

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

在民國九十年十一月以前，公開發行公司募集資金的方式除了透過公開市場募集資金外，就是傳統的籌資方式，像是跟股東增資現金、向銀行籌措資金等方式，但是台灣政府於九十年十一月及九十一年二月分別修正公司法及證券交易法部分條文，並且參考美國與日本的制度，引進私募制度，讓公開發行公司有了一項新的資金募集方式，也為募集資金市場帶了新的局面。

私募股權為公開發行公司募集資金的方式之一，依據證券交易法第四十三條之六，公開發行公司得向特定人招募有價證券來籌措本身所需的資金，其特定人所指的是銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他主管機關核准之法人或機構；符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金；該公司或其關係企業之董事、監察人及經理人。除銀行票券等法人機構外，其應募總人數不得超過三十五人。

近年來私募股權相當盛行，雖然私募股權較為內部資訊，但是國內外探討相關私募股權的文獻也不少，以往私募的文獻多著重於幾個方面的研究，例如私募的影響因素，公開發行公司在融資決策時，由於不必事先向主管機關申報，加速了籌措資金的速度，且私募增資股也沒有原股東優先認購的問題，還可以自己挑選募集的對象，找尋合適的企業夥伴，更甚者可以藉此來找尋優良管理團隊來改善問題公司，又或者宣告效果，當公開發行公司宣告要進行私募時會影響公司價值進而影響公司的融資決策，國內外有許多的研究針對上述原因與理論進行實證，例如Hertzel and Smith (1993)、Cronqvist and Nilsson (2003)、Myers and Majluf (1984)、吳晏彰 (2007)、楊光文 (2005) 等學者、前輩的研究結果都支持上述的原因與理論。

私募再者為研究其宣告效果後的股價反應以及私募股權後的長短期異常報

酬，國外學者大多研究宣告效果與短期超額報酬之間的關係，私募的宣告效果造成異常報酬原因主要是來自於股權結構假說與資訊不對稱，但是Heztzel, Lemmon, Linck and Rees (2002) 實證結果，宣告前三天至宣告當天的超額報酬為2.4%，而超額報酬的原因來自於投資人過於樂觀，並且Barclay and Sheehan (2001) 則認為私募宣告所產生的超額報酬為假象，當私募宣告之事件期拉長後，其異常報酬為負，因為私募投資者投資之目的多為協助現有大股東鞏固經營權，故長期而言會使公司價值下降；而國內林郁姍 (2007) 實證結果，由每日平均異常報酬率發現，我國上市上櫃之私募股權公司存在顯著之短期正向宣告效果，以累積平均異常報酬率來觀察，私募股權宣告期間亦存在著顯著之正向宣告效果，私募股權公司長期之累積平均異常報酬顯著為負向水準，此結果與國外研究結果一致，而王郁樺 (2008) 研究顯示影響私募宣告後累計異常報酬之因素包括折價幅度、投資機會、私募股份比例、淨值市價比、內部管理者應募比例，此外尚有張木彥 (2007) 研究閉鎖期之後的異常報酬，以及其他學者皆對宣告效果與異常報酬做了深入的研究。

而私募股權的折溢價也是多數私募所研究的主題之一，Wruck (1989) 認為折價是來自於監督成本的補償，Wu (2000) 認為私募折價來源可分為兩類，對uninformed investor而言，折價為補償其蒐集資訊之成本，對informed investor而言，私募折價來自於其議價能力高，故給予較高的報酬，Barclay and Sheehan(2001)則認為私募折價是發行公司給予投資者未能享有控制權及其協助鞏固經營權之補償，梁晏慈 (2007) 研究結果顯示私募比率以及市價淨值比與折價幅度呈現顯著的正相關，意味著資訊不對稱愈嚴重時，相對的投資人也要求更多的折價幅度作為補償，另外尚有許多學者針對私募股權的折溢價原因做研究探討。

綜觀國內外的各個研究文獻，大多探討甚麼原因影響私募股權前後的股價與宣告效果、私募股權的各個時點異常報酬以及私募股權的折溢價相關事項，加上少數學者如蔡鍾慶 (2002) 以法律觀點來探討私募股權外，而國內除了朱冠華

(2006)分析董事會議事錄與公司績效之關係外，就鮮少有人探討，而私募股權之文獻多以二手資訊做分析，故本研究是以第一手資訊輔助做分析，並將私募股權與董事會議事錄嘗試做以下的分析。

1. 試發放問卷以獲取台灣私募的第一手資訊。
2. 嘗試以董事會議事錄內容和董事會結構與特性對私募後的公司分析與其公司績效之關係。

第二節 研究目的

基於上述的動機與原因，本研究的目的望能達到以下幾點：

1. 試以統計分析的方式來了解台灣實際的私募各項特性並分析台灣進行私募股權的公司是否與過往文獻所述之內容相符合。
2. 探討董事會議事錄的議案內容、董事會結構與特性以及公司績效在私募前後之變化。
3. 藉由董事會議事錄的議案內容、董事會結構與特性來驗證私募股權過後的公司經營績效是否有所改善。

第三節 研究範圍與對象

本研究的對象以私募股權為主，私募股權以民國九十七年十月三十日之前於公開資訊觀測站公告之董事會決議私募普通股之上市上櫃的公開發行公司為主，並取其公告私募普通股之前後各兩年的資料

第四節 論文架構

本論文之研究架構依其內容，共分為

第一章：緒論。說明本研究之研究背景與動機、研究目的、研究範圍與對象及論文的架構與研究流程。

第二章：文獻回顧。文獻回顧分為三個小節，第一小節為私募股權的相關文獻，找尋了國內外與本研究有關的私募股權之文章，第二小節為股權結構的相關文獻，闡述股權結構與公司績效及其他的相關影響，第三小節為董事會特性與董事會議事錄的相關文獻，找尋了國內外與本研究有關的董事會特性與董事會議事錄之文章。

第三章：私募市場的介紹。第一節介紹國內私募制度的相關法令規定，包含其私募制度的立法沿革，第二節則匯整私募制度的優缺點，第三節敘述私募制度的運用。

第四章：研究假說與方法。說明本研究之假說設立，並且預測其結果；建構與說明實證研究的模型、方法與變數的選擇

第五章：實證分析與結果。共分為七小節，先針對樣本選取做個說明，再對問卷進行圖表分析，再對選取的樣本作敘述統計分析，再去探討影響議事錄內容的原因，議事錄內容對於公司績效之影響，董事會結構與特性對於公司績效之影響，最後則檢定三者之因果關係。

第六章：結論與建議。針對本研究之假說與實證結果做一個綜合性的結論，並且根據實證結果給予後續研究一些建議。

第五節 研究流程

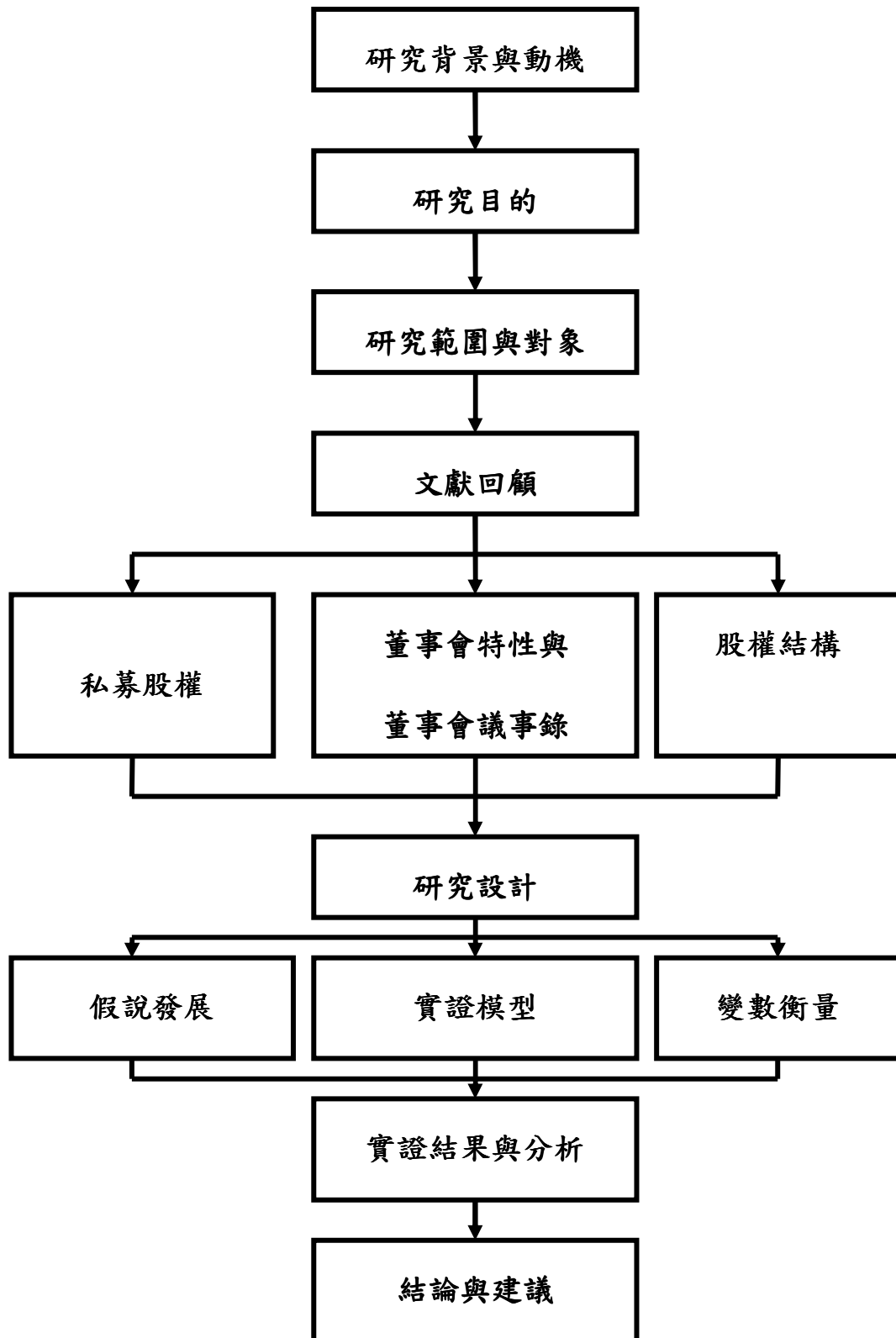


圖 1-1 研究流程圖

第二章 文獻回顧

本研究之文獻回顧分為三個小節，第一小節為私募股權的相關文獻，第二小節為股權結構的相關文獻，第三小節為董事會特性與董事會議事錄的相關文獻。

第一節 私募股權之相關文獻

Jay and Timothy (2003) 針對美國1973到1998年的328家公開交易股票的生物工程公司作了研究統計，他們實證結果顯示，公司透過私募股權的方式籌資，藉此來發出管理者相信成長機會被低估的訊號，而此訊號將有大量的正向異常報酬，他們亦發現此報酬是由先前訊號的時點所決定的。Wruck (1989)、Hertzel and Smith (1993) 也同意公開發行公司偏好私募股權是由於管理者相信公司被低估，希望藉由私募股權宣布的效果來引出正向的訊號。Cronqvist and Nilsson (2005) 認為若公司價值因為資訊不對稱而被低估，則公司會傾向於私募，另外，新的策略聯盟或其他產品市場協議將是主要找尋新的私募投資人的決定因素，這將可以降低道德危機成本。

Cronqvist and Nilsson (2005) 發展並檢測一個模型來檢驗企業如何選擇是公開現金增資或是私募股權來籌資，受到家族控制的企業會避免選擇稀釋控制權或者受到更多監控的發行方式來籌措資金，特別是當家族控制權的限度很小且前情提要是在於投票權與資本是很大的情況下，最後當企業有越高度的資訊不對稱會傾向於需要確實增資發行的承銷商或是當資訊不對稱極度大的時候，會選擇私募發行。他們發現影響企業增資發行或私募股權有三大原因，分別為家族企業控制權的考量、降低道德危機成本、降低逆選擇成本，控制權的考量是因為股權被稀釋，有可能喪失控制權，因而較少以私募發行。

而Bebchuk (1999) 也支持上述的說法，他在其研究學說提到少許現金流量權利的結合與巨大控制權的利益給予控制的家族巨大的誘因去影響能夠威脅到

他們控制權的決策，因為沒有保護控制權將會引起其他欲獲得控制權的人們將控制權掌握其中。Wruck (1989) 也提到私募股權對於非家族企業的投資人來說會稀釋家族的控制權，並且私募股權地投資人有誘因監督公司的控制家族與公司的經營過程，因此會威脅到此家族的私人利益，所以控制家族會傾向公開現金增資多於私募場所。

Myers and Majluf (1983) 以經理人知道公司的價值不只潛在投資者估計這麼少，且投資者會解釋公司的動作是理性的為前提，設計一個發行與投資決定模型，根據此模型，若需要發行普通股來籌措資金藉以進行有價值的投資機會，公司會拒絕現金增資發行，且因此放棄有價值的投資機會，有幾個原因造成，如果未來展望良好，則採取私募的方式，如果外部融資需求，也是傾向負債多於現金增資，因為可以避免財富移轉至新股東。

Wruck (1989) 也認為改變所有權集中度可以部分解釋正向的宣告效果而且私募的折價是來自於對於投資人的監控服務或專家建議的補償。Hertzel and Smith (1993) 除了所有權結構效果外，他們假設私募市場的折價與股價的反應都反映了公司價值資訊不對稱的解決，他們延伸了Myers and Majluf的模型，認為私募可以讓價值被低估的公司減緩Myers and Majluf的投資不足問題並且降低經由現金增資的方式將財富移轉至新股東，而願意進行私募的經理人之所以放棄現金增資且私募投資人願意投資的原因就是公司的價值被低估，折價反映私募投資者能承受的資訊成本，私募宣告代表公司價值的有利內部訊息，實證研究發現除了所有權結構效果外，私募股權的價格也有重要的訊息效果，折價反映私募投資者能承受的資訊成本，異常報酬反映關於公司價值的正常訊息。

Hertzel and Rees (1998) 研究私募股權樣本公司的盈餘和風險的變化，發現私募股權後公司盈餘顯著上升且和宣布後的盈餘變化和宣布期股價反應成正相關，且沒有證據證明私募股權傳達出對公司資產風險的訊息，這些結果顯示，私募股權對未來盈餘傳達有利資訊，和之前研究中的公開募資宣告傳達的有關公司前景的不利訊息相反。因此公開募資和私募股權宣告的股價反應相反的原因可

能是由於對於公司的未來，它們傳遞出相反的訊息給市場。

國內私募文獻來說，林嘉慧（2007）以6個獲利指標（營業淨利未扣除折舊費用前之資產報酬率、營業淨利率、淨利率、資產報酬率、股東權益報酬率、每股盈餘）及市值與帳面價值比、負債比率來衡量私募後的經營績效是否獲得改善，計算私募前、私募當年及後二年度，研究方法是以前母數統計進行各項假說的實證探討。實證結果如後述，每股盈餘、資產報酬率及市值與帳面價值比等三項變數在私募後都較私募前佳。溢價組在營業淨利未扣除折舊費用前之資產報酬率及市值與帳面價值比等二項變數在私募後一年優於折價組。私募後一年市場對低股權比率之改善幅度評價，較高股權比率大。

許惠雲（2006）認為因為私募對象人數少，企業容易藉由私募制度引進大額股東或者自行內部認購來維持控制權，甚至以低價自行認購來圖利自己，如果私募的對象有外部投資人與內部人一起分享利益的話，則私募的價格可能會反應出外部投資人取得私人利益之影響或是內部人的私人利益遭受到稀釋，實證研究發現控制權因素對於私募折溢價的影響最為顯著，內部人私人利益對於折溢價影響大於外部人私人利益，而當公司所有權程度在25%以上時，內部人願意以更高的價格來認購私募股，以鞏固其控制權，因為當公司所有權越高時，此時公司價值越高，另外，私募折溢價來自私人利益的解釋部分中，控制權因素的影響佔了絕大部分。

第二節 股權結構之相關文獻

Jensen and Meckling (1976) 整合了代理理論、所有權理論、融資理論發展成為公司所有權結構理論，定義了代理成本，探討公司因為股權分散，所面臨的代理問題越來越多，產生許多代理成本，而成本主要有三，一為監督成本 (Monitoring Cost)，二為約束成本 (Bonding Cost)，三為殘差損失 (Residual Loss)，而公司可能會增加內部人的持股，使其與股東的利益一致，或者增加外部股東的持股，利用外部股東來監督管理階層，故不論是前者或是後者，都能藉由股權集中來降低資訊不對稱與代理成本，提升公司價值。而Kesner (1987) 也指出董事持股比例越高，其與公司關聯越密切，因為依存性高，所以會發揮監督的力量，提升公司的價值與績效。

而Friend and Lang (1988) 檢驗了984家NYSE的公司，結果發現當公司的管理者投資等級 (亦即持股比例) 增加，則負債等級會隨之下降，並提出了非管理者的大股東可以使得管理者與股東的利益更加趨於一致，也就是說，當有一個非管理者的大股東出現時，其持有股權若愈高，則可進一步降低股東和管理者的代理成本。

Leland and Pyle (1977) 認為企業主的持股比例可傳達其對公司未來經營的信心，因為企業的保留持股比例表示其肯定公司價值與公司經營，而放棄其他投資機會，所以由公司管理階層之持股比例可判斷公司價值。然而非線性模型指出，雖然董事持股和公司績效呈現線性關係，相對的，當持股超過某個比例，董事可能不會繼續從事使股東權益極大化的工作，這時就會呈現一個管理的壕溝，因為其他的股東沒有足夠的能力可以影響董事會的行為，此時董事持股和公司績效的關係就從線性關係變為非線性關係。

洪麗芳 (2004) 以台灣證券交易所掛牌上市公司為研究對象，公司選取1989年至2002年，以資產報酬率、風險、資本支出、股利支付率、負債／權益比例、公司規模、產業等變數，探討彼此間關係，結果顯示在機構法人持股比例方面，

機構法人持股比例與資產報酬率、風險和負債／權益比例均不顯著，其與股利支付率為正相關，機構法人持股比例與資本支出呈負相關，研判是因為機構投資者較重視公司短期利潤及股利發放所致，在內部人士持股比例方面，除了資本支出外，其他皆為顯著。而內部股東持股比例與公司績效成顯著正向相關，並符合「利益收斂假說」，與負債／權益呈正相關，研判可能是董監事希望藉由負債治理機制的發揮，降低監督成本，使得公司代理成本降低所致。

康華翔（2006）以初次上市公司為樣本，研究發現內部股東之最終持股水準與公司價值呈正相關、與公司風險呈負相關、與投資人風險趨避程度則為正相關，投資人與內部股東之風險趨避程度也會影響不同身分之股東的持股變化，內部大股東的風險趨避程度愈高，其股權調整速度愈快，而內部股東在上市初期持股愈高，其股權調整速度則愈慢。另外呂彥慧（2000）亦得出股權結構集中度越高，公司績效越有顯著的影響。

Shleifer and Vishny（1986）對美國公司進行實證發現大股東持股比例和公司績效呈正相關，亦即當公司預期獲利提升時，大股東會提升所有權比例，且大股東偏好股利，小股東則偏好資本利得，而Leech and Leahy（1991）亦贊同上述的說法。但Jerilyn W. Coles, Victoria B. McWilliams（2001）以MVA以及EVA作為公司績效代理變數，並加入CEO薪資與年資為自變數之後，發現產業與公司績效有明顯的正相關，但是內部股東持股和外部股東持股對於公司績效的影響均不顯著。

Demsetz and Lehn（1985）探討股權結構與績效的關聯性，認為股權結構的因子有三：公司規模、控制潛力與法令規章。所以Demsetz等自Fortune500大和CDE中取511家公司為樣本，以股權集中度為自變數，利潤率為應變數，自CRSP中蒐集1980-1981年資料，採迴歸分析，結果發現股權結構和公司績效無關，並以其研究結果質疑Berle-Means所提及的管理者與股東權利分離及二者之間有衝突存在的論點，Demsetz認為所有權與管理權的分離理論無法解釋企業的現況，取而代之的，他認為公司績效與股權結構彼此互為影響，股權結構在各種不同的

公司環境下會自動調整，以使公司的利益極大化，亦即若公司股權結構無法於短期內調整，則可以搭配其他適當控制機能，以抵制不利效果，提高績效。

謝錦堂（1999）針對85年12月底前之上櫃公司為研究對象，探討上櫃公司輔導前至上櫃後，股權結構與經營績效之變化及其關係，發現股權結構變化對經營績效之影響，可能具有時間延後影響之效果，像是透過董監事結構、領導結構或經營策略改變，然後才影響經營績效。

第三節 董事會特性與董事會議事錄之相關文獻

Donaldson and Davis (1991) 研究發現當董事長同時由總經理兼任時，將會使總經理更容易且快速有效的執行策略，並且因為總經理需要為公司績效負責，又了解及掌握公司之攸關內部資訊，不僅努力經營，並將有助於監督機制的執行，提高公司價值與股東財富。Sridharan and Marsinko (1997) 抽查1988到1992的產業公司發現，當總經理同時兼任董事長時，在經營利潤及資產生產效力方面會有較優的表現，進而反映在公司價值獲得較高的市場評價。

但是Core, Holthausen and Larcker (1999) 卻持反對的意見，他們發現當公司治理制度越無效的時候，CEO 將賺取越多的報酬，同時股權結構與隨之而來的營運與股價報酬績效呈現顯著的負相關，因此他們得出公司治理制度越弱，則代理問題越大，另外還特別的發現當總經理也是董事長時，或是董事會規模越大、外部董事比例越高、外部董事由CEO指派、外部董事越老，則總經理的報酬較高，亦即意謂公司代理問題較大且經營績效較差。Patton and Baker (1987) 提出當總經理具有雙重身分時，會干擾董事會議的進行，且因監督者和執行者為同一人，會影響監督的功能。在Chen, Cheung, Stouraitis, and Wong (2005) 分析1995到1998在香港的412家上市公司發現家族所有權與ROA、ROE沒有明顯的正相關，但是卻發現公司績效與董事長的二元性為明顯的負向關係，支持總經理身兼董事長時，會造成監督績效不佳，使得代理問題發生，公司價值下降的論述，。

Fama and Jenson (1983) 從監督角度探討董事會的組成，指出內部董事任職於公司，有自我利益的考量，與外部董事相較而言，較無法客觀表達其立場，但就公司經營的觀點來說，內部董事對企業的營運及相關狀況較瞭解，較能增進效率及決策的正確性，而外部董事不實際參與公司業務執行，在董事會可扮演重要之監督管理角色，兩者相輔相成又互相牽制，所以董事會應該由內部董事組成，再聘請其他的專家學者或退休的CEO擔任外部董事，以發揮董事會的最佳效

能。

而Crystal (1991) 亦同意上述的說法，他認為內部董事的存在當其所擁有的股權與席次比重越高，其與公司的利害關係越趨於一致，使其對公司向心力增強，且對公司營運以及財務內部資訊，內部董事比外部董事更具有較完整的掌握與瞭解，當公司遭逢困境時往往能提供有效的解決方案，對於適當決策的擬定與董事會效率的增進都有正面的助益。

Zahra and Pearce (1989) 所提出的整合性模型，說明了董事會屬性、角色及經營績效間存在兩種間接路徑，一為直接的路徑即董事會屬性直接影響經營績效；另一則是間接路徑董事會屬性影響董事會功能進而對經營績效造成影響，且權變因素也會影響董事會扮演的角色，並認為董事會與經營績效的研究應衡量間接的關係更為合理，同時亦認為當董事會規模越大時，利益範圍就越廣，組織的複雜度也就越高，這時經理人想要支配董事會會更困難，董事會在評估與監控經理人時會更中立。

Bacon (1973) 也與Zahra and Pearce想法有相似之處，他認為越多的董事會擁有越多不同背景的想法，且對公司的經營提出更多的意見與看法，進而提升公司的績效，而實證結果顯示董事會規模與公司經營績效是為正相關。Simpson and Gleason (1999) 亦贊成上述的說法，他們以所有權為董事會、所有權為CEO、內部董事比例、董事會人數等為變數，研究了約300家銀行業的公司，發現董事會人數較少的時候，越容易受到CEO的控制與影響，導致一人獨大，降低公司的獲利，相對而言，董事會人數較多，可以提供公司中肯且多方面的意見。

但是有些人卻持有相反的想法，Bhagat and Black (2000) 則在有關董監事會獨立性的研究中提及，公司會因為低獲利而增加董事會的獨立性，但卻沒有證據顯示公司會因為董事會獨立性增加而改善公司的獲利，而大部分外部董事持股太少，監督誘因不足，相對的，內部董事雖缺乏獨立性，但是其人力或財務資本往往和公司連結，達到最大化股東權益目標的誘因也許較強，但是董事持股過多卻又有獨立性不足之嫌疑。

Hiner (1967) 的實證研究結果指出，董事會人數的多少與公司的經營績效呈現負相關，他認為當董事會人數過多容易產生派系問題，導致難以達成共識，進而影響公司的績效。Jensen (1993) 認為董事會人數以不超過七到八人為限，一旦董事會人數過多，容易造成開會時彼此在意見上過多導致協調的困難，難以達成共識，致使經理人有機會可以擺脫董事會的監督與控制。Yermack (1996) 使用Tobin's Q作為公司市場價值的衡量變數，結果發現董事會人數與公司價值呈反向關係，亦即董事會規模小相對而言會更有效率，且小型董事會的公司其財務比率會較佳，從補償與解雇威脅中也提供較強烈的CEO績效誘因，進而降低代理成本，改善公司績效。

Raheja (2005) 區分內部及外部董事成員，並且檢驗董事會成員數及董事會結構如何相互影響，以及如何影響董事會監督方案的能力。研究結果指出最適董事會結構以及有效的董事會監督是依公司及其董事會的特性而定，亦即最適董事會結構為外部董事之低驗證成本以及內部董事之低私人利益，他又提出高外部董事席次可增加決定CEO繼任人選的表決能力，但它也增加外部董事的協調及驗證方案成本；而較高內部董事席次會降低外部董事的協調成本，並且持續保持CEO職位的競爭，亦即內部董事會藉著表達其私有資訊給外部董事，突顯自己有別於其他內部董事，以爭取CEO職位。故最適董事會結構為外部董事的低驗證成本以及內部董事的低私人利益。

朱冠華 (2006) 針對過往都是董事會的組成、股權結構在探討公司績效的影響，因此對 2003 年到 2005 年各大上市公司進行董事會議事錄內容的研究與分析，探討影響董事會議事錄內容的原因以及董事會議事錄內容對公司績效的影響，結果發現公司股權結構的組成對於董事會討論的議案有所影響，並且呈現非線性的 U 型關係，而董事會議事錄的內容對於公司績效的影響主要是表現在於公司的 ROA 上面，對於公司股價的異常報酬率反倒是不會產生影響，其實證發現董事會議事錄內容對於公司績效間並不存在同期的因果關係。

第三章 私募市場的介紹

第一節 台灣私募制度之介紹

一、立法沿革

民國八十五年九月，我國證券主管機關提出證券私募條文草案，擬於證券交易法施行細則第二條增訂相關私募規定，但因該草案不夠周延，故未如期頒布。民國九十年十月，行政院向立法院提出「證券交易法部分條文修正法案」，將私募制度條文增訂於證交易法之相關條文內。該修正草案於民國九十一年一月十六日於立法院三讀通過，同年二月公佈實施。立法院於民國九十年十月通過公司法修正，公司法第二百四十八條第二、三項增訂私募公司債之規定。我國證券私募制度即是以證券交易法及公司法為主，輔以主管機關相關之函釋。

二、私募的定義

在證交法修法以前，我國證交法並未區分募集與私募，證交法修法後，依增訂第七條第二項之敘述，所謂私募就是依證券交易法發行股票之公司照第四十三條之六第一項及第二項規定對特定人招募有價證券之行為。私募制度的規範總共可以分為七類：一、私募之主體；二、私募之對象；三、私募人數限制；四、發行人資訊揭露義務；五、非公開之招募方式；六、事後報備；七、轉售限制。

三、私募有價證券之種類

依據證交法之相關規定，公開發行公司均可以私募有價證券，其標的如下：

- (1) 股票：普通股、特別股、附認股權特別股。
- (2) 公司債：普通公司債、可轉換公司債、附認股權公司債。
- (3) 員工認股權憑證

(4) 海外有價證券：海外發行之股票、海外公司債、海外存託憑證。

其中應該注意的兩項為私募有價證券之募得資金不得用於直接或者間接赴大陸地區進行投資，以及海外有價證券之私募應事先取得中央銀行之同意。

四、私募之主體

根據上述的定義，進行私募之發行人必須為「已依本法發行股票之公司」，而同法第四十三條之六第一項規定公開發行公司得以股東會表決，對特定人進行私募，所以只有公開發行公司得依證券交易法進行私募。除了具備公開發行公司資格外，發行人私募有價證券前，應經過股東會之特別決議同意，才能為之，依特別決議要求，需有代表已發行股份總數過半數之股東出席，並有出席股東三分之二以上表決同意，同法第四十三條之六第三項亦規定普通公司債之私募，其發行總額，除經主管機關徵詢目的事業中央主管機關同意者外，不得逾全部資產減去全部負債餘額之百分之四百，不受公司法第二百四十七條規定之限制，並得於董事會決議之日起一年內分次辦理。

五、私募之對象

證交法之私募對象於證交法第四十三條之六第一項中規定的三類特定人分數如下：

(一) 銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或組織。

(二) 符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金。

(三) 該公司或其關係企業之董事、監察人及經理人。

第一款泛指金融機構，其具有高度收集與判斷資訊的能力，可承受之風險較

高。故可免證交法之保護，且無應募人數總數之限制。第二款符合主管機關之條件的自然人、法人或基金其應達條件如下：

(一) 自然人：對該公司財務業務具有充分瞭解之國內外自然人，且其本人淨資產超過新台幣一千萬元或本人與配偶之淨資產合計超過一千五百萬元；又或最近兩年度，其本人年度平均所得超過新台幣一百五十萬元或本人與配偶年度平均所得合計超過新台幣兩百萬元。

(二) 法人或基金：最近經會計師查核簽證之財務報表總資產超過新台幣五千萬元之法人或基金，或依據信託業法簽訂信託契約之信託財產超過新台幣五千萬元者。

六、私募人數限制

依據證交法第四十三條之六第二項之規定，第一項第二款及第三款之募集人數總數不得超過三十五人，這條規定是參酌美國法而來的。

七、發行人資訊揭露義務

為使前述符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金有機會獲得有關私募之公司的相關資訊，已決定是否購買私募證券，證交法第四十三條之六第三項規定：「該公司應第一項第二款之人之合理請求，於私募完成前，有提供與本次有價證券私募有關之公司財務、業務或其他資訊之義務」。為何只規定第一項第二款之人有獲得資訊的權利？因為第一款與第三款之應募人，為專業投資機構或公司之內部人，具有一定地位可與發行人進行對等協商，已取得所需資訊，或具有一定管道獲取資訊，從而自毋須再行規定加以特別保護。

八、非公開招募之方式

證交法第四十三條之七規定：「有價證券之私募及轉讓賣出，不得為一般性廣告或公開勸誘之行為」。依證券交易法施行細則第八條之一規定：「本法第四十三條之七所定一般性廣告或公開勸誘之行為，係指以公告、廣告、廣播、電傳資訊、網際網路、信函、電話、拜訪、詢問、發表會、說明會或其他方式，向本法第四十三條之六第一項以外之非特定人為要約或勸誘之行為」。可知發行人以私募方式招募股份時，不得主動以大眾傳播工具或面對面聯繫方式，向彼此尚未建立特別關係之投資大眾，進行投資要約及勸誘。

九、事後備查

依據證券交易法第二十二條第二項規定：「已依本法發行股票之公司於依公司法之規定發行新股時，除依第四十三條之六第一項及第二項規定辦理者外，仍應依前項之規定辦理」。另依證交法第四十三條之六第五項規定：「該公司應於股款或公司債等有價證券之價款繳納完成日起十五日內，檢附相關書件，報請主管機關備查」。

十、轉售限制

我國證券交易法對於私募有價證券轉售之限制主要以持有人身分、持有期間、轉售數量及受讓對象為區分。持有人身份的不同，轉售時的管制也不同，例如持有人為證交法第四十三條之六第一項第一款所列舉的金融機構投資人，則其於無同類證券於集中市場或櫃檯買賣中心內交易，轉售私募有價證券予其他金融機構投資人時，即無須受到轉售之限制，此條規定是參酌美國法而規定。而持有期間之限制，主要在避免發行人利用人頭，以私募之名行募集之實，故證券交易法要求應募認購私募證券後，應持有該證券一定時間，負擔風險後，才能轉售。持有期間之長短可分三類：（一）無持有期間限制，（二）持有期間滿一年但未滿三年，（三）持有期間已滿三年。分別敘述如下：

(一) 無持有期間限制

私募證券持有人得依證券交易法第四十三條之八第一項第一款、第四款、第五款、第六款之規定，隨時轉讓私募之有價證券，不受期間限制：

1、證交法第四十三條之八第一項第一款規定：「第四十三條之六第一項第一款之人持有私募有價證券，該私募有價證券無同種類之有價證券於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣，而轉讓予具相同資格者」。

2、證交法第四十三條之八第一項第四款規定：「基於法律規定所生效力之移轉」。

3、證交法第四十三條之八第一項第五款規定：「私人間之直接讓受，其數量不超過該證券一個交易單位，前後二次之讓受行為，相隔不得少於三個月」。

4、證交法第四十三條之八第一項第五款規定：「其他經主管機關核准者」。

(二) 持有期間滿一年但未滿三年

證交法第四十三條之八第一項第二款所稱依主管機關所定持有期間及交易數量之限制，指符合下列條件者：

1、該私募有價證券為普通股者，本次擬轉讓之私募普通股數量加計其最近三個月內私募普通股轉讓之數量，不得超過下列數量較高者：

(1) 轉讓時該私募普通股公司依證券交易法第三十六條第一項公告申報之最近期財務報表顯示流通在外普通股股數之百分之〇·五。

(2) 依轉讓日前二十個營業日該私募普通股公司於臺灣證券交易所或證券商營業處所買賣普通股交易量計算之平均每日交易量之百分之五十。

(3) 私募有價證券為特別股、公司債、附認股權特別股或海外有價證券者，本

次擬轉讓之私募有價證券加計其最近三個月內已轉讓之同次私募有價證券數量，不得超過所取得之同次私募有價證券總數量之百分之十五。

(三) 持有期間已滿三年

依證交法第四十三條之八第一項第三款規定，持有期間自交付之日起算滿三年持有人得自由轉讓私募證券，不受轉讓數量及對象之限制。惟依「發行人募集與發行有價證券處理準則」第七十條第一項規定，公開發行公司依法私募下列有價證券及嗣後所配發或認購之有價證券，自該私募有價證券交付日起滿三年後，應先向證期會辦理公開發行，始得向證券交易所或財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心申請上市或在證券商營業處所買賣：

- 1、依本法第四十三條之六規定私募股票者，該私募股票及其嗣後無償配股取得之股份。
- 2、依法私募之普通公司債。
- 3、依本法第四十三條之六規定私募員工認股權憑證者，其嗣後認購之股款繳納憑證、股份及無償配股取得之股份。

故公開發行公司私募有價證券後所私募之有價證券經過三年後儘管無轉售之限制但仍須補辦公開發行，始得向證券交易所或財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心申請上市或在證券商營業處所買賣。但如果有下列情事者，證期會得退回該申請案：

- (1) 自該私募有價證券交付日起未屆滿三年。
- (2) 未依本法第四十三條之六第五項規定經股東會或董事會合法決議。但經有罪判決確定，服刑期滿並補提股東會或董事會追認者，不在此限。

(3) 私募時之對象及人數未符合本法第四十三條之六規定。但經有罪判決確定，服刑期滿並補提股東會或董事會追認者，不在此限。

(4) 未依本法第四十三條之六第五項規定及公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項將辦理私募有價證券資訊輸入本會指定之資訊申報網站。但已經依法處分並繳納罰鍰，且補辦申報者，不在此限。

(5) 未於有價證券私募股東會召集事由中列舉並說明相關事項或分次辦理未事先於股東會召集事由列舉並說明相關事項。但已經依法處分並繳納罰鍰，且補提股東會追認者，不在此限。

(6) 私募有價證券計畫無正當理由執行進度嚴重落後且尚未完成、計畫經重大變更或未能產生合理效益。但私募有價證券繳款日距申報時已逾五年者，不在此限。

(7) 曾經本法第一百三十九條第二項規定限制有價證券買賣，尚未經本會解除限制者。

(8) 簽證會計師出具無法表示意見或否定意見之查核報告者。

(9) 簽證會計師出具保留意見之查核報告，其保留意見影響財務報告之允當表達者。

(10) 發行人填報、簽證會計師複核出具之案件檢查表，顯示有違反法令或公司章程，情節重大者。

(11) 私募交換公司債自交付日起未滿三年而有行使交換權之情事者。

(12) 經本會發現有違反法令，情節重大者。

第二節 私募制度之優缺點

一、 私募的優點

以私募公司的角度而言，私募的優點有以下幾點：

(一) 節省公開發行的承銷費用與相關費用

由於私募的對象是針對特定多數人發行有價證券，中間可以省卻公開發行所需之承銷費用以及相關的行政費用，更可以省去會計師、律師簽證、製作公開說明書等註冊的直接或者間接成本，故相對公開發行來說，能有效的降低成本。

(二) 掌握時效性

因為私募不需經過註冊的等待期間、審核手續，也不需經過會計師、律師簽證以及公開承銷的作業流程，再加上私募的人數較少，大幅減少募集所需的時間，如果公司為短時間需求資金者，相對於公開發行現金增資，私募能縮短時間，有效的掌握最佳時效。

(三) 融資彈性較高

私募的對象多為具自我保護能力之機構投資人或財力雄厚之自然人，相對於一般投資人，擁有較多相關專業知識及投資經驗，與發行公司有對等談判協商之能力，此外私募人數少，發行條件可依照雙方的需求而加以設計，使得契約更加具有彈性。

(四) 發行風險較低

私募公司發行私募有價證券時，通常是先與特定多數人進行協商，確定認購後，再進行發行程序，除非特定多數人未能於期限內繳納股款，不然一般來說，

私募的方式能大幅降低發行的風險。

（五）私募對象的選擇

由於私募是針對特定多數人募集資金，因此公司可以藉由私募來進行策略聯盟，提昇公司本身的競爭力，亦或者可以為了鞏固內部控制權，而選擇私募予公司的大股東。

（六）財務調度

若公司為營運不佳、財務發生問題、名聲不佳或是投資大陸比重過重，要辦理公開發行現金增資往往不容易募集，此時可以藉由私募方式來解決資金上的需求。

（七）增加對公司的監督

私募是將有價證券出售予特定多數人，此特定多數人多為具自我保護能力之機構投資人或財力雄厚之自然人，其持有的股權比率會較高，有其誘因監督公司，且相對於一般人而言，擁有較多相關專業知識及投資經驗，能給予公司較佳的建議與協助，改善公司的運作，進而增加公司的績效。

（八）提供較少的公開資訊

因為私募只向特定多數人募集資金，所以只需向特定多數人揭露內部相關資訊，而不像公開發行般需要製作公開說明書，對一般投資大眾揭露訊息，藉此可以避免公司內部的重要資訊給予競爭對手知曉。

（九）解決資訊不對稱的問題

公司的股價有時可能因為某些不可預期的因素影響，導致股價下跌至合理股

價之下方，利用私募的方式募集資金可以給予市場一個宣告效果，顯示公司有成長的潛力，提升市場對公司的評價，且由於是針對特定多數人發行有價證券，容易將公司內部相關資訊傳達予特定多數人，而他們又具有較多的相關專業知識與投資經驗，能深入了解公司的財務與營運狀況，比一般投資大眾還要能準確的給予適當的評價。

二、 私募的缺點

而私募可能會有以下之缺點：

(一) 流動性較差

由於持有私募有價證券須滿三年以後才能自由轉讓，因此相對於一般公開募集證券而言，投資風險較高，流動性較差，私募公司須以較低的利率或者支付風險溢酬，否則可能會降低投資者的購買意願。

(二) 失去與投資銀行的合作

私募公司若私募有價證券，有可能會使投資銀行認為不與其往來，造成彼此漸漸失去合作機會。

(三) 造成股權稀釋的問題

一般股東若無力認購新股，將會造成自有股權的稀釋，無力維持既有盈餘的分配權，況且參與私募的特定多數人是以較佳的條件獲取股東所擁有的權利，而對於大股東而言，若無力認購新股，而有參與私募的大股東出現時，將會造成控制權的威脅。

(四) 控制董事會，圖利特定人士

私募有價證券通常是以折價的方式發行，加上由於私募公司可以選擇對象，若公司以較低的發行價格將有價證券賣予內部人，則將會造成財富移轉，而未參與私募活動之股東的權益將會受損，又若內部認購私募有價證券者以低於市價買進，又在市場上賣出，將會獲取不當利益，而另外若特定人士參與私募，藉此鞏固控制權，提高董事會席次，進一步掌控董事會，壓抑董事會功能，更有可能有代理問題產生。

(五) 投資人自行負擔的時間與成本

在私募的過程中，私募公司不可能完全把內部重要資訊揭露予投資人知曉，投資人又有三年內不得自由轉讓的限制，故為了降低投資風險，勢必自行去蒐集資訊、研究與查證，發行公司將有可能針對此成本進行補償。

第三節 私募制度之運用

私募具有多項功能，除了使融資這片大市場更加活絡外，它更成為公司解決不少問題，像若公司有財務困難則可以透過私募的方式快速取得資金，又或者可以藉此進行購併或者企業易主，替公司注入新的活力或改善企業體質，也可以私募有價證券予合作夥伴，進行策略聯盟，進一步創造雙贏的局面。以下就一一敘述私募的運用：

(一) 策略聯盟

有些公司為了達到垂直整合的目的，而對上下游廠商進行私募，藉此來緊密聯繫彼此之間的合作關係，又或者可以藉此來與其他公司達到異業結盟的目的，因為私募不像一般公開募集資金需要許多繁瑣的過程，所以使聯盟間相互投資的管道更為方便，此外，又因為私募有著三年內禁止自由轉讓的限制，聯盟間往往也相互投資且要求不可出售持股，故可以達到無法輕易出脫持股的目的，強化彼此之間信賴感，私募股票也可以測試聯盟對象的誠意。

民國九十六年三月八日力成公司宣佈私募普通股的對象，此次私募案的總金額高達約一百億元，依照力成董事長蔡篤恭所透露，由於母公司金士頓或是力成本身，都與英特爾、東芝、爾必達等大廠有業務往來，但基於雙方關係的長期發展考量，力成不希望與這些大廠都只有供應商與客戶之間的關係而已，而是希望這些客戶能將力成的產能看成自己 IN House 的一部份，為此，力成與金士頓出面邀請上述多家國際大廠參予力成的私募計畫，至於私募的金額將投入力成後續的擴產支出中。

另外力成也在昨宣佈，其餘十三億餘元的私募額度確定由東芝及爾必達共同投資，依照合約，東芝與爾必達各出資二千萬美元參予私募，兩業者都分別佔此私募案總額度的十九·五%，若依照訂出的轉換價計算，東芝跟爾必達三年後將各自取得力成股票不及六千張，佔力成股權低於一·三%。爾必達日前宣佈與力

晶合資設立 DRAM 廠瑞晶，而瑞晶後續共有高達四座月產能六萬片的建廠計畫，因此透過此一結盟除讓力成與爾必達關係更緊密外，力成也可順勢取得瑞晶五成的封測訂單，為後續幾年的營運成長找到成長的動力，這樣的結盟不僅讓力成獲益良多，更讓其母公司金士頓也獲益，同樣的，也讓力成與其往來的大廠之間的關係更緊密，而中華電信與神腦國際亦是同樣的情況。

（二）購併的方式或新經營團隊的進入

有時候當發行公司營運不佳，為了替公司整型，同時改善公司財務困境，通常會以私募的方式將大量的股權賣給新主，如此以來還可以降低購併的成本，諸如問題公司陞技，以及競爭力日漸薄弱的英群等，分別獲得萬海、鴻海兩大集團的資金挹注，兩集團擬將進駐董事會，直接參與公司經營，然私募易主能否改善公司的困境，尚要看後續的發展。

（三）改善財務困境

若發行公司連年虧損、名聲品牌不佳或是投資大陸資金的比重過重，急需要資金挹注，卻又不願意公司易主時，公開募集往往沒有辦法及時注入資金，唯有透過私募的方式來取得大量的資金，改善財務困境，度過財務危機，台新金控公司於民國九十五年二月六日與日商野村集團（Nomura Holdings, Inc.）簽訂具法律約束條件之現增投資案備忘錄。野村集團將認購台新金控公司現金增資普通股及特別股共新台幣四十億元；並使得台新此次私募金額總數達到三百一十億元。野村集團是這次台新金控公司私募案洽談的外資中除了新橋投資集團（Newbridge Capital）簽訂新台幣二百七十億元的私募現增投資案備忘錄之外另一個重要的策略夥伴。台新金控公司表示，連同美商新橋集團二百七十億元的投資額，台新金控公司此次透過私募方式共取得三百一十億元的資金，將可顯著強化資本結構，並提昇資本適足率。

(四) 市場宣示/調整股價

有時候若發行公司股價過低，不符合發行公司價值時，發行公司會藉由私募的方式來宣示發行公司的股價在市場過低，民國九十一年十二月六日奇美電子召開臨時股東會，會中通過以私募方式募集總額不超過兩億股，每股面額新台幣十元之普通股案，奇美電子並於會後隨即召開臨時董事會，通過該私募案之相關細節。增資基準日定於九十一年十二月十八日，發行價格依定價日(十二月六日)前十個交易日之平均收盤價溢價7%，每股為新台幣三十三點五元，預計發行一億八千萬股，共可募集新台幣六十億三千萬，而溢價原因則是因為市場現行股價太低，藉由私募的方式來維持股價。

(五) 加強公司治理

發行公司的私募對象大多數為有專業知識或是投資經驗豐富的投資者，故相對於一般投資大眾而言，較有能力監督發行公司且提供中肯的建議，此外，由於有三年內不得自由轉讓的限制，因此投資者更有誘因去監督發行公司的行為，提升公司價值。

(六) 鞏固經營權

當公司面臨被併購的威脅或是想提升自有的控制權時，通常以私募的方式，相對於一般公開募集，私募可以採取折價的方式將有價證券賣給公司內部人，提高內部人持股比例，以確保經營權的穩固。

一、私募對於公司績效之影響

假說一：私募過後的公司績效會較私募前提升。

Hertzel and Smith (1993) 假設私募市場的折價與股價的反應都反映了公司價值資訊不對稱的解決，他們認為私募可以讓價值被低估的公司減緩 Myers and Majluf 的投資不足問題並且降低經由現金增資的方式將財富移轉至新股東，而願意進行私募的經理人之所以放棄現金增資且私募投資人願意投資的原因就是公司的價值被低估。Wruck (1989) 也認為改變所有權集中度可以部分解釋正向的宣告效果而且私募的折價是來自於對於投資人的監控服務或專家建議的補償。藉此受到積極投資人與專家的監督與建議，提升公司績效。

林嘉慧 (2007) 以 6 個獲利指標及市值與帳面價值比、負債比率來衡量私募後的經營績效是否獲得改善，計算私募前、私募當年及後二年度，研究方法是無母數統計進行各項假說的實證探討。實證結果如後述，每股盈餘、資產報酬率及市值與帳面價值比等三項變數在私募後都較私募前佳。

二、私募對於董事會議案內容之影響

假說二：私募過後的公司董事會議案討論會上升。

私募股權過後，公司的股權結構發生改變，大部分過往的文獻支持董監事持股比率與公司經營績效呈正向關係，認為當董監事持股比率增加，其與公司的利益趨於一致，故有誘因監督管理階層，且降低資訊不對稱，所以有效率的董事會能降低資訊不對稱與代理成本。Jensen and Meckling (1976) 發現公司可能會增加內部人的持股，使其與股東的利益一致，或者增加外部股東的持股，利用外部股東來監督管理階層，故不論是前者或是後者，都能藉由股權集中來降低資訊不對稱與代理成本，提升公司價值。而 Kesner (1987) 也指出董事持股比例越高，其與公司關聯越密切，因為依存性高，所以會發揮監督的力量，提升公司的

價值與績效。Wruck (1989) 認為改變所有權集中度可以部分解釋正向的宣告效果而且私募的折價是來自於對於投資人的監控服務或專家建議的補償。朱冠華 (2006) 也發現公司股權結構的組成對於董事會議案內容有影響，且呈現非線性的 U 行關係。

因此本研究認為私募股權過後，當內部人持股比例越高，亦即董監事與經理人持股比例越高，其與一般股東的利益趨於一致，討論議案的數量與種類均會增加。至於外部股東方面亦有文獻說明當外部股東比例越高，監督力量越強，討論議案的數量與種類亦會增加。

三、私募對於董事會結構、特性之影響

假說三之一：私募股權過後，公司董事會開會次數上升。

假說三之二：私募股權過後，公司董事會規模變化不一定。

假說三之三：私募股權過後，公司經理人異動不一定。

私募股權過後，股權結構將會改變，可能增加目前大股東持股或者產生新的大股東，而這些積極的投資者通常扮演著監督公司、改善公司經營效率及提高公司價值的角色，Wruck (1989) 也提到這些積極的投資者將會更有效的監督與提供建議予公司。所以本研究認為在公司私募過後，增加大股東持股或產生新的大股東將會使董監事持股比例上升，內部股東持股比例下降，或者將私募股權出售給內部股東，造成董監事持股比例下降，內部股東持股比例上升。

而同時由於投資者會積極的監督公司或是給予公司建議，所以為了有效的改善公司的經營，會密切的掌握公司的經營狀況，另外，董事會的規模越大時可以提供公司經營上的意見，並且不至於董事會受到 CEO 的影響與控制，Simpson and Gleason (1999) 亦同意此看法；但也有許多學者持反對意見。故本文認為私募股權過後，在內部股東持股比例下降時，投資者擁有更多的董事席位，時常進行

董事會議好掌握現況，所以開會次數會上升，而董事會規模會擴大，若內部股東持股比例上升，則開會次數與董事會規模則不一定。

本文認為成立年限越久的公司，其在公司營運以及監督等各方面皆已經上了軌道，因此董事會開會所討論的事項不像剛創立的公司一般，各項策略與監督議案都需要討論，加上成立年限越久的公司資金方面也不像剛成立的公司一般需要籌措大量的資金來提高成長，因此本文認為成立年限越短的公司，其董事會所討論的議案總量與種類會比較多，也比較需要私募來快速籌措資金。

根據投資機會假說(Investment Opportunity Hypothesis)理論認為當公司將增資而募得之資金用於增加資本支出、償債、充實營運資金或投資其他事業，都有可能為公司帶來獲利的機會，投資人視之為正面訊息。Hertzel and Rees (1998)也認為私募股權對未來盈餘傳達有利資訊，和之前研究中的公開募資宣告傳達的有關公司前景的不利訊息相反。故本文認為進行私募股權過後的公司成長機會越高。

四、私募後，議案內容與公司績效之關係

假說四之一：私募股權過後，若董監事持股比例上升，內部股東持股比例降低，討論議案的總量與種類會越多，公司績效上升。

假說四之二：私募股權過後，若董監事持股比例降低，內部股東持股比例上升，則討論議案的總量與種類會越少，公司績效下降。

假說四之三：私募股權過後，若董監事持股比例與內部股東持股比例同升或同降，則討論議案的總量與種類不一定，公司績效也不一定。

在早期董事會所做的決策大多不會公開，因此外界並無法得知董事會開會的議案內容，這對外界來說，通常也是神秘而觸不可及的，而國內外學者對於公司董事會的治理績效進行研究的時候，只能從董事會的周邊變數可以觸及的來做

研究，像是董事會結構、CEO 是否身兼董事長、董事會的規模或是董事會成員的經歷等變數來預測董事會的治理績效，並且推估這些變數與公司績效之關係，但是隨著近年來公司弊案的不斷發生，使的越來越多人注意到公司治理這一塊層面，政府逐漸的要求公司要訊息透明，而有些公司也逐漸願意公布董事會議事錄的近幾年內容以及董事會討論的相關議題。由於目前國內外幾乎沒有相關文獻討論私募公司在私募前後董事會議事錄的內容與公司績效之關係，只有文獻分別探討私募與董事會議事錄內容對於公司績效之關係。Wruck (1989) 認為改變所有權集中度可以部分解釋正向的宣告效果而且私募的折價是來自於對於投資人的監控服務或專家建議的補償。林嘉慧 (2007) 以無母數統計進行各項假說的實證探討。實證結果如後述，每股盈餘、資產報酬率及市值與帳面價值比等三項變數在私募後都較私募前佳。而朱冠華 (2006) 實證發現董事會的議案內容與公司績效對於 ROA 來說有影響，但是董事會的議案內容與公司績效不存在同期的影響；故本文以此為出發點，將進行私募過後的公司所公開的董事會議案內容進行決策與監督等議案的歸類，再針對此與公司績效之間的關係進行研究。

我們認為進行私募過後的公司其股權結構發生變化，在董監事持股比例上升，內部股東持股比例下降，專家與相關投資人進行有效的監督與建議，進而增加議案討論數量，使的公司的績效提升，關於私募過後的公司，本文認為公司受到私募的影響，其議案總類與公司績效間的關係是正向的，也就是私募後的議案討論數量會多於私募前的，私募後的公司績效也同時會增加，且私募過後，將會使這個關係更加明顯，若私募股權過後，董監事持股比例下降，內部股東持股比例上升，則私募將會使討論議案的總量與種類減少，公司績效下降。

五、私募後，董事會結構、特性與公司績效之關係

假說五之一：私募過後，若董監事持股比例上升，董事會開會次數越多，則公司績效越高，若內部股東持股比例上升，董事會開會次數越少，則公司績效不一定。

假說五之二：私募過後，董事會規模會不一定，公司的績效變化不一定，不過，私募會使關係更加明顯。

假說五之三：私募過後，若董監事持股比例上升，董事長身兼CEO時，公司的績效將會降低，則此關係會弱化，若內部股東持股比例上升，董事長身兼CEO時，公司的績效將會降低，則此關係會加強。

假說五之四：私募過後，若董監事持股比例上升，CEO將會異動，公司的績效提升，則此關係會加強，若內部股東持股比例上升，CEO將不會異動，公司的績效不一定，但會加強其關係明顯性。

Wruck (1989) 提到當進行私募後，股權結構將會改變，可能增加目前大股東持股或者產生新的大股東，而這些積極的投資者通常扮演著監督公司、改善公司經營效率及提高公司價值的角色，在大股東介入公司後，可以監督經營團隊，監督力量加強，使公司績效提升。因此本文認為，在公司私募過後，投資者會擁有更多的董事席位，或進行更有利的監督，所以董監事的持股比例會增加，內部股東的持股比例會下降，公司的績效會提升，但是若是私募股權過後，董監事持股比例下降，內部股東持股比例上升，則公司的績效變化下降，而私募過後將會加強這個關係，若私募股權過後，董監事持股比例與內部股東持股比例同升同降，則公司績效變化不一定。

當公司進行私募後，如Wruck (1989) 提到積極的投資者會監督與改善公司的經營效率，投資者會擁有更多的董事席位。所以本文認為當公司私募過後，投資者會積極改善公司的經營效率，時常進行董事會議，以便隨時掌握公司的經營概況以及督導，所以當董事會開會次數越多，則公司績效越高，而私募過後，當董監事持股比例上升，將會加劇這個關係。

而大部分文獻皆認為董事會的規模越大時有助於公司在經營範疇上的拓展，同時也可以提供公司經營上的意見，不至於受到CEO的影響與控制，Bacon

(1973)、Zahra and Pearce (1989)、Simpson and Gleason (1999) 亦同意此看法，但是亦有學者認為董事會規模無助於公司績效的提升，甚至會降低公司績效。故本文認為，進行私募過後的公司，董事會規模會不一定，公司的績效變化不一定，不過，私募會使關係更加明顯。

另外，私募過後，董事會結構可能發改變，董事長是否兼任公司的 CEO 可能也會有所影響，Patton and Baker (1987) 指出當董事長兼任公司的 CEO 時，會干擾董事會議的進行，可能會影響董事會的監督功能。而 Core, Holthausen and Larcker (1999) 也認為當總經理也是董事長時，公司代理問題較大且經營績效較差。因此本文認為若董事長身兼 CEO 時，董事會可能途具形式，公司的績效將會降低，私募股權過後，若董監事持股比例上升，則此關係會弱化，若內部股東持股比例上升，則此關係會加強。

同時，私募過後，公司在積極的投資者參與下，CEO 是否遵循投資者的意見去執行很重要，因為若 CEO 可能產生代理問題，利益與投資者的利益相左。故本文認為私募過後，CEO 將會異動，換成會遵循投資者意見的 CEO，公司的績效提升。本文認為成立年限越久的公司，其在公司營運以及監督等各方面皆已經上了軌道，不需要各項策略與監督議案都需要討論，加上成立年限越久的公司資金方面也不像剛成立的公司一般需要籌措大量的資金來提高成長，因此本文認為成立年限越短的公司，其董事會所討論的議案總量與種類會比較多，也比較需要私募來快速籌措資金。

至於公司資本結構方面，由於公司舉債必須支付利息費用而減少公司盈餘，且負債比率過高會使公司承受龐大的償債壓力，並有面臨破產的可能性，同時公司進行私募的原因也可能是因為避免舉債。因此本文認為公司的負債比率將會降低，公司的經營績效將會提升，私募股權過後，將會使這個關係更加強烈。

就一般而言，公司規模越大，越能達到規模經濟，亦可利用價格策略提升市場佔有率，追求利潤極大化，而 Demsetz and Lehn (1985) 也指出公司的規模與公司的經營績效呈正相關，當公司規模越大，相較於規模小的公司更具有應變

能力。故本文認為公司其規模越大的話，公司的績效將會提升，而私募過後，公司的規模會更加的擴大，使這個關係更加明顯。

第二節 變數的衡量

根據上市上櫃公司治理實務守則(民國 98 年 3 月 27 日修正)第 35 條規定，上市上櫃公司對於下列事項應提董事會討論：

- 一、公司之營運計畫。
- 二、年度財務報告及半年度財務報告。
- 三、依證券交易法第十四條之一規定訂定或修正內部控制制度。
- 四、依證券交易法第三十六條之一規定訂定或修正取得或處分資產、從事衍生性商品交易、資金貸與他人、為他人背書或提供保證之重大財務業務行為之處理程序。
- 五、募集、發行或私募具有股權性質之有價證券。
- 六、財務、會計或內部稽核主管之任免。
- 七、依證券交易法第十四條之三、其他依法令或章程規定應由股東會決議或提董事會之事項或主管機關規定之重大事項。

除第一項應提董事會討論事項外，在董事會休會期間，董事會依法令或公司章程規定，授權行使董事會職權者，其授權層級、內容或事項應具體明確，不得概括授權。

由此可知，董事會開會的若有上述的事項時，應該於會議記錄中紀錄下來，在此，本文對於董事會議事錄的分類方式採朱冠華(2006)研究的分類方式，其概數如下。

第一、衡量議案性質

由於董事會的主要功能為決策與監督兩大功能，故先將議事錄的內容分成決策型議案與監督型議案，再將兩類型的議案作進一步的細分：

(一) 決策型議案 (Decision)：

決策型議案又分成四類，第一類為營運性決策，第二類為策略性決策，第三類為資本結構決策，第四類則為股利決策，此四類又各有其所屬的子議案所組成，每一類的子議案則分述如下：

1. 營運性決策 (Operation)：

營運性決策包含相關營運合約之簽訂、呆帳之轉銷、工廠停產或減產計畫、機器設備之購買、營運性機器設備之租賃、財務報告之審議、財務預測之審議、營業決算表之審議、營業預算之審議、公司專利之授權計畫、替公司投保、重大衍生性商品之交易、其他營運性計畫以及其他屬於董事會例行性公事之討論。

2. 策略性決策 (Strategy)：

策略性決策包括設廠計畫、轉投資其他公司之計畫、合資協議之簽訂、公司大陸投資計畫、公司大陸投資增資計畫、成立或解散子公司計畫、海外控股架構之調整、購併計畫、重大資產交易、其他策略性經營計畫以及其他牽涉到公司未來重大之佈局或董事會以公司核心價值為基礎所提出的決策。

3. 資本結構決策 (Finance)：

資本結構決策包括發行有價證券相關計畫、私募有價證券相關計畫、公司減資計畫、公司發行債券相關計畫、公司貸款之決策、重大資金貸與重大背書保證以及其他牽涉到公司信用或者公司整體資本結構之決策。

4. 股利決策 (Dividend)：

股利決策包含現金股利決策、公司盈餘轉增資計畫、公司庫藏股計畫以及其他股東權益之相關決策。

(二) 監督型議案 (Monitor)：

監督型議案則分成三類，第一類為公司條文之監督，第二類為公司治理之監督，第三類是人力資源管理之監督，此三類又各有其所屬的子議案所組成，每一類的子議案則分述如下：

1. 公司條文之監督 (Law)：

公司條文之監督包含訂定或修正內部控制制度、訂定或修正取得或處分資產處理程序、訂定或修正從事衍生性商品處理程序、訂定或修正資金貸予他人處理程序、訂定或修正背書保證等重大財務業務行為處理程序、訂定或修正對子公司監控與管理辦法、訂定或修正公司章程、訂定或修正公司用人制度、訂定或修正股利政策、訂定或修正股東會議事規則、訂定或修正公司組織規程、訂定或修正公司印鑑章保管人員與印信管理辦法、訂定或修正公司投資要點、公司名稱之更改、訂定或修正員工薪資管理辦法、訂定或修正員工晉升及考核辦法、訂定或修正員工撫恤及資遣辦法、訂定或修正其他管理辦法。

2. 公司治理之監督 (Governance)：

公司治理之監督包括了子公司董事或監察人之調派、基於企業社會責任之贊助、公司成立相關功能性委員會、公司治理作業準則方案之修訂、訂定或修正董事會議事規則、訂定或修正董監事與高階主管道德準則、訂定或修正董事會計經理人權責劃分表、替董監事購買責任保險、訂定董事及監察人進修辦法、訂定或修正董監事與高階經理人之酬勞、董事與高階主管競業禁止之訂定或廢除、訂定董監事與高階主管退休計畫、董監改選或補選日期之議訂、正副董事長之選任、

公司董事之改派、訂定董事會召開日期、訂定或修正董事出國考察辦法、公司內部控制申明書之認可、公司內部稽核計畫之擬定、簽證會計師之委任或解任、股東會召開時點等相關事項之訂定、公司重要主管之任免以及財務主管之任免。

3. 人力資源管理之監督 (Human) :

人力資源管理之監督包含員工退休計畫之修改與規劃、員工激勵制度、公司法律顧問之委任或解任、會計主管之任免、內部稽核主管之任免、公司重要顧問之任免、員工升遷或調職或辭職之許可。

第二、衡量積極性議案 (Aggressive)

在衡量積極性議案時，是以議事錄未歸類前為開頭，並且另設一代理變數為積極性議案，本研究認為一間公司的董事會會於開會期間積極的發揮好決策與監督功能，且在公司進行私募股權過後，積極的投資者更會提供有效的建議與努力監督，積極的討論各種可能影響公司未來發展的議案，像是如何達到公司的最適資本結構，並且同時追求股東利潤極大化。故本研究認為公司經過私募股權後，投資者會參與董事會，並且對於積極性議案的討論應該在所有總議案中所佔比例會比較高。而積極性議案包含了策略性決策、資本結構決策、公司庫藏股計畫、公司成立相關功能性委員會、訂定或修訂董事會暨經理人權責劃分表、訂定或修訂董監事或高階經理人之薪酬。

第三、衡量議案的集中度 (Concentration)

通常董事代表肩負著決策與監督的責任，決策是以代表股東權益，努力讓股東價值極大化是董事的職責，故此須把董事的個人利益置於股東利益之後；而監督則應定期召開會議，審查公司的績效、稽核公司的內部作業，以確保公司的營運正常；而在私募過後的公司因為有積極的投資者加入，其董事更會如此，故本

文認為一個如此重要的董事會是不會將公司一整年度的議案全部集中在一個類型上作討論的，而是各個種類都有，所以採用了Hirfindahl Index（賀式指數）來代表董事會的議案集中度。

$$Concentration_h = \sum_{j=1}^{n_h} P_{hj}^2$$

其中 n_h 代表 h 家公司所討論的議案總類， P_{hj} 為第 j 種議案佔總議案的百分比。當 Hirfindahl Index 越接近 1，則代表所討論的議案種類越集中，反之則越分散，本研究認為當私募股權過後，議案的集中度將會分散。

第四、其他變數的衡量

另外，本研究設立一虛擬變數 DM_i 來衡量當公司進行私募股權過後，董事會的決策型議案大於監督型議案時，會否影響公司的績效，當 DM_i 為 1 時，代表當年度董事會決策型議案大於監督型議案。而股利決策與公司治理之監督的子議案為董事會的例行性公事，故由此兩項議案中挑出公司庫藏股計畫、子公司董事或監察人之調派、公司成立相關功能性委員會、訂定或修訂董事會暨經理人權責劃分表、訂定或修訂董監事或高階經理人之薪酬、訂定董監事或高階主管退休計畫、公司重要主管之任免、財務主管之任免等子議案另外建立公司庫藏股計畫（Repurchase）與重要公司治理議案（Importance）等兩項變數來作為衡量與研究公司私募股權過後公司股權結構、董事會結構與特性以及公司特性對於公司庫藏股計畫變數與重要公司治理變數的影響。

第三節 研究工具

本實證研究係採用問卷為研究工具，以下說明採用問卷之原因及問卷之設計，採用問卷原因如下：

1. 研究對象為企業之高階管理者，由於對象眾多且拜訪不易，難以採用訪談之方式。
2. 研究目的在了解企業界對私募制度之特性，無法以個案分析之方式進行。
3. 運用郵寄問卷方式，可做廣泛性之調查。
4. 填答問卷人員，不受時間與他人之干擾，而以無記名方式填答問卷，填卷者較能深入完整及真實之答案。

本研究問卷以簡易明確之方式，說明問卷之目的即應注意事項，使填卷者更了解問卷真正之意義與內容，以利確實填答，而問卷內容發展之過程係參考國內外文獻及目前私募制度之特性而設計，問卷初期以相關文獻探討資料的整理，以及專家意見整理成初步的研究架構與問項，以求在實務操作時的相關性，本研究以問卷作為測量之工具，內容共為五題，問卷設計題項如附錄所示，問卷為求回收率提高以得較有用的數據，故郵寄問券方式結束半個月過後採取以電話與E-mail方式填寫尚未回收問卷之公司，最後將問卷所得之結果以敘述統計的方式呈現在下一章。

第四節 研究方法

本研究過程主要分成三大步驟，首先針對影響董事會議事錄內容的原因進行探討，跟著再觀看董事會議事錄內容對於公司績效的影響，以及董事會結構與特性對於公司績效的影響，本文藉著對進行私募過後的公司做董事會議案總量與各種不同性質議案的整理與歸類，加上董事會結構與特性去對於公司績效的影響進行研究與探討，並分析董事會議事錄總量、董事會結構與特性以及公司績效之間是否有因果關係。故本文建立以下之研究模型對於上述之假說進行論證。

研究模型一：

私募前後，公司股權結構改變對董事會議案內容之影響

$$\begin{aligned}
W_t = & \alpha + \beta_1 Dshare_t + \beta_2 Dshare_t^2 + \beta_3 Block_t + \beta_4 Boardsize_t + \beta_5 age_t \\
& + \beta_6 Duality_t + \beta_7 Frequency_t + \beta_8 Growth_{t-1} + \beta_9 Debt_{t-1} + \beta_{10} Size_{t-1} + \beta_{11} Mchange_t \\
& + \beta_{12} Pe_t + \beta_{13} Pe_t Dshare_t + \beta_{14} Pe_t Dshare_t^2 + \beta_{15} Pe_t Block_t + \beta_{16} Pe_t Boardsize_t \\
& + \beta_{17} Pe_t age_t + \beta_{18} Pe_t Duality_t + \beta_{19} Pe_t Frequency_t + \beta_{20} Pe_t Growth_{t-1} \\
& + \beta_{21} Pe_t Debt_{t-1} + \beta_{22} Pe_t Size_{t-1} + \beta_{23} Pe_t Mchange_t + \varepsilon_t
\end{aligned}$$

應變數 W_t 分別為：

$Content_t$ ：董事會當年度總議事數量。

$Decision_t$ ：當年度決策議案占總議事數量百分比。

$Monitor_t$ ：當年度監督議案占總議事數量百分比。

$Operation_t$ ：當年度營運決策占總議事數量百分比。

$Strategy_t$ ：當年度策略決策占總議事數量百分比。

$Finance_t$ ：當年度資本結構決策占總議事數量百分比。

$Dividend_t$ ：當年度股利決策占總議事數量百分比。

Law_t ：當年度公司條文之監督占總議事數量百分比。

$Governance_t$ ：當年度公司治理之監督占總議事數量百分比。

$Human_t$ ：當年度人力資源管理之監督占總議事數量百分比。

$Re purchase_t$ ：當年度公司購回庫藏股計畫占總議事數量百分比。

$Im por tance_t$ ：當年度公司重要公司治理占總議事數量百分比。

$Aggressive_t$ ：當年度積極性議案占總議事數量百分比。

$Concentration_t$ ：當年度議案集中程度。

自變數為

$Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。

$Dshare_t^2$ ：為 $Dshare_t$ 取其平方。

$Frequency_t$ ：當年度董事會的開會次數。

$Block_t$ ：當年度內部股東持股百分比。

$Boardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模，董事會規模以董事會人數為代表。

Age_t ：當年度公司成立年限。

$Duality_t$ ：當年度公司的董事長是否兼任執行長，為一虛擬變數，1 代表有，0 代表無。

$Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會以公司總資產成長率為代表。

$Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。

$Size_{t-1}$ ：前一年度公司規模以公司總資產取對數值為代表。

$Mchange_t$ ：當年度公司的執行長是否有所異動，為一虛擬變數，1 代表有，0 代表無。

Pe_t ：公司進行私募股權前後，為一虛擬變數，1 代表私募股權進行後，0 代表私募股權進行前。

研究模型二：

私募前後，董事會議案內容之變動對績效之影響

$$Y_t = \alpha + \beta_1 Dshare_t + \beta_2 Block_t + \beta_3 Debt_{t-1} + \beta_4 Size_{t-1} + \beta_5 W_t + \beta_6 Pe_t \\ + \beta_7 Pe_t W_t + \beta_8 Pe_t Block + \beta_9 D1 + \beta_{10} D2 + \beta_{11} D3 + \beta_{12} Pe_t D1 \\ + \beta_{13} Pe_t D2 + \beta_{14} Pe_t D3 + \varepsilon_i$$

應變數 Y_t 分別為

ROA_t ：當年度公司資產報酬率，[稅後淨利+利息費用 × (1-稅率)] ÷ 平均資產總額。

$Return_t$ ：當年度公司異常報酬率，異常報酬率為公司當年度股票報酬率減去大盤指數報酬率。

自變數 W_t 分別為

$Content_t$ ：董事會當年度總議事數量。

$Decision_t$ ：當年度決策議案占總議事數量百分比。

$Monitor_t$ ：當年度監督議案占總議事數量百分比。

$Operation_t$ ：當年度營運決策占總議事數量百分比。

$Strategy_t$ ：當年度策略決策占總議事數量百分比。

$Finance_t$ ：當年度資本結構決策占總議事數量百分比。

$Dividend_t$ ：當年度股利決策占總議事數量百分比。

Law_t ：當年度公司條文之監督占總議事數量百分比。

$Governance_t$ ：當年度公司治理之監督占總議事數量百分比。

$Human_t$ ：當年度人力資源管理之監督占總議事數量百分比。

$Aggressive_t$ ：當年度積極性議案占總議事數量百分比。

$Concentration_t$ ：當年度議案集中程度。

DM_t ：一個虛擬變數，當年度決策議案減去監督議案大於 0 則為 1，小於 0 則為 0。

控制變數為

$Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。

$Block_t$ ：當年度內部股東持股百分比。

$Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。

$Size_{t-1}$ ：前一年度公司規模以公司總資產取對數值為代表。

Pe_t ：公司進行私募股權前後，為一虛擬變數，1 代表私募股權進行後，0 代表私募股權進行前。

$D1$ ：為一虛擬變數，1 代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例下降，0 代表進行私募後無此狀況。

$D2$ ：為一虛擬變數，1 代表公司進行私募後，內部股東持股比例下降，董監事持股比例上升，0 代表進行私募後無此狀況。

$D3$ ：為一虛擬變數，1 代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例上升，0 代表進行私募後無此狀況。

研究模型三：

私募前後，董事會結構與特性之變動對績效之影響

$$Y_t = \alpha + \beta_1 Dshare_t + \beta_2 Dshare_t^2 + \beta_3 Block_t + \beta_4 Boardsize_t + \beta_5 age_t + \beta_6 Duality_t + \beta_7 Frequency_t + \beta_8 Growth_{t-1} + \beta_9 Debt_{t-1} + \beta_{10} Size_{t-1} + \beta_{11} Mchange_t + \beta_{12} Pe_t + \beta_{13} Pe_t Dshare_t + \beta_{14} Pe_t Dshare_t^2 + \beta_{15} Pe_t Block_t + \beta_{16} Pe_t Boardsize_t + \beta_{17} Pe_t age_t + \beta_{18} Pe_t Duality_t + \beta_{19} Pe_t Frequency_t + \beta_{20} Pe_t Growth_{t-1} + \beta_{21} Pe_t Debt_{t-1} + \beta_{22} Pe_t Size_{t-1} + \beta_{23} Pe_t Mchange_t + \varepsilon_t$$

應變數 Y_t 分別為

ROA_t ：當年度公司資產報酬率， $[稅後淨利 + 利息費用 \times (1 - 稅率)] \div$ 平均資產總額。

$Return_t$ ：當年度公司異常報酬率，異常報酬率為公司當年度股票報酬率減去大盤指數報酬率。

自變數為

$Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。

$Dshare_t^2$ ：為 $Dshare_t$ 取其平方。非線性相關 而是有關係(曲線相關)

$Frequency_t$ ：當年度董事會的開會次數。

$Block_t$ ：當年度內部股東持股百分比。

$Boardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模，董事會規模以董事會人數為代表。

Age_t ：當年度公司成立年限。

$Duality_t$ ：當年度公司的董事長是否兼任執行長，為一虛擬變數，1 代表有，0 代表無。

$Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會以公司總資產成長率為代表。

$Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。

$Size_{t-1}$ ：前一年度公司規模以公司總資產取對數值為代表。

$Mchange_t$ ：當年度公司的執行長是否有所異動，為一虛擬變數，1 代表有，0 代表無。

Pe_t ：公司進行私募股權前後，為一虛擬變數，1 代表私募股權進行後，0 代表私募股權進行前。

研究模型四：

董事會議事錄內容、董事會結構與特性、公司績效之間的因果關係

$$Content_t = \alpha + \beta_1 Y_t + \beta_2 Z_t + \beta_3 Pe_t + \beta_4 Pe_t Y_t + \beta_5 Pe_t Z_t + \beta_6 Block_t ; \\ + \beta_7 Size_{t-1} + \beta_8 Debt_{t-1} + \varepsilon_i$$

$$Y_t = \alpha + \beta_1 Content_t + \beta_2 Z_t + \beta_3 Pe_t + \beta_4 Pe_t Content_t + \beta_5 Pe_t Z_t + \beta_6 Dshare_t ; \\ + \beta_7 Size_{t-1} + \beta_8 Debt_{t-1} + \varepsilon_i$$

$$Z_t = \alpha + \beta_1 Content_t + \beta_2 Y_t + \beta_3 Pe_t + \beta_4 Pe_t Content_t + \beta_5 Pe_t Y_t + \beta_6 Dshare_t \\ + \beta_7 Block_t + \beta_8 Growth_{t-1} + \varepsilon_i$$

內生變數為：

$Content_t$ ：董事會當年度總議事數量。

其中內生變數 Y_t 為：

ROA_t ：當年度公司資產報酬率， $[稅後淨利 + 利息費用 \times (1 - 稅率)] \div 平均資產總額$ 。

$Return_t$ ：當年度公司異常報酬率，異常報酬率為公司當年度股票報酬率減去大盤指數報酬率。

內生變數 Z_t 為：

$Boardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模，董事會規模以董事會人數為代表。

$Frequency_t$ ：當年度董事會的開會次數。

內生變數共有 $Content_t$ 、 Y_t 、 Z_t 。

外生變數為：

$Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。

$Block_t$ ：當年度內部股東持股百分比。

Pe_t ：公司進行私募股權前後，為一虛擬變數，1 代表私募股權進行後，0 代表私募股權進行前。

$Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會以公司總資產成長率為代表。

$Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。

$Size_{t-1}$ ：前一年度公司規模以公司總資產取對數值為代表。

本研究最後用兩階段最小平方法，希望能藉由聯立方程組對於三者同期之間能夠有更深層的認識，但是在進行兩階段最小平方法開始之前，需要先檢驗是否符合判定條件（Identification Condition），檢定公式如下：

$$N^{pr} + N^{en} - (n^{pr} - n^{en}) \geq N^{en} - 1$$
$$\Rightarrow N^{pr} - n^{pr} \geq n^{en} - 1$$

內生變數為本文主要檢測因果關係的變數，是為董事會議事錄的總議案量、董事會結構與特性以及公司績效三者之間；而預先決定的則為外生變數，基本上是意義上且不具共線性的變數，而外生變數的挑選則是選取議事錄內容與績效多者的變數，依照上述公式，大於者代表過度判定 (over-identified)，等於者為適度判定 (just-identified)，小於者則為無法判定 (under-identified)，唯有大於或者等於者，方程式才有解。

變數名稱	變數說明
N^{pr}	整體模型中，預先決定的變數數目。
N^{en}	整體模型中，內生變數的數目。
n^{pr}	單一方程式中，預先決定的變數數目。
n^{en}	單一方程式中，內生變數的數目。

第五章 實證結果與分析

第一節 樣本選取標準與樣本期間

本研究期間由民國 91 年至民國 97 年 10 月 30 日之前於公開資訊觀測站公告之董事會決議私募普通股之上市上櫃的公開發行公司來做為基本樣本公司，一方面發放問卷，一方面選取樣本前後兩年所發布的年報中有記載董事會議事錄內容或者公司有自行公開董事會議事錄內容，如果公司有明確的揭露討論議案者，則納入分析之樣本公司，但是若只有於年報公佈該年董事會同意通過之議案或公開董事會議事錄內容，可是議事錄討論的議案順序或議事錄的會議名稱不連貫而有遺漏者，則予以剔除分析之樣本公司，另為了增加更多的有效樣本，同時從公司網頁之投資人連絡網寄信給公司，望能有董事會議事錄的內容，經由上述的篩選與搜尋過程後，挑出最後有效樣本共有 58 家公司，其餘變數資料之選取則取自台灣經濟新報資料庫（TEJ）與 CMoney 投資決策系統。

第二節 問卷統計與分析

本節將先呈現本研究問卷的樣本結構與各變項間的平均數與標準差，以對樣本資料作一敘述性的分析說明。再以 EViews 統計軟體處理觀察資料，將其結果彙整並說明本研究架構的問卷目的。

本節依照回收問卷之私募各項特性，依照填卷公司的私募原因、私募活動時間、私募對象、私募的折溢價、私募轉售期間，分別說明並彙總如圖 5-1 至圖 5-5。本研究總計發出 266 份問卷，回收總數 55 份，並進行網路催收問卷，剔除無效問卷，共得有效問卷 65 份，現將問卷分析如下，如圖 5-1，我們可以看出台灣公司進行私募的公司多以能夠快速取得資金為目的，再搭配圖 5-7 一起看，不難發現進行私募的公司以電子產業為主，所以快速取得資金自然為其主要的目

的，而圖 5-2 看出一般私募進行天數多以超過 150 天為主，估計是由於台灣的法規加上要經過董事會決議通過，再經過報備股東會、找尋對象、繳納股款一連串的原因之故，而圖 5-3 我們可知台灣目前的私募公司之對象多以內部人與外部有資金實力者為主，較少考慮業務法人（業務對象）與未來有業務者，圖 5-4 則可以支持以往私募折價之文獻，圖 5-5 結合圖 5-3 來看，可以發現私募過了轉售期間仍然持有是由於持有者多為內部人，而內部人多不以短期賺得報酬為主。

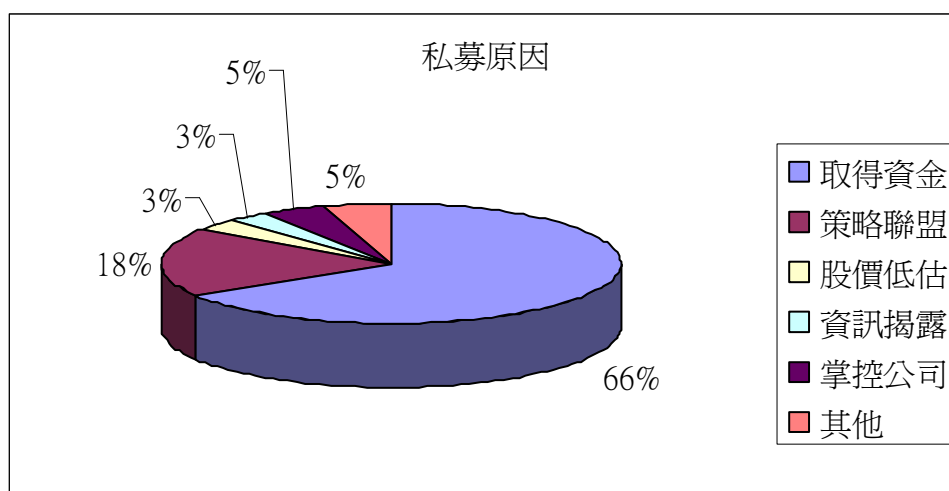


圖 5-1 私募原因分配圖

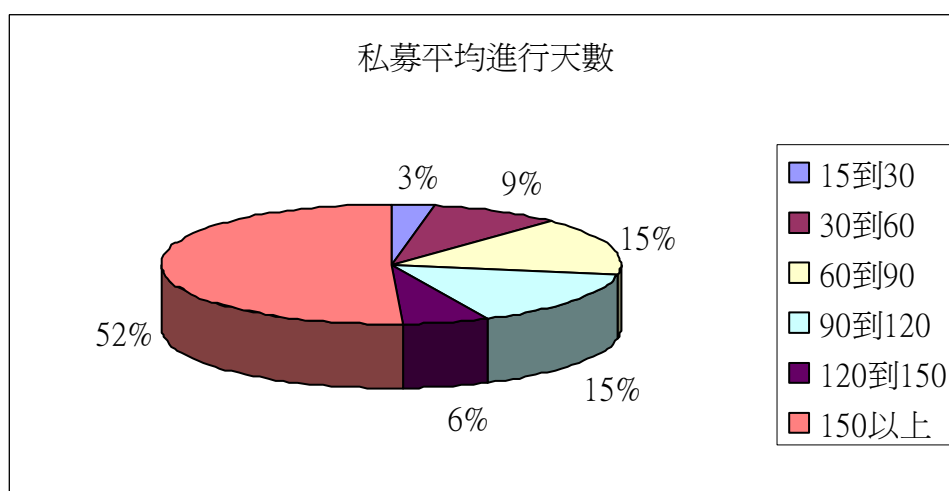


圖 5-2 私募平均進行天數分配圖

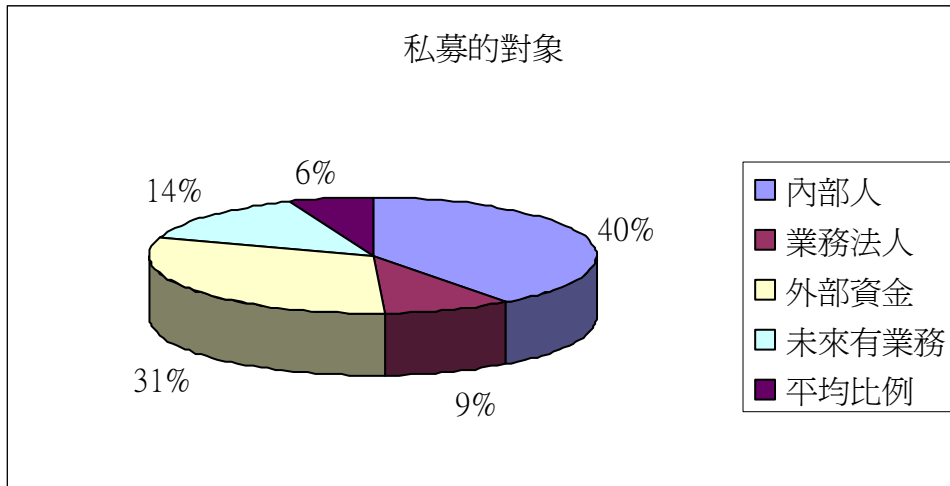


圖 5-3 私募對象分配圖

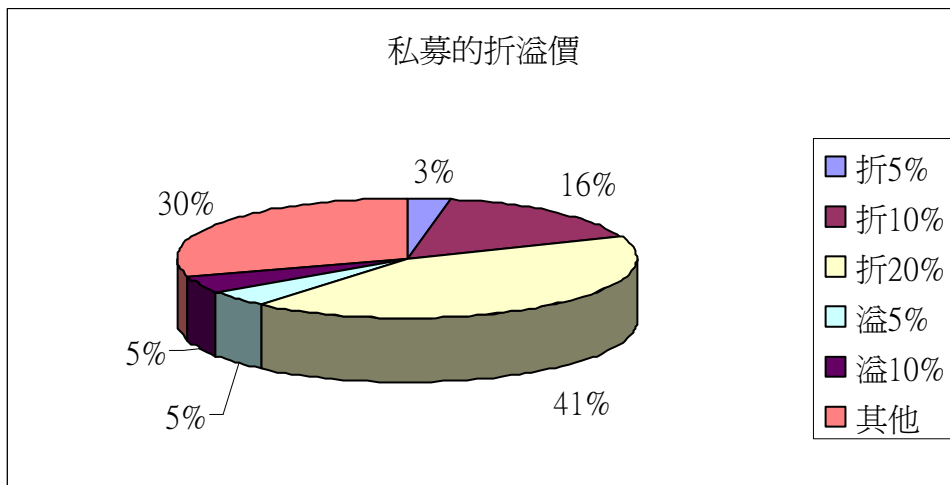


圖 5-4 私募折溢價分配圖

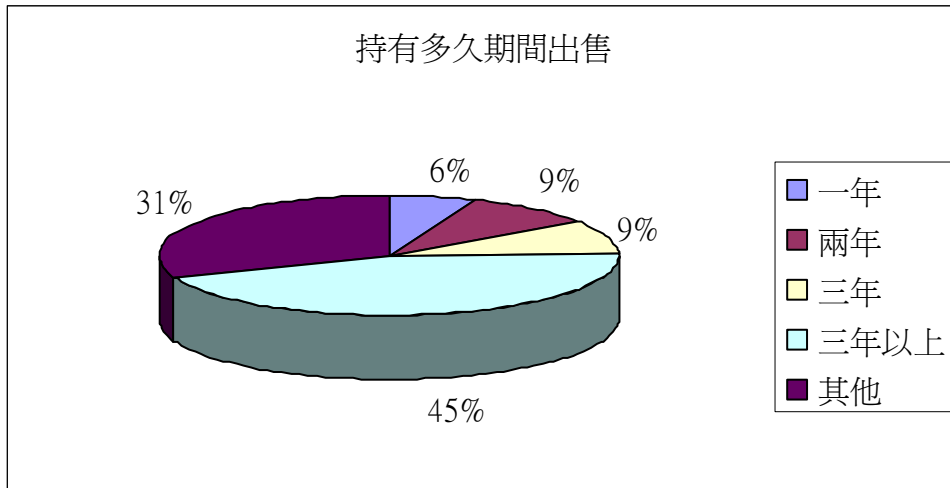


圖 5-5 私募平均持有股權多久出售分配圖

第三節 敘述統計分析

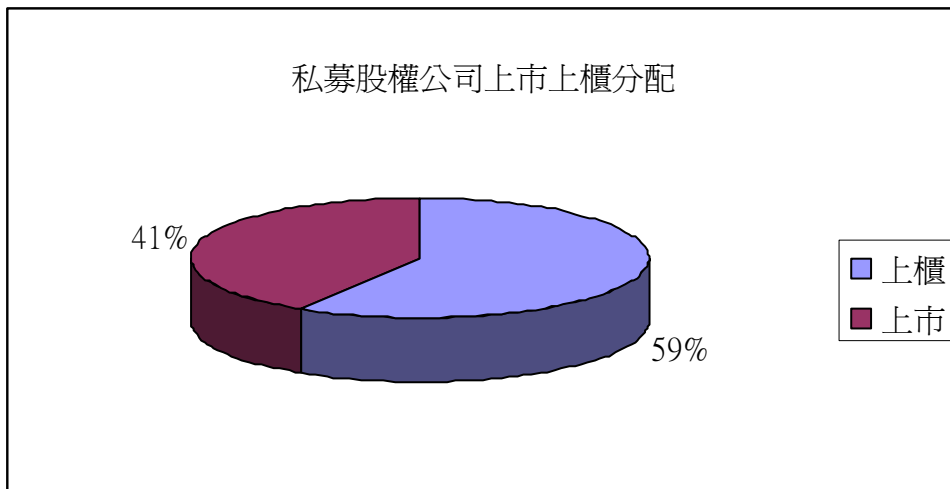


圖 5-6 私募股權公司上市上櫃分配圖

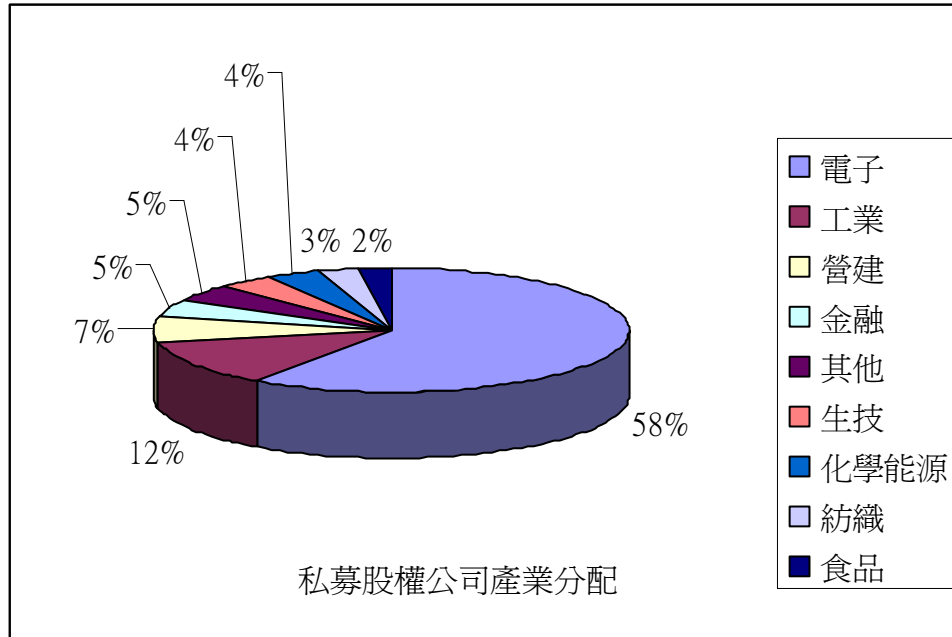


圖 5-7 私募股權公司產業分配圖

藉由圖 5-6 可以看出在 266 個樣本公司中，上櫃公司佔了樣本總數的 59%，而上市公司則佔了樣本總數的 41%，與許雪芳（2003）所研究的上櫃公司佔 69% 明顯的比例有些下降，推估是由於上櫃公司轉為上市公司的關係。而由圖 5-7 可以看出在樣本公司中，電子業佔了樣本總數的 58%，其次是工業，工業佔了 12%，最少的則是食品業，僅僅佔了樣本總數的 2%。跟著本文針對私募股權前後，公司股權結構、董事會結構、董事會特性與公司特性對於董事會議事錄內容的影響作敘述統計分析，其結果如表 5-1 所示。在總樣本共 58 家公司當中，私募前董事會規模平均數為 6.828 人，私募後小幅增加至 6.853 人，而私募前後在公司董事會開會次數方面，也從平均 6.224 次增加到 8.353 次，而在經理人替換方面，也有數據顯示私募股權過後，經理人亦被更換，而私募股權前，在公司成立年限方面，中位數為 17.5 年，最小值為 2 年，最大值為 56 年，可知不論各種產業生命週期的公司皆有可能需要私募。

表5-1 影響議事內容之變數與議事內容變數在私募前後期敘述統計表

變數說明： $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $Frequency_t$ ：當年度董事會的開會次數。 $Block_t$ ：當年度內部股東持股百分比。 $Boardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模。 Age_t ：當年度公司成立年限。 $Duality_t$ ：當年度公司的董事長是否兼任執行長，為一虛擬變數，1代表有，0代表無。 $Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $Size_{t-1}$ ：前一年度公司規模。 $Mchange_t$ ：當年度公司的執行長是否有所異動，為一虛擬變數，1代表有，0代表無。 Pe_t ：公司進行私募股權前後，為一虛擬變數，1代表私募股權進行後，0代表私募股權進行前。 $Content_t$ ：董事會當年度總議事數量。 $Decision_t$ ：當年度決策議案占總議事數量百分比。 $Monitor_t$ ：當年度監督議案占總議事數量百分比。 $Operation_t$ ：當年度營運決策占總議事數量百分比。 $Strategy_t$ ：當年度策略決策占總議事數量百分比。 $Finance_t$ ：當年度資本結構決策占總議事數量百分比。 $Dividend_t$ ：當年度股利決策占總議事數量百分比。 Law_t ：當年度公司條文之監督占總議事數量百分比。 $Governance_t$ ：當年度公司治理之監督占總議事數量百分比。 $Human_t$ ：當年度人力資源管理之監督占總議事數量百分比。 $Repurchase_t$ ：當年度公司購回庫藏股計畫占總議事數量百分比。 $Importance_t$ ：當年度公司重要公司治理占總議事數量百分比。 $Aggressive_t$ ：當年度積極性議案占總議事數量百分比。 $Concentration_t$ ：當年度議案集中程度。 DM_t ：一個虛擬變數，當年度決策議案減去監督議案大於0則為1，小於0則為0。 ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。

	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
公司股權結構（私募前）					
$Dshare_t$ (%)	22.761	20.145	12.362	5.520	60.000
$Dshare_t^2$	669.550	405.920	720.605	30.470	3600.000
$Block_t$ (%)	32.560	29.485	18.751	0.350	80.290
公司股權結構（私募後）					
$Dshare_t$ (%)	23.635	23.365	12.749	3.640	57.000
$Dshare_t^2$	719.757	549.926	744.404	13.250	3249.000
$Block_t$ (%)	31.310	29.570	19.686	3.640	108.130
董事會組成結構（私募前）					
$Boardsize_t$	6.828	7.000	2.568	3.000	21.000
$Duality_t$	0.353	0.000	0.480	0.000	1.000
$Frequency_t$	6.224	6.000	2.844	2.000	20.000
$Mchange_t$	0.371	0.000	0.485	0.000	1.000
董事會組成結構（私募後）					
$Boardsize_t$	6.853	7.000	2.180	4.000	15.000
$Duality_t$	0.397	0.000	0.491	0.000	1.000
$Frequency_t$	8.353	7.000	3.686	3.000	21.000
$Mchange_t$	0.474	0.000	0.501	0.000	1.000

公司特性 (私募前)					
Age_t	19.259	17.500	10.450	2.000	56.000
$Growth_{t-1}$	0.406	1.195	23.884	-65.380	65.380
$Debt_{t-1}(\%)$	53.952	54.530	22.707	1.380	97.310
$Size_{t-1}$	15.420	15.063	1.838	12.707	21.009
公司特性 (私募後)					
Age_t	22.259	20.500	10.450	5.000	59.000
$Growth_{t-1}$	0.337	-0.565	26.651	-70.130	134.32
$Debt_{t-1}(\%)$	55.741	55.005	23.365	3.980	162.640
$Size_{t-1}$	15.413	15.014	2.129	12.196	21.573
董事會議事數量、種類與性質 (私募前)					
$Content_t$	31.671	26.000	19.627	5.000	96.000
$Decision_t(\%)$	66.515	67.000	12.512	26.000	100.000
$Monitor_t(\%)$	33.485	33.000	12.512	0.000	74.000
DM_t	0.915	1.000	0.281	0.000	1.000
$Operation_t(\%)$	24.529	22.250	10.770	7.000	60.000
$Strategy_t(\%)$	8.746	6.000	9.008	0.000	38.500
$Finance_t(\%)$	21.763	20.250	10.766	0.000	57.000
$Dividend_t(\%)$	11.538	9.500	7.858	3.000	43.000
$Law_t(\%)$	17.477	16.500	10.317	0.000	51.500
$Governance_t(\%)$	13.584	13.500	8.342	0.000	37.500
$Human_t(\%)$	2.421	0.000	3.083	0.000	11.800
$Re purchase_t(\%)$	1.882	0.000	3.246	0.000	13.300
$Im por tan ce_t(\%)$	2.490	0.000	3.600	0.000	20.000
$Aggressive_t(\%)$	34.339	33.000	11.711	14.000	66.600
$Concentration_t(\%)$	23.379	21.555	5.441	15.900	44.000
董事會議事數量、種類與性質 (私募後)					
$Content_t$	43.659	38.000	21.603	14.000	112.000
$Decision_t(\%)$	60.252	61.000	9.569	34.000	87.500
$Monitor_t(\%)$	39.748	39.000	9.569	12.500	66.000
DM_t	0.829	1.000	0.379	0.000	1.000
$Operation_t(\%)$	19.351	18.750	6.482	6.000	43.000
$Strategy_t(\%)$	8.732	7.000	8.329	0.000	48.000
$Finance_t(\%)$	23.972	23.000	9.577	5.000	50.000
$Dividend_t(\%)$	8.232	7.000	5.490	1.500	31.000
$Law_t(\%)$	16.875	16.000	7.015	4.000	38.000
$Governance_t(\%)$	19.470	18.500	7.435	5.000	42.000

$Human_t$ (%)	3.363	3.000	3.248	0.000	13.000
$Re\ purchase_t$ (%)	1.641	0.000	3.439	0.000	21.000
$Im\ por\ tance_t$ (%)	2.401	1.650	2.678	0.000	10.700
$Aggressive_t$ (%)	29.585	27.900	9.731	12.000	58.000
$Concentration_t$ (%)	21.121	20.655	3.431	15.300	30.380
公司績效 (私募前)					
ROA_t	7.297	0.795	29.379	-68.350	94.430
$Return_t$	-16.398	-20.732	45.536	-111.659	124.226
公司績效 (私募後)					
ROA_t	-0.655	0.205	23.524	-119.310	76.200
$Return_t$	-7.175	-14.010	40.348	-98.195	139.095
總樣本數	58家				

表5-2 影響議事內容之變數與議事內容變數在私募前後期之T檢定表

變數說明： $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $Frequency_t$ ：當年度董事會的開會次數。 $Block_t$ ：當年度內部股東持股百分比。 $Boardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模。 $Duality_t$ ：當年度公司的董事長是否兼任執行長，為一虛擬變數，1代表有，0代表無。 $Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $Size_{t-1}$ ：前一年度公司規模。 $Mchange_t$ ：當年度公司的執行長是否有所異動。 $Content_t$ ：董事會當年度總議事數量。 $Decision_t$ ：當年度決策議案占總議事數量百分比。 $Monitor_t$ ：當年度監督議案占總議事數量百分比。 $Operation_t$ ：當年度營運決策占總議事數量百分比。 $Strategy_t$ ：當年度策略決策占總議事數量百分比。 $Finance_t$ ：當年度資本結構決策占總議事數量百分比。 $Dividend_t$ ：當年度股利決策占總議事數量百分比。 Law_t ：當年度公司條文之監督占總議事數量百分比。 $Governance_t$ ：當年度公司治理之監督占總議事數量百分比。 $Human_t$ ：當年度人力資源管理之監督占總議事數量百分比。 $Re\ purchase_t$ ：當年度公司購回庫藏股計畫占總議事數量百分比。 $Im\ por\ tance_t$ ：當年度公司重要公司治理占總議事數量百分比。 $Aggressive_t$ ：當年度積極性議案占總議事數量百分比。 $Concentration_t$ ：當年度議案集中程度。 DM_t ：一個虛擬變數，當年度決策議案減去監督議案大於0則為1，小於0則為0。 ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。

變數	變異數檢定	平均數之T檢定
$Dshare_t$ (%)	變異數相等	前後期沒有顯著差異
$Block_t$ (%)	變異數相等	前後期沒有顯著差異
$Boardsize_t$	變異數不相等	前後期沒有顯著差異
$Duality_t$	變異數相等	前後期沒有顯著差異
$Frequency_t$	變異數不相等	前後期有顯著差異
$Mchange_t$	變異數相等	前後期沒有顯著差異
$Growth_{t-1}$	變異數相等	前後期沒有顯著差異

$Debt_{t-1}(\%)$	變異數相等	前後期沒有顯著差異
$Size_{t-1}$	變異數不相等	前後期沒有顯著差異
$Content_t$	變異數相等	前後期有顯著差異
$Decision_t(\%)$	變異數不相等	前後期有顯著差異
$Monitor_t(\%)$	變異數不相等	前後期有顯著差異
DM_t	變異數不相等	前後期沒有顯著差異
$Operation_t(\%)$	變異數不相等	前後期沒有顯著差異
$Strategy_t(\%)$	變異數相等	前後期沒有顯著差異
$Finance_t(\%)$	變異數相等	前後期沒有顯著差異
$Dividend_t(\%)$	變異數不相等	前後期有顯著差異
$Law_t(\%)$	變異數不相等	前後期沒有顯著差異
$Governance_t(\%)$	變異數相等	前後期有顯著差異
$Human_t(\%)$	變異數相等	前後期沒有顯著差異
$Re purchase_t(\%)$	變異數相等	前後期沒有顯著差異
$Im por tance_t(\%)$	變異數不相等	前後期沒有顯著差異
$Aggressive_t(\%)$	變異數相等	前後期有顯著差異
$Concentration_t(\%)$	變異數不相等	前後期有顯著差異
ROA_t	變異數不相等	前後期有顯著差異
$Return_t$	變異數相等	前後期沒有顯著差異

至於董事會議案種類方面，平均而言，不論是私募前後，主要還是以決策種類的議案為主，但是私募過後，監督種類的議案卻有增加的趨勢，這個趨勢由 DM_t 這個變數也可以看的出來，若將議案內容依照性質分成七小類來看的話，私募前後均以公司營運性決策議案與融資性決策議案為主，只是在私募股權之前，兩者較為平均，皆在22%左右，在私募股權之後，融資性決策議案相對而言增加了，而公司治理之監督議案與公司條文之監督議案則僅次於前面兩者，關於公司績效方面， ROA_t 在私募股權之後明顯的下降了，推估會有此種結果的原因在於公司受到2007年到2009年全球金融風暴的原因，而 $Return_t$ 則明顯的上升了，符合一般文獻所述的宣告效果。

為了觀看私募對於各項變數的影響，故針對各項變數進行平均數的T檢定，但在T檢定前先針對各項變數做變異數檢定，並將各項變數所做的檢定列成表5-2，由表5-2我們可以看出開會次數、總議案數量、決策性議案的討論比例、監

督性議案的討論比例、股利議案的討論比例、公司治理之監督型議案的討論比例、積極型議案的討論比例、議案集中度、ROA在私募前後期確實有所差異。

第四節 探討私募後，影響議事錄內容之原因

為避免自變數存在高度的相關性而降低自變數對於模型的解釋能力，故本文先計算出自變數的相關係數矩陣，觀察自變數間的相關情形。當相關係數絕對值介於0.4至0.69時為中度相關，介於0.7至0.99時為高度相關。藉由皮爾森相關係數表5-3可知， $Block_t$ 與 $Dshare_t$ 呈現高度正相關，而 $Duality_t$ 與 $Boardsize_t$ 呈現輕微的中度負相關， $Frequency_t$ 與 Pe_t 呈現輕微的中度正相關， $Size_{t-1}$ 與 $Dshare_t$ 、 $Block_t$ 、 Age_t 呈現中度負相關，與 $Boardsize_t$ 、 $Growth_{t-1}$ 呈現中度正相關，故本文以 $Size_{t-1}$ 為應變數，去和 $Dshare_t$ 、 $Block_t$ 、 $Boardsize_t$ 、 Age_t 、 $Growth_{t-1}$ 進行迴歸， $Block_t$ 為應變數， $Dshare_t$ 為自變數，然後進行迴歸， $Frequency_t$ 為應變數， Pe_t 為自變數，然後進行迴歸， $Boardsize_t$ 為應變數， $Duality_t$ 為自變數，然後進行迴歸，將此三個模型迴歸後的殘差帶回模型一與三來取代原來的變數。當做完迴歸分析以後再做一次皮爾森相關係數分析，其結果如表5-4所示，結果發現已經解決了自變數間的共線性問題，以rblock取代 $Block_t$ ，以rboardsize取代 $Boardsize_t$ ，以rfrequency取代 $Frequency_t$ ，以rsize取代 $Size_{t-1}$ ，但本文為了研究董監事持股比例在私募前後與議案內容是否存在非線性關係，所以並無解決董監事持股比例與董監事持股比例取平方兩變數間的共線性問題。

表5-3 原始變數皮爾森相關係數表

變數說明： $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $Frequency_t$ ：當年度董事會的開會次數。 $Block_t$ ：當年度內部股東持股百分比。 $Boardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模，董事會規模以董事會人數為代表。 Age_t ：當年度公司成立年限。 $Duality_t$ ：當年度公司的董事長是否兼任執行長，為一虛擬變數，1代表有，0代表無。 $Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會以公司總資產成長率為代表。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $Size_{t-1}$ ：前一年度公司規模以公司總資產取對數值為代表。 $Mchange_t$ ：當年度公司的執行長是否有所異動，為一虛擬變數，1代表有，0代表無。 Pe_t ：公司進行私募股權前後，為一虛擬變數，1代表私募股權進行後，0代表私募股權進行前。

	DSHARE	DSHARE2	BLOCK	BOARDSIZE	DUALITY	FREQUENCY	MCHANGE	AGE	GROWTH	DEBT	SIZE	PE
DSHARE	1.000	0.966	0.871***	-0.160	0.094	-0.161	0.051	0.252	-0.138	-0.114	-0.496**	0.046
DSHARE2	0.966	1.000	0.832	-0.139	0.100	-0.158	0.053	0.199	-0.110	-0.086	-0.430	0.036
BLOCK	0.871***	0.832	1.000	-0.242	0.185	-0.196	0.032	0.293	-0.116	-0.110	-0.483**	-0.020
BOARDSIZE	-0.160	-0.139	-0.242	1.000	-0.390**	-0.018	-0.003	-0.294	0.231	0.045	0.601***	-0.018
DUALITY	0.094	0.100	0.185	-0.390**	1.000	0.175	-0.183	0.154	-0.156	-0.028	-0.301	0.004
FREQUENCY	-0.161	-0.158	-0.196	-0.018	0.175	1.000	-0.185	-0.057	-0.061	0.000	0.067	0.367**
MCHANGE	0.051	0.053	0.032	-0.003	-0.183	-0.185	1.000	-0.231	-0.056	0.218	-0.075	0.093
AGE	0.252	0.199	0.293	-0.294	0.154	-0.057	-0.231	1.000	-0.122	-0.205	-0.428**	0.143
GROWTH	-0.138	-0.110	-0.116	0.231	-0.156	-0.061	-0.056	-0.122	1.000	-0.136	0.380**	-0.003
DEBT	-0.114	-0.086	-0.110	0.045	-0.028	0.000	0.218	-0.205	-0.136	1.000	0.143	0.049
SIZE	-0.496**	-0.430	-0.483**	0.601***	-0.301	0.067	-0.075	-0.428**	0.380**	0.143	1.000	-0.002
PE	0.046	0.036	-0.020	-0.018	0.004	0.367**	0.093	0.143	-0.003	0.049	-0.002	1.000

表5-4 消去共線性後的皮爾森相關係數表

變數說明： $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RFrequency_t$ ：當年度董事會的開會次數與私募虛擬變數迴歸後的殘差。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $RBoardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模與當年度董事長是否兼任執行長迴歸後的殘差。 Age_t ：當年度公司成立年限。 $Duality_t$ ：當年度公司的董事長是否兼任執行長，為一虛擬變數，1代表有，0代表無。 $Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比、董事會規模、公司成立年限及前一年度公司成長機會迴歸後的殘差。 $Mchange_t$ ：當年度公司的執行長是否有所異動。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。

	DSHARE	DSHARE2	RBLOCK	RBOARDSIZE	DUALITY	RFREQUENCY	MCHANGE	AGE	GROWTH	DEBT	RSIZE	PE
DSHARE	1.000	0.966	0.000	-0.133	0.094	-0.191	0.051	0.252	-0.138	-0.114	0.000	0.046
DSHARE2	0.966	1.000	-0.019	-0.108	0.100	-0.184	0.053	0.199	-0.110	-0.086	0.046	0.036
RBLOCK	0.000	-0.019	1.000	-0.139	0.209	-0.074	-0.026	0.150	0.007	-0.023	0.000	-0.122
RBOARDSIZE	-0.133	-0.108	-0.139	1.000	0.000	0.066	-0.080	-0.254	0.185	0.038	-0.025	-0.018
DUALITY	0.094	0.100	0.209	0.000	1.000	0.187	-0.183	0.154	-0.156	-0.028	-0.058	0.004
RFREQUENCY	-0.191	-0.184	-0.074	0.066	0.187	1.000	-0.235	-0.117	-0.064	-0.019	0.006	0.000
MCHANGE	0.051	0.053	-0.026	-0.080	-0.183	-0.235	1.000	-0.231	-0.056	0.218	-0.137	0.093
AGE	0.252	0.199	0.150	-0.254	0.154	-0.117	-0.231	1.000	-0.122	-0.205	0.000	0.143
GROWTH	-0.138	-0.110	0.007	0.185	-0.156	-0.064	-0.056	-0.122	1.000	-0.136	0.000	-0.003
DEBT	-0.114	-0.086	-0.023	0.038	-0.028	-0.019	0.218	-0.205	-0.136	1.000	0.114	0.049
RSIZE	0.000	0.046	0.000	-0.025	-0.058	0.006	-0.137	0.000	0.000	0.114	1.000	0.081
PE	0.046	0.036	-0.122	-0.018	0.004	0.000	0.093	0.143	-0.003	0.049	0.081	1.000

表5-5 分析影響董事會總議事數量之原因

變數說明： $Content_t$ ：董事會當年度總議事數量。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RFrequency_t$ ：當年度董事會的開會次數與私募虛擬變數迴歸後的殘差。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $RBoardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模與當年度董事長是否兼任執行長迴歸後的殘差。 Age_t ：當年度公司成立年限。 $Duality_t$ ：當年度公司的董事長是否兼任執行長，為一虛擬變數，1代表有，0代表無。 $Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比、董事會規模、公司成立年限及前一年度公司成長機會迴歸後的殘差。 $Mchange_t$ ：當年度公司的執行長是否有所異動。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。

變數	$Content_t$	
	B之估計值	P-value.
DSHARE	0.936	0.145
DSHARE2	-0.013	0.225
RBLOCK	-0.299	0.231
RBOARDSIZE	0.355	0.747
AGE	-0.196	0.400
DUALITY	6.198	0.117
RFREQUENCY	4.135***	0.000
GROWTH	0.087	0.247
DEBT	0.014	0.875
RSIZE	-2.788*	0.057
MCHANGE	1.931	0.626
PE	38.716***	0.006
PE*DSHARE	-1.651**	0.050
PE*DSHARE2	0.030**	0.044
PE*RBLOCK	0.208	0.488
PE*RBOARDSIZE	0.197	0.889
PE*AGE	0.101	0.746
PE*DUALITY	-14.771**	0.004
PE*RFREQUENCY	-0.548	0.451
PE*GROWTH	-0.094	0.287
PE*DEBT	-0.053	0.651
PE*RSIZE	-1.960	0.288

PE*MCHANGE	-2.589	0.623
常數	18.761*	0.083
Adjusted R-squared	0.495	
Durbin-Watson stat	0.920	

跟著本文利用第四章所建立之模型一去進行實證分析，實證結果如表5-4所示，由表5-5可以看出，影響董事會議事數量的變數有董事會開會次數、公司前一期規模以及私募這個因素，因此我們可以得出當開會次數越多的時候，就會有越多的議案需要被討論，否則就無需要召開那麼多次的董事會議；而當公司前一期規模越大，公司越穩固，則越不需要討論議案；當私募過後，有越多事情要處理，則越多的議案被討論。同時當私募過後，董監事持股比例對於總議案的影響由正相關轉為負相關，它們之間的關係也從到U型的非線性關係變成為U型的線性關係，當年度董事長是否兼任執行長對於總議案的討論也從正影響變成負影響。

接著本文將研究公司股權結構、董事會結構與特性和公司特性對於董事會議案性質的影響。而在議案內容分成決策與監督兩類時，其實證的結果如表5-6所示，而我們可以由表5-6看出決策議案與監督議案同時受到公司成立年限和私募與公司成立年限之交乘項的變數影響，我們可以得出當公司成立年限越高，其決策議案的討論數量會增加，相對而言，監督議案的討論數量則會減少；而私募與公司成立年限之交乘項亦是，當公司進行私募過後，公司成立年限越久，則決策性議案的討論數量會越少，反之，監督性議案的討論數量則會越多。

表5-6 影響決策與監督兩種類別的原因

變數說明： $Decision_t$ ：當年度決策議案占總議事數量百分比。 $Monitor_t$ ：當年度監督議案占總議事數量百分比。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RFrequency_t$ ：當年度董事會的開會次數與私募虛擬變數迴歸後的殘差。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $RBoardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模與當年度董事長是否兼任執行長迴歸後的殘差。 Age_t ：當年度公司成立年限。 $Duality_t$ ：當年度公司的董事長是否兼任執行長，為一虛擬變數，1代表有，0代表無。 $Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比、董事會規模、公司成立年限及前一年度公司成長機會迴歸後的殘差。 $Mchange_t$ ：當年度公司的執行長是否有所異動。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。

變數	$Decision_t$		$Monitor_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	0.048	0.913	-0.048	0.913
DSHARE2	-0.003	0.649	0.003	0.649
RBLOCK	0.253	0.144	-0.253	0.144
RBOARDSIZE	0.964	0.207	-0.964	0.207
AGE	0.268*	0.097	-0.268*	0.097
DUALITY	0.556	0.838	-0.556	0.838
RFREQUENCY	-0.494	0.243	0.494	0.243
GROWTH	0.041	0.426	-0.041	0.426
DEBT	-0.087	0.187	0.087	0.187
RSIZE	0.419	0.678	-0.419	0.678
MCHANGE	-3.184	0.246	3.184	0.246
PE	-2.314	0.812	2.314	0.812
PE*DSHARE	0.142	0.807	-0.142	0.807
PE*DSHARE2	0.000	0.969	-0.000	0.969
PE*RBLOCK	-0.028	0.889	0.028	0.889
PE*RBOARDSIZE	-0.836	0.396	0.836	0.396
PE*AGE	-0.374*	0.084	0.374*	0.084
PE*DUALITY	-1.422	0.691	1.422	0.691
PE*RFREQUENCY	0.507	0.314	-0.507	0.314
PE*GROWTH	-0.066	0.277	0.066	0.277
PE*DEBT	0.050	0.535	-0.050	0.535

PE*RSIZE	0.553	0.664	-0.553	0.664
PE*MCHANGE	-0.707	0.846	0.707	0.846
常數	68.109***	0.000	31.890***	0.000
Adjusted R-squared		0.073		0.073
Durbin-Watson stat		1.441		1.441

接下來我們再針對議案做更進一步的分析，現將議案分成七小類來做分析，先做決策性質議案做討論，接著再做監督性質的議案討論，從表5-7我們可以看出影響營運性決策議案有內部股東持股比例，公司成立年限、董事會開會次數及私募對於營運性討論議案的討論比例有影響，從中可以發現當內部股東持股比例越高，內部股東對於營運性討論議案的討論比例會越低，較不在乎，當公司成立年限越長，討論營運性討論議案的比例會越高，表示成立年限越久的公司著重於營運性議案的討論，但是私募過後，不能只著重單一性質的議案，公司各方面皆須顧及；而當開會次數越多時，營運性議案的討論比例也會降低。而私募除了影響總議案的討論數量外，在此也同時影響了營運性決策議案的討論比例與策略性決策議案的討論比例。在策略性決策議案方面，則屬董監事持股比例及其平方項，還有兩者與私募之交乘項、內部股東持股比例以及私募為顯著影響，因此我們可知，當董監事持股比例越高，內部股東持股比例越高，與公司相依附，所以公司整體策略方向性的議案會討論較多，而此時董監事持股比例與策略性決策議案的討論比例呈現倒U型的非線性關係，但是當私募股權過後，董監事持股比例將與策略性決策議案的討論比例成負相關，亦即當董監事持股比例越高，有其他許多公司的議案要討論，則策略性決策議案的討論比例相對而言即降低了。

表5-7 影響決策性質議案內容之原因

變數說明： $Operation_t$ ：當年度營運決策占總議事數量百分比。 $Strategy_t$ ：當年度策略決策占總議事數量百分比。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RFrequency_t$ ：當年度董事會的開會次數與私募虛擬變數迴歸後的殘差。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $RBoardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模與當年度董事長是否兼任執行長迴歸後的殘差。 Age_t ：當年度公司成立年限。 $Duality_t$ ：當年度公司的董事長是否兼任執行長，為一虛擬變數，1代表有，0代表無。 $Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比、董事會規模、公司成立年限及前一年度公司成長機會迴歸後的殘差。 $Mchange_t$ ：當年度公司的執行長是否有所異動。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。

變數	$Operation_t$		$Strategy_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	-0.448	0.144	0.620*	0.068
DSHARE2	0.004	0.418	-0.010*	0.073
RBLOCK	-0.235**	0.050	0.223*	0.092
RBOARDSIZE	-0.259	0.623	0.476	0.415
AGE	0.545***	0.000	-0.179	0.145
DUALITY	-1.185	0.529	-0.945	0.650
RFREQUENCY	-1.079***	0.000	0.113	0.726
GROWTH	-0.040	0.262	0.0116	0.770
DEBT	-0.028	0.531	-0.072	0.149
RSIZE	0.035	0.959	0.878	0.256
MCHANGE	-1.570	0.407	1.341	0.522
PE	-13.623**	0.043	12.956*	0.082
PE*DSHARE	0.671*	0.095	-0.954**	0.032
PE*DSHARE2	-0.008	0.243	0.014*	0.069
PE*RBLOCK	0.210	0.145	-0.159	0.316
PE*RBOARDSIZE	0.661	0.331	0.109	0.884
PE*AGE	-0.371**	0.013	0.117	0.477
PE*DUALITY	1.869	0.450	-1.076	0.694
PE*RFREQUENCY	0.518	0.137	-0.213	0.578
PE*GROWTH	-0.002	0.958	-0.005	0.907
PE*DEBT	0.043	0.434	-0.019	0.752
PE*RSIZE	0.232	0.791	0.214	0.825

PE*MCHANGE	3.253	0.198	-1.289	0.644
常數	24.869***	0.000	8.563	0.134
Adjusted R-squared		0.308		0.053
Durbin-Watson stat		1.360		1.105

在資本結構議案與股利議案方面，實證結構可以由表5-8來看，在資本結構決策議案內容方面，受到開會次數、董事會規模和私募與董事會規模的交乘項以及董事長是否兼任執行長所影響，而這四項變數都可以很顯而易見的，當開會次數越高，則資本結構決策會被討論的數量越多，董事會規模越小，關於資金方面的議案屬於資本結構決策，所以被討論的數量也會增加，而當進行私募後，公司越小，所需資金較少比大公司高，所以使的被討論的數量下降，而當董事長兼任執行長時，越與公司想依附，所以關於資金的議案討論比例相對會提高；在股利決策方面，受到了內部股東持股比例、董事會規模、開會次數、公司前一期的成長率、私募與開會次數的交乘項和私募與公司前一期成長率的交乘項所影響，當開會次數越多或者董事會規模越大，董事著重於其他性質議案的討論，所以相對而言，使的股利決策議案的討論數量減少，當內部股東持股比例越高，與公司相依附，或者公司成長性越高，為了回饋投資人與股東，則在股利決策議案的討論上會增加，而當私募過後，開會次數越多，公司前一期成長率越小，則在股利決策議案上面的討論比例會增加，可能原因是因為私募過後，新的投資者進入公司而影響之關係。

另外由於股利決策議案有些包含了例行性議案，故又再設立一個庫藏股決策變數來觀看影響董事會對於非例行性議案內容的討論，根據表5-10的結果顯示，當開會次數越多，同樣會使庫藏股決策議案的討論比例下降，當私募過後，開會次數增加，由於資金充足，故庫藏股議案的討論比例又會上升，同樣的，當董事長兼任執行長或者公司規模越大時，越沒有條件去討論庫藏股，故使的庫藏股的討論比例下降。

表5-8 影響決策性質議案內容之原因

變數說明： $Finance_t$ ：當年度資本結構決策占總議事數量百分比。 $Dividend_t$ ：當年度股利決策占總議事數量百分比。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RFrequency_t$ ：當年度董事會的開會次數與私募虛擬變數迴歸後的殘差。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $RBoardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模與當年度董事長是否兼任執行長迴歸後的殘差。 Age_t ：當年度公司成立年限。 $Duality_t$ ：當年度公司的董事長是否兼任執行長，為一虛擬變數，1代表有，0代表無。 $Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比、董事會規模、公司成立年限及前一年度公司成長機會迴歸後的殘差。 $Mchange_t$ ：當年度公司的執行長是否有所異動。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。

變數	$Finance_t$		$Dividend_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	-0.014	0.968	-0.108	0.656
DSHARE2	0.003	0.639	-0.000	0.973
RBLOCK	0.057	0.686	0.197**	0.040
RBOARDSIZE	1.600**	0.011	-0.880**	0.038
AGE	-0.024	0.851	-0.078	0.376
DUALITY	3.734*	0.097	-0.926	0.539
RFREQUENCY	1.386***	0.000	-0.913***	0.000
GROWTH	-0.043	0.314	0.113***	0.000
DEBT	0.028	0.594	-0.016	0.643
RSIZE	-1.068	0.200	0.541	0.334
MCHANGE	-1.077	0.632	-1.909	0.208
PE	2.040	0.798	-3.946	0.463
PE*DSHARE	0.313	0.512	0.108	0.735
PE*DSHARE2	-0.004	0.615	-0.001	0.802
PE*RBLOCK	0.060	0.725	-0.126	0.272
PE*RBOARDSIZE	-2.277***	0.005	0.734	0.178
PE*AGE	-0.159	0.368	0.053	0.654
PE*DUALITY	-3.860	0.191	1.571	0.428
PE*RFREQUENCY	-0.390	0.345	0.585**	0.036
PE*GROWTH	0.030	0.552	-0.089***	0.009
PE*DEBT	0.046	0.488	-0.018	0.684

PE*RSIZE	0.353	0.736	-0.221	0.753
PE*MCHANGE	-1.505	0.616	-1.212	0.548
常數	17.858***	0.004	17.021***	0.000
Adjusted R-squared		0.227		0.229
Durbin-Watson stat		1.505		1.549

再來跟著討論與分析影響監督性質議案內容之原因，由表5-9我們可以看出，在公司條文之監督議案方面，受到公司成立年限和私募與公司規模交乘項的影響，而當公司成立年限越長，情形穩定時，自然在於公司條文的監督議案討論比例會下降，而當私募過後，公司規模越大，就有越多的事情比公司條文還要優先處理，故在討論比例上會下降；在公司治理之監督議案方面，受到開會次數與經理人異動和開會次數與私募之交乘項的影響，當經理人發生異動，會使的公司治理的監督議案比例上升，因為經理人異動屬此類議案，而當開會次數增加時，董事會對於公司治理之監督議案的討論會增加，代表著董事會需要更多的發揮空間，因為此類議案多是解除董事近業禁止之議案，而當私募過後，有其他關於公司未來的事情需要被討論的，所以在公司治理之監督議案的討論比例相對而言就會下降了。在人力資源管理之監督議案討論比例方面，可以由表5-10可以看出其絲毫不受到任何因素所影響。

在重要公司治理之監督議案討論比例方面，可以由表5-11看出，許多因素有顯著性的影響，董監事持股比例、其平方項、內部股東持股比例、董事會規模、董事長是否兼任執行長、公司成立年限與私募之交乘項以及經理人替換和其與私募之交乘項皆對重要公司治理之監督議案討論比例有所影響，由此可知董監事持股比例越低，內部人持股比例越高，董事會規模越小，董事長越無兼任經理人，經理人越有異動，將會使重要公司治理的議案討論比例上升，但是當私募過後，將會抵消此效果，而我們可以看出，私募過後，當公司成立年限越短，或者經理人越無替換的話，重要公司治理之監督議案討論比例會上升。對於積極性議案的研究如表5-11所示，本文發現當公司成立年限越久或者開會次數越少時，積極性議案的討論比例會上升。

表5-9 影響監督性質議案內容之原因

變數說明： Law_t ：當年度公司條文之監督占總議事數量百分比。 $Governance_t$ ：當年度公司治理之監督占總議事數量百分比。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RFrequency_t$ ：當年度董事會的開會次數與私募虛擬變數迴歸後的殘差。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $RBoardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模與當年度董事長是否兼任執行長迴歸後的殘差。 Age_t ：當年度公司成立年限。 $Duality_t$ ：當年度公司的董事長是否兼任執行長，為一虛擬變數，1代表有，0代表無。 $Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比、董事會規模、公司成立年限及前一年度公司成長機會迴歸後的殘差。 $Mchange_t$ ：當年度公司的執行長是否有所異動。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。

變數	Law_t		$Governance_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	-0.145	0.673	0.080	0.797
DSHARE2	0.003	0.564	-0.000	0.962
RBLOCK	0.049	0.714	-0.250	0.043
RBOARDSIZE	-0.403	0.498	-0.831	0.126
AGE	-0.365***	0.004	0.031	0.786
DUALITY	-1.154	0.587	0.773	0.689
RFREQUENCY	-0.015	0.962	0.527*	0.080
GROWTH	-0.054	0.185	0.000	0.999
DEBT	0.039	0.443	0.019	0.671
RSIZE	0.986	0.211	-1.094	0.128
MCHANGE	-1.475	0.490	4.548**	0.020
PE	-8.137	0.284	8.272	0.232
PE*DSHARE	0.009	0.982	-0.199	0.628
PE*DSHARE2	0.000	0.978	0.001	0.807
PE*RBLOCK	-0.044	0.784	0.042	0.772
PE*RBOARDSIZE	0.392	0.609	0.609	0.383
PE*AGE	0.257	0.127	0.101	0.506
PE*DUALITY	1.929	0.490	-1.663	0.513
PE*RFREQUENCY	0.162	0.679	-0.593*	0.098
PE*GROWTH	0.071	0.135	0.001	0.964
PE*DEBT	0.014	0.818	-0.028	0.625
PE*RSIZE	-1.981**	0.047	1.158	0.202

PE*MCHANGE	3.064	0.282	-2.831	0.275
常數	24.225***	0.000	8.567	0.107
Adjusted R-squared		0.026		0.099
Durbin-Watson stat		1.652		1.869

表5-10 影響監督性質議案內容之原因

變數說明： $Human_t$ ：當年度人力資源管理之監督占總議事數量百分比。 $Re\ purchase_t$ ：當年度公司購回庫藏股計畫占總議事數量百分比。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。

$RFrequency_t$ ：當年度董事會的開會次數與私募虛擬變數迴歸後的殘差。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $RBoardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模與當年度董事長是否兼任執行長迴歸後的殘差。 Age_t ：當年度公司成立年限。 $Duality_t$ ：當年度公司的董事長是否兼任執行長，為一虛擬變數，1代表有，0代表無。 $Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比、董事會規模、公司成立年限及前一年度公司成長機會迴歸後的殘差。 $Mchange_t$ ：當年度公司的執行長是否有所異動。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。

變數	$Human_t$		$Re\ purchase_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	0.017	0.885	0.076	0.563
DSHARE2	0.000	0.897	-0.001	0.527
RBLOCK	-0.053	0.278	-0.024	0.635
RBOARDSIZE	0.258	0.231	0.088	0.701
AGE	0.063	0.163	-0.040	0.403
DUALITY	-0.192	0.802	-1.545*	0.060
RFREQUENCY	-0.018	0.880	-0.265**	0.037
GROWTH	0.012	0.397	0.004	0.791
DEBT	0.027	0.137	-0.002	0.884
RSIZE	-0.316	0.268	-0.745**	0.015
MCHANGE	0.093	0.903	-0.339	0.680
PE	2.146	0.435	-0.806	0.782
PE*DSHARE	0.043	0.793	0.054	0.755
PE*DSHARE2	-0.002	0.431	-0.000	0.870
PE*RBLOCK	0.033	0.565	0.034	0.577
PE*RBOARDSIZE	-0.156	0.574	0.202	0.494
PE*AGE	0.015	0.798	0.035	0.583

PE*DUALITY	1.174	0.246	-0.154	0.886
PE*RFREQUENCY	-0.075	0.593	0.294*	0.052
PE*GROWTH	-0.006	0.689	-0.014	0.433
PE*DEBT	-0.036	0.110	-0.006	0.788
PE*RSIZE	0.271	0.451	0.450	0.239
PE*MCHANGE	0.551	0.593	-0.951	0.385
常數	-0.848	0.686	2.608	0.244
Adjusted R-squared		0.002		0.047
Durbin-Watson stat		1.968		1.346

表5-11 影響重要公司治理之監督議案與積極性議案內容之原因

變數說明： $Importance_t$ ：當年度公司重要公司治理占總議事數量百分比。 $Aggressive_t$ ：當年度積極性議案占總議事數量百分比。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RFrequency_t$ ：當年度董事會的開會次數與私募虛擬變數迴歸後的殘差。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $RBoardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模與當年度董事長是否兼任執行長迴歸後的殘差。 Age_t ：當年度公司成立年限。 $Duality_t$ ：當年度公司的董事長是否兼任執行長，為一虛擬變數，1代表有，0代表無。 $Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比、董事會規模、公司成立年限及前一年度公司成長機會迴歸後的殘差。 $Mchange_t$ ：當年度公司的執行長是否有所異動。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。

變數	$Importance_t$		$Aggressive_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	-0.213**	0.019	0.221	0.574
DSHARE2	0.002*	0.077	-0.007	0.292
RBLOCK	0.070**	0.045	-0.099	0.519
RBOARDSIZE	-0.405***	0.009	-0.053	0.937
AGE	0.051	0.119	0.375***	0.009
DUALITY	-1.016*	0.068	-1.072	0.658
RFREQUENCY	0.019	0.817	-1.161***	0.002
GROWTH	0.014	0.171	-0.018	0.697
DEBT	-0.001	0.920	-0.093	0.110
RSIZE	-0.028	0.888	0.469	0.601
MCHANGE	5.365***	0.000	-0.435	0.858
PE	-0.764	0.699	1.141	0.895

PE*DSHARE	0.137	0.246	-0.224	0.664
PE*DSHARE2	-0.001	0.442	0.005	0.537
PE*RBLOCK	-0.069	0.102	0.168	0.362
PE*RBOARDSIZE	0.177	0.375	1.364	0.120
PE*AGE	-0.088**	0.045	-0.265	0.168
PE*DUALITY	1.160	0.113	-1.976	0.535
PE*RFREQUENCY	-0.025	0.806	0.549	0.220
PE*GROWTH	-0.000	0.996	-0.028	0.599
PE*DEBT	0.008	0.606	0.012	0.858
PE*RSIZE	-0.005	0.983	0.706	0.533
PE*MCHANGE	-1.889**	0.011	0.609	0.851
常數	3.006**	0.048	33.108***	0.000
Adjusted R-squared		0.509		0.183
Durbin-Watson stat		1.875		1.483

至於議案集中度方面，本文利用賀式指數來衡量議案集中度，實證結果如表5-12所示，議案集中度受到公司成立年限以及私募與公司成立年限的交乘項所影響，另外尚受到內部股東持股比例、公司前一期成長率和公司前一期規模的影響，當公司成立年限越久，或公司前一期規模越大，則討論的議案會越集中，但是當私募過後，公司成立年限越久，則討論的議案會越分散，而當內部股東持股比例越大時，會有許多意見，導致討論的議案會越分散，當公司前一期的成長率越大時，公司成長快速，也會使的議案的討論分散。

綜合以上之探討，我們可以發現當董監事持股比例會使策略性決策議案討論比例與重要公司治理之監督議案討論比例造成影響且與呈現倒U型與U型之非線性關係。而內部股東持股比例越高，營運性決策議案討論比例越低，策略性決策議案討論比例越高，股利議案討論比例越高，重要公司治理議案討論比例越高，討論的議案會越分散。另外當董事會規模越大時，資本結構議案討論比例越高，股利決策議案的討論比例與重要公司治理議案討論比例均會下降。在公司成立年限方面影響甚多，當公司成立年限越久，則決策性議案的討論比例會上升，監督性議案的討論比例會下降，公司條文之監督議案討論比例也會下降，營運性決策

議案討論比例、積極性議案討論比例、議案集中度均會越高；而董事長兼任CEO 獨獨只影響了資本結構議案的討論比例與庫藏股購回議案的討論比例。在開會次數方面影響最多，開會次數越多，總議事討論數量越多，對於決策性議案的營運、股利、庫藏股的討論比例以及積極性議案的討論比例都是負相關，相對而言，對於資本結構議案討論比例跟公司治理之監督議案討論比例則是正相關。公司成長機會對於股利議案的討論比例為正，對於議案集中度則為負相關。私募方面影響了三個變數，當公司進行私募股權過後，總議案的討論數量與策略性決策議案的討論比例將會上升，營運性決策議案的討論比例將會下降。而公司前一期負債比率對任何變數均無顯著性的影響。公司前一期規模越大將會使議案越集中，並不會使的議案的種類出現多樣化，同時會使的總議案的討論數量與庫藏股議案的討論比例下降；由本文實證結果發現，經理人的異動會影響公司治理之監督、重要公司治理之監督的議案討論比例上升。另外，還有一個發現，就是當公司進行私募過後，將會抵消變數之影響效果，也就是說，當公司規模越大，策略性決策議案的討論比例會下降，但是當私募過後，公司規模越大，會使的策略性決策議案的討論比例下降變少。

表5-12 影響議案集中度的原因

變數說明： $Concentration_t$ ：當年度議案集中程度。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RFrequency_t$ ：當年度董事會的開會次數與私募虛擬變數迴歸後的殘差。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $RBoardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模與當年度董事長是否兼任執行長迴歸後的殘差。 Age_t ：當年度公司成立年限。 $Duality_t$ ：當年度公司的董事長是否兼任執行長，為一虛擬變數，1代表有，0代表無。 $Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比、董事會規模、公司成立年限及前一年度公司成長機會迴歸後的殘差。 $Mchange_t$ ：當年度公司的執行長是否有所異動。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。

變數	$Concentration_t$	
	B之估計值	P-value.
DSHARE	-0.019	0.910
DSHARE2	-0.001	0.653
RBLOCK	-0.116*	0.083
RBOARDSIZE	-0.453	0.127
AGE	0.114*	0.069
DUALITY	0.934	0.379
RFREQUENCY	-0.035	0.829
GROWTH	-0.036*	0.078
DEBT	0.005	0.822
RSIZE	0.989**	0.012
MCHANGE	1.044	0.328
PE	-1.942	0.608
PE*DSHARE	0.084	0.708
PE*DSHARE2	0.001	0.711
PE*RBLOCK	0.097	0.230
PE*RBOARDSIZE	0.439	0.252
PE*AGE	-0.152*	0.070
PE*DUALITY	-0.651	0.640
PE*RFREQUENCY	0.138	0.478
PE*GROWTH	0.026	0.270
PE*DEBT	0.007	0.806
PE*RSIZE	-0.741	0.136
PE*MCHANGE	-1.982	0.164

常數	21.918***	0.000
Adjusted R-squared	0.118	
Durbin-Watson stat	1.449	

第五節 私募後，董事會議事錄內容與公司績效之關係

在進行「私募股權過後，董事會議案內容對於公司績效之影響」的研究之前，本文將先重覆第四節起始的皮爾森相關係數之分析，其結果表5-13所示，而從表5-13可以發現各個控制變數與其他自變數之間並無高度的相關性，雖然其他自變數之間具有共線性的問題，但是因為其自變數在模型中均為單獨出現，故在此研究模型中並不嚴重。

首先先針對私募過後，董事會議案數量對於績效的影響進行實證分析，由表5-14可以看出，董事會議案數量的多少對於公司的績效並沒有顯著性的影響，私募過後，董事會議案數量的多少也是對於公司的績效並沒有顯著性的影響，而此種結果同樣也反映在決策性議案、監督性議案以及其他自變數上，這些結果可以由表5-15到表5-26可以看出，亦即私募前後，董事會議案內容對於公司績效均無顯著性的影響。

綜合上述結果可以得出，董事會議事錄內容不論是在私募前或者私募後對於公司的績效都沒有任何顯著性的影響，但是在控制變數方面，當公司前一期規模越大的時候，公司的ROA會變好，而當董監事持股比例和公司前期負債比率越高的時候，則公司的績效會變差，而在私募過後，當內部股東持股比例上升，董監事持股比例下降，或是董監事持股比例上升，內部股東持股比例下降，再或者兩者同時上升都會使公司的ROA變佳，但是這些控制變數對於公司股票的正常報酬並不會出現顯著性的影響，反倒私募過後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例下降會使公司的異常報酬增加，其餘在納入監督型議案的討論比例、股利議案的討論比例、公司條文之監督議案討論比例、公司治理之監督議案討論比例

以及人力資源管理之監督議案討論比例這些因素時，私募才會對公司的ROA有顯著性的負影響，最後只有當私募過後，監督型議案的討論比例上升將會使公司的ROA變好。

表5-13 皮爾森相關係數表

變數說明： $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比。 $Content_t$ ：董事會當年度總議事數量。 $Decision_t$ ：當年度決策議案占總議事數量百分比。 $Monitor_t$ ：當年度監督議案占總議事數量百分比。 $Operation_t$ ：當年度營運決策占總議事數量百分比。 $Strategy_t$ ：當年度策略決策占總議事數量百分比。 $Finance_t$ ：當年度資本結構決策占總議事數量百分比。 $Dividend_t$ ：當年度股利決策占總議事數量百分比。 Law_t ：當年度公司條文之監督占總議事數量百分比。 $Governance_t$ ：當年度公司治理之監督占總議事數量百分比。 $Human_t$ ：當年度人力資源管理之監督占總議事數量百分比。 $Aggressive_t$ ：當年度積極性議案占總議事數量百分比。 $Concentration_t$ ：當年度議案集中程度。 DM_t ：一個虛擬變數，當年度決策議案減去監督議案大於0則為1，小於0則為0。 $D1$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例下降，0代表進行私募後無此狀況。 $D2$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例下降，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。 $D3$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。

	DSHAR		RBLOC		CONTE		DECISI	OPERA	STRAT	FINAN	DIVIDE	MONIT	GOVERN		AGGRE		CONCEN			
	E	K	DEBT	RSIZE	NT	ON	TION	EGY	CE	ND	OR	LAW	ANCE	HUMAN	SSIVE	DM	TRATION	D1	D2	D3
DSHARE	1.000	0.000	-0.114	-0.000	-0.077	-0.059	0.027	-0.110	0.082	-0.112	0.059	0.034	0.035	0.031	-0.058	-0.013	-0.005	-0.051	-0.110	-0.038
RBLOCK	0.000	1.000	-0.110	-0.000	-0.143	0.046	0.029	-0.054	0.076	-0.003	-0.046	0.026	-0.092	0.003	-0.021	0.091	-0.028	0.044	-0.067	-0.045
DEBT	-0.114	-0.110	1.000	0.143	-0.020	-0.152	-0.053	-0.142	0.113	-0.176	0.152	0.160	0.049	-0.018	-0.175	-0.050	0.050	0.178	0.124	0.002
RSIZE	-0.000	-0.000	0.143	1.000	-0.052	0.062	-0.144	0.257	-0.111	0.134	-0.062	0.018	-0.082	-0.064	0.066	0.005	-0.018	-0.062	-0.017	0.086
CONTENT	-0.077	-0.143	-0.020	-0.052	1.000	-0.208	-0.502	0.051	0.364	-0.286	0.208	0.085	0.190	0.024	-0.375	-0.054	-0.153	-0.115	-0.112	-0.093
DECISION	-0.059	0.046	-0.152	0.062	-0.208	1.000	0.334	0.376	0.273	0.326	-1.000	-0.599	-0.663	-0.245	0.618	0.601	0.228	0.065	0.059	-0.058
OPERATION	0.027	0.029	-0.053	-0.144	-0.502	0.334	1.000	-0.328	-0.358	0.176	-0.334	-0.215	-0.182	-0.144	0.595	0.138	0.401	-0.043	-0.043	0.275
STRATEGY	-0.110	-0.054	-0.142	0.257	0.051	0.376	-0.328	1.000	-0.111	-0.034	-0.376	-0.272	-0.223	-0.032	0.497	0.187	-0.240	0.093	0.020	-0.335
FINANCE	0.082	0.076	0.113	-0.111	0.364	0.273	-0.358	-0.111	1.000	-0.435	-0.273	-0.158	-0.173	-0.108	-0.413	0.264	0.113	0.052	0.098	0.021
DIVIDEND	-0.112	-0.003	-0.176	0.134	-0.286	0.326	0.176	-0.034	-0.435	1.000	-0.326	-0.115	-0.325	-0.015	0.226	0.183	-0.011	-0.033	-0.020	-0.069

MONITOR	0.059	-0.046	0.152	-0.062	0.208	-1.000	-0.334	-0.376	-0.273	-0.326	1.000	0.599	0.663	0.245	-0.618	-0.601	-0.228	-0.065	-0.059	0.058
LAW	0.034	0.026	0.160	0.018	0.085	-0.599	-0.215	-0.272	-0.158	-0.115	0.599	1.000	-0.142	-0.211	-0.439	-0.281	0.023	-0.073	0.051	-0.016
GOVERNANCE	0.035	-0.092	0.049	-0.082	0.190	-0.663	-0.182	-0.223	-0.173	-0.325	0.663	-0.142	1.000	0.184	-0.358	-0.442	-0.173	-0.030	-0.121	0.091
HUMAN	0.031	0.003	-0.016	-0.064	0.024	-0.245	-0.144	-0.032	-0.108	-0.015	0.245	-0.211	0.184	1.000	-0.096	-0.255	-0.446	0.053	-0.044	0.008
AGGRESSIVE	-0.058	-0.021	-0.175	0.066	-0.375	0.618	0.595	0.497	-0.413	0.226	-0.618	-0.439	-0.358	-0.096	1.000	0.291	0.103	0.020	-0.054	-0.028
DM	-0.013	0.091	-0.050	0.005	-0.054	0.601	0.138	0.187	0.264	0.183	-0.601	-0.281	-0.442	-0.255	0.291	1.000	0.003	0.056	0.100	0.003
CONCENTRATI																				
ON	-0.005	-0.028	0.050	-0.018	-0.153	0.228	0.401	-0.240	0.113	-0.011	-0.228	0.023	-0.173	-0.446	0.103	0.003	1.000	-0.081	-0.020	0.288
D1	-0.051	0.044	0.178	-0.062	-0.115	0.065	-0.043	0.093	0.052	-0.033	-0.065	-0.073	-0.030	0.053	0.020	0.056	-0.081	1.000	-0.044	-0.140
D2	-0.110	-0.067	0.124	-0.017	-0.112	0.059	-0.043	0.020	0.098	-0.020	-0.059	0.051	-0.121	-0.044	-0.054	0.100	-0.020	-0.044	1.000	-0.249
D3	-0.038	-0.045	0.002	0.086	-0.093	-0.058	0.275	-0.335	0.021	-0.069	0.058	-0.016	0.091	0.008	-0.028	0.003	0.288	-0.140	-0.249	1.000

表5-14 私募後，董事會議案數量對公司績效的影響

變數說明： ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比。 $Content_t$ ：董事會當年度總議事數量。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。 $D1$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例下降，0代表進行私募後無此狀況。 $D2$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例下降，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。 $D3$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。

變數	ROA_t		$Return_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	-0.353***	0.001	-1.102	0.103
RBLOCK	-0.335	0.152	-0.374	0.801
DEBT	-0.616***	0.000	-0.448	0.199
RSIZE	4.089***	0.000	-0.448	0.915
CONTENT	0.010	0.908	-0.182	0.760
PE	-4.438	0.402	21.720	0.519
PE*CONTENT	-0.068	0.559	-0.039	0.957
PE*RBLOCK	-0.088	0.761	-0.989	0.593
PE*D1	20.542**	0.045	487.672***	0.000
PE*D2	13.899**	0.021	-1.803	0.962
PE*D3	8.015**	0.012	5.668	0.780
常數	42.552***	0.000	39.267	0.249
Adjusted R-squared		0.442		0.219
Durbin-Watson stat		0.986		2.771

表5-15 私募後，決策類別議案對公司績效的影響

變數說明： ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比。 $Decision_t$ ：當年度決策議案占總議事數量百分比。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。 $D1$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例下降，0代表進行私募後無此狀況。 $D2$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例下降，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。 $D3$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。

變數	ROA_t		$Return_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	-0.350***	0.000	-1.045	0.122
RBLOCK	-0.322	0.166	-0.433	0.774
DEBT	-0.630***	0.000	-0.429	0.225
RSIZE	4.394***	0.000	-0.099	0.981
DECISION	-0.046	0.755	0.317	0.741
PE	17.974	0.194	41.193	0.647
PE*DECISION	-0.410	0.052	-0.365	0.789
PE*RBLOCK	-0.010	0.972	-0.854	0.649
PE*D1	23.035**	0.021	491.610***	0.000
PE*D2	15.373***	0.008	1.497	0.968
PE*D3	7.409**	0.018	6.186	0.761
常數	46.678***	0.000	10.093	0.890
Adjusted R-squared		0.465		0.218
Durbin-Watson stat		1.028		2.773

表5-16 私募後，監督類別議案對公司績效的影響

變數說明： ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比。 $Monitor_t$ ：當年度監督議案占總議事數量百分比。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。 $D1$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例下降，0代表進行私募後無此狀況。 $D2$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例下降，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。 $D3$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。

變數	ROA_t		$Return_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	-0.350***	0.000	-1.045	0.122
RBLOCK	-0.322	0.166	-0.433	0.774
DEBT	-0.630***	0.000	-0.429	0.225
RSIZE	4.394***	0.000	-0.099	0.981
MONITOR	0.046	0.755	-0.317	0.741
PE	-23.106***	0.004	4.601	0.930
PE*MONITOR	0.410*	0.052	0.365	0.789
PE*RBLOCK	-0.010	0.972	-0.854	0.649
PE*D1	23.035**	0.021	491.610***	0.000
PE*D2	15.373***	0.008	1.497	0.968
PE*D3	7.409**	0.018	6.186	0.761
常數	42.075***	0.000	41.831	0.298
Adjusted R-squared		0.465		0.218
Durbin-Watson stat		1.028		2.773

表5-17 私募後，決策類別議案大於監督類別議案對公司績效的影響

變數說明： ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比。 DM_t ：一個虛擬變數，當年度決策議案減去監督議案大於0則為1，小於0則為0。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。 $D1$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例下降，0代表進行私募後無此狀況。 $D2$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例下降，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。 $D3$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。

變數	ROA_t		$Return_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	-0.339***	0.001	-1.095	0.107
RBLOCK	-0.333	0.155	-0.271	0.856
DEBT	-0.609***	0.000	-0.466	0.189
RSIZE	4.177***	0.000	-0.104	0.980
DM	-1.393	0.834	-8.300	0.846
PE	-1.326	0.863	-2.299	0.962
PE*DM	-7.650	0.347	22.850	0.661
PE*RBLOCK	-0.001	0.996	-1.151	0.540
PE*D1	22.294**	0.027	491.214***	0.000
PE*D2	16.489***	0.005	-1.062	0.977
PE*D3	9.021***	0.005	5.196	0.799
常數	43.491***	0.000	41.787	0.427
Adjusted R-squared		0.451		0.218
Durbin-Watson stat		1.020		2.754

表5-18 私募後，營運性決策議案對公司績效的影響

變數說明： ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $Rblock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比。 $Operation_t$ ：當年度營運決策占總議事數量百分比。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。 $D1$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例下降，0代表進行私募後無此狀況。 $D2$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例下降，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。 $D3$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。

變數	ROA_t		$Return_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	-0.333***	0.002	-1.058	0.121
RBLOCK	-0.337	0.148	-0.348	0.814
DEBT	-0.609***	0.000	-0.446	0.203
RSIZE	4.136***	0.000	-0.253	0.952
OPERATION	0.032	0.851	-0.182	0.868
PE	-3.623	0.582	16.441	0.695
PE*OPERATION	-0.203	0.478	-0.031	0.986
PE*RBLOCK	-0.068	0.814	-0.952	0.605
PE*D1	22.303**	0.029	492.904***	0.000
PE*D2	14.797**	0.013	1.676	0.964
PE*D3	8.660***	0.008	7.075	0.732
常數	41.273***	0.000	36.845	0.376
Adjusted R-squared		0.442		0.218
Durbin-Watson stat		0.966		2.771

表5-19 私募後，策略性決策議案對公司績效的影響

變數說明： ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比。 $Strategy_t$ ：當年度策略決策占總議事數量百分比。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。 $D1$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例下降，0代表進行私募後無此狀況。 $D2$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例下降，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。 $D3$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。

變數	ROA_t		$Return_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	-0.381***	0.000	-1.120	0.100
RBLOCK	-0.281	0.224	-0.334	0.823
DEBT	-0.643***	0.000	-0.476	0.181
RSIZE	4.750***	0.000	0.520	0.906
STRATEGY	-0.299	0.145	0.087	0.947
PE	-4.725	0.236	25.645	0.319
PE*STRATEGY	-0.162	0.562	-0.764	0.673
PE*RBLOCK	-0.110	0.701	-0.939	0.612
PE*D1	21.571**	0.031	491.317***	0.000
PE*D2	15.241***	0.009	2.141	0.954
PE*D3	5.635*	0.091	2.740	0.898
常數	47.607***	0.000	34.648	0.277
Adjusted R-squared		0.459		0.218
Durbin-Watson stat		0.985		2.778

表5-20 私募後，資本結構決策議案對公司績效的影響

變數說明： ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比。 $Finance_t$ ：當年度資本結構決策占總議事數量百分比。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。 $D1$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例下降，0代表進行私募後無此狀況。 $D2$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例下降，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。 $D3$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。

變數	ROA_t		$Return_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	-0.339***	0.001	-1.098	0.104
RBLOCK	-0.346	0.135	-0.319	0.829
DEBT	-0.613***	0.000	-0.461	0.189
RSIZE	4.092***	0.000	0.218	0.958
FINANCE	0.177	0.296	-0.089	0.934
PE	0.077	0.989	0.432	0.991
PE*FINANCE	-0.331	0.155	0.704	0.635
PE*RBLOCK	-0.056	0.844	-1.003	0.585
PE*D1	21.824**	0.031	491.431***	0.000
PE*D2	14.730**	0.013	1.843	0.960
PE*D3	8.589***	0.007	4.943	0.808
常數	38.582***	0.000	36.007	0.314
Adjusted R-squared		0.446		0.219
Durbin-Watson stat		1.032		2.753

表5-21 私募後，股利決策議案對公司績效的影響

變數說明： ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比。 $Dividend_t$ ：當年度股利決策占總議事數量百分比。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。 $D1$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例下降，0代表進行私募後無此狀況。 $D2$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例下降，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。 $D3$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。

變數	ROA_t		$Return_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	-0.348***	0.001	-1.047	0.123
RBLOCK	-0.303	0.204	-0.584	0.700
DEBT	-0.616***	0.000	-0.420	0.237
RSIZE	4.184***	0.000	-0.298	0.943
DIVIDEND	-0.161	0.503	1.138	0.459
PE	-9.811**	0.034	33.075	0.260
PE*DIVIDEND	0.218	0.542	-1.482	0.515
PE*RBLOCK	-0.110	0.708	-0.675	0.719
PE*D1	21.825**	0.032	490.146***	0.000
PE*D2	14.768**	0.013	1.434	0.969
PE*D3	8.298***	0.010	5.912	0.772
常數	44.624***	0.000	17.817	0.617
Adjusted R-squared		0.441		0.220
Durbin-Watson stat		0.985		2.773

表5-22 私募後，公司條文之監督議案對公司績效的影響

變數說明： ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $Rblock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比。 Law_t ：當年度公司條文之監督占總議事數量百分比。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。 $D1$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例下降，0代表進行私募後無此狀況。 $D2$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例下降，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。 $D3$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。

變數	ROA_t		$Return_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	-0.351***	0.001	-1.080	0.108
RBLOCK	-0.336	0.145	-0.316	0.830
DEBT	-0.629***	0.000	-0.511	0.148
RSIZE	4.254***	0.000	0.354	0.933
LAW	0.010	0.952	-0.081	0.942
PE	-13.683**	0.014	-11.307	0.749
PE*LAW	0.362	0.188	1.662	0.345
PE*RBLOCK	-0.080	0.778	-1.027	0.575
PE*D1	23.934**	0.019	501.977***	0.000
PE*D2	14.366**	0.015	-0.062	0.998
PE*D3	8.112**	0.011	5.861	0.772
常數	43.426***	0.000	37.909	0.257
Adjusted R-squared		0.449		0.223
Durbin-Watson stat		0.960		2.761

表5-23 私募後，公司治理之監督議案對公司績效的影響

變數說明： ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比。 $Governance_t$ ：當年度公司治理之監督占總議事數量百分比。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。 $D1$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例下降，0代表進行私募後無此狀況。 $D2$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例下降，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。 $D3$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。

變數	ROA_t		$Return_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	-0.345***	0.001	-1.062	0.114
RBLOCK	-0.338	0.157	-0.448	0.768
DEBT	-0.612***	0.000	-0.437	0.209
RSIZE	4.210***	0.000	-0.525	0.901
GOVERNANCE	0.006	0.978	-0.472	0.744
PE	-12.819**	0.022	36.584	0.303
PE*GOVERNANCE	0.305	0.319	-1.021	0.600
PE*RBLOCK	-0.008	0.977	-1.138	0.547
PE*D1	20.836**	0.040	494.960***	0.000
PE*D2	15.469***	0.009	-1.965	0.958
PE*D3	7.836**	0.014	8.287	0.683
常數	42.433***	0.000	38.516	0.250
Adjusted R-squared		0.446		0.223
Durbin-Watson stat		1.027		2.735

表5-24 私募後，人力資源管理之監督議案對公司績效的影響

變數說明： ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比。 $Human_t$ ：當年度人力資源管理之監督占總議事數量百分比。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。 $D1$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例下降，0代表進行私募後無此狀況。 $D2$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例下降，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。 $D3$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。

變數	ROA_t		$Return_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	-0.348***	0.001	-1.051	0.119
RBLOCK	-0.314	0.176	-0.373	0.802
DEBT	-0.608***	0.000	-0.434	0.215
RSIZE	4.238***	0.000	-0.080	0.984
HUMAN	0.499	0.401	-0.835	0.827
PE	-8.918**	0.012	13.581	0.551
PE*HUMAN	0.365	0.637	1.325	0.790
PE*RBLOCK	-0.095	0.739	-0.927	0.616
PE*D1	20.664**	0.041	491.215***	0.000
PE*D2	14.824**	0.012	1.559	0.967
PE*D3	8.080**	0.011	6.241	0.758
常數	41.145***	0.000	33.606	0.252
Adjusted R-squared		0.451		0.218
Durbin-Watson stat		1.019		2.769

表5-25 私募後，積極性議案對公司績效的影響

變數說明： ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比。 $Aggressive_t$ ：當年度積極性議案占總議事數量百分比。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。 $D1$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例下降，0代表進行私募後無此狀況。 $D2$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例下降，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。 $D3$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。

變數	ROA_t		$Return_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	-0.356***	0.000	-1.075	0.111
RBLOCK	-0.336	0.143	-0.322	0.827
DEBT	-0.634***	0.000	-0.470	0.184
RSIZE	4.412***	0.000	0.216	0.959
AGGRESSIVE	-0.139	0.371	-0.156	0.876
PE	-0.860	0.912	25.705	0.611
PE*AGGRESSIVE	-0.231	0.302	-0.295	0.838
PE*RBLOCK	-0.055	0.846	-0.958	0.602
PE*D1	22.550**	0.025	493.149***	0.000
PE*D2	14.689**	0.012	1.509	0.968
PE*D3	7.275**	0.022	5.216	0.799
常數	48.806***	0.000	39.455	0.409
Adjusted R-squared		0.457		0.218
Durbin-Watson stat		0.968		2.776



表5-26 私募後，議案集中度對公司績效的影響

變數說明： ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比。 $Concentration_t$ ：當年度議案集中程度。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。 $D1$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例下降，0代表進行私募後無此狀況。 $D2$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例下降，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。 $D3$ ：為一虛擬變數，1代表公司進行私募後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例上升，0代表進行私募後無此狀況。

變數	ROA_t		$Return_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	-0.333***	0.002	-1.034	0.128
RBLOCK	-0.331	0.155	-0.288	0.845
DEBT	-0.611***	0.000	-0.449	0.198
RSIZE	4.185***	0.000	0.030	0.994
CONCENTRATION	0.221	0.512	0.870	0.687
PE	3.960	0.754	40.814	0.612
PE*CONCENTRATION	-0.523	0.356	-1.025	0.776
PE*RBLOCK	-0.086	0.766	-1.018	0.581
PE*D1	21.194**	0.038	492.083***	0.000
PE*D2	14.434**	0.015	1.506	0.968
PE*D3	8.663***	0.008	6.445	0.757
常數	37.014***	0.000	11.597	0.843
Adjusted R-squared		0.442		0.218
Durbin-Watson stat		0.992		2.767

第六節 私募後，董事會結構、特性與公司績效之關係

在此原應該須先進行各自變數的皮爾森相關係數分析，但其自變數與研究模型一相同，差異只在於應變數的不同而已，故在此就直接針對董事會結構、特性與公司績效之關係進行研究與分析，董事會結構與特性、公司特性對於公司績效之影響的實證結果如表5-27所示，在應變數為公司ROA的時候，其受到了內部人持股比例、董事會規模、公司前期成長率、公司前期負債比率、公司規模、私募和公司前一期負債比率、董事會開會次數、公司前一期成長機會與私募的交乘項所影響，當內部股東持股比例越高，則公司的ROA越差；當董事會規模越大，公司得到更多有效性的建議，進而公司的ROA越佳。而公司前期的成長機會越高，公司的ROA也就越好；當公司前期的負債比率越低，避免承受過高的舉債壓力，使的公司的ROA也就越高，但是當私募過後卻減緩了此種效果，亦即當私募過後，負債比率越低，公司ROA的上升幅度會比私募之前小。當私募後，會使公司的ROA下降，估計是由於受到金融風暴的影響才有此結果。另外當公司規模越大，越能達到規模經濟，亦可利用價格策略提升市場佔有率，追求利潤極大化，公司ROA就越高。而當私募過後，當開會次數越多，或者是公司前一期的成長率越低，則公司的ROA越低。

而董事會結構與特性、公司特性對於公司股票異常報酬之影響的實證結果如表5-27所示，公司股票異常報酬受到了私募、私募與董監事持股比例的交乘項、私募與董監事持股比例平方的交乘項、私募與董事會規模的交乘項、私募與公司規模的交乘項還有私募與經理人異動的交乘項所影響，當私募進行時，產生了宣告效果，告訴投資者公司價值被低估，因此公司股票的異常報酬提升。在私募股權過後，董監事持股比例下降，將會使的公司股票的異常報酬更加的上升；在私募股權過後，將會使的原本不明顯董的監事持股比例與公司股票異常報酬的倒U型非線性關係變成明顯的U型非線性關係。而在私募股權過後，也使的董事會規模與公司股票異常報酬之間不明顯的正相關變成了明顯的負相關。同樣的，私募

過後，使的公司規模與公司股票異常報酬之間不明顯的正相關變成了明顯的負相關，經理人異動與公司股票異常報酬之間的正相關也變成了負相關。

綜合上述結論可知，公司前一期負債比率不論私募前後均對公司的ROA造成影響，私募前，公司前期負債比率越高，公司的ROA越低，私募後，雖然同樣公司前期負債比率越高，公司的ROA越低，但是下降幅度已經不如私募前下降幅度那麼多了。而使人在意莫過於私募對於董監事持股比例、董事會規模、公司前一期規模、經理人異動再對於公司股票異常報酬的影響，使其四項變數在私募之前與公司股票異常報酬是正相關，在私募之後卻是負相關了，而私募對於公司股票異常報酬確有宣告效果的產生，對於公司的ROA估計是受到其他因素而導致與原先預期結果不一致。

表5-27 董事會結構與特性、公司特性對於公司績效與公司股票異常報酬之影響

變數說明： ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RFrequency_t$ ：當年度董事會的開會次數與私募虛擬變數迴歸後的殘差。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $RBoardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模與當年度董事長是否兼任執行長迴歸後的殘差。 Age_t ：當年度公司成立年限。 $Duality_t$ ：當年度公司的董事長是否兼任執行長，為一虛擬變數，1代表有，0代表無。 $Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比、董事會規模、公司成立年限及前一年度公司成長機會迴歸後的殘差。 $Mchange_t$ ：當年度公司的執行長是否有所異動。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。

變數	ROA_t		$Return_t$	
	B之估計值	P-value.	B之估計值	P-value.
DSHARE	-0.340	0.533	-0.201	0.947
DSHARE2	0.001	0.870	-0.000	0.987
RBLOCK	-0.426**	0.036	0.087	0.938
RBOARDSIZE	2.287***	0.005	3.031	0.506
AGE	-0.163	0.350	0.553	0.572
DUALITY	-6.058	0.102	2.211	0.915
RFREQUENCY	0.749	0.246	-0.085	0.981
GROWTH	-0.069	0.353	0.682	0.106

DEBT	-0.975***	0.000	-0.194	0.666
RSIZE	4.474***	0.001	9.406	0.217
MCHANGE	3.448	0.343	23.134	0.257
PE	-35.895***	0.002	154.206**	0.021
PE*DSHARE	0.177	0.799	-9.817**	0.012
PE*DSHARE2	-0.001	0.871	0.157***	0.020
PE*RBLOCK	0.106	0.672	0.031	0.982
PE*RBOARDSIZE	-1.927*	0.075	-17.259***	0.004
PE*AGE	0.190	0.402	-1.246	0.330
PE*DUALITY	2.695	0.573	2.080	0.938
PE*RFREQUENCY	-1.910**	0.011	-2.130	0.613
PE*GROWTH	0.218**	0.014	-0.601	0.227
PE*DEBT	0.425***	0.000	0.645	0.265
PE*RSIZE	-0.716	0.675	-20.557**	0.033
PE*MCHANGE	-4.410	0.356	-45.055*	0.094
常數	71.403***	0.000	-20.699	0.685
Adjusted R-squared		0.518		0.057
Durbin-Watson stat		0.914		2.548

第七節 董事會結構、特性、董事會議事錄內容與公司績效當期關係分析

本節的主旨在於想觀察當期董事會結構、特性、當期董事會議事錄內容與公司當期績效間是否存在著相互影響的因果關係，因此本文在此採用兩階段最小平方法來做進一步的研究，並且假設董事會結構、特性、董事會議事錄內容與公司績效為研究模型四的內生變數。

在做分析之前，本文先將表 5-28 到表 5-31 中的幾項變數解釋一下，為使統計軟體能順利跑出兩階段最小平方法，故令 a 為 Pe_t 乘上 $Content_t$ ，b 為 Pe_t 乘上 ROA_t ，e 為 Pe_t 乘上 $Return_t$ ，f 為 Pe_t 乘上 $Boardsize_t$ ，g 為 Pe_t 乘上 $Frequency_t$ ，由表 5-28 的實證結果可以得知，當期董事會議事錄內容與當期公

公司的 ROA 以及當期董事會規模並無任何顯著性的關係，而當當期董事會規模也不會影響當期公司的 ROA 與當期董事會議事錄內容，另外當期公司的 ROA 並不會顯著影響當期董事會規模，就算是私募與當期董事會規模的交乘項亦無影響，當期公司的 ROA 也不會顯著性的影響當期董事會議事錄內容，因此三者之間並不存在因果關係。

跟著我們看到表 5-29，可以看出當期董事會議事錄內容並不會影響公司當期股票的異常報酬與當期董事會規模，而當期董事會規模也不會影響當期董事會議事錄內容與公司當期股票異常報酬，再者公司當期股票異常報酬亦不會影響當期董事會議事錄內容與當期董事會規模，因此三者之間並不存在因果關係。

再來我們看到表 5-30，可以看出當期董事會議事錄內容並不會影響當期公司的 ROA 與當期董事會的開會次數，而當期董事會的開會次數也不會影響當期董事會議事錄內容與當期公司的 ROA，再者當期公司的 ROA 亦不會影響當期董事會議事錄內容與當期董事會的開會次數，因此三者之間並不存在因果關係。

最後我們看到表 5-31，可以看出當期董事會議事錄內容並不會影響公司當期股票的異常報酬與當期董事會的開會次數，而當期董事會的開會次數也不會影響當期董事會議事錄內容與公司當期股票異常報酬，再者公司當期股票異常報酬亦不會影響當期董事會議事錄內容與當期董事會的開會次數，因此三者之間也不存在因果關係。

綜合上述所有的實證結果，我們可以得知只有當期董事會規模對於當期公司的 ROA 會產生影響，但是當期公司的 ROA 卻不會對當期的董事會規模產生影響，而更遑論當期董事會議事錄內容、當期董事會開會次數與公司當期股票的異常報酬了，因此經由實證結果發現三者並不存在因果關係。

表5-28 董事會結構與特性、董事會議事錄內容、公司績效之間的影響

變數說明： ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。 $Content_t$ ：董事會當年度總議事數量。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $Rfrequency_t$ ：當年度董事會的開會次數與私募虛擬變數迴歸後的殘差。 $Rblock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $Boardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模。 $Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $Rsize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比、董事會規模及前一年度公司成長機會迴歸後的殘差。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。

	B之估計值	P-value.
變數(1)	$Content_t$	
常數	-994.780	0.416
ROA	-9.081	0.431
BOARDSIZE	174.082	0.399
PE	1094.648	0.397
PE*ROA	8.180	0.432
PE*BOARDSIZE	-164.804	0.402
RSIZE	-40.185	0.404
RBLOCK	2.362	0.530
DEBT	-1.976	0.483
變數(2)	ROA_t	
常數	37.032	0.902
CONTENT	13.426	0.377
BOARDSIZE	-58.848	0.467
PE	19.376	0.946
PE*CONTENT	-13.147	0.374
PE*BOARDSIZE	59.903	0.453
DSHARE	0.101	0.936
DEBT	-1.420	0.206
RSIZE	40.432	0.378
變數(3)	$Boardsize_t$	
常數	62.354	0.358
CONTENT	-1.676	0.414
ROA	-0.241	0.524
PE	-53.269	0.413

PE*CONTENT	1.664	0.414
PE*ROA	0.167	0.584
DSHARE	-0.121	0.509
RBLOCK	-0.261	0.417
GROWTH	0.115	0.413
Adjusted R-squared(1)	0.007	
Durbin-Watson stat(1)	1.210	
Adjusted R-squared(2)	0.003	
Durbin-Watson stat(2)	1.236	
Adjusted R-squared(3)	0.013	
Durbin-Watson stat(3)	1.176	

表5-29 董事會結構與特性、董事會議事錄內容、公司股票異常報酬之間的影響

變數說明： ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。 $Content_t$ ：董事會當年度總議事數量。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RFrequency_t$ ：當年度董事會的開會次數與私募虛擬變數迴歸後的殘差。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $Boardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模。 $Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比、董事會規模及前一年度公司成長機會迴歸後的殘差。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。

	B之估計值	P-value.
變數(1)	$Content_t$	
常數	2253.451	0.613
RETURN	8.947	0.617
BOARDSIZE	-333.549	0.618
PE	-2290.276	0.619
PE*RETURN	-8.988	0.617
PE*BOARDSIZE	329.413	0.618
RSIZE	-61.539	0.603
RBLOCK	-6.603	0.620
DEBT	1.804	0.645
變數(2)	$Return_t$	
常數	-319.901	0.791

CONTENT	-42.723	0.582
BOARDSIZE	246.557	0.599
PE	444.194	0.694
PE*CONTENT	41.907	0.586
PE*BOARDSIZE	-265.911	0.573
DSHARE	-2.666	0.539
DEBT	1.979	0.635
RSIZE	-41.997	0.623
變數(3)	<i>Boardsize_t</i>	
常數	38.229	0.265
CONTENT	-1.141	0.344
RETURN	-0.385	0.322
PE	-29.867	0.364
PE*CONTENT	1.137	0.345
PE*RETURN	0.382	0.325
DSHARE	-0.096	0.473
RBLOCK	-0.222	0.332
GROWTH	0.147	0.291
Adjusted R-squared(1)	0.002	
Durbin-Watson stat(1)	1.321	
Adjusted R-squared(2)	0.016	
Durbin-Watson stat(2)	1.330	
Adjusted R-squared(3)	0.009	
Durbin-Watson stat(3)	1.455	

表5-30 董事會結構與特性、董事會議事錄內容、公司績效之間的影響

變數說明： ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。 $Content_t$ ：董事會當年度總議事數量。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RFrequency_t$ ：當年度董事會的開會次數與私募虛擬變數迴歸後的殘差。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $Boardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模。 $Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比、董事會規模及前一年度公司成長機會迴歸後的殘差。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。

	B之估計值	P-value.
變數(1)		
	$Content_t$	
常數	-43.002	0.635
ROA	2.683	0.416
RFREQUENCY	-34.465	0.472
PE	13.715	0.262
PE*ROA	-1.891	0.440
PE*RFREQUENCY	39.361	0.428
RSIZE	-11.989	0.282
RBLOCK	0.365	0.709
DEBT	1.312	0.408
變數(2)		
	ROA_t	
常數	64.659	0.888
CONTENT	-1.001	0.949
RFREQUENCY	79.943	0.697
PE	-39.791	0.934
PE*CONTENT	1.121	0.942
PE*RFREQUENCY	-81.147	0.689
DSHARE	1.408	0.732
DEBT	-1.144	0.280
RSIZE	7.678	0.581
變數(3)		
	$RFrequency_t$	
常數	0.192	0.967
CONTENT	0.033	0.813
ROA	-0.014	0.731
PE	-3.800	0.403

PE*CONTENT	0.076	0.585
PE*ROA	-0.005	0.880
DSHARE	-0.054**	0.011
RBLOCK	-0.010	0.752
GROWTH	-0.004	0.742
Adjusted R-squared(1)	0.008	
Durbin-Watson stat(1)	1.304	
Adjusted R-squared(2)	0.010	
Durbin-Watson stat(2)	1.384	
Adjusted R-squared(3)	0.035	
Durbin-Watson stat(3)	1.103	

表5-31 董事會結構與特性、董事會議事錄內容、公司股票異常報酬之間的影響

變數說明： ROA_t ：當年度公司資產報酬率。 $Return_t$ ：當年度公司異常報酬率。 $Content_t$ ：董事會當年度總議事數量。 $Dshare_t$ ：當年度董監事持股百分比。 $RFrequency_t$ ：當年度董事會的開會次數與私募虛擬變數迴歸後的殘差。 $RBlock_t$ ：當年度內部股東持股百分比與董監事持股百分比迴歸後的殘差。 $Boardsize_t$ ：當年度公司的董事會規模。 $Growth_{t-1}$ ：前一年度公司成長機會。 $Debt_{t-1}$ ：前一年度公司負債比。 $RSize_{t-1}$ ：前一年度公司規模與當年度董監事持股百分比、內部股東持股百分比、董事會規模及前一年度公司成長機會迴歸後的殘差。 Pe_t ：公司進行私募股權前後。

	B之估計值	P-value.
變數(1)	$Content_t$	
常數	26.156**	0.024
RETURN	0.902	0.172
RFREQUENCY	-12.920	0.400
PE	-2.929	0.818
PE*RETURN	-0.911	0.170
PE*RFREQUENCY	16.554	0.288
RSIZE	-8.443*	0.051
RBLOCK	-0.058	0.880
DEBT	0.361	0.232
變數(2)	$Return_t$	
常數	-1758.218	0.680
CONTENT	61.749	0.672

RFREQUENCY	-931.272	0.617
PE	1960.099	0.664
PE*CONTENT	-60.923	0.670
PE*RFREQUENCY	918.215	0.618
DSHARE	-19.517	0.601
DEBT	4.021	0.679
RSIZE	24.533	0.854
變數(3)	<i>R</i>Frequency_t	
常數	-124.551	0.714
CONTENT	4.598	0.710
RETURN	1.534	0.712
PE	115.484	0.723
PE*CONTENT	-4.472	0.717
PE*RETURN	-1.531	0.711
DSHARE	0.233	0.794
RBLOCK	0.701	0.724
GROWTH	-0.541	0.708
Adjusted R-squared(1)	0.023	
Durbin-Watson stat(1)	1.450	
Adjusted R-squared(2)	0.003	
Durbin-Watson stat(2)	1.487	
Adjusted R-squared(3)	0.008	
Durbin-Watson stat(3)	1.476	

第六章 結論與建議

第一節 研究結論

本研究旨在了解台灣實際的私募各項特性並分析台灣進行私募股權的公司是否與過往文獻所述之內容相符合，並整理與分類進行私募過的公司之董事會議事錄內容，並加上董事會結構與特性，了解董事會對於公司私募過後的影響性，讓公司或者投資者對於私募後的董事會決策有更深一層的了解。

(一) 台灣私募的特質

台灣現行私募的公司還是多以上櫃公司為主，產業則以電子產業為主，而原因以能快速取得資金為主要動機，私募平均進行天數在 150 天以上，對象則是以內部人與外部有資金實力者為主要對象，且私募多以折價發行，平均約折價 10%~20% 為主。

(二) 私募對於董事會議事錄內容

整體而言，在私募過後，董監事持股比例與策略性決策議案討論比例以及重要公司治理之監督議案討論比例有倒 U 型與 U 型的非線性關係存在，亦即當董監事持股比例越低時，此時代理問題比較嚴重，因此對於監督類型的重要公司治理議案討論會變多，相對而言，策略性決策議案的討論比例就會下降。另外，得出與假說相異的結果，當私募過後，受到私募的影響，會使的各個影響董事會議事錄內容的因素降低其影響力，也就是說，若董監事持股比例越高，董事會議事錄的議案總量越多，但是當私募過後，董事會議事錄的議案總量增加幅度會小於私募前的增加幅度。

(三) 私募前後，董事會議事錄對於公司績效

朱冠華(2006)指出決策種類議案與策略性議案的討論比例越高時，其成效會反映在公司的ROA上，會使的公司績效越好，或許是受到私募的抵消效果，私募過後的公司其董事會議事錄的總量與種類均不會影響公司的ROA與股票異常報酬，但是私募股權過後，內部股東持股比例上升，董監事持股比例下降會使的公司異常報酬增加，也就是Jay and Timothy、Wruck所指的訊號效果。而其唯一議案討論比例對公司的ROA有影響則是私募與監督型議案的討論比例之交乘項，亦即當私募過後，監督型議案的討論比例上升將會使的公司ROA變好。

(四) 私募前後，董事會結構與特性對於公司績效

公司前期負債比率不論私募前後均對公司的ROA造成影響，私募前，公司前期負債比率越高，公司的ROA越低，私募後，雖然同樣公司前期負債比率越高，公司的ROA越低，但是下降幅度已經不如私募前下降幅度那麼多了。而私募對於董監事持股比例、董事會規模、公司前一期規模、經理人異動再對於公司股票異常報酬的影響，使其四項變數在私募之前與公司股票異常報酬是正相關，在私募之後卻是負相關了，也再一次的顯示了私募的抵消之影響，而私募對於公司股票異常報酬確有宣告效果的產生，因此除了私募和私募與董事會規模之交乘項、私募與經理人異動之交乘項對公司異常報酬有影響外，其餘董事會結構與特性均對公司績效沒有顯著性的影響。

另外本文也考慮了當期董事會議事錄內容、當期董事會結構與特性以及公司當期績效之間可能有因果關係，但是實證結果顯示此因果關係是不存在的，只有當期當董事會規模對於公司當期的ROA會有影響。

私募現在在台灣的資本市場越來越盛行，本文的貢獻在於針對台灣進行私募的公司發放問卷，以了解台灣進行私募的公司其私募的各項特質，以往論文

對於進行私募的公司頂多從各大資料庫的資料進行研究與分析，純粹為第二手資料的分析，而無實際驗證是否台灣現行的私募狀況與其相符合，在此對於台灣現行的私募狀況做一個第一手資料的初步分析，讓公司與投資者對於台灣私募現況能有更深的了解；另一貢獻在於以往對於私募的研究僅在於以各個公司特性以及些許的董事會結構與特性來驗證私募過後的公司績效變化，本文以另類的董事會議事錄內容以及新增的董事會結構與特性來觀看其與公司績效之間的關係，以及私募前後，影響董事會議事錄內容的原因，畢竟目前對於董事會議事錄內容進行研究的實證文章屈指可數。

第二節 研究限制與後續研究建議

本文由於私募制度起步不到十年的關係，加上又非所有私募公司均有公佈董事會議事錄，故樣本數不多，加上樣本受到 2007 年到 2009 年金融風暴的關係，使的董事會議事錄內容與公司績效之關係受到影響。

故建議若能增加樣本觀察家數，兼且將單一公司的觀察期間提升為私募的前後三年，或許會有更好的結果發生，另外本文只考慮私募股權，未將私募特別股與公司債納入考量，兼且沒有針對產業做進一步的分析，後續研究者也可針對此一部份做更深的探討。

參考文獻

網站

1.

<http://tech.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/Inc/2007cti-news-Tech-inc/Tech-Content/0,4703,12050902%20122007030800462,00.html>

2. <http://n.yam.com/tlt/fn/200904/20090407808700.html>

3.

<http://tw.myblog.yahoo.com/jw!Q.ezIZ6AHwTgmCNw3cExlH7y/article?mid=75>

4.

<http://tw.myblog.yahoo.com/jw!Yy5znr.XBhaZcGLuiNUh8CGq/article?mid=9383>

5. <http://n.yam.com/chinatimes/politics/200902/20090221067274.html>

6. [公開資訊觀測站](#)

7. 台灣經濟新報

8. [證券交易所](#)

中文文獻

朱冠華，「董事會議事錄及公司績效之分析」。中山大學財務管理研究所，碩士論文，2006年

呂彥慧，「股權結構、監督機制、轉投資、交叉持股與公司經營績效之關係—以台灣新上市公司為例」。中山大學財務管理研究所，碩士論文，2000年

余歆儀，「政權輪替對公股企業董監事改選與公司績效的影響」。中山大學財務管理研究所，碩士論文，2002年

呂季蓉，「台灣上市上櫃公司私募之研究—論私募對象之影響」。中山大學財務管理研究所，碩士論文，2005年

吳芝嫻，「以公司治理角度探討企業財務危機相關因素之研究」。大葉大學事業

經營研究所，碩士論文，2005年

吳宗輔，「台灣上市公司股權結構、董事會組成特性對公司經營績效及股利政策影響之研究」。中正大學財務金融研究所，碩士論文，2006年

林嘉慧，「台灣上市公司私募股權現況與績效之探討」。東吳大學產業企業管理研究所，碩士論文，2007年

洪麗芳，「股權結構、財務決策與公司績效關聯性之研究」。中原大學會計學系研究所，碩士論文，2004年

許雪芳，「上市上櫃公司私募之研究」。中山大學財務管理研究所，碩士論文，2003年

許惠雲，「台灣上市上櫃公司私募股權中之私人利益」。中山大學財務管理研究所，碩士論文，2006年

康華翔，「台灣初次上市公司內部股權結構之研究」。中山大學財務管理研究所，碩士論文，2006年

陳朝陽，「從美國法制看我國證券私募制度之發展」。中央大學產業經濟研究所，碩士論文，2006年

謝錦堂，1999，股票上櫃過程股權結構與經營績效變化之實證研究，*證券金融*，61，89~115

外文文獻

Barclay, Michael J., and Dennis P. Sheehan, 2001, The block pricing puzzle, *Working Paper*

Crystal, G. S., 1991, Do directors earn their keep? , *Fortune*, Vol 23, 9, 52-54

Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker, 1999, Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance, *Journal of Financial Economics*, Vol 51, 371-406

Chen Z., Y. L. Cheung, A. Stouraitis, and Anita W. S. Wong, 2005,

- Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol 13, 431-449
- Donaldson, L., and J. H. Davis, 1991, Stewardship theory or agency theory : CEO governance and shareholders returns, *Australian Journal of Management*, Vol 16, 49-64
- Demsetz, H., and K. Lehn, 1985, The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy*, Vol 93, 1155-1177
- Friend, I., H. Larry and P. Lang, 1988, An empirical test of the impact of managerial self-interest of corporate capital structure, *Journal of Finance*, 271-181
- Hayne, E. Leland, and David H. Pyle, 1977, Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation, *The Journal of Finance*, Vol 32, No 2, 371-387
- Hertzel, M., and L. Rees, 1998, Earnings and risk changes around private placements of equity, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol 13, No.1, Winter, 21-35
- Jerilyn, W. Coles, and Victoria B. McWilliams, 2001, An examination of the relationship of governance mechanisms to performance, *Journal of Management*, Vol 27, 23-50
- Kesner, 1987, Directors' stock ownership and organizational performance: an investigation of fortune 500 Companies, *Journal of Management*, Vol 13, 499-508
- Leech, D., and J. Leahy, 1991, Ownership structure, control type, classifications and the performance of large british companies, *Economic Journal*, Vol 101, 1418-1437

- Patton, A., and J. C. Baker, 1987, Why do not directors rock the boat? ,
Harvard Business Review, Vol 65, 10-12
- Raheja, C. G., 2005, Determinants of board size and composition: a theory
of corporate boards, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*
40(June): 283-306
- Shleifer, A., and M.W. Vishny, 1986, Large shareholders and corporate
control, *Journal of Political Economy*, Vol 94, 461-488
- Sridharan, U. V., and M. Allan, 1997, CEO duality in the paper and forest
products industry, *Journal of Financial and Strategic Decisions*,
Vol 10, 1-7
- Simpson, W.G., and A.E. Gleason, 1999, Board structure, ownership, and
financial distress in banking firms, *International Review of*
Economic and Finance, Vol 8, 281-292
- Sanjai, Bhagat, and Bernard Black, 2000, Board independence and long-term
firm performance, *Working paper*
- Wruck, K. H., 1989, Equity ownership concentration and firm value, *Journal*
of Financial Economics, Vol 23, 3-28
- Wu, YiLin, 2000, The choice between public and private equity offerings,
Working paper
- Zahra, S. A., and Pearce II, 1989, Boards of directors and corporate
financial performance : a review and integrative model, *Journal of*
Management, 15(2), 291-334

附錄

親愛的 XX 公司您好：

感謝貴公司撥冗填答這份問卷，這是一份學術性質的問卷，希望透過貴公司的填答，進而了解企業在進行私募之原因的學術研究。

答案沒有對與錯的分別，請依據貴公司的真實原因回答即可，所得的資料僅供學術研究之用，絕不做其他用途，請貴公司安心填答，並由衷的感謝您的配合。

敬祝 生意興隆！

東海大學國際貿易研究所

指導教授：馬黛 教授

謝登隆 教授

研究生：劉志峰

1. 請問什麼原因讓貴公司要私募？

- 能快速取得資金 與企業策略聯盟 公司股價被低估 內部資訊揭露較少 較易掌控

公司 其他 _____

2. 貴公司的私募活動從股東會同意私募案到私募案完全結束平均歷時多久？

- 15~30 日 30~60 日 60~90 日 90~120 日 120~150 日 150 日以上

3. 貴公司私募的對象大多以誰為主？

- 多以內部人為主 多以曾有業務往來的法人為主 多以外部的有資金實力者為主 未來有

業務關係的法人 皆平均比例

4. 貴公司的私募股權平均折/溢價幅度為多少？

- 折價 0~5% 折價 5~10% 折價 10~20% 溢價 0~5% 溢價 5~10% 其他 _____

5. 貴公司的私募股權平均在限制轉讓售期間以後多久出售？

一年內 一年但是不滿兩年 兩年但是不滿三年 三年以上
其他 _____

~本問卷到此結束，非常感謝貴公司的幫忙~