

上市與未上市公司融資組合決定 因素之比較

—由保留盈餘與已收股本探討

屠 美 亞 *

摘 要

上市與否是公司理財的重要決策，理論上而言，上市可使公司有較廣闊的資金來源，但是另一方面也產生控制權被稀釋與資訊不對稱問題。上市公司與未上市公司資金組合應該有所不同，兩者的比較可對資本結構理論提供更進一步的實證資料。

本文建議將公司資金大分為四大類：短期、長期、保留盈餘以及已收股本。傳統實證方法皆將權益資金比例作為公司決定負債比例後的剩餘，本文認為保留盈餘與已收股本性質不相同，隨著不同的企業特性，對兩者會有不同的偏好，因此將權益資金再劃分為保留盈餘與已收股本，應可提供企業融資偏好差異的實證證據。

本文採用因素分析為實證方法，分別對上市公司與未上市公司進行實證研究，比較實證結果，本文由企業獲利力與上市公司已收股本負相關，但與未上市公司已收股本正相關；同時由成長性與上市公司的保留盈餘正相關，但與未上市公司保留盈餘成負相關，依據融資順位的論點，推論上市公司由於有較廣闊的資金來源，為因應成長時的資金需求時，較不需仰賴股本的發行，未上市公司，一則可能由於股權的集中，較願意將保留盈餘增資，另一方面也可能需仰賴股本的發行，來支應資金的需求。綜合而言，本文的實證與理論上的預期大致符合。

* 作者為本校財管系副教授

壹、前　　言

上市與否是公司理財的重要決策，公司股票公開發行並上市交易對公司而言，增加了公司股票的流動性，投資人對流動性較高的股票所要求的期望報酬率較低，公司的資金成本因而較低，同時也能吸收更多的投資人，公司的資金會有較廣闊的來源。但是上市交易對公司也會帶來一些問題；隨著投資人的增加，所有權與經營權逐漸分離，公司的董監事等所謂內部人如何將公司經營狀況的消息傳送給投資大眾，以及投資人如何確保經營人是為其謀最大利益而經營，這些都形成影響上市公司融資行為的新因素。

公司主要資金來源包括內部盈餘、舉債、以及向外發行股票，資本結構是企業整體資金組合的表現，國內外對資本結構的探討甚多。在理論方面，由於內部人與外部人資訊的不對稱，Myers & Majluf(1984)提出所謂融資順位理論（Pecking Order Theory），認為當公司需要資金時，最喜歡保留盈餘等內部資金，其次為舉債資金，最後者為向外發行新股票。但是Jensen& Meckling(1976)提出由於經營權與所有權的分離，隨著企業資源被誤用可能性的增加，企業會減少閒置資源的保留，這也就是所謂的代理問題。對這些問題的有關實證文獻，都集中於負債比例的分析，事實上保留盈餘與已收資本都是一種累積量，與當期股利或發行新股的事件分析相比（註一），可能較能涵蓋企業整體資金使用的消息，同時保留盈餘與已收資本兩者性質不同，不應該將他們視為企業決定負債比例後的一種剩餘。除此之外，有關代理問題與資訊不對稱問題的研究也局限於上市上櫃公司，事實上，上市公司與未上市公司資本結構的比較，應該對這些問題提供另一項驗證。

基於上述的看法，本文對資本結構的衡量，採用四大被解釋變數：短期負債、長期負債、保留盈餘以及已收資本，重點則在後二者，然後再比較上市與未上市公司資本結構決定因素的不同，使代理問題與資訊不對稱問題能有更進一步的驗證，本研究其餘各節的結構為：第二節：資本結構的決定因素，從理論上探討資本結構的決定因素與預期的關係；第三

註一：換句話，股利或現金增資等為資金流量的研究，而保留盈餘或已收股本等為資金存量的研究。

上市與未上市公司融資組合決定因素之比較

節：實證資料與方法，交代資料來源與本研究所使用的實證方法；第四節：為實證結果，包括上市公司與未上市公司的結果；第五節：則試提出一結論。

貳、資本結構的決定因素

以往有關資本結構的理論與實證文獻，所提及影響資本結構的因素甚多，本節將主要的因素整理如下：

1. 獲利能力：

根據融資順位理論企業經理人最偏好內部資金，例如保留盈餘，而企業要有保留盈餘作為資金來源，先決條件是要有足夠的盈餘，因此獲利能力應與保留盈餘比例有正向的關係，與負債比例有負向關係；至於與已收股本的關係，由於稅法上為了防止以保留盈餘方式規避個人所得稅，都有最高保留盈餘為已收資本 $1/2$ 倍或一倍等限制，當超過限制時，企業的可能途徑之一為盈餘轉增資或現金增資等，因此較受此稅法限制的企業已收資本與獲利能力有正相關關係，否則根據融資順位理論，則應有負相關關係。

2. 營運風險性：

企業營運的風險往往與其行業性質有關，有些非為企業經理人所可控制，由於舉債會造成額外的財務風險，高營運風險的企業在考慮破產機率隨著舉債而增加時，會使用比低營運風險企業更低的舉債比例，因此營運風險會與負債比例有負相關，與股東權益有正相關。

3. 經營規模：

Warner(1977)Ang, Chua, and McConnell(1982)都提出證據，直接破產成本隨經營規模而遞減，同時大型企業也較能分散經營而減少營運風險，所以負債比例與經營規模為正向關係。根據融資順位理論，企業最喜歡以內部融資，亦即優先使用保留盈餘，由於該資金容易取得，又沒有發行成本；而在外部融資方面，企業相對喜歡使用負債融資，因為發行成

本較低，又不會引起控制權稀釋，企業規模大者又有前述的理由，對負債融資會有較大的偏好，據此，經營規模應與已收股本成反比。

4. 成長機會：

公司資產分為無形資產與有形資產，成長性的企業有較大資產屬於無形資產，因此其破產成本較高，所以成長機會較大的企業會減少負債比率，而保留盈餘屬於權益資金的一種，成長機會應與保留盈餘成正相關。但是成長型的企業有較大的資金需求，當保留盈餘不夠就需仰賴外部資金，而破產成本的較高，應使成長性企業需要較多的股本發行。

5. 資產抵押價值：

依據 Myers & Majluf(1984) 的理論，他們認為當企業內部人與外部人存在資訊不對稱問題時，使用具有確切市場價值的資產作抵押品，將可減少舉債時所發生的代理成本，因此資產抵押價值與負債比率應有正向關係。但是 Grossmen & Hart(1982) 由代理問題觀點提出不同看法，他認為經理人一般會消費超過最適水準的特權消費，隨著負債比例的提高，由於破產的威脅以及債權人監控的增強，經理人的特權消費會減少，企業具有較少實質抵押價值者，這類代理成本較高，因此會有較高的負債比例。

6. 非債稅盾：

DeAngelo & Masulis(1980) 提出非債稅盾，例如：折舊、投資扣抵等會替代舉債所帶來的稅盾，因此非債稅盾較多的企業會有較少的負債。

7. 股權集中度：

由於權益資金所有者與經營者分離，產生代理問題，這種問題隨著股權的分散而漸趨嚴重，Jensen & Meckling(1976) 認為代理問題使得企業減少閒置資金的保留，股權集中度因此與保留盈餘有正向關係，再從資訊不對稱的觀點而言，股權集中的企業，對於控制權的變化較敏感，當需要外部資金時，為避免削弱其對公司的控制，寧可使用負債方式融資，因

此，股權集中度與已收股本應有負向關係。

8. 獨特性：

Titman(1984) 提出，由於有些資產需要固定的維修，顧客會將公司清算時可能加諸於顧客的成本轉到供應商的身上，因此供應者只有在清算所獲得的利益大於這項成本時，才會採取清算的行動，資本結構成為供應商最適清算策略的策略表現，售後服務重要的產業因此會有較低的負債水準。Maksimovic & Titman(1991) 亦指出產品的品質可能影響企業的資本結構，產品品質較不易辨認的廠商，消費者會較重視商譽，該類產品的廠商為享受其商譽所帶來的成果，會有較低的舉債比例。

參、實證資料與方法

3.1 實證方法

無論從理論或實證上，以往的文獻都提出相當可能影響企業資金選擇的變數，而這些變數彼此之間又有相關性存，為了消除共線性的問題，並縮減變數的個數，本研究採用因素分析法。（註二）

因素分析法是為了分析許多可觀察變數間相關性而將其轉換為數個共同因素的統計方法。以數學式表示，因素分析法模式為：

$$X = FY + E$$

X : p*1 變數矩陣

Y : q*1 因素矩陣

註 二：研究資本結構的實證文獻有採用直接迴歸，因素分析以及 LISREL (Linear Structura Relation Model) 等方法者，但是誠如文中所提，變數彼此之間有相當相關性存在，採用直接迴歸並不適當，LISREL 方法則需要相當大的樣本數，否則不易得可信賴的正確答案。

E : p^*1 誤差矩陣

F : p^*q 因素負荷矩陣

p : 變數個數

q : 因素個數

在選取共同因素方面，本研究採用垂直旋轉（orthogonal rotation）方法，也就是將p個解釋變數轉為q個彼此間獨立的因素，再根據呈現的特質為這q個因素命名，以其因素分數（factor scores）再來作進一步的迴歸分析。

3.2 實證變數

本研究所採用的被解釋變數為

1. 保留盈餘／總資產：保留盈餘為法定盈餘公積加上特別盈餘公積、未分配盈餘、長期投資評價損失及外幣換算調整數的和。
2. 股本／總資產：股本為普通股股本、特別股股本、資本公積、預收股款及增資準備的和。
3. 短期負債／總資產：其中短期負債僅限於非自發性短期負債，包括公司的短期借款、應付商業本票及一年內到期之長期負債。選取非自發性負債的原因在於自發性負債會隨營業量而自然變動，不牽涉公司融資金組合的選擇，故將自發性負債排除。
4. 長期負債／總資產：長期負債包括所有到期日長於一年的負債。

上述這四個解釋變數為78年至80年的平均。

在解釋變數方面，本研究共選取了14個變數（註三），列示如下：

1. 營業利益／營業收入（ OI/S ），
2. 營業利益／總資產（ OI/TA ），

這二個變數在衡量企業獲利能力，本研究採用營業利益而不採用淨利的原因，在於淨利會受融資決策影響而改變，而使解釋變數與被解釋變數產生互為因果的互動關係，並不適當。

註 三：本研究變數定義主要參考 Titman & Wessels(1988)。

上市與未上市公司融資組合決定因素之比較

3. (營業利益／營業收入)的變異數 (σ^2 of OI / S) ,

此一變數在衡量企業的風險性，資料取自 77 年至 81 年。

4. log 總資產 (InTA) ,

5. log 總銷售額 (InS) ,

6. 營業費用／營業收入 (SE / S) ,

此三變數在衡量企業的規模，而變數 6 在 Timan(1988) 的實證研究中，亦被使用作特殊性解釋變數之一。由於越賺錢的企業，規模一般會變更大，為避免造成規模與被解釋變數的假象關係，資產與銷售資料取自 76 年及 77 年，變數 6 則取與被解釋變數相同時期資料。

7. 營業收入成長率 (SGrow) ,

8. 資產總額成長率 (TAGrow) ,

9. 資本支出／總資產 (CE / TA) ,

此三變數都在衡量企業的成長性，資料取自 80 年及 81 年，目的在用實現成長率來的資料來代表預期的成長率。

10. 存資加固定資產／總資產 (IGP / TA) ,

此一變數在衡量資產的抵押價值，取樣時間同於被解釋變數。

11. 折舊加攤提／總資產 (DEP / TA) ,

12. 非債稅盾／總資產 (NDT / TA) ,

此二變數都在衡量有關的非負債性稅盾。非債稅盾為一估計值，目的在估計投資扣抵等，其估計公式為：

非債稅盾 = 稅前淨利 - 所得稅費用 / 0.25 (式中 25 % 為公司所得稅的稅率)

折舊與攤提資料取自 76 年及 77 年，原因在於通常產生大量折舊的企業都為有資本支出的企業，也就是獲利狀況不錯的企業，為避免非負債性稅盾透過獲利力，而與被解釋變數產生假象關係，本研究亦採用較早期資料。

13. 內部人持股比率 (Hold Ratio) ,

14. 每位股東持股數 (Avstock) ,

公司的董監事等，內部人士之持股比率乃將董監事持股比率加總而得，股東持股數則為以各公司年底已發行股數除以本國自然人股東人數而得（註四）。這兩變數目的都在衡量股權集中度，資料時間同於被解釋變數。

四、實證結果

4.1 上市公司

本小節以台灣股票上市及上櫃公司為研究樣本。資料來源除自然人股東人數取自財政部出版的“證券統計要覽”外，其它各項財務資料及內部人（insider）持股比率皆取自台灣經濟新報社之資料庫。由於金融業資本結構與一般產業迥異，將其剔除，同時也將資料不完整者去除後，自民國 76 年到 81 年間，共得 178 家。

4.1.1 因素分析

首先以主成份因素分析法（principal component method）計算因素負荷矩陣，以特徵值（eigenvalue）大於 1 為選取因素的標準，共選出了六個因素。由於所得的因素負荷矩陣，無法明顯看出各因素與各變數間的關係，再利用最大變異轉軸法（Varimax rotation method）加以轉軸，得到轉軸後的因素負荷矩陣列於表一。

由因素負荷矩陣可知，因素 1 與 LnS，LnTA，SE/S 三變數有高相關，將其命名為「規模」因素；因素 2 與 OI/S，OI/TA 兩變數有高相關，將其命名為「獲利力」因素；因素 3 與 TA 成長率，S 成長率兩變數有高相關，將其命名為「成長性」因素；因素 4 與 CE/TA，DEP/TA，IGP/TA 三變數有高相關，將其命為「資產抵押價值」因素；因素 5 與 NDT/TA，OI/S 的變異數兩變數有高相關，將其命為「風險性」因素（註五）；因素 6 與持股比率，平均持股數二變數有高相關，將其命名為「股權集中度」因素。

註 四：法人股東以一位自然人股東計算之。

註 五：NDT/TA 以及 σ^2 of OI/S 的高度同質是較奇異的結果，可能的解釋為當有較大量的投資抵減存在時，顯示企業新近有大規模的投資，營運槓桿因此增加。

上市與未上市公司融資組合決定因素之比較

表一 因素負荷矩陣

| | 因素 1 規模 | 因素 2 獲利力 | 因素 3 成長性 | 因素 4 資產抵押價值 | 因素 5 風險性 | 因素 6 股權集中度 |
|--------------------|------------|-------------|-------------|----------------|-------------|---------------|
| lnS | 0.92509 | 0.13568 | -0.14837 | 0.00583 | -0.10943 | 0.02333 |
| LnTA | 0.86102 | 0.09999 | -0.16031 | -0.06751 | -0.04535 | 0.10172 |
| SE/S | -0.66538 | 0.28424 | -0.00316 | -0.19086 | -0.13615 | -0.05497 |
| OI/S | 0.03703 | 0.89879 | 0.00303 | 0.14757 | -0.13891 | 0.12129 |
| OI/TA | 0.00178 | 0.85533 | 0.27572 | 0.13896 | 0.11178 | 0.11644 |
| TAGrow | -0.08931 | 0.19616 | 0.85485 | 0.18729 | 0.03320 | -0.02175 |
| SGrow | -0.19200 | 0.03304 | 0.70137 | -0.19897 | -0.21968 | 0.08189 |
| CE/TA | -0.01198 | 0.12523 | 0.43090 | 0.71295 | -0.02189 | 0.00737 |
| DEP/TA | 0.19401 | 0.16025 | -0.20416 | 0.67179 | 0.15730 | -0.07092 |
| IGP/TA | -0.21543 | 0.07583 | -0.05806 | 0.57469 | -0.48108 | 0.21278 |
| NDT/TA | 0.10547 | -0.06898 | 0.00820 | 0.00507 | 0.81061 | 0.05204 |
| σ^2 of OI/S | -0.26547 | 0.05752 | -0.20648 | 0.05147 | 0.64545 | 0.06231 |
| Hold Ratio | -0.07240 | 0.07919 | 0.01139 | 0.08975 | 0.07498 | 0.85903 |
| Avstock | 0.38234 | 0.15626 | 0.05209 | -0.10479 | -0.01252 | 0.71887 |

4.1.2 迴歸分析

隨後，對短期負債、長期負債、保留盈餘，已收股本為應變數，以因素分析法所得的六個因素，用其因素分數進行逐步（Stepwise）的迴歸分析，以 0.05 顯著水準，決定各自變數是否加入各模型。結果列於表二。

由實證結果顯示，保留盈餘受企業獲利力的影響最大，獲利愈高，保留的盈餘愈多，這與理論是相符合的。其次為風險性，企業營運利潤波動性愈大，保留盈餘愈多，這也與理論相符合。該項因素尚包括非債稅盾，非債稅盾與保留盈餘正相關，這說明投資扣抵等減稅措施，造成企業稅後利潤的增加，導致保留盈餘的升高。保留盈餘也與規模成正相關，這點可由融資順位理論來說明，一般認為規模愈大的企業可有較廣的資金籌措途徑，融資順位理論預期保留盈餘為第一選擇，增資股本發行為最後選擇，本研究的實證結果正符合該理論的說法。保留盈餘也與股權集中度成正相關，從代理理論觀點而言，愈有代理問題的企業，愈不願保留盈餘在企業，以避免資金被經理人濫用，因此本研究的實證結果也與此論點相符合。

最後，成長性與保留盈餘成正相關，依據 Myers 的論點，成長性企業的資產具有相當的無形資產，因此破產成本較高，傾向使用權益資金；不過也有論點，認為成長性應與保留盈餘成負相關，因為高成長的企業需要較多的資金，保留盈餘很可能不敷需求，需向外籌措大量資金，本實證的發現則符合 Myeres 論點。

表二 迴歸結果

| | 短期負債 | 長期負債 | 已收股本 | 保留盈餘 |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|
| 規模 | 0.179 (0.032) | — | -0.295 (0.087) | 0.215 (0.046) |
| 獲利力 | -0.272 (0.074) | -0.223 (0.050) | -0.191 (0.037) | 0.560 (0.314) |
| 成長性 | — | — | -0.256 (0.065) | 0.124 (0.015) |
| 資產抵押價值 | -0.158 (0.025) | — | — | — |
| 風險性 | -0.257 (0.066) | -0.170 (0.029) | 0.146 (0.021) | 0.351 (0.123) |
| 股權集中度 | -0.142 (0.020) | — | -0.201 (0.041) | 0.202 (0.041) |
| R ² | 21.76% | 7.86% | 25.08% | 53.89% |

*括弧內數字為偏相關 (partial R²)

已收股本與獲利力成負相關，而獲利力卻與保留盈餘正相關，這種結果符合融資順位理論。又已收股本與風險性正相關，這也與理論相符合，因為風險愈大的企業愈不能承擔舉債所帶來的財務風險。本研究的實證結果也顯示股權集中度的企業也愈不願增資發行，以免造成稀釋股權；此外，成長性、企業規模與已收資本都成負相關，這結果也是上述的融資順位理論的表現。

4.2 未上市公司

未上市公司資料取自財稅資料中心之報稅金額最高的前五千家（註六），在剔除資料不

註 六：報稅資料與上市上櫃會計師簽證資料必然由於適用規則的不同而有所差異，但是會計資料所衡量的企業特性，在上市與非上市之各組間仍有其一致性。

上市與未上市公司融資組合決定因素之比較

足及明顯錯誤後，未上市公司共得 1,222 家。本部份實證的方法以及各變數定義與運算都相同，除了下列數項的改變：

1. 由於股東人數以及持股比率等資料無法取得，本部份研究即未包括這二變數。
2. 該中心資料提供投資抵減等非債稅盾及研究發展費用等資料，本節研究即不再使非債稅盾的估計值以及營業費用此二變數。

4.2.1 因素分析

依據上節所述因素分析法，以最大變異數轉軸法轉軸後，所得因素負荷矩陣列於表三。由因素負荷矩陣可知，因素 1 與 OI/TA，OI/S 兩變數有高相關，將其命名為「獲利力」因素；因素 2 與 LnTA，LnS 兩變數有高相關，將其命名為「規模」因素；因素 3 與 TAGrow，CE/TA 兩變數有高相關，將其命名為「成長性」因素，因素 4 與 IGP/TA，NDT/TA 有高相關，將其命名為「資產抵押價值」因素，因素 5 與 σ^2 of OI/S，R&D/S 有高相關，將其命名為「風險性」因素，因素 6 與 Dep/TA 有高相關，將其命名為「非債稅盾」因素。

表三 因素負荷矩陣

| | 因素 1 獲利力 | 因素 2 規模 | 因素 3 成長性 | 因素 4 資產抵押價值 | 因素 5 風險性 | 因素 6 非債稅盾 |
|--------------------|-------------|------------|-------------|----------------|-------------|--------------|
| OI/TA | 0.846 | 0.100 | 0.002 | 0.056 | 0.043 | 0.069 |
| OI/S | 0.844 | 0.157 | -0.001 | 0.104 | -0.023 | 0.081 |
| lnTA | 0.109 | 0.938 | -0.040 | 0.058 | 0.072 | -0.001 |
| lnS | 0.143 | 0.905 | -0.137 | -0.012 | -0.113 | -0.081 |
| TAGrow | -0.122 | -0.142 | 0.812 | -0.020 | 0.013 | 0.140 |
| GE/TA | 0.117 | -0.030 | 0.800 | 0.015 | -0.069 | -0.134 |
| IGP/TA | -0.026 | 0.074 | 0.080 | 0.800 | -0.002 | 0.127 |
| NDT/TA | 0.163 | -0.033 | -0.084 | 0.697 | -0.025 | -0.173 |
| σ^2 of OI/S | -0.127 | -0.184 | -0.084 | -0.004 | 0.776 | 0.081 |
| R&D/S | 0.369 | 0.181 | 0.046 | -0.030 | 0.568 | -0.225 |
| DEP/TA | 0.265 | -0.114 | -0.195 | -0.046 | -0.125 | 0.786 |
| SGrpw | -0.360 | 0.086 | 0.301 | 0.010 | 0.296 | 0.497 |

4.2.2 迴歸分析

再以這六個因素為自變數，對短期負債、長期負債、保留盈餘、已收股本進行逐步迴歸分析，以 0.1 顯著水準，決定各自變數是否加入各模型。結果列於表四。

表四 迴歸結果

| | 短期負債 | 長期負債 | 已收股本 | 保留盈餘 |
|----------------|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| 獲利力 | -0.372 (0.138) | 0.066 (0.004) | 0.156 (0.024) | 0.445 (0.197) |
| 規模 | — | 0.186 (0.035) | -0.165 (0.027) | 0.178 (0.032) |
| 成長性 | — | — | — | -0.111 (0.012) |
| 資產抵押價值 | — | 0.237 (0.056) | -0.080 (0.006) | — |
| 風險性 | -0.116 (0.014) | — | 0.116 (0.014) | — |
| 非債稅盾 | — | — | — | — |
| R ² | 15.17% | 9.52% | 7.14% | 24.13% |

* 括弧內數字為偏相關 (partial R²)

由於實證結果顯示，獲利力依舊是決定保留盈餘的最重要因素，保留盈餘隨著獲利力而增加，這結果與上市公司結果相同。但是不同的是已收股本也隨著獲利力而增加，差別的原因應該是由於本部份研究對象是未上市公司，較不會有代理問題或資訊不對稱問題，融資順位問題較不易發生，已收資本因而隨著盈餘而增加。

經營規模對保留盈餘有正面影響，對已收股本有負面影響，這結果與上市公司相同。資產抵押價值在上市公司的實證結果中對保留盈餘及已收股本都無明顯影響，但是在本節的實證結果中，其對已收股本有負向影響，我們可瞭解由於未上市公司的信用一般都不及上市的公司，籌措資金時，較需仰賴抵押品，有較高的實質資產，就可借較多的銀行貸款，因此已收股本即相對減少。風險性對已收股本的影響為正向的，這也與上市公司的實證結果相符合。成長性對保留盈餘的影響是負向的，這與上市公司的實證結果相反，理由是未上市公司資金來源並不如上市公司廣闊，成長的企業，需求較多的資金，保留盈餘可能不敷所需，而需仰賴其他來源，使保留盈餘相對減少。

五、結論

本文利用資本結構中的保留盈餘與已收股本決定因素的分析，比較上市與未上市公司融資行為的差異。實證結果顯示，資產抵押價值對上市公司只影響短期負債比例，但對未上市公司分別與長期負債正相關，與已收股本負相關；而成長性與上市公司的保留盈餘比例成正相關，與上市公司保留盈餘成負相關；另一方面，獲利力與上市公司已收股本負相關，但獲利力與未上市公司已收股本則正相關。這些實證結果，或可使我們推論，由於上市公司有較廣闊的資金來源，為因應成長時的資金需求，較不需仰賴股本的發行，未上市公司一則可能由於股權的集中，無代理問題，較願意將保留盈餘增資，另一方面也可能需仰賴股本的發行，來支應資金的需求。

保留盈餘與已收股本一直為資本結構分析中被忽視的兩個變數，本文針對此二變數來比較上市與未上市公司的融資行為，發現該二變數對資訊不對稱與融資順位理論也有相當佐證功能，在未來的資本結構理論的實證探討中，實在不應再將此二者視為研討負債比例後的剩餘。

參考文獻

一、中文部份：

1. 石孟國（民國 80 年）「主要影響資本結構的因素—台灣地區股票上市公司的實證」，交通大學管理科學研究所，未出版碩士論文。
2. 朱博湧、吳壽山、邱淑芳（民國 81 年），「資本結構決定因素—台灣實證探討」，管理科學學報，第九卷第二期，頁 159-178。
3. 黃英陶（民國 77 年），「代理問題對公司資本結構之研究」，成功大學工業管理研究所，未出版碩士論文。

二、英文部份：

1. Ang, James S., Jess H. Chua, and John J. McConnell, 1981, The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy, *Journal of Finance*, 37, pp. 219-226.
2. Bradley, M. G. Jarrell, and E. Han Kim, 1984, On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence, *Journal of Finance*, 39, pp. 857-878.
3. Brennan, M. and A. Kraus, 1987, Efficient financing under asymmetric information, *Journal of Finance*, 42, pp. 1225-1243.
4. Castanias, R., 1983, Bankruptcy risk and optimal capital structure, *Journal of Finance*, 38, pp. 1617-1635.
5. Chatterjee, S. and J. H. Scott, Jr., 1989, Explaining differences in corporate capital structure: theory and evidence, *Journal of Banking and Finance*, 13, pp. 283-309.
6. DeAngelo, H. and R. W. Masulis, 1983, Optimal capital structure under corporate and personal taxation, *Journal of Financial Economics*, 8, pp. 3-29.
7. Diamond, D. W., 1989, Reputation acquisition in debt markets, *Journal of Political Economy*, 97, pp. 828-862.
8. Friend, I. and L. Lang, 1988, An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure, *Journal of Finance*, 43, pp. 271-281.
9. Grossman, S. and O. Hart, Corporate Financial structure and managerial incentives, in J. McCall (ed.), *The Economics of Information and Uncertainty*, Chicago: University of Chicago Press, 1982.
10. Harris, M. and A. Raviv, 1991, The theory of capital structure, *Journal of Finance*, 46:1, pp. 197-355.
11. Jensen, M.C. and W.H. Meckling, 1976, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-355.
12. Kale, J. r., T. H. Noe, and G.G Ramirez, 1991, The effect of business risk on corporate capital structure: Theory and evidence, *Journal of Finance*, 46, pp. 1693-1715.
13. Kester, W. C., 1986, Capital and ownership structure: A comparison of United States and Japanese manufacturing corporations, *Financial Management*, pp. 5-15.
14. Kim, W. S., E. H. Sorensen, 1986, Evidence on the impact of the agency costs of debt in corporate debt policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, pp. 131-144.
15. Leland, H. and D. Pyle, 1977, Information Asymmetries, financial structure, and financial intermediation, *Journal of Finance*, 32, pp. 371-388.
16. Maksimovic, V. and S. Titman, 1991, Financial policy and a firm's reputation for product quality, *Review of Financial Studies*, 4, pp. 135-154.

上市與未上市公司融資組合決定因素之比較

17. Marsh, P., (1982), The choice between equity and debt: An empirical study, *Journal of Finance*, 37, pp. 121-144.
18. Marsh, P., 1982, The choice between equity and debt: an empirical study, *Journal of Finance*, 37, pp. 121-144.
19. Miller, M. H., 1988, The Modigliani-Miller propositions after thirty years, *Journal of Economic Perspectives*, 2, pp. 99-120.
20. Modigliani, F., 1988, MM-past, present, and future, *Journal of Economic Perspectives*, 2, pp. 149-158.
21. Modigliani, F. and M. H. Miller, 1958, The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment, *American Economic Review*, 48, pp. 261-297.
22. Myers, S. C., 1984, The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, 39, pp. 575-592.
23. Myers, S. C. and N. S. Majluf, 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.
24. Noe, T., 1988, Capital structure and signaling game equilibria, *Review of Financial Studies*, 1, pp. 331-356.
25. Ross, S. 1977, The determinanition of financial structure: the incentive signalling approach, *Bell Journal of Economics*, 8, pp. 127-134.
26. Stiglitz, J. E., 1988, Why financial structure matters, *Journal of Economic Perspectives*, 2, pp. 121-126.
27. Stulz, R.. 1990, Managerial discretion and optimal financing policies, *Journal of Financial Economics*, 26, pp. 3-27.
28. Titman, S., 1984, The effect of capital structure on a firm's liquidation decision, *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 137-151.
29. Titman, S. & R. Wessels, 1988, The determinanition of capital structure choice, *Journal of Finance*, 43, pp. 1-19.
30. Warner, Jerold B., 1977, Bankruptcy costs: some evidence, *Journal of Finance*, 32, pp. 337-347.