

修 平 技 術 學 院

財 務 金 融 系

企業增資管道之決策-
以公司治理觀點論析

學生：江婉如 BL94028

羅佩英 BL94014

劉雅慧 BL94015

連姿樺 BL94033

黃美惠 BL94024

指導老師：葉京怡 老師

中 華 民 國 九 十 七 年 十 二 月

目 錄

摘要.....	2
圖表目錄.....	3
第一章 緒論	
第一節 研究動機與目的.....	4
第二章 文獻回顧	
第一節 國內公司治理制度之簡介.....	6
第二節 現金增資與私募制度之比較.....	8
第三節 企業增資管道之相關文獻.....	9
第三章 樣本與敘述統計	
第一節 資料來源.....	11
第二節 樣本公司基本概況.....	12
第三節 公司治理變數之衡量.....	17
第四節 公司治理構面之敘述統計.....	21
第四章 實證結果分析與討論.....	25
第五章 結論.....	28
專題口試委員提問與建議.....	29
參考文獻.....	31

摘要

本文主要目的由公司治理觀點探討企業增資管道的決策，透過資料整理與分析，檢驗採行私募與現金增資的公司，是否在公司治理程度上有所差異。我們採用的公司治理變數係參考葉銀華等人(2002)之公司治理四大構面以及本文自行整理所得之資訊透明度，總共以五大構面加以衡量。分別為：股權結構、董(監)事會組成、關係人交易、董(監)事介入股市、資訊透明度，總計 27 個變數。本文研究發現，國內採行私募的企業主要有以下幾點特性：獲利能力不佳、負債比率偏高、公司規模較小。從公司治理的角度來看，採行私募的公司最終控制股東持股比例雖然較小，但掌控公司董監事席位的比率卻比現金增資樣本高。此外，具有獨立行使監督與查核職權的獨立董監事席位也明顯較低。關係人融資比率、董監質押比率皆明顯偏高。這些特性顯示，整體而言，私募樣本的公司治理表現較差。

圖表目錄

圖一 國內現金增資與私募股權歷年案件數之統計.....	5
圖二 最終控制對 A、B 公司之控制鏈.....	29
表 1 TCGA 公司治理六大構面.....	7
表 2 現金增資與私募之相關法令進行之比較.....	8
表 3 私募股權、公開現金增資樣本上市櫃之年度分配.....	12
表 4 私募股權與公開現金增資樣本公司基本資料.....	14
表 5 私募股權與公開現金增資樣本公司發行條件及折(溢)價幅度.....	16
表 6 樣本公司資訊揭露程度之分配表.....	19
表 7 公司治理五大構面相關變數之定義與計算說明.....	20
表 8 私募股權樣本五大公司治理構面之敘述統計.....	23
表 9 現金增資樣本五大公司治理構面之敘述統計.....	24
表 10 羅輯斯迴歸.....	27
附錄一.....	30

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

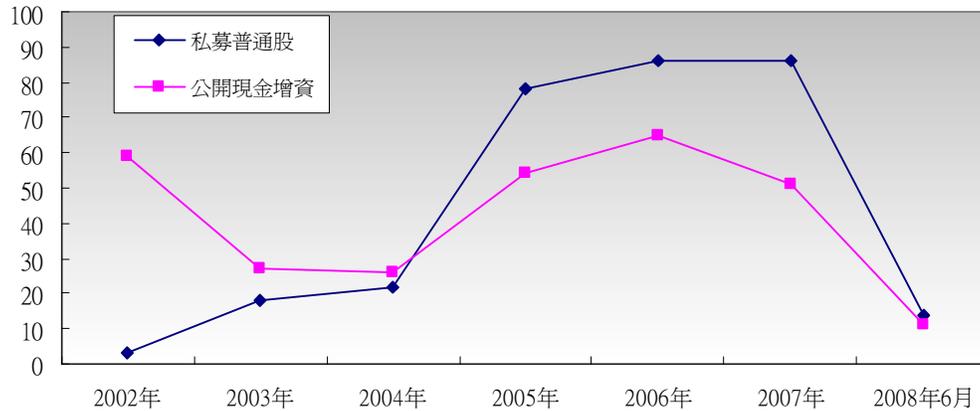
從 2001 年美國恩隆風暴以來，「公司治理」已成為財務領域的一門顯學。我國自民國 87 年以來所爆發的財務危機弊案（如東隆五金、太電、博達，茂矽與力霸掏空等案件），探究其原因，「人」為一切事件之操縱者，企業領導階層不務本業，董監事功能不彰，會計師事後監控機制無法發揮，再加上企業集團股權結構錯縱複雜，利用關係人交易，透過交叉持股(cross-holdings)與金字塔結構(pyramids structures)的情況相當普遍。根據 Claessens、Djankov 和 Lang(1999)之研究，不良之公司治理為亞洲金融風暴發生的原因之一。根據瑞士洛桑管理學院發佈的世界競爭力排名 (IMD World Competitiveness Yearbook)，我國對內線交易的防制，一向是評分最低的項目之一。¹基於上述，財務危機公司之不斷發生，突顯出獨立董事與監察人無法適當監督董事會及大股東、現行法規無法避免該不法之經濟行為等問題，顯示台灣公司治理制度方面確實有改進空間。過去股東大多基於公司財務是否健全以及是否具有獲利前景來評估公司股價的未來走勢，然而，在外部股東難以有效掌握公司真實內部資訊的限制下，公司治理指標便是重要的參考資訊。

2002 年開始，國內上市(櫃)公司得以透過私募管道進行普通股現金增資，此管道不需經過主管機關核准，不僅融資便利，對於財務困難導致無法於公開市場增資的公司而說，無疑是更為彈性便利的融資方式。圖 1 為國內現金增資與私募股權歷年案件數之統計，我們可以觀察到私募股權案件數由 2002 年至 2007 年底成長將近 25 倍。²另外，於私募股樣本中，共有六十一家公司於研究期間進行兩次以上私募籌資，尤其是鼎營、國揚建設、太空梭、和平資訊、萬國、經緯科技、群聯電子、鐵研、得捷、大霸電子、禾鴻科技等皆在同一年內或連續兩年內進行三次以上私募。顯示公司在面臨多樣性融資管道的決策中，私募逐漸受到

¹ 參閱 IMD 網頁，<http://www02.imd.ch/wcc/yearbook/>

² 圖一顯示 2008 年 1~6 月私募案件僅 14 件，主要原因是本研究在整理私募案件時，仍有多數公司的私募對象、金額未確定或股款尚未繳納完成。

企業的重視，也漸漸成為國內企業籌措資金的主要管道。



圖一 國內現金增資與私募股權歷年案件數之統計

然而，私募卻也可能提供內部人擷取私人利益或進行掏空公司的一個管道。例如 2007 年力霸案便是內部人透過發行私募公司債的手法掏空公司資產。國外類似案件亦層出不窮，Beak and Lee(2006)指出，韓國集團企業的私募案件有明顯利益輸送(tunneling)的行為，主要由於私募比較少被市場關注以及法律限制較鬆散，使得公司內部人容易透過集團內的私募交易擷取私人利益，例如以折價私募股票給控制股東、將績效較差的公司股票以高價賣給同集團內績效好的公司。以上諸多案例顯示，進行私募的企業其公司治理程度普遍較差。

本文嘗試由公司治理觀點來探討企業增資管道的決策。並觀察採行私募與現金增資的公司，是否在公司治理程度上有所差異。透過本文的實證結果，對於國內企業進行私募決策的動機有更深入的了解。

第二章 文獻探討

第一節 國內公司治理制度之簡介

一、公司治理的定義

公司治理(Corporate Governance)³一般解釋為公司管理與監控的方法。管理是「興利」的觀點，指公司透過自治方式來統管(Govern)或經理(Manage)業務；監控則是「除弊」的觀點，強調採取適當機制監督(Monitor)或控制(Control)公司事務。公司治理雖然在防止公司負責人與管理階層侵害股東與債權人等的權益，但其最終目的是要設計一套公司內外的健全制度，引導負責人與管理階層致力於公司經營能力的提升，創造公司的價值，使公司的股東與負責人及管理階層分享公司的經營成果。

二、公司治理的重要性

在1997年亞洲金融危機造成多國經濟大幅衰退時，(Rajan and Zingales；Prowse，1998)即指出東亞公司的股權集中程度高於其他地區，且公司治理機制不完善是導致金融危機發生的主要原因之一，而世界銀行針對東亞各國公司部門所提的復甦計畫，即基於必須重建公司治理機制。一般來說，公司治理良窳的衡量變數可分為國家層級與公司層級(葉銀華、李存修、柯承恩，2002)。

(一)國家層級

國家層級的公司治理，主要涉及公司法與證券相關法規，對於投資人的保護程度，以及這些法規的執行成效。Johnson, Boone, Breach and Friedman(2000)年指出，公司治理變數對亞洲金融風暴之股市下跌的解釋能力，優於總體經濟變數。他們發現，公司治理機制較弱的國家，較差的經濟遠景會使管理者代理問題越嚴重，因使公司股價跌幅越深。因此若國家致力於公司治理相關法規對於投資人的保護，以及有效地執行法規，將可大大降低國家發生金融危機機率。

³ 「governance」有學者翻譯為「監控」，例如學者黃銘傑，「公開發行公司法制與公司監控」，台北：元照出版公司，2001年；劉連煜，「公司監控與公司社會責任」，台北：五南圖書，1995年；亦有學者翻譯為「治理」，例如薩門等著，林宜賢等譯，「公司治理」，台北：天下遠見，2001年。翻譯名詞琳琅滿目、目不暇給，而翻譯的方式會隨著要表達的主題會有所差異，在本文暫時將其譯為「治理」。

(二)公司層級

公司層面的公司治理，主要針對最大股東所擁有現金流量權、董事會的獨立性與資訊透明度。當最大股東投票權偏離現金流量權幅度愈大，代表愈可能控制公司的董事會與重大決策，但當公司價值下跌其受傷程度較輕，因此最大股東傷害公司價值的可能性較高。台灣上市公司最大股東成員擔任董事席位比率愈低，公司價值愈大，具獨立性之董事會的重要。

三、國內公司治理之原則

我國主管機關TCGA(中華公司治理協會)目前對上市(櫃)公司落實公司治理主要有六大構面，如表1：

表1 TCGA公司治理六大構面

構面	說明
(一)股東的權益	重要的股東權益包含股權的轉移、適時與定時的獲得公司資訊、參加股東大會並有投票權、選舉公司董事與分享公司利潤。
(二)董事的責任	公司治理架構應致力於實施企業的策略性規範，使董事會充分的監督管理體系，讓董事會獲得公司與股東的信賴。董事應將公司與股東利益列為第一優先，並公平對待所有股東。
(三)重視股東及利害關係人之權利	公司治理架構應該保障股東權利。股東的基本權利包括：確保股權登記與過戶的安有全性、自由移轉、及時與定期取得公司相關資訊、出席股東大會與投票、選舉董事、分享公司的剩餘利潤；公司治理應體認和重視法律所賦予利害關係人的權益，當利害關係人權益遭侵犯時，應有權利尋求有效的救濟。同時賦予利害關係人獲得公司營運相關資訊的管道。
(四)資訊揭露透明化	提升資訊揭露透明度乃公司治理之原則之一，公司應建立發言人制度並妥善利用公開資訊系統，使股東及利害關係人能充分瞭解公司之財務業務狀況以及實施公司治理之情形。為進一步了解公司治理的內容，主管機關目前在強化資訊透明度方面，已陸續推動建置公開資訊觀測站、檢討修正資訊揭露的相關規範，與進行資訊揭露評鑑系統等。
(五)內部控制暨、內部稽核制度之建立與落實	為健全公司經營，協助董事會及管理階層確實履行其責任，公司應建立完備之內部控制制度，並確實有效執行。監察人除應依相關規定查閱、追蹤內控與內稽之執行情形外，上市上櫃公司尚應確實辦理自行評估作業，董事會及管理階層亦應每年檢討各單位自行查核結果及稽核單位之稽核報告，作成內部控制聲明書按期陳報主管機關。
(六)慎選優良之會計師及律師	專業且負責之會計師，於定期對公司財務及內部控制之查核過程中，較能適時發現、揭露異常或缺失事項，並能提出具體改善或防弊意見，或將因此突破公司治理之盲點，藉以增進公司治理之興利與防弊功能。

資料來源：本文整理

第二節 現金增資與私募制度之比較

上市上櫃公司發行新股，可以選擇現金增資或是以私募方式進行，現金增資的方式又可以分為公開申購、詢價圈購(Bool Running)和競價拍賣以及洽商銷售。由於目前法令對現金增資與私募之規範有許多相異之處，這些不同點可能會影響公司選擇發行新股之方法，表 2 針對現金增資與私募之相關法令進行的比較。

表 2 現金增資與私募之相關法令進行之比較

	現金增資	私募
價格訂定	公開申購之價格不得低於參考承銷價格七成， ⁴ 詢價圈購之價格不得低於參考承銷價九成。 ⁵	私募對價格的訂定並無法令限制，給予發行公司較大彈性調整發行價格。 ⁶
私募對象	公開申購與詢價圈購雖保留 50%，按原股東持股比例優先配售予原股東，詢價圈購排除特定關係人(包含發行公司之董監事及其配偶等)參與詢圈。	私募允許公司內部人可購買公司之私募有價證券，當公司控制權受到威脅時，大股東或經理人可將私募股權售予與自己關係友人，請其協助對抗控制權競爭者。
認購比率	詢價圈購發行新股時，每個圈購人認購比率不得超過該次發行數量的百分之十。	公司可以選擇針對具相當財力的投資者進行勸誘與溝通，將該次發行之股數集中售予私募對象，不必花費許多時間與成本與眾多投資者溝通協調。
發行所須時間	公開申購與詢價圈購所須時間較長，應向主管機關申報生效、承銷公告，再加上公告申購承銷期間 22 個營業日，實際作業時間往往超過一個月。	私募程序較簡單，所須時間較短，當公司有急迫性的資金需求時，私募有價證券較能掌握其時效性。
資訊揭露程度	公司選擇在公開市場以現金增資的方式籌集資金，必須在公開說明書中說明該筆資金之運用，並評估其可行性。	私募不須製作公開說明書，僅須針對特定投資者關於私募有價證券相關財務或其他資料進行說明即可，相對之下可保有公司投資計畫等資訊。

資料來源：本文整理

⁴ 依據中華民國證券商業同業公會承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則第六條規定：承銷商輔導上市(櫃)公司辦理現金增資發行股權如採公開申購配售辦理承銷，其發行價格之訂定，於向證期會申報(請)案件及案件生效(核准)後董事會決議除權基準日之會議當日，均不得低於其前十、十五、二十個營業日擇一計算之平均收盤價扣除無償配股除權(或減資除權)後平均股價之七成，如未達前述所訂之成數，應說明訂價之合理性及對股東權益之影響。

⁵ 依據中華民國證券商業同業公會承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則第七條規定：承銷商輔導上市(櫃)公司辦理現金增資發行股權如採詢價圈購方式辦理承銷，其發行價格之訂定，於向證期會申報(請)案件、向本會申報承銷契約副本及辦理詢價圈購公告時，均不得低於其前十、十五、二十個營業日擇一計算之平均收盤價扣除無償配股除權(或減資除權)後平均股價之九成，如未達前述所定之成數，應說明訂價之合理性及對股東權益之影響。

⁶ 雖然法令對於私募價格的訂定並無嚴格的限制，但公司在訂定私募價格時仍須以參考價格為基準。目前參考價格為定價日前三或前五個營業日之普通股收盤價簡單算數平均數，實際私募價格不得低於參考價格之百分之八十。

第三節 企業增資管道之相關文獻

公司發行新股會因為哪些因素而選擇私募或是公開發行呢？從過去的文獻中，本文整理歸納出主要的三項因素，分述如下。

(一)資訊不對稱：

Lang and Lundholm(1993)認為當公司股東存在較大資訊不對稱時，會有較大的誘因進行資訊揭露，他們發現公司規模較大、績效比較好的以及盈餘和股票報酬關聯性較低時，會揭露較多資訊。Lang and Lundholm(1996)也發現公司資訊揭露較高，分析師也會比較推薦，而且分析師會針對公司盈餘的推算正確性也會比較高。以上都是資訊揭露度較高，可以降低外部人士的資訊不對稱。

研究發現當公司有較高資訊透明度，資訊不對稱較低的情況，對公司有許多好處(Hwaly et al.1999)，最重要的是在資本市場上有較好的籌措能力，以及較低的資金成本，例如對法人、外資及長期投資人較有吸引力(陳依蘋 2002)。此外，公司擁有較高的資訊透明度也會增加股票的報酬及流動性。

Maksimovic and Pichler(1999)則認為先以私募方式發行在公開募集，除可獲得資訊外，還可以降低折價幅度，是最佳的發行方式，因為會使私募投資者有競爭，會下降其要求之資訊成本補貼，同時，在蒐集資訊之成本高時，公開市場之逆選擇問題較不嚴重，故在公開市場銷售之折價幅度會較小。反之，若市場中的某部份投資者易於取得資訊時，在公開市場發行新股必須給予較多的逆選擇風險之補償，此時發行者會選擇私募。

(二)獲利能力與風險：

蘇永盛、陳福東(2006)以負債比率衡量公司之風險研究指出，負債比率高的公司，風險較高，則選擇以私募方式籌措資金，而發行新股前一年之每股盈餘(EPS)衡量獲利能力，若 EPS 為負，私募發行新股的機率會增加。故獲利能力較差的公司，選擇私募方式發行公司債之機率較高。Maksimovic and Pichler(1999)由其數學模型推論，認為一般投資者面臨的風險較高時，公司較傾向以私募方式發行新股，故預期負債比率與以私募方式發行新股之機率正相關，因此本研究認為負債比率愈高的公司，愈容易採用私募方式發行新股。

Myers and Majluf(1984)認為若公司有很好的投資機會，但公司價值被低估，經理人會選擇不發行新股，以避免原股東財富被移轉給新股東；不發行新股的同時，就是放棄該投資機會，造成投資不足。若原股東能保有公司大部份股份，價值被低估之公司仍會選擇私募。

Venkat(1999)等學者認為成長機會大的公司，會選擇私募來降低投資者代理問題，但是在蘇永盛、陳福東(2006)以發行新股前一年之營業利益成長率為成長機會之代理變數來看，但是檢定公司選擇私募或是公開的結果並不顯著，故公司成長機會之高低對於公司是否採行私募或公司發行方式之選擇影響不大。

(三)監督效益：

Berle and Means(1932)認為經營權與所有權分離，會使企業偏離追求最大利益之目標，若有大股東，可發揮監督者功能。大股東在公司接管中扮演重要角色，即使大股東無法自行監督管理者，亦可藉由和出價人分享持股之收益，促使第三者接管公司，故大股東可藉由淺在接管威脅發展有效的監督管理機制。

Wruck(1989)發現以私募方式發行新股平均會使公司價值增加 4.5%，他認為私募使股權集中度增加，大股東會有誘因監督公司，促使經理人之目標與股東利益一致，進而使公司之價值提高。

蘇永盛、陳福東(2006)研究認為，當監督會使公司價值提高，反應於股價。若大股東支持股比率不高，其監督利得可能小於監督成本，故較無動機監督公司。若公司績效差需要監督，會以私募提高大股東持有公司股權之比率，以增加監督誘因，或是促使外部大股東出現，以增加監督，故當原大股東之持股比率低時，公司若要監督，則會以私募方式發行新股。

第三章 樣本與敘述統計

第一節 資料來源

本研究以私募股權和公開現金增資之上市(櫃)公司樣本為對象，樣本期間於九十一年一月至九十七年六月底止。

(一) 私募股權樣本：

於公開資訊觀測站之私募專區中取得九十一年一月至九十七年六月底之樣本，宣告進行私募股權之上市(櫃)公司，並進一步收集各私募案件的相關資料，以判斷該私募股權確實有發行成功，若未成功發行，則予以剔除。⁷ 私募案件共計 307 件，其中包含 129 件上市公司，178 件上櫃公司。

(二) 公開現金增資樣本：

於中華民國證券商業同業公會網站中取得自九十一年一月至九十七年六月底，辦理公開現金增資之上市(櫃)公司，⁸ 並進一步於公司年報中確認是否發行成功，若未成功發行，則予以剔除。現金增資總樣本共計 293 件，其中包含 125 件上市公司，168 件上櫃公司。

本文為了避免實證結果受樣本特性的影響，刪除 11 件為營業性質與財務結構較為特殊之金融保險業之樣本公司，符合本研究樣本公司合計共為 600 件。

⁷ 私募股權樣本部份，本研究刪除資料不齊全的有 6 件。

⁸ 現金增資樣本，詢價團購有 39 件，公開申購有 255 件。

第二節 樣本公司基本概況

表3為九十一年至九十七年六月底，國內上市（櫃）公司進行私募股權、公開現金增資之歷年案件與廠商家數之統計表。由表3可以看出，私募股權樣本與公開現金增資樣本從九十一年至九十六年是逐年遞增，於九十六年採用私募籌資之案件數（86件）較公開發行（51件）來得多，且上櫃樣本案件與家數略多於上市樣本。

表3 私募股權、現金增資樣本上市櫃之年度分配

掛牌類別	私募股權樣本						現金增資樣本		
	案件數			公司家數			案件數		
	上市	上櫃	小計	上市	上櫃	小計	上市	上櫃	小計
91年	2	1	3	2	1	3	28	31	59
92年	10	8	18	7	8	15	16	11	27
93年	14	8	22	12	7	19	16	10	26
94年	39	39	78	26	31	57	20	34	54
95年	35	51	86	29	41	70	18	47	65
96年	27	59	86	23	45	68	21	30	51
97年6月	2	12	14	2	11	13	6	5	11
總樣本	129	178	307	101	144	245	125	168	293

表4 顯示私募股權與現金增資樣本公司之基本資料。從企業的獲利能力、資本結構、公司績效及公司規模四個面向來分析這兩組樣本之差異。

從公司獲利能力角度來看，EPS 為企業獲利能力的重要指標。私募之 EPS 為 -1.37 元，現金增資為 2.10 元，顯示使用現金增資的公司獲利能力大於私募股權公司。資產報酬率主要在分析公司資產投入營運產生盈餘的報酬比率，資產報酬率越高表示該公司運用資產並使其產生獲利的能力越強；股東權益報酬率是用來分析股東投資公司所能獲得的報酬比率，原則上，此比率越大，股東投資公司所獲得的利潤就越高。在資產報酬率與股東權益報酬率方面，私募股權資產報酬率中位數，皆為負數；現金增資則皆為正數。表示私募公司在應用資產賺取利潤的能力較弱，顯示現金增資公司之經營能力較私募公司較強。

從資本結構方面，負債比率是用來分析一家公司資產中向外舉債的比率有多少，該比率越高表示該公司財務結構越不健全，每年需支付的利息費用就越多，此對公司資金週轉會產生相當大的壓力。私募股權的負債比率是 57.62%，而現金增資則為 47.34%，其財務結構較私募股權公司來得健全，也顯示私募公司財務風險較高。

從公司績效方面，私募股權公司之市價淨值比為 2.06，現金增資樣本為 2.47，表示現金增資樣本有較高的市場評價。

在公司規模方面，從資產總額、股東權益總額或市值三個方面來看，整體而言，現金增資皆大於私募樣本，顯示私募公司之規模皆比現金增資公司來得小。整體來說，相較於採行公開發行的企業，選擇私募作為籌資管道的公司其財務體質較差。

表 4 私募股權與公開現金增資樣本公司基本資料

	每股盈餘(增資前一年底)				單位：(元)	
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數
私募普通股	-1.54	-1.37	14.15	-11.98	3.95	307
現金增資	2.48	2.10	14.19	-6.10	2.98	293
	資產總額(增資前一年底)				單位：(百萬)	
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數
私募普通股	6,701	1,611	276,065	104	25,495	307
現金增資	7,819	2,464	135,512	192	19,646	293
	負債比率(增資前一年底)				單位：(百萬)	
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數
私募普通股	0.57	0.57	1.55	0.07	0.22	307
現金增資	0.46	0.47	0.87	0.02	0.15	293
	市值(宣告日前 30 日平均)				單位：(百萬)	
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數
私募普通股	4,540	734	239,286	42	20,565	307
現金增資	7,848	3,339	108,224	235	15,570	293
	股東權益總額				單位：(百萬)	
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數
私募普通股	3,082	633	145,124	-590	12,978	307
現金增資	3,770	1,271	77,169	143	9,399	293
	股東權益報酬率				單位：(百萬)	
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數
私募普通股	-0.44	-0.17	6.07	-9.97	1.29	307
現金增資	0.04	0.02	0.40	-0.31	0.08	293
	資產報酬率				單位：(百萬)	
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數
私募普通股	-0.05	-0.02	0.46	-0.75	0.15	307
現金增資	0.11	0.10	0.48	-0.24	0.10	293
	每股淨值				單位：(元)	
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數
私募普通股	9.39	7.95	49.38	-9.95	7.19	307
現金增資	16.32	15.02	33.01	4.01	5.56	293
	M/B ratio				單位：(元)	
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數
私募普通股	2.06	1.20	21.13	-1.10	2.65	307
現金增資	2.47	1.77	23.95	0.30	2.28	293

表 5 顯示私募股權與公開現金增資樣本公司發行條件及折(溢)價幅度。私募與現金增資的發行條件，以中位數跟平均數來看，現金增資的發行價格皆比私募股權高大約 2.8 倍，私募股權平均發行價格每股 14.27 元，而現金增資平均以每股 36.42 元發行。在私募股權樣本發行價格中最低者為每股 0.1 元，而現金增資發行價格最低者為每股 3.6 元。在發行規模部份以發行金額中位數、平均數來看，現金增資比私募股權高大約 2.13 倍，以(發行總金額/總資產)來看，現金增資比私募股權高大約 1.57 倍。

本文採取兩種方法計算私募與現金增資折(溢)價，⁹以中位數來看，私募股權的平均折價幅度為-0.20，現金增資折價幅度約-0.15，顯示兩者融資管道的發行價格皆小於市價。

⁹ 本文採用兩種方法基準計算發行折溢價，第一種方法以宣告日前30日市價為計算基準，計算公式為折(溢)價幅度=(發行價格-宣告日前30日市價)/宣告日前30日市價；第二種方法以宣告日後一日每股市價計算基準，公式為折(溢)價幅度=(發行價格-宣告日後一日每股市價)/宣告後一日每股市價。

表 5 私募股權與公開現金增資樣本公司發行條件及折(溢)價幅度

	發行價格				單位：(元)	
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數
私募普通股	14.27	8.00	239.00	0.10	26.85	307
現金增資	36.42	25.50	420.00	3.60	36.39	293
	發行總金額				單位：(百萬)	
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數
私募普通股	456	123	22,278	0.807	1,742	307
現金增資	834	400	14,420	22	1,640	293
	發行總金額/總資產					
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數
私募普通股	0.15	0.08	2.07	0.00	0.23	307
現金增資	0.21	0.15	2.28	0.01	0.25	293
	發行股數/流通在外總股數(前一年底)					
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數
私募普通股	0.38	0.19	9.12	0.00	0.70	307
現金增資	0.20	0.15	2.00	0.01	0.18	293
	折(溢)價(以私募前 30 日市價為基準)					
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數
私募普通股	0.04	-0.18	22.66	-0.97	1.52	307
現金增資	-0.03	-0.10	4.01	-0.66	0.42	293
	折(溢)價(以宣告日後一日市價為基準)					
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數
私募普通股	0.05	-0.21	24.30	-0.96	1.63	307
現金增資	-0.14	-0.20	3.94	-0.63	0.39	293

第三節 公司治理變數之衡量

為比較私募與現金增資樣本在公司治理特性上是否有所差異，本研究使用的公司治理變數係參考葉銀華等人(2002)提出之公司治理四大構面以及本文自行整理所得之資訊透明度，總共以五大構面加以衡量¹⁰。這五大構面分別為：股權結構、董(監)事會組成、關係人交易、董(監)事介入股市、資訊透明度，總計 36 個變數，表 7 為各變數之定義與計算說明。所有公司治理變數取自「台灣經濟新報資料庫(TEJ)」以及「CMoney 法人投資決策支援系統」。

針對股權結構部分，股權集中度是衡量公司最終控制者¹¹於股東會議中為贏得勝選，所必需控制的持股率。該數值越小，表示公司股權較為分散。而現金流量權與投票權的計算則採用哈佛大學 Laporta(1999)的定義。控制股東現金流量權為控制股東對公司的直接持股率加總各控制鏈上各股權比率相乘。投票權則是控制股東的直接持股率加總控制鏈最末端之持股比率，請參考附錄一之舉例說明。值得注意的是，本文除了以投票權來衡量股東對公司的控制權，也採用了席次控制權的概念，此數值越大，表示最終控制者所能控制公司的董監席次比率越高，隱含董事會家族與內部化程度越明顯。此外，La Porta et al.(1999) 和 Claessens et al. (2000) 指出，許多上市公司的控制股東透過金字塔結構、交叉持股與參與管理等方式，來達成對公司的控制，造成控制股東的投票權（或佔有之董監事席位比率）與現金流量權偏離的現象。當此偏離程度越大，隱含控制股東可能侵佔小股東的財富，也就是控制股東與小股東之間的代理問題會益趨嚴重，本研究以股份盈餘偏離差來衡量。

針對董監事會組成部分，台灣董事會與監察人制度的設計與美國並不相同，

¹⁰ 葉銀華、李存修、柯承恩(2002) 主要是透過公司治理五大構面來建構企業的公司治理評等系統，並探討樣本公司在各公司治理架構下所得之各項分數與公司績效之間的關連性。由於國內目前尚未建立正式的公司治理評等制度，本研究為方便實證分析，僅參考葉銀華等人之評量方式，針對私募與現金增資樣本公司的治理程度予以適當地量化。

¹¹ 根據台灣經濟新報資料庫(TEJ)的定義，「最終控制者」是指對公司決策具有最大影響力者，包含大股東、董事長、總經理或其家族成員及經營團隊。

台灣的制度是參考日本，同時存在董事會與監察人，董事會為公司指揮單位，監察人的主要職責為調查與監督董事決策之制定與業務之執行，以及審核財務報告。此外，美國的董事會成員往往有過半數是由外部獨立人士所擔任，但台灣的董事會往往是由控制股東家族成員(含二等親以內親屬)及其掌控之投資公司法人代表所擔任。台灣證券交易及櫃檯買賣中心於2002年要求，新上市上櫃公司必須有二名獨立董事與獨立監察人，但此規定並不適用於已上市上櫃公司。許多文獻以獨立董事人數佔全體董事席位比率，來衡量公司獨立董事的監督力量。台灣的監察人可以個人行使職權監督董事會，當監察人數目越多，最大股東愈無法單獨控制公司。翁淑育(2000)發現，當控制股東擔任董監事席位比率愈高，則發生財務危機之機率愈高。由此可知，當控制股東亦為董事會成員時，由於同時身兼監督者與被監督者角色，故將無法適當發揮其應有的監理功能，因此，設立外部董事，才能達到有效的執行監理機制。而外部董監事席位越多，預測對公司的監督力量越強烈。

衡量公司治理的第三項構面是關係人交易，法規對關係人交易的定義常以董監事、經理人、大股東為限的一些人透過投資公司持有，但實質上卻管理此家公司，且以非常規交易進行輸送利益之行為。關係人交易在國內外是極為普遍的行為，此種交易對公司危害甚深。葉銀華等人(2002)利用關係人¹²交易來分析控制股東是透過何種管道來進行對小股東的財富侵佔，當控制股東的現金流量權佔控制權之比率愈大，控制股東愈會努力經營，而降低關係人股權交易。

針對董監事介入股市部分，Yeh 和 Lee (2002)認為，董監事質押比率越高，其介入股市程度越深。當控制股東愈投入股市時，會同時提高質押比率，藉以擴大投入股市效果。當股東與董監事股票質押比率過高，可能代表大股東涉入股市程度愈深，財務週轉急迫，控制股東掏空公司營運資金的可能性大為提高。

¹² 按我國財務會計準則公報第六號(1985)，對於關係人及關係人交易之揭露：凡企業與其他個體(含機構或個人)之間，若一方對於他方具有控制能力或在經營、理財政策上具有重大影響力者，雙方即互為關係人；受同一個人或企業控制之各企業，亦互為關係人，另該段並以列舉方式包涵董事、總經理之配偶、子女二親等內之親屬亦屬關係人範疇之列。

最後，資訊透明度也是衡量企業公司治理好壞相當重要的指標。目前國內已有證券暨期貨市場發展基金會建立的「資訊揭露評鑑系統」。本文為了方便實證分析，必需將所有公司的資訊揭露程度予以量化，我們參考第五屆上市(櫃)公司資訊揭露評鑑結果，將私募普通股與公開現金增資樣本依照評鑑結果區分為 A+ 級、A 級、B 級、C 級以及 C- 級、亦有少數樣本公司屬於不列入評等¹³以及自願性揭露¹⁴。並進一步將 A+ 級給予 6 分、A 級評為 5 分、B 級評為 4 分、C 級評為 3 分及 C- 級評為 2 分、不列入評鑑以及資料不齊全者給予 1 分。藉由此步驟得以獲得每個樣本公司的資訊透明度指標分數。另外，我們亦設定自願性揭露的虛擬變數，若上市(櫃)樣本公司屬於自願性揭露者，該項變數為 1，否則為 0。表 6 為私募與現金增資樣本於各項資訊揭露程度之分配，表 6 顯示，私募樣本在不列入評鑑這類佔的比率最高（約 37%），而公開現金增資樣本則多數屬於 B 級（60%），整體而言，私募樣本相較於公開發行之樣本，其資訊透明度明顯較低。

表 6 樣本公司資訊揭露程度之分配表

樣本 資訊揭露程度	私募普通股		公開現金增資	
	件數	%	件數	%
A+	0	0.00	4	1.35
A	15	4.89	29	9.76
B	101	32.90	178	59.93
C	60	19.54	55	18.52
C-	20	6.51	7	2.36
不列入評鑑	111	36.16	20	6.73
自願性	2	0.65	12	4.04

資料來源：本文整理

¹³ 所謂「不列入評等」是指在評鑑資料分析期間（96 年 1 月 1 日至 96 年 12 月 31 日）至評鑑結果公布前，因變更交易方法、停止交易、終止上市、負責人（包括董事長、副董事長與總經理）因誠信問題被起訴、財務報告經會計師出具繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見或經評鑑委員會認定有資訊揭露重大缺失、爭議或其他有特殊事由者等因素而不列入評鑑之公司。其中包括 96 年 1 月 1 日以後掛牌，因資料不足也不列入第五屆評鑑之公司。

¹⁴ 為鼓勵受評公司在法規規範之外額外進行自願性揭露，證券暨期貨市場發展基金會於「資訊揭露評鑑結果中」額外公布「自願性揭露資訊較透明公司」的名單，所有名單均經資訊揭露評鑑委員會審核通過後公布。一般受評公司列入自願性揭露之評鑑指標，包括：時效性指標、預測性財務指標、年報相關指標以及企業網站相關指標等。

表 7 公司治理五大構面相關變數之定義與計算說明

A、股權結構	變數定義
股權集中度(%)	依公司股權分散程度，最終控制者為了控制公司，所必須控制之持股率 ¹⁵ ，又稱為 Critical Control Level。
盈餘分配權(%)	又稱現金流量請求權，即最終控制者所享有之盈餘分配權，計算公式=(直接盈餘分配權+∑各控制鏈之間持股率乘積) ¹⁶ 。不含家族之財團法人(基金會)之持股
股份控制權(%)	又稱投票權，即最終控制者之(直接持股率+間持股率)，係採 LaPorta 作法，以控制鏈最末端持股率為其間接持股
席次控制(%)	最終控制者控制之董監事席次/全部董監事席次
股份盈餘偏離差(%)	股份控制權-盈餘分配權
董監持股率(%)	董監持股張數 / 當月底股本 * 100%
董事持股率(%)	董事持股張數 / 當月底股本 * 100%
監事持股率(%)	監事持股張數 / 當月底股本 * 100%
經理人持股(%)	公司內部經理人或集團經理人持股率
大股東持股率(%)	大股東(持股 5%以上)持股張數 / 當月底股本 * 100%
B、董(監)事會組成	
董監席次	全部董事席次+全部監事席次
董事席次	全部董事席次
監事席次	全部監事席次
獨立董監席次	可擔任獨立董監事的基本要件為：(1)不能在該公司任職 (2)與該公司董監事無二等親關係 (3)選任持股不得高於 1%
獨立董事席次	獨立董事席次
獨立監事席次	獨立監察人席次
控制席次	最終控制者所控制之董監席次
控制董事席次	最終控制者所控制之董事席次
控制監事席次	最終控制者所控制之監察人席次
董事席次控制(%)	最終控制者所控制之董事席次/全部董事席次
監事席次控制(%)	最終控制者所控制之監察人席次/全部監察人席次
C、關係人交易	
關係人融資(%)	應收關係人借支/淨值
D、董(監)事介入股市	
董監質押比率(%)	董監事質押股數(年底)/董監事持有之股數(年底)
董事質押比率(%)	董事質押股數(年底)/董事持有之股數(年底)
監事質押比率(%)	監事質押股數(年底)/監事持有之股數(年底)
E、資訊透明度	
資訊透明度指標分數	根據第五屆資訊揭露評鑑結果，將資訊透明程度由高至低給予分數，A+為 6 分，以此類推。
自願性揭露(虛擬變數)	根據第五屆資訊揭露評鑑結果，屬於自願性揭露的公司，此變數設為 1，否則為 0

資料來源：本文整理

¹⁵ 股權集中度(critical control level)之計算，係參考 Cubbin and Leech(1993)，公式如下：

$$P^* = Z_{\alpha} * \sqrt{\frac{\pi H}{1 + Z^2 \alpha \pi}}$$

$$H = \sum_{i=1}^k \left[\frac{S_i}{N_i} \right]^2 * N_i$$

其中 P* = critical control level

$Z_{\alpha} = Z$ - value when $P(z < Z) = \alpha$

α = 在股東會贏得勝選的機率(假設=1, Z-Vaule=3.32)

H = 衡量股權集中度之 H 指數

S_i = 第 i 群股東之總持有股份 %

N_i = 第 i 群股東之總股東人

¹⁶ 直接盈餘分配權=(家族個人持股%+家族未上市公司持股%)

第四節 公司治理構面之敘述統計

表 8、9 為私募與現金增資兩組樣本在五個公司治理構面之敘述統計。我們將私募與現金增資樣本依據公司治理變數分成五大結構來看，以平均數來分析。

首先，股權結構方面，私募公司的股權集中度為 12.85%，現金增資為 15.60%，顯示現金增資公司的股權分配較為集中。在最終控制者的現金流量權方面，私募公司平均為 18%，現金增資樣本為 25%，顯示現金增資公司的最終控制股東握有較多的盈餘分配權，隱含控制股東與公司的利益目標越趨於一致，更會努力經營公司，進而公司績效與價值應會較高。在控制權方面，若以股份控制權(投票權)來衡量，現金增資樣本平均為 30%，私募樣本平均為 22%，但以控制股東掌控的董監席位比率(席次控制)來看，很明顯私募樣本(約 55%)高於現金增資樣本(50%)，顯示董事會家族與內部化程度在私募樣本公司較明顯。

另外，本研究亦比較兩樣本的股份盈餘偏離差，此變數主要根據 La Porta et al.(1999)和 Claessens et al(2000)指出，上市(櫃)的控制股東常透過金字塔結構、交叉持股與參與管理等方式，來達成對公司的控制，造成控制股東投票權(或占有之董監事席位比率)與現金流量權偏離的現象，此偏離程度愈大，隱含控制股東越有誘因侵佔小股東的財富，也就是控制股東與小股東之間的代理問題會益趨嚴重。表中顯示，兩樣本在股份盈餘偏離差這個變數的差異不大(分別為 3.95%與 4.92%)。此外，現金增資樣本的董監事、經理人的持股率均比私募公司來得高。

在董(監)事會組成結構方面，現金增資樣本的平均董監事席位較多，平均為 9.5 席，獨立董監事席位在公開發行樣本平均 1.71 席，明顯高於私募樣本的 1.32 席。顯示獨立董事與監察人在現金增資樣本中較能發揮其對公司的監督力量，公司面臨財務困境的可能性應該較低。

在關係人融資方面，可以明顯的看出，關係人融資比率在私募樣本中明顯較高(4.5%)，顯示私募公司較有可能透過關係人交易進行利益輸送的行為。現金增資樣本的關係人融資比例僅 0.47%，此點與前述所提到的，現金增資公司的控

制股東現金流量較高相呼應，因為當控制股東的現金流量權愈大，控制股東愈會努力經營，而降低關係人股權交易。

在董(監)事介入股市方面，私募樣本的董監質押比率平均高達10%，高於現金增資樣本的6%，表示私募普通股之董監事信用高度擴張，利用自身股票以質押的方式取得銀行貸款、進而投入股市，一旦股價持續下跌，董監事為使質押股票不遭銀行斷頭，可能動用公司資金進入股市護盤，因而造成小股東權益受損。

最後，以資訊透明度構面來看，資訊透明度指標分數是根據第五屆資訊揭露評鑑結果，將資訊透明程度由高至低依序給予每家公司分數。很明顯地，採行現金增資的樣本其資訊透明度平均分數較高，約3.67分。私募樣本資訊透明度指標分數為2.64分，代表資訊揭露程度越高的公司，越傾向於公開發行。

綜合表8、9的結果，我們大致發現：採行私募的公司最終控制股東持股比例雖然較小，但掌控公司董監事席位的比率卻比現金增資樣本高。此外，具有獨立行使監督與查核職權的獨立董監事席位也明顯較低。關係人融資比率、董監質押比率皆明顯偏高。這些特性顯示，整體而言，私募樣本的公司治理比現金增資樣本表現較差。

表 8 私募股權樣本五大公司治理構面之敘述統計

A、股權結構	平均數	中位數	最大值	最小值
股權集中度(%)	12.85	12.22	46.44	1.63
現金流量權(%)	18.23	15.03	69.28	0.13
股份控制權(%)	22.18	19.01	69.87	0.22
席次控制(%)	54.97	50.00	100.00	10.00
股份盈餘偏離差(%)	3.95	0.82	48.42	0.00
董監持股率(%)	20.32	17.3	70.76	0.13
董事持股率(%)	17.98	15	69.37	0
監事持股率(%)	5.42	2.07	48.77	0
經理人持股(%)	2.22	0.86	20.47	0
大股東持股率(%)	17.32	15.1	65.56	0
B、董(監)事會組成	平均數	中位數	最大值	最小值
董監席次	8.69	9	16	1
董事席次	6.17	6	13	0
監事席次	2.52	3	4	1
獨立董監席次	1.32	0	6	0
獨立董事席次	0.85	0	4	0
獨立監事席次	0.47	0	2	0
控制席次	4.56	4	13	1
控制董事席次	3.74	4	10	0
控制監事席次	0.81	1	3	0
董事席次控制(%)	62.59	60	100	0
監事席次控制(%)	35.53	33.33	100	0
C、關係人交易	平均數	中位數	最大值	最小值
關係人融資(%)	4.53	0	314	0
D、董(監)事介入股市	平均數	中位數	最大值	最小值
董監質押比率(%)	10.33	0	100	0
董事質押比率(%)	9.82	0	100	0
監事質押比率(%)	8.74	0	100	0
E、資訊透明度	平均數	中位數	最大值	最小值
透明度指標分數	2.64	3	5	1
自願性揭露(虛擬變數)	0.010	0	1	0

1. 私募總樣本數為 307 件。

2. 資料來源取自「台灣經濟新報資料庫」與「CMoney 法人投資決策支援系統資料庫」。

3. 所有變數皆取自私募宣告日前一年底之資料。

表 9 現金增資樣本五大公司治理構面之敘述統計

A、股權結構	平均數	中位數	最大值	最小值
股權集中度(%)	15.60	14.86	52.39	2.22
現金流量權(%)	24.57	21.67	79.42	0.29
股份控制權(%)	29.48	26.68	79.42	1.71
席次控制(%)	50.06	50	100	8.33
股份盈餘偏離差(%)	4.92	1.41	51.60	0.00
董監持股率(%)	25.17	22.18	74.31	3.04
董事持股率(%)	22.34	19.33	74.31	3.01
監事持股率(%)	5.92	2.29	61.85	0
經理人持股(%)	2.28	1.14	19.24	0
大股東持股率(%)	16.35	14.39	63.51	0
B、董(監)事會組成	平均數	中位數	最大值	最小值
董監席次	9.49	10	26	4
董事席次	6.65	7	21	3
監事席次	2.84	3	5	0
獨立董監席次	1.71	2	6	0
獨立董事席次	1.11	2	4	0
獨立監事席次	0.60	1	2	0
控制席次	4.74	4	16	1
控制董事席次	3.82	4	13	1
控制監事席次	0.92	1	4	0
董事席次控制(%)	57.84	57.14	100	11.11
監事席次控制(%)	32.85	33.33	100	0
C、關係人交易	平均數	中位數	最大值	最小值
關係人融資(%)	0.47	0	20	0
D、董(監)事介入股市	平均數	中位數	最大值	最小值
董監質押比率(%)	5.92	0	93.94	0
董事質押比率(%)	6.17	0	90.18	0
監事質押比率(%)	4.59	0	99.97	0
E、資訊透明度	平均數	中位數	最大值	最小值
透明度指數分數	3.67	4	6	1
自願性揭露(虛擬變數)	0.041	0	1	0

1. 現金增資總樣本數為 294 件。

2. 資料來源取自「台灣經濟新報資料庫」與「CMoney 法人投資決策支援系統資料庫」。

3. 所有變數皆取自現金增資宣告日前一年底之資料。

第四章 實證結果分析與討論

表 10 以羅輯斯迴歸(logistic Regression)分析公司治理的各項指標是否影響企業權益融資管道的決策。總計私募樣本 307 件，現金增資樣本 293 件。被解釋變數為公司增資方式之虛擬變數，私募公司設為 1，現金增資公司設為 0。公司治理變數包含五個構面：股權結構、董監事結構、關係人交易、董監事介入股市與資訊透明度。由於公司財務狀況（獲利能力、負債比率、公司規模）與發行條件（發行比率與發行折溢價情況）也可能影響私募決策，模型中一併加入當作控制變數。在發行條件部分，我們額外放入電子產業與多次發行的虛擬變數，由於電子產業需要大量專業知識的投入，以及具有專業知識者共同創業，在需要大量資金投入的情況下，使其股權結構較一般產業分散，此特性也可能導致電子產業與一般產業的公司治理結構有所差異。此外，在研究期間內，發現多家公司於一年內或兩、三年內進行連續增資的現象，為檢驗企業連續增資的行為是否與私募決策有關，我們亦在實證中加入多次發行的虛擬變數。

模式一僅放入公司治理五個構面的解釋變數，表中顯示，股權集中度、董(監)席次與透明度指數的估計係數皆顯著為負，表示股權集中度愈高、董(監)席次越多、透明度指數愈高的公司，越傾向於公開現金增資。關係人融資比率與大股東持股率的估計係數顯著為正，顯示關係人融資比率越多，大股東持股比率越高的公司，越傾向於進行私募。模式一的估計結果大致與表 8、9 的敘述統計結果一致。模式二中，我們將股份控制權與席次控制權剔除，放入股份盈餘偏離差，此變數主要用來衡量控制股東與小股東之間代理問題的嚴重性。模型二估計結果顯示，股權集中度、董監席次、大股東持股率、關係人融資比率與透明度指標分數皆為顯著，但股份盈餘偏離差的估計係數不顯著，顯示控制股東的控制權與現金流量權偏離程度與企業私募決策之間無顯著相關。模式三中加入公司特性與增資發行條件當作控制變數，估計結果顯示，公司規模越大、獲利能力越高的公司越傾向採現金增資。此外，連續增資的企業則會傾向採私募，可能是因為私募制度具有融資彈性便利，並可節省發行費用等優點，因而獲得對增資有較高需求的企

業所青睞。電子產業虛擬變數之係數不顯著，顯示公司治理變數對電子業與非電子業的私募決策影響效果無顯著差異。

綜合表 10 的結果，我們發現公司治理表現越好（股權集中度愈高、董監事席次愈大、透明度愈高）的上市(櫃)公司，越傾向於採現金增資，反之，公司治理表現較差的上市(櫃)公司(股權集中度愈低、董監事席次愈小、透明度指數愈低)，愈傾向於採私募方式募集資金。

表 10 羅輯斯迴歸

本表為羅輯斯迴歸(logistic Regression)之估計結果。總計私募樣本 307 件，現金增資樣本 293 件。被解釋變數為公司增資方式之虛擬變數，私募公司設為 1，現金增資公司設為 0。公司治理包含五個構面：股權結構、董監事結構、關係人交易、董監事介入股市與資訊透明度。透明度指標分數為根據第五屆資訊揭露評鑑結果，將資訊透明程度由高至低給予分數，最高為 6 分，以此類推。自願性揭露為虛擬變數，屬於自願性揭露的公司，此變數設為 1，否則為 0。公司特性變數包含公司規模、負債比率、每股盈餘。發行特性變數包括：增資比率= 發行股數/增資宣告後一年總股數，發行折(溢)價=(發行價格-宣告後一日收盤價)/宣告後一日收盤價，若公司為電子產業，則電子業 dummy=1，若公司於本研究期間至少進行私募或現金增資二次以上，則多次增資 dummy=1。() 內之數字為機率值，上標*、**及***分別代表 10%、5%及 1%之統計顯著水準。

	(1)	(2)	(3)
截距	3.995*** (0.00)	4.561*** (0.00)	7.759*** (0.00)
股權結構變數			
股權集中度	-7.823*** (0.00)	-8.606*** (0.00)	-10.892*** (0.00)
現金流量權	-1.500 (0.27)	-2.651*** (0.00)	-1.071 (0.48)
股份控制權	-1.456 (0.34)		-0.858 (0.61)
席次控制權	0.654 (0.21)		0.496 (0.42)
股份盈餘偏離差		-0.878 (0.54)	
大股東持股率	2.540*** (0.01)	2.425** (0.02)	2.036* (0.09)
董事持股率	1.598 (0.20)	1.688 (0.17)	1.337 (0.32)
董監事結構			
董監席次	-0.139*** (0.01)	-0.163*** (0.00)	-0.055 (0.38)
關係人交易			
關係人融資比率	9.225*** (0.00)	8.937*** (0.00)	9.594*** (0.00)
董監事介入股市			
董監質押比率	0.066 (0.91)	0.276 (0.62)	-0.201 (0.76)
資訊透明度			
透明度指標分數	-0.639*** (0.00)	-0.643*** (0.00)	-0.264*** (0.01)
自願性揭露(dummy)	-0.732 (0.32)	-0.709 (0.33)	-0.335 (0.65)
公司特性變數			
公司規模			-0.283** (0.03)
負債比率			0.628 (0.39)
每股盈餘			-0.243*** (0.00)
發行特性變數			
增資比率			1.235* (0.09)
折溢價幅度			0.077 (0.40)
電子業(dummy)			-0.157 (0.52)
多次增資(dummy)			1.082*** (0.00)
樣本數	600	600	600
R2	0.21	0.21	0.34

第五章 結論

自 2002 年開放私募制度以來，企業採用私募發行普通股的比重逐年增加，且有多家公司在本研究期間出現連續私募或現金增資的現象。過去文獻大多從公司特性的觀點來分析企業為何選擇私募？本研究嘗試以公司治理的觀點來探討企業私募決策的行為。

本文研究發現，國內採行私募的企業主要有以下幾點特性：獲利能力不佳、負債比率偏高、公司規模較小。從公司治理的角度來看，採行私募的公司最終控制股東持股比例雖然較小，但掌控公司董監事席位的比率卻比現金增資樣本高。此外，具有獨立行使監督與查核職權的獨立董監事席位也明顯較低。關係人融資比率、董監質押比率皆明顯偏高。這些特性顯示，整體而言，私募樣本的公司治理表現較差。

相關文獻指出，私募可引進大股東，為公司帶來正向的監督效益。但另一方面，私募卻也可能提供內部人攫取利人利益或進行掏空公司的一個管道。本文研究發現採行私募企業的公司治理程度普遍較差，顯示私募制度隱藏的黑暗面值得國內主管機關加以重視與解決。

專題口試委員提問與建議：

委員一：林恭正主任提問

一、為什麼採用私募的樣本公司獨立董(監)事席位比採現金增資的公司低？

答：從表 8、9 看出，在董(監)事會組成結構方面，獨立董(監)事席位在現金增資樣本平均 1.71 席，明顯高於私募樣本的 1.32 席。顯示獨立董事與監察人在現金增資樣本中較能發揮其對公司的監督力量，公司面臨財務困境的可能性應該較低。

二、台灣獨立董監事設立的法規？

答：台灣證券交易及櫃檯買賣中心於 2002 年要求，新上市上櫃公司必須有兩名獨立董事與一名獨立監察人，但此規定並不適用於已上市上櫃公司。

委員二：張呈徽老師提問

一、資訊揭露評鑑系統從哪一年開始？為什麼參考第五屆評鑑結果來衡量透明度指標分數？

答：此評鑑系統自民國 92 年 5 月起開始並進行第一屆上市櫃公司之資揭露評鑑，原則上該評鑑一年辦理一次，每年 5 月至 6 月於證券暨期貨市場發展基金會資訊揭露評鑑系統之公佈評鑑結果，至今已公佈五屆。因為第五屆受評鑑的上市(櫃)公司有 94%之高，受評公司比前四屆齊全。

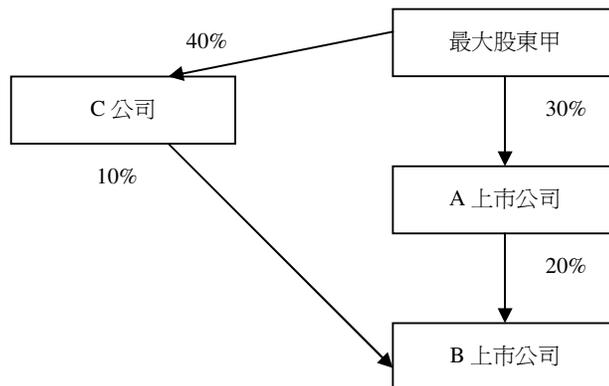
二、如果公司現在缺錢，以公司的角度去籌資，會選擇私募還是現金增資？

答：私募。因為私募程序較簡單，所須時間較短，當公司有急迫性的資金需求時，私募有價證券較能掌握其時效性。

附錄一

以下舉例係參考葉銀華等人(2002)。圖二中，最大股東甲對 A 上市公司為直接控制，並未造成投票權偏離現金流量權的情況，然而甲卻透過金字塔結構控制 B 上市公司。最大股東甲對於 B 上市公司有二條控制鏈，透過 A 公司的控制鏈上，其最小股權為 20%，透過 C 公司的控制鏈上，其最小股權為 10%，二者相加即得最大股東甲對 B 公司的控制權，即 30%。在現金流量權方面，透過 A 公司與 C 公司而來的現金流量全分別為 6% ($30\% * 20\%$) 與 4% ($40\% * 10\%$)，二者合計為 10%。因此，甲對 B 公司的控制權與現金流量權偏離程度為 20%。

圖二：最終控制對 A、B 公司之控制鏈



擴展圖二的例子，如果 B 上市公司再出資購買 A 上市公司的股票，則形成交叉持股的狀況，此時最大股東甲對 A 上市公司也增加了間接股權。另外，在過去台灣上市公司經常會透過轉投資成立投資公司再買回母公司股票，此亦為另一種型態的交叉持股。例如：A 上市公司與 B 上市公司分別出資成立 X、Y 投資公司，再買回母公司股票，則最大股東甲又增加了對 A、B 上市公司投票權，卻未再增加出資投入這兩家上市公司。

參考文獻

中文文獻

- 劉連煜（1995），「公司監控與公司社會責任」，台北：五南圖書。
- 薩門等著，林宜賢等譯（2001），「公司治理」，台北：天下遠見。
- 黃銘傑（2001），「公開發行公司法制與公司監控」，台北：元照出版公司。
- 葉銀華、李存修、柯承恩（2002），「公司治理與評等系統」，台北：商智文化。
- 陳依蘋（2002），透明度與企業價值，會計研究月刊，第200期；45-54。
- 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，輔仁大學金融所未出版碩士論文。
- 國策文教基金會、李存修、葉銀華（2000），上市（櫃）公司發生財務危機之案例分析與因應措施之研究，台北：台灣證券交易所研究報告。
- 蘇永盛、陳福東（2006），私募公司特性之研究，創新、整合與應用研討會。

英文文獻

- Berle, A. A. and C. G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*. New York : MacMillan, 1932.
- Chen and Hu, 2001 “The controlling shareholder’s personal stock loan and firm performance,” Working Paper, Department of Finance, National Taiwan University.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and H. P. Lang, 1999, “Expropriation of minority shareholders : Evidence from East Asia,” Policy research working paper 2088, The World Bank.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang, 2000b “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No.1-2, pp.81-112.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach, and E. Friedman, 2000, “Corporate Governance in the Asian Financial Crisis,” *Journal of Financial Economics* 58, 141-186.
- Lang, M. H., & Lundholm. R.J. 1996. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review*, 71(4), 467- 492
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, 1999 “Corporate Ownership

- around the World,” *Journal of Finance*, Vol. 54, pp.471-517.
- Lee, T. S., Y. H. Yeh, 2002 “Corporate Governance and Financial Distress: Evidence from Taiwan, ” Working Paper, Department of Finance, National Taiwan University.
- Lang, M., and R. Lundholm. 1993. Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research* 31: 246. 271.
- Sudha K., P. S. Spindt, and V. Subramaniam, 1999, “Information asymmetry, monitoring, and the placement structure of corporate debt”, *Journal of Financial Economics* 51, 407- 434.
- Maksimovic, V. and P. Pichler, “Private versus Public offerings: optimal selling mechanisms with adverse selection. ”Working paper SSRN, FEN Cap-Structure WPS, 1999.
- Myers, S.C. and N.S. Majluf, “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have.” *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221, 1984.
- Prowse, S., 1998, “Corporate Governance: Emerging Issues and Lessons from East Asia,” *Responding to the Global Financial Crisis—World Bank mimeo*.
- Rajan, R., and L. Zingales, 1998, “Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis,” *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Wruck, K. H. 1989. “Equity ownership concentration and firm value.” *Journal of Financial Economics*, 23, 3-28, 1989.
- Yeh, Y. H., and T. S. Lee, 2002, “Corporate Governance and Corporate Equity Investments : Evidence from Taiwan,” *The 9th Global Finance Conference, Beijing, China*.