

台灣企業低度財務槓桿決定因素研究

The determinants of low financial leverage research of Taiwanese companies

林祝英 Chu-Yin Lin¹

陳寶盛 Pao-Sheng Chen²

摘要

財務管理的目的是創造股東報酬極大化，透過財務槓桿的妥善運用，可以提升股東報酬率，但部分企業卻是積極降低財務槓桿的使用，甚至不使用財務槓桿。而過去的研究大多探討影響資本結構與融資決策的因素，而較少著墨於低度財務槓桿企業的關鍵影響因素。本文即針對低度財務槓桿企業進行研究，探討在眾多影響融資決策的因素中，有哪些是低度財務槓桿企業融資決策的關鍵性因素。筆者整理過去研究者提出的影響融資決策的因素，並建立出相關的構面及行為準則，透過專家問卷的方式，利用分析層級程序法 (Analytic Hierarchy Process, AHP) 找出影響低度財務槓桿企業融資決策的關鍵因素。研究結果發現，低度財務槓桿企業在融資決策的行為模式上，仍遵循融資順位理論，優先使用低成本的內部資金，並且受到各產業特性的影響。同時低度財務槓桿企業由於具較佳之獲利能力、成長性以及較高之現金流量，致使低度財務槓桿企業具有較多之內部資金，在融資順位的原則之下，整體舉債程度較高度財務槓桿企業低。

關鍵字：分析層級程序法、AHP、低度財務槓桿、資本結構

Abstract

The purpose of financial management is to maximize the return earning of shareholder. Through the proper use financial leverage, it can be enhance shareholder return rate. Heretofore, most studies investigate the impact of capital structure and financing decisions, and less attention at the factors of low degree of financial leverage. This studies explore what is the key factor of finance decisions of the corporate of low degree of financial leverage. We sorted affecting factors of financing decisions which are past researchers had proposed, to establish the facets and conduct. We used the Analytic Hierarchy Process, AHP, to identify the key factors affecting of low degree of financial leverage corporate's finance decisions. The results found that the corporate of low degree financial leverage make financing decisions, they still follows

¹ 東吳大學企業管理學系副教授(聯絡地址：100 台北市貴陽街一段 56 號，聯絡電話：02-23111531 轉 3604，E-mail: chuyin@scu.edu.tw)。

² 台新國際商業銀行環貿金融處經理(聯絡地址：104 台北市建國北路二段 17 號 7 樓，聯絡電話：02-25056975 轉 805，E-mail:990723@taishinbank.com.tw)。

the Pecking Order Theory that priority use low-cost internal funding, and influenced by the characteristics of each industry. The corporate of low degree of financial leverage are usually with good profitability, high growth and high cash flow. It's means that enterprise of low degree of financial leverage with holding more internal funds. Under the Pecking Order Theory, they overall debt level are lower than the enterprise of high degree of the financial leverage.

Keywords: Analytic Hierarchy Process, AHP, Low Degree of Financial Leverage, Capital Structure

壹、前言

資金與企業所有營運活動息息相關，一般而言，企業營運資金的組成分為內部資金及外部資金，其中內部資金來源主要為企業過去盈餘的累積，外部資金的來源則包含負債與權益融資；企業經營者為追求企業價值極大化，應權衡負債與權益兩者之間資金的使用比重，而負債與權益兩者的使用比重，將會影響股東權益報酬率之變化，進而影響股價與市值。企業資產負債表的組成為資產、負債與股東權益，在資產總額一致之下，企業舉債愈多，股東權益將會愈小，進而提高股東權益報酬率，反之，則股東報酬率將較低，故有效利用財務槓桿將可以創造較高企業價值與股東報酬，但實務上企業經營者在考量資本結構時，則會受到許多因素的影響。

由於企業經營的環境及遭遇的問題相當複雜，規模不同之企業其可運用之籌資工具不同，故在決策上產生明顯差異，有關資本結構的議題，過去已有許多研究者針對企業最適資本結構提出探討，其中又以 M&M 理論為資本結構理論的基礎；M&M 理論最初於 1958 年由 Modigliani & Miller 提出(以下稱 M&M)，其假設在完美市場(Perfect Marking)之下，資本結構與企業價值並無關連。1963 年 M& M 再提出修正理論並認為，企業進行舉債所產生之利息費用可以享有所得稅的稅盾效果，故企業舉債愈多，其加權平均資本成本就越低，而企業的價值就越高。而包括 Miller 修正模式(Miller,1977)、靜態抵換理論-破產及代理成本((Kim,1978)、Jensen& Mecking,1976)、融資順位理論(Myers & Majluf,1984)、動態資本結構(Fisher, Heinkel& Zechner,1989)等，均在探討負債與權益的配置關係，後續資本結構與融資因素也一直是財務領域研究的重點。

近年台灣部分標竿企業均朝向無負債或低負債經營，由於筆者本身在金融機構從事企業融資相關工作，發現無論企業規模大小或產業別不同，以無負債或低負債方式經營的企業都存在一定比例，此現象與企業經營者追求企業價值極大化的目的相違背；即便如此，部分台灣企業仍然維持零借款或低度融資(追求長期無借款)的財務政策。

目前國內有關資本結構或企業融資行為的實證研究，大多以上市櫃企業的公開報表作為分析資料，屬於次級資料分析，再依資料分析結果進行資本結構或企業融資行為的推

論，較少的研究直接從決策者的決策過程進行分析。但除了次級資料分析外，透過直接對企業決策者關於企業資本結構決定與融資行為的調查研究，更能真確瞭解實際影響企業資本結構與融資行為決定的因素，以及其是否符合各種理論所述之行為模式，本研究即在探討台灣企業低度使用財務槓桿之決定因素，而問卷發放之對象，擬以筆者所任職之銀行部門負債比低於 40% 之企業的財務決策者為本次問卷發放對象，並使用分析層級程序法 (Analytic Hierarchy Process, AHP) 進行研究，從而探討形成企業低度財務槓桿之決定的因素，並達成下列目的：

- (一) 分析企業低度使用財務槓桿，其背後之影響因素。
- (二) 探討台灣企業低度使用財務槓桿行為模式是否符合過去財務相關理論。
- (三) 提供「研究結果」給金融機構未來企業服務的方向及產品之規劃。

貳、文獻探討

一、資本結構理論

Modigliani & Miller(1958)提出資本結構無關論，其主張企業本身的資本結構並不會影響企業的價值，故無所謂的最適資本結構存在，其假設在無企業及個人所得稅的情況下，企業的負債及權益的結構變化，並不會影響企業本身的價值與資金成本。Modigliani & Miller 隨後在 1963 年提出修正後的資本結構理論，其中修正了關於沒有所得稅的假設。Modigliani & Miller 認為因舉債所需支付的利息可以當作費用而抵稅，並產生稅盾的效果，進而使加權資金成本下降，企業的價值上升，故持續舉債將使企業價值持續增加。Miller 於 1977 年單獨提出再修正，再修正後的理論同時考慮了企業及個人所得稅，並認為企業稅盾效果將與個人所得稅稅率高低相互牽制，企業中不存在最佳資本結構。

靜態抵換理論認為企業存在一最佳資本結構，Kim, Jensen & Mecking 等學者分別提出，並認為稅盾效果與高負債所產生之破產成本相互抵換而來，或稅盾效果與高負債所產生之代理成本相互抵換而來。Myers & Majluf 於 1984 年提出融資順位理論，並認為在資訊不對稱下，企業管理者比投資人擁有更多企業資訊，並瞭解企業的價值，故企業會優先以內部資金進行融資，其次則為負債，最後才會考慮權益融資。Fischer, Heinkel & Zechner 等學者於 1989 年提出動態資本結構，其認為企業會隨著時間變動考慮其資本結構成本，進而調整負債比率，以達到最適資本結構。

二、國內外文獻回顧

在國內的研究方面，劉維琪、劉玉珍(1989)最早對融資順位理論進行相關之研究，張漢君(1991)則以多元迴歸分析、變異數分析、集群分析以及區別分析等方法，探討上市企業的資本結構決定因素，並驗證企業的融資行為，符合融資順位理論之假設。劉維琪、李宗怡(1993)以國內上市企業為研究對象，其結論為半數上市企業(56.52%)在制定長期融資

決策時，會同時考慮融資順位與目標資本結構原則，但多數傾向於融資順位原則。

陳健南(2010)以台灣地區 1991 年至 2008 年的上市櫃 686 家科技產業企業為研究樣本，以單變量統計分析及 Logit 迴歸分析來探討科技產業形成無負債的因素，其實證結果認為無負債企業因提供予資金供應方為擔保品的固定資產有限，故對融資供應方而言融資違約後可求償取回的債權低。廖子瑩(2003)以 1995、1996 年兩稅合一實施前後國內 444 家上市企業為樣本，進行研究分析，其實證結果顯示有效稅率愈高，企業選擇債務融資機率愈低。

王雅琴(2009)以台灣上市企業 18 種產業為研究樣本，研究期間為 1999 年至 2008 年，其實證結果認為，超過半數的產業有最適資本結構存在，以全部產業來看，較支持靜態抵換理論，而較不支持融資順位理論，若以個別產業來，部分產業適用融資順位理論，產業間的融資存在差異性。

黃玉麗、沈中華(2006)在「信用評等是否影響資本結構的決定」以 1998 至 2009 年間，國內上市、上櫃公司為樣本進行研究分析，其實證結果發現在控制其他可能影響資本結構決定的因素後，評等等級的調整確會實影響企業資本結構的決定。

曹秀惠(2003)以國內上市企業為研究樣本，進行多項式 Logit 模式分析，其研究結果顯示，影響企業融資決策因素包含發行成本、資訊不對稱、企業信用，以及流動性需求；如果企業舉債規模越大，且為長期資金需求，在其信用品質較佳的狀況下，會偏好發行公司債。

孫梅瑞、柳怡伶(2006)以國內上市上櫃公司為研究對象，針對其重大投資案的融資宣告事件進行 Probit 與 Tobit 迴歸模式進行研究，其結果顯示，企業在融資前的績效越差、投資規模越大、以及景氣低迷時選擇透過銀行進行融資的可能性就越高；當企業內部資金越多、成長機會越高、公司規模越大，則透過銀行進行融資的可能性就越低。

郭哲維(2008)以國內傳統產業和電子產業之企業主或財務主管為研究對象，利用進行層級程序分析法及折衷排序法進行研究，其結果顯示中小型傳統產業及電子產業在融資工具的選擇上受限於企業規模影響，偏好使用長期貸款；而大型傳統企業偏好發行普通股，大型電子業則偏好發行公司債。孫梅瑞、陳雅君(2010)以進行購併宣告的台灣上市上櫃企業為研究對象，利用多元迴歸分析探討進行其融資決策與購併績效之間的關聯性，結果顯示，企業規模越大、經營能力越好，會選擇以權益資金進行購併；負債比例越高與機構投資人持股比例越高之企業，則偏好以負債進行融資。馬黛、李永全(2008)以國內上市公司為研究對象，其研究結果顯示，家族企業通常有較低的負債水準，而家族企業股權控制比例與負債比率呈現非線性關係。徐碧玉(2013)，針對企業控制權與所有權對負債融資決策的選擇進行研究，其研究結果顯示，當控制權與所有權越分離，企業越傾向使用公司債融資，而財務危機風險、資訊不對稱及家族控制均會對融資決策產生影響。王錦燕(2012)研究高階經理人薪酬誘因機制的設計與總經理對董事會介入程度，是否會使高階經理人增加

企業財務槓桿操作；其研究結果顯示，服務業的企業提供高階經理人誘因機制，會增加公司財務槓桿效果，而其他二類型企業則無此現象。

在國外的研究方面，Baskin(1989)以美國財星雜誌前 500 大企業為研究樣本，所得結論為企業獲利能力與負債率呈負相關，獲利能力愈佳的企業，其內部保留盈餘足夠支應企業資金所需，不需向外舉債，所以負債比率較低，融資順位理論成立。Hall, Hutchinson & Michaelas(2000)實證發現在長期負債比率方面，獲利性、成長性、資產價值和企業規模呈正相關，與融資順位理論呈現負相關。另在短期負債比率方面與成長性呈正相關，與獲利性、資產價值、企業規模和融資順位理論呈負相關。

Soku, William & Zhaoxia(2008)以單變異數分析及 Logit 迴歸來探討無負債企業形成的主要變數，其研究發現無負債企業因為規模較小，有形資產少及信用評等差，而有較多的舉債限制，導致企業以無負債經營。此外，Panno (2003)利用 Logit 及 Probit 迴歸模式進行實證研究，其研究結果發現企業對融資工具的選擇，以內部融資較外部融資為優先，符合融資順位理論，且與企業規模、獲利能力呈正相關，與流動性及財務槓桿形成之破產風險呈負相關。Cassar & Holmes (2003) 以中小企業為研究對象，研究結果顯示，資產結構、獲利能力及成長力是資本結構與融資的重要決定因素，其研究結果並符合靜態抵換理論及融資順位理論。Cai & Ghosh (2003)以美國財星雜誌前 500 大製造企業為研究對象，以 Z-Test 法進行研究，實證發現當企業負債比率偏離產業的資本結構區間時，企業的負債比率會逐漸往產業資本結構區間靠近。

參、研究方法

「分析層級程序法」(Analytic Hierarchy Process, AHP)是 1971 年由匹茲堡大學教授 Thomas L. Saaty 發展出來的一個多屬行評估方法，其目的是利用層級結構將相關的決策要素劃分為不同維度，再進行評估整合，將複雜問題系統化。分析層級程序法自 Saaty 提出後，已被國學者廣泛應用於解決大型決策問題。

AHP 方法主要需透過建立層級架構，以進行各層級中各屬性的評估，再以名目尺度(Nominal Scale)執行個因素間之對偶比較(Pairwise Comparison)，並建立成對比較矩陣，計算出特徵向量(Eigen Vector)，及求出特徵值(Eigen Value)，再以此值檢驗成對比較矩陣的一致性，最後進行方案排序。

本研究依據文獻資料所整理出企業進行融資決策之構面及因素，主要目的在探討企業低度使用財務槓桿時所考慮之因素，經由過去研究者的文獻探討，建構出第二層研究構面，及第三層評估準則。並依據因素本身特性，將屬於企業本身無法控制及各項與外部因素相關之構面，合併歸納為外部環境因素，而有關企業本身可控制之相關構面，則整理為企業本身因素，其餘會對企業造成政策效果影響之因素，歸納為政策效果因素。再經由國內外文獻整理後，另歸納出市場景氣、匯率波動、利率水準、產業別、公司規模、成長性

及獲利能力、現金流量、資產價值、董事會或股東影響力、經理人績效、資金成本、租稅負擔、信用評等、融資複雜度與承諾限制等共計十四個行為準則。相關使用構面、準則說明與層級分析圖如表 1 及圖 1 所示。

表 1 本研究使用構面與準則說明

構面	準則	說明
外部環境因素	市場景氣	全球、地區與產業景氣交互影響著企業的營運獲利狀況，隨著景氣高低起伏，企業融資籌資決策也不同。
	匯率波動	匯率波動將影響企業實際獲利與借貸資金成本，其中對跨國企業影響甚鉅，形成資金調度與留存之問題。
	利率水準	利率水準將直接影響企業每年所需支付的利息費用，故企業在制定融資決策與選擇融資工具時，利率應是其重要考慮因素之一。
	產業別	不同產業所面臨之風險不盡相同，故應對企業融資決策產生影響。
企業本身因素	公司規模	大型企業與中小型企業在融資規模、融資工具上均不相同，企業規模越大，融資管道與資訊較多元，故較中小型企業容易取得資金。
	成長性及獲利能力	企業獲利能力較高時，較能保留較多之內部資金，依據融資順位理論，企業在進行融資決策時，其融資順序將以內部資金為優先，其次才是舉債與權益融資。
	信用評等	信用評等良莠將影響企業取得資金的多寡與限制。
	現金流量	企業帳上現金存量與其獲利能力相關，帳上現金存量較高，表示其獲利狀況佳，其向外融資機率較低。
	資產價值	資產價值較高，意謂著企業在進行對外融資時，可取得較高融資機會與融資規模。
	董事會或股東影響力	企業的主要決策層除專業經理人之，尚包含董事會，而中小企業則是股東或家族成員，這些經營層對於企業融資決策與行為有一定程度影響。
	經理人績效	專業經理人由於受雇於董事會或決策層，而其是否達成約定之目標，將影響其個人年度績效與獎勵，故連帶會影響其對融資行為之決策。
決策效果因素	資金成本	資金成本除應付之利息外，包含取得資金所需之相關費用，各種資金取得工具均有不同之資金成本，對企業而言，取得資金的總成本高低，對於企業融資決策產生影響。
	租稅負擔	資本結構有關論認為，舉債所需支付的利息可以

		當作費用抵稅，產生稅盾效果，進而降低企業加權資金成本。
	融資複雜度與承諾限制	企業向外進行融資時，其融資模式的複雜與否，以及相關因融資行為而需達成之條件與限制將會影響企業對於融資的決策。

資料來源：本研究整理

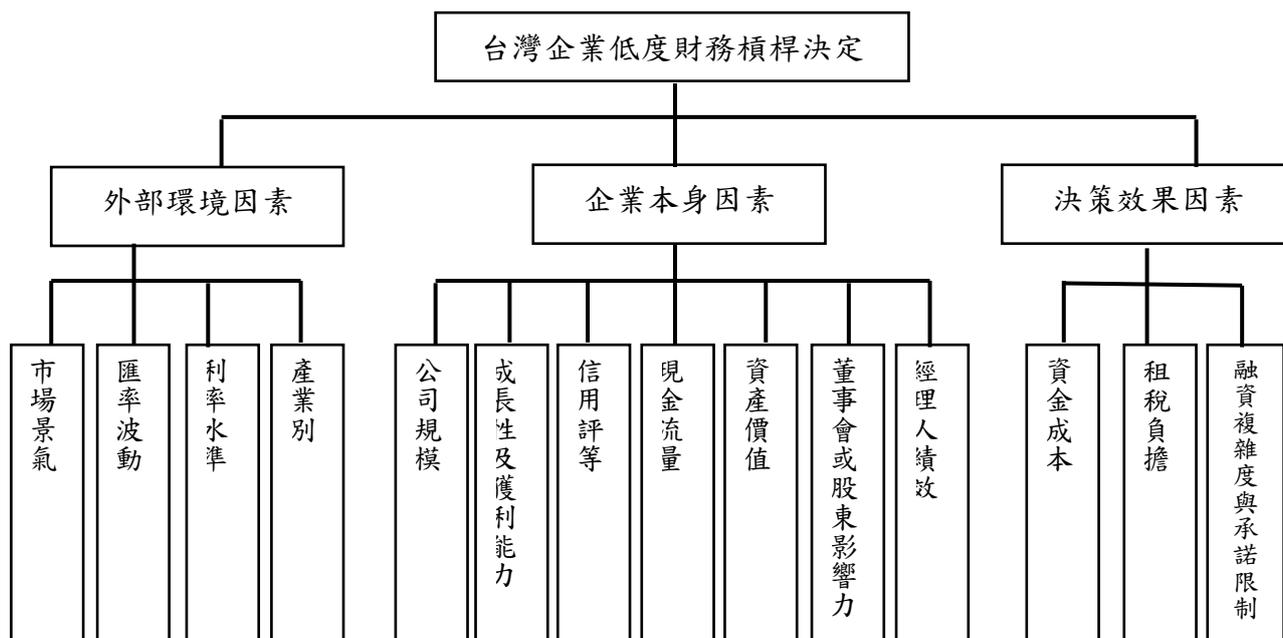


圖1 台灣企業低度財務槓桿決定層級架構圖

資料來源：本研究整理

肆、實證分析

本研究問卷的發放對象為筆者所任職的銀行部門單位所往來具備低度財務槓桿之企業經營者、財務主管或具財務決策權之高階經理人。而就 AHP 專家問卷調查法而言，樣本數要達到多少才具有代表性，在文獻上未見有嚴格之規定，但樣本數之意見必須符合一致性之檢驗，本研究使用修正式德菲爾的作法，直接以文獻中研究者的研究結果擬出題目，並直接交由專家進行問卷填答，而專家人數不宜低於 10 人(Murphy & Hammons, 1995)，並參考先前研究者專家樣本數，如蔡旻儉(2012)上市運輸產業融資決策因素分析及航運公司實際融資策略分析一文，其發放樣本數 23 份；郭哲維 (2008) 企業融資決策之比較研究一文，其發放樣本數為 25 份。故本研究發放 23 份問卷，有其代表性。

故本研究自民國 104 年 4 月初至 5 月初，共向前述專家發放 23 份問卷，收回 15 份問卷，有效問卷為 14 份，無效問卷為 1 份，總回收比率為 65.21%。依據各問卷填答的結果，

利用 Super Decisions 軟體進行權重計算及一致性檢定(C.I.)，依據 Satty 對一致性的評斷標準，在 C.I.值 ≤ 0.1 時為可以接受之評斷標準，故依此標準篩選出合格的樣本，進行後續構面與權重分析。在刪除無效問卷後，有效問卷共計 14 份，如表 2 所示。

表 2 AHP 問卷 C.I.值

	研究構面	外部環境	企業本身	決策效果
專家 1	0.08	0.08	0.10	0.08
專家 2	0.10	0.09	0.09	0.00
專家 3	0.00	0.09	0.05	0.03
專家 4	0.05	0.06	0.10	0.00
專家 5	0.07	0.04	0.10	0.05
專家 6	0.04	0.09	0.03	0.09
專家 7	0.09	0.08	0.09	0.02
專家 8	0.08	0.05	0.09	0.02
專家 9	0.00	0.07	0.10	0.04
專家 10	0.04	0.09	0.08	0.05
專家 11	0.07	0.09	0.10	0.08
專家 12	0.04	0.09	0.09	0.07
專家 13	0.03	0.08	0.09	0.00
專家 14	0.06	0.07	0.08	0.03

資料來源：本研究整理

經由文獻整理，本研究將研究構面區分為外部環境因素、企業本身因素與決策效果因素等三個構面，由表 3 可知，電子科技業重視決策效果因素、傳產製造與生技醫療業均較重視企業本身因素、而百貨貿易業則較重視外部環境因素，就整體產業而言，企業本身因素的權重雖最大，但實際上與決策效果因素相近，而外部環境效果影響程度則較低。

表3 研究構面權重

全部產業		
構面	權重	順序
外部環境因素	0.2613	3
企業本身因素	0.3588	1
決策效果因素	0.3535	2
電子科技		
構面	權重	順序
外部環境因素	0.2144	3
企業本身因素	0.3477	2

決策效果因素	0.4379	1
傳產製造		
構面	權重	順序
外部環境因素	0.2186	2
企業本身因素	0.6198	1
決策效果因素	0,1616	3
百貨貿易		
構面	權重	順序
外部環境因素	0.4233	1
企業本身因素	0.3561	2
決策效果因素	0,2206	3
生技醫療		
構面	權重	順序
外部環境因素	0.0513	3
企業本身因素	0.5820	1
決策效果因素	0.3666	2

資料來源：本研究整理

外部環境因素準則權重分析由表 4 可知，企業在考量外部環境因素時，電子科技業與百貨貿易業均重視匯率波動、傳產製造業重視市場景氣、生技醫療業則受產業別影響較多，整體而言，企業在面對外部環境因素時，受匯率波動影響較大。

表4 外部環境因素權重

全部產業		
外部環境準則	權重	順序
市場景氣	0.2304	3
匯率波動	0.2902	1
利率水準	0.1522	4
產業別	0.2524	2
電子科技		
外部環境準則	權重	順序
市場景氣	0.2753	2
匯率波動	0.2922	1
利率水準	0.1732	4
產業別	0.2539	3
傳產製造		
外部環境準則	權重	順序
市場景氣	0.4383	1
匯率波動	0.3160	2
利率水準	0.0993	4

產業別	0.1464	3
百貨貿易		
外部環境準則	權重	順序
市場景氣	0.1104	4
匯率波動	0.4848	1
利率水準	0.2051	2
產業別	0.1996	3
生技醫療		
外部環境準則	權重	順序
市場景氣	0.1226	3
匯率波動	0.1686	2
利率水準	0.0956	4
產業別	0.6132	1

資料來源：本研究整理

企業本身因素準則權重分析由表 5 可知，在考量企業本身因素時，電子科技業重視現金流量，傳產製造業與生技醫療受董事會或股東影響力較深、百貨貿易業則重視成長性及獲利能力，依全部產業而言，企業受其本身因素影響以現金流量、成長性及獲利能力，以及董事會或股東影響力為主。

表5 企業本身因素權重

全部產業		
企業本身準則	權重	順序
公司規模	0.0521	7
成長性及獲利能力	0.1828	2
信用評等	0.1138	5
現金流量	0.1851	1
資產價值	0.1225	4
董事會或股東影響力	0.1793	3
經理人績效	0.0967	6
電子科技		
企業本身準則	權重	順序
公司規模	0.0437	7
成長性及獲利能力	0.2040	2
信用評等	0.1280	5
現金流量	0.2242	1
資產價值	0.1410	4
董事會或股東影響力	0.1795	3
經理人績效	0.0855	6
傳產製造		
企業本身準則	權重	順序
公司規模	0.1032	6
成長性及獲利能力	0.2164	2
信用評等	0.1357	4

現金流量	0.1699	3
資產價值	0.1138	5
董事會或股東影響力	0.2199	1
經理人績效	0.0411	7
百貨貿易		
企業本身準則	權重	順序
公司規模	0.0804	7
成長性及獲利能力	0.2699	1
信用評等	0.0807	6
現金流量	0.1486	3
資產價值	0.1097	5
董事會或股東影響力	0.1143	4
經理人績效	0.1963	2
生技醫療		
企業本身準則	權重	順序
公司規模	0.0522	6
成長性及獲利能力	0.0910	4
信用評等	0.0328	7
現金流量	0.1122	3
資產價值	0.0688	5
董事會或股東影響力	0.4923	1
經理人績效	0.1506	2

資料來源：本研究整理

決策效果因素準則權重分析由表 6 可知，在決策效果因素之中，電子科技業、傳產製造業重與百貨貿易業均重視資金成本，惟生技醫療業重視融資複雜度與承諾限制。

表6 決策效果因素權重

全部產業		
決策效果準則	權重	順序
資金成本	0.4699	1
租稅負擔	0.2520	2
融資複雜度與承諾限制	0.2066	3
電子科技		
決策效果準則	權重	順序
資金成本	0.5366	1
租稅負擔	0.3166	2
融資複雜度與承諾限制	0.1468	3
傳產製造		
決策效果準則	權重	順序
資金成本	0.6065	1
租稅負擔	0.2560	2
融資複雜度與承諾限制	0.1384	3

百貨貿易		
決策效果準則	權重	順序
資金成本	0.4886	1
租稅負擔	0.1479	3
融資複雜度與承諾限制	0.3635	2
生技醫療		
決策效果準則	權重	順序
資金成本	0.1111	2
租稅負擔	0.1111	2
融資複雜度與承諾限制	0.7778	1

資料來源：本研究整理

上述分析，未考量構面與準則的整體權重狀況，故將各研究構面與準則加以整合，並進行整體的權重計算與排序。在全部產業整體權重分析由表 7 可知，低度財務槓桿之企業，其前三大因素分別為「資金成本」0.1683、「租稅負擔」0.0903、「現金流量」0.0768。

表7 全部產業整體權重分析

構面(第二層)	權重	準則(第三層)	權重	整體權重	排序
外部環境因素	0.2269	市場景氣	0.2304	0.0523	9
		匯率波動	0.2902	0.0658	7
		利率水準	0.1522	0.0345	13
		產業別	0.2524	0.0573	8
企業本身因素	0.4149	公司規模	0.0521	0.0216	14
		成長性及獲利能力	0.1828	0.0758	4
		信用評等	0.1138	0.0472	11
		現金流量	0.1851	0.0768	3
		資產價值	0.1225	0.0508	10
		董事會或股東影響力	0.1793	0.0744	5
		經理人績效	0.0967	0.0401	12
決策效果因素	0.3582	資金成本	0.4699	0.1683	1
		租稅負擔	0.2520	0.0903	2
		融資複雜度與承諾限制	0.2066	0.0740	6

資料來源：本研究整理

表 8 顯示在電子科技產業的部分，其在整體權重中前三大影響因素依序為「資金成本」0.2350、「租稅負擔」0.1386，以及「現金流量」0.0780。

表8 電子科技業整體權重分析

構面(第二層)	權重	準則(第三層)	權重	整體權重	排序
外部環境因素	0.2144	市場景氣	0.2753	0.0590	8

		匯率波動	0.2922	0.0626	6
		利率水準	0.1732	0.0371	12
		產業別	0.2539	0.0544	9
企業本身因素	0.3477	公司規模	0.0437	0.0152	14
		成長性及獲利能力	0.2040	0.0709	4
		信用評等	0.1280	0.0445	11
		現金流量	0.2242	0.0780	3
		資產價值	0.1410	0.0490	10
		董事會或股東影響力	0.1795	0.0624	7
		經理人績效	0.0855	0.0297	13
決策效果因素	0.4379	資金成本	0.5366	0.2350	1
		租稅負擔	0.3166	0.1386	2
		融資複雜度與承諾限制	0.1468	0.0643	5

資料來源：本研究整理

表 9 顯示在傳產製造業的整體權重排序中，第一及第二與整體權重分別為「董事會或股東影響力」0.1363、「成長性及獲利能力」0.1341，兩者權重接近，第三為「現金流量」0.1053。

表9 傳產製造業整體權重分析

構面(第二層)	權重	準則(第三層)	權重	整體權重	排序
外部環境因素	0.2186	市場景氣	0.4383	0.0958	5
		匯率波動	0.3160	0.0691	8
		利率水準	0.0993	0.0217	14
		產業別	0.1464	0.0320	11
企業本身因素	0.6198	公司規模	0.1032	0.0640	9
		成長性及獲利能力	0.2164	0.1341	2
		信用評等	0.1357	0.0841	6
		現金流量	0.1699	0.1053	3
		資產價值	0.1138	0.0705	7
		董事會或股東影響力	0.2199	0.1363	1
		經理人績效	0.0411	0.0255	12
決策效果因素	0.1616	資金成本	0.6065	0.0980	4
		租稅負擔	0.2560	0.0414	10
		融資複雜度與承諾限制	0.1384	0.0224	13

資料來源：本研究整理

表 10 顯示百貨貿易業的整體權重分佈中，以「匯率波動」0.2052 為最大考量，其次為「資金成本」0.1078，而第三為「成長性及獲利能力」0.0961。由於百貨貿易業多為進出口買賣業居多，其對匯率波動有較高之敏感度。

表10 百貨貿易業整體權重分析

構面(第二層)	權重	準則(第三層)	權重	整體權重	排序
外部環境因素	0.4233	市場景氣	0.1104	0.0467	9
		匯率波動	0.4848	0.2052	1
		利率水準	0.2051	0.0868	4
		產業別	0.1996	0.0845	5
企業本身因素	0.3561	公司規模	0.0804	0.0286	14
		成長性及獲利能力	0.2699	0.0961	3
		信用評等	0.0807	0.0287	13
		現金流量	0.1486	0.0529	8
		資產價值	0.1097	0.0391	11
		董事會或股東影響力	0.1143	0.0407	10
		經理人績效	0.1963	0.0699	7
決策效果因素	0.2206	資金成本	0.4886	0.1078	2
		租稅負擔	0.1479	0.0326	12
		融資複雜度與承諾限制	0.3635	0.0802	6

資料來源：本研究整理

表 11 顯示在生技醫療業的整體權重排序中，第一為「董事會或股東影響力」，整體權重為 0.2865，第二為「融資複雜度與承諾限制」，整體權重為 0.2851，第三為「經理人績效」，整體權重為 0.0876。

表11 生技醫療業整體權重分析

構面(第二層)	權重	準則(第三層)	權重	整體權重	排序
外部環境因素	0.0513	市場景氣	0.1226	0.0063	13
		匯率波動	0.1686	0.0086	12
		利率水準	0.0956	0.0049	14
		產業別	0.6132	0.0315	9
企業本身因素	0.5820	公司規模	0.0522	0.0304	10
		成長性及獲利能力	0.0910	0.0530	5
		信用評等	0.0328	0.0191	11
		現金流量	0.1122	0.0653	4

		資產價值	0.0688	0.0400	8
		董事會或股東影響力	0.4923	0.2865	1
		經理人績效	0.1506	0.0876	3
決策效果因素	0.3666	資金成本	0.1111	0.0407	6
		租稅負擔	0.1111	0.0407	6
		融資複雜度與承諾限制	0.7778	0.2851	2

資料來源：本研究整理

伍、結論與建議

本研究透過文獻探討，將過去研究者所提出有關企業進行融資決策時所需考量的各項因素進行整理，並依此建構出本研究之研究構面與構面下之準則。根據實證研究所得之 AHP 各項權重數據顯示，台灣企業低度財務槓桿的決定因素依次為「資金成本」、「租稅負擔」與「現金流量」。

依「資金成本」因素準則排序第一的結果來看，台灣低度財務槓桿企業在進行融資決策時仍符合 Myers & Majluf(1984)所提出的融資順位理論的融資順序，先使用內部資金。低度財務槓桿企業所考量的第二因素為「租稅負擔」，此顯示低度財務槓桿企業仍然關心租稅問題，但卻未以增加融資來提高稅盾效果，其原因與目前國內稅制以及租稅優惠有相當關聯，即國內有效稅率與企業之債務融資決策確實呈現負相關(陳麗媛、廖子瑩)。而「現金流量」為低負債企業在進行融資決策時所關心的第三個選項，其原因與獲利能力也相關，因高現金流量之企業多半獲利能力較佳，致保有較多之現金，故在資金成本因素準則考量下，會優先使用內部資金，此一結果也支持低度財務槓桿企業仍遵循融資順位理論。

研究也發現，影響低度財務槓桿企業進行融資決策的原因並無全然一致性，各產業企業決策，仍受產業特性影響而不同。此結果與過去研究者認為產業間存有不同資本結構，同產業會相互產生影響並朝向同一結構比例移動。由研究結果來看，金融機構未來可致力發展企業現金管理的平台，提供企業創新的現金管理與支付服務，降低企業低度使用財務槓桿造成金融機構利息收入減少的衝擊。

參考文獻

中文文獻

- 王雅琴(民 98)，「企業資本結構與融資行為之關聯性」，國立成功大學企業管理研究所碩士論文。
- 王漢民、曹秀慧(民 97)，「企業選擇負債融資工具影響因素之探討」，*經濟與管理論叢*，第 2 卷，第 1 期，頁 53-70。
- 王錦燕(民 101)，「高階經理人誘因機制對公司財務槓桿之影響」，中央大學人力資源管理研究所在職專班碩士論文

- 古永嘉、鄭敏聰、游佳鈴(民 94),「台灣資訊電子業上市公司融資決策順位之研究 — Ordered - logistic 迴歸模式之應用」, *輔仁管理評論*, 第 12 卷, 第 3 期, 頁 41-70。
- 周建新、陳振宇(民 102),「負債融資工具之選擇」, 行政院國家科學委員會財務管理研究所, 計畫編號: NSC102-2410-H327-004 研究計畫。
- 周時如(民 93),「企業融資決策之從眾行為探討」, 世新大學財務金融研究所碩士論文。
- 孫梅瑞、柳怡伶(民 95),「國內上市上櫃公司重大投資案選擇銀行融資決定因素之研究」, *台灣金融財務季刊*, 第 7 卷, 第 2 期, 頁 25-38。
- 孫梅瑞、陳雅君(民 99),「公司融資決策與購併績效關聯性之研究」, *商略學報*, 第 2 卷, 第 3 期, 頁 199-215。
- 徐碧玉(民 102),「股權結構、公司特性對負債融資決策之偏好」, 國立高雄第一科技大學企業管理學系碩士論文。
- 馬黛、李永全(民 97),「家族控制對負債融決策的影響-以台灣為例」, *臺大管理論叢*, 第 18 卷, 第 2 期, 頁 133-170。
- 張漢君(民 80),「上市公司財務結構決定因素與融資順位理論之實證研究」, 私立淡江大學管理科學研究所碩士論文。
- 曹秀惠(民 92),「影響我國企業負債融資工具選擇因素之探討」, 逢甲大學會計與財稅研究所碩士論文。
- 郭哲維(民 97),「企業融資決策之比較研究」, 開南大學企業與創業管理研究所碩士論文。
- 陳健南(民 99),「台灣高科技產業形成無負債企業的決定因素研究」, 國立政治大學經營管理碩士學程 EMBA 碩士論文。
- 陳麗媛(民 89),「租稅負擔與公司資本結構」, 國立政治大學財政研究所碩士論文。
- 黃玉麗、沈中華(民 103),「信用評等調整是否影響企業資本結構的決定?」, *兩岸金融季刊*, 第 2 卷, 第 1 期, 頁 31-61。
- 楊媚靜、陳振宇、周建新(民 102),「公司股權結構是否影響負債融資工具選擇?」, *台灣企業績效期刊*, 第 6 卷, 第 2 期: 149-170。
- 廖子瑩(民 92),「兩稅合一前後我國上市公司融資決策之因素分析」, 台灣大學會計學研究所碩士論文。
- 劉維琪、李怡宗(民 82),「融資順位理論之調查研究」, *管理評論*, 第 12 卷, 頁 119-143。
- 劉維琪、劉玉珍(民 78),「融資順位理論之發展與實證」, *管理評論*, 第 8 卷, 頁 7-22。
- 蔡宗孝(民 98),「企業資本結構及融資決策選擇之探討」, 國立中山大學財務管理研究所碩士論文。
- 蔡旻儉(民 103),「上市運輸產業融資決策因素分析及航運公司實際融資策略分析」, 國立台灣海洋大學航運管理研究所碩士論文。
- 簡禎富(民 94),「決策分析與管理:全面決策品質提升架構與方法初版」, 台北市: 雙葉書廊有限公司。

英文文獻

- Baskin, J., 1989, "An Empirical Investigation of The Pecking Order Hypothesis," *Financial Management*, Vol. 18, pp.26-35.

- Cai, F. and Ghosh, A., 2003, "Tests of Capital Structure Theory: A Binomial Approach," *The Journal of Business and Economic Studies*, Vol. 9, pp.20-32.
- Cassar, G. and Holmes, S., 2003, "Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence", *Accounting and Finance*, Vol.43, pp.123-147.
- DeAngelo H. and L. DeAngelo, 2006, "Capital Structure, Payout Policy and Financial Flexibility," University of Southern California working paper.
- Fisher, E.O., R. Heinkel and Zechner, 1989, "Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Test," *Journal of Finance*, Vol.44, pp.19-40.
- Frank, M. Z. and V. K. Goyal, 2004, "Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?" University of British Columbia working paper.
- Graham, J. R. and Tucker, A. L., 2005, "Tax Shelters and Corporate Debt Policy," Social Science Research Network working paper.
- Hall, G. P., Hutchinson, and N. Michaelas., 2000, "Industry Effects of The Determinants of Unquoted SMEs Capital Structure," *International Journal of The Economics of Business*. Vol.7, pp. 297-312.
- Houston, J. F., & James, C. M. (2001). "Do Relationships Have Limits? Banking Relationships, Financial Constraints, and Investment," *The Journal of Business*, Vol.74, No.3, pp.347-374.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No.4, pp.305-360.
- Kim, E.H., 1978, "A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity," *Journal of Finance Economics*, Vol. 33, No. 1, pp.45-63.
- Lin, C., Y. Ma, P. Malatesta and Y. Xuan, 2012, "Corporate ownership structure and bank loan syndicate structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 104, No.1, pp.1-22.
- Modigliani, F. and Miller, M. H., 1963, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, pp.433-443.
- Modigliani, F. and Miller, M. H., 1958, "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment," *American Economics Review*, Vol. 48, No. 3, pp.261-297.
- Murry, J. W. & Hammons, J. Q., 1995, "Delphi: A Versatile Methodology for Conducting Qualitative Research," *The Review of Higher Education*, Vol.18, No.4, pp.423-436.
- Myers, S. C., and Majluf, N. S., 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firm Have Information That Investor Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No.2, pp.187-221.
- Panno, A., 2003, "An Empirical Investigation on the Determinants of Capital Structure: the UK and Italian Experience," *Applied Financial Economics*, Vol.13, pp.97-112.
- Saaty, T.L., 1980, "The Analytic Hierarchy Process," McGraw-Hill, New York.
- Soku, B., 2008, "Why Do Some Firms Become Debt-Free," Hankamer School of Business, Baylor University working paper.