

東海大學管理學院財務金融研究所  
碩士論文

分析師盈餘精準度對於  
私募績效與公司溢價幅度探討

Analyst Forecast on the Influence of Firm Performance and  
Market Premium in Private Placements

指導老師：莊凱旭 博士

研究生：周翰廷

中華民國 108 年 06 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 周翰廷 君

所提之論文(中文)： 分析師盈餘預測精準度對於私募績效與公  
司溢價幅度探討

(英文)： Analyst forecast on the influence of firm  
performance and market premium in private  
placements

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 林百輝

考試委員 莊凱旭 (指導教授)

詹永尚

系所主任 陳嘉偉

中華民國 108 年 6 月 22 日

# 東海大學財務金融學系

## 碩士論文學術倫理聲明書

本人 周翰廷 (學號: G06440049) 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： 周翰廷 (簽名)

中華民國 108 年 7 月 23 日

## 誌謝

謝謝我的家人在研究所這兩年的無限的支持與關心。特別感謝東海大學的指導教授「莊凱旭」博士的嚴謹指導學習到的不只是老師研究上的專業，更是老師對於研究精神，老師不僅引導我完成碩士論文，更是帶給我許多正面的想法與態度。

研究所這兩年幸運的認識了許多優秀同學相互扶持一同度充實又有趣研究所兩年的時光。感謝一同居住在龍港大樓的好朋友分別是郭宛昀、呂建寬、張庭嘉與張宏耀，感謝你們的陪伴且邀請我參加許多小活動讓我有個美好的回憶。感謝吳育昀、吳佳蓁、李佳欣當我因為課業壓力過大時能夠與我一同出門遊玩暫時逃避壓力且度過一段瘋狂的時期。

本論文獻給愛我的家人與我敬愛的師長

周翰廷 謹誌於  
東海大學財務金融研究所  
中華民國 108 年 06 月

## 摘要

本研究以 2007 年 1 月到 2017 年 12 月台灣私募之上市上櫃公司，利用事件研究法市場模型分析，對於 589 筆的私募事件來進行研究。首先探討分析師預測的精準度高低是否會影響到私募公司之溢價幅度與短期私募績效變化作為探討。本文實證發現，分析師盈餘精準程度較低時，私募溢價幅度較大;分析師盈餘精準程度較高時，私募短期異常報酬較大。最後本研究以交易市場、公司規模、產業差異、董監事持股水準、法人持股水準、公司成立時間、資產報酬與舉債比率，利用上述條件探討在不同特性下之實證結果。發現不同條件下的私募公司具有不同的私募溢價幅度與不同的私募短期異常報酬。

關鍵字:私募、分析師盈餘預測精準度、短期異常報酬

## **Abstract**

Using event study method and market model with 589 private placements samples in Taiwan's OTC companies from January 2000 to December 2017.. Firstly, it explores whether the accuracy of analysts prediction will affect the premium and short- term abnormal returns. The empirical results show that when analysts earnings accuracy is low, the premium is larger; when analysts earnings accuracy is high, the short-term abnormal returns are larger. Finally, this study takes the trading market, company size, industry differences, the shareholding level of directors and supervisors, the legal person shareholding level, the company's establishment time, asset reward and debt ratio as the different conditions to explore. It is found that under different conditions, private placement firms have different premiums and short-term abnormal returns.

Keywords: private placements, accuracy of financial analysts forecast, short- term abnormal returns

# 目錄

第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	4
第三節 實證發現.....	4
第四節 預期貢獻.....	6
第五節 研究架構.....	6
第二章 文獻探討.....	7
第一節 分析師預測精準度對於私募的影響.....	7
第二節 私募股權相關研究回顧.....	8
第三節 私募之溢價幅度探討.....	9
第四節 私募股權股票之異常報酬因素之探討.....	10
第五節 文獻小結.....	11
第三章 研究方法與樣本.....	12
第一節 資料來源與樣本分配.....	12
第二節 研究方法與變數定義.....	12
第三節 研究方法.....	15
第四章 實證結果與分析.....	19
第一節 樣本特性.....	19
第二節 敘述性統計.....	21
第三節 私募溢價幅度之探討.....	23
第四節 私募短期異常報酬分析.....	28
第五章 結論與建議.....	38

第一節 研究結論.....	38
第二節 後續研究方向建議.....	39
參考文獻.....	40



## 表目錄

表 3.1	變數定義.....	14
表 4.1	私募事件之分析師預測數據分布.....	20
表 4.2	敘述性統計.....	22
表 4.3	私募溢價幅度之分析師精準程度探討.....	23
表 4.4	私募溢價幅度之不同市場分析師精準程度探討.....	23
表 4.5	私募溢價幅度之不同公司規模分析師精準程度探討.....	24
表 4.6	私募溢價幅度之不同產業分析師精準程度探討.....	25
表 4.7	私募溢價幅度之不同公司年齡分析師精準程度探討.....	25
表 4.8	私募溢價幅度之不同董監持股分析師精準程度探討.....	26
表 4.9	私募溢價幅度之不同法人持股比率分析師精準程度探討.....	26
表 4.10	私募溢價幅度之不同資產報酬率分析師精準程度探討.....	27
表 4.11	私募溢價幅度之不同槓桿比率分析師精準程度探討.....	27
表 4.12	不同事件窗口在不同分析師預測盈餘精準度.....	28
表 4.13	不同事件窗口在不同分析師精準度與不同市場別.....	30
表 4.14	不同事件窗口在不同分析師精準度與不同公司規模.....	31
表 4.15	不同事件窗口在不同分析師精準度與不同產業別.....	32
表 4.16	不同事件窗口在不同分析師精準度與不同公司年齡.....	33
表 4.17	不同事件窗口在不同分析師精準度與不同董監持股.....	34
表 4.18	不同事件窗口在不同分析師精準度與不同法人持股.....	35
表 4.19	不同事件窗口在不同分析師精準度與不同資產報酬.....	36
表 4.20	不同事件窗口在不同分析師精準度與不同槓桿程度.....	37

# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

我國於 2001 年 11 月及 2002 年 2 月通過「公司法」第 248 條與「證券交易法」第 43 條有關於公開私募資金之修正，私募制度才正式開始實施。台灣法規政策對於公開募集資金有嚴格且許多限制，造成募資時間過長容易無法因應企業資金需求問題。公開私募之法令規範較公開募資法律規範寬鬆，公開私募企業不必向主管機關申報申請核准也不需要經過公開發行的程序，大幅縮減企業募集資金時間且減少辦理作業程序所產生的相關成本，進而加快籌資速度。有利於企業挹注資金解決財務困境，使得私募成為企業募集資金的另一種選擇。依金融監督管理委員會統計顯示，公開發行公司透過私募管道取得資金，由法令通過的 2002 年募集新台幣 91 億後，大幅提升至 2010 年 913.5 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，占資本市場總發行量 98.7%；而私募有價證券金額只占 1.3%。至 2010 年現金增資金額減少為新台幣 6,157 億元，比例降至 87.08%；私募比例則攀升至 12.92%，由此可見至 2010 年起私募已漸漸成為公司募集資金的管道之一。Hsuan et al.(2010)研究發現企業因為成本的考量下更是喜歡私募的融資方式，說明了私募是可以取代傳統方式獲得資金需求的另一種方式。從此得知利用私募融資這種方法為穩定的資金來源且比起傳統是融資有更低的財務成本，如此優秀且較新興的融資方式值得本研究進行探討與研究，因此本研究以台灣市場上市上櫃公司進行私募有價證券這類籌資方式進行相關探討與研究。

觀察臺灣的經濟成長，中小企業一直扮演主流地位，台灣於國際市場的開發能力較為薄弱相對缺乏投資吸引力。隨著經濟與社會結構的變遷加上經濟自由化、國際化的趨勢，面對中國與新興市場的崛起，面對強烈的競爭壓力且台灣市場機制不健全導致交易及融資成本較高，政府積極推動轉型同時吸引資金投資。

台灣引進私募制度之意旨，藉此增加企業籌資管道，進而活絡資金之流通，最後能達到整體經濟發展之目的。由私募方式引進新經營團隊及資金，是部分財務出問題公司起死回生靈藥，部分企業也藉此引進策略性投資人，來擴大營運規模或提升資本適足率。此外，關係企業還可由私募進行資金調度，規避公司法相關資金借貸限制。2005年國內私募案件包括銳普、勁永、英群、永兆、大眾控股、清三、和立、利碟、陞技、鴻源科、九德等，共 111 件。

私募案例中有些企業成功利用私募籌資達到企業資金需求，也有公司為人詬病從而做出詐欺、內線交易與掏空等企業的不良行為。例如，勁永以私募 5 千萬股引進日本 Asset Managers Group，此後勁永股價應聲大漲；2005 年在鴻準、首利、廣宇等鴻海家族成員股價大漲之影響下，沾上鴻海家族邊緣之英群私募台幣一億元，也因鴻海旗下公司聯巨參與入股，股價卻能從不到 6 元，最高衝上 15.6 元，大漲 1.6 倍。另外，製造 LED 之光磊，引進國外特定人認購，並與日亞化學、日立電纜等二家日商企業結盟，完成一億股資金之私募案，除對光磊有實質之資金挹注外，對未來光磊之業務拓展並可發揮正面效果。失敗案件例如，銳普，引進新金主團隊後，卻爆出私募首例的掏空公司事件。

2016 年樂陞科技公司爆發掏空案，許金龍於海外成立紙上公司藉由外資名義，參與樂陞私募案，以當時八成價格取得樂陞公司私募股權，利用樂陞公司投資中國 Tiny Piece 公司且簽訂密約。隨後放出利多消息出售私募股權，不法獲利高達四十億元新台幣。因此，私募之資金來源、參與認購之特定人身份及目的，將是影響私募企業未來成敗之關

鍵，許多公司可能不太了解私募投資或是公司自身並不適合以私募投資的方式，進而衍生出許多風險問題。造成大規模、真正有準備的公司不敢使用私募來融通資金。

證券市場成熟度與資訊透明度，使得投資人對於資訊的需求與信任逐漸增加，因此分析師財務預測，成為了公司決策者與投資者重要參考訊息之一。分析師也是扮演著投資人與企業之間重要的角色，分析師必須對於公司內部結構、產業進行詳細得調查與研究，隨後將研究報告提供於投資人作為買賣證券的參考資料。所以分析師專業報告能夠促使市場上股價反應出公司真實的價格。分析師長期對於個別公司分析與長期產業的分析，進而了解產業與公司的發展狀況使得分析師日後對於資訊分析更為標準因此更有效反映公司真實價值。

Lambert et al.(2015)研究表示，分析師的專業背景以及公司相關資料的收集與分析，明顯對公司的未來盈餘前景造成影響。可知道分析師確實可以成為公司決策者與投資人兩者在於決策上具有重要的影響之外，同時也成為投資著是否能夠穩健獲利的關鍵。Fogarty and Rosgers (2005)研究發現當企業預期創新改革、突破困境時，分析師會評估並建議關於變革的計畫，利於公司未來改革實現。

分析師盈餘預測、公布資訊時，盈餘是否可以有效反應股價與盈餘預測精準度是否對於投資人做出投資決策時有正向幫助，這都是值得探討的議題。Lev (1989)認為盈餘可以有效反應股票價格，從盈餘的相關論點中可以估計出股票報酬與盈餘之間的關係。上述文獻發現早年研究結果支持財務分析師的預測資訊可以作為市場上投資著重要參考指標與依據。市場上投資人對於私募公司未來發展預期樂觀，使得公司價值提升對於私募公司本身或是投資人雙方都是樂意看到的結果。

先前研究文獻關於私募研究議題，主要為私募之後的市場反應以及私募股權折溢價幅度對於私募公司股權影響。因此本研究將重點探討由先前文獻研究的私募股權溢

價幅度、私募宣告兩者對於私募公司股權影響，由此延伸加入分析師盈餘預測，對於台灣國內私募有價證券現況進行研究

## 第二節 研究目的

根據前述研究背景與動機所言，台灣利用私募籌資於投資市場上投資案件數量與投資規模至今仍不算多，導致有關於此研究主題的文獻並不多，因此本研究加入分析師盈餘預測變數，而本研究樣本針對台灣市場上市上櫃的私募公司進行研究。

其研究目的如下：

- (1)分析師預測的精準度是否會影響到私募股權之溢價幅度之績效變化
- (2)分析師預測的精準度是否對於私募公司造成短期績效變化。

## 第三節 實證發現

本研究以 2007 年 1 月到 2017 年 12 月間，以有發行私募活動的上市上櫃公司為研究對象，預期探討私募公司溢價幅度與短期股價表現，之後分別加入分析師盈餘預測精準度因素進行分析與探討。

實證結果發現，利用單變量統計分析之探討下，分析師盈餘預測精準度較高時，溢價幅度比起分析師盈餘預測精準度較低的私募公司來得小，且在統計上有顯著水準；當分析師預測精準程度較低時上市公司溢價幅度小於上櫃公司，在統計上有顯著水準；分析師預測精準程度較低且私募公司規模較大時，溢價幅度小於規模較小的公司，且在統計上有顯著水準；電子產業私募公司中分析師預測精準度不管是高精準或是低精準，兩者公司溢價幅度兩者皆小於非電子產業的私募公司，在統計上皆有顯著水準；私募公司

成立時間較短時，分析師預測精準度不管是高精準或是低精準之公司溢價幅度都小於成立時間較長的私募公司，在統計上皆有顯著水準；分析師精準度較高時，低董監持股公司溢價幅度較小，而分析師精準度較低時，高董監持股公司溢價幅度相對較小，以上皆於統計上有顯著水準；分析師預測精準度不管是高精準或是低精準，低法人持股私募公司溢價幅度都小於高法人持股的私募公司，且統計上皆有顯著水準；析師預測精準度不管是高精準或是低精準，高資產報酬私募公司溢價幅度都小於低資產報酬的私募公司，且統計上皆有顯著水準；分析師精準度較高時，低槓桿私募公司比起高槓桿私募公司溢價幅度較小，統計上有顯著水準。

私募短期異常報酬單變量統計分析之探討。分析師預測精準度較高時，上櫃公司比上市公司異常報酬較高，而分析師預測精準度較低時，上市公司比起上櫃公司異常報酬較高，兩者於統計上皆有顯著水準；分析師預測精準度較低時，規模較小的私募公司比規模大的私募公司異常報酬較高，統計上有顯著水準；分析師預測精準度較高時，電子產業私募公司異常報酬比非電子產業的私募公司來得高，而分析師預測精準度較低時，非電子產業的私募公司異常報酬較電子產業的私募公司來得高，兩者於統計上皆有顯著水準；分析師預測精準度不管是高精準或是低精準，公司年齡較年長比起年輕的私募公司皆擁有較高的異常報酬，統計上皆有顯著水準；分析師預測精準度不管是高精準或是低精準，低董監持股公司比起高董監持股公司擁有較高的異常報酬，統計上皆有顯著水準；分析師預測精準度不管是高精準或是低精準，低法人持股公司比起高法人持股公司擁有較高的異常報酬，統計上皆有顯著水準；分析師預測精準度較高時，低資產報酬公司異常報酬較高，統計上有顯著水準；分析師預測精準度不管是高精準或是低精準，低槓桿公司比起高槓桿公司擁有較高的異常報酬，統計上皆有顯著水準

#### **第四節 預期貢獻**

過去私募相關文獻大多探討私募溢價與短期異常報酬，較少結合分析師盈餘預測的文獻，例如 Lin et al.(2013)探討分析師盈餘預測偏離程度對於私募異常報酬的影響。

本研究主要以台灣上市上櫃的私募公司來探討私募公司溢價幅度與短期股價報酬表現，同時分別加入分析師對於公司盈餘預測進行探討與分析。本研究預期分析師盈餘預期精準度可以對於私募事件的影響，將來研究可以對於此方面做更深入的探討，有助於台灣分析師對於私募公司的盈餘預測時能夠更為準確，促使私募市場有更多投資人更加願意參與私募投資活動。

#### **第五節 研究架構**

本研究共分為五個章節，個章節內容與說明如下：

##### **第一章 緒論**

說明本研究背景與動機、研究目的、實證發現、預期貢獻。

##### **第二章 文獻探討**

整理國內外相關研究文獻，且將關於分析師預測精準程度對於私募公司影響以及因私募事件產生的異常報酬探討並且加以分析。

##### **第三章 研究設計**

描述本研究資料來源，設計研究樣本與研究方法。

##### **第四章 實證結果與分析**

對於本研究研究方法進行實證分析結果。

##### **第五章 結論與建議**

依據本研究內容整合，並提出後續研究之可能發展與建議

## 第二章 文獻探討

本研究探討財務分析師預期精準度對於私募公司所產生的影響，與私募公司短期績效，為了深入了解問題並且建立對應的研究架構。針對於國內外相關文獻做回顧整理，加以建立研究架構以及推論出理論基礎。

### 第一節 分析師預測精準度對於私募的影響

政策主管機關不斷透過法規的制定，要求企業作充分的訊息揭露，企業必須定期提供季報、年報，以及在特定情況下必須提供財務預測的資料。台灣市場目前以散戶投資人和三大法人(外資、自營商、投信法人)組成，當中散戶投資人所占的比率相對較高。

現今網際網路的股市資訊越發迅速與豐富，能夠快速接收到私募公司相關資訊，而解讀資訊與資料容易受到外部媒體與市場不確定性的消息，近幾年來行為財務學派指出，投資人對訊息的解釋與反應往往是不理性的，交錯著反應不足與過度反應兩極現象，此或許與資訊來源的多元化與資訊品質的難以確認有關。因此投資人需要財務分析師彙總與分析，經過理解與應用公司所公開發布的專業資訊再將分析結果傳遞給一般投資者，財務分析師盈餘預測資訊的釋放會受投資者所青睞，因此，其資訊品質的良劣會影響資本市場的健全與否。Lobo (1991) 研究結果顯示分析師擁有專業、資訊和時間優勢，可彌補投資人在時間、分析技術與資訊的缺乏或不足。

Copeland et al.(1980) 顯然隨著資本市場的不斷擴大，以及企業資訊的愈趨繁複與專業，使得資訊的分析與判斷益形困難，因而加深了投資人對財務分析師的依賴。Givoly and Lakonishok (1979) 研究結果支持財務分析師的預測訊息是資本市場上投資者重要的參考指標，也使得分析師在資本市場所扮演的角色逐漸受到重視。



Roger and Mian (2003) 盈餘預測精準度是否有助於股票投資決策? 研究發現分析師經驗與券商規模對於分析師精準程度有一定的幫助，以及分析師盈餘預測有助於幫助投資人做出股權投資決策。

綜合以上文獻與台灣私募市場因素，本研究以台灣私募公司為研究對象，透過觀察分析師的盈餘預測精準度，想進一步了解分析師盈餘預測資訊與私募股價報酬兩者之間是否有一定程度的影響性，並且對於股價異常報酬作實證分析之探討，驗證財務分析師盈餘預測受否能夠幫助台灣股票市場投資人擬定投資決策。

## 第二節 私募股權相關研究回顧

私募制度由於係對少數之特定投資人籌募資金，故其可豁免向主管機關申報生效之義務，因此其能縮短籌資時程，以及降低籌資成本。簡言之，公募所需付出之成本，私募均可有效降低或甚至免除。例如籌資時程之縮短、專家費用之節省、印製文件及郵寄費用之節省；而私募係由發行人洽特定對象認購證券，亦無包銷與代銷報酬、承銷手續費之支出，且因私募之對象特定，故資訊揭露之對象亦有限定，可降低發行人將不願為競爭對手知悉之訊息公開之風險。就籌資者之角度而言，籌資成本之降低意

以上意味著獲得之利益亦相對增加。有利於企業挹注資金解決財務困境，使得私募逐漸成為公司募集資金的管道之一。Kwan and Carleton (1995)指出企業私募公司債較公開募集公司債不但發行成本低，其契約條款也較有彈性。Carey et al.(1994)研究探討私募企業中的融資活動，發現如果使用私募的方式發行人可以用來避免相關的固定成本，可以有降低發行成本及代理成本。

企業以私募作為發行新股通常為了策略聯盟、購併、資金融通以及改善財政結構等，透過這樣募集資金的方法較不會影響原有股東權益，由於私募證券係洽由特定人

認購，該特定人多為專業的個人或是資本雄厚之公司、財團等機構投資人，為防止市場價格被操縱，或是形成變相之公開發行，故有規定轉售限制之必要。私募有價證券之投資者在持有三年後才可自由轉讓，持有滿三年前之轉讓有轉讓數量、轉讓對象之限制。因為這樣的限制，私募制度中若能吸引機構投資人之投資，對於其公司監控有一定程度之幫助。Karen and Yilin (2009)認為私募增資後的經營團隊可以增加公司價值與經營績效，同時也發現如果私募對象為新的投資人時對於公司股價有正向的影響性，若私募對象於私募或對前以有關聯於公司的投資人則無法增加對於私募公司的監督及治理效果。

現今為資訊發達的時代資訊越發迅速與豐富，能夠快速接收到私募公司相關資訊，且政策主管機關不斷透過法規的制定，要求企業作充分的訊息揭露，公司各項營運資訊皆能提供給社會大眾，並且能根據所獲得的資訊作出適當的投資決策，但公司內部人掌握公司經營權，相對於一般股票市場投資人擁有較多的公司訊息，無形的存在著資訊不對稱的問題，對於一般股票市場投資人而言容易投資失誤造成投資上的損失。Sharpe and Woo (2001)研究發現，公司資訊較為透明時，偏好於以公開發行來發行新股，但當公司要保留內部私有資訊時，會選擇以私募方式發行新股僅將資訊揭漏給特定人士。Adams et al.(2010)認為董事會、審視委員會可以實務上審核管理員的決策和避免管理者為了自身利益影響自身行為與經營目標背離。

### 第三節 私募之折溢價幅度探討

私募股權折溢價幅度的大小，深深影響到非參與股東的利益。倘若私募折價過大，參與私募之投資人即可以相對較少的金額購入較多的股份，而非參與股東當初卻支付了較多的資金才可獲得同等數量股份，其中明顯存在不公平。再者，由於私募的折價將購買價格降低，因此需要發行更多的股份才能募集到足夠資金，於是容易造成股本膨脹過

大，小股東權益再度遭到稀釋。又若再搭配私募案件僅洽特定投資人的規範，而非公開發行，則公司高層意欲圖利特定人士或相關人士的機率大增。Myers and Majluf (1984) 資訊不對稱之下，投資人難以評定公司價值，而需要更多資源來評量公司被低估的價值，進而降低逆選擇成本，因此所要求的折價便會愈高。

依照證券交易法第 43 條之 8 對於私募有價證券自交付日起三年內的轉讓以及嚴格限制轉讓對象，在此三年閉鎖期轉讓的限制下，公司通常將會低於市價的價格吸引投資人認購私募股權。Mohan et al.(2002)與 Zheng et al.(2005)兩個研究發現閉鎖期間會因為股票流動性限制，投資人對於公司未來價值產生不確定性，進而影響私募股票折(溢)價幅度。Chu et al. (2005)將私募公司分成折價與溢價兩組，比較其私募前後經營績效水準的差異，結果顯示溢價發行公司在私募前後經營績效水準均顯著優於折價公司，此表示溢價發行可能是為了傳達公司未來營運績效將會持續成長的訊息。

#### **第四節 私募股權股票之異常報酬因素之探討**

Janney and Folta (2003)認為私募活動對於公司是一種公司價值以及聲譽所釋放出來的訊號，研究發現過去私募成功次數與公司聲譽有正向關係。Tan et al. (2002)發現新加坡公司多以溢價發行來辦理私募，而其溢價則是傳達公司股價被低估，故其私募宣告之異常報酬顯著為正。Hertzel et al.(1998)當公司宣布投資機會可以進行私募案件時，表示公司具有良好的投資機會，對於公司未來有更好得盈餘前景，故市場會對未來盈餘提供正向訊號，顯示異常報酬為正的結果。Karen (1989)推理想募人能夠有效的提高公司監督效果或專業能力，且對於私募公司未來價值有所提升，使得市場對於私募股權宣告發行反應為正向。

Krishnamurthy et al.(2005) 研究發現有參與私募的股東較未參與私募的股東有較高的報酬，如果私募對象跟公司有合作關係，不論是短期或長期皆有顯著的異常報酬，如

果私募對象和公司無合作關係，則短期內異常報酬並不顯著，長期而言甚至有負的異常報酬。Hertzel et al.(2002) 發現私募宣佈的長期報酬為負。Krishnamurthy et al.(2005)研究美國市場以進行私募的公司進行探討，發現觀察的結果具有正的宣告效果 以及負的長期異常報酬。Wruck (1989) 以美國公司為研究對象，研究發現公司宣告私募普通股，造成非參與私募股東之財富增加約 4.5%，而公司宣告公開募集普通股造成股東財富降低約 3%。雖然宣告私募股權會有正向的市場反應，私募股權價格約有 20.14%的重大折價。Hertzel et al. (2002) 研究發現私募公司在私募宣告後長期股票超額報酬為負，而且私募後公司的營運績效不佳。

## 第五節 文獻小結

綜合以上文獻，過去研究大多以私募公司之折(溢)價幅度為主，較少有加入分析師盈餘預測的研究。所以本研究除了研讀過去研究對於私募折(溢)價幅度與私募短期異常報酬研究的相關研究，更將進一步探討並加入分析師盈餘預測對於私募事件之探討，期望可以使分析師盈餘預測與私募公司股權市場作為研究上的結合，藉由本研究能夠作為未來相關學術研究的參考。

## 第三章 研究方法與樣本

### 第一節 資料來源與樣本分配

本研究資料來源來自 TEJ 台灣電子新報、COMONEY 法人投資決策系資料庫。公司私募事件日期、公司股價與本研究控制變數研究資料皆來自 TEJ 台灣電子新報，分析師預測盈餘與實際盈餘以上兩者資料來自 COMONEY 法人投資決策系資料庫。台灣於 2002 年 2 月修訂{證券交易法}允許公開發行公司使用私募方式發行股票，為了資料更為精準與完整數本研究期間以台灣上市上櫃公司於 2007 年 1 月到 2017 年 12 月間。

本文將 TEJ 台灣電子新報與 COMONEY 法人投資決策系資料庫合併。依照以下條件篩選樣本：(1)樣本公司為台灣證券交易所上市(櫃)之公司，以下市(櫃)、撤銷公開發行與未上市櫃之公司皆不列入本研究樣本 (2)公司私募事件日期不明確者，不列入研究樣本 (3)金融業私募公司皆不列入本研究樣本(4)研究樣本需有足夠的股價資料與財務資料。依前述四種篩選條件刪除不符合標準樣本後，本研究私募公司事件樣本為 589 筆

### 第二節 研究方法與變數定義

採用私募溢價與短期累計異常報酬文獻探討，本研究並加入分析師預測盈餘精準度對於累計異常報酬之研究。其中加入市場價值、公司規模、公司年齡、公司產業別、市場別、董監事持股比率、法人持股比率、公司資產報酬率以及槓桿程度，是以上條件作為虛擬變數來探討各變數與異常報酬之關聯性研究。

(一)分析師預測盈餘精準度之衡量方法:

本研究參考 Lin et al.(2013)研究設計。將公司實際盈餘減內外資分析師預測平均值再除以年底股價，最後取絕對值得以計算區分析師預測盈餘誤差。

$$\text{分析師盈餘誤差} = \left| \frac{\text{公司實際盈餘} - \text{內外資分析師預測盈餘平均值}}{\text{前一年之年底股價}} \right|$$

(二)私募價格折價幅度:

參考 Hertzels and Smith (1993)之研究，定義以私募定價宣告日第 10 天為基準，來計算私募價格折價的幅度。

$$\text{折價幅度} = \frac{\text{宣告日後 10 天股價} - \text{私募定價宣告日當天股價}}{\text{宣告後 10 天股價}}$$

(三)董監事持股比率:

董監事持股比率較高，因董監事之監管會功能促使公司經營績效提升，且有效降低公司發生財務危機的可能性，Chiou et al.(2002) 的研究支持董監事持股與企業績效呈正相關，財務危機發生的可能性呈負相關;但董事會持股比率高，內部人可能會因為自身的利益來營運公司而不是為了股東權益極大化，Fama and Jensen (1983) 認為董事會可能與經營管理者勾結而做出不利於股東之計劃決策，而降低企業經營績效。謝可杉(2009) 掌握公司的決策與資源，為了極大化家族的利益，往往會剝削及損害少數股東與債權人的利益，進而產生新的代理問題。故本研究將董監事持股比率加入變數。

#### (四)機構法人持股

機構法人能夠幫助公司快速募集到公司所需要的資金。效率監督假說（efficient monitoring hypothesis）表示機構投資人較易取得資訊且具備專業知識，相較於一般股東而言，其監督成本較低，機構投資人的監督更具效率，將提升公司價值；利益衝突假說（conflict-of-interest hypothesis）說明機構投資者本身可能也存在著代理問題，不利於股東價值極大化。因此本研究將機構法人持股以虛擬變數加入研究。

表 3.1 變數定義

變數	說明
Discount	私募股權折價幅度
CAR	累計異常報酬
Forecast Error	分析師盈餘預測誤差:當分析師預測誤差範圍小於總體預測平均值則為高精準，當分析師預測誤差範圍大於總體預測平均值則為低精準
Maket	市場別:分為上市以及上櫃
Size	公司規模:公司期初總資產取自然對數
TSE	產業別:分為電子產業與非電子產業
Age	公司年齡
DS_OWN	董監事持股比率:董監持股數/總股數*100%
IN_OWN	機構法人持股比率:法人持股數/總股數*100%
ROA	資產報酬率: 稅前息前折舊前之常續性淨利/平均資產總額 *100%
leverage	負債比率: 負債總額/資產總額*100%

### 第三節 研究方法

本研究探討台灣私募股權宣告對於企業短期績效的影響，並且研究私募股權事件日發生後分析師對於盈餘預測精準度與券商投資評等，兩者對於私募股權公司未來的短期績效是否有異常報酬。

本研究為事件研究法，本研究參考 Brown and Warner (2010)所使用的市場模式，來估計個別公司的異常報酬率。市場模式(Market Model)為簡明易懂且相同於其他複雜模式有高度的準確度。

#### (一) 事件期確定:

事件日是指市場接收到該事件相關資訊的時間點，而非事件發生時間點。本研究事件期設為事件日前 30 天至事件日後 30 天。

#### (二) 估計期確定:

本研究使用事件日前 241 天至事件日前 31 天為估計期間，共計 211 個交易日為估計期間。

#### (三) 市場模式:

本研究採用事件研究法作為探討基礎，以市場模式(Market model)計算事件日之累計異常報酬，探討當事件發生時是否會影響公司股價的異常變動，利用普通最小平方法(OLS)建立如下:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad , t=-241 \dots \dots , -31$$



其中，

$R_{it}$ :公司第 t 日之報酬率

$R_{mt}$ :市場加權指數於第 t 日之報酬率

$\alpha_i$ :公司之截距項回歸係數

$\beta_i$ :公司之斜率回歸係數

$\varepsilon_{it}$ :公司在第 t 日的殘差值

t :表示第 t 交易日

經過上述的普通最小平方法(OLS)，可得出截距項 $\hat{\alpha}_i$ 與斜率項 $\hat{\beta}_i$ 。可用來計算事件期未受到所要研究之事件干擾時，公司應有的報酬率。不受事件干擾的股票預期報酬模型如下：

$$E(\hat{R}_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$$

其中，

$E(\hat{R}_{it})$ :預期 i 證券若未受到事件干擾時的報酬率

$R_{mt}$  :為事件期某一天台灣加權指數報酬率

估計个股異常報酬率(AR):

異常報酬為个股於事件期某一日實際報酬減去預期報酬

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

其中，

$AR_{it}$ : 個股於事件期間某一日之異常報酬

$R_{it}$ : 個股於事件期間某一日的實際報酬

$E(\hat{R}_{it})$ : 個股某一日之預期報酬

平均異常報酬率(AAR):

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

其中，

$AAR_t$ : 總樣本於事件期第  $t$  日之異常報酬率

$N$ : 總樣本數

經由平均異常報酬率(AAR)之估計，求得累積平均異常報酬率(CAR)，期估計式如下:

$$CAR_{t1,t2} = \sum_{i=t1}^{t2} AAR_t$$

其中，

$CAR_{t1,t2}$ : 全體樣本事件期之累計平均異常報酬率

$t1, t2$ : 分別表示累計異常報酬之起始日與終止日

假設檢定

事件研究法主要為事件的發生對股價是否有異常的影響，僅估計個別公司股票之異常報酬率，無法確立結論。因此需檢定平均異常報酬率或累積平均異常報酬率是否顯

著異於零，故採用 T 檢定探討某一事件引起事件其變異數改變的問題，即探討平均異常報酬率與累積平均異常報酬率是否顯著異於零，其計算方式如下：

平均異常報酬之假設檢定

假設  $H_0$  :  $AAR = 0$

$H_1$  :  $AAR \neq 0$

檢定統計量為：

$$t = \frac{AAR}{\sqrt{VAR(AAR)}}$$

累積平均異常報酬率之假設與檢定

假設  $H_0$  : 累積平均異常報酬率 (CAR) = 0

$H_1$  : 累積平均異常報酬率 (CAR)  $\neq 0$

檢定統計量為：

$$t = \frac{CAR}{\sqrt{VAR(CAR)}}$$

## 第四章 實證結果與分析

### 第一節 樣本特性

#### (一) 私募事件之分析師預測精準度數據分布

本研究期間以台灣上市櫃公司於 2007 年 1 月至 2017 年 12 月，以有發行私募股權公司來探討分析師預測是否對私募公司具有參考價值影響。

於表 4.1 的總案件數量，自 2007 年至 2010 年可以發現私募事件介於 73 至 68 數量有較多私募事件發生的時期，表中顯示 2011 年總私募事件從 68 件大幅下降為 33 件但 2012 年過後私募事件總數開始緩慢增加的趨勢最後 2017 年私募事件總數為 59 件。由表 4.1 可以發現 2007 年至 2010 年此區間有較多私募事件。同理當台灣整體經濟未來展望看好時公司壞帳率降低，銀行較願意貸款於民間企業。國發會所發布的經濟領先指標綜合指標可觀察出自 2011 年台灣整體經濟未來展望呈現看好趨勢，同時觀察下表可以發現總私募事件自 68 件下降至 33 件且往後維持於較低水準

本研究將分析師盈餘預測設定為精準度較高與精準度較低，從表中發現一致的高精準度事件數量明顯高過於低精準度事件數量。利用私募事件總數比例觀察，發現自 2009 年高精準比率明顯上升隨後維持在較高比例。表示分析師預測盈餘精準程度隨著時代越來越準確。

表 4.1 私募事件之分析師預測數據分布

	總事件數量	分析師預測精準之虛擬變數	
		分析師高精準度	分析師低精準度
2007	72	44	28
2008	67	38	29
2009	69	38	31
2010	68	48	20
2011	33	27	6
2012	32	24	8
2013	43	24	19
2014	44	29	15
2015	54	40	14
2016	48	31	17
2017	59	39	20
<b>Total</b>	<b>589</b>	<b>382</b>	<b>207</b>

## 第二節 敘述性統計

表 4.2 列出個變數之敘述統計值，表中可知分析師預估盈餘誤差(Forecast\_Error)觀察出分析師預估盈餘高精準平均值為 0.02541，分析師預估盈餘低精準平均值為 0.0611，可以說明分析師預估盈餘高精準誤差程度小於分析師預估盈餘低精準；分析師預測高精準時董監事持股(DS\_OWM)平均值為 0.23927，分析師預測低精準時董監事持股(DS\_OWM)平均值為 0.2495，可以說明分析師預測盈餘精準度較低時私募基金董監事持股較高；分析師預測高精準時公司規模(ln(Size))平均值為 20.905，分析師預測低精準時公司規模(ln(Size))平均值為 21.074，可以說明分析師預測盈餘低度精準的公司規模較高；分析師預測高精準時法人持股(IN\_OWM)平均值為 0.03010，分析師預測低精準時法人持股(IN\_OWM)平均值為 0.2909，可以說明分析師預測盈餘低度精準的公司法人持股較高，具有較多的法人監管能力；分析師預測高精準時公司年齡 (AGE)平均值為 28.301，分析師預測低精準時公司年齡 (AGE)平均值為 24.486，可以說明分析師預測盈餘高度精準的私募基金之公司年齡較高；分析師預測高精準時資產報酬率(ROA)平均值為-8.51，分析師預測低精準時資產報酬率 (ROA)平均值為-13.76，可以說明分析師預測盈餘高度精準的私募基金之公司資產報酬率較高；分析師預測高精準時槓桿比率(Leverage)平均值為 47.84，分析師預測低精準時槓桿比率 (Leverage)平均值為 57.41，可以說明分析師預測盈餘低度精準的私募基金之公司槓桿比率較高。

表 4.2 敘述性統計

	數量	平均值	中位數	標準差	最大值	最小值
<b>Forecast_Error-H</b>	381	0.02	0.008	0.14	0.65	-0.50
<b>Forecast_Error-L</b>	208	0.06	0.031	0.15	0.64	-0.33
<b>DS_OWM -H</b>	381	0.23	0.20	0.15	0.80	0.00
<b>DS_OWM -L</b>	208	0.24	0.21	0.16	0.84	0.00
<b>ln(Size)-H</b>	381	20.90	20.91	1.63	26.08	17.37
<b>ln(Size)-L</b>	208	21.07	21.02	1.47	25.49	16.99
<b>IN_OWM-H</b>	381	0.301	0.25	0.19	0.96	0.0001
<b>IN_OWM-L</b>	208	0.29	0.26	0.19	0.967	0.009
<b>AGE-H</b>	381	28.30	25.44	10.57	68.94	5.60
<b>AGE-L</b>	208	28.48	25.67	10.82	68.94	8.21
<b>ROA-H</b>	381	-8.51	-4.06	21.01	30.27	-112.52
<b>ROA-L</b>	208	-13.76	-8.38	19.21	21.02	-82.10
<b>Leverage-H</b>	381	47.84	47.06	21.35	98.27	0.58
<b>Leverage-L</b>	208	57.41	58.73	21.38	97.84	1.96

H:代表此變數為分析師盈餘預測精準度為高 L:代表此變數為分析師盈餘預測精準度為低

### 第三節 私募溢價幅度之探討

表 4.3 私募溢價幅度之分析師精準程度探討

	全樣本	分析師高精準程度	分析師低精準程度
溢價幅度	0.0380***	0.0254***	0.0611***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)

註：\*\*\*，\*\*，\*分別代表 1%，5%和 10%的統計顯著性

依照台灣依照證券交易法第 43 條之 8 對於私募有價證券自交付日起三年內的轉讓以及嚴格限制轉讓對象，在此三年閉鎖期轉讓的限制下，使得股票的流通性以及變現性不佳。Zheng et al.(2005)發現閉鎖期間會因為股票流動性限制，投資人對於公司未來價值產生不確定性，進而影響私募股票溢價幅度。

表 4.3 將樣本劃分為分析師高精準程度與分析師低精準程度，發現低分析師精準程度溢價幅度最大。低分析師盈餘精準程度時溢價幅度為 0.0611 大於高分析師盈餘精準程度的溢價幅度 0.0254。Tan et al.(2002)發現新加坡公司多以溢價發行來辦理私募，而其溢價則是傳達公司股價被低估，故其私募宣告之異常報酬顯著為正。Chu et al.(2005)將私募公司分成折價與溢價兩組，比較其私募前後經營績效水準的差異，結果顯示溢價發行公司在私募前後經營績效水準均顯著優於折價公司，此表示溢價發行可能是為了傳達公司未來營運績效將會持續成長的訊息。

表 4.4 私募溢價幅度之不同市場分析師精準程度探討

	分析師高精準程度		分析師低精準程度	
	上市	上櫃	上市	上櫃
溢價幅度	0.0088	0.03132***	0.0565**	0.0633***
P-value	(0.539)	(0.000)	(0.002)	(0.000)

註：\*\*\*，\*\*，\*分別代表 1%，5%和 10%的統計顯著性



表 4.4 延續表 4.3 劃分條件再將分析師預估盈餘精準程度分別劃分為上市以及上櫃  
 私募公司，可以發現低分析師預測精準度不管是上市或是上櫃，溢價幅度皆大於高分析師預測精準度。當私募公司財務狀況較為不穩定以及波動較大時，財務分析師預測盈餘有較低的精準度，而波動較大的私募公司只能給予較多的溢價幅度給予投資人投資。上櫃市場本身波動度又高於上市市場波動度以及全體市場波動度，所以上櫃的私募公司需要有更高的溢價來當作私募風險。

表 4.5 私募溢價幅度之不同公司規模分析師精準程度探討

	分析師高精準程度		分析師低精準程度	
	大規模	小規模	大規模	小規模
折溢價幅度	-0.0007	0.0556***	0.0575***	0.0635***
P-value	(0.941)	(0.000)	(0.001)	(0.000)

註：\*\*\*，\*\*，\*分別代表 1%，5%和 10%的統計顯著性

表 4.5 劃分條件再將分析師預估盈餘精準程度分別劃分為大規模私募公司以及小規模  
 私募公司，可以發現低分析師預測精準度不管是大規模或是小規模，溢價幅度皆大  
 於高分析師預測精準度。當小規模公司資金規模較小且相對資訊透明度較大規模公司  
 低，因此財務分析師要難以估計相對的預測盈餘有較低的精準度，而小規模的私募公  
 司只能給予較多的溢價給予投資人投資。小公司本身波動度又高於大公司，所以上櫃  
 的私募公司需要有更高的溢價來當作私募風險

表 4.6 私募溢價幅度之不同產業分析師精準程度探討

	分析師高精準程度		分析師低精準程度	
	電子業	非電子業	電子業	非電子業
折溢價幅度	0.0219**	0.02913**	0.0573***	0.0653***
P-value	(0.037)	(0.004)	(0.000)	(0.000)

註：\*\*\*，\*\*，\*分別代表 1%，5%和 10%的統計顯著性

台灣電子產業發展至今近四十年，建構完善電子產業生態鏈，在全球的關鍵性地。表 4.6 劃分條件再將分析師預估盈餘精準程度分別劃分為電子產業公司以及非電子產業公司，台灣投資人對於電子產業較為熟悉與認識，所以電子產業公司私募活動時利用較低的溢價幅度即可達到私募籌資目標，而產業之間溢價幅度的差距視為溢酬。

表 4.7 私募溢價幅度之不同公司年齡分析師精準程度探討

	分析師高精準程度		分析師低精準程度	
	年齡小公司	年齡大公司	年齡小公司	年齡大公司
溢價幅度	0.01525*	0.0396***	0.0363**	0.0964***
P-value	(0.097)	(0.001)	(0.01)	(0.000)

註：\*\*\*，\*\*，\*分別代表 1%，5%和 10%的統計顯著性

表 4.7 劃分條件再將分析師預估盈餘精準程度分別劃分為年輕的私募公司以及年齡大的募公司，可以發現低分析師預測精準度不管是年輕的私募公司以及年齡大的私募公司，溢價幅度皆大於高分析師預測精準度。相對於年齡大的公司，年輕公司資金規模較小，財務穩定度以及波動較大時，因此財務分析師要難以估計相對的預測盈餘有較低的精準度，而年輕的私募公司為了完成籌資活動所以會給予較少的溢價幅度吸引投資人投資。

表 4.8 私募溢價幅度之不同董監持股分析師精準程度探討

	分析師高精準程度		分析師低精準程度	
	董監持股高	董監持股低	董監持股高	董監持股低
溢價幅度	0.0345**	0.02054**	0.0570***	0.0638***
P-value	(0.004)	(0.025)	(0.000)	(0.000)

註：\*\*\*，\*\*，\*分別代表 1%，5%和 10%的統計顯著性

Adams et al.(2010)認為董事會、審視委員會可以實務上審核管理員的決策和避免管理者為了自身利益影響自身行為與經營目標背離。表 4.8 劃分條件再將分析師預估盈餘精準程度分為高、低，在基礎上分別劃分為高董監持股的私募公司以及低董監持股的私募公司。可以發現低分析師預測精準度下不管是高董監持股的私募公司或是低董監持股的募公司，溢價幅度皆大於高分析師預測精準度。相對於低董監持股的公司，高董監持股公司監管能力相對較強，所以高董監持股公司私募活動時利用較低的溢價幅度即可達到私募籌資目標。

表 4.9 私募溢價幅度之不同法人持股比率分析師精準程度探討

	分析師高精準程度		分析師低精準程度	
	法人持股高	法人持股低	法人持股高	法人持股低
溢價幅度	0.0219**	0.02302**	0.0454***	0.0579***
P-value	(0.008)	(0.018)	(0.000)	(0.000)

註：\*\*\*，\*\*，\*分別代表 1%，5%和 10%的統計顯著性

表 4.9 劃分條件再將分析師預估盈餘精準程度分別劃分為高法人持股的私募公司以及低法人持股的募公司，可以發現低分析師預測精準度不管是高法人持股的私募公司或是低法人持股的募公司，溢價幅度皆大於高分析師預測精準度。相對於低法人持股的公司，高法人持股私募公司在於監管能力相對較強，所以高法人持股公司私募活動時利用較低的溢價幅度即可達到私募籌資目標。

表 4.10 私募溢價幅度之不同資產報酬率分析師精準程度探討

	分析師高精準程度		分析師低精準程度	
	高資產報酬	低資產報酬	高資產報酬	低資產報酬
溢價幅度	0.01771**	0.0391**	0.0572***	0.0681***
P-value	(0.043)	(0.002)	(0.000)	(0.001)

註：\*\*\*，\*\*，\*分別代表 1%，5%和 10%的統計顯著性

表 4.10 劃分條件再將分析師預估盈餘精準程度差異再次分別劃分為高資產報酬的私募公司以及低資產報酬的募公司，可以發現低分析師預測精準度不管是高資產報酬的私募公司或是低資產報酬的私募公司，溢價幅度皆大於高分析師預測精準度。相對於低資產報酬公司，高資產報酬公司獲利能力相對較強，所以高資產報酬公司私募活動時利用較低的溢價幅度即可達到私募籌資目標。

表 4.11 私募溢價幅度之不同槓桿比率分析師精準程度探討

	分析師高精準程度		分析師低精準程度	
	高槓桿	低槓桿	高槓桿	低槓桿
溢價幅度	0.0410**	0.01962**	0.0609	0.0612***
P-value	(0.008)	(0.016)	(0.137)	(0.000)

註：\*\*\*，\*\*，\*分別代表 1%，5%和 10%的統計顯著性

表 4.11 劃分條件再將分析師預估盈餘精準程度分別劃分為高槓桿以及低槓桿私募公司，可以發現低分析師預測精準度不管是高槓桿或是低槓桿，溢價幅度皆大於高分析師預測精準度。當公司槓桿比率較高時財務風險較高，財務分析師預測盈餘有較低的精準度，而高槓桿的私募公司為了完成籌資活動只能給予較多的溢價給予投資人投資。而低槓桿私募公司與高槓桿私募公司之間溢價幅度的差距視為風險溢酬

#### 第四節 私募短期異常報酬分析

Hertzel et al. (2002)發現公司私募宣告天至宣告當日股價的平均異常報酬顯著為正，顯示私募計劃對於公司股價具有正向宣告效果。本研究預期探討國內上市上櫃私募公司於私募活動之短期股價表現，且加入私募的分析時盈餘預測。探討分析師盈餘預測精準度是否會影響股價。

本節驗證全體樣本以及不同條件下且不同期間之短期異常報酬是否存在，為了觀察不同時間窗口的私募宣告效果。本研究劃分不同事件窗口，將短期異常報酬之分析結果敘述如下：

表 4.12 不同事件窗口在不同分析師預測盈餘精準度

事件窗口	分析師高精準程度	分析師低精準程度
	平均值	平均值
(0, 0)	1.12***	1.39***
P-value	(0.000)	(0.000)
(-1, +1)	3.36***	3.03***
P-value	(0.000)	(0.000)
(-2, +2)	4.80***	3.68***
P-value	(0.000)	(0.000)
(-5, +5)	6.48***	5.42***
P-value	(0.000)	(0.000)
(-10, +10)	8.11***	6.91***
P-value	(0.000)	(0.000)
(0, +3)	4.50***	4.50***
P-value	(0.000)	(0.000)
(0, +30)	10.83***	9.52***
P-value	(0.000)	(0.000)
(-30, +30)	10.20***	10.49***
P-value	(0.000)	(0.000)

註：\*\*\*, \*\*, \*分別代表 1%, 5%和 10%的統計顯著性

表 4.12 以分析師精準程度中分析師盈餘預測是否對於證券價格有短期異常報酬之影響，本研究發現(-1, +1)(-2, +2)(-5, +5)(-10, +10)(0, +30)顯示高分析師精準度的私募異常報酬明顯大於低分析師精準的私募異常報酬。分析師擁有專業、資訊和時間優勢，可彌補投資人在時間、分析技術與資訊的缺乏或不足，減少資訊不對稱程度。當公司盈餘確實與分析師透過上述專業知識所預測較為相關時，股票市場會做出有利反映，因此分析師高精準程度短期累積異常報酬大多數高於分析師低精準程度。除了(0, 0)(0, +3)(-30, +30)顯示低分析師精準度的私募異常報酬明大於高分析師精準的私募異常報酬。

表 4.13 不同事件窗口在不同分析師精準度與不同市場別

事件窗口	分析師高精準程度		分析師低精準程度	
	上市 平均值	上櫃 平均值	上市 平均值	上櫃 平均值
(0, 0)	0.89**	1.23***	1.88***	1.16***
P-value	(0.014)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
(-1, +1)	3.02***	3.48***	3.51**	2.81***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.002)	(0.000)
(-2, +2)	4.85***	4.78***	4.95***	3.10***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.000)
(-5, +5)	5.74***	6.75***	6.03**	5.13***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.011)	(0.000)
(-10, +10)	6.81**	8.57***	8.29**	6.06***
P-value	(0.003)	(0.000)	(0.018)	(0.000)
(0, +3)	4.78***	4.40***	5.61***	3.99***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
(0, +30)	12.32***	10.30***	9.01*	9.76***
P-value	(0.001)	(0.000)	(0.051)	(0.000)
(-30, +30)	11.52**	9.74***	12.43**	9.58**
P-value	(0.01)	(0.000)	(0.016)	(0.004)

註：\*\*\*, \*\*, \*分別代表 1%, 5%和 10%的統計顯著性

從表 4.13 的高低分析師精準度的樣本再去區分為上市上櫃兩類分別進行分析，以進一步了解在於高低分析師精準程度中不同的市場對於私募之短期異常報酬的影響是否有差異。從表 4.13 本研究發現高分析師精準之中(0, 0)(-1, +1)(-5, +5)(-10, +10)這些事件窗口中上櫃異常報酬較高，而(-2, +2)(0, +3)(0, +30)(-30, +30)發現為上市異常報酬較高。說明高分析師精準度中沒有明顯絕對是上市或上櫃私募基金異常報酬較高；低分析師精準之中除了(0, +30)事件窗口其他事件窗口均顯示上櫃公司短期累計異常報酬低於上市公司短期累計異常報酬。有此明顯說明於低分析師精準之中上櫃公司因大多為規模較小以及大多數知名度較低的公司所以短期累計異常報酬低於上市私募基金

表 4.14 不同事件窗口在不同分析師精準度與不同公司規模

事件窗口	分析師高精準程度		分析師低精準程度	
	大規模 平均值	小規模 平均值	大規模 平均值	小規模 平均值
(0, 0)	0.90***	1.33***	0.82**	1.90***
P-value	(0.001)	(0.000)	(0.023)	(0.000)
(-1, +1)	3.45***	3.32***	2.02**	3.95***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.002)	(0.000)
(-2, +2)	5.12***	4.47***	2.16**	5.07***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.030)	(0.000)
(-5, +5)	6.68***	6.29***	3.05**	7.57***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.046)	(0.000)
(-10, +10)	7.96***	8.25***	5.16**	8.50***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.030)	(0.000)
(0, +3)	4.64***	4.35***	2.39**	6.42***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.012)	(0.000)
(0, +30)	10.65***	11.00***	5.06	13.57***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.118)	(0.000)
(-30, +30)	9.81***	10.60***	7.61*	13.10***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.054)	(0.000)

註：\*\*\*，\*\*，\*分別代表 1%，5%和 10%的統計顯著性

進一步了解在於高低分析師精準程度中不同公司規模對於私募之短期異常報酬的影響是否有差異。從表 4.14 本研究發現高分析師精準之中(-1, +1)(-2, +2)(-5, +5)(0, +3)以上這些事件窗口中小規模的私募公司異常報酬較高，而(0, 0)(-10, +10)(0, +30)(-30, +30)發現為大規模的私募公司異常報酬較高。說明高分析師精準度中沒有明顯絕對是小規模或大規模私募公司異常報酬較高；低分析師精準之中(0, 0)(-1, +1)(-2, +2)(-5, +5)(-10, +10)(0, +3)(0, +30)(-30, +30)本研究所有事件窗口均顯示小規模私募公司短期累計異常報酬低於大規模私募公司短期累計異常報酬。有此合理說明於低分析師精準之中小規模公司因為大多數知名度較低以及可能小規模公司財務結構較大規模公司完美，所以小規模私募公司短期異常報酬小於大規模私募公司



表 4.15 不同事件窗口在不同分析師精準度與不同產業別

事件窗口	分析師高精準程度		分析師低精準程度	
	電子產業 平均值	非電子產業 平均值	電子產業 平均值	非電子產業 平均值
(0, 0)	1.06***	1.17***	1.23***	1.56***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.000)
(-1, +1)	3.54***	3.17***	2.93***	3.14***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
(-2, +2)	4.90***	4.69***	3.66***	3.71***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.001)
(-5, +5)	7.15***	5.77***	4.82***	6.08***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.001)
(-10, +10)	8.68***	7.49***	5.22**	8.76***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.009)	(0.001)
(0, +3)	4.84***	4.13***	4.30***	4.73***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
(0, +30)	12.07***	9.50***	8.87***	10.24**
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.003)
(-30, +30)	11.93***	8.35**	9.46**	11.62**
P-value	(0.000)	(0.005)	(0.004)	(0.011)

註：\*\*\*, \*\*, \*分別代表 1%, 5%和 10%的統計顯著性

從表 4.15 的高低分析師精準度的樣本再去區分為電子產業以及非電子兩類分別進行分析，以進一步了解在於高低分析師精準程度中不同的公司產業對於私募之短期異常報酬的影響是否有差異。從表 4.15 本研究發現高分析師精準下(0, 0) (-1, +1) (-2, +2) (-5, +5) (-10, +10) (0, +3) (0, +30) (-30, +30)本研究所有事件窗口中電子產業的私募基金公司異常報酬較高;低分析師精準下(0, 0) (-1, +1) (-2, +2) (-5, +5) (-10, +10) (0, +3) (0, +30) (-30, +30)所有研究事件窗口均顯示非電子產業之私募基金公司短期累計異常報酬高於電子產業私募基金公司的短期累計異常報酬。說明因台灣市場以電子產業為主且在全球的關鍵性地位，當分析師具有較高精準度時市場電子業會確實有效反應分析師之預測，相對的分析師預測精準度較低時可能誤導私募市場。

表 4.16 不同事件窗口在不同分析師精準度與不同公司年齡

事件窗口	分析師高精準程度		分析師低精準程度	
	年齡小公司 平均值	年齡大公司 平均值	年齡小公司 平均值	年齡大公司 平均值
(0, 0)	1.165***	1.058***	1.325***	1.488***
P-value	(0.000)	(0.001)	(0.000)	(0.000)
(-1, +1)	3.044***	3.816***	2.453***	3.862***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.000)
(-2, +2)	4.129***	5.74***	2.586**	5.25***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.005)	(0.000)
(-5, +5)	5.54***	7.80***	4.16**	7.21***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.003)	(0.000)
(-10, +10)	7.30***	9.23***	5.20**	9.32***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.005)	(0.001)
(0, +3)	4.184***	4.950***	3.844***	5.45***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
(0, +30)	10.77***	10.90***	8.36***	11.17**
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.002)
(-30, +30)	9.77***	10.81**	8.56**	13.22**
P-value	(0.000)	(0.002)	(0.018)	(0.003)

註：\*\*\*, \*\*, \*分別代表 1%, 5%和 10%的統計顯著性

從表 4.16 於高低分析師精準度的樣本再去區分私募公司為年輕公司以及老公司兩類分別進行分析，以進一步了解在於高低分析師精準程度中不同的公司年齡對於私募之短期異常報酬的影響是否有差異。從表 4.16 本研究發現高分析師精準下(0, 0) (-1, +1) (-2, +2) (-5, +5) (-10, +10) (0, +3) (0, +30) (-30, +30) 本研究所有事件窗口中，年長的私募公司異常報酬較高;低分析師精準下(0, 0) (-1, +1) (-2, +2) (-5, +5) (-10, +10) (0, +3) (0, +30) (-30, +30) 相同所有研究事件窗口均顯示年長的私募公司短期累計異常報酬高於年輕私募公司的短期累計異常報酬。說明年長私募公司比起年輕的私募公司有較多的歷史公司資訊給予投資人作為參考，因此市場投資人較願意投資於年長的私募公司。

表 4.17 不同事件窗口在不同分析師精準度與不同董監持股

事件窗口	分析師高精準程度		分析師低精準程度	
	董監持股高 平均值	董監持股低 平均值	董監持股高 平均值	董監持股低 平均值
(0, 0)	1.03**	1.16***	1.30**	1.45***
P-value	(0.002)	(0.000)	(0.003)	(0.000)
(-1, +1)	2.55***	3.79***	2.83***	3.17***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
(-2, +2)	3.61***	5.44***	3.53**	3.79***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.002)	(0.000)
(-5, +5)	5.54***	6.99***	4.93*	5.74***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.006)	(0.000)
(-10, +10)	7.82***	8.26***	7.43**	6.56**
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.003)	(0.002)
(0, +3)	3.40***	5.09***	3.77***	4.99***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
(0, +30)	11.56***	10.43***	8.50**	10.19***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.010)	(0.000)
(-30, +30)	9.75*	10.45***	10.00**	10.81**
P-value	(0.009)	(0.000)	(0.017)	(0.004)

註：\*\*\*，\*\*，\*分別代表1%，5%和10%的統計顯著性

從表4.17於高低分析師精準度的樣本再去區分私募公司的董監持股高低進行分析，以進一步了解在於高低分析師精準程度中不同的董監事持股水準對於私募之短期異常報酬的影響是否有差異。從表4.17本研究發現高分析師精準下(0, 0) (-1, +1) (-2, +2) (-5, +5) (-10, +10) (0, +3) (-30, +30)本研究大多事件窗口中，低董監持股的私募公司異常報酬較高;低分析師精準下(0, 0) (-1, +1) (-2, +2) (-5, +5) (0, +3) (0, +30) (-30, +30)相同大多數本研究事件窗口均顯示低董監持股的私募公司短期累計異常報酬大於高董監持股私募公司的短期累計異常報酬。

表 4.18 不同事件窗口在不同分析師精準度與不同法人持股

事件窗口	分析師高精準程度		分析師低精準程度	
	法人持股高 平均值	法人持股低 平均值	法人持股高 平均值	法人持股低 平均值
(0, 0)	1.26***	1.02***	1.11**	1.58***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.021)	(0.000)
(-1, +1)	3.17***	3.49***	2.80***	3.19***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.000)
(-2, +2)	4.45***	5.03***	2.71**	4.36***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.021)	(0.000)
(-5, +5)	5.88***	6.90***	4.65**	5.95***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.015)	(0.000)
(-10, +10)	7.81***	8.31***	8.40***	5.88**
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.004)
(0, +3)	4.02***	4.83***	3.66**	5.09***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.002)	(0.000)
(0, +30)	10.30***	11.19***	9.13**	9.79***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.006)	(0.000)
(-30, +30)	10.02**	10.33***	13.14**	39.57**
P-value	(0.003)	(0.000)	(0.003)	(0.017)

註：\*\*\*，\*\*，\*分別代表 1%，5%和 10%的統計顯著性

從表 4.18 於高低分析師精準度的樣本再去區分私募公司的機構法人持股高低進行分析，以進一步了解在於高低分析師精準程度中不同的機構法人持股水準對於私募之短期異常報酬的影響是否有差異。從表 4.18 本研究發現高分析師精準下(-1, +1) (-2, +2) (-5, +5) (-10, +10) (0, +3) (0, +30) (-30, +30)本研究大多事件窗口中，低法人持股的私募公司異常報酬較高;低分析師精準下(0, 0) (-1, +1) (-2, +2) (-5, +5) (0, +3) (0, +30) (-30, +30) 相同大多數本研究事件窗口均顯示低法人持股的私募公司短期累計異常報酬大於高法人持股私募公司的短期累計異常報酬。回顧表 4.17 以及表 4.18 發現當高董監持股以及高法人持股的公司兩者公司較有監管能力，而在進行私募活動時短期異常報酬皆低於低董監持股以及低法人持股這類兩者公司較低監管能力的私募公司。

表 4.19 不同事件窗口在不同分析師精準度與不同資產報酬

事件窗口	分析師高精準程度		分析師低精準程度	
	高資產報酬 平均值	低資產報酬 平均值	高資產報酬 平均值	低資產報酬 平均值
(0, 0)	0.99***	1.33***	1.36***	1.55***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.001)
(-1, +1)	3.35***	3.38***	3.05***	3.00**
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.002)
(-2, +2)	4.59***	5.16***	3.40***	4.24***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.001)
(-5, +5)	6.07***	7.21***	5.23***	5.78**
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.003)
(-10, +10)	7.55***	9.09***	7.19***	6.37**
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.019)
(0, +3)	3.96***	5.44***	4.07***	5.35***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
(0, +30)	10.23***	11.88***	7.86**	12.71***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.005)	(0.000)
(-30, +30)	9.68***	11.13**	10.15**	11.14**
P-value	(0.000)	(0.003)	(0.004)	(0.012)

註：\*\*\*，\*\*，\*分別代表 1%，5%和 10%的統計顯著性

從表 4.19 於高低分析師精準度的樣本再去區分私募公司的資產報酬高低進行分析，以進一步了解在於高低分析師精準程度中不同資產報酬水準的私募公司對於私募之短期異常報酬的影響是否有差異。從表 4.19 本研究發現高分析師精準下(0, 0) (-1, +1) (-2, +2) (-5, +5) (-10, +10) (0, +3) (0, +30) (-30, +30) 本研究所有事件窗口中，低資產報酬私募公司異常報酬較高;低分析師精準下(0, 0) (-2, +2) (-5, +5) (0, +3) (0, +30) (-30, +30) 發現大多數本研究事件窗顯示低資產報酬的私募公司短期累計異常報酬大於高資產報酬私募公司的短期累計異常報酬。

表 4.20 不同事件窗口在不同分析師精準度與不同槓桿程度

事件窗口	分析師高精準程度		分析師低精準程度	
	高槓桿 平均值	低槓桿 平均值	高槓桿 平均值	低槓桿 平均值
(0, 0)	0.74**	1.47***	1.31***	1.47***
P-value	(0.009)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
(-1, +1)	3.01***	3.69***	2.34**	3.78***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.002)	(0.000)
(-2, +2)	4.63***	4.95***	2.94**	4.49***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.003)	(0.000)
(-5, +5)	6.27***	6.69***	4.64**	6.26***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.003)	(0.000)
(-10, +10)	7.86***	8.34***	6.67**	7.16***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.005)	(0.001)
(0, +3)	3.87***	5.09***	4.56***	4.44***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
(0, +30)	10.42***	11.22***	9.59**	9.44***
P-value	(0.000)	(0.000)	(0.003)	(0.000)
(-30, +30)	8.71**	11.61***	11.79**	9.08**
P-value	(0.005)	(0.000)	(0.005)	(0.014)

註：\*\*\*, \*\*, \*分別代表 1%, 5%和 10%的統計顯著性

從表 4.20 於高低分析師精準度的樣本再去區分私募公司的槓桿程度高低進行分析，以進一步了解在於高低分析師精準程度中不同槓桿水準的私募公司對於私募之短期異常報酬的影響是否有差異。從表 4.20 本研究發現高分析師精準下(0, 0) (-1, +1) (-2, +2) (-5, +5) (-10, +10) (0, +3) (0, +30) (-30, +30) 本研究所有事件窗口中，低槓桿私募公司異常報酬較高;低分析師精準下(0, 0) (-1, +1) (-2, +2) (-5, +5) (-10, +10) 發現大多數本研究事件窗與高分析精準相同低槓桿的私募公司短期累計異常報酬大於高槓桿報酬私募公司的短期累計異常報酬。

## 第五章 結論與建議

### 第一節 研究結論

本研究主要是探討台灣市場上市上櫃的私募公司之溢價幅度以及短期異常報酬並加入分析師盈餘預測精準程度之探討。本研究以 2007 年 1 月至 2017 年 12 月的國內上市上櫃之私募增資公司作為本研究樣本，本研究以分析師盈餘精準程度、市場別、公司規模、產業別、公司年齡、董監持股、法人持股、公司資產報酬以及公司槓桿比率作為虛擬變數，衡量國內私募溢價幅度以及短期異常報酬與分析師盈餘預測精準度之關聯性。以下將本研究實證結果與發現作出統一整理。

#### (一) 影響私募溢價幅度之因素

本論文研究私募溢價與分析師盈餘預測精準度之關聯性，研究結果可以發現，分析師盈餘精準程度較低時，私募溢價幅度較大；分析師盈餘預測精準不管較高或較低，上櫃私募公司比起上市私募公司具有較大的私募溢價幅度；分析師盈餘預測精準不管較高或較低時，小規模私募公司比起大規模私募公司具有較大的私募溢價幅度；分析師盈餘預測精準不管較高或較低時，非電子產業私募公司比起電子產業私募公司具有較大的私募溢價幅度；分析師盈餘預測精準不管較高或較低時，年齡大的私募公司比起年輕的私募公司具有較大的私募溢價幅度；分析師盈餘預測精準度較高時，高董監持股的私募公司比起低董監持股的私募公司具有較大的私募溢價幅度，分析師盈餘預測精準度較低時，低董監持股的私募公司比起高董監持股的私募公司具有較大的私募溢價幅度；分析師盈餘預測精準不管較高或較低時，低法人持股的私募公司比起高法人持股的私募公司具有較大的私募溢價幅度；分析師盈餘預測精準不管是較高或較低時，低資產報酬的私募公司比起高資產報酬的私募公司具有較大的私募溢價幅度；分析師盈餘預測精準度較高時，高

槓桿公司比起低槓桿的私募公司具有較大的私募溢價幅度，分析師盈餘預測精準度較低時，低槓桿的私募公司比起高槓桿得私募公司具有較大的私募溢價幅度。

## (二) 私募短期異常報酬

本研究私募其異常報酬與分析師盈餘預測精準度之關聯性，研究結果可以發現，分析師盈餘精準程度較高時，私募短期異常報酬較大；分析師盈餘預測精準較低時，上櫃私募公司比起上市私募公司短期具有較多的異常報酬；分析師盈餘預測精準較低時，小規模私募公司比起大規模的私募公司短期具有較多的異常報酬；分析師盈餘預測精準較高時，電子產業私募公司比起非電子產業的私募公司短期具有較多的異常報酬，而分析師盈餘預測精準較低時，非電子私募公司比起非電子私募公司短期具有較多的異常報酬；分析師盈餘預測精準不管較高或較低時，公司年齡大的私募公司比起年齡小的私募公司短期具有較多的異常報酬；分析師盈餘預測精準不管是較高或較低時，低董監持股的私募公司比起高董監持股的私募公司短期具有較多的異常報酬；分析師盈餘預測精準不管是較高或較低時，低機構法人持股的私募公司比起高機構法人持股的私募公司短期具有較多的異常報酬；分析師盈餘預測精準不管是較高或較低時，低資產報酬的私募公司比起高資產報酬的私募公司短期具有較多的異常報酬；分析師盈餘預測精準不管是較高或較低時公司低槓桿的私募公司比起高槓桿的私募公司短期具有較多的異常報酬。

## 第二節 後續研究方向建議

依照先前研究結果，繼續對於私募相關研究以及強化私募相關法律的監管十分重要。相較國外的私募相關法規較台灣私募相關法規較為寬鬆，國內對於董監事以及相關內部人有設立股權申報與持有時間限制，但是台灣還是有需多以私募名義卻掏空公司的弊案產生。建議日後私募研究可以探討公司治理對於私募公司影響，作為研究議題



## 參考文獻

1. 汪進揚和余俊憲(2005)，「財務分析師盈餘預測誤差與預測行為影響因素之研究」，證券市場發展季刊，第 16 卷，第 4 期，頁 117-144。
2. 洪榮華、李易政、陳香如和謝可杉(2009)，「家族企業特性與負債水準關係之研究」，商管科技季刊，第 10 卷，第 3 期，頁 491-525。
3. 張琬喻、蔡明秀和郭一帆(2010)，「股權私募宣告效果與股權結構變動—以台灣上市櫃公司為例」，財務金融學刊，第 18 卷，第 1 期，頁 91-136。
4. 曾玉琦、張瑞當和董瑞瑄(2012)，「私募股權公司之特性與折溢價幅度之探討」，台灣管理學刊，第 12 卷，第 1 期，頁 1-25。
5. 劉俊儒、劉若蘭和許佳新(2014)，「企業生命週期與私募股票溢折價關係之研究」，商管科技季刊，第 15 卷，第 2 期，頁 185-222。
6. 賴秀卿、李宏志和何威德(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，第 26 卷，第 4 期，頁 39-82。
7. 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，第 51 期，頁 73-106。
8. Adams, Hermalin.B.E., and Weisbach M.S. (2010), The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey, *Journal of Economic Literature* 48, 58-107.
9. Carey, Prowse, Rea, and Udell G. (1994), The economics of the private placement market 80, 5.
10. Copeland, Dascher and Davison (1980), *Financial Accounting*, John Wiley and Sons, U.S.A.
11. Chu, Lentz, and Robak (2005), Comparing the Characteristics and Performance of

- Private Equity Offering Firms with Seasoned Equity Offering Firms, *Journal of Economics and Management* 1, 57-83.
12. Fogarty, and Rogers R. (2005), Financial analysts reports: an extended insitutinal theory evaluation, *Accounting Organizations and Society* 30, 331-356.
  13. Fama, and Jensen C. (1983), Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
  14. Givoly, and Lakonishok (1979), The Information Content of Financial Analysts Forecasts of Earnings - Some Evidence on Semi-Strong Inefficiency, *Journal of Accounting and Economics* 1, 165-185.
  15. Hertzal, Lemmon, Linck, and Rees L. (2002), Long-term Performance Following Private Placements of Equity, *Journal of Finance* 57, 2595-2617.
  16. Hertzal, and Rees (1998), Earnings and risk changes around private placements of equity privately, *Journal of Accounting Auditing & Finance* 13, 21-35.
  17. Janney, and Folta B. (2003), Signaling through private equity placements and its impact on the valuation of biotechnology firm, *Journal of Business Venturing* 18, 361-380.
  18. Krishnamurthy, Spindt, Subramaniam V., and Woitdke T. (2005), Does Investor Identity Matler in Equity Issues? Evidence from Private Placements, *Journal of Financial Intermediation* 14, 210-238.
  19. Karen, and Yilin W. (2009), Relationships corporate governance and performance: Evidence from private placements of common stock, *Journal of Corporate Finance* 15, 30-47.
  20. Lambert D., Matolcsy, Z., and Wyatt A. (2015), Analysts earnings forecasts and technological conditions in the firm investment environment, *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 11, 104-120.

21. Lobo (1991), Alternative Methods of Combining Security Analysts' and Statistical Forecasts of Annual Corporate Earnings, *International Journal of forecasting* 7, 57-63.
22. Mohan J., and Carl C. (2002), Information content of lock-up provisions in initial public offering, *International Review of Economics & Finance* 10, 41-59.
23. Tan, Chng, and Tong (2002), Private Placements and Rights Issues in Singapore, *Pacific-Basin Finance Journal* 10, 29-54.
24. Wruck (1989), Equity ownership concentration and firm value, *Journal of Financial Economics* 23, 3-28.
25. Wen-Chun Lin, Shao-Chi Chang, Sheng-Syan Chen, Tsai-Ling Liao (2013), The over-optimism of financial analysts and the long-run performance of firms following private placements of equity, *Finance Research Letters* 10, 82-92.
26. Zheng, Ogden, and Jen C. (2005), Pursuing value through liquidity in IPOs: underpricing share retention lockup and trading volume relationships, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 25, 293-312.