

私募增資與控制股東利益之相關研究

Private Equity Offerings and Controlling Shareholder's Personal Interest

郭育誠

國立高雄應用科技大學企業管理碩士在職專班研究生

翁鶯娟

國立高雄應用科技大學企業管理系助理教授

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、財務槓桿比率、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，財務槓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、訊息釋放

Abstract

The purpose of this study is that the enterprises' private placement announcement is under way, whether 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 when the private placement announcements are declared. 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.

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

壹、緒論

一、研究背景及動機

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在九十年十月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。

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)、Hertzel and Rees (1998)、Hertzel and Smith (1993)、Krishnamurthy, Spindt, Subramaniam, and Woitke (2004))，一為反對私募可提升公司價值(Myers and Majluf (1984)、Krishnamurthy, Spindt, Subramaniam, and Woitke (2004)、Wruck (1989))。

在公司的各項取得資金的作法裡，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，而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，做出對傷害公司的決定就會帶來嚴重的控制股東與小股東間的代理問題。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，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。

二、研究目的

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。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。

有別於先前的研究著重於私募的選擇、私募與折溢價、經營績效的關係，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，試以探索投資市場導向對私募增資募間之關係。

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。

二、探討私募宣告累積異常報酬率與公司治理之變數間的關係是否有差異。

貳、文獻探討

本研究之文獻回顧分為四個小節，第一小節為我國私募現況之論述，第二小節為控制股東的相關文獻，第三小節為私募增資與異常報酬的相關文獻，第四小節為個人利益假說與訊息釋放假說的相關文獻。

一、我國私募現況

(一) 私募的定義

民國九十一年二月六日由總統公佈之證券交易法修正案，增訂「私募」有價證券的相關規定，明確界定在何種條件下，發行有價證券可以免除證交法第 22 條第 1 項應先申請核准或申報生效之限制。

(二) 我國私募增資之優缺點

表 2-5 私募增資對公司、股東、投資者之優缺點

| | | |
|------|----|------------|
| 私募公司 | 優點 | 縮短取得合法資金時間 |
| | | 節省私募增資成本 |
| | | 避免公司內部資訊外流 |
| | | 發行條件較具彈性 |
| | 缺點 | 流動性不佳 |
| 公司股東 | 優點 | 解決公司資金問題 |
| | 缺點 | 股權稀釋 |
| 投資者 | 優點 | 免抽籤 |
| | | 投資成本低 |
| | 缺點 | 資訊不透明 |

(三)台灣의 私募環境

台灣在私募決議程序上為保障原股東權益，具股權性質的有價證券之私募須經股東會決議，須有代表已發行股份總數過半數股東出席，出席股東表決權三分之二以上之同意，且應在股東會召集事由中列舉並說明價格訂定之依據及合理性、特定人選擇之方式(如已洽定應募人者，並說明應募人與公司之關係及辦理私募之必要理由，且不得以臨時動議提出)。

台灣證券交易所及中華民國證券櫃檯買賣中心均將上市(櫃)公司辦理私募有價證券視為重大事件，故公司決議私募有價證券，或之後私募計畫有所變動時，應即時在公開資訊觀測站輸入重大訊息並召開重大訊息說明記者會。而在私募完成後，應於價款繳納完成日起十五日內(公司債為發行十五日內)，依主管機關所定申報。

二、私募增資與異常報酬相關文獻

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要在於投票權與資本是很大的情況下。

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，且研究結果顯示，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。

Wruck(1989) 認為相對於一般現金增資將引起所謂的負面報酬，私募在宣告日時則約有 4.5%的異常報酬，即使管理者有機會創造自利的交易而損害股東的權益，但私募的決策仍會增加股東的財富，原因是提高管理者股份所有權比例會促使管理層及股東的利益更加密切。Hertzel and Smith(1993)則以實證的例子，私募所帶來股本異常的正面報酬，對股本小的公司資本的而言，資訊效果比所有權結構更重要，他對股份所有權結構提出另一種看法，由於股本大的公司，股票流動性佳，管理層持股比率低，相對於管理層股本集中，易發生財務危機的小公司而言，私募而導致股份所有權結構變化明顯相對不重要，所以私募應該是資本融資事件，而非股份所有權股份比率重新分配。且認為私募宣告傳達公司價值被低估之訊息，市場投資者在觀察到此訊號後，會修正其對公司之評價。

在國內的研究上，許惠雲 (2006) 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。洪麗芳 (2004) 以台灣證券交易所掛牌上市公司為研究對象，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。

劉言鼎(2008)實證研究指出影響私募累積異常報酬及累積異常交易量決定因素包括公司規模、股價淨值比、信用評等、負債權益比及公司特定資訊。其中累積異常報酬及累積異常交易量與公司規模、股價淨值比、信用評等呈顯著負相關。公司規模越小的公司容易受到市場訊息影響而有異常報酬。當股價淨值比越低，表是公司股價被低估的可能性越高，可能有獲利的空間代表者異常報酬的產生。當信用評等等級越高，表示公司整體體質不佳，容易出現財務危機或是倒閉的可能，投資風險高且異常報酬也越高。

Fama and French (1993) 發現，以市場投資組合、公司規模、與帳面權益/市值比等三因子，對股票報酬的解釋能力最佳。Banz (1981) 與 Reinganum (1983) 提出公司特徵值中的市值規模大小會影響股票的報酬，發現以股票市值規模為區分標準時，則市值規模較小的公司，其報酬明顯高於單用市場系統風險所求得的股票報酬。Rosenberg, Reid, and Lanstein (1985) 發現高帳面價值/市價比所形成的投資組合可獲得較高報酬。Chan, Hamao, and Lakonishok (1991)也發現帳面價值/市價比對日本股市有明顯的解釋力。Haugan and Baker (1996) 發現低帳面價值/市價比的股票通常有較高成長，唯投資者通常會對成長有過度期望，造成對低帳面價值/市價比的股價有高估現象。

Banz (1981) 與 Reinganum (1983) 提出公司特徵值中的市值規模大小會影響股票的報酬，發現以股票市值規模為區分標準時，則是值規模小的公司，期報酬率明顯高於單用市場系統風險所求得的股票報酬。Spiess and Graves (1995)，實證結果顯示在小規模的公司、現金增資時間距首次公開發行時間較短的公司、帳面價值對市價比較低之公司，其無現金增資公司的平均報酬率大於有現金增資公司的平均報酬率的情形最為顯著，而在產業別方面，因產業的不同而造成其無現金增資公司的平均報酬率大於有現金增資公司的平均報酬率的情形則不顯著。

周寶蓮(1994)盈餘與現金流量對股票報酬之影響，研究結果發現在短的累計期間下，盈餘和股票報酬之關聯性並未較現金流量強，而淨現金流量對股票報酬之解釋能力並未較現金流量佳。Jensen (1986) 定義自由現金流量指的是公司在投資完所有淨現值為正的投資方案後所剩餘的現金，當公司管理權與經營權分離的時候，通常控制股東有濫用自由現金流量投資至負淨現值或自利的動機，如此控制股東將危害到公司資源的有效運用，而控制股東的獎酬通常與公司規模的成長正相關，所以會傾向於過度投資，因而使股東的權益受損而產生代理問題，但自由現金流量若減少，則可能引起公司資金短缺的反應。

陳鴻崑(2009)實證研究發現公司宣告股票購回，在短期間帳面價值/市價比、預期報酬率、股票質押比與現金流量請求權，與異常報酬具有顯著性的差異。其中帳面價值/市價比、現金流量請求權與異常報酬有正向關係，預期報酬率、質押比與異常報酬率有負向關係。

陳明宏 (2005) 探討增資新股長期績效與最終控制股東股權結構間的關係，特別是著眼於現金流量權與控制權偏離造成的影響。證實大多數的國內上市公司存在控制股東（家族），其往往透過金字塔結構與交叉持股的方式，只需持有少量的持股即可擁有相對較高的控制權力。而且，當所有權與控制權偏離程度愈大，將導致現金增資後的長期績效較差，符合代理成本假說的論點。高立志 (2007) 實證發現台灣上市公司控制股東現金流量請求權愈高，其公司價值愈好，台灣上市公司控制股東董監事席次控制權與現金流量請求權偏離程度愈大，其公司價值愈低。台灣上市公司控制股東股權結構控制權與現金流量請求權偏離程度愈大，其公司價值愈低。當控制股東所擁有的現金流量選擇權越多時，表示管理權與經營權的連動性越高所以越不存在代理問題，控制股東對公司的目標以營運績效佳，追求股東權益最大化，以公司獲利為考量出發，所以公司宣告私募增資時，市場投資者對公司亦會有較高的認同感。

三、控制股東相關文獻

(一)控制股東

在公司治理中所謂控制股東在 Shleifer 和 Vishny (1997) 的研究中認為以公司治理的觀點來看主要便是「代理問題」，亦即「所有權」及「控制權」的分離，當投資者將錢投入公司時，就等於放棄了控制權，而全權交由專業經理人來運用資金，因此給予部分經理人竊取資金的機會，所以公司治理可說是保護投資人的一道防線，研究並指出，即使在大多數先進的經濟體系中，公司治理的完備性仍嫌有不足，有待改進，所以研究中強調為了讓公司治理機能更加完善，透過法律程序的改善是極佳的方式。

控制股東(controlling shareholder)意指股東擁有大多數投票權及對公司可行使之實際管理職權(effective managerial authority)。投票權利之計算是建立在最終控制概念(La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 1999)。而投票權則指公司的控制股東所持有之直接和間接投票權利總合。直接投票權是由控制者藉由同一集團內血親或姻親的家族成員登記在名下的股票所擁有的投票權利構成。間接投票權則指法人持有的投票權利，如公司法人、投資公司和其他登記合法的法人。Lopez-de-Silanes、Shleifer 和 Vishny (1998) 最早提出最終控制的觀念，亦即追蹤公司所有權結構而找出擁有最大投票權的股東，當這個最大股東的投票權（即控制權）超過一界線時，即界定其為最終控制者（稱為控制股東）。

Cronqvist and Nilsson(2003)也認為若公司有存在著極端資訊不對稱(information asymmetries)，只有現有的控制股東才了解公司真實的價值，且認為公司價值目前已被低估，則會選擇以私募為主要發行新股的方式，由於私募會有折價的情形，因此所募集到的資金產生的直接成本比起其它募資成本的管道高出甚多。蔡信夫、鍾惠民、林詩韻(2003)認為控制股東控制權對盈餘資訊內涵雖然呈負相關但沒有達顯著性，即控制股東其實並不會因其持有較高的控制權而影響公司的盈餘資訊內涵，但也發現股權的偏離程度則會對盈餘資訊造成影響。La Porta、Lopez-de-Silanes 和 Shleifer (1999) 發現當公司的股權能由主要之核心股東有效的控制時，代理問題之性質可能由股東與管理者之間移轉至控制股東與小股東之間，此時控制股東所採取的決策將可能侵犯小股東的權益。

Yun(2006)指出當控制股東之現金流量權越高（即現金流量權佔控制權比率越大）時，控制股東若傷害到公司價值將導致自身損失的提高，因此會有努力經營的誘因。若控制股東之現金流量權較小，則當控制股東傷害公司價值時，其自身的損失也會降低，兩相交錯下，控制權與現金流量權的偏離程度愈高，控制股東愈有動機去侵佔小股東的財富。由此可推論當控制股東的現金流量權愈高，其控制權與現金流量權的偏離幅度較低時，公司的價值愈高，公司治理機制愈好。

許加昂(2000)提出當董監質押比率越高時，因為本身掌握公司決策控制權，而質押比率越高意味著管理者本身資金需求越迫切，若透過辦理現金增資取得公司所需資金，則對其而言將增加資金需求壓力，且其一旦放棄現金增資認購權利，則持有之現有股權將遭稀釋，持股可能因此無法達到法律規定之比率，且擁有之表決權數相對減少。

根據翁淑育（2000）的研究發現，當控制股東擔任董監事席位比率越高，或控制股東參與管理的程度越高時，會有較高的財務危機比例。所以在公司欲辦理私募增資時控制股東所扮演的角色是非常重要的，控制股東所做的任何決策會不會以個人私利為主而不去考慮是否會損害到其他股東的權益，就是本研究想要探討的主題。

(二)個人利益假說

Hwang(2005)認為公司治理源於代理問題，而私人利益其實就是代理問題的核心。而何謂私人控制利益呢？即控制股東可以從公司獲取少數股東無法享有之利益。Dyck and Zingales(2004)提出當所有權集中度愈高時，私人控制利益也愈大。控制股東為了個人利益攫取公司資源是在一個不容易量化與具體化之情況下發生，以致於少數股東難以發現進而加以制止。

私募也是具有控制權移轉性質的一種交易方式，控制股東個人利益對私募增資的影響程度，將影響私募增

資後公司經營績效表現，因此探討控制股東在個人利益假說下，公司股價是否存在著異常報酬與其相關因素的影響有其必要性。陳明宏（2005）探討現金流量權與控制權偏離造成的影響，研究證實大多數的國內上市公司存在控制股東（家族），其往往透過金字塔結構與交叉持股的方式，只需持有少量的持股即可擁有相對較高的控制權力。而且，當所有權與控制權偏離程度愈大，將導致現金增資後的長期績效較差。此外，實證證據也指出控制股東擁有的現金流量權愈高，以及公司存在次大股東將有助於提高公司在增資後長期股價表現。

高立志（2007）實證發現台灣上市公司控制股東所投入現金流量請求權愈高，其公司價值愈好。台灣上市公司控制股東董監事席次控制權與現金流量請求權偏離程度愈大，其公司價值愈低。台灣上市公司控制股東股權結構控制權與現金流量請求權偏離程度愈大，其公司價值愈低。

當控制股東所擁有的現金流量權越多時，表示管理權與經營權的連動性越高所以越不存在代理問題。控制股東對公司的目標以營運績效佳，追求股東權益最大化，以公司獲利為考量出發，所以公司宣告私募增資時，市場投資者對公司亦會有較高的認同感。反之，當控制股東所擁有的現金流量權越少時，表示管理權與經營權的連動性越低所以存在代理問題。所以公司宣告私募增資時，市場投資者對公司不會有認同感，符合個人利益假說。

梁信翔（2005）研究結果發現董監事完全沒有股票質押的公司比董監事有進行股票質押的公司，其公司經營績效較佳，劉綠萍（2003）實證發現從質押動機來觀察，發現如果董監事質押目的是炒作股票或護盤，其可能利用其控制權犧牲小股東利益以取得個人利益，使得董監事質押與公司績效呈現負相關。

股票質押比具有正向反應公司財務風險的危機，因此控制股東股票質押比高的公司，將股票質押給銀行，銀行會要求質押股份維持最低數額的市場價值，一但股價下跌，其控制股東為了要維持公司股價更需要向銀行質押更多股票，而使公司陷入成為一個失調的公司(misaligned company)。反之若控制股東質押在銀行的股票較少，則表示控制股東較無現金上的缺口。因此，當控制股東具有高質押比時，公司具有較低之經營績效，所以當公司宣告私募增資時，市場投資者對公司不會有認同感，符合個人利益假說。

H1：如控制股東具高股票質押比和低現金流量請求權，私募宣告下將使公司具有負向異常報酬。

(三) 訊息釋放假說

Myers & Majluf (1984) 認為管理當局比外部投資大眾擁有最佳的資訊，因而更加瞭解公司的價值，而同時投資大眾也都能夠理性判斷此一情形，即雙方都瞭解資訊不對稱的事實。此理論是假定經理人比一般投資大眾對公司的績效與未來發展有更完整的資訊，於是在這種資訊不對稱的情況之下，股價只會反映市場平均公司的價值，也就是說，高價值公司的股價會被低估，低價值公司的股票會被高估。換言之，訊號假說預期，管理者利用私募增資與外界投資者溝通其個人觀點—公司價值是被市場低估的，或者是傳達未來盈餘可能會成長的訊息。--所以對預期異常報酬會是正向嗎???

陳鴻崑(2009)的研究發現當控制股東大量使用本身持股作為個人銀行借款的擔保之用，或者擁有較少的現金流量請求權時，市場投資人會將宣告的行為解讀為控制股東在謀求個人利益，因此市場不會有任何宣告效果????代表赴項影響，需敘述清楚。反之，如果控制股東沒有藉由個人股票質押取得銀行借款，或者擁有較多的現金流量請求權時，公司的宣告效果則顯著為正。

根據個人利益假說，當控制股東僅以低現金流量權而擁有高投票權，代表控制股東在進行決策時，將以個人利益為優先考量，故本研究推論，當公司具有低現金流量請求權及高股票質押比，投資人會認為其公司價值低，當私募增資宣告時市場將解讀為大股東在謀求個人利益，符合個人利益假說。因此市場投資人將不會有正面反應，而公司股價不具有正向的異常報酬。當公司具有高現金流量請求權及低股票質押比時，投資人認為其公司價值高，當私募增資宣告時市場將給予正面反應而公司股價有正向的異常報酬，符合訊息釋放假說。

H2：如控制股東具有低股票質押比和高現金流量請求權，私募宣告下將使公司具有正向異常報酬。

參、研究方法

一、研究架構

根據第一章研究動機與第二章相關文獻初步探討後，研究架構及範圍如下：

(一)研究架構圖

依據前述，本研究所建立研究架構，如下圖 3-1 所示：

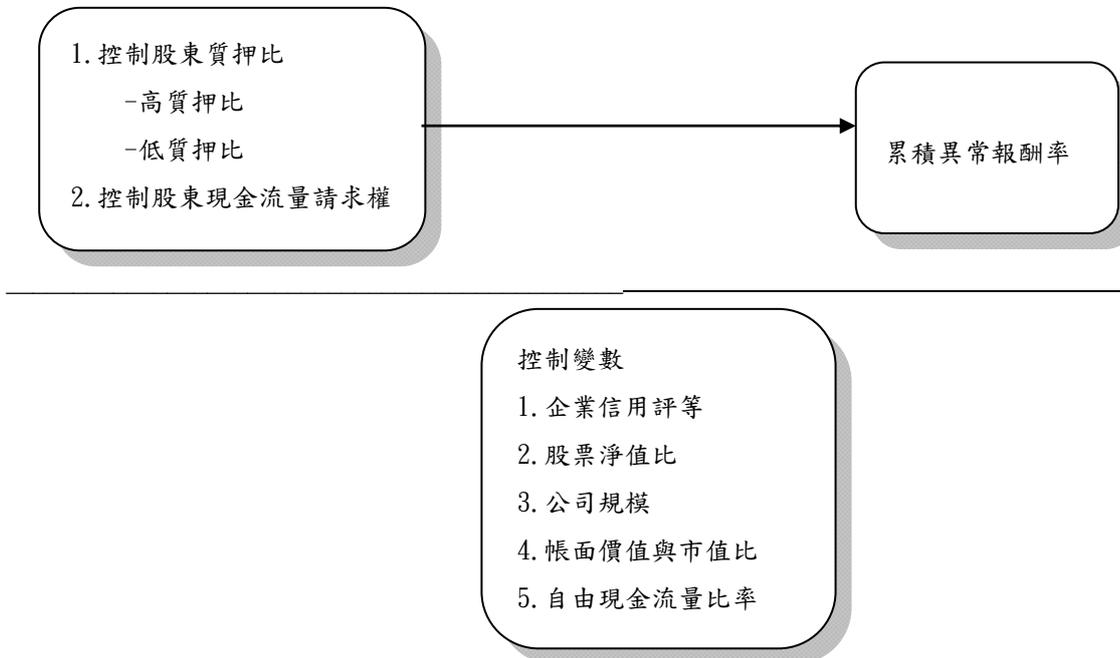


圖 3-10 研究架構圖

(二)研究範圍

本研究以台灣上市櫃公告私募增資公司為研究對象。所採用的樣本期間為 2002 年到 2010 年共計 9 年，資料來源為台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal, TEJ)、台灣證券交易所的公開資訊觀測站 (<http://newmops.tse.com.tw/>)、卓越商情資料庫及中華民國證券暨期貨市場發展基金會。

二、研究方法

本研究擬採事件研究法及多元迴歸模型，分析控制股東在個人質押比與現金流量請求權下是否滿足個人利益假說或訊息釋放假說，且是否會因私募增資宣告下公司股價會產生異常報酬及宣告後之異常報酬以迴歸模式找出影響異常報酬之因素為何。

(一)事件研究法

在一般資本市場中，當公司的控制股東有重大訊息宣布時，股票市場必然會迅速反應而產生異常的報酬率的現象。所以在事件宣告當天，公司股票價格有異常報酬的情況發生時，藉由統計上的檢定方法，確定宣告時期前後對股東財富是否能形成影響的方法即為事件研究法。事件研究法之目的，在瞭解公司股票價格走向是否受到公司特定事件 (Firm Specific Event) 的影響而改變，亦即檢定期望異常報酬率是否顯著異常於 0 虛無假說與對立假說分別如下：

$$H_0: E(R_i | V_i) - E(R_i) = 0$$

$$H_1: E(R_i | V_i) - E(R_i) \neq 0$$

其中 $E(R_i | V_i)$ 與 $E(R_i)$ 分別代表第 i 家公司在發生事件 V_i 與未發生下之期望報酬率。

1. 市場模式：

市場模式指為計算個別公司股價異常報酬之前用以衡量各股票的均衡預期報酬模式，市場模式假設個別證

券之報酬與市場報酬間存在一線性關係。此一模式以數學方程式表達如下：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad \text{其中, } E(R_{it}|I_{t-1}, R_{mt}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

2. 時間參數選擇：

針對私募增資宣告確定時間下，不同的時間點將其區分為事件日、觀察期、估計期、事件期：

- 事件日：本文選擇以董事會決議日為事件日。
- 估計期：自事件日前第 252 個交易日起，至事件日前第 3 個交易日止，共 250 個交易日。
- 事件期：共 5 個交易日，取事件日前第 2 個交易日至事件日後第 2 個交易日，賴以檢定私募增資宣告事件對股價影響。
- 相對天數：本研究所定義的私募宣告日為第 0 日，所以 $-t$ 代表宣告日前第 t 個交易日，以 t 表示宣告日後第 t 個交易日。
- 事件窗口：為避免漲跌幅限制對股價反應造成不具效率性，及事件宣告前提前外溢之情形。本研究之事件窗口為 $(-1,1)$ 、 $(-2,2)$ 等 2 個窗口作為觀察範圍。

3. 異常報酬與累積異常報酬率

- 異常報酬(Abnormal Return, AR)

私募宣告對股價之影響，以相同權重(Equally-Weight)之投資組合(Portfolio)估算每一私募宣告對股價之影響，並以市場模式用宣告日前第 252 日至宣告日前第 3 日共 250 天之估計期間，估算其每日股價之預期報酬率。並求出預期報酬模式的參數值。再以估計期間計算出之參數值求算宣告日期前 2 日至宣告日後 2 日共 5 天事件期間之組合之預期報酬率，並以 t 值檢定異常報酬是否具顯著性。

異常報酬的求算則為估計期間 $t = (-252, -3)$ 的實際報酬和預期報酬差異，公式為下：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i R_{m,t}$$

α_i 為 i 公司估計到的 α 值

β_i 為 i 公司估計到的 β 值

$R_{m,t}$ 為第 t 日的市場報酬率

- 累積異常報酬率(Cumulative Abnormal Return, CAR)

全體樣本異常報酬率即是將事件窗口中各日的異常報酬率予以累加而得。其公式如下：

$$CAR = \sum_{t_1}^{t_2} AR_{it}$$

其中，CAR 即為全體樣本於事件窗口的累積異常報酬。 t_1 為事件窗口起始日； t_2 為事件窗口結束日。

(二) 多元迴歸模型分析

1. 迴歸分析方法

複迴歸分析主要目的為瞭解各構面間之互動性所使用之統計分析分法迴歸分析的目的是要求得依變數 (Y) 與解釋變量 (Xi) 間的一條迴歸線。本研究採一般迴歸方式來分析：

2. 共線性分析

本研究採「變異數影響因子 (Variance Inflation Factor) (VIF) 來評估自變數間共線性有多嚴重。太白話

對於私募增資、控制股東與異常報酬相關文獻之討論，本研究欲探討私募增資宣告下影響異常報酬與控制股東個人利益之研究，並加入企業信用評等、股票淨值比、公司規模、帳面價值與市值比、自由現金流量比率、財務槓桿比率、預期報酬比率等控制變數來探討各變數與亦酬報酬之關聯性研究。

1. 如控制股東具有高股票質押比和低現金流量請求權，私募宣告下將使公司不具有異常報酬。異常報酬正或負向關係

2. 如控制股東具有低股票質押比和高現金流量請求權，私募宣告下將使公司具有異常報酬。異常報酬正或負向

關係

(二)研究模式：

多元迴歸模式定義：

$$\begin{aligned} \text{CAR}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{TCRI}_{i,t} + \beta_2 P/B_i + \beta_3 \text{LOGSIZE}_{i,t} + \beta_4 B/M_i + \beta_5 \text{FCF}_i + \\ & \beta_6 \text{Prior Return}_i + \beta_7 \text{LR}_i + r_{11} \text{HSP}_i + r_{12} \text{LSP}_i + r_{21} \text{HCFR}_i + r_{22} \text{LCFR}_i + \varepsilon_i \\ t = & (-1,1), (-2,2) \end{aligned}$$

(三)變數操作性定義：

1.因變數：

$\text{CAR}_{i,t}$ ：代表公司在(-1,1)，(-2,2)等事件期間之現金增資宣告之股價累積平均異常報酬。本研究平均累積異常報酬參考 Akhigbe and Matin(2000)之方式計算，在每一增資宣告中，該宣告公司均給予相同權重，以算術平均方式計算(-1,1)，(-2,2)觀察期間每一宣告事件中每一公司累積異常報酬率。

2.自變數：

2.1 控制股東股票質押比率(Stock Pledge Ratio)

股票質押比例是指私募宣告日前一個月最後一日控制股東的所有股票在銀行質押的比例。先前的研究，股票質押比具有正向反應公司財務風險的危機，因此控制股東股票質押比高的公司，將股票質押給銀行，銀行會要求質押股份維持最低數額的市場價值，一旦股價下跌，其控制股東為了要維持公司股價更需要向銀行質押更多股票，而使公司陷入成為一個失調的公司(misaligned company)。反之若控制股東質押在銀行的股票較少，則表示控制股東較無現金上的缺口。

本研究定義控制股東將其股票質押給銀行比率較高的定義為 HSP(highest level of the stock pledge ratio)，反之，控制股東將其股票質押給銀行比率較低的定義為 LSP(lowest level of the stock pledge ratio)。本研究分類標準如下，將質押比為 0 的樣本公司，亦即控制股東無股票質押之公司定義成低控制股東質押比(LSP)，剩下的樣本公司依數量均分成三組，其中質押比最高的一組定義為高控制股東質押比(HSP)。

2.2 現金流量請求權(Cash Flow Rights)

現金流量權為私募宣告日前一個月最後一日直接現金流量權和間接現金流量權的總和。依據 La Porta et al. (1999) 的定義，最終控制者的控制途徑分為兩類：

甲、直接控制：是指登記在最終控制者名下的投票權。

乙、間接控制：是指雖登記在其他企業名下，但該企業卻被同一最終控制者所控制

控制股東現金流量權係指公司之最大控制股東對於公司現金流量的分配權。本研究將私募宣告增資的公司中將控制股東擁有的現金流量請求權較高的定義為 HCFR(highest level of the cash flow rights)，反之，控制股東擁有的現金流量請求權較低的公司定義為 LCFR(lowest level of the cash flow rights)。其分類標準為將現金流量選擇權由小到大排序，以四分位分為 4 組，第一分位點以下樣本，即 0~25%之樣本，分類為「組別一」，並定義為低現金流量選擇權(LCFR)，第三分位點以上樣本，即 75~100%之樣本為「組別四」，並定義為高現金流量選擇權(HCFR)。

3.控制變數：

3.1 企業信用評等(TCRI)

TCRI 信用評等為 TEJ 研究員對於公開發行公司之信用評等，其判斷依據為(1) 評等因素：獲利能力(30%)、安全性(30%)、企業活動力(10%)、規模(20%)。(2) TEJ APL 財務壓力計：資產管理(asset management, AM)、投資效益(profitability)、流動能力(liquidity)。TCRI 信用評等分 1 至 9 等級，等級愈小表示信用愈佳。信用評等第 10 等表示該公司已發生財務危機。評等數值愈小信用愈佳，正面的訊息效果愈高，預期產生的異常報酬愈高，本研究所取的樣本資料是以公司私募宣告日的前一個月底為主。

3.2 股票淨值比(P/B)

若股價淨值比越低，則無形資產的價值占公司市值的比重也越低，價值被低估的情況有可能越嚴重，且因為應募人蒐集資訊成本越高，故預期私募股權之折價幅度越高，而公司股權私募所帶來的正面訊號效果越強，異常報酬越高，其中樣本資料是以公司私募宣告日的前一個月底，其計算方式如下。股票淨值比(P/B)= 每股市價 / 每股淨值

3.3 公司絕對規模大小(LOGSIZE):

本研究公司規模採用公司發行之普通股市價來衡量在取自然對數而時間點是以在公司私募宣告當日的前一個月的月底當作本研究樣本資料。當企業規模愈大時，投資者會對公司研究越多，資訊不對稱程度越小，公司價值被低估的可能性低，所以當控制股東對於私募增資宣告時，規模大的公司相對規模小的公司將具有較低的宣告效果，因而產生較小的異常報酬。

3.4 帳面價值對市場價值比率 (B/M)

帳面價值對市場價值比其中帳面價值表示為該公司股東權益總額減去特別股股本，表示公司所有股東所真正擁有的權益。而市場價值是以每一公司的市值為計算方式，就是加總企業所有發行在外的證券的市場來估算。本研究的樣本資料計算方式是以在公司私募宣告當日的前一個月的月底公司帳面價值除以市場價值的百分比率，其計算方式如下。

帳面價值對市場價值比率=(帳面價值/市場價值) *100%

3.5 自由現金流量(Free Cash Flow)

自由現金流量的衡量，定義為營業活動的現金流量減掉資本支出，並以流動資產平減，其中樣本資料是以公司私募宣告日的前一個月底，其計算方式如下。

自由現金流量=稅後淨營業利潤-淨投資 其中：稅後淨營業利潤=息稅前利潤-所得稅
淨投資=資本支出+營運資本淨增加-折舊

3.6 預期報酬(Prior Return)

在私募宣告日前第 252 天到私募宣告日前第 3 天，共 250 天其加總的日報酬率，其計算方式如下。
個別股票日報酬率=((本日收盤價/前一日收盤價)-1) *100%

3.7 財務槓桿比率(Financial Leverage ratio)

財務槓桿比率定義為資產總額除以股東權益，亦即用以顯示公司取得的總資產中以非普通股資金支應之比率高低，可用來衡量舉債經營的利弊與風險的大小，預期財務槓桿比率越高時，表示公司舉債越多。所以高財務槓桿的公司在宣告私募所引起的異常報酬，將呈反向關係。本研究財務槓桿比率資料取得是以私募宣告前一個月底之財報數字公告為基準，其計算方式如下。

財務槓桿比率(LR)=資產總額/股東權益

肆、實證結果分析

一、敘述性統計分析

本研究從新報資料系統中找出 2002 年到 2010 年共計 9 年期間有宣告要私募增資，挑選在本國公開發行上市之所有產業的公司，有效樣本數共有 291 筆，其敘述性統計如下：(表 4-1)。

在表 4-1 中企業信用評等平均值為 7.29，表示私募樣本企業信用偏低，容易有異常報酬產生，股票淨值比平均值為 1.49 且 50 分位數的值也大於 1，表示參加私募的企業在市場上的股價被一般投資大眾認可。在自由現金流量比率平均值為-0.16%，表示企業在私募宣告前一個月，企業所擁有的現金流是負債的，符合企業有資金上的需求才需增資。預期報酬率平均值為 1.57%，表示企業在私募宣告前大都可被投資大眾所認同，所以為正的異常報酬。質押比平均值為 16.18%且 50 分位數的值為 0，表示私募樣本資料中控制股東的質押比大都為 0，

但只要有將股票質押給銀行的控制股東其質押比率就相對很高，最高為 98.54%。現金流量請求權平均值為 17.97%，表示私募樣本企業控制股東所佔的比率都很高。

表 4-1 基本資料分析

| | TCRI | 股票淨 值比 | 市場價值 (仟元) | 帳面價值 與市值比 (%) | 自由現金 流量比率 (%) | 財務槓 桿比率 (%) | 預期報 酬比率 (%) | 質押比 (%) | 現金流量請 求權(%) | |
|----------|-------|-----------|--------------|---------------------|---------------------|-------------------|-------------------|------------|----------------|-------|
| 平均數 | 7.29 | 1.49 | 6.38 | 113.83 | -0.16 | 3.39 | 1.57 | 16.18 | 17.97 | |
| 標準差 | 2.04 | 1.68 | 0.72 | 31.72 | 1.00 | 5.96 | 26.20 | 26.01 | 14.59 | |
| 最小值 | 1.00 | 0.15 | 4.76 | 5.10 | -9.60 | 1.00 | -72.50 | 0.00 | 0.04 | |
| 百分 位數 | 25 | 6.00 | 0.68 | 5.87 | 58.40 | -0.21 | 1.60 | -16.03 | 0.00 | 7.23 |
| | 50 | 7.00 | 1.07 | 6.30 | 34.70 | -0.05 | 2.00 | 1.25 | 0.00 | 14.08 |
| | 75 | 9.00 | 1.64 | 6.91 | 142.60 | 0.06 | 2.80 | 21.38 | 23.69 | 25.56 |
| 最大值 | 10.00 | 18.54 | 8.37 | 556.70 | 8.97 | 71.00 | 89.10 | 98.54 | 73.52 | |

二、共線性分析

Pearson 相關係數檢定的基本假設為：樣本是從常態分配的母群中隨機抽取之獨立樣本，再觀察兩個解釋變數之間的 Pearson 相關係數；若絕對值大於 0.8，則表示此兩變數之間有強烈的共線性關係。根據表 4-2 中得知，本研究變數之相關係數均小於 0.8，顯示各變數間並不具有高度相關性，也就是自變數之間的相關性不致於造成共線性的問題。

表 4-2 相關分析

| | TCRI | 股票淨 值比 | ln 公司 規模 | 帳面價值 與市值比 | 自由現金 流量比率 | 財務槓 桿比率 | 預期報 酬比率 | 質押比 | 現金流 量請求 權 |
|--------------|------------|------------|-------------|--------------|--------------|------------|------------|-----------|-----------------|
| TCRI | 1 | | | | | | | | |
| 股票淨 值比 | -0.066 | 1 | | | | | | | |
| 公司 規模 | -.736(***) | 0.079 | 1 | | | | | | |
| 帳面價值 與市值比 | .146(**) | -.440(***) | -.160(***) | 1 | | | | | |
| 自由現金 流量比率 | -.165(***) | 0.107 | .144(**) | -0.002 | 1 | | | | |
| 財務槓 桿比率 | .328(***) | .379(***) | -.322(***) | -.195(***) | 0.024 | 1 | | | |
| 預期報 酬比率 | -0.064 | .340(***) | .148(**) | -.179(***) | 0.053 | -0.057 | 1 | | |
| 質押比 | .168(***) | -.147(**) | -0.095 | .129(**) | 0.034 | 0.09 | -0.075 | 1 | |
| 現金流量 請求權 | .129(**) | -0.051 | -.191(***) | -0.022 | 0.061 | 0.014 | 0.073 | .195(***) | 1 |

三、單變量分析

本研究以私募宣告日期的前後各一天共計三天(-1,1)與私募宣告日期的前後各二天共計五天(-2,2)的異常報酬分別對控制股東質押比與現金流量選擇權做 t 檢定。研究發現高控制股東質押比在私募宣告日三天期和五天期的異常報酬皆存在著負的異常報酬。低控制股東質押比在私募宣告日三天期和五天期的異常報酬有正的異常報酬。低控制股東質押比與高質押比的異常報酬三天期的獨立樣本 t 檢定, t 值為 1.97, p 值小於 0.1 存在著顯著性的差異。五天期中的 t 值為 2.02, p 值小於 0.1 存在著顯著性的差異。

表 4-3 私募宣告期間質押比分組累積異常報酬率反應

| | | 低質押比(1) | 高質押比(4) | 差異 |
|---------|-----|---------|---------|---------|
| | | N=151 | N=47 | (1)-(4) |
| (-1, 1) | CAR | 0.21 | -0.52 | 0.73 |
| | t-值 | 1.06 | -1.67 | 1.97 |
| | p-值 | 0.29 | 0.10* | 0.05** |
| (-2, 2) | CAR | 0.39 | -0.63 | 1.01 |
| | t-值 | 1.46 | -1.47 | 2.02 |
| | p-值 | 0.15 | 0.15 | 0.04** |

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$, 表示其顯著。

由表 4-4 知, 在私募宣告日的三天期(-1,1)實證結果高現金流量請求權存在著正的異常報酬率。在檢定低現金流量請求權與高現金流量選擇權的異常報酬三天期的 t 值為-3.01, p 值小於 0.1 有顯著性的差異。五天期的 t 值為-2.81, p 值小於 0.1 存在著顯著性的差異。

表 4-4 私募宣告期間現金流量權分組累積異常報酬率反應

| | | 低現金流量 | 高現金流量 | 差異 |
|---------|-----|--------|---------|----------|
| | | 請求權(1) | 請求權(4) | (1)-(4) |
| | | N=72 | N=72 | |
| (-1, 1) | CAR | -0.20 | 0.86 | -1.06 |
| | t-值 | -0.79 | 3.51*** | -3.01*** |
| | p-值 | 0.43 | 0.00 | 0.00 |
| (-2, 2) | CAR | -0.27 | 1.03 | -1.29 |
| | t-值 | -0.90 | 2.91*** | -2.81*** |
| | p-值 | 0.37 | 0.00 | 0.01 |

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$, 表示其顯著。

表 4-3 與表 4-4 知在私募宣告(-1,1), (-2,2)期間, 高控制股東質押比與低現金流量選擇權有負的異常報酬, 表示在私募增資宣告短期時間內, 一般投資者認為控制股東將其股票大量質押在銀行作為個人銀行借款的擔保之用, 或者擁有較少的現金流量請求權時, 意指控制股東在謀求個人的利益, 所以市場在私募增資期間不會有正的異常報酬。另外, 若控制股東將其股票少量質押在銀行作為個人銀行借款的擔保之用, 或者擁有較高的現金流量請求權時, 意指控制股東致力於公司的經營管理, 所以投資者給於正向的回應, 因此存在著正向的異常報酬。

四、迴歸分析

本研究為了增加研究結果的可靠性, 一般在進行迴歸模型研究前會先分析變異數膨脹因子 (Variance Inflation Factor, VIF) 來檢查有無共線性的問題, 通常 VIF 值若大於 10, 表示該自變項與其他自變項間有共線性

的問題。本研究提出之變數企業信用評等、股票淨值比、公司規模、帳面價值與市值比、自由現金流量比率、財務槓桿比率、預期報酬比率、控制股東質押比、控制股東現金流量請求權，其結果VIF皆介於1至3之間，遠小於10，故整體而言，本研究各實證模型之自變數與控制變數間，並沒有共線性的問題。

本研究進行迴歸分析分別以最小平方方法(ordinary least squares methods)針對私募宣告(-1,1)與 (-2,2)事件窗口期間的累積異常報酬率為應變數，以控制股東質押比、現金流量請求權為自變數再加入企業信用評等、股票淨值比、公司規模、帳面價值與市值比、自由現金流量比率、財務槓桿比率、預期報酬比率等控制變數進行迴歸分析。其中針對自變數在先前所作的分組方法中的控制股東質押比與現金流量請求權兩個變數來設立虛擬變數，將控制股東質押比分為高質押比(HSP)與低質押比(LSP)，現金流量請求權分為高現流權(HCFR)與低現流權(LCFR)。

在私募宣告(-1,1)期間，由表4-6中的模式1知，高質押比與低質押比的差為-0.76，t 值=-1.52 (p<0.1)，有顯著性的差異。模式2知，低現金流量請求權與高現金流量請求權的差為-0.803，t 值=-1.82 (p<0.05)，有顯著性的差異。模式3知，高質押比與低質押比的差為-0.877，t 值=-1.75 (p<0.05)，有顯著性的差異，低現金流量請求權與高現金流量請求權的差為-0.974，t 值=-2.210 (p<0.05)，有顯著性的差異。

由表4-6 模式1到模式3知，在其他控制變數下高質押比與低質押比的差為負值且低現金流量請求權與高現金流量請求權的差亦為負值。所以企業在控制股東質押比低與有較高的現金流量請求權時會較企業在控制股東質押比高與有較低的現金流量請求權的累積異常報酬率高。換言之私募增資宣告(-1,1)期間，控制股東質押比低與現金流量選擇權高的企業有較高的累積異常報酬率，控制股東質押比高與現金流量選擇權低的企業有較低的累積異常報酬率。

表 4-6 私募宣告(-1,1)迴歸分析一

| 私募宣告期間 | (-1,1) | | | | | | | | |
|-----------------|--------|-----------|-------|--------|----------|-------|--------|----------|-------|
| | 1 | | | 2 | | | 3 | | |
| mode | B 值 | t 值 | p 值 | B 值 | t 值 | p 值 | B 值 | t 值 | p 值 |
| (常數) | 5.036 | 2.175** | 0.031 | 4.587 | 2.028** | 0.044 | 4.087 | 1.774* | 0.077 |
| 企業信用評等 | -0.116 | -1.215 | 0.225 | -0.142 | -1.527 | 0.128 | -0.098 | -1.040 | 0.299 |
| 股票淨值比 | -0.280 | -2.888*** | 0.004 | -0.232 | -2.414** | 0.016 | -0.250 | -2.605** | 0.010 |
| 公司規模 | -0.538 | -1.978** | 0.049 | -0.507 | -1.894* | 0.059 | -0.450 | -1.658* | 0.098 |
| 帳面價值與市值比 | -0.002 | -0.905 | 0.366 | -0.002 | -1.028 | 0.305 | -0.001 | -0.660 | 0.510 |
| 自由現金流量比率 | 0.172 | 1.327 | 0.185 | 0.156 | 1.201 | 0.231 | 0.144 | 1.117 | 0.265 |
| 財務槓桿比率 | 0.039 | 1.492 | 0.137 | 0.033 | 1.281 | 0.201 | 0.040 | 1.563 | 0.119 |
| 預期報酬比率 | 0.016 | 3.090*** | 0.002 | 0.015 | 2.863*** | 0.005 | 0.015 | 2.798*** | 0.006 |
| 高質押比 | -0.095 | -0.321 | 0.749 | | | | -0.171 | -0.584 | 0.560 |
| 低現流 | -0.855 | -2.095** | 0.037 | | | | -1.048 | -2.567** | 0.011 |
| 高現流 | | | | 0.055 | 0.174 | 0.862 | -0.037 | -0.117 | 0.907 |
| | | | | 0.858 | 2.765*** | 0.006 | 0.937 | 3.028*** | 0.003 |
| 調整過後的 R 平方 | 0.0774 | | | 0.058 | | | 0.075 | | |
| F 值 | 2.619 | 2.619*** | 0.006 | | 2.999*** | 0.002 | | 3.145*** | 0.001 |
| 質押比 (HSP-LSP) | -0.760 | -1.520* | 0.064 | | | | -0.877 | -1.75** | 0.040 |
| 現流權 (LCFR-HCFR) | | | | -0.803 | -1.820** | 0.035 | -0.974 | -2.210** | 0.014 |

*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01, 表示其顯著。

4-7 私募宣告(-1,1)迴歸分析二

| 私募宣告期間 | (-1,1) | | | | | | | | |
|------------|----------------|-----------|-------|----------------|----------|-------|----------------|-----------|-------|
| mode | 4 | | | 5 | | | 6 | | |
| | B 值 | t 值 | p 值 | B 值 | t 值 | p 值 | B 值 | t 值 | p 值 |
| (常數) | 5.168 | 2.290** | 0.023 | 4.369 | 1.895* | 0.059 | 3.813 | 1.661* | 0.098 |
| 企業信用評等 | -0.128 | -1.354 | 0.177 | -0.150 | -1.601 | 0.110 | -0.119 | -1.275 | 0.203 |
| 股票淨值比 | -0.286 | -2.959*** | 0.003 | -0.241 | -2.507** | 0.013 | -0.270 | -2.808*** | 0.005 |
| 公司規模 | -0.542 | -2.031** | 0.043 | -0.482 | -1.785* | 0.075 | -0.413 | -1.536 | 0.126 |
| 帳面價值與市值比 | -0.002 | -1.061 | 0.289 | -0.002 | -1.003 | 0.317 | -0.001 | -0.810 | 0.419 |
| 自由現金流量比率 | 0.191 | 1.476 | 0.141 | 0.146 | 1.125 | 0.262 | 0.161 | 1.250 | 0.212 |
| 財務槓桿比率 | 0.039 | 1.495 | 0.136 | 0.034 | 1.333 | 0.184 | 0.042 | 1.646 | 0.100 |
| 預期報酬比率 | 0.016 | 3.114*** | 0.002 | 0.015 | 2.856*** | 0.005 | 0.015 | 2.815*** | 0.005 |
| 質押比 | -0.010 | -1.984** | 0.048 | | | | -0.012 | -2.459** | 0.015 |
| 現金流量請求權 | | | | 0.019 | 2.131** | 0.034 | 0.023 | 2.579** | 0.010 |
| 調整過後的 R 平方 | 0.048 | | | 0.050 | | | 0.066 | | |
| F 值 | 2.818*** 0.005 | | | 2.898*** 0.004 | | | 3.294*** 0.001 | | |

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$, 表示其顯著。

由表4-7研究結果發現在私募宣告(-1,1)期間，股票淨值比的係數為-0.27，t 值=-2.808 ($p < 0.01$)，與累積異常報酬率之間的關係為顯著負向關係。財務槓桿比率的係數為0.042，t 值=1.646 ($p < 0.1$)，與累積異常報酬率之間的關係為顯著正向關係。預期報酬比率的係數為0.015，t 值=2.815 ($p < 0.01$)，與累積異常報酬率之間的關係為顯著正向關係。控制股東質押比的係數為-0.012，t 值=-2.459 ($p < 0.05$)，與累積異常報酬率之間的關係為顯著負向關係。現金流量請求權的係數為0.023，t 值=2.579 ($p < 0.05$)，與累積異常報酬率之間的關係為顯著正向關係。

在私募宣告(-2,2)期間，由表4-8中的模式1知，高質押比與低質押比的差為-1.082，t 值=-1.63 ($p < 0.1$)，有顯著性的差異。模式2知，低現金流量請求權與高現金流量請求權的差為-1.01，t 值=-1.73 ($p < 0.05$)，有顯著性的差異。模式3知，高質押比與低質押比的差為-1.24，t 值=-1.86 ($p < 0.05$)，有顯著性的差異，低現金流量請求權與高現金流量請求權的差為-1.21，t 值=-2.08 ($p < 0.05$)，有顯著性的差異。由模式1到模式3知，在其他控制變數下高質押比與低質押比的差為負值且低現金流量請求權與高現金流量請求權的差亦為負值。所以企業在控制股東質押比低與有較高的現金流量請求權時會較企業在控制股東質押比高與有較低的現金流量請求權的累積異常報酬率高。換言之私募增資宣告(-2,2)期間，控制股東質押比低與現金流量選擇權高的企業有較高的累積異常報酬率，控制股東質押比高與現金流量選擇權低的企業有較低的累積異常報酬率。

表 4-8 私募宣告(-2,2)迴歸分析一

| 私募宣告期間 | (-2,2) | | | | | | | | |
|-----------------|----------------|----------|-------|----------------|-----------|-------|----------------|-----------|-------|
| mode | 1 | | | 2 | | | 3 | | |
| | B 值 | t 值 | p 值 | B 值 | t 值 | p 值 | B 值 | t 值 | p 值 |
| (常數) | 8.420 | 2.763*** | 0.006 | 8.300 | 2.778*** | 0.006 | 7.289 | 2.394** | 0.017 |
| 企業信用評等 | -0.289 | -2.308** | 0.022 | -0.325 | -2.642*** | 0.009 | -0.267 | -2.151** | 0.032 |
| 股票淨值比 | -0.399 | -3.133** | 0.002 | -0.336 | -2.649*** | 0.009 | -0.367 | -2.896*** | 0.004 |
| 公司規模 | -0.912 | -2.549** | 0.011 | -0.909 | -2.574** | 0.011 | -0.797 | -2.224** | 0.027 |
| 帳面價值與市值比 | 0.000 | 0.091 | 0.928 | 0.000 | 0.006 | 0.995 | 0.001 | 0.318 | 0.750 |
| 自由現金流量比率 | 0.005 | 0.028 | 0.978 | -0.024 | -0.138 | 0.891 | -0.036 | -0.213 | 0.832 |
| 財務槓桿比率 | 0.089 | 2.609** | 0.010 | 0.081 | 2.388** | 0.018 | 0.092 | 2.701*** | 0.007 |
| 預期報酬比率 | 0.024 | 3.423** | 0.001 | 0.022 | 3.204*** | 0.002 | 0.022 | 3.132*** | 0.002 |
| 低質押比 | 0.094 | 0.240 | 0.810 | | | | 0.007 | 0.019 | 0.985 |
| 高質押比 | -0.989 | -1.842* | 0.066 | | | | -1.228 | -2.276** | 0.024 |
| 低現流 | | | | -0.082 | -0.197 | 0.844 | -0.201 | -0.486 | 0.627 |
| 高現流 | | | | 0.925 | 2.258** | 0.025 | 1.011 | 2.472** | 0.014 |
| 調整過後的 R 平方 | 0.067 | | | 0.070 | | | 0.086 | | |
| F 值 | 3.317*** 0.001 | | | 3.440*** 0.000 | | | 3.475*** 0.000 | | |
| 質押比 (HSP-LSP) | -1.082 | -1.63* | 0.052 | | | | -1.24 | -1.86** | 0.031 |
| 現流權 (LCFR-HCFR) | | | | -1.01 | -1.73* | 0.042 | -1.21 | -2.08** | 0.018 |

*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01, 表示其顯著。

由表4-9研究結果發現在私募宣告(-2,2)期間，企業信用評等的係數為7.061，t 值=2.342 (p<0.05)，與累積異常報酬率之間的關係為顯著正向關係。股票淨值比的係數為-0.38，t 值=-3.012 (p<0.01)，與累積異常報酬率之間的關係為顯著負向關係。公司規模的係數為-0.774，t 值=-2.192 (p<0.05)，與累積異常報酬率之間的關係為顯著負向關係。財務槓桿比率的係數為0.093，t 值=2.775 (p<0.01)，與累積異常報酬率之間的關係為顯著正向關係。預期報酬率的係數為0.022，t 值=3.151 (p<0.01)，與累積異常報酬率之間的關係為顯著正向關係。控制股東質押比的係數為-0.017，t 值=-2.583 (p<0.05)，與累積異常報酬率之間的關係為顯著負向關係。現金流量請求權的係數為0.032，t 值=2.714 (p<0.01)，與累積異常報酬率之間的關係為顯著正向關係。

表 4-9 私募宣告(-2,2)迴歸分析二

| 私募宣告期間 | (-2,2) | | | | | | | | |
|------------|----------------|-----------|-------|----------------|-----------|-------|----------------|-----------|-------|
| mode | 4 | | | 5 | | | 6 | | |
| | B 值 | t 值 | p 值 | B 值 | t 值 | p 值 | B 值 | t 值 | p 值 |
| (常數) | 8.933 | 3.010*** | 0.003 | 7.827 | 2.583** | 0.010 | 7.061 | 2.342** | 0.020 |
| 企業信用評等 | -0.303 | -2.444** | 0.015 | -0.334 | -2.712*** | 0.007 | -0.292 | -2.373** | 0.018 |
| 股票淨值比 | -0.403 | -3.166*** | 0.002 | -0.341 | -2.693*** | 0.008 | -0.380 | -3.012*** | 0.003 |
| 公司規模 | -0.953 | -2.715*** | 0.007 | -0.869 | -2.449** | 0.015 | -0.774 | -2.192** | 0.029 |
| 帳面價值與市值比 | 0.000 | -0.007 | 0.994 | 0.000 | 0.054 | 0.957 | 0.001 | 0.263 | 0.793 |
| 自由現金流量比率 | 0.029 | 0.169 | 0.866 | -0.034 | -0.197 | 0.844 | -0.013 | -0.076 | 0.940 |
| 財務槓桿比率 | 0.089 | 2.592* | 0.010 | 0.082 | 2.430** | 0.016 | 0.093 | 2.755*** | 0.006 |
| 預期報酬比率 | 0.024 | 3.460*** | 0.001 | 0.022 | 3.189*** | 0.002 | 0.022 | 3.151*** | 0.002 |
| 質押比 | -0.014 | -2.081** | 0.038 | | | | -0.017 | -2.583* | 0.010 |
| 現金流量請求權 | | | | 0.026 | 2.241** | 0.026 | 0.032 | 2.714*** | 0.007 |
| 調整過後的 R 平方 | 0.068 | | | 0.070 | | | 0.089 | | |
| F 值 | 3.655*** 0.000 | | | 3.749*** 0.000 | | | 4.141*** 0.000 | | |

*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01, 表示其顯著。

由表 4-6 和表 4-8 在私募宣告(-1,1)和 (-2,2)期間，企業在進行私募增資時一般投資者較認同公司控制股東的低股票質押比與較高的現金流量請求權，符合訊息釋放假說，且給予較高的累積異常報酬率，所以假設 2. 如控制股東具有低股票質押比和高現金流量請求權，私募宣告下將使公司具有異常報酬，假設成立。

反之，投資者較不認同公司控制股東的高股票質押比與較低的現金流量請求權，符合個人利益假說，且給予較低的累積異常報酬率，所以假設 1. 如控制股東具高股票質押比和低現金流量請求權，私募宣告下將使公司不具有異常報酬，假設成立。

伍、結論與建議

一、研究結論

本文主要研究企業控制股東在私募增資宣告下所影響到市場投資人對於企業的價值反應與異常報酬，我們以台灣的上市上櫃公司為樣本，在實證結果發現，企業在私募宣告後，市場投資人會對控制股東的行為意向有所解讀。當控制股東以自己持有的大量股票質押給銀行作為自己的信用借貸使用，且在企業中擁有較低的現金流量請求權時，私募宣告後企業的股價並沒有異常報酬發生，此表達一般投資人會認為控制股東要私募宣告並不是以公司利益為優先考量，而是以控制股東自身利益為優先考量，此符個人利益假說。

當控制股東持有大量股票擁有高現金流量請求權且本身股票在銀行的質押比率很低時，一般投資大眾會給予企業價值效應肯定，所以產生高的異常報酬，符合市場訊息釋放假說。

本研究在私募增資短期間內累積異常報酬率與財務比率之關係，發現結果如下，控制變數中股票淨值比、財務槓桿比率、預期報酬率和自變數中控制股東質押比、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，財務槓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。

二、研究限制與建議

本研究以實證研究為主，所採用的為台灣證券交易所上市上櫃的企業做為研究對象，目前有很多學者做過私募增資和財務比率變數相關性的研究，但鮮少學者有研究到針對控制股東的利益關係，所以在本研究之架構建立、研究設計與資料分析解釋上，均力求客觀明確，然而礙於時間與實際操作面上，因此存在一些限制並作以下建議：

在過去私募增資的樣本數上台灣相對於其他先進國家比較上並不是有相當多的樣本，反而是在最近幾年才有較多的私募增資資料，因此在探討私募增資的資料選取上我們是以台灣實施私募制度九年的樣本資料為主，且樣本資料數並沒有相當多，如果未來有較多的私募增資樣本數加入，可以與本研究作一差異性比較，看是否與本研究有相同的結果。

本研究主要探討的是以私募宣告日前後各一天與前後各二天的累積異常報酬率作為樣本區間，這兩者皆是屬於短天期的研究，如果可以加入長天期的研究，相信可使本研究更加完整。此外，亦可建議後續研究者可針對不同產業或者控制股東的持股比率的高低做分組來探討私募增資宣告的異常報酬與各個財務比率變數間作相關探討，或許得到的研究結果會有不同見解。

參考文獻

- [1] 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。
- [2] 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出版碩士論文。
- [3] 翁淑育，2000年，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。
- [4] 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。
- [5] 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。
- [6] 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。
- [7] 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。
- [8] 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。
- [9] 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博士論文。
- [10] 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。
- [11] 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出版博士論文。
- [12] 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.
- [13] Banz, R.W. (1981), "The relationship between return and market value of common stocks", *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18.
- [14] Barclay, M. J. & Holderness, C.G. (1989). Private Benefits from Control of Public Corporation. *Journal of financial Economics*, 25, 271-395.

- [15] Barclay, M. J., Holderness C.G. & Sheehan D. P. (2003). Private Placement and Managerial Entrenchment. working paper, SSRN.
- [16] Chan, K., C., Nai-fu chen, 1991, Structural and return characteristics of small and large firms, *Journal of Finance* 46, 1467-1484
- [17] Cronqvist, H. & Nilsson, M. (2004). The Choice Between Rights Offerings and Private Equity Placements. *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- [18] Cronqvist, H., and M. Nilsson. 2003. Agency costs of controlling minority shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38: 695-719.
- [19] Cronqvist, H., and M. Nilsson. 2005. The choice between rights offerings and private equity placements. *Journal of Financial Economics* 78, 375-407.
- [20] Dyck, A., and Zingales, L., 2004, "Private benefits: An international comparison", *Journal of Finance* 59, 537-600.
- [21] Evidence from Private Equity Finacings. *Journal of Financial Economics*, 23, 3-28.
- [22] Harris, M., and A. Raviv. 1988. Corporate finance: voting rights and majority rules. *Journal of Financial Economics*, 20: 203-235.
- [23] Haugen, R. and W. Baker, 1996, "Commonality in the determinants of expected stock returns," *Journal of Financial Economics* 41, pp. 401-439.
- [24] Hertzal, M. & Rees, L. (1998). Earnings and Risk Changes Around Private Placements of Equity. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 13 (1), 21-35.
- [25] Hertzal, M. & Rees, L. (1998). Earnings and Risk Changes Around Private Placements of Equity. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 13 (1), 21-35.
- [26] Hertzal, M. & Smith, R.L. (1993). Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately. *Journal of Finance*, 48 (2), 459-485.
- [27] Hertzal, M., Lemmon, M., Linck, J. S., & Ress, L. (2002). Long-term Performance Following Private Placements of Equity. *Journal of Finance*, 57, 2595-2617.
- [28] Hwang, J. H., 2005, "Private benefits-Ownership vs Control", working paper.
- [29] Jensen, M. C., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeover. *American Economic Review*, 76: 323-329.
- [30] 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.
- [31] Kyle, A.S., 1985. Continuous auctions and insider trading. *Econometrica*, 53, 1315~1336.
- [32] La Porta, R., F.Lopez-de-Silanes, A.Shleifer, 1999, "Corporate ownership around the world " *Journal of Finance* 54,471-517.
- [33] Mikkelson, W. M. & Partch, M. M. (1986). Valuation Effects of Security Offerings and The Issuance Process. *Journal of Financial Econoics*, 15, 523-553.
- [34] 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.
- [35] 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.
- [36] Rosenberg, Barr, Kenneth Reid, and Ronald Lanstein, 1985, Persuasive evidence of market inefficiency,

- [37] Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52 (June): 737-783
- [38] Spiess, D.K., Affleck-Graves, J., 1995, "Underperformance in Long-Run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings", *Journal of Financial Economics* 38, 243-267.
- [39] Wruck, K. H. (1989). Equity ownership concentration and firm value. *Journal of Financial Economics* 23(1): 3-28.