

# 國立交通大學

管理學院碩士在職專班財務金融組

## 碩士論文

私募宣告之股東財富效果

- 以上市公司為例

Effects of Shareholders' Wealth on

Private Placement Announcement -

Evidence from Listed Companies in Taiwan

研究生：郭夙玲

指導教授：王克陸

中華民國九十八年三月

# 私募宣告之股東財富效果-以上市公司為例

學生：郭夙玲

指導教授：王克陸

國立交通大學管理學院碩士在職專班財務金融組

## 中文摘要

以往私募股權國內研究論文樣本期間涵蓋政府開放私募初期，法令尚未完善可能造成私募宣告效果偏差；且樣本未排除同時宣告減資樣本，可能影響研究結果。本研究收集了自 2005 年 10 月金管會修訂私募相關法規後，至 2008 年 12 月底宣告辦理私募普通股之上市公司股票作為研究樣本，採用事件研究法之市場模型檢驗私募宣告對股東財富之影響。研究結果發現：

### 一、私募股權短期宣告效果方面：

事件日宣告前 10 日至宣告後 10 日累積平均異常報酬，及宣告次一日之累積平均異常報酬率亦為正值，且達顯著水準，顯示私募事件訊息具資訊內涵，對股東財富具正面影響。

本研究同時以 2005 年 10 月修訂資訊揭露規定之時間點前後比較，法令修訂前之私募案件短期累積平均異常報酬高於法令修訂後樣本。可見內部人於訊息公布前並未因此而獲得超額報酬，故主管機關強化價格揭露保護一般投資人，確有達到市場交易公平性。

### 二、私募股權長期宣告效果方面：

以私募宣告日後 120 日之累積平均異常報酬衡量私募公司長期股價績效發現，法令修訂前之私募案件長期累積平均異常報酬高於法令修訂後樣本。2005 年 10 月以前私募宣告公司長期股價績效為正值但 2005 年 10 月以後私募宣告公司長期股價績效為負值，推測市場投資人對於私募股權公司營運績效改善有過度樂觀之情形。

### 三、影響私募短期宣告效果之因素方面：

迴歸分析發現，參與該次私募應募人取得之董監席次越多，累積平均異常報酬越高，且達顯著水準，支持監督假說 (Monitoring Hypothesis)。而私募公司曾出現財務危機，累積平均異常報酬率為正向變動，且達顯著水準，支持保證假說 (Certification Hypothesis)。另，實證結果發現私募內部人應募比例與累積平均異常報酬相關性並不顯著，無法支持利益掠奪假說 (Entrenchment Hypothesis)。

關鍵字：私募宣告、股東財富效果、異常報酬

# Effects of Shareholders' Wealth on Private Placement Announcement - Evidence from Listed Companies in Taiwan

Student: Su-ling Kuo

Advisor: Dr. Kehluh Wang

College of Management  
National Chiao Tung University  
in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master in Finance

## Abstract

Since previous studies on private placement announcement covered the samples before new regulations which the Financial Supervisory Commission (FSC) announced in Oct. 2005, their results might be biased due to incomplete regulations. Some of these studies did not exclude samples that relate capital reduction announcements at the same time. This study examines the announcement samples of private equity placement, which was chosen from Oct. 2005 to the end of 2008. This study adopts the event study methodology using market model to examine the effect of private placement announcement on shareholders' wealth. Results show that:

1. The short-run effects of private equity placement:  
The cumulative average abnormal return (CAAR) of private placement announcement and the announcement on the first day after announcement are both significantly positive. It shows placement can bring positive gains for shareholders. The CAAR of private placement announcement after announcement date is higher than that before announcement date. It shows the insiders can not obtain abnormal return before the private placement announcement.
2. The long-run effects of private equity placement:  
Using CAAR to measure long-run stock performance shows the CAAR before September 2005 is higher than that after October 2005. The CAAR before September 2005 is significant positive; however the CAAR after October 2005 is significant negative. It implicates the investors might be overoptimistic about the effect of private placement.
3. The impact of private placement on the short-run effects of factors announcement:  
Using multivariate regression, the higher CAAR would be obtained if the ratio of board of directors is higher. The ratio meets the significance level and supports the monitoring hypothesis. The firms have financial crisis, and thus the CAAR is higher. The financial crisis factor also meets the significance level and supports the certification hypothesis. The empirical finding shows the ratio of insider holdings of private placement is not significant and can not support entrenchment hypothesis.

Keywords: Private placement announcement; Shareholders' wealth effect; Abnormal return.

## 誌謝

進入在職專班近一千個日子以來，感謝交大財金所給了我豐富的財金專業知識，對於工作上助益良多。同學俐榕、志豪、嘉興、珮慈及清霽等在課業上的討論與工作經驗分享，彷彿又回到令人懷念的學生時代。

在撰寫論文過程中，感謝指導教授王克陸老師給了許多寶貴意見，以及口試委員張寶塔老師、彭雅惠老師及王淑芬老師的指教，讓論文內容更為紮實與完善。同時，也感謝鍾惠民所長在研究方法課程上的指導，以及齊孝慈及戴慈在實證過程中的相互切磋。還有美國好友紹鵬對於英文摘要部分的指導。

最後，要將此份論文獻給我最親愛的家人。雖然在求學過程中曾遇到挫折，但仍在而立之年完成了年輕時的遺憾。有你們在背後支持與督促，讓我順利地完成學業，為人生下一個目標邁進。再一次對曾經陪伴我、幫助我的人，獻上內心最誠摯的感謝。



郭夙玲 謹誌  
2009 年春

# 目錄

	頁次
中文摘要 .....	i
英文摘要 .....	ii
誌謝 .....	iii
目錄 .....	iv
表目錄 .....	v
圖目錄 .....	vi
一、 緒論 .....	1
1.1 研究動機 .....	1
1.2 研究目的 .....	2
1.3 論文架構 .....	3
二、 文獻回顧 .....	4
2.1 我國私募制度介紹 .....	4
2.2 私募股權短期異常報酬之檢驗與影響因素 .....	10
2.3 私募股權長期宣告效果 .....	13
三、 研究方法 .....	15
3.1 研究假說與研究設計 .....	15
3.2 事件研究法 .....	16
3.3 迴歸分析與變數定義 .....	19
3.4 樣本選取與資料來源 .....	20
四、 實證結果與分析 .....	22
4.1 敘述統計分析 .....	22
4.2 私募股權長短期累積平均異常報酬檢驗 .....	23
4.3 影響短期宣告效果之迴歸分析 .....	28
五、 結論與建議 .....	31
5.1 研究結論 .....	31
5.2 研究建議 .....	32
參考文獻 .....	33
附錄 .....	35

## 表目錄

表 1：國內外私募股權之短期異常報酬實證研究結果.....	11
表 2：私募公司類別統計.....	22
表 3：樣本敘述統計.....	23
表 4：次數統計.....	23
表 5：2005 年 10 月後私募宣告樣本之 AAR 及 CAAR 檢定結果.....	24
表 6：2005 年 10 月前私募宣告樣本之 AAR 及 CAAR 檢定結果.....	26
表 7：2005 年 10 月後私募宣告樣本之 AAR 及 CAAR 檢定結果.....	26
表 8：事件日前後累積平均異常報酬率.....	27
表 9：私募宣告短期累積異常報酬(CAAR[-10,+10])迴歸分析.....	29
表 10：Pearson 相關係數分析.....	29



## 圖目錄

圖 1:研究架構圖 .....	3
圖 2:事件期累積平均異常報酬(CAAR[-10,+10]).....	24
圖 3:法令修訂前後私募宣告公司之事件期累積平均異常報酬(CAAR[-7,+12])...25	
圖 4:長期累積平均異常報酬(CAAR[-7,+120])-法令修訂前後比較.....	28



# 一、緒論

## 1.1 研究動機

全球在 2000 年歷經網路泡沫，整體經濟環境不佳，而我國企業普遍面臨股價偏低、銀行緊縮銀根等窘境。在當時尚未訂定私募制度前，公司僅能以公開募集方式發行有價證券。為解決企業募資問題，我國參照美、日等國立法，於 2001 年 11 月及 2002 年 2 月分別公布「公司法」及「證券交易法」私募制度相關法令規定，提供企業籌資管道新選擇。所謂「私募」(Private Placement)，依證券交易法第 43 條之 6 第 1 項規定，係指公開發行公司對特定人招募有價證券之行為，其特定人僅針對主管機關核准之法人機構或符合主管機關規定所定條件之自然人、法人、基金或公司及關係企業之董事、監察人及經理人招募有價證券，以直接洽商方式銷售證券以籌措資金。私募有價證券因其對象較少，發行公司較易與投資者溝通，可減少資訊不對稱問題。且因募集對象多為金融業或具有特殊財力或公司內部人士，相對於不特定的投資大眾，他們大多具有相當的分析及判斷能力，或具有一定資產規模以上、金融知識或經驗之人，足以評估投資之風險，應有自保能力。因此私募制度的優點如籌資時間短、彈性發行條件、免除承銷費用成本、易掌握應募對象及資金來源、不需大量揭露內部資訊等因素，都讓私募市場逐年成長。

我國引進私募制度後，依金管會私募案件統計，藉由私募方式籌資，是部分財務出現問題公司經常使用的方式；部分金融業以私募方式來提升資本適足率；部分關係企業還可藉私募進行資金調度，來規避公司法相關資金借貸限制。由此可知，私募雖有許多優點，但也因私募多採折價發行，一般股東權益遭稀釋及免除歸入權等缺點，為經營績效不彰或財務結構不佳的公司開了方便之門。部分企業不當利用私募制度特性，授權董事會或董事長訂定私募價格，致公司管理階層有調整私募參考價格空間，並安排關係人認購，進而衍生損害股東權益、內線交易或炒作股價等案件。例如 2004 年至 2006 年間發生力霸、嘉食化透過旗下亞太固網出售股條所募集的資金，拿來購買力霸集團私募公司債的掏空案件。兩家公司透過私募方式合計取得近三十億元的資金，其中力霸在 2006 年一年間就辦理了廿九次私募案，平均一個月至少兩次，其頻率之高在上市櫃公司中相當罕見。而 2005 年銳普電子辦理私募引進新金主團隊，藉由跨入生質柴油能源題材拉抬股價，卻爆出財務危機掏空公司一案。2007 年則發生展茂光電面臨財務危機下，引進過去因涉入精英電腦經營權紛爭的新任負責人，該員在僅持有 2 張股票下取得公司經營權，並欲以每股 0.129 元私募 30 億元，將原股本由 115 億元膨脹至 2,800 億元，嚴重稀釋原股東權益。雖然事後並未完成該次募資，但由上述案件可知，



在相對寬鬆的私募制度下，企業仍有不當利用私募制度，以不合理價格將股權售予特定應募人，對既有小股東股權稀釋及損害利益的情形。

回顧 2008 年受到金融海嘯衝擊，全球股市低迷不振，國內上市櫃股價明顯下滑。國內金管會公布，2008 年公開發行公司申報募資件數計有 211 件，較 2007 年 369 件減少 42.82%；但因有較大宗的募資案，募資金額由 2007 年 4,201.36 億元小幅成長 12.02% 至 2008 年 4,706.17 億元。然而過去募資多用來擴充廠房設備，2008 年募資目的則以償還債款為優先，其中 35% 企業為減輕財務壓力都以募資方式償還債務。在上市櫃公司私募有價證券方面，金額達 1,122.23 億元，較前一年度 2,343.28 億元減少 52%。以私募籌資金額佔資本市場籌資比為 19.25%，較前一年度 35.80% 減少 16.55%。比率的下降可能受美國次級房貸風暴及美國第四大投資銀行雷曼兄弟破產引發的金融海嘯所影響。

由於公司欲透過私募制度在市場上籌集資金的同時，也散佈許多有關公司的隱含資訊到市場上。對一般小股東相當關心的是這些資訊宣告後，公司股價是否會受到私募宣告影響？又，影響私募宣告效果因素與長期股東報酬是否有關連？國內私募案件經常伴隨減資，宣告效果與未辦理減資的私募公司有何不同？針對以往私募股權國內研究論文樣本期間涵蓋政府開放私募初期，法令尚未完善可能造成私募宣告效果偏差；且樣本未排除同時宣告減資樣本，可能影響研究結果。因此本研究收集了自 2005 年 10 月金管會修訂私募相關法規，要求辦理私募公司需於公開資訊觀測站揭露訂價及應募人等相關資訊後，至 2008 年 12 月底宣告辦理私募普通股之上市公司股票作為研究樣本，藉以探討管理制度修訂後，私募宣告對股東財富之影響。

## 1.2 研究目的

本研究與先前國內文獻不同之處在於以管理制度修訂前後進行比較，因此研究目的可歸納為以下二個重點：

1. 管理制度修訂後，私募宣告對股東財富短期及長期之影響。
2. 管理制度修訂後，影響私募短期宣告效果之因素。

### 1.3 論文架構

本研究依研究主題分為五個章節：

第一章：緒論。說明本研究之研究動機與目的、研究對象與範圍、論文架構及研究流程。

第二章：文獻回顧。說明我國私募制度及國內外文獻針對私募股權長短期宣告實證結果，以及私募股權異常報酬之影響因素。

第三章：研究方法。設立研究假說並說明採事件研究法與迴歸分析及其變數定義，並說明樣本選取方式與資料來源。

第四章：實證結果與分析。依據實證結果進行敘述統計分析。檢驗私募股權長短期累積平均異常報酬及影響短期宣告效果之迴歸分析。

第五章：結論與建議。提出研究結論及研究建議。

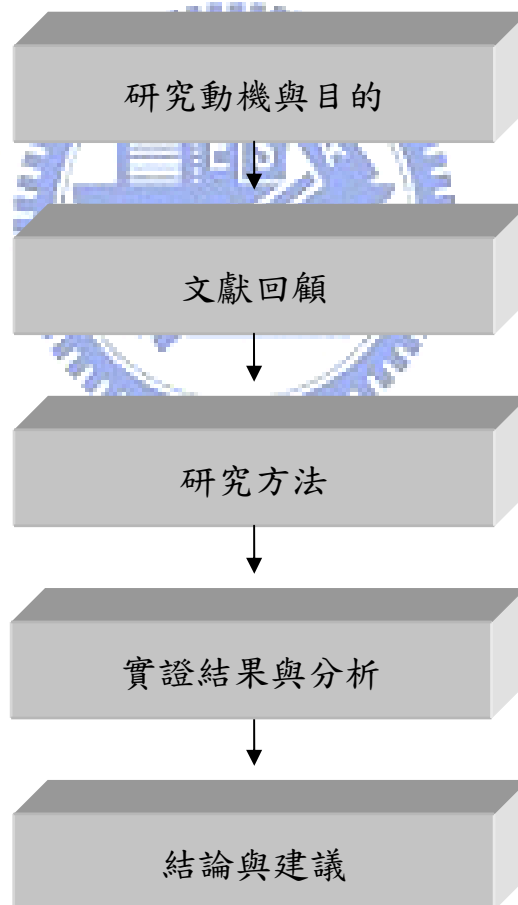


圖 1：研究架構圖

## 二、文獻回顧

### 2.1 我國私募制度介紹

自 2002 年 2 月公布證券交易法修正案引進私募制度，我國企業籌資方式正式邁入另一個新的里程碑。依據證券交易法第 7 條第 2 項規定：「本法所稱私募，謂已依本法發行股票之公司依第四十三條之六第一項及第二項規定，對特定人招募有價證券之行為。」。以下針對我國私募相關法令規定說明之。

#### 1. 私募有價證券種類<sup>1</sup>

公開發行公司得私募之國內有價證券包括股票（普通股、特別股、附認股權特別股）、公司債（普通公司債、轉換公司債、附認股權公司債）及員工認股權憑證；得私募之海外有價證券包括海外公司債、海外股票及參與私募海外存託憑證，並應事前取得中央銀行外匯局之同意函。

#### 2. 私募有價證券主體<sup>2</sup>

證券交易法規範得進行有價證券私募之主體為公開發行股票之公司，外國發行人在我國境內向特定人進行有價證券之私募，則無證券交易法第 43 條之 6 規定之適用，至於是否應受其他法律之規範，尚非金管會所轄；非公開發行股票之公司依經濟部意見，得依公司法第 248 條第 2 項規定為普通公司債（不含交換公司債）之私募。故本研究以下提及發行人之資格皆為公開發行公司。

#### 3. 私募有價證券對象<sup>3</sup>

私募之特定對象包括

(1)銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或組織。其中所稱其他經主管機關核准之法人或組織，為金融控股股份有限公司，且其參與認購私募有價證券應遵守金融控股公司法等有關投資及資金運用之規定。

---

<sup>1</sup> 法令依據：證券交易法第 43 條之 6 第 1 項及原財政部證期會 91 年 10 月 24 日台財證一字第 0910005390 號令。

<sup>2</sup> 法令依據：證券交易法第 43 條之 6 第 1 項、公司法第 248 條第 2 項、經濟部 91 年 6 月 13 日經商字第 0910212160 號函、93 年 11 月 3 日經商字第 09302177910 號函及原財政部證期會 91 年 6 月 24 日台財證 1 字第 0910129252 號函。

<sup>3</sup> 法令依據：證券交易法第 43 條之 6 第 1 項、原財政部證期會 91 年 6 月 13 日台財證一字第 0910003455 號令、原財政部證期會 92 年 10 月 3 日台財證一字第 0920144310 號函、原財政部證期會 92 年 11 月 4 日台財證一字第 0920150623 號令及證券投資信託基金管理辦法第 10 條及第 54 條。

(2)符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金。符合主管機關所定條件之自然人或法人係指：

A.公司財務業務有充分瞭解之國內外自然人，且於應募或受讓時符合下列情形之一者：

a.本人淨資產超過新臺幣 1 千萬元或本人與配偶淨資產合計超過新臺幣 1 千 5 百萬元。

b.最近兩年度，本人年度平均所得超過新臺幣 150 萬元，或本人與配偶之年度平均所得合計超過新臺幣 200 萬元。

B.最近期經會計師查核簽證之財務報表總資產超過新臺幣 5 千萬元之法人或基金，或依信託業法 簽訂信託契約之信託財產超過新臺幣 5 千萬元者。前開所稱淨資產指在中華民國境內外之資產市價減負債後之金額；所得指依我國所得稅法申報或經核定之綜合所得總額，加計其他可具體提出之國內外所得金額。至於證券交易法第 43 條之 6 第 1 項第 2 款所稱基金，係指「最近期經會計師查核簽證之財務報表總資產超過新臺幣 5 千萬元之法人或基金，或依信託業法簽訂信託契約之信託財產超過新臺幣 5 千萬元者」。至於證券投資信託基金，如屬公募基金者依「證券投資信託基金管理辦法」第 10 條第 1 項第 1 款規定，尚不得投資於私募有價證券；如屬私募基金者依同管理辦法第 54 條規定並未予以限制。而「員工福利信託」、「員工持股信託」或「員工福儲信託」，若單一信託契約依信託業法第 21 條規定，評估其最近一次之信託財產淨值超過新臺幣 5 千萬元，並依同法第 19 條規定，於信託契約明確載明信託財產管理及運用方法得認購私募有價證券，且自認購私募有價證券交付日起，其信託契約存續期間超過 3 年者，即符合原財政部證期會 91 年 6 月 13 日台財證一字第 0910003455 號令所載「依信託業法簽訂信託契約之信託財產超過新臺幣 5 千萬元者」，可為私募有價證券之應募人。

(3)該公司或其關係企業之董事、監察人及經理人。其中所稱董事及監察人，包括法人董事及監察人依公司法第 27 條指定之自然人代表人；所稱經理人，其適用範圍同原財政部證期會 92 年 3 月 27 日台財證三字第 0920001301 號函之規範，包括：

A.總經理及相當等級者。

B.副總經理及相當等級者。

C.協理及相當等級者。

D.財務部門主管。

E.會計部門主管。

F.其他有為公司管理事務及簽名權利之人。

另外，對於境外華僑及外國人如欲參與有價證券之私募，則應檢視該外國公司

是否係依我國公司法第 371 條經我國政府認許且在我境內設立銀行、票券、信託、保險、證券分公司者，該分公司可視為符合證券交易法第 43 條之 6 第 1 項第 1 款規定之資格；否則應檢視其是否符合證券交易法第 43 條之 6 第 1 項第 2 款及原財政部證期會 92 年 11 月 4 日台財證一字第 0920150623 號令規定之資格，所定義之自然人、法人或基金。

#### 4. 應募人人數<sup>4</sup>

除證券交易法第 43 條之 6 第 1 項第 1 款之銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或組織外，應募人總數不得超過 35 人。至若公司係經董事會或股東會決議 1 年內分次私募者，前述應募人總數限制，係按各分次個別計算。

#### 5. 採非公開招募方式<sup>5</sup>

證券交易法第 43 條之 7 第 1 項規定「有價證券之私募及再行賣出，不得為一般性廣告或公開勸誘之行為。」所稱一般性廣告或公開勸誘之行為，係指以公告、廣告、廣播、電傳視訊、網際網路、信函、電話、拜訪、詢問、發表會、說明會或其他方式向證券交易法第 43 條之 6 第 1 項以外之非特定人為要約或勸誘之行為。

#### 6. 私募有價證券決議程序<sup>6</sup>

公開發行股票之公司私募有價證券，除普通公司債之私募，得於董事會決議後辦理，無須經由股東會決議外，須有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意，始得對特定對象進行有價證券之私募。另應在股東會召集事由中列舉並說明下列事項，並不得以臨時動議提出：

(1)價格訂定之依據及合理性。

(2)特定人選擇之方式；其已洽定應募人者，並說明應募人與公司之關係。

(3)辦理私募之必要理由。

除普通公司債之私募得於董事會決議之日起 1 年內分次辦理外，其餘私募有價證券已於該次股東會議案中列舉及說明分次私募相關事項者，得於該股東會決議之日起 1 年內，分次辦理，次數尚無限制，惟頻率不宜過高。

#### 7. 私募有價證券之資訊（價格）揭露<sup>7</sup>

<sup>4</sup> 法令依據：證券交易法第 22 條及第 43 條之 6 第 2 項。

<sup>5</sup> 法令依據：證券交易法施行細則第 8 條之 1。

<sup>6</sup> 法令依據：證券交易法第 43 條之 6 第 1 項、第 3 項及第 6 項。

<sup>7</sup> 法令依據：證券交易法第 43 條之 6 第 6 項、公司法第 140 條、原財政部證期會 91 年 8 月 29 日台財證 1 字第 0910004541 號令、財政部金管會 94 年 10 月 11 日金管證一字第 0940004469 號令頒布公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項。



(1) 私募有價證券無須委託證券商辦理承銷，故不適用現行中華民國證券商業同業公會「承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」及「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」等相關規定。惟應於股東會召集事由載明私募價格、轉換或認購價格不得低於參考價格之成數、暫定私募價格、轉換或認購價格、訂價方式之依據及合理性，提公司股東會並經代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意。如私募價格、轉換或認購價格與參考價格差異達 20% 以上者，應洽獨立專家表示意見，並公開差異合理性及專家意見。

(2) 私募公司對於私募價格及相關私募條件之訂定應注意全體股東權益之確保，不宜與公司市價或淨值偏離過多，如有損及股東權益之情事，公司及負責人應負相關賠償責任。然而股票公開發行之公司，仍得依公司法第 140 條但書及證券交易法第 43 條之 6 規定以低於票面金額私募股票。

#### 8. 私募有價證券之流通轉讓<sup>8</sup>

有價證券私募之應募人及購買人除有下列情形外，不得再行賣出：

(1) 第 43 條之 6 第 1 項第 1 款之人持有私募有價證券，該私募有價證券無同種類之有價證券於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣，而轉讓予具相同資格者。有關同種類之有價證券，係指權利義務相同之有價證券，如普通股等；有關具相同資格者，係指證券交易法第 43 條之 6 第 1 項第 1 款之人。

(2) 自該私募有價證券交付日起滿 1 年以上，且自交付日起第 3 年期間內，依主管機關所定持有期間及交易數量之限制，轉讓予符合第 43 條之 6 第 1 項第 1 款及第 2 款之人。此處所謂「依主管機關所定持有期間及交易數量之限制」，指符合下列條件者：

A. 該私募有價證券為普通股者，本次擬轉讓之私募普通股數量加計其最近 3 個月內私募普通股轉讓之數量，不得超過下列數量較高者：

a. 轉讓時該私募普通股公司依證券交易法第 36 條第 1 項公告申報之最近期財務報表顯示流通在外普通股股數之 0.5%。

b. 依轉讓日前 20 個營業日該私募普通股公司於臺灣證券交易所或證券商營業處所買賣普通股交易量計算之平均每日交易量之 50%。

B. 私募有價證券為特別股、公司債或附認股權特別股者，本次擬轉讓之私募有價證券加計其最近 3 個月內已轉讓之同次私募有價證券數量，不得超過所取得之同次私募有價證券總數量之 15%。

<sup>8</sup> 法令依據：證券交易法第 43 條之 8、原財政部證期會 91 年 6 月 13 日台財證一字第 0910003455 號令、原財政部證期會 91 年 12 月 3 日台財證一字第 0910006007 號函及 92 年 3 月 11 日台財證一字第 0920101786 號函。

(3)自該私募有價證券交付日起滿3年。

(4)基於法律規定所生效力之移轉。係指繼承、贈與及強制執行等基於法律規定效力而取得或喪失所有權者；因繼承、贈與及強制執行所取得之私募有價證券，再行賣出仍應受證券交易法第43條之8第1項規定之轉讓限制。

(5)私人間之直接讓受，其數量不超過該證券1個交易單位，前後2次之讓受行為，相隔不少於3個月。其受讓人不受證交法第43條之6第1項規定之特定對象資格限制，且受讓人嗣後再行賣出亦不受第43條之8第1項規定之轉讓限制。

(6)其他經主管機關核准者。

## 9. 歸入權與罰則

### (1)歸入權

依證券交易法第157條之規定，發行股票公司內部人對公司之「上市股票」，於取得後6個月內再行賣出，或於賣出後6個月內再行買進，因而獲得利益者，公司應請求其利益歸於公司。另按同法第43條之8規定，私募股票有流通轉讓之限制，且該私募股票須於交付日滿3年並補辦公開發行後，才得據以申請上市(櫃)掛牌交易。準此，上市公司內部人賣出持股後認購私募股票並無證券交易法第157條「歸入權」規定之適用。

### (2)罰則

A.依證券交易法第175條及第179條規定，違反私募對象處為行為之負責人2年以下有期徒刑、拘役或科或併科新臺幣180萬元以下罰金。

B.依證券交易法第43條之6第2項、第7條第2項、第22條及第175條規定，私募對象之人數如超過證券交易法第43條之6第2項規定者，應依證券交易法第22條第1項規定向金管會申報生效，違反者，處2年以下有期徒刑、拘役或科或併科新臺幣180萬元以下罰金。

C.依證券交易法第175條、第178及第179條規定，違反私募有價證券決議程序之罰則規定如下：

a.違反證券交易法第43條之6第1項股東決議程序規定者，處為行為之負責人2年以下有期徒刑、拘役或科或併科新臺幣180萬元以下罰金。

b.違反證券交易法第43條之6第6項、第7項及公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項應於股東會召集事由中列舉並說明相關事項規定或以臨時動議提出者，處為行為之負責人新臺幣24萬元以上240萬元以下罰鍰。

## 10. 證金、投信、投顧事業私募有價證券之規定<sup>9</sup>

(1) 證券金融事業私募有價證券之規定如下：

<sup>9</sup> 法令依據：原財政部證期會91年6月24日台財證四字第0910003580~82號函。

A.股票公開發行之證券金融事業得依證券交易法第 43 條之 6 私募股票、普通公司債及員工認股權憑證。

B.證券金融事業私募股票、普通公司債及員工認股權憑證者，應依原財政部證期會 91 年 4 月 3 日(91)台財證(1)字第 112794 號函規定檢附相關文件函報金管會；其私募股票程序尚應符合「證券金融事業管理規則」第 41 條之規定；另發給員工認股權憑證者，應俟員工行使認股權取得股票時，再依「證券金融事業管理規則」第 41 條之規定申請變更公司章程之資本額。

(2) 證券投資信託事業私募有價證券之規定如下：

A.股票公開發行之證券投資信託公司得依證券交易法第 43 條之 6 私募股票及員工認股權憑證。

B.股票未公開發行之證券投資信託公司僅得依公司法第 167 條之 2 規定發給員工認股權憑證。

C.證券投資信託事業依前開規定私募股票或員工認股權憑證，應依原財政部證期會 91 年 4 月 3 日(91)台財證一字第 112794 號函規定檢附相關文件函報金管會。

D.股票公開發行之證券投資信託公司私募股票，依前項規定檢送相關文件報金管會後，免再依「證券投資信託事業管理規則」第 3 條規定申請變更資本額，惟仍應依規定向金管會辦理換發許可證照；惟若因私募股票而須變更公司章程記載之資本額者，仍應先依「證券投資信託事業管理規則」第 3 條之規定報經金管會核准。

E.證券投資信託事業發給員工認股權憑證，應俟員工行使認股權取得股票時，再依「證券投資信託事業管理規則」第 3 條之規定申請變更資本額。

(3) 證券投資顧問事業私募有價證券之規定如下：

A.證券投資顧問事業僅得依公司法第 167 條之 2 規定發給員工認股權憑證。

B.證券投資顧問事業發給員工認股權憑證，應依原財政部證期會 91 年 4 月 3 日(91)台財證(1)字第 112794 號函規定檢附相關文件函報金管會，並應俟員工行使認股權取得股票時，再依「證券投資顧問事業管理規則」第 3 條之規定申請變更資本額。

#### 11. 期貨商私募有價證券之規定<sup>10</sup>

(1) 期貨商得依公司法第 248 條第 2 項規定私募普通公司債，惟可轉換公司債及附認股權公司債等具股權性質之公司債尚不宜以私募方式為之；有關私募普通公司債之總額並不得逾越該期貨商最近期經會計師查核簽證之財務報告所

<sup>10</sup> 法令依據：原財政部證期會 90 年 12 月 26 日(90)台財證七字第 006729 號令、91 年 3 月 14 日台財證七字第 001644 號令及 92 年 10 月 1 日台財證七字第 0920139945 號令。



列之淨值。

(2) 期貨商得依證券交易法相關規定私募員工認股權憑證。

(3) 股票公開發行之期貨商得依證券交易法相關規定私募股票，並應於股款繳納截止日起 15 日內，檢附相關書件送由臺灣期貨交易所股份有限公司轉報金管會，免再依期貨商管理規則第 3 條第 1 項第 2 款規定申請變更資本額，惟仍應依規定向金管會辦理換發許可證照。

## 2.2 私募股權短期異常報酬之檢驗與影響因素

國內外現有文獻對於私募股權股票之異常報酬研究多以事件研究法(event study)為基礎，並以計算累積平均異常報酬率(cumulative average abnormal returns, 簡稱為 CAAR)或持有期間異常報酬率(buy-and-hold abnormal returns, 簡稱為 BHAR)為主要方法，進行異常報酬之估計、檢定及解釋。自 1980 年代以來，幾乎所有有關私募股權異常報酬之國內外文獻證實私募股權之公司股票於短期內存在顯著正向之異常報酬，表示公司私募股權於短期內將會對股票價格產生正面的影響。

### 1. 私募股權短期異常報酬檢驗

國外文獻方面，Wruck (1989)針對美國私募股權樣本，研究股權集中度變化與異常報酬具有關連性。私募宣告前 3 天至宣告日當天有 4.41%累積平均異常報酬，宣告前 60 天至宣告後 20 天累積平均異常報酬為 8.95%。Hertzel and Smith (1993)實證發現，宣告日前 3 天到宣告日當天的累積平均異常報酬為 1.72%，宣告日前 29 天到宣告後 10 天的累積平均異常報酬為 8.78%。Hertzel, Lemmon, Linck, and Rees (2002)實證發現，宣告日前 3 天到宣告日當天的累積平均異常報酬為 2.4%。Wu, Wang, and Yao (2005)以香港地區樣本實證發現，宣告日前 15 天到宣告後 15 天的累積平均異常報酬為 8.35%。Barclay, Holderness, and Sheehan (2007)實證結果顯示，宣告日前 1 天到宣告日當天的累積平均異常報酬為 1.7%。

國內文獻方面，許雪芳(2003)實證結果顯示，宣告日當天到宣告後 1 天的累積平均異常報酬為 6.73%。李協昌(2006)實證發現，宣告日當日及宣告後第 4 天的平均異常報酬分別為 1.038%及 1.296%，達顯著水準。張文魁(2006)實證結果顯示，宣告前 2 天至宣告日當天的累積平均異常報酬為 2.765%，達顯著水準。林育安(2006)實證發現，分別以公司於公開資訊觀測站公告董事會決議私募股權日、股東同意日為事件日，發現宣告日前 1 天及宣告日後 1 天之平均異常報酬皆未達顯著水準；以定價日為事件日，僅宣告日當天之平均異常報酬為正，宣告日前 30 天至宣告日後 10 天累積平均異常報酬為 8.6%，且均達顯著水準。而以股款收足日為事件日發現，宣告日前 1 天及宣告日當天之平均異常報酬為顯著正值。莊小君(2008)實證發現，宣告前 3 天至宣告日當天的累積平均異常報酬為 1.127%，達顯著水準。茲將

國內外文獻對於私募股權之短期異常報酬實證結果整理如表 1。

表 1：國內外私募股權之短期異常報酬實證研究結果

研究者	地區	樣本期間	樣本數	研究結果
Wruck(1989)	美國	1979-1985	99	-3 日至 0 日 CAAR 為 4.41%
Hertzel and Smith(1993)	美國	1980-1987	106	-3 日至 0 日 CAAR 為 1.72% -29 日至+10 日 CAAR 為 8.78%
Hertzel and Rees(1998)	美國	1980-1990	141	-3 日至 0 日 CAAR 為 1.3% -29 日至+10 日 CAAR 為 8.7%
Barclay, Holderness, and Dennis (2001)	美國	1978-1997	594	-1 日至+1 日 CAAR 為 2%
Hertzel, Lemmon, Linck, and Rees (2002)	美國	1980-1996	619	-3 日至 0 日 CAAR 為 2.4%
Wu, Wang, and Yao (2005)	香港	1989-1997	99	-15 日至+15 日 CAAR 為 8.35%
Barclay, Holderness, and Sheehan (2007)	美國	1979-1997	594	-1 日至 0 日 CAAR 為 1.7%
許雪芳(2003)	台灣	2002-2003	13	0 日至+1 日 CAAR 為 6.73%
李協昌(2006)	台灣	2002-2004	39	0 日及+4 日 AAR 為 1.038%及 1.296%
張文魁(2006)	台灣	2002-2005	84	-2 日至 0 日 CAAR 為 2.765%
林育安(2006)	台灣	2002-2006.2	75	-30 日至+10 日 CAAR 為 8.6%
莊小君(2008)	台灣	2005.10-2008.3	122	-3 日至 0 日 CAAR 為 1.127%

資料來源：林育安(2006)、莊小君(2008)；本研究整理

註：CAAR 為「累積平均異常報酬」(cumulative average abnormal returns)；AAR 為「平均異常報酬」(average abnormal returns)

## 2. 影響宣告私募股權累積平均異常報酬因素

根據國內外文獻顯示，影響宣告私募股權累積平均異常報酬因素大致可分為以下三種假說：

### (1) 監督假說 (Monitoring Hypothesis)

國外文獻方面，Wruck (1989)認為私募的大型、積極投資人通常扮演監督公司、改善公司效率的角色，大股東介入公司後，可以監督經營團隊，使公司績效提升，並減輕代理問題。所以透過私募可以使股權集中度提高，增加對管理階層的監督，減少經理人謀取私利的機會，故對公司價值產生正面反應。但當私募

後股權集中度較高(超過 25%)或較低(低於 5%)時，與異常報酬呈現正相關，表示對公司價值產生正面影響；當私募後股權集中度處於中間範圍(5%至 25%)時，與異常報酬呈現負相關，其監督利得可能小於監督成本，故較無動機監督公司，因此私募宣告對公司價值產生負面影響。Sheng-Syan (2002)實證結果發現，監督效果會影響公司宣告效果。大股東持股比率不高且經營績效不佳時，公司會以私募方式發行新股，以增加目前大股東持股或產生新大股東，提高對公司的監督誘因。

國內文獻方面，張文魁(2006)實證結果顯示，股權集中度在集中度 10%~30% 時，與異常報酬呈現負相關；當股權集中度較低(低於 10%)時，與異常報酬呈現正相關；股權集中度較高(高於 30%)則不顯著。莊小君(2008)實證結果顯示，當該次私募取得董監事席次越多及私募公司經營權易主，與異常報酬呈現正相關，但僅私募公司經營權易主達顯著水準。另，該次私募佔公司私募後總發行股數比例越高，與異常報酬呈現負相關。

## (2)保證假說 (Certification Hypothesis)

國外文獻方面，Hertzel and Smith (1993)實證發現，公司辦理私募股權可向市場傳遞公司價值被低估的訊號，持有有利資訊的管理者會拒絕以公開募資方式。價值被低估程度越高，私募股權的訊號效果越大。其中以「財務危機公司」、「市值與帳面價值比」、「受交易限制的股權」等變數，對於私募股權異常報酬有顯著影響，公司價值隨資產及投資機會異動而變化，異常報酬反映了公司正面內部資訊，故認為私募存在資訊不對稱假說。Hertzel and Rees (1998)指出，投資人認為公司進行私募係因公司具有投資機會，需要募集資金用於新計畫案。倘若新計畫案成功則代表未來盈餘會增加，故市場投資人會給予正向回應，產生異常報酬。其實證結果發現，私募股權公司私募後盈餘確實增加，因此私募宣告提供市場有關公司未來盈餘正面訊息，投資機會對私募股權異常報酬有顯著正向影響。Janny and Folta (2004)實證發現，私募股權會影響新設立科技公司吸引資本、研究夥伴及商業夥伴。藉由完成私募傳遞科技公司價值訊息，降低資訊不對稱問題。成功完成私募募集的科技公司較容易吸引財務資金、研究夥伴及商業夥伴，而且離私募股權的時間越近，吸引資本及策略夥伴等資源能力越大，私募股權異常報酬越高。

國內文獻方面，呂季蓉(2004)實證結果說明私募對象與私募公司有策略聯盟情形時，異常報酬呈現正相關。張文魁(2006)實證結果顯示，私募股權可以減少資訊不對稱問題，僅「市價帳面值比」變數，對於私募股權異常報酬有顯著影響，與異常報酬呈現正相關。林育文(2006)實證結果發現，「私募佔發行股數比重」、「淨值市價比」、「投資機會」、「財務危機公司」等變數對異常報酬具有顯著影響，但不同事件日檢定結果並不一致。林郁姍(2008)實證結果發

現，「引進策略聯盟」及「財務危機公司」等變數對異常報酬具有正向顯著影響。莊小君(2008)實證結果顯示，過去曾出現財務危機之公司，與異常報酬呈現正相關；惟私募目的為引進策略夥伴，與異常報酬呈現負相關。但迴歸分析結果兩者皆不顯著。

### (3)利益掠奪假說 (Entrenchment Hypothesis)

Demsetz (1983)和 Jensen and Ruback (1983)指出當公司經營者只持有公司少數股票，經營者需要公司股東們的支持，因此會有誘因讓股東價值極大化。但當內部人持股超過一定比例，在考量自身利益避免公司被購併的情況下，公司價值反而下降。Dann and DeAngelo (1988)研究指出，當公司經營者為了避免被惡意購併下，會以私募方式鞏固經營權，為負的異常報酬。且負的異常報酬與私募比例或公司價值減少呈現正相關。顯示公司在發生被併購危機時，股權集中度對於其他股東財富具有重大影響。

國內文獻方面，林育安(2006)認為，當只有單一應募人或私募後股權集中程度越高，經理人為固守職位效果大於監督效果，異常報酬為負。實證結果顯示「應募人為經理人」、「經理人應募比例」、「單一應募人」等變數，對異常報酬呈現顯著影響，但不同事件日檢定結果並不一致。莊小君(2008)實證結果顯示，「內部人參與應募比例」越高，累積平均異常報酬呈現反向變動，但未達顯著水準。

## 2.3 私募股權長期宣告效果

國外文獻方面，Spiess and Affleck-Graves (1999)指出私募股權公司在私募宣告後五年內的股價都維持相當低的報酬。主要理由是公司管理者利用投資人對私募公司營運績效過度樂觀心理，誤導投資人認為私募股權公司為高成長機會的公司，且投資人在公司宣告當時也無法及時瞭解關於公司內部的資訊，於是管理當局利用投資人心態發行價值膨脹的股票，但其實私募股權公司股價遠不如所預期那麼高，以至於私募宣告後長期股價報酬呈現負向反應。Hertzel et al. (2002)從 619 家私募公司研究發現，當私募時買進並持有三年，投資人報酬率只有 0.2%，與同產業、同規模公司做比較，投資私募公司並持有三年報酬率比其他公司低 23.8%。表示私募籌資公司長期股價表現較差。Krishnamurthy et al. (2004)以 1983 年至 1992 年美國上市櫃私募股權公司進行研究，私募股權公司具有負的長期異常報酬。同時也發現未參與私募股權案的原股東，其持有三年的異常報酬為負值；但參加私募投資人由於是折價買進，所以持有三年過後依舊享有正的異常報酬。此外，排除財務危機公司樣本發現，若私募應募人為無合作關係者，短期宣告效果不顯著，



且長期為負的異常報酬。若私募應募人為有合作關係者，不論長短期皆有正向異常報酬宣告效果。Barclay, Holderness, and Dennis (2003)發現若將事件期間拉長為120日或36個月，私募股權之公司股票存在顯著負向之異常報酬，表示公司私募股權於較長期間將會對股價產生負面影響。Chen et al. (2002)對1988年至1993年新加坡私募股權公司進行研究，在使用累積平均異常報酬衡量長期股票績效發現，所有樣本公司在第二年後其累積平均異常報酬約為-20%，尤其對小公司及市值淨值比較高的公司影響更甚，意味小公司及成長力較弱的公司價值被高估時，他們有較大的誘因進行私募股權。Barclay, Holderness, and Sheehan (2007)以1979年至1997年美國上市櫃私募股權公司分為三類：積極型、管理型及消極型。在使用累積平均異常報酬衡量長期股票績效發現，僅消極型私募公司為顯著負向之異常報酬；而積極型不論長短期異常報酬皆為正值。

國內文獻方面，魏竹君(2004)認為私募股權公司之管理當局會在股價被高估時出售股票，但公司長期營運績效是不佳的。實證結果發現，私募股權公司發現私募公司長期股價表現與淨買次數、異常淨買次數、淨買股數、異常淨買股數、淨買金額量、及異常淨買金額顯著呈現正向關係。林育安(2006)以52家樣本實證結果顯示，以股款收足日為宣告日計算長期累積平均異常報酬(CAAR[-30,+200])顯示，私募股權樣本在長期仍存在顯著正向異常報酬。徐婉甯(2006)從SDC資料庫篩選了759筆從1984年至2003年私募籌資宣告資料，並於IBES資料庫取得相對的分析師預測資料。實證結果證實私募長期的確擁有負的股價表現。且從實證中發現分析師的跟隨效果與私募長期表現存在著反向關係。此意味私募宣告時分析師存在過度樂觀的程度越大，則私募公司長期的績效表現則越差。林郁姍(2008)實證結果指出，我國上市櫃之私募股權公司於私募後兩年間的股價績效呈現顯著負的異常報酬。

## 三、研究方法

### 3.1 研究假說與研究設計

本研究依據國外文獻，包括 Wruck (1989)、Hertzel and Smith (1993)及 Barclay, Holderness, and Sheehan (2007)等提出影響私募異常報酬成因，並參考國內以往私募案件及市場狀況，決定以下研究假說及實證模型：

#### 1. 監督假說 (Monitoring Hypothesis)：

假說一：

$H_1$ ：私募股數佔公司私募後總發行股數比例越高，累積平均異常報酬越高。

假說二：

$H_1$ ：私募取得董監事席次越多，累積平均異常報酬越高。

#### 2. 保證假說 (Certification Hypothesis)：

假說三：

$H_1$ ：私募目的為具投資機會，累積平均異常報酬較不具投資機會高。

分類方式按公司宣告私募資金用途為資本支出、策略聯盟或引進策略投資人（包含轉投資）視為具投資機會；私募資金用途為充實營運資金、改善財務結構、償還銀行借款等視為不具投資機會。

假說四：

$H_1$ ：私募公司曾經出現財務危機，累積平均異常報酬較未曾出現財務危機高。

當公司面臨財務危機時，通常很難在公開市場上籌資，或是基於時效性問題，等不及以公開招募方式籌資。若為面臨財務危機之公司進行私募股權，市場投資人認為公司有機會度過財務危機，且補償應募人對公司資訊蒐集成本，因此折價幅度會越大，累積平均異常報酬會越高。財務危機定義以台灣經濟新報資料庫九項主要分類：倒閉破產、重整、跳票擠兌、紓困求援、公司被外界接管、CPA 對其繼續經營有疑慮、公司淨值為負數、全額下市及財務吃緊停工。

假說五：

$H_1$ ：私募公司市值與帳面價值比越低，累積平均異常報酬越高。

#### 3. 利益掠奪假說 (Entrenchment Hypothesis)：

假說六：

$H_1$ ：私募內部人應募比例越高，累積平均異常報酬越低。

## 3.2 事件研究法

### 1. 事件研究法簡介<sup>11</sup>

事件研究法(Event Study)為實證上用來瞭解證券價格與一特定事件間之關連性的方法。此研究方法原先只是 Fama 等人(1969)在六十年代提出來用來「展示」芝加哥大學所新發展的 CRSP 資料集的可能應用，不料竟引起極大的注意，過去二十年來已進一步衍生為財務與會計實證研究最重要的方法之一。效率市場假說可分為弱式效率市場假說、半強式效率市場假說、強式效率市場假說。而事件研究法主要是用來檢定半強式效率市場假說是否成立。

一般研究的事件可分為影響整個證券市場(market-wide)、影響某一特定產業(industry-specific)或僅影響個別證券(firm-specific)三種。前者如政府政策的改變，或總體經濟變數的衝擊(shock)；主要目的在於探討當某一資訊或事件發生後二者則著重事件對一產業或公司的影響；事件包括影響特定產業的經濟事件或法令的變動，及公司股利政策變化與盈餘之發佈等。

大部分利用事件研究法的實證，主要目的仍在瞭解證券價格的行為是否會受到「公司特定事件」(firm-specific event)之揭露而改變，亦即檢定其期望異常報酬率是否為零；因此其虛無假說與對立假說可表達為：

$$H_0 : E(R_i | event) - E(R_i) = 0$$

$$H_1 : E(R_i | event) - E(R_i) \neq 0$$

其中  $E(R_i | event)$  與  $E(R_i)$  分別表示證券  $i$  在事件發生之下與無事件發生下的期望報酬率。

### 2. 事件研究法步驟<sup>12</sup>

#### (1)事件日之確定

確定欲研究的事件或資訊，及市場收到該事件或資訊的日期。

#### (2)定義及估計異常報酬率

建立股票報酬率之預期模式及估計事件或資訊發生時，個別股票所產生之異常

<sup>11</sup> 參閱鍾惠民、吳壽山、周賓凰、范懷文(2007)，財金計量-第九章事件研究法。台北市：雙葉書廊有限公司。

<sup>12</sup> 參閱沈中華、李建然(2000)，事件研究法：財務與會計實證研究必備。台北市：華泰文化事業股份有限公司。

報酬率。一般而言，研究者必須先設定在“沒有”所要研究的事件或資訊下，個別股票預期的報酬率，再以個別股票在事件或資訊發生時之實際報酬率，減去假設在“沒有”該事件或資訊下，個別股票預期的報酬率，作為異常報酬率之估計。

### (3)異常報酬率之檢定

某些情況下，研究者所要研究的事件對股價的影響可能是中性的，即可能會使股價上漲或下跌。例如，公司宣告盈餘對股價的影響。研究者有時需要依研究目的，將樣本中的觀察值，依某一標準分成兩個或兩個以上之子樣本；再進一步計算每一樣本之平均異常報酬率及累積平均異常報酬率。

### (4)分析結果

主要根據研究者的研究目的及理論所建立之假設，進行統計顯著性的檢定及解釋。

## 3. 建立股票報酬率預期模式與異常報酬率估計模式

### (1)股票報酬率預期模式

事件研究法中三種常被用來估計期望報酬率( $E(R_{it} | X_{it})$ )模式為報酬固定平均數模型(Constant-mean Return)、市場指數模型(Market-Adjusted Return Model)及市場模型(Market Model)。 $E(R_{it} | X_{it})$ 代表第*i*種證券在*t*時間所有相關資訊的預期報酬率，即正常報酬率。亦代表在“沒有”該事件或資訊下的期望（或理論）報酬率。其中報酬固定平均數模型說明股票的平均報酬為固定不變，也就是假設正常報酬是股在估計期間的平均報酬。市場指數模型說明正常報酬為市場報酬。而市場模型則認為股票報酬與市場報酬有穩定關係。其中又以市場模型最被廣泛應用。因此本研究採用市場模型(Market Model)來估計各項事件的異常報酬率。

市場模型是以估計期資料，利用普通最小平方法(Ordinary Least Square;簡稱OLS)建立以下迴歸模式：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

其中， $R_{it}$ 為第*i*種股票在第*t*期的日報酬率， $t = t_1, \dots, t_2$ ， $i = 1, 2, \dots, N$

$R_{mt}$ 為市場投資組合在第*t*期的日報酬率

$t$ 為第*i*種股票估計期天數，即 $t = t_2 - t_1 + 1$

$\alpha_i$ 為第*i*種股票市場模式迴歸截距

$\beta_i$ 為第*i*種股票市場模型迴歸斜率

$\varepsilon_{it}$ 為第*i*種股票在第*t*期之隨機誤差項，且 $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2)$

經過最小平方法即可以得到估計值 $\hat{\alpha}_i$ 與 $\hat{\beta}_i$ ，因此事件期*E*期的預期報酬率為

$$E(R_{iE}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mE}$$



## (2)異常報酬率估計模式

異常報酬是以事件期的實際報酬率減去預期報酬率，亦即：

$$AR_{iE} = R_{iE} - E(\hat{R}_{iE})$$

$AR_{iE}$  為 i 公司在事件期 E 的異常報酬率


$R_{iE}$  為實際報酬率

$E(\hat{R}_{iE})$  為預期報酬率

每家公司在估計過程中存在許多不確定事件干擾，為降低這些干擾對股票報酬的影響，故在進行統計檢定前，必須先計算平均異常報酬率(average AR; 簡稱 AAR)，定義為

$$AAR_E = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{iE}$$

其中 N 為公司個數， $AR_{iE}$  為事件期第 i 家公司的異常報酬率。此外，為檢視宣告期間異常報酬累積效果，通常會依其目的累積事件期之異常報酬率，稱為累積平均異常報酬率(cumulative AAR; 簡稱 CAAR)，其定義如下：


$$CAAR(T_1, T_2) = \sum_{E=T_1}^{T_2} AAR_E$$

其中  $T_1$  代表事件期起始日， $T_2$  代表事件期終止日。

## 4. 統計檢定

### 異常報酬檢定

由於事件研究法主要針對某事件的發生是否對股價造成影響，僅觀察個別證券並無法作出結論。因此必須檢定平均異常報酬率或是累積平均異常報酬率是否顯著異於零。文獻上大致上有母數方法、無母數方法和拔靴複製法。一般常用有母數檢定法包括傳統 t 值法、標準化殘差法、普通橫剖面法及標準化橫剖面法。無母數方法包括符號檢定法(sign test)、一般化符號檢定 (generalized sign test) 和序列檢定(rank test)。本研究擬採用常用的傳統 t 值法進行檢定。

傳統 t 值法檢定事件期某一期平均異常報酬率(AAR)是否顯著異於零，檢定統計量如下：

$$t = \frac{AAR_E}{\frac{1}{N} \sqrt{\sum_{i=1}^N \hat{S}_i^2}} \sim N(0,1)$$

其中  $\hat{S}_i^2$  為估計期之殘差變異數。在傳統 t 值法下，假設估計期殘差變異數等於事件期預測誤差之變異數。

而傳統 t 值法檢驗累積平均異常報酬(CAAR)在虛無假說  $H_0 = E(\bar{R}_i) = 0$  為真之下，檢定統計量如下：

$$t = \frac{ACAR_{T_1, T_2}}{\sqrt{\text{Var}(ACAR_{T_1, T_2})}} = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N \frac{\sum_{E=T_1}^{T_2} \frac{AR_{iE}}{\hat{S}_i}}{\sqrt{m}}$$

其中  $m = T_2 - T_1 + 1$

### 3.3 迴歸分析與變數定義

依 3.1 假說分析影響累積平均異常報酬成因，迴歸分析式如下：

$$CAAR_i = \alpha + \beta_1 \times PCT_i + \beta_2 \times NCR_i + \beta_3 \times IO_i + \beta_4 \times FC_i + \beta_5 \times Q_i + \beta_6 \times ISD_i + \varepsilon_i$$

各項變數定義如下：

#### 1. 應變數

$CAAR_i$  為第  $i$  家私募公司之累積平均異常報酬， $i=1,2,\dots,n$

以事件研究法市場模型計算累積平均異常報酬。針對本研究提出之假說分析影響累積平均異常報酬成因，本研究參考國內外文獻作法，將估計期設定於事件期之前，定義事件期為上市公司公告私募股權日之前 10 天至後 10 天；估計期為事件日之前 210 天至前 11 天。

#### 2. 自變數

(1)  $PCT_i$  為第  $i$  家公司該次私募股數佔私募後總股數比例

若私募股數佔私募後總股數比例越高，表示所有權集中度增加會增加公司價值，私募正向宣告效果來自於股權集中帶來的監督利益。

(2)  $NCR_i$  為第  $i$  家公司應募人取得董監席次比例。以私募專區私募公司公告應募人取得董監事席次除以該公司私募宣告當時董監席次。

(3)  $IO_i$  為虛擬變數表達第  $i$  家公司私募目的是否為具投資機會。具有投資機會之公司，市場投資人會認為公司未來盈餘將有所提升，因此帶來的異常報酬越高。分類方式按公司宣告私募資金用途為資本支出、策略聯盟或引進策略投資人（包含轉投資）視為具投資機會；私募資金用途為充實營運資金、改善財務結構、償還銀行借款等視為不具投資機會。若私募公司資金用途具投資機會為 1，否則為 0。

(4)  $FC_i$  為虛擬變數表達第  $i$  家公司是否曾經出現財務危機。出現財務危機之公司進行私募股權時，市場投資人會認為公司有機會度過財務危機，因此公司私募股權的訊號效果越強，帶來的異常報酬越高。若私募公司曾面臨或正面臨財務危機，則該虛擬變數為 1，否則為 0。以台灣經濟新報資料庫定義項目有：倒閉破產、重整、跳票擠兌、紓困求援、公司被外界接管、會計師對其繼續經營有疑慮、公司淨值為負數、全額下市及財務吃緊停工等九種情況。

(5)  $Q_i$  為第  $i$  家市值與公司價值比。若淨值市價比越低，代表公司價值被低估的

情況越嚴重，因此私募股權帶來的異常報酬越高。市值部分以台灣經濟新報資料庫私募公司宣告當月之除權息調整後股價計算，公司價值以距私募宣告之最近一期財務報表有形資產之帳面價值為主(不含遞延資產及無形資產)。(6)  $ISD_i$  為第  $i$  家公司內部人應募金額佔該次私募金額比例。當公司以私募方式鞏固經營權時，因為經理人具有自利交易之誘因，可能會損害原有股東利益，因此私募會帶來較低的異常報酬。應募人以私募專區公司公告應募人認股金額為準。其中內部人包括董事、監察人、經理人與持股 10% 大股東。

### 3.4 樣本選取與資料來源

#### 1. 研究期間與對象

私募有價證券包括私募普通股及私募公司債，因本研究係針對私募宣告效果影響股東財富，因此研究對象為宣告私募普通股並於台灣證券交易所掛牌交易之上市公司。樣本期間涵蓋 2005 年 10 月起至 2008 年 12 月 31 日止。同時為控制其他事件干擾，本研究參考 Herztel (1993) 與許雪芳(2003)作法，刪除同時銷售其他證券(如同時進行現金增資、私募或公開發行公司債等事件)、私募股權資料不足(如估計期股價不完整、未完成私募增資或事件日難以判定等)，並排除私募事件日同時宣告減資樣本。

#### 2. 資料來源

私募樣本資料來源係由公開資訊觀測站「私募專區」，並輔以台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal, TEJ)資料庫中，資本形成為現金增資採私募方式逐一整理取得。

#### 3. 事件日、估計期與事件期定義

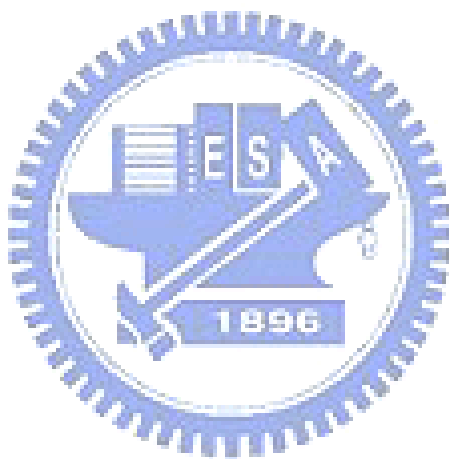
##### (1) 事件日

有關私募股權異常報酬之國內外文獻皆以「市場實際接收到私募股權事件資訊之時點」作為事件日。美國地區研究樣本通常定義事件日為私募股權案件消息刊登於華爾街日報日(Wruck, 1989)，或轉載於道瓊社(Dow Jones News Service)新聞日(Barclay et al., 2007)。國內研究樣本則有許雪芳(2003)定義事件日為公司於公開資訊觀測站公告董事會決議私募股權日為事件日；莊小君(2008)亦採同樣事件日認定；李協昌(2006)及陸潤生(2006)係以股東大會決議日為事件日；林育安(2006)則分別針對董事會決議日、公開資訊觀測站公告董事會決議私募股權日、股東會同意日、私募訂價日及股款收足日五個事件日逐一探討私募宣告之異常報酬。本研究基於國內私募案件均需依規定於公開資訊觀測站揭露，此方式普遍為市場投資人取得最新訊息之管道，且考量市場實際最早接收到私募

股權事件資訊，故以公開資訊觀測站公告董事會決議私募股權日為事件日。

## (2)估計期與事件期

本研究參考國內外文獻作法，將估計期設定於事件期之前，定義事件期為上市公司公告私募股權日之前 10 天至後 10 天；估計期為事件日之前 210 天至前 11 天。



## 四、實證結果與分析

### 4.1 敘述統計分析

#### 1. 樣本資料

本研究以 2005 年 10 月至 2008 年 12 月底宣告私募普通股上市公司為研究對象，資料取得以公開資訊觀測站私募專區及台灣經濟新報資料庫為主。研究期間共計 106 家公司宣告辦理私募普通股，其中因同時宣告其他事件（如同時進行現金增資、私募或公開發行公司債等事件）計 9 筆、私募股權資料不足計 26 筆（如估計期股價不完整、未完成私募增資或事件日難以判定等），及同時宣告減資計 17 筆，故實際納入累積平均異常報酬檢驗家數共計 54 家。

#### 2. 敘述統計

由於 54 家樣本中，代碼 2494 廣業在兩次股款繳納完成期間曾進行減資，造成私募股數佔私募後總股數比率高於 100%，因此剔除該樣本。由表 2 顯示，在研究期間內辦理私募普通股宣告的 53 家樣本中，電子業約佔 50%，其次為營建業佔 11%。表 3 為 53 家樣本中，累積平均異常報酬平均數為 1.99%，與國外文獻研究結果為正向報酬相符。表 3 統計結果顯示，辦理私募的 53 家樣本中，私募股數佔總股數平均約 20%，市值帳面價值比平均約 64%，公司內部人應募比率平均為 53%。表 4 統計結果亦顯示，應募人取得董監席次過半數約 11%，私募目的具有投資機會約 26%，符合財務危機定義公司約 30%，

表 2：私募公司類別統計

產業別	個數	百分比(%)
電子工業	26	49
建材營造	6	11
金融業	5	9
紡織纖維	4	7
貿易百貨	3	6
電機機械	3	6
化學工業	2	4
鋼鐵工業	2	4
玻璃陶瓷	1	2
其他	1	2
總計	53	100

表 3：樣本敘述統計

	個數	最小值 (%)	最大值 (%)	平均數 (%)	標準差 (%)
累積平均異常報酬 (CAAR[-10,+10])	53	-35.73	66.43	1.99	16.24
私募股數佔私募後總股數比 例(PCT)	53	1.71	59.38	19.57	13.51
應募人取得董監席次比例 (NCR)	53	0	75	11.38	20.70
市值與公司價值比(Q)	53	5.45	309.79	64.18	54.65
內部人應募金額佔該次私募 金額比例(ISD)	53	0	100	53.21	42.43

表 4：次數統計

	次數	百分比(%)	累積百分比(%)
應募人取得董監席次比例 $\geq 50\%$	6	11.32	11.32
應募人取得董監席次比例 $< 50\%$	47	88.68	100.00
具投資機會	14	26.42	26.42
不具投資機會	39	73.58	100.00
財務危機公司	16	30.19	30.19
財務正常公司	37	69.81	100.00

## 4.2 私募股權長短期累積平均異常報酬檢驗

### 1. 短期宣告效果

國內上市公司在宣告私募普通股時，對股東財富影響為何？本研究以公開資訊觀測站公告董事會決議私募股權日作為事件日，採事件研究法市場模型(Market Model)計算樣本在事件期之累積平均異常報酬。本研究將估計期定義為事件日前 210 天至前 11 天，並將事件期定義為事件日前 10 日至事件日後 10 日，作為私募股權上市公司累積平均異常報酬估計及檢驗。

依本研究結果顯示，54 個樣本公司於事件日之累積平均異常報酬 (CAAR[-10,+10])最低為-35.73%(正峰)，最高為 66.43%(衛展)，平均 CAAR 為 2.27%。

如圖 2 及表 5 顯示，本研究 54 個樣本公司於事件日宣告前 10 日至宣告後 10 日累積平均異常報酬為 2.2692%，且達顯著水準，與國內文獻實證結果一致，顯示私募事件訊息具資訊內涵，對股東財富具正面影響。實證結果同時顯示。宣告次



一日累積平均異常報酬率亦為正值，且達顯著水準。可見私募訊息具宣告效果。

圖 2：事件期累積平均異常報酬(CAAR[-10,+10])

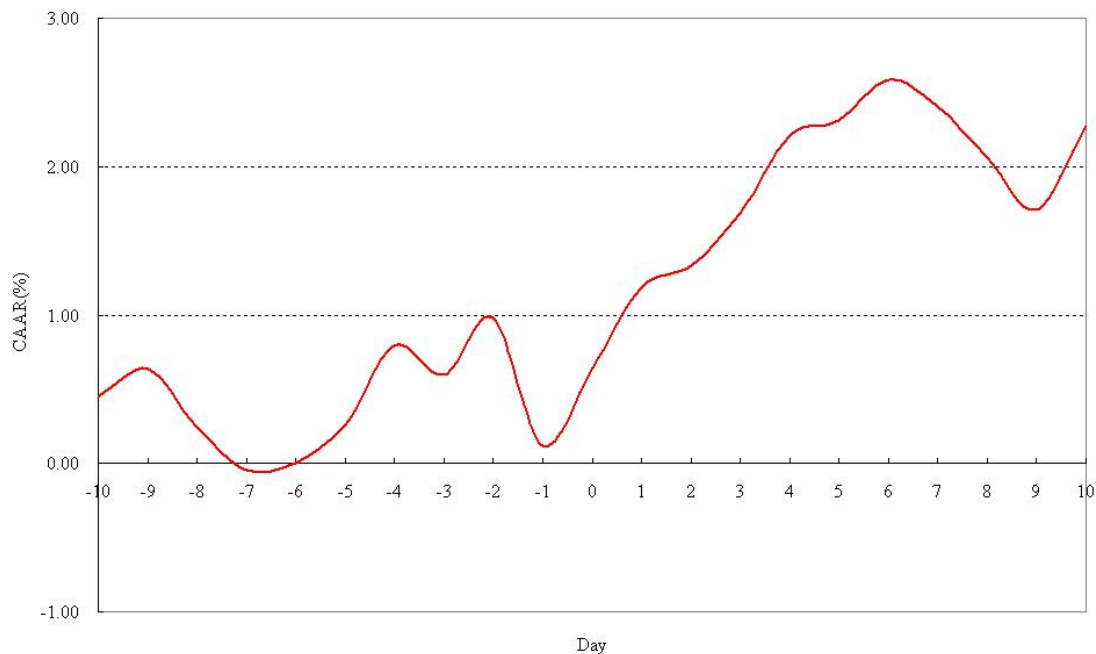


表 5：2005 年 10 月後私募宣告樣本之 AAR 及 CAAR 檢定結果

事件日	平均異常報酬率 (AAR[-10,+10])	t 值	累積平均異常報酬 率(CAAR[-10,+10])	t 值
-10	0.4468	1.0268	0.4468	1.0268
-9	0.1918	0.4388	0.6386	1.4611
-8	-0.3941	-0.9049	0.2445	0.5613
-7	-0.2917	-0.6697	-0.0472	-0.1083
-6	0.0490	0.1124	0.0018	0.0041
-5	0.2556	0.5864	0.2574	0.5905
-4	0.5382	1.2373	0.7956	1.8290*
-3	-0.2017	-0.4633	0.5939	1.3642
-2	0.3860	0.8870	0.9799	2.2518**
-1	-0.8622	-1.9760*	0.1177	0.2698
0	0.5284	1.2148	0.6462	1.4855
1	0.5399	1.2415	1.1860	2.7275***
2	0.1470	0.3379	1.3330	3.0641***
3	0.3491	0.8017	1.6821	3.8633***
4	0.5292	1.2152	2.2113	5.0783***
5	0.1002	0.2301	2.3115	5.3060***
6	0.2756	0.6329	2.5871	5.9417***
7	-0.1840	-0.4222	2.4031	5.5142***

事件日	平均異常報酬率 (AAR[-10,+10])	t 值	累積平均異常報酬 率(CAAR[-10,+10])	t 值
8	-0.3410	-0.7835	2.0621	4.7379***
9	-0.3537	-0.8133	1.7084	3.9281***
10	0.5608	1.2889	2.2692	5.2155***

註 1：\*，\*\*及\*\*\*分別表示顯著水準為 10%，5%及 1%（雙尾 t 值檢定）

註 2：若事件期改為宣告日當天至宣告日後 10 天，AAR[0,+10]與 CAAR[0,+10]結果相近。

本研究同時以 2005 年 10 月修訂資訊揭露規定之時間點前後比較，如圖 3 顯示，法令修訂前之私募案件短期累積平均異常報酬高於法令修訂後樣本。另表 6 至表 8 若以事件宣告日為基準日，比較宣告日前後累積平均異常報酬發現，2005 年 10 月以前之私募股權宣告樣本，於宣告日前 7 天至前 1 天累積平均異常報酬為 1.33%，達顯著水準。而法令修訂後之私募宣告樣本平均異常報酬僅-0.13%，但未達顯著水準。推測因法令修訂前並未強制要求資訊揭露，對於董事、特定應募人等可於事前得知私募訊息之關係人而言，有獲取異常報酬之機會。而金管會於 2005 年 10 月修訂私募相關法規加強揭露資訊，要求辦理私募公司需於公開資訊觀測站揭露訂價及應募人等相關資訊後，可見內部人於訊息公布前並未因此而獲得超額報酬，故主管機關強化價格揭露保護一般投資人，確有達到市場交易公平性。

圖 3：法令修訂前後私募宣告公司之事件期累積平均異常報酬(CAAR[-7,+12])

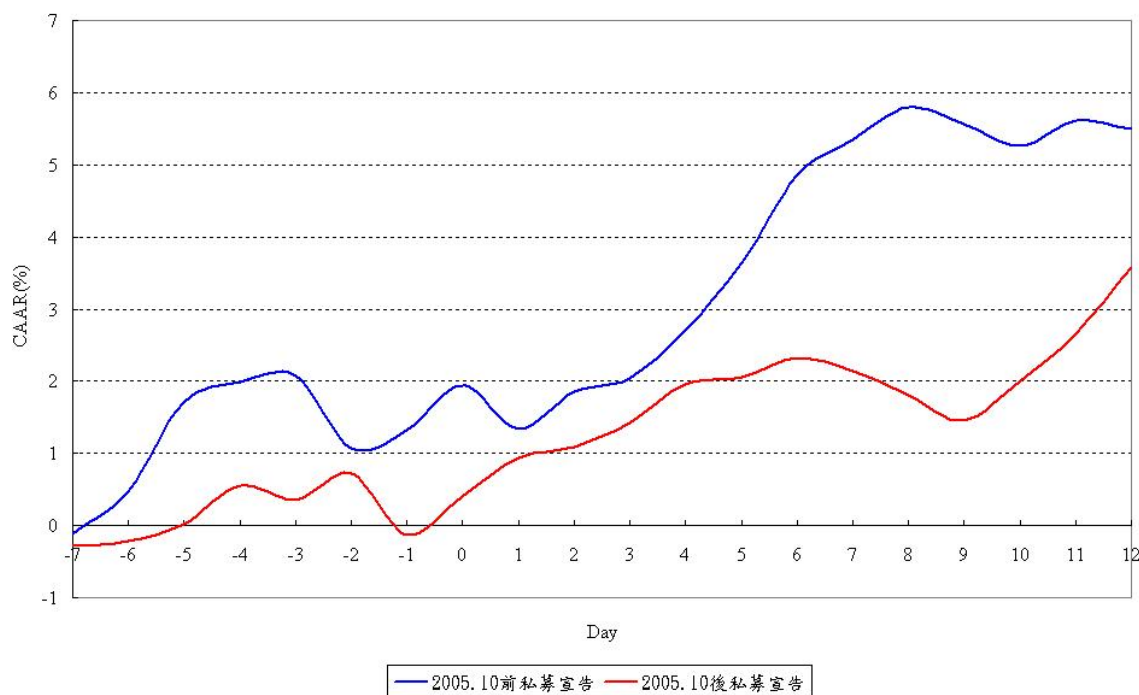




表 6：2005 年 10 月前私募宣告樣本之 AAR 及 CAAR 檢定結果

事件日	平均異常報酬率 (AAR[-7,+12])	t 值	累積平均異常報酬 率(CAAR[-7,+12])	t 值
-7	-0.1107	-0.1798	-0.1107	-0.1798
-6	0.5860	0.9536	0.4754	0.7736
-5	1.2278	1.9971**	1.7032	2.7703***
-4	0.2934	0.4770	1.9966	3.2463***
-3	0.0768	0.1249	2.0733	3.3729***
-2	-1.0033	-1.6308	1.0701	1.7394*
-1	0.2552	0.4150	1.3252	2.1553**
0	0.6121	0.9966	1.9373	3.1543***
1	-0.5948	-0.9664	1.3426	2.1815**
2	0.5080	0.8268	1.8506	3.0118***
3	0.1855	0.3012	2.0361	3.3063***
4	0.6795	1.1029	2.7156	4.4074***
5	0.9288	1.5104	3.6443	5.9268***
6	1.2171	1.9782**	4.8614	7.9015***
7	0.4801	0.7809	5.3415	8.6881***
8	0.4538	0.7384	5.7954	9.4289***
9	-0.2354	-0.3832	5.5600	9.0495***
10	-0.3039	-0.4944	5.2561	8.5524***
11	0.3527	0.5736	5.6087	9.1225***
12	-0.11994	-0.1949	5.4888	8.9167***

註：\*，\*\*及\*\*\*分別表示顯著水準為 10%，5%及 1%（雙尾 t 值檢定）

表 7：2005 年 10 月後私募宣告樣本之 AAR 及 CAAR 檢定結果

事件日	平均異常報酬率 (AAR[-7,+12])	t 值	累積平均異常報酬 率(CAAR[-7,+12])	t 值
-7	-0.2782	-0.6396	-0.2782	-0.6396
-6	0.0569	0.1308	-0.2212	-0.5083
-5	0.2405	0.5526	0.0193	0.0444
-4	0.5377	1.2377	0.5570	1.2822
-3	-0.2119	-0.4873	0.3451	0.7938
-2	0.3811	0.8770	0.7263	1.6711*
-1	-0.8531	-1.9584**	-0.1269	-0.2912
0	0.5226	1.2029	0.3957	0.9109
1	0.5376	1.2379	0.9333	2.1492**

事件日	平均異常報酬率 (AAR[-7,+12])	t 值	累積平均異常報酬 率(CAAR[-7,+12])	t 值
2	0.1486	0.3419	1.0819	2.4902**
3	0.3439	0.7910	1.4258	3.2792***
4	0.5284	1.2151	1.9542	4.4940***
5	0.0944	0.2169	2.0486	4.7087***
6	0.2721	0.6258	2.3207	5.3367***
7	-0.1851	-0.4252	2.1357	4.9071***
8	-0.3354	-0.7717	1.8003	4.1420***
9	-0.3532	-0.8132	1.4471	3.3316***
10	0.5619	1.2932	2.0090	4.6238***
11	0.6451	1.4845	2.6541	6.1073***
12	0.9271	2.1319**	3.5812	8.2348***

註：\*，\*\*及\*\*\*分別表示顯著水準為 10%，5%及 1%（雙尾 t 值檢定）

表 8：宣告日前後累積平均異常報酬率(CAAR)

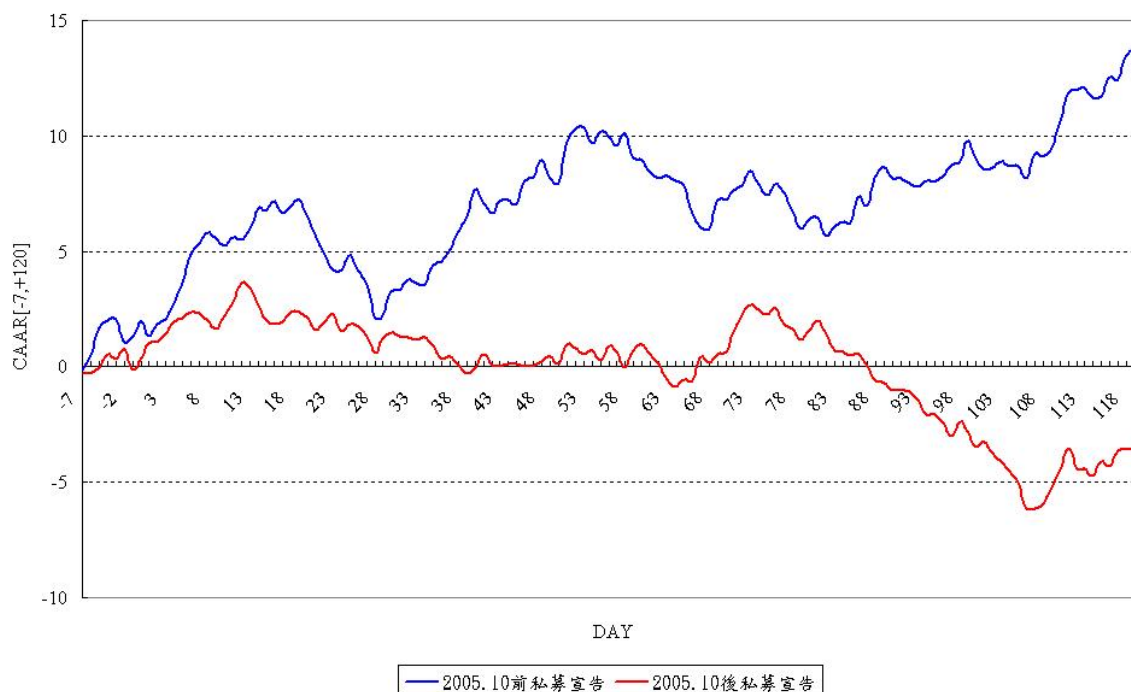
	CAAR[-7,-1]	CAAR[0,+12]	CAAR[-7,+12]
2005.10 前私募宣告累 積平均異常報酬(%)	1.3252	4.1636	5.4888
t 值	2.1553**	6.4797***	8.9167***
2005.10 後私募宣告累 積平均異常報酬(%)	0.1177	2.1515	2.2692
t 值	0.2698	5.024***	5.2155***

註：\*，\*\*及\*\*\*分別表示顯著水準為 10%，5%及 1%（雙尾 t 值檢定）

## 2. 長期宣告效果

2005 年 10 月以後之 54 家樣本中，代碼 2539 櫻花建設因事件期資料筆數不足，因此剔除該樣本。如圖 4 以私募宣告日後 120 日之累積平均異常報酬衡量私募公司長期股價績效發現，法令修訂前之私募案件長期累積平均異常報酬高於法令修訂後樣本（長期 AAR 及 CAAR 數值請詳附錄）。2005 年 10 月以前私募宣告公司長期股價績效為正值，與林育安(2006)實證結果一致。但 2005 年 10 月以後私募宣告公司長期股價績效為負值，與國外文獻實證結果一致。推測市場投資人對於私募股權公司營運績效改善有過度樂觀之情形。

圖 4：長期累積平均異常報酬(CAAR[-7,+120]) - 法令修訂前後比較



### 4.3 影響短期宣告效果之迴歸分析

本研究納入的 54 家樣本中，代碼 2494 廣業在兩次股款繳納完成期間曾進行減資，造成私募股數佔私募後總股數比率高於 100%，因此剔除該樣本。故進行迴歸分析樣本數為 53 家。

依第三章研究假說設立之迴歸式進行迴歸分析可得出表 9 結果。當自變數具有高度線性相關時，迴歸係數的估計值( $\beta$  值)會變得不穩定，而產生較大標準誤，導致信賴區間變大。如此會使迴歸模式  $R^2$  很高，但自變數 t 值大多或全部不顯著，與正負符號不符合預期方向之現象。因此採用 VIF(variance inflation factor)檢定自變數是否有複共線性。若 VIF 值越高，代表自變數與其他自變數之間的共線性問題越嚴重。若 VIF 值大於 10 時，視為該自變數與其他自變數存在嚴重的複共線性問題。

由迴歸係數發現，該次「私募股數佔私募後總股數比例」(PCT)、「應募人取得董監席次比例」(NCR)、「私募目的具投資機會」(IO)及「私募公司曾經出現財務危機」(FC)，與 CAAR 呈現正相關，其中應募人取得董監席次比例及財務危機公司兩項自變數達顯著水準。而「市值與公司價值比」及「內部人應募金額佔該次私募金額比例」與 CAAR 呈現負相關，但未達顯著水準。

表 9：私募宣告短期累積異常報酬(CAAR[-10,+10])迴歸分析

	$\beta$ 值	p 值	VIF
常數項	-5.8537	0.3135	
PCT	0.1504	0.3951	1.3183
NCR	0.2182	0.0495*	1.2001
IO	7.5457	0.1304	1.1314
FC	10.4366	0.0329**	1.1502
Q	-0.0326	0.4204	1.1462
IND	-0.0122	0.8118	1.1074
F-value	2.79		
p-value	0.0213		
R <sup>2</sup>	0.2668		
Adj_R <sup>2</sup>	0.1711		

註：\*，\*\*及\*\*\*分別表示顯著水準為 10%，5%及 1%（雙尾 t 值檢定）

另由表 10 Pearson 相關係數來看，兩自變數間亦未有高度相關。

表 10：Pearson 相關係數分析

自變數	私募股數 佔私募後 總股數比 例(PCT)	應募人取 得董監席 次比例 (NCR)	具投資機 會(IO)	財務危機 (FC)	價值與市 值比(Q)	內部人應 募金額佔 該次私募 金額比例 (ISD)
PCT	1					
NCR	0.3712 (0.0062**)	1				
IO	0.0789 (0.5744)	-0.0163 (0.9081)	1			
FC	0.2511 (0.0697*)	0.0227 (0.8719)	-0.2076 (0.1359)	1		
Q	-0.1670 (0.2322)	0.0391 (0.7813)	0.1459 (0.2973)	-0.1698 (0.2243)	1	
IND	0.0429 (0.7603)	-0.1113 (0.4277)	0.1470 (0.2937)	0.0371 (0.7918)	-0.2292 (0.0987)	1

註：\*，\*\*及\*\*\*分別表示顯著水準為 10%，5%及 1%（雙尾 t 值檢定）

根據設立之研究假說迴歸分析結果歸納如下：

1. 監督假說 (Monitoring Hypothesis)：

假說一：私募股數佔公司私募後總發行股數比例越高，累積平均異常報酬越高。迴歸結果顯示，該次私募股數佔私募後總股數比率(PCT)越高，累積平均異常報酬越高，但未達顯著水準。

假說二：私募取得董監事席次越多，累積平均異常報酬越高。

迴歸結果顯示，參與該次私募應募人取得之董監席次越多，累積平均異常報酬越高，與假設預期方向相符，且達顯著水準。

監督假說實證結果支持 Wruck (1989)提出，透過私募可以使大型、積極投資人股權集中度提高，增加對管理階層的監督，減少經理人謀取私利的機會，並減輕代理問題，故對公司價值產生正面反應。

2. 保證假說 (Certification Hypothesis)：

假說三：私募目的為具投資機會，累積平均異常報酬較不具投資機會高。

迴歸結果顯示，私募目的具投資機會其累積平均異常報酬率為正向變動，與假設預期方向相符，但未達顯著水準。

假說四：私募公司曾經出現財務危機，累積平均異常報酬較未曾出現財務危機高。

迴歸結果顯示，私募公司曾出現財務危機，累積平均異常報酬率為正向變動，與假設預期方向相符，且達顯著水準。

假說五：私募公司市值與帳面價值比越低，累積平均異常報酬越高。

迴歸結果顯示，私募公司市值與帳面價值比越低，累積平均異常報酬率越高，與假設預期方向相符，但未達顯著水準。

保證假說實證結果支持公司辦理私募股權可向市場傳遞公司價值被低估的訊號，價值被低估程度越高，私募股權的訊號效果越大。公司價值隨資產及投資機會異動而變化，異常報酬反映了公司正面內部資訊，故認為私募存在資訊不對稱假說。

3. 利益掠奪假說 (Entrenchment Hypothesis)：

假說六：私募內部人應募比例越高，累積平均異常報酬越低。

迴歸結果顯示，私募內部人應募比例越高，累積平均異常報酬越低，與假設預期方向相符，但未達顯著水準。

利益掠奪假說實證結果未能支持公司辦理私募股權與異常報酬顯著呈現顯著負相關。

## 五、結論與建議

### 5.1 研究結論

本研究目的主要探討 2005 年 10 月私募管理制度修訂前後，私募宣告對股東財富短期與長期之影響，並探討管理制度修訂後，私募宣告之異常報酬影響因素。

本研究以 2005 年 10 月至 2008 年 12 月底宣告私募普通股上市公司為研究對象，並以公開資訊觀測站公告董事會決議私募股權日作為事件日，採事件研究法檢驗私募宣告是否存在異常報酬。實證研究結果顯示，於事件日宣告前 10 日至宣告後 10 日累積平均異常報酬為 2.2692%，達顯著水準，與國內外文獻實證結果一致，顯示私募事件訊息具資訊內涵，對股東財富具正面影響。宣告次一日之累積平均異常報酬率亦為正值，且達顯著水準。可見私募訊息具宣告效果。

本研究同時以 2005 年 10 月修訂資訊揭露規定之時間點前後比較，並以事件宣告日為基準日，比較宣告日前後累積平均異常報酬發現，2005 年 10 月以前之私募股權宣告樣本，於宣告日前 7 天至前 1 天累積平均異常報酬為 1.33%，達顯著水準。而法令修訂後之私募宣告樣本平均異常報酬僅-0.13%，但未達顯著水準。金管會於 2005 年 10 月修訂私募相關法規加強揭露資訊，要求辦理私募公司需於公開資訊觀測站揭露訂價及應募人等相關資訊後，可見內部人於訊息公布前並未因此而獲得超額報酬，故主管機關強化價格揭露保護一般投資人，確有達到市場交易公平性。

而私募宣告股價長期績效方面，以私募宣告日後 120 日之累積平均異常報酬衡量私募公司長期股價績效發現，法令修訂前之私募案件長期累積平均異常報酬高於法令修訂後樣本。2005 年 10 月以前私募宣告公司長期股價績效為正值，與之前國內部分文獻結論一致。但 2005 年 10 月以後私募宣告公司長期股價績效為負值，與國外文獻實證結果一致。推測市場投資人對於私募股權公司營運績效改善有過度樂觀之情形。

在檢驗私募宣告影響短期累積平均異常報酬因素方面，依迴歸分析結果發現，參與該次私募應募人取得之董監席次越多，累積平均異常報酬越高，且達顯著水準，支持 Wruck (1989) 提出的監督假說 (Monitoring Hypothesis)。意即透過私募可以使大型、積極投資人股權集中度提高，增加對管理階層的監督，減少經理人謀取私利的機會，並減輕代理問題，故對公司價值產生正面反應。而私募公司曾出現財務危機，累積平均異常報酬率為正向變動，且達顯著水準，支持保證假說 (Certification Hypothesis)。意即公司辦理私募股權可向市場傳遞公司價值被低估的訊號，價值被低估程度越高，私募股權的訊號效果越大。另外，利益掠奪假



說 (Entrenchment Hypothesis)認為公司辦理私募股權與異常報酬呈現負相關，其監督利得可能小於監督成本，故較無動機監督公司，因此私募宣告對公司價值產生負面影響。本研究實證結果發現私募內部人應募比例與累積平均異常報酬相關性並不顯著。

## 5.2 研究建議

雖主管機關已透過法令規定加強私募管理制度，並於公開資訊觀測站建置私募專區加強資訊揭露多年，但未針對私募案件進行統計及彙整。在取得研究樣本資料時仍須逐一對照經濟新報資料庫各家公司資本形成經過，以瞭解私募股權公司已納入樣本。另因私募案自股東會決議日起一年內均可辦理，在該期間往往伴隨減資或其他增資案件，可能影響長期股價績效衡量，建議後續研究者在取得研究樣本時可將私募宣告後有減資或其他增資案件列入交叉分析，以求更精確判讀私募對股東財富長期影響。

本研究對監督假說並未檢驗私募宣告後股權集中度對異常報酬之影響，建議後續研究者可納入此變數進行分析。



## 參考文獻

### 一、中文部分

1. 沈中華、李建然，事件研究法：財務與會計實證研究必備。台北市：華泰文化事業股份有限公司，民國 89 年。
2. 呂季蓉，「台灣上市上櫃公司私募之研究-論私募對象之影響」，國立中山大學財務管理學系碩士班碩士論文，民國 94 年 7 月。
3. 李協昌，「上市公司私募股權之資訊內涵及折價因素之探討」，國立台灣大學會計學系研究所碩士論文，民國 95 年 6 月。
4. 林育安，「私募股權之資訊內涵：上市(櫃)公司之實證研究」，國立台灣大學國際企業學研究所碩士論文，民國 95 年 7 月。
5. 林郁姍，「私募股權與長短期股票報酬之探討」，國立中興大學會計學研究所碩士論文，民國 97 年。
6. 徐婉甯，「財務分析師跟隨效果與私募宣告發行後公司績效之關聯性」，國立成功大學國際企業研究所碩士論文，民國 95 年。
7. 張文魁，「股權結構對私募發行公司價值影響之分析」，國立政治大學財務管理學系碩士班碩士論文，民國 95 年 6 月。
8. 許雪芳，「上市(櫃)公司私募之研究」，國立中山大學財務管理研究所碩士論文，民國 92 年 6 月。
9. 莊小君，「私募宣告之股東財富及折溢價幅度研究」，天主教輔仁大學金融研究所在職專班碩士論文，民國 97 年 7 月。
10. 鍾惠民、吳壽山、周賓凰、范懷文，財金計量-第九章事件研究法。台北市：雙葉書廊有限公司，民國 96 年。

### 二、英文部分

1. Barclay, M. J., Holderness C.G., and Sheehan D.P., 2001, "The block pricing puzzle", Working Paper, Simon School of Business, No. F 01-05.
2. Barclay, M. J., Holderness C.G., and Sheehan D.P., 2003, "Private placements and managerial entrenchment", Unpublished Working Paper, Boston College.
3. Barclay, M. J., Holderness C.G., and Sheehan D.P., 2007, "Private placements and managerial entrenchment", Journal of Corporate Finance, 13(4), 461-484.
4. Chen, S. S., K.W. Ho, C. F. Lee and G.H.H. Yeo, 2002, "Long-run stock performance of equity-issuing firms: the case of private placements in Singapore", Review of Pacific Basin Financial Markets & Policies, Vol.5, Iss.3, pp. 417-438.
5. Dann, L.Y. and H. DeAngelo, 1988, "Corporate Financial Policy and Corporate Control: A study of Defensive Adjustments in Asset and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, Vol.20, 87-128.



6. Demsetz, H., 1983, "The structure of ownership and the theory of the firm", *Journal of Law and Economics* 26, 375- 390.
7. Folta, T.B. and Janney J.J., 2004, "Strategic benefits to firms issuing private equity placements", *Strategic Management Journal*, 25(3), 223-242.
8. Hertz, M., Lemmon, M., Linck, J.S., and Rees, L., 2002, "Long-term performance following private placements of equity", *Journal of Finance*, 57 , 2595-2617.
9. Hertz, M. and Smith R.L., 1993, "Market discounts and shareholder gains for placing equity", *Journal of Finance*, 48(2), 459-485.
10. Hertz, M. and Rees L., 1998, "Earnings and risk changes around private placements of equity", *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 13(1), 21-35.
11. Jensen, M. and R. Ruback, 1983, "The market for corporate control: The scientific evidence", *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.
12. Krishnamurthy, S., P. Spindt, V. Subramaniam and T. Woidtke, 2004, "Does investor identity matter in equity issues? Evidence from private placements", *Journal of Financial Intermediation*, Vol.14, Iss.2, pp.210-238.
13. Sheng-Syan Chen, Kim Wai Ho, Cheng-few Lee, and Gillian H.H. Yeo, 2002, "Wealth Effects of Private Equity Placements: Evidence from Singapore", *The Financial Review* 37, 165-184.
14. Spiess, D. K., and J. Affleck-Grave, 1999, "The long-run performance of stock returns following debt offering", *Journal of financial economics*, Vol.54, Iss.1, pp.45-73.
15. Wruck, K.H., 1989, "Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings", *Journal of Financial Economics*, 23, 3-28.
16. Wu, X.P., Wang Z., and Yao, J., 2005, "Understanding the Positive Announcement Effects of Private Equity Placements: New Insights from Hong Kong Data", *Review of Finance*, 9(3): 385-414.

## 附錄

附表 1：長期 AAR[-7,+120]檢定結果-法令修訂前後樣本比較

事件日	2005.10 前樣本	t 值	2005.10 後樣本	t 值
-7	-0.1107	-0.1798	-0.2993	-0.6934
-6	0.5860	0.9536	0.0178	0.0413
-5	1.2278	1.9971**	0.2598	0.6019
-4	0.2934	0.4770	0.5655	1.3116
-3	0.0768	0.1249	-0.2118	-0.4907
-2	-1.0033	-1.6308	0.3977	0.9218
-1	0.2552	0.4150	-0.8681	-2.0104**
0	0.6121	0.9966	0.5455	1.2650
1	-0.5948	-0.9664	0.5867	1.3610
2	0.5080	0.8268	0.0711	0.1649
3	0.1855	0.3012	0.3788	0.8779
4	0.6795	1.1029	0.5315	1.2318
5	0.9288	1.5104	0.1080	0.2501
6	1.2171	1.9782**	0.2664	0.6172
7	0.4801	0.7809	-0.0267	-0.0618
8	0.4538	0.7384	-0.3174	-0.7361
9	-0.2354	-0.3832	-0.3470	-0.8048
10	-0.3039	-0.4944	0.5688	1.3194
11	0.3527	0.5736	0.5463	1.2665
12	-0.1199	-0.1949	0.8460	1.9602**
13	0.5034	0.8194	-0.2186	-0.5070
14	0.8870	1.4420	-0.7086	-1.6426
15	-0.1426	-0.2320	-0.6153	-1.4273
16	0.4410	0.7162	-0.2445	-0.5671
17	-0.5378	-0.8744	0.1007	0.2335
18	0.3277	0.5331	0.4606	1.0664
19	0.2362	0.3839	-0.0462	-0.1072
20	-0.6913	-1.1243	-0.2505	-0.5782
21	-0.8841	-1.4390	-0.5285	-1.2256
22	-0.7471	-1.2144	0.4034	0.9348
23	-0.7004	-1.1399	0.2773	0.6405
24	0.0218	0.0355	-0.7015	-1.6245
25	0.5992	0.9742	0.3011	0.6981

事件日	2005.10 前様本	t 値	2005.10 後様本	t 値
26	-0.6404	-1.0416	-0.0898	-0.2080
27	-0.6069	-0.9867	-0.4388	-1.0161
28	-1.4602	-2.3743**	-0.7234	-1.6766*
29	0.1179	0.1917	0.6294	1.4580
30	1.0411	1.6945*	0.2578	0.5977
31	0.0463	0.0753	-0.1616	-0.3737
32	0.4672	0.7596	-0.0323	-0.0749
33	-0.1207	-0.1965	-0.0989	-0.2288
34	-0.0643	-0.1046	0.0816	0.1889
35	0.8317	1.3538	-0.3455	-0.7999
36	0.1236	0.2008	-0.6062	-1.4055
37	0.5710	0.9293	0.1150	0.2654
38	0.7805	1.2700	-0.3810	-0.8823
39	0.5784	0.9409	-0.3339	-0.7728
40	1.2462	2.0281**	0.2681	0.6195
41	-0.6241	-1.0158	0.5732	1.3264
42	-0.4582	-0.7451	-0.4656	-1.0778
43	0.5388	0.8768	-0.0986	-0.2283
44	0.0382	0.0622	0.1453	0.3363
45	-0.1369	-0.2227	-0.0397	-0.0922
46	0.9803	1.5949	-0.0623	-0.1440
47	0.1446	0.2354	-0.0080	-0.0185
48	0.7408	1.2058	0.2192	0.5053
49	-0.7547	-1.2272	0.2067	0.4785
50	-0.2242	-0.3646	-0.3124	-0.7188
51	1.7491	2.8467***	0.8342	1.9265
52	0.5778	0.9400	-0.1981	-0.4585
53	0.0940	0.1528	-0.2661	-0.6150
54	-0.7270	-1.1829	0.1916	0.4423
55	0.5537	0.9015	-0.4410	-1.0188
56	-0.2575	-0.4189	0.6147	1.4221
57	-0.3605	-0.5860	-0.2498	-0.5792
58	0.4857	0.7907	-0.6431	-1.4906
59	-1.0139	-1.6505*	0.6973	1.6139
60	-0.1108	-0.1803	0.2743	0.6357
61	-0.5245	-0.8536	-0.4108	-0.9513

事件日	2005.10 前様本	t 値	2005.10 後様本	t 値
62	-0.2405	-0.3904	-0.4381	-1.0103
63	0.0621	0.1011	-0.6449	-1.4915
64	-0.1769	-0.2878	-0.3257	-0.7525
65	-0.2245	-0.3642	0.2978	0.6902
66	-1.1782	-1.9155*	-0.0442	-0.1023
67	-0.6528	-1.0627	1.0457	2.4140**
68	-0.0168	-0.0273	-0.2388	-0.5535
69	1.2314	2.0022**	0.3154	0.7307
70	0.0163	0.0265	0.1296	0.2999
71	0.3979	0.6453	0.8311	1.9211*
72	0.2098	0.3408	0.7154	1.6565*
73	0.6133	0.9970	0.4721	1.0945
74	-0.5656	-0.9196	-0.2043	-0.4734
75	-0.4892	-0.7949	-0.2014	-0.4656
76	0.5107	0.8314	0.2679	0.6210
77	-0.3663	-0.5959	-0.6739	-1.5520
78	-0.8110	-1.3199	-0.2322	-0.5372
79	-0.7772	-1.2646	-0.4352	-1.0049
80	0.4254	0.6924	0.4230	0.9749
81	0.0652	0.1061	0.4018	0.9305
82	-0.7748	-1.2603	-0.6067	-1.4036
83	0.4097	0.6669	-0.7089	-1.6408
84	0.2035	0.3312	-0.0645	-0.1494
85	-0.0426	-0.0693	-0.1549	-0.3582
86	1.1384	1.8519*	0.0402	0.0930
87	-0.4100	-0.6660	-0.5029	-1.1619
88	1.2774	2.0778**	-0.6407	-1.4840
89	0.3965	0.6442	-0.0928	-0.2143
90	-0.4756	-0.7734	-0.3063	-0.7074
91	0.0056	0.0091	-0.0157	-0.0362
92	-0.2530	-0.4117	-0.0299	-0.0690
93	-0.1535	-0.2497	-0.3841	-0.8812
94	0.2592	0.4214	-0.5882	-1.3627
95	-0.0261	-0.0425	-0.0173	-0.0402
96	0.2416	0.3931	-0.3893	-0.9050
97	0.4860	0.7911	-0.5307	-1.2338

事件日	2005.10 前樣本	t 值	2005.10 後樣本	t 值
98	0.1349	0.2194	0.6147	1.4274
99	0.8954	1.4571	-0.4283	-0.9938
100	-0.6939	-1.1283	-0.6558	-1.5253
101	-0.5597	-0.9105	0.1916	0.4452
102	0.1009	0.1642	-0.4929	-1.1461
103	0.2900	0.4721	-0.3393	-0.7859
104	-0.2310	-0.3758	-0.4342	-1.0082
105	0.0049	0.0080	-0.4772	-1.1099
106	-0.5098	-0.8298	-1.1299	-2.6232***
107	1.0255	1.6650*	0.0146	0.0340
108	-0.1019	-0.1657	0.1685	0.3991
109	0.3880	0.6315	0.6931	1.6374
110	1.1358	1.8479*	0.7921	1.8767*
111	1.2461	2.0274**	0.9151	2.1655**
112	0.1135	0.1847	-0.8739	-2.0700**
113	0.0821	0.1336	0.0057	0.0135
114	-0.4036	-0.6566	-0.3286	-0.7776
115	0.0429	0.0697	0.6225	1.4758
116	0.8349	1.3584	-0.1932	-0.4573
117	-0.0874	-0.1422	0.6932	1.6412
118	1.0405	1.6921*	0.0212	0.0501
119	0.2034	0.3309	0.0150	0.0356
120	-0.6217	-1.0105	0.0853	0.2018

註：\*，\*\*及\*\*\*分別表示顯著水準為 10%，5%及 1%（雙尾 t 值檢定）

附表 2：長期 CAAR[-7,+120]檢定結果-法令修訂前後樣本比較

事件日	2005.10 前樣本	t 值	2005.10 後樣本	t 值
-7	-0.1107	-0.1798	-0.2993	-0.6934
-6	0.4754	0.7736	-0.2815	-0.6520
-5	1.7032	2.7703***	-0.0217	-0.0501
-4	1.9966	3.2463***	0.5439	1.2614
-3	2.0733	3.3729***	0.3321	0.7694
-2	1.0701	1.7394*	0.7298	1.6916*
-1	1.3252	2.1553**	-0.1383	-0.3203
0	1.9373	3.1543***	0.4072	0.9443
1	1.3426	2.1815**	0.9939	2.3056**
2	1.8506	3.0118***	1.0650	2.4701**
3	2.0361	3.3063***	1.4438	3.3458***
4	2.7156	4.4074***	1.9753	4.5783***
5	3.6443	5.9268***	2.0833	4.8236***
6	4.8614	7.9015***	2.3497	5.4433***
7	5.3415	8.6880***	2.3230	5.3781***
8	5.7954	9.4289***	2.0056	4.6512***
9	5.5600	9.0495***	1.6586	3.8471***
10	5.2561	8.5524***	2.2274	5.1666***
11	5.6087	9.1225***	2.7738	6.4301***
12	5.4888	8.9167***	3.6197	8.3872***
13	5.9922	9.7534***	3.4011	7.8892***
14	6.8792	11.1828***	2.6925	6.2415***
15	6.7367	10.9633***	2.0773	4.8187***
16	7.1777	11.6557***	1.8327	4.2506***
17	6.6399	10.7972***	1.9335	4.4812***
18	6.9676	11.3356***	2.3940	5.5430***
19	7.2038	11.7073***	2.3478	5.4456***
20	6.5125	10.5918***	2.0974	4.8415***
21	5.6284	9.1613***	1.5689	3.6383***
22	4.8813	7.9342***	1.9722	4.5707***
23	4.1809	6.8049***	2.2496	5.1960***
24	4.2028	6.8334***	1.5480	3.5845***
25	4.8019	7.8078***	1.8491	4.2875***
26	4.1615	6.7683***	1.7593	4.0748***
27	3.5546	5.7792***	1.3205	3.0575***

事件日	2005.10 前様本	t 値	2005.10 後様本	t 値
28	2.0945	3.4058***	0.5970	1.3837***
29	2.2124	3.5958***	1.2264	2.8410***
30	3.2536	5.2953***	1.4842	3.4413***
31	3.2999	5.3698***	1.3227	3.0592***
32	3.7671	6.1244***	1.2904	2.9930***
33	3.6464	5.9361***	1.1915	2.7561***
34	3.5821	5.8274***	1.2731	2.9458***
35	4.4138	7.1847***	0.9276	2.1474**
36	4.5373	7.3745***	0.3213	0.7450
37	5.1083	8.3133***	0.4363	1.0072
38	5.8889	9.5817***	0.0553	0.1281
39	6.4673	10.5200***	-0.2786	-0.6448
40	7.7135	12.5533***	-0.0105	-0.0243
41	7.0893	11.5375***	0.5627	1.3020
42	6.6311	10.7831***	0.0971	0.2247
43	7.1699	11.6672***	-0.0015	-0.0035
44	7.2082	11.7299***	0.1438	0.3329
45	7.0712	11.4997***	0.1041	0.2415
46	8.0515	13.0996***	0.0418	0.0967
47	8.1961	13.3417***	0.0338	0.0783
48	8.9369	14.5463***	0.2530	0.5833
49	8.1822	13.3040***	0.4597	1.0640
50	7.9580	12.9445***	0.1473	0.3390
51	9.7071	15.7984***	0.9815	2.2667**
52	10.2849	16.7315***	0.7835	1.8139*
53	10.3789	16.8801***	0.5174	1.1956
54	9.6519	15.7037***	0.7089	1.6367
55	10.2056	16.6151***	0.2680	0.6191
56	9.9481	16.1853***	0.8827	2.0421**
57	9.5876	15.5831***	0.6329	1.4678
58	10.0733	16.3965***	-0.0102	-0.0236
59	9.0595	14.7481***	0.6871	1.5903
60	8.9487	14.5653***	0.9614	2.2285**
61	8.4242	13.7095***	0.5506	1.2748
62	8.1837	13.2816***	0.1125	0.2594
63	8.2458	13.4223***	-0.5324	-1.2314



事件日	2005.10 前様本	t 値	2005.10 後様本	t 値
64	8.0689	13.1253***	-0.8582	-1.9825**
65	7.8444	12.7258***	-0.5603	-1.2985
66	6.6662	10.8379***	-0.6045	-1.3988
67	6.0134	9.7891***	0.4411	1.0184
68	5.9966	9.7445***	0.2024	0.4691
69	7.2280	11.7527***	0.5177	1.1996
70	7.2443	11.7915***	0.6473	1.4980
71	7.6422	12.3930***	1.4784	3.4174***
72	7.8519	12.7565***	2.1938	5.0796***
73	8.4652	13.7614***	2.6659	6.1809***
74	7.8996	12.8440***	2.4616	5.7025***
75	7.4105	12.0430***	2.2602	5.2270***
76	7.9212	12.8955***	2.5281	5.8607***
77	7.5549	12.2916***	1.8542	4.2702***
78	6.7438	10.9748***	1.6220	3.7528***
79	5.9666	9.7078***	1.1868	2.7402***
80	6.3920	10.4035***	1.6098	3.7102***
81	6.4572	10.5067***	2.0116	4.6585***
82	5.6824	9.2423***	1.4049	3.2504***
83	6.0920	9.9181***	0.6960	1.6110
84	6.2955	10.2451***	0.6315	1.4625
85	6.2530	10.1798***	0.4766	1.1023
86	7.3914	12.0240***	0.5168	1.1957
87	6.9814	11.3407***	0.0140	0.0323
88	8.2588	13.4331***	-0.6267	-1.4516
89	8.6553	14.0614***	-0.7195	-1.6617*
90	8.1798	13.3026***	-1.0258	-2.3692**
91	8.1854	13.3123***	-1.0415	-2.4027**
92	7.9323	12.9051***	-1.0714	-2.4722**
93	7.7788	12.6546***	-1.4555	-3.3395***
94	8.0380	13.0703***	-2.0437	-4.7344***
95	8.0119	13.0383***	-2.0610	-4.7951***
96	8.2535	13.4277***	-2.4503	-5.6962***
97	8.7394	14.2271***	-2.9810	-6.9301***
98	8.8743	14.4373***	-2.3663	-5.4948***
99	9.7697	15.8985***	-2.7946	-6.4849***

事件日	2005.10 前樣本	t 值	2005.10 後樣本	t 值
100	9.0758	14.7567***	-3.4504	-8.0249***
101	8.5161	13.8550***	-3.2589	-7.5733***
102	8.6170	14.0220***	-3.7518	-8.7232***
103	8.9070	14.5008***	-4.0911	-9.4760***
104	8.6761	14.1160***	-4.5252	-10.5083***
105	8.6810	14.1111***	-5.0024	-11.6336***
106	8.1712	13.3021***	-6.1323	-14.2371***
107	9.1967	14.9314***	-6.1177	-14.2104***
108	9.0949	14.7938***	-5.9492	-14.0937***
109	9.4829	15.4354***	-5.2561	-12.4172***
110	10.6186	17.2760***	-4.4640	-10.5766***
111	11.8648	19.3036***	-3.5490	-8.3986***
112	11.9783	19.4918***	-4.4229	-10.4758***
113	12.0603	19.6284***	-4.4172	-10.4444***
114	11.6568	18.9651***	-4.7457	-11.2327***
115	11.6996	19.0324***	-4.1233	-9.7758***
116	12.5345	20.3944***	-4.3165	-10.2156***
117	12.4471	20.2463***	-3.6233	-8.5780***
118	13.4875	21.9342***	-3.6021	-8.5275***
119	13.6910	22.2711***	-3.5871	-8.4979***
120	13.0693	21.2450***	-3.5018	-8.2831***

註：\*，\*\*及\*\*\*分別表示顯著水準為10%，5%及1%（雙尾t值檢定）