

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士論文

台灣上市櫃公司私募溢折價、股價累積異常報酬之探討

The Market Discounts And Cumulative Abnormal Returns-  
Evidence From Private Placement In Taiwan

指導教授：莊凱旭 博士

研究生：謝富丞

中華民國 106 年 7 月

# 東海大學碩士學位論文

## 學位考試委員審定書

本校 財務金融研究所 碩士班 謝富丞 君

所提之論文(中文)： 台灣上市櫃公司私募溢折價、股價累積異常  
報酬之探討

(英文)： The Market Discounts and Cumulative  
Abnormal Returns - Evidence From Private  
Placement in Taiwan

經本委員會審查，符合碩士學位論文標準

學位考試委員會

召集人 顏子瑜

考試委員 莊崑旭 (指導教授)

鄧一博

系所主任 鄧一博

中華民國 106 年 6 月 12 日

# 東海大學財務金融學系

## 碩士論文學術倫理聲明書

本人 謝高丞 (學號: g05440001) 已完全了解學術倫理之定義。僅此聲明，本人呈交之碩士論文絕無抄襲或由他人代筆之情事。若被揭露具有違背學術倫理之事實或可能，本人願自行擔負所有之法律責任。對於碩士學位因違背學術倫理而被取消之後果，本人也願一併概括承受。

立證人： 謝高丞 (簽名)

中華民國 106 年 07 月 04 日

## 致謝

這兩年研究生生涯如同白駒過隙，想當初進入學術殿堂懵懵懂懂，漸漸地，才發現原來許多知名企業都會聘請學術界一方之霸擔任顧問，為企業解決當前難題，甚至是重金買下學術研究之方法，此時我才明白，要成為一名有聲望學者，做研究的漫漫長路會是多麼地曲折且辛苦，而這些歷練將來會化為學者對該領域貢獻的甜美果實，不但能造福自己，更能為這社會做出巨大的貢獻。

也正因為如此，使我非常重視自己畢業論文的研究貢獻，在研究過程中，總會反問自己「這份研究對這個市場產生了甚麼助益?」。當然在做研究的過程中，若沒有我母親的支持，我想我無法心無旁騖地在研究所期間完成這些事情，感謝媽媽一路上的鼓勵與支持，讓我順利完成研究所學業。

另一方面，更要感謝的是我的指導教授—莊凱旭博士，對於我的進度規劃非常有效率，總會要求我在一定的時間內完成該項任務，也藉由這個過程歷練我的能耐，除此之外，在我求職的過程中也時常給予我鼓勵及意見，並且讓我沒有後顧之憂地拋開即將快完成的論文北上面試，而最終終於能完成這篇學位論文及口試。同時口試委員—郭一棟博士、校外口委—顏子瑜博士，在口試時提出了對論文的寶貴意見以及文章的缺失，對於文章的精進有無比的幫助，有你們豐富的研究能力的支持，才能讓論文的内容品質更加完整。

同時也感謝班上可愛的同學們，儘管這兩年的相處時間非常短暫，卻會是我人生中最難忘的時光，將來工作忙碌壓力大時，可能會回想研究所那兩年，咱們在研究室無憂無慮的開心時光。方讚麒、林逸翔、鄧思平、王敬融、吳佳瑜、賴宜廷、陳書宇、張雅婷、羅祖怡、紀智羚、鄭筑云、林佳怡、王科尹、江貞誼、李格儒、王譯漫、施微敏、董沂婷、彭氏芳蘭、田坂翔、謝詩好、黃慧汶，謝謝你們豐富我這兩年研究生的生活。

謝富丞 謹誌于  
東海大學財務金融所  
民國一百零七年六月

## 摘要

本研究以2003年1月至2016年9月台灣私募之上市櫃公司為樣本進行研究，在研究期間內共有893個樣本，來探討2010年台灣私募法規更改前後對私募公司之折溢價、短期宣告報酬、長期宣告報酬所產生的影響。折溢價方面，研究結果顯示法令更動僅對溢價之公司有顯著影響；短期宣告報酬方面，研究結果顯示法令更改後使私募投資人受到規範，造成短期宣告報酬不再。長期宣告報酬方面，研究結果顯示法令更改對長期宣告效果皆不具影響性。

關鍵字: 私募法規更改、私募折溢價、私募短期宣告報酬、私募長期宣告報酬

## **Abstract**

This study examines the private placement companies in the Taiwan market from the period of 2003/1-2016/9. This study investigates the effects of the market discounts and cumulative abnormal returns after Taiwan's private placement legislation changed in 2010. With the analysis of 893 samples, the results show that changing legislation was significant to the premium companies. And the new rules made the private placement investors been regulated, it caused the companies no longer had the short-term cumulative abnormal returns. On the other hand, new rules did not affect the long-term cumulative abnormal returns.

*Key words: Private placement rule changed; Market discounts; Cumulative abnormal returns*

## 目錄

致謝.....	I
摘要.....	II
Abstract.....	III
目錄.....	IV
第一章 緒論.....	1
1.1 研究背景與動機.....	1
1.2 研究目的.....	5
1.3 實證發現.....	6
1.4 預期貢獻.....	7
1.5 研究架構.....	8
第二章 文獻探討.....	9
2.1 台灣 2010 年私募法規修法之內涵.....	11
2.2 公司進行私募折溢價幅度之內涵.....	13
2.3 公司私募對股價累積異常報酬的影響.....	15
2.4 本章總結.....	18
第三章 研究假說.....	19
3.1 研究假說.....	19
第四章 研究方法與樣本.....	21
4.1 資料來源與樣本分配.....	21
4.2 變數定義.....	22
4.3 研究方法與定義.....	25
4.4 統計檢定.....	28
4.5 橫斷面複迴歸分析.....	29

第五章 實證結果與分析.....	30
5.1 敘述統計.....	30
5.2.1 私募折溢價.....	36
5.2.2 私募折溢價迴歸分析.....	40
5.3.1 私募短期宣告報酬.....	43
5.3.2 私募短期宣告報酬迴歸分析.....	44
5.4.1 私募長期宣告報酬.....	48
5.4.2 私募長期宣告報酬迴歸分析.....	49
第六章 結論與建議.....	59
6.1 研究結論.....	59
6.2 研究建議.....	61
參考文獻.....	62
1. 國內文獻.....	62
2. 國外文獻.....	63



## 表目錄

表 1 變數定義.....	24
表 2 公司家數.....	31
表 3 敘述統計表.....	32
表 4 敘述統計表.....	35
表 5 私募折溢價.....	37
表 6 折溢價平均值.....	39
表 7 私募折溢價迴歸分析.....	41
表 8 短期宣告報酬.....	43
表 9 私募短期宣告報酬(-1,+1).....	46
表 10 長期宣告報酬.....	48
表 11 私募長期宣告報酬(+1,+180).....	51
表 12 私募長期宣告報酬(+1,+270).....	54
表 13 私募長期宣告報酬(+1,+360).....	57

# 第一章 緒論

## 1.1 研究背景與動機

所謂「私募」(Private Placement)，是指企業對特定的法人機構或符合一定資格的自然人，發行有價證券之籌資行為。而所謂「私募股權基金」(Private Equity Fund)即為以私募的方式募集主要以股權(Equity)投資為主的基金。

在企業私募方面，依金融監督管理委員會(以下簡稱金管會)統計顯示，2015年度公開發行公司辦理國內募集金額占總募集金額之 89.01%，海外募集金額占總募集金額之 10.99%，顯示企業仍以國內募集資金為主。公開發行公司透過私募管道取得資金金額，由法令通過的 2002 年募集新台幣 91 億後，大幅提升至 2015 年公開發行公司辦理私募案件共 93 件，金額為 1,948.55 億元。在 2002 年，公開發行公司國內外現金增資金額為新台幣 6,861 億元，而私募有價證券金額只占 1.3%。至 2015 年現金增資金額減少為新台幣 5,868.33 億元，私募比例則攀升至 33.4%，由此可見私募已漸漸成為公司募集資金的管道之一。

私募權益證券因為其發行對象較少，發行公司較容易與投資者溝通，且因募集對象多數為機構法人或具有專業素養的投資人，相較於不特定投資大眾，專業法人、投資人擁有專業的投資分析能力，且有能力負擔蒐集資訊的成本。過往，因為私募投資者具有專業的分析能力，故金管會對於私募的管理較為鬆散，方便企業在市場中籌集資金，也因為如此，使得有心人士開始鑽逃法律漏洞，因而產生許多弊端。

主管機關於 2002 年提出修改證券交易法，效法國外資本市場，正式將私募股票制度納入台灣資本市場，活絡台灣資本市場之資金需求，使得企業擁有更多彈性空間籌得資金；金管會於 2010 年修正通過「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」其中規定應募人有公司內部人或關係人參與時，所訂私募普通股每股價格不得低於參考價格之八成，法規上重大的更改，目的是使私募市場制度更加完善，因此本研究想在此利用上市櫃公司私募溢折價與股價累積異常報酬比較 2010 年私募法規前後，對於市場是否

產生重大變革。

在私募股權基金方面，Thomson Reuters 統計顯示，私募基金來台投資上市企業的金額，從 2006 年的五十億美元，2015 年竟然降到零元。台灣成了私募基金的黑洞，私募基金完全消失在外商的投資計畫中。聯合國 2015 年發布《世界投資報告》，台灣外人直接投資 (FDI) 金額，在全球 211 國當中，排名倒數第五。諷刺的是，現在卻是台灣企業最需要私募基金的時候。台灣一千六百多家上市櫃企業中，不到一百三十家企業達到國際私募投資的最低門檻，台灣以中小企業為經濟主體，體質好與壞的企業壁壘分明，且台灣市場小、台灣企業規模小，因此令私募基金難以獲利，然而最令私募基金畏懼的，是台灣政府政策的不確定性。在外資圈，2011 年國巨案是私募基金撤台的分水嶺。當年國巨董事長陳泰銘與美國知名私募基金 KKR 合作，意圖收購國巨流通在外的全部股權，讓國巨下市，最後被投審會以影響外部股東權益等理由否決，台灣政府不照法規走，使得外資心寒，也因此私募基金市場逐漸萎縮，台灣企業募集資金的管道越來越少。如圖 1 所示，台灣私募公司家數自 2009 年高峰後，數量開始明顯下滑，尤其 2010 年至 2011 年間下跌幅度更為劇烈。

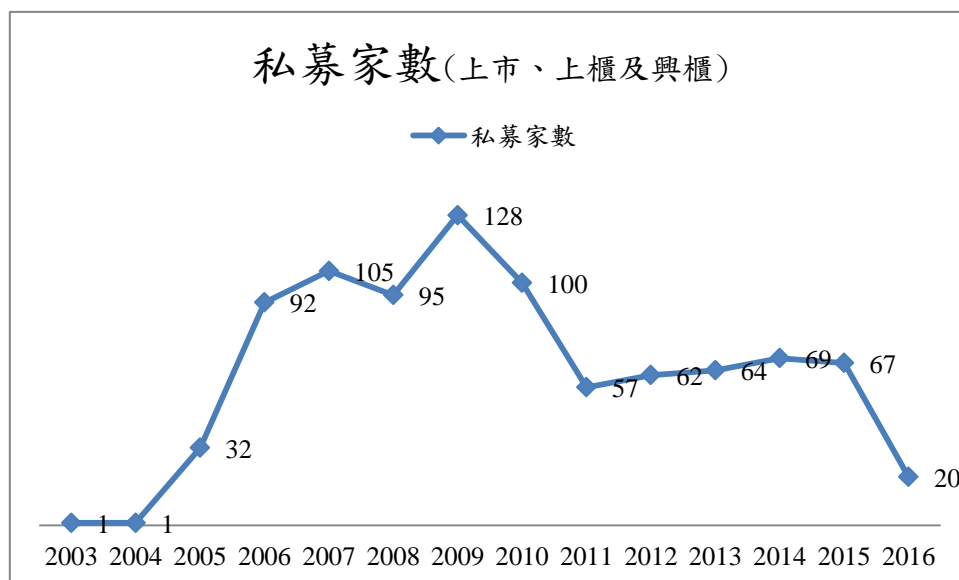


圖 1

因此，本研究想從法規面進行著墨研究，觀察法規的更改對於私募市場所產生的影響，根據金管會之公告，金管會於 2005 年 10 月 11 日制定「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」規定，規範私募的定價日、參考價格、理論價格、策略性投資人、關係人、內部人、獨立專家意見等；且公開發行公司最近年度為稅後純益且無累積虧損，除有例外，得辦理私募外，應採公開募集方式發行有價證券；也規定私募價格訂定在定價日參考價格之百分之八十為下限。

金管會於 2010 年 9 月 1 日修正通過「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」及於 2010 年 9 月 29 日通過「發行人募集與發行有價證券處理準則」第 8 條及第 70 條修正條文，其中規定應募人有公司內部人或關係人參與時，所訂私募普通股每股價格不得低於參考價格之八成，法規上重大的更改，目的是使私募市場制度更加完善，因此本研究將檢視 2010 年私募法規更改前後的差異，台灣私募法規更改應募人資格限制前後，所產生的私募效果，驗證公司是否還有可能操弄私募制度的空間，以提供主管機關修法參考，使台灣私募市場制度更加透明，此乃研究動機之一。

由於台灣企業募資管道逐漸減少，更遑論經營績效不彰的企業，其透過公開募資方式獲取資金更加困難，因此公司逐漸轉向透過私募的方式以募得資金，為了使台灣私募市場更加健全，使得有前景、有理想的經營者、企業能夠募得所需資金、對於提供資金的投資者有所保障，本研究以企業進行私募的角度來觀察實證。Hertzel and Smith (1993) 認為財務困難公司通常傾向以私募方式快速取得資金，同時也必須以較多的折價來吸引投資人，以順利取得所需資金；Holderness and Sheehan (2001) 認為多數私募投資人入股不參考公司經營狀況，也不提供監督效果，其主要是協助現有股東鞏固經營權，提高股權比例，故需折價予以補償。Barclay et al. (2007) 研究認為私募投資人要求折價目的，主要作為私募投資人不參與公司經營活動的補償，由於不同的因素導致公司以折價進行私募，使本研究生想再次進行研究，觀察台灣公司進行私募折價的幅度是否顯著，此乃研究動機之二。

另外，從私募宣告短期效果來觀察，Shleifer and Vishny (1986) 研究證實公司於宣告私募後，短期內股價呈現顯著的正向異常報酬，張琬喻 et al. (2010) 分析私募定價宣告

日具有顯著的資訊效果，顯示私募的訂價宣告富有正面的資訊內涵，使股價產生正向反應；從私募宣告長期效果來觀察，Hertzel et al. (2002)研究顯示私募股權公司在進行私募之後，股價呈現較差的績效，可能是投資人高估公司未來的經營績效，研究結果顯示，公司私募之後長期股價表現為負，其主要的原因為公司未來的營運績效不佳；袁國傑 (2009)發現，公司治理越好的公司，短期異常報酬及長期異常報酬並未有較正面的反應；謝敏鳳 (2012)研究顯示公司內部人是否參與私募與累積異常報酬呈正相關，且具顯著性，但與長期之累積異常報酬之回歸結果為正相關但並不顯著，因此想探討公司私募對股價短期、長期累積異常報酬的影響，此乃研究動機之三。

## 1.2 研究目的

本文之目的可歸納如下:

1. 觀察 2010 年修法前後，應募人資格限制更改對公司進行私募溢折價、股價累積異常報酬的反應。
2. 公司進行私募折溢價的幅度是否顯著
3. 公司私募宣告效果對公司股價短期的累積異常報酬
4. 公司私募宣告效果對公司股價長期的累積異常報酬

### 1.3 實證發現

本研究採用事件研究法探討 2010 年私募法規更改前後對公司之折溢價幅度、短期宣告報酬、長期宣告報酬所產生的影響，研究期間為 2003 年 1 月 1 日至 2016 年 9 月 30 日。在研究期間內，經由篩選之後共得到 893 個私募樣本。

在折溢價幅度方面，本研究實證發現法令更動僅對溢價之公司有顯著影響。而法令更改之後有效地抑制部分應募人對私募折溢價的影響，使私募價格回歸合理。

在短期宣告報酬方面，本研究實證發現法令更改後使私募投資人受到規範，造成短期宣告報酬不再。然而，在事件窗口(-1,+1)短期宣告報酬迴歸分析當中，法令更改之後應募人身分別對私募短期宣告報酬的影響逐漸變大。

在長期宣告報酬方面，法令更改對長期宣告效果皆不具影響性。但是法令更改之後有效地抑制應募人對私募長期宣告報酬的影響。然而，法令更改之後大股東(Major)對私募之長期股價仍然有一定的影響性，顯示在公司股權結構中，大股東長期擁有重要地位，能發揮其監督的功用，提升公司價值。

## 1.4 預期貢獻

本研究主要探討 2010 年私募法令更動前後，對於台灣私募市場所產生的影響，包含折溢價幅度、短期宣告報酬、長期宣告報酬，預期可供法令修改者檢討法令修改後對於私募市場所產生的利與弊，使將來修法能夠帶領台灣私募市場走向健全發展、體制更加完善，整體有利於企業、國家良性循環發展，使台灣產業更有競爭力。



## 1.5 研究架構

本研究針對前述研究目的設計研究方法，逐一分析所欲探討之問題，本研究之架構介紹如下：

### 第一章 緒論

主要未說明研究背景與動機、研究目的、實證結果、預期貢獻，進而確定研究架構與流程。

### 第二章 文獻探討

主要分三部分回顧國內外相關文獻，探討包含台灣2010年私募法規修法之內涵、公司進行私募溢折價幅度之內涵、公司私募對股價累積異常報酬的影響之相關研究。

### 第三章 研究假說

本章主要為設立本研究欲探討之研究主題。

### 第四章 研究方法與樣本

本章主要說明研究假說、資料來源、研究期間、樣本選取標準以及本研究所採用的研究方法。

### 第五章 實證結果與分析

本章主要是整理說明實證研究結果，並對各項結果進行分析與解釋。

### 第六章 結論與建議

統整研究結論、研究限制，並且對後續研究提出建議。

## 第二章 文獻探討

本章主要目的為回顧之前學者所提出有關於上市櫃公司私募折溢價與股價累積異常報酬的相關文獻。第一部份為台灣 2010 年私募法規修改之內涵，第二部分為介紹公司進行私募折溢價幅度之內涵，第三部分為公司私募對股價累積異常報酬的影響。

在開始探討私募折溢價與累積異常報酬之前，本研究先回顧公司之所以選擇發起私募的原因總歸為三種因素：(一)財務困難、(二)資訊不對稱、(三)增加股權集中度

### (一)財務困難

有學者認為，公司遭逢財務困難，難以籌資時，進行私募是較好的選擇，Hertzel and Smith (1993) 指出財務越有困難的公司，在公開發行時會遭遇較多的困難，因此私募方式似乎是較佳的選擇。而在資本市場裡，公司籌集資金的方法不外乎透過向銀行借款以籌集資金，或是透過公開募集的方式，在股票市場中募得資金。向銀行借款，使得銀行為債權人向企業收取貸出資金的利息，而借款的債務人得向銀行允若每年應償還的本金及利息，且必須維持公司的營運成長，以保障銀行將來回收資金；公開發行募集資金，使投資人成為股東，得以共同參與公司成長，也讓企業獲得資金挹注使其擁有更多資金進行營運擴充產能，然而，在上述兩種募集資金的方式，皆有利處於成長期(獲利爆發)、成熟期(穩定獲利)的公司，對於有前景的草創期公司(獲利前景不明)、有理想但處於衰退期(營運不佳)的公司，透過上述兩種方式籌集資金相當困難，所幸這些獲利不佳的公司可以透過私募的方式，在資本市場中籌得資金。Krishnamurthy et al. (2005) 研究即顯示出私募通常會是財務危機公司最後募資的方法。因此許多有財務危機的公司會選擇私募的方式進行募資。而 Carey et al. (1999) 研究證實當發行之有價證券規模較小時，企業可藉由私募的籌資方式來降低發行成本。因此當規模較小的公司想進行募資其也會選擇私募的方式進行募資，另一方面也可藉由私募籌資降低發行成本。

### (二)資訊不對稱

過去諸多學者發現，資訊不對稱的因素會造成企業選擇私募方式進行募資 Chemmanur and Fulghieri (1999)，Wu (2004)和 Sharpe and Woo (2005) 研究皆發現若公司

的資訊不對稱程度越高，進行私募之可能性較高。而 Chemmanur and Fulghieri (1999)研究亦發現當公司存在資訊不對稱時，會傾向以私募方式而非現金增資來發行新股，其原因在於私募投資者有較大誘因蒐集資訊。若再個別研究科技業，Folta and Janney (2004)發現新科技產業公司，由於外部投資人較不易評估其真實價值，因此多由專業投資人進行價值評估並參與私募，因此私募能減少資訊不對稱的狀況。

### (三)增加股權集中度

然而，也有學者的觀點認為公司進行私募並不全然是為了募集資金，而是為了稀釋其他股東之股權以鞏固經營權，Barclay et al. (2001)認為多數私募投資人入股不參考公司經營狀況，也不提供監督效果，其主要是協助現有股東鞏固經營權，提高股權比例。

## 2.1 台灣 2010 年私募法規修法之內涵

金管會於 2005 年 10 月 11 日制定「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」規定，規範私募的定價日、參考價格、理論價格、策略性投資人、關係人、內部人、獨立專家意見等；且公開發行公司最近年度為稅後純益且無累積虧損，除有例外，得辦理私募外，應採公開募集方式發行有價證券；也規定私募價格訂定在定價日參考價格之百分之八十為下限。

2008 年 5 月 8 日行政院金管會修正「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」規定，其中私募認購價格之相關規定由原先的「私募價格、轉換或認購價格與參考價格差異達百分之二十以上者，應洽獨立專家表示意見，並公開差異合理性及專家意見」，更改為「私募普通股或特別股每股價格、轉換公司債之轉換價格，或附認股權特別股、附認股權公司債、員工認股權憑證之認股價格低於參考價格之八成者，應併揭露獨立專家對私募訂價之依據及合理性意見；應募人以非現金方式出資者，亦應併揭露獨立專家對抵充數額之合理性意見」，然而以上法律條文修正並未明確對於特定應募人如公司內部人、關係人等有嚴格限制。

過去多年以來有大股東藉由低價認購私募股票賣老股套利的現象，或是透過減資再私募增資的方式，稀釋小股東的股權，損害其利益，抑或大股東透過低價私募用以鞏固經營權之弊端。因此，金管會於 2010 年 9 月 1 日修正「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」對於特定應募人選擇方式之規定，由原先規定「已洽定的應募人者，如屬法人者，應註明法人股東名稱及該法人之股東持股比例占前十名之股東名稱及其持股比例」，新增「應募人如為公司內部人或關係人者，應於董事會中充分討論應募人之名單、選擇方式與目的、應募人與公司之關係，並於股東會召集事由中載明，未符前揭規定者，前揭人員嗣後即不得認購。所訂私募普通股每股價格不得低於參考價格之八成」以區別其該法人是否亦為公司內部人或關係人，目的在遏止過去弊端再度發生。

回顧過去國外學者研究之文獻，觀察應募人身分是否會影響私募之結果。Jensen and Meckling (1976)和 Shleifer and Vishny (1986)研究即發現如果股權集中度增加與管理者

和股東的利益關係緊密，若允許更多有效率的監督，則會增加公司價值。Wruck and Wu (2009)研究 1995 年至 2006 年美國私募宣告樣本，其研究結果顯示應募人與公司在私募前後期間的關係會影響私募公司未來的績效，尤其當公司透過私募引進新的投資人加入，可以產生監督效果，對於公司長期發展有正面的影響，因此私募宣告時，股價效果為正向影響。Wruck, K. H. (2008)研究結果發現私募公司短期宣告報酬對公司內部人產生正向且顯著的影響。

而台灣學者過去研究國內公司之文獻，陳錦村等人 (2011) 研究台灣金融業募集資金之途徑，並探討私募折溢價的影響因素，其研究結果發現公司治理、投資人身分皆顯著影響私募股權的折溢價程度。陳俊合等人 (2009)則發現當公司內部人為私募之應募人時，其私募折價幅度較大；然而，張琬喻等人 (2010)研究結果則指出公司內部人參與公司私募時，內部人持股比例與私募折價幅度呈現顯著負相關；賴秀卿等人 (2014)針對內部人參與之私募，分別就私募溢折價及私募前獲利或虧損探討其影響，結果發現不論公司是以溢價或折價發行股票或私募前呈現虧損狀況，內部人之參與均可提升或改善其私募後之經營績效。

## 2.2 公司進行私募折溢價幅度之內涵

1980 年以來，多數文獻顯示，大部分私募公司都以折價方式來募集資金，Demsetz and Lehn (1985)、Heinkel and Schwartz (1986)、Shleifer and Vishny (1986)、Myers and Majluf (1984)、Wruck (1989)、Hertzel and Smith (1993)、Wu (2004)、Cronqvist and Nilsson (2005)、Barclay et al. (2007)、陳俊合等人 (2009)、張琬喻等人 (2010)。然而公司以折價方式來進行私募的動機不盡然相同，而根據國內外文獻研究，認為私募之折價對於公司價值影響主要的論點有(一)監督效果、(二)資訊效果、(三)股權集中度、(四)營運、財務狀況

### (一)監督效果

Wruck (1989)認為私募投資人不僅對公司提供監督效果，也提供專家意見，使公司價值有所提升，因此私募之折價可視為對私募投資人監督成本、諮詢成本的補償。而 Demsetz and Lehn (1985)和 Shleifer and Vishny (1986)研究皆發現，私募折價和股價的反應結果可以反映出公司股權結構的改變，因為私募產生的外部大股東可以監督管理者、提供專業意見，致使私募公司的價值提高。Cronqvist and Nilsson (2005)研究發現，公司若透過私募與策略夥伴結盟，可藉由股權結構契約之設計，達到降低監督成本之效果。

### (二)資訊效果

Myers and Majluf (1984)研究指出，折價私募乃是補償投資人所花費的資訊成本。Hertzel and Smith (1993)以 Myers and Majluf (1984)主張投資人在資訊不對稱之下，需要更多資源來衡量公司價值，進而降低逆選擇成本，因此，當投資人花費越多的資訊成本，其要求的折價會越高。

### (三)股權集中度

國外文獻中，Barclay et al. (2001)認為多數私募投資人入股不考慮公司經營狀況，也不提供監督效果，其主要是協助現有股東鞏固經營權，提高股權比例，故需折價予以補償。Barclay et al. (2007)再次進行研究，依然認為私募投資人要求折價目的，主要作為私募投資人不參與公司經營活動的補償，因為大多數的私募投資人並未進入董事會或積極

介入公司經營活動。

然而國內學者卻有不同於國外學者的觀點，陳俊合等人 (2009)研究認為公司會因自利動機而透過較高的私募折價來進行財富掠奪。張琬喻等人 (2010)則發現公司並不會以私募折價來鞏固其經營權，若公司私募前經營績效不佳、或是遭逢財務困難，為了傳達公司未來績效將會有所改善，並吸引投資人參與私募，因此以折價方式給予投資人資訊蒐集成本或監督成本之補償。

#### (四)營運、財務狀況

Lee and Kocher (2001)針對公開發行與私募股權之間的公司特性作研究，蒐集 1980 至 1990 年間在美國 NYSE/AMEX 與 Nasdaq 交易的 191 家公開發行與 73 家私募公司作為樣本，研究結果顯示私募公司相較於公開發行公司，私募公司的資產規模小，成長機會高，卻也具有較大的資訊不對稱，因此，在財務狀況上較吃緊，較易使用私募方式募資。

Heinkel and Schwartz (1986)研究指出股份認購價格可代表公司品質的好壞，越大的折價表示公司品質越差。Hertzel and Smith (1993)即發現若公司聲譽較佳、體質較好、財務狀況較穩定，則公司治理狀況較健全，資訊不對稱的情形也較小，投資人要求折價較小；相反地，公司資訊不對稱程度越高，則投資人要求折價越大。Bajaj et al. (2001)則認為公司所處情況較具風險性、營運狀況越難評估時，則投資人會對於私募價格要求較高的折價。Anderson and Rose (2007)認為私募的價格對於公司的品質傳達了重要的訊息，而私募折價的大小與公司未來前景與風險的品質也有強烈的關連。

## 2.3 公司私募對股價累積異常報酬的影響

本文獻回顧分類為私募之(一)短期異常報酬、(二)長期異常報酬，探討公司私募對股價累積異常報酬的影響：

### (一)短期異常報酬

自 1980 年以來，相當多文獻皆證實，公司於宣告私募後，短期內股價呈現顯著的正向異常報酬，Shleifer and Vishny (1986)、Hertzel et al. (2002)、Krishnamurthy et al. (2005)、Barclay et al. (2007)、張文魁 (2006)、謝宛庭與吳清在 (2010)顯示投資大眾對進行私募宣告之公司會有正向反應，意指在私募宣告日，會有正的異常報酬。Shleifer and Vishny (1986)研究顯示私募會吸引外部投資人加入，而該外部投資人擁有高水平的專業知識，可以提供建議與監督，因而提升公司價值，因此會帶來正的正常報酬。謝宛庭與吳清在(2010)發現台灣上市櫃公司宣告私募普通股相較於宣告公開募集普通股，有較為正向且顯著的市場反應。楊維如 (2014)以台灣 2004 至 2009 年之私募樣本進行研究，發現台灣私募之短期宣告報酬為正向且顯著。

造成短期顯著異常報酬之原因：

#### (1) 財務狀況

Ferreira and Brooks (2007)研究結果發現當私募公司被歸類為品質較高時，則宣告後之異常報酬較高。Hertzel and Smith (1993) 發現面臨財務危機的公司，其價值低估的程度越高，資訊效果越大，因此異常報酬率較高。Krishnamurthy (2005) 發現財務危機與異常報酬率呈現正相關，其認為參與私募的新股東加入面臨財務危機的公司來說是好消息。

然而，Fama and Jensen (1983)研究結果指出，如果私募造成不良經營權的鞏固，將導致資源、分配不佳且降低公司被併購的機會，因此私募股權對股價的影響需視私募對象及動機而定。是否為單一應募人、經理人應募比例及私募後股權集中程度將對異常報酬有所影響。



## (2)內部人、大股東

由股權集中程度來觀察，Wruck (1989) 研究發現內部人持股比例高的公司，其具有監督效果，可降低代理問題，對於市場有良好的反應，因而使異常報酬率提高。Wruck (1989)研究亦發現，私募與現金增資兩者呈現不同的宣告效果，現金增資產生負向的報酬，私募卻有正向的異常報酬。進一步研究發現，私募後大股東股權集中度高於 25% 或低於 5% 時，對公司的價值有正向反應，其原因是增加既有大股東持股數或是產生新的大股東，使得這些積極投資人有強烈意圖改善、監督公司，使公司經營績效有所提升。而 Wruck, K. H. (2008)研究結果發現私募公司之內部人、大股東對私募的短期宣告報酬產生正向且顯著的影響。諸如上述文獻佐證，內部人、大股東確實會對私募短期宣告效果產生影響。

## (3)私募規模

Hertzel and Smith (1993)研究發現私募股數比例與折價呈正相關，因為私募規模相較於公司的規模，私募規模越大則越難決定其價值，因此需要蒐集更多的資訊而使得投資成本上升；私募股數比例與異常報酬率呈正相關，其比例越大代表公司未來投資機會越多；然而，公司市值與異常報酬率卻呈現負相關，因為規模小的公司資訊不對稱較嚴重，因此若宣告私募，則資訊效果會比較強烈。

## (二)長期異常報酬

然而，私募長期宣告報酬，目前並沒有一致的定論，Gompers et al. (2003)；Cremers and Nair (2005)研究結果皆發現私募公司長期股價呈現正向且顯著的異常報酬。Wruck and Wu (2009)運用三年的長期異常報酬研究，其結果顯示宣布私募的公司呈現-25.27% 的負向報酬。由於分歧的定論，在此探討造成長期顯著異常報酬之原因：

### (1)過度樂觀

國外學者 Hertzel and Smith (1993)研究結果顯示雖然私募宣告效果為正向反應，但相較於公開發行公司，私募公司之長期股價及經營績效均較差，其主張可能是投資人在

私募時過度樂觀所致，造成高估公司價值。而國內學者張瑞當 et al. (2011)對公司宣告私募後長、短期效果進行研究，發現公司宣告初期並不顯著，但一年之內累積平均異常報酬為正向，而長期之累積平均異常報酬為負向，可能是因為投資人對於宣告私募過度樂觀所致。

## (2)股權結構

Gillan and Starks (2003)研究結果發現當公司的董事會其獨立性較大者，比較不容易被接管。其亦發現公司內部治理與外部監督具有互補性的，尤其是與公司長期績效有關聯。然而，Barclay and Sheehan (2001)研究結果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。

相反地，Gompers et al. (2003)、Cremers and Nair (2005)研究結果皆發現，由於私募產生新的股東加入監督公司，可提升公司價值，因而帶來正向且顯著的長期異常報酬。國內學者 Chang et al. (2011)以 2002 年至 2006 年台灣辦理私募之上市櫃公司為標的，研究結果發現，內部人參與比率和公司宣告私募後 250 日之累計異常報酬呈現正相關。

## (3)公司規模

Hertzel et al. (2002)以 1980 年到 1996 年間 619 個私募樣本進行研究，結果呈現短期累積異常報酬為 2.4%，然而三年平均累積持有異常報酬(BAHR)僅有 0.5%，若再將公司規模、產業、市值加入研究分析，長期報酬甚至為-23.78%。Krishnamurthy et al. (2005)對 1983 到 1992 年私募公司調查，發現私募投資人以折價取得股票並賺得正常報酬，然而私募公司長期異常報酬為負。

## (4)財務狀況

國內學者 Chang et al. (2011)以 2002 年至 2006 年台灣辦理私募之上市櫃公司為標的，研究結果發現公司資產規模及股價淨值比率和公司宣告私募後 250 日之累計異常報酬呈現負相關。

## 2.4 本章總結

以上文獻結果顯示應募人會對私募效果產生影響，因此想探討台灣 2010 年私募法規更改應募人資格限制前後，所產生的私募效果。

且由於不同的因素導致公司以折價進行私募，而 2010 年台灣私募法規對於私募之應募人的限制條款有所更動，因此本研究想觀察公司進行私募折價的幅度是否依然呈現顯著。

而投資人在私募宣告初期，由於上述監督效果、資訊效果、股權集中度、營運、財務狀況等諸多疑慮，會要求較多的折價，也因為新投資人的加入，造成市場投資人可能呈現過度樂觀，過度高估公司價值，經過時間的考驗，財務狀況差的公司表現不如預期，投資人便會對公司產生許多許多疑竇也因為長期的資訊不對稱問題，造成公司長期股價報酬降低。因此本研究想探討公司私募對短期、長期股價累積異常報酬的影響。

最後，金管會為了使私募市場更加完善因而不斷地適應市場的變化適當的更改法令，法規的變動勢必會對私募投資人產生影響，本研究也會探討 2010 年私募法規更動前，私募市場的特性，以及私募法規更動後，對私募市場所帶來的衝擊，探討其法令更動是否對私募市場產生顯著的影響。此外，也透過 2003 年至 2016 年，近 15 年之私募樣本，再次研究公司進行私募之折溢價幅度是否顯著、以及探討公司私募對短期、長期股價累積異常報酬的影響。

## 第三章 研究假說

### 3.1 研究假說

由於過去眾多文獻皆顯示，參與公司私募之投資人會要求折價補償(Demsetz and Lehn (1985)、Shleifer and Vishny (1986)、Myers and Majluf (1984)、Wruck (1989)、Hertzel and Smith (1993)、Wu (2004)、Cronqvist and Nilsson (2005)、Barclay et al. (2007)、陳俊合等人 (2009)、張琬喻等人 (2010)、Heinkel and Schwartz (1986))。然而隨著 2002 年之後私募市場蓬勃發展，由 2002 年公開發行公司辦理私募募集新台幣 91 億後，大幅提升至 2015 年公開發行公司辦理私募案件共 93 件，總金額為 1,948.55 億元，因此本研究想以 2002 年至 2016 年 9 月辦理私募之台灣上市櫃公司樣本重新進行研究。並且再依照 2010 年私募法規更改前、更改後，將樣本作區分，探討台灣私募法規更改應募人參與資格限制前後，所產生的私募效果。

而每家公司在進行私募時，其長短期宣告效果也有所不同，Shleifer and Vishny (1986) 研究顯示私募會吸引外部投資人加入，而該外部投資人擁有高水平的專業知識，可以提供建議與監督，因而提升公司價值，因此會帶來正的短期宣告異常報酬。張瑞當等人 (2011) 對公司宣告私募後長、短期效果進行研究，發現公司宣告初期並不顯著，但一年之內累積平均異常報酬為正向，而長期之累積平均異常報酬為負向。投資人在私募宣告初期，由於公司的財務問題，會要求較多的折價，也因為新投資人的加入，造成市場投資人可能呈現過度樂觀，過度高估公司價值，經過時間的考驗，財務狀況差的公司表現不如預期，投資人便會對公司產生許多許多疑竇，也因為長期的資訊不對稱問題，造成公司長期股價報酬降低。因此本研究也想探討公司私募對股價短期、長期累積異常報酬的影響。

H1: 法令更改後，會使公司私募折幅度縮小。

H2: 法令更改後，應募人身份別會對私募之折價幅度影響縮小。

H3: 公司進行私募折溢價的幅度依然呈現顯著。

H4:公司宣告私募之後，會帶來正的短期宣告異常報酬。

H5:法令更改後，會影響公司私募短期宣告報酬。

H6:公司宣告私募之後，會帶來負的長期宣告異常報酬。

H7:法令更改後，會影響公司私募長期宣告報酬。

## 第四章 研究方法與樣本

### 4.1 資料來源與樣本分配

#### 一、資料來源

本研究為探討 2010 年台灣私募法規更改前後，對私募市場所帶來的影響，本研究資料來源有二：公告進行私募股權之上市櫃、興櫃公司、公司歷史股價、應募人之中是否為內部人、應募人中是否有機構法人、應募人總數、私募總額、市價淨值比、公司規模、負債比率、公司年齡等資料來源為 TEJ 台灣經濟新報，加權股價指數資料則是取自 CMONEY 法人投資決策資料庫。因為 TEJ 資料庫所提供的私募公司之公司治理資訊、財務資訊詳細且完整度高，因此公司治理樣本、財務樣本等資料來源取自於 TEJ。研究期間為 2003 年 1 月 1 日至 2016 年 9 月 30 日，而公司治理資料(應募人為內部人、大股東、機構法人、機構法人之代表等)、財務資料是取自私募前一年年底資料，其樣本涵蓋上市櫃公司，如果樣本股價無法從 TEJ 取得則樣本也排除在外，經由上述篩選原則後，共得到 893 個私募樣本、251 家公司。

## 4.2 變數定義

Discount, 虛擬變數, 當私募為折價發行時, Discount=1, 否則 Discount=0; CAR, 累計異常報酬, 在本研究定義為私募定價日第 x 天到私募後第 y 天的累計報酬; Insiders, 虛擬變數, 當應募人之中有內部人時, Insiders=1, 否則 Insiders=0; Major, 虛擬變數, 當應募人之中有大股東時, Major=1, 否則 Major=0; Institution, 虛擬變數, 當應募人之中有機構法人時, Institution=1, 否則 Institution=0; Representative, 虛擬變數, 當應募人之中的機構法人為法人代表時, Representative=1, 否則 Representative=0; Number, 應募人總數; 當次私募參與支應募人總數; Sum, 私募總額; 公司當年度私募之金額取自然對數(Log(Sum)); BM, 淨值市價比率, 公司期初股東權益帳面價值除以公司總市價(Book value/Market value); Leverage, 負債比率, 公司期初之總負債除以公司總資產(Total debts/Total assets); Size, 公司規模, 公司期初之總資產取自然對數(Log(Total assets)); Age, 公司年齡, 公司掛牌後上市上櫃興櫃的年數; Market, 虛擬變數, 市場別, 當公司為上市公司時, Market=1, 否則 Market=0; Securities, 虛擬變數, 證券種類, 當公司進行私募之證券種類為普通股時, Securities=1, 否則 Securities=0。

Jensen and Meckling (1976)研究結果指出股權集中度增加與管理者和股東的利益關係密切, 若允許更多有效率的監督, 則會增加公司的價值。Wruck and Wu (2009)研究發現應募人與公司在私募前後期間的關係會影響公司未來的績效表現。且 2010 年台灣私募法規更改, 其針對應募人如為公司內部人或關係人者, 制定相關限制, 因此本研究選擇應募人為內部人、大股東、機構法人、機構法人之代表, 為此研究之四項關鍵變數進行研究。

### (1)內部人:

Wruck, K. H. (2008)研究結果發現私募公司之內部人、大股東對私募的短期宣告報酬產生正向且顯著的影響。陸瀛謙 (2008)將私募之應募人區分為積極投資人、消極投資人、內部人對異常報酬的影響來做研究, 結果顯示內部人對異常報酬有正向且顯著的影響。陳俊合等人 (2009)研究發現當公司內部人為參與私募股權之應募人時, 其私募股權折價幅度顯著較大。張琬喻等人 (2010)研究結果指出公司內部人參與公司私募時, 內部

人持股比例與私募股權折價幅度呈現顯著負相關。其研究結果亦發現公司內部人參與公司私募會產生正面的資訊效果，對公司股價有正向影響。

#### (2)大股東:

Wruck (1989)研究發現私募後大股東股權集中度高時，對於公司股價有正向的影響。

#### (3)機構法人、機構法人之代表:

Krishnamurthy et al. (2005)研究 1983 年至 1992 年私募公司，發現私募公司長期異常報酬為負；其再將投資人區分為相關(affiliated)與非相關(unaffiliated)投資人，發現非相關投資人短期報酬及長期報酬均較高。因此，本研究選擇應募人為機構法人與應募人為機構法人之代表為非相關投資人進行研究。

#### (4)私募總額:

Hertzel and Smith (1993)發現私募股數比例與折價呈正相關，因為私募規模相較於公司的規模，私募規模越大則越難決定其價值，因此需要蒐集更多的資訊而使得投資成本上升。

#### (5)淨值市價比率、公司規模:

Hertzel et al. (2002)研究 1980 年到 1996 年間 619 個私募公司長期報酬並加入公司規模、市價淨值比做配對，發現對公司長期股價有負向的影響。

Chen et al. (2010)研究結果發現私募公司之市價淨值比對公司之私募折價有負向且顯著的影響；而市價淨值比對公司長期股價報酬有正向且顯著的影響。

Chang et al. (2011)以台灣 2002 年至 2006 年之上市櫃私募樣本研究，實證發現公司資產規模、市價淨值比對公司長期股價之累積平均異常報酬有負向的影響。

Chen, G.et al. (2014)研究發現私募公司之負債比率對公司之私募宣告短期異常報酬有正向且顯著的影響。

另外，本研究再根據其他過去研究(Hertzel et al. (2002)、Chen et al. (2010))私募宣告



之折溢價、累積異常報酬之文獻，加入應募人總數、負債比率、公司年齡、市場別、證券種類等控制變數進行研究。

表 1 變數定義

變數	定義
Discount	虛擬變數，當私募為折價發行時，Discount=1，否則 Discount=0；
CAR	累計異常報酬，在本研究定義為私募定價日第 x 天到私募後第 y 天的累計報酬；
Insiders	虛擬變數，當應募人之中有內部人時，Insiders=1，否則 Insiders=0；
Major	虛擬變數，當應募人之中有大股東時，Major=1，否則 Major=0；
Institution	虛擬變數，當應募人之中有機構法人時，Institution=1，否則 Institution=0；
Representative	虛擬變數，當應募人之中的機構法人為法人代表時，Representative=1，否則 Representative=0；
Number	應募人總數；當次私募參與支應募人總數；
Sum	私募總額；公司當年度私募之金額取自然對數(Log(Sum))；
BM	淨值市價比率；公司期初股東權益帳面價值除以公司總市價(Book value/Market value)；
Leverage	負債比率；公司期初之總負債除以公司總資產(Total debts/Total assets)；
Size	公司規模；公司期初之總資產取自然對數(Log(Total assets))；
Age	公司年齡；公司掛牌後上市上櫃興櫃的年數；
Market	虛擬變數，市場別，當公司為上市公司時，Market=1，否則 Market=0；
Securities	虛擬變數，證券種類，當公司進行私募之證券種類為普通股時，Securities=1，否則 Securities=0。

### 4.3 研究方法與定義

一、公司進行私募折溢價的幅度是否顯著:

(一) 私募價格折價幅度 (Discount) :

參考 Hertzell and Smith (1993) 及 Wu (2004) 之研究，定義以私募定價宣告日第 10 日為基準，來計算私募價格折價的幅度。其公式如下：

$$\text{Discount} = \frac{\text{宣告日後 10 日股價} - \text{私募價格}}{\text{宣告日後 10 日股價}}$$

當上列之公式計算出之私募股票溢折價的值為正數時，表示折價發行；若為負數時則為溢價發行。

二、公司私募宣告效果對公司股價短期的累積異常報酬:

本研究股價累積異常報酬研究採用事件研究法，探討股權私募後之宣告效果，本研究採用日資料，參照 Brown and Warner (1985) 並利用市場模型來計算異常報酬，估計期為事件日前 360 個交易日 ( $t=-360$ ) 至前 31 個交易日 ( $t=-31$ )，共計 330 個交易日為估計期間，事件期設為事件日前 30 天 ( $t=-30$ ) 至事件日後 360 天 ( $t=+360$ )，私募宣告日為第 0 日 ( $t=0$ )。本研究計算短期與長期的宣告報酬，事件窗口包含:

A. 事件日之確定:

所謂「事件日」係指股東會通過議案，經董事會決議私募，公開宣告私募之日，其亦為實際私募價格訂價日，因此本研究以 TEJ 台灣經濟新報所載明公司公開宣告私募之日期，消息公布當日為事件日 ( $t=0$ )

B. 事件期:

本短期宣告累積異常報酬研究取事件日前 30 天 ( $t=-30$ ) 至事件日後 360 天 ( $t=+360$ )，共計 391 個交易日為事件期 (即  $t=-30$  至  $t=+360$ )

C.估計期:

本研究取事件日前 360 個交易日(t=-360)至前 31 個交易日(t=-31)，共計 330 個交易日為估計期間 (t=-360 至 t=-31)

D.市場模式:

以市場模型計算股票預期報酬率，並以普通最小平方法建立其回歸模型如下:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad t=-360, -259, \dots, -31$$

其中，

$R_{it}$ : 第 t 天 i 公司之股價報酬率

$R_{mt}$ : 第 t 天之市場報酬率

$\alpha_i$ 及 $\beta_i$ :為估計參數

$\varepsilon_i$ :誤差項  $\varepsilon_i \sim N(0, \sigma)$

t= t<sub>1</sub>,....., t<sub>n</sub>:代表第 n 天，

i=1,2,.....,N:代表公司

不受事件干擾的股票預期報酬模型如下:

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta R_{mt}$$

$E(R_{it})$ :以市場模型計算 i 公司在事件期第 t 期之預期報酬

$R_{mt}$ : 第 t 天之市場報酬率

E.估計樣本公司每日之平均異常報酬(Abnormal Returns ; AR):

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) = R_{it} - (\alpha + \beta R_{mt})$$

$AR_{it}$ :為事件期之 t 期之異常報酬， $R_{it}$ 為 i 公司在事件期第 t 期之實際報酬

$R_{it}$ : 第 t 天 i 公司之股價報酬率

$E(R_{it})$ :以市場模型計算 i 公司在事件期第 t 期之預期報酬

F.平均異常報酬率(Average abnormal return ; AAR):

其中，

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n AR_{it}, t=-30 \dots 360$$

$AAR_t$ :為事件期之第 t 期之平均異常報酬

N:為在第 t 日內之樣本總數

G.累積平均異常報酬率(Cumulative average abnormal return ; CAR):

$$CAR_{t_1, t_n} = \sum_{i=t_1}^{t_n} AAR_i$$

其中，

$CAR_{t_1, t_n}$  為從第  $t_1$  日至  $t_n$  之累積平均異常報酬率

## 4.4 統計檢定

由於事件研究法主要是對某件事的發生是否對股價有異常的影響，僅觀察對個別公司股票所估計的異常報酬率，並無法做成結論。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。統計方法是採用傳統的 T 檢定，探討事件引起事件期變異數改變的問題，其 T 值的計算方式如下：

### 1. 平均異常報酬率之假設與檢定

假設 $H_0: AAR_t=0$

$H_1: AAR_t \neq 0$

檢定統計量

$$t = \frac{AAR_t}{\sqrt{\text{VAR}(AAR_t)}}$$

### 2. 累積平均異常報酬率之假設與檢定

假設 $H_0: CAAR_t=0$

$H_1: CAAR_t \neq 0$

檢定統計量

$$t = \frac{CAAR_t}{\sqrt{\text{VAR}(CAAR_t)}}$$

#### 4.5 橫斷面複迴歸分析

本研究利用複迴歸分析探討異常報酬的影響因素，並探討各變數對私募宣告之累積異常報酬的影響。自變數為應募人之中是否有內部人(Insiders)、應募人之中是否有大股東(Major)、應募人之中是否有機構法人(Institution)、應募人之中是否有機構法人之代表(Representative)、應募人總數(Number)、私募總額(Sum)，另加入私募公司的財務變數，淨值市價比率(BM)、負債比率(Leverage)、公司規模(Size)、公司年齡(Age)及市場別虛擬變數(Market)、證券種類虛擬變數(Securities)等控制變數進行複迴歸分析，其中 Industry 為產業固定效果，Date 為定價日固定效果；應變數為私募折價之虛擬變數(Discount)及事件窗口的累積異常報酬率(CAR)。實證模型如下：

Discount<sub>i</sub>=

$$\alpha_{0_i} + \beta_1 \text{Insiders}_i + \beta_2 \text{Major}_i + \beta_3 \text{Institution}_i + \beta_4 \text{Representative}_i + \beta_5 \text{Number}_i + \beta_6 \text{Sum}_i + \beta_7 \text{BM}_i + \beta_8 \text{Leverage}_i + \beta_9 \text{Size}_i + \beta_{10} \text{Age}_i + \beta_{11} \text{Market}_i + \beta_{12} \text{Securities}_i + \beta_{13} \text{Industry}_i + \beta_{14} \text{Date}_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

CAR<sub>i</sub>=

$$\alpha_{0_i} + \beta_1 \text{Insiders}_i + \beta_2 \text{Major}_i + \beta_3 \text{Institution}_i + \beta_4 \text{Representative}_i + \beta_5 \text{Number}_i + \beta_6 \text{Sum}_i + \beta_7 \text{BM}_i + \beta_8 \text{Leverage}_i + \beta_9 \text{Size}_i + \beta_{10} \text{Age}_i + \beta_{11} \text{Market}_i + \beta_{12} \text{Securities}_i + \beta_{13} \text{Industry}_i + \beta_{14} \text{Date}_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

## 第五章 實證結果與分析

### 5.1 敘述統計

敘述統計表如表 2 所示，其為上市、上櫃及興櫃進行私募公司之基本統計量。本研究選取的樣本為台灣自 2003 年有私募資料以來至 2016 年之私募資料。由該表可得知 2003 年、2004 年私募樣本數僅為個位數，但 2005 年之後私募市場開始迅速發展，私募樣本數一路增漲至 2009 年最高的 128 家，其顯示隨著私募市場逐漸成熟，越來越多公司透過私募來募集資金。然而，在 2010 年之後私募樣本數一路呈現大幅度下滑，截至 2016 年 9 月，私募樣本數甚至僅有 20 家。

由該表亦可以發現，2003 年至 2016 年期間，上市公司進行私募的樣本數僅有 335 家，然而，上櫃與興櫃公司進行私募的樣本數卻有 558 家，其比例高出上市公司許多，且相較於上市公司之規模，上櫃與興櫃公司之規模較小，此結果與 Carey et al.(1993)；Lee and Kocher (2001)之研究結果相符，私募公司的資產規模小，較易使用私募方式募資。

表 2 公司家數

年度	樣本數	上市(TSE)	上櫃與興櫃(OTC、ROTC)
2003	1	0	1
2004	1	1	0
2005	32	12	20
2006	92	43	49
2007	105	40	65
2008	95	30	65
2009	128	56	72
2010	100	40	60
2011	57	16	41
2012	62	32	30
2013	64	21	43
2014	69	18	51
2015	67	20	47
2016	20	6	14
合計	893	335	558



敘述統計表如表 3 所示，其為進行私募公司的變數基本統計量。由該表可知進行私募之總樣本數為 893 家公司，應募人之中是否有內部人(Insiders)平均數為 0.30；應募人之中是否有大股東(Major)平均數為 0.07；應募人中是否有機構法人(Institution)平均數為 0.81；應募人之機構法人是否為機構法人之代表(Representative)平均數為 0.11；應募人總數(Number)平均數為 6.23，最大值 30.00，最小值 1.00；私募總額(Sum)平均數為 8.16，最大值 10.48，最小值 5.72；淨值市價比(BM) 平均數為 2.98，最大值 192.99，最小值 0.00；負債比率(Leverage) 平均數為 54.23，最大值 98.62，最小值 0.18；公司規模(Size) 平均數為 6.26，最大值 9.37，最小值 4.19。

其中應募人為內部人(Insiders)相較於應募人為大股東(Major)之平均數高出許多，可能代表公司較不願讓大股東(Major)參與私募以避免股權被稀釋，增加公司派股權集中度。而應募人為機構法人(Institution)之平均數為 0.81，但其中為機構法人之代表(Representative)的平均數僅為 0.11，顯示多數應募人選擇以機構法人名義參與私募，而非選擇法人代表名義。

表 3 敘述統計表

變數	樣本數	平均數	標準差	中位數	最小值	最大值
應募人之中是否有內部人(Insiders)	893	0.30	0.46	0.00	0.00	1.00
應募人之中是否有大股東(Major)	893	0.07	0.26	0.00	0.00	1.00
應募人中是否有機構法人(Institution)	893	0.81	0.39	1.00	0.00	1.00
應募人之機構法人是否為機構法人之代表(Representative)	893	0.11	0.32	0.00	0.00	1.00
應募人總數(Number)	893	6.23	7.24	3.00	1.00	30.00
私募總額(Sum)	893	8.16	0.67	8.12	5.72	10.48
淨值市價比(BM)	893	2.98	11.13	1.38	0.00	192.99
負債比率(Leverage)	893	54.23	23.29	55.17	0.18	98.62
公司規模(Size)	893	6.26	0.82	6.15	4.19	9.37

表 4 為將淨值市價比(BM)、負債比率(Leverage)、公司規模(Size)依照應募人之中有內部人(Insiders)、應募人之中有大股東(Major)、應募人中有機構法人(Institution)、應募人之機構法人有機構法人之代表(Representative)做區分之基本統計量。

由該表可發現，應募人之中有內部人(Insiders)之淨值市價比(BM)平均數為 2.41、應募人中有機構法人(Institution)之淨值市價比(BM)平均數為 2.85、應募人之機構法人有機構法人之代表(Representative)之淨值市價比(BM)平均數為 1.74；然而，應募人之中有大股東(Major)之淨值市價比(BM)平均數為 5.17，顯示應募人之中有大股東(Major)之市價相較於其他三者之市價被低估，推測當公司的市值相對於帳面價值較低時，公司較傾向於向大股東進行私下募集資金。

應募人之中有內部人(Insiders)之負債比率(Leverage)平均數為 52.48、應募人之中有大股東(Major)之負債比率(Leverage)平均數為 51.21、應募人之機構法人有機構法人之代表(Representative)之負債比率(Leverage)平均數為 51.50，此三者之負債比率平均值皆位於 51~53%之間，比率相當接近，然而應募人中有機構法人(Institution)之負債比率(Leverage)平均數為 54.57。

應募人之中有內部人(Insiders)之公司規模(Size)平均數為 6.12、應募人之中有大股東(Major)之公司規模(Size)平均數為 5.83、應募人之機構法人有機構法人之代表(Representative)之公司規模(Size)平均數為 6.11，然而，應募人中有機構法人(Institution)之公司規模(Size)平均數為 6.35 為此四者之中最高值，顯示機構法人在私募市場中的投資標的，仍然以大規模公司為重。

綜觀淨值市價比(BM)、負債比率(Leverage)、公司規模(Size)三項財務變數，應募人之中有大股東(Major) 有最高之淨值市價比(BM)、最低之負債比率(Leverage)及最低之公司規模(Size)；相反地，應募人之機構法人有機構法人之代表(Representative)有最低之淨值市價比(BM)、最高之負債比率(Leverage)及最高之公司規模(Size)，因此數據顯示機構法人之代表通常會介入規模較高之公司，且這些公司有較高之負債比率；當公司規模較

小並且會使用私募進行募資時，大股東較會參與私募，符合前述 Carey et al. (1993)，Lee and Kocher (2001)之研究論點。

表 4 敘述統計表

變數	樣本數	平均數	標準差	中位數	最小值	最大值
淨值市價比(BM)	893	2.98	11.13	1.38	0.00	192.99
應募人之中有內部人(Insiders)	272	2.41	11.79	1.25	0.12	192.99
應募人之中有大股東(Major)	63	5.17	24.15	1.59	0.31	192.99
應募人中有機構法人(Institution)	726	2.85	10.03	1.37	0.00	192.99
應募人之機構法人有機構法人之 代表(Representative)	102	1.74	1.64	1.36	0.12	10.08
負債比率(Leverage)	893	54.23	23.29	55.17	0.18	98.62
應募人之中有內部人(Insiders)	272	52.48	22.17	52.34	0.18	98.27
應募人之中有大股東(Major)	63	51.21	26.80	47.72	0.18	98.27
應募人中有機構法人(Institution)	726	54.57	23.25	55.43	0.58	98.62
應募人之機構法人有機構法人之 代表(Representative)	102	51.50	22.91	53.17	0.58	97.84
公司規模(Size)	893	6.26	0.82	6.15	4.19	9.37
應募人之中有內部人(Insiders)	272	6.12	0.58	6.14	4.19	9.05
應募人之中有大股東(Major)	63	5.83	0.57	5.91	4.19	7.30
應募人中有機構法人(Institution)	726	6.35	0.84	6.19	4.25	9.37
應募人之機構法人有機構法人之 代表(Representative)	102	6.11	0.65	6.08	5.02	9.05

### 5.2.1 私募折溢價

Hertzel and Smith (1993)延續 Myers and Majluf (1984)之主張，強調投資人在資訊不對稱之下，需要更多資源來衡量公司價值，進而降低逆選擇成本，因此，當投資人花費越多的資訊成本，其要求的折價會越高。依照此觀點綜觀全樣本，法規變更理當使私募市場更加透明並且使投資人花更少資源來衡量公司價值，因而使折價幅度變小。

表 5 為 2003 年至 2016 年宣告私募公司樣本之折溢價平均值，且再將樣本分為 2003 年至 2010 年(私募法規修改前)、2011 年至 2016 年(私募法規修改後)，此目的為了比較私募法規修改前後所產生的變化，而總樣本當中共計有 29 家公司私募訂價以平價發行、463 家公司以折價發行、401 家公司以溢價發行。

由該表可發現 2003 年至 2016 年，全樣本之折溢價平均值為-0.019，說明總樣本是折價發行，若將全樣本依照私募法規修改前後進行比較，2003 年至 2010 年(私募法規修改前)其折價平均值為-0.014，但 2011 年至 2016 年(私募法規修改後)其折價平均值為-0.027，然而比較私募法規更改前後，顯示法規更改之後反而出現更高的折價平均值，此折價幅度變高之結果與預期結果不符。

以折價之樣本進行分析，可發現 2003 年至 2016 年之折溢價平均值為-0.112，若將全樣本依照私募法規修改前後進行比較，2003 年至 2010 年(私募法規修改前)其折價平均值為-0.113，而 2011 年至 2016 年(私募法規修改後)其折價平均值為-0.112，折價幅度並未明顯變動，顯示法規修改並未對於選擇折價進行私募之公司產生影響。

以溢價之樣本進行分析，可發現 2003 年至 2016 年之折溢價平均值為 0.087，若將全樣本依照私募法規修改前後進行比較，2003 年至 2010 年(私募法規修改前)其溢價平均值為 0.1，而 2011 年至 2016 年(私募法規修改後)其溢價平均值為 0.066，溢價幅度顯著下降，由於法規修改後資訊較透明，因此私募公司減少溢價發行的幅度。而差異性檢定中，僅溢價之樣本具 1%顯著水準。

表 5 私募折溢價

	2003-2016	2003-2010	2011-2016	Difference in means
ALL	-0.019***	-0.014**	-0.027***	0.013
p-value	(0.000)	(0.023)	(0.000)	(0.167)
N	893	554	339	893
Discount	-0.112***	-0.113***	-0.112***	-0.001
p-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.939)
N	463	289	174	463
Premium	0.087***	0.100***	0.066***	0.033***
p-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
N	401	248	153	401

\*\*\*為 1% 顯著水準，\*\*為 5% 顯著水準，\*為 10% 顯著水準。

表 6 將折溢價平均值依照應募人為內部人(Insiders)、大股東(Major)、機構法人(Institution)、機構法人之代表(Representative)做區分。

從全樣本中可以看到,2003 年至 2010 年(私募法規修改前),應募人為內部人(Insiders)之折溢價平均值為-0.016,不具顯著水準;但 2011 年至 2016 年(私募法規修改後),內部人(Insiders)之折溢價平均值為-0.024,具 10%顯著水準,且折價幅度也越來越大。而 2003 年至 2010 年(私募法規修改前),應募人為機構法人(Institution)之折溢價平均值為-0.019,具 1%顯著水準;2011 年至 2016 年(私募法規修改後),應募人為機構法人(Institution)之折溢價平均值為-0.026,具 1%顯著水準,且折價幅度越來越大。此結果顯示,2010 年法令更改並未有效抑制應募人為內部人(Insiders)及應募人為機構法人(Institution)對私募折溢價之影響。

另外,從折價的樣本中可以看到,法規更改之後(2010 年),應募人之中有大股東(Major)之折價幅度由原來的-0.104 變為-0.179,折價幅度越來越大,應募人之機構法人有機構法人之代表(Representative)之折價幅度由原來的-0.140 變為-0.082,折價幅度越來越小;然而,應募人之中有內部人(Insiders)之折價幅度由原來的-0.112 變為-0.114,應募人中有機構法人(Institution)之折價幅度由原來的-0.114 變為-0.105,並沒有太大幅度改變。

從溢價的樣本中可以看到,法規更改之後(2010 年),應募人之中有內部人(Insiders)之溢價幅度由原來的 0.090 變為 0.054,應募人之中有大股東(Major)之溢價幅度由原來的 0.093 變為 0.033,應募人中有機構法人(Institution)之溢價幅度由原來的 0.100 變為 0.065,應募人之機構法人有機構法人之代表(Representative)之溢價幅度由原來的 0.110 變為 0.072,整體溢價樣本中,溢價幅度是越來越小。而差異性檢定中,應募人之中有內部人(Insiders)具 1%顯著水準,應募人之中有大股東(Major)具 5%顯著水準,應募人中有機構法人(Institution)具 1%顯著水準。

表 6 折溢價平均值

	2003-2016	2003-2010	2011-2016	Difference in means
<b>ALL</b>				
應募人之中有內部人(Insiders)	-0.018** (0.030)	-0.016 (0.114)	-0.024* (0.082)	0.008 (0.644)
應募人之中有大股東(Major)	0.010 (0.543)	0.016 (0.384)	-0.015 (0.589)	0.032 (0.342)
應募人中有機構法人(Institution)	-0.021*** (0.000)	-0.019*** (0.008)	-0.026*** (0.001)	0.008 (0.452)
應募人之機構法人有機構法人之代表 (Representative)	-0.002 (0.908)	-0.005 (0.811)	0.009 (0.679)	-0.014 (0.641)
<b>DISCOUNT</b>				
應募人之中有內部人(Insiders)	-0.112*** (0.000)	-0.112*** (0.000)	-0.114*** (0.000)	0.002 (0.933)
應募人之中有大股東(Major)	-0.115*** (0.000)	-0.104*** (0.000)	-0.179* (0.094)	0.074 (0.361)
應募人中有機構法人(Institution)	-0.111*** (0.000)	-0.114*** (0.000)	-0.105*** (0.000)	-0.009 (0.480)
應募人之機構法人有機構法人之代表 (Representative)	-0.128*** (0.000)	-0.140*** (0.000)	-0.082*** (0.004)	-0.058 (0.112)
<b>PREMIUM</b>				
應募人之中有內部人(Insiders)	0.080*** (0.000)	0.090*** (0.000)	0.054*** (0.000)	0.036*** (0.002)
應募人之中有大股東(Major)	0.078*** (0.000)	0.093*** (0.000)	0.033*** (0.003)	0.061** (0.005)
應募人中有機構法人(Institution)	0.087*** (0.000)	0.100*** (0.000)	0.065*** (0.000)	0.035*** (0.000)
應募人之機構法人有機構法人之代表 (Representative)	0.101*** (0.000)	0.110*** (0.000)	0.072*** (0.003)	0.038 (0.142)

\*\*\*為 1% 顯著水準，\*\*為 5% 顯著水準，\*為 10% 顯著水準。



### 5.2.2 私募折溢價迴歸分析

此迴歸分析為探討私募法規更改前後對於私募折溢價影響的有效性，如表 7 私募折溢價迴歸分析(1)-(4)所示，在控制其他變數下，應募人之中有大股東(Major)之係數顯著高於其他三項係數(Insiders、Institution、Representative,  $\beta_2=0.032$ )，具 10%的顯著水準，此結果表明應募人為大股東(Major)正向且顯著影響公司之折溢價，其隱含公司之大股東產生監督效果，不會使公司以過度折價進行私募圖利特定人，使私募價格回歸合理。控制變數中，淨值市價比(BM)、公司年齡(Age)皆對折溢價帶來負向且顯著的影響。

私募折溢價迴歸分析(5)-(8)所示，依照法規更改前的樣本作區分(2003-2010 年)，在控制其他攸關變數下，應募人之機構法人有機構法人之代表(Representative)之係數顯著高於其他三項係數( $\beta_4=0.041$ )，具 5%的顯著水準，此結果表明在法規更改前，應募人為機構法人之代表(Representative)正向且顯著影響公司之折溢價，其隱含此折價是對機構法人之代表(Representative)的監督效果、資訊效果之補償，由於機構法人代表參與投資並監督公司，事前必須花費諸多心理蒐集資訊，因此公司藉由折價使其獲得合理的補償。

私募折溢價迴歸分析(9)-(12)所示，依照法規更改後的樣本作區分(2011-2016 年)，在控制其他攸關變數下，應募人之中有內部人(Insiders)、應募人之中有大股東(Major)、應募人中有機構法人(Institution)、應募人之機構法人有機構法人之代表(Representative)此四項變數皆呈現不顯著，此結果表明法令更改之後有效地抑制應募人對私募折溢價的影響使私募價格回歸合理，為法令更改之有效性提出直接證據。控制變數中，淨值市價比(BM)、公司規模(Size)、公司年齡(Age)皆對折溢價帶來負向且顯著的影響；而負債比率(Leverage)對折溢價帶來正向且顯著的影響。

另外，本迴歸分析的結果與表 6 之結果不同，顯示在控制其他公司治理變數、財務變數的情況下，確實會造成影響，因而呈現出不同結論。

表 7 私募折溢價迴歸分析

	ALL 2003-2016			2003-2010				2011-2016				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Constant	0.109 (0.090)	0.113 (0.089)	0.124 (0.088)	0.123 (0.089)	0.053 (0.106)	0.059 (0.105)	0.066 (0.105)	0.072 (0.105)	0.247 (0.158)	0.236 (0.159)	0.250 (0.159)	0.244 (0.162)
Insiders	0.013 (0.011)				0.009 (0.013)				0.008 (0.020)			
Major		0.032* (0.017)				0.022 (0.023)				0.035 (0.026)		
Institution			-0.006 (0.013)				-0.004 (0.015)				-0.008 (0.023)	
Representative				0.026 (0.017)				0.041** (0.021)				0.004 (0.030)
Number	-0.001* (0.001)	-0.001* (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001** (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.002* (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
Sum	-0.007 (0.008)	-0.007 (0.008)	-0.007 (0.008)	-0.007 (0.008)	-0.011 (0.010)	-0.011 (0.010)	-0.011 (0.010)	-0.012 (0.010)	0.000 (0.012)	0.001 (0.012)	0.000 (0.012)	0.001 (0.012)
BM	-0.001*** (0.000)	-0.001** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)
Leverage	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.001** (0.000)	0.001** (0.000)	0.001** (0.000)	0.001** (0.000)

Size	-0.013 (0.007)	-0.012* (0.007)	-0.013* (0.007)	-0.013* (0.007)	-0.001 (0.008)	-0.001 (0.007)	-0.001 (0.008)	-0.001 (0.007)	-0.038*** (0.014)	-0.037** (0.014)	-0.037*** (0.014)	-0.038** (0.015)
Age	-0.001* (0.001)	-0.001* (0.001)	-0.001** (0.001)	-0.001* (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.004*** (0.001)	-0.004*** -0.001	-0.004*** (0.001)	-0.004*** (0.001)
Market	0.002 (0.014)	0.002 (0.014)	0.002 (0.014)	0.000 (0.014)	0.003 (0.018)	0.003 (0.018)	0.003 (0.018)	-0.000 (0.018)	-0.002 (0.023)	-0.001 (0.024)	-0.002 (0.023)	-0.003 (0.023)
securities	0.001 (0.016)	0.001 (0.016)	0.002 (0.016)	0.002 (0.016)	-0.009 (0.017)	-0.010 (0.017)	-0.009 (0.017)	-0.008 (0.017)	0.017 (0.037)	0.016 (0.037)	0.017 (0.037)	0.018 (0.037)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	887	887	887	887	551	551	551	551	336	336	336	336
R <sup>2</sup>	0.037	0.039	0.036	0.039	0.033	0.034	0.033	0.041	0.095	0.097	0.095	0.094

\*\*\*為 1%顯著水準，\*\*為 5%顯著水準，\*為 10%顯著水準。

### 5.3.1 私募短期宣告報酬

此表為探討私募法規更改前後對於私募短期宣告報酬影響的有效性，由表 8 所示以定價日(-1,+1)為事件窗口，分別檢驗全樣本(2003 年至 2016 年)、法規更改前(2003 年至 2010 年)、法規更改後(2011 年至 2016 年)的短期宣告報酬，實證結果皆呈現負向且顯著的短期宣告報酬，分別為-0.035、-0.031、-0.042，具 1%的顯著水準，與先前之研究結果不符(Shleifer and Vishny (1986); Hertz et al. (2002)； Krishnamurthy et al. (2005)； Barclay et al. (2007)；張文魁 (2006)；謝宛庭與吳清在 (2010)研究皆指出短期宣告報酬為正向)，但此結果亦表明法規更改之後，確實對私募短期宣告報酬帶來影響，由原先的-0.031 變為-0.042，短期宣告報酬績效越來越低，其隱含為法令更改後使私募投資人受到規範，造成短期宣告報酬不再。而差異性檢定中，具 10%顯著水準。

表 8 短期宣告報酬

	2003-2016	2003-2010	2011-2016	Difference in means
(-10,+10)	-0.070***	-0.065***	-0.078***	0.013
p-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.380)
(-5,+5)	-0.060***	-0.057***	-0.065***	0.008
p-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.452)
(-1,+1)	-0.035***	-0.031***	-0.042***	0.011*
p-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.081)
(-2,+2)	-0.043***	-0.040***	-0.048***	0.008
p-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.297)
(0,+3)	-0.029***	-0.026***	-0.035***	0.008
p-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.141)
0	-0.014***	-0.011***	-0.018***	0.007**
p-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.020)
N	893	554	339	893

\*\*\*為 1%顯著水準，\*\*為 5%顯著水準，\*為 10%顯著水準。

### 5.3.2 私募短期宣告報酬迴歸分析

此迴歸分析為探討私募法規更改前後對於私募短期宣告報酬影響的有效性，表 9 私募短期宣告報酬迴歸分析(1)-(4)所示，在控制其他攸關變數下，應募人之中有內部人(Insiders)  $\beta_1=0.025$  與應募人之中有大股東(Major)  $\beta_2=0.022$  之係數顯著高於其他兩項係數(Institution、Representative)分別具 1%與 5%的顯著水準，此結果表明應募人為內部人(Insiders)與大股東(Major)正向且顯著影響公司之私募短期宣告報酬，當應募人為內部人(Insiders)與大股東(Major)的公司進行私募時，這些人提供監督機制，所以市場給予較高的宣告報酬。控制變數中，應募人總數(Number)皆對短期宣告報酬帶來負向且顯著影響；而市場別(Market)皆對短期宣告報酬帶來正向且顯著影響。

私募短期宣告報酬迴歸分析(5)-(8)所示，依照法規更改前的樣本作區分(2003- 2013 年)，在控制其他攸關變數下，應募人之中有內部人(Insiders)之係數顯著高於其他三項係數( $\beta_1=0.026$ )，具 1%的顯著水準，此結果表明在法規更改前，應募人為公司之內部人(Insiders)正向且顯著影響公司之私募短期宣告報酬。控制變數中，應募人總數(Number)皆對短期宣告報酬帶來負向且顯著影響；而淨值市價比(BM)、公司規模(Size)、市場別(Market)皆對短期宣告報酬帶來正向且顯著影響。

然而，私募短期宣告報酬迴歸分析(9)-(12)所示，依照法規更改後的樣本作區分(2011-2016 年)，在控制其他攸關變數下，應募人之中有內部人(Insiders)  $\beta_1= 0.025$ (具 5%顯著水準)、應募人之中有大股東(Major)  $\beta_2=0.045$ (具 1%顯著水準)、應募人之機構法人有機構法人之代表(Representative)  $\beta_3=0.032$ (具 5%顯著水準)，此三項變數皆對私募短期宣告報酬產生正向且顯著的影響，其中變數大股東(Major)與機構法人之代表(Representative)由原先法令更改前的無顯著影響效果，法令更改後，變成正向且顯著影響，此結果表明法令更改之後應募人身分別對私募短期宣告報酬的影響逐漸變大，其隱含法令更改使公司私募折溢價趨於合理，因而應募人介入私募投資之身分更顯為重要且值得參考，因為其介入投資不再是不良意圖，而是為了使公司經營能夠改善，產生監督效果，進而提升績效。控制變數中，市場別(Market)皆對短期宣告報酬帶來正向且顯著影響。

由迴歸(5)與(9)可以看到應募人之中有內部人(Insiders)由原先的 $\beta_1=0.026$ (具 1%顯著水準)變為後來的 $\beta_1=0.025$ (具 5%顯著水準)，顯示應募人之中有內部人(Insiders)並未受到法規更動產生太多改變，仍然為顯著；迴歸(6)與(10)的應募人之中有大股東(Major)由原先的 $\beta_2=0.008$ (不具顯著水準)變為後來的 $\beta_2=0.045$ (具 1%顯著水準)，顯示法令更改後反而助長大股東(Major)的影響性；迴歸(7)與(11)的應募人之中有機構法人(Institution)由原先的 $\beta_3=-0.010$ (不具顯著水準)變為後來的 $\beta_3=-0.017$ (不具顯著水準)；迴歸(8)與(12)的應募人之中有機構法人之代表(Representative)由原先的 $\beta_4=-0.002$ (不具顯著水準)變為後來的 $\beta_4=0.032$ (具 5%顯著水準)，顯示法令更改後也助長機構法人之代表(Representative)的影響性。

表 9 私募短期宣告報酬(-1,+1)

	ALL 2003-2016			2003-2010				2011-2016				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Constant	-0.172*** (0.051)	-0.151*** (0.052)	-0.142*** (0.051)	-0.144*** (0.051)	-0.199*** (0.066)	-0.166** (0.065)	-0.164** (0.065)	-0.164** (0.064)	-0.200** (0.081)	-0.214*** (0.082)	-0.191** (0.083)	-0.222*** (0.083)
Insiders	0.025*** (0.007)				0.026*** (0.009)				0.025** (0.010)			
Major		0.022** (0.011)				0.008 (0.015)				0.045*** (0.017)		
Institution			-0.013 (0.008)				-0.010 (0.010)				-0.017 (0.013)	
Representative				0.011 (0.009)				-0.002 (0.011)				0.032** (0.015)
Number	-0.001*** (0.000)	-0.001** (0.000)	-0.001** (0.000)	-0.001** (0.000)	-0.002*** (0.001)	-0.001** (0.000)	-0.001** (0.000)	-0.001** (0.000)	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)
Sum	0.006 (0.004)	0.006 (0.004)	0.006 (0.004)	0.006 (0.004)	0.006 (0.006)	0.006 (0.006)	0.006 (0.006)	0.006 (0.006)	0.007 (0.007)	0.008 (0.007)	0.008 (0.007)	0.008 (0.007)
BM	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	-0.000* (0.000)	-0.000** (0.000)	-0.000* (0.000)	-0.000 (0.000)

Leverage	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Size	0.008** (0.004)	0.007* (0.004)	0.008* (0.004)	0.006 (0.004)	0.012** (0.005)	0.010** (0.005)	0.011** (0.005)	0.010** (0.005)	0.011 (0.008)	0.012 (0.008)	0.012 (0.008)	0.013 (0.008)
Age	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
Market	0.025*** (0.008)	0.025*** (0.008)	0.026*** (0.008)	0.024*** (0.008)	0.021** (0.010)	0.020* (0.010)	0.021** (0.010)	0.020* (0.010)	0.041*** (0.012)	0.043*** (0.012)	0.042*** (0.012)	0.039*** (0.012)
Securities	0.014 (0.010)	0.015 (0.010)	0.015 (0.010)	0.016 (0.010)	0.008 (0.013)	0.010 (0.013)	0.010 (0.013)	0.010 (0.013)	0.026 (0.017)	0.024 (0.017)	0.026 (0.017)	0.028* (0.017)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	889	889	889	889	551	551	551	551	338	338	338	338
R <sup>2</sup>	0.056	0.046	0.045	0.044	0.071	0.057	0.058	0.057	0.092	0.094	0.082	0.091

\*\*\*為 1%顯著水準，\*\*為 5%顯著水準，\*為 10%顯著水準。



#### 5.4.1 私募長期宣告報酬

此表為探討私募法規更改前後對於私募長期宣告報酬影響的有效性，由表 10 所示以定價日(+1,+180)、(+1,+270)、(+1,+360)為事件窗口，分別檢驗全樣本(2003 年至 2016 年)、法規更改前(2003 年至 2010 年)、法規更改後(2011 年至 2016 年)的長期宣告報酬。

實證結果呈現事件窗口(+1,+180)皆不具顯著性，而事件窗口(+1,+270)之全樣本長期宣告報酬為 0.055(具 10%顯著水準)，在 2003 年至 2010 年則為 0.091(具 5%顯著水準)，在法令更改後長期報酬率則不具顯著性。事件窗口(+1,+360) 之全樣本長期宣告報酬為 0.113(具 1%顯著水準)，在 2003 年至 2010 年則為 0.161(具 1%顯著水準)，但是在法令更改後長期報酬率則不具顯著性。

由事件窗口(+1,+270)與(+1,+360)之全樣本研究結果來看，私募之長期報酬分別為 0.055(具 10%顯著水準)、0.113(具 1%顯著水準)，顯示宣告私募會帶來長期正向且顯著的異常報酬。

另外，事件窗口(+1,+270)與(+1,+360)之研究，儘管由 2003 年至 2010 年的顯著效果(分別為 0.091 與 0.161)變為 2011 年至 2016 年的不顯著效果(分別為-0.004 與 0.035)，然而差異性檢定中，皆不具顯著水準，顯示法令更改對長期宣告效果皆不具影響性

表 10 長期宣告報酬

	2003-2016	2003-2010	2011-2016	Difference in means
(+1,+180)	0.023	0.045	-0.013	0.057
p-value	(0.318)	(0.12)	(0.748)	(0.235)
(+1,+270)	0.055*	0.091**	-0.004	0.095
p-value	(0.076)	(0.018)	(0.943)	(0.144)
(+1,+360)	0.113***	0.161***	0.035	0.126
p-value	(0.003)	(0.001)	(0.594)	(0.117)
N	893	554	339	893

\*\*\*為 1%顯著水準，\*\*為 5%顯著水準，\*為 10%顯著水準。

#### 5.4.2 私募長期宣告報酬迴歸分析

本節利用迴歸分析來探討私募法規更改前後對於私募長期宣告報酬影響的有效性，表 11 私募長期宣告報酬(+1,+180)迴歸分析(1)-(4)所示，在控制其他攸關變數下，應募人之中有大股東(Major)之係數為  $\beta_2=0.246$ ，具 5% 顯著水準，且顯著高於其他三項係數 (Insiders、Institution、Representative)，此結果表明應募人為大股東(Major)會正向且顯著影響公司之私募長期宣告報酬，其隱含不論短期、長期宣告效果，大股東在公司股權結構裡皆具有實質影響力，替公司帶來監督效果，使公司改善並提升經營績效，進而替公司帶來正向的股價報酬。控制變數中，淨值市價比(BM)、負債比率(Leverage)對長期宣告報酬帶來正向且顯著的影響。

私募長期宣告報酬迴歸分析(5)-(8)所示，依照法規更改前的樣本作區分(2003-2010 年)，在控制其他攸關變數下，應募人之中有大股東(Major)之係數為  $\beta_2=0.282$ ，具 5% 的顯著水準，而應募人之中有機構法人(Institution)之係數為  $\beta_3=-0.154$ ，具 10% 的顯著水準，此結果表明法規更改前，應募人為大股東(Major)會正向且顯著影響公司之私募長期宣告報酬，而應募人為機構法人(Institution)會負向且顯著影響公司之私募長期宣告報酬。控制變數中，淨值市價比(BM)對長期宣告報酬帶來正向且顯著的影響。

然而，私募長期宣告報酬迴歸分析(9)-(12)所示，依照法規更改後的樣本作區分(2011-2016 年)，在控制其他攸關變數下，應募人之中有內部人(Insiders)、應募人之中有大股東(Major)、應募人中有機構法人(Institution)、應募人之機構法人有機構法人之代表(Representative)此四項變數皆呈現不顯著，應募人身分別參與私募投資僅對短期宣告效果有正向且顯著的影響，然而，應募人身分別對長期宣告報酬不具有顯著影響。控制變數中，公司規模(Size)對長期宣告報酬帶來負向且顯著的影響。

由迴歸(5)與(9)可以看到應募人之中有內部人(Insiders)由原先的  $\beta_1=0.082$ (不具顯著水準)變為後來的  $\beta_1=0.074$ (不具顯著水準)；迴歸(6)與(10)的應募人之中有大股東(Major)由原先的  $\beta_2=0.282$ (具 5% 顯著水準)變為後來的  $\beta_2=0.247$ (不具顯著水準)，顯示法令更改後，使大股東(Major)的影響性降低，但結果仍然為正向，代表仍有隱性的監督效

果存在；迴歸(7)與(11)的應募人之中有機構法人(Institution)由原先的 $\beta_3=-0.154$ (具 10% 顯著水準)變為後來的 $\beta_3=0.023$ (不具顯著水準)，代表法令更改後，機構法人(Institution)對私募的影響性降低；迴歸(8)與(12)的應募人之中有機構法人之代表(Representative) 由原先的  $\beta_4=0.061$ (不具顯著水準)變為後來的 $\beta_4=0.171$ (不具顯著水準)。

表 11 私募長期宣告報酬(+1,+180)

	ALL 2003-2016				2003-2010				2011-2016			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Constant	0.650 (0.411)	0.638 (0.406)	0.723* (0.406)	0.716* (0.407)	0.511 (0.513)	0.534 (0.511)	0.621 (0.507)	0.631 (0.512)	1.240* (0.708)	1.157 (0.706)	1.238* (0.714)	1.118 (0.710)
Insiders	0.060 (0.059)				0.082 (0.078)				0.074 (0.094)			
Major		0.246** (0.101)				0.282** (0.118)				0.247 (0.197)		
Institution			-0.070 (0.071)				-0.154* (0.092)				0.023 (0.116)	
Representative				0.093 (0.070)				0.061 (0.082)				0.171 (0.121)
Number	-0.004 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.004 (0.003)	-0.003 (0.004)	-0.001 (0.004)	-0.001 (0.004)	-0.001 (0.004)	-0.006 (0.006)	-0.004 (0.006)	-0.005 (0.006)	-0.007 (0.006)
Sum	-0.043 (0.037)	-0.042 (0.036)	-0.043 (0.037)	-0.043 (0.037)	-0.069 (0.051)	-0.067 (0.050)	-0.069 (0.050)	-0.069 (0.050)	-0.017 (0.053)	-0.015 (0.052)	-0.014 (0.054)	-0.013 (0.053)
BM	0.006** (0.003)	0.005* (0.003)	0.006** (0.003)	0.005** (0.003)	0.013** (0.005)	0.013*** (0.005)	0.013*** (0.005)	0.013** (0.005)	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)

Leverage	0.003** (0.001)	0.003** (0.001)	0.003** (0.001)	0.003** (0.001)	0.003* (0.001)	0.003* (0.001)	0.002 (0.001)	0.003 (0.001)	0.002 (0.002)	0.002 (0.002)	0.002 (0.002)	0.002 (0.002)
Size	-0.035 (0.033)	-0.028 (0.033)	-0.030 (0.035)	-0.037 (0.033)	0.026 (0.039)	0.031 (0.039)	0.040 (0.041)	0.019 (0.038)	-0.189*** (0.067)	-0.180*** (0.066)	-0.194*** (0.067)	-0.178*** (0.067)
Age	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.002 (0.005)	-0.002 (0.005)	-0.002 (0.005)	-0.001 (0.005)
Market	-0.063 (0.080)	-0.063 (0.080)	-0.058 (0.080)	-0.068 (0.080)	-0.070 (0.105)	-0.076 (0.104)	-0.059 (0.104)	-0.078 (0.104)	-0.066 (0.136)	-0.060 (0.136)	-0.064 (0.136)	-0.077 (0.135)
Securities	0.010 (0.071)	0.001 (0.071)	0.010 (0.070)	0.015 (0.071)	0.024 (0.082)	0.018 (0.081)	0.025 (0.081)	0.030 (0.082)	-0.046 (0.129)	-0.060 (0.130)	-0.041 (0.128)	-0.039 (0.130)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	889	889	889	889	551	551	551	551	338	338	338	338
R <sup>2</sup>	0.053	0.059	0.053	0.053	0.058	0.066	0.063	0.056	0.100	0.106	0.099	0.104

\*\*\*為 1%顯著水準，\*\*為 5%顯著水準，\*為 10%顯著水準。

表 12 私募長期宣告報酬(+1,+270)迴歸分析(1)-(4)所示，在控制其他攸關變數下，應募人之中有大股東(Major)之係數為  $\beta_2=0.231$ ，具 10% 顯著水準，且顯著高於其他三項係數(Insiders、Institution、Representative)，此結果表明應募人為大股東(Major)會正向且顯著影響公司之私募長期宣告報酬。控制變數中，淨值市價比(BM)、負債比率(Leverage)對長期宣告報酬帶來正向且顯著的影響。

私募長期宣告報酬迴歸分析(5)-(8)所示，依照法規更改前的樣本作區分(2003-2010 年)，在控制其他攸關變數下，應募人之中有機構法人(Institution)之係數為  $\beta_3=-0.212$ ，具 10% 的顯著水準，此結果表明法規更改前，應募人為機構法人(Institution)會負向且顯著影響公司之私募長期宣告報酬。控制變數中，負債比率(Leverage)對長期宣告報酬帶來正向且顯著的影響。

然而，私募長期宣告報酬迴歸分析(9)-(12)所示，依照法規更改後的樣本作區分(2011-2016 年)，在控制其他攸關變數下，應募人之中有內部人(Insiders)、應募人之中有大股東(Major)、應募人中有機構法人(Institution)、應募人之機構法人有機構法人之代表(Representative)此四項變數皆呈現不顯著，此結果亦表明法令更改之後有效地抑制應募人對私募長期宣告報酬的影響。控制變數中，公司規模(Size)對長期宣告報酬帶來負向且顯著的影響。

由迴歸(5)與(9)可以看到應募人之中有內部人(Insiders)由原先的  $\beta_1=0.093$ (不具顯著水準)變為後來的  $\beta_1=0.161$ (不具顯著水準)；迴歸(6)與(10)的應募人之中有大股東(Major)由原先的  $\beta_2=0.208$ (不具顯著水準)變為後來的  $\beta_2=0.312$ (不具顯著水準)；迴歸(7)與(11)的應募人之中有機構法人(Institution)由原先的  $\beta_3=-0.212$ (具 10% 顯著水準)變為後來的  $\beta_3=-0.071$ (不具顯著水準)，代表法令更改後，機構法人(Institution)對私募的影響性降低；迴歸(8)與(12)的應募人之中有機構法人之代表(Representative)由原先的  $\beta_4=0.02$ (不具顯著水準)變為後來的  $\beta_4=0.252$ (不具顯著水準)。

表 12 私募長期宣告報酬(+1,+270)

	ALL 2003-2016				2003-2010				2011-2016			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Constant	0.739 (0.556)	0.776 (0.550)	0.861 (0.550)	0.848 (0.550)	0.493 (0.693)	0.554 (0.693)	0.618 (0.688)	0.622 (0.695)	1.608* (0.942)	1.509 (0.946)	1.649* (0.965)	1.434 (0.950)
Insiders	0.098 (0.080)				0.093 (0.107)				0.161 (0.127)			
Major		0.231* (0.133)				0.208 (0.174)				0.312 (0.232)		
Institution			-0.142 (0.096)				-0.212* (0.126)				-0.071 (0.152)	
Representative				0.097 (0.096)				0.020 (0.118)				0.252 (0.165)
Number	-0.007 (0.005)	-0.004 (0.004)	-0.004 (0.004)	-0.005 (0.005)	-0.003 (0.006)	-0.001 (0.005)	-0.001 (0.005)	-0.001 (0.006)	-0.014* (0.008)	-0.009 (0.008)	-0.010 (0.008)	-0.013 (0.008)
Sum	-0.026 (0.048)	-0.025 (0.047)	-0.026 (0.048)	-0.026 (0.047)	-0.040 (0.066)	-0.039 (0.066)	-0.040 (0.065)	-0.040 (0.066)	-0.025 (0.068)	-0.021 (0.068)	-0.022 (0.070)	-0.019 (0.067)
BM	0.005* (0.002)	0.004* (0.003)	0.005* (0.002)	0.005* (0.002)	0.010* (0.006)	0.010* (0.006)	0.011* (0.006)	0.009 (0.006)	0.001 (0.002)	0.000 (0.002)	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)

Leverage	0.004*** (0.002)	0.004*** (0.002)	0.004*** (0.002)	0.004*** (0.002)	0.005** (0.002)	0.005** (0.002)	0.005** (0.002)	0.005** (0.002)	0.002 (0.003)	0.002 (0.003)	0.002 (0.003)	0.002 (0.003)
Size	-0.061 (0.045)	-0.058 (0.045)	-0.049 (0.047)	-0.066 (0.044)	-0.002 (0.054)	-0.001 (0.054)	0.019 (0.056)	-0.010 (0.053)	-0.236** (0.091)	-0.227** (0.091)	-0.234** (0.091)	-0.221** (0.091)
Age	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.001 (0.003)	-0.000 (0.003)	-0.000 (0.003)	-0.000 (0.003)	-0.000 (0.003)	-0.006 (0.006)	-0.005 (0.006)	-0.005 (0.006)	-0.004 (0.006)
Market	-0.068 (0.106)	-0.068 (0.106)	-0.059 (0.106)	-0.073 (0.105)	-0.108 (0.143)	-0.113 (0.143)	-0.092 (0.142)	-0.113 (0.143)	-0.039 (0.173)	-0.029 (0.173)	-0.033 (0.174)	-0.053 (0.169)
Securities	0.011 (0.095)	0.006 (0.095)	0.011 (0.095)	0.019 (0.096)	0.029 (0.112)	0.027 (0.112)	0.030 (0.112)	0.036 (0.113)	-0.062 (0.175)	-0.077 (0.175)	-0.060 (0.174)	-0.050 (0.177)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	889	889	889	889	551	551	551	551	338	338	338	338
R <sup>2</sup>	0.041	0.042	0.042	0.040	0.035	0.036	0.041	0.033	0.087	0.089	0.083	0.089

\*\*\*為 1%顯著水準，\*\*為 5%顯著水準，\*為 10%顯著水準。



表 13 私募長期宣告報酬(+1,+360)迴歸分析(1)-(4)所示，在控制其他攸關變數下，應募人之中有大股東(Major)之係數為  $\beta_2=0.332$ ，具 5% 顯著水準，且顯著高於其他三項係數(Insiders、Institution、Representative)，此結果表明應募人為大股東(Major)會正向且顯著影響公司之私募長期宣告報酬。控制變數中，負債比率(Leverage)對長期宣告報酬帶來正向且顯著的影響；而公司規模(Size)對長期宣告報酬帶來負向且顯著的影響。

私募長期宣告報酬迴歸分析(5)-(8)所示，依照法規更改前的樣本作區分(2003-2010年)，在控制其他攸關變數下，應募人之中有內部人(Insiders)、應募人之中有大股東(Major)、應募人中有機構法人(Institution)、應募人之機構法人有機構法人之代表(Representative)此四項變數皆呈現不顯著。控制變數中，負債比率(Leverage)對長期宣告報酬帶來正向且顯著的影響。

然而，私募長期宣告報酬迴歸分析(9)-(12)所示，依照法規更改後的樣本作區分(2011-2016年)，在控制其他攸關變數下，應募人之中有大股東(Major)之係數為  $\beta_2=0.458$ ，具 10% 顯著水準，且顯著高於其他三項係數(Insiders、Institution、Representative)，此結果與表 11、表 12 之結果不同，表明法令更改之後應募人為大股東(Major)會正向且顯著影響公司之私募長期宣告報酬，其隱含法令更改之後，將時間拉長來看，大股東(Major)對公司長期股價表現的影響力勝過其他身分之應募人，顯示在公司股權結構中，大股東長期擁有重要地位去發揮其監督的功用，提升公司價值。控制變數中，公司規模(Size)對長期宣告報酬帶來負向且顯著的影響。

由迴歸(5)與(9)可以看到應募人之中有內部人(Insiders)由原先的  $\beta_1=0.094$ (不具顯著水準)變為後來的  $\beta_1=0.192$ (不具顯著水準)；迴歸(6)與(10)的應募人之中有大股東(Major)由原先的  $\beta_2=0.304$ (不具顯著水準)變為後來的  $\beta_2=0.458$ (具 10% 顯著水準)，其顯示若將長期宣告報酬時間軸拉長至 360 日來看，大股東(Major)依然對私募報酬有顯著影響性，代表大股東在長期仍然有監督效果，能夠有效監督公司並使公司帶正向的績效；迴歸(7)與(11)的應募人之中有機構法人(Institution)由原先的  $\beta_3=-0.248$ (不具顯著水準)變為後來的  $\beta_3=-0.096$ (不具顯著水準)；迴歸(8)與(12)的應募人之中有機構法人之代表(Representative)由原先的  $\beta_4=0.110$ (不具顯著水準)變為後來的  $\beta_4=0.322$ (不具顯著水準)。

表 13 私募長期宣告報酬(+1,+360)

	ALL 2003-2016				2003-2010				2011-2016			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Constant	1.142*	1.155*	1.276*	1.259*	0.969	1.002	1.095	1.113	2.227*	2.077*	2.281*	2.003*
	(0.691)	(0.678)	(0.679)	(0.679)	(0.882)	(0.874)	(0.868)	(0.875)	(1.131)	(1.123)	(1.158)	(1.131)
Insiders	0.106				0.094				0.192			
	(0.096)				(0.132)				(0.150)			
Major		0.332**				0.304				0.458*		
		(0.156)				(0.206)				(0.274)		
Institution			-0.179				-0.248				-0.096	
			(0.117)				(0.154)				(0.182)	
Representative				0.167				0.110				0.322
				(0.119)				(0.153)				(0.198)
Number	-0.008	-0.005	-0.005	-0.007	-0.004	-0.003	-0.002	-0.003	-0.015	-0.009	-0.010	-0.014
	(0.006)	(0.005)	(0.005)	(0.006)	(0.008)	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.010)
Sum	-0.028	-0.026	-0.029	-0.028	-0.063	-0.061	-0.062	-0.064	-0.009	-0.004	-0.005	-0.001
	(0.059)	(0.059)	(0.059)	(0.059)	(0.083)	(0.082)	(0.082)	(0.082)	(0.084)	(0.083)	(0.086)	(0.083)
BM	0.003	0.003	0.003	0.003	0.009	0.009	0.010	0.009	-0.001	-0.002	-0.001	-0.001
	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.003)

Leverage	0.005*** (0.002)	0.005*** (0.002)	0.005*** (0.002)	0.005*** (0.002)	0.007*** (0.003)	0.007*** (0.003)	0.007** (0.003)	0.007*** (0.003)	0.001 (0.003)	0.001 (0.003)	0.001 (0.003)	0.001 (0.003)
Size	-0.113** (0.055)	-0.106* (0.054)	-0.097* (0.057)	-0.116** (0.054)	-0.056 (0.067)	-0.051 (0.066)	-0.030 (0.069)	-0.063 (0.065)	-0.318*** (0.107)	-0.304*** (0.107)	-0.316*** (0.107)	-0.300*** (0.106)
Age	-0.003 (0.004)	-0.003 (0.004)	-0.003 (0.004)	-0.003 (0.004)	-0.003 (0.004)	-0.003 (0.004)	-0.003 (0.004)	-0.002 (0.004)	-0.005 (0.008)	-0.005 (0.008)	-0.005 (0.008)	-0.003 (0.008)
Market	-0.050 (0.134)	-0.050 (0.133)	-0.040 (0.134)	-0.060 (0.133)	-0.091 (0.183)	-0.097 (0.183)	-0.071 (0.182)	-0.104 (0.183)	-0.043 (0.212)	-0.029 (0.212)	-0.036 (0.213)	-0.061 (0.207)
Securities	0.098 (0.118)	0.088 (0.118)	0.096 (0.118)	0.107 (0.119)	0.126 (0.143)	0.120 (0.143)	0.126 (0.143)	0.134 (0.143)	-0.024 (0.203)	-0.048 (0.204)	-0.023 (0.202)	-0.010 (0.205)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	889	889	889	889	551	551	551	551	338	338	338	338
R <sup>2</sup>	0.040	0.044	0.042	0.041	0.043	0.046	0.048	0.043	0.075	0.081	0.072	0.079

\*\*\*為 1%顯著水準，\*\*為 5%顯著水準，\*為 10%顯著水準。

## 第六章 研究結論與建議

### 6.1 研究結論

隨著台灣進行私募公司的家數逐年下滑，台灣私募市場面臨嚴峻的挑戰。在本研究當中，選擇台灣 2003 年至 2016 年之私募樣本，335 個上市公司、558 個上櫃與興櫃公司，共 893 個私募樣本進行研究。本研究選擇 2010 年私募法規更動前後作為分水嶺，目的是為使台灣私募市場環境改善。

在折溢價平均值差異性檢定研究結果發現，法令更動僅對溢價之樣本有顯著影響，且溢價幅度顯著下降，顯示由於法規修改後資訊較透明，因此私募公司減少溢價發行的幅度。而溢價之樣本當中，又屬應募人之中有內部人(Insiders)、應募人之中有大股東(Major)、應募人中有機構法人(Institution)之變化最為顯著，其餘無顯著水準，代表法令更改僅對部分公司之溢價產生影響，對於折價之公司完全無影響性，因此仍有許多改善空間。

而在私募折溢價迴歸分析當中，應募人為機構法人之代表(Representative)由法令更改前的顯著結果，法令更改之後變為不顯著，此結果表明法令更改之後有效地抑制應募人對私募折溢價的影響使私募價格回歸合理，為法令更改之有效性提出直接證據。

在事件窗口(-1,+1)短期宣告報酬差異性檢定中，顯示法令更動對其有顯著影響，且短期宣告報酬績效越來越低，其隱含為法令更改後使私募投資人受到規範，造成短期宣告報酬不再。

而在事件窗口(-1,+1)短期宣告報酬迴歸分析當中，應募人之中有內部人(Insiders)、應募人之中有大股東(Major)、應募人之機構法人有機構法人之代表(Representative)，此三項變數皆對私募短期宣告報酬產生正向且顯著的影響，其中變數大股東(Major)與機構法人之代表(Representative)由原先法令更改前的無顯著影響效果，法令更改後，變成正向且顯著影響，此結果表明法令更改之後應募人身分別對私募短期宣告報酬的影響逐漸

變大，其隱含法令更改使公司私募折溢價趨於合理，因而應募人介入私募投資之身分更顯為重要且值得參考，因為其介入投資不再是不良意圖，而是為了使公司經營能夠改善，產生監督效果，進而提升績效。

長期宣告報酬差異性檢定中，皆不具顯著水準，顯示法令更改對長期宣告效果皆不具影響性。

長期宣告報酬迴歸分析當中，事件窗口(+1,+180)與(+1,+270)，於法令更改後，應募人之中有內部人(Insiders)、應募人之中有大股東(Major)、應募人中有機構法人(Institution)、應募人之機構法人有機構法人之代表(Representative)此四項變數皆呈現不顯著，此結果亦表明法令更改之後有效地抑制應募人對私募長期宣告報酬的影響。然而，在事件窗口時間拉長(+1,+360)實證下，法令更改之後(2010年)，發現應募人之中有大股東(Major)卻呈現正向且顯著性的影響，此結果代表大股東(Major)對私募之長期股價仍然有一定的影響性，其隱含法令更改之後，將時間拉長來看，大股東(Major)對公司長期股價表現的影響力勝過其他身分之應募人，顯示在公司股權結構中，大股東長期擁有重要地位，能發揮其監督的功用，提升公司價值。

此外，本研究亦發現，在私募長期宣告報酬之事件窗口(+1,+180)、(+1,+270)、(+1,+360)下，負債比率(leverage)皆對此三種事件窗口帶來正向且顯著的影響，其隱含負債比率越高之公司，由於其善用槓桿之財務結構加上藉由私募來募集資金，進而改善公司整體營運，長期會提升公司之價值。

## 6.2 研究建議

- (1) 由於進行私募之公司，不同產業有不同特性，建議後續研究者可以依照產業分類，研究不同產業其研究結果是否依然一致。
- (2) 由於本研究之公司治理變數並未再區分家族企業與非家族企業，或許家族企業較偏好進行私募以鞏固公司股權，因此建議後續研究者可以將公司分類為家族企業與非家族企業，探討其結果是否有所差異。
- (3) 本研究探討 2010 年私募法規變更前後所產生的影響，建議後續研究者可以探討造成 2009 年之後進行私募公司數量下降的因素。

## 1. 國內文獻

- 張琬瑜, 蔡明秀, & 郭一帆. (2010), 「股權私募宣告效果與股權結構變動-以台灣上市上櫃公司為例」, *財務金融學刊*, 18(1), 91-136.
- 袁國傑. (2009), 「私募對企業績效與異常報酬之影響-家族企業與非家族企業」, *成功大學會計學系學位論文*, 1-97.
- 謝敏鳳. (2012), 「股權私募的宣告及定價與公司價值的變化」, *臺北大學會計學系學位論文*, 1-50.
- 陳錦村, 吳有山, & 廖婉惠. (2011), 「金融機構私募股權及其折溢價研究」, *台灣金融財務季刊*, 12(1), 1-40.
- 陳俊合, 羅國華, & 王馨晨. (2009), 「內部人認購, 公司治理結構與私募股權折價」, *證券市場發展季刊*.
- 張琬瑜, 蔡明秀, & 郭一帆. (2010), 「股權私募宣告效果與股權結構變動-以台灣上市上櫃公司為例」, *財務金融學刊*, 18(1), 91-136.
- 賴秀卿, 李宏志, & 何威德. (2014), 「私募股權與公司經營績效: 應募人類型與私募溢折價之影響」, *證券市場發展季刊*, 26(4), 39-82.
- 張文魁. (2006), 「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研究所碩士論文*.
- 謝宛庭, & 吳清在. (2010), 「公開募集或私募有價證券之決定因素及其市場反應」, *會計評論*(51), 73-106.
- 楊維如. (2014), 「公司股權籌資之績效: 以台灣的私募與公開增資為例」, *證券市場發展季刊*, 26 (1), 67-111.
- 張瑞當. 沈文華與黃怡翔. (2011), 「宣告效果, 股價報酬與盈餘管理: 我國企業私募股權之研究」, *中華會計學刊*, 第 7 期 (1 月): 21-62.
- 陸瀛謙. (2008), 「私募折價幅度及私募前後異常報酬」, *國立政治大學會計學系碩士論文*.

## 2. 國外文獻

- Barclay, M. J., Holderness, C. G., & Sheehan, D. P. (2007). Private placements and managerial entrenchment. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 461-484.
- Bhagat, S., Carey, D. C., & Elson, C. M. (1999). Director ownership, corporate performance, and management turnover. *The Business Lawyer*, 885-919.
- Barclay, M. J., Holderness, C. G., & Sheehan, D. P. (2001). The block pricing puzzle.
- Bajaj, M., Denis, D. J., Ferris, S. P., & Sarin, A. (2001). Firm value and marketability discounts. *J. Corp. L.*, 27, 89.
- Barclay, M. J., Holderness, C. G., & Sheehan, D. P. (2001). The block pricing puzzle.
- Chang, H.-J. (2011). Institutions and economic development: theory, policy and history. *Journal of Institutional Economics*, 7(04), 473-498.
- Chen, A.-S., Cheng, L.-Y., Cheng, K.-F., & Chih, S.-W. (2010). Earnings management, market discounts and the performance of private equity placements. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1922-1932.
- Chen, G., Kang, J.-K., Kim, J.-M., & Na, H. S. (2014). Sources of value gains in minority equity investments by private equity funds: Evidence from block share acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 29, 449-474.
- Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (1999). A theory of the going-public decision. *Review of Financial Studies*, 12(2), 249-279.
- Cronqvist, H., & Nilsson, M. (2005). The choice between rights offerings and private equity placements. *Journal of Financial Economics*, 78(2), 375-407.
- Cremers, K., & Nair, V. B. (2005). Governance mechanisms and equity prices. *The Journal of finance*, 60(6), 2859-2894.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.
- Folta, T. B., & Janney, J. (2004). Strategic benefits to firms issuing private equity placements. *Strategic Management Journal*, 25(3), 223-242.
- Ferreira, E. J., & Brooks, L. D. (2007). Evidence on private equity offering announcements: Strong and weak firms' pooling versus separation. *Journal of Economics and Business*, 59(2), 89-110.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law*



- and Economics*, 26(2), 301-325.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156.
- Gillan, S., & Starks, L. T. (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective.
- Hertzel, M., & Smith, R. L. (1993). Market discounts and shareholder gains for placing equity privately. *The Journal of finance*, 48(2), 459-485.
- Hertzel, M., Lemmon, M., Linck, J. S., & Rees, L. (2002). Long-Run performance following private placements of equity. *The Journal of finance*, 57(6), 2595-2617.
- Heinkel, R., & Schwartz, E. S. (1986). Rights versus underwritten offerings: An asymmetric information approach. *The Journal of finance*, 41(1), 1-18.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Krishnamurthy, S., Spindt, P., Subramaniam, V., & Woidtke, T. (2005). Does investor identity matter in equity issues? Evidence from private placements. *Journal of Financial Intermediation*, 14(2), 210-238.
- Lee, H. W., & Kocher, C. (2001). Firm characteristics and seasoned equity issuance method: Private placement versus public offering. *Journal of Applied Business Research*, 17(3), 23-36.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Sharpe, I. G., & Woo, L.-A. E. (2005). Corporate control, expected underpricing, and the choice of issuance mechanism in unseasoned equity markets. *Journal of Corporate Finance*, 11(4), 716-735.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of*

- political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- Wu, Y. (2004). The choice of equity-selling mechanisms. *Journal of Financial Economics*, 74(1), 93-119.
- Wruck, K. H., & Wu, Y. (2009). Relationships, corporate governance, and performance: Evidence from private placements of common stock. *Journal of Corporate Finance*, 15(1), 30-47.
- Wruck, K. H. (2008). Private equity, corporate governance, and the reinvention of the market for corporate control. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(3), 8-21.
- Wruck, K. H. (1989). Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings. *Journal of Financial Economics*, 23(1), 3-28.
- Wruck, K. H. (2008). Private equity, corporate governance, and the reinvention of the market for corporate control. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(3), 8-21.