臺大管理論叢 2005/12
第16卷第1期 115-132

臺灣證券產業的資本結構分析

Analysis on the Capital Structure of Taiwan's Security Industry

劉任昌 / 德明技術學院財務金融學系助理教授
Jen-Chang Liu, Assistant Professor, Department of Finance, Takming College

Received 2004/9, Final revision received 2005/7

摘要

對於公司資本結構的實證研究，傳統文獻的研究樣本未納入金融產業。Kuo 與 Lee (2003) 對商業銀行資本結構決定因素的分析，是公司資本結構研究上的新嘗試。本文則針對臺灣的證券業進行業內比較分析，以討論部份財務理論模型，尤其是 Titman (1984) 關於產品特性與資本結構互動關係的理論。本文使用固定影響追蹤資料迴歸模型分析，發現地方性的小證券公司與上櫃的大證券公司，獲利能力相當。若從股東權益的每股盈餘方向作考量，則後者顯著大於前者，後者的業務項目也趨於多元化，而非集中於證券經紀業務。前者的公司負債比率顯著低於後者。經由本文進一步分析的結果，本文建議：證券公司如欲擴大規模或擴展業務範圍，則需伴隨舉債能力的提昇。

【關鍵字】資本結構、公司規模、負債比率、承銷商、經紀商

Abstract

Traditionally, empirical studies on corporate capital structure exclude financial firms from the target sample. Kuo and Lee (2003) is one of the few attempts to conduct empirical analysis of determinants of financial industry. They analyze the capital structure of commercial banks in Taiwan. In this paper, I try to analyze the capital structure of Taiwan's security industry and discuss related financial theory, especially Titman's (1984) theory on the interaction between product attributes and capital structure. I will use a fixed-effect panel data regression model to find that an OTC firm's profitability is about the same as a small firm's. Yet, an OTC firm's EPS is significantly larger than a small firm's. An OTC firm's service is much more diversified and does not rely on brokerage only. An OTC firm's debt ratio is significantly higher than a non-OTC firm's. This research suggests that to compete with foreign security firms in the event that Taiwan becomes a member of the WTO, Taiwan's security firms must strengthen their ability to raise debts.

【Keywords】capital structure, firm size, debt ratio, underwriter, broker

臺灣大學學術期刊資料庫

壹、前言

Modigliani 與 Miller (MM, 1958) 理論是公司資本結構研究的濫觴，它啟發後續源源不絕的理論補充與實證檢定。傳統實證文獻的共同特徵是：將銀行、保險或證券等金融類公司，排除於研究樣本之外。在 Rajan 與 Zingales (1995) 的跨國研究中，也將金融產業排除於研究樣本之外，作者列出三個理由說明：第一，存款保險制度等相關法令的影響。第二，金融類公司的資產負債表中，流動負債比例高，非以公司債為主。第三，其他如最低資本額等規定，也直接影響金融類公司的資本結構。所以，作者主張：若將金融業的資本結構與一般產業的資本結構作比較，不恰當。

雖然一般產業與金融產業的資本結構不適合作比較，我們仍然可以針對同一類的金融產業，進行產業內的跨公司比較分析，而獲得檢視資本結構理論的寶貴資訊；進行過這方面嘗試的文獻有 Kuo (2000) 以及 Kuo 與 Lee (2003)。前述兩位學者以台灣的商業銀行 (從 1991 年到 1999 年) 財務報表資料為樣本，討論的問題包括：影響商業銀行資本結構的因素、比較本國商業銀行與外國商業銀行在台分行的資本結構，以及分析 1991 年財政部開放新銀行設立後，商業銀行資本結構決定因素的改變。

本研究的主要目的，是針對臺灣的證券業資本結構作分析，而發現一些過去資本結構實證文獻沒有關心過的議題，尤其是討論上櫃因素與營業項目比重，和資本結構之間的關係。由於臺灣民間對股票投資的熱衷，與政府對於股市的重視，臺灣證券交易所等單位已經建立豐富的資料庫，有利於我們作這方面的細部分析。例如，由臺灣證券交易所的網頁 (http://www.tse.com.tw)，我們可以隨時下載各家證券公司最新的月報表。

鑑於近年來數位科技的發達，社會科學資料大規模的累積，從 1980 年代開始，追蹤資料模型 (panel or longitudinal data models) 開始在計量經濟學領域流行，以同時捕捉時間序列面與橫斷面的影響，例如 Greene (2000, p.559) 舉例說明文獻如何利用追蹤資料模型，討論美國航空業管制解禁，對各家航空公司經營成本的影響。本研究則是利用追蹤資料模型分析證券公司負債比率與營業內容的關係，而有別於 Bradley，Jarrell 與 Kim (1984) 或 Rajan 與 Zingales (1995) 等文獻的方法，先將樣本公司的資料作時間序列平均，再作橫斷面迴歸分析。在進入議題討論之前，我們先對重要的資本結構理論文獻作回顧。

在 Modigliani 與 Miller (1958) 理論架構之下，重要的後續補充文獻包括：Miller (1977) 和 Deangelo 與 Masulis (1980) 分別納入傳統與廣義的稅盾 (tax shield) 因素；Baxter (1967) 率先將公司破產成本因素納入研究；Jensen 與 Meckling (1976) 研究代理成本因素；Myers 與 Majluf (1984) 則研究資訊不對稱因素。在 1980 年代中期以後，則出現了另外一股新的理論：公司產品特性與公司資本結構的互動關係。這方面的論

臺灣大學學術期刊資料庫

文可以分作兩大類：第一類文獻討論在一同個產業中，各公司資本結構與產業競爭型態的互動關係，這方面的理論模型有 Brander 與 Lewis (1986)、Maksimovic (1988) 和 Williams (1995) 等；第二類文獻討論公司資本結構與顧客之間，或與供應商之間的互動關係，這方面的理論模型有 Titman (1984) 與 Maksimovic 與 Titman (1991) 等。

這股對於資本結構的新研究方向，也可以歸類為研究產業特性或公司特性，與公司資本結構之間的互動關係。這方面的實證發現已經很多，例如 Harris 與 Raviv (1991) 文章的 Table III 與 Table IV，對這方面的文獻作詳細整理。而上述 Titman (1984) 等學者的研究，之所以再特別受到重視，是因為他們提出正式的模型，來闡述財務市場與產品市場之間的互動機制。Titman (1984) 模型所推導的結果，可以解釋過去文獻中所發現，產業類別 (industry grouping) 對公司負債比率有顯著相關性的現象。本文則將討論證券商「類別」與上櫃因素，和公司資本結構之間的關係。

「證券交易法」第十六條的規定：證券商可分為經紀商、自營商與承銷商，三大類別。以上三種業務皆經營者，則稱作綜合證券商。證券交易法第四十五條規定：證券商經主管機關核准者，得兼營他種業務或與其有關之業務。衍生性商品與債券等業務，即是依據第四十五條規定所產生，且是在 1999 年左右才發展。在此之前，經紀、自營、承銷與依附於經紀業務的融資融券業務，是證券公司的最重要業務。這些業務量比重的高低，與證券公司負債比率或上櫃因素間，有何關係？這些關係支持那些財務理論？本文將在後文討論這些問題。

「證券商管理規則」第十三條規定：證券經紀商與自營商的負債比率不得高於 50%，綜合證券商的負債比率不得超過 80%。基於金融產業對經濟社會產生的財務槓桿特性，如前文 Rajan 與 Zingales (1995) 所言，政府當局有必要對證券業的資本結構，訂定出較一般產業嚴苛的規定。這條規定也隱含的認為，當證券公司從事承銷業務時，被允許擁有更具彈性的財務調度空間。圖1至圖4描述證券公司負債比例的分佈圖，顯示上櫃證券公司對「證券商管理規則」第十三條的配合度，遠高過未上櫃證券公司的配合度。至於證券公司承銷業務比重增加時，是否如前文所預期的，負債比例就相對應的增加？本文也將在後文分析與解釋這個問題。同時，本文也將討論以下兩個公司資本結構的理論模型：Titman (1984) 的產品市場模型，以及 Myers (1984) 的「融資順位」 (pecking order) 理論，並且根據本文的分析結果，提出證券公司發展的檢討。

本文的編排如下：第貳節描述臺灣證券業的概況，且對部份資本結構實證文獻進行回顧。第參節作追蹤資料模型迴歸，並且進行分析與解釋。第肆節嘗試使用 Titman (1984) 模型的觀點，解釋未上櫃承銷商的財務決策行為。第伍節說明實證結果支持 Myers (1984) 的理論，也闡述上櫃券商的競爭優勢。第陸節是結論。

臺灣大學學術期刊資料庫

貳、臺灣證券業概況

臺灣的所有產業中，最富有變動性的，莫過於證券業。在 1988 年之前，專業券商僅有十三家 (本文不討論金融機構兼營，或外商經營的證券業務)。但隨著臺灣股市的活絡與政府開放新券商成立，在 1988、89、90 三年，超過三百家的新券商設立。接下來，因為股市的暴跌，超過三分之二的券商被迫結束營業，新成立的券商中，有近一半的公司在成立一年之內就結束營業。之後，市場才冷卻下來，從 1991 到 2000 年間，僅有 25 家的新本土券商成立。而小券商停業或被大券商合併的案例，則持續發生。我們可以舉一個例子，來說明證券產業的戲劇性：1990 年，「臺大」成立；1991 年，「臺大」被「大公」(1988 年成立) 合併；1992 年，「大公」被「永利」(1962 年) 合併；2000 年初，「永利」、「遠東」(1962 年)、「第一」(1959 年)、「三重」(1990 年) 與「金鼎」(1989 年) 共同宣佈「五合一」計畫。後來，僅有永利、第一與三重正式簽約同意併入金鼎。但在合併案經過證管會同意之後，卻又因為「永利」要求暫緩，而使這個計畫終止。參見表 1 與表 2 所示。

表1 1990 到 1999 年間證券公司消滅的數目

年	數 目	年	數 目
1990	1	1995	14
1991	37	1996	25
1992	64	1997	19
1993	24	1998	23
1994	12	1999	1

資料來源：臺灣證券交易所全球資訊網。

臺灣大學學術期刊資料庫

表2 2000年證券公司合併案例

存續公司	消滅的證券公司
富邦(1988)	環球(1988),中日(1989),金山(1990),華信(1993),世霖(1990), 快樂(1989),大信(1962)景美與鳳山分公司(讓與)
群益(1988)	高盛(1988),長虹(1989),海山(1988),世欣(1989),碧豐(1998)
寶來(1988)	大順(1988),華宇(1989),時代(1990)
元富(1989)	永盛(1988),佳和(1990),總福(1990)
台証(1988)	新竹(1989),佳億(1990,讓與)
建弘(1988)	萬盛(1990),天仁(1988,讓與)
統一(1989)	大豐(1996,讓與)
復華(1998)	永欣(1988,讓與)

資料來源：財政部證券暨期貨管理委員會全球資訊網。(19xx)內的數字為該公司成立的時間，沒有註明「讓與」者，則為合併。依照臺灣證券交易所的定義，合併者：存續公司概括承受消滅公司之一切權利與義務。讓與者：存續公司受讓營業設備，但不承受讓與證券商其他權利與義務。大信由前立委羅福助擔任董事長後，改名吉祥。

顯然，新券商購併老字號券商的困難度高，僅有發生財務危機的「大信」例外，而且僅出讓兩家分公司。同時，上櫃公司合併上櫃公司的情況也不容易發生，僅有「元大」併「京華」的例子。即使上述的「五合一」計畫失敗，2000 年的證券公司合併規模，仍是達到前所未有的盛況。當然，就證券公司消滅的數量而言，是以 1992 年最多。發生在 2000 年的證券公司消滅行為，主要是受到臺灣準備加入 WTO 的外來因素影響。2000 年以前的證券公司消滅行為，主要是因為在臺灣股市大起大落的衝擊下，遭到市場競爭的淘汰。

大部分的證券公司在 1988 到 1990 這三年間成立，存續到 2000 年初的存活率，未超過三分之一。為研究證券公司的資本結構特徵，本文根據這個客觀事實，建立以下篩選研究樣本公司的標準。假設：成立於 1991 年之前，擁有 1991 到 1999 年間完整、連續財務資訊的證券公司，是好的證券公司，擁有好的資本結構。根據這個「存續原則」假設，本文主旨在於探討「好的證券公司」有那些資本結構特徵？有那些資本結構理論，支持本文所分析出來的特徵？在面臨未來市場環境的改變，證券公司的營業行為與財務決策又該如何調整？以上問題是本文試圖探討的主題。

本文的主要資料庫來源是「臺灣經濟新報資料庫」。根據以上的假設與取樣標準，我們總共整理 19 家上櫃證券公司，與 121 家公開發行股權，但未上櫃的證券公司，表 3 是部份的敘述統計資料。需要將未上櫃綜合證券公司再單獨列在 Panel C 的原因，是由於「證券商管理規則」第十三條規定：證券經紀商與自營商的負債比率不

臺灣大學學術期刊資料庫

得高於 50%，綜合證券商的負債比率不得超過 80%。根據臺灣證券交易所網頁的資料，在樣本期間，所有的上櫃證券公司都屬於綜合證券商。在 1999 年的未上櫃券商中，僅有1家是專業自營商，81 家專業經紀商，39 家綜合證券商，無專業承銷商。所以，我們再單獨分析這 39 家未上櫃綜合券商的性質，以討論證券商管理規則第十三條對證券公司的影響。在 1991 年的未上櫃證券公司中，則僅有 13 家是綜合證券商。

表3 樣本公司的敘述統計量 (1991-1999)

	平均	標準差	最小值	最大值
Panel A: 19 家上櫃公司之跨時與跨公司統計(根據19 x 9筆資料)				
Assets	$18,364,200	$15,160,800	$1,222,010	$74,461,600
Sales	$2,740,100	$2,432,940	$112,048	$11,493,000
EBITDA	$1,385,340	$1,375,990	-$243,905	$7,171,560
EBITDA/Assets	0.072	0.035	-0.035	0.178
EPS	$1.413	$1.585	-$2.280	$6.320
Leverage	62.64%	18.69%	1.19%	83.24%
Panel B: 121 家未上櫃公司之跨時與跨公司統計(根據121 x 9筆資料)				
Assets	$1,137,370	$2,046,960	$112,307	$14,235,800
Sales	$255,611	$339,935	$2,434	$3,437,920
EBITDA	$84,376	$208,865	-$2,367,420	$2,898,050
EBITDA/Assets	0.091	0.093	-0.679	0.427
EPS	$0.787	$1.458	-$12.300	$8.580
Leverage	18.27%	18.60%	0.13%	80.77%
Panel C: 39 家未上櫃綜合證券公司之跨時與跨公司統計(根據39 x 9筆資料)				
Assets	$2,570,500	$3,038,020	$152,998	$14,235,800
Sales	$476,353	$498,954	$2,434	$3,437,920
EBITDA	$165,310	$341,349	-$2,367,420	$2,898,050
EBITDA/Assets	0.075	0.091	-0.679	0.427
EPS	$0.798	$1.639	-$12.300	$8.580
Leverage	28.83%	24.37%	0.42%	80.77%

資料來源：臺灣經濟新報資料庫。Assets 是總資產面值，Sales 是營業額，EBITDA 是稅前息前折舊前淨利，以上項目單位是千元新臺幣。EPS 是每股盈餘，單位是新臺幣。Leverage 是負債比率。Panel C 的綜合證券公司是以1999年的資料為準。

臺灣大學學術期刊資料庫

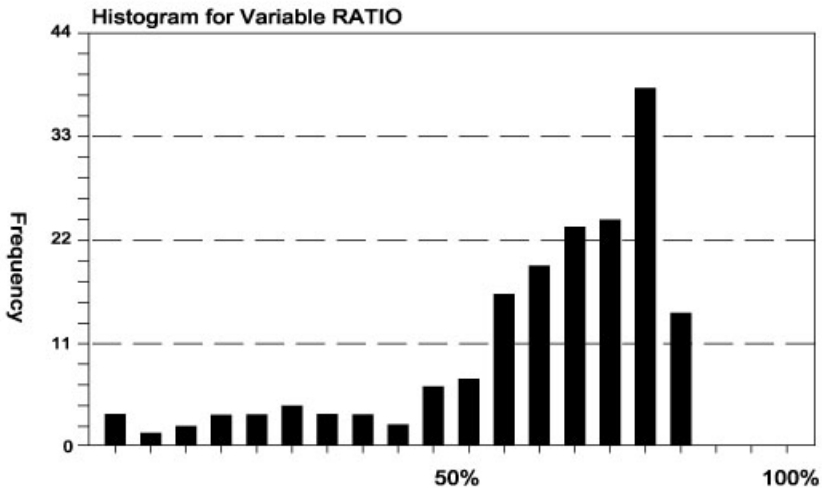


圖1 上櫃證券公司負債比率分佈圖

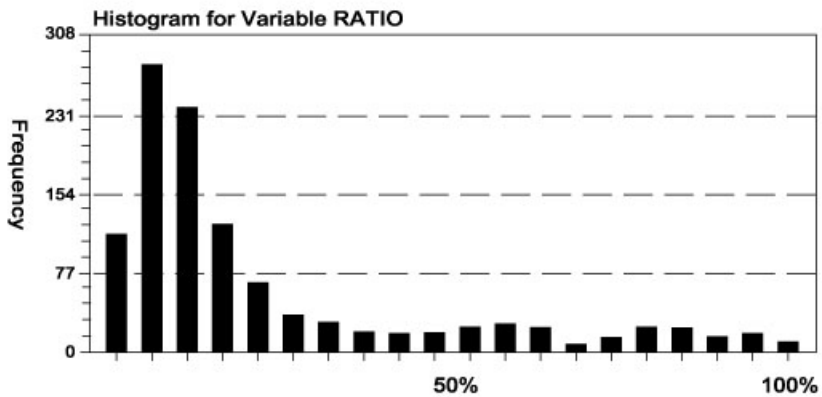


圖2 未上櫃證券公司負債比率分佈圖

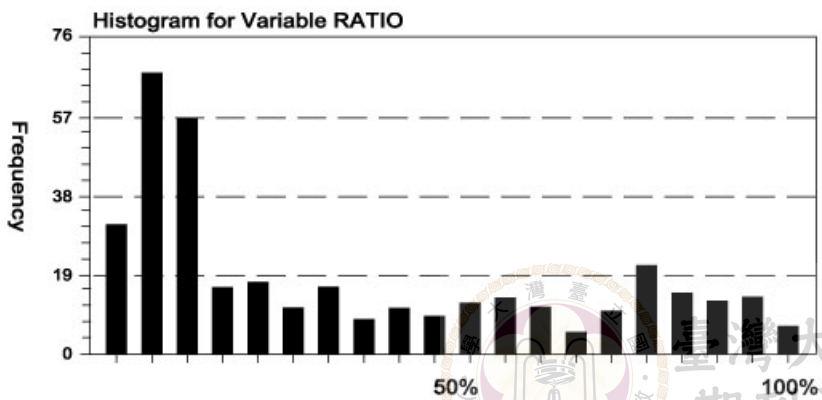


圖3 未上櫃綜合證券公司 (1999 年為準) 負債比率分佈圖

臺灣大學學術期刊資料庫

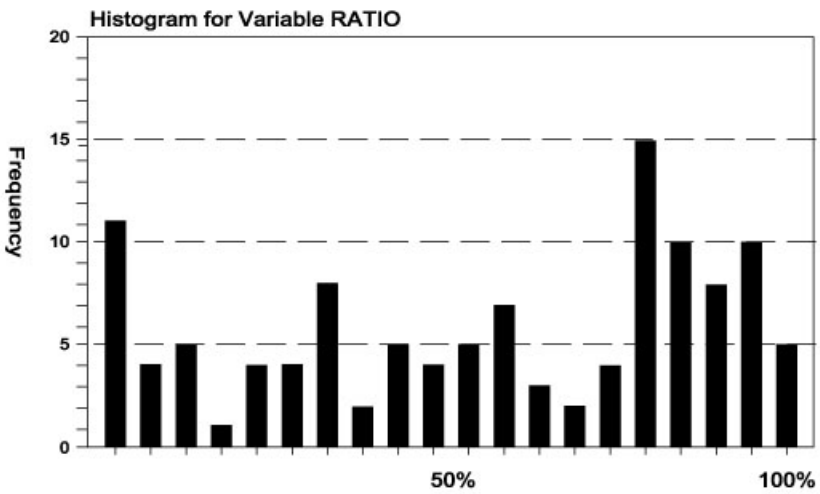


圖4 未上櫃證券綜合公司 (1991 年為準) 負債比率分佈圖

說明：圖1、2 與 3 分別對應表 3 的 Panel A、Panel B 與 Panel C 的樣本資料。圖 4 則是根據 13 家 在樣本期間都屬於綜合證券商的未上櫃公司。

圖 1 至圖 4 畫出證券公司的負債比率分佈圖，圖 3 是從圖 2 中，過濾掉 1999 年未經營承銷業務的證券商，圖4是從圖3中，再過濾掉在樣本期間，完全沒有經營承銷業務的證券商。在這過程中，我們注意到他們的分佈模式就愈近似圖1的上櫃公司型態，也就是說，高負債比率是綜合證券商的特徵，低負債比率則是專業經紀商的特徵。

本文的「負債比率」是財務報表上的總負債除以總資產。因未上市公司缺乏流通股權的參考價格，所以，本文的研究不分析市值部份。Titman 與 Wessels (1988) 的研究也是因為資料的缺乏，而僅使用面值，作者且強調：會計文獻顯示，面值負債與市值負債呈現高度相關。Rajan 與 Zingales (1995, Table IX) 的跨國資本結構研究中，同時比較採用面值與市值資料，結果是除了法國樣本呈現不顯著的差異，其他國家的結果幾乎完全一樣。這些事實支持本文使用財務報表的面值資訊作分析。本文也忽略總負債中，長期負債與流動負債所佔的比重，第一個原因是，負債組合與後文討論的主題，不具有太大的相關性；第二個原因是，臺灣票券市場與債券市場相較於歐美仍相當不發達，如果我們進行類似 Titman 與 Wessels (1988) 研究中，細分流動債券、長期債券、可轉換公司債的影響，我們預期不能揭露太多訊息。

對於獲利能力 (profitability) 的描述，本文仿照 Rajan 與 Zingales (1995) 等文章所用的變數，即「稅前息前折舊前淨利」(EBITDA) 除以「總資產面值」。用 EBITDA

臺灣大學學術期刊資料庫

代表公司獲利能力，而不使用損益表的「淨利」，是近代財務實證文獻的慣例。對於公司規模 (firm size) 的描述，我們使用年營業額 (sales)，以對應本文後文研究營業 (產品) 項目比重與資本結構的關係。就大部分實證文獻所得到的結果，負債比率是隨公司獲利能力的增加而減小，隨公司規模的擴大而增加。參考 Harris 與 Raviv (1991, p. 334) 的文獻整理。本文將在後文檢視這兩個普遍被認定的概念。本文的重點與特色，主要是討論營業 (收入) 項目與資本結構的關係，所以，在驗證獲利能力與公司規模對資本結構的影響之前，我們先在下文觀察證券公司的營業項目。

表4 重要營業項目比重之跨公司、跨時平均

主要營業收入項目	算術平均值	營收加權平均值
Panel A:19家上櫃證券公司(根據 19 x 9筆資料)		
經紀手續費收入	.3784	.4117
承銷業務收入	.0564	.0405
自營業務收入	.0896	.0776
融資融券利息收入	.3077	.3082
各項收入比重和	.8321	.8379
Panel B:121家未上櫃證券公司(根據121 x 9筆資料)		
經紀手續費收入	.7233	.6172
承銷業務收入	.0048	.0104
自營業務收入	.0247	.0782
融資融券利息收入	.0446	.1102
各項收入比重和	.7975	.8159
Panel C:39家未上櫃綜合證券公司(根據39 x 9筆資料)		
經紀手續費收入	.6159	.5126
承銷業務收入	.0146	.0168
自營業務收入	.0574	.1136
融資融券利息收入	.1002	.1625
各項收入比重和	.7883	.8055

資料來源：臺灣經濟新報資料庫。根據「證券商財務報告編制準則」，證券公司損益表收入項目共十三個項目，年度損益表各收入項目的金額除以總收入，即為「營業項目比重」。以上內容是證券公司平均營業比重最多的四個項目。

根據「證券商財務報告編制準則」第十七條，券商損益表收入項目包含：經紀手續費、承銷業務、利息收入....等，共十三個項目。我們將證券公司年損益表各收入

臺灣大學學術期刊資料庫

項目的金額除以總收入，即得到各收入項目的比重。表4列出證券公司的主要收入項目，其他如「出售債券」與「出售認購權證」等營業項目，因為都是在近幾年才興起，平均比重低。而「股利收入」與「股務代理」等傳統營業項目也是佔極小比重。表 4 列出的項目是證券公司平均營業比重最多的四個項目，比重合超過 78%，相當具有代表性。從表 4 中，我們很容易發現：上櫃公司的經營業務種類，比未上櫃公司分散，經紀業務佔未上櫃發行公司 72% 以上的業務。為了對表4資料背後的意義，作更深入的了解，下文說明本文使用的分析方法。

參、影響負債比率的因素

傳統文獻的負債比率迴歸模型，是對個別公司資料作時間序列平均，再作橫斷面迴歸分析，例如 Bradley、Jarrell 與 Kim (1984) 對 1962 到 1981 的三十年樣本資料平均；Rajan 與 Zingales (1995) 則對 1987 到 1990 的四年樣本資料作平均，作者所提出的理由都是為了去除干擾項。本文認為，這種作法隱含的承認資本結構靜態權衡 (static tradeoff) 理論，即隱含承認各公司設定有最佳化的負債比率，但因受到時間序列殘差因素的干擾，而無法呈現固定的負債比率。根據 Shyam-Sunder 與 Myers (1999) 的模擬研究，一個遵循動態「融資順位理論」(pecking order theory) 作財務決策的公司，在財務報表資料上，也可能呈現遵循靜態權衡模型。

相對的，追蹤資料模型同時考慮時間序列與跨公司因素對負債比率的影響，可以呈現動態的財務決策過程。本文的研究主題之一，是討論證券公司營業比重與公司資本結構的關係，而在任何一家公司的時間序列資料上，不管是負債比率、營業比重或營業規模，都有可觀的動態變化。例如，老字號的上櫃證券公司「日盛」(1961年設立) 在 1991,97 與 99 年的負債比率分別是 17.25%, 74.62% 與 65.85%，經紀業務比重則分別是 0.59, 0.67 與 0.41。在這種樣本資料同時呈現橫斷面與時間序列面變動的情況下，追蹤資料 (panel data with fixed effects) 模型最適合使用，使迴歸係數同時反應證券公司時間序列面，與橫斷面的變化。

考慮到表 3 與表 4 所顯露上櫃公司與非上櫃公司的顯著差異，我們將對他們分別跑迴歸模型。假設證券公司 i 在第 t 年的負債比率遵循：

$$(\text{負債比率})_{it} = \alpha_i + \beta_1 (\text{經濟業務比重})_{it} + \beta_2 (\text{承銷業務比重})_{it} + \beta_3 (\text{自營業務比重})_{it} + \beta_4 (\text{利息收入比重})_{it} + \beta_5 \log(\text{營業規模})_{it} + \beta_6 (\text{獲利能力})_{it} + \varepsilon_{it}$$

臺灣大學學術期刊資料庫

表5 固定影響追蹤資料迴歸模型分析結果

自變數名稱	係數	估計值	標準差	t值	p值
Panel A:19家上櫃證券公司(根據 19 x 9筆資料)					
經紀業務比重	β_1	13.612	15.245	0.863	.3732
承銷業務比重	β_2	18.974	21.221	0.894	.3276
自營業務比重	β_3	5.115	16.215	0.315	.7528
利息收入比重	β_4	100.939	12.898	7.826	.0000**
log(營收規模)	β_5	9.325	1.481	6.296	.0000**
獲利能力	β_6	54.411	35.312	1.541	.0721
R-square=0.705,	Adjusted R-square=0.656,		Hausman檢定P值=0.0007		
Panel B:121家未上櫃證券公司(根據121 x 9筆資料)					
經紀業務比重	β_1	-19.338	3.392	-5.700	.0000**
承銷業務比重	β_2	-74.837	18.685	-4.005	.0001**
自營業務比重	β_3	8.006	5.839	1.371	.1704
利息收入比重	β_4	80.868	5.862	13.796	.0000**
log(營收規模)	β_5	8.309	0.583	14.252	.0000**
獲利能力	β_6	-17.839	4.161	-4.288	.0000**
R-square=0.758,	Adjusted R-square=0.727,		Hausman檢定P值=0.0003		
Panel C:39家未上櫃綜合證券公司(根據39 x 9筆資料)					
經紀業務比重	β_1	-10.839	6.043	-1.793	.0737
承銷業務比重	β_2	-63.268	22.354	-2.830	.0049**
自營業務比重	β_3	19.364	9.331	2.075	.0387*
利息收入比重	β_4	98.079	8.922	10.992	.0000**
log(營收規模)	β_5	8.571	0.894	9.581	.0000**
獲利能力	β_6	-21.212	7.491	-2.831	.0048**
R-square=0.813,	Adjusted R-square=0.786,		Hausman檢定P值=0.02433		

*與**分別代表呈現5%與1%顯著水準。Panel C 的綜合證券公司是以 1999 年的資料為準。各「比重」變數是由年度損益表的該項目收入金額，除以年度總收入而得。「營業規模」是年收入額(Sales)，「獲利能力」是年度 EBITDA 除以該年期末總資產。

本研究使用 Greene (2000) 發展的 LIMDEP 軟體，表 5 列出模型 (1) 的估計結果。表 5 也列出 Hausman 檢定的結果，以決定是否拒絕隨機影響 (random effect) 模型。檢定結果都支持使用固定影響追蹤模型。即使使用隨機影響模型，各變數的顯著

臺灣本國圖書期刊資料庫

性也相當，所以，本文僅列出固定影響模型於表 5。在討論表 5 的結果之前，我們需要注意：Panel B 的數字深受 81 家專業經紀商的影響，所以，在比較上櫃證券公司與未上櫃證券公司的特性時，應比較 Panel A 與 Panel C 為主。表 5 所揭露的重要結果整理如下：第一、關於「經紀業務比重」：這個變數與負債比率之間，未呈現顯著關係。雖然 Panel B 的顯著小於 0，這僅是反應在每年的樣本期間，至少有 81 家專業經紀商。低負債比率是經紀商的特色 (參考圖 2)，而造成 Panel B 的估計值受到經紀商樣本主導 (dominated)，偏向負值。第二、關於「承銷業務比重」：上櫃證券公司呈現不顯著的正號，未上櫃公司則呈現顯著的負向關係。我們將在下一節，用 Titman (1984) 與 Diamond (1989) 的理論去解釋這個現象。第三、關於「自營業務比重」：與負債比率皆呈現正向關係，但不顯著。第四、關於「營收規模」：與證券公司的負債比率形成極度的正相關，這個現象與過去的實證文獻的結果相同。我們可以因此而結論：當證券公司擴大營業規模時，伴隨提高負債比率。第五、關於「利息收入比重」：與負債比率皆呈現顯著的正向關係，我們可以進一步的推論：證券公司主要以舉債方式來擴展營業規模，且以擴展融資融券業務為主。第六、關於「獲利能力」：僅有未上櫃公司呈現顯著的負相關，而與過去的實證文獻結果相同。上櫃公司卻呈現不顯著的正相關。我們將在後文中，應用 Myers (1984) 的「融資順位理論」(pecking order theory) 來解釋這個現象。

肆、應用 Titman 理論的角度作解釋

上櫃公司的「承銷業務比重」，與負債比率呈現不顯著的正相關，未上櫃公司則呈現顯著的負相關。我們可以從 Titman (1984) 理論的角度作以下的解讀。承銷業務包括初次上市 (IPO) 與增資發行 (SEO) 等，是屬於投資銀行的業務，相對於經紀與自營業務，專業技術層次較高。在學術文獻，學者對承銷業務的探討，遠多於對其他兩項業務的探討。在研究製造業的資本結構實證文獻中，普遍顯示研發費用 (R/D) 與負債比率成反向關係，參考 Harris 與 Raviv (1991) Table IV。所以，我們可以如此解釋：若將承銷業務比重，視為未上櫃證券公司的專業技術指標，則未上櫃證券公司的專業技術能力與負債比率呈現反向關係。從 Titman (1984) 論點的精神來看待這個現象，則是未上櫃公司必須以穩健 (低負債) 的資本結構來對公司客戶爭取承銷業務。至於上櫃公司沒有呈現相同現象的原因，可以解釋為：上櫃證券公司以通過上櫃交易標準與接受櫃臺買賣中心的監督，而取得客戶的信賴。

在另一方面，表 5 Panel A 與 Panel C 的係數沒有呈現顯著的負向關係 (注意：忽略 Panel B 的原因是為了過濾小證券經紀商的影響。)，這是因為經紀業務所面對的是以散戶為主的投資人，投資人對於代理證券公司的評估能力與評估需求，當然是比公

臺灣大學學術期刊資料庫

司客戶的能力與需求低。這是係數不顯著的原因。

依照 Diamond (1989) 知名度 (reputation) 的理論，我們可以推論：基於上櫃公司的知名度與接受櫃臺買賣中心管理的事實，上櫃證券公司容易向銀行借款或發行票券，因而在表 3 中呈現上櫃公司負債比率高於未上櫃公司的現象。這個效果似乎也反應在較容易取得公司客戶的信任，而爭取到有價證券的承銷業務。對於未上櫃的公司，則吻合 Titman (1984) 的理論，公司的負債要低於上櫃公司，才易於爭取到承銷業務。

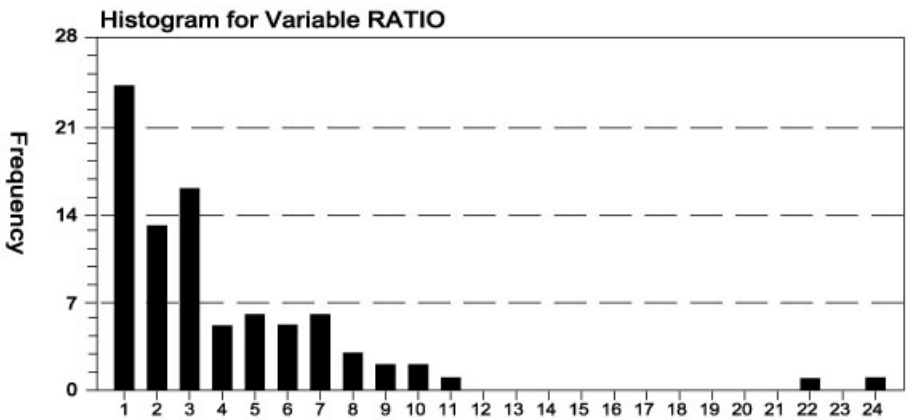


圖5 2001年未上櫃證券公司營業據點數目分佈圖

說明: 單一據點的小券商有23家，擁有超過20據點的公司是是「國際」與「國票聯合」。

伍、融資順位理論與證券公司擴張政策

臺灣的證券市場，充斥著未上櫃的小券商，且長時間生存於市場，這些小公司主要依賴經紀業務生存。圖 5 顯示，即使到在 2001 年底，這種狀況仍然顯著。就獲利能力而言 (EBITDA 除以總資產)，參考表 3 而言，上櫃公司與未上櫃公司相當，未上櫃公司的總平均 ($0.091) 甚至高過上櫃公司 ($0.072)。這個事實呼應了本文的「存續原則」假設，且隱含的說明，許多的小券商，在上櫃證券公司的強勢競爭之下，仍能持續獲利，在這個激烈競爭的市場中生存。

臺灣大學學術期刊資料庫

表6 年上櫃證券公司與部份未上櫃證券公司資料

名稱	成立時間	數目	名稱	成立時間	數目
建弘	1988/11/08	18	遠東	1962/02/09	3
台育	1988/12/03	18	仁信	1962/02/09	4
大華	1988/12/24	17	勝和	1962/02/09	6
元大京華	1962/02/09	69	永利	1962/02/09	6
群益	1988/06/21	33	第一	1959/05/15	7
元富	1989/05/29	40	鼎康	1968/07/31	9
富邦	1988/09/16	61	亞東	1979/06/21	7
中信	1988/12/10	24	太平洋	1988/09/17	10
永昌	1988/08/23	38	大慶	1988/09/06	11
台証	1988/11/19	42	中興	1988/09/23	7
寶來	1988/08/25	46	豐銀	1988/11/01	8
金鼎	1989/02/25	20	大統	1989/03/17	10
日盛	1961/12/08	33	三陽	1989/10/07	7
大信	1962/02/09	19	大眾	1989/10/11	8
康和	1990/12/04	21	德信	1989/11/14	8
亞洲	1961/12/20	10	國際	1989/11/16	22
新寶	1990/11/21	14	致和	1989/11/27	9
統一	1989/02/11	31	國票聯合	1990/04/10	24

資料來源：臺灣證券交易所網頁。「數目」是證券公司營業據點數目。左欄是上櫃證券公司，右欄是老字號券商與部份營業據點超過七個營業據點的未上櫃證券公司。

圖 5 與表 6 告訴我們，臺灣的證券市場存在許多「安於現狀」的公司，未有申請上櫃或擴張營業據點的積極策略。這種「安於現狀」的公司 (表 6 右欄) 可分為兩大類別：第一類是老字號，但不上櫃，也不積極擴張營業據點；第二類是新成立於 1988、89、90 期間，維持單一營業據點，不設分公司。相對的，大部分的上櫃證券公司 (表 6 左欄) 雖然在 1988、89、90 期間才成立，採取積極的擴張政策。

Myers (1984) 的公司融資順位 (pecking order) 理論認為，公司偏好的資金順位依序是：內部資金、舉債、發新股。公司在不增加資本額的情況下，若現金流入增加，則贖回債 (票) 券，或清償借款；若現金流入量不足以支應公司營運需求，則舉債支應。因此，負債比率與公司獲利呈現負向關係，這是過去實證文獻普遍呈現的現象，參考 Harris 與 Raviv (1991, p.334)。表 5 Panel B 與 Panel C 的 β_6 係數顯著小於 0，說明未上櫃證券公司也呈現此種財務決策模式。

相對的，表 5 Panel A β_6 的係數呈現不顯著的正號，這解釋了上櫃證券公司不

臺灣大學學術期刊資料庫

「安於現狀」，而積極擴張的行為。上櫃證券即使獲利增加時，仍是偏好維持較高的負債比率，維持較充足的營運資金，將現金轉增資，提昇資本額，以擴充業務。這個現象也說明，表 3 雖然呈現未上櫃公司的 EBITDA/Asset 值高於上櫃公司的數值，但就衡量股東獲利的 EPS 而言，顯示上櫃公司的 EPS 顯著高於未上櫃公司。從投資人的觀點，上櫃證券公司的表現，優於未上櫃證券公司。因為適度的舉債，可以避免股權與股利不被稀釋。

在證券公司的營業項目中，融資融券業務所衍生的「利息收入」，佔有次低於經紀業務的比重。為何「利息收入」與負債比率，呈現如此顯著的正向關係？這是因為融資融券業務的本質，是金融仲介服務，證券公司在資金來源 (融券保證金) 與資金流出 (融資) 之間，賺取利息收入。因為臺灣股市一直是以融資需求為主，所以，證券公司需要籌措多餘的資金來供應投資人的需求，根據本文實證的結果，這個資金來源是以舉債為主。

以上的分析顯示，證券公司舉債能力對證券公司的經營與發展有重大關係。雖然證券商管理規則第十七條明定：證券公司的資金需求，除了可以向金融保險機構借款外，也可以發行商業本票，或發行公司債。但目前證券公司仍然是依賴銀行短期借款與商業本票為主，極少利用發行公司債當作融資工具。以 1999 年的證券公司財務報表為例，綜合證券商 (19 家上櫃，39 家未上櫃) 的長期負債僅佔負債總額的 4.9%，專業證券經紀商 (皆未上櫃) 的長期負債總額僅佔負債總額的 1.5%。

為了獲得更具彈性的財務調度空間，第一要務是在償債評等上提昇，建立起公司體質佳、名氣好、規模大的形象，證券公司上櫃或併入以上櫃的證券公司，是提昇證券公司競爭能力的可行捷徑。另一方面，如果證券公司進一步的加入金融控股集團，可能的好處有：第一，大公司成熟的制度移轉到小券商，有助於管理品質與經營效率的提昇。第二，銀行有比證券公司更強的徵信部門，可以控制投資人進行融資融券行為的風險。第三，企業集團知名度的提昇，也同時有利於承銷等其他業務的擴展。第四，降低了資金取得成本。

證券公司合併後的效益，以及加入金融控股公司後是否出現以上預測的效益？這有待收集 2000 年以後的市場資料，再作分析。

陸、結論

政府在 1988 年開放新證券公司的設立，自此，股票投資成為全民運動，也促成了證券產業的風起雲湧。在 1991 年之前成立的新證券公司，僅有三分之一能持續經營到 1999 年底。這些市場生存者的資本結構，有什麼特徵？本文在同時考慮時間序列與橫斷面的情況下，從證券公司的業務比重、獲利能力與營業規模，來作資本結構的分

臺灣大學學術期刊資料庫

析。

數目可觀的地區性小券商或老字號券商，在樣本期間，甚少有擴大營業的行為，證券經紀手續費是主要營收來源。這些券商的負債比率極低，卻還是有充裕現金流入，以維持生存。由於近年來網路下單，與衍生性商品或債券等其他業務的成長，證券公司對於傳統經紀業務的依賴勢必要降低。臺灣加入 WTO 後，國際券商將挾其雄厚資本與豐富經驗，爭食臺灣的證券業務，本土券商勢必要擴大營業規模，多元化產品，以降低對經紀業務的依賴。根據本文對臺灣證券公司 1991 到 1999 年資料的分析，若券商要提供融資融券服務，則需提昇公司的舉債能力，獲得更大的財務調度空間。若券商要開拓承銷業務，則需建立起對公司客戶的認同與信賴。很明顯的，上櫃證券公司的競爭條件，將顯著優於未上櫃證券公司。

在 1988 年之前，臺灣有十三家本土證券公司，其中僅有元大、日盛、大信與亞洲上櫃。根據本文的分析，上櫃證券公司具有較好的競爭優勢。但在 1994 年建弘證券成為第一家上櫃證券公司時，老字號的證券公司原本具有最優勢的起跑線，進行上櫃申請程序，卻普遍沒有把握這個機會。參考表 6。這個問題似乎和前述「五合一」計畫中，永利證券最後抗拒合併的現象有關。即使到了今天，一些老字號的證券公司仍然沒有申請上櫃，沒有積極擴展業務，也沒有併入其他證券公司的動作，匯豐證券 (1962 年成立) 甚至在 2001年七月爆發董事長掏空資產，遭到勒令停業的命運。老字號券商不願意申請上櫃的原因，可能是無法適應股權分散的規定，也可能是長年因襲的文化與制度，無法配合上櫃程序的規定。證券公司上櫃交易的標準，除了要求股權達到分散的標準外，還有訂定管理規章、建立內部制度、建立風險管理制度等的審核程序。所以，財政部相關單位需要誘導未上櫃券商併入上櫃證券公司，由上櫃券商的較成熟的管理制度與規模效益，提昇小券商的經營品質與競爭力。

公司資本結構決定因素的探討，仍是國際學術研究的主流之一。本文的主要貢獻，是嘗試對金融類產業 (臺灣證券業) 進行分析，除了驗證過去文獻的發現外，更討論營業比重與負債比率的關係。未來的兩大研究方向是：一、針對國外的樣本資料，進行類似的分析，檢測臺灣的證券業特色，是否也出現在東南亞與歐美的公司樣本中。二、在證券公司資本結構與營業比重之間，檢測是否存在其他真正的決策變數，而造成兩者的高度相關？

臺灣大學學術期刊資料庫

參考文獻

Baxter, N. D. 1967. Leverage, risk of ruin, and the cost of capital. ***Journal of Finance***, 22(3): 395-403.

Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. 1984. On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. ***Journal of Finance***, 39(3): 857-878.

Brander, J. A., & Lewis, T. R. 1986. Oligopoly and financial structure. ***American Economic Review***, 76(5): 956-970.

Deangelo, H. C., & Masulis, R. W. 1980. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. ***Journal of Financial Economics***, 8(1): 3-30.

Diamond, D. W. 1989. Reputation acquisition in debt markets. ***Journal of Political Economy***, 97(4): 828-862.

Greene, W. H. 2000. ***Econometric analysis*** (4th ed.), New Jersey: Prentice Hall.

Harris, M., & Raviv, A. 1991. The theory of capital structure. ***Journal of Finance***, 46(1): 297-355.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1967. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. ***Journal of Financial Economics***, 3(4): 305-360.

Kuo, H. C. 2000. The determinants of capital structure for commercial banks in Taiwan: An analysis. ***International Journal of Management***, 17(4): 505-511.

Kuo, H. C., & Lee, C. H. 2003. The determinants of the capital structure of commercial banks in Taiwan. ***International Journal of Management***, 20(4): 515-522.

Maksimovic, V. 1988. Capital structure in repeated oligopolies. ***Rand Journal of Economics***, 19(3): 389-407.

Maksimovic, V., & Titman, S. 1991. Financial policy and reputation for product quality. ***Review of Financial Studies***, 4(1): 175-200.

Miller, M. H. 1977. Debt and taxes. ***Journal of Finance***, 32(2): 261-276.

Modigliani, F., & Miller, M. H. 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. ***American Economic Review***, 48(3): 261-297.

Myers, S. C. 1984. The capital structure puzzle. ***Journal of Finance***, 39(3): 575-592.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. ***Journal of Financial Economics***, 13(2): 187-221.

Rajan, R., & Zingales, L. 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. ***Journal of Finance***, 50(5): 1421-1460.

Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. 1999. Testing static tradeoff against pecking order

臺灣大學學術期刊資料庫

models of capital structure. ***Journal of Financial Economics***, 51(2): 219-244.

Titman, S. 1984. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. ***Journal of Financial Economics***, 13(1): 137-152.

Titman, S., & Wessels, R. 1988. The determinants of capital structure choice. ***Journal of Finance***, 43(1): 1-19.

Williams, J. T. 1995. Financial and industrial structure with agency. ***Review of Financial Studies***, 8(2): 431-474.

臺灣大學學術期刊資料庫