

# 中央研究院2003年年輕學者研究著作獎 研究成果簡介

## 人 文 組



姓名：王泓仁

學歷：

美國密西根大學經濟學博士

現職及經歷：

中央研究院經濟研究所副研究員（2002.3 迄今）

中央研究院經濟研究所助研究員（1998.8-2002.3）



### 著作名稱：

1. Wang, Hung-Jen (2003), "A Stochastic Frontier Analysis of Financing Constraints on Investment: The Case of Financial Liberalization in Taiwan," *Journal of Business and Economic Statistics*, 21 (3), 406-419.
2. Wang, Hung-Jen (2001) "Production Smoothing when Bank Loan Supply Shifts - The Role of Variable Capacity Utilization,

*Journal of Money, Credit, and Banking*, 33 (3), 749-66.

3. Wang, Hung-Jen and Michelle White (2000), "An Optimal Personal Bankruptcy Procedure and Proposed Reforms," *Journal of Legal Studies*, 29(1), 255-286.

### 中文簡介：

這次的得獎著作之一「A Stochastic

Frontier Analysis of Financing Constraints on Investment: The Case of Financial Liberalization in Taiwan」，主要是以實證的角度，研究融資限制如何影響企業的資本投資。

融資限制，指的是若資本市場因為資訊不對稱等因素無法完美運作，而使得企業在從事資本投資時，無法從資本市場募集到理論上應有的資金。這種融資限制的概念，在古典經濟學中是不存在的，因為在古典經濟學中，市場機能非常強大，借貸雙方資訊的交換絲毫沒有問題，因此資本投資只會受到基本面因素（如公司獲利能力等）的影響，而與融資等金融面的因素無關。若企業借不到錢，一定是因為其投資案有瑕疵。雖然這種想法早就受到懷疑，但經濟學家一直苦無理論依據來挑戰古典經濟學的論述。這個情況到了 1980 年代有了改變。經濟學家開始提出了嚴謹的有關資訊不對稱的理論，而此理論在經濟學的各領域產生了許多重要的影響，其中對於資本投資文獻的影響之一，就是重新開啓了探討融資等金融面因素對投資的影響。

在上述的背景下，從 1980 年代後期開始，就有大量的文獻探討融資限制對資本投資的影響，而重點之一，就是要提出實證證據，證實資本投資的確因為市場融資的限制，而少於原本應有的量。這個研究的難處之一，在於若一投資計畫之融資受到阻礙，不易釐清其究竟是因資本市場的不完美所造成，抑或是應歸咎於企業自己的基本面因素。因此，相關的研究工作通常必須藉助

「巧妙」的實證設計與假設，才能「間接」的衡量融資限制對投資的影響。然而這些「巧妙」之處，卻也常是問題的來源，使得這個文獻的結論一直存在有相當的爭議。

上述的得獎文章，主要就是提出一個新的計量模型及實證方法，來解決目前文獻遇到的若干問題，以期對此文獻有所貢獻。利用這個新的實證方法，研究者可以「直接」衡量融資限制，並將其受限程度量化。這有別於傳統的文獻只能「間接」探討融資限制存在與否的侷限。並且，由於其「直接」的特性，使得此研究方法得以完全避免因為「間接」衡量所引起的諸多問題。因此，這個新的模型為目前的實證困境提供了一條出路，並且為此文獻提供了更具深度的實證證據。

我將這個模型，應用在台灣企業的資料上，來探討融資限制的問題。雖然文獻中的實證對象，大多是美英等國家，但在融資限制的議題上，台灣資料實有其獨特珍貴之處。原因在於，台灣的資本市場在早期受到相當多的政府管制，但從 1980 年代中期開始，一連串的金融改革措施，包括利率、外匯的鬆綁、新銀行的開放設立、股票上市門檻的調降等等，都使得資本市場日趨自由化。由於政府管制常是資本市場不完美的重要原因之一，所以這個歷史背景，提供了一個檢驗融資限制理論的極佳機會：若資本市場的不完美的確會對企業融資造成影響，則我們預期可從台灣資料中觀察到兩件事：第一、對一個典型的企業而言，其受融資限制的程度應從 1980 年代末期起逐年降低；第二、融資限制降低的效果，應對於原本存在

於市場邊緣的企業(如小公司、新公司等)最為顯著，而對於原本即不受融資限制的大企業，其受惠程度應較低。

研究結果顯示，上述兩個現象的確存在：例如，在1989到1996期間，因融資限制而喪失的投資率，大體而言均逐年下降，且此下降幅度以較小型企業為最多，達到11個百分點，而大型企業的下降幅度則有6個百分點。這個發現，再配合其它的附屬相關證據，提供了企業融資限制的有力證據。除此之外，這篇文章亦利用估計的結果，探討幾個傳統文獻中的爭論點：例如，模型估計與樣本分類的問題，以及現金流量是否能舒解融資限制，以及其管道與原理等等。在這些方面，此研究也得到了許多值得參考的結果。

### **評審簡評：**

王泓仁先生獲博士學位迄今僅四年餘，發表了許多篇重要的文章，皆刊於國際一流之專業期刊，三位評審均給予極高的評價。

王先生的研究主題多環繞在「融資限制」，分別用美國的制度與台灣的資料，檢証學界的若干學說。其著作有理論有實証，兼含本土與國際，是年輕一輩學者中之佼佼者。所送代表作品，富有創意且耗時費力，而他能夠在相當短的時間內，展現如此優異成果，三位評審均予強烈推薦，咸認堪為年輕同仁之表率。