

# 中國大陸證券公司股權結構與 公司治理特性探討\*

汪震亞\*\*

- |                  |        |
|------------------|--------|
| 壹、研究緣起與目的        | 肆、研究方法 |
| 貳、中國大陸證券業發展歷程及現況 | 伍、實證分析 |
| 參、文獻回顧與研究假說      | 陸、結論   |

## 摘 要

本文檢驗 2010~2014 年中國大陸 100 家證券公司所組成樣本的所有權結構與公司治理特性。中國大陸證券業國家所有權仍然相當廣泛，其中也有些證券公司與境外戰略投資者合作，藉以取得全球先進技術與管理見解，另外也有少數證券公司公開上市，募集資金也面臨資本市場紀律。然而，整體實證結果顯現出與一般常識及假說截然不同的圖像：擁有超過 50% 國家所有權的券商具有較高的獲利能力；外人投資與全內資的券商表現幾乎相同；此外，公開上市的券商表現顯著劣於未上市公司。本文的結論與公司治理的常見觀點大相逕庭，也就是標準的公司治理變數與績效的關係不顯著甚至負相關，但所有權集中度則是例外，這意味著擁有一兩名有力股東的券商，可能具備優於平均的治理品質。

\* 本文參加國家發展委員會 104 年度研究發展作品評選，榮獲財金政策類甲等獎。

\*\* 作者為經濟發展處專員。



# **A Study on Ownership Structure and Company Governance Characteristics of Security Company in Mainland China**

Chen-Ya Wang

*Specialist*

*Economic Development Department, NDC*

## **Abstract**

This paper examines the ownership structure and company governance characteristics for a sample of 100 Chinese security companies, from 2010 to 2014. State ownership is still prevalent in Chinese security industry, with some of them cooperating with foreign strategic investors so as to gain more global advance technology and management insight, and still some of them went public listed to raise fund and faced with capital market discipline. However, the overall results show a different picture from the common sense and hypothesis: security companies with more than 50% state ownership have higher profitability; the performance of foreigner-invested companies are almost the same as wholly domestic companies; furthermore, public listed security companies behave substantially worse than non-listed ones. The conclusions of this paper contradict with current views of company governance, for standard corporate governance variables are mostly insignificantly or even negatively related to the security companies' performance, except ownership concentration, which means companies with one or two powerful stockholders may have above-average governance quality.

## 壹、研究緣起與目的

中共十八屆三中全會《中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定》當中，強調「健全多層次資本市場體系」，提高直接融資比重，並且為中小企業提供銀行以外的其他資金管道，化解長久以來非國有企業「融資難」的問題。因應這一論述，中國證券監督管理委員會（2014）將「打造一批現代投資銀行、現代財富管理機構和現代風險管理機構」做為資本市場改革發展的重要目標，鼓勵證券經營機構進行業務創新與補充資本，公開上市與加大力度推動券商至境外資本市場。

中國大陸自從 1990 年代以來對金融體制改革非常關注，但卻以高度著重於銀行為特徵，直到現在整體金融產業仍然掌握在銀行，尤其是中國農業銀行、中國銀行、中國建設銀行與中國工商銀行等四大國有銀行手中。相對之下，資本市場發展的制度設計目的，主要是為了拓展國有企業資金來源，又受限於金融分業體制所限，非銀行機構規模較小，也相較銀行更為缺乏抵禦風險與政治要求的能力。

2001~2002 年的經濟不景氣使許多中國大陸證券公司普遍陷入困境，又面臨中國大陸加入世界貿易組織後，必須在 2007 年保護期過後全面向世界各國開放金融市場的嚴峻挑戰。做為因應對策，除了運用中央匯金公司對券商注資協助重組，2002 年 7 月訂定《外資參股證券公司設立規則》，2003 年 12 月發布《證券公司治理準則（試行）》推動券商建立現代企業制度。

本文的研究目標，即從個別中國大陸證券公司蒐集所有權結構相關變數，再分析與經營績效之間的關聯。由於中國證券業協會網站有分年度公開所屬會員的財務報告，提供了量化分析的便



利性，爰從資產負債表、利潤表與實收資本蒐集 2010~2014 年 100 家中國大陸證券公司的股權結構與財報數據，共計 500 個觀察值，進行追蹤型資料（panel data）迴歸分析。

本文除第一部分為研究緣起與目的、第六部分為結論以外，其餘研究流程如下：第二部分將回顧中國大陸證券業的發展歷程；第三部分將回顧探討公司治理問題的研究文獻，俾提出可資驗證的研究假說；第四部分為研究方法，分別說明資料來源與變數定義、樣本敘述性統計分析與模型設定；第五章說明模型實證分析結果。

## 貳、中國證券業發展歷程及現況

根據中國證券監督管理委員會（下稱「中國證監會」）所公開發布的 2007 至 2014 年年度報告，2007 年底，全中國大陸共有 106 家證券公司，總資產 17,373 億元人民幣，淨資產 3,441 億元人民幣，全年累計營業收入 2,847 億元<sup>1</sup>。2008 年下半年全球金融危機對各國金融市場與實體經濟造成嚴重的衝擊，儘管中國大陸資本市場對外開放程度較低，直接影響有限，然而透過實體經濟的管道，仍導致證券公司資產獲利大幅減少，2008 年總資產、營業收入與淨利潤僅為上一年度的 68.80%、43.94% 與 36.52%。2009 年至 2014 年，中國證券公司各項統計數據大致維持穩定，惟以營業收入與淨利潤而言一直未能回復至 2007 年水準，詳見表 1。

<sup>1</sup> 由於無法取得 2006 年以前的統計數據進行比較，爰有必要了解 2007 年以前中國大陸金融市場概況。2003 年 7 月中國證監會開始允許合格境外機構投資者（Qualified Foreign Institutional Investor, QFII）在 A 股市場進行交易，2005 年 1 月中國財政部將股票交易印花稅下調至 0.1%，中國大陸股票市場漸趨熱絡，從 2005 年 12 月 5 日 1,134.56 點開始加速上漲，直到 2007 年 10 月 16 日上海 A 股漲到 6,395.76 點的歷史新高後反轉向下，10 個月之間指數膨脹為原來的 5 倍有餘，故 2007 年證券業的表現主要反映當年度 10 月前的泡沫榮景。

表 1 證券公司主要統計數據

單位：億元人民幣

指 標	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
家數	106	107	106	106	109	114	115	120
總資產	17,313	11,912	20,274	19,665	15,728	17,159	20,788	40,921
淨資產	3,447	3,585	4,839	5,664	6,303	6,943	7,539	9,205
淨資本	2,968	2,887	3,832	4,319	4,634	4,971	5,205	6,792
營業收入	2,847	1,251	2,050	1,911	1,360	1,295	1,592	2,603
淨利潤	1,320	482	933	776	394	329	440	966

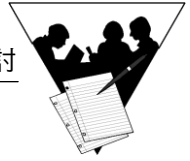
資料來源：中國證券監督管理委員會年度報告，2007~2014。

## 一、證券公司的開端

中國債券市場的發展始於 1981 年重新發行國庫券，開啟有價證券發行市場，與此同時企業債券、股票等各種集資方式產生各種金融工具。1982 年少量企業開始發行企業債，1980 年中期次級流通市場開始起步，1984 至 1986 年間北京、廣州、上海等城市選擇少數企業進行股份制改造試點<sup>2</sup>。人民銀行在這個背景下於 1985 年 9 月發文批准深圳試辦 1 家證券公司，12 家國有銀行等金融機構投資設立經濟特區證券公司，1987 年 9 月正式成立，為中國大陸第一家專業性的證券公司<sup>3</sup>，也在這一年產生國債次級市場。

<sup>2</sup> 證券公司成立以前的股票次級市場交易主要由信託投資公司執行，1986 年 8 月瀋陽市信託投資公司開辦代客買賣股票和債券業務，同年 9 月上海工商銀行信託投資公司靜安證券業務部開辦了代理發行的上海飛樂音響和延中實業公司的櫃台交易，股票次級市場交易正式開始。

<sup>3</sup> 深圳經濟特區證券公司於 1987 年 9 月正式成立，2001 年經過增資擴股轉型為綜合類券商，後更名為「巨田證券」，2006 年因未能按時完成整頓改造，業務由招商證券接管後退出市場。



早期證券公司的設立大致可分為三類：(1) 財政部為從事國債的發行、還本付息、自營與委託代理買賣等業務，所組建的財政證券公司，如上海財政公司<sup>4</sup>；(2) 人民銀行為了因應國債流轉的推廣、國有企業股份制試點改革、有價證券市場的快速發展等實際需求，下撥資金在各省、自治區和直轄市成立 33 家專業證券公司，大多數是人民銀行分行獨資成立，如浙江證券公司<sup>5</sup>；(3) 商業銀行獨資興辦或銀行部門併入其他證券業，如申銀證券<sup>6</sup>。

## 二、證券集中交易市場出現

上海證券交易所與深圳證券交易所分別經人民銀行批准於 1990 年 11 月與 1991 年 7 月成立，加上鄧小平南巡談話的刺激，為促進證券市場的發展，主管機關對於證券機構設立資格審查相對寬鬆，各省證券公司數量出現較大幅度的成長。

在這個背景下，較大型證券公司相繼成立，尤其是國泰、華夏與南方等三大全國性證券公司<sup>7</sup>，在 1990 年代初期多數證券公司註冊資本不過數億元人民幣的情況下，三大全國性證券公司均

<sup>4</sup> 上海財政證券公司原名「上海振興證券公司」，成立於 1988 年 3 月，2001 年 5 月與上海國際信託有限公司證券總部合併，成為上海證券有限責任公司。

<sup>5</sup> 浙江證券公司成立於 1988 年 6 月，為人民銀行浙江省分行的獨資企業，1990 年 4 月進行股份制改造，成為地方性股份制證券公司，2002 年 8 月被方正集團實施控股重組，2003 年 9 月更名為方正證券。

<sup>6</sup> 申銀證券公司的前身為中國工商銀行上海市信託投資公司靜安業務部，先後於 1996 年 9 月與 2014 年 7 月與萬國證券、宏源證券合併，成為申萬宏源證券有限責任公司。

<sup>7</sup> 國泰於 1992 年 10 月 5 日由財政部、中國人民建設銀行、中國工商銀行、中國農業銀行、中國銀行、交通銀行和中國人民保險公司聯合發起；華夏證券於 1992 年 10 月 8 日由國家專業銀行、稅務部門、國家專業投資公司、非銀行金融機構、國家工業總公司、國營特大型企業、民辦高科技企業等 40 多家單位合資組建；南方證券於 1992 年 12 月 21 日由中國工商銀行、中國農業銀行、中國銀行、中國人民建設銀行、交通銀行、中國人民保險公司聯合發起。

多達 10 億元人民幣。

1990 年代初期多數證券公司多由人民銀行或專業銀行作為創始者與主要投資者，銀行相繼開辦證券、信託等業務，銀行、證券業務兼營的防火牆尚未完善下，加速自身風險之累積，隨著房地產與證券市場泡沫，成為金融風險不斷擴大之隱憂。

### 三、1990 年代金融體制改革

隨著集中化證券交易所的出現，1992 年 5 月於人民銀行內部成立證券管理辦公室，負責對證券市場實施統一監管；同年 10 月於國務院下設立證券委員會與中國證監會，前者為負責擬訂法規制度與長期發展規劃的主管機構，後者為證券委員會的執行管理機構。

1996~1997 年間，中國證監會逐漸把證券市場管理業務收歸中央，1997 年 11 月第一次中央金融工作會議，決定將原本人民銀行的證券經營機構監管業務劃歸中國證監會統一負責，對地方證券監管部門實行垂直領導。1999 年 7 月 1 日《證券法》正式實施後，只有經證券監督管理機構頒發業務許可證的證券公司，才是唯一合法的證券業務經營機構，結束銀行業與證券業混業經營時代。

### 四、開放境外資本

2001 年 12 月中國大陸加入世界貿易組織 (WTO)，根據承諾必須在 2006 年底前對外資開放國內金融市場，涉及證券業的開放領域包含下列四點：<sup>8</sup>

<sup>8</sup> 請參照新華社，「證監會公佈證券業對 WTO 承諾內容」，2001 年 12 月 12 日。



- (一) 外國證券機構可以（不通過中方仲介）直接從事 B 股交易；
- (二) 外國證券機構駐華代表處可成為所有中國證券交易所的特別會員；
- (三) 允許外國機構設立合營公司，從事國內證券投資基金管理業務，外資比例不超過 33%，加入後 3 年內，外資比例不超過 49%；
- (四) 加入後 3 年內，允許外國證券公司設立合營公司，外資比例不超過 1/3。合營公司可以（不通過中方仲介）從事 A 股的承銷，B 股和 H 股、政府和公司債券的承銷和交易，以及發起設立基金。

2002 年 7 月 1 日起施行《外資參股證券公司設立規則》，開放境外投資人能通過受讓、認購境內公司股權，或與境內股東共同出資新設公司，境外股東在外資參股證券公司持有以三分之一為上限的股份，同時要求內資證券公司也應當有 1 名持股比例不低於三分之一。

惟一旦被認定為外資參股證券公司，就必須放棄 A 股經紀業務與 A、B 股自營業務，是以外資參股證券公司家數成長有限，加入世界貿易組織以前，外資參股證券公司只有中金公司與光大證券，截至 2007 年底，新增了中銀國際、華歐國際、海際大和、高盛高華與瑞銀證券，合計 7 家<sup>9</sup>。

WTO 提供的 5 年過渡期過後，中國證監會先後於 2007 年 11 月與 2012 年 8 月兩度修訂《外資參股證券公司設立規則》，主要將外資在合資證券公司中的持股比例上限，從三分之一提高到

<sup>9</sup> 請參照中國證券監督管理委員會 2007 年年度報告。



49%；境外資本如通過公開交易市場取得內資證券公司股份，只要單一外資持股不超過 20%、全體外資持股不超過 25%，則仍視為內資證券公司。

截至 2014 年<sup>10</sup>，外資參股證券公司共有高盛高華、光大證券、瑞銀證券、中金公司、中銀國際、瑞信方正、中德證券、華英證券、第一創業摩根大通、摩根士丹利華鑫、東方花旗等 11 家，其中中國國際金融公司外資持股比重達上限之 49%。

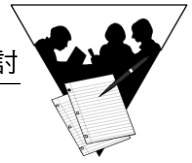
## 五、風險處置與綜合治理

2001 年網路泡沫引發全球經濟不景氣的氣氛壟罩下，中國大陸股市亦面臨著漫長熊市，無論經紀業務、投行業務、委託理財業務等，都陷入前所未有的經營困境，加以內控機制不良，挪用公款與違規投資之情事時有發生，自 2002 年起風險集中爆發，2004 年三大全國性證券公司之一南方證券受到接管，引起高度重視，方開啟了綜合治理的序幕。

2004 年 8 月，中國證監會召開專題性的全國證券監管工作座談會，全面部署和啟動了證券公司綜合治理工作，發布《關於推進證券業創新活動有關問題的通知》，要求證券公司通過整頓改造達成監管要求，以避免爆發系統性風險<sup>11</sup>。2005 年 7 月中國務院轉發中國證監會《證券公司綜合治理工作方案》，截至 2006 年底共計處置了鞍山證券、大連證券等 31 家風險顯露、自救無望或嚴重違規的高風險證券公司，並扭轉了 2002~2005 年連續 4

<sup>10</sup> 請參照中國證券監督管理委員會 2014 年年度報告，另截至 2016 年 8 月 12 日，尚未發布 2015 年年度報告。

<sup>11</sup> 中國證監會將所有證券公司劃分為 A、B、C、D 四類，A 類是創新類證券公司，可在通過審批的前提下從事各類創新活動；B 類是規範類證券公司，可參與股票發行詢價、開展資產管理、通過銀行間市場融資等業務；C 類與 D 類分別為高度風險型證券公司與處置類證券公司，是綜合治理的重點對象。



年整體虧損的局面，2007年8月底宣布證券公司綜合治理工作成功結束。

## 六、現代企業制度

2002年以來，多家中國大陸證券公司因內控機制不良而爆發管理層行賄、貪汙、挪用公款與違規經營等事件，並隨著中國股市的低迷走勢，多家券商相繼爆發財務危機而遭勒令停業，故2003年12月15日頒布《證券公司治理準則（試行）》，對證券公司的股東和股東會、董事和董事會、監事和監事會、經理層人員、激勵和約束機制、與客戶關係基本原則之定義與各方權責關係做出說明。

2012年12月11日正式頒布《證券公司治理準則》，以2003年頒布的《證券公司治理準則（試行）》為基礎依實際經驗略做修改，規定經營證券經紀業務、證券資產管理業務、融資融券業務和證券承銷與保薦業務中兩種以上業務的證券公司，應當建立獨立董事制度，其中董事長兼總經理、內部董事人數占五分之一以上或其他中國證監會認定之情形者，獨立董事人數不得少於四分之一。

## 參、文獻回顧與研究假說

公司治理問題是Berle and Means（1932）所指出，用來描述當公司的控制權與所有權分離時，控制公司日常營運的代理人，可能不會以股東最佳利益行動，而專注於追求個人利益的現象。由於近年證券公司的改革措施，主要圍繞著股權結構的轉型，包括引進非國有資本、開放外資持股與公開上市等，為了探討上述策略對證券業的效果，本文經回顧有關公司治理相關議題文獻後，提出以下4項研究假說：

### H1：政府所有權對企業經營績效有負面影響

大部分理論與實證文獻普遍主張，國有企業是由官僚所運作，他們擁有極為集中的控制權，但卻沒有顯著的現金流請求權，對於企業是否有效率地運作或被監管並沒有切身利益關係；同時政府並非最終所有者，而是實際所有權人的代理人，政府面對多重且往往相互衝突的目標，例如追求就業、國家福利、社會穩定等非營利考量（Alchain, 1965; Shleifer and Vishny, 1997; Razaki, Ahmad and Johers, 2011）。Chen, et al. (2005) 對中國大陸證券公司的研究顯示，來自政府的直接投資對績效有負面影響，建議通過允許非國有法人持有證券公司股份及公開上市，以改善公司治理與長期績效。

### H2：外資所有權對企業經營績效有正面影響

Berger, et al. (2000) 對金融機構的外資所有權效果提出兩個對立的假說，其一是「母國優勢假說」(home field advantage hypothesis)，主張外國金融機構缺乏本國機構的規模經濟，需要遠距管理與監督，且難以接觸在地軟性資訊；其二是「全球優勢假說」(global advantage hypothesis)，主張外國金融機構擁有優越的管理技能與高品質人力資本，可能比較有效率。Claessens, et al. (2001) 認為母國主場優勢假說傾向在已開發國家成立，而全球優勢假說在開發中國家站得住腳。

### H3：所有權集中度對公司經營績效有正面影響

所有權愈分散，偏離價值極大化的代理人成本就會愈高（Jensen and Meckling, 1976）。Wang and Xiao (2012) 以中國大陸公開上市公司為研究對象，發現前五大股東所有權對企業獲利



能力有正向影響，惟一旦所有權過於集中，以至於被單一股東所囊括，則績效就與股權分散的公司無太大差別。Wang, Guthrie and Xiao (2011) 也認為所有權集中是中國大陸企業改革時期的成功因素之一，持股集中的所有權人比較能引領企業追求經濟改革，避免股東的搭便車問題。

#### H4：公開上市對公司經營績效有正面影響

Fama (1980) 認為雖然公開上市公司傾向有較低的所有權集中度，但效率資本市場有助於規範公司的管理。中國大陸證券業的一項獨特性質，就是廣泛而普遍的政府所有權 (Jia and Zhang, 2010)，政府官員的投資與商業決策一般而言偏向政治動機，而非商業動機，若單純採取部分私有化策略，政府做為最具影響力的股東，可能以其他小股東的利益為代價，犧牲公司商業利益而追求其他目標 (Shleifer and Vishny, 1997)。通過股票上市，則控制性股東將不得不面對市場信號，從而更加專注於商業目標。

此外，董事會制度的建立，也是證券公司改造重組的重要策略，Fama (1980) 主張董事會是監控經理的核心機制，包括董事會規模、董事會組成，以及董事會領導者架構，均為影響董事會監督能力的三大特性是 (Jensen, 1993)。然而觀諸各證券公司年度報告，未上市公司均未清楚揭露其董事會成員組成等訊息，故目前尚無法就董事會相關議題進行實證分析。

## 肆、研究方法

### 一、資料來源與變數定義

本研究所用數據，主要來自中國證券業協會網站所刊載證券公司各年度審計報告，研究期間為 2010 至 2014 年止，共 5 個資

料年度。經排除成立日期晚於 2010 年、揭露資訊不完整之證券公司後，尚餘 100 家樣本，相較於 2010 年底證券公司總數共 109 家，已涵蓋整體證券業逾 9 成業者。本研究採用三種方式衡量證券公司績效：

- (一) 營業收支比率 ( Operating Income to Expense Ratio, OIER ):  
排除非營業收支後的本益比，計算公式為：營業收入÷營業支出。
- (二) 業務收入占股東權益比率 ( Operating Income on Equity, OIOE ):  
營業收入除以當年度股東權益所得變數，計算公式為：100% × ( 營業收入÷股東權益 )。
- (三) 權益報酬率 ( Return on Equity, ROE ):  
傳統研究常用的方法，定義為稅前淨利除以資產總額，顯示銀行運用其股東資金產生盈餘的效率，相較於業務利潤的概念，額外考慮營業外收入與營業外支出，計算公式為：100% × ( 稅前淨利÷股東權益 )。

為了檢驗本文所提出的 4 項研究假說，可從證券公司審計報告或年度報告取得前 5 大股東名稱與持股比重，再進一步區別股權結構等可能影響公司經營的重要特性，各解釋變數處理方式如下所述：

- (一) 國有控股 ( dum\_sta ):  
如果在前 5 大股東當中，被識別具有政府或國有資產背景之股東持股總和超過 50%，則設定此虛擬變數為 1；否則為 0。



- (二) 外資參股 ( dum\_fdi ): 根據《外資參股證券公司設立規則》可被歸類為「外資參股證券公司」<sup>12</sup>，則設定此虛擬變數為 1；否則為 0。
- (三) 股權集中度 ( concent ): 運用 Herfindahl - Hirschman Index ( HHI ) 計算前五大股東控股比平方和，即  $\sum_1^5 S_i^2$ ，S 表股權比重。
- (四) 公開上市 ( dum\_listed ): 如果在研究年度之年初 ( 即前一年度年底 ) 為公開上市狀態，則設定此虛擬變數為 1；否則為 0。

最後，設定兩項可能對公司經營績效造成影響的 2 項控制變數：

- (一) 槓桿比率 ( leverage ): 證券公司總負債除以總資產。
- (二) 資產規模 ( scale ): 證券公司總資產取自然對數。

## 二、樣本敘述性統計分析

為了取得本項研究所需變數，首先從各公司各年度報告蒐集資產總額、負債總額、股東權益、營業收入、營業支出、稅前淨利與實收資本等資料，基於本文選取樣本涵蓋整體產業逾 9 成比重，亦可從敘述性統計分析看出中國大陸證券業近年發展概況。

本文選取資料均來自非合併母公司財報，資產負債表方面，平均資產總額與負債總額變化呈現相似的趨勢，分別從 2010 年

<sup>12</sup> 依據中國證監會各年年度報告「外資參股證券公司」名錄。

的 190.7 億元（人民幣，下同）與 135.6 億元，降至 2011 年的 152.5 億元與 91.4 億元，隨後連年回升至 2014 年的 396.6 億元與 308.8 億元，其中 2014 年較前一年度至成長逾倍；股東權益則從 2010 年的 55.1 億元穩定成長至 2014 年的 87.8 億元。

營業收入於 2010 年平均 18.0 億元，2012 年降至 12.1 億元低點，隨後反彈至 2014 年的 24.2 億元；營業支出則從 8.7 億元降至 8.3 億元，再回升至 12.7 億元；稅前淨利從 9.5 億元降至 4.0 億元，再回升至 11.8 億元，顯示所有來自利潤表的收入支出數據，均呈現相同的變動趨勢；詳見表 2。

表 2 財務報表敘述性統計

單位：億元人民幣

年度	家數	資產總額	負債總額	股東權益	營業收入	營業支出	稅前淨利
		平均數 (標準差)	平均數 (標準差)	平均數 (標準差)	平均數 (標準差)	平均數 (標準差)	平均數 (標準差)
2010	100	190.7 (249.0)	135.6 (174.3)	55.1 (89.2)	18.0 (26.4)	8.7 (9.7)	9.5 (17.7)
2011	100	152.5 (207.3)	91.4 (117.7)	61.1 (100.8)	12.8 (20.1)	8.2 (9.6)	4.7 (11.2)
2012	100	160.5 (230.2)	95.8 (131.2)	64.7 (106.7)	12.1 (15.9)	8.3 (9.2)	4.0 (7.2)
2013	100	201.3 (306.0)	129.4 (200.9)	71.9 (110.4)	14.9 (18.7)	9.5 (10.4)	5.4 (8.7)
2014	100	396.6 (616.9)	308.8 (494.5)	87.8 (127.6)	24.2 (30.6)	12.7 (14.9)	11.8 (17.0)
平均	100	220.3 (365.4)	152.2 (274.2)	68.1 (107.9)	16.4 (23.3)	9.5 (11.0)	7.1 (13.4)

資料來源：自行計算。



證券公司國有控股廣泛，研究期間內逾 6 成樣本的主要控股股東，具有政府或國有資產背景，總計而言國有控股超過 50% 的企業從 65 家降為 60 家；<sup>13</sup> 外資參股證券公司原有 9 家，2014 年降為 7 家；<sup>14</sup> 股份公開上市的公司從 2010 年的 10 家增為 2014 年的 18 家；<sup>15</sup> 詳見表 3。

表 3 股權結構特性統計

單位：家數

	2010	2011	2012	2013	2014
國有控股比重超過 50%	65	62	62	62	60
外資參股證券公司	9	9	9	9	7
股票市場公開上市	10	14	16	17	18
總家數	100	100	100	100	100

資料來源：自行計算。

量化研究變數方面，依據前述設定計算，顯示每支出 1 元營業支出約可產生 1.49 元營業收入，股東每投入 100 元，約可產生 27.81 元營業收入與 7.91 元稅前淨利，其中以 2010 年整體表現較佳，逐年遞減至 2012 年後反彈回升，但稅前淨利的變異情形較

<sup>13</sup> 從 2010 年至 2014 年間，由國有控股為主轉為非國有控股為主的 5 家證券公司，分別為財通證券、方正證券、九州證券、上海華信證券與天風證券；另廈門證券於 2014 年被中國長城資產管理公司購入三分之二股權後改名長城國瑞證券，為本研究唯一僅有之由非國有控股為主轉為國有控股為主之案例。

<sup>14</sup> 由於合資期滿，海際大和證券由上海證券收購日本大和證券持股並更名為海際證券，以及財富里昂證券由上海華信國際集團收購財富證券與中信里昂證券資本市場有限公司持股，更名為上海華信證券。

<sup>15</sup> 從 2010 年至 2013 年底之間，發起 IPO 推動股票公開上市的 8 家證券公司，分別為廣發證券、華泰證券、山西證券、興業證券、方正證券、東吳證券、西部證券、中國銀河證券。



營業收入為低，顯示營業外收支的調整傾向讓樣本數值往平均數收斂。其他控制變數方面，各年度前 5 大股東持股比率的 HHI 約 0.38，證券公司槓桿比率平均 63.23%，資產總額取自然對數後平均值 22.98；詳見表 4。

表 4 研究變數敘述性統計

年度	家數	OIER	OIOE	ROE	CONCENT	LEVERAGE	SCALE
		平均數 (標準差)	平均數 (標準差)	平均數 (標準差)	平均數 (標準差)	平均數 (標準差)	平均數 (標準差)
2010	100	1.79 (0.49)	37.47 (16.69)	15.21 (9.19)	0.39 (0.28)	69.11 (16.25)	22.96 (1.26)
2011	100	1.25 (0.42)	23.74 (12.45)	3.62 (6.86)	0.38 (0.27)	59.73 (16.55)	22.74 (1.25)
2012	100	1.25 (0.34)	21.72 (10.24)	3.59 (5.17)	0.37 (0.27)	58.36 (16.95)	22.79 (1.23)
2013	100	1.40 (0.35)	24.86 (10.89)	5.89 (5.35)	0.38 (0.26)	59.54 (15.96)	22.93 (1.32)
2014	100	1.75 (0.38)	31.27 (11.59)	12.50 (6.34)	0.39 (0.29)	69.39 (18.41)	23.50 (1.44)
平均	100	1.49 (0.46)	27.81 (13.80)	7.91 (8.29)	0.38 (0.27)	63.23 (17.49)	22.98 (1.33)

註：本表外資持股 (FDI) 敘述性統計僅就存在外資股權之證券公司而論。

資料來源：自行計算。

### 三、模型設定

本研究共設定營業收支比 ( $OIER_{it}$ )、營業收入占股東權益 ( $OIOE_{it}$ ) 以及稅前淨利占股東權益，亦即權益報酬率 ( $ROE_{it}$ ) 等三種應變數，以及國有控股比重超過 50% ( $dum\_sta_{it}$ )、存在境外戰略投資人 ( $dum\_fdi_{it}$ )、股權集中度 ( $concent_{it}$ )、公開上市 ( $dum\_list_{it}$ )、槓桿比率 ( $leverage_{it}$ ) 及資產規模 ( $scale_{it}$ ) 等做為自變數，可列出三組追蹤型資料回歸分析式如下：



$$\begin{aligned} \text{OIER}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \times \text{dum\_sta}_{it} + \beta_2 \times \text{dum\_fdi}_{it} + \beta_3 \times \text{concent}_{it} \\ & + \beta_4 \times \text{dum\_listed}_{it} + \beta_5 \times \text{leverage}_{it} + \beta_6 \times \text{scale}_{it} \\ & + \mu_{it} \dots (1) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{OIOE}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \times \text{dum\_sta}_{it} + \beta_2 \times \text{dum\_fdi}_{it} + \beta_3 \times \text{concent}_{it} \\ & + \beta_4 \times \text{dum\_listed}_{it} + \beta_5 \times \text{leverage}_{it} + \beta_6 \times \text{scale}_{it} \\ & + \mu_{it} \dots (2) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{ROE}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \times \text{dum\_sta}_{it} + \beta_2 \times \text{dum\_fdi}_{it} + \beta_3 \times \text{concent}_{it} \\ & + \beta_4 \times \text{dum\_listed}_{it} + \beta_5 \times \text{leverage}_{it} + \beta_6 \times \text{scale}_{it} \\ & + \mu_{it} \dots (3) \end{aligned}$$

其中  $\beta_0$  為常數項 ( constant ) ;

下標  $i$  為公司別,  $i=1, 2, \dots, 100$  ;

下標  $t$  為年度,  $t=2010, 2011, \dots, 2014$  ;

$$\mu_{it} \sim \text{i.i.d. } N(0, \sigma_{\varepsilon}^2)$$

接下來擬採用固定效果模型 ( Fixed Effect Model ) 與隨機效果模型 ( Random Effect Model ), 並先行以 Hausman Test 檢定使用何種模型進行估計為佳。固定效果模型假設截距項在研究期間不會改變, 代表每個橫斷面資料都具有自己獨特且固定之特質, 因此以固定截距項表示橫斷面樣本間不同的型態, 以凸顯各樣本的特質; 隨機效果模型則允許樣本之間存在隨機產生的異質性, 避免固定效果模型下, 因採用過多參數而損失自由度的問題, 但必須符合截距項與自變數不相關的假設, 否則一般化最小平方方法的估計係數將不具有的一致性。

Hausman (1978) 提出檢定殘差項  $\mu_i$  是否與  $X_i$  相關的方法，設定虛無假說為「 $u_i$  與解釋變數不相關」，而對立假說為「 $u_i$  與解釋變數具相關性」。如果不拒絕虛無假說，則兩種模型的估計式同樣具有一致性，但固定效果模型因損失過多自由度而無效率性，故應使用隨機效果模型；若拒絕虛無假說，代表 GLS 估計式將不具有有一致性，則應採用固定效果模型。

### 伍、實證分析

上述三種追蹤型資料的 Hausman 檢定與迴歸分析結果分別列於表 5、表 6。由檢定「應採用固定效果模型還是隨機效果模型」的 Hausman test 可知，由於  $u_i$  與解釋變數具有顯著的相關性，故採用固定效果模型更能符合資料的特性，後續實證分析將集中於固定效果模型。

根據表 6，將證券公司以國有控股是否超過 50% 來區分 (dum\_sta)，發現國有控股的證券公司，營業收入占股東權益比重，顯著高於其他非國有股權為主的證券公司，顯示扣除營業外收支項目後，國有股權反而與獲利能力正相關，與本文研究假設有所背離。此外，外資參股證券公司儘管各項獲利指標較其他公司略高，卻未達顯著水準，無法從實證數據推論外資股權是否提高入股公司的競爭力。

表 5 Hausman 檢定結果

Panel	1	2	3
Hausman statistic	60.15 <sup>***</sup>	40.86 <sup>***</sup>	37.57 <sup>***</sup>
檢定結果	固定效果	隨機效果	固定效果

註：\*表顯著水準 10%。 \*\*表顯著水準 5%。 \*\*\*表顯著水準 1%。

資料來源：自行計算。



表 6 模型迴歸分析結果

	應變數		
	OIER (Panel 1)	OIOE (Panel 2)	ROE (Panel 3)
$\beta_0$	-7.0743*** (1.0236)	35.7807 (25.3621)	-106.5168*** (19.9158)
dum_sta	0.2662* (0.1365)	5.1833 (3.3829)	5.6529** (2.6564)
dum_fdi	0.1010 (0.2732)	10.5103 (6.7686)	3.8764 (5.3151)
concent	0.5422*** (0.2089)	4.4028 (5.1761)	8.2344** (4.0645)
dum_listed	-0.2612** (0.1122)	-5.1572* (2.7797)	-4.7594** (2.1828)
leverage	0.0052*** (0.0019)	0.6547*** (0.0465)	0.2463*** (0.0365)
scale	0.3435*** (0.0467)	-2.3667** (1.1574)	4.0421*** (0.9089)
F	23.94***	45.03***	2.27***

註：\*表顯著水準 10%。 \*\*表顯著水準 5%。 \*\*\*表顯著水準 1%。  
資料來源：自行計算。

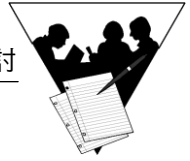
實證結果支持所有權集中度 (concent) 所帶來的正面影響，藉助於 HHI 做為集中度的代理變數，發現與營業收入顯著正相關，而股票公開上市 (listed) 的證券公司，經營績效反不如未上市證券公司。可能的原因是控制權與出資額不成比例大股東，多為投資標的分散的大型企業集團，存在強烈的誘因犧牲其他股東權益以追求總體投資組合收益極大化，而證券法律對少數股東權益保障不足，通過股票市場購入少數股權的小型投資人，約束控制性股東決策的能力與意願相對缺乏，故股權分散對公司治理造成的負面影響，大於資本市場約束造成的正面影響。

本文從中國證券業協會蒐集百家證券公司 2010~2014 年審計報告，以取得研究分析所需的財務資料與主要股東名單，經過追蹤型資料分析方法，主要研究發現如下：

- (一) 國有控股證券公司獲利能力顯著較高：實證結果顯示政府與國有法人持股過半的證券公司，權益報酬率顯著高於以非國有股權為主的證券公司，與事前研究假說截然相反。
- (二) 外資參股對獲利能力的助益不如預期：境外戰略投資人持股的「外資參股證券公司」，各項獲利指標並未顯著高於其他內資證券公司，不支持引進外資對公司營運有利的假說。
- (三) 所有權結構集中度可能有助於提高獲利能力：證券公司的所有權結構愈集中，則創造營業收入的能力愈強，支持「所有權集中度對公司經營績效有正面影響」的研究假說。
- (四) 股票上市未帶來預期的市場紀律約束：股票公開上市的虛擬變數估計係數為高度顯著的負值，顯示上市公司的財務表現反而不如未上市公司，與事前研究假說相反。

## 陸、結 論

根據量化研究結果，中國大陸證券公司股權結構與財務表現的關係，與傳統想法截然不同。首先，較主流的觀點認為國有股權占優勢的證券公司，可能因為受到政治連結所提供的隱性保障，使代理人問題加劇，故 Chen, et al. (2005) 的研究證明國家所有權對經營績效有負面影響，故建議調整證券公司的所有權結構，允許非國有法人實體持有證券公司，以及通過公開上市實行私有化等。然而本文實證卻顯示被政府或國有企業高度持股的證券公司，獲利能力較其他民營證券公司為高，意味國有控股證券



公司可能具有某些難以觀察到的有利因素，使其更有能力在高度競爭的證券市場上生存，例如在近年來變遷迅速的證券市場監管制度下，國有控股證券公司往往能較快獲得政策資訊，辨識政策內線消息可信度的能力較強，得以掌握機先。

第二個重要發現，是外資參股證券公司與內資證券公司相比，各項獲利能力指標或許略有勝出，整體而言卻未達顯著水準。從表面數據來看，引進外資似乎並未讓證券公司取得額外的競爭優勢，然而這個現象或許可歸因於外資參股證券公司的營業項目受限，尤其是不能經營 A 股經紀業務，加上外資因持股比例限制無法掌握主導權，亦不願意投入太多資源，以及大股東之間的文化差異等原因（謝明霖，2010）。職是之故，自中國大陸開放外資入股證券業以來，外資參股證券公司家數成長有限，直到 2014 年底 120 家證券公司當中只有 11 家。

最後，股權集中度對中國大陸證券公司營利能力的顯著正面影響，以及股份公開上市的相反效果，顯示股權市場所產生市場紀律約束正面效果，無法彌補股權結構分散造成的損失，可能的原因是法律對少數股東保障相對缺乏，參與證券投資者以散戶居多，監督公司管理層決策的能力與意願不足。相對而言，控制性股東對公司的資訊掌握能力高於其他股東與市場參與者，且多為多樣化投資的大型集團，存在誘因與能力在公司展望良善時增加持股，反之則減持，但也因此不能排除經營績效反向影響所有權集中度的可能。

## 參考文獻

1. Berger, A. N., R. DeYoung, H. Genay and G. F. Udell, 2000, "Globalization of financial institutions: evidence from cross-border banking performance," *Brookings-Wharton Papers on Financial Service*, Vol. 3, pp. 23-120.
2. Berle, A. A. and G. C. Means, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
3. Chen, S. K., X. Chen, B. Lin and R. Zhong, 2005, "The impact of government regulation and ownership on the performance of securities companies: evidence from China," *Global Finance Journal*, Vol. 16, pp. 113-124.
4. Claessens, S., A. Demirguc-Kunt and H. Huizinga, 2001, "How does foreign bank entry affect domestic banking markets?" *Journal of Banking of Finance*, Vol. 25, pp. 891-911.
5. Fama, E. F., 1980, "Agency problems and the theory of the firm," *Journal of Political Economy*, Vol. 88, pp. 288-307.
6. Jensen, M. C. and W. H. Meckling, 1976, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
7. Jensen, M. C., 1993, "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems," *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 831-880.
8. Jia, N. and H. Zhang, 2010, "Impact of government ownership on investment banks' underwriting performance: Evidence from China," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 39, pp. 193-228.
9. Jiang, C., G. Feng, G. and J. Zhang, 2012, "Corporate governance and bank performance in China," *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, Vol. 10, No. 2, pp. 131-146.
10. Razaki, N. H. A., R. Ahmad and H. A. Johers, "Does government linked companies (GLCs) perform better than non-GLCs? Evidence from Malaysian listed companies," *Journal of Applied Finance and Banking*, Vol. 1, No. 1, pp. 213-240.
11. Schleifer, A. and R. W. Vishny, 1997, "A survey of corporate governance," *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 737-783.
12. Wang, J. and Z. Xiao, 2012, "The rise and effects of state owned asset management companies in China," *International Association for Chinese Management Research*.



13. Wang, J., D. Guthrie and Z. Xiao, 2011, "The rise of SASAC: Asset management, ownership concentration, and firm performance in China's capital market in China's capital markets," *Management and Organization Review*, Vol. 8, No. 2, pp. 253-281.
14. 朱浩民，2010，《中國金融制度與市場》，臺北：智勝出版社。
15. 吳曉靈，2008，《中國金融體制改革 30 年回顧與展望》，北京：人民出版社。
16. 宋國良，2007，《投資銀行學：運營與管理》，北京：清華大學出版社。
17. 馬慶泉，2003，《中國證券史 第一卷（1978-1998）》，北京：中信出版社。
18. 袁遠福，2008，《中國金融簡史》，第二版，北京：中國金融出版社。
19. 張健華，2010，《中國金融體系》，北京：中國金融出版社。
20. 曹鳳歧，1999，《中國金融改革、發展與國際化》，北京：經濟科學出版社。
21. 謝明霖，2010，「台資證券商進入大陸市場的省思」，《證券公會季刊》，第 4 季，頁 16-23。