

國立交通大學

管理學院財務金融學程碩士班

私募的股東財富效果及影響公司進行私募
財務特性分析

Stockholders wealth impact of private placement and the
company related financial characteristics



指導教授：鍾惠民博士

研究生：蘇德威

中華民國九十七年十二月

私募的股東財富效果及影響公司進行財務特性分析
Stockholders wealth impact of private placement and the company
related financial characteristics

研究生： 蘇德威

Student : Sue, Der-Wei

指導教授： 鍾惠民博士

Advisor : Dr. Chung, Hui-Min

國立交通大學

管理學院財務金融學程碩士班



Submitted to College of Management
National Chiao Tung University
In Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of
Master
In Finance
December 2008
Hsinchu, Taiwan, Republic

中華民國 九十七 年 十二月

私募的股東財富效果及影響公司進行財務特性分析

學生：蘇德威 指導教授：鍾惠民博士

國立交通大學

管理學院財務金融學程碩士班

中文摘要

我國自2001年與2002年通過「公司法」與「證券交易法」的相關修正條文，引進「私募」制度。企業針對特定的法人機構或符合一定資格的自然人發行有價證券，籌募資金，不公開對外募集，無須交付公開說明書給應募人，也不須請證券承銷商評估、律師審核。因法令限制應募人的相關資格條件，需專業及有財力的人士方可認募，故金管會對私募企業採事後報備的管理程序，而對財務困難的企業，則可以加快資金到位速度。

本文嘗試分析私募權益證券，其宣告對公司股東財富價值之影響，及相關私募公司財務特性，實證結果如下：

一、宣告效果：

如果公司曾有過財務危機，則宣告日雖為正面報酬，並不顯著。但其累積平均異常報酬率連續5日皆為負數，其30日的累積平均異常報酬率，呈下滑的趨勢，顯示私募並無提高投資人對公司未來信心。

如果是財務體質正常公司，則有顯著正面的異常報酬，顯示市場對管理者提高股權比例，或有外部監督股東，持正面的看法。

如為策略聯盟目的，有正面的報酬，但宣告日前二日則有異常正面報酬，似乎私有資訊已先流出。

綜上所論，公司私募不論有無財務危機的情形下，宣告日皆會產生正面的報酬。但若曾有財務危機，則會產生負面的累積平均異常報酬。事件日的5日內，

其累積平均異常報酬皆呈上升趨勢，但三十日的累積平均異常報酬皆回到當初起漲點。

二、財務特性：

跟發行權益證券的公開現金增資比較，私募公司財務特性的每股盈餘，負債比例、淨值報酬率、流動比例不佳情形顯著，企業會考量是否容易從市場上募集所需資金，主管機關是否會核准其公開募集有價證券，及銀行是否願意貸更多款項。從實證得到的財務特性因素，會走向私募的公司，一般而言，大多數企業都財務結構有惡化的現象。



關鍵字：私募、公司治理、財務危機

Student : Sue ,Der-Wei

Advisor : Dr. Chung ,Hui-Min

Degree Program in Finance
College of Management
National Chiao Tung University
Abstract

The Legislative Yuan in Taiwan passed the amended Securities and Future Act and Company Act in 2001, a public company may carry out private placement of securities with the following persons : natural persons, juristic persons meeting the conditions prescribed by the Competent Authority. An issuer shall not be required to deliver a prospectus to the subscriber, no application for approval to publicly offer ,no securities underwriters or lawyers to examine ,it may save enterprises cost. The Competent Authority adopts a rule of post-approval for private placement of securities, for financial crisis enterprises, the funds will speed up.

The study try to analyze private placement of securities, the declaration of private placement for stockholders wealth impact and related financial characteristics, empirical results as follows :

一、 declaration effect :

If the company ever occurred financial crisis, although declaration day is positive returns, but it's not significant, and accumulated abnormal returns is negative for the next 5 days. In 30 day accumulated abnormal returns, its curve is downward, it shows private placement declaration of the company can't raise individual investment confidence for the company in the future.

If the company doesn't occur financial crisis, it's significant positive returns, it shows the market is positive response for managers raise the proportions of owner's stock or outside stockholders may monitor the company operation.

If the company is for allied strategy, it's positive returns, not significant, but it has abnormal returns before 2 days on the declaration day. It seems that private information flows out in advance.

In summary, no matter whatever the company has financial crisis. It has positive returns on declaration day. If the company ever occurred financial crisis, it will produce negative accumulated abnormal returns on announcement period. First declaration within 5 days of private placement, average accumulated abnormal returns show uptrend, but after 30 days, the accumulated abnormal returns is almost the same as first declaration day.

二、 financial characteristics :

Compared with Seasoned Equity Offerings, the financial characteristics of private placement company, EPS, the proportion of liability to total equity, returns on net worth and current ratio are all significant, enterprises will consider that Raising capital is easier, The Competent Authority approve to issue securities and banks are willing to loan. From our empirical results, we find most corporate finance is deteriorate if the company raise of capital via private rather than public placement.

Keywords : private placement 、 corporate governance 、 financial crisis

誌謝

本論文能夠順利完成，首先要感謝指導鍾惠民老師耐心的協助與指導，從開始有想法、有概念、定題目、論文架構、文獻探討、到研究方法及步驟，一步一步地詳細而熱忱地的指導及建議，以致能突破各個階段的困擾及瓶頸，能逐步而順利的完成論文。

感謝財金所所有老師，讓我們從不同的課程及方向，指導我們進入財務金融的不同領域，從統計學、財務管理、債券、財務報表分析、投資學等基礎課程，逐漸深入到國際財管、企業購併、期貨及選舉權、高等財務管理、研究方法等較深入的課程。

感謝文山、賢麟、玉惠、淑芬等同班同學，求學時互相幫忙，協助蒐集資料，對論文的完成，也是功不可沒。大家彼此砥礪、督促，更使求學過程充滿精彩愉快的回憶。

感謝公司的同事及長官的愛護，對我在工作上的支持及學業方面的鼓勵，使我有較充裕的時間研讀課業。

特別感謝我的內人素芬，全力主持家務，沒有她的體諒與幫忙，我也無法抽出時間到學校完成課業並實現我的理想，在我修業期間，一手擔起照顧孩子，使我在課後有更多的時間讀書。

最後謹以本論文，獻給所有幫助我完成學業的良師益友們。

德威 謹誌於
交通大學財務金融學程碩士班
中華民國九十七年十二月

目錄

中文摘要.....	iii
Abstract.....	v
誌謝.....	vii
目錄.....	viii
表目錄.....	ix
圖目錄.....	x
一、緒論.....	1
1.1 研究動機.....	1
1.2 研究目的.....	8
1.3 研究架構.....	10
二、文獻回顧.....	12
2.1 公司治理文獻.....	12
2.2 私募有價權益證券文獻.....	15
三、研究方法與樣本說明.....	20
3.1 資料來源及標準.....	20
3.2 假說建立.....	21
3.3 研究方法.....	23
3.4 研究範圍及限制.....	32
四、實證結果與分析.....	33
五、結論與建議.....	44
5.1 結論.....	44
5.2 未來研究方向.....	46
參考文獻.....	48
附錄一.....	50



表目錄

表一：以股價為基準所計算之私募、現增折(溢)價比較.....	3
表二：上市櫃公司股票發行概況統計表.....	6
表三：企業私募的產業比重.....	7
表四：私募各產業分佈的統計.....	33
表五：一般產業私募的宣告效果.....	34
表六：重大財務危機公司私募的宣告效果.....	36
表七：正常財務體質的私募宣告效果.....	38
表八：策略聯盟公司的私募宣告效果.....	40
表九：羅吉斯迴歸分析.....	42
表十：自變數相關共變數矩陣.....	43



圖目錄

圖一： 研究流程.....	11
圖二： 事件研究法之時間線.....	25
圖三： 羅吉斯迴歸模型圖.....	29
圖四： 一般產業私募事件日前後五日的平均異常報酬.....	35
圖五： 一般產業私募事件日後三十日的累積平均異常報酬.....	35
圖六： 重大財務危機公司事件日前後五日的平均異常報酬.....	37
圖七： 重大財務危機公司事件日後三十日的累積平均異常報酬.....	37
圖八： 無財務危機公司事件日前後五日的平均異常報酬.....	39
圖九： 無財務危機公司事件日後三十日的累積平均異常報酬.....	39
圖十： 策略聯盟公司事件日前後五日的平均異常報酬.....	41
圖十一： 策略聯盟公司事件日後三十日的累積平均異常報酬.....	41



一、緒論

1.1 研究動機

私募，即是企業針對特定的法人機構或符合一定資格的自然人發行權益證券，籌募資金，不公開對外募集，無須交付公開說明書給應募人，資訊相對隱密。也不須委請主辦證券承銷商評估、律師審核該權益證券的發行，節省承銷相關費用，相對於一般投資人熟悉公開募集資金的承銷方式，其對象為不特定對象投資人，無資格的限制，而且主管機關要求公司強制揭露較多相關資訊，讓投資人能了解公司一般經營情況。

私募權益證券因其對象較少，發行公司較易與投資者溝通，甚至透過協商過程揭露私有資訊，且因募集對象多為機構法人或具有經驗之投資者，相對於不特定的投資大眾，他們具有專業的分析能力，願意且有能力負擔收集資訊的成本。因為私募投資者具有專業能力，故主管機關對私募之管理較寬鬆，讓企業籌資方式較簡便，籌資速度更快速，也因此有有心人鑽營下，產生弊端。

金管會於2002年提出修改證券交易法，效法國外資本市場，正式納入私募股票制度，活化市場資本通道，當企業需求資金，但礙於法規¹無法公開募集資金時，開啟了另一扇門，讓企業除了向市場公開的集資管道之外，也增加向特定人增資的彈性募資管道，只要股東會決議同意，一年內都可分次辦理募集權益證券，不必事前再向主管機關申請核准；另一方面，並修法解除「股票發行價格不得低於票面金額規定」²之限制，可符合市場現實需求及企業彈性募資的空間，加快資金到位速度。由於私募增資股排除公司法原股東優先認購的問題，企業可利用私募方式達到公開募集資金做不到的下列目標：

¹發行人募集與發行有價證券處理準則第4條

²證券交易法第157條

1. 形成策略聯盟，達成雙贏目標：韓國海力士(hynix)參與茂德科技私募，引進DRAM新製程技術及資金挹注，形成市場策略聯盟，挑戰DRAM龍頭霸主三星電子(Samsung Electronics)地位，預計全球DRAM版圖市佔率大舉洗牌。
2. 新經營者加入，形成另一種併購(acquisition)模式：如勁永國際引進日商資產管理集團 (Asset Managers Go. Ltd)，全面更換經營團隊，把企業帶領到新的方向，喚起投資人信心，隔年財報轉虧為盈。
3. 引進創業投資資金，可跨足不同產業領域：如萬海集團透過旗下轉投資創投公司認購陞技私募股票，本業為經營航運的傳統產業，一下子跨到電子科技產業，將集團多角化經營。
4. 鞏固內部經營權：大毅科技以私募方式尋求支援公司派的合作夥伴，進一步提高管理階層的股權比重，稀釋國巨科技股權，成功的在董監改選案取得完全優勢，避免國巨科技惡意併購。



從公司治理的定義來說，公司治理是管理不同利害關係人的利益。而私募並不符合OECD(Organization For Economic Co-operation Development)公司治理所提到「股東權利」(the rights of shareholder)及公平的對待股東(the equitable treatment of shareholders)基本精神，因為國內私募權益證券有人數及對象的限制³，大部分的股東失去藉由認購新股維持既有投票權比例，也不能參與私募增資所發行的新股，分享公司盈餘的機會，而且私募對象有其限制，董事會可藉由引進另外的策略夥伴或是內部人本身認購以提升其投票權比例及其對企業的控制權。

³證券交易法第43條之8。

從另外角度來看，私募增資的新股價格大多明顯低於市價，參與私募的特定人，是用折價的方式取得原始股東的權利，在私募導致增加新股數下，產生股份稀釋(stock dilution)效果，犧牲原本股東投票權的比例；更有甚者，若其認購價格低於帳面淨值，則原始股東權益被剝奪，產生股東財富移轉的現象。

一般而言，法令上為保護公司原有股東之權益，對私募增資的權益證券的流通轉讓有極其嚴格規定：持股未滿一年者不得轉讓其私募股票，一年以後也只能轉讓給符合法令特定人士；特股滿了三年，除非私募的股票符合金管會的上市條件，才可以再度公開市場掛牌交易，否則僅能私底下轉讓給其它人。因此私募的權益股權，有點類似公開發行公司(未上市櫃)的股票，明顯會有流動性的風險貼現的問題。對認購私募者而言，股權證券持有者為公司最後受益清償優先權的人，其負擔的企業經營風險最高。綜合上述推論，私募認購參考價格理論上應比一般公開募集的現金增資價格更低，將造成市價與認購價的價差。站在企業的立場，為使增資順利完成，通常其認購價格會較市價來的低，以促使市場投資人的熱烈參與申購，然而為避免傷害其原有股東權益，法令設有其下限規定⁴。

表一：以股價為基準所計算之私募、現增折(溢)價比較

(統計範圍2002~2006三月底)

項目	平均數	中位數	樣本數
私募股權	-19.76% ~ -20.83%	-28.85% ~ -32.33%	99
公開現增	2.31% ~ 3.61%	-3.64% ~ -4.40%	185

資料來源：許惠雲撰「台灣上市上櫃公司私募股權中之私人利益」

⁴承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則

私募權益證券價格訂定依據及特定人選擇之方式是由公司董事會所決定的，可能產生偏袒及圖利「特定人」操作空間及衍生公司內部人內線交易、掏空公司資產或借殼上市櫃等相關問題。像新普技私募案，某投資公司在消息公佈前，大量買進，並在訊息公布後，隨即拋售股票獲取鉅額利益，引起金管會證期局注意並移送檢調偵查；像銳普電子私募案，因引進不肖人士取得經營主導權，然後虛增營收，炒作股價，並且涉嫌掏空公司資產，被證交所打入全額交割股，最後銳普電子只能向法院申請重整和緊急處分，走向下市的命運。

而公司內部人賣出持股後認購私募股票，並無證券交易法「歸入權」⁵規定之適用，其賣老股認新股的差價空間，也為市場所質疑。若公司管理層為認購私募的特定人，利用所賺取之價差認購私募股票，則可掌握公司更多控制權，損害公司其它股東權益。由於私募定價、特定人等重要決策均係由股東會授權董事會，資訊揭露的品質常常是避重就輕，無法讓股東完全得知相關完全訊息，因此，私募明顯有損及公司治理的風險存在外，影響企業未來營運面發展之外，同時，也將會對相關投資人產生影響，間接衝擊股價表現。

一般而言，國內的企業主大多認為到股票市場籌資較有利，除了有先天資訊的不對稱，企業主較投資人有資訊的優勢，再加上資本市場可募集較多資金考量，因此，在股票看好時，企業主都有印股票換鈔票來換取更多財富的想法，因此現金募資為大多數上市櫃公司向外籌資的最佳管道。

Gompers, Ishii and Metrick(2003)認為如果公司有強而有力的股東權(shareholder rights)，其公司價值會比一般不重視股東權的公司來的高，產生較高的額外投資報酬，更低的股東代理成本(agency costs)，較少的購併活動。所以金管會立法的方向應朝協助保護多數股東權益來思考，不應被少數股東剝奪其應有股東的利益，儘速促進資本市場結構的完整，不要因私募制度的缺陷，造成未蒙其利，先受其害的現象。

⁵ 證券交易法 157 條:發行股票公司董事、監察人、經理人或持有公司股份超過百分之十之股東，對公司之上市股票，於取得後六個月內再行賣出，或於賣出後六個月內再行買進，因而獲得利益者，公司應請求將其利益歸於公司。

公開資訊觀測站的訊息顯示，大多數企業想要私募的理由不外乎是企業充實營運資金、償還銀行借款、改善財務結構、購買機器設備，以提升公司獲利機會及市場競爭力。也就是說，跟公開募集現金增資向股東伸手要錢的方法都很類似，差別只是公開募集為保護善良的多數投資人，需金管會的事前核准，嚴格把關。而私募募集對象都是有財力及專業的投資人，只需募集資金完畢後的十五日，事後向金管會報備。



表二：上市櫃公司股票發行概況統計表

單位：10億元

項目	2003		2004		2005		2006		2007 上半年度	
	件數	金額	件數	金額	件數	金額	件數	金額	件數	金額
現金增資	39	462	35	718	63	942	67	561	28	178
公司債	162	1,993	196	2,210	65	1,562	86	1,985	51	582
私募有價證券	39	79	66	162	79	1,093	155	1,095	60	199
國內小計	240	2,534	297	3,090	207	3,597	308	3,641	139	959
海外公司債	121	3,562	60	2,305	13	683	11	526	3	274
海外存託憑證(新股)	12	1,048	9	968	6	627	4	417	1	66
海外小計	133	4,610	69	3,273	19	1,310	15	943	4	340
合計	373	7,144	363	6,363	226	4,907	323	4,584	143	1,299

資料來源：證交資料551期

金管會的統計資料(表二)，企業私募的比重，不管從金額或比重來看，每2004年到2006年之間都呈現明顯上升的趨勢，甚至企業私募在2005年申請案件及金額已高於現金增資，而且有些上櫃公司一旦掛牌買賣後，甚至連一次現金增資都未曾做過，就直接走向私募之路，顯示私募已成為企業的重要籌資管道之一。

表三：企業私募的產業比重

2003 年度			2004 年度			2005 年度		
現金增資	公司債	合計	現金增資	公司債	合計	現金增資	公司債	合計
電子	電子	電子	電子	電子	電子	電子	電子	電子
71.80%	21.00%	30.90%	58.80%	26.10%	36.10%	42.30%	32.40%	36.60%
金融保險	金融保險	金融保險	金融保險	其他	金融保險	金融保險	其他	金融保險
17.80%	20.30%	19.00%	25.80%	16.80%	17.70%	33.20%	25.10%	27.20%
其他	其他	其他	化學生技醫療	運輸	運輸	鋼鐵	金融保險	其他
4.80%	17.60%	15.10%	6.30%	15.90%	11.80%	17.40%	22.70%	14.60%

資料來源：金管會證期局

從產業別來看 (表三)，私募金額幾乎集中在電子業，其次是金融保險業。94年度食品、電機、電纜及汽車等傳統產業，則未透過資本市場籌集資金。諷刺的是，私募原本是因傳統產業市場認同度不高，募資不易，股價多半跌到十元以下，因此希望政府能開放權益認股價格能夠低於面值，讓企業有再發展之契機，政府因此從善如流，引進國外的私募制度，而如今卻反而是電子業的救命恩人。

1.2 研究目的

在國外的研究報告中，良好的公司治理可以提升企業競爭力，而且公司治理機制對於公司價值具有重要影響，如La Porta (1999)、Claessens(2002)、Yeh (2001)、Gompers, Ishii and Metrick (2003)都有這樣的一致結論：認為如果公司治理差的公司，其股價報酬率明顯有較差的表現。

而私募明顯未公平對待所有股東，股價折價幅度又高於現金增資，沒有保障現有多數股東權益，然而國外股價的反映卻有異常的報酬，種種現象，不合乎公司治理的研究結果，也不合常理。根據國外的學者研究探討其私募報酬率異常現象的結果，主要認為監督(monitor)及證明(certification)兩大因素造成的。而本文作者任職的公司也曾私募過，其股價的反映也很熱烈，經觀察市場上的一些私募公司，似乎也有此一現象，因此引起作者的關心，想了解自從國內開放私募制度以來，是否相關個股在股票市場上會有異常報酬？

從前面表一可以明顯看出私募的金額在94年，已超過了公開募集的現金增資。在以往，國內企業只能從大眾公開募集資金，但針對體質不佳的企業而言，資金募集的愈來愈困難，造成企業經營的難關，而私募的彈性與便利，成為企業的另類選擇，因讓經營者「便宜行事」，造成有些不良的企業主利用此一漏洞套利，造成弊端。但也有企業引進外來的經營團隊，解決企業財務困難，業務蒸蒸日上。

關於私募的折價，由於金管會規定的私募參考價格之訂定，不得低於基準定價日前1、3、5個營業日擇一計算之普通股收盤價簡單算術平均數扣除無償配股除權後平均股價之80%，若其實際認購價格與參考價格差異差過20%，須請獨立專家表示意見。在國外的研究則認為私募金額、私募比例、公司規模、公司財務狀況、成長性與股價淨值比對其折價有其顯著的影響。

本文針對2005年至2006年，從公開資訊觀測站的私募專區，統計國內上市櫃對私募發行股權性質的證券共125家(普通股及特別股)，發行債務性質的證券共8

家(可轉換及普通)，但因私募債務性質樣本數太少，統計結果可能會有偏誤，所以本文擬不討論。本文主要探討的內容為

1. 私募的宣告效果對其公司的股東財富影響。分別以宣告前後五日檢檢是否有其正面的超額報酬?

2. 採用私募方式籌措資金的公司財務特徵。以現金增資的公司做一對照比較，以複迴歸方式，分析其各項財務變數其特性的解釋能力是否顯著。



1.3 研究架構

本論文共分五章，茲將各章節重要內容敘述如下：

第一章 緒論

本章說明本研究研究動機與目的、研究主題，並簡要介紹研究流程。

第二章 文獻探討

本章包含介紹國內外私募宣告效果及公司治理的相關因素探討的文獻。從本章中可以瞭解到國內外學者私募因素的實證。

第三章 研究方法

本章說明本研究主題的研究方法，解釋樣本選取的時間、資料的來源、樣本分布，變數定義與衡量。

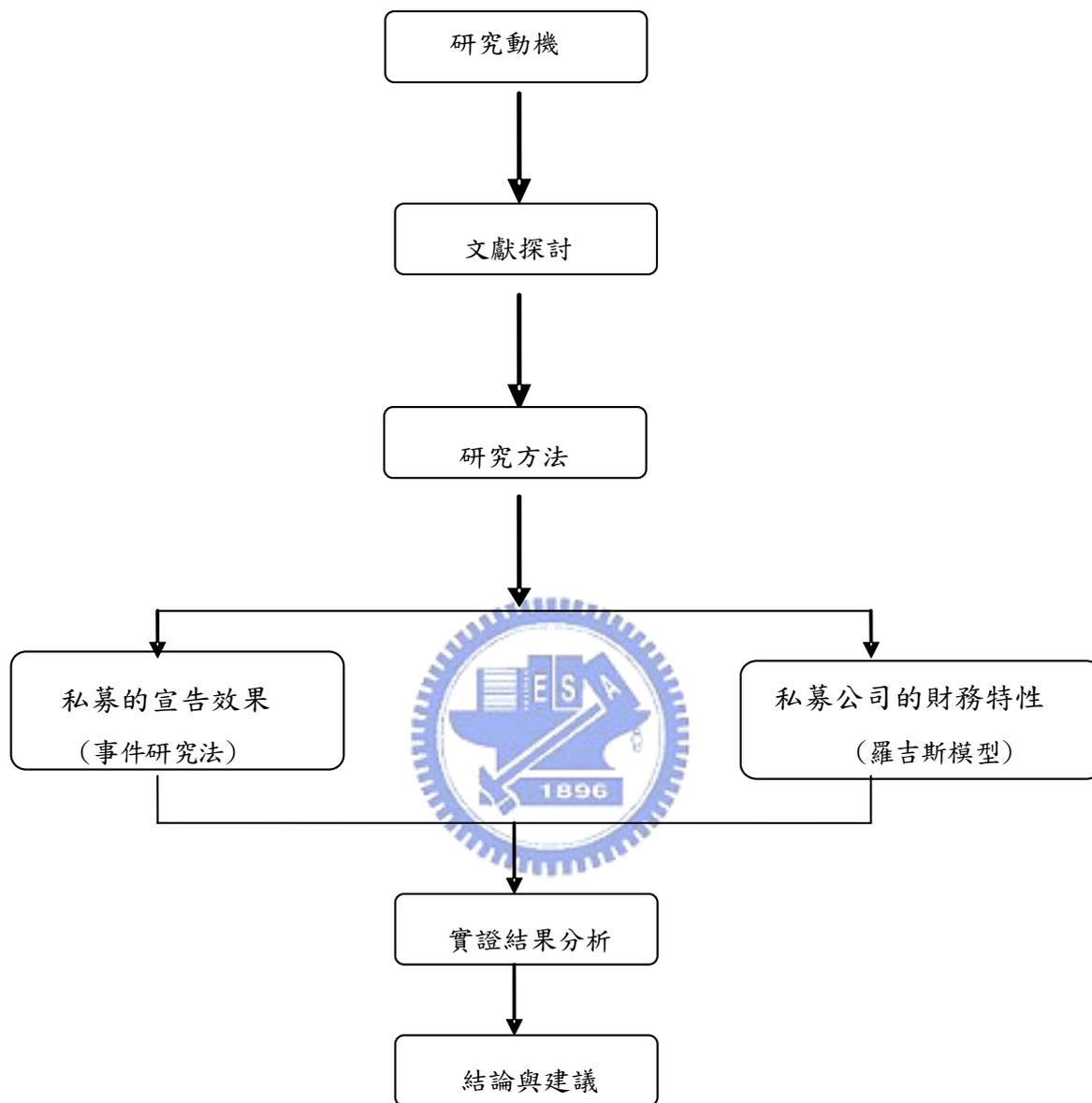
第四章 實證結果與分析

本章首先分析全體樣本的宣告效果，並分別檢驗是否有財務危機對私募宣告效果的影響，並探討私募公司的財務特性。

第五章 結論

針對研究結果做成結論，及建議未來研究方向。





圖一：研究流程

二、文獻回顧

2.1 公司治理文獻

Gompers, Ishii, Metrick (2003)使用24項公司治理指標(governance index)來代替股東權與管理階層的平衡程度，他們實證後的結果最強股東權的公司前1/5 比起最差1/5的股東權公司，在同段期間內，每年多了8.5%報酬。他們發現公司治理跟股價報酬有強烈相關性，弱勢的股東權將造成公司經營績效不張，增加額外的代理成本。如果市場低估了這些代理成本，公司的股價報酬及經營績效將比預期的更差。若股東很難更換經營者，或需要付極大代價，則經營者更容易掠奪私人利益，不當的過度投資，及特權消費(perquisite consumption)。實證的結果顯示，因此公司治理指標每差一分，Tobin's Q也會降低11.4%。

Cremers and Nair(2005)發現有公司有外部市場治理和內部的股東監督是有力的互補，實證的結果指出有強烈的股東監督將產生10-15%的報酬，有外部市場治理將產生8%的報酬。Eore, Guay and Rusticus(2005)也持同樣的看法，缺乏強而有力的股東權，明顯公司的經營績效低落。他們使用分析師的盈餘預測及盈餘宣佈的報酬率來替代投資人預測。他們發現投資人及分析師對公司的經營績效產生差異並不感到驚訝，投資人及分析師也預測可能有這樣的績效差異，其所造成的異常報酬是來自於股東權的預測差異，他們認為公司治理好壞是已知的事實，而且如果好的公司治理長期可以增加報酬，則必產生制式差異的經營績效，市場上的反應也會十分意外此一制式績效差異。雖然股價的報酬會跟公司治理相關，然而股價報酬難以解釋公司治理不佳會有些無報酬影響的實質成本，但只要投資人不重視它的話。此外他也認為目前的資本資產定價模型也不夠完美。

Cremers and Nair (2005)則認為公司治理分兩大類，一是內部治理，它主要包括大股東及董事會，另一是外部治理，它主要包括接管條款和市場對公司監督。僅使用接管防禦的三項指標：分次改選的董事會(staggered board)，毒藥丸(poison

pill), 限制股東可以投票召開特別會議, 實證使用投資組合模擬發現買進有高度接管意願及大股東有高度所有權的公司, 賣出有高度接管意願及大股東無高度所有權的公司, 將產生10-15%的異常報酬。他們認為大股東的所有權比例十分重要, 會影響自願接管的存在, 而且只有積極的大股東, 市場對公司監督才會有效。

Gordon and Pound(1993)認為內外部的公司監理機制是可以替代, 此消彼長, 也就是一個強而有力的股東權加上有許多防禦接管條款的公司跟沒有股東監督加上很少的防禦接管條款的公司的其公司治理程度是類似的。Gillan and Starks (2003)也發現董事會有較大獨立性的公司, 比較不容易被接管。而內部治理與外部監督是互補的, 特別是跟公司長期績效有關連。

Yun(2006)則以公司治理在管理現金及約當現金和銀行貸款決策的流動性選擇作其實證。實證認為公司治理對公司的流動性選擇有明顯影響, 現金的餘額跟流動性準備與公司治理成正相關。他認為公司流動性準備反應出管理者的自主性, 由於管理者對現金可以完全掌握控制, 具有營運上的彈性, 但將使公司暴露現金未謹慎管理的過度投資。好的公司治理可以限制管理者藉著揮霍現金來達成其夢想做到的野心。若為銀行貸款, 則必須接受更多的監督與條約限制, 缺點則為增加銀行相關的成本。因此, 有好的公司治理, 則能有效監督公司營運及限制現金的使用, 帳上有大量的現金及約當現金是對好的管理制度有信心的象徵。

小結：

1997年亞洲金融危機發生後, 公司治理重新被探討研究。而2001年安隆事件(Enron)及2002年世界通訊(Worldcom)會計作帳手法的企業醜聞, 更喚起世人對公司治理的重視。從上述國外學者的實證, 都認為好的公司治理, 不僅法人持股比例高, 大股東的形成也會對公司管理者的產生監督與制衡, 其股價的資本報酬也比不佳的公司治理來的高。

麥肯錫顧問公司(Mckinsey & company)2000年研究顯示, 公司治理績效較佳的公司, 在相同的發行條件下, 投資人願意支付較高的公司治理溢價。因此公司治

理的良窳不只影響相關利害關係人的權益，也對公司經營體質的制度面與整體企業競爭力有重大的影響。

反觀國內發生財務危機的公司，不難發現其公司管理者掏空資產，利用內線交易，利益輸送，並運用交叉持股，掌握子公司的控制權，導致每股現金流量與股權所有權嚴重偏離。因此，主管機關有鑑於此，開始推動國內公司治理的風氣，並在法令上頒布公司治理實務，將可提高國內外投資人對台灣資本市場的信心及公司財務透明度。



2.2 私募有價權益證券文獻

Cronqvist and Nilsson(2003)認為控制權是公司應該發行何種權益股權證券最主要考量，其研究瑞典的1986–1999上市公司私募資料結果發現：公司內主要股權結構若以家族為主，而其持有股份安全邊際愈低者，為避免控制利益遭到稀釋，愈會避免公開現金增資發行股份，以減少家族控制權喪失；若考量策略聯盟或產品市場為主要決定因素的話，因股份所有權的結盟可使彼此利益結合，並可減少時間耽誤的成本，傾向選擇私募方式成為企業夥伴。在某些情況下，私募可因引進有誘因監督公司的大股東來降低所謂代理成本。

La Porta, Silanes and Shleifer(1999)則認為不管在富裕的國家或正在開發中的國家，很多學者都發現多數的公司都有控制股東，而且都有所有權高度集中的現象。大部分的公司表面看來是持股分散的，但實際分析公司最終所有權後，控制股東會大量的使用金字塔結構來控制大公司的經營管理，如果控制權與實質的現金流量權偏差愈大，則可獲取的私人控制利益也會愈大，從實證的例子來看，採金字塔結構的公司最上層的控制股東，明顯其控制權小於其現金流量權，也並非如我們所一般認知的多數公司是所有權與控制權分離的，這些公司的經營管理除了無持股專業經理人，也包含了控制股東，無須對股東負責。名義上，雖然控制股東都會積極主動參與公司治理，主動監督管理者和促使公司的利益最大。事實上，有些控制股東是高階管理者。而控制股東的部分財富來自於控制權的利益，可以潛在剝奪少數股東權益。

Grossman and Hart (1987) 和 Harris and Raviv (1988) 認為當私人控制利益偏高時，其一股股票價值相對於該股的投票權將會偏差甚大，形成了控制股東與少數股權的代理衝突，雖然可以運用法律的力量來使其剝奪少數股東權益更加困難，而公司治理強調的資訊揭露可以改善此一情形。但是只要控制股東使用金字塔結構來造成股份所有權及控制權分離的現象，就無法形成真正的一股一票(one share one vote)。

Cronqvist and Nilsson(2003)也認為若公司有存在著極端資訊不對稱 (information asymmetries)，只有現有的控制股東才了解公司真實的價值，且認為公司價值目前已被低估，則會選擇私募為主要發行新股的方式，由於私募會有折價的情形，因此所募集到的資金產生的直接成本比起其它募資成本的管道高出甚多。

Hertzel and Smith (1993) 認為指出私募至少平均折價 20%，那為什麼公開發行公司仍會選擇私募做為募資的管道呢?最主要的原因是經由策略聯盟持股變成事業夥伴可以減少所謂的道德危機成本(moral hazard cost)及經由現有的股東再投資可減少逆選擇成本(adverse selection costs)，因此抵銷了高額的直接發行成本。

Wruck(1989) 認為相對於一般現金增資將引起所謂的負面報酬，私募在宣告日時則約有4.5%的異常報酬，即使管理者有機會創造自利的交易而損害股東的權益，但私募的決策仍會增加股東的財富，原因是提高管理者股份所有權比例會促使管理層及股東的利益更加密切。所以影響公司價值主要跟股權所有權的集中度改變有強烈相關和現有認募者對現在或未來對公司關係變化而定。股價折價則是因來自補償其監督的成本。Dennis and Liu(2008) 也認為不管是公開發行債務或私募債券，只要公司此債券沒有監督(意即沒有任何評等)，公司的股價將會同時出現負面的反應。由上可知，從一些私募文獻實證，股權增減異動，會帶來公司經營監督的變化，對公司產生的股價影響因素之一。

Hertzel and Smith(1993)則以實證的例子，私募所帶來股本異常的正面報酬，對股本小的公司資本的而言，資訊效果比所有權結構更重要，他對股份所有權結構提出另一種看法，由於股本大的公司，股票流動性佳，管理層持股比率低，相對於管理層股本集中，易發生財務危機的小公司而言，私募而導致股份所有權結構變化明顯相對不重要，所以私募應該是資本融資事件，而非股份所有權股份比率重新分配。實證的結果也發現當私募若導致只有一個控制所有權，而無任何其它監督管理者介入公司經營，市場將是負向反應此一資訊。而資本市場對私募的

股價反應，可以反應出資訊不對稱(information asymmetry)及預期股份所有權改變的效果。雖然私募股票缺少流動性可以解釋部份折價，但如果跟同期的公司債比較其流動性，卻無法解釋為什麼要13.5%的巨幅折價?他分析的結果發現是因為這類的公司難以評定真正價值和認募人需要更多的資源去評量其公司低估價值的程度所發生資訊成本。而私募所產生其異常報酬則是反應出公司有利多的資訊，公司真實價值被低估。所以他認為資訊成本才是最重要的，管理層和大股東(>5%)股份私募的異常報酬來自於私募投資人的資訊成本。

Maug (1998)則從大股東因市場是否具有流動性的誘因，可以順利監督公司來分析，他認為股票具有流動性的市場，可以減少公司監督成本及減少購入成本花費，讓想出售的股東可以立即變現，讓想介入經營管理者可立即購入，將可讓公司治理更加有效率，大股東監督產生的報酬是來自於他所創造出增加股價報酬的波動性，因持有股份高，大股東介入公司經營監督所產生資本報酬率極其明顯，而大股東也不會一直持有股票來分享公司的利潤，可以利用流動性市場來隨時買賣，但大股東必須保留最初持股比率，所以無法實現全部的股票資本利得。但如果市場欠缺流動性，買賣成本大為增加，大股東就會減少監督誘因，而會將其投資組合分散到更多的公司。當市場更具有流動性，買賣價差縮小，大股東可以藉由他來自公司比市場更多的私有資訊，大量交易順利將股票出售，補償其監督成本。當大股東想要介入經營績效不佳的公司時，如果市場缺少流動性，大股東會選擇成本較低方式處理，反之，市場流動性大，他會選擇最有效率的方式來選擇要接管(take over)或只要監督公司的經營。

Barclay , Holderness and Sheehan (2007)則提出不同與以前文獻不同的看法，他們認為大多數公司的私募認購者，很少為了監督公司而將自己放在管理者的位置或公司其它的重要職位，而且除非私募認購主動參與公司經營，否則，私募過後的一段時間，大部分公司價值會下降，而這點跟公司價值被低估的假設(Hertzel and Smith 1993)並不一致。實證的結果他認為介入(entrenchment)才是私募認購者對公司價值造成正報酬的主要因素。以前文獻認為監督與資訊成本的才

是私募認購者的假設，無法合理解釋大多數私募認購者都未進入董事會監督經營者，而且也無法解釋私募認購者積極介入公司經營活動則會帶來的公司正面的股票報酬，而相對的，無為者則為負面的股票報酬。他不認為巨額的私募認購者不會考量自己的利益，而無為者正是可以提高管理者的控制權。雖然不是所有私募案例中都會有類似”介入”的情形，在他研究的私募案例裏顯示：介入是個強烈因素，而私募股價折價是為了補償私募認購者的無為者的管理。

Jensen and Meckling(1976)提出利益收斂假說，認為當管理層持股比率增加時，與股東利益綁的更牢，若其決策損害股東權益，自己也將受害，故管理層會努力提高公司價值，管理層持股比率愈高，愈有誘因監督公司。

Jensen and Ruback(1983)提出鞏固職位假說，認為經理人持股比率與公司經營績效呈現負相關，或者無顯著之關係。當經理人持投比率低時，受到外部管理人力市場、產品市場以及公司接管市場之威脅，故其代理問題不嚴重，但是當經理人持股比率增加時，有足夠投票權或影響力鞏固職位，故從事特權消費之情形更加嚴重，使公司價值降低。

Shleifer and Vishny(1984)認為有大股東誘因監督管理者，管理者如被接管，必須付出部分的利益，因此大股東的出現具有舉足輕重的地位可以協助接管。Morck, Shleifer and Vishny(1988)與McConnell and Servaes(1990)之實證研究顯示董監事持股比率與公司價值呈曲線關係，董監事持股比率剛開始增加時雖會使公司價值增加，但增加到一定程度後，將掠奪其它股東利益，使公司價值下降。

Barclay and Sheehan(2001)則認為私募宣告所產生的超額報酬為假象，當私募宣告後，觀察較長期間的公司經營效率，其私募異常報酬大都為負，因私募認購者，其購入股票目的多為協助現有管理層鞏固經營權，提高股權比例，並無積極協助監督管理公司，故長期而言會使公司價值下降。

小結：

控制權是影響公司價值的重要因素之一，積極投資者通常扮演監督公司，參與公司管理，改善效率以提高公司價值。國外學者認為私募宣告產生超額報酬

，公司價值增加的原因來自於如果管理層認募其股票，私募過後股權集中度提高，管理層與股東的利益更趨一致，投資人對公司未來更有信心，而私募的折價是補貼大股東之監督成本。而若由公司外的認募者，則可強化公司治理，甚至介入經營管理，形成次大股東，產生對公司經營監督力量。

從資訊不對稱角度，私募宣告向市場上傳達公司價值被低估之訊息，公司內部人會選擇以私募方式發行新股，以獲取最大利益。



三、研究方法與樣本說明

3.1 資料來源及標準

本研究以上市櫃公司宣私募事件為樣本，樣本期間自2005年1月1日至2006年12月31日，所選取樣本做以下說明：

一、資料來源

依公開資訊觀測站的私募專區內的相關資料及重大訊息企業所公告私募事實發生日及臺灣經濟新報 (Taiwan Economic Journal, TEJ) 中上市櫃資本形成資料庫現金增資事件的首次宣告日。私募原計125個樣本，扣除未於重大訊息宣告日的公司及金融控股公司後，樣本共103家。事件日設定為在重大訊息公告之董事會決議私募日，若宣告當日非市場交易日，則以下一交易日替代。

同一段時間內募集的現金增資公司原計293個樣本，扣除TEJ 部份財務資料不完整及同家公司也曾在該段時間進行私募，只是因為募集資金時間順序不同。因此，為避免造成同家公司既有私募又有公開募集的，其財務比例幾乎一樣，故將其扣除，其公開募集現金增資樣本共142家。

確定事件樣本後，透過臺灣經濟新報資料庫蒐集所有樣本及大盤的每日報酬率及各年度財務比率做為探討的對象。

二、選樣標準

- (一)在臺灣證交所或櫃檯買賣中心掛牌公司。
- (二)事件日宣告日前交易量未滿250日者。
- (三)公司未於公開資訊觀測站輸入重大訊息者，無法確定事件日。
- (四)扣除金控業，因較其它一般產業經營及財務比率特殊。
- (五)現金增資失敗者，未於基準日完成募資的公司。

3.2 假說建立

經由前面國外文獻探討，國外股票的私募的宣告日確實是有異常報酬率的現象。而國內由於2002年法令才開放，相關文獻不多，因此本文就現有市場的觀察，探討國內市場對公司若採用私募方式發行股票股價反應，及一段時間其累積異常報酬結果，提出以下研究假說：

假說一：私募增資宣告日股價對一般產業的宣告效果

前面國外的文獻研究都認為私募是會帶來正面的異常報酬，其因素不外乎是公司價值被低估，或因引進新資金，產生所謂的監督效果。如果市場上有資訊不對稱的情形，目前私募的公司具有投資價值，產生正面訊號，引起市場投資人搶進，因此才有正的異常報酬。

而目前國內相關研究不多，本文測試私募權益證券宣告效果，針對台灣一般產業(不含金控)股票市場作檢驗，是否如同國外研究會出現異常報酬。

假說二：對曾有重大財務危機公司私募現金增資宣告日股價的宣告效果。

如果公司帶來負面的訊息，融資順位理論的代理成本將對公司價值造成負面影響，也就是當現金增資大多是用來償還債務，公司目前沒有較好的投資機會，預估公司未來的獲利下滑，甚至公司有繼續經營的疑慮時，那表示公司目前的股價可能被高估。

市場投資人如果憂心投入的資金立即被債權求償，公司財務缺口太大，資金無法滿足需求，並須承擔公司原本連帶保證債務。公司目前有永續經營的疑慮，無法使其脫胎換骨，增加公司價值與創造產業競爭力，預期私募對公司價值將具有負面反應。

假說三：私募增資宣告日股價對未曾有過重大財務危機的宣告效果。

根據Myers and Majluf (1984) 提出的融資順位理論，若是因為公司內部營運資金不足，需要向外部籌措資金，公司績效將改善市場投資人認為企業預估未來的獲利成長機會甚大，公司有正向盈餘，將對公司價值有正面影響。

因此公司經營未傳出有財務危機，私募有價股權證券將使內部人持股比例上升，提高控制權，促使管理階層、公司及小股東們的利益綁在一起，減少逆選擇的發生，預期私募對公司價值將具有正面反應。

假說四：策略聯盟公司的股價的宣告效果。

引進策略聯盟伙伴，可以強化公司營運所欠缺技術、關鍵零組件、產品、市場，因此以私募方式發行新股，將部分股權售予策略夥伴，取得營運所需資金，注入新的管理觀念。另因私募有嚴格再轉讓的規定，無法輕易出脫持股，可確保彼此長期合作關係，降低合夥關係之契約成本與監督成本。另一方面，藉由彼此聯盟合作，因應產業及外在環境快速變化，掌握產品上市時效，創造最大獲利。預期私募對公司價值將具有正面反應。

假說五：私募公司的一般財務特性。

開放私募制度的原因之一是因為通常有經營困難、經營績效不佳，公司無法立即自市場上籌措所需資金或從金融機構借款等管道。從樣本數發現，截至2008年9月已有樣本數10家公司已下市，樣本數的76家公司兩年內先後曾以公開募集方式或私募方式募集資金，而且其中的48家公司在同一年度以公開募集方式或私募方式來募集資金，顯示公司確有財務上的困難。本文將使用logistic迴歸方法，分析私募公司的財務指標特性。

3.3 研究方法

一、事件研究法

根據效率市場假說係探討資本市場的資訊內容以反映於股票價格上，本研究採用事件研究法檢視私募事件對公司價值的影響。

事件研究法是由Fama, Fisher, Jensen and Roll 於1969 年首先採用其後廣為財務、會計實證研究用來測試某一特定事件對公司股價(成交量)波動等變數的影響方向與幅度，以了解該特定事件如何影響股票報酬，雖然大多數利用事件研究法的實證研究，主要是觀察某一事件是否會引起股票的異常報酬率，但根據目前的文獻，事件研究法亦可用來探討當某一資訊或事件發生時，股價是否會有所改變〔Beaver(1968), Grant (1980)及McNichols and Manegold (1983)〕，所以多數的研究以股票的異常報酬率作為觀察的重點，目前利用事件研究法的相關文獻，大致可以分為四大類：

1. 市場效率性研究 (market effect studies)，這類的主題探討股票市場是否快速的，不偏的反映某項新資訊。
2. 資訊內涵之研究 (information content studies)，探討資訊有用性之研究，主要目的是評估股價對於某項資訊揭露的反應程度。
3. 解釋異常報酬率研究 (metric explanation studies)，主要目的是進一步瞭解影響異常報酬率之因素。
4. 方法論之研究 (methodology studies)，主要目的在於探討事件研究法之改進，並多以模擬方法 (simulation)進行。

事件研究首先要釐清事件日，樣本資料及研究期間、事件期及估計期。然後利用估計期的樣本觀察值來估計股票報酬均衡模式的參數，並以估計所得到之參數來預測事件期樣本的均衡預期報酬，最後比較樣本事件其實際報酬與預期報酬求得異常報酬，並針對此異常報酬進行統計檢定。

事件研究法相關步驟分析如下：

Step1：事件日之確定

先確立事件日。須以市場大眾接收到事件相關訊息的時間點為準，而非該事件實際發生的時間點。因私募為重大訊息，均需在公開資訊觀測站上公告其董事會決議日期，因此事件日定義為董事會通過日。

Step2：樣本資料及研究期間

確立事件日後，需設定觀察期，係數估計期及事件期。本研究以事件期前一年的交易日為股票報酬均衡模式參數之估計期，事件期為事件日前後5個交易日。以觀察市場對私募事件是否有所反應。

Step3：預期期望報酬與異常報酬率

計算每一樣本之平均異常報酬率以及累積平均異常報酬率。



Step4：檢定平均異常報酬(AAR)

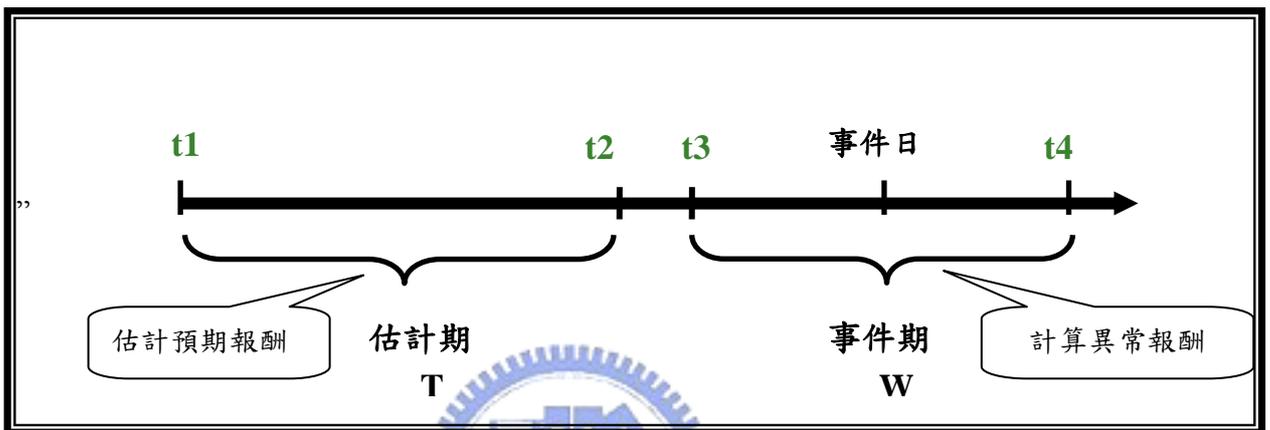
根據研究的研究目的及理論所建立之假設，進行統計顯著性檢定以及解釋。

以下建立股票報酬率預期模式與異常報酬率估計模式

定義各期間如下，並以時間線表示於圖二。

T：代表估計期的長度 ($W=t_2-t_1+1$)，用以估計股票預期報酬。本研究估計期的長度設定為事件期前的 250 天。

W：代表事件期的長度 ($W=t_4-t_3+1$)，用以計算股票異常報酬。本研究事件期的長度設定為事件日前後 5 天。



圖二：事件研究法之時間線

資料來源：沈中華及李建然著“事件研究法”

股票報酬率預期模式可以分為三大類：

1. 平均調整模式 (Mean Adjusted Returns model)

此模式假設個別證券在沒有所要研究事件的影響下，事件期各期的預期報酬率，為估計期之平均報酬率。

2. 市場指數調整模式 (Market Adjusted Returns model)

此模式假設個別證券在沒有所要研究事件的影響下，事件期當中之某一期的預期報酬率即為同期之市場報酬率。在事件日中，用市場大盤的報酬率代表個股的預期報酬率。

3. 風險調整法模式 (Risk-Adjusted Returns model)

該模式主要利用迴歸模式，將個別證券的系統風險，作為個別證券報酬率的預測因子。經過多年發展有許多的改良，如市場模型、資本資產定價模型、零 β 模式

、自我變異數模式及多指標市場模式等。其中又以市場模式最簡單且最被廣泛應用，因此本文使用此市場模型作實證研究來檢驗是否有異常報酬。

首先，以估計期資料利用普通最小平方法 (Ordinary Least Square, OLS) 建立個別證券的迴歸模型：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad , \quad t = t_1, \dots, t_2 \quad i = 1, 2, \dots, N \quad (3.1)$$

式中 R_{it} 為第 i 種股票在時點 t 的投資報酬率；

α_i 為截距項，為估計參數，指當市場投資組合報酬率 R_{mt} 為零時，股票 i 的期望報酬率；

β_i 為斜率，為估計參數，代表股票 i 的系統風險，以衡量個別證券的報酬率對市場投資組合的敏感性；

R_{mt} 為市場投資組合在時點 t 的投資報酬率；

ε_{it} 為誤差項，且 $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma)$ 。

因此個別證券在沒有所要研究事件的影響之下，事件期中某一期的預期報酬率即為：

$$E(\hat{R}_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mE} \quad , \quad E \in W = [t3, t4] \quad (3.2)$$

式中 $\hat{\alpha}_i$ $\hat{\beta}_i$ 於估計期計算得出，並假設它們不會變，亦適用於事件期，此稱為沒有結構改變的參數模型；

R_{mE} 為事件期某天的大盤報酬率；

W 為事件期長度，範圍是 $t3 \sim t4$ 。

接下來則是估計事件期，以事件期的實際報酬率減去預期報酬，計算每一證券因事件宣告而產生的異常報酬 (Abnormal Returns, AR)：

$$AR_{iE} = R_{iE} - E(\hat{R}_{iE}) \quad , \quad E \in W = [t3, t4] \quad (3.3)$$

式中 AR_{iE} 為 i 公司在事件期 E 期之異常報酬；

R_{iE} 為*i*公司在事件期E期之實際報酬；

$E(\hat{R}_{iE})$ 為*i*公司在事件期E期之預期報酬；

W 為事件期長度，範圍是 $t3 \sim t4$ 。

三、統計檢定

事件研究法的精神在於探討某事件對股票報酬之影響，但每家公司在估計過程中存在許多不確定因素，為了去除這些干擾事件所造成之影響，將所有樣本的異常報酬率平均，可降低這些干擾對股票報酬的影響。因此欲進行統計檢定之前，必須先計算平均異常報酬率(Average Abnormal Returns，以下簡稱AAR)：

$$AAR_E = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{iE} \quad , \quad E \in W = [t3, t4] \quad (3.4)$$

式中 AAR_E 為事件期中，所有公司在E期之平均異常報酬率；

AR_{iE} 為*i*公司在事件期E期之異常報酬；

N 為所有樣本數；

W 為事件期長度，範圍是 $t3 \sim t4$ 。

除此之外，研究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 Average Abnormal Returns，以下簡稱 CAR)：

$$CAR_E = \sum_{E=t3}^{t4} AAR_E \quad , \quad E \in W = [t3, t4] \quad (3.5)$$

式中 CAR_E 為事件期中，所有公司E期之累積平均異常報酬率；

AAR_E 為事件期中，所有公司在E期之平均異常報酬率；

W 為事件期長度，範圍是 $t3 \sim t4$ 。

在進行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0前，必須決定使用有母數檢定或無母數檢定。有母數檢定是以常態分配作為理論基礎，通常假定異常報酬率為常態分配，常見的檢定方法有傳統法 (Traditional

Method)、標準化殘差法(Standardized-Residual Method)、普通橫剖面法 (Ordinary Cross-Sectional Method)及標準化橫剖面法(Standardized-Residual Cross-Sectional Method)。無母數檢定則不需要對異常報酬率作任何分配的假設，檢定方式採用符號檢定法 (Sign Test)。

一般而言，我們所關心的是橫剖面的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，因此儘管各別證券的異常報酬率可能不是常態分配，根據中央極限定理 (Central Limit Theorem)，只要橫剖面的個別證券異常報酬率為獨立且齊一 (independent and identical) 的分配，當樣本量越大即保證樣本橫剖面平均異常報酬率趨近於常態分配。此時，傳統有母數檢定法會有不錯的檢定力。

在假設股票報酬率符合常態分配下，本文將使用之有母數傳統檢定法之檢定統計量，並檢定其是否顯著異於0：

$$t_{TM}^{AAR} = \frac{AAR_e}{\frac{1}{N} \sqrt{\sum_{i=1}^N \hat{S}_i^2}} \quad (3.6)$$



式中 t_{TM}^{AAR} 為有母數檢定傳統法之AAR檢定統計量 t 值；

AAR_E 為事件期中，所有公司在E期之平均異常報酬率；

\hat{S}_i^2 為估計期中 i 公司殘差項的變異數；

N 為所有樣本數。

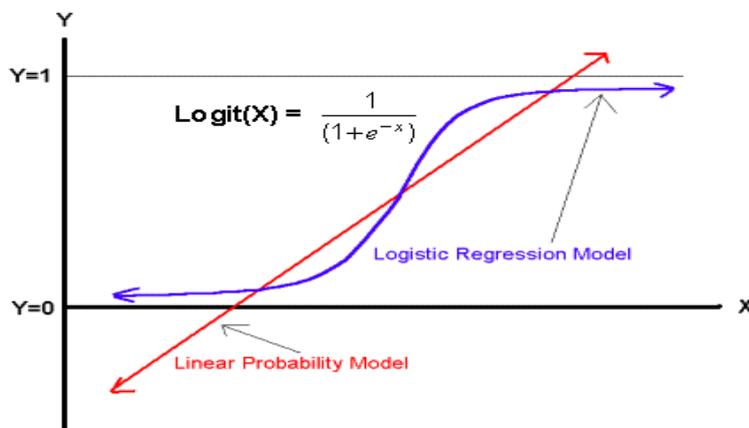
四、羅吉斯模型 (Logit Model)

羅吉斯模型類似線性迴歸模式，是描述一個因變數與一個或多個自變數之間的關係。一般迴歸分析時因變數與自變數通常均為連續變數，但羅吉斯迴歸 (Logistic Regression) 所探討結果的因變數是離散型，主要能處理因變數有兩個類別的名目變數 (例如“是與否”、“同意與不同意”、“成功與失敗”，就是針對二元因變數，非1即0)，用以預測事件發生的勝算比 (Odds Ratio)。它可解決了傳統線性迴歸模式中，不能處理因變數是兩個類別的名目變數的缺點，建立一個最精簡和最能配適 (fit) 的分析結果，用來預測因變數與自變數之間的關係。羅吉斯迴歸方程求解參數是採用最大概似 (Maximum Likelihood) 法，因此其迴歸方程式的整體檢定係透過概似值(Likelihood)。首先介紹羅吉斯迴歸之基本假設為：自變項是非隨機的、所有樣本資料符合常態性、無自我相關 (即無線性相關)、變異數齊一性。

羅吉斯迴歸使用的Logit函數：

$$\text{Logit}(X) = Y = \frac{1}{(1 + e^{-x})} = \frac{e^x}{(1 + e^x)} \quad (4.1)$$

當 X 趨近於無限大時， e^x 會趨近於無限大，因此Logit函數會趨近於1，而當 X 趨近於負無限大時， e^x 會趨近於零，因此Logit函數會趨近於0。



圖三：羅吉斯迴歸模型圖

資料來源：AsiaMiner Data Mining Solution

接著將其轉換成線性方程式：

$$P = \frac{1}{(1 + e^{-z})} \quad Z = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n \quad (4.2)$$

把式子的分子分母交換，可以得到：

$$e^{-z} = \frac{1}{P} - 1 = \frac{(1-P)}{P} \quad (4.3)$$

將式子兩邊取對數，然後再消去負號，可以得到：

$$Z = \ln \left[\frac{P}{(1-P)} \right] \quad Z = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n \quad (4.4)$$

透過這個轉換之後，我們可以把原先是非線性模型的方程式轉換成線性方程式，
本文即採此線性方程式選擇與私募相關財務比率。

最後透過檢定統計量Z值，對 $\beta_1 \sim \beta_n$ 進行檢定是否顯著異於0：

$$Z = \frac{\beta_i}{\frac{1}{N} \sqrt{\sum_{i=1}^N \hat{S}_i^2}} \quad (4.5)$$

羅吉斯迴歸式估計如下：

$$Y = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 * (EPS) + \hat{\beta}_2 * (RNW) + \hat{\beta}_3 * (OPR) + \hat{\beta}_4 * (CF) + \hat{\beta}_5 * (G) \\ + \hat{\beta}_6 * (EBIT) + \hat{\beta}_7 * (CA) + \hat{\beta}_8 * (LIA) \quad (4.6)$$

式中 Y 以1代表公開現金增資公司，0代表私募公司；

EPS 代表企業每股盈餘(稅後盈餘/平均流動在外股數)；

RNW代表企業稅後報酬率(淨利/平均淨值)

OPR 代表企業營業毛利率(營業毛利/銷售淨值)；

CF 代表企業現金流量比率(營業現金流量 /流動負債)；

G 代表企業營收成長率(去年營業收入淨額 - 當年營業收入淨額) /

當年營業收入淨額；

EBIT 代表企業稅前稅前淨利成長率(稅前淨利增減額 /去年同期稅
前淨利)；

CA 代表企業流動比率(流動資產/(流動負債)

LIA 代表企業負債比率(負債總額/資產總額)

3.4 研究範圍及限制

本研究先依公開資訊觀測站的上市櫃私募專區取得的樣本，再到資訊觀測站重大訊息內，看該公司是否揭露相關事件日。另外因公開資訊觀測站及證交所對已下市櫃的公司，相關資料不再提供，因此會因觀察時間點的不同，而該公司已下市櫃，因此找到的資料樣本數會些許不同。另外法令的要求，保護投資人的權益，樣本揭露程度也會有所改變。

公開募集的現金增資資料來自於臺灣經濟新報資料庫的資本形成模組，不論是否已下市櫃的公司，以其2005、2006年度現金宣告日為選樣標準，以該公司欲募集資金前一季的財務報表為數據來源，並成功的完成現金增資及扣除部分不完整的財務數據的公司作為本研究樣本母體。

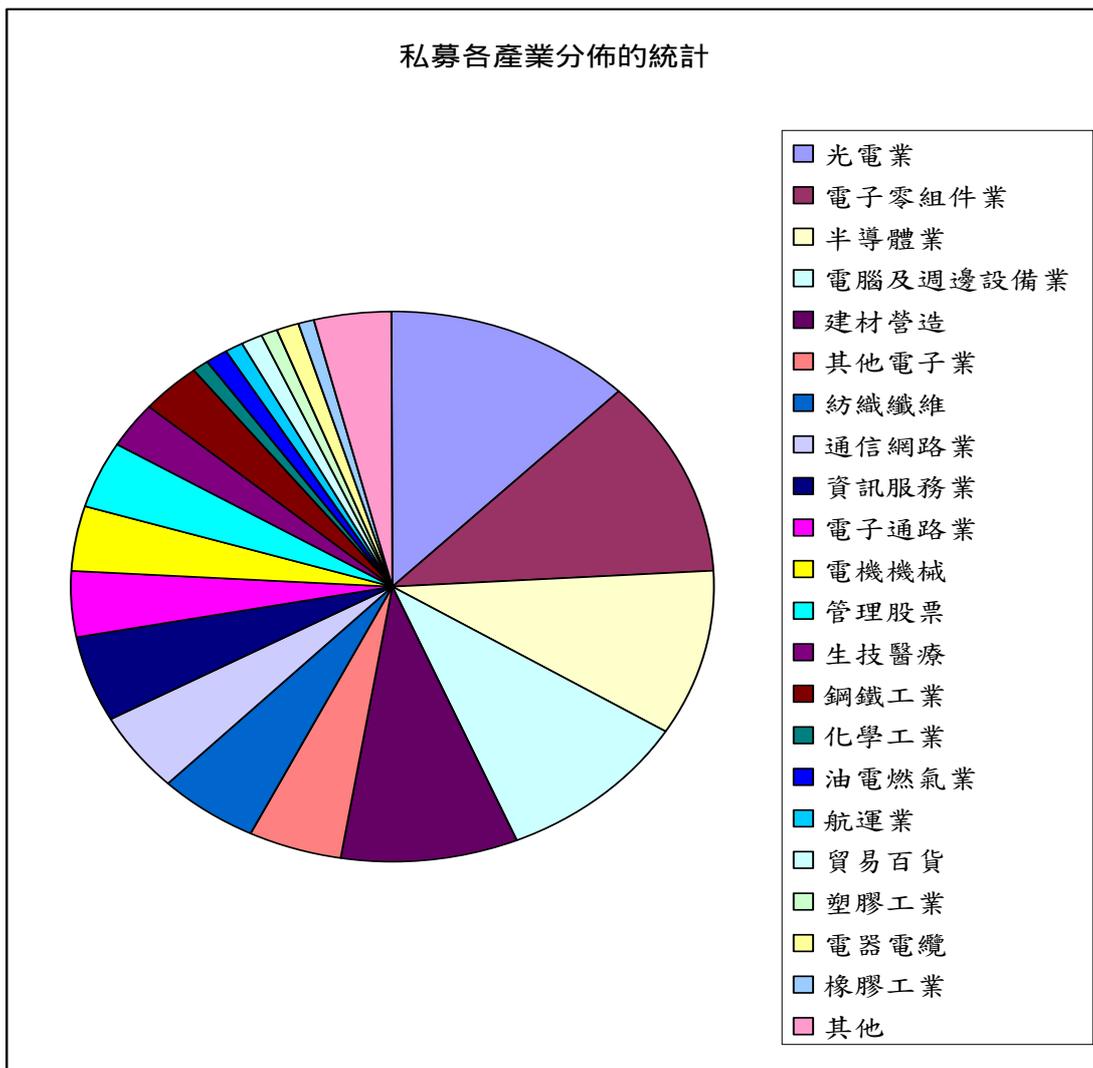
確定事件樣本後，透過私募專區、臺灣經濟新報資料庫蒐集所有樣本及大盤的每日報酬率、各年度財務比率。非上市櫃公司因資料蒐集不易，暫不列入研究範圍；金融保險產業因取樣時間上碰到政府政策(二次金改)要求金控家數須減半方向的引導下，而且其產業特殊，不論是否合併，其財務比率均異於一般產業，不納入本研究討論範圍。

四、實證結果與分析

本研究以事件研究法探討私募權益證券宣告對股價之影響。本研究定義事件日為私募股權公開資訊觀測站公告之日，估計期採事件日前二百五十日，以市場模式(Market model)估算期望之報酬率。扣除資料不完全之公司及金融保險產業後，私募權益證券之樣本數共一百零三家公司。

以下對私募樣本公司產業分佈的特性，作概略性的描述與探討。從產業特性分析，私募樣本以相關電子資訊產業業最多。而3C電子業是台灣出口近幾年的最大宗的貨品，這也透露出電子產業有財務惡化的傾向。

表四： 私募各產業分佈的統計



假說一：私募增資宣告日股價對一般產業的有異常報酬

H₀：宣告前的股價與宣告後的股價無顯著差異 $\alpha = 0.05$

H₁：宣告前的股價與宣告後的股價有顯著差異

本假說對所有私募樣本，不論產業性質（除金融保險），檢驗私募宣告日是否有異常報酬。

實證結果：

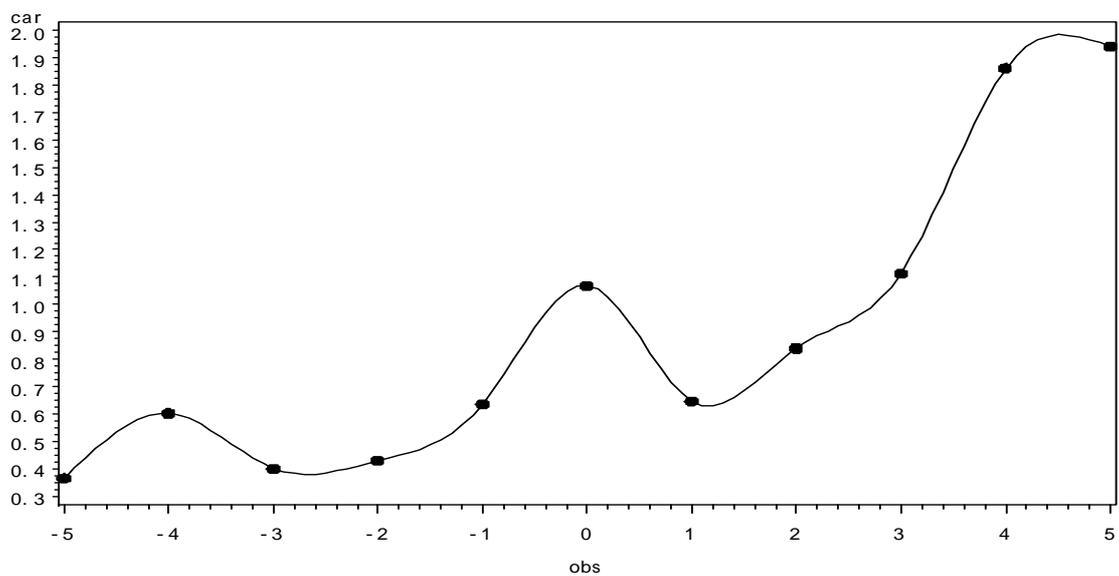
表五：一般產業私募的宣告效果

事件期	平均異常報酬	t 值	累積平均異常報酬
-5	0.39085	1.15323	0.39085
-4	0.24195	0.71077	0.63280
-3	-0.18633	-0.55179	0.44647
-2	0.03328	0.09739	0.47975
-1	0.20756	0.61280	0.68731
0	0.39476	1.16953	1.08207
1	-0.35859	-1.06182	0.72348
2	0.25099	0.74184	0.97446
3	0.21236	0.62743	1.18682
4	0.77734	**2.30137	1.96416
5	0.04150	0.12291	2.00566

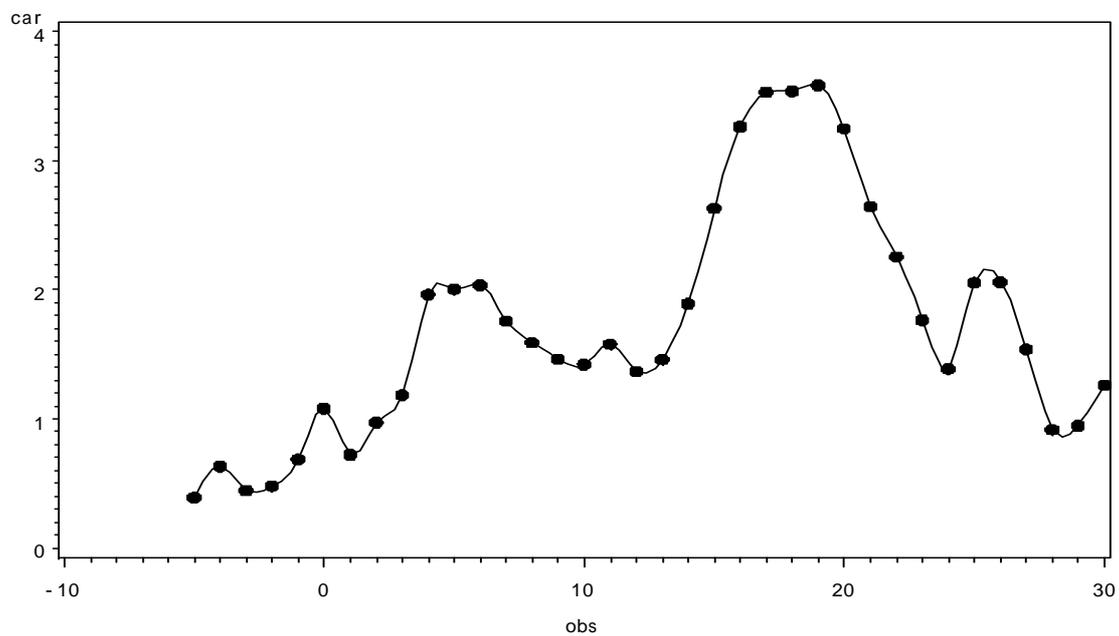
註：**5%顯著水準

研究結果顯示，接受假說一，市場確實於宣告日無顯著的異常報酬，跟國外研究結果為異常報酬不一致，雖有市場正面的報酬反應，但隔天隨即為負報酬，顯示市場對私募的折價幅度，是否能順利募集所需資金，其經營方式仍有疑慮。由於私募的公司不少有財務困難者，因此重新篩選樣本後，去除財務困難的公司進行假說二測試。

觀察較天期 (30天) 的CAR趨勢圖，列示如下圖6，顯示私募的公司宣告即將有資金活水，雖然短期內股價累積報酬率有向上趨勢，但一個月後其累積報酬率又似乎恢復原狀。



圖四：一般產業私募事件日前後五日的平均異常報酬



圖五：一般產業私募事件日後三十日的累積平均異常報酬

假說二： 私募增資宣告日股價對曾有過重大財務危機的宣告效果。

H₀： 宣告前的股價與宣告後的股價無顯著差異 $\alpha = 0.05$

H₁： 宣告前的股價與宣告後的股價有顯著差異：

本假說的財務危機定義以台灣經濟新報資料庫所列之下列事項事件來確認公司是否發生財務危機，共包含：1.公司跳票擠兌。2.公司倒閉破產。3.公司聲請重整。4.公司向外界紓困求援，如向財政部申請紓困、或向銀行要求展延、減息並掛帳、個別要求或召開債權人會議要求銀行之展延。5.公司被外界接管，原經營者下台。6.CPA 意見，對其繼續經營有疑慮、或就重大科目作保留、無法表示意見、否定意見。7.公司淨值為負或低於五元。8.公司轉列為全額交割股或下市。9.公司財務吃緊或景氣不佳停工停工。10.公司被掏空挪用。11.暫停交易。12. 董事長跳票。13. 銀行緊縮，到期不續借。

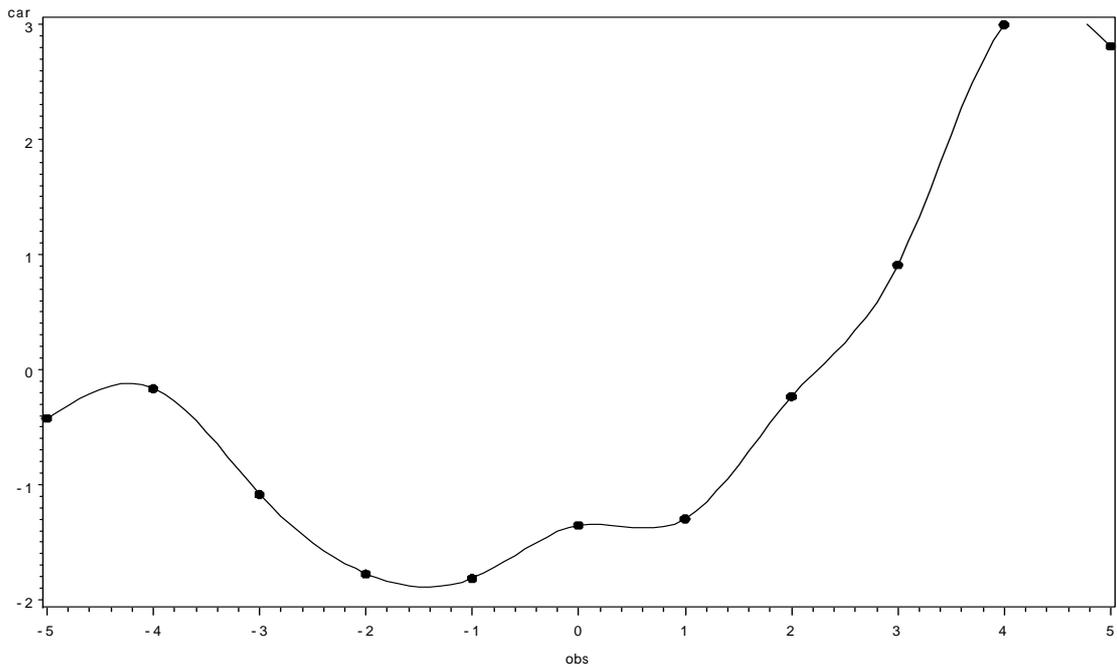
本假說之研究期間在2006年底前曾發生財務危機且進行私募的公司，根據上述條件，結果共選取23家財務危機公司，來檢驗其私募宣布後，市場投資人是否認可該公司的東山再起機會。

研究結果顯示，接受假說一，市場確實於宣告日無顯著的異常報酬，其累積的平均異常報酬仍然為負，顯示市場仍對私募公司是否能有繼續經營能力有所存疑。

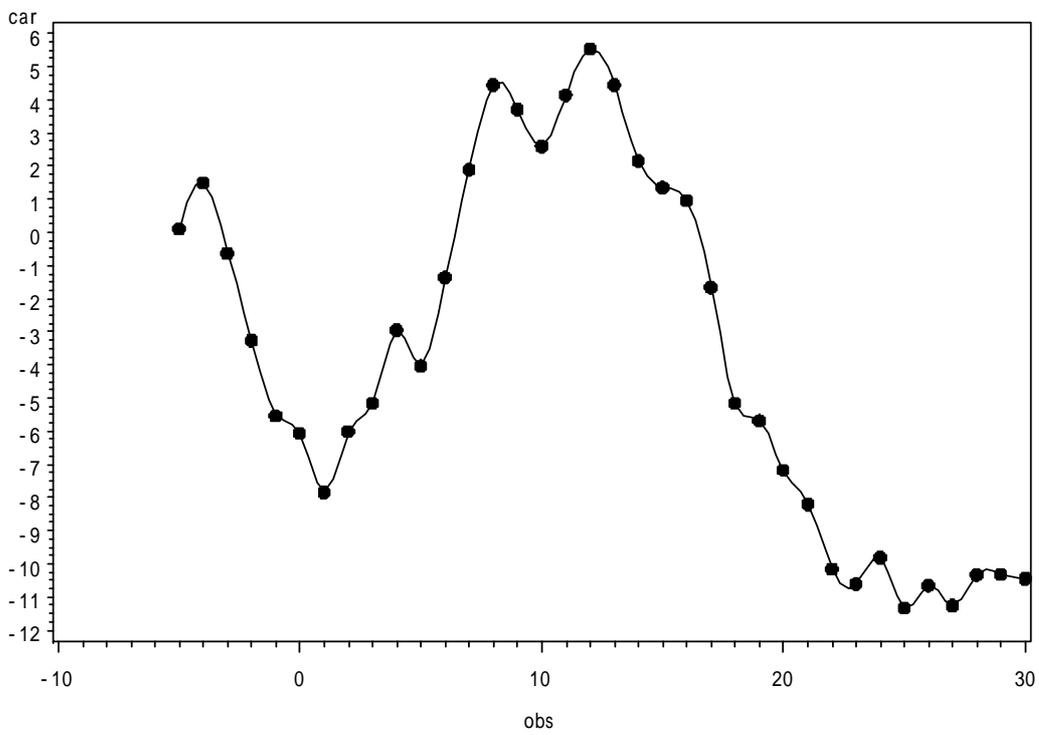
表六： 重大財務危機公司私募的宣告效果

事件期	平均異常報酬	t 值	累積平均異常報酬
-5	-0.42298	-0.50516	-0.42298
-4	0.25838	0.30875	-0.16461
-3	-0.91945	-1.09736	-1.08406
-2	-0.68989	-0.82332	-1.77395
-1	-0.03968	-0.04739	-1.81364
0	0.46139	0.55092	-1.35225
1	0.05515	0.06591	-1.29710
2	1.06384	1.27146	-0.23326
3	1.14262	1.36542	0.90936
4	2.08846	**2.49557	2.99782
5	-0.18836	-0.22472	2.80946

註：**5%顯著水準



圖六：重大財務危機公司事件日前後五日的平均異常報酬



圖七：重大財務危機公司事件日後三十日的累積平均異常報酬

假說三：對未曾有重大財務危機公司私募現金增資宣告日股價的宣告效果。

H₀：宣告前的股價與宣告後的股價無顯著差異 $\alpha = 0.05$

H₁：宣告前的股價與宣告後的股價有顯著差異：

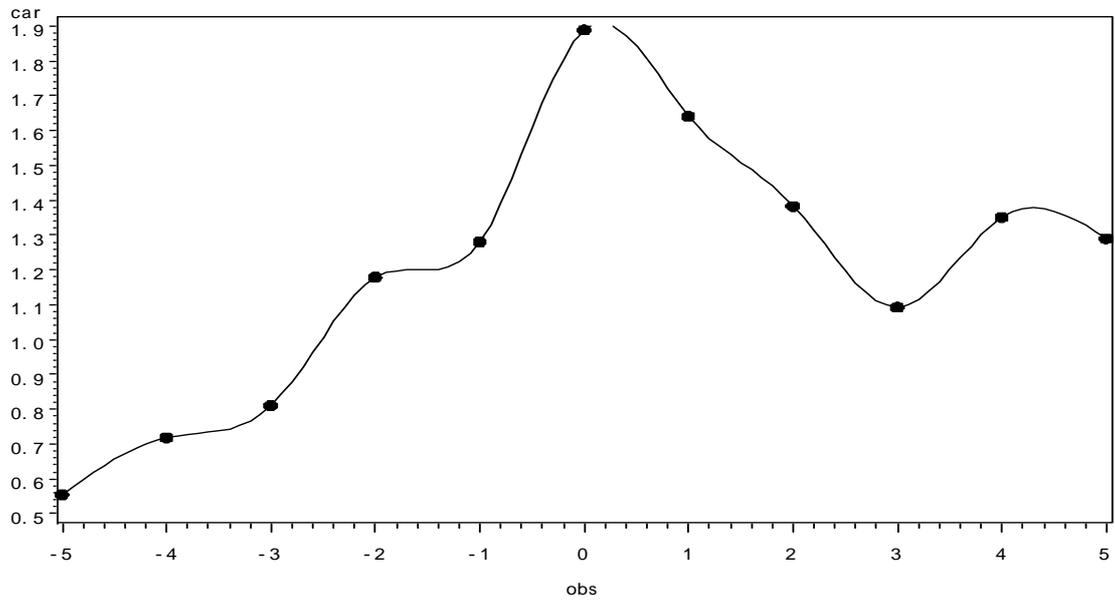
本假說依前面的財務危機定義，反向研究財務狀況正常的公司。根據前述條件，結果有80家公司，來檢驗其私募宣布後，市場投資人是否認可該公司的資金需求理由。

實證結果如下：

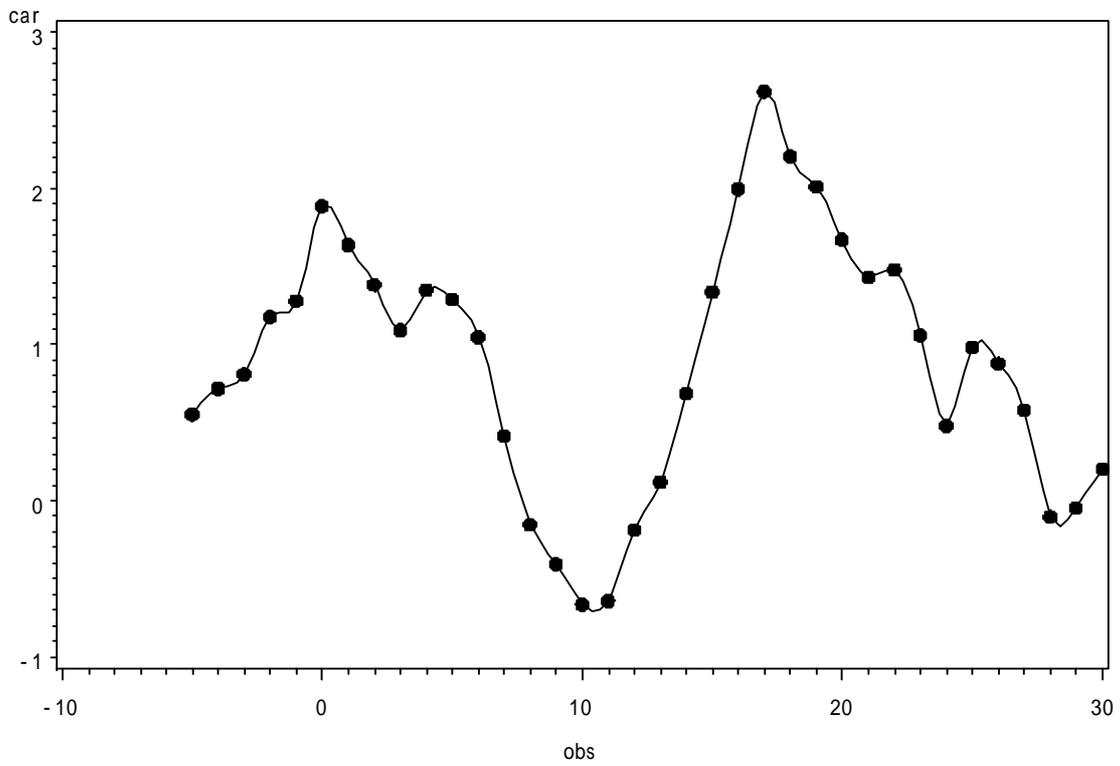
表七：正常財務體質的私募宣告效果

事件期	平均異常報酬	t 值	累積平均異常報酬
-5	0.55551	1.52193	0.55551
-4	0.16401	0.44641	0.71952
-3	0.09133	0.25158	0.81085
-2	0.36847	0.99796	1.17931
-1	0.10239	0.28075	1.28170
0	0.60767	**1.67488	1.88937
1	-0.24766	-0.68198	1.64172
2	-0.25747	-0.70698	1.38425
3	-0.29075	-0.79799	1.09350
4	0.25847	0.71144	1.35197
5	-0.06137	-0.16909	1.29060

註：**5%顯著水準



圖八：無財務危機公司事件日前後五日的平均異常報酬



圖九：無財務危機公司事件日後三十日的累積平均異常報酬

假說四：策略聯盟公司私募股價的宣告效果。

H₀：宣告前的股價與宣告後的股價無顯著差異 $\alpha = 0.05$

H₁：宣告前的股價與宣告後的股價有顯著差異：

由於公司的董監事，可以參與公司決策運作，對公司經營方向有一定的影響，因此，策略聯盟，本假說定義為，公司可於私募完成後，應募人預計可取得至少董監事席位一席以上者。

資料來自公開資訊觀測站的私募專區，公司自行申報應募人取得多少席董監事，扣除未能募集成功者的公司，共計35家樣本。

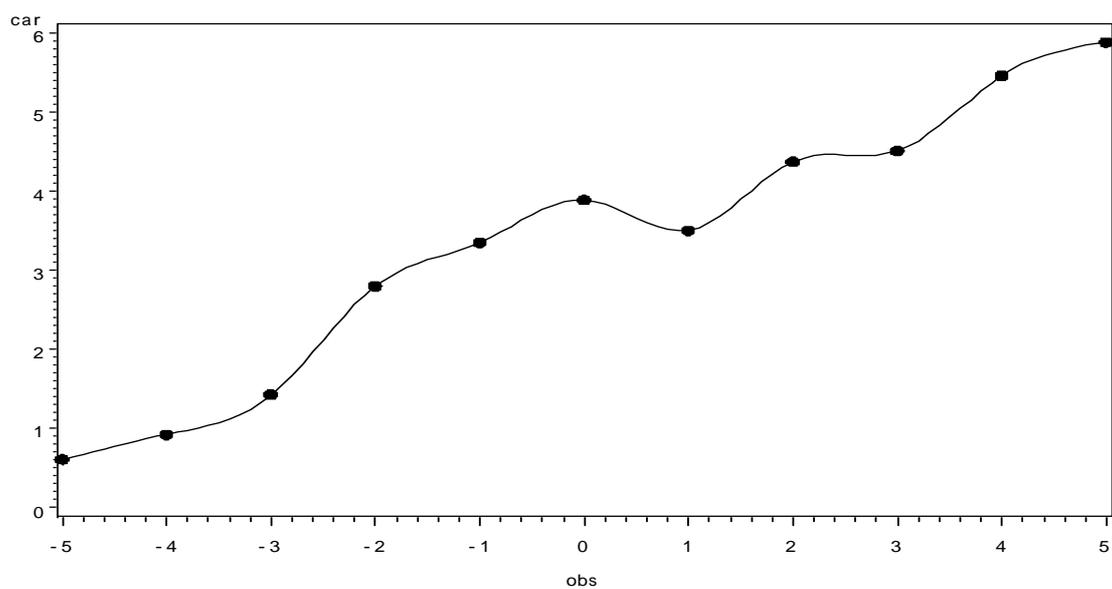
實證結果如下：

表八：策略聯盟公司的私募宣告效果

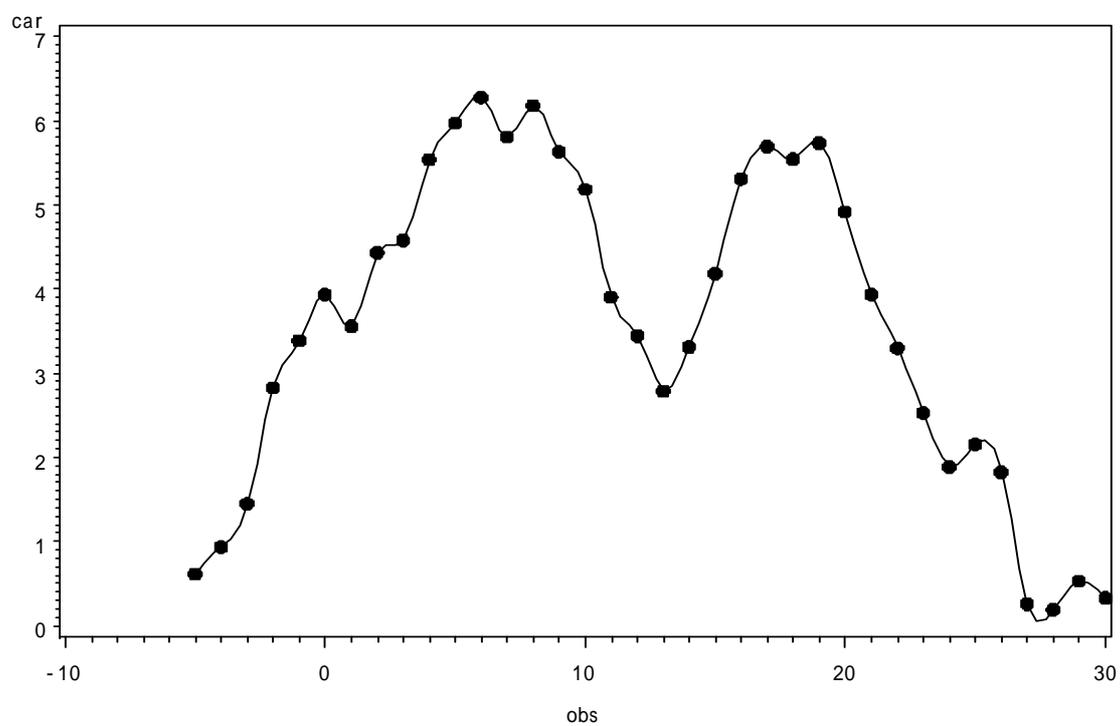
事件期	平均異常報酬	t 值	累積平均異常報酬
-5	0.61775	1.02643	0.61775
-4	0.32080	0.53302	0.93855
-3	0.51264	0.85219	1.45119
-2	1.37906	**2.29220	2.83025
-1	0.55886	0.92794	3.38912
0	0.54953	0.91363	3.93865
1	-0.37821	-0.62880	3.56044
2	0.87724	1.45874	4.43768
3	0.14505	0.24104	4.58273
4	0.95896	1.58986	5.54169
5	0.43277	0.71881	5.97447

註：**5%顯著水準

私募宣告日前二日有顯著的平均異常報酬，似乎有內部消息者，先行至市場買入該公司股票，而市場預期策略聯盟可帶來公司營運好轉，增加銷售業績，提高競爭力因此有連續5日都有正面平均異常報酬。



圖十：策略聯盟公司事件日前後五日的平均異常報酬



圖十一：策略聯盟公司事件日後三十日的累積平均異常報酬

假說五：私募公司的一般財務特性。

本節將透過羅吉斯模型 (Logit Model) ，找出與私募公司相關之財務比率因素。其中 $y=1$ 表示現金增資公開募集， $y=0$ 表示私募。本節的樣本共分兩部份，在2005及2006年私募原103家樣本，剔除同段時間內，曾公開募集資金者，不論時間前後次序，符合標準的私募樣本共有公司27家樣本。

2005及2006年公開現金增資原本有294家，剔除同段時間內，曾私下募集資金，財務資料不完整者，符合標準的公開現金增資共142家樣本。

$H_0: \beta_i=0$ ； $H_1: \beta_i \neq 0$ ， $\alpha = 0.05$ Z統計量及P-value實證結果如表九：

表九：羅吉斯迴歸分析

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
EPS	1.133185	0.365749	***3.098255	0.001947
RNW	-0.056075	0.026051	**2.152463	0.031361
OPR	-0.013715	0.012293	-1.115658	0.264568
CF	-0.003771	0.006670	-0.565395	0.571805
G	-0.000025	0.005914	-0.004222	0.996631
EBIT	-0.000027	0.000531	-0.051177	0.959184
CA	-0.004083	0.001836	**2.223302	0.026195
LIA	-0.063125	0.022281	***-2.833126	0.004610
C	5.527338	1.559561	***3.544162	0.000394

註：**5%顯著水準，***1%顯著水準

以上羅吉斯迴歸式及檢定得知達1%之財務變數包括每股盈餘(EPS)及負債比率。另外將顯著性降低至5%，則淨值報酬率、流動比率與私募顯著相關。因此影響國內上市上櫃公司採用私募方式發行新股的重要影響因子為，分別是負債比率與每股盈餘(EPS)、淨值報酬率、流動比率。

表十：自變數相關共變數矩陣

	EPS	RNW	OPR	CF	GR	EBIT	CA	LIA	C
EPS	0.133773	-0.007852	-0.001255	-0.000294	-0.000321	-0.000019	-0.000123	-0.001404	0.089645
RNW	-0.007852	0.000679	0.000083	0.000011	-0.000006	-0.000003	0.000011	0.000172	-0.010155
OPR	-0.001255	0.000083	0.000151	-0.000004	0.000009	-0.000001	0.000005	0.000111	-0.009041
CF	-0.000294	0.000011	-0.000004	0.000044	0.000000	0.000000	0.000003	0.000005	-0.000768
G	-0.000321	-0.000006	0.000009	0.000000	0.000035	0.000000	0.000002	0.000017	-0.001632
EBIT	-0.000019	-0.000003	-0.000001	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000001	-0.000017
CA	-0.000123	0.000011	0.000005	0.000003	0.000002	0.000000	0.000003	0.000026	-0.002056
LIA	-0.001404	0.000172	0.000111	0.000005	0.000017	0.000001	0.000026	0.000496	-0.033719
C	0.089645	-0.010155	-0.009041	-0.000768	-0.001632	-0.000017	-0.002056	-0.033719	2.432232

五、結論與建議

5.1 結論

依事件研究法之結果顯示，未曾有過財務危機的私募公司在宣告日當日，平均股價有顯著的正面的異常報酬，這點研究的結果跟國外多數學者研究結果一樣，顯示市場短期內對於私募的宣告持樂見其成的態度，且認為公司體質良好，目前無財務危機，對公司本來發展有所期待，而對公司的管理階層認購私募權益證券，提高持有股份比率持抱正面看法，減少所謂逆選擇。若能順利引進次大股東，則可對公司營運產生監督效果，並減少代理成本。

如果公司私募是為了引進策略聯盟夥伴，宣告日當日市場的反應，平均股價報酬雖是正面的訊息，但並不顯著，推論其原因可能是在大部分公司的董事會決議要私募時，尚無已洽定之應募人，應募人與公司之關係尚未明朗，公司尚未證實是否有跟策略夥伴合作的消息(公司未於公開資訊觀測站輸入詳細相關私募訊息)，市場仍對其抱持觀望的態度，即使市場上傳聞即將要策略聯盟夥伴合作，但因私募完成的相關訊息為收完款項的15天內才須申報，事前是否能順利成功募集的不確定性太高。然而在宣告日前二天，卻有正面的異常報酬率，似乎已有內部人先得到消息，提前佈局，先至市場上購入相關私募公司股票。這也顯示私募可能有內線交易之虞。

至於曾有過財務危機公司私募的宣告，宣告日為雖有正面的異常報酬，直至事件日後的4天，才有正面顯著的異常報酬，但是其累積的異常報酬反應仍舊為負面報酬，即使放大觀察天數到一個月，仍然為極端負面，其表現為所有私募宣告日累積的異常報酬原因裏最差的。

推論原因應為市場上似乎不認同公司有能能力找到資金可以挹注，改善公司財務危機。市場上對公司營運是否有浴火重生的機會，抱著存疑機會，短期投資的風險太高，截至本文研究結果，不到二年的時間，此類的高風險公司已有十家

下市，顯示投資人想要投資該財務危機的公司，務必要謹慎三思。

從羅吉斯的模型實證結果，檢驗發現EPS愈差者，及負債比率愈高者，淨值報酬率愈低者、流動比率愈低者，企業愈有可能走向私募。一般而言，企業融資的方式，不外乎發行權益證券，或向銀行貸款。推論其這些私募公司財務特性較差的可能原因，若投資人看到EPS及淨值報酬率不佳者公司，企業想從公開市場自行募集所需資金，預計無法成功募集到所需資金。而且法令規定¹如果企業最近兩年度之營業利益或稅前純益連續虧損或最近期財務報告顯示每股淨值低於面額，主管機關為保護大多數投資人，審核會加嚴，可能現金增資案發行不被主管機關核准。即使通過主管機關審核，如果公開發行現金增資計畫失敗的話，反映出公司的目前股價有高估現象，投資人不認同該公司投資價值，即使再度調降現金增資認購價，也不易募資成功。而公司無法立即募到所需資金，將對企業的財務狀況有雪上加霜的影響，私募因此成為最佳籌資管道。

銀行對負債比率及流動比率不佳企業，通常風險意識會提高，貸款成數會減少，要求較高利率，甚至抽銀根，造成企業無法滿足資金需求。因此EPS愈差、負債比率愈高、淨值報酬率愈低者、流動比率愈低者的企業採私募方式籌資方式是較佳的選擇，以避免公開現金增資失敗及無法的風險。從羅吉斯模型發現的這些財務特性，顯示私募的公司，跟公開現金增資的公司比較，多數財務結構是有惡化現象。

¹發行人募集與發行有價證券處理準則第十三條

5.2 未來研究方向

企業整體的營運願景與財務規劃，在不同事業階段應找尋最適合的融資方式。因此，如何活化融資管道，減少融資成本，符合企業營運成長所需的資金。而私募的折價遠高於公開發行的現金增資，應募人須有高度專業與資訊收集分析能力，來判斷該企業是否值得投資。而且，私募的權益證券，在未公開交易上市前，幾乎無流動性可言，且股票認購價其折價幅度幾乎都高於其它可能融資途徑，顯示私募是相當昂貴的資金來源。因此，私募是否真的是當企業經營困難時，最後的一個募資的管道，是否符合其融資順位理論的順序？若私募無法成功，是否意謂企業在短期間內即將倒閉，有興趣的可以接著後續研究。

法令賦予企業董事會決定私募價格及決定誰是應募人，雖說私募是由股東會授權給董事會自行決定，但目前私募資訊揭露常常是避重就輕，無法讓股東完全得知相關訊息。雖說小股東樂於見到內部人有資金挹注，將管理階層與股東的命運綁至一起。但是，公司治理機制如何發揮股東的監督功能，強化相關資訊的揭露，以減少代理成本，儘量避免因法令讓企業籌資方便，有法規漏洞可鑽，讓公司內部人及新加入的外來團隊利用私募管道圖利，甚至借殼上市，而引發弊端，造成小股東權益傷害。

私募制度在國內法令的鬆綁，時間不是太長(2002年開放)，因此私募價格的折價空間，特定應募人決定方式，及內部人認股比例的多寡，董監持股比率高低及相關控制權，私募發行的規模等這些因素，是否對公司股價有決定的影響，相關學者研究討論不多，因此，後續者可以接著研究此類議題。

本文只觀察最近2005及2006年的私募公司的宣告效果，而這也是國內私募基金額首次超過公開發行現金增資，企業愈來愈熟悉如何利用私募募集到所需資金。因本文觀察期只到2007年年底，無法追蹤較長期(三年)的累積平均的異常報酬，是否高於一般現金增資公司，而這類私募公司的長期營運績效是否有實質的提升，能夠從後段班變成前段班，財務狀況是否改善，公司是否可從逆境脫困，可

作為後續研究者參考的研究方向。

本文僅將焦點鎖定在私募權益證券的公司樣本，因目前私募公司債的公司數目不多，國內債務市場不大，多數認購私募公司債者多為關係企業，且法令對此限制更嚴，較難以統計迴歸找出相關影響私募公司債因子。待後續相關樣本更多時，觀察期更長時，有興趣可加以研究深入探討。



參考文獻

一、中文部分

- 1.許雪芳，「上市上櫃公司私募之研究」。國立中山大學，民國92年6月
- 2.高貴美，「現金增資宣告效果因素探討」。國立中山大學，民國92年7月
- 3.證交資料551期
- 4.蘇永盛、陳福東，「私募公司特性之研究」。國立高雄第一科技大學，2006 創新、整合與應用研討會
- 5.許惠雲，「台灣上市上櫃公司私募股權中之私人利益」。國立中山大學，民國95年7月

二、英文部分

- 1.Asquith, P. and D. W. Mullins, Jr., 1986, Equity issues and stock price dilution, *Journal of Financial Economics* 15, 61-89.
- 2.Barclay, Michael J., and Dennis P. Sheehan, 2001, The block pricing puzzle, working paper, SSRN, FEN Cap-Structure WPS.
- 3.Gompers, Paul A., Joy L. Ishii, and Andrew Metrick, 2003, Corporate governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics* 118, 107-155.
- 4.Gordon, L., Pound, J., 1993. Information, ownership structure, and shareholder voting : Evidence from shareholder-sponsored corporate governance proposals. *Journal of Finance* 47, 697-718.
- 5.Harris Milton, Raviv Artur, 1988, Corporate governance : Voting rights and majority rules, *Journal of Financial Economics* 20, 203-235.
- 6.Hayong Yun, 2006, The Choice of Corporate Liquidity and Corporate Governance, Columbia Business School
- 7.Henrik Cronqvist, Mattias Nilsson, 2003, The choice between rights offerings and private equity placements , *Journal of Financial Economics* 78, 375-407.
- 8.Hertzel, M., and R.L. Smith, 1993, Market discounts and shareholder gains for placing equity privately, *Journal of Finance* 48, 458-485.
- 9.John e. Eore, Wayne r. Guay, and Tjomme o. Rusticus, 2005, Does weak governance cause weak stock returns? an examination of firm operating performance and investors' expectations , *Journal of Finance* 61, 665-687.
- 10.K. J. Martijn Creamers and Vinay B. Nair, 2005, Governance Mechanisms and Equity Prices, *Journal of Finance* 60 , 2859-2894.

11. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, 1999, "Corporate ownership around the world," *Journal of Finance* 54, 471-517.
12. Maug, E., 1998. Large shareholders as monitors : is there a trade-off between liquidity and control? ,*Journal of Finance* 53, 65-98.
13. McConnell, J. and H. Servaes, 1990, Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.
14. Michael C. Jensen, William H. Meckling ,1976, Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, No. 4.
15. Michael J. Barclay , Clifford G. Holderness, Dennis P. Sheehan, ,2007, Private placements and managerial entrenchment, *Journal of Corporate Finance* 13, 461-484.
16. Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny, 1988, Management ownership and market valuation, *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
17. Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf, 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
18. OECD Principles of Corporate Governance, 2004, Organization for Economic Co-operation and Development.
19. Paul Gompers Joy Ishii Andrew Metrick, 2003, Corporate governance and equity prices , *Quarterly Journal of Economics* 118, 107-155.
20. Ruth, S.K.Tan, P.L.Chng, and Y.H.Tong, 2002, Private placements and rights issues in Singapore, *Pacific-Basin Finance Journal* 10, 29-54.
21. Shleifer, A. and R.W. Vishny, 1984, Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy* 94, 461-488.
22. Sanford J. Grossman, Oliver Hart, 1987, One Share/One Vote and the Market for Corporate Control, NBER Working Paper No. W2347.
23. Steven A. Dennis, Weili Liu, 2008, New considerations in the announcement effects of privately placed debt ,*International Review of Financial Analysis* 17, 507-522.
24. Stuart L. Gillan, Laura T. Starks , 2003, Corporate governance proposals and shareholder activism : the role of institutional investors, *Journal of Financial Economics* 57, 275-305.
25. Wu, YiLin, 2000, The choice between public and private equity offerings, **National Tsing Hua University**
26. Wruck.K.H., 1989, Equity ownership concentration and firm value, *Journal of Financial Economics* 23, 3-28.

附錄一

私募有價證券之相關規定：

壹、申報(請)程序

公開發行股票之公司，得以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，該公司應於股款或公司債等有價證券之價款繳納完成日起十五日內，檢附相關書件，報請主管機關備查。

貳、私募對象

一、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機構。

二、符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金。

三、該公司或其關係企業之董事、監察人及經理人。

第二及第三之應募人總數，不得超過三十五人。

該公司應第一項第二款之人之合理請求，於私募完成前負有提供與本次有價證券私募有關之公司財務、業務或其他資訊之義務。

參、股東會須說明事項。

一、價格訂定之依據及合理性。

二、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。

三、辦理私募之必要理由。

依第一項規定進行有價證券私募，並依前項各款規定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一年內，分次辦理。