

我國上市上櫃企業以短支長融資模式之從眾行為探討*

曾昭玲

世新大學財務金融學系副教授

周小玲

世新大學財務金融學系碩士

摘要

實務上雖然常論及我國企業多具有以短支長之積極融資模式，然相關學術研究卻對此一實務現象鮮有完整著墨，更遑論以短支長之從眾融資模式及其縱橫資料的實證分析。鑑此，本研究期能實證檢測企業是否集群地或從眾地採用此種積極且具風險的營運資金融資策略，具體而言，本文將援引縱橫資料模型分析 652 家民國 80-91 年於台灣上市及上櫃的公司，樣本之時間序列最長可達 12 年，共 4,263 個觀察值。

實證研究發現不論援引以短支長流量比率及存量金額變數檢測，約七成企業採行以短支長積極融資模式，此結果明確呼應實務上論及之我國企業多具有以短支長積極融資模式。此外，從眾行為之實證結果證實企業以短支長積極營運資金融資決策具有追隨大部份公司以短支長融資模式之從眾現象；深入觀之，企業多參考其他公司當期與前期以短支長比率以及前期以短支長金額以決定己身當期之以短支長積極融資模式。大體而言，銀行往來家數愈多或借款金額愈小的企業因其流動性風險較低，且與授信機構關係較好，較不易產生借款展期的疑慮，遂傾向採行較積極的以短支長融資模式。

關鍵詞：以短支長融資行為、從眾行為、銀行往來關係、營運資金管理、縱橫資料分析

壹、緒論

隨著我國積極地進行金融改革，逐步降低資本管制，開放各型金融機構設立，放寬企業上市上櫃與海外籌資之條件，凡此種種均改變了企業長、短期資金調度模式與銀行依賴關係。若嚴謹觀之，企業資金籌措、調度與管理之良窳高度攸關經營的成敗與發展，Gitman and Maxwell (1985) 對美國一千大企業進行的實證研究指出，財務主管平均投入的財務活動以財務規劃與預算之 35.3% 與營運資金管理之 31.5% 為首，可見資金管理不僅為財務主管經常性營運決策

* 致謝：作者誠摯感謝總編輯陳家彬教授與匿名審稿教授的不吝指正與寶貴建議，使本文更臻完整。

的核心工作，亦在財務活動中佔有舉足輕重的地位。而實務上多認為大型企業因規模較大、信用評等較高、財務報表可信度佳及會計制度健全與透明，以致有較多元的籌資管道；然中小企業因規模小、資本薄弱與抵押品不足之經營特性，遂不易於資本市場中籌措資金，致使其多依賴金融機構獲取資金。而由於金融機構借款較具有消除不對稱資訊、分散流動性風險並具多重協商彈性，因而較可減少企業違約風險及提早清算風險，進而提升其流動性、增進公司價值且具正向宣告效果等不可替代的特殊屬性（陳家彬、賴怡洵，2003；Bodenhorn, 2003; Bolton & Scharfstein, 1996; Detragiache, Garella, & Guiso, 2000; Fohlin, 1998; Houston & James, 2001; La Porta, Lopez-De-Silanes, & Zamarripa, 2003; Ongena & Smith, 2001; Rajan, 1992; Von Thadden, 1995），故依然是企業最重要的資金來源之一。若徵諸經濟部中小企業處編制之《中小企業白皮書》的實證資料（經濟部中小企業處，2003），吾等卻驟然發現大企業之負債佔總資金來源竟高達80%，且負債結構竟以流動負債為主，約佔總負債的70%之多，其中，企業短期借款（銀行為主）佔負債竟高達50%，長期借款（銀行為主）卻僅佔負債約6%，且長期銀行借款與債券市場公開發債等長期負債共僅佔總資金來源的20%（或佔總負債的25%）而已，而現金增資亦僅佔總資金來源的15%。令人驚訝的是，中小企業之負債卻僅佔總資金來源的66%，低於大企業的80%，但流動負債佔總負債高達90%，遠高於大企業的70%，而其長期負債佔總資金來源僅5%（或佔總負債的7%）而已，低於大企業的20%，惟現金增資佔總資金來源卻高達33%，高於大企業之15%。此等實證資料一致揭示：我國各型企業，甚至包括大型企業，均明顯較偏好向金融機構借入流動負債或短期借款籌資。換言之，台灣多數企業似傾向於金融或信貸市場借入「短期」資金，並藉由與金融機構之良好往來關係一再展期或續約以支應「長期資金」用途，似形成「以短支長」之積極營運資金管理模式；然若此高風險之以短支長融資習性致使多數企業均群起仿效形成從眾行為，一旦整體經濟或金融市場資金週轉出現系統性衝擊時，企業財務危機之集體骨牌連鎖效應著實驚人，不可不慎，值得深入剖析。

深入觀之，有能力藉由直接金融管道籌資之體質良好企業尚且具有以短支長之積極融資習性，更遑論資訊不對稱程度較高或體質未臻理想，以致不易公開籌措長期資金的一般企業，故台灣多數企業似明顯採「集群性或從眾性」的以短支長籌資模式或積極營運資金管理策略。然若企業驟然面臨非系統性或系統性風險等重大衝擊，加上渠等又具以短支長融資從眾行為，此將加速銀行兩天收傘或緊收短期銀根，致使企業面臨流動性風險或投資計畫無以為繼，極易發生骨牌連鎖性的倒閉危機，除直接衝擊企業與銀行雙方之資本結構與營運風險，更易導致銀行面臨嚴峻的壞帳危機。有鑑於此，本文將援引行為財務學之從眾行為（herding behavior）觀點以剖析企業以短支長財務決策是否具有集群或從眾模式，亦即在控制企業的財務或銀行往來關係特質後，檢測渠等是否仍傾向一窩蜂地採用以短支長之積極融資策略。若是，則我國企業特有的以短支長積極營運資金管理從眾行為之於金融市場與銀行經營的隱性衝擊，甚或潛在骨牌倒閉效應的殺傷力實不容小覷，亟待釐清與預警。然迄今，企業以短支長積極營運資金管理策略鮮少被學術文獻深入解析，更遑論此策略之從眾現象，致

使高度攸關我國企業或金融市場風險之以短支長融資從眾行為的研究仍付之闕如, 亟待深究。¹

爰此, 本文旨在對我國上市上櫃等優質企業是否採行以短支長積極與高風險資金管理策略及其從眾行為進行探討, 以期觀察台灣有別於金融先進國家之以短支長融資行為是否具有追隨領導者公司或多數公司之從眾現象。若深入由晚近興起之行為財務學的角度觀之, 其試圖由決策者的不理性行為或心理偏誤的角度出發, 諸如投資者多會壓抑己身想法, 即使不完全認同市場趨勢, 亦會依其所觀察與蒐集到的市場模式制定投資決策, 遂造成各類投資者的從眾行為, 例如一般投資人或機構投資人大多不會建構與其他人差異過大的投資組合, 以免己身投資績效明顯低於他人 (DeLong, Shleifer, Summer, & Waldman, 1990; Lakonishok, Shleifer, & Vishny, 1992; Shiller, 1984; Wermers, 1999)。是以, 若援引從眾行為觀點, 個別公司之財務決策者為避免己身以短支長積極融資模式迥異於其他公司, 並順應融資市場趨勢, 故應會跟隨市場上大部分公司或具領導地位公司之以短支長融資模式, 並考量自身財務特質 (如銀行往來關係等) 而調整積極營運資金管理決策, 因而產生從眾現象; 惟迄今此等財務管理迷思仍待驗證, 易言之, 企業是否一窩蜂地跟隨市場上大部分公司或領導者公司之以短支長籌資模式, 國內外研究皆鮮有著墨, 實待本文深入檢測。

有鑑於相關文獻迄今多僅論述此一融資實務現象, 故本研究將援引我國上市及上櫃企業多構面與多期之縱橫資料 (panel data), 除已囊括影響公司融資決策之一般財務變數外, 另加入銀行往來關係變數與多種融資從眾變數, 藉以檢測企業以短支長融資行為是否真具有從眾現象的存在, 甚或不同的銀行往來關係程度與財務特質對企業以短支長融資行為是否具有顯著影響, 以期確立此一積極且高風險之以短支長融資模式的普遍性, 進而揭示我國企業以短支長融資模式實具從眾行為的重要性, 並對所衍生的企業資金管理、金融機構營運及渠等風險連鎖反應與衝擊提出預警。本文結構簡述如下: 第壹節為緒論, 說明研究背景與目的, 第貳節為文獻回顧, 探討營運資金融資型態、銀行往來關係與從眾行為的相關文獻, 第參節為研究方法, 建構相關假說、變數定義與實證模型, 第肆節詳述實證結果與財金意涵, 第伍節總結本文。

貳、文獻回顧

本文之研究重點係剖析企業是否具有以短支長融資從眾行為, 並實證檢測企業特性與其銀行往來關係之於以短支長融資行為的影響, 故文獻回顧首先探討企業營運資金融資型態與從眾行為的相關文獻, 進而彙整評述企業之銀行往來關係的文獻如下。

¹ 若我國上市上櫃企業明顯具有以短支長之從眾行為, 則更遑論中小企業, 因無疑地, 中小企業囿於缺乏直接金融管道與優質抵押品, 更因信用風險偏高, 故外部融資多僅能依賴銀行資金, 且獲得之資金又以短期資金為主, 致使其以短支長融資模式具有從眾行為實無庸置疑。據此, 若以中小企業樣本進行學術實證檢測之意義似不大, 反而以上市上櫃企業進行以短支長融資從眾行為之檢測較對管理者、金融市場與政府主管機關具解開迷思與事前預警的重要意義。加上我國上市上櫃企業之公開財務資料多已經會計師嚴謹簽證, 且其銀行往來關係資料又甚為齊備與完整, 不似中小企業具嚴重之資料不可獲得性, 致使無法進行嚴謹的個體面資料檢測。鑑此, 本研究的樣本並不囊括實證檢測意涵與資料可獲得性均較具疑義的中小企業樣本, 反選擇上市上櫃企業進行較具管理迷思與學術嚴謹性之以短支長從眾行為研究。

一、營運資金融資型態與實證文獻回顧

根據學理，企業籌措資金宜遵守到期日配合原理，即短期（長期）資金需求應使用短期（長期）資金來源融資，以期降低融資成本與風險，故企業營運資金管理策略實需審慎評估其暫時性流動資產（係指由於季節性或經濟環境等因素致使暫時性流動資產呈現時多時少的波動狀況）及永久性流動資產（係指企業永續經營時所需最低額度的流動資產）之積極、中庸與保守融資政策。而積極的融資政策乃指企業除以短期融資來滿足暫時性流動資產外，還需滿足一部份永久性流動資產之資金需求，而固定資產及剩餘之永久性流動資產則由長期負債或權益來滿足；而更積極的作法是以短期融資來籌措所有流動資產與部分固定資產，此將使企業承擔更多因利率上漲所造成的風險，並面臨嚴重的貸款展期問題，一旦展期延誤，企業將面臨週轉不靈的危機，但其收益性高。中庸的融資政策乃指永久性流動資產及固定資產皆由長期負債及權益來滿足，即暫時性流動資產透過短期融資滿足，此可降低企業無法償還即將到期負債的風險，但期間若不配合也易週轉不靈，故流動性風險稍高。而保守的融資政策乃指企業不僅以長期負債及權益資金來融通永久性流動資產及固定資產，並以此來支應部分暫時性流動資產的資金需求，此作法易造成企業資金使用無效率，且因長期負債利率成本較高，故收益性較低。以下茲彙總企業營運資金管理於資金配置面與財務績效面之相關文獻如下。

（一）資金配置

Stowe, Watson, and Roberson (1980) 指出體質較好的企業基於避險理由將使資產與負債之到期日相互配合，即營運所需資金以短期資金支付，而資本投資所需資金則以長期資金支付。Hawawini, Viallet, and Vora (1986) 分析美國三十六個產業營運資金需求佔銷貨額百分比之變化，結果發現企業在進行營運資金決策時亦會以同業的平均為標竿。呂豫文 (1992) 利用 1991 年中華徵信所編製之「中華民國大型企業排名」中前 1,000 大民營製造業為研究對象，以短期負債融資數額的高低將樣本公司劃歸高、低風險融資政策群，其中 60.73% 的企業屬高風險融資政策群，顯示國內企業以短期資金作長期用途的現象仍具普遍性，亦即國內許多企業為求取短期低資金成本而犧牲了資本流動性，即未對資金來源與用途作適當配置。黃小雲 (2001) 亦發現國內股票上市公司之營運資金融資政策大多採積極型策略，而吳依純 (2003) 以集群分析法區分國內電子公司營運資金融資型態，結果顯示國內電子公司約有七成採行積極型營運資金融資政策。

（二）財務績效

Sagner (2001) 發現傳統營運資金管理中，流動資產佔流動負債比率越高，則企業績效越佳，但當資產無助於權益報酬率的提昇時，企業應保有最小化的流動資產以使財務績效最大化，而黃志成 (1990) 亦指出流動性、負債結構與融資決策間具有相當的相關性，但卻與獲利間無明顯相關性。施雅慧 (1992) 與薛伊叮 (2000) 則揭露企業營運資金融資政策越積極，財務績效卻不一定越佳，但營運資金管理的財務比率多對財務績效具顯著影響，故管理程度越高，營運績效越佳。黃小雲 (2001) 亦發現不同營運資金融資政策群別對公司價值具顯著差異性影響（但並不影響每股市價／帳面值比），甚且採積極型營運資

金策略的公司其價值最低，此乃因財務槓桿過度運用所致。吳依純（2003）則指出資訊電子業若採行不同的融資策略，其資產報酬率、純益率皆有顯著差異，故不同的融資策略對財務績效確有明顯影響，甚且景氣與不景氣時期之營運資金融資策略亦有顯著差異。

上述文獻揭示：我國企業多採行積極型營運資金管理策略，此積極營運資金融資模式與國外企業注重資產與負債到期日相互配合的觀念迥異。因此本文遂參酌上述文獻建立以短支長指標，續據以篩選出影響企業以短支長融資模式之因素。

二、從眾行為之理論與實證文獻回顧

從眾行為之發展最早可追溯至 Keynes（1936），其對長期投資者是否具有能力與意願對抗市場潮流而採行有效的投資決策感到懷疑，遂援引名譽考量的觀點推論專業投資者因恐懼自身資訊與決策的正確性與聲譽，恐與多數人反向操作而遭致虧損，故多會觀察並依循群體的決策而做出決定。Shiller（1984）亦支持投資人的行為可能受社會群體活動影響，DeLong et al.（1990）發現個別投資人（如雜訊交易者）亦有群體行為，因他們接受到相同的訊息。然近期國外許多實證文獻均利用共同基金資料探討機構投資人之從眾行為，如Lakonishok et al.（1992）與Wermers（1999）藉基金的買進或賣出行為遠離市場平均值以檢測從眾現象，而實證發現共同基金在交易小型股時具有從眾行為，而成長型基金也具有從眾現象。Wermers（1999）參酌相關文獻而指出機構投資人較易產生從眾行為乃因：(1) 機構投資人的操作績效常被與其他基金經理人比較，為免績效落後同業或大盤而被替換或解雇，因此其多會避免使用太過特殊或冷門的投資組合，或忽略私有資訊，故在名聲風險的考量下傾向採行與其他經理人類似的投資策略，從而產生從眾行為；(2) 機構投資人的資訊蒐集能力較強且資訊來源相似，故在接受相同的市場訊息後多會產生類同的交易行為；(3) 機構投資人因多方觀察其他同業的交易行為，進而嘗試推論或猜測背後所隱含的資訊，並跟隨他人交易模式，遂導致從眾現象；(4) 機構投資人多相互分享股票特性或投資經驗，諸如流動性低的股票較不被多數基金經理人偏好，因而產生從眾行為。Grinblatt, Titman, and Wermers（1995）揭示從眾買入程度較從眾賣出程度為高，甚且從眾現象也較常發生於積極成長型基金中。劉永仁（2003）檢測台灣基金經理人的交易是否存有從眾現象，其發現基金經理人著實具有從眾買入行為與從眾賣出行為，其中從眾賣出程度較從眾買入程度更為明顯。

然而，Christie and Huang（1995）以橫斷面股票離散指標檢測市場從眾行為卻發現：當股市有較大的波動時，個別股票的報酬有較大的離散程度，此表示市場不存在從眾行為，符合理性資本資產訂價理論。Chang, Cheng, and Khorana（2000）亦證實在市場有劇烈變動期間，已開發國家股市報酬之離散程度會增加，而非減少，此發現否定市場存有從眾現象，然新興國家之報酬離散程度反會減少，遂揭示新興國家之股票市場反存有從眾現象。而林雋琦（2001）探討國內共同基金從眾現象時發現：國內股票市場存在個股齊漲齊跌之報酬集中現象，同時在股票市場行情劇烈下跌時，此種現象最為強烈。李春安、賴藝文（2005）亦證實在國內股市激烈下跌時，整體市場與自營商之從眾現象較市場

激烈上漲時明顯，但對投信而言，在市場激烈上漲時，其從眾現象較市場激烈下跌時明顯。

無疑地，迄今探討從眾行為之相關研究多以投資者角度檢測一般投資人、機構投資人與整體市場的從眾行為，較少從企業財務與融資的角度驗證從眾行為，僅 Filbeck, Gorman, and Preece (1996) 探討美國企業資本結構之融資從眾行為，但卻發現資本結構融資決策不具從眾行為，故美國企業資本結構多理性決定。相較之下，台灣上市上櫃企業融資決策者人數明顯較少且多相互往來與學習，企業融資模式與財務資訊來源類同且蒐集容易，致使融資決策者之學習與集群效果應較強，故渠等基於名譽考量或猜測與觀察其他決策者的融資模式後，應會模仿或跟隨其他公司之營運資金管理決策，因而產生融資從眾現象；惟相關文獻與實證結果仍付之闕如，亟待本文補強與深究。

三、銀行往來關係之實證文獻回顧

近期國內、外學者皆對影響企業融資之銀行往來關係變數有深入探討，故本文首先定義銀行往來關係並說明其功用，進而彙總其影響企業資金調度決策的相關文獻如下。

(一) 銀行往來關係之定義與功用

Boot and Thakor (2000) 定義之銀行往來關係 (banking relationship) 係指銀行在長期下與同一個顧客多次交易往來，以提供多樣金融服務並與其建立關係，進而獲取顧客專屬資訊並評估其投資獲利，故銀行往來關係由獨特資訊 (proprietary information) 與長期多次交易互動所形成。廣義來說，銀行往來關係的範疇應包含個別 (所有) 銀行與所有 (個別) 企業的往來關係，故研究者多納入往來關係各構面的因素，如貸款合約條件 (貸款利率、期間、金額、有無擔保等)、往來銀行家數、借款集中度、首位銀行等 (陳家彬、賴怡洵, 2001、2003; Berger & Udell, 1995; Blackwell & Winters, 1997; Degryse & Ongena, 2001; Elsas & Krahen, 1998; Houston & James, 2001; Petersen & Rajan, 1994)。

企業選擇與單一銀行往來可有效地降低資訊不對稱疑慮，並與銀行建立更密切關係，避免內部資訊外洩，進而減少額外擔保之提供，降低交易成本與借款利率 (Degryse & Van Cayseele, 2000; Diamond, 1984; Hoshi, Kashyap, & Scharfstein, 1991; Miarka, 1999; Padilla & Pagano, 1997; Petersen & Rajan, 1994; Von Rheinbaben & Ruckes, 1998; Yosha, 1995)。然而台灣及多數國家的企業仍多維持與數家銀行往來，此可避免銀行成為企業資訊的獨占者，以期降低剝削成本 (holding-up costs)，進而分散風險並多元融資來源，因若授信機構突遭外來衝擊週轉不善，遂可能停止或限制企業授信，使其無法正常營運或缺乏資金投資，導致股價與流動性下跌，故企業多傾向同時與多家授信機構借款，期分散風險並多元融資來源以因應之。加上在多元銀行往來關係下，競爭銀行為爭取客戶遂需提供額外利益或金融服務，藉以維持緊密往來關係，並期減少借款企業蓄意的策略性拖欠，減少還款再談判的無效性，降低逾期還款的風險 (Bolton & Scharfstein, 1996; Boot & Thakor, 2000; Detragiache et al., 2000; Von Thadden, 1992; Weinstein & Yafeh, 1998)。Carletti, Cerasi, and Daltung (2007) 以道德危機與監督成本的角度發現多角化的銀行往來關係將導致較高的監督成本，據此，當往來銀行的自有

資金較小或企業獲利較差及監督成本較高時，企業多選擇較多元的銀行往來關係。

(二) 銀行往來關係對企業融資決策的影響

銀行借款至今仍是台灣企業最主要的舉債融資來源，故當公司不想公開洩漏內部訊息而又想融資時，銀行借款即是一極佳的可行方案 (Campbell, 1979)。Bhattacharya and Chiesa (1995) 認為銀行能為企業保密，又能有效發揮監督與審查功能，更可促進研發的成長。Petersen and Rajan (1994) 與 Berger and Udell (1995) 證實小型企業若有密切的銀行往來關係，將較同行但無往來關係的企業更易獲得較多的貸款信用，然 Hubbard, Kuttner, and Palia (1999) 認為一般企業亦可利用此關係降低融資成本，陳家彬、賴怡洵 (2003) 亦證實隨著銀行往來關係的建立，企業所簽訂的後期契約利率顯著低於前期契約利率，而 Bodenhorn (2003)、Cole, Goldberg, and White (2004) 與 Elyasiani and Goldberg (2004) 再確立銀行往來關係之存續期間愈長實有助於企業取得較高融資額度與較低貸款利率。Diamond (1991) 則發現新借款者透過銀行監督而取得所需信譽，故累積信譽可使道德危機問題減緩，且銀行的低監督成本將藉由放款利率的降低反映之，而 Hoshi et al. (1991) 與 Diamond (1994) 皆直指此關係可降低資訊不對稱問題及代理成本，Coleman, Esho, and Sharpe (2006) 再揭示銀行監督能力越強越可顯著減少不對稱資訊，進而使借款期間延長或要求較高利率差，此尤以營運資金的借款合同為最。Schenone (2010) 則揭露銀行藉由對企業的資訊獨占，於其面臨資訊衝擊前 (如 IPO 前)，充分運用此獨占經濟租以要求更高利率，而隨著企業資訊較具透明度，銀行對資訊經濟租之榨取逐漸遞減。陳盈樺 (2000) 更發現我國有主力銀行機制，而主力貸款銀行與借款企業因維持長期往來關係而獲得更多企業內部資訊，致使借款企業可較輕易由主力貸款銀行取得資金，無須維持太多流動性資產，因而降低了貸款銀行風險與企業借款利率。沈中華、王健安 (2001) 亦揭示：我國銀行偏向給好公司長期、高金額、低利率之放款，而為了降低不對稱資訊所產生的風險，銀行偏向給壞公司短期、固定利率、有擔保品之放款。綜言之，企業與銀行建立往來關係實有裨於取得優惠的貸款條件。

Booth (1992)、Coleman et al. (2006)、Hoshi et al. (1991)、James (1987)、Mikkelsen and Partch (1986) 及 Shockley and Thakor (1992) 均支持銀行之融資宣告對借款企業具正面資訊價值，可增加資金流入。而 Friend and Lang (1988) 與 Bamhart and Rosenstein (1998) 認為董監事所持股份之市場價值越高，渠等基於自身利益必將加強監理，並藉控制權的維持獲取超額利益 (Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 1999)，故董監事所持股份越高的企業為免銀行的強力監督與制衡損及其利益，多傾向公開融資而非銀行借款。綜言之，上述文獻證實企業的銀行往來關係明顯影響其資金籌措模式，而銀行往來家數、借款期間、借款金額、借款利率等皆與融資及資金調度模式有關，故本文將參酌上述文獻建構銀行往來關係變數，期找出影響企業以短支長融資從眾模式之關鍵因素。

參、研究方法

本節將先確立研究期間、研究對象與資料來源，續參酌前述相關文獻建立研究假說，進而說明研究變數之操作性定義，最後簡述實證方法。

一、研究期間、研究樣本及資料來源

為清楚瞭解我國企業之多期以短支長融資從眾模式，本文擬將研究期間設定為民國 80-91 年，為期 12 年，此乃因民國 79 年後為我國金融市場一開放新里程碑，且民國 87-90 年間續經歷亞洲金融風暴侵襲、經濟巨幅衰退與金融壞帳率屢攀新高，故民國 80-91 年之研究期間應可充分凸顯企業於金融環境高度蛻變中，如何順應金融市場之迭變而發展出以短支長融資從眾模式。² 據此，本文樣本之選取法則為：(1) 民國 80 至 91 年間於台灣證券交易所或證券櫃台買賣中心掛牌且於公開市場交易之上市或上櫃公司；(2) 可公開取得完整年度財務報表之上市或上櫃公司；(3) 金融保險業因行業具特殊性，暫不列入取樣範圍。而上市或上櫃公司之財務報表與比率、銀行授信融資或我國總體經濟實況之年資料均來自經濟新報資料庫。爰此，本文之研究樣本為民國 80-91 年 652 家上市或上櫃公司，因每家公司之設立期間不同，樣本之時間序列最長可達 12 年，故研究資料屬 unbalanced 縱橫資料，共計有 4,263 個觀察值，而援用縱橫資料應可提高實證方法的正確性與檢定力，以及實證結果的堅韌性。

二、研究假說

本文將依據前述營運資金管理與從眾行為之相關文獻，推論企業以短支長積極營運資金管理決策受領導者公司與多數公司之從眾變數的顯著正向影響，因而形成以短支長融資從眾行為。

假說：企業以短支長融資決策受領導者公司或多數公司之以短支長融資決策的正向影響

Keynes (1936) 認為專業投資者恐懼其聲譽因自身資訊及決策與多數人相左易遭致虧損，故多會觀察並依循群體的決定而做出從眾決策。Lakonishok et al. (1992) 與 Wermers (1999) 指出機構投資人的資訊蒐集能力較強，且其資訊來源相似，並多相互分享與觀察其他機構投資人的交易行為，更會猜測他人行為內容而嘗試推測其交易背後所隱含的資訊，故在接受類同訊息後多會產生相似或跟隨他人之交易行為，遂導致從眾現象。

據此，本文推論企業融資決策者因人數明顯較少且多相互熟捻，又因企業融資模式與財務資訊較為公開透明，資訊來源類同且蒐集容易，致使融資決策者之學習與集群效果應較強。加上，企業之以短支長積極營運資金管理決策將使其承擔更多因利率上漲所造成的風險，並面臨嚴重的貸款展期問題，一旦展

² 民國 91 年後我國第一次金融改革之相關辦法，如「金融控股公司法」、「金融重建基金設置與管理條例」等已逐步開始施行，此等法規具體實施後將衝擊並模糊銀行業的授信行為與企業的融資模式，故本文擬暫以民國 80 年至 91 年底為研究期間；後續研究或可延長相當之研究期間以觀察相關金融改革的影響。

期困難或延誤，企業將面臨週轉不靈的危機，致使融資決策者因高度擔心資金週轉不靈與財務風險較高，抑或金融市場如何評價其高風險財務決策能力，故更會基於名譽與風險考量，猜測與觀察其他決策者之以短支長融資模式，進而模仿或跟隨其他公司的積極營運資金管理決策，從而選擇類同的營運資金調度模式，避免與其他公司之積極融資決策有過大差異，以求自保。由於跟隨其他公司以短支長積極融資模式之資訊不對稱與蒐集成本相對較低，也較少產生融資困難，故企業決策者應具有相當之誘因跟隨其他公司的積極營運資金管理決策，遂形成追隨領導者公司與跟隨多數公司以短支長融資模式的從眾行為。

是以，若企業一窩蜂地選擇類同之以短支長積極營運資金融資決策，就跟隨領導者公司而言，當領導者公司之以短支長比率或規模越高，其他跟隨企業的以短支長比率或規模亦應越高，故具正向影響。另外，企業也會參酌整體市場其他公司之以短支長融資模式，以調整自身之以短支長比率或規模，以免己身高風險之以短支長融資模式過份突兀，或自曝風險，故此二類從眾變數對企業以短支長積極營運資金融資程度應具有顯著正向影響，遂形成以短支長融資從眾行為。

三、變數定義

本文用以表彰企業以短支長融資程度之被解釋變數包括以短支長流量比率及存量金額變數，從眾變數則包涵 3 種從眾 HERD 值，而控制變數包括企業之銀行往來關係與特性面變數。上述各變數的操作性定義說明如下，並臚列匯總於表 1。

(一) 以短支長變數之操作性定義

企業以短期資金支付長期用途（以短支長）意指原籌措之資金擬用作短期性用途，但卻挪用於興建廠房、擴充設備等長期性投資。據此，本研究擬以存量及流量觀點分別定義以短支長指標之應變數如下。

1. 以存量觀點而言

本文援引資產負債表之累積項目，以存量觀點表彰企業長期融資行為模式。而陳又慈（2001）、吳娟娟（2002）、李淑貞（2003）等人援用長期資金適合度，即（長期負債 + 股東權益）與（固定資產淨額 + 長期投資）之關係作為衡量企業是否具有積極營運資金管理模式的指標。然由於股東權益項下並非每一科目皆為長期資金來源（如法定盈餘公積、特別盈餘公積等），應予以排除，故本文遂將長期資金適合度中股東權益部分進一步加以修正，冀期此指標更趨正確。而存量觀點之以短支長金額（千元）指標衡量方式詳述如下：

$$\text{以短支長金額} = (\text{長期投資} + \text{固定資產}) - (\text{長期負債} + \text{普通股股本} + \text{特別股股本} + \text{資本公積}) \quad (1)$$

其中，固定資產為非扣除累積折舊之固定資產毛額。而當以短支長金額 > 0 時，表示有部分短期資金移作長期使用；反之，當以短支長金額 < 0 時，則表示有部分長期資金移作短期使用。

2. 以流量觀點而言

本文利用現金流量表中投資活動及融資活動之現金流量科目，並選取長期資金需求及長期資金來源科目，共同建構以短支長流量指標，其多用以表彰企業當期或短期的融資行為模式。而流量觀點之以短支長比率指標的衡量方式詳述如下：

$$\text{以短支長比率} = \frac{[\text{長期投資 (新增)} + \text{固定資產 (購置)} - \text{處分固定資產價款} - \text{長期借款 (新增)} - \text{新發行公司債} - \text{現金增資} - \text{出售長期投資}]}{\text{總資產}} \quad (2)$$

若當期以短支長比率 > 0 時，表示有部分短期資金移作長期使用；反之，當期以短支長比率 < 0 時，則表示有部分長期資金移作短期使用。

(二) 從眾變數之操作性定義

由於企業融資決策者之以短支長融資方式無法以類同於基金經理人同時站在買方或賣方方式建構從眾指標，故本文擬建構下述以短支長從眾行為的代理變數：(1) 以當年度規模前 10% 公司其平均以短支長比率及以短支長金額之流量與存量變數為領導者變數（從眾代理變數 1），詳如 (3) 式所述，(2) 以當年度規模前 11-50% 公司與全部公司之平均以短支長比率及金額之流量與存量變數為從眾代理變數 2 與 3，詳如 (4) 式與 (5) 式所述。為詳加檢測從眾行為之於以短支長比率及金額的影響，本文將援引前述各從眾代理變數之同期與前一期數值（如 $HERDR_t$ 及 $HERDR_{t-1}$ ）以為以短支長行為的解釋變數，冀期瞭解企業決策者乃是參酌與跟隨其他公司當期或前期的以短支長融資模式，因而形成以短支長從眾行為。

$$HERDR1 \text{ [公司規模前 10\% 公司其平均以短支長比率 (或平均以短支長金額 } HERDM1 \text{)]} = \frac{\sum \text{當年度公司規模前 10\% 之公司其以短支長比率 (或以短支長金額)}}{\text{當年度公司規模前 10\% 之家數}} \quad (3)$$

$$HERDR2 \text{ [公司規模前 11-50\% 公司其平均以短支長比率 (或平均以短支長金額 } HERDM2 \text{)]} = \frac{\sum \text{當年度公司規模前 11-50\% 之公司其以短支長比率 (或以短支長金額)}}{\text{當年度公司規模前 11-50\% 之家數}} \quad (4)$$

$$HERDRA \text{ [當年度全部公司之平均以短支長比率 (或平均以短支長金額 } HERDMA \text{)]} = \frac{\sum \text{當年度全部公司之以短支長比率 (或以短支長金額)}}{\text{當年度全部公司家數}} \quad (5)$$

(三) 銀行往來關係控制變數的操作性定義

本文參酌 Detragiache et al. (2000)、Ongena and Smith (2000)、Houston and James (2001) 及沈中華、王健安 (2001) 等建構銀行往來家數、借款金額、加權平均借款期間、加權平均利率、擔保借款金額、銀行借款比重及聯貸與否等七項銀行往來關係控制變數。詳言之，銀行往來家數即每年年底各家企業與授信機構往來家數，其中授信機構皆為金融機構。借款金額係指企業每年向各授

信機構所有貸款的金額總計，以千元為單位。加權平均借款期間為當年度企業向各別授信機構借款佔當年度所有授信機構借款之權重乘以各別授信機構所訂定之借款期間，遂得到各別授信機構之加權借款期間，最後加總各別授信機構當年度之加權借款期間，即得到該企業當年度所有授信機構之加權借款期間（以月為單位）。而加權平均利率為當年度企業向各別授信機構借款佔當年度所有授信機構借款之權重乘以各別授信機構所訂定之利率，最後加總各別授信機構當年度之加權利率即為該企業當年度所有授信機構之加權平均利率（以 % 為單位）。擔保借款金額為當年度企業向各授信機構籌措擔保品借款之總金額（以千元為單位）。銀行借款比重為授信機構借款總金額除以總負債。聯貸與否變數為該年度授信機構借款是否涉及聯貸之類別變數，若有聯貸行為則為 1，反之為 0。

（四）企業特性控制變數及總體景氣指數控制變數的操作性定義

企業特性之控制變數包涵短期償債能力（利息保障倍數、現金流量比率）、財務結構（負債比率、固定資產占股東權益比率）、經營效率（總資產週轉率、存貨週轉率）、獲利能力（股東權益報酬率、銷貨毛利率）、成長性（營收成長率、稅後淨利成長率）、市場價值比（Tobin's Q、市價帳面價值比）、企業規模、公司治理等變數，而景氣榮枯之控制變數包涵景氣對策信號綜合判斷分數與當期國內 GDP。茲詳述各變數之操作性定義於表 1。

四、研究方法

因本文實證資料兼具時間序列（time-series）與橫斷面（cross-section）資料特性，故援引縱橫資料模型（panel data model）期同時分析時間序列及橫斷面資料，並可解決普通最小平方法造成全體資料與個別資料分析結果相異之偏誤現象，以提高實證方法與結果的正確性與檢定力。惟縱橫資料分析因常假設參數固定不變，遂易產生異質性偏誤（heterogeneity bias）的問題，故需採用固定效果模型及隨機效果模型以解決此問題。

（一）固定效果模型（fixed effects model）

固定效果模型為顧及樣本差異效果會造成自變數與殘差項的相關性，因而導致估計無效率，故固定效果模型中需加入虛擬變數（dummy variable），藉此解釋個體間的差異，並縮小模型的共變異數。因此，固定效果模型又稱虛擬變數模型（least square dummy variable model, LSDV），詳如下式所示。

$$y_{it} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^N \alpha_j D_{jt} + \sum_{\tau=1}^{T-1} \gamma_\tau Z_{\tau i} + \sum_{k=1}^K \beta_k x_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

其中， α_i 為截距項， $i = 1, \dots, N$ ，表每一樣本公司 i 之不同，但在同一時間內為固定不變，此為樣本的個別效果， γ_t 及 β_k 皆為方程式的係數，假設為固定不變的常數， $t = 1, \dots, T$ 表研究的時間範圍， $k = 1, \dots, K$ 表解釋變數的個數。 α_0 為整體的截距項， D_{jt} 為固定截距項，以虛擬變數表示，反映每一橫斷面樣本有不同的結構，當 $j = i$ 時， $D_{jt} = 1$ ，當 $j \neq i$ 時， $D_{jt} = 0$ 。 $Z_{\tau i}$ 為時間虛擬變數，當 $\tau = t$

表 1 實證變數之操作性定義彙總表

類別	變數名稱	變數定義
以短支長存量變數	以短支長金額	$(\text{長期投資} + \text{固定資產}) - (\text{長期負債} + \text{普通股股本} + \text{特別股本} + \text{資本公積})$
以短支長流量變數	以短支長比率	$(\text{長期投資}(\text{新增}) + \text{固定資產}(\text{購置}) - \text{處分固定資產價款} - \text{長期借款}(\text{新增}) - \text{新發行公司債} - \text{現金增資} - \text{出售長期投資}) / \text{總資產}$
從眾變數	以短支長從眾代理變數	(1) 以當年度規模前 10% 之公司其平均以短支長比率及平均以短支長金額為從眾變數 1 (2) 以當年度規模前 11-50% 之公司其平均以短支長比率及平均以短支長金額為從眾變數 2 (3) 以當年度全部公司之平均以短支長比率及以平均短支長金額為從眾變數 3
授信機構 往來關係變數	銀行往來家數	每年年底各家企業與授信機構往來家數
	借款金額	企業每年向授信機構所有貸款的金額總計(千元)
	加權平均借款期間	當年度企業向各別授信機構之借款佔當年度所有授信機構借款之權重, 乘以各別授信機構所訂定之借款期間, 最後加總各別授信機構當年度之加權借款期間, 即得到當年度所有授信機構之加權平均借款期間(月)
	加權平均利率	當年度企業向各別授信機構之借款佔當年度所有授信機構借款之權重, 乘以各別授信機構所訂定之利率, 最後加總各別授信機構當年度之加權利率, 即得到當年度所有授信機構之加權平均利率(%)
	擔保借款金額	企業每年向各授信機構籌措擔保品借款之總金額(千元)
	授信機構之借款比重	授信機構借款總金額 / 總負債
	聯貸與否	當年度授信機構借款若有聯貸行為則為 1, 反之為 0
規模	企業規模	$\text{Log}(\text{總資產帳面值})$
短期償債能力	利息保障倍數	$\text{稅前息前淨利} / \text{利息費用}$
	現金流量比率	$\text{營業活動淨現金流量} / \text{流動負債}$
財務結構	負債比率	$\text{負債} / \text{資產總額}$
	固定資產占股東權益比率	$\text{固定資產} / \text{股東權益}$
經營效率	總資產週轉率	$\text{銷貨淨額} / \text{平均總資產}$
	存貨週轉率	$\text{銷貨成本} / \text{平均存貨}$
獲利能力	股東權益報酬率	$\text{稅後淨利} / \text{股東權益總額}$
	銷貨毛利率	$\text{銷貨毛利} / \text{銷貨淨額}$
成長性	營收成長率	$(\text{本期營業收入} - \text{前期營業收入}) / \text{前期營業收入}$
	稅後淨利成長率	$(\text{本期稅後淨利} - \text{前期稅後淨利}) / \text{前期稅後淨利}$
市場價值比率	Tobin's Q	$(\text{期末普通股流通在外市值} + \text{特別股期末市值} + \text{長期負債} + \text{流動負債} - \text{流動資產}) / \text{總資產}$
	市價帳面價值比	$(\text{普通股年終股價} \times \text{普通股在外流通股數}) / \text{普通股帳面價值}$
公司治理變數	董監持股比	$(\text{董事年底持股總數} + \text{監事年底持股總數}) / \text{年底流通在外股數}$
	董監持股比的平方	$\text{董監持股比} \times \text{董監持股比}$
景氣變數	景氣對策信號綜合判斷分數 當年國內 GDP	景氣對策信號綜合判斷分數 年底 GDP 值

時， $Z_{\tau i} = 1$ ，當 $\tau \neq t$ 時， $Z_{\tau i} = 0$ 。 X_{kit} 表示第 i 個樣本公司第 t 期的第 k 個解釋變數。 ε_{it} 表第 i 家公司在第 t 期之隨機誤差項，且 $E(\varepsilon_{it}) = 0$ ， $\text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma^2$ ，當 $t \neq \tau$ 或 $i \neq j$ 時， $E(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{j\tau}) = 0$ 。而固定效果模型的檢定乃以 F 檢定量檢測迴歸式中 α_i 是否相等，若 α_i 的值均相等，則不需設立虛擬變數，茲將 F 檢定量列示如下：

$$F_0 = \frac{(RRSS - URSS) / (N + T - 2)}{URSS / ((N - 1)(T - 1) - K)} \sim F_{(N+T-2), (N-1)(T-1)-K} \quad (7)$$

其中， $N + T - 2$ 為線性限制式的數目， $(N - 1)(T - 1) - K$ 為未受限制模型的自由度，RRSS 為普通最小平方法 OLS 的殘差平方和 (restricted residual sum of squares)，URSS 為 LSDV 之無限制殘差平方和 (unrestricted residual sum of squares)；若檢定結果不拒絕 H_0 則使用基本迴歸模型，若拒絕 H_0 則採固定效果模型。

(二) 隨機效果模型 (random effects model)

隨機效果模型又稱誤差成分模型 (error component model)，其與固定效果模型差別在於此模型強調資料的整體關係，而非個別變數的差異，故各迴歸式的截距項是隨機產生且不會因時間而改變，其模型詳述如下：

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + \gamma_t + \varepsilon_{it} = \alpha + \mu_i + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

α_i 表橫斷面的不同結構，以隨機變數 $\alpha_i = \alpha + \mu_i$ 表示， μ_i 為截距項之誤差， γ_t 為第 t 期隨機殘差的時間效果。而固定或隨機效果模型之選擇係以 Hausman test 之 Wald 檢定量檢測之，根據 Hausman (1978) 設立之假設檢定，其虛無假設為隨機效果模型較適合，而對立假設則為固定效果模型較適合，故若 Wald 檢定量高於顯著水準之臨界值，則接受該模型應以固定效果模型估計。茲臚列 Wald 檢定量如下：

$$W = (\bar{\beta}_{GLS} - b_{LSDV})' \{ \text{Var}[b_{LSDV}] - \text{Var}[\bar{\beta}_{GLS}] \}^{-1} (\bar{\beta}_{GLS} - b_{LSDV}) \quad (9)$$

其中， $\bar{\beta}_{GLS}$ 表以一般化最小平方法迴歸法 (GLS) 估計之隨機效果模型估計值，而 b_{LSDV} 表以虛擬變數最小平方法迴歸法估計之固定效果模型估計值。

肆、實證結果分析

本文以縱橫資料模型分析民國 80-91 年 652 家上市及上櫃公司 (4,263 個觀察值) 之企業以短支長融資從眾行為的實證結果詳述如下。

一、基本敘述統計量分析

本文係利用現金流量表及資產負債表資料定義企業以短支長之流量比率變數及存量金額變數，而由表 2 流量及存量指標決定之以短支長樣本家數及家數比率可知：採行以短支長融資方式的企業約占七成左右，此揭示我國上市及上櫃企業採行以短支長積極營運資金融資方式乃為一普遍現象，更遑論缺乏直接金融管道與優質抵押品，且信用風險偏高之中小型企业，故支持實務上常論及之我國企業多具有以短支長積極融資模式的論述。

表 2 以流量及存量指標區分之以短支長樣本家數及家數比率

年度	樣本家數	採行以短支長之家數與比率		年度	樣本家數	採行以短支長之家數與比率	
		流量	存量			流量	存量
80	173	137	147	87	408	290	281
		0.791	0.849			0.711	0.688
81	173	141	143	88	467	328	328
		0.815	0.826			0.702	0.702
82	190	143	153	89	537	380	366
		0.752	0.805			0.707	0.681
83	214	149	177	90	600	407	414
		0.696	0.827			0.678	0.690
84	252	183	197	91	616	380	419
		0.726	0.781			0.616	0.68
85	295	204	232	80-91	4263	2939	3098
		0.691	0.786			0.689	0.726
86	338	195	241				
		0.577	0.713				

表 3 為以短支長、銀行往來關係與企業特性變數之基本統計量，樣本企業平均以短支長存量金額為 3 億元，平均以短支長流量比率為 2.5%，企業約與 8 家銀行往來，平均借款期間約 3 年，平均借款比重約 39%，平均借款利率為 6.5% 但呈左偏及低闊峰分配，其餘變數呈右偏及高狹峰分配。而獲利能力變數為左偏，表大多數企業其獲利能力大於平均數，其餘變數皆為右偏。負債比率、企業規模與董監持股比為低闊峰分配，其餘變數呈現高狹峰分配。此外，表 4 為檢測各解釋變數之間有無線性重合疑慮的 VIF 值 (Variance Inflation Factor)，因各變數其 VIF 值皆小於 10，表示自變數間無顯著共線性問題存在。³

國立中興大學

National Chung Hsing University

³ $VIF_k = 1/(1 - R_k^2)$ ， R_k^2 為第 k 個自變數與其它 k-2 個自變數 (扣除截距項與自身) 經迴歸模式所求得之複判定係數。根據 Belsley (1991) 之結論，VIF 值以不超過 10 為妥，當 $VIF \geq 10$ ，表示該變數幾乎是其他變數的線性組合，即自變數間可能存有共線性問題，因而可考慮將該變數去除之。

表 3 企業特性變數之基本統計量

變數	平均數	中位數	偏態	峰度
以短支長存量金額	320627	104711	5.840	-0.723
以短支長流量比率	0.025	0.031	-1.187	-0.903
銀行往來家數	8.262	6.000	1.769	4.143
借款金額	1946742	612356	6.603	5.990
平均借款期間	34.502	26.377	1.441	3.053
平均借款利率	6.524	6.573	-0.294	0.560
擔保借款金額	1279420	309547	7.944	85.055
借款比重	39.081	38.870	4.791	101.027
聯貸與否	0.066	0	3.496	10.247
利息保障倍數	28.396	3.780	14.406	365.329
現金流量比率	26.633	18.160	8.782	240.898
負債比率	41.265	40.850	0.258	-0.095
固定資產／股東權益	63.603	54.981	9.032	212.321
總資產週轉率	0.772	0.670	1.909	5.992
存貨週轉率（次）	9.227	4.990	44.113	424.981
股東權益報酬率	4.161	5.890	-2.752	19.310
銷貨毛利率	16.866	15.560	-0.868	25.393
營收成長率	11.022	5.900	7.146	127.644
稅後淨利成長率	-2.851	6.120	21.796	889.085
企業規模	9.713	9.656	0.591	0.230
Tobin's Q	1.074	0.869	1.852	5.768
市價帳面價值比	1.892	1.606	1.771	4.883
董監持股比	25.496	23.081	0.861	0.454

表 4 VIF 共線性檢定值

變數	VIF 值	變數	VIF 值
銀行往來家數	1.834	存貨週轉率（次）	1.014
借款金額	5.667	股東權益報酬率	2.057
平均借款期間	1.119	銷貨毛利率	1.410
平均借款利率	1.343	營收成長率	1.049
擔保借款金額	5.313	稅後淨利成長率	1.022
借款比重	1.397	企業規模	2.084
聯貸與否	1.087	Tobin's Q	4.858
利息保障倍數	1.006	市價帳面價值比	4.427
現金流量比率	1.333	董監持股比	1.123
負債比率	2.180	景氣對策信號判斷綜合分數	1.186
固定資產／股東權益	1.542	當年國內 GDP	1.605
總資產週轉率	1.501		

二、縱橫資料模型之實證結果

表 5 至表 7 分別為以從眾變數 1 至 3 估計之 panel 模型實證結果，由於各模型之 Hausman 值皆大，故拒絕虛無假說，即皆採固定效果模型估計之。實證結果顯示，就以短支長比率而言，此三個從眾比率變數之當期與前期數值均對企業以短支長比率具極顯著之正向影響，意即當公司規模前 10% 領導者公司、前 11%-50% 公司或整體公司當期與前期平均之以短支長比率增高時，個別企業亦會顯著增高自身當期的以短支長比率，故個別企業著實詳加參酌與模仿領導者公司或整體公司前期與當期平均之以短支長從眾比率變數，以決定自身之以短支長積極融資比率，是以，此一發現支持前述從眾假說。詳細觀之，公司規模前 10% 領導者公司的以短支長比率之影響性雖顯著為正，但仍較前 11%-50% 或整體公司平均之以短支長從眾比率的顯著性為小，故相較之下，整體公司平均之以短支長從眾比率 HERDRA 的影響性似最為顯著，遂產生企業似較仔細參酌整體公司或跟從大部分公司平均之以短支長比率的從眾現象。此外，就以短支長金額而言，公司規模前 10% 領導者公司、前 11%-50% 公司或整體公司前期（非當期）平均的以短支長金額顯著正向影響個別企業當期的以短支長金額，故個別企業多詳加參酌與模仿前 10% 領導者公司、前 11%-50% 公司或整體公司前期平均的以短支長金額，以決定當期的以短支長積極融資金額，然其中仍以整體公司前期平均以短支長從眾金額的影響性似最為顯著。綜言之，個別企業多參考與模仿其他公司前期與當期平均以短支長比率，抑或前期平均以短支長金額，以決定己身當期以短支長積極融資模式，以致形成以短支長融資從眾行為。

深入觀之，因企業融資模式與財報資訊較為公開透明，資訊來源類同且蒐集容易，致使融資決策者之學習與集群效果應較強，故台灣的上市上櫃企業多傾向詳加參酌與模仿整體市場當期與前期平均以短支長融資比率以及前期平均以短支長金額水準，以調整自身的以短支長比率與金額，避免高風險之以短支長融資決策過份突兀或自曝財務風險，甚或資金週轉不靈，導致金融市場低度評價其融資決策能力。是以，企業融資決策者多會基於名譽考量詳加觀察與學習其他決策者的融資模式，進而模仿或跟隨其他公司的以短支長融資決策，致使當期與前期以短支長從眾比率變數以及前期以短支長從眾金額變數對個別企業以短支長積極營運資金融資程度確實具有顯著正向影響。上述實證結果已妥適彰顯企業以短支長融資模式具從眾行為，及其於比率及金額的差異性，除確立我國上市上櫃企業具有跟隨多數公司或領導者公司之以短支長籌資從眾模式，更補正過往文獻未嚴謹區分以短支長比率與金額之缺失。

其次，就銀行往來關係變數而言，銀行往來家數愈多的企業多有較高的以短支長金額，而借款金額愈小的企業多有較高的以短支長比率或金額，因企業往來授信機構家數愈多或借款金額愈小，表其流動性風險較低，且企業與授信機構關係應較好，較不易產生剝削成本問題或借款到期展期的疑慮，故企業傾向採行較積極之以短支長融資模式。若就企業特性變數而言，企業之現金流量比率、負債比率、存貨週轉率、銷貨毛利率、Tobin's Q 愈高，抑或營收成長率愈低，愈傾向採行積極之以短支長融資模式，然企業規模愈大，將增高其以短支長金額，但降低以短支長比率，然董監持股比愈高，則將減少其以短支長金額。

無疑地，我國上市上櫃企業具有以短支長籌資從眾行為，即傾向觀察、模仿或跟隨其他公司之積極營運資金管理決策，於金融市場借入短期資金，並藉

由與金融機構之往來關係一再展期或續約以支應長期資金用途，遂明顯採集群性或從眾性的以短支長籌資模式。然若多數企業均一窩蜂地採取高風險的積極營運資金管理模式，此將使得全體企業的營運資金管理風險與財務風險大幅顯著提升，一旦市場出現系統風險或企業獲利普遍不如預期時，多數企業均將因以短支長從眾行為而承擔更多因利率上漲所造成的風險與壓力，而銀行更將礙於多數企業（非僅一兩家企業）均出現類似的流動性危機，加速緊縮授信或審慎展期貸款。尤有甚者，銀行因企業具以短支長從眾行為而更積極地兩面收傘或緊收短期銀根，此將致使眾多企業面臨更嚴重的貸款展期與融資問題，一旦展期與融資延誤，企業將因以短支長融資從眾行為驟然面臨更嚴重的流動性風險或投資計畫無以為繼，而企業集體性地週轉不靈將導致骨牌性的倒閉危機，除直接衝擊企業與銀行雙方的資本結構與營運風險，更導致傳統銀行面臨嚴峻的連鎖壞帳危機，甚或銀行業骨牌倒閉效應，傷及金融市場運作，故其潛在殺傷力實不容小覷。是以，本研究的實證結果除確立企業高風險之以短支長融資從眾行為外，更揭示此趨勢極易對企業與銀行經營管理及整體金融市場運作造成相當隱性衝擊，除於企業融資管理面具學術與實務意涵外，更於金融市場管理面具風險揭示與預警性意義，冀期防弊於事先。

伍、結論

由於過往企業以短支長融資模式之相關研究多以營運資金管理構面為主軸，卻未對企業以短支長融資模式之從眾行為進行解析，有鑑於此，本研究旨在探討企業以短支長融資從眾行為，並實證檢測企業是否集群地或從眾地採用此種積極且高風險的營運資金融資策略。本文研究樣本為民國 80-91 年 652 家上市及上櫃企業，樣本之時間序列最長可達 12 年，致使研究資料屬 unbalanced 縱橫資料，共有 4,263 個觀察值。因實證樣本涉及橫斷面及時間序列資料，故採縱橫資料模型分析法提高實證方法的正確性與檢定力。為詳加表彰企業之以短支長融資模式，本文採以短支長流量比率及以短支長存量金額兩種實證資料檢測之，而二類實證結果均發現約七成企業採行以短支長融資方式，此發現支持實務上常論及我國企業多具有以短支長積極營運資金融資模式之論述。

而從眾行為之實證結果顯示企業以短支長積極融資模式具有追隨大部份公司與領導者公司以短支長融資決策之從眾現象，故支持研究假說；深入觀之，個別企業多參考與模仿其他公司前期與當期平均以短支長比率，抑或前期平均以短支長金額，以決定己身當期以短支長積極融資模式，以致形成以短支長融資從眾行為。由於企業融資模式與財報資訊較為公開透明，資訊來源類同且蒐集容易，致使融資決策者之學習與集群效果應較強，故台灣的上市上櫃企業多會基於名譽考量，詳加參酌與模仿整體市場當期與前期以短支長融資比率以及前期以短支長金額水準，以調整自身的以短支長比率與金額，避免高風險之以短支長積極營運資金融資決策過份突兀或自曝財務風險，甚或資金週轉不靈，導致金融市場低度評價其融資決策能力，故企業多模仿或跟隨其他公司的以短支長融資決策。此外，企業往來授信機構家數愈多或借款金額愈小，表其流動性風險較低，與授信機構關係應較好，遂較不易產生貸款到期展期的疑慮，故此類企業傾向採行較積極之以短支長營運資金融資模式。

表 5 企業以短支長融資從眾模式 1 (以規模前 10% 公司計算從眾指標) 之實證結果

變數	流量	流量	存量	存量
	以短支長比率	以短支長比率	以短支長金額	以短支長金額
HERDR _{1t} /HERDM _{1t}	0.174** (2.136)		0.147×10 ⁻¹ (0.507)	
HERDR _{1,t-1} /HERDM _{1,t-1}		0.243*** (3.269)		0.928×10 ⁻¹ *** (3.447)
銀行往來家數	0.696×10 ⁻³ (1.497)	0.699×10 ⁻³ (1.508)	12298.982* (1.687)	12499.012* (1.721)
借款金額	-0.239×10 ⁻⁸ ** (-2.090)	-0.226×10 ⁻⁸ ** (-1.995)	-0.899×10 ⁻¹ *** (-5.021)	-0.899×10 ⁻¹ *** (-5.047)
平均借款期間	-0.146×10 ⁻⁴ (-0.605)	-0.163×10 ⁻⁴ (-0.679)	-396.655 (-1.049)	-397.773 (-1.055)
平均借款利率	0.144×10 ⁻³ (0.604)	0.161×10 ⁻³ (0.678)	3899.266 (1.043)	3910.589 (1.049)
擔保借款金額	0.112×10 ⁻⁸ (0.883)	0.098 ⁻⁸ (0.779)	0.740×10 ⁻¹ *** (3.737)	0.733×10 ⁻¹ *** (3.717)
借款比重	0.292×10 ⁻⁴ (0.317)	0.191×10 ⁻⁴ (0.208)	3.574 (0.002)	107.206 (0.074)
聯貸與否	-0.136×10 ⁻¹ (-1.463)	-0.138×10 ⁻¹ (-1.490)	69728.493 (0.479)	69474.817 (0.478)
現金流量比率	0.199×10 ⁻³ *** (5.535)	0.193×10 ⁻³ *** (5.368)	1817.433*** (3.233)	1684.227*** (2.997)
負債比率	0.122×10 ⁻² *** (6.366)	0.124×10 ⁻² *** (6.582)	4556.470 (1.522)	4486.379 (1.511)
存貨週轉率	0.663×10 ⁻⁵ * (1.928)	0.667×10 ⁻⁵ * (1.942)	492.849*** (9.138)	489.632*** (9.094)
銷貨毛利率	0.413×10 ⁻³ ** (2.147)	0.433×10 ⁻³ ** (2.254)	7278.292** (2.413)	7498.095** (2.491)
營收成長率	-0.445×10 ⁻⁴ ** (-1.996)	-0.439×10 ⁻⁴ ** (-1.967)	-492.160 (-1.408)	-525.619 (-1.502)
企業規模	-0.235×10 ⁻¹ * (-1.847)	-0.135×10 ⁻¹ (-1.216)	730795.195*** (3.660)	776466.957*** (4.489)
Tobin's Q	0.130×10 ⁻¹ *** (4.336)	0.136×10 ⁻¹ *** (4.812)	152235.309*** (3.252)	179981.287*** (4.054)
董監持股比	0.329×10 ⁻⁴ (0.124)	-0.556×10 ⁻⁴ (-0.213)	-7174.480* (-1.721)	-7880.542** (-1.929)
景氣對策信號綜合	0.253×10 ⁻³ (1.325)	-0.465×10 ⁻³ * (-1.625)	-0.202×10 ⁻² (-0.069)	-3699.950 (-0.823)
Log-likelihood	4312.306	4313.652	-66313.829	-66306.878
R-squared	0.248	0.250	0.473	0.474
Adjusted R-squared	0.109	0.110	0.375	0.377
Hausman	122.060	121.920	201.020	204.780
F 值	1.781***	1.790***	4.822***	4.860***

註：***、** 與 * 分別表顯著水準為 0.01、0.05 與 0.1 時，達統計顯著性；() 內為 t 值。

表 6 企業以短支長融資從眾模式 2 (以規模前 11-50% 公司計算從眾指標) 之實證結果

變數	流量	流量	存量	存量
	以短支長比率	以短支長比率	以短支長金額	以短支長金額
HERDR _{2t} /HERDM _{2t}	0.290** (2.196)		0.159 (0.655)	
HERDR _{2t-1} /HERDM _{2t-1}		0.433*** (3.570)		0.815×10 ⁻¹ *** (3.633)
銀行往來家數	0.696×10 ⁻³ (1.497)	0.701×10 ⁻³ (1.512)	12293.410* (1.687)	12494.732* (1.720)
借款金額	-0.239×10 ⁻⁸ ** (-2.094)	-0.226×10 ⁻⁸ ** (-1.997)	-0.899×10 ⁻¹ *** (-5.024)	-0.898×10 ⁻¹ *** (-5.044)
平均借款期間	-0.144×10 ⁻⁴ (-0.598)	-0.159×10 ⁻⁴ (-0.661)	-393.189 (-1.040)	-394.541 (-1.046)
平均借款利率	0.142×10 ⁻³ (0.596)	0.157×10 ⁻³ (0.660)	3865.011 (1.034)	3878.634 (1.041)
擔保借款金額	0.112×10 ⁻⁸ (0.886)	0.097×10 ⁻⁸ (0.773)	0.740×10 ⁻¹ *** (3.739)	0.732×10 ⁻¹ *** (3.708)
借款比重	0.286×10 ⁻⁴ (0.311)	0.155×10 ⁻⁴ (0.169)	-1.694 (-0.001)	-1.271 (-0.001)
聯貸與否	-0.136×10 ⁻¹ (-1.461)	-0.138×10 ⁻¹ (-1.485)	69660.416 (0.478)	69856.276 (0.481)
現金流量比率	0.198×10 ⁻³ *** (5.533)	0.192×10 ⁻³ *** (5.362)	1814.238*** (3.228)	1680.181*** (2.991)
負債比率	0.122×10 ⁻² *** (6.366)	0.125×10 ⁻² *** (6.593)	4542.700 (1.517)	4598.439 (1.549)
存貨週轉率	0.663×10 ⁻⁵ * (1.928)	0.665×10 ⁻⁵ * (1.933)	492.816*** (9.138)	489.718*** (9.098)
銷貨毛利率	0.414×10 ⁻³ ** (2.155)	0.434×10 ⁻³ ** (2.260)	7284.589** (2.416)	7522.262** (2.499)
營收成長率	-0.444×10 ⁻⁴ ** (-1.992)	-0.439×10 ⁻⁴ ** (-1.968)	-492.067 (-1.408)	-520.431 (-1.488)
企業規模	-0.236×10 ⁻¹ * (-1.852)	-0.132×10 ⁻¹ * (-1.190)	729769.484*** (3.654)	792260.873*** (4.570)
Tobin's Q	0.129×10 ⁻¹ *** (4.308)	0.139×10 ⁻¹ *** (4.905)	152289.294*** (3.255)	183143.166*** (4.119)
董監持股比	0.340×10 ⁻⁴ (0.128)	-0.614×10 ⁻⁴ (-0.236)	-7164.173* (-1.719)	-8006.836** (-1.959)
景氣對策信號綜分	0.251×10 ⁻³ (1.318)	-0.504×10 ⁻³ * (-1.754)	-0.362×10 ⁻³ (-0.012)	-4064.613 (-0.902)
Log-likelihood	4312.460	4317.871	-66313.726	-66306.101
R-squared	0.249	0.250	0.473	0.474
Adjusted R-squared	0.109	0.111	0.375	0.377
Hausman	122.340	122.140	201.290	205.900
F 值	1.780***	1.800***	4.820***	4.860***

註：***、** 與 * 分別表顯著水準為 0.01、0.05 與 0.1 時，達統計顯著性；() 內為 t 值。

表 7 企業以短支長融資從眾模式 3 (以全體公司計算從眾指標) 之實證結果

變數	流量	流量	存量	存量
	以短支長比率	以短支長比率	以短支長金額	以短支長金額
HERDRA _t /HERDMA _t	0.445*** (4.296)		0.831×10 ⁻¹ (0.493)	
HERDRA _{t-1} /HERDMA _{t-1}		0.320*** (3.519)		0.589×10 ⁻¹ *** (3.722)
銀行往來家數	0.695×10 ⁻³ (1.496)	0.708×10 ⁻³ (1.528)	12299.896* (1.687)	12544.512* (1.727)
借款金額	-0.246×10 ⁻⁸ ** (-2.158)	-0.223×10 ⁻⁸ ** (-1.964)	-0.899×10 ⁻¹ *** (-5.021)	-0.899×10 ⁻¹ *** (-5.052)
平均借款期間	-0.141×10 ⁻⁴ (-0.586)	-0.144×10 ⁻⁴ (-0.599)	-396.252 (-1.048)	-387.987 (-1.029)
平均借款利率	0.139×10 ⁻³ (0.585)	0.142×10 ⁻³ (0.597)	3895.280 (1.042)	3813.903 (1.023)
擔保借款金額	0.115×10 ⁻⁸ (0.915)	0.093×10 ⁻⁸ (0.741)	0.740×10 ⁻¹ *** (3.738)	0.732×10 ⁻¹ *** (3.712)
借款比重	0.137×10 ⁻⁴ (0.149)	0.174×10 ⁻⁴ (0.190)	0.815 (0.001)	61.033 (0.042)
聯貸與否	-0.136×10 ⁻¹ (-1.465)	-0.134×10 ⁻¹ (-1.438)	69864.376 (0.480)	70599.496 (0.486)
現金流量比率	0.199×10 ⁻³ *** (5.558)	0.193×10 ⁻³ *** (5.402)	1817.180*** (3.232)	1665.854*** (2.964)
負債比率	0.124×10 ⁻² *** (6.481)	0.123×10 ⁻² *** (6.482)	4557.683 (1.522)	4478.337 (1.508)
存貨週轉率	0.660×10 ⁻⁵ * (1.922)	0.656×10 ⁻⁵ ** (1.909)	492.853*** (9.138)	488.893*** (9.082)
銷貨毛利率	0.412×10 ⁻³ ** (2.148)	0.435×10 ⁻³ ** (2.265)	7286.449** (2.416)	7515.156** (2.497)
營收成長率	-0.436×10 ⁻⁴ * (-1.958)	-0.436×10 ⁻⁴ ** (-1.951)	-491.758 (-1.407)	-526.893 (-1.506)
企業規模	-0.236×10 ⁻¹ * (-1.853)	-0.142×10 ⁻¹ (-1.274)	730723.668*** (3.659)	775709.915*** (4.491)
Tobin's Q	0.141×10 ⁻¹ *** (4.703)	0.133×10 ⁻¹ *** (4.727)	151761.623*** (3.244)	185662.394*** (4.167)
董監持股比	0.142×10 ⁻⁴ (0.054)	-0.565×10 ⁻⁴ (-0.217)	-7169.439* (-1.720)	-7950.897** (-1.947)
景氣對策信號綜分	0.415×10 ⁻³ ** (2.152)	-0.518×10 ⁻³ * (-1.801)	-0.238×10 ⁻² (-0.082)	-4498.415 (-0.995)
Log-likelihood	4320.519	4317.871	-66313.837	-66305.716
R-squared	0.251	0.250	0.473	0.475
Adjusted R-squared	0.112	0.111	0.375	0.377
Hausman	124.010	120.980	201.150	205.110
F 值	1.810***	1.800***	4.820***	4.860***

註：***、** 與 * 分別表顯著水準為 0.01、0.05 與 0.1 時，達統計顯著性；() 內為 *t* 值。

參考文獻

- 沈中華、王健安，2001，「從風險資訊結構的觀點探討銀行經營績效與往來企業的關係」，存款保險資訊季刊，第 15 卷第 2 期，11-31。
- 吳依純，2003，景氣變動下企業營運資金管理政策與財務績效之研究，中國文化大學國際企業管理研究所未出版碩士論文。
- 吳娟娟，2002，財務績效指標重要性分析研究，中原大學會計研究所未出版碩士論文。
- 李春安、賴藝文，2005，「股市劇烈變動區間台灣股票市場與本國機構投資人從眾行為之研究」，台灣管理學刊，第 5 卷第 2 期，231-268。
- 李淑貞，2003，台灣科技新創事業的融資策略——以國聯光電為例，國立交通大學高階主管管理學程 EMBA 未出版碩士論文。
- 呂豫文，1992，營運資金融資政策之實證研究，淡江大學管理科學研究所未出版碩士論文。
- 林雋琦，2001，國內共同基金從眾現象及原因之研究，國立雲林科技大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 施雅慧，1992，製造業營運資金管理之研究——以資訊電子業為例，國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 陳又慈，2001，我國境外金融中心經營與績效之研究，中原大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 陳家彬、賴怡洵，2001，「台灣地區銀行放款有無擔保之決定因素——Logit 模型之實證分析」，管理評論，第 20 卷第 1 期，129-159。
- 陳家彬、賴怡洵，2003，「銀行往來關係和授信行為之研究」，經濟論文，第 31 卷第 3 期，497-539。
- 陳盈樺，2000，台灣地區銀行與企業融資關係之探討——主力銀行機制，銘傳大學金融研究所未出版碩士論文。
- 黃小雲，2001，我國企業營運資金管理相關議題之實證研究——產業效果、流動性及短期融資之探討，國立成功大學會計研究所未出版碩士論文。
- 黃志成，1990，流動資產與負債結構之決策研究，淡江大學管理科學研究所未出版碩士論文。
- 劉永仁，2003，基金經理人群集行為與股價關聯性之探討——以開放式科技類股票型基金為例，國立高雄第一科技大學財務管理研究所未出版碩士論文。
- 薛伊町，2000，資訊電子業營運資金管理之研究，國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 經濟部中小企業處，2003，九十二年中小企業白皮書，經濟部中小企業處。
- Barnhart, S. W., & Rosenstein, S. 1998. Board composition, managerial ownership, and firm performance: An empirical analysis. *Financial Review*, 33: 1-17.
- Belsley, D. 1991. *Conditioning diagnostics: Collinearity and weak data in regression*. New York: John Wiley & Sons.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. 1995. Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *Journal of Business*, 68: 351-381.
- Bhattacharya, S., & Chiesa, G. 1995. Proprietary information, financial intermediation, and research incentives. *Journal of Financial Intermediation*, 4: 328-357.

- Blackwell, D. W., & Winters, B. D. 1997. Banking relationships and the effect of monitoring on loan pricing. *Journal of Financial Research*, 20: 275-289.
- Bodenhorn, H. 2003. Short-term loans and long-term relationships: Relationship lending in early America. *Journal of Money, Credit and Banking*, 35: 485-505.
- Bolton, P., & Scharfstein, D. S. 1996. Optimal debt structure and the number of creditors. *Journal of Political Economy*, 104: 1-25.
- Boot, A. W. A., & Thakor, A. V. 2000. Can relationship banking survive competition? *Journal of Finance*, 55: 679-713.
- Booth, R. 1992. Activity analysis and cost leadership. *Management Accounting*, Jun: 31-32.
- Campbell, T. S. 1979. Optimal investment financing decisions and the value of confidentiality. *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 14: 913-924.
- Carletti, E., Cerasi, V., & Daltung, S. 2007. Multiple-bank lending: Diversification and free-riding in monitoring. *Journal of Financial Intermediation*, 16: 425-451.
- Chang, E. C., Cheng, J. W., & Khorana, A. 2000. An examination of herd behavior in equity markets: An international perspective. *Journal of Banking and Finance*, 24: 1651-1679.
- Christie, W. G., & Huang, R. D. 1995. Following the pied piper: Do individual return herd around the market? *Financial Analyst Journal*, 51: 31-37.
- Cole, R. A., Goldberg, L. G., & White, L. J. 2004. Cookie-cutter versus character: The microstructure of small business lending by large and small banks. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39: 227-251.
- Coleman, A. D. F., Esho, N., & Sharpe, I. G. 2006. Does bank monitoring influence loan contract terms? *Journal of Financial Service Research*, 30: 177-198.
- Degryse, H., & Ongena, S. 2001. Bank-firm relationships and the structure and integration of international banking markets. *International Journal of the Economics of Business*, 9: 401-417.
- Degryse, H., & Van Cayseele, P. 2000. Relationship lending within a bank-based system: Evidence from European small business data. *Journal of Financial Intermediation*, 9: 90-109.
- DeLong, B., Shleifer, A., Summers, L., & Waldman, R. 1990. Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation. *Journal of Finance*, 45: 379-396.
- Detragiache, E., Garella, P., & Guiso, L. 2000. Multiple versus single banking relationships: Theory and evidence. *Journal of Finance*, 55: 1133-1161.
- Diamond, D. W. 1984. Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, 51: 393-414.
- Diamond, D. W. 1991. Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy*, 99: 688-721.
- Diamond, D. W. 1994. Corporate capital structure: The roles of bank and public debt with taxes and costly bankruptcy. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 80: 11-37.
- Elsas, R., & Krahen, J. P. 1998. Is relationship lending special? Evidence from credit-file data in Germany. *Journal of Banking and Finance*, 22: 1283-1316.

- Elyasiani, E., & Goldberg, L. G. 2004. Relationship lending: A survey of the literature. *Journal of Economics and Business*, 56: 315-330.
- Filbeck, G., Gorman, R. F., & Preece, D. C. 1996. Behavioral aspects of the intra-industry capital structure decision. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 9: 55-67.
- Fohlin, C. 1998. Relationship banking, liquidity, and investment in the German industrialization. *Journal of Finance*, 53: 1737-1758.
- Friend, I., & Lang, L. H. P. 1988. An empirical test of the impact of managerial self-interest. *Journal of Finance*, 43: 271-282.
- Gitman, L. J., & Maxwell, C. E. 1985. Financial activities of major U.S. firms: Survey and analysis of Fortune's 1000. *Financial Management*, 14: 57-65.
- Grinblatt, M., Titman, S., & Wermers, R. 1995. Momentum investment strategies, portfolio performance and herding: A study of mutual fund behavior. *American Economic Review*, 85: 1088-1105.
- Hausman, J. A. 1978. Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46: 1251-1271.
- Hawawini, G., Viallet C., & Vora, A. 1986. Industry influence on corporate working capital decision. *Sloan Management Review*, 4: 15-24.
- Hoshi, T., Kashyap, A., & Scharfstein, D. 1991. Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups. *Quarterly Journal of Economics*, 106: 33-60.
- Houston, J. F., & James, C. M. 2001. Do relationships have limits? Banking relationships, financial constraints, and investment. *Journal of Business*, 74: 347-374.
- Hubbard, R. G., Kuttner, K. N., & Palia, D. N. 1999. *Are there bank effects in borrowers costs of funds? Evidence from a matched sample of borrowers and banks*. Staff Report no. 78, Columbia University, New York.
- James, C. 1987. Some evidence on the uniqueness of bank loans: A comparison of bank borrowing, private placements, and public debt offerings. *Journal of Financial Economics*, 19: 217-235.
- Keynes, J. M. 1936. *The general theory of employment interest and money*. London: Macmillan.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Zamarripa, G. 2003. Related lending. *Quarterly Journal of Economics*, 118: 231-268.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1992. The impact of institutional trading on stock prices. *Journal of Financial Economics*, 32: 23-43.
- Miarka, T. 1999. *On bank-firm relationships and bank-debt: Evidence from recent developments in Japan*. Berlin: WZB mimeo.
- Mikkelson, W. H., & Partch, M. M. 1986. Valuation effects of security offerings and the issuance process. *Journal of Financial Economics*, 15: 31-60.
- Ongena, S., & Smith, D. C. 2000. What determines the number of bank relationship? Cross-country evidence. *Journal of Financial Intermediation*, 9: 26-56.
- Ongena, S., & Smith, D. C. 2001. The duration of bank relationships. *Journal of Financial Economics*, 61: 449-475.
- Padilla, A. J., & Pagano, M. 1997. Endogenous communication among lenders and entrepreneurial incentives. *Review of Financial Studies*, 10: 205-236.

- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. 1994. The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *Journal of Finance*, 49: 3-37.
- Porta, L., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. 1999. Corporate governance around the world. *Journal of Finance*, 54: 471-517.
- Rajan, R. 1992. Insiders and outsiders: The choice between relationship and arm's length debt. *Journal of Finance*, 47: 1367-1400.
- Sagner, J. S. 2001. Working capital: A modern approach. *Financial Executive*, 17: 69.
- Schenone, C. 2010. Lending relationships and information rents: Do banks exploit their information advantages? *Review of Financial Studies*, 23: 1149-1199.
- Shiller, R. J. 1984. Stock prices and social dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 457-510.
- Shockley, R., & Thakor, A. 1992. *Information content of commitments to lend in the future: Theory and evidence on the gains from relationship banking*. Discussion Paper no. 523, Indiana University, Bloomington, Indiana.
- Stowe, J. D., Watson, C. J., & Robertson, T. 1980. Relationships between the two sides of the balance sheet: A canonical correlation analysis. *Journal of Finance*, 35: 973-980.
- Von Rheinbaben, J., & Ruckes, M. 1998. *A firm's optimal number of bank relationships and the extent of information disclosure*. Unpublished manuscript, University of Mannheim, Mannheim.
- Von Thadden, E. L. 1992. *The commitment of finance, duplicated monitoring and the investment horizon*. Working Paper in Financial Markets 27, European Science Foundation Network, London.
- Von Thadden, E. L. 1995. Long-term contracts, short-term investment, and monitoring. *Review of Economic Studies*, 62: 557-575.
- Weinstein, D. E., & Yafeh, Y. 1998. On the costs of a bank centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan. *Journal of Finance*, 53: 635-672.
- Wermers, R. 1999. Mutual fund herding and impact on stock prices. *Journal of Finance*, 54: 581-621.
- Yosha, O. 1995. Information disclosure costs and the choice of financing source. *Journal of Financial Intermediation*, 4: 3-20.

The Herding Behavior of Aggressive Financing Pattern of Taiwan Listed and OTC-Listed Companies

Jauling Tseng

Associate Professor, Department of Finance, Shih Hsin University

Hsiao-Ling Chao

Master, Department of Finance, Shih Hsin University

Abstract

Although the issues regarding Taiwanese enterprises with aggressive financing behavior are widely discussed in practices, academic studies have not examined this unique phenomenon and its herding behavior very well till now. Moreover, it is rare to find the herding pattern of enterprises' aggressive financing behavior in the past literature, not even in panel data analysis. To enhance the accuracy and the robustness of empirical analysis, this study specifically examines the herding behavior of aggressive financing pattern of 652 Taiwan listed and OTC-listed companies from 1991 to 2002 by panel data model. The empirical panel data are unbalanced and include 4,263 observations.

The empirical results show that 70% of the Taiwan listed and OTC-listed companies exploit aggressive financing pattern, which is in line with the finding in practices. Besides, the herding behavior of aggressive financing pattern significantly exists because the enterprises do follow the majority companies' current and lagged aggressive financing ratios and lagged aggressive financing volumes to adjust their aggressive financing pattern. The enterprises with more relationship-banks and with higher volumes of bank borrowing perform more aggressive financing behavior.

Keywords: aggressive financing behavior, herding behavior, banking relationships, working capital management, panel data analysis



National Chung Hsing University