



國立高雄應用科技大學
企業管理系碩士班
碩士論文

控制股東特性對私募增資宣告效果之相關研究

Private Equity Offerings and Controlling Shareholder's Personal Interest

研究生：郭育誠

指導教授：翁鶯娟 博士

中華民國 100 年 6 月

控制股東特性對私募增資宣告效果之相關研究

**Private Equity Offerings and Controlling Shareholder's
Personal Interest**

研 究 生：郭育誠

指 導 教 授：翁鶯娟 博士

國立高雄應用科技大學

企業管理系碩士班

碩士論文

A Thesis

Submitted to

Department of Business Administration

National Kaohsiung University of Applied Sciences

In Partial Fulfillment of Requirements

For the Degree of Master of Business Administration

June 2011

Kaohsiung, Taiwan, Republic of China

中華民國 100 年 6 月

控制股東特性對私募增資宣告效果之相關研究

學生：郭育誠

指導教授：翁鶯娟 博士
國立高雄應用科技大學
企業管理系助理教授

國立高雄應用科技大學企業管理系碩士班

摘要

本研究主要研究企業在進行私募的這一行為上，是否會以全體股東的利益為優先考量而不是以控制股東的利益為主。研究發現當控制股東以個人利益為考量時，符合個人利益假說，市場投資者不會因為企業宣告私募增資而有異常報酬產生，不具任何宣告效果。當控制股東不以個人利益為考量時符合市場訊息釋放假說，市場投資者會因為企業宣告私募增資而有異常報酬產生，具宣告效果。

進一步研究私募增資短期間內異常報酬率與財務比率之關係，發現股票淨值比、財務幹桿比率、預期報酬率、控制股東質押比、現金流量請求權與累積異常報酬率有顯著相關。當私募增資宣告下，若股票淨值比越高累積異常報酬越低，財務幹桿比率越高累積異常報酬越高，預期報酬率越高累積異常報酬越高，控制股東質押比越大累積異常報酬越低，現金流量請求權越多累積異常報酬越高。

關鍵字: 私募增資、控制股東、個人利益假說、訊息釋放假說

Private Equity Offerings and Controlling Shareholder's Personal Interest

Student : Yu-Chen Kuo

Advisors : Dr. Ying-Jiuan Wong

Institute of Department of Business Administration
National Kaohsiung University of Applied Sciences

ABSTRACT

The purpose of this study is that the enterprises' private placement is under way, and it takes whole shareholders' benefits into consideration first not the benefits of controlling shareholders .

In this research, it is found that as Controlling shareholders take personal benefits into consideration first ,and it meets personal interest hypothesis. Marketing investors don't have abnormal return while enterprises are claiming private placement. It doesn't possess any announcement effect.

But oppositely, as Controlling shareholders don't take personal benefits into consideration first, and it meets signaling hypothesis. Marketing investors could have abnormal return because enterprises claim private placement. It possesses announcement effect.

For further research, in the relationship between abnormal return and financial ratio in the short term of private placement, it is found that Price-Book Ratio 、 financial leverage ratio 、 Prior Return 、 stock pledge ratio of controlling shareholder 、 and Free Cash Flow right is relevant obviously to cumulative abnormal return.

As private placement, is under way, the results below are as follows.

1. While Price-Book Ratio is increasing, cumulative abnormal return is decreasing.
2. While financial leverage ratio is increasing, cumulative abnormal return is increasing as well.
3. While Prior Return is increasing, cumulative abnormal return is increasing as well.
4. While stock pledge ratio of controlling shareholder is increasing, cumulative abnormal return is decreasing.
5. While Free Cash Flow right is increasing, cumulative abnormal return is increasing as well.

Key word: Private placement, Controlling shareholders, Personal benefit, Signaling

第一章 緒論

第一節 研究背景及動機

一、 背景

民國九十七年底全球發生金融海嘯，全世界的企業紛紛陷入危機且均造成相當大的虧損，台灣企業多屬出口型企業，自然也不免受到此波金融海嘯之影響而產生虧損。企業除了要面對外部的挑戰外，資金流動性不足的問題亦深深的影響企業永續經營及追求更高利潤的目的。台灣在九十年及九十一年一月通過了「公司法」與「證券交易法」有關私募之修正條文，即為企業引進一項新的籌資管道--私募制度(private placement)。

過去私募案件主要是低價股籌資的專利，但近年來卻出現三大新現象：家數創新高、高價股增多、減資再私募公司增多。例如長華、系微、群聯等百元俱樂部成員以及佳必琪、晶電等九十元以上高價股都赫然在列。私募股僅給公司選定之特定人認購，需閉鎖三年，所以通常折價發行對原股東持股會造成稀釋效果，因此私募行為是否造成小股東權益受損或控制股東在謀求個人利益即受到市場上投資人質疑。

比較國內近年來私募與公開發行市場的概況，我們發現，現金增資由九十五年度的 50 件，九十六、九十七年遞減至 34 件，九十八年才又逐漸增加到 45 件，而 IPO 也同樣具有遞減的情況由九十五年的 145 件到九十八年 56 件。反觀私募市場私募普通股股權案件，九十一年雖僅有 5 件辦理，但九十二年已成長至 16 件，而九十八年更增加為 79 件，九十九年初至五月底也有 44 件私募案件。資料發現在 98 年時私募案件有 79 件高於公開現增的 45 件與 IPO 的 56 件，由以上數據顯示出私募市場的重要性與日遽增，私募增資已經成為企業主要資金來源之一。

二、 研究動機

回顧有關私募增資的相關文獻，早期文獻多著墨於私募增資法律層面上、私募折價幅度上 (Wruck (1989)、Hertzel and Smith (1993))、如何選擇新股或公司債的發行方式 (Cronqvist and Nilsson (2003))，以及私募的訂價 (Barclay and Holderness (1989)、Hertzel, Lemmon, Linck, and Rees (2002))、私募宣告對公司價值的影響 (Cronqvist and Nilsson (2004))之相關探討。過去研究探討私募改變公司價值所得到的研究結果仍具有爭議性，一為贊成私募可提升公司價值 (Barclay, Holderness and Sheehan (2003)、Demsetz and Lehn(1985)、Hertzel and Rees (1998)、Hertzel and Smith (1993)、Jensen and Meckling (1976)、Krishnamurthy, Spindt, Subramaniam, and Woidtke (2004)、Shleifer and Vishny (1986)、Wruck (1989))，一為反對私募可提升公司價值(Fama and Jensen (1983)、Myers and Majluf (1984)、Stulz (1988)、Krishnamurthy, Spindt, Subramaniam, and Woidtke (2004)、Wruck (1989))。

在股票市場裡若公司缺乏資金需要現金使用時就必須募集資金，而募集資金來源有很多方法，如借貸、私募增資、公開增資等，反之公司若有大量現金時，可藉由發放股息、買回庫藏股、轉投資等，將公司的現金部位降低，以回饋股東且降低代理成本不確定因素。在公司的諸多作法裡任何一種作法都會引發市場的揣測而影響公司股價的變動，公司內部控制股東若藉由著這些操作方式，以自身利益為優先考量不以公司或股東權益最大化為考量，而做出對傷害公司的決定。我們由過去文獻指出一個對於公司股票購回宣告的市場反應，並提出兩個主要假說來解釋公司股票購回的異常報酬。第一個是個人利益假說(personal interest hypothesis)，第二個是訊息釋放假說(signaling hypothesis)。若市場投資人認為公司所做的決定是屬於公司內部控制股東所追求私人利益，符合個人利益假說，則公司股價不存在異常報酬，反之，若市場投資人認為公司所做的決定是屬於公司內部控制股東所追求的公司利益極大化符合訊息釋放假說，則公司股價存在者異常報酬。

因此本研究欲探討公司在急需資金時，公司內部控制股東所作的私募增資這

個決定下，市場投資人會將公司私募的行為解讀為控制股東在謀求個人利益或以公司利益為考量，市場是否會有任何宣告效果，對公司股價是否有所影響而存在著異常報酬。

第二節 研究目的

國內證券投資信託業者，於 2004 年 4 月向主管單位提出開放國內證券投資信託募集發行私募型基金之建議書。經相關單位的審慎評估後接受其建議並於 2004 年 11 月 31 日正式開放，至此，證券投資信託事業能藉由私募方式向此種特定人招募，除符合投資人需求外，證券投資信託基金之募集、發行及投資操作將更為靈活機動，以鼓勵金融商品創新，並兼顧投資保障，自然這些資金就願意投入投資，相對的對台灣之金融投資市場注入活水。私募增資在最近幾年亦在國內大放異采，且市場導向、策略管理及關係品質與行銷績效間之關係也成為行銷研究之主流及重視。

Hertzel, Lemmon, Linck, and Rees (2002) 主張，除了宣布期股價反應為正，私募的另一項有趣的特徵是它們通常以和市價相比很大的折價賣給投資人。Holderness and Sheehan (2003) 發現，大多數私募為折價發行：其樣本平均折價為 18.7%，只有 14% 的私募是溢價或平價發行(折價的計算是以宣布日後第一個可得的收盤價做計算基準，選擇第一天市價的原因在於作者認為投資人應理性評估私募宣告的效應，包括私募條件(訂價)，並反應在市價上)。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。

本研究主要是在探討私募增資宣告效果下，公司是否存在著異常報酬的研究，且著重於控制股東對於私募增資這項行為是否有考慮到廣大股東的利益或是以自身的利益為出發點。

探討控制股東之個人利益變數與私募增資宣告的關聯性研究，試以探索市場導向對私募增資募集間之關係。

本研究目的如下：

一、探討私募增資宣告效果與控制股東之關係

1. 不同的控制股東質押比與異常報酬是否有顯著性的差異。
2. 不同的現金流量請求權與異常報酬是否有顯著性的差異。

第三節 研究流程

本文之研究流程共有五章節，本文之結構依序為：第一章緒論、第二章文獻探討、第三章研究內容、第四章實證結果，最後第五章為結論，而各章節之流程，將在下面依序概述。

本研究主要流程如下圖所示首先基於研究動機與目的，對相關文獻進行探討，並提出研究假說。再針對上市公司蒐集股權結構組成資料以及公司的相關財務變數。其次，依據所取得的股權資料，追蹤各公司的最大控制股東，並計算其控制權與現金流量權。最後利用統計方法驗證本文之假說，並對實證結果加以分析後以獲致結論，並提出適當之建議。本研究之研究流程如下圖 1-1。

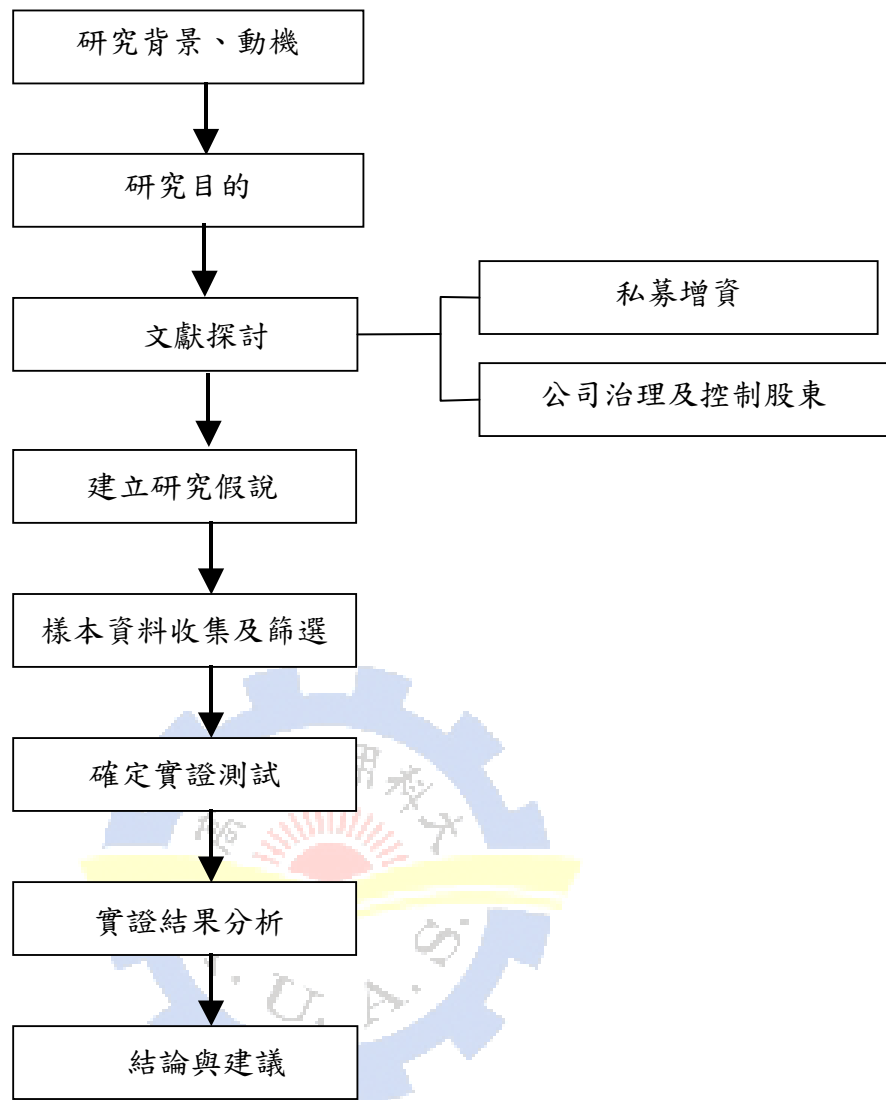


圖 1-1 研究流程

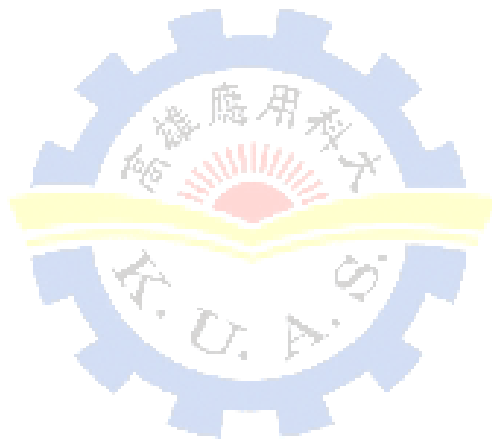
參考文獻

一、中文部份

1. 台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal, TEJ)
2. 台灣證券交易所的公開資訊觀測站 (<http://newmops.tse.com.tw/>)
3. 卓越商情資料庫 (<http://ebds.anyan.com.tw/>)
4. 中華民國證券暨期貨市場發展基金會(<http://www.sfi.org.tw/>)
5. 周寶蓮(1984)，會計盈餘與現金流量對股票報酬影響之研究，國立政治大學會計研究所碩士論文。
6. 林嘉慧(2007)，台灣上市公司私募股權現況與績效之探討，東吳大學，企業管理學系碩士在職專班碩士論文。
7. 洪麗芳(2004)，股權結構、財務決策與公司績效關聯性之研究，中原大學會計研究所未出版碩士論文。
8. 翁淑育(2000)，台灣上市公司股權結構、核心代理問題與公司價值之研究，輔仁大學金融研究所碩士論文。
9. 高立志(2007)，控制股東控制權與現金流量請求權偏離對公司價值影響相關性研究，國立高雄第一科技大學商務經營研究所碩士論文。
10. 梁信翔(2005)，董監事質押比率之研究，國立臺灣大學財務金融學研究所碩士論文。
11. 許加昂(2000)，董監質押比率與公司經營績效、融資政策、股利政策關聯性之研究，台灣大學會計所碩士論文。
12. 許惠雲(2006)，台灣上市上櫃公司私募股權中之私人利益，國立中山大學財務管理學系研究所碩士論文。
13. 陳明宏(2005)，控制股東股權結構與現金增資長期績效關聯性之研究，國立成功大學會計學系碩士論文。
14. 陳鴻崑(2009)，公司股票購回與控制股東個人利益之研究，台灣大學財務金

融學研究所碩士論文。

15. 劉言鼎(2008)，私募異常報酬與交易量之決定因素，朝陽科技大學財務金融系碩士研究所碩士論文。
16. 劉綠萍(2003)，董監事股權質押的代理問題與公司價值關聯性之研究，國立台北大學企業管理學研究所未出版博士論文。
17. 蔡信夫、鍾惠民、林詩韻，(2003)，控制股東代理問題與盈餘資訊內涵之關聯性研究—以台灣上市公司為例，*當代會計*，4 (2), 143-168.



二、英文部份

1. Admati, A., Pfleiderer P.(1988), "A theory of intraday Patterns: Volume and price variability", *Review of Financial Studies*, 1, 3~40.
2. Banz, R.W. (1981), "The relationship between return and market value of common stocks", *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18.
3. Barclay, M. J. & Holderness, C.G. (1989), "Private Benefits from Control of Public Corporation", *Journal of financial Economics*, 25, 271-395.
4. Barclay, M. J., Holderness C.G. & Sheehan D. P. (2001), "The Block Pricing Puzzle", *working paper*, University Rochester.
5. Barclay, M. J., Holderness C.G. & Sheehan D. P. (2003), "Private Placement and Managerial Entrenchment", *working paper*, SSRN.
6. Chan , K. , C. , Nai-fu chen(1991), "Structural and return characteristics of small and large firms", *Journal of Finance*,46,1467-1484
7. Chen, Y. and S. Hu(2001), " The controlling shareholder's personal stock loan and firm performance" , *working paper*, National Taiwan University.
8. Cronqvist, H. & Nilsson, M. (2004), "The Choice Between Rights Offerings and Private Equity Placements", *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
9. Cronqvist, H., and M. Nilsson(2003), "Agency costs of controlling minority shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* ,38, 695-719.
10. Cronqvist, H., and M. Nilsson(2005), " The choice between rights offerings and private equity placements", *Journal of Financial Economics* 78, 375-407.
11. Demsetz, H., & Lehn K. (1985), " The Structure of Corporate Ownerships: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 93 ,1155-1177.
12. Dyck, A., and Zingales, L.(2004), "Private benefits: An international comparison", *Journal of Finance* ,59, 537-600.
13. Evidence from Private Equity Finacings, *Journal of Financial Economics*, 23, 3-28.
14. Fama, E. F. & Jensen M. C. (1983), " Separation of Ownership and Control",

Journal of Law and Economics, 26, 301-325.

15. Fama, E.F. and K.R. French (1993), "Common Risk Factors in The Returns on Stocks and Bonds", *Journal of Financial Economics*, 33, No. 1, 3-56.
16. Grossman, Sanford J. and Oliver D. Hart (1987). "Vertical Integration and the Distribution of Property Rights", In Assaf Razin and Efraim Sadka (eds.), *Economic Policy in Theory and Practice*, London: Macmillan Press.
17. Harris, M., and A. Raviv(1988), " Corporate finance: voting rights and majority rules", *Journal of Financial Economics*, 20, 203-235.
18. Haugen, R. and W. Baker(1996), "Commonality in the determinants of expected stock returns, " *Journal of Financial Economics* ,41, 401-439.
19. Hertzal, M. & Rees, L. (1998), " Earnings and Risk Changes Around Private Placements of Equity" , *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 13 (1), 21-35.
20. Hertzal, M. & Smith, R.L. (1993), "Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately", *Journal of Finance*, 48 (2), 459-485.
21. Hertzal, M., Lemmon, M., Linck, J. S., & Ress, L. (2002), " Long-tern Performance Following Private Placements of Equity", *Journal of Finance*, 57, 2595-2617.
22. Hwang, J. H. (2005), "Private benefits-Ownership vs Control", *working paper*.
23. Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976), " Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
24. Jensen, M. C.(1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeover", *American Economic Review*, 76, 323-329.
25. Krishnamurthy, S., Spindt, P., Subramaniam,V. & Woidtke, T. (2004),"Does Investor Identity Matter in Equity Issues? Evidence from Private Placements", *Journal of Financial Intermediation*, 14 (2), 210-238.
26. Kyle, A.S.(1985), " Conitnuous auctions and insider trading", *Economterica*, 53, 1315~1336.

27. La Porta, R., F.Lopez-de-Silanes, A.Shleifer(1999), "Corporate ownership around the world ", *Journal of Finance* ,54,471-517.
28. La Porta, R., F.Lopez-de-Silanes, A.Shleifer, and R.Vishny(1998), "Law and finance" , *Journal of Political Economy*, 106,1113-1155.
29. La Porta, R., F.Lopez-de-Silanes, A.Shleifer, and R.Vishny(2000), "Investor protection and corporate governance" , *Journal of Finance Economics*, 58,3-27.
30. Mikkelson, W. M. & Partch, M. M. (1986), " Valuation Effects of Security Offerings and The Issuance Process" , *Journal of Financial Econoics*, 15, 523-553.
31. Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investor Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
32. Reinganum, M., R. (1983), "The anomalous stock market behavior of small firms in January: Empirical tests for tax-loss selling effects", *Journal of Financial Economics*, 13(1), 89-104.
33. Rosenberg , Barr , Kenneth Reid , and Ronald Lanstein(1985), "Persuasive evidence of market inefficiency", *Journal of Portfolio Management* ,11,9-17.
34. Shleifer, A. & Vishny R. W. (1986) ,"Large Shareholders and Corporate Control", *The Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
35. Shleifer, A., and R. W. Vishny(1997), "A survey of corporate governance", *Journal of Finance* ,52 , 737-783
36. Spiess, D.K., Affleck-Graves, J.(1995), "Underperformance in Long-Run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings", *Journal of Financial Economics*, 38, 243-267.
37. Stulz, R. M. (1988), " Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and The Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
38. Wruck, K. H. (1989), " Equity ownership concentration and firm value", *Journal of Financial Economics* ,23(1), 3-28.