

國立政治大學會計學系碩士班

碩士論文

指導教授： 張清福 博士



探討私募應募人行為
對經營績效與異常報酬之影響

研究生： 李玟錡 撰

中華民國 一百零一年 十月

致謝辭

時光飛逝，轉眼間政大兩年學生生涯即將結束，一路上有許多人陪我走過，於此以簡短的感謝文致意。本論文得以順利完成，首先最感謝的是指導教授張清福老師，從論文的架構、統計問題，到論文的產出，每當有問題請教老師時，老師總是有耐心地提供協助與建議，使我能順利完成論文，在此向老師致上最感謝的致意。在論文口試過程中，感謝丁克華老師及吳儀玲老師提供諸多寶貴意見，增加研究的深度及廣度，使得本論文更加完善。

感謝同門竣揚在論文寫作期間，適時地提供協助與鼓勵，讓我的論文得以順利完成。感謝好友蘇璇及學弟正瑄在口試當天擔任小幫手，讓我可以安心地準備口試。在兩年求學生涯中，也感謝鷹旭、柏廷、逸民、于禎、映秀、培君、曼汝、小莊等提供支持與協助，豐富了我的研究生生活。

最後要感謝我的家人，在求學過程中一直給予鼓勵與幫助，讓我更有往前邁進的動力，也因為家人的支持與包容，讓我有機會出國交換半年，體驗不同的文化與生活，為我的求學生涯畫下一完美的句點。

李玟錡 謹誌於

政大會計系研究所

中華民國一百零一年十月

摘要

本研究以適用於民國九十九年九月修法前之「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」辦理私募增資之上市櫃公司，並有內部人參與之私募案為研究對象，研究期間為民國九十四年十月十一日至九十九年八月三十一日，以探討私募應募人行為對經營績效與異常報酬之影響。

實證結果發現，當辦理私募公司前一年度為稅後淨損，並有內部人參與之私募案，若內部應募人於私募前後三個月內有老股出售之情事者，其私募後之會計經營績效較私募前差，但私募後之公司價值卻較佳。再將這類公司與其他私募案相比，其會計經營績效較差，公司價值仍較佳，皆顯示這類公司會計經營績效與公司股價於私募後未呈同向變化。另外，以事件研究法測試有內部人參與之私募案，發現其在董事會決議日前後確實有異常報酬，顯示私募訊息在董事會決議日前已走漏，陸續反映於股價。

關鍵字：私募、經營績效、累積異常報酬、應募人行為

Abstract

Based on firms' net profit/loss before private placement and inside investors stock selling, this study classifies private placements with inside investors into four types to examine the effect of insiders' activities and the operating condition on firm performance after private placement and the abnormal returns around private placement events.

It's shown that for firms with net loss before private placement while the insiders selling stocks around the event, the accounting performance worsens but Tobin's Q gets better after the event. In addition, inside investors gain abnormal return around the board meeting. It implies that information leakage before board meeting is severe and the investors even gain abnormal return after the meeting.

Keyword : private placement, accounting performance ,abnormal return, insider

目錄

第壹章 緒論	1
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 研究問題.....	5
第三節 研究流程及論文架構.....	6
第貳章 文獻探討	7
第一節 我國私募制度相關規範.....	7
第二節 私募相關文獻探討.....	14
第參章 研究方法	20
第一節 研究假說.....	20
第二節 資料來源與處理.....	24
第三節 研究方法.....	26
第四節 變數衡量及實證模型.....	29
第肆章 實證結果與分析	33
第一節 敘述性統計.....	33
第二節 迴歸分析.....	39
第伍章 結論與建議	70
第一節 研究結論.....	70
第二節 研究建議.....	72
第三節 研究限制.....	73
參考文獻	74

表目錄

表 4-1 樣本篩選過程	33
表 4-2 上市櫃公司私募普通股年度統計表	34
表 4-3 上市櫃公司私募樣本之產業分配表	35
表 4-4 上市櫃公司私募普通股正負盈餘、應募人分類年度統計表	36
表 4-5 全部樣本之敘述統計量 (僅探討經營績效之樣本).....	38
表 4-6 以資產市值平減之營運現金流量報酬率迴歸式 — 負盈餘、有出售.....	42
表 4-7 以資產市值平減之營運現金流量報酬率迴歸式 — 負盈餘、有出售、溫賽化.....	43
表 4-8 以資產市值平減之營運現金流量報酬率迴歸式 — 負盈餘、有出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計	44
表 4-9 資產報酬率迴歸式—負盈餘、有出售	45
表 4-10 資產報酬率迴歸式—負盈餘、有出售，溫賽化	46
表 4-11 資產報酬率迴歸式—負盈餘、有出售，溫賽化， 並用 Bootstrapping 估計	47
表 4-12 公司價值迴歸式—負盈餘、有出售	48
表 4-13 公司價值迴歸式—負盈餘、有出售，溫賽化	49
表 4-14 公司價值迴歸式 — 負盈餘、有出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計	50
表 4-15 以資產市值平減之營運現金流量報酬率迴歸式 — 正盈餘、無出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計	52
表 4-16 資產報酬率迴歸式 — 正盈餘、無出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計	53
表 4-17 公司價值迴歸式 — 正盈餘、無出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計	54
表 4-18 以資產市值平減之營運現金流量報酬率迴歸式 — 正盈餘、有出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計	55

表 4-19 資產報酬率迴歸式	
— 正盈餘、有出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計	56
表 4-20 公司價值迴歸式	
— 正盈餘、有出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計	57
表 4-21 以資產市值平減之營運現金流量報酬率迴歸式	
— 負盈餘、無出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計	58
表 4-22 資產報酬率迴歸式	
— 負盈餘、無出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計	59
表 4-23 公司價值迴歸式	
— 負盈餘、無出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計	60
表 4-24 以資產市值平減之營運現金流量報酬率迴歸式—四組	62
表 4-25 資產報酬率迴歸式—四組	63
表 4-26 公司價值迴歸式—四組	64
表 4-27 迴歸結果彙總表	65
表 4-28 董事會決議日前 20 日至後 20 日累積異常報酬(內部人參與).....	67



圖目錄

圖 4-1 董事會決議日前 20 日至後 20 日之累計異常報酬趨勢圖(內部人)...	67
圖 4-2 董事會決議日前 20 日至後 200 日之累計異常報酬趨勢圖 (內部人，正盈餘，未出售).....	68
圖 4-3 董事會決議日前 20 日至後 200 日之累計異常報酬趨勢圖 (內部人，正盈餘，有出售).....	68
圖 4-4 董事會決議日前 20 日至後 200 日之累計異常報酬趨勢圖 (內部人，負盈餘，未出售).....	69
圖 4-5 董事會決議日前 20 日至後 200 日之累計異常報酬趨勢圖 (內部人，負盈餘，有出售).....	69



第壹章 緒論

本章共分為三節，第一節主要說明本研究之研究動機與目的；第二節說明研究問題；第三節說明研究流程及本研究之架構。

第一節 研究動機與目的

台灣的公開發行公司在募集資金時，通常以發行公司債或現金增資的方式為主，以公開募集資金的方式涉及不特定的投資大眾，基於該些投資者有資訊不對稱的問題，為保護投資者的權益，主管機關對公開籌資計畫有嚴格的審查及諸多限制，例如公司相關資訊的揭露，且獲利需達一定水準等，符合主管機關條件後，方可在資本市場募集資金，惟其籌資過程冗長，對於急需資金的企業是緩不濟急，而市價低於面額的公司，也就是俗稱的「水餃股」、「雞蛋股」，受限於法令，無法以低於面額的價格募集資金，又因股價低於面額，投資人接受程度偏低，不易籌措資金。因此，我國在民國 91 年引進私募制度，所謂私募，即企業可以對符合條件之特定人或法人機構募集資金，由於私募對象較少，公司易與投資者溝通，投資者所擁有的公司資訊也較完整，故主管機關對其管制較鬆，並採事後報備制，與公開募集的方式相比，程序較為簡便，籌資速度亦較快速，對財務困難的企業有莫大幫助。

根據行政院金融監督管理委員會統計資料¹，於民國 92 年辦私募有價證券案件僅有 39 件，私募總金額為 79 億元，僅佔該年資本市場總籌資金額之 1.11%，顯示開放私募制度初期，企業未把私募當作募集資金管道之一，其原因可能為企業尚未熟悉該制度，不敢貿然嘗試，仍抱著旁觀的態度，但隨著採用私募募集資金的企業成功地解決財務困難的問題，對公司業務有所拓展，其餘企業也逐漸注

¹公私募有價證券之相關資料，係依據黃超邦，2008，從實證觀點檢討我國證券私募法制，與行政院金融監督管理委員會證券期貨局公告訊息整理。

意到用私募的方式募集資金；到了民國98年為採用私募方式募集資金的高峰期，私募有價證券案件已增為179件，私募總金額增至1,598.53億元，佔該年資本市場總籌資金額之24.89%，唯受到私募法規修改之影響，要求年度有稅後純益且無累積虧損的上市櫃公司，除特定情況，不得辦理私募，能採用私募方式募集資金之公司數量減少，導致私募案件也隨之減少。根據金管會統計，民國100年，私募有價證券案件降為110件，私募總金額為992.45億元，佔該年資本市場總籌資金額之12.12%。雖近年私募案件減少，但與剛引進私募制度時相比，公司已對私募制度較為熟悉，資金規模雖不如公開募集，但私募有價證券仍不失為重要籌資管道之一。

私募制度在國外是資本市場之重要媒介，企業可以透過私募快速解決資金需求，因此採用私募有價證券的方式籌措資金頗為普遍，而台灣政府引進該制度的立意良好，希望財務艱困的企業迅速挹注大筆資金，協助企業轉型及改善體質，或有利於問題企業引進新經營團隊，雖然私募常被視為救急法寶，但也由於其過於便利，如果上市櫃公司內部人有私人利益的考量，可能會損及股東的權益，因為私募的價格並無固定，而是公司與應募人相互協商而定，且通常採折價發行，若私募價格偏離市價過多，表示應募人取得的價格遠低於原有股東，卻具有相同的權利，原有股東權益將受之影響。

國內外私募股權之發行價格相對於市場的參考價格，大多為折價發行，較少有溢價發行，以吸引投資人，並作為補償流通性轉讓限制所造成的股權流動性風險，然而實際私募價格往往與參考價格有所出入，且企業私募股權排除了原有股東之優先認購權，對原有股東而言，當發行新股股數愈多折價幅度愈大時，將對股東權益造成愈大的稀釋淡化效果。

徐翊中(2011)統計我國自94年10月11日至99年8月底，上市櫃公司私募案件中，大股東或管理階層等內部人士參與私募之比重高達74.8%；私募價格未達參考價格之八成之比重為27.4%；公司內部人參與私募後，有於繳納股款完

成前後三個月內，曾出售其原有持股者，佔整體私募案件之 29.8%，且售出之總股數約佔其應募股數之 285.62%，由此可見，若內部人有心運用私募法令的彈性空間，將會出現弊端，嚴重危害小股東的權益。因此，為了防止公司的內部人存在自我利益行為，侵蝕投資人的基本權益，金管會於民國 99 年 9 月修正「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」法規，要求年度有稅後純益且無累積虧損的上市櫃公司，除了引進策略性投資人之外，不得辦理私募，且限縮策略性投資人的資格。

由上述可知，未來有稅後純益的公司，除符合特定條件外，不能採用私募的方式籌措資金，推測其原因，應該是愈來愈多有心人士利用私募制度鬆散的管制，讓大股東或內部人有低價認購私募股權、賣老股套利的機會，因此為保護小股東的權益，主管機關認為有稅後純益的公司應該有能力從資本市場上募集資金，除了符合特定條件，不應該採用私募的方式，才規定有稅後純益的公司，在正常情況下，應採公開募集方式募集有價證券，避免有操控空間。唯令人好奇的是，有稅後純益的公司私募後之績效真的沒有達到預期的效果嗎？若一公司為稅後純益，應募人為內部人，又於私募前後三個月內出售持股，該內部人認購股權的動機耐人尋思，因此針對「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」法規之修改：要求年度有稅後純益且無累積虧損的上市櫃公司，除特定情況，不得辦理私募。本研究擬深入探討，公司私募前一年度的損益是否對私募後的經營績效或異常報酬產生影響。

回顧以往國內對私募股權之相關文獻，早期著重於私募制度的探討，而近幾年則陸續探討私募對公司產生之影響，例如，應募人種類對私募折價幅度及異常報酬之影響(陸瀛謙 2007)，對經營績效之探討(張荷君 2008)，私募長短期績效之探討(蔡蓓華 2008)，也有研究探討哪些因素會影響私募折價幅度，如公司財務特性對其之影響(藍亦敏 2009)，內部人作為對其之影響(徐翊中 2011)，唯國內目前研究較少以私募公司前一年損益的角度，探討其對私募後經營績效及異常

報酬之影響，因此本研究擬將私募公司在辦理私募前一年的損益情況列入考量，分析有稅後純益的公司採用私募管道募集資金，其經營績效與異常報酬，是否異於稅後純損的公司。本研究期望藉由相關實證分析的結果，嘗試提出建議，供主管機關在修訂法令時作為參考之用，以提升私募籌資效益，以維護小股東的權益。



第二節 研究問題

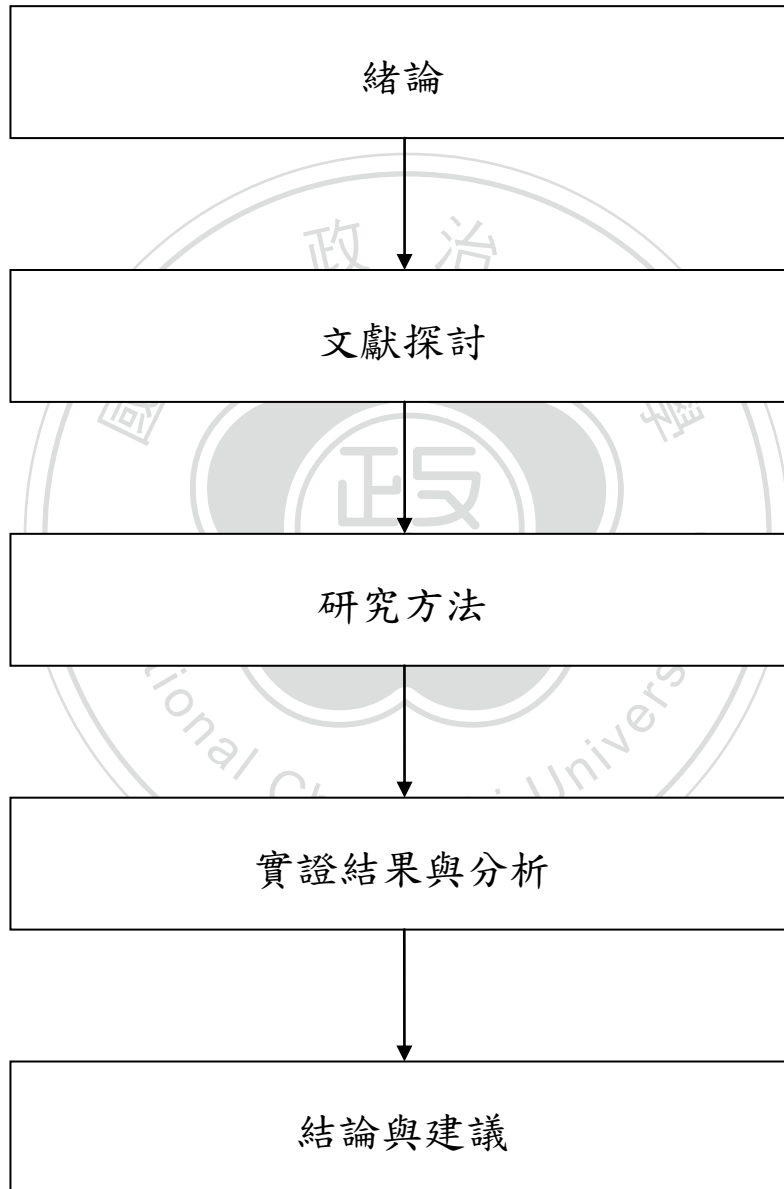
本研究依據前述之研究動機，並且參考國內外之相關研究論文，可知若企業善加利用私募制度，將提供企業快速籌資的管道，讓財務困難的企業得以繼續生存，唯由於控管上較鬆散，容易給有心人可乘之機。從私募制度實施以來，針對私募是否圖利特定人之議題，一直有諸多爭議，也出現不少大股東低價認購私募股權、賣老股套利之現象，而私募前有稅後純益的公司，選擇私募管道募集資金，若非引進新經營團隊或策略性投資人，其動機值得深入探討，而私募後經營績效是否有明顯的改善，應募人是否有異常報酬等亦是小股東所關切的，因此本研究擬以有內部人應募人之私募案為研究樣本，將採行私募的公司分成正盈餘及負盈餘兩類，再將應募人分為內部人且於私募前後三個月內出售持股、內部人於私募前後三個月內無出售持股兩類，觀察公司私募前後的經營績效及異常報酬，是否受到私募公司前一年度的損益所影響。本文針對台灣之上市櫃公司探討下列問題：

1. 在正負盈餘之下，私募應募人類型對經營績效之影響
2. 在正負盈餘之下，私募應募人類型對異常報酬之影響

第三節 研究流程及論文架構

本研究之研究流程及架構如下圖所示。

研究流程與論文架構



第貳章 文獻探討

本章共分為兩節：第一節將整理我國私募有價證券制度的相關規範；第二節將探討私募有價證券之相關文獻，以其本文能達到截長補短之效。

第一節 我國私募制度相關規範

我國於民國 90 年 11 月與 91 年 2 月分別通過公司法與證券交易法之修正條文，引進私募制度，使企業資金調度更具彈性，有利企業間策略聯盟、引進新經營團隊等目的。而為使私募制度發揮其預期功能，防止衍生弊端，行政院金融監督管理委員會在民國 94 年 10 月 11 日訂定「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」，強化資訊揭露，確保原有股東之權益不致受到公司私募行為而遭受侵犯。

唯近年來部分上市櫃公司辦理私募，發生私募價格偏離參考價格、內部人低價認購並出售持股之情形，嚴重悖離原立法意旨，故行政院金融監督管理委員會於 99 年 9 月 1 日大幅修正「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」，期能加強對公司採用私募籌資方式的管理。私募相關法令規定如下：

一、私募之定義

所謂私募，謂已依證券交易法發行股票之公司依第四十三條之第六第 1 項及第 2 項規定對特定人招募有價證券之行為，允許公開發行公司得不經由公開市場，以私人洽購方式，出售有價證券或公司債予符合資格之法人、機構以及該公司或其關係企業之董監事及經理人等，

以作為籌資管道。

二、私募之限制

由於我國私募制度自民國 91 年實施以來，產生許多弊端，讓私募變為管理當局之圖利工具，為改善此問題，主管機關於民國 99 年修訂「公開發行辦理私募應注意事項」，規定公開發行公司最近年度為稅後純益且無累積虧損，除有下列情形之一得辦理私募外，應採公開募集方式發行有價證券：

- (1) 該公司為政府或法人股東一人所組織之公開發行公司。
- (2) 私募資金用途係全部引進策略性投資人。
- (3) 上市、上櫃及興櫃股票公司有發行人募集與發行有價證券處理準則第七條及第八條規定情事之虞，但有正當理由無法合理改善而無法辦理公開募集，且亟有資金需求，並經臺灣證券交易所股份有限公司或財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心同意者。但應募人不得有公司內部人或關係人。

三、私募之發行方式

根據證券交易法第四十三條之六第 5 項規定，私募之發行方式採事後報備制，僅需於有價證券價款繳納完成日起十五日內，檢附相關書件，報請主管機關備查即可。故相較於公開市場發行證券，私募屬於較簡易且較具彈性之籌資方式，可以降低企業發行有價證券之成本，減少證券管理之行政程序。

四、私募有價證券之招募方式

私募係向特定人招募有價證券，與對非特定人進行招募之公開募集行為有顯著差別，為避免不肖人士假私募之名行公開募集之實，我

國除規定私募有價證券應募人總數限制²外，另於證券交易法第四十三條之七規定，有價證券之私募及再行賣出，不得為一般性廣告或公開勸誘³之行為。一旦違反上述規定，則私募與募集幾近相同，將視其為對非特定人公開招募之行為，應依證券交易法第二十二條規定補辦公開發行，並處以相關罰責。

五、私募應募人之資格限制及人數

私募之對象主要為能夠衡量並承擔風險及報酬之特定投資者，依證券交易法第四十三條之六第1項規定，私募之特定對象包括下列三類：

- (1) 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。
- (2) 符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金。
- (3) 該公司或其關係企業之董事、監察人及經理人。

其中符合上述第二款及第三款資格之應募人總數，不得超過三十五人，用意在於避免發行人透過私募之形式，進行實質上之公開招募。

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。故證券交易法無須對其進行保護，且無應募人數總數之限制。

第二款符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金，其資格限制如下。對該公司財務業務有充分瞭解之國內外自然人，且於應募或受讓時符合下列情形之一者：

² 請參照，《證券交易法》第四十三條之六第2項。

³ 所稱一般性廣告或公開勸誘之行為，請參照，《證券交易法施行細則》第八條之一。

- (1) 本人淨資產超過新臺幣一千萬元或本人與配偶淨資產合計超過新臺幣一千五百萬元
- (2) 最近二年度本人平均年所得額超過新臺幣一百五十萬元，或本人與配偶之平均年所得超過二百萬元。

所稱淨資產係指在中華民國境內外之資產市價減負債後之金額；所得指依我國所得稅法申報或經核定之綜合所得總額，加計其他可具體提出之國內外所得金額。

法人或基金須符合最近期經會計師查核簽證之財務報表總資產超過新臺幣五千萬元之法人或基金，或依信託業法簽訂信託契約之信託財產超過新臺幣五千萬元者。

第三款所稱董事及監察人，其範圍包括政府或法人股東當選董事或監察人時，依公司法第二十七條所指定代表行使職務之自然人；所稱經理人，其定義依同原財政部證券暨期貨管理委員會（今行政院金融監督管理委員會證券期貨局）之規範⁴，包括：

- (1) 總經理及相當等級者。
- (2) 副總經理及相當等級者。
- (3) 協理及相當等級者。
- (4) 財務部門主管。
- (5) 會計部門主管。
- (6) 其他有為公司管理事務及簽名權利之人。

⁴ 請參照，財政部證券暨期貨管理委員會，(92)台財證(三)第○九二○○一三四○號，民國九十二年三月二十七日。

此第三款人，因其係為公司或關係企業之內部人，對公司內部之財務及營運狀況遠較一般人來得熟悉，故無資訊不對稱之困擾。因而，此一類投資者得為私募股份之應募人。

六、私募有價證券之決議程序

公開發行股票之公司私募有價證券，因排除原股東及員工的優先認購權利⁵，可能稀釋原有股東及員工之股權，成為剝削原有股東之工具，故證券交易法於第四十三條之六第1項明定，私募有價證券之執行應經股東會有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意方能進行私募，並應於股東會召集事由列舉說明相關事項，不得以臨時動議提出。其應說明之事項如下：

- (1) 價格訂定依據及合理性。
- (2) 特定人選擇之方式。其已洽定應募人者，並說明應募人與公司之關係。
- (3) 辦理私募之必要理由。

公開發行公司依證券交易法第四十三條之六規定進行決議後，得於該股東會決議之日起一年內，分次辦理。

七、私募之訂價

為了怕私募有價證券之訂價過低，稀釋股本，侵蝕股東之權益，故需依證券交易法第四十三條之六第6項規定，將私募有價證券價格訂定之依據及其合理性於股東會例舉說明，並經股東會有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意，使得為之。

為依照「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」規定，若

⁵ 請參照，《證券交易法》第四十三條之六第1項。

訂價低於參考價格之八成需提供專家意見，但應募人如為公司內部人或關係人時，即使有獨立專家背書，其所訂私募普通股每股價格亦不得低於參考價格之八成，以減少管理當局套利之空間。

所謂的參考價格乃指下列二基準計算價格較高者定之：

- (1) 定價日前一、三或五個營業日擇一計算普通股收盤價簡單算數平均數扣除無償配股除權及配息，並加回減資反除權後之股價。
- (2) 定價日前三十個營業日普通股收盤價簡單算數平均數扣除無償配股除權及配息，並加回減資反除權後之股價。

八、私募之資訊揭露

(1) 對應募人之資訊揭露義務

根據證券交易法第四十三條之六第3項規定，發行私募有價證券之公司，當私募對象為「符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金」時，於私募完成前負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。

至於其他應募人，乃專業投資機構或公司之關係人，基於其自身之專業能力或其職務之特殊性，具有一定地位可與辦理私募之公司進行對等協商，或以其他管道取得用以決定是否參與私募案所需之資訊，主管機關無須針對該類投資人再行規定保護條款。

(2) 對主管機關及社會大眾之公告申報義務

由於主管機關對私募之管理較寬鬆，應募人又為特定投資人，資訊較不透明，故主管機關規範上市上櫃公司應在時限內將私募有價證券之資訊輸入公開資訊觀測站。

私募有價證券之資訊揭露大致可分為五階段，分別為：

1. 董事會決議日起二日內：

公告依證券交易法第四十三條之六第 6 項規定，應於股東會召集事由中列舉之事項，且若私募定價低於參考價格之八成者，應一併揭露獨立專家⁶對私募訂價之依據及合理性意見。

2. 私募實際訂價日起二日內：

上市櫃公司須於公開資訊觀測站「私募專區」公告私募金額、私募基金用途、私募之參考價格及實際私募價格等資訊。若私募價格低於股票面額者，亦應揭露低於股票面額之原因、合理性、訂定方式及對股東權益之影響。

3. 股款或價款繳納完成日起十五日內：

公司需依證券交易法第四十三條之六第 5 項規定，將私募有價證券資訊輸入公開觀測資訊站。

4. 每季結束後十日內：

直至資金運用計畫完成為止，上市櫃公司應輸入私募基金運用情形，並公開私募資金運用情形季報表。

5. 年報：

公開發行公司應依公開發行公司年報應行記載事項準則之規定，揭露辦理私募有價證券相關事宜。

九、私募之轉售限制

為避免發行公司規避公開招募程序之適用，以轉售、轉讓方式將私募的有價證券在市場上公開拋售，而進行套利，故於訂定證券交易法條文時，參酌美國私募制度，對私募之有價證券轉售有嚴格規定，原則上自該私募有價證券交付日起滿三年始得自由流通轉讓。但為合

⁶ 所稱獨立專家，指會計師、律師或證券承銷商，且不得與公開發行公司或應募人為關係人。

理提高私募有價證券之流通性，證券交易法於第四十三條之八有除外規定：

- (1) 第 43 條之 6 第 1 項第 1 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) 自該私募有價證券交付日起滿一年以上，且自交付日起第三年期間內，依主管機關所定持有期間及交易數量之限制，轉讓予符合第四十三條之六第一項第 1 款及第 2 款之人。
- (3) 自該私募有價證券交付日起滿 3 年
- (4) 基於法律規定所生效力之移轉。
- (5) 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，相隔不少於三個月。
- (6) 其他經主管機關核准者。

第二節 私募相關文獻探討

過往私募股權文獻中，研究主題可歸納為三：代理理論、資訊不對稱假說，及探討私募對經營績效及異常報酬之影響，文獻探討分述如下。

一、代理理論

代理理論係由 Jensen and Meckling (1976)所提出，認為由於資金提供者缺乏專業知識，或無法獲得相關資訊，無法有效監督管理當局；而管理當局利用其資訊優勢，以其本身利益最大化為考量，做出犧牲股東或債權人的利益之行為，產生代理問題。由於資金提供者無實際參與公司的經營決策，無法確保管理當局在

選擇投資方案時，是否以股東利益最大化為原則，此時便產生代理問題。此種不同的股權結構所引發不同主體間的代理問題，會使管理當局在衡量利益關係時，做出不同的經營決策，進而影響公司的績效及價值。

Jensen and Meckling (1976)提出利益收斂假說，認為當管理當局持股比例愈高時，其利益與公司的利益趨於一致，若其決策損害股東權益，自己也將受害，因此在制定決策時，較會傾向以公司整體最大化作為考量，努力提高公司價值，有利於解決管理當局與股東之間的代理問題。Jensen and Meckling 更進一步指出，當股權集中於某些大股東時，他們有較大的誘因監督管理當局，使公司績效提高，讓管理當局的行為不偏離股東權益極大化的目標。

Jensen and Ruback (1983)提出利益掠奪假說，認為當管理當局的持股比例達某一水準後，為追求本身利益極大化與鞏固職位的考量，可能利用其擁有的股權及影響力，否決對自己不利的經營決策行為，例如：否決對股東有利的合併案，或阻礙可使公司股價上升的的股權收購行動。因此，若股權過度集中於董事會或大股東，管理當局就有足夠的表決權貪圖私利，降低公司績效，損害公司價值。

Morck、Shleifer and Vishny (1988)以美國 Fortune 500 中的 371 家公司為樣本，以 Tobin's 衡量公司價值，其研究結果顯示，管理當局持股比例與公司價值之間並非線性關係，當管理當局持股比例低於 5% 以下或高於 25% 時，持股比例與公司價值呈正向關係，符合「利益收斂假說」；而持股比例介於 5% 至 25% 時，其與公司價值卻成反向關係，符合「利益掠奪假說」，亦顯示利益收斂假說與利益掠奪假說同時存在。

Wruck (1989)實證結果亦符合非線性觀點，私募後股權集中程度變化對於公司價值之影響出現兩極化，當私募後大股東股權集中度介於 5% 至 25% 之間，由於持股比率不高，其監督利得可能小於監督成本，反而較無誘因監督公司，因

此對公司價值反而產生負面的影響；相對的，當私募後大股東股權集中度大於 25% 或 0% 至 5% 的較低程度將會對公司價值產生正面的影響，主要是認為經由私募除了可以誘使投資者監督公司之外，還可以增加目前大股東的持股或產生新的大股東，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，使公司績效提升，並減輕代理問題。

二、資訊不對稱假說

在資本市場上，投資人與管理者普遍存在資訊不對稱的問題，投資者為了評估該公司是否值得投資，必須花費成本取得公司相關資訊，根據過去文獻顯示，資訊問題不僅會影響公司發行股票之方式，亦會對發行之訂價有所影響。

Myers and Majluf (1984) 認為當管理當局與市場之間存在資訊不對稱時，會產生逆選擇問題，進而產生投資不足的情形。當價值被低估、且缺乏資金的公司具有良好的投資機會時，若原股東財富被移轉給新股東的部分，大於原股東因公司價值成長所帶來的效益，此時管理當局便不會發行新股，放棄該投資機會，且管理當局傾向在公司股價被高估時發行股票，募集到比公司價值更高的資金。然 Myers and Majluf 認為如果管理當局能在市場上揭露此項私有資訊，例如藉由併購方式，在協商時透露此投資機會，投資不足的問題便會解決。

Hertzel and Smith (1993) 認為當公司股價被低估時，管理當局將選擇私募股權的方式向市場釋放出股價被低估的訊號，且私募認購人願意購買股票，代表其認同管理當局對於公司價值被低估的看法，其實證結果亦發現有正的宣告效果。Hertzel and Smith 另發現股權私募的認購人以顯著的折價認購股份，其私募折價幅度平均為 20.14%，認為私募股權認購人在價值確認的過程中，需要花費時間及金錢蒐集與發行公司價值相關的資訊，因此私募折價乃反應私募投資者蒐集公

司價值之資訊成本，當公司價值愈難評估且愈需要謹慎考量時，蒐尋資訊成本愈大，故投資人會要求發行公司給予其較大折價補償之。

Cronqvist and Nilsson (2005)發現資訊不對稱的程度愈高，公司募集資金時，愈偏好以私募來發行股票而非採用公開募集。其研究結果亦發現當公司屬家族企業時，本身具有高度控制權特性，進行增資決策時會避免採用稀釋家族股權的方式，故較少以私募方式發行新股。此外，以私募的方式讓策略聯盟夥伴或產品上有合作關係的公司成為應募人可以降低道德危機成本，並認為私募可降低逆選擇成本，被低估公司愈容易選擇私募，因為應募人有較大的誘因蒐集資訊，被低估價值的公司可克服資訊不對稱的問題。

三、私募對異常報酬及經營績效之影響

Wruck (1989)以美國私募股權公司為樣本，探討股權集中度與公司價值之關聯，研究發現公開發行股票之宣告效果之異常報酬為-3%，而私募之異常報酬則為4.5%，顯示私募宣告產生超額報酬。Wruck 並發現所有權集中度愈高之公司，其公司價值愈高，由於大股東參與公司的私募案後，因其投資更多資金，擁有更多股權，進而對公司的監督會更加認真，因此私募後大股東有更大的誘因加強監督或提供專業建議，提升企業價值，故私募具有正面的宣告效果。

Hertzel and Smith (1993)亦發現私募宣告產生超額報酬，但卻有不同的看法，Hertzel and Smith 認為私募宣告傳達企業價值被低估之訊息，市場投資者在觀察到此訊號後，會修正其對企業之評價，因此私募股權的宣告效果是正向的。

Hertzel, Lemmon, Linck, and Rees (2002)實證發現，股權私募雖有正的宣告效果，但發行後的長期股價表現與營運績效卻是相對較差的，若將時間拉長為三年，平均持有期間異常報酬率為-23.8%。Hertzel et al 認為投資人與管理當局在私募股

權宣告時，對於公司未來的成長機會過於樂觀，並高估未來公司營運績效改善的可能性，卻忽略了目前公司較差的營運現況，而發行後公司的長期績效通常未如投資人事前所預期的大幅改善。

Krishnamurthy, Spindt, Subramaniam and Woitke. (2005)認為公司私募應募人之身份會影響短期和長期的股價報酬，其研究發現，私募公司的宣告效果與長期異常報酬之變動方向存在不一致的差異，整體來看，私募公司的宣告效果顯著為正，但長期異常報酬呈負向關係。而再將投資人分類為參與私募之股東與未參與私募之股東後，發現未參與私募的股東，在私募後有長期負的異常報酬；而有參與私募的股東則因為是折價取得股票，故有正的異常報酬。

Barclay, Holderness and Sheehan. (2007)實證發現，私募宣告效果顯著為正，但拉長時間後，長期異常報酬為負向。其更進一步，將應募人分為積極投資人、消極投資人及內部人三類，分析應募人種類對股價及異常報酬之影響。積極投資人類型，其短期及長期異常報酬均為正向，無往下降之趨勢，且積極投資人之異常報酬顯著高於消極投資人，符合 Wruck (1989)的監督假說；消極投資人類型，股票報酬起初只是輕微正向，而後期報酬下降；內部人類型，與消極投資人相反，異常報酬起初輕微下降後轉為上升。因此 Barclay et al.認為整體私募樣本起初報酬上升主要是由積極投資人(大約佔所有私募的 15%)所驅使，而後期報酬下降則是受消極投資人所影響。

Wruck and Wu (2009)研究發現，私募應募人往往於私募前即與私募公司具有關聯性，或於私募後與私募公司產生新的關聯性。新的關聯性包括：應募人成為該公司之董事、經理人、5%以上之大股東的治理關係，或策略聯盟的夥伴，而此類的應募人將有助於解決資訊不對稱及具投資機會但缺乏資金的問題。實證結果顯示，當私募應募人在私募前即與私募公司具有關聯性或私募後才與私募公司

產生新的關聯性時，私募宣告效果為正，代表著應募人不管於私募前或私募後與公司發生關聯性，皆會對公司產生價值。此外，新關聯性的產生亦使公司具有較好的獲利能力及股價績效表現，Wruck and Wu 將之歸因於應募人所帶來的監督機制與治理能力，當公司可取得愈多的控制權與愈穩健的公司治理，其辦理私募案愈容易創造價值。

Chu , Lentz and Robak (2005)研究美國上市櫃私募股權的公司財務特質及增資後績效表現，並以總資產報酬率、營業利益率、純益率及負債比率等指標衡量私募公司在增資前後四年的績效變化，發現公司在私募增資後的績效有逐漸轉好的跡象。



第參章 研究方法

本章介紹採用之研究方法，分為三節：第一節將以第貳章所整理的文獻探討為基礎，發展本研究之假說；第二節說明研究期間、樣本選取標準與資料來源；第三節說明研究方法；最後於第四節說明變數衡量與實證模型。

第一節 研究假說

一、在正負盈餘之下，私募應募人類型對經營績效之影響

關於應募人為內部人對經營績效之影響，Jensen and Meckling (1976)提出利益收斂假說，認為管理者持股愈高，管理者的利益與股東的利益愈一致，再加上濫用公司資源的誘因降低，因個人的私利行為，在持股愈多下自身承擔的部分也愈多，使得管理者較不會做出不利股東的決策，促使公司經營績效提升。然而 Jensen and Ruback (1983)則提出利益掠奪假說，認為當管理者持股比例達某一水準之後，有足夠投票權或影響力鞏固職位，反而會在董事會否決對其本身不利的經營決策行為，以追求本身利益最大化，反而使公司價值降低。

由上列敘述可知，當私募應募人為內部人時，其對公司價值的影響，目前尚無一致的結論。陸瀛謙 (2007)探討私募前後異常報酬與應募人之關聯，其觀察私募半年後的股價表現，發現當應募人為內部人時，私募後的累計異常報酬顯著為正，代表內部人在投資私募新股時，可能隱含著未來公司有較好的投資機會；也有可能是外部投資人看到公司內部人認購自己公司股票後，對私募公司未來前景產生信心。張荷君 (2008)研究發現，私募會因應募人類型之不同，而對經營績效產生不同之影響。當應募人為內部人時，公司私募後一年的經營績效比私募前一年的績效好。

對此，本研究認為，根據資訊不對稱假說，管理者通常會比外部投資人擁有更多資訊，對公司前景更為瞭解，資訊成本相對較低，當內部人願意認購私募股

份時，代表相信私募案對公司未來的營運有所助益，既然對公司未來營運有信心，內部人認購私募股份後，應該會繼續持有自己公司的股份，不會有出售老股之情形。因此，當應募人為內部人時，並於私募前後三個月內有出售老股之情形者，顯示這些內部人利用其控制權及資訊優勢，以私募之名行自利之實，認購股份的動機應不單純，私募僅為管理者的自利工具，並非為了改善公司體質，其私募後的經營績效應不會較私募前佳。

將私募公司前一年度損益納入考量，當上市櫃公司財務狀況不佳，難以透過公開發行市場募集資金，因此有資金需求時，只能轉往私募管道。當有稅後純損的公司，透過私募管道增資，投資的應募人應是認同公司的未來發展，才願意提供資金以提升公司營運體質。由於內部人相較於外部投資者，所擁有的資訊較完整，當內部人也願意參與私募案時，表示其看好公司未來前景，願意與公司一起努力，應不會有出售老股之情事。因此，當這些內部人認購私募股後，卻於私募前後三個月內有出售持股者，顯示其認購之動機不單純，想利用其資訊優勢，圖利自己，於股票市場進行套利，賺取股票差價，其採私募的原意並非提升公司營運體質，其未來經營績效改善幅度應較差。本研究認為，相較於其他私募公司，其私募後的經營績效應較差。

假說 1a：有公司內部人參與之私募案，當辦理私募前一年度為稅後淨損，且內部應募人於私募前後三個月內有老股出售之情事者，其私募後之經營績效應較私募前差。

假說 1b：有公司內部人參與之私募案，當辦理私募前一年度為稅後淨損，且內部應募人於私募前後三個月內有老股出售之情事者，其私募後之經營績效相較於其他私募案應較差。

二、分別在正、負盈餘之下，私募應募人類型對異常報酬之影響

Wruck (1989)實證結果顯示，宣告前三日至宣告日之累計異常報酬為 2.2%，顯著為正，此外，宣告前 59 日至宣告日後 20 日累計異常報酬為 4.5%，其認為有正的累計異常報酬乃因私募使股權集中度提高，大股東會有誘因監督公司，促使經理人與股東利益一致，進而使公司價值增加。Hertzel and Smith (1993)以美國上市上櫃公司進行私募者為樣本，發現宣告前三日至宣告日之累積異常報酬為 1.72%，且顯著為正，顯示公司宣告的訊息有事先洩漏到市場，而市場呈現正面的反應。

Hertzel et al. (2002)針對 1980 年~1996 年，619 家美國私募股權公司之股價表現進行研究，其實證結果發現，儘管宣告效果為正，但若將觀察時間拉長到三年，其平均持有期間異常報酬率為-23.8%，顯示因經營績效不佳而採行私募方式募集資金之公司，其私募三年後之經營績效表現並未明顯好轉，剛開始正向宣告效果只是投資人對公司績效之改善過於樂觀。

針對不同類型之私募對象，Krishnamurthy et al. (2005)發現私募公司之宣告效果顯著為正，但長期異常報酬則呈現負向關係，其認為此結果與公司應募人之種類有關，當參與私募之應募人與公司有聯屬關係時，其宣告效果與長期異常報酬均高於與公司無聯屬關係之應募人。作者認為市場投資人對於有相關人士參與之私募案，是該公司在傳遞具有價值的訊息，因此市場呈現正向反應。Barclay et al. (2007)研究發現，初期私募宣告之累計異常報酬為 1.7%，顯著為正，將觀察期間拉長至私募後 120 天，其累積異常報酬變為-9.4%，顯著為負，Barclay et al. 再將應募人分為積極投資人、消極投資人及內部人三類深入探討，結果發現整體私募樣本起初報酬上升主要是由積極投資人(約佔所有私募的 12%)所驅使，而後期報酬下降則是受消極投資人(約佔所有私募的 83%)所影響。Wruck and Wu (2009)提出私募之應募人與公司有特定關聯性時，不論該特定關聯性是私募前即存在，或私募後始成為該公司之董事、經理人或 5% 以上之大股東，私募之宣告

效果皆為正，亦會產生較高的異常報酬及獲利能力。

國內亦有針對不同私募對象之研究，呂季蓉 (2005)發現在私募後才成為公司內部人的應募人時，其應募股數之比例超過 50%，在此情況下，公司於宣告日至宣告後第三天的累積報酬率顯著為正，代表私募給該類應募人的效果是正面的，可以提升公司價值。若將私募股數的 50% 以上賣給私募前後皆為內部人的私募案件，其累積報酬是一路下降，宣布前報酬為負可能隱藏有公司內部人故意先攪押股價的可能，以便其能取得較優惠之私募價格。而宣布後報酬仍一路下滑，表示私募給公司的內部人短期數月內無益於公司價值提升。

陸瀛謙 (2007)拉長事件期間，以私募定價日到私募定價日後 119 天的累計報酬來計算私募後之異常報酬，作者發現當應募人為公司內部人時，累計異常報酬顯著為正，顯示當內部人願意認購新股時，其相信公司私募後將會有更佳的经营表現，也有可能是外部投資人看到公司內部人認購自己公司股票後，對私募公司未來前景產生信心。梁晏慈 (2008)指出，公司於宣告前後三天之間累積異常報酬為 1.02%，唯私募對象為公司內部人時，私募之宣告對於累積異常報酬之影響不顯著。

由上可知，對私募短期異常報酬的影響，一般文獻皆認為，私募對宣告日有正面的效果，但若拉長期間來看，無一致的結論。對此，本研究認為，內部人士獲得公司的資訊遠多於外部投資人，如果公司內部人願意參與該企業的私募案，表示內部人對於公司未來營運，有一定的信心，公司亦可以藉由該消息來傳遞公司的價值給外部的投資人，解決資訊不對稱的問題，因此，當應募人為內部人時，其宣告效果應該為正。

而對於應募人為內部人，卻在私募前後三個月內出售老股，如前所述，該內部人認購股權之動機與目的可疑。徐翊中 (2011)研究發現，公司內部人若有參與私募者，則折價幅度會較純粹為外部人應募之私募案為大。此外，若內部人於應募前後，尚還有出售老股套利或隱瞞應募人與公司關係之情事者，其折價幅度

越大。該結果顯示這些內部人可能透過蓄意壓低私募價格的方式，以賺取價差。本研究認為內部人參與私募，卻於私募前後三個月內有出售老股之情事者，其認購私募股應屬自利動機，在公司透過私募募資消息尚未發布前，甚至是董事會尚未開會前，已經進入股市炒作。因此，有內部人參與之私募案，若內部應募人有出售老股之情事者，其董事會決議日前後應有正的累積異常報酬。

假說 2：有內部應募人之私募，在公司董事會決議日前後將有股票異常報酬。

第二節 資料來源與處理

一、研究期間

本研究係以我國上市上櫃公司為研究對象，探討私募公司在私募前一年度之損益情形對私募後經營績效及異常報酬之影響。私募制度於民國 91 年引進，惟直到 94 年 10 月 11 日，行政院金融監督管理委員會方訂定「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」，對辦理私募之細節加以規範，因此本研究期間始於民國 94 年 10 月 11 日。

近年由於經常有大股東藉由私募進行套利，悖離私募引進之原意，金管會為加強對公司私募之管理，於 99 年 9 月 1 日修正「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」。為避免新舊法之差異，對研究樣本造成汙染，因此本研究擬採適用舊法規之公司為研究樣本，故本研究對象為在民國 94 年 10 月 11 日至民國 99 年 8 月 31 日間，完成私募案之公司。

為了瞭解私募後較長期間的經營績效表現，本研究觀察私募後三年之績效，由於僅可取得至民國 100 年之財報資料，因此在探討經營績效部分，研究對象為私募案完成於民國 94 年 10 月 11 日至民國 97 年間之公司，而在探

討異常報酬部分，則採用私募案完成於民國 94 年 10 月 11 日至民國 99 年 8 月 31 日之公司。

二、樣本選取條件

1. 研究期間內為台灣證券市場上市或上櫃之公司。
2. 私募有價證券完成於民國 94 年 10 月 11 日至民國 99 年 8 月 31 日者。
3. 籌資之有價證券以普通股為限。
4. 所需研究變數資料必須完整。
5. 排除金融產業：由於金融產業(包括銀行、壽險、證券、金控等企業)產業屬性特殊，且受到政府管制，其決策因素與其餘產業相異，故不納入於本研究樣本中。
6. 由於公司分次辦理私募之應募人不盡相同，故若公司分批辦理私募，則每一次分批辦理皆視為一單獨樣本。
7. 排除策略性投資人：本文定義策略性投資人除須在公開資訊觀測站申報為策略性投資人外，此策略性投資人之身分不得為公司內部人、直間接綜合持有股權比例超過百分之十，或股權比例占前十名之股東。

三、資料來源

1. 查閱公開資訊觀測站私募專區資料，確定研究期間有辦理私募普通股增資之公司。
2. 樣本公司之股東會決議日、私募股數、私募價格等相關資訊，由公開資訊觀測站私募專區取得資料。
3. 公司內部人行為等資料，由公開資訊觀測站私募專區及內部人持股異動事後申報表⁷觀察而取得。
4. 樣本公司財務狀況及經營績效資料，諸如負債比率、稅後淨利等，取

⁷ 公開資訊觀測站=>基本資料=>董監大股東持股、質押、轉讓=>內部人持股異動事後申報表

自台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal, 簡稱 TEJ) 之「財務簡表(累計)-全產業」。

5. 樣本公司股票報酬率、在外流通股數及市值等資料，取自 TEJ 之「股價報酬(日)-報酬率」及「調整股價(日)-除權息調整」。
6. 其他私募相關之詳細內容，則參考公開資訊觀測站私募專區、台灣經濟新報資料庫以及發行公司各年度財報資料。

第三節 研究方法

本節說明本研究採用之統計方法，包括敘述性統計、實證過程中使用的事件研究法，以及迴歸分析。

一、敘述性統計

針對本研究之各項變數，作敘述性統計分析，計算其觀察值、平均數、中位數、最大值、最小值及標準差，藉以了解樣本相關變數之分布情形。

二、事件研究法

為探討公司宣告私募時，以及採行私募一年後，對股價造成之影響，本研究擬採用事件研究法進行分析。

事件研究法用於分析特定事件如增資宣告、擴充產能等，探討當該事件發布之後，是否會引起股價的異常變動，產生異常報酬率，主要是利用統計方法檢定異常報酬率是否異常於零，藉以觀察該事件對市場證券價格造成的影響。因此本研究擬採此研究方法，計算特定日之異常報酬，藉以驗證本研究提出之假說。

以下為事件研究法之流程：

- (1) 選擇事件日，決定事件與估計期間：決定欲研究的事件日，例如股

利宣告等日期，並決定事件期之期間，以觀察該事件對股價前後之影響。估計期間係決定該公司股票之預期報酬率，為一標準。

- (2) 估計異常報酬率：異常報酬係為實際報酬減除正常報酬，正常報酬通常定義為該事件日未發生前，其公司股票平均之預期報酬率，將事件期間的報酬率減除預期報酬率，即為異常報酬率。為了瞭解事件宣告的異常報酬何時開始、何時效果最大及何時結束，必須進一步檢視宣告期間內異常報酬的累計效果，亦即必須檢視累計平均異常報酬率 CAR (Cumulative Average Abnormal Return)，下列為其計算方法：

$$CAR = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{AR}_t$$

CAR：代表事件期的累計平均異常報酬率。

\overline{AR}_t ：代表第t日所有樣本的平均異常報酬率。

t_1 ：代表事件期之起始日。 t_2 ：代表事件期之終止日。

- (3) 異常報酬率之檢定：將事件期異常報酬加以平均與累積後，再利用統計檢定偵測平均累積異常報酬率是否顯著於零，本文採用傳統檢定法。

假設事件期的個別證券異常報酬率變異數為估計期殘差的變異數，且橫斷面之間的證券殘差為無關。定義第t其的平均異常報酬率變

$$\text{異數為：} \hat{\sigma}_{CAAR_t}^2 = \frac{1}{N^2} \sum_{j=1}^N \frac{1}{T-p} \sum_{t=1}^T (AR_{jt} - \overline{AR}_j)^2$$

其中， T 為估計期長度， p 為模式中的未知參數數量， N 為證券的總數量。在虛無假設之下，事件期 t 的平均異常報酬率檢定統計量為

$$t_{AAR} = \frac{AAR_t}{\sqrt{\hat{\sigma}_{AAR_t}^2}} \sim N(0,1)$$

其中，統計量服從常態分配。令 $Cov(AR_{jp}, AR_{jq})=0$ ，累積平均異常報酬率的檢定統計量為：

$$t_{CAAR} = \frac{CAAR_t}{\sqrt{\hat{\sigma}_{CAAR_t}^2}} \sim N(0,1)$$

其中， $\hat{\sigma}_{CAAR_t}^2 = \tau \hat{\sigma}_{AAR_t}^2$ 且 τ 為事件期第一期累積到第 t 期的期數。

- (4) 分析結果：對於研究目的所建立之假說，進行統計顯著性檢定及解釋。

三、迴歸分析

本研究主要探討，在正負盈餘下，不同應募人行為對私募前後期經營績效及改善幅度之影響，故建構多元迴歸模型來檢定假說。以私募後經營績效為應變數，分析各自變數之影響，藉以驗證本研究提出之假說。

四、拔靴法(Bootstrapping)

由於將樣本以辦理私募前一年度損益及出售持股狀況分組後，各組之樣本數量較少，為保守起見，遂將各迴歸模型再以拔靴法(Bootstrapping)反覆抽取，此方法主要是利用原始資料作重新抽樣的動作，將原始資料視為母體，再對母體以抽取放回的方式反覆抽樣，以產生多組新樣本，再藉由這些新樣本模擬母體可能的分配型態，求出各種統計量如標準差、假設檢定以及信賴

區間等。此方法之優點在於在進行統計推論時，不受限於樣本規模，也不需要知道母體分配型態。

第四節 變數衡量及實證模型

一、假說 1 研究方法：

假說 1a 探討私募公司財務狀況及應募人出售老股之行為，對私募前後的績效之影響。因此本研究以辦理私募前一年度的損益，將樣本區分為正負盈餘兩種，並將應募人區分為內部人且於私募前後三個月內出售持股，及內部人但未於私募前後三個月內出售持股兩類，觀察公司私募前後的經營績效，是否受到私募公司前一年度的損益所影響。

唯考慮到公司辦理私募不僅是改善財務結構、解決財務困難，亦有可能是相互組成策略聯盟，藉由投資方的經驗、行銷、品牌等資源共享，協助被投資方提高技術、改良品質、擴大市場等，又組成策略聯盟大部份皆採私募方式發行新股，不採用公開發行之方式，以降低合夥關係之契約成本與監督成本，其股票發行方式不因有稅後純益而有所變化，故擬將策略性投資人之樣本排除在外。

在迴歸分析中，係根據 Healy et al. (1992) 之研究方法，衡量公司私募前後績效是否有顯著的進步。Healy et al. (1992) 研究美國 1979 年至 1984 年間 50 大企業合併案後之績效是否改善，提出以後期績效對前期績效作迴歸分析，以其截距項正（負）值來衡量事件後績效是否改善（惡化，而績效之衡量係以營運現金流量報酬率為指標。營運現金流量代表公司運用資產所產生的經濟效益，因此該研究用資產做平減，以利於公司間及跨期間之比較，而營運現金流量係為銷貨收入減銷貨成本及銷管費用，再加上折舊及商譽費用。公司資產則以市值（權益市場價值加上淨負債的帳面價值）來衡量，代表資產

的機會成本。Healy et al. (1992)除了控制資產規模，還考慮到合併前後的績效差異可能會受到經濟規模、產業因素之影響，因此將績效衡量指標利用產業平減之方式，據以計算合併前後之績效，以迴歸式的截距項來判斷其績效是否改善。

本文以 Healy et al. (1992)之研究方法為基礎，將應募公司分成正盈餘與負盈餘兩類，分別進行迴歸分析，以瞭解公司在辦理私募前一年度損益對私募後績效之影響。迴歸模型中公司績效的衡量係以各樣本公司之績效減去同產業其他公司績效的中位數後之績效來衡量，應變數為私募後一年經產業中位數調整後之績效，私募前一年經產業中位數調整後之績效為自變數，迴歸截距項代表私募事件對公司經營績效的影響，若該值正且顯著，則表示私募後之公司績效有顯著改善。

假說 1a 比較私募前後績效之迴歸式如下：

$$\text{Industry-adjusted Performance}_{\text{post},i} = \alpha + \beta_1 \text{Industry-adjusted Performance}_{\text{pre},i} + \varepsilon_i$$

其中 Industry-adjusted Performance 分別以下列績效指標代表：

1. CRMV：以資產市值平減之營業現金流量報酬率

為排除稅與利息之影響，Healy et al. (1992)將營業現金流量定義為銷貨收入減銷貨成本及銷管費用，再加上折舊，不直接採用財務報表上之營業現金流量金額。資產市值定義為股東權益市值加上淨負債帳面值，其中淨負債帳面值為流動負債加長期負債，減現金及可變現有價證券

(marketable securities)。根據上述定義，營業現金流量報酬率計算式如下：

$$\text{CRMV} = \frac{\text{營運現金流量}}{\text{資產市值}} \times 100\%$$

$$= \frac{\text{銷貨收入} - \text{銷貨成本} - \text{銷管費用} + \text{折舊}}{\text{股東權益市值} + (\text{流動負債} + \text{長期負債} - \text{現金} - \text{可變現有價證券})} \times 100\%$$

2. ROA：資產報酬率

$$\text{計算方式如下：ROA} = \frac{\text{稅前息前折舊前淨利}}{\text{平均資產總額}} \times 100\%$$

3. Tobin's Q：公司價值

$$\text{計算方式如下：Tobin's Q} = \frac{\text{股東權益市價} + \text{負債帳面值}}{\text{總資產帳面值}}$$

假說 1b 係探討不同類型的私募案，其各組之間經營績效之比較，將私募案依正負盈餘及不同應募人類型(內部人且於私募前後三個月內出售持股、內部人兩類)，分成四種，分別是正盈餘未出售、正盈餘有出售、負盈餘未出售，及負盈餘有出售。以 Healy et al. (1992)迴歸式為基礎，加入虛擬變數，以比較各組之間的經營績效。迴歸式如下：

$$\text{Industry - adjusted Performance}_{\text{post},i} = \alpha + \beta_1 \text{dummy}_1 + \beta_2 \text{dummy}_2 + \beta_3 \text{dummy}_3 + \beta_4 \text{Industry - adjusted Performance}_{\text{pre},i} + \varepsilon_i$$

其中變數 dummy 為虛擬變數，用來區分各組別：

- 當 dummy₁ 為 1，其餘虛擬變數為 0 時，代表正盈餘未出售組，其截距項等於 $\alpha + \beta_1$ ；
- 當 dummy₂ 為 1，其餘虛擬變數為 0 時，代表正盈餘有出售組，其截距項等於 $\alpha + \beta_2$ ；

- 當 $dummy_3$ 為 1，其餘虛擬變數為 0 時，代表負盈餘未出售組，其截距項等於 $\alpha + \beta_3$ 。
- 當所有虛擬變數皆為 0 時，代表負盈餘有出售組，其截距項等於 $\alpha + \beta_4$ 。

本研究推定負盈餘有出售組之績效將為四組中最差者，擬以其作為基準組，使其他組別與之做比較。

二、假說 2 研究方法：

假說 2 係探討企業宣告私募消息時，投資人會不會因該項私募消息而有超額報酬，以及辦理私募前一年度損益及應募人出售老股之行為是否與超額報酬的多寡有關。本文採用事件研究法，計算累計異常報酬是否顯著大於零，來驗證私募宣告是否會帶來正的異常報酬。

本研究之各期間定義如下：

事件日：本研究定義事件日為辦理私募公司之「董事會決議日」，並假定事件日為「第 0 日」。

相對日數：相對於事件日，以 $-t$ 表示事件日前第 t 個交易日，以 t 表示事件日後第 t 個交易日。

事件期間：為事件日前第 20 個交易日起，至事件日後第 20 個交易日，共計 41 個交易日，以觀察該事件對股價前後之影響。

估計期間：為事件日前第 145 個交易日，至事件日前第 45 個交易日，共計 101 個交易日，作為估計樣本公司市場投資組合報酬率之依據。

第肆章 實證結果與分析

本章將依據第參章所提出之研究假說，採用所述之研究方法進行實證研究。

第一節 敘述性統計

一、所有樣本

根據第參章之選樣標準及資料來源，本研究選取私募案件完成於民國 94 年 10 月至 99 年 8 月者，共有 328 筆，樣本篩選之過程請詳表 4-1。在計算累積異常報酬及績效時，以董事會決議日作為累積異常報酬之評估標準，以股東會決議日作為前後年度績效之衡量基準。

然為了觀察私募後三年經營績效，探討私募後績效是否有顯著進步，由於本研究僅可取得財報資料至民國 100 年，因此在探討前後期經營績效部分，僅以私募案件完成於民國 94 年 10 月至 97 年底為研究樣本，民國 98 年後完成之私募案件不予採計。

表 4-1 樣本篩選過程

樣本篩選說明	件數
民國 99 年年底前有依規定公告並辦理完成之私募普通股案件數	556
減：非在研究期間完成者	(118)
研究期間內普通股私募完成樣本	438
減：金融相關產業之私募增資案件	(25)
策略性投資人	(81)
研究變數所需資料不完整者	(4)
剔除極端值	
迴歸樣本數	328

表 4-2 上市櫃公司私募普通股年度統計表

年度	上市		上櫃		合計	比例
	家數	比例	家數	比例		
2005	3	2.45%	2	0.97%	5	1.52%
2006	27	22.13%	47	22.82%	74	22.56%
2007	24	19.67%	43	20.87%	67	20.43%
2008	27	22.13%	44	21.36%	71	21.65%
2009	39	31.97%	54	26.21%	93	28.35%
2010	2	1.65%	16	7.77%	18	5.49%
總數	122	100%	206	100%	328	100.00%

資料來源：本研究整理

表 4-2 為彙整我國上市櫃公司辦理私募之年度分配表，由表可知 2005 年度私募案件不多，仍處於私募起步階段，從 2006 年度開始私募案件大幅成長，顯示私募增資逐漸受到重視，呈穩定成長狀態。此外，上櫃公司採行私募方式籌措資金之案件佔全部上市櫃私募增資案件之 63%，是上市公司之 1.5 倍。

在產業分佈情形，由表 4-3 可知，私募股權的產業集中於電子業，佔全部上市櫃私募增資案件之 54.27%，超過全部樣本之一半，此比例分配應與電子產業偏好以私募進行策略聯盟有關；此外，建材營造業之私募比例佔全部樣本之 13.41%，僅次於電子產業。其中，亦有少許產業從未辦理私募，例如水泥、造紙等產業。

表 4-3 上市櫃公司私募樣本之產業分配表

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	合計	百分比
水泥工業	0	0	0	0	0	0	0	0.00
食品工業	0	0	2	0	0	0	2	0.60
塑膠工業	0	2	1	0	1	1	5	1.52
紡織纖維	0	6	1	0	6	0	13	3.96
電機機械	0	2	2	6	5	1	16	4.88
電器電纜	0	0	0	0	0	0	0	0.00
化學生技醫療	0	5	4	5	8	0	22	6.70
玻璃陶瓷	0	0	0	0	0	1	1	0.30
造紙工業	0	0	0	0	0	0	0	0.00
鋼鐵工業	0	3	1	3	1	1	9	2.74
橡膠工業	0	1	0	0	0	0	1	0.30
汽車工業	0	0	0	0	0	0	0	0.00
電子工業	4	37	32	37	58	10	178	54.27
油電燃氣業	0	0	0	1	1	0	2	0.60
建材營造	1	9	14	11	7	2	44	13.41
航運業	0	0	0	0	1	0	1	0.30
觀光事業	0	0	0	1	0	0	1	0.30
金融業	0	0	0	0	0	0	0	0.00
貿易百貨	0	2	3	3	3	0	11	3.40
其他	0	7	7	5	3	2	24	7.26
總計	5	74	67	71	93	18	328	100.00

表 4-4 係將本研究樣本依辦理私募前一年度之財務狀況，及應募人類型做分類，由彙總表可知，辦理私募前一年度有稅後純損之公司佔全部樣本之 72.87%，顯示大多數辦理私募案之公司財務狀況不甚佳；再將應募人類型細分，可發現有內部人參與之案件，約佔全部樣本之 78%，表示國內私募案有內部人參與之比例相當高，唯內部人參與私募後，再出售持股之比例也高達 30%，此高比例也凸顯出目前國內私募案老股出售問題之嚴重性。

表 4-4 上市櫃公司私募普通股正負盈餘、應募人分類年度統計表

	分組	2005	2006	2007	2008	2009	2010	合計	百分比
正 盈 餘	內部人	0	4	4	7	8	0	23	7.01
	出售持股								
	內部人無出售持股	0	12	11	8	6	5	42	12.80
	外部人	1	2	7	7	6	1	24	7.32
	小計	1	18	22	22	20	6	89	27.13
負 盈 餘	內部人	0	19	9	19	23	4	74	22.56
	出售持股								
	內部人無出售持股	2	24	33	15	37	7	118	35.98
	外部人	2	13	3	15	13	1	47	14.33
	小計	4	56	45	49	73	12	239	72.87
總計		5	74	67	71	93	18	328	100.00

二、各變數之敘述性統計

表 4-5 為全體樣本變數之敘述性統計，私募前一年以資產市值平減之營運現金流量報酬率平均數為 1.2414，最大值為 40.2408，最小值為-2.1221。私募後一年以資產市值平減之營運現金流量報酬率平均數為 11.0821，最大值為 1292.58，最小值為-4.7126。私募後第二年以資產市值平減之營運現金流量報酬率平均數為-0.2209，最大值為 10.2144，最小值為-4.0944。私募後第三年以資產市值平減之營運現金流量報酬率平均數為-0.1513，最大值為 17.1943，最小值為-3.3949。私募前一年資產報酬率平均數為-13.5247，最大值為 7.48，最小值為-54.3。私募後一年資產報酬率平均數為-6.3879，最大值為 29.68，最小值為-32.24。私募後第二年資產報酬率平均數為-6.3995，最大值為 22.28，最小值為-41.22。私募後第三年資產報酬率平均數為-4.7478，最大值為 35.75，最小值為-38.43。私募前一年公司價值平均數為 0.2737，最大值為 1.9493，最小值為-7.0887。私募後一年公司價值平均數為 0.2602，最大值為 3.9471，最小值為-0.4702。私募後第二年公司價值平均數為 0.3053，最大值為 3.9471，最小值為-0.5941。私募後第三年公司價值平均數為 0.2555，最大值為 5.5449，最小值為-0.682。

表 4-5 全部樣本之敘述統計量 (僅探討經營績效之樣本)

變數	觀察值	平均數	標準差	最小值	最大值	中位數
CRMV _{pre1}	120	1.2414	5.0417	-2.1221	40.2408	-0.0522
CRMV _{post1}	120	11.0821	117.6256	-4.7126	1292.58	-0.0067
CRMV _{post2}	120	-0.2209	2.0714	-4.0944	10.2144	-0.0534
CRMV _{post3}	120	-0.1513	2.6012	-3.3949	17.1943	-0.0538
ROA _{pre1}	132	-13.5247	11.9351	-54.3000	7.4800	-10.6950
ROA _{post1}	132	-6.3879	10.1271	-32.2400	29.6800	-4.5500
ROA _{post2}	132	-6.3995	10.1842	-41.2200	22.2800	-4.8500
ROA _{post3}	132	-4.7478	9.6730	-38.4300	35.7500	-4.0200
Tobin'sQ _{pre1}	132	0.2737	0.4507	-7.0887	1.9493	-0.0481
Tobin'sQ _{post1}	132	0.2602	0.7854	-0.4702	3.9471	0.0053
Tobin'sQ _{post2}	132	0.3053	0.8357	-0.5941	3.9471	0.0465
Tobin'sQ _{post3}	132	0.2555	0.8679	-0.6820	5.5449	0.0165

第二節 迴歸分析

一、私募前後績效

本研究探討私募公司財務狀況及應募人出售老股之行為，對私募前後的績效之影響。針對有內部人應募人參與之私募案，將應募公司依辦理私募前一年度財務狀況及私募前後三個月內是否出售持股分成四個組合，分別為正盈餘無出售、正盈餘有出售、負盈餘無出售，及負盈餘有出售四種類別，採用 Healy et al. (1992) 之研究方法，以私募後一年經樣本公司同產業公司績效的中位數調整之績效為應變數，私募前一年經樣本公司同產業公司績效的中位數調整之績效為自變數，迴歸截距項代表私募事件對公司經營績效的影響，若該值正且顯著，則表示私募後之公司績效有顯著改善。

- 有內部應募人，負盈餘，有出售持股組別前後期績效：

本研究採用三種經營績效指標來衡量公司績效，分別是以資產市值平減之營業現金流量報酬率、資產報酬率，及公司價值，以下說明迴歸結果。

表 4-6 為私募前一年與私募後一年至三年以資產市值平減之營運現金流量報酬率迴歸式之結果，若公司私募後之經營績效變佳，迴歸式截距項之係數 α 值為正且顯著。根據表 4-6 迴歸結果，僅有私募後第二年之截距項係數達統計上之顯著(P 值為 0.041)，係數為負值。為了去除離群值之影響，採用溫賽化，表 4-7 為其迴歸結果，私募後第二年及第三年之截距項係數達統計上之顯著(P 值為 0.000 及 0.009)，係數為負值。為了避免小樣本導致迴歸的偏誤，採用 Bootstrapping 方式，去除小樣本之誤差，表 4-8 為其迴歸結果，私募後第二年及第三年之截距項係數仍達統計上之顯著(P 值為 0.000 及 0.005)，代表私募後的營運現金流量報酬率變差，與預期方向相符，符合本文假說 1a 之假設，亦即有公司內部人參與之私募案，當辦理私募前一年度為稅後淨損，且內部應募人於私募前後三個月內

有老股出售之情事者，其私募後之經營績效應較私募前差。

表 4-9 為私募前一年與私募後一年至三年資產報酬率迴歸式之結果。根據表 4-9 迴歸結果，僅私募後第二年之截距項係數達統計上之顯著(P 值為 0.022)，係數為負值。為了去除離群值之影響，採用溫賽化，表 4-10 為其迴歸結果，仍只有私募後第二年之截距項係數達統計上之顯著(P 值為 0.023)，係數為負值。為了避免小樣本導致迴歸的偏誤，因此採用 Bootstrapping 方式，去除小樣本之誤差，表 4-11 為其迴歸結果，仍僅有私募後第二年之截距項係數達統計上之顯著(P 值為 0.002)，代表私募後的資產報酬率變差，與預期方向相符，符合本文假說 1a 之假設。

表 4-12 為私募前一年與私募後一年至三年公司價值 (Tobin's Q) 迴歸式之結果。根據表 4-12 迴歸結果，私募後一年至第三年之截距項係數皆達統計上之顯著(P 值為 0.041、0.006 及 0.007)，係數為正值。為了去除離群值之影響，採用溫賽化，表 4-13 為其迴歸結果，私募後一年至三年之截距項係數皆達統計上之顯著(P 值為 0.0032、0.005 及 0.002)，係數為正值。為了避免小樣本導致迴歸的偏誤，採用 Bootstrapping 方式，去除小樣本之誤差，表 4-14 為其迴歸結果，私募後一年至第三年之截距項係數皆仍達統計上之顯著(P 值為 0.018、0.001 及 0.001)，代表私募後公司價值明顯變佳，與預期方向相反，不符合本文假說 1a 之假設。

綜上所述，當公司辦理私募前一年度為稅後淨損，應募人中有內部人參與，且該些內部人在私募前後三個月內有老股出售之情事者，實證結果顯示，以資產市值平減之營運現金流量報酬率及資產報酬率變差，與預期方向相同，代表這一類型的內部人，並無心經營公司，只想從私募案中獲利，私募後之經營績效無轉好之跡象，唯私募後公司價值明顯變佳，且私募後三年都有正顯著，由於公司價值牽涉到公司股價，意謂著實施私募之後，公司股價上漲，因此採用 Tobin's Q

衡量績效時，私募後三年內績效都比私募前一年好；但公司會計經營績效並未隨之轉好，以致於採用資產市值平減之營運現金流量報酬率或資產報酬率為績效衡量時，整體而言，私募後三年內比私募前一年差，這可能是投入新資金後績效尚未顯現所致。



表 4-6 以資產市值平減之營運現金流量報酬率迴歸式－負盈餘、有出售

$$CRMV_{post,i} = \alpha + \beta CRMV_{pre,i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	-0.4475	-0.04	0.967
私募前一年之績效	CRMV _{pre,i}	0.5103	3.68	0.001***

R²=0.3183 ， Adjust R²=0.2948

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	-0.6171	-2.14	0.041**
私募前一年之績效	CRMV _{pre,i}	0.0689	1.84	0.076*

R²=0.1044 ， Adjust R²=0.0736

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	-0.4681	-1.60	0.120
私募前一年之績效	CRMV _{pre,i}	0.0664	1.75	0.091*

R²=0.0951 ， Adjust R²=0.0639

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

CRMV_{post,i}：為 i 公司私募後一年以資產市值平減之營運現金流量報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。CRMV_{pre,i}：為 i 公司私募前一年以資產市值平減之營運現金流量報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。

表 4-7 以資產市值平減之營運現金流量報酬率迴歸式
— 負盈餘、有出售、溫賽化

$$CRMV_{post,i} = \alpha + \beta CRMV_{pre,i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	-0.7330	-0.95	0.351
私募前一年之績效	$CRMV_{pre,i}$	1.1799	4.88	0.000***
$R^2=0.4504$, $Adjust R^2=0.4315$				

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	-0.8629	-4.31	0.000***
私募前一年之績效	$CRMV_{pre,i}$	0.2234	3.56	0.001***
$R^2=0.3042$, $Adjust R^2=0.2802$				

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	-0.6317	-2.78	0.009***
私募前一年之績效	$CRMV_{pre,i}$	0.1893	2.66	0.013**
$R^2=0.1963$, $Adjust R^2=0.1686$				

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

$CRMV_{post,i}$: 為 i 公司私募後一年以資產市值平減之營運現金流量報酬率, 並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。 $CRMV_{pre,i}$: 為 i 公司私募前一年以資產市值平減之營運現金流量報酬率, 並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。

表 4-8 以資產市值平減之營運現金流量報酬率迴歸式
 —負盈餘、有出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計

$$CRMV_{post,i} = \alpha + \beta CRMV_{pre,i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-0.7330	-1.27	0.203
私募前一年之績效	CRMV _{pre,i}	1.1799	3.62	0.000***
R ² =0.4504 ， Adjust R ² =0.4315				

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-0.8629	-4.47	0.000***
私募前一年之績效	CRMV _{pre,i}	2.2234	2.66	0.008***
R ² =0.3042 ， Adjust R ² =0.2802				

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-0.6317	-2.83	0.005***
私募前一年之績效	CRMV _{pre,i}	0.1893	2.23	0.026**
R ² =0.1963 ， Adjust R ² =0.1686				

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

CRMV_{post,i}：為 i 公司私募後一年以資產市值平減之營運現金流量報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。CRMV_{pre,i}：為 i 公司私募前一年以資產市值平減之營運現金流量報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。

表 4-9 資產報酬率迴歸式－負盈餘、有出售

$$ROA_{post,i} = \alpha + \beta ROA_{pre,i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	-4.8544	-0.81	0.423
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	0.2878	0.98	0.336

R²=0.0320，Adjust R²=-0.0014

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	-14.2748	-2.42	0.022**
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	-0.2697	-0.93	0.036**

R²=0.0289，Adjust R²=-0.0046

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	-6.2049	-1.15	0.260
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	0.1001	0.38	0.707

R²=0.0049，Adjust R²=-0.0294

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

ROA_{post,i}：為 i 公司私募後一年之資產報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。ROA_{pre,i}：為 i 公司私募前一年之資產報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。

表 4-10 資產報酬率迴歸式－負盈餘、有出售，溫賽化

$$ROA_{post,i} = \alpha + \beta ROA_{pre,i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	-4.5270	-0.86	0.396
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	0.3286	1.27	0.215

R²=0.0526，Adjust R²=0.0199

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	-12.8328	-2.40	0.023**
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	-0.1795	-0.68	0.502

R²=0.0157，Adjust R²=-0.0183

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	-6.2910	-1.26	0.216
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	0.0788	0.32	0.751

R²=0.0035，Adjust R²=-0.0308

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

ROA_{post,i}：為 i 公司私募後一年之資產報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。ROA_{pre,i}：為 i 公司私募前一年之資產報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。

表 4-11 資產報酬率迴歸式—負盈餘、有出售，溫賽化，
並用 Bootstrapping 估計

$$ROA_{post,i} = \alpha + \beta ROA_{pre,i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-4.5271	-0.91	0.362
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	0.3286	1.26	0.208

R²=0.0526， Adjust R²=0.0199

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-12.8328	-3.13	0.002***
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	-0.1796	-0.84	0.401

R²=0.0157， Adjust R²=-0.0183

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-6.2910	-1.45	0.147
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	0.0788	0.39	0.697

R²=0.0035， Adjust R²=-0.0308

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

ROA_{post,i}：為 i 公司私募後一年之資產報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。ROA_{pre,i}：為 i 公司私募前一年之資產報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。

表 4-12 公司價值迴歸式－負盈餘、有出售

$$\text{Tobin's}Q_{\text{post},i} = \alpha + \beta \text{Tobin's}Q_{\text{pre},i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	0.3801	2.14	0.041**
私募前一年之績效	Tobin's $Q_{\text{pre},i}$	0.2647	0.85	0.403

$R^2=0.0242$, Adjust $R^2=0.0094$

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	0.5984	2.98	0.006***
私募前一年之績效	Tobin's $Q_{\text{pre},i}$	0.2506	0.71	0.484

$R^2=0.0170$, Adjust $R^2=-0.0169$

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	0.6398	2.89	0.007***
私募前一年之績效	Tobin's $Q_{\text{pre},i}$	-0.0874	-0.22	0.824

$R^2=0.0017$, Adjust $R^2=-0.0327$

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

Tobin's $Q_{\text{post},i}$ ：為 i 公司私募後一年之公司價值，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。Tobin's $Q_{\text{pre},i}$ ：為 i 公司私募前一年之公司價值，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。

表 4-13 公司價值迴歸式－負盈餘、有出售，溫賽化

$$\text{Tobin's}Q_{\text{post},i} = \alpha + \beta \text{Tobin's}Q_{\text{pre},i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	0.3301	2.25	0.032**
私募前一年之績效	Tobin's $Q_{\text{pre},i}$	0.2733	1.05	0.300

$R^2=0.0369$, Adjust $R^2=0.0037$

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	0.6029	3.03	0.005***
私募前一年之績效	Tobin's $Q_{\text{pre},i}$	0.2432	0.69	0.494

$R^2=0.0163$, Adjust $R^2=-0.0177$

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	0.5439	3.33	0.002***
私募前一年之績效	Tobin's $Q_{\text{pre},i}$	0.0007	0.00	0.998

$R^2=0.0000$, Adjust $R^2=-0.0345$

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

Tobin's $Q_{\text{post},i}$ ：為 i 公司私募後一年之公司價值，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。Tobin's $Q_{\text{pre},i}$ ：為 i 公司私募前一年之公司價值，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。

表 4-14 公司價值迴歸式
 — 負盈餘、有出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計

$$\text{Tobin's}Q_{\text{post},i} = \alpha + \beta \text{Tobin's}Q_{\text{pre},i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	0.3301	2.38	0.018***
私募前一年之績效	Tobin's $Q_{\text{pre},i}$	0.2733	0.78	0.436

$R^2=0.0369$, Adjust $R^2=0.0037$

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	0.6029	3.20	0.001**
私募前一年之績效	Tobin's $Q_{\text{pre},i}$	0.2432	0.41	0.682

$R^2=0.0163$, Adjust $R^2=-0.0177$

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	0.5439	3.32	0.001***
私募前一年之績效	Tobin's $Q_{\text{pre},i}$	0.0007	0.00	0.999

$R^2=0.0000$, Adjust $R^2=-0.0345$

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

Tobin's $Q_{\text{post},i}$ ：為 i 公司私募後一年之公司價值，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。Tobin's $Q_{\text{pre},i}$ ：為 i 公司私募前一年之公司價值，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。

另外，除了探討負盈餘、有出售這一組合之經營績效外，本研究也檢視其他組合私募後之經營績效，觀察其變化趨勢是否與負盈餘、有出售這一組合相異。

- 有內部應募人，正盈餘，無出售持股組別前後期績效：

表 4-15 至 4-17 分別為私募前一年與私募後一年至三年以資產市值平減之營運現金流量報酬率、資產報酬率及公司價值迴歸式之結果。根據迴歸結果，在會計經營績效部分，私募後之績效明顯變差，而公司價值於私募後第三年也變差。

- 有內部應募人，正盈餘，有出售持股組別前後期績效：

表 4-18 至 4-20 分別為私募前一年與私募後一年至三年以資產市值平減之營運現金流量報酬率、資產報酬率及公司價值迴歸式之結果。根據迴歸結果，這一組合私募後之績效與私募前相比，未有明顯變化。

- 有內部應募人，負盈餘，無出售持股組別前後期績效：

表 4-21 至 4-23 分別為私募前一年與私募後一年至三年以資產市值平減之營運現金流量報酬率、資產報酬率及公司價值迴歸式之結果。根據迴歸結果，在會計經營績效部分，私募後之績效明顯變差，而公司價值卻變更好，此趨勢與負盈餘、有出售之組合相同，私募後公司股價上漲，但公司的會計經營績效並未隨之轉好。

綜上所述，凡是私募前一年度為稅後虧損之公司，辦理私募後之公司價值明顯變佳，而會計經營績效反而明顯變差，但整體而言，私募後三年內之績效比私募前差，可能是投入新資金後績效尚未顯現所致。

表 4-15 以資產市值平減之營運現金流量報酬率迴歸式
— 正盈餘、無出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計

$$CRMV_{post,i} = \alpha + \beta CRMV_{pre,i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-0.0293	-0.31	0.755
私募前一年之績效	$CRMV_{pre,i}$	1.2473	6.08	0.000***

$R^2 = 0.7823$ ， $Adjust R^2 = 0.7715$

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-0.1407	-2.01	0.044**
私募前一年之績效	$CRMV_{pre,i}$	1.1497	9.29	0.000***

$R^2 = 0.8588$ ， $Adjust R^2 = 0.8517$

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-0.1383	-1.36	0.173
私募前一年之績效	$CRMV_{pre,i}$	1.4580	6.97	0.000***

$R^2 = 0.7755$ ， $Adjust R^2 = 0.7642$

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

$CRMV_{post,i}$ ：為 i 公司私募後一年以資產市值平減之營運現金流量報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。 $CRMV_{pre,i}$ ：為 i 公司私募前一年以資產市值平減之營運現金流量報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。

表 4-16 資產報酬率迴歸式
— 正盈餘、無出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計

$$ROA_{post,i} = \alpha + \beta ROA_{pre,i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-2.7133	-2.44	0.015**
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	0.0936	0.38	0.706

R²=0.0059，Adjust R² = -0.0355

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-2.9394	-1.54	0.124
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	0.0629	0.15	0.877

R² = 0.0014，Adjust R² = -0.0403

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-3.4002	-2.84	0.005***
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	-0.1500	-0.49	0.623

R² = 0.0127，Adjust R² = -0.0285

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

ROA_{post,i}：為 i 公司私募後一年之資產報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。ROA_{pre,i}：為 i 公司私募前一年之資產報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。

表 4-17 公司價值迴歸式
 — 正盈餘、無出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計

$$\text{Tobin's}Q_{\text{post},i} = \alpha + \beta \text{Tobin's}Q_{\text{pre},i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	0.0321	0.56	0.574
私募前一年之績效	Tobin's $Q_{\text{pre},i}$	0.7380	3.42	0.001***

$R^2 = 0.4041$ ， $\text{Adjust } R^2 = 0.3793$

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-0.0123	-0.30	0.762
私募前一年之績效	Tobin's $Q_{\text{pre},i}$	0.4419	3.74	0.000***

$R^2 = 0.3331$ ， $\text{Adjust } R^2 = 0.3053$

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-0.1310	-2.88	0.004***
私募前一年之績效	Tobin's $Q_{\text{pre},i}$	0.2290	1.27	0.205

$R^2 = 0.0917$ ， $\text{Adjust } R^2 = 0.0539$

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

Tobin's $Q_{\text{post},i}$ ：為 i 公司私募後一年之公司價值，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。Tobin's $Q_{\text{pre},i}$ ：為 i 公司私募前一年之公司價值，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。

表 4-18 以資產市值平減之營運現金流量報酬率迴歸式
— 正盈餘、有出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計

$$\text{CRMV}_{\text{post},i} = \alpha + \beta \text{CRMV}_{\text{pre},i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-0.1201	-0.61	0.540
私募前一年之績效	$\text{CRMV}_{\text{pre},i}$	2.0236	3.41	0.001***

$R^2 = 0.8953$ ， $\text{Adjust } R^2 = 0.8804$

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	0.3402	0.55	0.583
私募前一年之績效	$\text{CRMV}_{\text{pre},i}$	2.4052	0.96	0.338

$R^2 = 0.4391$ ， $\text{Adjust } R^2 = 0.3590$

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	1.0368	1.24	0.216
私募前一年之績效	$\text{CRMV}_{\text{pre},i}$	2.5828	0.93	0.353

$R^2 = 0.4367$ ， $\text{Adjust } R^2 = 0.3563$

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

$\text{CRMV}_{\text{post},i}$ ：為 i 公司私募後一年以資產市值平減之營運現金流量報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。 $\text{CRMV}_{\text{pre},i}$ ：為 i 公司私募前一年以資產市值平減之營運現金流量報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。

表 4-19 資產報酬率迴歸式
 — 正盈餘、有出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計

$$ROA_{post,i} = \alpha + \beta ROA_{pre,i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-3.5862	-1.62	0.106
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	0.0586	0.21	0.833

R² = 0.0096, Adjust R² = -0.1142

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-2.0371	-0.80	0.426
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	0.5680	1.63	0.102

R² = 0.4118, Adjust R² = 0.3382

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-4.7309	-1.22	0.223
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	-0.1133	-0.28	0.778

R² = 0.0105, Adjust R² = -0.1132

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

ROA_{post,i}: 為 i 公司私募後一年之資產報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。ROA_{pre,i}: 為 i 公司私募前一年之資產報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。

表 4-20 公司價值迴歸式
 — 正盈餘、有出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計

$$\text{Tobin's}Q_{\text{post},i} = \alpha + \beta \text{Tobin's}Q_{\text{pre},i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-0.0008	-0.00	0.996
私募前一年之績效	Tobin's $Q_{\text{pre},i}$	0.0157	0.03	0.978

$R^2 = 0.0004$ ，Adjust $R^2 = -0.1246$

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-0.0725	-1.04	0.298
私募前一年之績效	Tobin's $Q_{\text{pre},i}$	0.2086	0.95	0.344

$R^2 = 0.3899$ ，Adjust $R^2 = 0.3136$

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-0.1380	-1.80	0.072*
私募前一年之績效	Tobin's $Q_{\text{pre},i}$	0.3209	1.46	0.143

$R^2 = 0.5214$ ，Adjust $R^2 = 0.4616$

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

Tobin's $Q_{\text{post},i}$ ：為 i 公司私募後一年之公司價值，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。Tobin's $Q_{\text{pre},i}$ ：為 i 公司私募前一年之公司價值，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。

表 4-21 以資產市值平減之營運現金流量報酬率迴歸式
 — 負盈餘、無出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計

$$\text{CRMV}_{\text{post},i} = \alpha + \beta \text{CRMV}_{\text{pre},i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	1.6276	0.26	0.794
私募前一年之績效	$\text{CRMV}_{\text{pre},i}$	14.1614	0.94	0.347

$R^2 = 0.1547$ ， $\text{Adjust } R^2 = 0.1394$

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-0.6978	-5.15	0.000***
私募前一年之績效	$\text{CRMV}_{\text{pre},i}$	0.4108	9.18	0.000***

$R^2 = 0.7428$ ， $\text{Adjust } R^2 = 0.7382$

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-0.5791	-3.33	0.001***
私募前一年之績效	$\text{CRMV}_{\text{pre},i}$	0.2721	1.22	0.221

$R^2 = 0.2106$ ， $\text{Adjust } R^2 = 0.1965$

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

$\text{CRMV}_{\text{post},i}$ ：為 i 公司私募後一年以資產市值平減之營運現金流量報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。 $\text{CRMV}_{\text{pre},i}$ ：為 i 公司私募前一年以資產市值平減之營運現金流量報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。

表 4-22 資產報酬率迴歸式
 — 負盈餘、無出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計

$$ROA_{post,i} = \alpha + \beta ROA_{pre,i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-0.3269	-0.16	0.871
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	0.3616	2.71	0.007***
R ² = , Adjust R ² =				

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-3.7186	-2.13	0.033**
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	0.1661	1.17	0.242
R ² = 0.0426 , Adjust R ² = 0.0274				

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	-1.3796	-0.71	0.475
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	0.1564	1.79	0.074*
R ² = 0.0385 , Adjust R ² = 0.0232				

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

ROA_{post,i}：為 i 公司私募後一年之資產報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。ROA_{pre,i}：為 i 公司私募前一年之資產報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。

表 4-23 公司價值迴歸式
 — 負盈餘、無出售，溫賽化，並用 Bootstrapping 估計

$$\text{Tobin's}Q_{\text{post},i} = \alpha + \beta \text{Tobin's}Q_{\text{pre},i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	0.3126	3.07	0.002***
私募前一年之績效	Tobin's $Q_{\text{pre},i}$	0.3551	1.63	0.104

$R^2 = 0.0337$ ，Adjust $R^2 = 0.0184$

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	0.3273	3.27	0.001***
私募前一年之績效	Tobin's $Q_{\text{pre},i}$	0.4584	1.42	0.155

$R^2 =$ ， Adjust $R^2 =$

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	z 值	p 值
截距項	Intercept	0.2871	3.01	0.003***
私募前一年之績效	Tobin's $Q_{\text{pre},i}$	0.4160	1.23	0.219

$R^2 = 0.0475$ ，Adjust $R^2 = 0.0324$

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

Tobin's $Q_{\text{post},i}$ ：為 i 公司私募後一年之公司價值，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。Tobin's $Q_{\text{pre},i}$ ：為 i 公司私募前一年之公司價值，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。

● 各組別私募前後期績效之比較：

假說 1b 係探討當公司辦理私募前一年度為稅後純損，私募案有內部人參與時，該內部人卻於私募完成前後三個月出售原有持股，相較於其他組合，這組合私募後之經營績效是否為較差。

表 4-24 為私募前一年與私募後一年至三年以資產市值平減之營運現金流量報酬率迴歸式之各組比較結果。根據表 4-24 迴歸結果，私募後第二年迴歸式之截距項為負顯著，代表「負盈餘有出售」表現變差， β_1 為正顯著，代表「正盈餘未出售」之表現比「負盈餘有出售」佳，其餘年度各組別未有顯著差異。

表 4-25 為私募前一年與私募後一年至三年資產報酬率迴歸式之各組比較結果。根據表 4-25 迴歸結果，私募後一年至三年迴歸式之截距項皆為負顯著，代表「負盈餘有出售」之資產報酬率變差。私募後第三年 β_3 為正顯著，代表「負盈餘未出售」之表現比「負盈餘有出售」佳，其餘年度各組別未有顯著差異。

表 4-26 為私募前一年與私募後一年至三年公司價值迴歸式之各組比較結果。根據表 4-26 迴歸結果，私募後一年至第三年迴歸式之截距項皆為正顯著，代表「負盈餘有出售」公司價值變佳。私募後第二年 β_1 及 β_2 ，私募後第三年 β_1 、 β_2 及 β_3 皆為負顯著，顯示私募後「負盈餘有出售」這一組的公司價值表現較佳。

綜上所述，在會計績效方面，以資產市值平減之營運現金流量報酬率及資產報酬率，「負盈餘有出售」之表現相較於其他組別較差，但涉及到公司股價的 Tobin's Q 卻明顯表現較佳，由於這組之應募人自利動機較強烈，也較有可能在股市炒作，導致股價上漲，以賺取差額利潤，應防止這類應募人認購私募股數，以免抹煞引進私募制度之立意。

表 4-24 以資產市值平減之營運現金流量報酬率迴歸式—四組

$$CRMV_{post,i} = \alpha + \beta_1 dummy_1 + \beta_2 dummy_2 + \beta_3 dummy_3 + CRMV_{pre,i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	-12.7599	-0.60	0.551
正盈餘未出售	dummy ₁	14.2182	0.44	0.663
正盈餘有出售	dummy ₂	14.0038	0.32	0.752
負盈餘未出售	dummy ₃	26.1593	1.01	0.314
私募前一年之績效	CRMV _{pre,i}	6.3343	2.97	0.004***

$R^2=0.0793$, Adjust $R^2=0.0470$

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	-0.9867	-3.10	0.002***
正盈餘未出售	dummy ₁	0.9857	2.02	0.045**
正盈餘有出售	dummy ₂	0.6413	0.97	0.334
負盈餘未出售	dummy ₃	0.5349	1.39	0.169
私募前一年之績效	CRMV _{pre,i}	0.2382	7.46	0.000***

$R^2=0.3316$, Adjust $R^2=0.3084$

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	-0.7484	-1.65	0.102
正盈餘未出售	dummy ₁	0.8854	1.28	0.204
正盈餘有出售	dummy ₂	1.0296	1.10	0.276
負盈餘未出售	dummy ₃	0.2794	0.51	0.612
私募前一年之績效	CRMV _{pre,i}	0.1948	4.29	0.000***

$R^2=0.1423$, Adjust $R^2=0.1124$

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

CRMV_{post,i}: 為 i 公司私募後一年以資產市值平減之營運現金流量報酬率, 並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。CRMV_{pre,i}: 為 i 公司私募前一年以資產市值平減之營

運現金流量報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。dummy₁ 為虛擬變數，當 dummy₁ 為 1 時，代表正盈餘未出售組別；當 dummy₂ 為 1 時，代表正盈餘有出售組別；當 dummy₃ 為 1 時，代表負盈餘未出售組別。

表 4-25 資產報酬率迴歸式—四組

$$ROA_{post,i} = \alpha + \beta_1 dummy_1 + \beta_2 dummy_2 + \beta_3 dummy_3 + ROA_{pre,i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	-4.1720	-1.84	0.068*
正盈餘未出售	dummy ₁	2.1043	0.75	0.455
正盈餘有出售	dummy ₂	2.1281	0.60	0.552
負盈餘未出售	dummy ₃	3.2254	1.57	0.119
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	0.3238	4.04	0.000***

R²=0.1687 , Adjust R²=0.1425

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	-6.9400	-2.85	0.005***
正盈餘未出售	dummy ₁	3.9072	1.29	0.198
正盈餘有出售	dummy ₂	2.2914	0.60	0.551
負盈餘未出售	dummy ₃	2.4437	1.11	0.271
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	0.1186	1.38	0.171

R²=0.0502 , Adjust R²=0.0203

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	-5.9185	-2.56	0.012**
正盈餘未出售	dummy ₁	3.2554	1.14	0.257
正盈餘有出售	dummy ₂	2.5210	0.69	0.489
負盈餘未出售	dummy ₃	3.8758	1.85	0.067*
私募前一年之績效	ROA _{pre,i}	0.1161	1.42	0.158

$$R^2=0.0539 \quad , \quad \text{Adjust } R^2=0.0241$$

***表示達 1%顯著水準 **表示達 5%顯著水準 *表示達 10%顯著水準

ROA_{post,i}：為 i 公司私募後一年之資產報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。ROA_{pre,i}：為 i 公司私募前一年之資產報酬率，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。dummy_i 為虛擬變數，當 dummy₁ 為 1 時，代表正盈餘未出售組別；當 dummy₂ 為 1 時，代表正盈餘有出售組別；當 dummy₃ 為 1 時，代表負盈餘未出售組別。

表 4-26 公司價值迴歸式—四組

$$\text{Tobin's } Q_{\text{post},i} = \alpha + \beta_1 \text{dummy}_1 + \beta_2 \text{dummy}_2 + \beta_3 \text{dummy}_3 + \text{Tobin's } Q_{\text{pre},i} + \varepsilon_i$$

Panel A 私募前一年與私募後一年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	0.3729	2.69	0.008***
正盈餘未出售	dummy ₁	-0.3311	-1.62	0.109
正盈餘有出售	dummy ₂	-0.3590	-1.28	0.203
負盈餘未出售	dummy ₃	-0.0600	-0.36	0.722
私募前一年之績效	Tobin's Q _{pre,i}	0.3362	2.25	0.008***

$$R^2=0.0717 \quad , \quad \text{Adjust } R^2=0.0424$$

Panel B 私募前一年與私募後第二年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	0.5876	4.07	0.000***
正盈餘未出售	dummy ₁	-0.5848	-2.75	0.007***
正盈餘有出售	dummy ₂	-0.6533	-2.24	0.027**
負盈餘未出售	dummy ₃	-0.2588	-1.48	0.141
私募前一年之績效	Tobin's Q _{pre,i}	0.3578	2.30	0.023**

$$R^2=0.1143 \quad , \quad \text{Adjust } R^2=0.0864$$

Panel C 私募前一年與私募後第三年

		係數	t 值	p 值
截距項	Intercept	0.6105	4.07	0.000***
正盈餘未出售	dummy ₁	-0.7406	-3.34	0.001***
正盈餘有出售	dummy ₂	-0.7538	-2.49	0.014**
負盈餘未出售	dummy ₃	-0.3202	-1.76	0.081*
私募前一年之績效	Tobin'sQ _{pre,i}	0.2044	1.26	0.209

$R^2 = 0.1125$ ，Adjust $R^2 = 0.0845$

***表示達 1% 顯著水準 **表示達 5% 顯著水準 *表示達 10% 顯著水準

Tobin'sQ_{post,i}：為 i 公司私募後一年之公司價值，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。Tobin'sQ_{pre,i}：為 i 公司私募前一年之公司價值，並以樣本所屬產業中其他公司績效之中位數調整。dummy_i 為虛擬變數，當 dummy₁ 為 1 時，代表正盈餘未出售組別；當 dummy₂ 為 1 時，代表正盈餘有出售組別；當 dummy₃ 為 1 時，代表負盈餘未出售組別。

本文將各假說及實證結果彙總如表 4-27，以方便閱讀瞭解。

表 4-27 迴歸結果彙總表

假說	內容	預期符號	年	績效指標		
				CRMV	ROA	Tobin'sQ
1a	有公司內部人參與之私募案，當辦理私募前一年度為稅後淨損，且內部應募人於私募前後三個月內有老股出售之情事者，其私募後之經營績效應較私募前差。		1	.	.	+
		-	2	-	-	+
			3	-	.	+
1b	有公司內部人參與之私募案，當辦理私募前一年度為稅後淨損，且內部應募人於私募前後三個月內有老股出售之情事者，其私募後之經營績效相較於其他私募案應較差。		1	.	.	+
		-	2	-	.	+
			3	.	-	+

二、累計異常報酬

本研究以民國 94 年 10 月至 99 年 8 月完成私募增資案，且有內部人參與私募之公司為樣本，以董事會決議日為基準日，以私募宣告日前 20 天至宣告日後 20 天為事件期，計算累計異常報酬。本研究以董事會決議日作為累計異常報酬之事件日，並非選股東會決議日為事件日，係認為私募增資案件在董事會時已大致決定，在董事會會議結束後，預計私募之消息將會流出，投資人會對該公司之未來產生預期，並投射於股價上，因此選擇董事會決議日作為累計異常報酬之事件日。

表 4-28 列出董事會決議日前後 20 日之累積異常報酬，圖 4-1 為累積異常報酬之趨勢圖。

由表 4-28 可看出，有內部人參與私募的公司，從董事會決議日前 17 日起，已開始出現顯著正的累計異常報酬，達到 1% 之顯著水準，一直持續到董事會決議日後 20 日，皆有顯著正的累計異常報酬，顯示私募訊息於董事會決議日前已走漏，陸續反映於股價，使得股價在董事會決議日前兩周即開始持續上漲，投資人可以獲得顯著的累積異常報酬。而該情形持續到董事會決議日後 20 日仍有顯著正的累積異常報酬，顯示在董事會後繼續持有股票，亦可以獲得正報酬。

表 4-28 董事會決議日前 20 日至後 20 日累積異常報酬(內部人參與)

DAY	CAR	p value	DAY	CAR	p value
-20	0.2337	0.8152	1	7.8972***	0.000
-19	0.9532	0.3405	2	7.6086***	0.000
-18	2.3139**	0.0207	3	7.0839***	0.000
-17	3.5310***	0.0004	4	7.2645***	0.000
-16	4.3131***	0.000	5	6.9159***	0.000
-15	4.8436***	0.000	6	7.0789***	0.000
-14	5.6266***	0.000	7	6.9822***	0.000
-13	6.3814***	0.000	8	6.8911***	0.000
-12	6.9269***	0.000	9	6.9304***	0.000
-11	7.6668***	0.000	10	6.8756***	0.000
-10	7.7369***	0.000	11	6.9139***	0.000
-9	7.8792***	0.000	12	6.8036***	0.000
-8	7.7887***	0.000	13	6.4557***	0.000
-7	7.6000***	0.000	14	6.6028***	0.000
-6	7.8979***	0.000	15	6.7159***	0.000
-5	7.6600***	0.000	16	6.8489***	0.000
-4	7.7759***	0.000	17	7.0185***	0.000
-3	7.7687***	0.000	18	7.0387***	0.000
-2	7.9790***	0.000	19	7.0638***	0.000
-1	8.0411***	0.000	20	6.8123***	0.000
0	7.8846***	0.000			

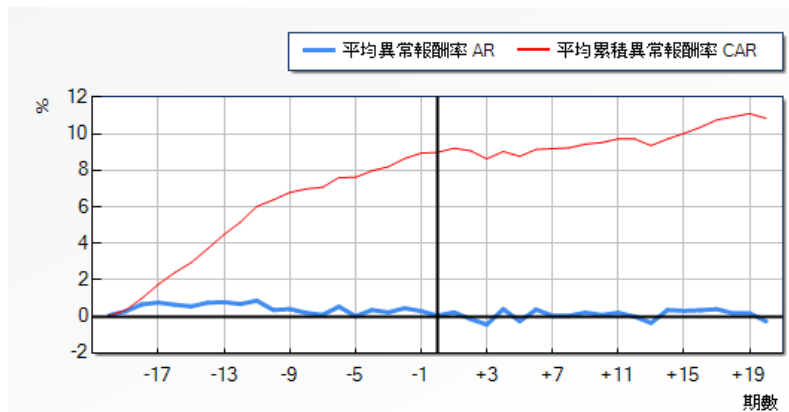


圖 4-1 董事會決議日前 20 日至後 20 日之累計異常報酬趨勢圖(內部人)

為了瞭解公司辦理前一年度財務狀況與是否有出售老股情事對累積異常報酬之影響，再將私募公司分成「正盈餘未出售」、「正盈餘有出售」、「負盈餘未出售」，及「負盈餘有出售」四組，以觀察各組累積異常報酬之情形。

圖 4-2 至圖 4-5 為各組累積異常報酬之趨勢圖。從圖 4-2 可看出，「正盈餘未出售」的公司，其累積異常報酬先升後降，約從董事會決議日後 20 天開始下降，之後呈現下降之趨勢。從圖 4-3 至圖 4-5 可看出，「正盈餘有出售」、「負盈餘未出售」，及「負盈餘有出售」三組公司，其累積異常報酬皆持續上升，呈現往上之趨勢，與「正盈餘未出售」的公司之趨勢略顯不同。

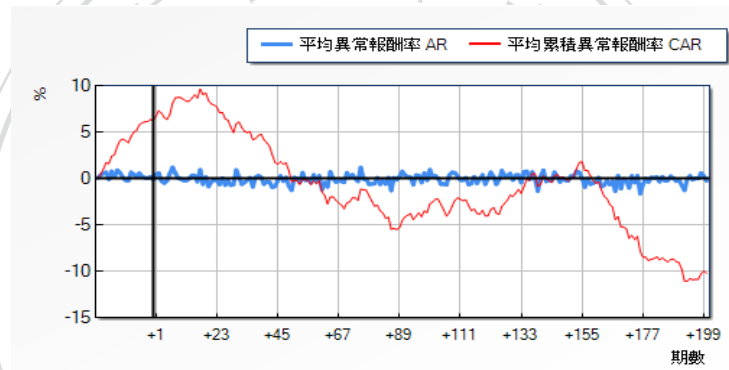


圖 4-2 董事會決議日前 20 日至後 200 日之累計異常報酬趨勢圖
(內部人，正盈餘，未出售)

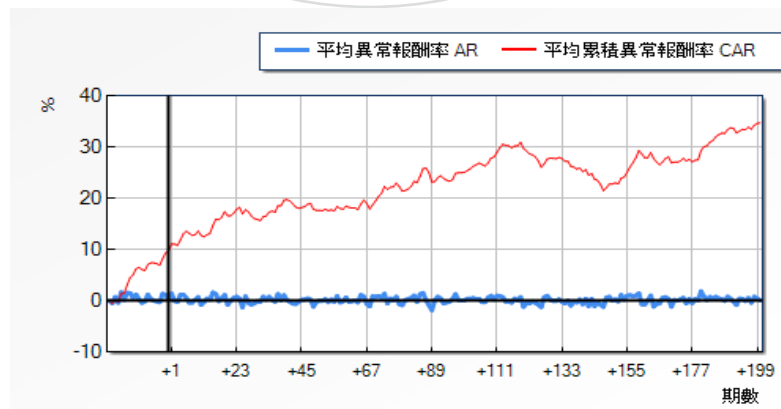


圖 4-3 董事會決議日前 20 日至後 200 日之累計異常報酬趨勢圖
(內部人，正盈餘，有出售)

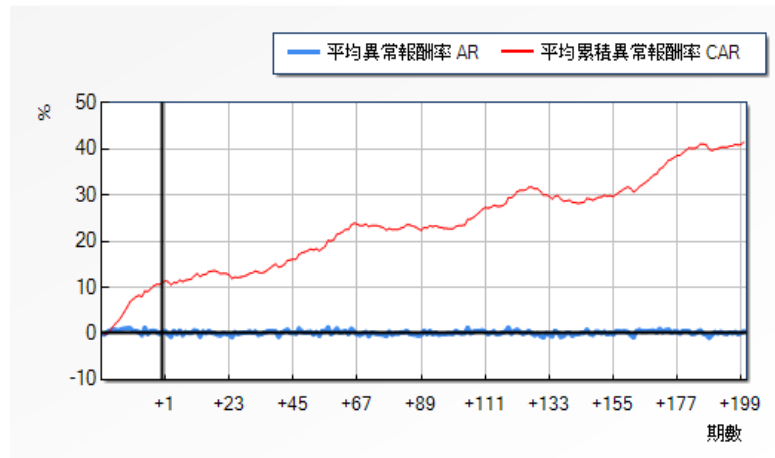


圖 4-4 董事會決議日前 20 日至後 200 日之累計異常報酬趨勢圖
(內部人，負盈餘，未出售)

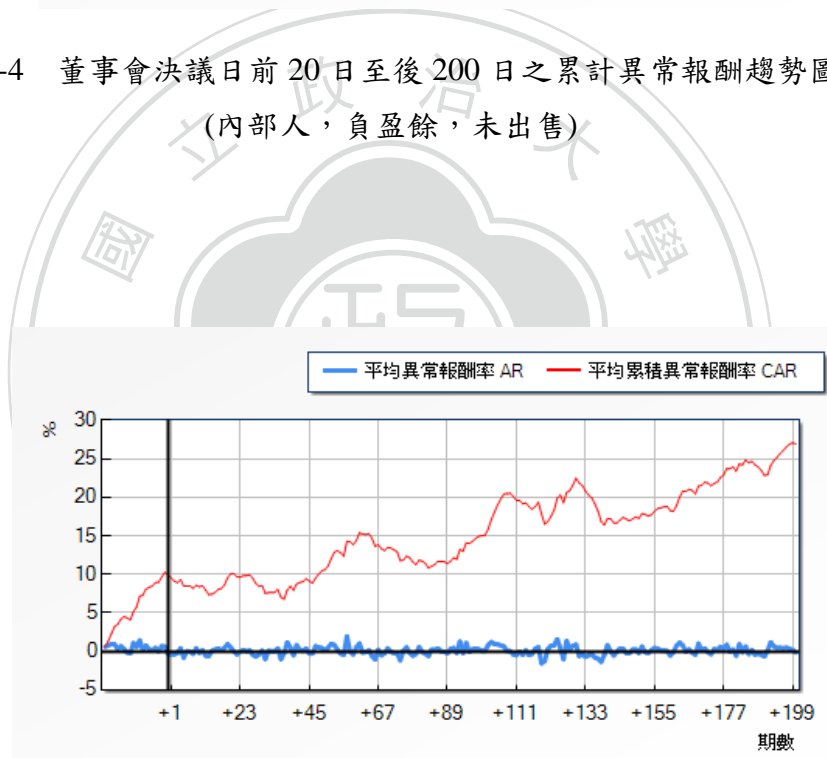


圖 4-5 董事會決議日前 20 日至後 200 日之累計異常報酬趨勢圖
(內部人，負盈餘，有出售)

第五章 結論與建議

本章分為三節，第一節將對第肆章之實證結果做出研究結論，並以結論為基礎，對於學術及實務界提出建議。第二節則提出後續研究之建議。第三節則說明本研究之限制。

第一節 研究結論

1. 私募前後績效之檢驗

本文以民國 94 年 10 月至 97 年底間完成私募普通股之上市櫃公司為研究對象，採用 Healy et al. (1992) 之研究方法，檢驗不同類型私人其經營績效於私募前後是否有顯著差異，將私募案依辦理前一年度損益狀況及是否於私募前後三個月出售持股區分為四種組合，分別以「以資產市值平減之營業現金流量報酬率」、「資產報酬率」及「公司價值」三種經營績效指標進行實證分析。

經實證發現，當辦理私募公司前一年度為稅後淨損，並有內部人參與之私募案，若內部應募人於私募前後三個月內有老股出售之情事者，其私募後之會計經營績效較私募前差，但私募後之公司價值卻較私募前佳。另外，與其他組合之私募案相比較，這一組合之會計經營績效較差，顯示這些應募人並非以改善公司績效為首要目標，但公司價值卻比其他組合之公司還高，公司價值涉及到公司股價，也表示這一組合公司私募後，其股價上漲幅度較高，究竟是何原因造成此現象值得深入探討。

將此發現與民國 99 年 9 月修改之「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」法規相比較，新法規中僅要求年度有稅後純益且無累積虧損的上市櫃公司，除了引進策略性投資人之外，不得辦理私募，還規定私募價格不得低於參考價格之八成，用意是避免有心人士低價認購私募股權，賣老股套利。但本研究發現辦

理私募前一年度為稅後淨損，且內部應募人於私募前後三個月內有老股出售之公司，其 Tobin's Q 持續變佳，但公司會計經營績效並未隨之轉好，這些內部人有可能僅將私募制度視為自利工具，似應修法規範，以提升私募籌資效益，維護小股東之權益。

另外，除了探討負盈餘、有出售這一組合之經營績效外，本研究也檢視其他組合私募後之經營績效，觀察其變化趨勢，結果發現「正盈餘未出售」的公司私募後績效變差，「正盈餘有出售」的公司私募後未有顯著變化，而「負盈餘未出售」之組合，其變化趨勢卻與「負盈餘有出售」相同，Tobin's Q 持續變佳，會計經營績效未隨之轉好，可能是新資金投入後在短期內無法顯現成效，亦或別的原因所造成，此現象值得深入探討。

2. 董事會決議日前後異常報酬之檢驗

經採用事件研究法計算累積異常報酬，有內部應募人之公司從董事會決議日前 17 日起，已開始出現顯著正的累計異常報酬，一直持續到董事會決議日後 20 日，顯示私募訊息於董事會決議日前已走漏，陸續反映於股價，使得股價在董事會決議日前兩周即開始持續上漲，投資人可以獲得顯著的累積異常報酬。

另外，為了瞭解公司辦理前一年度財務狀況與是否有出售老股情事對累積異常報酬之影響，再將私募公司分成「正盈餘未出售」、「正盈餘有出售」、「負盈餘未出售」，及「負盈餘有出售」四組，發現「正盈餘有出售」、「負盈餘未出售」，及「負盈餘有出售」三組公司，其累積異常報酬皆持續上升，呈現往上之趨勢，唯「正盈餘未出售」的公司有不同的趨勢，其累積異常報酬先上升，約於董事會決議日後 20 天開始下降，之後呈現下降之趨勢，這種現象很獨特。

第二節 研究建議

1. 後續績效探討

由於大部分辦理私募的公司，其經營狀況不甚佳，大多數為虧損之公司，再引進資金後，要在短期間內改善公司體質，看到經營績效有大幅度之成長實屬困難，由於我國私募制度實施至今才 10 年，制度尚未完全成熟，私募案樣本量也不夠多，建議後續研究者拉長觀察期間，或許會有不同的發現。

2. 異常報酬探討

關於異常報酬，本文僅計算私募宣告前後是否有累計異常報酬，並未深入探討辦理私募前一年度財務狀況與出售老股對異常報酬之影響，若有老股出售之情事，內部人可能透過壓低私募認購價格，炒作公司股價，從中獲取利潤，因此老股出售與異常報酬之間應該些許關連，後續研究者可深入探討，應可更加瞭解老股套利情事之全貌。

3. 觀察私募前後出售老股期間

本研究基於時間之限制，僅以私募前後三個月內有無出售老股為分類標準，唯依據證券交易法第 157 條規定：「發行股票公司董事、監察人、經理人或持有公司股份超過百分之十之股東，對公司之上市股票，於取得後六個月內再行賣出，或於賣出後六個月內再行買進，因而獲得利益者，公司應請求將其利益歸於公司。」，內部人不得於六個月內進行套利。因此，建議後續研究者應依六個月內有無出售老股為判斷標準，更符合法規要求。

第三節 研究限制

1. 研究時間及樣本限制

本研究之資料係從公開資訊觀測站私募專區中取得後進行彙總，唯我國實施私募初期法規尚未健全，並未強制公司將私募資訊公開，因此部分公司未存有完整資料，只能予以刪除，使得研究樣本受到限制。又本文在後續經營績效之研究，基於時間及樣本的限制，故僅能對私募後三年的績效進行分析，導致無法更進一步觀察私募案件之長期經營績效表現。

2. 取得資料來源限制

本研究出售老股資料，係比對公開資訊觀測站私募專區及內部人持股異動事後申報表之資料而取得，由於部分公司在私募專區所揭露的資料並未完整，無註明應募人與公司之關係，僅標明持股比例，無法判斷是否為公司內部人。又本研究僅以完成私募前後三個月作為是否有出售老股之判斷，難以找出全部有老股出售之公司，這些因素皆會影響實證結果。

參考文獻

中文部分

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

徐翊中，2011，內部人行為對私募折價幅度之影響，國立政治大學會計學研究所碩士論文。

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

梁晏慈，2007，論私募公司之折價發行、宣告效果及長期績效表現，淡江大學財務金融學系研究所碩士論文。

陸瀛謙，2007，私募折價幅度及私募前後異常報酬與應募人之關聯，國立政治大學會計學研究所碩士論文。

張荷君，2009，私募應募人種類與經營績效之探討，國立政治大學會計研究所碩士論文。

黃超邦，2008，從實證觀點檢討我國證券私募法制，證交資料 551 期，頁 29-48。

英文部分

Barclay, M., C. G. Holderness, and D. P. Sheehan. 2007. Private placements and managerial entrenchment. *Journal of Corporate Finance* 13 (April): 461-484

Hertz, M., and R. L. Smith. 1993. Market discounts and shareholder gains for placing equity privately. *Journal of Finance* 48 (2): 459-485.

Hertzel, M., M. Lemmon, J. S. Linck, and L. Rees. 2002. Long-term performance following private placements of equity. *Journal of Finance* 57 (6): 2595-2617.

Krishnamurthy, S., P. Spindt, V. Subramaniam and T. Woidtke. 2005. Does investor identity matter in equity issues? Evidence from private placement. *Journal of Financial Intermediation* 14 (2): 210-238.

Wruck, K. H. 1989. Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings. *Journal of Financial Economics* 23: 3-28

Wruck, K. H. and Y. Wu. 2009. Relationships, corporate governance, and performance: Evidence from private placements of common stock. *Journal of Corporate Finance* 15 (February): 30-47.

