

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士論文

從相對增資價格之折價幅度探討現金增資決策
Seasoned Equity Offerings Decision by Underpricing of
Relative SEO Price

指導教授：蕭慧玲 博士

研究生：林祺恩

中華民國 108 年 1 月

致謝辭

從大一進入東海開始，壓根沒想過要念研究所，近幾年新聞報導在台灣，大學生畢業後繼續就學的意願越來越低，我自己起初也是決定唸完書趕快出去賺錢比較實際，直到大三導生聚與一位陸生朋友聊天才知道現在私立大學原來有推出五年一貫的措施，讓不願意多花時間念研所又能有碩士學位的學生有了另一條出路，而我剛好就是被五年一貫吸引的那位大學生，大四就開始念碩一課程，看到其他要好的朋友都在賣力找尋人生第一份工作的同時，我心想絕對不能漏氣，既然開始讀了就栽進去把碩士學位拿到吧！

在這短短兩年過程中，認識一群可愛的同學們，尤其我收了個徒弟，能認識她，我真的很幸運。雖然我們班可能是歷年來東海財金所人數最少的一班，只有 14 位，且男女比例嚴重傾斜，男生只有 3 位確實也很特別，不僅如此，五年一貫的同學還佔了 8 位，換句話說，部分同學在大學時期早已認識，但也因為這樣，我們熟悉的更快速，有時男生們不在，研究室就是菜市場，但我真的很感謝那些一起陪伴我度過研究所兩年的大家，沒有他們的鼓勵，絕對無法成就現在的我，還要感謝東海財金系的教授與助教們，讓財金一家親這個形容詞永遠烙印在我心中，真心謝謝所有幫助過我的人，因為你們，我變得更好了。

當然，由衷感激我的指導教授，蕭慧玲老師，在這段時間，辛苦的指導我的論文，告訴我下一步如何進行，不管是工作上或是生活瑣事不厭其煩的為我解惑、給我建議，也給予我最大的協助，讓我可以呈現最好的論文，達成自己的目標。

最後，「媽，您女兒真的畢業了」，謝謝歐媽願意讓我花一年半的時間完成論文，全心全意支持我，更經常帶我去拜拜，祈求神明保佑我可以順利畢業，謝謝媽媽對我無私的付出，即使這一年多來我做任何事多麼不順心，但依舊成為我最強而有力的靠山，還有我的姊姊也總是在我需要幫忙的時候伸出援手，那一瞬間是最溫暖的無誤。

摘要

資金是企業成功經營的重要元素，現金增資正是台灣資本市場籌資方式之一，對於想要現金增資的企業，找尋發行新股的時機點格外重要。過去文獻提出市場擇時理論，說明當股價被高估時，企業會傾向進行現金增資。也有研究指出增資時折價幅度愈大的企業，代表其股價被高估的情形愈嚴重。由於台灣企業現金增資的承銷期間相當冗長，自股東會決議日到原股東繳款日迄平均耗時 107 天，其中股東會決議日至訂價日就多達 67 天，故本研究主要貢獻在於將承銷期間的事件日作細分，觀察經理人如何利用不同事件日與不同區間的相對增資價格之折價幅度，影響現金增資決策。並探討增資折價幅度、增資用途與承銷天數對宣告異常報酬之影響，及增資後企業績效的變化。

本文從公司特性差異檢定觀察到，發行公司規模較小、市值帳面比較大、負債比率較低，其相對增資價格之折價幅度較大，且較多會以投資與營運活動作為公告之增資用途。此外，資產報酬率較高的公司，承銷期間的天數有較長的現象。在增資特性亦發現，現金認購價較高的公司，在訂價日的折價幅度較大，且也會以投資與營運活動為主要公告之增資目的。本研究實證亦觀察到，股東會決議日前一個月到前六個月期間，在愈接近決議日時相對增資價格之折價幅度愈大，代表其股價被高估的情形愈嚴重，符合市場擇時理論。當現金增資之承銷天數較長以及宣告為投資與營運用途時，其折價幅度較大。另外，承銷天數愈長與折價幅度較大的企業，市場上給予負向且顯著的異常報酬。雖然折價幅度可視為對投資人承擔冗長承銷期間之風險補償，但投資人仍會對此類公司股價被高估的情形有所疑慮。另一方面，實證也顯示折價幅度愈大的公司企業績效惡化愈嚴重，代表公司訂定的發行價格愈低會減損公司價值。最後，本文發現公告增資用途後，折價幅度對企業績效仍有負顯著關係，即使企業公告現增的資金會投入投資與營運活動，仍未能減緩折價幅度對企業績效傷害的現象。

關鍵字：現金增資、折價幅度、增資用途、企業績效

Abstract

Funds are an important element of successful business. Seasoned Equity Offerings(SEOs) is one of the sources of corporate financing in Taiwan's capital market. However, for the enterprises want to SEOs, it is essential to find a perfect timing for issuing stocks. According to the historical data, Take market timing as sample, enterprises tend to undertake SEOs when stocks are overvalued. And some studies have pointed out that when SEOs, if the underpricing is the greater, the more serious the situation is that the stock price is overvalued. Since the underwriting period of the SEOs of Taiwanese enterprises is quite lengthy, it takes an average of 107 days from the resolution date of the shareholders' meeting to the date of the original shareholders' payment, in which takes 67 days from the resolution date of the shareholders' meeting to the pricing date. The paper's main contribution is to break down the event days during the underwriting period, to observe how the managers use different event days and different intervals of underpricing of relative SEO price to influence the SEOs decisions. It also discusses the impact of underpricing、SEO purposes and the underwriting days on the announcement of abnormal returns, and the changes in corporate performance after SEOs.

This paper observes the company's characteristic that the issuing company is small scale, the market value is relatively large, the debt ratio is low, and the underpricing will be larger, and more will use investing and operating activities as announcements for SEOs purposes. In addition, the company with better return on assets, the underwriting days has a long phenomenon. In the SEOs characteristics, it is also found that companies with higher SEO prices have a larger underpricing on the pricing date and also announces investing and operating activities as the main SEOs purpose. This study also finds that the period of from the first to six months before the resolution date of the shareholders' meeting, and the closer the resolution date, the underpricing is larger, which means the more serious the situation is that its stock price is overvalued, in line with the market timing theory. When the SEOs is for long underwriting days and announces for investing and operating purposes, the underpricing will be increased. Next, the longer underwriting days and the larger underpricing, the market will give negative and significant abnormal returns. Although the underpricing can be regarded as a risk compensation for the investor to undertaking the lengthy underwriting period, investors still have doubts about the overvaluation of the stock price of such companies. On the other hand, empirical results also show that the greater underpricing, the worse the company's corporate performance deteriorates, implies the lower issuing price will decrease company's value. Finally, after announcing SEO purposes, the underpricing still has a significant negative relationship with the performance. Even if the company announces that the SEOs funds will be invested in investing and operating activities, it is failure to mitigate the phenomenon which underpricing have damaged to corporate performance.

Key word : Seasoned Equity Offerings(SEOs)、Underpricing、SEO Purposes、Performance

目錄及頁碼

第壹章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	5
第貳章 文獻回顧與整理.....	6
第一節 現金增資的承銷制度.....	6
第二節 現金增資市場擇時相關文獻.....	8
第三節 現金增資折價、用途、承銷天數與宣告效果的文獻.....	9
第四節 現金增資後企業績效的相關文獻.....	11
第參章 研究方法.....	14
第一節 變數定義.....	14
一、相對增資價格之折價幅度(RSPU).....	14
二、增資用途.....	15
三、承銷期間之天數.....	16
四、累積異常報酬(CAR).....	17
第二節 研究設計與實證模型.....	18
一、從折價幅度探討企業的現金增資決策.....	18
二、探討折價幅度、增資用途及承銷天數與宣告異常報酬的關係.....	19
三、探討折價幅度、增資用途對企業績效的關係.....	21
第三節 資料來源與研究樣本.....	23
一、研究樣本篩選.....	23
二、不同產業之樣本佔比.....	23
三、增資樣本承銷天數之分布.....	24

第肆章 實證結果與分析.....	25
第一節 增資樣本基本統計量分析.....	25
第二節 差異性檢定分析.....	29
一、不同增資決策之折價幅度差異性分析.....	29
二、不同現金增資特性的累積異常報酬(CAR)之差異性分析.....	31
第三節 迴歸結果分析.....	34
一、從折價幅度探討不同的現金增資決策.....	34
二、探討折價幅度、增資用途及承銷天數對宣告異常報酬的影響.....	35
三、探討折價幅度、增資用途對企業績效的影響.....	37
第伍章 結論.....	39
參考文獻.....	42
附錄.....	50

表目錄及頁碼

表 3-1 相關變數定義.....	50
表 3-2 增資樣本與各不同產業之全公司數的筆數佔比.....	52
表 3-3 增資樣本不同承銷期間天數分布.....	52
表 4-1 增資基本特性敘述統計表.....	53
表 4-2 增資樣本不同事件日其間隔天數.....	53
表 4-3 相關變數敘述統計表.....	54
表 4-4 相關係數與變異數膨脹因素(VIF)係數表.....	55
表 4-5 折價幅度敘述統計表.....	57
表 4-6 不同年度現金增資事件日之折價幅度.....	58
表 4-7 折價幅度之公司特性及增資特性的平均數與中位數差異性檢定.....	60
表 4-8 增資用途之公司特性及增資特性的平均數與中位數差異性檢定.....	61
表 4-9 增資用途之折價幅度的平均數與中位數差異性檢定.....	62
表 4-10 承銷天數之公司特性及增資特性的平均數與中位數差異性檢定.....	64
表 4-11 承銷天數之折價幅度的平均數與中位數差異性檢定.....	65
表 4-12 折價幅度的累積異常報酬(CAR)之差異性分析.....	67
表 4-13 增資用途的累積異常報酬(CAR)之差異性分析.....	68
表 4-14 承銷天數的累積異常報酬(CAR)之差異性分析.....	68
表 4-15 增資用途與折價幅度之迴歸分析.....	69
表 4-16 承銷天數與折價幅度之迴歸分析.....	71
表 4-17 不同累積異常報酬與折價幅度之迴歸分析.....	73
表 4-18 不同累積異常報酬與增資用途之迴歸分析.....	76
表 4-19 不同累積異常報酬與承銷天數之迴歸分析.....	77
表 4-20 折價幅度、增資用途與企業績效之迴歸分析.....	78

圖目錄及頁碼

圖 1-1 台灣現金增資各年度增資總額與增資件數走勢圖.....	1
圖 1-2 台灣現金增資各年度承銷天數趨勢圖.....	4
圖 2-1 台灣現金增資籌資時程圖.....	7
圖 3-1 相對增資價格計算折價幅度之區間示意圖.....	14
圖 3-2 本文現金增資前置作業流程圖.....	17

第壹章 緒論

第一節 研究背景與動機

現金增資在籌措資金的情況下，相較於其他融資工具，如：債券及銀行借款，沒有還本付息之壓力，且針對投資者與股東而言，大多現金增資的承銷價格低於市場價格，具備讓認購者感興趣的套利空間優勢，因此現金增資在台灣資本市場長久以來的確是不可或缺的融資手法。在圖 1-1 為台灣上市櫃公司現金增資總額與每年進行現金增資件數的走勢，其中可知 2008 年現金增資總額為歷年來的最低總額且增資件數也成功最少件，由於當年受到次貸風暴的因素，許多企業飽受嚴重虧損，但由於股市也動盪不安，造成投資人極度恐慌，可想而知，企業募不到太多的資金，由此更能顯示出，現金增資容易受到市場大環境的影響。

根據訊號假說理論，公司管理者與投資人之間存在著資訊不對稱(Informational Asymmetry)的情形，由於內部管理者相較於外部投資人更能事先了解公司真實價值以及未來前景，所以當公司進行現金增資時，投資人將對公司的價值重新衡量，價值被高估的公司透過現金增資傳達其被高估的訊號給市場，Leland and Pyle(1977)就以資訊不對稱

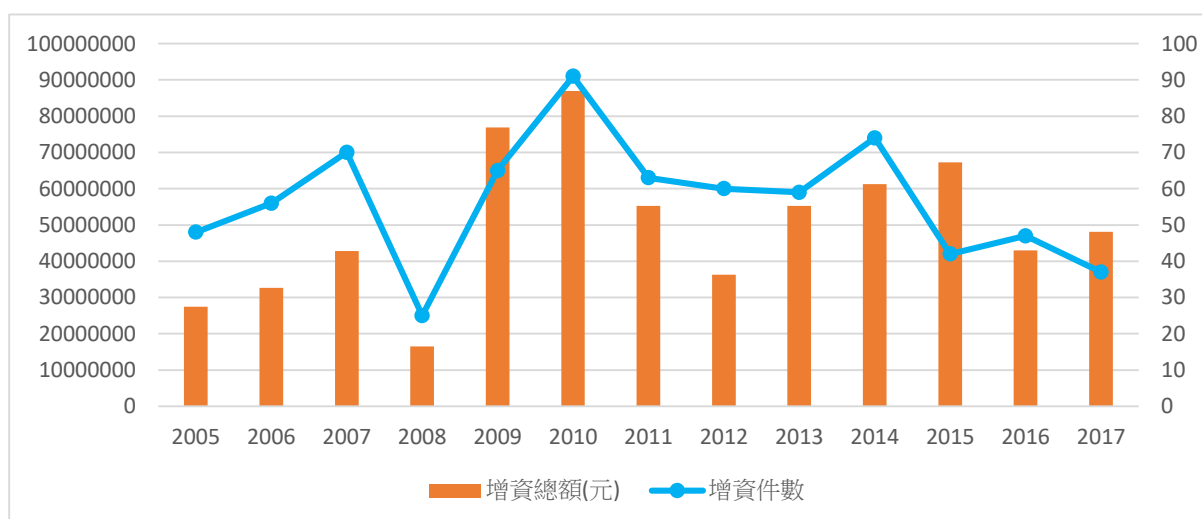


圖 1-1 台灣現金增資各年度增資總額與增資件數走勢圖¹

¹ 圖 1-1 及圖 1-2 的資料來源皆為本文現金增資 737 筆的樣本資料構成。

的觀點來探討資本結構，主張公司的資本結構會產生訊號發射，將公司的內部資訊傳遞給投資人，Myers and Majluf(1984)則將資訊不對稱拿來解釋企業的融資行為，進而提出融資順位理論，認為公司的股價在高於理論價格時會發行權益融資，釋出目前股價偏高的訊息給投資人，導致現金增資之後的市場價格普遍下跌，因此，若公司有資金需求時，會優先考慮內部資金，其次是舉債，最後才是權益融資。

過去現金增資，多以探討股價表現、資訊不對稱及發行動機與時機為主題，林敬原(2009)的研究結果證實在公司價值被低估時，會回購股票；反之，公司在價值被高估時，則會發行新股，表示台灣的權益市場，存在市場擇時的現象。另外，DeAngelo(2007)在研究 1973 年至 2001 年美國的上市公司發現現金增資是解決短期資金流動性的主因，而非市場擇時，但同時也發現大多數公司的現金增資決策與 MB 比率、宣告效果存在正報酬，但和宣告後的超額報酬為負相關，代表大多數公司還是會利用市場擇時來作現金增資的決定。此外，在研究台灣上市公司的文獻中，翁嘉伶(2004)參考 Fama(1998)等多人的研究方法，結果顯示，首次現金增資的公司在增資前六個月都有明顯的超額報酬，但在增資後股價表現持續下跌，卻無超額報酬，研究也發現在上市後 9 個月內進行現金增資的公司，有顯著為負的異常報酬，隱含現金增資時程也是影響新股長期績效的因素之一。

針對現金增資時程的觀點，在現金增資承銷制度方面可以發現台灣法令對於承銷作業期間若過於冗長並無明確的罰則，因而造成現金增資的時程上有過長的疑慮，依照本文統計的現金增資樣本數據顯示只有 1.49%的比例是股東會決議日和訂價日為同一天，然而卻有高達 44.5%的樣本數，從公司決議進行增資案到訂出最後發行價格耗時超過兩個月以上的時間，代表不管是承銷商、發行公司或是投資人在增資承銷過程中都會面臨到時間風險。林玉蓮(2003)指出目前現金增資承銷制度中，我國證券交易法規定承銷期間不得少於十天，對於公司經理人而言，也能利用市場狀況良好的時機執行現金增資，但相較於投資人在面對冗長的承銷期間²之狀況下，易導致投資人之繳款風險提高。

根據過去探討時間落差對於現金增資決策或是發行價格之研究，諸多學者如：Silber(1991)、Aggarwal et al.(2002)、Mohan and Chen (2001)研究結果皆顯示承銷期間的時間差距對於股票價格造成負面影響。Ritter (1984)、How(2000)、Johnson and Miller(1988)等學者亦指出承銷商在面對時間落差風險時，為了減少承銷失敗的可能損失，會藉由壓低承銷價格以彌補其所承擔的風險；相同地，Loughran et al.(1994)研究顯示，當承銷期間等待時間越長，投資人對於公司的股票需求不確定性因素越多，為了補償投資人的時間落差風險，承銷折價幅度就會越大；Yang et al.(2003)利用選擇權評價理論模型，證實上市公司的增資折價幅度是可以被時間風險所解釋的，此外，過去的實證研究(李存修,1991；金成隆等,2003)也皆以承銷期間³解釋折價幅度變化的因素，由圖 1-2 也可以發現增資樣本各年度的承銷天數(本文定義為訂價日至原股東繳款日迄之間)有逐年下降的趨勢，且自 2011 年開始都縮短至 40 天以內，代表發行公司近幾年正努力讓投資人的時間風險降低。

過去在文獻上也有不少提及現金增資折價的議題，研究如：王朝仕(2014)認為投資人普遍偏好深折價的 SEOs，但發現投資人若是受此折價誘因吸引而參與申購，而市場又可能對比較低的承銷價格，產生負面顯著的報酬反應，最後，即便申購成功，恐怕也難以實現承銷價格與市價差距的套利空間，意謂著投資人很難實現預期的獲利，因此，若依照此直覺的想法思考，投資人應該不會參與 SEOs 的公開申購活動，但是在實務上情況明顯違反這樣的推論，探究其原因，與 SEOs 的折價發行有關，這亦是市場普遍存在的現象(李春安,1998)。黃志仁、陳佳琴(2007)實證也發現台灣承銷市場存在折價與時

² 承銷期間冗長的原因為「再行銷售辦法」對於承銷期間有但書，規定承銷日期如有變更的必要，得報經中華民國證券商承銷公會核准，且該處理辦法對未在規定的承銷時程內完成承銷作業並無相關的罰則，由此可知，發行公司和承銷商根據「再行銷售辦法」及上述「證券交易法」承銷期間的時間規範有較大的彈性空間，因此隱含著許多不確定的因素與風險。

³ 「證券交易法」第 73 條對定義承銷期間的起迄之作業事項未明確規定，實務上承銷期間開始日是根據「中華民國證券商業同業公會證券商再行銷售有價證券處理辦法」之規定(以下簡稱再行銷售辦法)，但結束日則未詳細規範，一般以洽特定人認購或自行認購截止日。

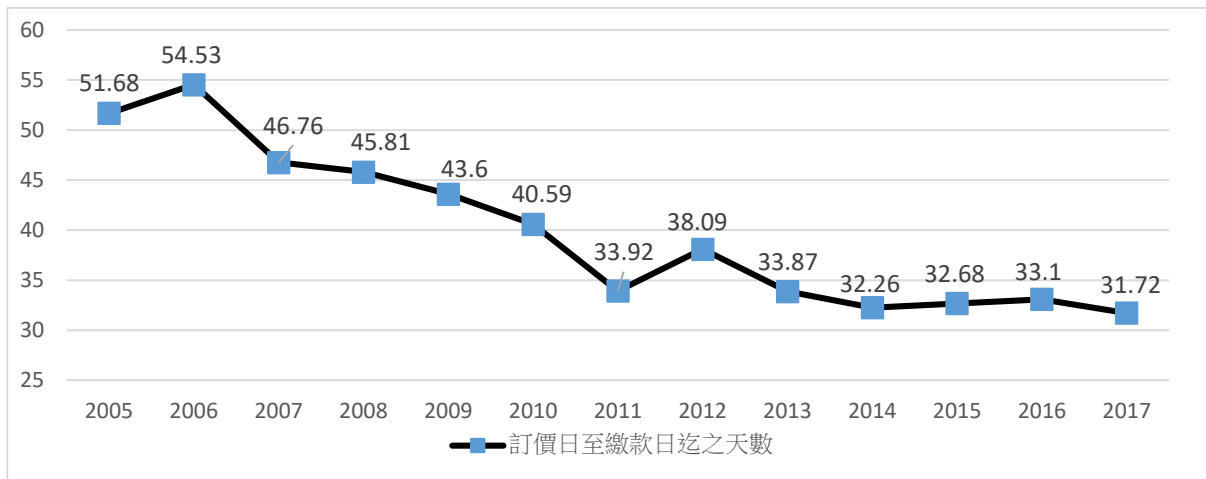


圖 1-2 台灣現金增資各年度承銷天數趨勢圖¹

間落差⁴的普遍現象，表示折價主要是因補償承銷商或發行公司的時間落差風險，因此會以低於當時股價做發行。呂東英與周行一(2001)也歸納出國內承銷價格訂定的時間距離上市掛牌買賣時間過長，因此為求順利進行 SEO 往往必須壓低承銷價格，導致最後無法落實時價作發行。

由上述眾多研究結果得知在作現金增資決策的同時，確實在增資期間承銷天數的長短會使投資人面臨較多的時間風險，導致最後企業發行價格的折價幅度偏大，籌資金額隨著較低發行價格則會較少，但仍然有許多公司採行權益方式籌資。陳明進(2006)也表示進行增資的動機是為了公司實際上的資金需求，也可能是市場擇時產生的結果且根據市場擇時理論，當股票被高估時，管理者會趁機進行現金增資(Stein,1996)；林益倍(2012)研究結果顯示，公司經理人發現公司股價被高估時，會傾向於執行現金增資，其他學者如：Schultz(2003)指出，美國增資樣本在增資後的長期績效來看，股價表現皆不盡理想，表示股價受到市場擇時的影響，符合市場擇時假說，代表存在市場擇時行為。

此外，由於過去文獻大多利用股東會決議日、證期會核准日或是股票上市日當作事件日進行宣告效果的驗證，但因為現金增資的承銷期間過於繁複且冗長，自股東會決議日到原股東繳款日迄平均需要耗時 107.06 天，因此本文認為不足以完整呈現承銷期間

⁴黃志仁、陳佳琴(2007)將時間落差風險期間定為訂價日至上市櫃之日。

內的作業程序，故本文將增資流程內的相關增資日期細分並進行實證探討。

綜合上述，過去的研究分別探討現金增資折價幅度、承銷期間長短的關聯性，因此，本文特別針對現金增資的時程，將增資期間的不同事件日與在期間內的承銷天數共同作探討，利用承銷天數是否對相對增資價格之折價幅度具有影響，以及探討在不同增資用途之下其折價幅度與企業績效的關係。由於不管國內外公司皆普遍存在增資折價的現象，當公司股價被高估時，企業會趁機發行現金增資，折價幅度較大的公司相對折價幅度較小的公司，經歷較大的負面股價衝擊(Karim et al.,2001)，因此本文最後也探討不同的現金增資決策特性的宣告效果及發行後績效是否與過去文獻結果一致。

第二節 研究目的

基於上述的研究背景與動機，本文從相對增資價格之折價幅度探討現金增資決策，同時，在企業執行現金增資時，訂價日至原股東繳款日迄之間隔天數是否會影響其折價幅度的大小，另外，本研究也將增資用途分為投資與營運活動、融資活動以及混合活動，進一步探討現金增資股價報酬之宣告效果，並觀察折價幅度與增資用途是否會對增資後公司績效產生影響。因此，本文整理研究目的如下：

- 一、探討不同增資事件日的相對增資價格之折價幅度
- 二、探討承銷天數與增資用途對相對增資價格之折價幅度的影響
- 三、探討增資折價幅度、增資用途與承銷天數對宣告效果的影響
- 四、探討公司折價幅度與增資用途對企業績效的影響

第貳章 文獻回顧與整理

本文探討相對增資價格之折價幅度對現金增資決策的研究，進一步加入承銷期間的天數與增資用途對折價幅度與宣告效果的影響，最後，也觀察增資後企業績效的變化。本章分為四節，第一節為現金增資的承銷制度，第二節為與現金增資市場擇時相關文獻，第三節為現金增資折價、用途、承銷天數與宣告效果的文獻，第四節則為現金增資後企業績效的相關文獻。

第一節 現金增資的承銷制度

公司在充實營運資金的來源除了有內部資金之外，也可透過資本市場上多元化的管道，找尋對公司最有利且便捷的增資方式，其中，現金增資依照公司法第278條規定在章程股份總數內，增資的發行股數可以不受限制，還可保留一定比率先由原股東與員工優先認購，後於股票市場行情上漲時，能更有利於公司快速募集資金成功，然而，正當公司在面臨需要籌資的狀況時，往往需要經過冗長又複雜的承銷制度流程才能看見籌措的資金入袋，因此，對於想要現金增資的公司而言，經歷一段等待期是無可避免的。

現金增資是指公開發行公司有營運資金的需求時，得經公司法第266條規定董事會需2/3以上董事出席及出席董事1/2以上同意之現金增資案的決議或證券交易法第28-1條中規定的董事會加股東會決議後，再依「發行人募集與發行有價證券處理準則」(簡稱募集與發行準則)第13條規定，將應備齊的文件送行政院金融監督管理委員會證券期貨局(簡稱證期局)，並經一定營業日期後即申報生效，以辦理現金增資發行新股，並募集所需資金，在增資過程，證券承銷商扮演協助發行人於資本市場上銷售股票的推手。

由於現金增資亦屬於證券之募集與發行，不論採用公開申購或詢價圈購，皆為向證期局申報生效案件，因此自證期局收到申報書即日起屆滿一定營業日生效，生效日期依「募集與發行準則」第13條規定，上市櫃公司股票辦理現金增資屬自收到申報書起屆滿12個營業日即生效案件，換言之，台灣的上市櫃公司從向證期局申報到申報生效共

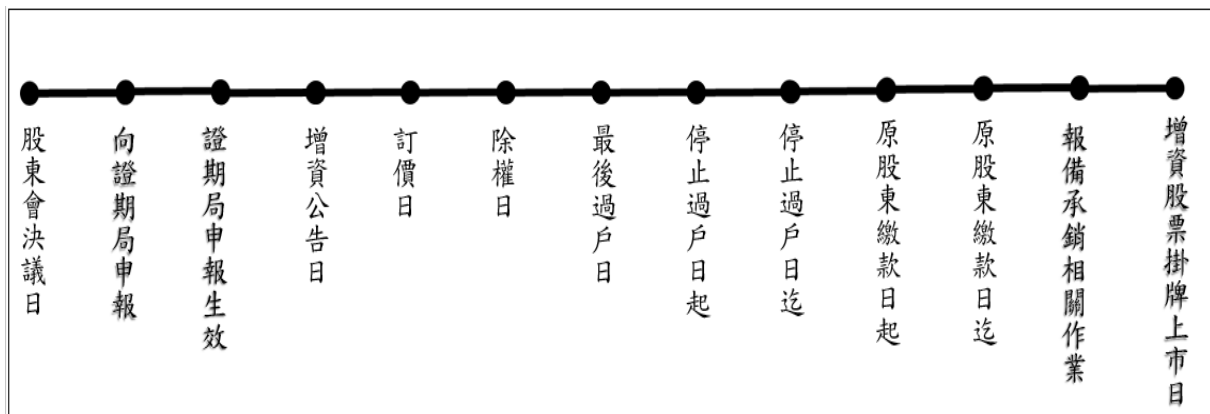


圖 2-1 台灣現金增資籌資時程圖

經過12個營業日，申報生效後才開始公告發行價格(訂價日)、除權日、最後過戶日(停止過戶日起的前一天)、停止過戶日起訖以及原股東繳款日起訖等增資前置作業流程的日期(如圖2-1)，之後在報備承銷相關前置作業完成至增資股票掛牌上市再到資金募集完成為後續承銷期間的相關作業，其中，自證期局申報生效開始至募資完成只要在6個月內完成即可。

另外，在「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」(簡稱再行銷售辦法)中第 53 條也有說明，針對公開申購配售方式之規定，在申購開始日前應辦理承銷公告，其中包括：申購、預扣價款及繳款日，實務上，證券的相關繳款日期和承銷價格，是在最初規劃 SEO 相關前置作業時由承銷商以及發行公司根據市場最新狀況、投資人認購意願和資金成本等因素決定，因此現金增資的時程與其折價幅度皆決定在承銷公告前的前置作業程序，故本文探討增資期間內不同時間點的折價幅度及增資特性之間的關聯性。

此外，在發行價格的訂定，依「中華民國證券商業同業公會承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」(簡稱自律規則)第 6 條規定，絕大多數台灣企業的現金增資發行價格符合於向金管會申報案件及除權交易日前五個營業日，皆不得低於其前一、三、五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及除息後平均股價之七成，實務上也大約落在八成至九成的訂價範圍。

第二節 現金增資市場擇時相關文獻

Stein(1996)提出市場擇時理論，認為資本市場並非理性的，當股票被高估時，管理者會趁機發行現金增資，Elliott(2007)研究美國上市公司為樣本，結果顯示錯誤價值扮演著重要的角色，代表公司會在有利的時機，進行股權融資，梁火在(2007)也指出，低淨值市價比(即股價被高估)的公司，籌資會傾向以現金增資的方式進行。張飴芬(2011)研究台灣 1981 年到 2010 年的上市櫃公司，研究發現在市場處於較熱絡時，上市櫃公司會越快執行現金增資，顯示市場擇時會影響公司現金增資的決策。

Myers and Majluf(1984)的資訊不對稱理論指出，由於公司經理人對於訊息的掌握有絕對的優勢相對於外部投資者，而外部投資人僅僅知道經理人會避免股價被低估時發行新股，以免公司資金成本壓力太沉重，因此認為經理人只有在確切知道公司股價高於其真實價值時才願意發行新股，以剝削新股東圖利舊股東，因此當公司利用發行新股籌備資金，即隱含股價被高估之訊息，市場上會將股價向下修正且產生負面效果。夏侯欣榮(2000)、王朝仕(2014)皆驗證出，當公司利用現金增資發行新股作為籌措資金的來源時，會傳遞出價格高估訊號，符合訊號發射理論，導致市場有負面的反應。

此外，Leland and Pyle(1977)以及 Jonh and Williams(1985)等人的研究均推論出公司發行新股可能代表著公司未來盈餘不佳或是釋放出前景不樂觀的負面消息，對證券發行股票的影響，結果也顯示對股價大多有顯著負異常報酬的效果。Setyawan(2012)以印尼上市公司為樣本，參考 Baker and Wurgler(2002)的研究方法，研究證實公司確實會受到市場擇時的影響，而宣告後股價會下降，表示具有市場擇時效果，但長期來說，是不存在的。陳弘基(1997)研究發現在臺灣股市，當權益證券的市場價值相對較高時，權益證券就會被發行，此結果也相當符合 Lucas and McDonald(1990)的實證研究，他們認為現金增資通常發生在股價上漲之後。

過去研究也指出，在現金增資過後，公司經理人會有積極出售持股的狀況發生，尤其是成長型公司的內部人出脫股票的現象更明顯，表示經理人明確的知道公司的股價已

到達一個超額評價的水準，和訊號發射理論相呼應。Asquith and Mullins(1986)研究顯示，公司宣告辦理現金增資時，投資人會有對公司的不利想像，而賣出手中持股，平均約有-2%至-3%的超額報酬，Eckbo and Masulis(1992)以及 Slovin and Bendeck(1994)之研究也發現，約有-3%的平均異常報酬。Masulis and Korwar(1986) 、Easterwood and Pettit(1997)等學者皆驗證，當公司宣告辦理現金增資時，釋放出增發新股的訊息會導致股票市場遭受衝擊，平均股價反應皆呈現負面顯著，這種現象被解釋為發行新股，公司傳遞了自身公司股價水準被高估的訊息。

第三節 現金增資折價、用途、承銷天數與宣告效果的文獻

承銷商如何訂定承銷價格的實證研究在過去的文獻，並沒有得到一致的結論。根據 Smith(1977)在辦理現金增資的 328 家公司為樣本中，發現訂定的承銷價格比新股上市日前一天的收盤價低 0.54%，且具有統計上的顯著水準，過去實證結果也發現，執行現金增資的樣本，承銷商會將承銷價格壓低到發行日前一天的 3.02%，同時也指出，小型公司的折價程度較高，不同產業間的折價程度也有差異，且發行新股的數量越大，折價程度也會越高。

過去已探討過許多關於現金增資折價的原因，包括發行的時機及動機、資訊不對稱與公司增資後的長期績效表現等，除了過去已被證實的時間落差風險(黃志仁和陳佳琴,2007)、配售方式(黃欣怡,2006)等因素，其中資訊不對稱更是造成折價的主因，目前折價現象最合理的解釋理論為「資訊不對稱理論」莫屬，Baron(1982)、Rock(1986)、Allen and Faulhaber(1989)、Sherman and Titman(2002)等研究皆主張公司與投資人雙方在資訊不平衡的情況下，會導致處於資訊劣勢的投資人蒙受損失，以一定的折價幅度作發行的公司，代表在針對投資人承擔風險之補償(王朝仕,2014)，Corwin(2003)亦認為當資訊不對稱情形越嚴重時，投資人認購新股的潛在風險越高，因此發行公司應給予較高的折價幅度。另一方面，對於市場資訊不對稱的解釋為贏者詛咒理論(Rock,1986)，認為只有在

完全了解市場資訊的投資人發現承銷價格低估時，才會參與認購；承銷價格若過高，則會退出市場，故不論是公司為了彌補投資人的潛在損失或是給提供市場需求資訊之承銷商的補償，公司會盡可能壓低發行價格。其他學者：Ritter(1984)、Johnson and Miller(1988)、How(2000)皆證實承銷商基於風險因素，對於股票價值的事前不確定性越高者，會有越大的折價幅度，且市場上對於現金增資後的報酬亦會愈差。

此外，過去探討增資用途的文獻大多以宣告效果為主，然而，在增資用途的宣告效果文獻中發現，當公司於市場上釋放將投資於深具投資的投資案後再進行 SEO，則市場對於增資後的反應較為正面(Myers and Majluf,1984)以及(Asquith and Mullins,1986)，高貴美(2003)則指出現金增資的用途若在於混合的投資與還債，在宣告期間的累積平均異常報酬為負顯著，若現金增資的增資用途為投資活動時，在事件日會有正顯著的報酬，但運用在還債用途之現金增資案，在宣告日後累積平均異常報酬也為正顯著，表示對於公司以現金增資來改善財務結構，投資人還是會給予正面的訊息，與過去文獻以融資用途為主的結果較不同。

另外，針對承銷天數的影響，國內外研究結果趨向一致，Loughran et al(1994)、How(2000)、林玉龍(1991)、李存修(1991)、楊棋材(2002)皆證實訂價日到上市日期間越長，面對的時間風險越高，無法保證繳款時承銷價格會貼近市價，為了提高投資人認購與繳款的意願，因此給予的折價幅度就會越大，且隨後的市場報酬也會越低。增資起訖的時間差距與承銷折價幅度呈現正相關，主要來自於承銷期間長短的影響，有時間落差就會產生不確定性風險；有風險就勢必在價格上補償風險貼水(黃志仁和陳佳琴,2007)，因此必須壓縮發行價格。發行公司選擇折價發行更是為了避免增資失敗，畢竟一旦增資新股的承銷價格高於市場價格，那投資人何不到市場上買進股票呢，換言之，利用折價發行一方面能補償投資人風險亦能降低增資失敗的機率，是相當顧及投資人與承銷商的再行銷策略。

綜合上述，證明現金增資相關決策會對增資的宣告效果造成一定程度的影響，故本文積極探討增資決策與折價幅度的關聯性，與在增資過後，市場上會不會給予相關增資決策負向且顯著的報酬，因此，本文發展出假說 1 和 2：

H1a：以投資或營運活動為增資用途者，相對增資價格之折價幅度愈小。

H1b：承銷天數愈長，相對增資價格之折價幅度愈大。

H2a：相對增資價格之折價幅度愈大，現金增資宣告效果愈差。

H2b：以投資或營運活動為增資用途者，現金增資宣告效果較佳。

H2c：承銷天數愈長，現金增資宣告效果愈差。

第四節 現金增資後企業績效的相關文獻

綜觀過去現金增資對績效表現或是股價的研究普遍驗證增資過後績效會不佳，如：Masulis and Korwar(1986)、Jain and Kini(1994)、Jegadeesh(2000)、與 Fu(2009)皆支持現金增資對企業績效產生負面的影響，其中，Fu(2009)研究中數據顯示，營運資產報酬率由發行前的 15.03% 攀升到發行當年度的最高峰 16.67%，但在發行後資產報酬率有非常明顯的跌幅跌至 11.26%。Loughran and Ritter(1997)以 1979 年至 1989 年增資公司作為研究樣本，指出增資公司利用股價高估的時機發行新股，當市場認知到股價被高估時就會逐漸向下修正股價，且發現在增資公司發行新股後的長期營運績效顯著比配對公司還要差的現象。Jensen(1986)提出的自由現金流量假說，也隱含公司使用權益融資後的營運績效可能會逐漸衰退。Fu(2009)也以自由現金流量問題解釋增資後公司營運績效變差的狀況。由於增資公司發行新股時，利用操弄應計項目來進行盈餘管理，增資後此現象會反轉在企業績效上，造成績效變差。

至於針對長期績效方面，Limpaphayom and Ngamwutikul(2004)以增資前內部人持股比率作為探討公司營運績效的原因，結果發現增資公司發行後三年經營績效普遍不佳。邱正仁、周庭楷與翁嘉伶(2004)也有發現上市後三年內有辦理現金增資的公司，新股長

期績效顯著優於無現金增資的公司，同時也發現上市後九個月內重回資本市場籌資的公司，其增資後之長期績效顯著劣於上市九個月後才辦理增資的公司，隱含新上市公司愈快回到市場籌資的動作傳達出管理者對未來經營疑慮的負面訊號。另外，Spiess and Affeck-Graves(1995)也驗證現金增資後股票報酬率有下降的現象。王朝仕(2014)研究結果顯示雖然現金增資以折價發行可以提供給投資人套利機會，但是折價幅度過大會引起市價高估遭受質疑的聲浪，故觀察到不論折價幅度大小為何，企業績效都會下降，且折價幅度越大的公司其績效不佳的現象越明顯。菅瑞昌和楊繡菁(2011)的研究報告也指出，現金增資折價程度較高的發行公司，會傳遞品質較低的資訊，即相對不能好好利用資金並且掌握住有利的投資計畫，導致未來的績效較低。

繼續進一步探討不同增資用途在增資後造成企業績效變差的原因，Peterson(2009)研究結果發現，增資用途若為支付公司債務或一般公司目的，增資後三年公司營運績效顯著下降，但若為投資用途，營運績效下降的情況變得不顯著。增資公司如果有過度投資的情況，日後也會導致公司績效變差(Fu,2009)。Loughran and Ritter(1997)研究發現在績效嚴重惡化的情形之下，公司仍持續進行大量的投資，原因為市場上認為公司會將籌措到的資金運用在淨現值為正的投資案中，但實際上公司經理人卻為了本身的利益最大化，甚至擴大公司規模，經常將增資而來的資金注入在淨現值為負的投資計畫，導致最後公司營運績效下降。顏敦訪(1999)研究指出以資本支出為目的的公司，其經營績效在增資前後確實明顯衰退。至於在 Choe、Masulis and Nanda(1993)更指出，以增資新股來進行外部融資所造成的股價反應效果，將會因為公司伴隨著進行具有獲利性的投資計畫，而相互抵消，使股價的負向反應程度降低。儘管如此，過去大部分文獻發現企業增資的目的如果是為了要籌資投資不足的資金時，企業後續的績效表現較佳，Walker and Yost(2008)研究也指出若企業是為了投資才決議現金增資，則市場將會反應此投資價值在股價表現上，除此之外，在研究不同增資用途時更發現，公司股價被高估時容易引發投資人的投機心理，藉由發行新股來調整資本結構(改善財務結構)，最後導致後續營運與股價表現

較不佳，尤其在償還債務時更為明顯，然而當企業增資是為了投資目的，則沒有發現績效下降的趨勢(Autore、Bray and Peterson,2009)。

綜合上述文獻，驗證了增資過後，公司財務表現的確會比增資前差，在多種因素影響績效之下，可以發現折價幅度過大會引起公司受到市場上股價被高估的質疑，進而影響企業績效下降，再者，當企業以投資為用途，多數投資人對於以投資用途為投資案其宣告效果仍具有信心，市場上會給予較好的評價，未來績效表現也會較佳。

故在此，本研究建立假說3：

H3a：相對增資價格之折價幅度愈大，增資後之企業績效愈差。

H3b：以投資或營運活動為增資用途者，增資後之企業績效較佳。

第參章 研究方法

本研究從相對增資價格之折價幅度探討現金增資決策，本文將使用不同事件日以及不同區間之折價幅度檢驗企業不同的增資決策，例如：增資用途與承銷期間之天數，最後從現金增資前後四季平均財務績效的變動來探究在企業進行現金增資時，長期下來增資決策是否會對企業績效造成影響。本章將研究方法分為三小節，第一節為變數定義，第二節為研究設計與實證模型，第三節為資料來源與研究樣本。

第一節 變數定義

一、相對增資價格之折價幅度(RSPU)

根據王朝仕(2014)研究指出，絕大多數公司的現金增資發行價格通常會低於當日收盤價格，以折價做發行，故本研究以公司的增資承銷價格與當月的平均收盤價格做比較，採用王朝仕(2014)計算折價幅度的方法，觀察增資期間的9個不同事件日(包括：股東會決議日、增資公告日、訂價日、除權日、最後過戶日、停止過戶日起、停止過戶日迄、原股東繳款日起和原股東繳款日迄)以及在公司股東會決議日計算現金增資前後期間的折價幅度(包括：前一、三、六個月、後一、三、六個月、前後一個月、前後三個月、前後六個月與股東會決議日前後十天視為增資當月份)，也能直接反應在企業選擇現金增資的時機點，觀察一段時間現金增資的平均價格。

為了探討增資期間內的折價幅度，本文以兩種不同時段的折價幅度作觀察，分別為不同事件日及不同區間，比較增資期間的 $SP_{(i,0)}$ 現金增資發行價格；與 $CP_{(i,T)}$ 為公司增資

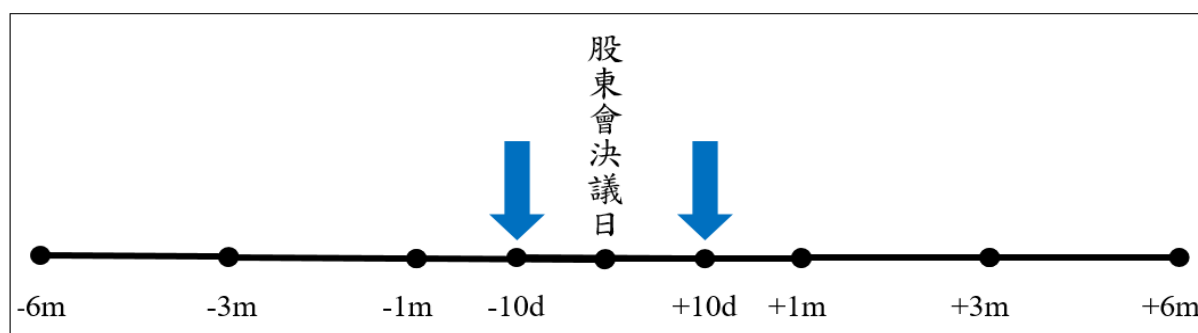


圖 3-1 相對增資價格計算折價幅度之區間示意圖

期間不同事件日的當日收盤價；以及 $CP_{(i,\pm t)}$ 平均一段期間的日收盤價格，執行現金增資之前 t 個月和之後 t 個月的不同區間，為瞭解現金增資當下折價的情形，本研究以現金增資公告的承銷價格 SP_i 、不同事件日的收盤價 $CP_{(i,T)}$ (見 3-1 式)以及現金增資公告的承銷價格 SP_i 、大盤平均每日收盤價 $CP_{(i,\pm t)}$ (見 3-2 式)之間的百分比差異來探討折價幅度對增資決策的影響，本研究稱此主要變數為相對增資價格(Relative SEO Price)之折價幅度(Underpricing)：

$$RSPU_{(i,T)} = 1 - \frac{SP_{(i,0)}}{CP_{(i,T)}} \quad (3-1)$$

$$RSPU_{(i,\pm t)} = 1 - \frac{SP_{(i,0)}}{CP_{(i,\pm t)}} \quad (3-2)$$

其中： SP_i 為第 i 家公司的現金增資發行價格， $CP_{(i,T)}$ 、 $CP_{(i,\pm t)}$ 則為第 i 家公司在不同事件日的當日與平均收盤價，本文特別針對當日、前後十天及 $t=1、3、6$ 個月進行研究(見圖 3-1)，若數值小於 0 則代表公司以溢價發行股票；若大於 0 則為發行價小於市價的折價發行，數值越大表示折價幅度越高，意為發行價格與當日公司股價或一段區間的平均收盤價越偏離。

二、增資用途

本文中的增資用途為於公開資訊觀測站手動蒐集且公告增資用途的日期為股東會決議日，但在我國，確實執行現金增資的公司，法律上並無明文規定必須在公開資訊觀測站揭露其增資用途，因此在本文 737 筆增資樣本中，只有 724 筆有進行現金增資用途的公告，其中公告內容主要以償還借款、改善財務結構、充實營運資金、投資這四項增資用途為主作區分，故本文將 724 筆增資用途分為以下三類：

- (1) 投資與營運活動：(轉)投資與充實營運資金，共 274 筆。
- (2) 融資活動：償還借款與改善財務結構，共 217 筆。
- (3) 混合活動：投資與營運活動加上融資活動皆公告作為增資用途有 233 筆。

為了衡量相對增資價格之折價幅度及企業績效對增資用途進行現金增資行為的影響，本文將增資用途設為虛擬變數，以投資與營運活動為 1，其他活動(融資活動加混合活動)則設為 0，進行後續迴歸式的實證。

三、承銷期間之天數

由於台灣法令對未在規定的承銷時程內完成承銷作業並無罰則，但作業時間拖越長易造成投資人與發行公司越不利，因此為了強調與實務上的相似性以及承銷期間之天數長短的重要程度，本文將承銷期間之天數定義為訂價日至原股東繳款截止日(如圖 3-2)，以下內容簡稱「承銷天數」，其兩個增資日期之間隔天數取對數衡量。本研究以手動蒐集的方式將公開資訊觀測站公布「本公司董事會決議訂定現金增資之發行價格及增資認股基準日等事宜」之訊息的當天日期設為訂價日，若有修改或補充新價格，則以其新日期為訂價日，因此本文的訂價日公告之價格即為最後的承銷價格；此外，在觀測站公告「本公司董事會決議通過國內現金資案」之訊息，其日期定為「股東會決議日」⁵；公告「本公司決定現金增資認股基準日及其他相關事宜」則定義為「增資公告日」⁶，且已確認與台灣經濟新報(TEJ)的日期皆一致，故本研究有別於過去文獻，呈現出的股東會決議日與訂價日為增資期間內兩個不同的重要日期。

以下圖 3-2 為本文現金增資期間各個不同事件日之先後順序：

⁵ 股東會決議日：事件研究的基準日其中之一，本文定義為股東會決議日，指的是公司決定要進行現金增資，換言之，為事件資訊公開的那一天。股東會決議日只是一個形式上明確的事件宣告日，或許在股東會決議日之前可能已經有其他管道將此訊息傳遞到市場上，再者，投資人有沒有可能在股東會決議日之後才得知宣告增資的消息？這個機率是很低的，根據過往的研究大多表明，現金增資的宣告對股價有一定程度的影響，因此，可以判斷投資人對於增資宣告應該很感興趣，並且希望越快得知此項資訊越好，而股東會決議日即是一個不需任何成本就可以得知公司要進行增資的日期，故以該日期當作事件的宣告基準日應該是可以被接受的(陳安琳、黎萬琳和陳振遠,2001)。

⁶ 增資公告日：此日會公布此次現金增資的最後過戶日、停止過戶起迄日、股款繳納起迄日以及相關事項，因此增資公告日在本文認為是籌資過程較為重要的日期，釋出最多訊息到市場上的一天。

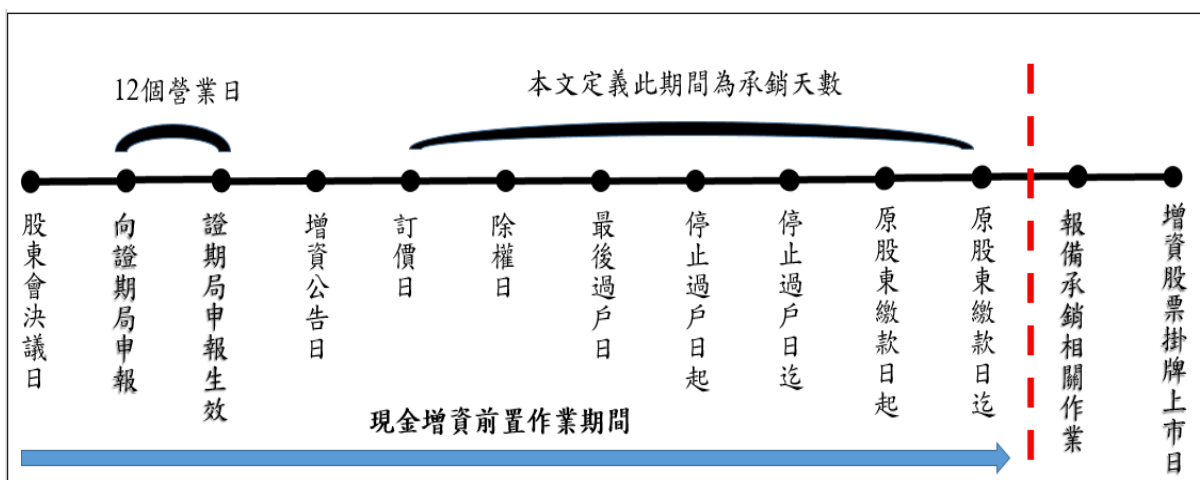


圖 3-2 本文現金增資前置作業流程圖

四、累積異常報酬(CAR)

異常報酬率(AR)定義為公司股價在事件日的實際報酬率與預期報酬率的差異。其中， $R_{j,t}$ ：個別證券報酬率，定義為證券 j 在第 t 期的實際報酬率； $E(R_{j,t})$ ：則為證券 j 的預期報酬率。過去文獻周賓鳳與蔡坤芳(1997)有提到在比較不同模式下的預期報酬率，發現以 OLS 市場風險調整模式所預估的預期報酬率檢定力最好，本研究亦使用此模式來預估預期報酬率，並且將個別樣本的各日異常報酬率相加，得個別樣本證券 j 於事件期的累積異常報酬率(CAR)。

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - E(R_{j,t}) \quad (3-3)$$

$$CAR_j = \sum_{t-1}^{t+1} AR_{j,t} \quad (3-4)$$

$$R_{j,t} = \alpha_j + \beta_j R_{m,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (3-5)$$

其中， β_j 為迴歸係數或是風險係數，代表證券報酬率對市場指數的敏感程度； $R_{m,t}$ 為市場指數於第 t 期的報酬率； $\varepsilon_{j,t}$ 則為隨機誤差項。

本研究參考 Mikkelson and Partch (1985) 研究方法，將三個在增資期間相關的重要日期，分別為股東會決議日、增資公告日、訂價日分別定義為事件日($t=0$)，事件期間設為三天，為事件日的前一天($t-1$)到事件日的後一天($t+1$)。由於估計期間的長度沒有客觀的

標準，Peterson(1989)指出假設 t 太短可能會影響其預期能力， t 太長亦可能導致資料模型結構性的改變，導致預期模式出現不穩定的情況，因此以日資料的頻率來說，Peterson 建議使用估計期長度為 $t=100$ 至 300 期，約為 200 天，故本研究設定事件日前第 260 天至前第 60 天($t-260$ 至 $t-60$)為估計期間。

第二節 研究設計與實證模型

本研究從相對增資價格之折價幅度探討企業的現金增資決策，本文將使用折價幅度檢驗企業不同的增資決策，如增資用途、承銷天數，並且進一步探討增資特性與公司特性分別對相對增資價格之折價幅度的影響，最後再探討現金增資前後四季平均營運績效的變動，長期下來是否對企業績效造成影響。建立本文設計模型如下：

一、從折價幅度探討企業的現金增資決策

本文主要從相對增資價格之折價幅度探討企業的現金增資決策，以增資的不同事件日與不同區間的折價幅度觀察經理人針對不同的增資決策是否受折價幅度的影響。

1. 增資用途與相對增資價格之折價幅度的關係

高貴美(2003)研究發現若企業在進行現金增資，向公開資訊觀測站是公告投資活動為增資用途者，代表公司對未來前景較看好，在事件日有顯著的正向報酬。因此，為了使企業籌更多資金投入在計畫中，應該給予較小的折價幅度，亦有實證結果發現，當經理人進行現金增資並以投資或營運活動為用途時，其公司股價 CAR 明顯高於融資活動，代表投資人對於資金運用在投資的未來效益是值得期待的。

$$\begin{aligned} RSPU_{(i,t)} = & \alpha_0 + \beta_1 Dummy_Purpose_{i,t} + \beta_2 Ln(seo_amount)_{i,t} + \beta_3 Ln(TA)_{i,t} \\ & + \beta_4 MB_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 Blocksize_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3-6)$$

其中：RSPU 為相對增資價格之折價幅度(包含不同的單一事件日與股東會決議日前後期間)；Dummy_Purpose 為公告增資用途之虛擬變數，投資或營運活動用途為 1，其他

增資用途則為 0；Ln(seo_amount)為當次增資金額取對數；Ln(TA)為資產總額取對數；MB 為(季底普通股市值+負債總額)/資產總額；LEV 為槓桿比率；ROA 為資產報酬率；Blocksize 為增資股數/增資後總股數。

迴歸式(3-6)中，若 β_1 係數顯著為負，代表公告以投資或營運活動為用途，其公司經理人進行現金增資時，相對增資價格之折價幅度越小，代表承銷價格越接近股價發行，表示企業能籌到更多資金以供未來運用，符合假說 H1a。

2.承銷天數與相對增資價格之折價幅度的關係

Loughran et al.(1994)觀察到，在承銷天數越長時，期間隱含的風險越高，因此為了降低現金增資失敗的機率，其折價幅度越大。本研究模型使用的資料為台灣公司 2005 年至 2017 年的季資料，藉以觀察承銷天數與相對增資價格之折價幅度之間的關係是否與過去文獻一致。

$$RSPU_{(i,t)} = \alpha_0 + \beta_1 \ln(days)_{i,t} + \beta_2 \ln(seo_amount)_{i,t} + \beta_3 \ln(TA)_{i,t} + \beta_4 MB_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 Blocksize_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3-7)$$

其中：RSPU 為相對增資價格之折價幅度(包含不同的單一事件日與股東會決議日前後期間)；Ln(days)為承銷天數取對數，其餘變數皆與上述定義相同。

迴歸式(3-7)中，若 β_1 係數顯著為正，代表企業在現金增資承銷期間天數越長，經理人的折價幅度越大且市場上給予的報酬會較差，可能也顯示出承銷期間拖愈久，發行公司對投資人時間風險的補償愈多，因此，承銷價格會訂較低，致使折價幅度會愈大，即意謂著企業增資的股數其發行價格偏離平均股價越多，對企業未來籌資金額結果可能會較少，符合 H1b。

二、探討折價幅度、增資用途及承銷天數與宣告異常報酬的關係

本研究參考(Jiang、Stohs and Xie,2013)，探討不同的增資決策特性對累積異常報酬的影響，應變數分為三種不同的事件日(股東會決議日、增資公告日、訂價日)為準的累

積異常報酬，公司特性的控制變數也沿用上述文獻的變數，如下列模型(3-8)、(3-9)、(3-10)：

1. 宣告異常報酬與折價幅度的關係

根據過去文獻指出，價值低估公司相對於價值高估公司的折價幅度更低，意為折價幅度較小的公司其所經歷的負面股價報酬衝擊也會較小，因此，本文認為折價幅度較大的那群其股票價值被高估的程度比折價幅度小的更加劇烈，故觀察是否折價幅度與宣告異常報酬呈現負顯著。

$$CAR(-1,1)_i = \alpha_0 + \beta_1 RSPU_{i,t} + \beta_2 Tobins'Q_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 CapExpRatio_{i,t} + \beta_5 Ln(TA)_{i,t} + \beta_6 FCF_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3-8)$$

其中，CAR(-1,1)為事件日當天與前後一天，共三天的累積異常報酬，RSPU 為相對增資價格之折價幅度，Tobins'Q 為市值帳面比；ROA 為資產報酬率；CapExpRatio 為資本支出率；Ln(TA)為資產總額取對數；FCF 為自由現金流量；AGE 為公司年齡。

迴歸式(3-8)中，預期 β_1 係數顯著為負，表示相對增資價格之折價幅度越大的公司，市場上給予的宣告累積異常報酬表現會越差，支持 H2a。

2. 宣告異常報酬與增資用途的關係

Walker and Yost(2008)實證結果說明，以具有獲利性的投資活動為用途的投資案，有顯著的宣告效果，而以融資活動為目的的效果不顯著，由於投資人大多相信公司籌資來進行投資決策未來會獲利，因此願意給公司正向的異常報酬，隱含著投資目的之現金增資案對投資人而言是一項利多的消息，故本文為了驗證是否與過去結果一致，建立以下(3-9)式：

$$CAR(-1,1)_i = \alpha_0 + \beta_1 Dummy_Purpose_{i,t} + \beta_2 Tobins'Q_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 CapExpRatio_{i,t} + \beta_5 Ln(TA)_{i,t} + \beta_6 FCF_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3-9)$$

其中，CAR(-1,1)為事件日當天與前一天和後一天，共三天的累積異常報酬，Dummy_Purpose 為增資用途之虛擬變數，其餘變數與上述定義相同。

迴歸式(3-9)中，若 β_1 係數顯著為正，代表公司若公告以投資或營運活動為用途則宣告報酬表現越好，市場上對以投資或營運為用途的發行公司其未來前景較看好，反之，融資活動為用途則宣告報酬會較差，支持假說 H2b。

3.宣告異常報酬與承銷天數的關係

根據前述所言，本文認為承銷天數可能會造成折價幅度的偏頗，而承銷天數的長短是否又會進一步對增資的宣告效果產生影響，林純夷(2009)研究認為進行現金增資的公司，股價被高估的程度越大，且(李存修,1991)研究也指出，面對冗長的承銷過程，企業為了提高投資人認購與繳款的意願，因此給予的折價幅度就會越大，隨後的市場報酬也就會較差。

$$CAR(-1,1)_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \ln(days)_{i,t} + \beta_2 Tobins'Q_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 CapExpRatio_{i,t} + \beta_5 \ln(TA)_{i,t} + \beta_6 FCF_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3-10)$$

其中，CAR(-1,1)為事件日當天與前後一天，共三天的累積異常報酬，Ln(days)為間隔天數取對數，其餘變數與上述定義相同。

迴歸式(3-10)中，若 β_1 係數顯著為負，表示承銷天數(訂價日至繳款日迄)越長的公司，受到增資期間時間風險的影響，市場上給予其的異常報酬較差，符合假說 H2c。

三、探討折價幅度、增資用途對企業績效的關係

1.折價幅度與企業績效的關係

菅瑞昌(2011)實證報告發現現金增資折價程度較低的公司，傳遞品質較高的訊息，代表其相對能善用此次增資案所籌措到的資金之能力越好，可以掌握有利的投資機會，創造更高的企業績效，故本研究利用迴歸式(3-11)觀察兩者之間的關係。

$$\Delta Performance_{(i,t)} = \alpha_0 + \beta_1 RSPU_{i,t} + \beta_2 \ln(seo_amount)_{i,t} + \beta_3 MB_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 \ln(TA)_{i,t} + \beta_6 CapExpRatio_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3-11)$$

其中： $\Delta Performance_{(i,t)}$ 為績效之變動，分別使用 $\Delta ROA_{(i,t)}$ 、 $\Delta ROE_{(i,t)}$ 為以訂價日後四季減訂價日前四季的平均資產報酬率變動和訂價日後四季減訂價日前四季的平均股東權益報酬率變動，RSPU為相對增資價格之折價幅度(包含不同的單一事件日與股東會決議日前後期間)； $Ln(days)_{i,t}$ 為承銷天數取對數； $Ln(seo_amount)_{i,t}$ 為當次增資金額取對數； $MB_{i,t}$ 為(季底普通股市值+負債總額)/資產總額； $LEV_{i,t}$ 為槓桿比率； $Ln(TA)_{i,t}$ 為資產總額取對數； $CapExpRatio_{i,t}$ 為資本支出比率； $AGE_{i,t}$ 為公司年齡。

在迴歸式(3-11)可以觀察到相對增資價格之折價幅度與企業績效的關係，本文預期 β_1 係數顯著為負，代表折價幅度越大的公司，籌措的資金較少可能會影響到後續公司營運狀況，故本文預期長期的企業績效會有越差的情形，支持 H3a。

2.折價幅度、增資用途與企業績效的關係

過去文獻對於增資用途與企業績效的結果較不一致，根據過去研究指出，以現金增資用途為資本支出的公司當樣本發現，其短期績效為負。林問一、蔡佩珊(2011)以台灣增資公司為樣本，效法 Fu(2009)的分類方式，實證結果發現，當公司以現金增資因應資本支出時，其長期營運績效表現並無變差，此結果與傳統上從事現金增資或資本支出的公司長期績效均變差的結果不同，因此本文利用(3-12)式觀察增資用途與企業績效的關係為何。

$$\begin{aligned} \Delta Performance_{(i,t)} = & \alpha_0 + \beta_1 Dummy_Purpose_{i,t} + \beta_2 RSPU_{i,T} \\ & + \beta_3 Dummy_Purpose_{i,t} * RSPU_{i,T} + \beta_4 Ln(seo_amount)_{i,t} \\ & + \beta_5 MB_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 Ln(TA)_{i,t} + \beta_8 CapExpRatio_{i,t} \\ & + \beta_9 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3-12)$$

其中： $Dummy_Purpose_{i,t}$ 為虛擬變數，投資與營運活動設為 1，其餘活動為 0， $Dummy_Purpose_{i,t} * RSPU_{i,T}$ 為增資用途與單一事件日之折價幅度的交乘項。

觀察(3-12)式中，折價幅度、增資用途與企業長期績效的關係，本文 β_1 係數預期為正，表示企業以公告為投資或營運用途者，會使公司未來營運績效較佳，符合假說 H3b。

第三節 資料來源與研究樣本

一、研究樣本篩選

本研究探討相對增資價格之折價幅度對現金增資決策的影響，其中，研究期間為 2005 年至 2017 年，共 13 年，以台灣上市櫃公司為主，發行現金增資的公司為樣本，本研究財務資料來自台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economics Journal，TEJ)，增資期間的訂價日期取自「公開資訊觀測站」。資料處理如下：

本文現金增資以公司發行新股為主，不包含資本公積轉增資、盈餘轉增資、合併增資或公司未公開募集及其他等方式的現金增資，增資樣本經過上述的條件篩選後，公司進行現金增資共有 737 筆資料。樣本篩選條件如下：

- 1.選自 2005 年至 2017 年期間，台灣上市櫃公司進行現金增資的樣本。
- 2.排除現金增資非以新股發行。
- 3.排除上市前和下市後，進行現金增資者。
- 4.樣本排除無上市日或增資公告日早於上市日者。
- 5.排除在增資期間撤銷增資案者。
- 6.排除股價無前後六個月完整資訊者。
- 7.樣本皆排除金融證券業等產業、F 股與 KY 股。
- 8.排除研究期間有財務資訊、會計科目缺漏者。

二、不同產業之樣本佔比

根據表 3-2，本文將 737 筆增資資料依照產業進行分類，其中樣本已排除金融產業，故可觀察現金增資的樣本中佔各產業的比重。在台灣所有的上市上櫃公司，主要產業以電子工業佔比 51.13%最高，且在增資樣本中，也以近 53.6%的電子工業佔比為有執行現金增資的筆數居多，突顯出相較其他產業，以電子工業更會做現金增資。郭峰邑(2001)結果驗證，電子業對現金增資宣告的股價反應相較於整個市場有明顯較佳的表現，且除

塑化業之外，其他產業事件期間股價表現均顯著較電子業差，代表電子產業的公司更有本錢進行現金增資，也可能代表該產業的投資機會較多。

三、增資樣本承銷天數之分布

由表 3-3 可觀察到兩種不同的間隔天數分布，其中左邊部分為以股東會決議日到訂價日為主的分布範圍，在本研究 737 筆樣本中可以發現，在股東會決議日立即訂出發行價格的筆數只有 11 筆，代表大部分的公司，在決議進行現金增資到公告發行價格仍會有一段時間考量；在增資期間的間隔天數低於一個月的樣本相對較少，僅 17.37%；一個月至兩個月之間的時間，達 38.13%；佔總樣本達 44.50% 的增資公司為超過兩個月以上的觀察期，反映公司管理人在釋出現金增資決策到真正訂出最後承銷價格這段期間，往往需要更長的時間思考與籌備。

接續由表 3-3 右邊可發現，若將間隔期間改以訂價日至原股東繳款日最後一天為主的承銷天數，與上述的結果不一致，在這段間隔越長(61 天-174 天)的公司，其佔比相對股東會決議日至訂價日(61 天-350 天)較少，只佔 11.8%，意謂若股東會決議日至訂價日公司考慮時間越長，之後的訂價日至原股東繳款日則可能會較短，結果也發現以訂價日至原股東繳款日為本文主要探討的承銷天數分布，以一個月至兩個月(31 天-60 天)佔多數，由此可知，絕大部份公司仍不願意將增資的期間拉太長，造成投資人與承銷商甚至是自家公司後續執行決策時的困擾。

第肆章 實證結果與分析

本文從相對增資價格之折價幅度探討現金增資決策，增資決策包含增資用途、承銷天數，本文貢獻在於觀察不同事件日與不同區間的折價幅度與增資決策特性的關聯性，進一步探討現金增資的宣告效果為何，以及增資用途是否亦會進而影響增資後的公司績效。本章將實證結果與分析分為三小節，第一節為增資樣本基本統計量分析，第二節為差異性檢定分析，第三節為迴歸結果分析。

第一節 增資樣本基本統計量分析

1. 基本特性敘述統計量

由表 4-1 可觀察本研究樣本公司的基本特性，在 2005 年至 2017 年的增資樣本期間，公司增資平均將近 3.676 千萬多股，平均認購價為 40.58 元，以及增資總金額為平均 8.827 億元，且在樣本中；增資股數佔比之平均數(中位數)為 14.15%(12.36%)，代表增資股數佔流通在外股數的比重，與(Lin、Wu,2013)研究中使用美國 1982 年到 2006 年的增資樣本之平均數(中位數)14.198% (12.253%)大致相近；現金認購率即為原股東認股率，平均數(中位數)14.33%(11.05%)。

2. 樣本承銷天數敘述統計量

觀察表 4-2 為本研究使用與現金增資相關的九個日期(不同事件日)，依先後順序將日期彼此之間的天數差距作敘述統計分析，可以發現完成整個增資流程，在本文為股東會決議日到原股東繳款日迄大約需要平均(中位)107.06 天(96 天)方可完成，其中，以下不同事件日之間的前 8 個差距中，以第 1 個差距：股東會決議日至增資公告日耗時最久，佔整個流程平均二分之一以上的天數，代表經理人對於是否確定要執行現金增資仍要平均經過 60 天，將近兩個月的時間做考量，此外，在第 9 個差距：訂價日至原股東繳款日迄，亦為本文定義的承銷天數，平均(中位)則為 39.65 天(35 天)，顯示出公司只要確定發行價格，後續的現金增資流程基本上並不會太冗長。

3.變數基本敘述統計量

表 4-5 為不同事件日與股東會決議日前後期間之折價幅度的基本統計量，Panel A 為以單一事件日股價作為基準，其中可以發現，相對增資價格的折價幅度，在台灣增資樣本中，顯示以訂價日的平均數 0.1835 折價幅度最大，中位數則以股東會決議日的 0.1857 最大，且可以發現公告承銷價格後(訂價日後)，隨即之後的各事件日，不管平均數還是中位數其折價幅度皆有越來越小的趨勢，然而，從 Panel B 以一段期間為平均股價中的折價幅度也可以觀察到，在股東會決議日後一個月、三個月及六個月的折價幅度也隨著時間拉長而變小，此現象在表 4-6 Panel A 和 Panel B 的不同年度之折價幅度也存在。折價幅度變小代表在訂價日過後，發行公司的股價下跌，確實表現較差，舉例來說：若公司在訂價日訂出 82 元的發行價格，且當天股價 100 元，折價幅度即為 $0.18: [1-(82/100)]$ ，在發行價格維持一致的情形之下，到了原股東繳款日迄當夭折價幅度若跌至 0.14，表示股價已經從原先 100 元跌至 95.34 元，證明了公司在執行現金增資後市價確實有在往下修正，也由於訂價日這天企業公告的發行價格可能會關係這次增資案的失敗與否，因此訂價日這天為本文所有不同事件日中折價幅度最大的一天，同時也可能隱含公司在觀察市場的上漲時機，利用訂價日當天股價較高點公告發行價格，故訂價日折價幅度最大本文視為合理的現象，符合 Marsh(1982)以及 Lucas and McDonald(1990)的實證研究，他們認為現金增資通常發生在股價上漲之後。

此外，在表 4-5 Panel A 中，從 Q3 可以發現樣本在增資期間當中，有四分之三以上的樣本折價幅度都超過兩成，代表承銷價格都以低於八成的折價相對當日股價作發行，該現象在 Panel B 計算折價幅度的所有區間也可以觀察到。進一步，觀察表 4-3 相關變數的敘述統計，在樣本的累積異常報酬，除了 CAR2 的平均數為正，其餘 CAR1 和 CAR3 的平均數與中位數皆為負，代表進行現金增資的公司其市場給予的評價較為負面，至於在變數企業績效變動方面， ΔROA 及 ΔROE 無論是平均數還是中位數都是負的，代表從變動來看進行增資前後四季的績效表現呈現負報酬，顯示增資後確實有減損公司績效的現象。另外，在增資樣本的公司特性變數中，ROA 的平均數大於中位數，可以得知進行

增資的公司資產報酬率差異較大，本文的 MB 和 Tobins'Q 為市值帳面比，發現其平均數也大於中位數，也可得知有些樣本的市值是相對比公司帳面價值更大的。

4.相對增資價格之折價幅度(RSPU)

表 4-6 的 Panel A 為各年度在不同事件日以單一日收盤價之折價幅度，其中每個折價幅度皆有做單一樣本 T 檢定，事件日包括：股東會決議日、增資公告日、訂價日、除權日、最後過戶日、停止過戶日起迄、原股東繳款日起迄，由 Panel A 可以觀察到與前述相同的現象，在全樣本中，以訂價日 0.1837 最大，且在訂價日過後隨著時間越往後折價幅度越小，驗證在不同年度中折價幅度的變化和上述結果雷同，顯示出公司在股東決議執行現金增資且到確定承銷價格這段期間，由於此時(股東會決議日至訂價日)企業尚未公告最後確切的承銷價格，因此這段期間的三個事件日(股東會決議日、增資公告日、訂價日)其折價幅度較大，意謂著發行價偏離當日的股價越多，由於一開始承銷商與發行公司都會害怕增資失敗，故企業難以用較接近公司真正的價值訂出承銷價格，造成到了訂價日這天的折價幅度相較於其他事件日都還來得更大。本文再觀察表 4-6 Panel B 為各年度在不同期間的相對增資價格之折價幅度，各個期間主要分為增資前、增資後與增資前後十天，本表主要期間的計算起始日為股東會決議日，從表中可以發現股東會決議日前一個月到前六個月，隨著往前的時間拉長，相對增資價格之折價幅度較小，如：增資前六個月其折價幅度只有 0.0885，隱含著越靠近股東會決議日當天之期間平均收盤價較大，代表公司的市價在越靠近增資案的決議日時確實會有一波上漲的趨勢，顯示發行公司在此時可能有擇時行為的出現，挑選股價較高時決議進行現金增資，此外，隨著時間越往後，如：決議日後一個月、三個月、六個月推算其折價幅度也越來越小，股價也是有往下跌的走勢，與表 4-5 一致，表示承銷商與發行公司為了避免增資失敗以及減少投資人認購意願，在決議進行增資案時，使其折價幅度變大。

5.相關係數與變異膨脹因素表

由表 4-4 a.b 可以觀察兩個變數之間的關係及相關方向，由於迴歸式中的自變數與相關控制變數之間若存在高度相關性，會使得誤差增大，也會降低估計準確性。因此本

文在進行迴歸分析之前，將應變數與迴歸式中控制變數進行相關分析，檢測變數之間相關係數是否太高而產生共線性問題。

觀察表 4-4 a.相關係數表之皮爾森(Pearson)相關係數發現 MB 和 Leverage 之間相關係數最高為-0.4428，Ln(TA)與 Leverage 之間的相關係數次高為 0.4271，但皆並非高度相關，因此對迴歸式不會有太大的影響。再從表 4-4 b.相關係數發現 Δ ROA 與 Δ ROE 兩變數之間的相關係數為 0.2311，亦並沒有存在高度相關性，故也不會影響迴歸式(3-11)、(3-12)的結果。

接下來，為了確保無共線性存在，本文除了使用皮爾森(Pearson)相關係數驗證變數之間是否存在共線性問題，更進一步使用變異數膨脹因素(Variance Inflation Factor, VIF)檢定應變數之間是否有共線性問題，衡量公式如下：

$$VIF = \frac{1}{1-R_i^2} \quad (4-1)$$

其中 $1-R_i^2$ 為容忍度，值介於 0 至 1 之間， R_i^2 表示以其他應變數對第 i 個應變數的有效解釋變異量，當 $1-R_i^2$ 越大表示容忍度愈大，共線性問題愈小，VIF 為容忍值的倒數，故 VIF 值愈小，共線性問題愈小。

當 VIF 值大於 10 時，表示該應變數與其他應變數中有共線性問題。本文檢視應變數與其他控制變數之間是否有共線性問題，由表 4-4 發現變數中的 VIF 值均小於 10，表 4-4 a.最大值為 7.57 以及表 4-4 b.最大值為 1.39 皆小於 10，因此可以判斷本文模型的應變數與其他控制變數之間無共線性問題。

綜合表 4-4 所示，本研究之所有迴歸式皆使用皮爾森(Pearson)相關係數與變異數膨脹因素(VIF)驗證變數之間並未存在共線性問題，迴歸式之實證結果並不會有影響。

第二節 差異性檢定分析

一、不同增資決策之折價幅度差異性分析

1. 折價幅度的差異性檢定

表 4-7 是將訂價日為主的折價幅度分兩群作差異性檢定，從 Panel A 公司特性發現，資產規模較小、市值帳面比較大、負債比率較小、資產報酬率較高的公司，折價幅度相對較大，顯示兩者之間具有顯著差異的關係，其中，市值較大的公司，雖然可能較具有成長性，但隱含股價有被高估的跡象。另外，從 Panel B 增資基本特性觀察，以增資股數、增資總額以及現金認購價具有顯著差異為主，本文發現最後增資股數較少的公司，折價幅度會較大，由於折價幅度較大的公司，投資人對於此類公司的財務品質仍保有疑慮，以及市場上對於折價幅度較大的公司較不看好，因此可能導致最後公司認購到的現金增資股數會較少，發行價格則以折價幅度大的為大。

2. 增資用途的差異性檢定

由表 4-9 Panel A 中可觀察到不同的增資用途之公司其隨著增資期間不同事件日而有所差異，根據 Ross(1977)文獻指出，企業管理人與外部投資人存在資訊不對稱的狀況，故只有在公司確定股票市價高於真實價值時，才會願意發行股票，但由於股票發行成本較高，企業會更傾向於債務融資，因此用途被歸類成融資活動的公司大多以償還借款為目的，在表中可以發現，以差異相對較具顯著的增資公告日為例，融資活動的折價幅度(平均數為 0.1569)相較於投資與營運活動(平均數為 0.1885)小，其他事件日的結果亦同。在區分用途及增資承銷各事件日的差異性檢定，在 1%的顯著水準之下，增資公告日存在著正向顯著的差異，意謂著在本研究增資樣本中，增資用途被區分為融資活動的公司，能以較接近當日或平均股價的承銷價格做發行，同時隱含公司可能有較多資金為公司使用。接續觀察表 4-9 Panel B 相對增資價格之折價幅度中，以投資與營運活動為用途之公司其折價幅度在決議日後三個月與後六個月的期間，相較於融資活動為用途之差異(1-2)

分別為，平均數 0.0301 及 0.0188，中位數 0.0239 及 0.0084，因此，從本文觀察到投資與營運活動為用途之公司其折價幅度較大的現象。

另外，從表 4-8 Panel A 公司特性與增資特性的差異性檢定中可以發現，從成長機會的指標 MB 和 Tobins'Q 皆顯示出以投資或營運活動為增資用途的數值較融資活動大且具顯著性，代表以投資或營運活動為用途者其可能存在公司市場價值被高估的現象；再從槓桿比率 LEV 可以發現確實以償還借款為主的融資活動，此類用途的公司他們的槓桿比率平均數 58.50%(中位數 59.03%)較投資或營運活動的槓桿比率平均數 43.15%(中位數 45.14%)還要高，符合想藉由現金增資來進行償還借款的公司其槓桿比率較高的常理，亦或許意謂發行公司想利用現金增資來改善公司的資本結構；相對地，融資活動的 ROA 就會較小，亦具有正顯著差異；最後觀察到以投資或營運活動為用途的公司，其 AGE 平均數 21.83 年(中位數 19 年)較以融資活動平均數 25.85 年(中位數 25 年)為用途的公司小，因此符合過去文獻認為較年輕且具有成長性的公司會以投資或營運活動為增資目的，具有負顯著差異；最後，在表 4-8 Panel B 增資特性差異檢定可以觀察到，在本文樣本現金增資的股數少的公司，會公告投資活動為增資用途，但現金認購價(發行價格)會比融資活動為用途的公司高出許多，具有顯著的差異，同時可能隱含會以投資活動為主要的公司其本身公司股價可能就有比較高的跡象。

綜合上述，由增資用途的差異性檢定可以發現，市值帳面比較高、槓桿比率較低、總資產規模比較小、資產報酬率較大、公司年齡也較年輕之公司大多會以投資與營運活動當作公告用途，在增資特性方面，只有增資股數和認購價格具有顯著差異。

3.承銷天數的差異性檢定

為探討公司增資承銷天數，本文從訂價日至原股東繳款日迄這段期間的長短對現金增資折價幅度的影響，本文將兩個事件日的間隔天數，以小排到大，將其增資樣本分為三群，被分為樣本第一群(1)，即為承銷天數最短群，列為第三群(3)，即為承銷天數最長群，並以事件研究法，衡量其異常報酬率，觀察宣告前一天、後一天與當天的累積異常報酬率(CAR)，再將第一群與第三群在九個重要的事件日和相對增資價格之折價幅度進

行平均數與中位數差異性檢定，主要觀察承銷天數的差異性檢定，Loughran et al.(1994)發現公司進行增資決策時，等待期間越長，投資者對公司股票需求的不確定性越高，因而造成其折價幅度越大，因此本文也預期承銷天數越長的公司，其折價幅度會較大。

從表 4-11 Panel A 中可以觀察到，以訂價日為例，承銷天數短的那群(平均數、中位數分別為 0.1788、0.1760)比承銷天數長的(平均數、中位數：0.1832、0.1812)折價幅度小，且具有負顯著的差異，除了股東會決議日不顯著之外，其餘增資事件日皆呈現負顯著。另外，在表 4-11 Panel B 亦可觀察到，在增資期間，無論是股東會決議日前後十天、增資前後一個月、前後三個月、前後六個月或是增資後一、三、六個月的區間，都具有明顯的負顯著差異，本文認為由於承銷天數愈長的發行公司可能會為了彌補投資人在等待期間的不確定因素，因而，最後訂出較低的發行價格藉以補償市場上投資人的時間落差風險，造成發行價格與當時的平均股價偏離較大，代表確實承銷天數較長其折價幅度也會較大，與過去文獻一致。此外，在表 4-10 Panel A 中觀察到承銷天數較長的公司其資產報酬率較佳且具有顯著性，但承銷天數長的公司也發現資本支出率也有顯著較大的差異，在增資特性變數方面，則皆不具顯著差異。

二、不同現金增資特性的累積異常報酬(CAR)之差異性分析

本研究承過去學者的相關研究基礎上，過去文獻使用 CAR 觀察現金增資是否具有宣告效果，根據 Asquith and Mullins(1986)發現美國的現金增資宣告使股價下跌 2%至 3%，說明增資公司確實與市場上存在著資訊不對稱，因此增資後股價變差的原因是投資人向下修正對公司股票價值的信心，發現效果有負顯著的異常報酬，代表現金增資對股價平均來說有負面反應；然而在台灣現金增資宣告效果與國外效果相反，根據曾煥祥(1994)實證結果顯示現金增資於董事會決議日有正的股價反應，代表台灣現金增資對於股價有顯著為正的宣告效果，以台灣市場為增資樣本的也大多呈現正顯著的累積異常報酬。

1.折價幅度的累積異常報酬(CAR)之差異性分析

過去文獻研究折價幅度較大的公司，之後會經歷較大的衝擊，代表宣告效果會有較

差的表現，從表 4-12 中發現，股東會決議日當天的折價幅度對 CAR1 並無顯著差異，但對 CAR2 和 CAR3 都有正顯著差異，代表股東會決議日的折價幅度在當下市場上沒有立即給予負面報酬，反而在之後的 CAR2 和 CAR3 才發現有負向的宣告效果。此外，在訂價日的折價幅度也可以發現對 CAR3 具有明顯的差異，顯示折價幅度大的公司，市場上的投資人確實會對這類的公司給予較差的反應且是立即會反應出該現象，本文認為會有該現象的原因為折價幅度較大的公司可能代表公司被高估的情況較嚴重，因此投資人對於這群被高估的公司在未來增資過後股價勢必會下跌的情況先給予負向的報酬。

2. 增資用途的累積異常報酬(CAR)之差異性分析

從前述增資用途差異性檢定可以觀察出投資、營運活動與融資活動之間是具有正顯著差異，但從表 4-13 觀察不同用途的公司之間其 CAR 的差異，可以發現不管是以股東會決議日、增資公告日或是訂價日為宣告效果的事件日，以融資為目的之宣告效果或是投資為目的的宣告效果在宣告期間股票價格並沒有顯著的差異，顯見這兩種增資用途的宣告並沒有為投資人帶來特別的訊息，與(陳安琳、黎萬琳及陳振遠,2001)實證結果一致。此外，也可以發現在混合活動同樣也不具顯著性。但值得一提的是，由於增資用途在股東會決議日就公告，因此在決議日這天各個活動的個別差異是具有顯著性，特別觀察到在融資活動中，以增資公告日為事件日至訂價日時，累積平均異常報酬之差異由正報酬的 0.3417 轉為負報酬-0.6137，即使最後宣告效果差異為不顯著，還是可見投資人在這段期間對以融資活動為用途的增資公司前景依舊給予相對較負面的反應。然而，這三種活動的宣告效果並無顯著差異，換句話說，投資人對於企業在公開說明書中所公布的用途其信任指數毫無信心，且亦不認為增資用途的公告會影響到股價的變動，也許是因為企業公告的用途與真正執行的用途不一致所造成的關係。

3. 承銷天數的累積異常報酬(CAR)之差異性分析

由表 4-14 可觀察承銷天數期間累積異常報酬的差異變化，Loughran et al(1994)、How(2000)、林玉龍(1991)、李存修(1991)、楊棋材(2002)皆證實訂價日到上市日期間越長，面對的時間風險越高，為了提高投資人認購與繳款的意願，因此給予折價幅度就會

越大且隨後的市場報酬也會越低，從表中可以發現，在股東會決議日與增資公告日為宣告日時，皆有顯著差異，研究結果顯示承銷天數越長的公司，其 CAR 相較於承銷天數短的公司來的低，因此推論在訂價日到繳款日迄這段期間將承銷天數拉越長的公司，在股東會決議日及增資公告日增資宣告後有股價下跌的現象，且下跌的趨勢比承銷天數短的公司來的大，但在以訂價日為事件日的 CAR 無此差異。

第三節 迴歸結果分析

一、從折價幅度探討不同的現金增資決策

1. 增資用途與折價幅度之迴歸分析

由表 4-15 中可以看到，利用不同增資事件日以及不同區間之折價幅度當作應變數，增資事件日以重要的股東會決議日、增資公告日與訂價日為主，Panel A 可以觀察到在三個事件日的折價幅度與投資和營運活動皆無顯著，代表以投資或營運活動為用途的增資公司不會導致折價幅度有變化，根據過去研究，以投資活動作為增資用途，通常市場上會給予正面反應，折價幅度理當較小，讓公司能夠募集更多的資金供未來投資項目運用，本文沒有與過去文獻相同的結果，未能支持 H1a。然而，在 RSPU_股東會決議日與投資用途的結果中觀察到，兩者有不顯著的正向關係，代表或許股價早已經反應在公布增資用途之前的時間點上，可能顯示出市場上已經更早接收到最即時的訊息。在控制變數方面可以發現，在增資公告日與訂價日的折價幅度 $\ln(TA)$ 和折價幅度呈現負顯著，代表公司資產總額越大，折價幅度會較小，意謂公司規模越大，能以較接近市價的發行價格作發行，對公司的增資案籌資金額越有利。

至於表 4-15 Panel B 中，也可發現在衡量不同期間中，以股東會決議日前後三個月的相對增資價格之折價幅度，呈現與投資及營運用途的關係為正相關，代表以投資與營運活動為主的公司有折價幅度較大的現象，與前述的差異性檢定有一致的結果。另外，在控制變數 $\ln(seo_amt)$ 部分，Baron and Holmstrom(1980)研究指出當發行規模越大，承銷商承受的壓力越大，故為了降低其風險，會傾向壓低承銷價格，導致最後折價幅度變大，在表 4-15 Panel A 以單一事件日為主的折價幅度發現有相同的結果，在訂價日顯著為正，表示增資總額也就是發行規模越大，有較大的折價幅度，另外在 Leverage 變數，也可以觀察到在表 4-15 Panel B 的槓桿比率與折價幅度呈現負顯著，顯示在公司折價幅度較大時，會利用現金增資募資而來的資金降低負債水準，與 Hertzeli and Li(2010)觀察到的結果一致。

2.承銷天數與折價幅度之迴歸分析

由於承銷期間的股票市價具有不確定性，因此本研究利用不同事件日與不同期間的折價幅度做觀察，從表 4-16 發現，在訂價日及增資後三個月與後六個月的折價幅度，皆可觀察到為訂價日至繳款日迄之承銷天數與折價幅度呈現正顯著，表示承銷時間越長隱含的不確定性因素越多，本研究確實發現承銷天數越長，折價幅度越大，與過去(Loughran et al.,1994、Yang et al.,2003)結果皆一致，符合 H1b。至於公司特性部分，將 Ln(TA)資產總額取對數，可以發現 Panel A 在三個增資事件日之當日股價為折價幅度時，Ln(TA)一致與折價幅度呈現負顯著，表示公司資產規模越小的現金增資公司，對於維護公司聲譽的動機不大，因此認為折價幅度會較大且增資後長期營運績效也會較差，本篇結果與過去文獻結果一致，至於在 Block size(增資股數佔比)定義為增資股數佔已流通在外股數的比率中也可以發現在表 4-16 Panel A 和 Panel B 折價幅度與其為正顯著，表示增資股數越多的公司，折價幅度也會越大，與(Lin and Wu,2013)的結果也一致。

二、探討折價幅度、增資用途及承銷天數對宣告異常報酬的影響

1.宣告異常報酬與不同折價幅度之迴歸分析

從表 4-17 研究不同時間的折價幅度是否會影響在事件日的宣告效果，本研究採用股東會決議日、增資公告日、訂價日為現金增資宣告日($t=0$)，可以發現以股東會決議日(CAR1)為宣告日的效果皆不具顯著，或許隱含著國內股票市場對進行現金增資此訊息在決議日當天不存在任何效果或是此訊息可能早已外洩，故無法於宣告日立即反應出市場上的效果。但從釋出最多增資消息的增資公告日(CAR2)觀察宣告效果，可以發現 RSPU_股東會決議日，也就是在股東會決議日這天為收盤價的折價幅度，對增資公告日為宣告日的效果結果最差，且為折價幅度越大給予負顯著的累積異常報酬，與 Karim et al. (2001)結果一致，顯示市場上的投資人針對折價幅度越大的公司，認為股價被高估的可能性較大，因此給予較差的報酬，支持假說 H2a。接著再從決議日後一個月與三個月的折價幅度也具有宣告效果來看，代表不同時間的折價幅度面對市場上現金增資公司的宣告累積

異常報酬需要一段時間才會反應。進一步從宣告日為訂價日(CAR3)做分析，可以觀察在發行公司訂出最後的承銷價格後，訂價日($t=0$)累積平均異常報酬具有負向且顯著的效果，這表示在確認最後承銷價格的當日，公司現金增資價格的訊息立即在當日就反應至市場上，最後發現到 Tobins'Q 市值帳面比，在 CAR2 和 CAR3 兩者都呈現負顯著，顯示增資公司在高股價時，市價可能有被高估的現象，因此市場投資人給予較差的報酬。

2. 宣告異常報酬與增資用途之迴歸分析

吳進登(1996)研究指出公司現金增資用途不同會影響到市場上對增資公司的看法，高貴美(2003)也指出一旦企業利用現金增資取得的資金來進行投資，市場上對以投資為用途的現金增資在事件日為顯著的正向報酬，由表 4-18 中可以觀察到以股東會決議日、增資公告日與訂價日為宣告日($t=0$)中，增資用途與 CAR1、CAR2、CAR3 都未具顯著性，因此未能支持 H2b，由於增資用途在股東會決議日公告，但本文也未發現該增資用途決策已經立即反應在股價上，代表本文在投資人對於增資用途的公告未能給予與過去文獻相同的結果，也就是說增資用途在公告後的宣告效果已無法影響股價變動。此外，在公司特徵方面，Kim and Weisbach(2008)在探討增資動機的研究指出，高市值帳面比的公司，是為了獲取高股價帶來的好處，如：經理人賣出股票賺取價差，但若市值帳面比較低的公司，則公司增資的主要目的真正在於融資或投資專案需要的資金，此時企業在現金增資後的報酬績效則會顯著較好，本文的 Tobins'Q 定義即為市值帳面比，研究可以發現在表 4-18 的 CAR1、CAR2、CAR3 有此現象，驗證公司是真的需要資金才進行現金增資。

3. 宣告異常報酬與承銷天數之迴歸分析

李青娟(2000)研究顯示，台灣目前現金增資還是以公開申購為主，但易造成發行價格與市場價格的偏離，造成原股東的損失以及投資人取得股票的承銷期間過於冗長，即便提高發行公司成功增資的可能性，但會增加投資人的風險，故為了降低投資人承擔的風險，發行公司盡量將承銷期間縮短，藉以維護公司的聲譽，因此由表 4-19 中顯示，承銷期間的承銷天數越長，在宣告日為股東會決議日及增資公告日累積平均異常報酬表現越差，代表投資人認為承銷天數較長的發行公司為了彌補市場投資人的損失，不僅折價

幅度會較大，投資人對其宣告效果也反應出負顯著；反之，承銷天數縮越短，投資人認為未來面臨的時間風險越小，市場上則會給予較正面的反應，本文結果支持假說 H2c。

三、探討折價幅度、增資用途對企業績效的影響

1. 折價幅度、增資用途與企業績效之迴歸分析

由表 4-20 可以觀察不同的折價幅度與績效之關係，發現在 Panel A 以股東會決議日及增資公告日為收盤價的折價幅度會使公司績效 ROA 或 ROE 下降，證實在進行增資的公司，若其折價幅度較大，在宣告過後並未使績效轉佳，還使企業績效在增資過後確實有衰退的現象，且 ROE 比 ROA 負顯著的程度更加明顯，由前述過去文獻所言，折價幅度較大的公司代表公司價值被高估的可能性比被低估的公司更大，因此會經歷較大的負面股價衝擊，使公司最後籌資的金額減少，進而影響後續的營運，導致企業績效下降，本文結果與(管瑞昌和楊繡菁,2011)研究報告一樣。且同樣在 Panel B 股東會決議日後一個月、後三個月的折價幅度也出現相同的結果，故支持假說 H3a。有趣的是在表 4-20 的 Panel B 可以觀察到，在股東會決議日後六個月的折價幅度與企業績效呈現正顯著相關，本文認為是現金增資過後一段時間股價開始反彈的原因致使。

至於在公司特性變數方面，表 4-20 Panel B 可以發現 MB 與企業績效為負相關，代表成長性較高的公司於增發新股後，營運績效面臨嚴重衰退的現象，與 McLaughlin、Safieddine and Vasudevan(1998)結果一致。朱家萱(1997)研究指出，在現金增資的樣本中，尤其以資本支出(投資活動)為增資用途的公司較不容易發揮出預期效益，從增資後的經營績效即可看出此類公司的財務體質，甚至發現相較於未增資的公司存在績效退化的跡象，因此接著，從表 4-20 Panel C 的第一式(1)與第五式(5)將增資用途與企業績效個別驗證，本文觀察到以投資或營運活動用途與企業績效並無顯著，發現兩者無關聯性，顯示企業公告增資用途的決策，對企業未來營運績效沒有影響，另外，陳昭全(1999) 研究檢驗現金增資用途是否與營運績效變動有關，結果證實不同的增資用途，增資後營運績效衰退幅度並無顯著差異，雖然與本文結果一致，但未能支持假說 H3b。

由於在前述表 4-20 Panel A 本文已經觀察折價幅度越大會導致企業未來績效變差的現象，那在同時觀察公告增資用途與折價幅度之後，是否會影響企業績效，因此本文在表 4-20 Panel C 將不同事件日之折價幅度與增資用途兩者同時觀察之下，可以發現在(2)至(4)和(6)至(8)的迴歸式中，只有在第六式(6)同時觀察後的結果還具顯著性，代表股東會決議日這天的折價幅度即使在公告了增資用途過後，仍會使企業績效變差，與本文原先預期在公告投資與營運活動為用途後，能減緩折價幅度對績效的負面效果有差異，顯示企業在股東會決議日公告增資用途時，折價幅度與增資用途對企業績效的負面效果未有消滅的現象發生，即使前面結果驗證出增資用途與企業績效無顯著關係，但其餘兩個事件日之折價幅度與增資用途同時觀察後則皆呈現不顯著的狀況，故本文研究發現在增資用途的公布後，其折價幅度還是會使企業績效顯著下降，代表對公司未來營運狀況變差的現象不會因為公告投資或營運用途後能改善或是有抵銷的情形發生。

第五章 結論

本研究採用相對增資價格之折價幅度，分別為不同事件日和不同區間的折價幅度，探討是否會因不同的現金增資決策而有所差異，本文主要觀察兩個決策特性，包括：增資用途和承銷天數，其中將用途分為三類，投資與營運活動、融資活動和混合活動以及也將判斷承銷天數的長短是否會影響折價幅度的大小。由於過去文獻提及許多企業折價發行新股的原因，而最常被討論且廣為認同的原因是資訊不對稱理論(Baron,1982)，主張在市場上，投資人與企業雙方之間擁有的資訊在不對等的情况下，往往導致處於資訊劣勢的投資人於風險中蒙受損失，因此，王朝仕(2014)也認為折價發行可解讀為對處於資訊劣勢的投資人承受風險損失的一種補償方式，故本文以相對增資價格之折價幅度為主軸，進一步再從增資用途與承銷天數兩個增資決策部分，觀察企業的現金增資行為是否會影響企業績效以及市場上的宣告效果是否與過去文獻結果一致，最後，同時觀察在公告投資與營運活動用途後，是否會減緩折價幅度對公司未來營運績效之影響進行驗證。

本文主要貢獻在於使用增資期間的九個不同事件日計算相對增資價格之折價幅度以及使用三個重要的增資日期，分別為：股東會決議日、增資公告日、訂價日作為宣告效果的事件宣告日，有別於過往的研究，大多使用股東會決議日進行宣告異常報酬(CAR)的實證，也由於本文將增資期間內的事件日作更詳細的區分，因此在兩個增資事件日之間的間隔天數，可以觀察到股東會決議日至原股東繳款日迄耗時的平均數(中位數)107.06天(96天)當中，股東會決議日至訂價日即佔了平均67.77天，換言之，從訂價日到原股東繳款日迄只需花一個月左右的時間即能完成後續相關作業流程，然而，過去亦少有這類的文獻，故本文針對增資期間的各個相關事件日進行研究。

首先，本研究將訂價日當日的折價幅度分成兩群，也將增資用途分為三類：投資與營運活動、融資活動以及混合活動，並針對不同組別觀察與增資特性、公司特性的差異，可以發現成長指標 MB 和 Tobins'Q 較大的公司，除了折價幅度也會顯著較大之外，且會以投資與營運活動為增資用途，代表市場價值被高估的發行公司，不僅會給予投資人

較多的折價補償，也可能傾向將資金運用在投資項目上；再者 LEV 較大的公司其折價幅度較小且用途會以融資活動為主，符合發行公司確實有想利用現金增資來改善財務結構的跡象；最後，也可發現規模較大的公司其折價幅度較小且以融資用途為主要的增資目的，因此本文觀察到公司規模較小、市值帳面比較大、負債比率較低、資產報酬率較大的公司，其折價幅度會偏大且會以公告投資與營運活動為主；另外，在增資特性差異檢定可以觀察到，現金增資的股數較少和發行價格較高的公司，在訂價日的折價幅度較大且也以投資活動為增資目的，可能隱含會以投資或營運活動為主要的公司其本身公司股價可能就有比較高的跡象，致使發行價格理當偏高。

本文由敘述統計量的差異性檢定發現將承銷天數分為三群後，發現承銷天數長的折價幅度顯著大於承銷天數短的折價幅度，在股東會決議日前後期間的折價幅度也有此現象，實證也驗證承銷天數長的其折價幅度較大的結果，與 Loughran et al.(1994)研究結果相同，符合假說 H1b。過去文獻發現折價幅度較大的發行公司其公司價值確實是被高估，因此折價幅度較大也會經歷較大的負面衝擊，本文驗證在不同事件日或是股東會決議日一段區間的折價幅度越大，宣告異常報酬就會越差，支持假說 H2a。

公司辦理現金增資用途，不管是償還負債、投資或是充實營運資金，最終目的都是為了追求公司成長或是提升未來的經營績效，然而，在實證結果發現增資用途在不同的宣告日時，都並未對累積平均異常報酬有顯著影響，無法驗證 H2b 的結果。此外，在宣告效果方面，本文也驗證承銷天數越長，累積平均異常報酬會越差，與洪崇洋(1997)的研究結果相同，故發行公司盡量將承銷期間縮短，藉以維護公司的名聲，在此，本文結果符合 H2c。

驗證完現金增資決策與宣告效果之後，最後本文探究折價幅度、增資用途是否會影響到公司的企業績效，其中折價幅度越大的公司，發行價格與市價越偏離，可能導致日後募資金額減少，致使無法完成原先公司增資用途的計畫，連帶可能影響到公司未來績效，再者，吸引投資人參與現金增資的申購活動，重要的誘因無非是折價幅度的因素，但透過本研究的實證顯示，投資人若是因為折價幅度大而選擇申購股票，未來較難以實

現預期獲利，因為市場上普遍認為折價幅度大是對投資人的價格補償，因此市場對於增資折價幅度大的公司市場反應會較差，實證結果也發現折價幅度較大，企業績效在 ROA 和 ROE 皆會變差且 ROE 比 ROA 顯著更差，符合 H3a 的結果。

由於投資者無法監督或是控制企業真正募集資金的用途，倘若企業不按照預定的公告的用途予以運用或是大環境不如預期，可能會導致現金增資無法發揮其效益，甚至產生反效益的情形，本研究發現在增資用途對企業績效的關係無明顯的關聯性，與陳昭全 (1999) 結果證實不同的增資用途，增資後營運績效衰退幅度並無顯著差異一致，因此未能支持 H3b。最後，本文利用同時觀察折價幅度與增資用途後，實證結果顯示只有在股東會決議日的折價幅度與增資用途對 ROE 有負顯著影響，顯示企業在股東會決議日公告投資與營運活動為增資用途後，折價幅度仍會使績效顯著下降，未能減緩折價幅度過大對企業績效的傷害。

參考文獻

- 王朝仕(2014)，「現金增資股票折價優勢之研究」，管理與系統，第二十一卷，第一期，頁161-186。
- 朱家萱(1997)，「我國上市公司現金增資後經營績效之研究」，中正大學會計所碩士學位論文。
- 吳進登(1996)，「競爭優勢、成長機會的價值與現金增資宣告效果關係之研究」，國立政治大學企業管理所博士學位論文。
- 呂東英、周行一(2001)，「國內現行承銷制度檢討與改善方案」，中華民國公司組織研究發展協會。
- 李存修(1991)，「現金增資之成敗風險與訂價策略」，證券市場發展季刊，第十一期，頁108-117。
- 李春安(1998)，「現金增資新股承銷價格折價成數隱含訊息之研究」，證券市場發展季刊，第十卷，第一期，頁123-151。
- 李青娟(2000)，「公司新股上市時配售方式之選擇與影響」，國立中正大學財務金融所碩士學位論文。
- 周賓鳳與蔡坤芳(1997)，「台灣股市日資料特性與事件研究法」，證券市場發展季刊，第九卷，第二期，頁1-27。
- 林玉蓮(2003)，「上市櫃公司現金增資承銷制度之探討」，東吳大學會計研究所碩士學位論文。
- 林玉龍(1991)，「健全我國證券承銷制度之研究」，國立政治大學會計研究所未出版碩士論文。
- 林益倍、李見發、廖育羚(2012)，「上市公司辦理現金增資動機之探討：市場擇時與市場條件假說之驗證」，證券市場發展季刊，第二十四卷，第三期，頁79-100。

- 林純夷(2009)，「台灣現金增資公司股價長短期表現之研究」，長榮大學經營所碩士學位論文。
- 林問一、蔡佩珊(2011)，「資本支出用途現金增資公司之長期營運績效-由自由現金流量理論探討」，財務金融學刊，第十九卷，第二期，頁1-35。
- 林敬原(2009)，「發行新股與股票購回是否存在市場擇時現象-台灣上市公司之觀察」，國立屏東商業技術學院國企所碩士學位論文。
- 洪崇洋(1997)，「承銷配售方式檢討及其對新股折價之影響」，國立中山大學財務管理碩士學位論文。
- 邱正仁、周庭楷、翁嘉伶(2004)，「探討上市與增資新股之長期股價績效-檢測後續現金增資決策的影響」，財務金融學刊，第十二卷，第二期，頁1-42。
- 金成隆、林修葳、洪郁珊(2003)，「無形資產、新股折價與內部人持股關係之研究」，金流量理論探討」，財務金融學刊，第十九卷，第二期，頁1-35。
- 夏侯欣榮(2000)，「台灣增資新股上市後長期績效之整體研究」，管理評論，第十九卷，第二期，頁1-33。
- 翁嘉伶(2004)，「探討上市與增資新股之長期績效-檢測後權益融資的影響」，國立成功大學財金所碩士學位論文。
- 高貴美(2003)，「現金增資宣告效果因素探討」，國立中山大學財務管理學系在職務管理碩士學位論文。
- 張飴芬(2011)，「台灣新上市櫃公司特徵對其首次現金增資時程及績效影響之探討」，國立政治大學財金所碩士學位論文。
- 梁火在(2007)，「台灣上市櫃公司現金增資之動機」，國立中興大學高階經理人碩士學位論文。
- 陳弘基(1997)，「台灣上市公司現金增資擇時之實證研究」，輔仁大學管理學研究所碩士學位論文。

- 陳安琳、黎萬琳、陳振遠(2001)，「成長潛力、內部人交易與現金增資之宣告效果」，
中國財務學刊，第九卷，第一期，頁1-25。
- 陳明進(2006)，「提早發行SEO的動機及表現」，元智大學商學財務金融學程碩士學位論
文。
- 陳昭全(1999)，「上市公司現金增資用途與效益之探討」，中國文化大學會計研究所碩
士學位論文。
- 郭峰邑(2001)，「不同產業與市場趨勢下現金增資宣告對股價的影響」，國立東華大學
企業管理研究所碩士學位論文。
- 曾煥祥(1994)，「上市公司現金增資與股價關聯性之實證研究」，國立台灣大學會計研究
所未出版之碩士論文。
- 管瑞昌、楊秀菁(2011)，「現金增資折價、機構投資人及發行後績效」，行政院國家科
學委員會專題研究計畫之成果報告。
- 黃志仁、陳佳琴(2007)，「增資股票折價幅度、承銷風險與流動性風險之內生關聯性」，
金融風險管理季刊，第三卷，第四期，頁47-68。
- 黃欣怡(2006)，「現金增資折價因素之探討」，義守大學管理研究所碩士學位論文。
- 楊棋材(2002)，「增資新股採詢價圈購之評價模式與實證」，國立交通大學經營管理
所未出版博士論文。
- 顏敦訪(1999)，「資本支出目的之現金增資前後經營績效之比較研究」，國立交通大學
經營管理研究所碩士學位論文。
- Akhigbe, A., J. C. Easterwood and R. R. Pettit (1997). Wealth effects of corporate debt issues :
the impact of issuer motivations, *Financial Management*, 26(1), 32-47.
- Allen, F. and Faulhaber, G.R. (1989). Signalling by Underpricing in the IPO Market. *Journal
of Financial Economics*, 23, 303-323.
- Asquith, P. and D.W. Mullins, (1986). Equity issues and offering dilution. *Journal of
Financial Economics*, 15, 61-89.

- Autore, D.M., D.E. Bray, and D.R. Peterson (2009). Intended use of proceeds and the long-run performance of seasoned equity issuers. *Journal of Corporate Finance*, 15, 358-367.
- Ann Sherman and Sheridan Titman (2002). Building the IPO order book : underpricing and participation limits with costly information, *Journal of Financial Economics*, 65(1), 3-29.
- Baker, M. and J. Wurgler, (2000). The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns. *Journal of Finance*, 55, 2219-2257.
- Baker, M. and J. Wurgler, (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 57, 1-32. Ba
- Baron, D. (1982), A model of demand for investment banking advising and distribution services for new issue, *Journal of Finance*, 37, 955-976.
- Baron, David P and Holmstrom, Bengt (1980). The Investment Banking Contract for New Issues under Asymmetric Information : Delegation and the Incentive Problem, *Journal of Finance*, 35(5), 1115-1138.
- Clifford Smith, (1977). Alternative methods for raising capital : Rights versus underwritten offerings. *Journal of Financial Economics*, 5(3), 273-307.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Stulz, R.M. (2007), Fundamentals, market timing, and seasoned equity offerings, *National Bureau of Economic Research*.
- Eckbo, B. E., & Masulis, R. W., (1992). Seasoned equity offerings : A survey. *Handbooks in Operations Research and Management Science*, 9, 1017-1072.
- Eugene F. Fama. (1998), Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49, 283-306.
- Fu, F., (2009). Overinvestment and operating performance of SEO firms. *Financial Management*, 249-272.
- Hayne E. Leland and David H. Pyle. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure,

- and Financial Intermediation. *Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- How, J. C., (2000). Initial and Long-Run Performance of Mining IPOs in Australia. *Journal of Management*,25(1), 95-118.
- Hyuk Choe 、 Ronald W.Masulis 、 Vikram Nanda,(1993). Common stock offerings across the business cycle : Theory and evidence. *Journal of Empirical Finance*,1(1),3-31.
- Jain, B.A. and O. Kini, (1994). The post-issue operating performance of IPO firms. *Journal of Finance*,49, 1699-1726.
- Jay R.Ritter (1984). Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues : A Comment. *Journal of finance*,39(4), 1231-1237.
- Jegadeesh,N., (2000). Long-term performance of seasoned equity offerings : Benchmark errors and biases in expectations. *Financial Management*,29, 5-30.
- Jensen, M.C.,(1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*,76, 654-665.
- Ji-Chai Lin 、 Yi-Lin Wu (2013). SEO timing and liquidity risk. *Journal of Corporate Finance*.,19,95 – 118.
- Johnson, J.M., Miller, R.E. (1988). Investment Banker Prestige and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Financial Management*, 17 (2), 19-29.
- Karim, K. E., R. W. Rutledge, S. C. Gara, and M. U. Ahmed (2001), An Empirical Examination of the Pricing of Seasoned Equity Offerings : A Test of the Signaling Hypothesis, *Review of Quantitative Finance and Accounting*,17,63-79.
- Kevin Rock (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics* ,15,187-212.
- Kose John and Joseph Williams(1985). Dividends, Dilution, and Taxes : A Signalling Equilibrium. *Journal of Finance*, 40 (4), 1053-1070.

- Korajczyk, R., Lucas, D., & McDonald, R., (1989). Understanding Stock Price Behavior around the Time of Equity Issues, *National Bureau of Economic Research*.
- Limpaphayom ,P .and A.Ngamwutikul,(2004). Ownership structure and post-issue operating performance of firms conducting seasoned equity offerings in Thailand. *Journal of Economics and Finance*,28 ,307-332.
- Loughran, T. and J.R.Ritter,(1997). The operating performance of firms conduction seasoned equity offerings. *Journal of Finance*,52 ,1823-1850.
- Loughran, T., J. Ritter and K. Rydqvist (1994). Initial public offerings : International insights, *Pacific-Basin Finance Journal*, 2 ,165-199.
- Lucas, D. J. and R. L. MacDonald (1990), Equity Issues and Stock Price Dynamics. *Journal of Finance*, 45, 1019-1043.
- Mark D. Walker · Keven Yost (2008). Seasoned equity offerings : What firms say, do, and how the market reacts, *Journal of Corporate Finance*, 14 ,376–386.
- Masulis, R. W., & Korwar, A. N., (1986). Seasoned equity offerings : An empirical investigation. *Journal of Financial Economics*, 15(1), 91–118.
- Michael G. Hertz and Zhi Li ,(2010).Behavioral and Rational Explanations of Stock Price Performance around SEOs: Evidence from a Decomposition of Market-to-Book Ratios, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*,45(4),935-958.
- Mohan, N., and C. Chen (2001). Information content of lock-up provisions in initial public Offerings. *International Review of Economics and Finance*,10, 41-59.
- Myers, S. C. and N. S. Majluf (1984), Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Myron B. Slovin, Marie E. Sushka and Yvette M. Bendeck. (1994), Seasoned common stock issuance following an IPO. *Journal of Banking & Finance*,18(1) , 207-226.

- Paul Marsh (1982). The Choice Between Equity and Debt : An Empirical Study, *Journal of finance*,37(1),121-144.
- Peterson, P. P. (1989). Event Studies: A Reviews of Issues and Methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*,28(3), 36-66.
- Rajesh K. Aggarwala, Laurie Krigmanb, Kent L. Womacka .(2002). Strategic IPO underpricing, information momentum, andlockup expiration selling. *Journal of Financial Economics* ,66,105-137.
- Regina Lionnie, Ivanna K Timotius, Iwan Setyawan.(2012), Performance comparison of several pre-processing methods in a hand gesture recognition system based on nearest neighbor for different background conditions, *Journal of ICT Research and Applications*,6(3),183-194.
- Robyn McLaughlin, Assem Safieddine and Gopala Vasudevan(1998),The Information Content of Corporate Offerings of Seasoned Securities : An Empirical Analysis, *Financial Management*, 27(2),31-45.
- Schultz, P.(2003), Pseudo market timing and the long-run underperformance of IPOs. *Journal of Finance*,58(2) ,483-518.
- Shane A. Corwin,(2003). The Determinants of Underpricing for Seasoned Equity Offers. *Journal of Finance* 58(5), 2249-2279.
- Silber, W.L, (1991). Discounts on Restricted Stock : The Impact of Illiquidity on Stock Prices. *Financial Analysis Journal*,47(4), 60-64.
- Spiess, D.K. and J. Affleck-Grave,(1995). Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*,38 ,243-267.
- Stephen Ross(1977). The Determination of Financial Structure : The Incentive-Signalling Approach, *Journal of Economics*, 8(1) , 23-40.

- Stein, J. C. (1996), Rational Capital Budgeting in an Irrational World. *Journal of Business*, 69, 429-455.
- Wayne H. Mikkelson and M. Megan Partch (1985). Stock Price Effects and Costs of Secondary Distributions. *Journal of Financial Economics*,14, 165-194.
- Woojin Kim · Michael Weisbach (2008). Motivations for public equity offers: An international perspective. *Journal of Financial Economics*,87(2), 281-307.
- Yang, C.T .,S . Wu and H .J. Sheu (2003). Valuing the Time-Lag Risk Premium of Seasoned Equity Offerings. *International Journal of Management*,20(3), 401-407.
- Yi Jiang · Mark Stohs and Xiaoying Xie (2013). Do firms time seasoned equity offerings- Evidence from SEOs issued shortly after IPOs. Working Paper.

附錄

表 3-1 相關變數定義

英文代碼	中文名稱	變數定義
現金增資之折價幅度		
RSPU _(i,T)	相對增資價格之折價幅度_事件日(T)	1-(當次增資承銷價格/增資事件日之當日收盤價)，其中，事件日(T)包含：股東會決議日、增資公告日、訂價日、除權日、最後過戶日、停止過戶日起迄、原股東繳款日起迄。
RSPU _(i,±t)	相對增資價格之折價幅度_期間(±t)	1-(當次增資承銷價格/當次增資期間之前後 t 個月的日收盤價之平均)，其中，期間(±t)包含：前後十天、前一個月、前三個月、前六個月、前後一個月、前後三個月、前後六個月、後一個月、後三個月、後六個月。
宣告異常報酬		
CAR(-1,1)_1	累積異常報酬_股東會決議日	將個別樣本的前一天、當天與後一天，共三天的異常報酬率相加，個別樣本的異常報酬率為樣本公司股價在 股東會決議日 的實際報酬率與預期報酬率之差
CAR(-1,1)_2	累積異常報酬_增資公告日	將個別樣本的前一天、當天與後一天，共三天的異常報酬率相加，個別樣本的異常報酬率為樣本公司股價在 增資公告日 的實際報酬率與預期報酬率之差
CAR(-1,1)_3	累積異常報酬_訂價日	將個別樣本的前一天、當天與後一天，共三天的異常報酬率相加，個別樣本的異常報酬率為樣本公司股價在 訂價日 的實際報酬率與預期報酬率之差
公司績效		
△ROA	資產報酬率	增資訂價日後四季之平均-增資訂價日前四季之平均
△ROE	股東權益報酬率	增資訂價日後四季之平均-增資訂價日前四季之平均

表 3-1 相關變數定義(續)

英文代碼	中文名稱	變數定義
增資用途		
Dummy_purpose	投資與營運用途	以投資與營運用途設為 1；其他用途為 0
承銷天數		
Ln(days)	天數	訂價日至原股東繳款日迄的天數取對數
增資特性與公司特性變數		
Ln(seo_amount)	增資金額	(增資股數 x 承銷價格)取對數
Blocksize	增資股數佔比	增資股數/(增資股數+流通在外股數)
MB	市值帳面比	(季底普通股市值+負債總額)/資產總額
Leverage	槓桿比率	負債總額/資產總額
ROA	資產報酬率	稅後息前折舊前/總資產
Tobins'Q	市值帳面比	市值/帳面價值
Ln(TA)	資產總額	資產總額取對數
CapExpRatio	資本支出率	資本支出/資產總額
FCF	自由現金流量	稅後淨利+折價+攤提-股利
AGE	公司年齡	增資當年度-公司設立年度

表 3-2 增資樣本與各不同產業之全公司數的筆數佔比

本表統整 2005 至 2017 年 737 筆台灣現金增資樣本，依照台灣證券交易所(TSE)所列的產業分類，以及統計至 2017 年年底台灣上市櫃公司於各產業類別的分布，區分產業類別後，觀察增資筆數與其該產業之全產業公司數的百分比分布與各產業之間比重的比較。

TSE 產業別	增資筆數	佔百分比	全產業公司數	佔百分比
M1100 水泥工業	1	0.136%	7	0.428%
M1200 食品工業	3	0.407%	29	1.772%
M1300 塑膠工業	6	0.814%	28	1.710%
M1400 紡織纖維	24	3.256%	52	3.177%
M1500 電機機械	41	5.563%	101	6.170%
M1600 電器電纜	2	0.271%	16	0.977%
M1700 化學生技醫療	86	11.669%	162	9.896%
M1800 玻璃陶瓷	5	0.678%	5	0.305%
M1900 造紙工業	5	0.678%	7	0.428%
M2000 鋼鐵工業	29	3.935%	45	2.749%
M2100 橡膠工業	3	0.407%	13	0.794%
M2300 電子工業	395	53.596%	837	51.130%
M2500 建材營造	46	6.242%	74	4.520%
M2600 航運業	19	2.578%	29	1.772%
M2700 觀光事業	11	1.493%	38	2.321%
M2900 貿易百貨業	11	1.493%	34	2.077%
M3200 文化創意業	7	0.950%	26	1.588%
M3300 農業科技	1	0.136%	4	0.244%
M3400 電子商務	1	0.136%	5	0.305%
M9700 油電燃氣業	1	0.136%	12	0.733%
M9900 其他	40	5.427%	113	6.903%
合計	737	100%	1637	100%

表 3-3 增資樣本不同承銷期間天數分布

間隔天數(股東會決議日至訂價日)	樣本數	佔比	承銷天數(訂價日至原股東繳款日迄)	樣本數	佔比
0 天	11	1.49%	-	-	-
1 天至 30 天	117	15.88%	6 天至 30 天	292	39.62%
31 天至 60 天	281	38.13%	31 天至 60 天	358	48.58%
61 天至 350 天	328	44.50%	61 天至 174 天	87	11.80%
總數	737	100%	總數	737	100%

表 4-1 增資基本特性敘述統計表

本表彙整 2005 年到 2017 年台灣上市櫃公司的 737 筆樣本，依其基本的增資特性作敘統，包括：增資股數、增資總額、增資股數佔比(Blocksize)、現金認購價以及現金認購率。增資總額為增資股數乘以現金認購價，現金認購率即為原股東認股率。單位皆標記在括弧內。

	N	Mean	Medium	Q1	Q3	Std
增資股數(仟股)	737	36759.35	13300	7000	30000	89665.97
增資總額(百萬元)	737	882.747	380	210	800	1785.312
增資股數佔比(%)	737	14.15	12.36	8.65	17.15	8.77
現金認購價(元)	737	40.58	26	15.5	46	45.95
現金認購率(%)	737	14.33	11.05	7.55	16.53	18.21

表 4-2 增資樣本不同事件日其間隔天數

本表為各承銷日期彼此之間間隔天數的敘述統計表，為台灣上市櫃公司 2005 年至 2017 年 737 筆增資樣本，依序為以下九個增資日期之間間隔天數其分布情形。本表呈現的間隔天數有包含六日兩天，單位：(天)。

Date(begin)	→	Date(end)	N	Mean	Medium	Q1	Q3	Std
1.股東會決議日		增資公告日	737	59.57	45	30	75	46.50
2.增資公告日		訂價日	737	8.20	8	0	12	10.03
3.訂價日		除權日	737	13.48	9	7	17	9.75
4.除權日		最後過戶日	737	1.35	1	1	1	0.86
5.最後過戶日		停止過戶日起	737	1.18	1	1	1	0.62
6.停止過戶日起		停止過戶日迄	737	4.16	4	4	4	2.29
7.停止過戶日迄		原股東繳款日起	737	5.00	4	3	6	4.50
8.原股東繳款日起		原股東繳款日迄	737	14.94	7	6	30	13.15
9.訂價日		原股東繳款日迄	737	39.65	35	25	51	17.88
10.股東會決議日		原股東繳款日迄	737	107.06	96	77	124	48.32

表 4-3 相關變數敘述統計表

本表涵蓋 2005 年至 2017 年台灣公司 737 筆增資樣本所有變數之敘述統計量，其中與 CAR 相關變數為 667 筆。敘述統計量包括樣本數、平均數、中位數、25 百分位數、75 百分位數與標準差。本表變數分為四類，累積異常報酬、企業績效、承銷天數以及增資與公司特性控制變數，表中變數定義請見表 3-1 相關變數定義。

	N	Mean	Medium	Q1	Q3	Std
累積異常報酬						
CAR(-1,1)_1	667	-1.0199	-0.4363	-1.4036	0.7168	18.5405
CAR(-1,1)_2	667	0.0645	-0.1598	-1.0271	0.9039	1.8939
CAR(-1,1)_3	667	-0.1768	-0.2969	-1.1956	0.6502	1.8932
企業績效						
△ROA	737	-0.1876	-0.2388	-1.2475	0.6800	2.6903
△ROE	737	-0.3403	-0.5750	-2.5583	1.6067	5.8055
承銷天數						
Ln(days)	737	3.5867	3.5553	3.2189	3.9512	0.4464
增資特性與公司特性變數						
Ln(seo_amount)	737	5.6369	5.5798	5.3222	5.9031	0.4598
Blocksize	737	0.1415	0.1236	0.0865	0.1715	0.0877
MB	737	1.7604	1.3537	1.0652	1.9175	1.4058
Leverage	737	49.8643	51.6350	39.1500	61.6600	16.3713
ROA	737	4.8643	4.1700	1.6300	7.3500	6.1471
Tobins'Q	737	2.3202	1.7327	1.1813	2.8854	2.1263
Ln(TA)	737	15.1555	14.9767	14.2980	15.8511	1.2720
CapExpRatio	737	0.0420	0.0209	0.0059	0.0571	0.0566
FCF	737	-27.7726	1.0223	-10.2130	13.8297	68.9207
AGE	737	22.8173	21.0000	13.0000	32.0000	12.0076

表 4-4 a. 相關係數與變異數膨脹因素(VIF)係數表

本表為 2005 年至 2017 年台灣公司 737 筆現金增資樣本各變數間的相關性檢定以及變異數膨脹因素(Variance Inflation Factor, VIF)檢定值，表 a 應變數為增資後六個月的相對增資價格之折價幅度，表 b 應變數為資產報酬率的變動(Δ ROA)，表中變數詳細定義請見表 3-1 相關變數定義，***表示達 1%的顯著水準，**為達 5%的顯著水準，*為達 10%的顯著水準。

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
RSPU ₊₆	1						
Ln(days)	0.1308***	1					
Ln(seo_amount)	-0.1127***	0.0097	1				
Ln(TA)	-0.1291***	0.0030	0.7197***	1			
MB	0.0780**	0.0478	0.1310***	-0.2360***	1		
Leverage	-0.0930**	0.0174	0.0200	0.4271***	-0.4428***	1	
ROA	0.0720*	0.1220***	-0.0261	-0.0483	0.0436	-0.1148***	1
Blocksize	-0.0339	-0.0032	0.1520***	-0.1798***	-0.1563***	0.1242***	-0.2782***
VIF	1.02	5.87	7.57	1.97	1.96	1.22	2.59

表 4-4 b. 相關係數與變異數膨脹因素(VIF)係數表

本表為 2005 年至 2017 年台灣公司 737 筆現金增資樣本各變數間的相關性檢定以及變異數膨脹因素(Variance Inflation Factor, VIF)檢定值，表 a 應變數為增資後六個月的相對增資價格之折價幅度，表 b 應變數為資產報酬率的變動(Δ ROA)，表中變數詳細定義請見表 3-1 相關變數定義，***表示達 1%的顯著水準，**為達 5%的顯著水準，*為達 10%的顯著水準。

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Δ ROA	1								
Δ ROE	0.2311***	1							
RSPU ₊₆	0.0720*	0.0988**	1						
Ln(days)	-0.1220***	0.0469	0.1308***	1					
Ln(seo_amount)	-0.0261	0.0757**	-0.1127***	0.0097	1				
CapExpRatio	0.2166***	0.0060	0.0242	0.0742**	0.0246	1			
MB	0.0436	-0.0974***	0.0780**	0.0478	0.1310***	0.0404***	1		
LEV	-0.1148***	-0.0792**	-0.0930**	0.0174	0.0200	-0.0660*	-0.4428***	1	
FCF	0.0340	-0.0728*	-0.0078	0.0337	-0.0900**	0.0057***	0.0427***	-0.0604	1
AGE	-0.0485	-0.0444	-0.0563	-0.0151	0.1180***	-0.1566***	-0.1709***	0.2256***	0.0780**
VIF	1.05	1.06	1.03	1.10	1.02	1.39	1.35	1.03	1.11

表 4-5 折價幅度敘述統計表

本表為各承銷日期折價幅度的敘述統計量表，樣本期間為 2005 年至 2017 年台灣上市櫃公司，增資樣本共 737 筆。Panel A 為承銷期間不同事件日，依序為以下九個日期，依照前述的研究方法：1-(當次承銷價格/當日或平均收盤價)計算出以當日收盤價為準的折價幅度；Panel B 為以股東會決議日為準，計算前後一段時間平均收盤價的相對增資價格之折價幅度。

Panel A：單一事件日					
	mean	medium	Q1	Q3	Std
RSPU_股東會決議日	0.1641	0.1857	0.0876	0.2704	0.1902
RSPU_增資公告日	0.1813	0.1803	0.1183	0.2515	0.1046
RSPU_訂價日	0.1835	0.1820	0.1250	0.2523	0.1021
RSPU_除權日	0.1657	0.1639	0.0959	0.2381	0.1142
RSPU_最後過戶日	0.1643	0.1607	0.0909	0.2378	0.1155
RSPU_停止過戶日起	0.1628	0.1579	0.0898	0.2357	0.1162
RSPU_停止過戶日迄	0.1576	0.1576	0.0841	0.2308	0.1168
RSPU_原股東繳款日起	0.1539	0.1441	0.0778	0.2281	0.1216
RSPU_原股東繳款日迄	0.1436	0.1304	0.0566	0.2248	0.1294
Panel B：股東會決議日前後期間					
RSPU _{±10d}	0.1576	0.1787	0.0878	0.2581	0.1840
RSPU _{-1m}	0.1563	0.1871	0.0820	0.2650	0.1987
RSPU _{-3m}	0.1290	0.1742	0.0564	0.2643	0.2508
RSPU _{-6m}	0.0885	0.1410	-0.0011	0.2557	0.3026
RSPU _{±1m}	0.1582	0.1798	0.0931	0.2513	0.1749
RSPU _{±3m}	0.1532	0.1707	0.0907	0.2409	0.1611
RSPU _{±6m}	0.1396	0.1538	0.0669	0.2266	0.1462
RSPU _{+1m}	0.1554	0.1715	0.0911	0.2539	0.1697
RSPU _{+3m}	0.1576	0.1592	0.1005	0.2332	0.1461
RSPU _{+6m}	0.1495	0.1551	0.0756	0.2210	0.1311

表 4-6 不同年度現金增資事件日之折價幅度

本表 Panel A 為台灣上市櫃公司在 2005 年至 2017 年共 737 筆增資樣本，統計樣本的各年度相對增資價格之折價幅度(RSPU)其平均數，本表使用的事件日包含股東會決議日、增資公告日、訂價日、除權日、最後過戶日、停止過戶日起迄、原股東繳款日起迄等九個日期。相對增資價格之折價幅度(RSPU)為 $1 - (\text{當次增資的發行價格} / \text{增資期間各不同事件日之當日收盤價})$ 。

Panel A：單一事件日										
year	N	股東會決議日	增資公告日	訂價日	除權日	最後過戶日	停止過戶日起	停止過戶日迄	原股東 繳款日起	原股東 繳款日迄
2005	48	0.1603	0.2122	0.2071	0.2032	0.2046	0.2220	0.2041	0.1933	0.1947
2006	56	0.1538	0.1965	0.1933	0.1883	0.1947	0.1859	0.1767	0.1956	0.1817
2007	70	0.1920	0.2167	0.2018	0.1897	0.1833	0.1908	0.1963	0.1627	0.1518
2008	25	0.2858	0.2042	0.1700	0.1403	0.1462	0.1386	0.1283	0.1595	0.0596
2009	65	0.1101	0.2185	0.2142	0.2027	0.1949	0.1972	0.1841	0.1945	0.2002
2010	91	0.1779	0.1831	0.1961	0.1748	0.1721	0.1675	0.1538	0.1655	0.1547
2011	63	0.2137	0.1701	0.1620	0.1491	0.1458	0.1323	0.1283	0.1153	0.0973
2012	60	0.1748	0.1682	0.1721	0.1571	0.1605	0.1551	0.1741	0.1472	0.1424
2013	59	0.1610	0.1802	0.1928	0.1796	0.1751	0.1707	0.1795	0.1759	0.1810
2014	74	0.1265	0.1570	0.1615	0.1411	0.1382	0.1405	0.1158	0.1242	0.1101
2015	42	0.1764	0.1708	0.1834	0.1489	0.1515	0.1549	0.1437	0.1232	0.1129
2016	47	0.1167	0.1376	0.1511	0.1240	0.1239	0.1226	0.1048	0.1087	0.1050
2017	37	0.1501	0.1464	0.1644	0.1285	0.1322	0.1344	0.1389	0.1363	0.1230
Full Sample	737	0.1641	0.1815	0.1837	0.1660	0.1646	0.1632	0.1581	0.1541	0.1439

表 4-6 不同年度現金增資事件日之折價幅度(續)

本表 Panel B 為台灣公司在 2005 年至 2017 年共 737 筆增資樣本，統計樣本的各年度增資前一個月、前三個月、前六個月以及前後一個月、前後三個月、前後六個月、後一個月、後三個月、後六個月以及股東會決議日前後十天視為增資當月(SEO month)的相對增資價格之折價幅度(RSPU)其平均數。相對增資價格之折價幅度(RSPU)為 $1 - (\text{當次增資的發行價格} / \text{當次增資期間之前後 } t \text{ 個月的日收盤價之平均})$ 。

Panel B：股東會決議日前後期間

Year	N	SEO month	-1 month	-3 month	-6 month	+1 month	+3 month	+6 month	+1 month	+3 month	+6 month
2005	48	0.1206	0.1240	0.1214	0.1066	0.1352	0.1520	0.1729	0.1193	0.1578	0.1910
2006	56	0.1470	0.1463	0.1103	0.0648	0.1513	0.1488	0.1453	0.1521	0.1761	0.1952
2007	70	0.2038	0.2039	0.1798	0.0948	0.2055	0.1948	0.1359	0.2005	0.1876	0.1391
2008	25	0.2758	0.2700	0.2620	0.2859	0.2783	0.2532	0.1985	0.2739	0.2241	0.0675
2009	65	0.0831	0.0472	-0.0711	-0.1937	0.0847	0.0710	0.0629	0.1114	0.1475	0.1819
2010	91	0.0831	0.1442	0.1113	0.0703	0.1514	0.1456	0.1316	0.1533	0.1600	0.1572
2011	63	0.1972	0.2194	0.2346	0.2456	0.2007	0.2001	0.1830	0.1761	0.1504	0.0989
2012	60	0.1721	0.1841	0.1769	0.1613	0.1743	0.1696	0.1550	0.1609	0.1560	0.1337
2013	59	0.1392	0.1271	0.0962	0.0434	0.1391	0.1356	0.1299	0.1449	0.1553	0.1761
2014	74	0.1494	0.1638	0.1718	0.1503	0.1548	0.1612	0.1511	0.1410	0.1377	0.1275
2015	42	0.1715	0.1809	0.1644	0.1797	0.1590	0.1494	0.1558	0.1356	0.1282	0.1191
2016	47	0.1236	0.1215	0.1011	0.0813	0.1206	0.1187	0.1232	0.1151	0.1192	0.1230
2017	37	0.1420	0.1278	0.0716	0.0067	0.1391	0.1204	0.0984	0.1436	0.1485	0.1463
Full Sample	737	0.1576	0.1563	0.1290	0.0885	0.1582	0.1532	0.1396	0.1554	0.1576	0.1495

表 4-7 折價幅度之公司特性及增資特性的平均數與中位數差異性檢定

本表為 2005 年至 2017 年台灣上市櫃公司現金增資樣本共 737 筆，將訂價日的折價幅度依照樣本數分為大小兩群，本表 Panel A 為公司特性變數，Panel B 則為增資特性變數，變數定義詳見表 3-1，每個變數的第一行為平均數，第二行斜體字為中位數，使用平均值的 t 檢定與中位數的 Wilcoxon 雙樣本中位數差異檢定，檢定兩種項目的平均數與中位數之間的顯著差異，***表示達到 1%的顯著水準，**為達到 5%的顯著水準，*為達到 10%的顯著水準。

Panel A：公司特性				
	Full Sample RSPU_訂價日小(1)		RSPU_訂價日大(2)	差異：(1) - (2)
Obs.	737	368	369	-
Ln(TA)	15.1555	15.4315	14.8826	0.5489***
	<i>14.9767</i>	<i>15.1879</i>	<i>14.6995</i>	<i>0.4884***</i>
MB	1.7604	1.6595	1.8602	-0.2007*
	<i>1.3537</i>	<i>1.2608</i>	<i>1.4447</i>	<i>-0.1839***</i>
LEV	49.8643	51.8692	47.8814	3.9878***
	<i>51.6350</i>	<i>54.8850</i>	<i>49.7750</i>	<i>5.1100***</i>
ROA	4.8643	4.3992	5.3243	-0.9251**
	<i>4.1700</i>	<i>3.7500</i>	<i>4.7200</i>	<i>-0.9700**</i>
Tobins'Q	2.3334	2.2224	2.4437	-0.2213
	<i>1.7327</i>	<i>1.5384</i>	<i>1.9449</i>	<i>-0.4065***</i>
CapExpRatio	0.0395	0.0405	0.0384	0.0021
	<i>0.0198</i>	<i>0.0201</i>	<i>0.0194</i>	<i>0.0007</i>
FCF	-2.9141	-6.3941	0.5659	-6.9600
	<i>0.1203</i>	<i>0.0627</i>	<i>0.1789</i>	<i>-0.1162</i>
AGE	23.7682	23.8872	23.6506	0.2366
	<i>22.0000</i>	<i>23.0000</i>	<i>20.5000</i>	<i>2.5000</i>
Panel B：增資特性				
	Full Sample RSPU_訂價日小(1)		RSPU_訂價日大(2)	差異：(1) - (2)
Obs.	737	368	369	-
增資股數(仟股)	36759.35	47038.43	26480.27	20558.16***
	<i>13300.00</i>	<i>15000.00</i>	<i>10500.00</i>	<i>4500.00***</i>
增資總額(百萬元)	882.75	1041.94	723.55	318.39**
	<i>380.00</i>	<i>420.00</i>	<i>333.40</i>	<i>86.60***</i>
增資股數佔比(%)	14.15	14.16	14.13	0.03
	<i>12.36</i>	<i>12.68</i>	<i>12.09</i>	<i>0.59</i>
現金認購價(元)	40.58	38.80	42.35	-3.55
	<i>26.00</i>	<i>23.95</i>	<i>30.00</i>	<i>-6.05***</i>
現金認購率(%)	14.33	14.35	14.32	0.03
	<i>11.05</i>	<i>11.14</i>	<i>10.96</i>	<i>0.18</i>

表 4-8 增資用途之公司特性及增資特性的平均數與中位數差異性檢定

本表為 2005 年至 2017 年台灣上市櫃公司現金增資樣本共 737 筆，有公告增資用途的筆數為 724 筆，將 724 筆區分為投資與營運活動、融資活動及混合活動三類，本表 Panel A 為公司特性變數，Panel B 則為增資基本特性變數，每個變數的第一行為平均數，第二行斜體字為中位數，使用平均值的 t 檢定與中位數的 Wilcoxon 雙樣本中位數差異檢定，檢定兩種項目的平均數與中位數之間的顯著差異，***表示達到 1%的顯著水準，**為達到 5%的顯著水準，*為達到 10%的顯著水準。

Panel A: 公司特性					
Activities	Full Sample 投資與營運活動(1)		融資活動(2)	混合活動	差異：(1) - (2)
Obs.	724	274	217	233	-
Ln(TA)	15.2380	14.8555	15.7246	15.0046	-0.8691***
	<i>15.0147</i>	<i>14.6112</i>	<i>15.4000</i>	<i>14.8861</i>	<i>-0.7888***</i>
M/B	1.7316	2.1353	1.2179	1.8402	0.9174***
	<i>1.2910</i>	<i>1.5828</i>	<i>1.1088</i>	<i>1.4457</i>	<i>0.4740***</i>
LEV	49.9072	43.1512	58.5028	49.8627	-15.3516***
	<i>52.6800</i>	<i>45.1400</i>	<i>59.0300</i>	<i>50.1600</i>	<i>-13.8900***</i>
ROA	4.6695	5.4330	3.7018	5.0862	1.7312***
	<i>3.7800</i>	<i>4.6700</i>	<i>2.9900</i>	<i>4.5800</i>	<i>1.6800***</i>
Tobins'Q	2.2898	2.5052	2.0085	2.4313	0.4967**
	<i>1.6482</i>	<i>1.7242</i>	<i>1.5040</i>	<i>1.9110</i>	<i>0.2202**</i>
CapExpRatio	0.0415	0.0426	0.0403	0.0435	0.0023
	<i>0.0210</i>	<i>0.0208</i>	<i>0.0211</i>	<i>0.0210</i>	<i>-0.0003</i>
FCF	-2.9340	-9.3473	-4.5939	2.3532	-4.7534
	<i>0.1194</i>	<i>0.1561</i>	<i>0.1376</i>	<i>0.1901</i>	<i>0.0185</i>
AGE	23.6240	21.8284	25.8519	20.9957	-4.0235***
	<i>22.0000</i>	<i>19.0000</i>	<i>25.0000</i>	<i>19.0000</i>	<i>-6.0000***</i>

Panel B: 增資特性					
Activities	Full Sample 投資與營運活動(1)		融資活動(2)	混合活動	差異：(1) - (2)
Obs.	724	274	217	233	-
增資股數(仟股)	37079.83	29965.32	51256.81	32212.27	-21291.49***
	<i>14000.00</i>	<i>11250.00</i>	<i>20000.00</i>	<i>10000.00</i>	<i>-8750.00***</i>
增資總額(百萬元)	876.81	853.17	1054.56	738.97	-201.39
	<i>380.00</i>	<i>411.00</i>	<i>363.00</i>	<i>350.00</i>	<i>48.00</i>
增資股數佔比(%)	14.07	14.58	13.94	13.61	0.64
	<i>12.44</i>	<i>12.87</i>	<i>12.56</i>	<i>11.66</i>	<i>0.31</i>
現金認購價(元)	40.26	50.20	26.99	40.95	23.21***
	<i>26.00</i>	<i>34.15</i>	<i>19.40</i>	<i>30.00</i>	<i>14.75***</i>
現金認購率(%)	14.39	15.40	13.45	14.09	1.95
	<i>11.10</i>	<i>11.72</i>	<i>11.09</i>	<i>10.22</i>	<i>0.63</i>

表 4-9 增資用途之折價幅度的平均數與中位數差異性檢定

本表為 2005 年至 2017 年台灣上市櫃公司現金增資樣本共 737 筆，有公告增資用途的筆數為 724 筆，將所有增資用途區分為融資活動、投資加營運活動及混合活動三類，本表 Panel A 為依照不同活動在不同事件日的相對增資價格之折價幅度(RSPU)做差異性檢定，Panel B 則以股東會決議日前後一段期間的折價幅度，每個事件日的第一行為折價幅度的平均數，第二行斜體字則為折價幅度的中位數，使用平均值的 t 檢定與中位數的 Wilcoxon 雙樣本中位數差異檢定，檢定兩種項目的平均數與中位數之間的顯著差異，***表示達到 1%的顯著水準，**為達到 5%的顯著水準，*為達到 10%的顯著水準。

Panel A：單一事件日

Activities	Full Sample	投資與營運活動(1)	融資活動(2)	混合活動	差異：(1) - (2)
Obs.	724	274	217	233	-
RSPU_股東會決議日	0.1641 <i>0.1857</i>	0.1802 <i>0.1821</i>	0.1411 <i>0.1716</i>	0.1655 <i>0.1932</i>	0.0391** <i>0.0105*</i>
RSPU_增資公告日	0.1833 <i>0.1803</i>	0.1885 <i>0.1925</i>	0.1569 <i>0.1615</i>	0.1972 <i>0.1949</i>	0.0316*** <i>0.0310***</i>
RSPU_訂價日	0.1835 <i>0.1820</i>	0.1923 <i>0.1908</i>	0.1534 <i>0.1538</i>	0.2029 <i>0.1988</i>	0.0389*** <i>0.0370***</i>
RSPU_除權日	0.1657 <i>0.1639</i>	0.1711 <i>0.1777</i>	0.1445 <i>0.1364</i>	0.1813 <i>0.1739</i>	0.0266** <i>0.0413***</i>
RSPU_最後過戶日	0.1643 <i>0.1607</i>	0.1660 <i>0.1641</i>	0.1449 <i>0.1309</i>	0.1814 <i>0.1803</i>	0.0211* <i>0.0332**</i>
RSPU_停止過戶日起	0.1628 <i>0.1579</i>	0.1693 <i>0.1648</i>	0.1383 <i>0.1279</i>	0.1822 <i>0.1825</i>	0.0310*** <i>0.0369***</i>
RSPU_停止過戶日迄	0.1576 <i>0.1576</i>	0.1707 <i>0.1753</i>	0.1347 <i>0.1369</i>	0.1681 <i>0.1695</i>	0.0360*** <i>0.0384**</i>
RSPU_原股東繳款日起	0.1539 <i>0.1441</i>	0.1658 <i>0.1622</i>	0.1331 <i>0.1205</i>	0.1611 <i>0.1494</i>	0.0327*** <i>0.0417***</i>

RSPU_原股東繳款日迄	0.1436 <i>0.1304</i>	0.1584 <i>0.1473</i>	0.1141 <i>0.1089</i>	0.1575 <i>0.1534</i>	0.0443*** <i>0.0384***</i>
Panel B：股東會決議日前後期間					
Activities	Full Sample	投資與營運活動(1)	融資活動(2)	混合活動	差異：(1) - (2)
Obs.	724	274	217	233	-
RSPU \pm 10d	0.1576 <i>0.1787</i>	0.1768 <i>0.1841</i>	0.1345 <i>0.1615</i>	0.1556 <i>0.1787</i>	0.0423** <i>0.0226***</i>
RSPU-1m	0.1563 <i>0.1871</i>	0.1754 <i>0.2008</i>	0.1328 <i>0.1656</i>	0.1555 <i>0.1904</i>	0.0426** <i>0.0352***</i>
RSPU-3m	0.1290 <i>0.1742</i>	0.1422 <i>0.1797</i>	0.1189 <i>0.1528</i>	0.1222 <i>0.1717</i>	0.0233 <i>0.0269</i>
RSPU-6m	0.0885 <i>0.1410</i>	0.0847 <i>0.1278</i>	0.1019 <i>0.1459</i>	0.0778 <i>0.1565</i>	-0.0172 <i>-0.0181</i>
RSPU \pm 1m	0.1582 <i>0.1798</i>	0.1792 <i>0.1861</i>	0.1318 <i>0.1654</i>	0.1583 <i>0.1832</i>	0.0474*** <i>0.0207***</i>
RSPU \pm 3m	0.1532 <i>0.1707</i>	0.1729 <i>0.1738</i>	0.1283 <i>0.1568</i>	0.1537 <i>0.1746</i>	0.0446*** <i>0.0170***</i>
RSPU \pm 6m	0.1396 <i>0.1538</i>	0.1440 <i>0.1583</i>	0.1283 <i>0.1474</i>	0.1436 <i>0.1559</i>	0.0157 <i>0.0109</i>
RSPU+1m	0.1554 <i>0.1715</i>	0.1631 <i>0.1706</i>	0.1434 <i>0.1659</i>	0.1559 <i>0.1739</i>	0.0197 <i>0.0047</i>
RSPU+3m	0.1576 <i>0.1592</i>	0.1675 <i>0.1708</i>	0.1374 <i>0.1469</i>	0.1649 <i>0.1651</i>	0.0301** <i>0.0239***</i>
RSPU+6m	0.1495 <i>0.1551</i>	0.1540 <i>0.1581</i>	0.1352 <i>0.1497</i>	0.1569 <i>0.1604</i>	0.0188 <i>0.0084*</i>

表 4-10 承銷天數之公司特性及增資特性的平均數與中位數差異性檢定

本表為 2005 年至 2017 年 737 筆增資樣本以訂價日至原股東繳款日迄為承銷天數，將天數分為三群，Panel A 為公司特性相關變數，Panel B 為增資基本特性變數，表中每個變數第一行為平均數，第二行斜體字為中位數。本表使用單一樣本 t 檢定，檢定各平均數之間的顯著性差異，***表示達 1% 的顯著水準，**為達 5% 的顯著水準，*為達 10% 的顯著水準。

Panel A: 公司特性					
	Full Sample 承銷天數短(1) 承銷天數中 承銷天數長(3) 差異：(1) - (3)				
Obs.	737	245	246	246	-
Ln(TA)	15.1555 <i>14.9767</i>	15.1555 <i>14.9521</i>	15.1432 <i>14.9545</i>	15.1676 <i>15.0269</i>	-0.0121 <i>-0.0748</i>
MB	1.7604 <i>1.3537</i>	1.6399 <i>1.3386</i>	1.7765 <i>1.3591</i>	1.8633 <i>1.3503</i>	-0.2234* <i>-0.0117</i>
LEV	49.8643 <i>51.6350</i>	49.9694 <i>51.5950</i>	49.3536 <i>50.5900</i>	50.2592 <i>52.4850</i>	-0.2898 <i>-0.8900</i>
ROA	4.8643 <i>4.1700</i>	4.0846 <i>3.6150</i>	4.7267 <i>4.2950</i>	5.7644 <i>4.7300</i>	-1.6798*** <i>-1.1150***</i>
Tobins'Q	2.3334 <i>1.7327</i>	2.1430 <i>1.7582</i>	2.4320 <i>1.7642</i>	2.4249 <i>1.7165</i>	-0.2819 <i>0.0417</i>
CapExpRatio	0.0395 <i>0.0198</i>	0.0376 <i>0.0182</i>	0.0351 <i>0.0172</i>	0.0455 <i>0.0249</i>	-0.0079 <i>-0.0067**</i>
FCF	-2.9141 <i>0.1203</i>	-10.7704 <i>0.9371</i>	2.4713 <i>0.1789</i>	-3.0909 <i>0.9102</i>	-7.6795 <i>0.0269</i>
AGE	23.7682 <i>22.0000</i>	23.7671 <i>22.0000</i>	23.3073 <i>21.5000</i>	24.2197 <i>23.0000</i>	-0.4526 <i>-1.0000</i>
Panel B: 增資特性					
	Full Sample 承銷天數短(1) 承銷天數中 承銷天數長(3) 差異：(1) - (3)				
Obs.	737	245	246	246	-
增資股數(仟股)	36759.35 <i>13300.00</i>	33305.62 <i>12000.00</i>	41247.51 <i>15000.00</i>	35729.13 <i>14000.00</i>	-2423.51 <i>-2000.00</i>
增資總額(百萬元)	882.75 <i>380.00</i>	773.62 <i>397.90</i>	1055.36 <i>379.20</i>	819.53 <i>364.25</i>	-45.91 <i>33.65</i>
增資股數佔比(%)	14.15 <i>12.36</i>	14.36 <i>12.78</i>	13.75 <i>11.41</i>	14.33 <i>12.20</i>	0.03 <i>0.58</i>
現金認購價(元)	40.58 <i>26.00</i>	36.07 <i>24.31</i>	43.77 <i>28.00</i>	41.88 <i>28.00</i>	-5.81 <i>-3.69</i>
現金認購率(%)	14.33 <i>11.05</i>	14.81 <i>11.71</i>	13.32 <i>10.45</i>	14.86 <i>11.07</i>	-0.05 <i>0.64</i>

表 4-11 承銷天數之折價幅度的平均數與中位數差異性檢定

本表為 2005 年至 2017 年 737 筆增資樣本以訂價日至原股東繳款日迄為承銷天數，將天數分為三群，Panel A 為依照不同事件日的相對增資價格之折價幅度(RSPU)作差異性檢定，Panel B 為股東會決議日前後一段期間的折價幅度，表中每個事件日的變數第一行為平均數，第二行斜體字為中位數。本表使用單一樣本 t 檢定，檢定各平均數之間的顯著性差異，***表示達 1%的顯著水準，**為達 5%的顯著水準，*為達 10%的顯著水準。

Panel A：單一事件日					
	Full sample	(1)天數短	(2)天數中	(3)天數長	差異：(1) - (3)
Obs.	737	245	246	246	-
RSPU_股東會決議日	0.1641 <i>0.1857</i>	0.1551 <i>0.1812</i>	0.1637 <i>0.1834</i>	0.1732 <i>0.1919</i>	-0.0181 <i>-0.0107</i>
RSPU_增資公告日	0.1815 <i>0.1805</i>	0.1731 <i>0.1753</i>	0.1871 <i>0.1826</i>	0.1845 <i>0.1812</i>	-0.0114* <i>-0.0059*</i>
RSPU_訂價日	0.1837 <i>0.1822</i>	0.1788 <i>0.1760</i>	0.1893 <i>0.1870</i>	0.1832 <i>0.1812</i>	-0.0044** <i>-0.0052***</i>
RSPU_除權日	0.1660 <i>0.1641</i>	0.1589 <i>0.1591</i>	0.1673 <i>0.1669</i>	0.1718 <i>0.1722</i>	-0.0129*** <i>-0.0131***</i>
RSPU_最後過戶日	0.1646 <i>0.1608</i>	0.1570 <i>0.1541</i>	0.1645 <i>0.1638</i>	0.1723 <i>0.1643</i>	-0.0153*** <i>-0.0102***</i>
RSPU_停止過戶日起	0.1632 <i>0.1579</i>	0.1552 <i>0.1475</i>	0.1632 <i>0.1649</i>	0.1718 <i>0.1599</i>	-0.0166 <i>-0.0124*</i>
RSPU_停止過戶日迄	0.1581 <i>0.1579</i>	0.1474 <i>0.1567</i>	0.1587 <i>0.1633</i>	0.1679 <i>0.1573</i>	-0.0205** <i>-0.0006***</i>
RSPU_原股東繳款日起	0.1541 <i>0.1442</i>	0.1443 <i>0.1359</i>	0.1568 <i>0.1453</i>	0.1613 <i>0.1575</i>	-0.0170 <i>-0.0216*</i>
RSPU_原股東繳款日迄	0.1439 <i>0.1313</i>	0.1366 <i>0.1339</i>	0.1517 <i>0.1380</i>	0.1435 <i>0.1339</i>	-0.0069*** <i>0.0000***</i>

表 4-11 承銷天數之折價幅度的平均數與中位數差異性檢定(續)

Panel B：股東會決議日前後期間					
	Full sample	(1)天數短	(2)天數中	(3)天數長	差異：(1) - (3)
Obs.	737	245	246	246	-
RSPU _{±10d}	0.1576 <i>0.1787</i>	0.1597 <i>0.1697</i>	0.1517 <i>0.1812</i>	0.1614 <i>0.1750</i>	-0.0017*** <i>-0.0053*</i>
RSPU _{-1m}	0.1563 <i>0.1871</i>	0.1639 <i>0.1799</i>	0.1451 <i>0.1882</i>	0.1593 <i>0.1905</i>	0.0046 <i>-0.0106*</i>
RSPU _{-3m}	0.1290 <i>0.1742</i>	0.1420 <i>0.1731</i>	0.1059 <i>0.1759</i>	0.1381 <i>0.1664</i>	0.0039 <i>0.0067</i>
RSPU _{-6m}	0.0885 <i>0.1410</i>	0.1110 <i>0.1519</i>	0.0583 <i>0.1275</i>	0.0943 <i>0.1400</i>	0.0167 <i>0.0119</i>
RSPU _{±1m}	0.1582 <i>0.1798</i>	0.1607 <i>0.1728</i>	0.1537 <i>0.1846</i>	0.1601 <i>0.1796</i>	0.0006 <i>-0.0068**</i>
RSPU _{±3m}	0.1532 <i>0.1707</i>	0.1544 <i>0.1630</i>	0.1478 <i>0.1731</i>	0.1573 <i>0.1792</i>	-0.0029** <i>-0.0162**</i>
RSPU _{±6m}	0.1396 <i>0.1538</i>	0.1400 <i>0.1493</i>	0.1332 <i>0.1507</i>	0.1456 <i>0.1608</i>	-0.0056** <i>-0.0115**</i>
RSPU _{+1m}	0.1554 <i>0.1715</i>	0.1481 <i>0.1645</i>	0.1610 <i>0.1771</i>	0.1577 <i>0.1703</i>	-0.0096*** <i>-0.0058**</i>
RSPU _{+3m}	0.1576 <i>0.1592</i>	0.1435 <i>0.1526</i>	0.1669 <i>0.1672</i>	0.1640 <i>0.1681</i>	-0.0205 <i>-0.0155**</i>
RSPU _{+6m}	0.1495 <i>0.1551</i>	0.1319 <i>0.1414</i>	0.1509 <i>0.1583</i>	0.1677 <i>0.1729</i>	-0.0358*** <i>-0.0315***</i>

表 4-12 折價幅度的累積異常報酬(CAR)差異性分析

本表為 2005 年至 2017 年台灣上市櫃公司現金增資樣本之不同事件日的折價幅度作 CAR 的差異性檢定，不同事件日的折價幅度計算方法為：1-(當次增資發行價格/不同事件日當日的收盤價)，每個事件日的第一行為平均數，第二行斜體字則為中位數，使用平均值的 t 檢定與中位數的 Wilcoxon 雙樣本中位數差異檢定，檢定兩種項目的平均數與中位數之間的顯著差異，***表示達到 1%的顯著水準，**為達到 5%的顯著水準，*為達到 10%的顯著水準。

事件日	N	CAR1	CAR2	CAR3
Full Sample	667	-1.0199 <i>-0.4363</i>	-0.0645 <i>-0.1598</i>	-0.1768 <i>-0.2969</i>
RSPU_股東會決議日小(1)	333	-1.7027 <i>-0.2265</i>	0.2349 <i>-0.1407</i>	0.0291 <i>-0.1811</i>
RSPU_股東會決議日大(2)	334	-0.3393 <i>-0.5637</i>	-0.1054 <i>-0.1858</i>	-0.3822 <i>-0.4075</i>
差異：(1) - (2)	-	-1.3634 <i>0.3372</i>	0.3403** <i>0.0451**</i>	0.4113*** <i>0.2264**</i>
RSPU_增資公告日小(1)	333	-	-0.0300 <i>-0.2321</i>	-0.2759 <i>-0.3638</i>
RSPU_增資公告日大(2)	334	-	0.1586 <i>-0.1409</i>	-0.0780 <i>-0.2385</i>
差異：(1) - (2)	-	-	-0.1886 <i>-0.0912</i>	-0.1979 <i>-0.1253*</i>
RSPU_訂價日小(1)	333	-	-	0.1168 <i>-0.1296</i>
RSPU_訂價日大(2)	334	-	-	-0.4713 <i>-0.5009</i>
差異：(1) - (2)	-	-	-	0.5881*** <i>0.3714***</i>

表 4-13 增資用途的累積異常報酬(CAR)差異性分析

本表為將 667 筆增資用途分成三大活動後的累積異常報酬表，CAR(-1,1)為宣告前 1 天到後 1 天的累積異常報酬，且事件日(t=0)分別為股東會決議日、增資公告日與訂價日。本表各活動的第一行為平均數，第二行斜體字為中位數，本表檢定平均數的顯著差異，***表示達到 1% 的顯著水準，**為達到 5% 的顯著水準，*為達到 10% 的顯著水準。

事件日	N	CAR1	CAR2	CAR3
Full Sample	667	-1.2629***	-0.1048***	-0.7672***
		<i>-1.0684***</i>	<i>-0.3336***</i>	<i>-0.9328***</i>
投資與營運活動(1)	238	-1.7247***	-0.1073***	-0.9045***
		<i>-1.1612***</i>	<i>-0.6416***</i>	<i>-1.1655***</i>
融資活動(2)	213	-0.8359***	0.3417**	-0.6137***
		<i>-0.3833***</i>	<i>-0.1985**</i>	<i>-0.7426***</i>
混合活動	216	-1.1769**	-0.0181**	-0.1301**
		<i>-1.5259**</i>	<i>-0.6589**</i>	<i>-0.4601**</i>
差異：(1) - (2)	-	-0.8888	-0.4490	-0.2908
		<i>-0.7779</i>	<i>-0.4431</i>	<i>-0.4229</i>

表 4-14 承銷天數的累積異常報酬(CAR)差異性分析

本表為將 667 筆承銷天數分成三等分後的累積異常報酬表，CAR(-1,1)為宣告前 1 天到後 1 天的累積異常報酬，且事件日(t=0)分別為股東會決議日(CAR1)、增資公告日(CAR2)與訂價日(CAR3)。本表各活動的第一行為平均數，第二行斜體字為中位數，本表檢定平均數的顯著差異，***表示達到 1% 的顯著水準，**為達到 5% 的顯著水準，*為達到 10% 的顯著水準。

事件日	N	CAR1	CAR2	CAR3
Full Sample	667	-1.0199***	0.0645***	-0.1768***
		<i>-0.2393***</i>	<i>-0.1598***</i>	<i>-0.2969***</i>
(1)承銷天數短	222	-0.0869***	0.1994	-0.2111
		<i>-0.1987***</i>	<i>-0.1195</i>	<i>-0.2580</i>
(2)承銷天數中	222	-0.4620	0.0260	-0.2084
		<i>-0.5935</i>	<i>-0.2325</i>	<i>-0.3065</i>
(3)承銷天數長	223	-2.6502***	-0.0461**	-0.1060***
		<i>-0.5164***</i>	<i>-0.1769**</i>	<i>-0.3436***</i>
差異：(1) - (3)	-	2.5633*	0.2455**	-0.1051
		<i>0.3177*</i>	<i>0.0574**</i>	<i>0.0856</i>

表 4-15 增資用途與折價幅度之迴歸分析

本表為 2005 年至 2017 年台灣上市櫃公司 737 筆樣本，其中公告用途為 724 筆，應變數為折價幅度，即 $1 - (\text{當次承銷價格} / \text{當日收盤價或當次增資期間之前後 } t \text{ 個月的平均收盤價})$ ，PanelA 為相對增資價格(單一日期)之折價幅度，PanelB 為相對增資價格(一段區間)之折價幅度，自變數為增資用途虛擬變數：用途為投資活動或營運活動設為 1，其餘活動則設為 0，控制變數如下：Ln(seo_amount)為增資金額取對數，Ln(TA)為資產總額取對數，MB 為(季底普通股市值/負債總額)/資產總額，LEV 為負債總額/資產總額，ROA 為稅後息前折舊前損益/總資產，Blocksize 為增資股數/增資後總股數。本表迴歸式皆有控制年度效果與產業效果，***表示迴歸係數達 1%顯著水準，**表示達 5%顯著水準，*表示達 10%顯著水準。

Panel A：單一事件日			
	(1)	(2)	(3)
	RSPU_股東會決議日	RSPU_增資公告日	RSPU_訂價日
Dummy_Purpose	0.0142 (0.885)	-0.0027 (-0.308)	-0.0003 (-0.034)
Ln(seo_amt)	-0.1760*** (-4.571)	0.0200 (0.987)	0.0438** (2.201)
Ln(TA)	0.0640*** (4.110)	-0.0220*** (-2.661)	-0.0276*** (-3.403)
MB	0.0314*** (4.148)	0.0021 (0.533)	-0.0019 (-0.474)
LEV	-0.0023*** (-3.698)	-0.0001 (-0.232)	-0.0001 (-0.066)
ROA	0.0040*** (2.649)	0.0009 (1.168)	0.0012 (1.494)
Blocksize	0.4470*** (3.212)	-0.0644 (-0.871)	-0.0917 (-1.266)
Intercept	0.158 (1.529)	0.411*** (7.288)	0.368*** (6.661)
N	724	724	724
adj. R-sq	0.1522	0.1431	0.1420

表 4-15 增資用途與折價幅度之迴歸分析(續)

Panel B：股東會決議日前後期間						
	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	RSPU _{±1}	RSPU _{±3}	RSPU _{±6}	RSPU ₊₁	RSPU ₊₃	RSPU ₊₆
Dummy_Purpose	0.0236 (1.570)	0.0228* (1.666)	0.0032 (0.261)	0.0026 (0.174)	0.0059 (0.460)	0.0012 (0.102)
Ln(seo_amt)	-0.1670*** (-4.599)	-0.1840*** (-5.579)	-0.2080*** (-6.992)	-0.0879** (-2.483)	-0.0609** (-1.996)	-0.0507* (-1.852)
Ln(TA)	0.0541*** (3.688)	0.0605*** (4.527)	0.0705*** (5.852)	0.0191 (1.331)	0.0084 (0.675)	0.0056 (0.503)
MB	0.0310*** (4.323)	0.0309*** (4.744)	0.0315*** (5.356)	0.0188*** (2.698)	0.0123** (2.046)	0.0076 (1.407)
LEV	-0.0017*** (-2.858)	-0.0020*** (-3.675)	-0.0021*** (-4.279)	-0.0009 (-1.596)	-0.0008 (-1.613)	-0.0006 (-1.406)
ROA	0.0039*** (2.779)	0.0040*** (3.116)	0.0036*** (3.132)	0.0029** (2.067)	0.0021* (1.740)	0.0018* (1.658)
Blocksize	0.3980*** (3.041)	0.4130*** (3.460)	0.4860*** (4.516)	0.2540** (1.979)	0.1310 (1.183)	0.0886 (0.892)
Intercept	0.224** (2.321)	0.233*** (2.655)	0.204*** (2.585)	0.325*** (3.426)	0.363*** (4.455)	0.348*** (4.758)
N	724	724	724	724	724	724
adj. R-sq	0.1584	0.1792	0.1881	0.1271	0.1293	0.1212

表 4-16 承銷天數與折價幅度之迴歸分析

本表為 2005 年至 2017 年台灣上市櫃公司 737 筆樣本，應變數為折價幅度，即 $1 - (\text{當次承銷價格} / \text{當日收盤價或當次增資期間之前後 } t \text{ 個月的平均收盤價})$ ，Panel A 為相對增資價格(單一日)之折價幅度，Panel B 為相對增資價格(一段區間)之折價幅度，自變數 $\ln(\text{days})$ 為訂價日至原股東繳款日迄之承銷天數取對數，控制變數如下： $\ln(\text{seo_amount})$ 為增資金額取對數， $\ln(\text{TA})$ 為資產總額取對數，MB 為(季底普通股市值/負債總額)/資產總額，LEV 為負債總額/資產總額，ROA 為稅後息前折舊前損益/總資產，Block size 為增資股數/增資後總股數。本表迴歸式皆有控制年度效果與產業效果，***表示迴歸係數達 1% 顯著水準，**表示達 5% 顯著水準，*表示達 10% 顯著水準。

Panel A : 單一事件日			
	(1)	(2)	(3)
	RSPU_股東會決議日	RSPU_增資公告日	RSPU_訂價日
Ln(days)	-0.0149 (-0.948)	0.0067 (0.791)	0.0198* (1.692)
Ln(seo_amt)	0.1610*** (4.303)	0.0169 (0.842)	0.0409** (2.076)
Ln(TA)	-0.0573*** (-3.827)	-0.0209** (-2.543)	-0.0266*** (-3.303)
MB	-0.0304*** (-4.063)	0.0032 (0.791)	-0.0007 (-0.181)
LEV	0.0022*** (3.641)	0.0000 (0.060)	0.0001 (0.190)
ROA	-0.0037** (-2.526)	0.0008 (1.065)	0.0010 (1.320)
Blocksize	0.3740*** (3.003)	-0.0685 (-0.927)	-0.0956 (-1.321)
Intercept	0.2400** (2.128)	0.3810*** (6.072)	0.3270*** (5.299)
N	737	737	737
adj. R-sq	0.1486	0.1408	0.2401

表 4-16 承銷天數與折價幅度之迴歸分析(續)

Panel B : 股東會決議日前後期間						
	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	$RSPU_{\pm 1}$	$RSPU_{\pm 3}$	$RSPU_{\pm 6}$	$RSPU_{+1}$	$RSPU_{+3}$	$RSPU_{+6}$
Ln(days)	-0.0034 (-0.231)	0.0048 (0.360)	0.0107 (0.895)	-0.0019 (-0.135)	0.0258*** (2.583)	0.0375*** (3.412)
Ln(seo_amt)	-0.1600*** (-4.438)	-0.1770*** (-5.408)	-0.2040*** (-6.926)	-0.0862** (-2.463)	-0.0555* (-1.844)	-0.0527* (-1.686)
Ln(TA)	0.0511*** (3.505)	0.0574*** (4.319)	0.0684*** (5.727)	0.0181 (1.275)	0.0062 (0.506)	0.0024 (0.221)
MB	0.0316*** (4.408)	0.0313*** (4.798)	0.0311*** (5.303)	0.0190*** (2.729)	0.0118** (1.979)	0.0063 (1.171)
LEV	-0.0018*** (-3.063)	-0.0021*** (-3.942)	-0.0021*** (-4.307)	-0.0009 (-1.560)	-0.0008* (-1.663)	-0.0006 (-1.410)
ROA	0.0038*** (2.706)	0.0038*** (3.018)	0.0034*** (2.948)	0.0027** (1.983)	0.0019 (1.575)	0.0014 (1.288)
Blocksize	0.3860*** (2.958)	0.4030*** (3.390)	0.4680*** (4.378)	0.2401* (1.882)	0.1110 (1.010)	0.0557 (0.567)
Intercept	0.2550** (2.404)	0.2380** (2.465)	0.1780** (2.053)	0.3390*** (3.255)	0.3180*** (3.549)	0.2270*** (2.837)
N	737	737	737	737	737	737
adj. R-sq	0.1543	0.1751	0.1875	0.2267	0.2305	0.2362

表 4-17 不同累積異常報酬與折價幅度之迴歸分析

本表為折價幅度與累積異常報酬迴歸分析表，樣本期間為 2005 年至 2017 年。應變數 CAR1(-1,1) 為以股東會決議日(CAR1)為事件日，包含事件日當日和前後一日的累積異常報酬；CAR2 為以增資公告日為事件日；CAR3 為以訂價日為事件日。自變數為相對價格(單一日期)之折價幅度及相對價格(一段區間)之折價幅度，折價幅度計算詳見前述變數定義表，控制變數如下：TobinsQ 為市值帳面比，ROA 為稅後息前折舊前損益/總資產，CapExpRatio 為資本支出比率，Ln(TA) 為資產總額取對數，FCF 為自由現金流量，AGE 為增資年度-公司設立年度，詳述變數定義。本表迴歸式皆有控制年度效果與產業效果，***表示迴歸係數達 1% 顯著水準，**表示達 5% 顯著水準，*表示達 10% 顯著水準。

	(1)	(2)	(3)	(4)
	CAR1	CAR1	CAR1	CAR1
RSPU_股東會決議日	3.8070 (0.953)			
RSPU+1		3.2160 (0.723)		
RSPU+3			1.0020 (0.194)	
RSPU+6				1.5760 (0.273)
Tobins'Q	0.0949 (0.229)	0.1160 (0.284)	0.1400 (0.344)	0.1440 (0.354)
ROA	-0.1171 (-0.758)	-0.1070 (-0.700)	-0.1030 (-0.671)	-0.1040 (-0.679)
CapExpRatio	2.8940 (0.190)	2.6440 (0.176)	2.5890 (0.172)	2.6460 (0.176)
Ln(TA)	0.5590 (0.863)	0.5660 (0.877)	0.5290 (0.819)	0.5340 (0.827)
FCF	0.0015 (0.129)	0.0018 (0.145)	0.0011 (0.128)	0.0015 (0.130)
AGE	-0.0009 (-0.013)	0.0026 (0.038)	0.0039 (0.059)	0.0045 (0.067)
Intercept	-9.9790 (-1.011)	-10.1400 (-1.024)	-9.3301 (-0.938)	-9.5040 (-0.954)
N	667	667	667	667
adj. R-sq	0.1780	0.1840	0.1920	0.1910

表 4-17 不同累積異常報酬與折價幅度之迴歸分析(續)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	CAR2	CAR2	CAR2	CAR2	CAR2
RSPU_股東會決議日	-1.128*** (-2.872)				
RSPU_增資公告日		0.334 (0.436)			
RSPU ₊₁			-0.881** (-2.008)		
RSPU ₊₃				-0.639* (-1.656)	
RSPU ₊₆					0.179 (0.313)
Tobins'Q	-0.0607 (-1.546)	-0.0751* (-1.923)	-0.0680* (-1.751)	-0.0721* (-1.858)	-0.0755* (-1.949)
ROA	-0.0175 (-1.153)	-0.0224 (-1.493)	-0.0184 (-1.240)	-0.0192 (-1.290)	-0.0204 (-1.370)
CapExpRatio	-0.527 (-0.352)	-0.612 (-0.404)	-0.694 (-0.467)	-0.672 (-0.451)	-0.702 (-0.471)
Ln(TA)	-0.113* (-1.780)	-0.0908 (-1.390)	-0.114* (-1.777)	-0.107* (-1.671)	-0.0959 (-1.497)
FCF	-0.0015 (-0.548)	-0.0011 (-0.509)	-0.0016 (-0.577)	-0.0014 (-0.544)	-0.0014 (-0.500)
AGE	0.0043 (0.650)	0.0027 (0.407)	0.0030 (0.449)	0.0026 (0.393)	0.0026 (0.390)
Intercept	2.128** (2.192)	1.637 (1.603)	2.144** (2.191)	2.013** (2.043)	1.746* (1.767)
N	667	667	667	667	667
adj. R-sq	0.3173	0.2344	0.3103	0.2057	0.2041

表 4-17 不同累積異常報酬與折價幅度之迴歸分析(續)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CAR3	CAR3	CAR3	CAR3	CAR3	CAR3
RSPU_股東會決議日	-0.7230*					
	(-1.846)					
RSPU_增資公告日		0.2830				
		(0.370)				
RSPU_訂價日			-2.9211***			
			(-3.795)			
RSPU ₊₁				-2.4609***		
				(-2.667)		
RSPU ₊₃					0.0374	
					(0.073)	
RSPU ₊₆						0.8380
						(1.472)
Tobins'Q	-0.0642	-0.0755*	-0.0913**	-0.0719*	-0.0760*	-0.0773**
	(-1.640)	(-1.935)	(-2.328)	(-1.851)	(-1.959)	(-2.001)
ROA	0.0110	0.0078	0.0008	0.0109	0.0100	0.0086
	(0.730)	(0.521)	(0.055)	(0.732)	(0.668)	(0.574)
CapExpRatio	0.6940	0.7620	0.8850	0.6130	0.6070	0.6090
	(0.464)	(0.504)	(0.576)	(0.412)	(0.408)	(0.410)
Ln(TA)	-0.0809	-0.0527	-0.0250	-0.0684	-0.0597	-0.0489
	(-1.272)	(-0.808)	(-0.390)	(-1.069)	(-0.932)	(-0.766)
FCF	0.0012	0.0016	0.0025	0.0013	0.0016	0.0025
	(1.125)	(1.178)	(1.220)	(1.147)	(1.183)	(1.230)
AGE	-0.0035	-0.0053	-0.0050	-0.0053	-0.0056	-0.0053
	(-0.534)	(-0.801)	(-0.755)	(-0.803)	(-0.839)	(-0.804)
Intercept	1.3500	0.8180	-0.0220	1.1680	0.9760	0.6950
	(1.393)	(0.802)	(-0.022)	(1.192)	(0.990)	(0.705)
N	667	667	667	667	667	667
adj. R-sq	0.2051	0.2006	0.3225	0.3014	0.2003	0.2030

表 4-18 不同累積異常報酬與增資用途之迴歸分析

本表為增資用途與累積異常報酬，樣本期間為 2005 年至 2017 年。應變數 CAR1(-1,1)為以股東會決議日(CAR1)為事件日，包含事件日當日和前後一日的累積異常報酬；CAR2 為以增資公告日為事件日；CAR3 為以訂價日為事件日。自變數為 Dummy_Purpose 其中增資用途若為投資或營運活動設為 1；其他活動則設為 0，控制變數如下：Tobins' Q 為市值帳面比，ROA 為稅後息前折舊前損益/總資產，CapExpRatio 為資本支出比率，Ln(TA)為資產總額取對數，FCF 為自由現金流量，AGE 為增資年度-公司設立年度，詳述變數定義請見表 3-1。本表迴歸式皆有控制年度效果與產業效果，***表示迴歸係數達 1%顯著水準，**表示達 5%顯著水準，*表示達 10%顯著水準。

	(1)	(2)	(3)
	CAR1	CAR2	CAR3
Dummy_Purpose	-0.3980 (-0.696)	0.0399 (0.097)	-0.4850 (-1.251)
Tobins'Q	-0.3520** (-2.579)	-0.1930** (-2.024)	-0.1770** (-1.973)
ROA	-0.0125 (-0.243)	-0.0670* (-1.826)	0.0085 (0.246)
CapExpRatio	-19.9600*** (-3.754)	-1.9900 (-0.517)	0.8530 (0.236)
Ln(TA)	0.2710 (1.188)	-0.2300 (-1.391)	-0.1090 (-0.699)
FCF	0.0004 (0.520)	-0.0009 (-0.366)	0.0007 (1.175)
AGE	-0.0051 (-0.215)	0.0126 (0.732)	-0.0125 (-0.777)
Intercept	-3.476 (-0.997)	4.102 (1.622)	1.908 (0.803)
N	667	667	667
adj. R-sq	0.1342	0.1068	0.1015

表 4-19 不同累積異常報酬與承銷天數之迴歸分析

本表為承銷天數與累積異常報酬迴歸分析表，樣本期間為 2005 年至 2017 年。應變數 CAR1(-1,1)為以股東會決議日(CAR1)為事件日，包含事件日當日和前後一日的累積異常報酬；CAR2 為以增資公告日為事件日；CAR3 為以訂價日為事件日。自變數為訂價日至原股東繳款日迄期間的天數取對數，控制變數如下：Tobins'Q 為市值帳面比，ROA 為稅後息前折舊前損益/總資產，CapExpRatio 為資本支出比率，Ln(TA)為資產總額取對數，FCF 為自由現金流量，AGE 為增資年度-公司設立年度，詳述變數定義表 3-1。本表迴歸式皆有控制年度效果與產業效果，***表示迴歸係數達 1% 顯著水準，**表示達 5% 顯著水準，*表示達 10% 顯著水準。

	(1) CAR1	(2) CAR2	(3) CAR3
Ln(days)	-2.5070* (-1.646)	-0.1763** (-2.455)	0.0999 (0.596)
Tobins'Q	0.1270 (0.334)	-0.0648* (-1.771)	-0.0597 (-1.634)
ROA	-0.0774 (-0.543)	-0.0229 (-1.638)	0.0016 (0.114)
CapExpRatio	3.4760 (0.232)	-0.5730 (-0.385)	0.6380 (0.430)
Ln(TA)	0.5640 (0.879)	-0.0899 (-1.411)	-0.0627 (-0.985)
FCF	0.0009 (0.176)	-0.0005 (-0.488)	0.0018 (1.148)
AGE	0.0051 (0.076)	0.0028 (0.429)	-0.0052 (-0.791)
Intercept	-2.3620 (-0.214)	1.9220* (1.754)	0.6650 (0.608)
N	667	667	667
adj. R-sq	0.2069	0.2360	0.2018

表 4-20 折價幅度、增資用途與企業績效之迴歸分析

本表為企業績效與折價幅度、增資用途的迴歸分析表，折價幅度計算方式為 $1 - (\text{當次承銷價格} / \text{當日收盤價或平均收盤價})$ ，詳細方法請見第參章研究設計，應變數為資產報酬率變動與股東權益報酬率變動，Panel A 為單一日期的相對增資價格之折價幅度，Panel B 為不同區間的相對增資價格之折價幅度，Panel C 為加入增資用途將折價幅度與增資用途的交乘項為自變數，分別以股東會決議日、增資公告日、訂價日的折價幅度作交乘，Dummy_Purpose(D_Pur)為虛擬變數，以投資或營運活動為用途設為 1；其餘活動為 0，Ln(seo_amt)為增資總額取對數；MB 為(季底普通股市值+負債總額)/資產總額；LEV 為槓桿比率；Ln(TA)為資產總額取對數；CapExpRatio 為資本支出比率；AGE 為增資年度-公司設立年度，公司特性變數定義詳見表 3-1，本表迴歸式皆有控制年度效果與產業效果，***表示迴歸係數達 1%顯著水準，**表示達 5%顯著水準，*表示達 10%顯著水準。

Panel A：單一事件日

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	△ROA	△ROE	△ROA	△ROE	△ROA	△ROE
RSPU_股東會決議日	-2.046*** (-3.898)	-6.309*** (-5.625)				
RSPU_增資公告日			-0.688 (-0.708)	-3.850* (-1.824)		
RSPU_訂價日					0.0429 (0.042)	-1.937 (-0.869)
Ln(seo_amt)	-1.709*** (-4.697)	-3.093*** (-3.980)	-1.995*** (-5.392)	-3.886*** (-4.832)	-1.894*** (-4.955)	-3.656*** (-4.367)
MB	0.331*** (3.669)	0.560*** (2.904)	0.401*** (4.471)	0.690*** (3.537)	0.390*** (4.142)	0.647*** (3.137)
LEV	-1.277* (-1.708)	2.457 (1.539)	-1.620** (-2.156)	-3.861** (-2.365)	-1.664** (-2.150)	-3.972** (-2.343)
Ln(TA)	0.502*** (3.514)	0.977*** (3.204)	1.589*** (4.014)	1.257*** (3.941)	0.535*** (3.538)	1.119*** (3.739)
CapExpRatio	-0.395	1.121	-0.194	0.152	-0.187	0.261

表 4-20 折價幅度、增資用途與企業績效之迴歸分析(續)

Panel A：單一事件日						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Δ ROA	Δ ROE	Δ ROA	Δ ROE	Δ ROA	Δ ROE
AGE	-0.011 (-1.315)	-0.025 (-1.364)	-0.015* (-1.742)	-0.035* (-1.888)	-0.014 (-1.521)	-0.032 (-1.641)
Intercept	-1.649 (-1.260)	-1.637 (-0.589)	-2.079 (-1.507)	-2.287 (-0.768)	-2.576* (-1.831)	-3.723 (-1.215)
N	737	737	737	737	737	737
adj. R-sq	0.2691	0.2804	0.2562	0.2475	0.1478	0.1349
Panel B：股東會決議日前後期間						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Δ ROA	Δ ROE	Δ ROA	Δ ROE	Δ ROA	Δ ROE
RSPU ₊₁	-2.019*** (-3.534)	-4.379*** (-3.463)				
RSPU ₊₃			-1.116* (-1.657)	-2.149 (-1.442)		
RSPU ₊₆					1.873** (2.482)	5.165*** (3.105)
Ln(seo_amt)	1.567*** (4.242)	3.275*** (4.009)	1.610*** (4.326)	3.375*** (4.101)	1.717*** (4.625)	3.632*** (4.439)
MB	-0.337*** (-3.752)	-0.617*** (-3.103)	-0.351*** (-3.885)	-0.650*** (-3.251)	-0.371*** (-4.118)	-0.695*** (-3.502)
LEV	1.485** (1.994)	3.458** (2.100)	1.529** (2.038)	3.565** (2.150)	1.677** (2.243)	3.926** (2.383)

表 4-20 折價幅度、增資用途與企業績效之迴歸分析(續)

Panel B：股東會決議日前後期間						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Δ ROA	Δ ROE	Δ ROA	Δ ROE	Δ ROA	Δ ROE
Ln(TA)	-0.469*** (-3.262)	-1.060*** (-3.332)	-0.467*** (-3.224)	-1.055*** (-3.293)	-0.463*** (-3.207)	-1.048*** (-3.292)
CapExpRatio	-0.504 (-0.262)	0.186 (0.044)	-0.565 (-0.292)	0.0393 (0.009)	-0.667 (-0.346)	-0.172 (-0.040)
AGE	-0.013 (-1.498)	-0.033* (-1.742)	-0.014 (-1.584)	-0.035* (-1.825)	-0.013 (-1.542)	-0.034* (-1.787)
Intercept	-1.418 (-1.070)	-1.907 (-0.655)	-1.806 (-1.346)	-2.836 (-0.962)	-2.970** (-2.217)	-5.618* (-1.916)
N	737	737	737	737	737	737
adj. R-sq	0.3620	0.3827	0.1478	0.1381	0.1529	0.1494

表 4-20 折價幅度、增資用途與企業績效之迴歸分析(續)

Panel C : 折價幅度與增資用途								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	△ROA	△ROA	△ROA	△ROA	△ROE	△ROE	△ROE	△ROE
Dummy_Purpose	-0.176 (-0.793)	0.0028 (0.009)	-0.6840 (-1.560)	-0.5750 (-1.206)	-0.0492 (-0.253)	0.3400 (1.299)	-0.1520 (-0.401)	-0.0250 (-0.063)
RSPU_股東會決議日		-1.7850*** (-3.118)				0.4820 (0.960)		
RSPU_股*D_Pur		-1.6190 (-1.214)				-1.8910* (-1.795)		
RSPU_增資公告日			-1.5680 (-1.350)				-1.5280 (-1.479)	
RSPU_增*D_Pur			2.0660 (1.014)				1.0640 (0.610)	
RSPU_訂價日				-0.6910 (-0.572)				-1.8010* (-1.719)
RSPU_訂*D_Pur				1.7800 (0.811)				0.3020 (0.166)
Ln(seo_amt)	1.843*** (4.875)	1.769*** (4.753)	2.109*** (5.647)	1.986*** (5.138)	0.665** (2.007)	0.568* (1.762)	0.558* (1.716)	0.548* (1.669)
MB	-0.339*** (-4.016)	-0.313*** (-3.440)	-0.415*** (-4.649)	-0.396*** (-4.246)	-0.00374 (-0.050)	-0.0915 (-1.157)	-0.0703 (-0.896)	-0.0687 (-0.860)
LEV	1.545** (2.008)	0.934 (1.236)	1.106 (1.454)	1.205 (1.535)	0.797 (1.166)	0.388 (0.589)	0.498 (0.743)	0.497 (0.738)

表 4-20 折價幅度、增資用途與企業績效之迴歸分析(續)

Panel C：折價幅度與增資用途								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Δ ROA	Δ ROA	Δ ROA	Δ ROA	Δ ROE	Δ ROE	Δ ROE	Δ ROE
Ln(TA)	-0.502*** (-3.370)	-0.505*** (-3.486)	-0.624*** (-4.226)	-0.559*** (-3.674)	-0.347*** (-2.647)	-0.357*** (-2.850)	-0.381*** (-2.954)	-0.373*** (-2.882)
CapExpRatio	-0.964 (-0.532)	-0.828 (-0.430)	-0.483 (-0.260)	-0.579 (-0.293)	-3.028* (-1.937)	-2.171 (-1.345)	-2.486 (-1.562)	-2.935* (-1.782)
AGE	-0.0141 (-1.602)	-0.0117 (-1.383)	-0.0149* (-1.734)	-0.0136 (-1.526)	0.0132* (1.682)	0.0119 (1.610)	0.0126* (1.657)	0.0137* (1.790)
Intercept	-2.717** (-2.049)	-1.714 (-1.313)	-1.661 (-1.209)	-2.282 (-1.629)	-0.599 (-0.509)	0.371 (0.327)	1.031 (0.852)	1.010 (0.840)
N	724	724	724	724	724	724	724	724
adj. R-sq	0.1445	0.1729	0.1571	0.1464	0.1084	0.1115	0.1084	0.1123