舉債政策都在幫忙控制自由現金流量的問題(Easterbrook, 1984; Fama and French, 2002)，獲利較好的公司會支付較高的股利而非使用負債(DeAngelo and DeAngelo, 2007)。因此，獲利好的成熟型公司相對於投資機會可以利用高股利而非負債來解決自由現金流量的代理問題，且最終可能變成零舉債公司。

La Porta et al. (2000) 將股利視為一種建立聲譽，來控制剝奪股東財富的一種手段。這個觀點在於公司籌措外部資金的需求。因此，當公司有較好的前景時，就會有較強烈的誘因而建立聲譽，以利他未來的外部融資(Gomes, 2000)。因此，成長型的公司會透過支付高股利以建立良好的聲譽，來籌措外部資金，所以比較可能變成零舉債公司。因此，本文由上述文獻建立假說二如下。

假說二：獲利多、成長機會高、股利支付多的公司較可能為零舉債公司。

第五節 公司治理對零舉債公司之影響

部分文獻普遍指出，CEO 的持股和薪酬都是影響舉債選擇的因素(Agrawal and Nagarajan, 1990; Berger, Ofek, and Yermack, 1997; Lewellen, 2006; Coles, Daniel, and Naveen, 2006)。Graham and Narasimhan (2004)與 Malmendier, Tate, and Yan (2011)顯示 CEO 的特性像是過度自信或是大蕭條的經驗都會使他們減少舉債。

Grinblatt and Titman (2002)舉了一個微軟的例子，微軟會零舉債的原因，很有可能是因比爾蓋茲個人所得稅的考量。此外，Weisbach (1988)和 Hermalin and Weisbach (1998)指出當 CEO 在公司比較有影響力的話，則可能會促使公司執行對自己較有利的策略。

另外，也有大量文獻是關於管理者的偏好與公司採取的策略，例如：Lewellen (2006)發現，若 CEO 擁有高持股、低選擇權，則該公司較有可能存在低負債的現象。Agrawal and Nagarajan (1990)發現，在 1979 年~1983 年之間，公司若沒有長期負債的話，與同業間相比，經理人的持股比例相對較高。Coles, Daniel, and Naveen (2006)發現經理人有較高的 DELTA (薪酬對股價的敏感程度)、較小的 VEGA (薪酬對股票波動度的敏感程度)，在這樣的情況下，公司會有較少的負債。

此外，Graham and Narasimhan (2004)研究發現，CEO 有經歷過經濟大蕭條的經驗的話，往往會傾向使用內部融資、而非外部融資。而 Malmendier et al. (2011)則發現，CEO 若過度自信的話，則經歷過經濟大蕭條的經驗，會使 CEO 採取更為保守的舉債策略。

理論模型中，Hackbarth (2008)研究管理者的特性像是樂觀和過度自信對舉債決策的影響。Yang (2011)顯示管理者和投資者之間的異質的想法可能會導致債務保守。Ryan and Wang (2011)發現 CEO 們如果有雇用過較多不同的人比較會增加公司的負債。

Fama (1980), Stulz, (1990)與 Jensen (1986)認為久任的管理者會採用低舉債，因為既可以減少企業特定風險又可以保護自己的人力資本，或是因此可以降低利息支出來增加資源，以增加私人利益，而且還可以避免舉債時相關紀律造成的壓力。而當面對卸任的衝擊時，他們會利用增加舉債和支付股利給股東(Berger et al., 1997)，或出售資產，提高

公司的注目(Safieddine and Titman, 1999)。

先前的實證研究關於董事會和公司績效間的關係是很模糊的，Cheng(2008)發現公司有比較大的董事會會採取比較極端的政策，也就是說，從經濟機制(economic mechanism)角度可以解釋：較大的組織會比較難去達成共識。

大股東和創辦人可能會較擔心他們的控制權和投票權的私人利益，而家族控制的公司被預期比較可能會採取較保守的舉債政策。Becker (1981)與 Bertrand and Schoar (2006)表示家族成員會比較願意付出，從過去的家族傳統中獲得效益，並保障其他家族成員的福利。而且會有長期經營的慾望，比較會注重在提升公司價值，這增加了他們對舉債風險的認知。因此，由上述文獻本文建立假說三、假說四與假說五。

假說三：CEO 持股比例高、CEO 薪酬多、CEO 任期久時，較可能選擇採取零舉債政策。

假說四：董事會規模小、獨立董監事少時，較可能選擇採取零舉債政策。

假說五：有家族成員的公司比較可能選擇採取零舉債政策。

第三章研究方法

本文利用 1992-2014 年台灣及中國樣本的零舉債公司作探討，觀察零舉債公司之基本特性，及分析融資限制、獲利性、成長機會、生命週期和股利支付對零舉債之影響，並檢視零舉債公司持續性，再加入公司治理進行研究。因此，本節首先說明零舉債之定義，其次為模型之設計及所使用之分析方法，再來針對研究對象、資料來源及篩選過程做進一步說明，並針對本研究所欲使用的變數建立定義。

第一節 零舉債公司之定義

由於零舉債公司有多種的定義方式，依據 Strebulaev and Yang (2013)可歸納出最具代表性的四種零舉債類型的公司：

1. 完全零舉債 (ZL) 為長期負債、短期負債，與一年內到期長期負債加總為零的公司。
2. 近乎零舉債 (AZL) 為長期負債、短期負債與一年內到期長期負債加總後除資產總額小於 5% 之公司。
3. 零長期負債 (ZLTD) 是指長期負債為零之公司。
4. 淨負債少於零 (NPND) 為長期負債、短期負債與一年內到期長期負債加總後扣除現金及約當現金小於零之公司。

本研究近乎零舉債 (AZL) 是依據 Devos et al. (2012) and Strebulaev and Yang (2013) 的文獻所定義，負債資產比率小於 5% 之公司為低舉債公司，意即將近乎零舉債的定義設為帳面槓桿小於 5%。本文採用前兩種定義作為迴歸模型中的因變數²，分別為「1. 完全零舉債 (ZL) = 長期負債 + 流動負債(短期負債 + 一年內到期長期負債) = 0」及「2. 近乎零舉債 (AZL) = 帳面槓桿 < 5%」作為研究中的零舉債樣本篩選條件，希望能藉由最嚴謹的標準探討零舉債政策。

² 限於文章篇幅關係，因變數為近乎零舉債(AZL)之結果於第四章呈現，而另一個當因變數為完全零舉債(ZL)之結果將呈現於附錄 B。

第二節 研究設計

本節將會依照研究目的來分節討論每一個目的之研究方法，包含零舉債之公司特性、連續性、融資限制、獲利性、成長機會和股利支付，以及公司治理方面，因此共分為七個部分作說明。

本文會將台灣與中國公司分成兩種型式作探討，一種是直接將樣本分成零舉債與有舉債公司觀察，另一種是再從有舉債的公司中挑選對照組，以對照組與零舉債公司進行比較分析。而零舉債公司之兩種定義方法也都會進行觀察與探討，以此建立一套完善的研究設計。

有關本文對照組之篩選參考 Strebulaev and Yang (2013)，步驟如下，(1)選取與零舉債同年度之公司，若非當年度則排除，(2)選取其與零舉債有相同 TSE 產業別之公司，(3)從中挑選出股利支付政策³與零舉債公司相同之舉債公司，(4)依據零舉債公司之規模為標準，挑選規模位於零舉債公司規模 0.5-2 倍之有舉債公司，篩選完成後即為對照組公司，因此會挑選出多家對照組公司作比較，以此觀察零舉債公司之特性。

一、零舉債公司之基本特性

首先，本節會先利用單變量分析觀察零舉債公司之基本特性，接著利用邏輯式迴歸探討公司可能採取零舉債政策之因素，在此，本文會將零舉債樣本與有舉債，以及零舉債與對照組樣本，皆納入觀察比較，並同時探討中國與台灣公司特性之差異。

³ 本文股利支付政策是依據計算出的股利支付率作標準，如股利支付率為 0 之公司為無支付股利公司，其餘則為有支付股利之公司。

(一) 單變量分析

將台灣 1992-2014 年期間以及中國 1996-2014 年期間的樣本，區分為零舉債及有舉債公司，針對兩者間的差異性檢定來探討有無舉債公司間之差異，並進一步觀察台灣與中國公司有什麼不同的公司特性。接著，由於根據 VA Dang (2013)指出，股利支付也可視為一種融資限制之衡量指標，通常融資限制公司都是無股利支付、規模小或是較年輕的公司(Fazzari, Hubbard, and Petersen, 1988)，因此利用股利支付政策作細分，探討有無支付股利的政策下，中國與台灣零舉債及有舉債公司兩者間之差異，並看出整體的特性與差異。最後，由於生命週期也可能為公司進入零舉債政策的影響因素之一，因此本文依 Dickinson (2011)⁴將生命週期也納入探討，將公司分為成熟期以及非成熟期公司，來探討是否零舉債公司是由成熟期公司所組成。

(二) 邏輯式迴歸分析

本研究將參考 Strebulaev and Yang (2013)使用邏輯式迴歸，因變數為零舉債公司之虛擬變數，分析造成公司採取零舉債政策可能之原因，從不同面向作探討，分別有公司特性、融資限制、成長機會、投資活動、公司獲利以及生命週期，分析對有無舉債決策之影響，此外，也針對有無支付股利的樣本，以此分析是否股利政策不同，也會影響到公司採取零舉債政策之因素，並且希望由此能看出兩岸間之公司對採取零舉債政策之可能原因。邏輯式迴歸式如下：

$$\begin{aligned} ZL_{i,t} = & \alpha + \beta_1 SIZE_{i,t} + \beta_2 MB_{i,t} + \beta_3 PROFIT_{i,t} + \beta_4 TANGIBLE_{i,t} + \beta_5 DIV_{i,t} + \beta_6 RD_{i,t} \\ & + \beta_7 AGE_{i,t} + \beta_8 CE_{i,t} + \beta_9 ASI_{i,t} + \beta_{10} SR_{i,t} + \beta_{11} CASH_{i,t} + \beta_{12} CI_{i,t} + \beta_{13} Mature_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\ & \dots\dots (1) \end{aligned}$$

⁴ 根據 Dickinson (2011)文獻中之定義，公司之生命週期以現金流量區分，因此成熟期公司之定義為，營運活動現金流量大於 0、投資活動現金流量小於 0，以及融資活動現金流量小於 0 時，公司視為進入成熟期階段。

其中，ZL 為一虛擬變數，如為零舉債公司為 1，否則為 0；

SIZE 為公司規模；MB 為帳面市值比；PROFIT 為獲利能力；TAGIBLE 為有形資產；DIV 為股利支付率；RD 為研發支出；AGE 為公司年齡；CE 為資本支出；AS 為銷貨週轉率；SR 為股票購回/資產總額；CASH 為現金持有比率；CI 為資本密集度；Mature 為一虛擬變數，如為成熟型公司為 1，否則為 0。

詳細變數定義請參閱表 1。

Devols et al. (2012)和 Diamond (1991)表示規模小的公司，由於其聲譽還沒建立好，借貸紀錄也較少，比較難對外籌資，因此較可能成為零舉債公司，於是本文預期 β_1 之係數與零舉債呈負向關係。預期 β_2 及 β_6 係數為正，表示有較多成長機會的公司較可能變成零舉債公司，為了要避免遇到需償還借款卻無資金可運用的狀況，因而放棄未來投資的機會。根據融資順位理論，獲利足夠資助他們投資支出的公司，比較可能變成零舉債公司，因為他們可以完全依靠內部資金，於是，本研究預期 β_3 係數與零舉債正相關。若 β_4 及 β_8 係數為負，顯示有形資產視為舉債時的抵押品，因此有形資產愈少，公司就愈沒能力從事舉債。依據以往文獻，股利可以視為公司的一種聲譽，因此獲利好的公司會選擇利用高股利而非負債來解決自由現金流量的代理問題，於是本研究預期 β_5 為正。依據 Dang (2013)與 Devols et al. (2012)結果發現公司年齡愈小，愈可能受到融資限制，因而無法從事舉債，因此預期 β_7 與零舉債呈負的相關性。先前文獻表示現金持有較高的公司會相對比較有可能是融資限制，因為他們有預防性動機，以免未來融資限制所造成的高成本，因此預期 β_{11} 呈正。若 β_{12} 係數為負，表示資本密集程度相對較低固定資產較少(Opler and Titman, 1994; Babenko, 2004)，而資本密集度高的公司會比勞動密集度高的公司擁有較多的負債。而 β_{13} 將預期為正，因為當公司進入成熟期後，自有資金充足，且投資機會將會逐漸減少，此時不太需要再籌措資金來進行投資。

二、融資限制對零舉債公司之影響

在本節，會利用代理變數來取代融資限制，雖然過去文獻常利用股利政策來作為融資限制之代理變數，但本文根據 Byoun et al. (2008) 所示，將作為融資限制的衡量構面有：現金持有、有形資產及資本密集度。利用單變量分析及差異性檢定，並以公司規模將台灣與中國樣本皆區分成四等分，比較每一個不同的公司規模大小，其零舉債和有舉債公司的這些變數有何不同，是否兩岸零舉債公司其特性皆偏於融資限制。因此，若現金持有愈多、有形資產愈少，或資本密集度愈低的公司較可能有融資限制，並較可能成為零舉債公司，因而符合本研究之假說一。

三、獲利性、成長機會和股利支付對零舉債公司之影響

在本節中，如同上節根據 Byoun et al. (2008) 所示，會利用變數來衡量獲利性、股利發放及成長機會，在此利用營運現金流量除總資產和自由現金流量除總資產來衡量公司的獲利能力，而衡量成長機會的變數是帳面市值比、研發支出，也會利用淨投資來看公司之投資活動。並以公司規模將台灣與中國樣本區分成四等分，比較每一個不同的公司規模大小下，其零舉債和有舉債公司的這些變數有何不同，因此會利用差異性檢定，探討兩種不同政策之公司差異是否顯著。因此，若衡量出的結果台灣與中國的公司較具獲利性、支付較多股利，以及有較多的成長機會時，則較可能為零舉債的公司，此時便符合本研究之假說二。

四、零舉債公司之持續性

在此分成兩部分作探討，首先，觀察零舉債政策的持續性，以及公司選擇轉變資本結構，進入或退出零舉債政策之可能因素。

(一) 持續性

觀察零舉債公司的持續性，是想藉此瞭解此政策對零舉債公司來說只是個短期週轉的決策，或是一間公司的長期資本結構。在此利用共 20 年的樣本觀察期間，將每間公司在樣本觀察期間的每一個年度是否為零舉債公司統計出來，並將第一年度的樣本觀察值視為 100% 的基準值，再依此基準值計算之後維持年度的觀察值百分比，觀看其逐年之趨勢來作分析與判斷。

(二) 進入與退出零舉債政策

在此想要探討的是零舉債公司是否會改變他的融資政策，或是其他有舉債公司是否會想改變其舉債策略轉而從事零舉債，而造成公司轉變其政策之可能因素為何。此時的研究方法是依據 Strebulaev and Yang (2013) 利用邏輯式迴歸。

1. 進入零舉債政策：

$$\begin{aligned} \text{ENTRY}_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_2 \text{MB}_{i,t} + \beta_3 \text{PROFIT}_{i,t} + \beta_4 \text{TANGIBLE}_{i,t} + \beta_5 \text{DIV}_{i,t} + \beta_6 \text{RD}_{i,t} \\ & + \beta_7 \text{AGE}_{i,t} + \beta_8 \text{CE}_{i,t} + \beta_9 \text{AS}_{i,t} + \beta_{10} \text{SR}_{i,t} + \beta_{11} \text{CASH}_{i,t} + \beta_{12} \text{CI}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\ & \dots\dots (2) \end{aligned}$$

其中，ENTRY 為一虛擬變數，如果一間公司原本前一年為採取非零舉債政策，而在當年度採取零舉債政策為 1，否則為 0。

在此，本研究依據先前文獻之預期，當公司規模愈小、帳面市值比愈大、獲利能力愈好、有形資產愈少、股利支付愈多、研發支出愈多、公司年齡愈年輕、資本支出愈少、資產週轉率愈大、股票購回愈多、現金持有愈多，以及資本密集度愈小，愈有可能進入零舉債政策。

2. 退出零舉債政策：

$$\begin{aligned} \text{EXIT}_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_2 \text{MB}_{i,t} + \beta_3 \text{PROFIT}_{i,t} + \beta_4 \text{TANGIBLE}_{i,t} + \beta_5 \text{DIV}_{i,t} + \beta_6 \text{RD}_{i,t} \\ & + \beta_7 \text{AGE}_{i,t} + \beta_8 \text{CE}_{i,t} + \beta_9 \text{AS}_{i,t} + \beta_{10} \text{SR}_{i,t} + \beta_{11} \text{CASH}_{i,t} + \beta_{12} \text{CI}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\ & \dots\dots (3) \end{aligned}$$

其中，EXIT 為一虛擬變數，如果一間公司原本當年度為採取零舉債政策，而在下一年度採取非零舉債政策為 1，否則為 0。

在此，與進入零舉債政策之預期相反，當公司規模愈大、帳面市值比愈小、獲利能力愈差、有形資產愈多、股利支付愈少、研發支出愈少、公司年齡愈成熟、資本支出愈多、資產週轉率愈小、股票購回愈少、現金持有愈少，以及資本密集度愈大，愈有可能退出零舉債政策。

五、公司治理對零舉債公司之影響

針對公司治理將分兩部分作探討，觀察公司治理中的 CEO 與董事會特性，以及家族企業對零舉債公司的影響，希望能因此了解到公司治理的差異是否會影響公司採取零舉債政策。

首先，欲探討公司治理是否影響零舉債行為，因此在此加入了關於公司治理之相關變數，包括 CEO 之特性、董事會規模，以及獨立董事所占比例。希望能以這些代表性變數來觀察公司治理好壞是否會有所影響。接著，深入探討如果公司為家族企業，其是否會影響零舉債政策，在此也是採用邏輯式迴歸。而對家族企業之定義，主要是參考台

灣經濟新報資料庫(TEJ)所定義，家族裡面至少要有兩人以上出任集團旗下公司的董監事或者有達到公開說明書及年報揭露標準的經理人(經理以上)⁵。公司治理邏輯式迴歸式如下：

$$\begin{aligned}
 ZL_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \text{Boardsize}_{i,t} + \beta_2 \text{Indirectors}_{i,t} + \beta_3 \text{Tenure}_{i,t} + \beta_4 \text{Ownership}_{i,t} + \beta_5 \text{Comp}_{i,t} \\
 & + \beta_6 \text{Family}_{i,t} + \beta_7 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_8 \text{MB}_{i,t} + \beta_9 \text{PROFIT}_{i,t} + \beta_{10} \text{TANGIBLE}_{i,t} + \beta_{11} \text{DIV}_{i,t} \\
 & + \beta_{12} \text{RD}_{i,t} + \beta_{13} \text{AGE}_{i,t} + \beta_{14} \text{CE}_{i,t} + \beta_{15} \text{AS}_{i,t} + \beta_{16} \text{SR}_{i,t} + \beta_{17} \text{CASH}_{i,t} + \beta_{18} \text{CI}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\
 & \dots\dots (4)
 \end{aligned}$$

其中，Boardsize 為董事會規模；Indirectors 為獨立董事比例；Tenure 為 CEO 任期；Ownership 為 CEO 持股比例；Comp. 為 CEO 薪酬；Family 為一虛擬變數，當公司為家族企業時為 1，否則為 0。其餘變數則在此迴歸式中視為控制變數。詳細變數定義請參閱表 1。

迴歸式 (4) 中，若 β_1 與 β_2 係數呈現負，依據先前文獻，表示公司治理愈不好時，愈不想受到外部監督，因此選擇零舉債，符合本研究之假說四；而 β_3 、 β_4 與 β_5 係數為正時，根據 Fama (1980)、Stulz (1990) 及 Jensen (1986) 認為久任的管理者會採用較低的舉債，因為可以減少企業特定風險又可以藉此增加私人利益，將符合本研究之假說三；若 β_6 之係數與零舉債為正向關係時，此乃由於家族企業會有長期經營的慾望，比較會注重在提升公司價值，這增加了他們對舉債風險的認知，因而符合本研究假說五。

⁵例如：a. 董事長及總理由單一成員出任 b. 董事控制席次比例大於 50% (不含友好席次) 且友好董事席次比例及外部董事席次比例均小於 33% c. 董事控制席次比例大於 33% 且最終控制者家族成員至少有 3 人出任董監事及經理人 d. 控制持股比例大於必要控制持股比例。

茲將上述本研究之變數定義說明如下，各項的變數定義與資料皆取自「台灣經濟新報社(TEJ)」資料庫⁶：

表 1 變數定義

代表名稱	變數名稱	變數定義	預期方向
公司特性代理變數			
SIZE	公司規模	$\log(\text{資產總額})$	-
DIV	股利	現金股利/資產總額	+
AGE	公司成立年齡	$\log(\text{當年度減公司設立日期})$	-
AS	資產週轉率	銷貨收入/資產總額	+
ML	市值槓桿	$(\text{長期負債} + \text{短期借款} + \text{一年內到期長期負債}) / (\text{長期負債} + \text{短期借款} + \text{一年內到期長期負債} + \text{普通股在外流通股數} * \text{年底收盤價})$	-
BL	帳面槓桿	$(\text{長期負債} + \text{流動負債}(\text{短期借款} + \text{一年內到期長期負債})) / \text{資產總額}$	-
SR	股票購回	股票購回/資產總額	+
CE	資本支出	資本支出/資產總額	-
Mature	成熟期	為一虛擬變數，依 Dickinson (2011) 的定義，如為成熟期公司為 1，否則為 0	
融資限制代理變數			
CI	資本密集度	$\ln(\text{固定資產} / \text{產業員工數量中位數})$	-
TANGIBLE	有形資產	固定資產/資產總額	-
CASH	現金	現金持有(現金及約當現金+短期投資)/資產總額	+
成長機會代理變數			
MB	市值帳面比	$(\text{負債總額} + \text{在外流通股數} * \text{收盤價}) / \text{資產總額}$	+
RD	研發支出	研發費用/銷貨收入	+
投資活動代理變數			
NINV	淨投資	$(\text{購置固定資產} + \text{長期投資新增} + \text{購併支付現金} - \text{處分固定資產價款} - \text{出售長期投資價款}) / \text{資產總額}$	-
公司獲利性代理變數			
PROFIT	獲利能力	稅前息前折舊前收益/資產總額	+
OCF	營運現金流量	營運現金流量/資產總額	+
FCF	自由現金流量	自由現金流量/資產總額	+
公司治理代理變數			
Boardsize	董事會規模	$\log(\text{董事會人數})$	+
Indirectors	外部獨立董事比例	獨立董事人數/董事會人數	-
Tenure	CEO 任期	當年度-CEO 剛上任之年度	+
Ownership	CEO 持股比例	CEO 持股股數/在外流通股數	+
Comp.	CEO 現金薪酬	$\log(\text{薪資} + \text{獎金})$	+
Family	家族企業	為一虛擬變數，如為家族企業則為 1，否則為 0	+

註：資本支出在 TEJ 欄位之說明為現金流量表中的固定資產購置。
自由現金流量=營運活動現金流量-投資活動現金流量。

⁶ 由於中國財報編製方式不同，因此研發支出(RD)與公司治理相關變數將不會出現於中國資料中。

第三節 研究樣本之選取與資料來源

一、樣本選取

本文台灣與中國之觀察值皆依據 Winsorized 方法將位於兩尾 1% 存有極端值之變數作極端值處理⁷。所研究之台灣樣本是從台灣經濟新報資料庫(TEJ)中選取上市上櫃公司，不含 TDR 及 F 股，並排除金融事業與管理業(產業代碼 17 和 80)，且樣本觀察期間為 1992-2014 年，共 23 年的時間，以期能利用長時間觀察出台灣公司樣本的特性，台灣的最終樣本觀察值為 17151 個。

而中國之樣本，也是利用台灣經濟新報資料庫(TEJ)，從中選取上海與深圳證交所中的上市上櫃公司，並排除金融業(產業代碼 66、67、68 及 69)，由於 TEJ 中中國完整的財報是從 1996 開始，因此本文所挑選的中國觀察期間為 1996-2014，共 19 年的時間，因此中國最終共有 26320 個樣本觀察值。

至於公司治理樣本之選取，由於中國之公司治理相關變數無法取得，因此欲探討的樣本將從台灣與中國改為僅有台灣之樣本觀察值。由於台灣經濟新報資料庫(TEJ)於 2005 年後才有公司治理資料，因此加入公司治理相關變數後，本文大幅降低了樣本數，從 17152 個觀察值剩下 8543 個觀察值，期間也從 1992-2014 年減少為 2005-2013 年，共九年。

⁷過去文獻對於控制極端值的作法有所不同，本研究由於變數甚多，若將各變數的前後 1% 觀察值截斷刪除，恐會損失過多樣本，使樣本失去代表性。因此，為保留較多樣本，本研究主要採 Winsorized 的方法，對於變數分配在前後 1% 以外之樣本，將該變數值設定為 1% 與 99% 的數值，進行分析。

二、篩選過程

本節將上述之樣本篩選過程整理如下表一，因此台灣的最終樣本觀察值為 17151 個，而中國最終共有 26320 個樣本觀察值。

表 2 樣本篩選

	台灣	中國
	依據觀察期間 1992-2014 之觀察值為	依據觀察期間 1996-2014 之觀察值為
	28105 個觀察值	37121 個觀察值
金融業 ⁸	(666)	(523)
欠缺股價	(8850)	(6705)
欠缺財務資料 ⁹	(10)	(923)
遞延期 ¹⁰	(1427)	(2650)
總樣本	共 17151 個觀察值	共 26320 個觀察值
	觀察期間改為 2005-2013 (8608)	NA
公司治理總樣本	共 8543 個觀察值	NA

⁸ 台灣之產業代碼為 17 與 80，中國之產業代碼為 66 至 69。

⁹ 包含銷貨收入淨額、負債總額等相關財務資料。

¹⁰ 台灣之遞延期為 1992 年，中國之遞延期為 1996 年。

第四章實證結果

本文利用 1992-2014 年台灣及中國樣本的零舉債公司作探討，觀察零舉債公司之基本特性，及分析融資限制、獲利性、成長機會、生命週期和股利支付對零舉債之影響，並檢視零舉債公司持續性，再加入公司治理進行研究。本節將觀察並分析本文所有的實證結果¹¹，並依據研究目的細分章節，以利深入了解，細分如下，敘述統計量、邏輯式迴歸、持續性、融資限制之影響、獲利性、成長機會和股利支付之影響，以及公司治理的部分。

第一節 敘述統計量

在此，利用單變量分析，探討台灣與中國之零舉債公司之比例、產業分布、生命週期，以及其基本特性，也針對各變數做相關係數分析，以此檢視變數間是否有共線性問題。

一、零舉債公司之產業分布與生命週期

本研究欲了解零舉債公司多分布於哪個產業之下，以及其企業生命週期的分布又是多位於哪一階段。首先，本研究利用零舉債之樣本歸納出各種產業下其分布情形，依據台灣經濟新報資料庫(TEJ)之產業類別作分類¹²，僅選出零舉債公司比例大於 5% 之產業。

從表 3 PANEL A 零舉債公司產業分布表來看，台灣的零舉債產業分布較多在半導體業、電子零組件業，與電腦及週邊設備業，分別為 13.58% (16.85%)、11.31% (8.45%)，以及 9.24% (9.05%)。接著檢視中國的產業分布，其零舉債之產業多分布於電子設備製

¹¹由於本研究結果顯示完全零舉債公司(ZL)樣本與近乎零舉債公司(AZL)樣本之分析並無明顯差異，因此本文將以近乎零舉債(AZL)公司之結果作為本文之實證結果加以分析探討，並將完全零舉債公司(ZL)之結果整理於附錄 B 中。

¹² 如欲探討詳細產業之零舉債分布狀況，請參考附錄 A.3。

造業、電器機械及器材製造業，還有醫藥製造業，比例各為 10.24% (9.94%)、7.53% (7.42%)，與 7.28% (7.26%)。

接著，利用 Dickinson (2011)之定義¹³，將台灣與中國的零舉債公司作生命週期之區分，由表 3 PANEL B 可觀察到，台灣與中國的零舉債公司皆有超過一半的比例為成熟型公司，而導入期的公司比例非常低，成長期零舉債公司也大約維持在僅有一成左右的比例，也因此，本文之後在作基本特性之研究時，也會加入成熟期探討。

二、零舉債公司之比例

首先，表 4 及表 5 分別為台灣與中國之零舉債公司比例，本文觀察期間 1993 年至 2014 年，從表中可以發現每年的零舉債公司比例都有逐年增加之趨勢，而在 2007-2008 金融危機發生後，此增加的趨勢尤其明顯，無論台灣或是中國，對於金融危機發生後，企業都選擇採取減少舉債的保守政策。而且，台灣的上市上櫃非金融公司有約 10% 的公司是屬於完全零舉債公司，而中國的上市櫃非金融公司完全零舉債的比例也有逐年增加的趨勢，從 1997 年的 2.8% 增加到 2014 年的 13%。

三、相關係數分析

本文為了避免共線性問題，將兩種不同的樣本，有舉債公司(All)與對照組公司(Matched)，分別計算台灣與中國各變數間之相關係數。藉由表 6 至表 9 的相關係數表可知，本文所探討之各變數間之係數皆無高於 0.8，彼此間並無相當高的相關性，因此在相關係數的部分表示彼此間無共線性問題。

¹³ 依據 Dickinson (2011)之定義，導入期公司為營運活動現金流量小於 0、投資活動現金流量小於 0，而融資活動現金流量大於 0；成長期則為營運活動現金流量大於 0、投資活動現金流量小於 0，而融資活動現金流量大於 0。

四、零舉債公司之基本特性

接著，欲探討的是零舉債公司之基本公司特性，藉由台灣與中國間之公司特性有無差異，以此深入了解零舉債公司之特性。首先，從表 10 之整體公司可以發現，在公司特性之相關變數中，零舉債公司在帳面槓桿(BL)、市值槓桿(ML)、公司規模(SIZE)，以及資本支出(CE)這幾個部分都比舉債公司來的低，因其公司規模小、資本支出較少，因此不需對外舉債，其內部自有資金便足以支應。而年齡(AGE)的部分，台灣的公司有顯著差異表示，其零舉債公司成立期間較短，較偏向於成長型公司，而在中國無股利支付的公司也有此顯著的現象。另外，由表 10 也可看出台灣與中國一些不同之處，在股利支付(DIV)方面，顯示台灣零舉債公司較舉債公司多，表示其並非因為融資限制而造成無法舉債；相較於中國之零舉債公司，股利支付之差異較不明顯。

而在融資限制方面之變數，零舉債公司有較多的現金(CASH)以及較少的有形資產(TANGIBLE)，這是因為零舉債公司沒有從事舉債，所以在自有資金的部分，會比舉債公司來的多，而由於零舉債公司不需要抵押品來作為借錢之依據，因此相較於舉債公司，會有比較少的有形資產。至於成長機會以及獲利性之相關變數，零舉債公司皆有比舉債公司有較高的帳面市值比(MB)、及獲利(PROFIT)，依據 Graham (2000)提出高獲利公司似乎低估了舉債，也因此提供一個說明，零舉債政策的公司有較高的帳面市值比與更多獲利。另外，由於台灣產業特性之關係，零舉債公司多為電子業，所以由表 10 可以發現其研發支出(RD)較多。

接著，由於股利支付政策也可以被視為融資限制的一項參考指標(Dang, 2013)，因此本研究區分有無股利支付來加以檢視零舉債公司之特性是否由融資限制公司所造成的，從有股利支付的公司，亦即無融資限制的公司中可發現，其有無舉債公司間之差異與整體公司相同，表示整體公司所呈現之特性，並非受到融資限制所影響。

最後，生命週期也可能影響公司是否採取舉債政策，當公司進入成熟期時，投資機會逐漸減少，而且會較傾向於償還債務或支付股利，以降低債務負擔，所以公司較可能

選擇零舉債政策，因此本研究又將公司分為成熟型與非成熟型公司探討，結果顯示在成熟型與非成熟型公司中，台灣的研發支出(RD)，成熟型的零舉債公司較有舉債公司多，而中國則是顯示出成熟型的零舉債公司資本支出(CE)較有舉債公司多，至於年齡(AGE)的部分，台灣與中國的成熟型零舉債公司皆較有舉債公司年輕，因此，從整體的比較觀察出，成熟型公司中有無零舉債公司之差異，與整體公司之差異相同，且零舉債公司在成熟型公司中所佔的樣本數比非成熟型公司多。

而表 11 所呈現出來之結果與表 10 一致，並無差異，因此表示，台灣與中國間零舉債之公司特性都非常明顯，且大致都相同，僅有股利支付大陸沒有明顯之差異值。此外，從公司之敘述性統計結果來看公司之基本特性，可以發現零舉債公司之獲利性較好，較傾向屬於成熟型公司。

表 3 兩岸不同產業與生命週期零舉債比例

表中結果之觀察期間台灣 1992-2014 年及中國 1996-2014 年，PANEL A 為兩岸零舉債公司之產業分布，如欲詳細探討詳細產業之分布，請參考附錄 A. 3。PANEL B 為兩岸零舉債企業之生命週期分布。

PANEL A：產業別					
TSE	產業名稱	AZL 家數	AZL 比例	ZL 家數	ZL 比例
TW firms					
24	半導體業	545	13.58%	335	16.85%
28	電子零組件業	454	11.31%	168	8.45%
25	電腦及週邊設備業	371	9.24%	180	9.05%
27	通訊網路業	249	6.20%	132	6.64%
30	資訊服務業	232	5.78%	149	7.49%
31	其他電子業	220	5.48%	95	4.78%
樣本數		4013	100%	1988	100%
CH firms					
39	電子設備製造業	532	10.24%	248	9.94%
38	電氣機械及器材製造業	391	7.53%	185	7.42%
27	醫藥製造業	378	7.28%	181	7.26%
65	軟體和資訊技術服務業	311	5.99%	173	6.94%
70	房地產業	276	5.31%	158	6.34%
34	通用設備製造業	260	5.01%	95	3.81%
26	化學原料及化學製品	231	4.45%	128	5.13%
15	酒飲料和精製茶製造業	207	3.99%	129	5.17%
樣本數		5194	100%	2494	100%
PANEL B：生命週期					
	企業生命週期	AZL 家數	AZL 比例	ZL 家數	ZL 比例
TW firms					
	導入期	132	3.29%	60	3.02%
	成長期	414	10.32%	135	6.79%
	成熟期	2344	58.41%	1143	57.49%
	再生與衰退期	1123	27.98%	650	32.7%
樣本數		4013	100%	1988	100%
CH firms					
	導入期	222	4.27%	61	2.45%
	成長期	651	12.53%	203	8.14%
	成熟期	2702	52.02%	1383	55.45%
	再生與衰退期	1619	31.18%	847	33.96%
樣本數		5194	100%	2494	100%

表 4 台灣零舉債公司的比例

ZL 公司是零舉債的公司(長期負債+流動性負債=0)，ZLTD 公司是長期負債為零的公司，AZL 公司是當年度帳面槓桿不超過 5% 的公司，NPND 公司是當年度淨負債不為正的公司。欄位 ZL、ZLTD、AZL、NPND 表示的是每年樣本公司數對總公司數的比例，而欄位 N 為樣本中每年公司的數量。

Year	ZL	AZL	ZLTD	NPND	N
1993	7.02%	22.22%	23.39%	32.16%	171
1994	6.32%	20.53%	21.58%	34.74%	190
1995	7.04%	21.60%	23.00%	27.23%	213
1996	8.91%	20.65%	25.51%	28.34%	247
1997	5.76%	17.63%	22.03%	27.12%	295
1998	6.33%	18.98%	20.78%	25.30%	332
1999	4.93%	16.01%	19.70%	21.92%	406
2000	5.03%	15.29%	20.52%	20.93%	497
2001	6.81%	16.52%	24.19%	21.29%	587
2002	5.90%	16.22%	23.60%	20.94%	678
2003	6.50%	16.13%	24.63%	23.13%	800
2004	7.63%	16.39%	25.81%	26.37%	891
2005	9.67%	20.98%	29.84%	36.86%	982
2006	10.48%	23.08%	32.50%	38.37%	1040
2007	11.96%	25.76%	33.18%	42.17%	1079
2008	13.09%	25.02%	34.28%	41.50%	1123
2009	16.32%	29.38%	37.54%	48.54%	1164
2010	15.19%	27.55%	34.72%	48.91%	1198
2011	14.55%	26.68%	35.57%	47.05%	1237
2012	13.83%	26.66%	35.24%	49.61%	1294
2013	15.24%	27.14%	38.74%	49.89%	1345
2014	16.49%	27.77%	38.25%	49.82%	1383
Total	9.77%	21.73%	28.39%	34.65%	

表 5 中國零舉債公司的比例

ZL 公司是零舉債的公司(長期負債+流動性負債=0)，ZLTD 公司是長期負債為零的公司，AZL 公司是當年度帳面槓桿不超過 5% 的公司，NPND 公司是當年度淨負債不為正的公司。欄位 ZL、ZLTD、AZL、NPND 表示的是每年樣本公司數對總公司數的比例，而欄位 N 為樣本中每年公司的數量。

Year	ZL	AZL	ZLTD	NPND	N
1997	2.83%	9.62%	36.04%	20.75%	530
1998	4.66%	12.89%	37.72%	26.34%	729
1999	3.11%	11.11%	36.44%	25.93%	837
2000	3.75%	10.18%	34.62%	28.94%	933
2001	3.93%	9.92%	35.64%	33.49%	1069
2002	3.61%	10.91%	36.15%	31.13%	1137
2003	4.62%	10.98%	33.61%	29.48%	1211
2004	4.76%	11.32%	35.68%	26.54%	1281
2005	5.66%	12.98%	38.51%	28.43%	1379
2006	6.60%	13.35%	38.48%	28.21%	1393
2007	6.29%	16.32%	37.28%	32.50%	1446
2008	7.94%	17.23%	39.29%	33.61%	1550
2009	9.01%	19.37%	36.05%	39.36%	1631
2010	11.77%	23.94%	37.39%	44.58%	1725
2011	15.60%	28.39%	43.46%	48.33%	2071
2012	16.88%	29.97%	43.62%	49.02%	2352
2013	15.78%	29.70%	42.62%	48.18%	2522
2014	13.15%	28.29%	40.41%	46.12%	2524
Total	7.78%	17.03%	37.94%	34.50%	

表 6 台灣各變數相關係數表(All)

表中為台灣 1992-2014 觀察期間，各變數間之相關係數，樣本為零舉債公司與有舉債之所有公司，變數定義請參考表 2 所示。表內係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

	BL	SIZE	MB	PROFIT	TANGIBLE	DIV	RD	AGE	CE	AS	SR	CASH	CI
BL	1												
SIZE	0.236***	1											
MB	-0.272***	-0.073***	1										
PROFIT	-0.309***	0.163***	0.401***	1									
TANGIBLE	0.235***	0.118***	-0.113***	-0.103***	1								
DIV	-0.360***	0.026***	0.330***	0.512***	-0.144***	1							
RD	-0.214***	-0.214***	0.220***	-0.143***	-0.160***	0.100***	1						
AGE	0.076***	0.223***	-0.242***	-0.027***	0.170***	-0.097***	-0.293***	1					
CE	0.112***	0.140***	0.131***	0.119***	0.439***	0.010	-0.035***	-0.117***	1				
AS	-0.113***	-0.041***	0.055***	0.165***	-0.310***	0.142***	-0.142***	-0.125***	-0.104***	1			
SR	-0.045***	-0.026***	-0.069***	0.020***	-0.058***	0.085***	0.078***	-0.076***	-0.003	0.023***	1		
CASH	-0.484***	-0.170***	0.311***	0.247***	-0.387***	0.385***	0.378***	-0.231***	-0.110***	0.036***	0.084***	1	
CI	0.183***	0.636***	-0.031***	0.030***	0.233***	0.006	-0.076***	0.124***	0.163***	-0.092***	-0.025***	-0.113***	1

表 7 中國各變數相關係數表(All)

表中為中國 1996-2014 觀察期間，各變數間之相關係數，樣本為零舉債公司與有舉債之所有公司，變數定義請參考表 2 所示。表內係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

	BL	SIZE	MB	PROFIT	TANGIBLE	DIV	AGE	CE	AS	SR	CASH	CI
BL	1											
SIZE	0.176***	1										
MB	-0.010*	-0.020***	1									
PROFIT	-0.266***	0.129***	-0.012*	1								
TANGIBLE	0.278***	0.090***	-0.014*	-0.029***	1							
DIV	0.135***	0.275***	-0.009	0.242***	0.124***	1						
AGE	0.018***	0.102***	0.002	-0.053***	-0.056***	0.010*	1					
CE	0.045***	0.098***	-0.007	0.163***	0.416***	0.157***	-0.111***	1				
AS	-0.127***	0.110***	-0.008	0.177***	-0.064***	0.088***	0.070***	-0.005	1			
SR	-0.045***	-0.010***	0.000	0.021***	-0.023***	0.003	0.003	0.002	-0.005	1		
CASH	-0.418***	-0.070***	0.030***	0.206***	-0.360***	0.073***	-0.065***	-0.024***	0.081***	0.043***	1	
CI	0.157***	0.392***	-0.002	0.006***	0.230***	0.100***	0.018***	0.104***	-0.032***	-0.006	-0.100***	1

表 8 台灣各變數相關係數表(Matched)

表中為台灣 1992-2014 觀察期間，各變數間之相關係數，樣本為零舉債公司與對照組公司，變數定義請參考表 2 所示。表內係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

TW \ CH	BL	SIZE	MB	PROFIT	TANGIBLE	DIV	RD	AGE	CE	AS	SR	CASH	CI
BL	1												
SIZE	0.326***	1											
MB	-0.298***	-0.085***	1										
PROFIT	-0.292***	0.113***	0.453***	1									
TANGIBLE	0.228***	0.124***	-0.115***	-0.113***	1								
DIV	-0.361***	0.001***	0.355***	0.534***	-0.139***	1							
RD	-0.259***	-0.228***	0.233***	-0.115***	-0.175***	0.115***	1						
AGE	0.106***	0.196***	-0.259***	-0.053***	0.172***	-0.095***	-0.310***	1					
CE	0.144***	0.161***	0.130***	0.111***	0.463***	-0.011	-0.050***	-0.114***	1				
AS	-0.111***	-0.009	0.065***	0.177***	-0.275***	0.153***	-0.129***	-0.129***	-0.073***	1			
SR	-0.040***	-0.029***	-0.067***	0.007	-0.054***	0.075***	0.091***	-0.071***	-0.008	0.019**	1		
CASH	-0.515***	-0.241***	0.336***	0.251***	-0.384***	0.383***	0.409***	-0.246***	-0.129***	0.038***	0.076***	1	
CI	0.216***	0.653***	-0.040***	0.014	0.256***	-0.006	-0.092***	0.129***	0.174***	-0.089***	-0.031***	-0.142***	1

表 9 中國各變數相關係數表(Matched)

表中為中國 1996-2014 觀察期間，各變數間之相關係數，樣本為零舉債公司與對照組公司，變數定義請參考表 2 所示。表內係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

TW \ CH	BL	SIZE	MB	PROFIT	TANGIBLE	DIV	AGE	CE	AS	SR	CASH	CI
BL	1											
SIZE	0.293***	1										
MB	-0.013*	-0.023***	1									
PROFIT	-0.270***	0.080***	-0.015**	1								
TANGIBLE	0.305***	0.087***	-0.015**	-0.015	1							
DIV	0.156***	0.263***	-0.012	0.273***	0.131***	1						
AGE	0.012	0.130***	0.002	-0.052***	-0.062***	0.009	1					
CE	0.070***	0.072***	-0.009	0.162***	0.446***	0.157***	-0.107***	1				
AS	-0.125***	0.082***	-0.011	0.172***	-0.060***	0.062***	0.066***	-0.003	1			
SR	-0.044***	-0.018**	0.000	0.023***	-0.027***	0.002	0.002	-0.005	-0.006	1		
CASH	-0.442***	-0.154***	0.033***	0.200***	-0.372***	0.062***	-0.067***	-0.043***	0.069***	0.049***	1	
CI	0.182***	0.399***	-0.003	-0.007	0.245***	0.099***	0.023***	0.104***	-0.040***	-0.008	-0.118***	1

表 10 零舉債與有舉債公司的敘述統計量(A11)

此表所顯示的為台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間，台灣與中國零舉債和有舉債公司的敘述統計量，表中分別為平均數及中位數（以粗體字表示），及兩者差異之值。零舉債公司為當年度負債為零的公司，其他則為有舉債公司。並分成所有公司、有支付股利公司(DP)、無支付股利公司(ZD)、成熟型公司(Mature)，以及非成熟型公司(Non-Mature)的統計量。所有變數定義請參考表 2 所示。表內係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

變數	All firms			DP firms			ZD firms			Mature firms			Non-Mature firms		
	AZL	Debt	AZL-Debt	AZL	Debt	AZL-Debt									
PANEL A: TW firms															
ML	0.438	0.995	-0.557***	0.443	0.994	-0.551***	0.424	0.996	-0.571***	0.436	0.994	-0.558***	0.442	0.996	-0.554***
	0.049	0.997	-0.949***	0.165	0.997	-0.832***	0.000	0.998	-0.998***	0.099	0.997	-0.897***	0.000	0.998	-0.998***
BL	0.011	0.255	-0.244***	0.011	0.233	-0.222***	0.012	0.285	-0.273***	0.011	0.221	-0.210***	0.012	0.273	-0.261***
	0.000	0.240	-0.239***	0.000	0.215	-0.215***	0.000	0.276	-0.276***	0.000	0.200	-0.200***	0.000	0.263	-0.263***
SIZE	9.441	9.741	-0.300***	9.533	9.859	-0.327***	9.184	9.581	-0.398***	9.502	9.796	-0.294***	9.355	9.712	-0.358***
	9.378	9.671	-0.293***	9.460	9.767	-0.307***	9.131	9.526	-0.396***	9.432	9.714	-0.282***	9.308	9.647	-0.339***
MB	1.665	1.260	0.405***	1.676	1.297	0.379***	1.633	1.211	0.422***	1.736	1.262	0.474***	1.566	1.259	0.306***
	1.391	1.091	0.300***	1.415	1.132	0.283***	1.282	1.036	0.246***	1.485	1.094	0.391***	1.263	1.088	0.175***
CASH	0.300	0.141	0.159***	0.304	0.160	0.143***	0.289	0.114	0.174***	0.297	0.148	0.149***	0.304	0.137	0.167***
	0.274	0.111	0.163***	0.279	0.133	0.146***	0.260	0.085	0.176***	0.272	0.122	0.151***	0.280	0.107	0.172***
PROFIT	0.079	0.037	0.042***	0.103	0.068	0.035***	0.010	-0.005	0.015***	0.105	0.058	0.047***	0.041	0.026	0.016***
	0.079	0.044	0.035***	0.094	0.064	0.030***	0.025	0.015	0.011***	0.097	0.058	0.039***	0.052	0.037	0.016***
DIV	0.041	0.017	0.024***	0.056	0.030	0.026***	0.000	0.000	0.000	0.053	0.026	0.027***	0.025	0.013	0.013***
	0.031	0.006	0.025***	0.048	0.023	0.025***	0.000	0.000	0.000	0.045	0.017	0.029***	0.005	0.001	0.005***
TANGIBLE	0.241	0.327	-0.086***	0.243	0.311	-0.068***	0.236	0.349	-0.113***	0.262	0.349	-0.087***	0.211	0.316	-0.105***
	0.205	0.315	-0.110***	0.207	0.297	-0.091***	0.202	0.346	-0.144***	0.236	0.340	-0.104***	0.166	0.302	-0.137***
RD	0.050	0.022	0.028***	0.044	0.020	0.024***	0.067	0.025	0.043***	0.044	0.020	0.024***	0.059	0.023	-1.303***
	0.019	0.007	0.012***	0.019	0.008	0.011***	0.018	0.005	0.013***	0.020	0.008	0.011***	0.017	0.006	-1.363***
AGE	1.328	1.372	-0.044***	1.332	1.385	-0.053***	1.318	1.355	-0.037***	1.329	1.391	-0.063***	1.327	1.362	1.273***
	1.342	1.398	-0.056***	1.362	1.415	-0.053***	1.322	1.380	-0.058***	1.342	1.415	-0.073***	1.342	1.380	1.310***
CE	0.032	0.050	-0.018***	0.033	0.055	-0.022***	0.030	0.044	-0.015***	0.035	0.042	-0.007***	0.027	0.054	-0.816***
	0.017	0.032	-0.015***	0.018	0.038	-0.020	0.013	0.024	-0.011	0.021	0.031	-0.010***	0.011	0.033	-0.709***
AS	0.894	0.878	0.017***	0.948	0.957	-0.009	0.746	0.771	-0.025*	0.943	0.944	-0.002	0.827	0.843	0.827
	0.806	0.756	0.050***	0.852	0.826	0.026***	0.650	0.667	-0.017***	0.854	0.823	0.032	0.717	0.720	0.717
Mature	0.584	0.341	0.244***	0.697	0.412	0.286***	0.268	0.245	0.023						
	1.000	0.000	1.000***	1.000	0.000	1.000***	0.000	0.000	0.000						
N	4013	13139		2954	7528		1059	5611		2344	4474		1669	8665	

PANEL B: CH firms															
ML	0.018	0.310	-0.292***	0.019	0.283	-0.264***	0.014	0.339	-0.325***	0.016	0.301	-0.284***	0.020	0.314	-0.294***
	0.000	0.249	-0.249***	0.001	0.225	-0.224***	0.000	0.264	-0.264***	0.000	0.238	-0.238***	0.002	0.253	-0.252***
BL	0.011	0.279	-0.267***	0.012	0.273	-0.261***	0.008	0.280	-0.272***	0.010	0.258	-0.248***	0.013	0.287	-0.274***
	0.001	0.260	-0.259***	0.002	0.254	-0.252***	0.000	0.258	-0.258***	0.000	0.235	-0.235***	0.003	0.270	-0.267***
SIZE	9.193	9.383	-0.190***	9.257	9.422	-0.165***	8.807	8.994	-0.187***	9.260	9.412	-0.152***	9.120	9.372	-0.251***
	9.154	9.323	-0.170***	9.200	9.363	-0.164***	8.794	8.976	-0.183***	9.196	9.349	-0.153***	9.091	9.313	-0.222***
MB	15.761	1.896	13.865***	2.635	2.010	0.625**	94.759	2.212	92.547**	7.062	1.689	5.372*	25.192	1.976	23.217***
	2.048	1.314	0.734***	2.073	1.406	0.667***	1.857	1.226	0.631***	2.073	1.276	0.797***	2.025	1.326	0.699***
CASH	0.289	0.142	0.147***	0.300	0.145	0.155***	0.222	0.123	0.099***	0.313	0.132	0.181***	0.262	0.146	0.116***
	0.266	0.121	0.145***	0.279	0.123	0.156***	0.186	0.102	0.084***	0.293	0.111	0.182***	0.237	0.125	0.112***
PROFIT	0.075	0.047	0.027***	0.077	0.048	0.029***	0.063	0.050	0.013***	0.089	0.055	0.034***	0.059	0.044	0.015***
	0.067	0.049	0.018***	0.068	0.048	0.020***	0.058	0.058	0.000***	0.079	0.053	0.026***	0.052	0.047	0.005***
DIV	0.021	0.022	-0.001***	0.025	0.026	-0.001***	0.000	0.000	0.000	0.029	0.028	0.001**	0.013	0.020	-0.007***
	0.015	0.021	-0.006***	0.019	0.023	-0.004***	0.000	0.000	0.000	0.023	0.025	-0.003***	0.006	0.020	-0.013***
TANGIBLE	0.236	0.340	-0.104***	0.229	0.339	-0.110***	0.277	0.329	-0.052***	0.254	0.388	-0.134***	0.216	0.321	-0.105***
	0.208	0.316	-0.108***	0.202	0.314	-0.113***	0.266	0.314	-0.049***	0.223	0.373	-0.150***	0.185	0.295	-0.110***
AGE	1.145	1.142	0.003	1.152	1.148	0.004	1.102	0.999	0.104***	1.128	1.165	-0.037***	1.163	1.133	0.030***
	1.114	1.146	-0.032	1.114	1.146	-0.032	1.146	1.041	0.105***	1.114	1.146	-0.032***	1.146	1.146	0.000***
CE	0.051	0.058	-0.007***	0.053	0.063	-0.010***	0.040	0.034	0.006**	0.060	0.051	0.009***	0.042	0.061	-0.019***
	0.036	0.039	-0.003***	0.039	0.045	-0.006***	0.012	0.007	0.005***	0.046	0.040	0.006***	0.025	0.038	-0.013***
AS	0.668	0.620	0.049***	0.692	0.621	0.071***	0.529	0.488	0.041***	0.723	0.708	0.015	0.609	0.585	0.024**
	0.536	0.515	0.021***	0.561	0.524	0.037***	0.372	0.412	-0.040***	0.585	0.597	-0.012	0.475	0.479	-0.003
Mature	0.555	0.304	0.250***	0.654	0.336	0.318***	0.142	0.118	0.024*						
	1.000	0.000	1.000***	1.000	0.000	1.000***	0.000	0.000	0.000						
N	5194	21126		4454	10540		740	2778		2702	5932		2492	15194	

表 11 零舉債與有舉債公司的敘述統計量(Matched)

此表所顯示的為台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間，台灣與中國零舉債和對照組公司的敘述統計量，表中分別為平均數及中位數（以粗體字表示），及兩者差異之值。零舉債公司為當年度負債為零的公司，對照組公司則請參考第四節研究方法之說明。並分成所有公司、有支付股利公司(DP)、無支付股利公司(ZD)、成熟型公司(Mature)，以及非成熟型公司(Non-Mature)的統計量。所有變數定義請參考表 2 所示。表內係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

變數	All firms			DP firms			ZD firms			Mature firms			Non-Mature firms		
	AZL	Matched	AZL-Matched	AZL	Matched	AZL-Matched									
PANEL A: TW firms															
ML	0.438	0.996	-0.557***	0.443	0.995	-0.552***	0.424	0.996	-0.572***	0.436	0.995	-0.559***	0.442	0.996	-0.555***
	0.049	0.998	-0.949***	0.165	0.997	-0.832***	0.000	0.998	-0.998***	0.099	0.997	-0.898***	0.000	0.998	-0.998***
BL	0.011	0.267	-0.256***	0.011	0.252	-0.241***	0.012	0.288	-0.277***	0.011	0.234	-0.223***	0.012	0.285	-0.272***
	0.000	0.255	-0.255***	0.000	0.238	-0.237***	0.000	0.280	-0.280***	0.000	0.215	-0.215***	0.000	0.277	-0.277***
SIZE	9.441	9.915	-0.475***	9.533	10.074	-0.541***	9.184	9.699	-0.515***	9.502	9.977	-0.476***	9.355	9.883	-0.529***
	9.378	9.826	-0.448***	9.460	9.967	-0.507***	9.131	9.618	-0.487***	9.432	9.866	-0.434***	9.308	9.801	-0.493***
MB	1.665	1.209	0.456***	1.676	1.246	0.430***	1.633	1.158	0.475***	1.736	1.212	0.524***	1.566	1.207	0.358***
	1.391	1.066	0.325***	1.415	1.110	0.305***	1.282	1.010	0.272***	1.485	1.070	0.415***	1.263	1.064	0.199***
CASH	0.300	0.133	0.166***	0.304	0.149	0.155***	0.289	0.112	0.176***	0.297	0.142	0.155***	0.304	0.129	0.175***
	0.274	0.107	0.167***	0.279	0.123	0.156***	0.260	0.087	0.174***	0.272	0.116	0.156***	0.280	0.102	0.178***
PROFIT	0.079	0.040	0.038***	0.103	0.069	0.035***	0.010	0.002	0.009***	0.105	0.057	0.049***	0.041	0.032	0.010***
	0.079	0.045	0.034***	0.094	0.064	0.030***	0.025	0.015	0.010***	0.097	0.058	0.039***	0.052	0.039	0.013***
DIV	0.041	0.017	0.025***	0.056	0.029	0.027***	0.000	0.000	0.000	0.053	0.025	0.028***	0.025	0.013	0.013***
	0.031	0.007	0.025***	0.048	0.022	0.026***	0.000	0.000	0.000	0.045	0.016	0.029***	0.005	0.002	0.003***
TANGIBLE	0.241	0.318	-0.077***	0.243	0.303	-0.060***	0.236	0.339	-0.103***	0.262	0.337	-0.075***	0.211	0.308	-0.097***
	0.205	0.304	-0.099***	0.207	0.289	-0.082***	0.202	0.335	-0.134***	0.236	0.325	-0.089***	0.166	0.294	-0.128***
RD	0.050	0.017	0.034***	0.044	0.014	0.030***	0.067	0.020	0.047***	0.044	0.017	0.027***	0.059	0.016	0.043***
	0.019	0.005	0.013***	0.019	0.005	0.014***	0.018	0.005	0.013***	0.020	0.007	0.012***	0.017	0.004	0.012***
AGE	1.328	1.394	-0.066***	1.332	1.420	-0.088***	1.318	1.360	-0.041***	1.329	1.417	-0.088***	1.327	1.383	-0.055***
	1.342	1.415	-0.073***	1.362	1.447	-0.085***	1.322	1.398	-0.076***	1.342	1.447	-0.105***	1.342	1.415	-0.073***
CE	0.032	0.050	-0.018***	0.033	0.053	-0.021***	0.030	0.045	-0.016***	0.035	0.042	-0.007***	0.027	0.054	-0.027***
	0.017	0.032	-0.016***	0.018	0.039	-0.021***	0.013	0.024	-0.011***	0.021	0.032	-0.010***	0.011	0.033	-0.022***
AS	0.894	0.869	0.025**	0.948	0.956	-0.009	0.746	0.751	-0.005	0.943	0.943	0.000	0.827	0.832	-0.005
	0.806	0.746	0.059***	0.852	0.824	0.027	0.650	0.651	-0.001	0.854	0.818	0.036	0.717	0.711	0.006
Mature	0.584	0.339	0.245***	0.697	0.404	0.293***	0.268	0.250	0.019						
	1.000	0.000	1.000***	1.000	0.000	1.000***	0.000	0.000	0.000						
N	4013	7821		2954	4516		1059	3305		2344	2650		1669	5171	

PANEL B: CH firms

ML	0.018	0.346	-0.328***	0.019	0.344	-0.325***	0.014	0.359	-0.345***	0.016	0.334	-0.318***	0.020	0.351	-0.331***
	0.000	0.298	-0.298***	0.001	0.299	-0.298***	0.000	0.291	-0.291***	0.000	0.288	-0.288***	0.002	0.302	-0.300***
BL	0.011	0.288	-0.277***	0.012	0.290	-0.278***	0.008	0.274	-0.266***	0.010	0.265	-0.255***	0.013	0.297	-0.284***
	0.001	0.275	-0.274***	0.002	0.277	-0.275***	0.000	0.260	-0.260***	0.000	0.248	-0.248***	0.003	0.285	-0.282***
SIZE	9.193	9.532	-0.339***	9.257	9.595	-0.338***	8.807	9.102	-0.295***	9.260	9.553	-0.293***	9.120	9.524	-0.404***
	9.154	9.471	-0.317***	9.200	9.528	-0.328***	8.794	9.066	-0.273***	9.196	9.492	-0.296***	9.091	9.462	-0.371***
MB	15.761	1.455	14.306**	2.635	1.464	1.172***	94.759	1.392	93.367**	7.062	1.420	5.642	25.192	1.468	23.724**
	2.048	1.197	0.851***	2.073	1.206	0.867***	1.857	1.152	0.706***	2.073	1.156	0.917***	2.025	1.212	0.813***
CASH	0.289	0.142	0.147***	0.300	0.144	0.156***	0.222	0.127	0.095***	0.313	0.131	0.182***	0.262	0.146	0.116***
	0.266	0.122	0.144***	0.279	0.124	0.155***	0.186	0.109	0.077***	0.293	0.111	0.182***	0.237	0.126	0.111***
PROFIT	0.075	0.051	0.024***	0.077	0.050	0.026***	0.063	0.052	0.011***	0.089	0.060	0.029***	0.059	0.047	0.012***
	0.067	0.050	0.017***	0.068	0.049	0.019***	0.058	0.058	0.000	0.079	0.056	0.023***	0.052	0.049	0.004***
DIV	0.021	0.024	-0.002***	0.025	0.027	-0.002***	0.000	0.000	0.000	0.029	0.029	0.000	0.013	0.022	-0.008***
	0.015	0.023	-0.008***	0.019	0.025	-0.006***	0.000	0.000	0.000	0.023	0.027	-0.004***	0.006	0.021	-0.015***
TANGIBLE	0.236	0.343	-0.107***	0.229	0.345	-0.115***	0.277	0.330	-0.053***	0.254	0.394	-0.139***	0.216	0.323	-0.107***
	0.208	0.321	-0.112***	0.202	0.322	-0.120***	0.266	0.314	-0.048***	0.223	0.380	-0.157***	0.185	0.299	-0.114***
AGE	1.145	1.138	0.007	1.152	1.161	-0.009*	1.102	0.981	0.122*	1.128	1.162	-0.034***	1.163	1.129	0.035***
	1.114	1.114	0.000	1.114	1.146	-0.032	1.146	1.021	0.125	1.114	1.146	-0.032***	1.146	1.114	0.032***
CE	0.051	0.058	-0.007***	0.053	0.062	-0.009***	0.040	0.036	0.004***	0.060	0.051	0.009***	0.042	0.061	-0.019***
	0.036	0.039	-0.003***	0.039	0.043	-0.004***	0.012	0.009	0.003***	0.046	0.040	0.006***	0.025	0.039	-0.013***
AS	0.668	0.643	0.026***	0.692	0.660	0.031***	0.529	0.521	0.007***	0.723	0.736	-0.012	0.609	0.606	0.003
	0.536	0.530	0.006**	0.561	0.544	0.017***	0.372	0.444	-0.072***	0.585	0.621	-0.035**	0.475	0.492	-0.017*
Mature	0.520	0.280	0.240***	0.583	0.301	0.283***	0.142	0.135	0.007						
	1.000	0.000	1.000***	1.000	0.000	1.000***	0.000	0.000	0.000						
N	5194	13894		4454	12124		740	1770		2702	3895		2492	9999	

第二節 融資限制對零舉債公司之影響

在本節中，主要是希望進行規模區分後，零舉債公司能與有舉債公司比較，探討零舉債公司在融資限制的衡量變數中之特性。由表 12 與表 13 之差異性檢定可以發現，無論在台灣還是中國公司，每個規模下，零舉債之公司其現金持有會較有舉債之公司多，而有形資產與資本密集度則較低，此表示現金持有多、有形資產少、資本密集度低的公司比較可能有融資限制，也比較可能成為零舉債公司，這與本研究的假說一相符。

首先，現金(CASH)可以發現台灣的零舉債公司規模愈小的公司現金持有愈多，會有此一現象可能是因為規模愈小的公司，愈不容易籌措資金，而中國零舉債公司也有較多的現金，因此如同 Calomiris et al. (1995)結果，為了預防性動機，現金持有較多，較不會從事舉債。

而有舉債之公司需要較多的有形資產當作舉債時的抵押品；至於資本密集度(CI)，則是規模愈小的公司，其資本密集度愈低，零舉債公司密集度又比較低，表示其舉債時所需固定成本較高，因此其融資較容易受限制而無法從事舉債(Opler and Titman, 1994; Babenko, 2004)。

最後，是結果中的最後一欄，樣本觀察比例(n%)之部分，由整體之比例可以看出台灣零舉債公司之比例略比中國高，台灣在整體零舉債公司占 23.40%，而中國占不到 20%；而又以規模大小不同來觀察，結果發現兩岸的零舉債公司規模都偏小，規模由小到大，台灣的比例從 9.23% 剩不到 3%，而大陸從 6.58% 到大規模僅剩 3%。

而在表 13 樣本變成零舉債與對照組公司之後，其所呈現出之結果皆與表 12 趨於一致。無論是現金、有形資產和資本密集度，本文所呈現出之結果，皆與 Byoun et al. (2008) 之零舉債文獻之結果相同。

表 12 融資限制對零舉債公司之影響(All)

表中所顯示的為台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間的所有觀察值，依照不同的規模大小區分成四等份，並依此來觀察台灣與中國零舉債與有舉債公司對融資限制取代變數之差異。SIZE1 為規模最小的公司組，而以此類推 SIZE4 為規模相對較大的公司組。變數定義如表 2 所示。表中的值為各變數之平均數與有無舉債公司平均數差異之值。

	SIZE	CASH	TANGIBLE	CI	n%
PANEL A: TW firms					
1	AZL	0.334	0.229	12.897	9.23%
	DEBT	0.153	0.310	13.551	15.77%
	AZL-DEBT	0.181***	-0.081***	-0.655***	
2	AZL	0.292	0.254	14.201	6.27%
	DEBT	0.143	0.323	14.573	18.73%
	AZL-DEBT	0.150***	-0.069***	-0.372***	
3	AZL	0.278	0.247	14.972	5.04%
	DEBT	0.135	0.325	15.372	19.96%
	AZL-DEBT	0.143***	-0.078***	-0.400***	
4	AZL	0.245	0.241	16.342	2.85%
	DEBT	0.136	0.345	16.891	22.15%
	AZL-DEBT	0.110***	-0.104***	-0.550***	
All	AZL	0.300	0.241	14.113	23.40%
	DEBT	0.141	0.327	15.241	76.60%
	AZL-DEBT	0.159***	-0.086***	-1.128***	
PANEL B: CH firms					
1	AZL	0.285	0.248	10.643	6.58%
	DEBT	0.134	0.330	11.136	18.42%
	AZL-DEBT	0.151***	-0.081***	-0.494***	
2	AZL	0.308	0.244	11.718	5.67%
	DEBT	0.153	0.329	12.030	19.33%
	AZL-DEBT	0.155***	-0.085***	-0.312***	
3	AZL	0.279	0.220	12.184	4.49%
	DEBT	0.146	0.330	12.638	20.51%
	AZL-DEBT	0.133***	-0.110***	-0.454***	
4	AZL	0.274	0.218	13.175	3.00%
	DEBT	0.134	0.366	13.867	22.00%
	AZL-DEBT	0.139***	-0.149***	-0.692***	
All	AZL	0.289	0.236	11.687	19.73%
	DEBT	0.142	0.340	12.484	80.27%
	AZL-DEBT	0.147***	-0.104***	-0.797***	

表 13 融資限制對零舉債公司之影響(Matched)

表中所顯示的為台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間的所有觀察值，依照不同的規模大小區分成四等份，並依此來觀察台灣與中國零舉債與對照組公司對融資限制取代變數之差異。SIZE1 為規模最小的公司組，而以此類推 SIZE4 為規模相對較大的公司組。變數定義如表 2 所示。表中的值為各變數之平均數與有無舉債公司平均數差異之值。

	SIZE	CASH	TANGIBLE	CI	n%
PANEL A: TW firms					
1	AZL	0.323	0.237	13.081	16.14%
	Matched	0.131	0.313	14.015	8.88%
	AZL- Matched	0.191***	-0.076***	-0.934***	
2	AZL	0.297	0.245	14.397	8.50%
	Matched	0.131	0.317	14.841	16.53%
	AZL- Matched	0.166***	-0.072***	-0.444***	
3	AZL	0.272	0.246	15.157	5.87%
	Matched	0.133	0.310	15.580	19.16%
	AZL-Matched	0.138***	-0.063***	-0.423***	
4	AZL	0.246	0.238	16.481	3.44%
	Matched	0.136	0.329	17.118	21.60%
	AZL- Matched	0.110***	-0.091***	-0.636***	
All	AZL	0.300	0.241	14.113	33.96%
	Matched	0.133	0.318	15.690	66.04%
	AZL- Matched	0.166***	-0.077***	-1.577***	
PANEL B: CH firms					
1	AZL	0.287	0.248	10.833	11.43%
	Matched	0.140	0.338	11.589	13.57%
	AZL- Matched	0.147***	-0.090***	-0.756***	
2	AZL	0.310	0.239	11.832	7.49%
	Matched	0.150	0.339	12.233	17.51%
	AZL- Matched	0.160***	-0.099***	-0.401***	
3	AZL	0.270	0.216	12.356	5.23%
	Matched	0.145	0.335	12.839	19.77%
	AZL-Matched	0.125***	-0.119***	-0.483***	
4	AZL	0.274	0.218	13.374	4.13%
	Matched	0.134	0.366	14.026	30.34%
	AZL- Matched	0.139***	-0.149***	-0.652***	
All	AZL	0.289	0.236	11.687	27.21%
	Matched	0.142	0.343	12.818	72.79%
	AZL- Matched	0.147***	-0.107***	-1.132***	

第三節 獲利性、成長機會和股利支付對零舉債公司之影響

本節的探討主要是針對獲利性、股利支付與成長機會，希望能符合預期，也就是說，公司如果為了減少發行風險性證券，以及減少放棄未來成長和投資機會之可能性，就會選擇從事零舉債政策。換句話說，公司未來如果有成長和投資機會，以目前的狀況應該就會選擇較少的投資活動，以及比較不會想借錢，因為現在選擇借錢增加目前的投資活動，未來可能就會沒有足夠的資金投資。也因此，就零舉債公司而言，相對有舉債公司應該會有較高的成長機會與獲利。

本節之結果於表 14 及表 15 中。首先，在獲利性方面，台灣與中國相同，零舉債公司的營運現金流量(OCF)與自由現金流量(FCF)都較多，且規模愈大時，零舉債之營運與自由現金流量愈多，表示規模愈大的零舉債公司，其自有資金充足，獲利性佳，不需要對外籌措資金。

而在成長機會方面，台灣與中國公司所呈現之結果也一致，兩岸的零舉債公司在帳面市值比(MB)，以及台灣的研發支出(RD)都較舉債公司高。台灣在帳面市值比的部分，規模大小並沒有很大的差異，約都在 1.6 左右，而研發支出則是規模愈小的公司研發支出愈多；中國的帳面市值比也是規模愈小的零舉債公司其帳面市值比愈大。這兩項變數都可以顯示出，零舉債公司的成長機會較好，此與 Gomes (2000)所說一致。

以及從投資活動的代理變數淨投資(NINV)來看，舉債公司較少，表示零舉債公司目前也都可以利用足夠的自有資金來支應自己的投資支出，而且未來可能有較多的成長機會，因此為了能保留資金，使未來有充足的資金投資，目前就不會去從事舉債。

而股利的部分，表 14 中台灣所呈現的皆是零舉債公司股利支付較多，而中國規模最大的部分在附錄 B. 14 的零舉債(ZL)結果也有表現出來，因此，都可以發現兩岸的公司在股利支付方面都是零舉債較多，而且台灣的公司規模愈大愈有股利支付愈多。這一現象與先前文獻相符，因為規模愈大或獲利能力愈好的公司，其愈會選擇利用支付股利來解決自由現金流量所造成的代理問題，而非使用舉債，因為支付股利可以帶給公司好的聲譽(La Porta et al., 2000)。

從此節的結果，無論是表 14 全樣本，又或是表 15 的對照組樣本，所呈現台灣與中國的結果皆顯示，獲利多、成長機會高、股利支付多的公司較可能為零舉債公司，此與本研究之假說二相符，並與探討此方面之零舉債文獻(Byoun ey al., 2008)之結果一致。

表 14 獲利性、成長機會和股利支付對零舉債公司之影響(All)

表中所顯示的為台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間的所有觀察值，依照不同的規模大小區分成四等份，並依此來觀察台灣與中國零舉債與有舉債公司對獲利性、股利發放、投資機會取代變數之差異。SIZE1 為規模最小的公司組合，而以此類推 SIZE4 為規模相對較大的公司組合。變數定義如表 2 所示。表中的值為各變數之平均數與有無舉債公司平均數差異之值。

SIZE		MB	RD	OCF	FCF	NINV	DIV
PANEL A: TW firms							
1	AZL	1.678	0.069	0.079	0.050	0.024	0.037
	DEBT	1.317	0.039	0.034	-0.010	0.036	0.013
	AZL-DEBT	0.361***	0.030***	0.045***	0.060***	-0.011***	0.023***
2	AZL	1.649	0.042	0.097	0.065	0.035	0.040
	DEBT	1.242	0.021	0.047	-0.003	0.049	0.017
	AZL-DEBT	0.407***	0.021***	0.050***	0.068***	-0.015***	0.023***
3	AZL	1.656	0.038	0.109	0.075	0.038	0.049
	DEBT	1.252	0.016	0.049	-0.001	0.050	0.018
	AZL-DEBT	0.403***	0.022***	0.060***	0.076***	-0.012***	0.031***
4	AZL	1.675	0.030	0.117	0.080	0.042	0.045
	DEBT	1.242	0.015	0.062	0.004	0.059	0.019
	AZL-DEBT	0.432***	0.015***	0.055***	0.076***	-0.017***	0.026***
All	AZL	1.665	0.050	0.095	0.063	0.032	0.041
	DEBT	1.260	0.022	0.049	-0.002	0.050	0.017
	AZL-DEBT	0.405***	0.028***	0.046***	0.065***	-0.017***	0.024***
PANEL B: CH firms							
1	AZL	42.690		0.042	0.090	-0.001	0.016
	DEBT	3.097		0.026	0.070	0.042	0.015
	AZL-DEBT	39.594**		0.016***	0.020***	-0.042***	0.001**
2	AZL	2.496		0.060	0.110	0.067	0.021
	DEBT	1.717		0.034	0.090	0.064	0.021
	AZL-DEBT	0.778**		0.026***	0.020***	0.003	0.000
3	AZL	2.245		0.069	0.117	0.070	0.026
	DEBT	1.550		0.038	0.093	0.067	0.023
	AZL-DEBT	0.695***		0.031***	0.023***	0.003	0.002***
4	AZL	1.959		0.088	0.129	0.065	0.026
	DEBT	1.368		0.045	0.106	0.078	0.029
	AZL-DEBT	0.590***		0.042***	0.023***	-0.013***	-0.003***
All	AZL	15.761		0.060	0.108	0.045	0.021
	DEBT	1.896		0.036	0.091	0.064	0.022
	AZL-DEBT	13.865***		0.024***	0.017***	-0.019***	-0.001***

表 15 獲利性、成長機會和股利支付對零舉債公司之影響(Matched)

表中所顯示的為台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間的所有觀察值，依照不同的規模大小區分成四等份，並依此來觀察台灣與中國零舉債與對照組公司對獲利性、股利發放、投資機會取代變數之差異。SIZE1 為規模最小的公司組合，而以此類推 SIZE4 為規模相對較大的公司組合。變數定義如表 2 所示。表中的值為各變數之平均數與有無舉債公司平均數差異之值。

SIZE		MB	RD	OCF	FCF	NINV	DIV
PANEL A: TW firms							
1	AZL	1.669	0.064	0.082	0.052	0.026	1.669
	Matched	1.159	0.026	0.020	-0.021	0.033	1.159
	AZL- Matched	0.510***	0.038***	0.062***	0.073***	-0.007***	0.510***
2	AZL	1.674	0.043	0.104	0.070	0.037	1.674
	Matched	1.185	0.017	0.044	-0.006	0.047	1.185
	AZL- Matched	0.489***	0.026***	0.060***	0.076***	-0.010***	0.489***
3	AZL	1.675	0.033	0.117	0.081	0.039	1.675
	Matched	1.242	0.014	0.061	0.004	0.058	1.242
	AZL- Matched	0.433***	0.019***	0.055***	0.077***	-0.019***	0.433***
4	AZL	1.675	0.030	0.117	0.080	0.042	1.675
	Matched	1.242	0.015	0.062	0.004	0.059	1.242
	AZL- Matched	0.432***	0.015***	0.055***	0.076***	-0.017***	0.432***
All	AZL	1.665	0.050	0.095	0.063	0.032	1.665
	Matched	1.208	0.017	0.048	-0.003	0.050	1.208
	AZL- Matched	0.457***	0.034***	0.047***	0.066***	-0.017***	0.457***
PANEL B: CH firms							
1	AZL	34.406		0.044	0.092	0.013	0.017
	Matched	1.581		0.028	0.074	0.052	0.016
	AZL- Matched	32.825		0.015***	0.018***	-0.039***	0.001*
2	AZL	2.468		0.065	0.115	0.070	0.023
	Matched	1.469		0.038	0.092	0.063	0.021
	AZL- Matched	0.999***		0.027***	0.023***	0.007***	0.002***
3	AZL	2.148		0.072	0.116	0.069	0.027
	Matched	1.471		0.042	0.096	0.068	0.025
	AZL- Matched	0.677***		0.030***	0.020***	0.001**	0.002***
4	AZL	1.959		0.088	0.129	0.065	0.026
	Matched	1.368		0.045	0.106	0.078	0.029
	AZL- Matched	0.590***		0.042***	0.023***	-0.013	-0.003***
All	AZL	15.761		0.060	0.108	0.045	0.021
	Matched	1.455		0.039	0.093	0.066	0.024
	AZL- Matched	14.306***		0.022**	0.015***	-0.021***	-0.002***

第四節 零舉債公司之邏輯式迴歸

本節欲了解造成公司從事零舉債政策之可能因素，在此一樣將觀察值分成全樣本、有股利支付及無股利支付來區分探討。

而本文的迴歸結果如表 16 及表 17，首先，在台灣與中國的整體公司中，公司特性方面之相關變數，公司規模(SIZE)皆為負相關，此與 Devols et al. (2012)和 Diamond (1991)之零舉文獻結果一致，表示小公司可能因此較難對外舉債。而年齡(AGE)所呈現的結果都為顯著正相關，會有此現象可能是與公司生命週期有關，表示此類型的公司目前處於成熟型階段，對於資金之需求已不如成長階段時高，所以不太需要向外籌資，因而選擇採取零舉債之政策。成熟期(Mature)的結果也皆符合預期，當公司為成熟型公司時，由於投資機會減少，自有資金充足能支應其投資活動支出，因此較可能成為零舉債公司。

股利支付(DIV)，台灣與中國所呈現的結果有所不同，台灣與預期方向一致，呈現顯著正相關，而中國則呈負相關；如同前一小節所做之說明，由於股利支付為融資限制參考指標的一環，因此在此現象，我們可以看出台灣的零舉債公司較不受融資限制影響，而中國之零舉債公司則相反。

接著分析融資限制面，結果顯示現金(CASH)及資本密集度(CI) 台灣與中國的公司皆與預期方向一致，現金較多的公司，由於其自有資金足夠，較不需要從事舉債，而資本密集度愈低愈可能選擇採取零舉債，可能是因其有形資產較低的關係所造成(Opler and Titman, 1994; Babenko, 2004)。有形資產(TANGIBLE)中國的公司呈現負相關，表示中國之零舉債現象較可能是由融資限制之公司所導致，但台灣加入控制變數後，卻呈現正的顯著性，區分成無融資限制之公司後也有相同之結果，意即台灣的零舉債現象並非由融資限制之因素造成，顯示出台灣無融資限制之公司不一定會像傳統的融資順位理論所說的，以舉債為優先考量。

至於在成長機會與獲利性，獲利能力(PROFIT)台灣與中國的公司皆與預期方向一致呈現正相關，此結果也與相關文獻一致(Strebulaev and Yang, 2013; Dang, 2013; Byoun and Xu, 2013; Devols et al., 2012)。據推測，公司有獲利，由於其自有資金足夠，較不需要從事舉債，而在帳面市值比(MB)的部分，台灣也同本文之預期方向呈顯著正相關，而中國在表 17 樣本僅剩零舉債與對照組公司後也呈現顯著正相關，這表示成長機會愈大的公司，它可能會想保留至未來需要時再籌措。

表 16 零舉債公司的迴歸結果(All)

此表為迴歸式(1)之結果，由台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間零舉債與所有舉債公司樣本之邏輯式迴歸結果。因變數是零舉債公司之虛擬變數；如果公司年度觀察值為零舉債時，虛擬變數為 1，否則為 0。欄位一和二為所有樣本的結果；欄位三和四為有支付股利的子樣本結果，欄位五和六為無支付股利的子樣本結果。所有變數定義請參考表 2 所示。係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

變數	All firms		DP firms		ZD firms	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
PANEL A: TW firms						
SIZE	-1.134***	-0.570***	-1.006***	-0.364***	-1.552***	-0.950***
MB	0.350***	0.300***	0.304***	0.279***	0.483***	0.388***
PROFIT	1.734***	1.859***	0.169	0.016	3.171***	3.502***
TANGIBLE	-1.981***	0.704***	-1.906***	0.973***	-2.221***	0.323
DIV	18.309***	10.343***	19.192***	11.872***		
RD		2.210***		2.107***		1.991***
AGE		0.910***		0.737***		1.120***
CE		-7.425***		-9.179***		-4.515***
AS		-0.160***		-0.160***		-0.260***
SR		0.541		-1.101		6.407
CASH		5.617***		4.985***		6.693***
CI		-0.175***		-0.225***		-0.134***
Mature		0.787***		0.945***		0.441***
Constant	9.146***	3.449***	8.091***	2.631***	12.840***	5.956***
N	17152	17152	10172	10172	6670	6670
R-squared	0.174254	0.282054	0.168081	0.275957	0.155485	0.282096

PANEL B: CH firms

SIZE	-0.878***	-0.738***	-1.103***	-1.262***	-1.186***	-0.872***
MB	0.001*	0.001	0.000	0.001	0.003	0.000
PROFIT	7.824***	5.770***	10.459***	7.964***	2.382***	0.441
TANGIBLE	-3.036***	-1.551***	-3.591***	-2.607***	-1.385***	0.440
DIV	-0.886	-16.513***	0.069	-12.388***		
AGE		0.349***		0.239**		0.379***
CE		0.515		-0.098		2.176***
AS		-0.016		0.108*		0.094
SR		31.297***		21.171*		
CASH		7.130***		7.438***		5.666***
CI		-0.028		0.174***		-0.202***
Mature		1.189***		1.198***		0.382***
Constant	7.152***	3.910***	9.335***	6.454***	9.514***	7.074***
N	26320	26320	10749	10749	3518	3518
R-squared	0.101472	0.255636	0.135964	0.297802	0.054547	0.144139

表 17 零舉債公司的迴歸結果(Matched)

此表為迴歸式(1)之結果，由台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間零舉債與對照組公司樣本之邏輯式迴歸結果。因變數是零舉債公司之虛擬變數；如果公司年度觀察值為零舉債時，虛擬變數為 1，否則為 0。欄位一和二為所有樣本的結果；欄位三和四為有支付股利的子樣本結果，欄位五和六為無支付股利的子樣本結果。所有變數定義請參考表 2 所示。係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

變數	All firms		DP firms		ZD firms	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
PANEL A: TW firms						
SIZE	-2.074***	-1.010***	-2.027***	-0.965***	-2.625***	-1.410***
MB	0.549***	0.463***	0.619***	0.512***	0.718***	0.635***
PROFIT	1.277***	1.936***	-2.146***	-1.519**	2.837***	3.301***
TANGIBLE	-1.612***	1.949***	-1.441***	2.381***	-1.857***	1.656***
DIV	24.034***	14.294***	22.339***	12.923***		
RD		4.530***		6.798***		3.713***
AGE		0.538***		0.100		1.161***
CE		-8.674***		-11.058***		-5.798***
AS		-0.125**		-0.121**		-0.146
SR		0.648		-4.918		7.961
CASH		6.071***		5.507***		6.924***
CI		-0.342***		-0.368***		-0.320***
Mature		0.785***		0.918***		0.390***
Constant	18.349***	10.554***	18.196***	11.466***	23.144***	12.701***
N	11834	11834	7470	7470	4364	4364
R-squared	0.278076	0.386555	0.280153	0.391704	0.258164	0.375154

PANEL B: CH firms

SIZE	-1.450***	-1.220***	-1.648***	-1.728***	-1.626***	-1.149***
MB	0.399***	0.352***	0.405***	0.408***	0.207***	0.146***
PROFIT	6.308***	4.231***	8.034***	5.528***	2.822***	0.931
TANGIBLE	-2.880***	-1.327***	-3.114***	-2.128***	-0.940***	1.172***
DIV	-2.707**	-17.625***	-10.490***	-17.258***		
AGE		0.411***		0.499***		0.316***
CE		0.426		1.279**		1.230
AS		-0.040		0.011		-0.082
SR		32.761**		25.768*		
CASH		7.224***		7.792***		5.544***
CI		-0.068**		0.014		-0.316***
Mature		1.251***		1.291***		0.288**
Constant	12.329***	8.705***	14.400***	12.259***	13.422***	11.073***
N	19088	19088	16578	16578	2510	2510
R-squared	0.202161	0.338184	0.224664	0.408729	0.142765	0.215279

第五節 零舉債之持續性

本節分兩部分作探討，觀察零舉債政策的持續性，以及公司轉變資本結構進入或退出此政策的可能性。一是統計出公司能持續採取零舉債政策之比例，藉此了解零舉債政策對公司資本結構來說是屬於長期或是短期的政策；二是藉由邏輯式迴歸分析。

一、持續性

相較於大陸，台灣的零舉債公司持續性比中國的零舉債公司長，如表 18 所示，中國持續一年的公司剩不到一半，而持續三年為零舉債公司的比例已經不到 20%，至於台灣的部分有一半的零舉債公司維持兩年，持續五年的也還有近三成的比例。雖然台灣在持續性上比中國的零舉債公司久，但是從表 18 可以發現，台灣持續 10 年的比例已經僅剩不到 10%，因此，可以看出，無論是台灣還是中國，零舉債政策對兩岸之公司來說，都不是長期採取的政策。

表 18 零舉債的持續性

表中表示為台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間零舉債公司的持續性，是利用 20 年觀察期間來做計算的。欄位中 AZL 顯示的是公司年度觀察值中有零舉債之比例。

AZL Years	TW firms		CH firms	
	Number of firms	Percentage	Number of firms	Percentage
0year	4013	100.00%	5194	100.00%
1year	2906	72.41%	2467	47.50%
2years	2225	55.44%	1628	31.34%
3years	1748	43.56%	1036	19.95%
4years	1382	34.44%	667	12.84%
5years	1085	27.04%	459	8.84%
6-10years	844	21.03%	328	6.31%
more than 10years	273	6.80%	99	1.91%

二、進入與退出

在本節中，主要是觀察造成公司轉變其政策之可能因素，在沒加入以及加入控制變數後，是否有所影響。而台灣與中國對此政策之轉變有何異同。

而依據表 19 與表 20 的邏輯式迴歸結果，在公司特性方面，可以發現在規模(SIZE)的部分，台灣在退出零舉債政策的迴歸式(3)中是正向顯著，且中國在迴歸式(4)中也呈現相同結果，這與預期相符，規模大之公司，可能因其較容易籌措資金，較會選擇從事舉債之政策。而股利支付(DIV)在台灣與中國的迴歸式(3)、(4)的結果也呈現與預期相符，負向顯著；台灣的迴歸式(2)結果中的年齡(AGE)也符合預期，表示公司年齡愈小，愈可能受到融資限制，因而無法從事舉債(Dang, 2013; Devols et al., 2012)。

在融資限制方面的變數，台灣與中國的迴歸式(4)中的現金(CASH)皆為負向顯著，意即公司自有資金較不足夠，需要對外從事舉債，以支應公司內部的資金需求。而資本密集度(CI)愈高時，公司會擁有較多的負債，在迴歸式(4)的台灣與迴歸式(2)的中國都有符合此現象。有形資產(TANGIBLE)則只有在台灣加入控制變數的迴歸式(2)，與中國還未加入控制變數的迴歸式(3)中，才符合現象，與 Fama and French (2002) and Frank and Goyal (2007)一致，有形資產愈少，表示舉債時的抵押品愈少，公司愈可能進入零舉債政策，而有形資產愈多的公司則可能選擇從事舉債。

至於獲利能力(PROFIT)，由表 19 的迴歸式(1)與(2)觀察到，台灣與中國之公司都符合預期，獲利能力愈好之公司，愈會選擇進入零舉債政策，此與融資順位理論一致，當自有資金足夠時，就不需要外部融資。

表 19 零舉債公司的迴歸結果：進入和退出(All)

表中為迴歸式(2)與(3)之結果，表示的為台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間，進入或退出零舉債政策的邏輯式迴歸分析結果。觀察樣本為台灣和中國零舉債與對照組公司。Entry 定義為一個公司前一年為非零舉債公司，然後當年度變為零舉債的公司為 1，否則為 0；Exit 定義則為一個公司當年度為零舉債公司，然後下一年度變為非零舉債公司為 1，否則為 0。所有的變數定義如表 2 所示。係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

變數	Entry		Exit	
	(1)	(2)	(3)	(4)
PANEL A: TW firms				
SIZE	0.125	-0.215	0.190**	-0.378**
MB	-0.160***	-0.117**	0.142***	0.158***
PROFIT	2.238***	1.371**	0.510	-0.800
TANGIBILE	0.212	-1.007**	0.334	-2.399***
DIV	-12.069***	-10.635***	-10.247***	-7.254***
RD		-1.569*		-1.698**
AGE		-0.618***		-1.092***
CE		2.310**		8.544***
AS		0.315***		0.164**
SR		7.716**		-4.611
CASH		-2.662***		-4.236***
CI		0.086		0.166**
Constant	-2.204***	1.258	-3.292***	2.550**
N	4013	4013	4013	4013
R-squared	0.028396	0.065456	0.021715	0.103232
PANEL B: CH firms				
SIZE	0.010	0.227*	-0.156*	0.2499**
MB	0.000	0.000	-0.031**	-0.0297**
PROFIT	2.631***	3.299***	1.177**	0.7551
TANGIBILE	1.042***	0.937***	1.299***	0.3247
DIV	-16.380***	-8.459***	-7.628***	-4.2499**
AGE		0.194*		-0.8494***
CE		-4.655***		4.9762***
AS		0.226***		0.1202
SR		-30.841		-64.683*
CASH		-3.709***		-2.8681***
CI		-0.132***		-0.1898***
Constant	-1.803**	-1.659*	-0.240	-0.1833
N	5194	5194	5194	5194
R-squared	0.020324	0.080431	0.0135	0.0586

表 20 零舉債公司的迴歸結果：進入和退出(Matched)

表中為迴歸式(2)與(3)之結果，表示的為台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間，進入或退出零舉債政策的邏輯式迴歸分析結果。觀察樣本為台灣和中國零舉債與對照組公司。Entry 定義為一個公司前一年為非零舉債公司，然後當年度變為零舉債的公司為 1，否則為 0；Exit 定義則為一個公司當年度為零舉債公司，然後下一年度變為非零舉債公司為 1，否則為 0。所有的變數定義如表 2 所示。係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

變數	Entry		Exit	
	(1)	(2)	(3)	(4)
PANEL A: TW firms				
SIZE	0.629***	0.130	0.684***	-0.442**
MB	-0.252***	-0.175**	0.078	0.122*
PROFIT	3.167***	2.119**	2.444***	0.624
TANGIBLE	0.013	-1.540***	0.508*	-3.328***
DIV	-14.439***	-12.813***	-16.839***	-12.659***
RD		-2.123*		-3.611***
AGE		0.033		-1.180***
CE		2.752**		8.151***
AS		0.336***		0.081
SR		2.338		-14.077*
CASH		-2.133***		-4.263***
CI		0.161**		0.428
Constant	-7.384***	-4.478***	-8.421***	-0.555***
N	4013	4013	4013	4013
R-squared	0.050869	0.07878	0.0566	0.139222
PANEL B: CH firms				
SIZE	0.362***	0.613***	0.399***	0.988***
MB	-0.006	-0.013	-0.099***	-0.069***
PROFIT	3.202***	3.560***	2.963***	2.132***
TANGIBLE	1.043***	1.082***	1.828***	1.289***
DIV	-17.580***	-9.538***	-13.093***	-8.547***
AGE		0.376***		-1.019***
CE		-4.127***		2.892***
AS		0.352***		0.208**
SR		-41.508		-10879.5
CASH		-3.684***		-3.119***
CI		-0.166***		-0.261***
Constant	-5.427***	-5.547***	-5.879***	-6.553***
N	5194	5194	5194	5194
R-squared	0.024023	0.084	0.0268	0.0638

第六節 公司治理對零舉債公司之影響

在本節欲了解是否公司治理的好壞也會影響到公司選擇從事零舉債政策與否之可能性，另外在此部分又加入了家族企業作探討，希望能發現家族企業的特性是否也會是公司採取零舉債之可能影響因素¹⁴。

一、公司治理變數之相關係數分析

本文在此也針對公司治理變數作各變數間之相關係數分析，針對兩種不同樣本，有舉債公司(All)與對照組公司(Matched)，分別計算其相關係數，結果如表 21，可以發現本文所探討的公司治理變數間並無高度相關性。

表 21 公司治理變數相關係數表

表中為台灣觀察期間 2005-2013 年間的零舉債公司與有舉債之所有公司與對照組公司，公司治理相關變數間之相關係數，各變數間之相關係數，變數定義請參考表 2 所示。表內係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

PANEL A: All						
	Ownership	Comp.	Tenure	Boardsize	Indirectors	Family
Ownership	1					
Comp.	0.006	1				
Tenure	-0.011	0.096***	1			
Boardsize	0.012	0.162***	-0.009	1		
Indirectors	0.125***	0.053***	-0.171***	0.008	1	
Family	-0.197***	-0.131***	0.165***	-0.093***	-0.175***	1
PANEL B: Matched						
Ownership	1					
Comp.	0.014	1				
Tenure	0.014	0.078***	1			
Boardsize	0.021	0.140***	-0.002	1		
Indirectors	0.122***	0.068***	-0.160***	0.012	1	
Family	-0.167***	-0.141***	0.148***	-0.072***	-0.173***	1

¹⁴由於大陸樣本之公司治理變數無法取得，因此本節僅針對台灣樣本作探討，觀察期間為 2006-2013，共 8543 個觀察值。

二、公司治理變數之敘述性統計

此部分主要是想要針對新加入之公司治理相關變數作基本統計量，希望能藉此了解台灣公司在公司治理之特性，以便做之後進一步之探討。在表 23 之敘述性統計結果中，了解到台灣在公司治理方面的公司特性非常特別，CEO 特性變數方面，零舉債公司比舉債公司有相對較多的持股比例(Ownership)，較短的任期(Tenure)，較多的獨立董監事比例(Indirectors)，顯示台灣的零舉債公司是公司治理較好的公司。而在董事會規模的部份(Boardsize)差異較不明顯。

表 22 零舉債公司治理敘述性統計

此表顯示的為觀察期間 2005-2013 年間，公司治理相關變數之敘述性統計，表中數值為平均數及兩者差異之值。零舉債公司為當年度負債為零的公司，另一部分有舉債公司分成所有舉債公司(Debt)與對照組公司(Matched)。所有變數定義請參考表 2 所示。表內係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

變數	AZL	Debt	Dif(AZL-Debt)	Matched	Dif(AZL- Matched)
Ownership	1.949	1.454	0.495***	1.487	0.462***
Comp.	3.522	3.497	0.026***	3.544	-0.021***
Tenure	14.435	15.407	-0.972***	15.123	-0.687***
Boardsize	0.965	0.963	0.003	0.966	-0.001
Indirectors	0.151	0.125	0.026***	0.135	0.017***
Family	0.536	0.653	-0.118***	0.636	-0.100***
N	2095	6448		4207	

三、公司治理零舉債之影響

依據先前文獻之理論認為，因為 CEO 持股比例、薪酬較高，或是任期較長時，會有相對較多的權力控制公司，因此也有可能選擇對自己較有利的策略；而董事會規模愈大，或獨立董事比例愈少，公司治理愈不好，而公司治理愈不好之公司，愈不想受到外部監督，因此愈可能採取零舉債政策。

在本節之結果，首先分析董事會規模(Boardsize)與獨立董監事比例(Indirectors)，於表 24 的 PANEL A 與 PANEL B 中都有 1% 的顯著水準，此現象表示當董事會規模小、或獨立董監事少時，較可能選擇採取零舉債政策，與本文之假說四相符，並與 Strebulaev and Yang (2013) 結果一致。

而在 CEO 特性方面之變數中，僅有 CEO 薪酬於附錄 B. 24(PANEL A)中，呈顯著正相關，與本文之預期方向一致，其餘都沒有呈顯著影響，意即當 CEO 持股比例較高、或 CEO 任期較久時，不一定會影響公司選擇零舉債，因此與假說三不相符。

四、家族企業對零舉債公司之影響

在此階段加入了家族企業的虛擬變數後，控制變數也依然存在，由表 24 PANEL A 與 PANEL B 的迴歸結果(8)到(13)可以發現，台灣的家族企業特性比較特別，其如果是家族企業較不會選擇零舉債之政策，不符合本文之假說五。可能的因素其實在表 23 公司治理的敘述性統計中其實就可以觀察到，台灣的零舉債公司為家族企業的比例比舉債公司少，因此，所做出來之迴歸結果也符合其特性。

表 23 零舉債公司的迴歸結果：加入公司治理變數

此表顯示的為迴歸式(4)之結果。觀察期間 2005-2013 年間，零舉債政策加入公司治理變數後的邏輯式迴歸結果。因變數是如果公司年度觀察值為零舉債時，虛擬變數為 1 的值。樣本為 2006-2013 年台灣零舉債與有舉債之公司。其控制變數包含 SIZE、MB、PROFIT、TANGIBLE、DIV、RD、AGE、CE、AS、SR、CASH 及 CI。所有的變數定義表 2 所示。係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
PANEL A: All													
Ownership	-0.017					-0.024*	-0.022	-0.024*					-0.029**
Comp.		-0.006				0.029	0.067		-0.059				-0.021
Tenure			-0.010***				-0.009**			-0.009			
Board size				1.855***		1.927***	1.868***				1.744***		1.804***
Indirectors					-1.336***	-1.356***	-1.362***					-1.380***	-1.391***
Family								-0.240***	-0.228***	-0.217	-0.193***	-0.242***	-0.226***
Constant	4.012***	3.864***	3.781***	2.651***	4.952***	3.896***	3.814***	4.188***	4.019***	3.892***	2.822***	5.107***	4.214***
Control variables	YES												
N	8543	8543	8543	8543	8543	8543	8543	8543	8543	8543	8543	8543	8543
R-squared	0.286221	0.286048	0.28682	0.288715	0.288944	0.291979	0.292572	0.287603	0.287304	0.28797	0.289615	0.290356	0.29317
PANEL B: Matched													
Ownership	-0.009					-0.015	-0.011	-0.018					-0.022
Comp.		-0.191				-0.146	-0.105		-0.284*				-0.235
Tenure			-0.014***				-0.013***			-0.014***			
Board size				1.611***		1.674***	1.585***				1.444***		1.503***
Indirectors					-1.459***	-1.475***	-1.489***					-1.525***	-1.535***
Family								-0.370***	-0.376***	-0.352***	-0.337***	-0.379***	-0.376***
Constant	13.595***	13.673***	13.450***	12.398***	14.589***	13.674***	13.606***	13.884***	13.970***	13.662***	12.710***	14.867***	14.199***
Control variables	YES												
N	5986	5986	5986	5986	5986	5986	5986	5986	5986	5986	5986	5986	5986
R-squared	0.384926	0.385047	0.386462	0.386744	0.387838	0.389987	0.39132	0.38776	0.387965	0.389047	0.389085	0.390814	0.392828

第五章結論

本文利用 1992-2014 年台灣及中國樣本的零舉債公司作探討，觀察零舉債公司之基本特性，及分析融資限制、獲利性、成長機會、生命週期和股利支付對零舉債之影響，並檢視零舉債公司持續性，再加入公司治理進行研究。

首先，先利用單變量分析來觀察零舉債公司之基本特性，從台灣與中國之零舉債公司比例可以觀察到，在本文觀察期間內都有逐年增加之趨勢，而在 2007-2008 金融危機發生後，此增加的趨勢尤其明顯，無論台灣或是中國，對於金融危機發生後，企業都選擇採取減少舉債的保守政策。而在生命週期的每一階段分布來看，台灣與中國的零舉債公司皆有超過一半的比例為成熟型公司。另外，敘述性統計的部分，結果顯示出零舉債公司在自有資金的部分，比舉債公司來的多；而且，依據 Graham (2000) 提出高獲利公司似乎低估了舉債，零舉債政策的公司有較高的帳面市值比與更多獲利。台灣與中國，其零舉債公司皆有比舉債公司有較高的帳面市值比、較多的現金及獲利。除此之外，從零舉債公司在帳面槓桿、市值槓桿、公司規模、有形資產，以及資本支出這幾個部分都比舉債公司來的低。另外，由於台灣產業特性之關係，零舉債公司多為電子業，所以其研發支出較多。

加以區分有無股利支付後，從有股利支付的公司，亦即無融資限制的公司中可發現，其有無舉債公司間之差異與整體公司相同，表示整體公司所呈現之特性，並非受到融資限制所影響。此外，本研究又將公司分為成熟型與非成熟型公司探討，結果顯示台灣的研發支出，成熟型的零舉債公司較多，而中國則是顯示出成熟型的零舉債公司有較多資本支出，至於年齡的部分，台灣與中國的成熟型零舉債公司皆較年輕，且零舉債公司在成熟型公司中所佔的樣本數比非成熟型公司多。

再者，利用代理變數來取代融資限制與獲利性、成長機會和股利支付，並以公司規模將台灣與中國樣本皆區分成四等分，比較每一個不同的公司規模大小，是否兩岸零舉債公司其特性皆偏於融資限制，以及較具獲利性、支付較多股利，以及有較多的成長機會。融資限制方面無論在台灣還是中國公司，每個規模下，零舉債之公司其現金持有會較有舉債之公司多，而有形資產與資本密集度則較低。獲利性、股利支付與成長機會所呈現台灣與中國的結果，呈現獲利多、成長機會高、股利支付多的公司較可能為零舉債公司。且本文所呈現出之結果，皆與 Byoun et al. (2008) 之零舉債文獻之結果相同。

第三，本文還使用邏輯式迴歸，因變數為零舉債公司之虛擬變數，分析造成公司採取零舉債政策可能之原因，以及影響因素。在公司規模、獲利能力、現金及資本密集度台灣與中國的公司皆與預期方向一致，也與相關文獻一致(Strebulaev and Yang, 2013; Dang, 2013; Byoun and Xu, 2013; Devols et al., 2012; Diamond, 1991)。據推測，公司規模小的公司可能因此較難對外舉債，而獲利能力及現金較多的公司，由於其自有資金足夠，較不需要從事舉債，而資本密集度愈低愈可能選擇採取零舉債，可能是因其有形資產較低的關係所造成。成熟期的結果也皆符合預期，當公司為成熟型公司時，由於投資機會減少，自有資金充足能支應其投資活動支出，因此較可能成為零舉債公司。

第四，觀察零舉債政策的持續性，以及公司轉變資本結構進入或退出此政策的可能性。相較於中國，台灣的零舉債公司持續性比大陸的零舉債公司長，但是台灣持續 10 年的比例已經僅剩不到一成，因此，無論是台灣還是中國，零舉債政策對兩岸之公司來說，都並非為長期的政策。接著依據本文的研究結果，可以發現在規模的部分，台灣與中國皆與預期相符呈現正向顯著，規模大之公司，可能因其較容易籌措資金，較會選擇從事舉債之政策。至於獲利能力，台灣與中國之公司都符合預期，獲利能力愈好之公司，愈會選擇進入零舉債政策。

最後，本文的結果中，了解到台灣在公司治理方面的公司特性非常特別，零舉債公司比舉債公司有相對較多的 CEO 持股比例，較短的任期，較多的獨立董監事比例，顯示台灣的零舉債公司是公司治理較好的公司。而且迴歸結果顯示董事會規模小、獨立董監事少時，較可能選擇採取零舉債政策此與 Strebulaev and Yang (2013) 結果一致。加入了家族企業的虛擬變數後，結果並沒有呈現出有家族成員的公司比較可能選擇採取零舉債政策，無法與本文之假說五相呼應，但這在公司治理的敘述性統計中其實就可了解，台灣的零舉債公司為家族企業的比例比舉債公司少，因此，迴歸結果也符合特性。

綜合上述，本文的結果皆指出台灣與中國零舉債公司所表現出之特性，了解到當公司沒有融資限制時，其資本結構較支持融資順位理論，當自有資金足以支應內部需求時，公司較不會選擇從事外部融資。也希望能藉由本文之探討，更了解台灣與中國企業從事零舉債的相關特性及原因，除了直覺的現金持有多寡所造成的影響外，有形資產少也可能使企業從事零舉債，使其被迫從事零舉債政策，至於融資限制與成長機會等也是不可或缺之因素，而也因為台灣企業的公司治理有比較特別的現象，使得其從事零舉債政策之因素與以往文獻有所不同，由這些因素本文察覺到造成企業選擇零舉債政策之原因。

參考文獻

中文文獻

- 王雅琴 (2009),「企業資本結構與融資行為之關聯性」,成功大學企業管理學系學位論文,頁 1-56.
- 余惠芳 (2009),「政權結構、股東權益與公司價值之實證研究」,全球管理與經濟,第五卷,第一期,頁 1-21。
- 吳桂燕 (1987),「最適財務結構之研究」,輔仁學誌,第十九期,頁 149-184。
- 吳國山 (1988),「台灣地區股票上市公司資本結構及其決定因素之研究」,中山大學企業管理研究所碩士論文,頁 1-14。
- 肖作平 (2005),「上市公司資本結構與公司績效互動關係實證研究」,管理科學,第十八卷,第三期,頁 16-22。
- 祁晨 (2012),「資本結構與公司價值的實證研究」,西南財經大學碩士論文,頁 1-72。
- 馬輝、金浩 (2008),「資本結構和公司價值關係的理論綜述」,工業技術經濟,第二十六卷,第十二期,頁 44-47。
- 張明峰 (1991),「股權結構對公司績效影響之研究」,國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 陳隆麒、溫育芳 (2002),「國內上市公司資本結構決定因素之研究」,臺灣銀行季刊,第五十三卷,第一期,頁 171-194。
- 黃貴海、宋敏 (2004),「資本結構的決定因素—來自中國的證據」,經濟學季刊,第三卷,第二期,頁 395-414。
- 楊俊中 (1998),「股權結構與經營績效相關性之研究」,國立台灣大學會計研究所未出版碩士論文。
- 楊耀禎 (2000),「管理者持股、風險與財務決策關聯性之研究」,國立東華大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 葉銀華、邱顯比 (1996),「資本結構、股權結構與公司價值關聯性之實證研究:代理成本理論」。
- 蔣殿春 (2003),「中國上市公司資本結構和融資傾向」,世界經濟,第二十六卷,第七期,頁 43-53。

英文文獻

- Acharya, V., Almeida, H., Campello, M. (2007), Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation* 16, 515–554.
- Acharya, V., Davydenko, S. A., and Strebulaev, I. A. (2012), Cash holdings and credit risk. *Review of Financial Studies*, hhs106.

- Agrawal, A., and Nagarajan, N. J. (1990), Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms. *The Journal of Finance*, 45(4), 1325-1331.
- Almeida, H., Campello, M., and Weisbach, M. S. (2011), Corporate financial and investment policies when future financing is not frictionless. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 675-693.
- Babenko, I. (2004), Optimal capital structure of the firm in the presence of costs of financial distress. In *EFA 2004 Maastricht Meetings Paper* (No. 5179).
- Barclay, M., Smith, C. W., and Morellec, E. (2006), On the Debt Capacity of Growth Options. *Journal of Business*, 79(1), 37-59.
- Becker, G. S. (1981), Altruism in the Family and Selfishness in the Market Place. *Economica*, 1-15.
- Benanke, B. S., and Gertler, M. (1989), Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuation. *AER*, 1989, 14-31.
- Berger, P. G., Ofek, E., and Yermack, D. L. (1997), Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438.
- Bertrand, M., and Schoar, A. (2006), The role of family in family firms. *The Journal of Economic Perspectives*, 73-96.
- Bessler, W., Drobetz, W., Haller, R., and Meier, I. (2013), The international zero-leverage phenomenon. *Journal of Corporate Finance*, 23, 196-221.
- Bolton, P., and Freixas, X. (2000), Equity, bonds, and bank debt: Capital structure and financial market equilibrium under asymmetric information. *Journal of Political Economy*, 108(2), 324-351.
- Byoun, S. (2008a), How and when do firms adjust their capital structures toward targets?. *The Journal of Finance*, 63(6), 3069-3096.
- Byoun, S., Moore, W. T., and Xu, Z. (2008b), Why do some firms become debt-free. Unpublished working paper, Baylor University.
- Byoun, S., and Xu, Z. (2013), Why do some firms go debt free?. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 42(1), 1-38.
- Calomiris, C. W., Himmelberg, C. P., and Wachtel, P. (1995), Commercial paper, corporate finance, and the business cycle: a microeconomic perspective. In *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* (Vol. 42, pp. 203-250). North-Holland.
- Campello, M., Graham, J. R., and Harvey, C. R. (2010), The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 470-487.
- Chen, J. J. (2004), Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business research*, 57(12), 1341-1351.
- Cheng, S. (2008), Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 157-176.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., and Naveen, L. (2008), Boards: Does one size fit all?. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329-356.

- Dang, V. A. (2013), An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK. *International Review of Financial Analysis*, 30, 189-202.
- DeAngelo, H., and DeAngelo, L. (2007), Capital structure, payout policy, and financial flexibility. *Marshall School of Business Working Paper No. FBE*, 02-06.
- DeAngelo, H., and Masulis, R. W. (1980), Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of financial economics*, 8(1), 3-29.
- Devos, E., Dhillon, U., Jagannathan, M., and Krishnamurthy, S. (2012), Why are firms unlevered?. *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 664-682.
- Diamond, D. W. (1991), Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of political Economy*, 689-721.
- Dickinson, V. (2011), Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle, *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994.
- D'Mello, R., and Gruskin, M. (2014), Are the benefits of debt declining? The decreasing propensity of firms to be adequately levered. *Journal of Corporate Finance*, 29, 327-350.
- Easterbrook, F. H. (1984), Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 650-659.
- Fama, E. F. (1980), Agency Problems and the Theory of the Firm. *The journal of political economy*, 288-307.
- Fama, E. F., and French, K. R. (2002), Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of financial studies*, 15(1), 1-33.
- Faulkender, M., and Petersen, M. A. (2006), Does the source of capital affect capital structure?. *Review of financial studies*, 19(1), 45-79.
- Fazzari, S., Hubbard, R. G., and Petersen, B. C. (1988). *Financing Constraints and Corporate Investment*. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141-195.
- Frank, M. Z., and Goyal, V. K. (2007), Trade-off and pecking order theories of debt. Available at SSRN 670543.
- Goldstein, R., Ju, N., and Leland, H. (2001), An EBIT-Based Model of Dynamic Capital Structure*. *The Journal of Business*, 74(4), 483-512.
- Gomes, A. (2000), Going public without governance: managerial reputation effects. *The Journal of Finance*, 55(2), 615-646.
- Graham, J. R. (2000), How big are the tax benefits of debt?. *The Journal of Finance*, 55(5), 1901-1941.
- Graham, J., and Leary, M., (2011), A review of empirical capital structure research and directions for the future. *Annual Review of Financial Economics* 3, 309–345.
- Graham, J. R., and Narasimhan, K. (2004), Corporate survival and managerial experiences during the Great Depression. In *AFA 2005 Philadelphia Meetings*.
- Grinblatt, M., and Titman, S. (2002), *Financial markets and corporate strategy*(Vol. 2). McGraw-Hill/Irwin.
- Hackbarth, D. (2008), Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial*

- and Quantitative Analysis, 43(04), 843-881.
- Hackbarth, D., and Mauer, D. C. (2011), Optimal priority structure, capital structure, and investment. *Review of Financial Studies*, hhr129.
- Hennessy, C. A., and Whited, T. M. (2005), Debt dynamics. *The Journal of Finance*, 60(3), 1129-1165.
- Hermalin, B. E., and Weisbach, M. S. (1998), Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 96-118.
- Jensen, M. C. (1986), Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review*, 76(2).
- 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.
- Kiyotaki, N., and Moore, J. (1997), Credit Cycles. *The Journal of Political Economy*, 105(2), 211-248.
- Korteweg, A. (2010), The net benefits to leverage. *The Journal of Finance*, 65(6), 2137-2170.
- Kurshev, A., and Strebulaev, I. (2012), Firm size and capital structure. Unpublished working paper. Stanford Graduate School of Business, Stanford, CA.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (2000), Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
- Lemmon, M., and Roberts, M. (2010), The response of corporate financing and investment to changes in the supply of credit. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 45, 555–587.
- Lemmon, M., and Zender, J. (2010), Debt capacity and tests of capital structure theories. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 45, 1161–1187.
- Lewellen, K. (2006), Financing decisions when managers are risk averse. *Journal of Financial Economics*, 82(3), 551-589.
- MacKay, P., and Phillips, G. M. (2002), Is there an optimal industry financial structure? (No. w9032). National bureau of economic research.
- Malmendier, U., Tate, G., and Yan, J. (2011), Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *Journal of Finance* 66, 1687–1733
- Marchica, M. T., and Mura, R. (2010), Financial flexibility, investment ability, and firm value: evidence from firms with spare debt capacity. *Financial management*, 39(4), 1339-1365.
- Miller, M. H. (1977), Debt and Taxes. *Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- Minton, B. A., and Wruck, K. H. (2002), Financial conservatism: Evidence on capital structure from low leverage firms.
- Modigliani, F., and Miller, M. H. (1958), The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 261-297.
- Morellec, E. (2004), Can managerial discretion explain observed leverage ratios?. *Review of*

- Financial Studies, 17(1), 257-294.
- Myers, S. C. (1984a), The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S. C., and Majluf, N. S. (1984b), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Ni, J., and Yu, M. (2008), Testing the pecking-order theory: evidence from Chinese listed companies. *Chinese Economy*, 41(1), 97-113.
- 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.
- Opler, T. C., and Titman, S. (1994), Financial distress and corporate performance. *The Journal of Finance*, 49(3), 1015-1040.
- Ryan, H. E., and Wang, L. (2012), CEO mobility and the CEO-firm match: evidence from CEO employment history. Available at SSRN 1772873.
- Safieddine, A., and Titman, S. (1999), Leverage and corporate performance: Evidence from unsuccessful takeovers. *The Journal of Finance*, 54(2), 547-580.
- Stiglitz, J. E., and Weiss, A. (1981), Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 393-410.
- Strebulaev, I. A. (2007), Do tests of capital structure theory mean what they say?. *The Journal of Finance*, 62(4), 1747-1787.
- Strebulaev, I. A., and Yang, B. (2013), The mystery of zero-leverage firms. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 1-23.
- Stulz, R. (1990), Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of financial Economics*, 26(1), 3-27.
- Tong, G., and Green, C. J. (2005), Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies. *Applied Economics*, 37(19), 2179-2189.
- Weisbach, M. S. (1988), Outside directors and CEO turnover. *Journal of financial Economics*, 20, 431-460.
- Whited, T. M. (1992), Debt, liquidity constraints, and corporate investment: Evidence from panel data. *The Journal of Finance*, 47(4), 1425-1460.
- Williams, J. T. (1995), Financial and industrial structure with agency. *Review of Financial Studies*, 8(2), 431-474.
- Yang, B. (2013), Dynamic capital structure with heterogeneous beliefs and market timing. *Journal of Corporate Finance*, 22, 254-277.
- Yao-hui, Q. U., and Yuan-lue, F. U. (2007), The Pecking Order Theory Verified by Chinese Companies Data: Test on Preference of Equity Financing Again. *Journal of Finance and Economics*, 2, 108-118.
- Yermack, D. (1996), Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-212.

附錄 A

A.1 兩國各產業零舉債比例

PANEL A: TW firms							
	TSE	產業名稱	ZL 家數	ZL 比例	AZL 家數	AZL 比例	
傳統產業	1	水泥工業	11	0.55%	38	0.95%	
	2	食品工業	30	1.51%	85	2.12%	
	3	塑膠工業	29	1.46%	70	1.74%	
	4	紡織工業	81	4.07%	154	3.84%	
	5	電機機械	56	2.82%	135	3.36%	
	6	電器電纜	16	0.80%	70	1.74%	
	8	玻璃陶瓷	1	0.05%	6	0.15%	
	9	造紙工業	0	0.00%	6	0.15%	
	10	鋼鐵工業	6	0.30%	36	0.90%	
	11	橡膠工業	3	0.15%	24	0.60%	
	12	汽車工業	10	0.50%	17	0.42%	
	14	建材營造	59	2.97%	117	2.92%	
	15	航運	52	2.62%	74	1.84%	
	16	觀光	90	4.53%	123	3.07%	
	18	貿易百貨	30	1.51%	57	1.42%	
	20	其他	84	4.23%	205	5.11%	
	21	化學工業	40	2.01%	145	3.61%	
	22	生技醫療	95	4.78%	174	4.34%	
	23	油電燃氣	64	3.22%	91	2.27%	
	32	文化創意業	60	3.02%	88	2.19%	42.74%
電子業	24	半導體業	335	16.85%	545	13.58%	
	25	電腦及週邊設備業	180	9.05%	371	9.24%	
	26	光電業	68	3.42%	151	3.76%	
	27	通訊網路業	132	6.64%	249	6.20%	
	28	電子零組件業	168	8.45%	454	11.31%	
	29	電子通路業	44	2.21%	76	1.89%	
	30	資訊服務業	149	7.49%	232	5.78%	
	31	其他電子業	95	4.78%	220	5.48%	57.26%
	樣本數			1988	100%	4013	100%
	PANEL B: CH firms						
農業	1	農業	7	0.28%	25	0.48%	
	3	畜牧業	3	0.12%	4	0.08%	
	4	漁業	10	0.40%	15	0.29%	0.85%
採礦業	6	煤炭開採和洗選業	18	0.72%	44	0.85%	
	8	黑色金屬礦採選業	0	0.00%	22	0.42%	
	9	有色金屬礦採選業	20	0.80%	49	0.94%	
	11	開採輔助活動	12	0.48%	21	0.40%	2.62%
製造業	13	農副食品加工業	13	0.52%	43	0.83%	
	14	食品製造業	22	0.88%	39	0.75%	
	15	酒飲料和精製茶製造業	129	5.17%	207	3.99%	
	17	紡織業	34	1.36%	81	1.56%	
	18	紡織服裝、服飾業	49	1.96%	82	1.58%	
	19	皮革毛皮羽毛及製鞋業	3	0.12%	6	0.12%	

21	傢俱製造業	8	0.32%	23	0.44%	
22	造紙及紙製品業	9	0.36%	14	0.27%	
23	印刷和記錄媒介複製業	5	0.20%	7	0.13%	
24	文教工美體育娛樂用品	9	0.36%	19	0.37%	
25	石油加工煉焦及核燃料	25	1.00%	39	0.75%	
26	化學原料及化學製品	128	5.13%	231	4.45%	
27	醫藥製造業	181	7.26%	378	7.28%	
28	化學纖維製造業	9	0.36%	25	0.48%	
29	橡膠和塑膠製品業	23	0.92%	65	1.25%	
30	非金屬礦物製品業	20	0.80%	61	1.17%	
31	黑色金屬冶煉及壓延	3	0.12%	23	0.44%	
32	有色金屬冶煉和壓延	24	0.96%	45	0.87%	
33	金屬製品業	31	1.24%	54	1.04%	
34	通用設備製造業	95	3.81%	260	5.01%	
35	專用設備製造業	113	4.53%	238	4.58%	
36	汽車製造業	53	2.13%	209	4.02%	
37	鐵路、船舶、航空航太	56	2.25%	114	2.19%	
38	電氣機械及器材製造業	185	7.42%	391	7.53%	
39	電子設備製造業	248	9.94%	532	10.24%	
40	儀器儀錶製造業	27	1.08%	58	1.12%	
41	其他製造業	7	0.28%	11	0.21%	62.67%
其他產業	44 電力熱力生產和供應	18	0.72%	60	1.16%	
	45 燃氣生產和供應業	8	0.32%	12	0.23%	
	46 水的生產和供應業	17	0.68%	21	0.40%	
	48 土木工程建築業	16	0.64%	46	0.89%	
	50 建築裝飾和其他建築業	21	0.84%	28	0.54%	
	51 批發業	52	2.09%	151	2.91%	
	52 零售業	107	4.29%	236	4.54%	
	53 鐵路運輸業	8	0.32%	9	0.17%	
	54 道路運輸業	32	1.28%	78	1.50%	
	55 水上運輸業	20	0.80%	33	0.64%	
	56 航空運輸業	22	0.88%	48	0.92%	
	59 倉儲業	6	0.24%	9	0.17%	
	61 住宿餐飲業	27	1.08%	47	0.91%	
	63 電信廣電和衛星傳輸	15	0.60%	22	0.42%	
	64 互聯網和相關服務	32	1.28%	39	0.75%	
	65 軟體和資訊技術服務業	173	6.94%	311	5.99%	
	70 房地產業	158	6.34%	276	5.31%	
	72 商務服務業	47	1.88%	83	1.60%	
	73 研究和試驗發展	5	0.20%	8	0.15%	
	74 專業技術服務業	12	0.48%	24	0.46%	
	77 生態保護和環境治理	8	0.32%	11	0.21%	
	78 公共設施管理業	12	0.48%	36	0.69%	
	83 衛生	20	0.80%	24	0.46%	
	85 新聞和出版業	27	1.08%	58	1.12%	
	86 廣播電視電影影視	24	0.96%	29	0.56%	
	87 文化藝術業	13	0.52%	22	0.42%	
	90 綜合	15	0.60%	38	0.73%	33.87%
	樣本數	2494	100%	5194	100%	

附錄 B

附錄 B 中，由於本文採用兩種零舉債之定義，因此將所探討的另一種定義收入於附錄中，並將與本文中之零舉債(AZL)相同研究方法所呈現之結果，使用相對應之表編號。

B.10 零舉債與有舉債公司的敘述統計量(All)

此表所顯示的為台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間，台灣與中國零舉債和有舉債公司的敘述統計量，表中分別為平均數及中位數（以粗體字表示），及兩者差異之值。零舉債公司為當年度負債為零的公司，其他則為有舉債公司。並分成所有公司、有支付股利公司(DP)、無支付股利公司(ZD)、成熟型公司(Mature)，以及非成熟型公司(Non-Mature)的統計量。所有變數定義請參考表 2 所示。表內係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

變數	All firms			DP firms			ZD firms			Mature firms			Non-Mature firms		
	ZL	Debt	ZL-Debt	ZL	Debt	ZL-Debt									
PANEL A: TW firms															
ML	0.000	0.978	-0.978***	0.000	0.972	-0.972***	0.000	0.987	-0.987***	0.000	0.964	-0.964***	0.000	0.987	-0.987***
	0.000	0.997	-0.997***	0.000	0.996	-0.996***	0.000	0.998	-0.998***	0.000	0.995	-0.995***	0.000	0.997	-0.997***
BL	0.000	0.224	-0.224***	0.000	0.198	-0.198***	0.000	0.263	-0.263***	0.000	0.178	-0.178***	0.000	0.252	-0.252***
	0.000	0.210	-0.210***	0.000	0.182	-0.182***	0.000	0.259	-0.259***	0.000	0.155	-0.155***	0.000	0.242	-0.242***
SIZE	9.267	9.723	-0.456***	9.364	9.831	-0.467***	9.016	9.564	-0.547***	9.344	9.765	-0.421***	9.163	9.698	-0.535***
	9.226	9.652	-0.426***	9.311	9.740	-0.429***	8.950	9.508	-0.558***	9.282	9.687	-0.405***	9.134	9.631	-0.497***
MB	1.740	1.304	0.436***	1.746	1.350	0.396***	1.726	1.237	0.488***	1.797	1.350	0.447***	1.663	1.277	0.386***
	1.464	1.109	0.355***	1.503	1.153	0.350***	1.366	1.043	0.323***	1.559	1.138	0.421***	1.331	1.094	0.236***
CASH	0.355	0.155	0.200***	0.359	0.176	0.183***	0.345	0.124	0.222***	0.347	0.170	0.177***	0.365	0.146	0.219***
	0.344	0.123	0.221***	0.346	0.147	0.199***	0.334	0.090	0.243***	0.335	0.141	0.193***	0.360	0.113	0.247***
PROFIT	0.074	0.043	0.031***	0.105	0.074	0.032***	-0.006	-0.002	-0.004***	0.108	0.068	0.040***	0.029	0.028	0.000
	0.077	0.048	0.029***	0.096	0.068	0.028***	0.018	0.016	0.002***	0.100	0.065	0.035***	0.045	0.038	0.007**
DIV	0.044	0.020	0.024***	0.061	0.034	0.028***	0.000	0.000	0.000	0.057	0.031	0.026***	0.027	0.014	0.013***
	0.033	0.009	0.024***	0.052	0.025	0.027***	0.000	0.000	0.000	0.049	0.021	0.028***	0.000	0.001	-0.001***
TANGIBLE	0.218	0.319	-0.100***	0.227	0.302	-0.074***	0.195	0.344	-0.149***	0.245	0.334	-0.089***	0.183	0.310	-0.126***
	0.174	0.304	-0.130***	0.185	0.286	-0.101***	0.138	0.337	-0.200***	0.210	0.319	-0.109***	0.128	0.295	-0.167***
RD	0.065	0.024	0.041***	0.054	0.022	0.032***	0.092	0.026	0.066***	0.053	0.023	0.030***	0.080	0.024	0.056***
	0.023	0.008	0.015***	0.022	0.009	0.012***	0.030	0.005	0.025***	0.022	0.011	0.011***	0.026	0.006	0.020***
AGE	1.310	1.369	-0.059***	1.313	1.379	-0.066***	1.303	1.353	-0.051***	1.313	1.381	-0.068***	1.306	1.361	-0.055***
	1.322	1.398	-0.076***	1.322	1.398	-0.076***	1.322	1.380	-0.058***	1.322	1.415	-0.093***	1.322	1.380	-0.058***

CE	0.026	0.049	-0.023***	0.026	0.052	-0.025***	0.023	0.044	-0.020***	0.029	0.042	-0.013***	0.021	0.052	-0.032***
	0.012	0.030	-0.018***	0.013	0.035	-0.022***	0.009	0.024	-0.015***	0.016	0.030	-0.015***	0.008	0.030	-0.022***
AS	0.840	0.887	-0.047***	0.886	0.965	-0.079***	0.721	0.771	-0.050**	0.885	0.956	-0.071***	0.780	0.846	-0.066***
	0.750	0.769	-0.019***	0.780	0.844	-0.063***	0.625	0.667	-0.042***	0.790	0.844	-0.055***	0.673	0.723	-0.050***
Mature	0.575	0.374	0.201***	0.711	0.457	0.254***	0.222	0.251	-0.029						
	1.000	0.000	1.000***	1.000	0.000	1.000***	0.000	0.000	0.000						
N	1988	15164		1434	9048		554	6116		1143	5675		845	9489	

PANEL B: CH firms

ML	0.000	0.279	-0.279***	0.000	0.244	-0.244***	0.000	0.311	-0.311***	0.000	0.252	-0.252***	0.000	0.291	-0.291***
	0.000	0.212	-0.212***	0.000	0.172	-0.172***	0.000	0.236	-0.236***	0.000	0.174	-0.174***	0.000	0.228	-0.228***
BL	0.000	0.249	-0.249***	0.000	0.237	-0.237***	0.000	0.256	-0.256***	0.000	0.214	-0.214***	0.000	0.265	-0.265***
	0.000	0.236	-0.236***	0.000	0.221	-0.221***	0.000	0.240	-0.240***	0.000	0.191	-0.191***	0.000	0.252	-0.252***
SIZE	9.077	9.374	-0.297***	9.156	9.396	-0.240***	8.724	8.989	-0.265***	9.174	9.401	-0.227***	8.956	9.362	-0.406***
	9.052	9.313	-0.261***	9.113	9.335	-0.221***	8.722	8.971	-0.249***	9.124	9.335	-0.211***	8.942	9.306	-0.364***
MB	30.243	1.951	28.292***	2.944	2.129	0.816*	151.274	2.233	149.04***	11.581	1.805	9.777***	53.474	2.015	51.459***
	2.346	1.351	0.995***	2.335	1.499	0.836***	2.528	1.230	1.299***	2.310	1.348	0.961***	2.463	1.351	1.112***
CASH	0.335	0.154	0.182***	0.355	0.162	0.193***	0.249	0.128	0.120***	0.366	0.155	0.211***	0.298	0.153	0.145***
	0.325	0.128	0.197***	0.346	0.135	0.211***	0.212	0.105	0.107***	0.352	0.126	0.227***	0.287	0.129	0.158***
PROFIT	0.079	0.050	0.029***	0.083	0.052	0.031**	0.060	0.051	0.009**	0.092	0.060	0.032***	0.061	0.045	0.016***
	0.068	0.050	0.018***	0.072	0.050	0.021***	0.040	0.059	-0.019**	0.078	0.056	0.022***	0.048	0.047	0.001***
DIV	0.023	0.022	0.001***	0.028	0.026	0.003***	0.000	0.000	0.000	0.031	0.027	0.004***	0.014	0.020	-0.006***
	0.016	0.021	-0.004***	0.022	0.023	-0.001	0.000	0.000	0.000	0.024	0.025	-0.001	0.004	0.019	-0.015***
TANGIBLE	0.228	0.329	-0.100***	0.224	0.324	-0.100***	0.247	0.329	-0.082***	0.243	0.366	-0.123***	0.210	0.313	-0.102***
	0.200	0.302	-0.102***	0.197	0.297	-0.100***	0.242	0.314	-0.072***	0.211	0.342	-0.131***	0.177	0.284	-0.107***
AGE	1.139	1.143	-0.005	1.130	1.156	-0.026***	1.175	0.997	0.178***	1.110	1.162	-0.051***	1.174	1.135	0.039***
	1.114	1.146	-0.032	1.114	1.146	-0.032***	1.204	1.041	0.163***	1.114	1.146	-0.032***	1.176	1.146	0.030***
CE	0.052	0.057	-0.006***	0.054	0.063	-0.009***	0.040	0.035	0.005***	0.060	0.052	0.008***	0.041	0.060	-0.019***
	0.035	0.039	-0.004***	0.039	0.045	-0.006***	0.011	0.007	0.004***	0.046	0.041	0.006***	0.020	0.037	-0.018***
AS	0.608	0.631	-0.024**	0.623	0.640	-0.017	0.538	0.490	0.048**	0.636	0.728	-0.091***	0.572	0.589	-0.017
	0.489	0.523	-0.034***	0.510	0.535	-0.025**	0.359	0.410	-0.051**	0.523	0.609	-0.086***	0.432	0.481	-0.049***
Mature	0.555	0.304	0.250***	0.654	0.336	0.318***	0.113	0.124	-0.011						
	1.000	0.000	1.000***	1.000	0.000	1.000***	0.000	0.000	0.000						
N	2494	23826		2035	10646		459	3059		1383	7251		1111	16575	

B.11 零舉債與有舉債公司的敘述統計量(Matched)

此表所顯示的為台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間，台灣與中國零舉債和對照組公司的敘述統計量，表中分別為平均數及中位數（以粗體字表示），及兩者差異之值。零舉債公司為當年度負債為零的公司，對照組公司則請參考第四節研究方法之說明。並分成所有公司、有支付股利公司(DP)、無支付股利公司(ZD)、成熟型公司(Mature)，以及非成熟型公司(Non-Mature)的統計量。所有變數定義請參考表 2 所示。表內係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

變數	All firms			DP firms			ZD firms			Mature firms			Non-Mature firms		
	ZL	Matched	ZL-Matched	ZL	Matched	ZL-Matched									
PANEL A: TW firms															
ML	0.000	0.981	-0.981***	0.000	0.976	-0.976***	0.000	0.989	-0.989***	0.000	0.968	-0.968***	0.000	0.989	-0.989***
	0.000	0.997	-0.997***	0.000	0.996	-0.996***	0.000	0.998	-0.998***	0.000	0.995	-0.995***	0.000	0.997	-0.997***
BL	0.000	0.225	-0.225***	0.000	0.205	-0.205***	0.000	0.267	-0.267***	0.000	0.179	-0.179***	0.000	0.256	-0.256***
	0.000	0.212	-0.212***	0.000	0.190	-0.190***	0.000	0.263	-0.263***	0.000	0.158	-0.158***	0.000	0.248	-0.248***
SIZE	9.267	9.821	-0.554***	9.364	9.934	-0.570***	9.016	9.589	-0.572***	9.344	9.874	-0.530***	9.163	9.786	-0.623***
	9.226	9.722	-0.497***	9.311	9.817	-0.506***	8.950	9.507	-0.557***	9.282	9.760	-0.478***	9.134	9.688	-0.554***
MB	1.740	1.284	0.456***	1.746	1.339	0.407***	1.726	1.171	0.555***	1.797	1.343	0.454***	1.663	1.245	0.418***
	1.464	1.106	0.358***	1.503	1.150	0.353***	1.366	1.026	0.340***	1.559	1.138	0.421***	1.331	1.088	0.243***
CASH	0.355	0.164	0.191***	0.359	0.179	0.179***	0.345	0.132	0.213***	0.347	0.177	0.170***	0.365	0.155	0.211***
	0.344	0.135	0.210***	0.346	0.152	0.194***	0.334	0.101	0.233***	0.335	0.154	0.180***	0.360	0.123	0.237***
PROFIT	0.074	0.049	0.025***	0.105	0.076	0.030***	-0.006	-0.005	-0.002	0.108	0.071	0.037***	0.029	0.036	-0.007**
	0.077	0.052	0.025***	0.096	0.069	0.026***	0.018	0.012	0.006	0.100	0.069	0.031***	0.045	0.042	0.003
DIV	0.044	0.023	0.021***	0.061	0.034	0.027***	0.000	0.000	0.000	0.057	0.033	0.024***	0.027	0.016	0.011***
	0.033	0.013	0.020***	0.052	0.026	0.026***	0.000	0.000	0.000	0.049	0.025	0.025***	0.000	0.008	-0.008
TANGIBLE	0.218	0.302	-0.084***	0.227	0.295	-0.067***	0.195	0.318	-0.123***	0.245	0.319	-0.074***	0.183	0.291	-0.108***
	0.174	0.285	-0.112***	0.185	0.277	-0.092***	0.138	0.307	-0.169***	0.210	0.302	-0.092***	0.128	0.274	-0.146***
RD	0.065	0.023	0.042***	0.054	0.021	0.033***	0.092	0.026	0.066***	0.053	0.023	0.030***	0.080	0.023	0.058***
	0.023	0.011	0.013***	0.022	0.011	0.010***	0.030	0.009	0.021***	0.022	0.013	0.008***	0.026	0.009	0.017***
AGE	1.310	1.367	-0.057***	1.313	1.378	-0.065***	1.303	1.345	-0.043***	1.313	1.381	-0.068***	1.306	1.358	-0.053***
	1.322	1.398	-0.076***	1.322	1.398	-0.076***	1.322	1.362	-0.040***	1.322	1.398	-0.076***	1.322	1.380	-0.058***
CE	0.026	0.050	-0.024***	0.026	0.054	-0.027***	0.023	0.041	-0.018***	0.029	0.045	-0.015***	0.021	0.053	-0.032***
	0.012	0.032	-0.020***	0.013	0.038	-0.025***	0.009	0.022	-0.013***	0.016	0.033	-0.018***	0.008	0.031	-0.023***
AS	0.840	0.916	-0.076***	0.886	0.975	-0.088***	0.721	0.796	-0.075***	0.885	0.974	-0.089***	0.780	0.878	-0.098***
	0.750	0.795	-0.046***	0.780	0.852	-0.071***	0.625	0.691	-0.065***	0.790	0.860	-0.070***	0.673	0.751	-0.078***
Mature	0.575	0.394	0.181***	0.711	0.457	0.254***	0.222	0.263	-0.041**						
	1.000	0.000	1.000***	1.000	0.000	1.000***	0.000	0.000	0.000						
N	1988	9172		1434	6160		554	3012		1143	3610		845	5562	

PANEL B: CH firms

ML	0.000	0.312	-0.312***	0.000	0.308	-0.308***	0.000	0.359	-0.359***	0.000	0.298	-0.298***	0.000	0.318	-0.318***
	0.000	0.255	-0.255***	0.000	0.251	-0.251***	0.000	0.289	-0.289***	0.000	0.238	-0.238***	0.000	0.261	-0.261***
BL	0.000	0.274	-0.274***	0.000	0.274	-0.274***	0.000	0.273	-0.273***	0.000	0.252	-0.252***	0.000	0.283	-0.283***
	0.000	0.256	-0.256***	0.000	0.256	-0.256***	0.000	0.254	-0.254***	0.000	0.232	-0.232***	0.000	0.266	-0.266***
SIZE	9.077	9.495	-0.419***	9.156	9.537	-0.380***	8.724	9.079	-0.355***	9.174	9.498	-0.325***	8.956	9.494	-0.538***
	9.052	9.432	-0.380***	9.113	9.465	-0.351***	8.722	9.049	-0.328***	9.124	9.439	-0.315***	8.942	9.428	-0.486***
MB	30.243	1.619	28.63*	2.944	1.629	1.316***	151.274	1.517	149.8***	11.581	1.603	9.978*	53.474	1.625	51.849***
	2.346	1.305	1.041***	2.335	1.326	1.009***	2.528	1.166	1.363***	2.310	1.289	1.020***	2.463	1.312	1.151***
CASH	0.335	0.146	0.190***	0.355	0.148	0.207***	0.249	0.126	0.122***	0.366	0.136	0.230***	0.298	0.150	0.148***
	0.325	0.126	0.200***	0.346	0.127	0.219***	0.212	0.104	0.108***	0.352	0.115	0.237***	0.287	0.130	0.157***
PROFIT	0.079	0.049	0.029***	0.083	0.049	0.033***	0.060	0.049	0.012***	0.092	0.058	0.035***	0.061	0.046	0.015***
	0.068	0.049	0.019***	0.072	0.048	0.023***	0.040	0.057	-0.017	0.078	0.054	0.024***	0.048	0.047	0.001***
DIV	0.023	0.024	0.000	0.028	0.026	0.002***	0.000	0.000	0.000	0.031	0.028	0.003***	0.014	0.022	-0.008***
	0.016	0.022	-0.006***	0.022	0.024	-0.002***	0.000	0.000	0.000	0.024	0.026	-0.002	0.004	0.021	-0.017***
TANGIBLE	0.228	0.319	-0.091***	0.224	0.320	-0.096***	0.247	0.312	-0.065***	0.243	0.370	-0.127***	0.210	0.299	-0.088***
	0.200	0.291	-0.091***	0.197	0.291	-0.094***	0.242	0.292	-0.050***	0.211	0.350	-0.139***	0.177	0.268	-0.090***
AGE	1.139	1.157	-0.019***	1.130	1.177	-0.047***	1.175	0.959	0.216***	1.110	1.179	-0.068***	1.174	1.149	0.025**
	1.114	1.146	-0.032***	1.114	1.146	-0.032***	1.204	1.000	0.204***	1.114	1.146	-0.032***	1.176	1.146	0.030***
CE	0.052	0.056	-0.005***	0.054	0.059	-0.005***	0.040	0.029	0.011***	0.060	0.050	0.010***	0.041	0.059	-0.018***
	0.035	0.038	-0.003***	0.039	0.041	-0.002*	0.011	0.003	0.009***	0.046	0.039	0.007***	0.020	0.037	-0.018***
AS	0.608	0.641	-0.033***	0.623	0.655	-0.032***	0.538	0.498	0.040*	0.636	0.730	-0.094***	0.572	0.606	-0.034**
	0.489	0.536	-0.047***	0.510	0.548	-0.037***	0.359	0.421	-0.062***	0.523	0.623	-0.100***	0.432	0.499	-0.067***
Mature	0.555	0.285	0.270***	0.654	0.297	0.357***	0.113	0.126	-0.013						
	1.000	0.000	1.000***	1.000	0.000	1.000***	0.000	0.000	0.000						
N	2494	13690		2035	12455		459	1235		1383	3897		1111	9793	

B.12 融資限制對零舉債公司之影響(All)

表中所顯示的為台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間的所有觀察值，依照不同的規模大小區分成四等份，並依此來觀察台灣與中國零舉債與有舉債公司對融資限制取代變數之差異。SIZE1 為規模最小的公司組，而以此類推 SIZE4 為規模相對較大的公司組。變數定義如表 2 所示。表中的值為各變數之平均數與有無舉債公司平均數差異之值。

	SIZE	CASH	TANGIBLE	CI	n%
PANEL A: TW firms					
1	ZL	0.377	0.205	12.669	6.10%
	DEBT	0.169	0.304	13.516	18.90%
	ZL-DEBT	0.208***	-0.100***	-0.847***	
2	ZL	0.341	0.244	14.043	3.03%
	DEBT	0.158	0.315	14.540	21.97%
	ZL-DEBT	0.183***	-0.071***	-0.497***	
3	ZL	0.319	0.224	14.661	1.87%
	DEBT	0.151	0.316	15.342	23.13%
	ZL-DEBT	0.168***	-0.092***	-0.680***	
4	ZL	0.308	0.213	15.787	0.59%
	DEBT	0.144	0.336	16.854	24.41%
	ZL-DEBT	0.164***	-0.123***	-1.067***	
All	ZL	0.355	0.218	13.508	11.59%
	DEBT	0.155	0.319	15.170	88.41%
	ZL-DEBT	0.200***	-0.100***	-1.662***	
PANEL B: CH firms					
1	ZL	0.316	0.239	10.478	4.11%
	DEBT	0.146	0.322	11.110	20.89%
	ZL-DEBT	0.169***	-0.083***	-0.632***	
2	ZL	0.369	0.226	11.626	2.69%
	DEBT	0.167	0.320	11.999	22.31%
	ZL-DEBT	0.202***	-0.094***	-0.374***	
3	ZL	0.340	0.208	12.063	1.82%
	DEBT	0.157	0.319	12.595	23.18%
	ZL-DEBT	0.183***	-0.111***	-0.533***	
4	ZL	0.315	0.229	12.939	0.86%
	DEBT	0.145	0.353	13.814	24.14%
	ZL-DEBT	0.170***	-0.124***	-0.875***	
All	ZL	0.335	0.228	11.331	9.48%
	DEBT	0.154	0.329	12.431	90.52%
	ZL-DEBT	0.182***	-0.100***	-1.100***	

B.13 融資限制對零舉債公司之影響(Matched)

表中所顯示的為台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間的所有觀察值，依照不同的規模大小區分成四等份，並依此來觀察台灣與中國零舉債與對照組公司對融資限制取代變數之差異。SIZE1 為規模最小的公司組，而以此類推 SIZE4 為規模相對較大的公司組。變數定義如表 2 所示。表中的值為各變數之平均數與有無舉債公司平均數差異之值。

	SIZE	CASH	TANGIBLE	CI	n%
PANEL A: TW firms					
1	ZL	0.369	0.214	12.785	10.39%
	Matched	0.157	0.301	13.898	14.61%
	ZL- Matched	0.212***	-0.086***	-1.114***	
2	ZL	0.349	0.229	14.137	4.05%
	Matched	0.168	0.297	14.637	20.95%
	ZL- Matched	0.180***	-0.068***	-0.500***	
3	ZL	0.317	0.220	14.723	11.64%
	Matched	0.166	0.292	15.389	22.39%
	ZL- Matched	0.151***	-0.071***	-0.665***	
4	ZL	0.318	0.212	15.868	0.76%
	Matched	0.161	0.317	16.974	24.24%
	ZL- Matched	0.157***	-0.106***	-1.106***	
All	ZL	0.355	0.218	13.508	17.81%
	Matched	0.164	0.302	15.400	82.19%
	ZL- Matched	0.191***	-0.084***	-1.892***	
PANEL B: CH firms					
1	ZL	0.323	0.238	10.650	8.03%
	Matched	0.141	0.324	11.514	16.97%
	ZL- Matched	0.181***	-0.086***	-0.864***	
2	ZL	0.372	0.220	11.711	3.92%
	Matched	0.154	0.310	12.182	21.08%
	ZL- Matched	0.218***	-0.089***	-0.471***	
3	ZL	0.322	0.206	12.202	2.42%
	Matched	0.149	0.312	12.780	22.58%
	ZL- Matched	0.173***	-0.106***	-0.578***	
4	ZL	0.328	0.238	13.115	1.04%
	Matched	0.139	0.330	13.966	23.96%
	ZL- Matched	0.189***	-0.092***	-0.851***	
All	ZL	0.335	0.228	11.331	15.41%
	Matched	0.146	0.319	12.713	84.59%
	ZL- Matched	0.190***	-0.091***	-1.382***	

B. 14 獲利性、成長機會和股利支付對零舉債公司之影響(All)

表中所顯示的為台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間的所有觀察值，依照不同的規模大小區分成四等份，並依此來觀察台灣與中國零舉債與有舉債公司對獲利性、股利發放、投資機會取代變數之差異。SIZE1 為規模最小的公司組合，而以此類推 SIZE4 為規模相對較大的公司組合。變數定義如表 2 所示。表中的值為各變數之平均數與有無舉債公司平均數差異之值。

SIZE		MB	RD	OCF	FCF	NINV	DIV
PANEL A: TW firms							
1	ZL	1.748	0.081	0.076	0.051	0.019	0.038
	DEBT	1.354	0.040	0.042	-0.001	0.036	0.017
	ZL-DEBT	0.394***	0.042***	0.033***	0.051***	-0.016***	0.021***
2	ZL	1.691	0.046	0.096	0.069	0.027	0.046
	DEBT	1.297	0.024	0.055	0.006	0.048	0.020
	ZL-DEBT	0.394***	0.022***	0.042***	0.063***	-0.021***	0.027***
3	ZL	1.755	0.047	0.109	0.084	0.031	0.056
	DEBT	1.299	0.019	0.058	0.009	0.049	0.021
	ZL-DEBT	0.456***	0.028***	0.051***	0.075***	-0.018***	0.035***
4	ZL	1.866	0.044	0.136	0.092	0.047	0.056
	DEBT	1.278	0.016	0.067	0.011	0.057	0.021
	ZL-DEBT	0.588***	0.028***	0.069***	0.081***	-0.010	0.034***
All	ZL	1.740	0.065	0.089	0.063	0.025	0.044
	DEBT	1.304	0.024	0.056	0.007	0.048	0.020
	ZL-DEBT	0.436***	0.041***	0.033***	0.056***	-0.024***	0.024***
PANEL B: CH firms							
1	ZL	66.453		0.043	0.092	-0.027	0.017
	DEBT	3.113		0.027	0.072	0.042	0.015
	ZL-DEBT	63.341***		0.016***	0.020***	-0.069***	0.002***
2	ZL	2.586		0.067	0.117	0.072	0.024
	DEBT	1.810		0.037	0.092	0.064	0.021
	ZL-DEBT	0.775***		0.030***	0.025***	0.007**	0.003***
3	ZL	2.513		0.086	0.131	0.075	0.031
	DEBT	1.609		0.040	0.095	0.067	0.023
	ZL-DEBT	0.903***		0.045***	0.036***	0.008**	0.008***
4	ZL	2.462		0.104	0.143	0.070	0.033
	DEBT	1.403		0.049	0.108	0.076	0.029
	ZL-DEBT	1.059***		0.055***	0.035***	-0.007	0.005***
All	ZL	30.243		0.064	0.111	0.029	0.023
	DEBT	1.951		0.039	0.092	0.063	0.022
	ZL-DEBT	28.292***		0.025***	0.019***	-0.034***	0.001***

B.15 獲利性、成長機會和股利支付對零舉債公司之影響(Matched)

表中所顯示的為台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間的所有觀察值，依照不同的規模大小區分成四等份，並依此來觀察台灣與中國零舉債與對照組公司對獲利性、股利發放、投資機會取代變數之差異。SIZE1 為規模最小的公司組合，而以此類推 SIZE4 為規模相對較大的公司組合。變數定義如表 2 所示。表中的值為各變數之平均數與有無舉債公司平均數差異之值。

SIZE		MB	RD	OCF	FCF	NINV	DIV
PANEL A: TW firms							
1	ZL	1.744	0.079	0.076	0.051	0.020	0.038
	Matched	1.275	0.032	0.042	-0.003	0.035	0.015
	ZL- Matched	0.469***	0.047***	0.035***	0.054***	-0.016***	0.024***
2	ZL	1.702	0.043	0.101	0.073	0.029	0.049
	Matched	1.266	0.024	0.057	0.008	0.047	0.023
	ZL- Matched	0.436***	0.020***	0.044***	0.065***	-0.018***	0.026***
3	ZL	1.726	0.047	0.110	0.084	0.031	0.058
	Matched	1.287	0.020	0.062	0.014	0.048	0.025
	ZL- Matched	0.439***	0.027***	0.048***	0.071***	-0.016***	0.033***
4	ZL	1.934	0.047	0.138	0.093	0.047	0.053
	Matched	1.301	0.019	0.074	0.017	0.057	0.026
	ZL- Matched	0.633***	0.027***	0.064***	0.075***	-0.010	0.027***
All	ZL	1.740	0.065	0.089	0.063	0.025	0.044
	Matched	1.284	0.023	0.061	0.010	0.048	0.023
	ZL- Matched	0.456***	0.042***	0.029***	0.053***	-0.024***	0.021***
PANEL B: CH firms							
1	ZL	55.756		0.046	0.095	-0.011	0.018
	Matched	1.851		0.028	0.048	-0.024	0.018
	ZL- Matched	53.906*		0.018***	0.047***	0.014***	0.001
2	ZL	2.557		0.073	0.121	0.073	0.025
	Matched	1.739		0.034	0.089	0.063	0.022
	ZL- Matched	0.818***		0.039***	0.032***	0.010***	0.003***
3	ZL	2.467		0.087	0.129	0.074	0.033
	Proxy	1.582		0.038	0.091	0.066	0.024
	ZL- Matched	0.885***		0.049***	0.038***	0.008*	0.008***
4	ZL	2.430		0.109	0.151	0.072	0.033
	Matched	1.383		0.039	0.095	0.073	0.029
	ZL- Matched	1.047***		0.070***	0.056***	-0.001	0.003***
All	ZL	30.243		0.064	0.111	0.029	0.023
	Matched	1.619		0.035	0.088	0.064	0.024
	ZL- Matched	28.625***		0.028***	0.023***	-0.034***	-0.001

B.16 零舉債公司的迴歸結果(All)

此表為迴歸式(1)之結果，由台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間零舉債與所有舉債公司樣本之邏輯式迴歸結果。因變數是零舉債公司之虛擬變數；如果公司年度觀察值為零舉債時，虛擬變數為 1，否則為 0。欄位一和二為所有樣本的結果；欄位三和四為有支付股利的子樣本結果，欄位五和六為無支付股利的子樣本結果。所有變數定義請參考表 2 所示。係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

變數	All firms		DP firms		ZD firms	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
PANEL A: TW firms						
SIZE	-1.964***	-0.904***	-1.888***	-0.671***	-2.343***	-1.268***
MB	0.292***	0.203***	0.287***	0.214***	0.428***	0.303***
PROFIT	1.145***	1.264***	-0.701	-0.537	2.355***	2.562***
TANGIBLE	-2.386***	2.111***	-2.097***	2.773***	-2.967***	1.157**
DIV	15.857***	8.391***	16.269***	8.996***		
RD		2.015***		0.865		2.948***
AGE		1.223***		0.969***		1.471***
CE		-9.039***		-11.017***		-5.552***
AS		-0.266***		-0.348***		-0.216*
SR		1.152		-2.012		16.340**
CASH		6.056***		5.741***		6.213***
CI		-0.385***		-0.482***		-0.316***
Mature		0.689***		0.804***		0.306**
Constant	16.212***	7.888***	15.651***	7.620***	19.481***	9.802***
N	17152	17152	10172	10172	6670	6670
R-squared	0.211613	0.339846	0.314172	0.335845	0.223652	0.360048

PANEL B: CH firms

SIZE	-1.539***	-1.220***	-1.507***	-1.494***	-1.745***	-1.379***
MB	0.001	0.000	0.000	0.001	0.002	0.000
PROFIT	6.736***	4.982***	8.774***	6.178***	1.537**	-0.713
TANGIBLE	-3.126***	-0.395*	-3.508***	-1.478***	-2.255***	-0.119
DIV	10.242***	-4.528***	12.468***	0.010		
AGE		0.456***		0.121		0.679***
CE		0.297		0.094		3.707***
AS		-0.289***		-0.165*		0.219
SR		16.750*		18.315		
CASH		7.041***		7.150***		5.822***
CI		-0.135***		0.121**		-0.221***
Mature		1.037***		1.220***		0.105
Constant	12.130***	8.082***	11.840***	7.844***	14.106***	10.828***
N	26320	26320	10749	10749	3518	3518
R-squared	0.122195	0.281204	0.140816	0.317009	0.09739	0.206593

B. 17 零舉債公司的迴歸結果(Matched)

此表為迴歸式(1)之結果，由台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間零舉債與對照組公司樣本之邏輯式迴歸結果。因變數是零舉債公司之虛擬變數；如果公司年度觀察值為零舉債時，虛擬變數為 1，否則為 0。欄位一和二為所有樣本的結果；欄位三和四為有支付股利的子樣本結果，欄位五和六為無支付股利的子樣本結果。所有變數定義請參考表 2 所示。係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

變數	All firms		DP firms		ZD firms	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
PANEL A: TW firms						
SIZE	-2.836***	-1.172***	-2.877***	-1.152***	-3.230***	-1.130***
MB	0.411***	0.334***	0.481***	0.400***	0.621***	0.296***
PROFIT	0.443	0.938*	-3.230***	-2.417***	2.332***	0.257
TANGIBLE	-2.044***	4.227***	-1.949***	4.882***	-2.370***	3.646***
DIV	17.275***	9.208***	18.037***	9.769***		
RD		3.381***		2.542***		1.957**
AGE		1.378***		1.117***		0.508**
CE		-10.626***		-13.220***		-11.100***
AS		-0.084		-0.090		-0.253***
SR		2.372		-3.154		-1.735
CASH		6.501***		6.455***		5.756***
CI		-0.691***		-0.757***		-0.551***
Mature		0.780***		0.899***		0.665***
Constant	24.763***	14.104***	25.403***	15.416***	27.993***	14.153***
N	11160	11160	7594	7594	3566	3566
R-squared	0.286881	0.427755	0.291792	0.434007	0.299778	0.386558

PANEL B: CH firms

SIZE	-2.260***	-1.737***	-2.328***	-2.089***	-2.002***	-1.610***
MB	0.252***	0.206***	0.272***	0.230***	0.142***	0.061**
PROFIT	7.218***	5.141***	8.522***	6.561***	1.687**	-1.381
TANGIBLE	-2.792***	0.519*	-3.062***	-0.120	-1.538***	1.040*
DIV	6.550***	-9.644***	6.515***	-4.645**		
AGE		0.476***		0.650***		0.764***
CE		-0.006		-0.022		4.837***
AS		-0.325***		-0.369***		0.286*
SR		31.049**		28.004*		
CASH		9.150***		10.103***		6.770***
CI		-0.257***		-0.102*		-0.413***
Mature		1.298***		1.522***		0.191
Constant	18.873***	13.906***	19.417***	14.661***	16.859***	15.326***
N	16184	16184	14490	14490	1694	1694
R-squared	0.225746	0.419209	0.229146	0.480505	0.181735	0.313576

B.18 零舉債的持續性

表中表示為台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間，零舉債公司的持續性，是利用 20 年觀察期間來做計算的。欄位中 ZL 顯示的是公司年度觀察值中有零舉債之比例。

ZL Years	TW firms		CH firms	
	Number of firms	Percentage	Number of firms	Percentage
0year	1988	100.00%	2494	100.00%
1year	1359	68.36%	1034	41.46%
2years	980	49.30%	571	22.89%
3years	730	36.72%	308	12.35%
4years	543	27.31%	165	6.62%
5years	408	20.52%	105	4.21%
6-10years	308	15.49%	74	2.97%
more than 10years	84	4.23%	24	0.96%

B.19 零舉債公司的迴歸結果：進入和退出(All)

表中為迴歸式(2)與(3)之結果，表示的為台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間，進入或退出零舉債政策的邏輯式迴歸分析結果。觀察樣本為台灣和中國零舉債與對照組公司。Entry 定義為一個公司前一年為非零舉債公司，然後當年度變為零舉債的公司為 1，否則為 0；Exit 定義則為一個公司當年度為零舉債公司，然後下一年度變為非零舉債公司為 1，否則為 0。所有的變數定義如表 2 所示。係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

變數	Entry		Exit	
	(1)	(2)	(3)	(4)
PANEL A: TW firms				
SIZE	0.347***	-0.062	0.373***	-0.132
MB	-0.040	0.035	0.141**	0.162**
PROFIT	0.246	-0.448	-0.568	-1.547**
TANGIBLE	0.161	-1.321**	0.518*	-1.591***
DIV	-5.863***	-4.146**	-2.677*	-0.411
RD		-1.583*		-2.070**
AGE		-0.100		-0.863***
CE		0.471		5.633***
AS		0.280***		0.239**
SR		1.473		1.952
CASH		-2.319***		-3.128***
CI		0.102		0.139*
Constant	-4.213***	-0.883	-5.044***	0.066
N	1988	1988	1988	1988
R-squared	0.011586	0.045208	0.067143	0.067126
PANEL B: CH firms				
SIZE	-1.403***	-0.767***	-0.590***	1.641
MB	0.000	0.000	-0.015	0.033
PROFIT	5.375***	6.120***	1.819**	-0.021
TANGIBLE	1.460***	1.849***	1.615***	0.939
DIV	-14.849***	-7.654**	-5.316*	0.665
AGE		0.432*		-1.390
CE		-6.018***		-0.886***
AS		0.104		5.852***
SR		-4.715		0.208
CASH		-3.253***		-10414.200
CI		-0.159***		-2.834***
Constant	9.699***	6.083***	3.004**	-0.236***
N	2494	2494	2494	2494
R-squared	0.09367	0.155925	0.0185	0.0677

B. 20 舉債公司的迴歸結果：進入和退出(Matched)

表中為迴歸式(2)與(3)之結果，表示的為台灣 1992-2014 觀察期間及中國 1996-2014 觀察期間，進入或退出零舉債政策的邏輯式迴歸分析結果。觀察樣本為台灣和中國零舉債與對照組公司。Entry 定義為一個公司前一年為非零舉債公司，然後當年度變為零舉債的公司為 1，否則為 0；Exit 定義則為一個公司當年度為零舉債公司，然後下一年度變為非零舉債公司為 1，否則為 0。所有的變數定義如表 2 所示。係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

變數	Entry		Exit	
	(1)	(2)	(3)	(4)
PANEL A: TW firms				
SIZE	0.814***	0.401	0.908***	0.047
MB	-0.107	-0.025	0.114	0.176**
PROFIT	0.518	-0.430	2.030**	0.414
TANGIBILE	-0.431	-1.908***	0.559	-2.373***
DIV	-8.249***	-6.647***	-7.154***	-4.382**
RD		-2.487**		-5.156***
AGE		-0.022		-1.463***
CE		1.573		3.953**
AS		0.259**		0.079
SR		2.805		8.285
CASH		-1.774***		-3.028***
CI		0.109		0.312***
Constant	-8.766***	-5.750***	-10.569***	-3.332*
N	1988	1988	1988	1988
R-squared	0.030682	0.058259	0.03809	0.100692
PANEL B: CH firms				
SIZE	-0.113	0.281	0.111	-0.660***
MB	-0.002	-0.006	-0.045*	-0.031**
PROFIT	3.514***	3.567***	2.830***	5.110***
TANGIBILE	0.888**	0.762	1.261***	0.523
DIV	-14.577***	-6.743**	-13.279***	-12.841***
AGE		0.744***		-0.604***
CE		-3.497**		4.189***
AS		0.465***		0.202*
SR		6.116		-12989.100
CASH		-3.842***		2.461***
CI		-0.139**		-0.303***
Constant	-1.271	-3.331**	-3.010**	5.481***
N	2494	2494	2494	2494
R-squared	0.022487	0.105197	0.0183	0.0233

B. 22 零舉債公司治理敘述性統計

此表顯示的為觀察期間 2005-2013 年間，公司治理相關變數之敘述性統計，表中數值為平均數及兩者差異之值。零舉債公司為當年度負債為零的公司，另一部分有舉債公司分成所有舉債公司(Debt)與對照組公司(Proxy)。所有變數定義請參考表 2 所示。表內係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

變數	ZL	Debt	ZL-Debt	Matched	ZL-Matched
Ownership	2.152	1.500	0.652***	1.521	0.631***
Comp.	3.494	3.504	-0.010	3.552	-0.058***
Tenure	13.775	15.351	-1.576***	15.138	-1.363***
Boardsize	0.956	0.964	-0.009***	0.968	-0.012***
Indirectors	0.166	0.127	0.039***	0.135	0.031***
Family	0.536	0.636	-0.099***	0.621	-0.085***
N	988	7555		4874	

B. 24 零舉債公司的迴歸結果：加入公司治理變數

此表顯示的為迴歸式(4)之結果。觀察期間 2005-2013 年間，零舉債政策加入公司治理變數後的邏輯式迴歸結果。因變數是如果公司年度觀察值為零舉債時，虛擬變數為 1 的值。樣本為 2006-2013 年台灣零舉債與有舉債之公司。其控制變數包含 SIZE、MB、PROFIT、TANGIBLE、DIV、RD、AGE、CE、AS、SR、CASH 及 CI。所有的變數定義表 2 所示。係數標記***、**、*分別為顯著水準 1%、5%、10%。

變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
PANEL A: All													
Ownership	-0.036**					-0.041**	-0.039**	-0.036**					-0.041**
Comp.		0.499**				0.509***	0.548***		0.505***				0.513***
Tenure			-0.0076				-0.008			-0.008			
Board size				1.129**		1.246**	1.202**				1.140**		1.256**
Indirectors					-1.611	-1.599***	-1.591***					-1.610***	-1.598***
Family								-0.012	0.033	0.015	0.024	0.004	0.022
Constant	11.879***	10.977***	11.374***	10.746***	13.013	12.053***	11.873***	11.889***	10.947***	11.363***	10.722***	13.010***	12.021***
Control variables	YES												
N	8543	8543	8543	8543	8543	8543	8543	8543	8543	8543	8543	8543	8543
R-squared	0.368462	0.368857	0.368123	0.368489	0.371378	0.374004	0.374388	0.368465	0.368879	0.368128	0.368501	0.371378	0.374013
PANEL B: Matched													
Ownership	-0.032					-0.037*	-0.035	-0.032					-0.037*
Comp.		0.190				0.201	0.244		0.194				0.200
Tenure			-0.013**				-0.012**			-0.013**			
Board size				1.275**		1.398**	1.330**				1.286**		1.396**
Indirectors					-2.019***	-2.016***	-2.001***					-2.023***	-2.016***
Family								-0.015	0.013	0.004	0.020	-0.020	-0.004
Constant	22.064***	21.601***	21.589***	20.897***	23.864***	22.938***	22.698***	22.072***	21.592***	21.588***	20.882***	23.877***	22.944***
Control variables	YES												
N	5862	5862	5862	5862	5862	5862	5862	5862	5862	5862	5862	5862	5862
R-squared	0.459531	0.459229	0.459954	0.459878	0.464124	0.465599	0.466335	0.459535	0.459232	0.459954	0.459885	0.464131	0.4656