

公開募集或私募有價證券之決定因素 及其市場反應

謝宛庭*

國立高雄應用科技大學會計學系

吳清在

國立成功大學會計學系

摘要

台灣於 2002 年 2 月 6 日修訂《證券交易法》首度允許公開發行公司用私募方式發行股票或公司債，嗣後企業可用公開募集或私募方式來籌資及融資。本研究首先探討台灣上市櫃公司私募有價證券之決定因素，實證結果發現：台灣上市櫃公司是否選擇私募有價證券（包括「普通股」及「公司債」）受到發行成本、逆選擇成本、道德危險成本、所有權結構等因素之影響，而股市榮枯與是否為電子業兩因素僅會影響私募普通股，而不會影響私募公司債。值得注意者為經理人之持股比率在私募普通股與私募公司債之影響因素相反：當經理人之持股比率越低，企業越會採行私募普通股之籌資方式以引進新團隊，當經理人之持股比率越高，企業越會採行私募公司債之籌資方式而避免稀釋股權。

其次，就私募之市場反應而言，本研究發現：台灣股市對上市櫃公司宣告私募「普通股」，相較於宣告公開募集普通股，更有顯著之正面市場反應，顯示對私募企業資訊不對稱及公司治理改良之期望，然而企業宣告私募「公司債」之市場反應與並不與公開募集「公司債」有顯著差異。

關鍵詞： 私募、公開募集、逆選擇、道德危險

* 通訊作者。本文作者感謝兩位匿名評審委員與總編輯金成隆教授對文稿提供許多寶貴之修改意見，使得本研究能夠更加完善地呈現在讀者面前。文中若仍有錯誤，概屬兩位作者之文責。

收稿日：2005 年 12 月

接受日：2009 年 3 月

四審後接受

Determinants and Market Reactions: Public Offering vs. Private Placement

Wan-Ting Hsieh*

Department of Accounting
National Kaohsiung University of Applied Science

TsingZai C. Wu

Department of Accounting
National Cheng Kung University

Abstract

Through an amendment to the *Securities Exchange Law*, the Securities and Future Bureau of Taiwan started to allow private placement from February 6, 2002 on. We investigate a firm's choice between public offering and private placement for listed firms in Taiwan. Our empirical results show that the issue cost, the adverse-selection cost, the moral-hazard cost, and the ownership structure are significant determinants for the choice of private placement for both stock issuance and bond issuance. The stock market performance and the electronic-industry attribution are also determinants for the private placement for stock issuance, but not for bond issuance. The associations between managers' shareholdings and private placement for stock issuance and bond issuance are in opposite direction. For stock issuance, the *lower* the managers' shareholdings are, the higher the probability of private placement will be. For bond issuance, however, the *higher* the managers' shareholdings are, the higher the probability of private placement will be.

We also examine the market reactions to the announcements of offering choices. Tests of the shareholders wealth effects of offering-choice announcements reveal that, as expected, the market reaction to the announcement of private equity placement is significantly positive compared to that of the public equity offering. The positive market responses to the private equity offering are significantly related to the adverse-selection cost, the morale-hazard cost, and the corporate-governance cost. However, market does not significantly react differently to private placement and public offerings for debt securities.

Keywords: *Private placement, Public offering, Adverse selection, Morale hazard.*

Submitted December 2005

Accepted March 2009

After 4 rounds of review

壹、前言

台灣股票公開發行公司在辦理籌資時，通常皆以現金增資或發行公司債為主要方式。由於台灣之證券發行主管機關（行政院金融監督管理委員會·證券暨期貨管理局）對於公開籌資計畫有嚴格之流程及限制，造成公開籌資時程過長，若其間遇到股市不佳，根本無法因應企業之資金需求。因此，立法院於 2002 年 2 月修訂通過《證券交易法》第二章第三節（有價證券之私募及買賣）納入「私募」制度，增訂第 43-6 條（「有價證券及公司債之私募」¹）、第 43-7 條（「有價證券之私募及再行賣出之禁止行為」）、第 43-8 條（「私募有價證券再轉讓之條件」）。所謂「私募」，即是公開發行公司向特定個人、法人或機構募集資金。以籌資對象人數之多寡而言，私募明顯少於公開募集資金，而參與私募之投資人多為專業之個人或法人，也願意、而且能夠負擔收集私募企業資訊之成本，因此，各國政府通常對私募之管制相對較少。由於企業之私募在台灣乃 2002 年以後才有之資金募集方式，其與台灣企業行之有年之公開募集資金方式，不論在動機上或市場反應上皆值得進行比較與探究。本研究乃針對台灣上市櫃公司選擇有價證券籌資方式（公開募集或私募）探討其決定因素，並檢視這兩種不同籌資方式之資訊內涵。

從 2002 年 2 月迄 2005 年 9 月為止，台灣共有 98 家²公開發行公司私募有價證券（包括股票及公司債），創下 2002 年開放私募制度以來的新高紀錄，企業透過私募可以快速解決企業資金需求，這也是私募籌資盛行之主因。私募籌資除不必事前取得證期局核准外，能夠大幅縮短企業募集資金之時間、減少籌資費用而加快籌資速度之外，私募增資股也沒有原股東優先認購之問題，有利於財務困難企業迅速引進新經營者加入，挽救岌岌可危之生存命脈。而證期局引進私募制度，除可活絡台灣之證券市場外，並使台灣證券市場之發行制度³，與美、日、英等先進證券市場公開募集、私下募集並存之制度同步。

¹ 《證券交易法》第 43 條之 6（有價證券及公司債之私募）

公開發行股票之公司，得以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，對左列之人進行有價證券之私募，不受第 28 條之一、第 139 條第二項及公司法第 267 條第一項至第三項規定之限制：

- 一、銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或機構。
 - 二、符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金。
 - 三、該公司或其關係企業之董事、監察人及經理人。
- 前項第二款及第三款之應募人總數，不得超過三十五人。

²

年度	2002 年	2003 年	2004 年	至 2005 年 9 月	總計
家數	13 家	48 家	70 家	98 家	229 家

註：由於部分公司多次私募，實際只有 173 家不同公司。

資料來源：本研究整理自公開發行公司在「公開資訊觀測站」宣告私募資金之資料。

³ 目前台灣私募制度規範已較其他各國嚴格，除三年內不得轉讓規定外，相較於國外私募案件只需要董事會通過，台灣公開發行公司之私募尚需股東會特別決議通過。

私募籌資在台灣有成功之案例，亦有失敗之案例。2005 年在鴻準、首利、廣宇等鴻海家族成員股價大漲之影響下，沾上鴻海家族邊緣之英群私募台幣一億元，也因鴻海旗下之聯巨參與入股，股價卻能從不到 6 元，最高衝上 15.6 元，大漲 1.6 倍，即使 2004 年英群每股虧損 6.24 元，每股淨值低於票面而被取消信用交易。另外，製造 LED 之光磊，引進國外特定人認購，並與日亞化學、日立電纜等二家日商企業結盟，完成一億股資金之私募案，除對光磊有實質之資金挹注外，對未來光磊之業務拓展並可發揮正面效果，此種跨國結盟，等同日本企業在台借殼上市，也讓光磊充滿轉機之想像空間，股價從 2005 年初之 4.2 元，一路飆漲至 13.2 元。除光磊、英群外，不少小型電子股如：九德、勁永、天揚、宣得、鴻運電、銳普、美齊、訊碟等，皆因辦理私募而出現不小之股價行情。以此觀之，私募除能救活病入膏肓之企業外，尚能藉以進行購併及策略聯盟，壯大彼此之聲勢。然而，私募不一定是票房保證，銳普因爆發私募入主團隊以假交易方式掏空企業資產，而遭台灣證券交易所打入全額交割股，造成股價重挫。私募資金之挹注並非低價股起死回生之保證，重點在於參與私募之企業是否能為原企業帶來附加價值，透過新資金、新團隊、新業務，以及入股股東之附加價值，讓企業成功轉型。因此，私募之資金來源、參與認購之特定人身分及目的，將是影響私募企業未來成敗之關鍵。

歐美企業以私募有價證券方式籌措資金極為普遍，私募制度已成為財務市場之重要媒介，Opler and Titman (1993)發現美國企業在 1980 年早期至中期進行私募之交易開始增加，而美國企業在 1982 年至 1989 年間因為併購盛行，使得企業私募機率更加提高(Mitchell and Mulherin 1996)，而晚近 Toms and Wright (2005)亦發現美國企業在 1990 年晚期進行私募交易顯著增加，估計 1992 年底美國企業私募債務金額為 8,190 億，此金額超過美國企業長期負債之 50% (Carey, Prowse, Rhea and Udell 1993)。另外，Weir, Laing, Wright and Burrows (2004)發現英國企業在 1990 年晚期私募交易已經很普遍，在 1997 年至 1999 年間企業私募有價證券之數量大幅增加，而在 1998 至 2001 年間企業私募有擔保及次順位公司債佔企業私募有價證券之 66.9%。國外之私募常是小企業之主要籌資方式，低知名度之小公司受限於嚴重之資訊不對稱、較高之公開發行成本，以及在公開市場發行公司債受限，以私募方式發行有價證券最為便捷(Blackwell and Kidwell 1988)；另一方面，私募亦為高知名度大企業之重要籌資方式，因為私募有價證券可以降低發行成本及代理成本(Carey et al. 1993)。

台灣自 2002 年開始實施私募制度，但在私募制度實施初期僅有極少數企業採行，但 2004 年以來台灣地雷股頻傳，公開籌資環境惡化，上市櫃公司逐漸以私募方式取代公開募集以籌措資金，私募公司之樣本已累積到統計上有意義之家數。因此本研究探討台灣上市櫃公司選擇有價證券籌資方式之決定因素，以及公司宣告私募或公開募集有價證券對股東財富之影響。本研究認為企業經理人可能在企業之逆選擇成本或道德危險成本較高時進行私募，出售有價

證券給較有效率取得資訊之特定投資人；另外，企業內部人為維持其控制權，也會影響企業私募決策之制定；而企業也會考慮企業股價績效、股票市場績效以決定是否進行私募之時點及考慮發行成本。另外，企業私募股票或私募公司債之考量也可能有所不同，所以本研究亦分別探討其決定因素。本研究並探討台灣上市櫃公司宣告私募或公開募集有價證券對股東財富之影響。

台灣地區之公開發行公司自 2002 年修訂《證券交易法》後，開始可以用私募方式發行股票及公司債，但美國私募制度早已行之有年。因此，即使國外文獻指出企業私募有價證券能降低資訊不對稱與強化公司治理機制，但有鑑於美國私募制度在應募人資格、人數、轉售、申報與台灣有所不同，加之台灣股市散戶比例相對美國為高⁴，台灣企業選擇私募或公開募集有價證券之考量與市場反應是否異於國外文獻頗值探討。此外，本研究亦考量《公司法》第 248 條、249 條及 250 條有關公司債發行時，公開募集與私募對公司獲利能力要求之有無⁵，以及發行成本與產業等因素，如何影響台灣企業選擇籌資方式與其市場反應。

本研究之貢獻在於考量台灣在私募制度及市場參與者之特殊性，探討台灣上市櫃公司公開募集與私募資金之動機與市場反應。此外，本研究亦分別就權益證券與債務證券分別探討，以期瞭解其間之不同。本研究實證結果發現台灣上市櫃公司：(一) 私募「普通股」之公司，主要受到企業發行成本、逆選擇成本、道德危險成本、所有權結構、進入市場時點與產業因素所影響；(二) 私募「公司債」之公司，則僅受到發行成本、逆選擇成本、道德危險成本、所有權結構之影響，而進入市場時點與產業因素則非私募「公司債」之顯著決定因素；(三) 宣告私募「普通股」相較於宣告公開募集「普通股」有較為顯著之正面市場反應，然而企業宣告私募「公司債」與宣告公開募集「公司債」之市場反應並沒有顯著差異；(四) 私募企業之逆選擇成本或道德危險成本越高，則越可因私募投資人之加入而強化公司治理。

以下第二節為探討企業私募普通股及私募公司債之決定因素之相關文獻回顧，第三節為說明企業選擇有價證券籌資方式之決定因素及企業宣告私募或公開募集有價證券對股東財富影響之研究假說及研究設計，第四節為實證結果及分析、敏感性分析，第五節則為本研究之結論及建議。

⁴ 2005 年美國 NYSE 機構投資者占 71.79%，台灣證券交易所之機構投資者只占 44.95%，美國參與私募之對象通常是具有經驗及資力之投資人或投資機構，為確保參與私募能夠獲利，私募投資人會進一步了解公司之營運，甚至參與公司之經營，以改善公司治理結構。然而，台灣家族企業盛行，私募投資人對各公司之持股比率可能不足與公司少數控制股東相比，而無法發揮其影響力，此外，國內不少私募投資人不是公司少數控制股東，就是與特定財團有所牽連，可能也無法發揮監控公司之功效。

⁵ 台灣《公司法》第 250 條及 249 條明確規定公開募集公司債之公司，其獲利能力須達到特定標準（公司最近三年稅後平均淨利須達原定發行公司債應付年息總額 100%〔發行普通公司債〕或 150%〔發行無擔保公司債〕），私募公司債依 2001 年 11 月 12 日修訂之《公司法》第 248 條第二項規定，豁免上述公司獲利能力之要求。

貳、文獻回顧

一、企業私募有價證券在美國與台灣

目前，台灣對於私募有價證券之管制較美國為嚴格，不論是在私募應募人資格、應募人數、轉售、還是申報等方面⁶：

(一) 私募應募人資格：美國證券管理委員會(U. S. Securities and Exchange Commission, SEC)規定出售有價證券給不特定投資人必須向 SEC 註冊登記，但允許小額公開發行之證券 (Rule 504 [100 萬美金以內之公開募集]，Rule 505 [500 萬美金以內之公開募集]) 及私募 (Rule 506) 得免向 SEC 註冊登記 (稱之為 Regulation D)。台灣之私募制度係排他設計，為保護投資大眾，證券發行人僅得對《證券交易法》第 43 條之 6 第一項之「經認可投資人」(Accredited Investors) 私募有價證券。台灣之私募制度嚴格界定應募人之資格，不准私募證券賣給經認可投資人以外之投資人，私募證券之出售對象受到限制，雖可保護投資大眾，但亦會影響私募資金之籌措。

(二) 私募應募人數：美國 SEC Rule 506 規定私募證券賣給非「經認可投資人」之人數上限為 35 人，但賣給「經認可投資人」則無限制；而台灣之《證券交易法》第 43 條之 6 第一項規定私募證券僅可賣給「經認可投資人」，而第二項規定其人數上限為 35 人。因此，台灣之私募證券除投資人之人數限制較為嚴格外，並缺乏美國法制所規定之「熟練投資人」(sophisticate investors) 參與私募之規定。

(三) 私募轉售：美國 SEC Rule 144A 允許私募投資人轉賣「非上市櫃公司」之私募有價證券，從而在投資團體中建立一個不受限制之次級交易市場；而台灣則規定「公開發行公司」(包括「非上市櫃公司」) 發行之私募有價證券有三年之閉鎖期，除符合某些法定條件者外⁷，自該私募之有價證券交付日起滿三年，應募人及購買人始得再行賣出 (《證券交易法》第 43 條之 8)。

(四) 私募申報：美國規定私募有價證券無需向證管會登記註冊與申報，台灣則規定「該公司應於股款或公司債等有價證券之價款繳納完成十五日內，檢附相關書件，報請主管機關備查」(《證券交易法》第 43 條之 6 第五款)。在台灣，企業私募有價證券須經申報金管會證期局後始能生效。

⁶ 美國 SEC 網站 (例如：<http://www.sec.gov/answers/rule506.htm>, <http://ecfr.gpoaccess.gov>)。

⁷ 這些法定條件包括：「無同種類之上市櫃有價證券」、「交付日起第三年依主管機關所定持有期間及交易數量之效限制」、「私人間三個月以上一個交易單位」、「法規定所生效力之轉移」等。

二、私募或公開募集有價證券動機之文獻

過去文獻探討企業私募或公開募集有價證券之動機，大多分別探討企業選擇新股發行方式或選擇公司債發行方式之決定因素，本研究綜合其理論分別敘述如下：

(一) 發行成本之考量

企業在公開市場發行有價證券，通常須要支付承銷商或投資銀行鉅額費用、並支付向主管機關申請發行之費用、會計師及法律費用及其他交易成本，所以企業在公開市場發行有價證券之發行成本較私募為高。例如：Bhagat and Frost (1986)、Smith (1986)指出企業在公開市場發行公司債之費用較高，因此企業唯有發行公司債之金額較大時，才會在公開市場發行公司債，Carey et al. (1993)認為企業在公開市場發行公司債須超過馬克一億元才具有成本效益，Kwan and Carleton (1995)指出企業私募公司債較公開募集公司債不但發行成本低，其契約條款也較有彈性。因此，當企業發行有價證券之金額較小時，應採用私募方式以降低單位發行成本。

(二) 逆選擇成本之考量 (釋放內部資訊)

企業選擇新股發行方式，文獻有以企業內部經理人與外部投資人因資訊不對稱，造成外部投資人可能做出不當投資 (逆選擇) 之成本來探討者，例如 Hertzels and Smith (1993)、Maksimovic and Pichler (1999)、Subrahmanyam and Titman (1999)指出攸關公司價值之資訊內外不對稱越嚴重，企業越可能選擇以私募方式籌資，將公司內部資訊提供應募者 (降低資訊不對稱)，以傳達有利之訊息給外部投資人。Wu (2004)指出 14.35% 企業會私募發行新股，32.14% 企業仍在公開市場發行新股，私募股權成為企業之重要籌資方式之一，作者也發現資訊不對稱越嚴重之企業，越可能藉由私募股權來募集資金。Cronqvist and Nilsson (2004)認為逆選擇成本較低時，現金增資會選擇不經由承銷商，此時企業發行成本最低；倘若逆選擇成本很高時，則現金增資會選擇以私募方式籌資。因此，僅有在資訊不對稱，可能造成外部投資者做出逆選擇之成本很高時，企業才會選擇私募股權。

(三) 道德危險成本之考量 (降低代理成本)

在所有權與管理權分離的現代企業，由於企業經理人與股東資訊不對稱，在企業有舉債時經理人可能存在「低度投資」及「資產替代」⁸兩種道德危險成本 (為代理成本之一部分)。Jensen (1986)指出企業低度運用借款意味著企業

⁸ Myers (1977)認為企業有債務時，則扣除清償債務本金及利息以後之現金流量才是股東所享有，為求獎酬，經理人僅會接受淨現值超過債務面值之投資計畫，而放棄某些淨現值為正之投資計畫 (即「低度投資」)；另外，投資機會較多之企業其經理人為求獎酬也可能以高風險資產來取代低風險資產 (即「資產替代」)。

可能沒有承受債權人密切監督之壓力，則經理人可能追求自我利益極大化而損及公司價值，此時企業可亦藉由私募集資來降低道德危險成本。Montgomery (1994)認為企業多角化及低成長，會增加經理人侵害股東利益之機率而造成企業代理成本增加，此時企業可藉由私募有價證券來降低道德危險成本。而企業風險較高、獲利能力較低或有較好的投資機會，可以藉由私募有價證券來降低道德危險成本(Gomes and Phillips 2004)。

此外，以道德危險成本（代理成本）來探討企業選擇公司債發行方式之文獻，例如 Myers (1977)、Barclay and Smith (1995)等指出企業成長機會越多，企業經理人可能為獲得私有利益而犧牲股東之利益，此時企業之道德危險成本較高，此時企業可藉私募公司債以降低之。Blackwell and Kidwell (1988)發現企業若在公開市場發行公司債之發行成本高、或企業之道德危險成本高、或者企業違約風險高，則企業較可能會私募公司債。Denis and Mihov (2002)發現企業選擇債務類型主要受到企業信用品質所影響，信用品質最好的企業會選擇公開募集公司債，信用品質中等之企業會選擇向銀行貸款，而信用品質較差之企業會選擇私募公司債來籌資。

（四）所有權結構之考量

在歐洲及東亞，企業通常為家族所控制，這些控制家族透過高投票權及金字塔持股使得其投票權高於現金流量權(LaPorta, Lopez-de-Silanes and Shleifer 1999; Claessens, Djankov and Lang 2000)。控制家族雖然有較少現金流量權，但卻有較大控制利益，而影響企業之籌資決策(Dyck and Zingales 2002; Nenova 2003)。由於私募投資人入股後為監督目的，可能與經理人有密切交流甚或取得董監事席次，所以家族控制之企業基於維持控制權之考量，會較不願意採行私募有價證券之籌資方式(Cronqvist and Nilsson 2004)。Baird and Rasmussen (2005)則認為企業面臨營運困境時（即使企業仍能正常清償債務），私募債權人可以行使契約所賦予之權利（更換經營團隊），而對經理人有較大之監督壓力。另外，以代理成本論點探討企業經理人之持股比率對於企業選擇新股發行方式之影響，如 Wruck (1989)、Gompers (1995)指出企業私募股權，可以降低企業經理人因為裁決性行為所造成之代理成本，Wu (2004)認為企業經理人之持股比率低，則經理人可能採取有損公司價值之行動，此時企業可以藉由私募股權來降低代理成本。

三、私募或公開募集有價證券市場反應之文獻

（一）企業私募有價證券之市場反應

文獻研究企業「私募」有價證券之市場反應大多為正面。Wruck (1989)研究發現美國公司宣告私募普通股造成非參與私募股東之財富增加 4.5%，相對於過去研究指出公司宣告公開募集普通股造成股東財富降低 3%，意味著私募

股權與公開募集股權傳達相反之訊息。雖然私募普通股所引起之股價上漲程度，不同研究容有不同，但股價對私募普通股之正面反應研究係屬一致。Hertzel and Smith (1993)研究發現美國企業私募股權時有重大折價 (20.14%)，但宣告私募股權卻有 +1.72% 異常報酬，作者認為價格折扣為補貼私募投資人蒐籌資訊之成本，而顯著為正之異常報酬則反應投資大眾認為私募股權為有利於公司價值之正面資訊，此符合 Myers and Majluf (1984) 指出私募股權可引入私募投資人監督企業之論點。Alli and Thompson (1993) 研究發現美國上市公司私募股權折價為 7.17%，而上櫃公司私募股權折價為 15.58%，上市櫃公司宣告私募股權則有 +1.94% 異常報酬。Goh, Gombola, Lee and Liu (1999) 研究發現公司私募股權之異常報酬為 +2.4%，私募股權折價為 10.3%。另外，分析師上修私募股權公司之盈餘預測幅度與宣告期間之異常報酬有關。Allen and Phillips (2000) 研究發現當公司透過所有權結盟、合資、或私募投資人與私募企業之產品市場有關聯時，則私募企業之股價、投資與營運獲利能力會提高。Sharpe and Woo (2002) 研究發現澳洲公司宣告私募股權亦有正面之市場反應，而私募折價也高於公開募集之折價。Tan, Chng and Tong (2002) 研究發現新加坡公司宣告私募股權約有 +6% 異常報酬且多為溢價發行，此與他國企業私募多為折價發行不同。Brophy, Ouimet and Sialm (2004) 發現企業宣告私募股權有 +3.87% 異常報酬。Wu (2004) 研究發現公司私募折價為 8.74%，而宣告私募之異常報酬為 +1.80%，作者認為資訊靈通之投資人能獲得私募折價係因其議價能力高，而資訊不靈通之投資人能獲得私募折價則為補償其蒐籌資訊之成本，而顯著為正之異常報酬則反應私募股權為有利於公司價值之正面資訊。Gomes and Phillips (2004) 研究發現公司宣告私募普通股約有 4% 之異常報酬，而私募公司債約有 1% 之異常報酬。張瑞當、沈文華與黃怡翔 (2007) 研究發現台灣公司宣告私募股權當時不具宣告效果 (股價無異常報酬)。陳維慈、劉啟群與張儒欣 (2007) 指出董事會愈能發揮獨立監督功能，越能降低資訊不對稱的情況，此時私募股權折價幅度愈小。上述研究結果大多證實私募有價證券有助於降低公司之資訊不對稱，並發出有利於公司價值之正面資訊，造成公司在私募有價證券事件日附近有正面之市場反應。

(二) 企業公開募集有價證券之市場反應

企業「公開募集」有價證券之市場反應大多為負面。Asquith and Mullins (1986) 研究發現 80% 公司宣告公開募集股權時有負面異常報酬，顯示投資人認為公司公開募集股權為負面訊號而降低對公司股票之需求，此論點亦為 Masulis and Korwar (1986)、Bayless and Chaplinsky (1996) 等研究所證實。Masulis and Korwar (1986) 研究亦發現公司宣告公開募集有價證券對公司價值有負面影響，而管理當局持股變動與股價變動有關。Mikkelsen and Partch (1986) 研究發現有顯著負面之市場反應，而市場反應與公司債信、籌資額度與公司規模有關。Gomes and Phillips (2004) 研究發現公開募集股權約有 -3% 異常報酬，而公

開募集公司債約有-1.5%異常報酬。總體而言，公司公開募集有價證券事件日附近有負面之市場反應。

參、假說發展及研究設計

一、假說發展

台灣之私募係企業僅對少於 35 人之特定機構投資人或其他特定投資人發行有價證券，不須透過承銷商承銷，也毋須支付會計師及律師簽證、製作公開說明書等成本，事先亦不必報經證期局核准，僅須於「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」而已（《證券交易法》第 43-6 條），行政費用極低。對發行企業而言，私募無疑地可以降低發行有價證券之直接成本，對應募人而言，取得之私募證券卻有三年閉鎖期不得轉讓股份之限制。因此，當企業發行之有價證券規模較小時，企業可藉由私募此一籌資方式來降低發行成本(Bhagat and Frost 1986; Smith 1986; Carey et al. 1993; Kwan and Carleton 1995)。因此，基於發行成本之考量，本研究認為企業發行有價證券之規模越小，越會採行私募方式來籌資，以降低單位發行成本。

H1：企業發行有價證券之規模越小，私募有價證券之可能性越高。

公開市場之投資人僅能取得企業之「公開資訊」，而依《證券交易法》第 43-6 條，私募有價證券之企業卻負有對應募人（35 人以內）「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，因此，私募投資人較能獲得企業未來成長潛能之非公開資訊，而較公開市場之投資人具有資訊優勢(Ramakrishnan and Thakor 1984; Boyd and Prescott 1986; Best and Zhang 1993; Bhattacharya and Chiesa 1995; Yosha 1995; Hadlock and James 1997)。由於私募投資人會在企業私募有價證券以前，須以企業之非公開資訊評估企業是否值得投資，因此降低其投資不當之逆選擇成本。(Leland and Pyle 1977; Diamond 1984; Fama 1985; Boyd and Prescott 1986)。研究發現企業透過「私募股權」之籌資方式可以降低逆選擇成本(Eckbo and Masulis 1992; Hertzels and Smith 1993; Maksimovic and Pichler 1999; Subrahmanyam and Titman 1999; Wu 2004; Cronqvist and Nilsson 2004)，研究亦發現企業透過「私募公司債」之籌資方式可以降低逆選擇成本(Easterwood and Kadapakkam 1991; Houston and James 1996; Krishnaswami, Spindt and Subramaniam 1999; Cantillo and Wright 2000)。因此，本研究認為企業逆選擇成本越高，則企業越可能透過私募有價證券之籌資方式來降低逆選擇成本。

H2：企業逆選擇成本越高，私募有價證券之可能性越高。

相較於公開募集有價證券，企業私募有價證券政府管制較少，沒有公權力的介入，所以私募投資人多以籌資契約或是因籌資而取得之權力來降低道德危險之成本，相關文獻中也明確指出企業透過「私募股權」之籌資方式可以降低道德危險成本。在企業私募有價證券以後，由於《證券交易法》第 43-8 條對「私募有價證券轉讓之限制」(基本上有三年「閉鎖期」不得轉讓股票之限制)，私募之應募人更會嚴格監督企業之營運，以保障自己之投資，因此私募投資人較公開市場之投資人更能有效率及有效能地監督私募企業，而使得道德危險成本較高之企業比較會透過私募有價證券來籌資。(Jensen 1986; Maupin 1987; Lehn and Poulsen 1989; Opler and Titman 1993; Montgomery 1994; Weir et al. 2004; Gomes and Phillips 2004)，而部分研究則指出企業透過「私募公司債」之籌資方式也可以降低道德危險成本(Myers 1977; Blackwell and Kidwell 1988; Diamond 1991; Barclay and Smith 1995; Houston and James 1996; Denis and Mihov 2002; Krishnaswami et al. 1999; Cantillo and Wright 2000)。因此，本研究認為企業道德危險成本越高，則企業越可能透過私募有價證券之籌資方式來降低道德危險成本。

H3：企業之道德危險成本越高，私募有價證券之可能性越高。

當企業採行私募有價證券之方式籌資，私募投資人可藉由事後廣泛之監督，強化私募企業之公司治理以降低其代理成本(Wruck 1989; Gompers 1995; Wu 2004)。由於私募有價證券僅有少數之特定投資人參與認購，相較於對一般投資大眾公開募集有價證券之方式，私募之新股權較為集中，因而較可能改變現有股東之投票表決勢力，而公開募集有價證券係對眾多分散之投資人募資，除非外部人有意入主，單純股權稀釋之可能性較大(Wruck 1989)。因此，本研究認為企業選擇有價證券之籌資方式時，會考慮企業之代理成本：如果經理人持股比率不高時，經理人可能會有採行次佳企業決策而造成代理成本增加，此時企業會偏向透過私募有價證券之籌資方式以降低代理成本。

H4：企業之代理成本越高，私募普通股或公司債之可能性越高。

2000 年以來，台灣經濟下滑，股市不振，造成上市櫃公司募集資金之困難，而部份亟需資金挹注以幫助企業轉型或是脫離財務困境之企業，由於股價績效不彰，多已放棄在公開市場現金增資或發行公司債，所以由特定人認購之私募案已成為流行之募集資金之管道。企業採行公開募集或私募之籌資方式無疑地受到股票市場績效之影響。Asquith and Mullins (1986)、Gomes and Phillips (2004) 指出當股票市場績效或企業股價績效良好時，企業比較可能採取公開募集有價證券方式募集資金。因此，本研究認為股票市場績效及企業股價績效會影響企業選擇有價證券之籌資方式，當股票市場績效或企業股價績效良好時，企業可

以公開募集方式從公開市場取得所需資金；反之，當股票市場績效或企業股價績效不佳時，企業較會透過私募有價證券來募集資金。

H5：股票市場績效或企業股價績效越好，私募有價證券之可能性越低。

文獻指出企業在「私募」股權事件日附近有正面之市場反應(Wruck 1989; Hertz and Smith 1993; Alli and Thompson 1993; Hertz and Rees 1998; Goh et al. 1999; Allen and Phillips 2000; Sharpe and Woo 2002; Tan et al. 2002; Brophy et al. 2004; Wu 2004; Gomes and Phillips 2004)。但也有文獻發現企業在「公開募集」股權事件日附近則有負面之市場反應(Asquith and Mullins 1986; Masulis and Korwar 1986; Mikkelsen and Parch 1986; Bayless and Chaplinsky 1996; Gomes and Phillips 2004)。因此，本研究認為企業發行有價證券之市場反應，會受到有價證券之發行方式所影響，私募投資人能取得私募企業之內部資訊，並較可能獲得董監事席次而能監督企業之運作，所以企業私募有價證券有助於降低企業之逆選擇成本及道德危險成本，並強化公司治理結構；反之，企業公開募集有價證券，大眾投資者僅能取得企業之公開資訊，除進入董事會者外，也較無力參與公司之決策制定，所以企業公開募集有價證券較無法有降低企業之逆選擇成本、道德危險成本或強化公司治理結構之效。因此，本研究預期私募企業之逆選擇成本、道德危險成本較高或公司治理結構越差，則企業宣告私募有價證券時之市場反應越好。

H6：企業之逆選擇成本越高、道德危險成本越高或公司治理結構越差，企業私募有價證券之市場反應越好。

二、研究設計

(一) 企業選擇有價證券籌資方式之決定因素

本研究以 Logit 模式探討台灣上市櫃公司選擇有價證券籌資方式之決定因素，台灣自 2002 年 2 月開始實施有價證券私募制度，所以本研究樣本之實驗組為 2002 年 2 月 6 日至 2005 年 9 月 30 日間私募有價證券之企業，而控制組為 2002 年 2 月 6 日至 2005 年 9 月 30 日公開募集有價證券之企業。本研究分別就權益證券（普通股）及債務證券（普通公司債及可轉換公司債）探討台灣上市櫃公司選擇公開募集或私募之決定因素。

$$\begin{aligned} PRIVATE_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 PROCEED_{i,t} + \alpha_2 ANALYST_{i,t-1} + \alpha_3 DISPER_{i,t-1} + \alpha_4 Q_{i,t-1} \\ & + \alpha_5 DISTRESS_{i,t-1} + \alpha_6 ROA_{i,t-1} + \alpha_7 TOBIN_{i,t-1} + \alpha_8 MGT_{i,t-1} + \alpha_9 BLOCK_{i,t-1} \\ & + \alpha_{10} CMR_{i,t-1} + \alpha_{11} CAR_{i,t} + \alpha_{12} ELLE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中：

- $PRIVATE_{i,t}$ ：虛擬變數，若 i 企業第 t 年私募普通股、普通公司債或可轉換公司債，則 $PRIVATE_{i,t}=1$ ；否則， $PRIVATE_{i,t}=0$ 。
- $PROCEED_{i,t}$ ：發行規模= $\ln(i$ 企業第 t 年發行有價證券之金額)。
- $ANALYST_{i,t-1}$ ：分析師數目= $(i$ 企業第 $t-1$ 年之分析師數目)。
- $DISPER_{i,t-1}$ ：分析師盈餘預測之離散程度= $(i$ 企業第 $t-1$ 年分析師盈餘預測之標準差 / i 企業第 $t-2$ 年之股價)⁹。
- $Q_{i,t-1}$ ：企業成交量= $\ln(i$ 企業第 $t-1$ 年之股票成交量)。
- $DISTRESS_{i,t-1}$ ：虛擬變數，若 i 企業第 $t-1$ 年有財務危機徵兆¹⁰或被列為全額交割股¹¹， $DISTRESS_{i,t-1}=1$ ；否則， $DISTRESS_{i,t-1}=0$ 。
- $ROA_{i,t-1}$ ：獲利能力= $(i$ 企業第 $t-1$ 年稅前息前淨利/ i 企業第 $t-1$ 年總資產)。
- $TOBIN_{i,t-1}$ ：Tobin's Q ¹²= $(i$ 企業第 $t-1$ 年權益市值 + i 企業第 $t-1$ 年總負債 - i 企業第 $t-1$ 年現金) / i 企業第 $t-1$ 年資產帳面值。
- $MGT_{i,t-1}$ ：董監經理人持股= $(i$ 企業第 $t-1$ 年董監經理人持股數 / i 企業第 $t-1$ 年流通在外股數)¹³。
- $BLOCK_{i,t-1}$ ：虛擬變數，若 i 企業第 $t-1$ 年最大股東持股比率大於 5%，則 $BLOCK_{i,t-1}=1$ ；否則， $BLOCK_{i,t-1}=0$ 。
- $CMR_{i,t-1}$ ：股票市場績效= $($ 市場第 $t-1$ 年(前 250 日)之累積異常報酬)。
- $CAR_{i,t}$ ：企業股價績效= $(i$ 企業第 t 年發行有價證券之前一年(前 250 日)股票報酬 - 同期之市場報酬)。

1. 逆選擇成本之考量

為提供有價值之分析報告，分析師必須整合複雜資訊並以容易了解之形式提出分析，亦能提供投資人無法取得之公司內部資訊（例如，分析師常須與經理人討論或參觀工廠），分析師在降低資訊不對稱扮演一定之角色(Chang, Dasgupta and Hilary 2004)，因此，企業發行股票或公司債籌資成功之可能性與追隨企業之分析師數目呈正相關，而投資人對於企業價值之認知亦會受到分析師盈餘預測之影響(Brennan and Subrahmanyam 1995)。Gomes and Phillips (2004)認為分析師所獲得之公司資訊越少，則分析師盈餘預測之離散程度越大，所以

⁹ DISPER 用前一年股價平減，主要係考慮分母若用前一年之 EPS 平減，可能會造成 DISPER 極度偏離常態分配，特別是當前一年之 EPS 趨近於零時。國外相關文獻對於分析師盈餘預測之離散程度，如 Gomes and Phillips (2004)、Levent and Dirk (2007)等皆以前一年股價平減。

¹⁰ 財務危機徵兆即企業發生紓困、跳票擠兌、掏空挪用資金、繼續經營有疑慮、重整、巨額虧損、銀行緊縮貸款、停工、暫停交易及董事長跳票等事件。

¹¹ 本研究以公司股票交易方式採用「全額交割股」作為財務困難公司之判斷標準，但根據《台灣證券交易所股份有限公司營業細則》第 49 條規定，當上市公司有八種情事之一者，得對其上市之有價證券報經主管機關核准變更原有可「融資融券」之交易方式為「全額交割」交易方式。就這八種情況而言，其中第五種未於營業年度終了後六個月內召開股東會者，第六種會計師對年報或半年報出具保留意見，或第七種違反上市公司重大訊息查證暨公開相關章則規定，經通知補辦仍不辦理且情節重大者等三種情況似乎與公司是否發生財務困難之關連性較低，因此，本研究將有這三種情況而列為不得融資融券之全額交割股排除公司財務困難之判斷標準之外。

¹² Tobin's Q 為研究者最常使用之成長性衡量指標，該指標為衡量企業市值與資產重置成本之關連性，若 Tobin's Q 低表示企業未來成長性低且代理成本高，倘若 Tobin's Q 高則表示企業未來成長性高且代理成本低，所以企業 Tobin's Q 很高則表示企業未來成長性很高而代理成本也趨近於零，此時企業經理人與股東利益應趨於一致。

¹³ 企業董事會為企業政策之決定者，台灣企業之經理人又常是董監事及其關係人，故本研究以董監經理人之持股比率代理內部經理人之持股比率。

分析師盈餘預測之離散程度可以代理企業之資訊不對稱程度。此外，Diamond and Verrecchia (1991)認為企業公開可取得資訊之數量會影響股票之交易量，企業公開資訊之數量越多，資訊不對稱程度越低，股票交易量越大。因此，本研究認為企業有之分析師追隨越少、分析師盈餘預測之離散程度越大、股票交易量越低，則顯示企業資訊不對稱越嚴重而造成逆選擇成本增加，此時企業可透過私募有價證券之籌資方式以降低逆選擇成本，故本研究預期分析師數目 (ANALYST)、股票交易量(Q)與企業私募有價證券之可能性呈負相關，而分析師盈餘預測之離散程度(DISPER)則與企業私募有價證券之可能性呈正相關。

2. 道德危險成本之考量

在所有權及管理權分離之現代企業，經理人可能存在「低度投資」及「資產替代」兩種道德危險，這兩種道德危險所造成之代理成本在企業獲利能力低時特別嚴重(Gomes and Phillips 2004)。為提升獲利能力，經營不善之企業經理人可能會從事高風險之投資造成「資產替代」之道德風險，而低度成長之企業可能係由「低度投資」之道德危險所造成。由於台灣《公司法》第 250 條明確規定公開募集公司債之公司，最近三年課稅後之平均淨利，須達原定發行之公司債應負擔年息總額之 100%，但是企業私募公司債則豁免此項獲利能力之要求（《公司法》第 248 條第二項）。私募既無「獲利能力」之要求，因此，獲利能力較低之企業就可能採取私募方式籌資以增加新入股之投資者對經理人之監督而降低代理成本。另外，文獻亦證實低成長之企業較會採行私募有價證券之籌資方式以降低代理成本(Jensen 1986; Maupin 1987; Opler and Titman 1993; Weir et al. 2004)。因此，本研究認為企業獲利能力越低或成長性越低，則企業之道德危險成本越高，此時企業會採行私募有價證券之籌資方式來降低道德危險成本，故本研究預期企業獲利能力(ROA)及成長性(TOBIN)與企業私募有價證券之可能性呈負相關。

3. 所有權結構之考量

企業私募有價證券以後，私募投資人會有極大之動機監督企業之運作，所以一般認為企業採行私募股權之籌資方式，可以降低企業之代理成本(Wruck 1989; Gompers 1995; Wu 2004)；當經理人之持股比率較低時，經理人較可能採行次佳之投資決策而損及公司價值，此時企業可藉由私募有價證券之籌資方式來降低代理成本，故本研究預期經理人之持股比率(MGT)與企業私募有價證券之可能性呈負相關；但是另一方面，原來之大股東為維持其控制權，卻可能不願採行私募有價證券之籌資方式(Sharpe and Woo 2002; Cronqvist and Nilsson 2004; Baird and Rasmussen 2005)。基於避免控制權遭到稀釋之考量，本研究則預期企業大股東(BLOCK)與企業私募有價證券之可能性呈負相關。

4. 進入市場之時點

企業公開募集有價證券之可能性受到股票市場績效所影響(Asquith and Mullins 1986)，企業通常在股票市場績效良好時公開募集有價證券。Gomes and Phillips (2004)亦發現在牛市或企業股價績效良好時，企業較可能公開募集有價證券。因此，本研究預期股票市場績效(CMR)及企業股價績效(CAR)與企業私募有價證券之可能性呈負相關。

(二) 企業選擇有價證券集資方式與企業股票報酬之關連性

本研究以事件研究法來探討台灣上市櫃公司宣告有價證券籌資方式(私募或公開募集)之市場反應，以市場調整報酬為基礎計算事件日前後 21 日[-10, +10]之標準化累積異常報酬為應變數，研究不同籌資方式(私募或公開募集)與發行成本、逆選擇成本、道德危險成本、所有權結構¹⁴、與進入市場時點之相互作用項，以檢測私募或公開募集籌資對於股票市場之影響。台灣上市櫃公司私募或公開募集有價證券之宣告日期可透過「公開資訊觀測站」之資訊尋得。

$$\begin{aligned}
 CAR_i(-10,+10) = & P_{i,t} * (\alpha_0 + \alpha_1 PROCEED_{i,t} + \alpha_2 ANALYST_{i,t-1} + \alpha_3 DISPER_{i,t-1} \\
 & + \alpha_4 Q_{i,t-1} + \alpha_5 DISTRESS_{i,t-1} + \alpha_6 ROA_{i,t-1} + \alpha_7 TOBIN_{i,t-1} \\
 & + \alpha_8 MGT_{i,t-1} + \alpha_9 BLOCK_{i,t-1} + \alpha_{10} CMR_{i,t-1} + \alpha_{11} CAR_{i,t}) \\
 & + D_{i,t} * (\alpha_0 + \alpha_1 PROCEED_{i,t} + \alpha_2 ANALYST_{i,t-1} + \alpha_3 DISPER_{i,t-1} \\
 & + \alpha_4 Q_{i,t-1} + \alpha_5 DISTRESS_{i,t-1} + \alpha_6 ROA_{i,t-1} + \alpha_7 TOBIN_{i,t-1} \\
 & + \alpha_8 MGT_{i,t-1} + \alpha_9 BLOCK_{i,t-1} + \alpha_{10} CMR_{i,t-1} + \alpha_{11} CAR_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)
 \end{aligned}$$

其中：

$CAR_i(-10,+10)$ ：i 公司於宣告募集有價證券前 10 日至後 10 日之標準化累積異常報酬。

$P_{i,t}$ ：虛擬變數，若 i 企業第 t 年公開募集普通股、普通公司債或可轉換公司債，則 $P_{i,t}=1$ ；否則， $P_{i,t}=0$ 。

$D_{i,t}$ ：虛擬變數，若 i 企業第 t 年私募普通股、普通公司債或可轉換公司債，則 $D_{i,t}=1$ ；否則， $D_{i,t}=0$ 。

其他變數之定義同模式(1)。

¹⁴ 內部經理人持股率越低，內部經理人越可能利用個人職位進行特權消費或採用次佳決策，造成公司價值降低(Jensen and Meckling 1976; Hill and Snell 1989)。另外，公司股權若集中於大股東手上，則大股東有誘因密切監督經理人，以提升公司之價值(Jensen and Meckling 1976; Hill and Snell 1989)，然而大股東為保護其地位或其控制亦可能產生一些反併購行為，如反對有利之合併案、或反對使股價上漲之股權收購行動，此時將有損公司價值(Demsetz and Lehn 1985; Morck, Shleifer and Vishny 1988)。因此，本研究認為內部經理人之持股比率(MGT)越低則公司治理結構越差，但本研究不預期公司大股東(BLOCK)對公司治理結構良窳之影響。

肆、實證結果

一、樣本選取

台灣自 2002 年 2 月開始實施有價證券私募制度，此後台灣公開發行公司可以採行私募或公開募集有價證券來籌措資金，本研究探討台灣上市櫃公司選擇有價證券籌資方式之決定因素及其市場反應。

表一 Pane A 列示本研究私募樣本公司之選取過程。由台灣地區公開發行公司在「公開資訊觀測站」所進行私募之宣告顯示，台灣公開發行公司從 2002 年 2 月 6 日起至 2005 年 9 月 30 日止宣告私募有價證券之公司數為 173 家公司，剔除企業未明確說明有價證券發行金額之公司 26 家，企業發行與普通股性質不同之特別股之公司 13 家，資料無法取得之已下市櫃公司、撤銷公開發行之公司及未上市櫃之公開發行公司 13 家以及營業性質不同之銀行證券業 10 家，最終私募有價證券之樣本共 111 家公司。

表一 私募公司之樣本選取

Panel A：私募公司之樣本選取過程				
自公開資訊觀測站查詢截至 2005 年 9 月底進行私募宣告之公司數				173
減：發行金額不齊全之公司數				(26)
私募特別股之公司數				(13)
已下市(櫃)、撤銷公開發行及未上市櫃之公開發行公司之公司數				(13)
營業性質不同之銀行證券業				(10)
最終樣本				<u>111</u>
Panel B：列示台灣上市櫃公司私募普通股、公司債之頻率分配				
宣告次數	私募普通股		私募公司債	
	個數	百分比	個數	百分比
1	81	0.8182	12	0.5714
2	10	0.1010	6	0.2857
3	4	0.0404	1	0.0476
4 次以上	4	0.0404	2	0.0953
合計	<u>99</u>	<u>1.0000</u>	<u>21</u>	<u>1.0000</u>

為探討台灣上市櫃公司選擇有價證券籌資方式(公開募集或私募)之決定因素，從 2002 年 2 月 6 日至 2005 年 9 月 30 日，私募有價證券樣本公司數為 111 家公司，由於部份樣本公司在不同年度重複宣告私募有價證券之考量可能不同，因此本研究加入 56 個重複宣告私募之觀察值，故私募組之總觀察值為 167 個(=111+56)，而可細分為私募股票(131 個)、私募普通公司債(26 個)及私募可轉換公司債(10 個)三種；公開募集組樣本則為同一期間在公開市場公開募集「權益證券」(普通股)及「債務證券」(公司債)之公司。企業在公開市場公開募集「權益證券」(普通股)(現金增資)之樣本係由「中華民國證券商業同業公會」網站查詢而得(但排除初次上市櫃公司之現金增資、同一年同時進行私募及公開募集有價證券之上市櫃公司)計 137 個觀察值，而企業在

公開市場發行「債務證券」(公司債)之樣本則由「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心」網站之債券發行資料查詢系統分別查得企業公開募集普通公司債(25個觀察值)及可轉換公司債(208個觀察值)。因此,私募有價證券計167個(=131+26+10)觀察值,公開募集有價證券計370個(=137+25+208)觀察值,總共樣本計537個觀察值。

表一 Panel B 將企業私募有價證券分為普通股及公司債(包含普通公司債及可轉換公債)兩類進行分析。由表一 Panel B 可以發現 89.19% 私募企業為以私募股權(佔 89.19% = 99/111)來募集資金,而且大多數企業也只宣告私募股權 1 次(佔 72.97% = 81/111)。Panel B 也可以發現台灣上市櫃公司私募普通股或公司債之百分比大於 1(=(99+21)/111),顯示少數(9家)上市櫃公司在 2002 年 2 月 6 日至 2005 年 9 月 30 日間不但宣告私募普通股,也宣告私募公司債。

此外,為探討公司發行有價證券類型是否會受到公司採行私募或公開募集之籌資方式所影響,表二 Panel A 進一步探討公司採用私募或公開募集之籌資方式與有價證券類型(普通股或公司債)之關連性,發現採用私募方式之台灣上市櫃公司發行股票之比重(78.44%)高於採用公開募集方式發行股票之公司(37.03%),而採用私募方式之台灣上市櫃公司發行公司債比重(21.56%)則低於採用公開募集方式發行公司債之公司(62.97%),顯示公司採用私募或公開募集之籌資方式會影響公司所選擇之有價證券類型,兩者之類別相關係數為 0.3834,達統計上之顯著水準(卡方值為 78.9484, p 值 < 0.01),顯然就企業之經營者而言,公開募集資金時是不希望不特定之外界人士加入經營團隊(故發行公司債),而私募資金時則希望經公司挑選之應募者加入經營團隊(故發行普通股),兩者態度完全不同。

表二 台灣上市櫃公司私募或公開募集有價證券之敘述性資料

Panel A：公司採行私募或公開募集與選擇有價證券類型之列聯表				
組別	普通股	公司債	合計數	
私募之集資方式	131(78.44%)	36(21.56%)	167(100%)	
公開募集之集資方式	137(37.03%)	233(62.97%)	370(100%)	
合計數	268	269	537	

Panel B：司債契約條款之特質				
平均值	公開市場		私募市場	
	普通公司債	可轉換公司債	普通公司債	可轉換公司債
家數	25	208	26	10
發行金額	\$2,848,303,571	\$1,040,868,066	\$271,614,583	\$328,958,333
到期日(年度)	4.8400	4.8744	3.0114	4.7500
票面利率	0.0213	0.0004	0.0368	0.0050

補充說明：

- $(25 \times 0.0213 + 26 \times 0.0368) / (25 + 26) = 0.0292$
- $(208 \times 0.0004 + 10 \times 0.0050) / (208 + 10) = 0.0006$
- $(26 \times 0.0368 + 10 \times 0.0050) / (26 + 10) = 0.0280$
- $(25 \times 0.0213 + 208 \times 0.0004) / (25 + 208) = 0.0026$

表二 Panel B 彙總台灣上市櫃公司於 2002 年 2 月 6 日至 2005 年 9 月 30 日所發行之普通公司債及可轉換公司債依照發行條款加以列示。由表二 Panel B 可以發現台灣上市櫃公司發行可轉換公司債之加權平均票面利率(0.06%²)遠低於發行普通公司債之加權平均票面利率(2.92%¹)，主要因為可轉換公司債賦予債券持有人得於特定期間將公司債轉換為普通股，而使得公司可以較低資金成本來募集資金。此外，從表二 Panel B 也可以發現台灣上市櫃公司私募公司債(普通與可轉換)之加權平均票面利率(2.80%³)遠高於公開募集公司債(普通與可轉換)之加權平均票面利率(0.26%⁴)，個別公司債(普通、可轉換)之平均票面利率亦顯示私募必須付較公開募集為高之利率，充分說明私募企業之逆選擇成本與道德危險成本較高，為吸引私募債權人之青睞，則私募企業必須支付較高之利息成本。

二、樣本之敘述性資料

表三彙總台灣上市櫃公司 2002 年 2 月 6 日至 2005 年 9 月 30 日發行有價證券之資料，按年度、產業分類之敘述性資料，由於企業可以藉由公開募集或私募三類有價證券(包括：普通股、公司債、可轉換公司債)來募集資金。表三 Panel A 列示公開募集或私募三類有價證券按照年度分類之敘述性資料，可以發現台灣上市櫃公司在 2002 年至 2004 年公開募集有價證券計 323 個觀察值(= 48 + 37 + 30 + 8 + 7 + 7 + 46 + 64 + 76)遠大於私募有價證券之 99 個觀察值(= 5 + 26 + 40 + 4 + 8 + 8 + 1 + 1 + 6)，但從 2004 年以來地雷股頻傳，國內普通股公開籌資環境惡化，也波及到可轉換公司債市場之籌資氣氛，使整體公開籌資市場雪上加霜，上市櫃公司也逐漸以私募有價證券取代公開募集有價證券來籌措資金，所以 2005 年 1 月 1 日至 2005 年 9 月 30 日間企業私募有價證券計 68 個觀察值(= 60 + 6 + 2)，反而超過公開募集有價證券之 47 個觀察值(= 22 + 3 + 22)，私募佔 2005 年所有有價證券籌資之 59.1%(= 68 / 115)，而 2002 年至 2004 年總共台灣上市櫃公司透過私募有價證券來募集資金之比例才 23.5%(= [167-68] / [537-115])，2005 年私募比率增加 1.5 倍。因此，私募已成為 2005 年台灣上市櫃公司籌資最熱門之管道，台灣上市櫃公司若無法透過傳統融資機制(例如，銀行借款、公開市場現金增資發行股票或發行公司債)來籌措資金以因應企業之資金需求時，則企業會透過私募此一新管道來籌措資金。另由表三 Panel A 可以發現台灣上市櫃公司「私募」普通股、普通公司債及可轉換公司債之平均發行金額(\$284,888,777; \$271,614,583; \$328,958,333)遠低於台灣上市櫃公司「公開募集」普通股、普通公司債及可轉換公司債之平均發行金額(\$420,215,282; \$2,848,303,571; \$1,040,868,066)，但企業「私募」普通股、普通公司債及可轉換公司債之發行金額佔該公司市值比重(0.5998; 0.1619; 0.5395)卻遠高於「公開募集」普通股、普通公司債及可轉換公司債之發行金額佔該公司市值比重(0.0385; 0.0710; 0.1873)，顯見私募有價證券之企業，相較於公開

募集有價證券之企業，其公司規模較小。此外，在「公開募集」資金之台灣上市櫃公司主要為發行可轉換公司債（208 家公司）及普通股（137 家公司），普通公司債（25 家公司）只是少數；相反的，企業「私募」有價證券則以發行普通股（131 家公司）為主，普通公司債（26 家公司）及可轉換公司債（10 家公司）只佔少數。

表三 Panel B 則列示公開募集或私募三類有價證券按照產業分類之資訊，由樣本分布狀況可以發現電子業私募及公開募集有價證券之比重均相對較高，顯示電子業較其他產業之資金需求較高；另外，電子業私募及公開募集可轉換公司債、普通股之比重均超過 50% 以上，而發行普通公司債之比重低於 50%，顯示電子業多透過發行普通股及可轉換公司債等吸引投資者方式來募集資金。有鑒於電子業技術更新迅速，資金需求較高，因此，本研究於以下實證分析將產業因素納入考量，以探討電子業與非電子業，其籌資方式或市場反應是否有顯著差異。

表四彙總台灣上市櫃公司於 2002 年 2 月 6 日至 2005 年 9 月 30 日私募及公開募集有價證券之自變數之敘述統計量，依公開或私募三類有價證券（普通股、公司債、可轉換公司債）進行分析其各自變數之平均數、中位數及其檢定量。

表四將「有價證券」分為普通股、普通公司債及可轉換公司債三種類型，並按照私募或公開募集兩種籌資方式分別列示其敘述統計量。由新股發行方式之單變量檢定可以發現，總體而言，從有價證券之發行規模(PROCEED)觀察，公開募集「公司債」之發行規模大於私募，而公開募集「普通股」之發行規模卻小於私募普通股（表三 Panel A 資料未取對數，因離群值影響平均數，與表四取對數後之數據不同）。募集「公司債」因不涉及公司董事會結構之改變，企業大可以公開方式融資，而募集「普通股」則牽涉到公司所有權之可能變動，以私募普通股方式籌資引進特定人士加入經營團隊，較為穩當，此時股票發行成本就不是公司之主要考量。此外，由表四亦可發現，私募「普通股」者為財務危機公司(DISTRESS)之比率顯著高於公開募集「普通股」者，私募「普通股」者之營運績效(ROA)亦顯著低於公開募集「普通股」者。而股票市場績效(CMR)及企業股價績效(CAR)亦反映台灣上市櫃公司在股票市場績效或企業股價績效不佳時會募集普通股，此符合 Gomes and Phillips (2004)認為企業股價績效良好或股票市場績效良好時則企業會公開募集普通股之論點。而由「普通公司債」及「可轉換公司債」發行方式之單變量檢定可以發現，企業公開募集公司債之發行規模(PROCEED)相對大於私募公司債之企業，此與本研究預期企業發行有價證券之金額較大則可能採行公開募集之集資方式一致。由表四也可以發現普通公司債發行方式及可轉換公司債發行方式之其餘變數之單變量檢定結果類似。

表三 企業發行之有價證券之數目及發行金額

項目	公開市場				私募市場				總計									
	普通股		可轉換公司債		普通股		可轉換公司債		普通公司債		可轉換公司債							
	數目	金額	數目	金額	數目	金額	數目	金額	數目	金額	數目	金額						
發行金額(平均數)	48	\$ 661,471,596	8	\$ 2,087,500,000	46	\$ 820,000,000	5	\$ 298,816,238	4	\$ 247,500,000	1	\$ 500,000,000	53	\$ 627,258,826	12	\$ 1,474,166,667	47	\$ 813,191,489
佔市值比重(平均數)		0.0376		0.0731		0.1618		0.8179		0.5171		0.5171		0.2804		0.1202		0.1694
數目	37		7		64		26		8		1		63		15		65	
發行金額(平均數)		\$ 363,133,797		\$ 527,142,857		\$ 604,203,125		\$ 260,131,346		\$ 178,750,000		\$ 200,000,000		\$ 320,624,849		\$ 341,333,333		\$ 597,984,615
佔市值比重(平均數)		0.0430		0.1073		0.1796		0.4859		0.1145		0.3195		0.2279		0.1091		0.1818
數目	30		7		76		40		8		6		70		15		82	
發行金額(平均數)		\$ 510,231,600		\$ 2,778,571,429		\$ 648,723,684		\$ 308,123,092		\$ 276,875,000		\$ 358,333,333		\$ 394,741,024		\$ 1,444,333,334		\$ 627,475,610
佔市值比重(平均數)		0.0505		0.0833		0.2530		0.5551		0.1750		0.2952		0.2405		0.0916		0.2561
數目	22		3		22		60		6		2		82		9		24	
發行金額(平均數)		\$ 146,024,136		\$ 6,000,000,000		\$ 2,090,545,455		\$ 272,484,434		\$ 383,333,333		\$ 257,500,000		\$ 238,556,061		\$ 2,255,555,555		\$ 1,937,791,667
佔市值比重(平均數)		0.0228		0.0201		0.1546		0.5405		0.1595		1.0261		0.3599		0.0285		0.2272
數目	137		25		208		131		26		10		268		51		218	
發行金額(平均數)		\$ 420,215,282		\$ 2,848,303,571		\$ 1,040,868,066		\$ 284,888,777		\$ 271,614,583		\$ 328,958,333		\$ 354,066,878		\$ 1,534,697,420		\$ 1,008,211,656
佔市值比重(平均數)		0.0385		0.0710		0.1873		0.5998		0.1619		0.5395		0.2653		0.0789		0.2035

A: 六類有價證券按照年度分類

表三 企業發行之有價證券之數目及發行金額(續)

產業別	公開市場						私募市場					
	普通股		普通公司債		可轉換公司債		普通股		普通公司債		可轉換公司債	
	數目	比重	數目	比重	數目	比重	數目	比重	數目	比重	數目	比重
水泥業	0	0.0000	0	0.0000	0	0.0000	0	0.0000	0	0.0000	0	0.0000
食品業	0	0.0000	2	0.0800	0	0.0000	2	0.0153	3	0.1154	0	0.0000
塑膠業	1	0.0073	5	0.2000	1	0.0048	0	0.0000	0	0.0000	0	0.0000
紡織業	4	0.0292	0	0.0000	6	0.0288	6	0.0458	0	0.0000	0	0.0000
機電業	3	0.0219	1	0.0400	11	0.0529	4	0.0305	2	0.0769	1	0.1000
電線電纜業	1	0.0073	1	0.0400	2	0.0096	0	0.0000	0	0.0000	0	0.0000
化學業	8	0.0584	0	0.0000	10	0.0481	1	0.0076	0	0.0000	0	0.0000
玻璃業	0	0.0000	0	0.0000	0	0.0000	6	0.0458	0	0.0000	0	0.0000
造紙業	0	0.0000	0	0.0000	1	0.0048	0	0.0000	0	0.0000	0	0.0000
鋼鐵業	5	0.0365	0	0.0000	5	0.0240	8	0.0611	1	0.0385	0	0.0000
橡膠業	2	0.0146	0	0.0000	3	0.0144	0	0.0000	0	0.0000	0	0.0000
汽車業	1	0.0073	0	0.0000	2	0.0096	0	0.0000	0	0.0000	0	0.0000
電子業	97	0.7080	9	0.3600	145	0.6971	76	0.5802	12	0.4615	8	0.8000
營建業	4	0.0292	2	0.0800	4	0.0192	22	0.1679	3	0.1154	0	0.0000
運輸業	2	0.0146	3	0.1200	5	0.0240	3	0.0229	1	0.0385	1	0.1000
觀光業	0	0.0000	0	0.0000	1	0.0048	0	0.0000	0	0.0000	0	0.0000
百貨業	0	0.0000	0	0.0000	2	0.0096	0	0.0000	0	0.0000	0	0.0000
其他	9	0.0657	2	0.0800	10	0.0481	3	0.0229	4	0.1538	0	0.0000
合計	137	1.0000	25	1.0000	208	1.0000	131	1.0000	26	1.0000	10	1.0000

表四 敘述統計量

變數	公開市場					私募市場					單變量檢定 (公募 vs 私募)				
	所有證券	普通股	普通股	轉換公司債	所有證券	普通股	普通股	轉換公司債	債	所有證券	普通股	普通股	轉換公司債	普通公司債	轉換公司債
樣本數	370	137	25	208	167	131	26	10	537	268	51	218			
發行成本之考量：															
PROCEED	平均數	19.3100	18.0393	21.0240	19.9379	18.9490	19.0416	19.3744	0.3610	-0.8588	1.9824	0.5635			
	t 值					(2.88) ***			(-4.63) ***		(6.80) ***	(1.88) *			
	中位數	19.5193	17.4352	20.7233	19.8070	19.1138	19.2254	19.3527	0.4055	-1.6786	1.4979	0.4543			
	t 值					(3.14) ***			(-5.45) ***		(5.25) ***	(1.61)			
逆選擇成本之考量：															
ANALYST	平均數	4.5136	4.6838	5.1200	4.3285	2.3473	1.6154	2.8000	2.1663	2.2258	3.5046	1.5285			
	t 值								(11.52) ***	(9.67) ***	(5.95) ***	(2.22) **			
	中位數	5.0000	5.0000	6.0000	5.0000	2.0000	0.0000	2.0000	3.0000	3.0000	6.0000	3.0000			
	t 值								(10.09) ***	(8.27) ***	(4.60) ***	(1.89) *			
DISPER	平均數	0.0373	0.0459	0.0294	0.0326	0.1216	0.1244	0.1236	-0.0843	-0.0727	-0.0950	-0.0910			
	t 值								(-9.74) ***	(-6.67) ***	(-5.90) ***	(-3.27) ***			
	中位數	0.0255	0.0344	0.0310	0.0212	0.1022	0.1157	0.1170	-0.0767	-0.0558	-0.0847	-0.0958			
	t 值								(-9.35) ***	(-5.25) ***	(-4.66) ***	(-4.26) ***			
Q	平均數	19.0944	19.1929	20.9070	18.8109	18.8956	19.3561	18.8300	0.1988	0.3902	1.5509	-0.0191			
	t 值								(1.09)	(1.69) *	(3.41) ***	(-0.17)			
	中位數	19.2182	19.2316	20.8691	18.8525	19.2227	19.8044	19.5059	-0.0045	0.2513	1.0647	-0.6534			
	t 值								(-0.67)	(1.30)	(2.98) ***	(-0.33)			
DISTRESS	平均數	0.0679	0.1176	0.0000	0.0435	0.5090	0.6154	0.4000	-0.4411	-0.3786	-0.6154	-0.3565			
	t 值								(-10.77) ***	(-7.30) ***	(-6.32) ***	(2.18) **			
	中位數	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	0.0000	-1.0000	0.0000	-1.0000	0.0000			
	t 值								(-11.69) ***	(-6.71) ***	(-4.67) ***	(4.62) ***			

表四 敘述統計量(續)

變數	公開市場					私募市場					單變量檢定 (公募 vs 私募)					
	所有證券	普通股	普通股	轉換公司債	所有證券	普通股	普通股	轉換公司債	所有證券	普通股	普通股	轉換公司債	所有證券	普通股	普通股	轉換公司債
樣本數	370	137	25	208	167	131	26	10	557	268	51	218				
道德危險成本之考量：																
ROA	平均數	0.1144	0.1072	0.0969	0.1212	-0.0946	-0.0397	-0.1107	0.2015	0.2018	0.1366	0.2319	(15.45) ***	(11.53) ***	(6.15) ***	(7.98) ***
	t 值															
	中位數	0.0955	0.0947	0.0797	0.1009	-0.0532	-0.0410	-0.0947	0.1426	0.1479	0.1207	0.1956	(15.52) ***	(11.10) ***	(4.89) ***	(5.24) ***
	t 值															
TOBIN	平均數	1.5608	1.5702	1.2643	1.5905	0.9695	1.0371	0.9766	0.5804	0.6007	0.2272	0.6139	(12.12) ***	(7.78) ***	(2.13) **	(6.15) ***
	t 值															
	中位數	1.3559	1.3721	1.1961	1.3367	0.9072	0.9179	1.0744	0.4473	0.4649	0.2782	0.2623	(10.77) ***	(8.52) ***	(1.88) *	(2.87) ***
	t 值															
所有權結構之考量：																
MGT	平均數	0.2852	0.2967	0.3076	0.2749	0.1887	0.1829	0.2136	0.0967	0.1080	0.1247	0.0613	(8.14) ***	(6.23) ***	(2.58) ***	(1.79) *
	t 值															
	中位數	0.2593	0.2652	0.2293	0.2568	0.1717	0.1643	0.2005	0.0927	0.0935	0.0650	0.0563	(8.08) ***	(5.98) ***	(1.99) **	(1.76) *
	t 值															
BLOCK	平均數	0.8207	0.8162	0.8400	0.8213	0.6870	0.6923	0.6667	0.1381	0.1292	0.1477	0.1546	(3.52) ***	(3.15) ***	(0.42)	(0.46)
	t 值															
	中位數	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	(4.10) ***	(3.12) ***	(0.40)	(0.62)
	t 值															
進入市場之時點：																
CMR	平均數	-0.0058	-0.0048	-0.0054	-0.0064	-0.0127	-0.0134	-0.0054	0.0069	0.0086	0.0116	-0.0010	(3.90) ***	(3.88) ***	(1.01)	(-0.15)
	t 值															
	中位數	0.0008	0.0008	0.0104	0.0008	-0.0098	-0.0098	0.0008	0.0106	0.0106	0.0176	0.0000	(4.37) ***	(4.26) ***	(1.46)	(-0.40)
	t 值															
CAR	平均數	0.2205	0.4223	0.0781	0.1051	-0.2632	-0.2489	-0.5002	0.4837	0.6712	0.3217	0.6053	(6.97) ***	(6.12) ***	(2.62) ***	(5.43) ***
	t 值															
	中位數	0.0262	0.2191	0.0106	-0.0104	-0.2921	-0.2748	-0.4950	0.3183	0.4939	0.2764	0.4846	(8.93) ***	(7.69) ***	(2.89) ***	(3.89) ***
	t 值															

a *：顯著水準0.1；**：顯著水準0.05；***：顯著水準0.01。

b 變數定義

PROCEED：ln（企業發行有價證券金額）；

DISPER：分析師盈餘預測之標準差/企業股價；

DISTRESS：企業有財務危機徵兆或列為全額交割股，則DISTRESS=1；否則，DISTRESS=0；

TOBIN：（企業權益市值+總負債-現金）/企業資產帳面值；

BLOCK：若企業最大股東持股比例大於5%，則BLOCK=1；否則，BLOCK=0；

ANALYST：追隨企業之分析師數目；

Q：ln（股票成交量）；

ROA：企業稅前息前淨利/企業總資產；

MGT：企業董監經理人持股數/企業流通在外股數；

CMR：市場累積異常報酬； CAR：企業股票報酬-同期之市場報酬。

由表四之單變量檢定結果，初步顯示台灣上市櫃公司對於不同類型有價證券之集資方式選擇，會考慮企業之發行規模、逆選擇成本、道德危險成本、所有權結構及進入市場之時點。企業對於有價證券籌資方式之選擇，表四沒有顯示因為有價證券之類型不同（普通股、普通公司債、可轉換公司債）而有重大差異。

三、實證結果

表五以 Logit 模式檢視台灣上市櫃公司選擇有價證券（包括普通股與公司債）籌資方式之決定因素，實驗組樣本為研究期間內私募普通股、普通公司債或可轉換公司債之 167 家公司，而控制組樣本為同一期間於公開市場募集普通股、普通公司債或可轉換公司債之 370 家公司。此外，由於電子業技術翻新迅速，資金需求較高，因此本研究亦於 Logit 模式檢視電子業採行之籌資方式，相對於非電子業，是否有顯著差異。

表五 台灣上市櫃公司選擇私募之決定因素：普通股與公司債

$$\begin{aligned} PRIVATE_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 PROCEED_{i,t} + \alpha_2 ANALYST_{i,t-1} + \alpha_3 DISPER_{i,t-1} + \alpha_4 Q_{i,t-1} \\ & + \alpha_5 DISTRESS_{i,t-1} + \alpha_6 ROA_{i,t-1} + \alpha_7 TOBIN_{i,t-1} + \alpha_8 MGT_{i,t-1} + \alpha_9 BLOCK_{i,t-1} \\ & + \alpha_{10} CMR_{i,t-1} + \alpha_{11} CAR_{i,t} + \alpha_{12} ELEC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

解釋變數	預期符號	有價證券類型				
		普通股		公司債		
		私募(n=131) vs 公募(n=137)		私募(n=36) vs 公募(n=233)		
		參數估計 α (t 值)	勝算比	參數估計 α (t 值)	勝算比	
截距項		6.8636 (1.91) *		20.9710 (2.27) **		
發行成本之考量:						
PROCEED	-	0.6327 (3.64) ***	1.8827	-0.8343 (-1.81) *	0.4342	
逆選擇成本之考量:						
ANALYST	-	-0.2468 (-1.70) *	0.7813	-0.6044 (-2.94) ***	0.5464	
DISPER	+	5.0221 (1.63) *	151.7296	13.7842 (1.88) *	969174	
Q	-	-0.5725 (-3.33) ***	0.5641	-0.2661 (-1.00)	0.7664	
DISTRESS	+	1.1045 (1.90) *	3.0177	1.8536 (1.80) *	6.3828	
道德危險成本之考量:						
ROA	-	-10.4130 (-3.49) ***	0.0000	-25.3850 (-3.56) ***	0.0000	
TOBIN	-	-2.8902 (-3.12) ***	0.0556	-0.0220 (-0.02)	0.9782	
所有權結構之考量:						
MGT	?	-3.7076 (-1.96) **	0.0245	7.5001 (1.81) *	1808.22	
BLOCK	-	-2.1323 (-2.68) ***	0.1186	-2.1794 (-1.67) *	0.1131	
進入市場之時點:						
CMR	-	-10.7149 (-0.81)	0.0000	-15.3942 (-0.64)	0.0000	
CAR	-	-1.1990 (-2.84) ***	0.3015	-1.3930 (-1.45)	0.2483	
產業因素:						
ELEC	?	-1.7578 (-2.98) ***	0.1724	-0.4719 (-0.55)	0.6238	
概似比		245.0111 ***		228.0995 ***		
Concordant		96.6%		98.4%		

a *：顯著水準0.1；**：顯著水準0.05；***：顯著水準0.01。

b 括號內為 t 值。

c 應變數 PRIVATE=1（私募），PRIVATE=0（公開），自變數定義同表四。

由表五發現台灣上市櫃公司選擇以私募「普通股」方式籌資受到逆選擇成本(ANALYST、DISPER、Q、DISTRESS)、道德危險成本(ROA、TOBIN)、大股東控制權(BLOCK)與進入市場時點(CAR)所影響，支持本研究之 H2、H3、H4 及 H5。另外，內部經理人之持股比率 (MGT, 估計係數-3.7076, $p < 0.05$) 顯著為負，顯示當內部經理人持股比率越低則企業私募股權之可能性越高，低持股比率之經理人藉由私募普通股引進新經營團隊，故台灣上市櫃公司採行私募股權之籌資方式因素之一係為降低代理成本，此與 Wruck (1989)、Gompers (1995)、Wu (2004)認為企業會藉由私募股權來降低代理成本一致，故支持 H4。然而企業籌資規模(PROCEED) (估計係數 0.6327, $p < 0.01$) 則與 H1 之預期相反，表示企業發行新股籌資之規模越大，越會採行私募股權方式來籌資，本研究推論以私募股權方式籌資之台灣上市櫃公司為引進特定人士加入經營團隊，股票發行成本並非公司之主要考量。此外，產業因素(ELEC) (估計係數 -1.7578, $p < 0.01$) 顯著為負，此意味著資金需求較高之電子業發行普通股多以公開募集方式為之，而非以私募方式來籌措資金。

由於台灣上市櫃公司私募可轉換公司債之資料很少 (僅有 10 筆)，而且由表四發現普通公司債及可轉換公司債發行方式之單變量檢定結果大致相同，因此，表五將企業發行普通公司債與可轉換公司債資料予以合併，以探討台灣上市櫃公司選擇以私募「公司債」方式籌資之決定因素。由表五可以發現企業經理人選擇以私募公司債方式籌資，受到發行成本(PROCEED)、逆選擇成本(ANALYST、DISPER、DISTRESS)、道德危險成本(ROA)及所有權結構(BLOCK)所影響，但然而股票市場績效(CMR) (估計係數-15.3942, $p > 0.10$)、企業股價績效(CAR) (估計係數-1.3930, $p > 0.10$)、產業因素(ELEC) (估計係數-0.4719, $p > 0.10$) 皆不顯著，顯示台灣上市櫃公司進行債券籌資時並未考慮股票市場之因素，也未受到產業型態所影響。此外，內部經理人之持股比率 (MGT, 估計係數 7.5001, $p < 0.10$) 顯著為正，表示內部經理人之持股比率越高，私募公司債之可能性越大，此結論雖與本研究之 H4 不符，但與 Baird and Rasmussen (2005)所指出高持股比率經理人對股權稀釋之考量，會提高企業私募公司債之可能性之結論相符。

綜而言之，台灣上市櫃公司在選擇私募有價證券 (包含普通股及公司債) 時，會共同受到企業之發行成本、逆選擇成本、道德危險成本與所有權結構所影響，但是股市榮枯及是否為電子業兩因素僅會影響私募普通股，而不會影響私募公司債。值得注意者，表五之實證結果顯示台灣上市櫃公司經理人之持股比率(MGT)對於企業在選擇私募普通股與私募公司債之影響並不相同，當經理人之持股比率越低，企業越會採行私募普通股之籌資方式引進新團隊，當經理人之持股比率越高，企業越會採行私募公司債之籌資方式而不想稀釋股權。

另外，私募普通股受到股票市場榮枯及是否為電子業之影響，然而私募公司債則不受此二因素之影響，H5 受到部分支持，亦與一般觀察符合。

表六 Panel A 列示台灣上市櫃公司宣告採行私募或公開募集普通股、公司債之市場反應。Panel A 實證結果顯示台灣上市櫃公司公開募集普通股之市場反應為負而私募普通股之市場反應為正，單變量檢定則指出私募普通股之市場反應顯著高於公開募集普通股之市場反應，台灣上市櫃公司私募股權為傳達正面之訊息，此與 Wruck (1989)、Hertzel and Smith (1993)、Allen and Phillips (2000) 及 Gomes and Phillips (2004) 等之結論一致。然而，Panel A 也顯示企業私募公司債之市場反應雖然為正，卻沒有顯著高於公開募集公司債之市場反應。

表六 募集普通股及公司債之市場反應

Panel A：發行有價證券之市場反應				
市場反應*	普通股		公司債	
	私募	公開募集	私募	公開募集
樣本數	131	137	36	233
-5 to +5	0.0173	-0.0109	0.0042	-0.0038
-10 to +10	0.0297	-0.0124	0.0045	-0.0066
市場反應之單變量檢定:				
-5 to +5	普通股 (私募 vs 公開募集)		0.0282 (3.09) ***	
	公司債 (私募 vs 公開募集)		0.0080 (0.51)	
-10 to +10	普通股 (私募 vs 公開募集)		0.0421 (3.02) ***	
	公司債 (私募 vs 公開募集)		0.0111 (0.27)	

*：公司宣告募集有價證券不同事件期之標準化累積異常報酬。

表六 Panel B 列示台灣上市櫃公司宣告募集有價證券之市場反應對於有價證券籌資方式 (私募 D 或公開募集 P) 及公司特性進行複迴歸之實證結果，並以公司宣告公開募集或私募有價證券之 21 日 [+10, -10] 累積異常報酬做為應變數。由 Panel B 顯示以「普通股」籌資之市場反應與公司特性之研究模式解釋能力為 11.87%，私募普通股之市場反應 (D，估計係數 0.7389, $p < 0.01$) 顯著為正，但公開募集普通股之市場反應 (P，估計係數 0.0523, $p > 0.10$) 並沒有顯著為負，證實台灣上市櫃公司股權之私募相較於公開募集有顯著正面之市場反應，此與 Wruck (1989)、Hertzel and Smith (1993)、Allen and Phillips (2000) 及 Gomes and Phillips (2004) 等所指出之私募股權相較於公開募集股權有顯著為正之市場反應一致。另外，其他顯著且符合預期之變數為：私募企業之逆選擇成本 ($D * Q$ 、 $D * DISTRESS$)、私募企業之道德危險成本 ($D * TOBIN$) 及私募企業之公司治理結構 ($D * MGT$)，說明私募「普通股」之企業其逆選擇成本越高 (例如，成交量越少、企業發生財務困難)、道德危險成本越高 (例如，企業成長性越差) 或公司治理結構越差 (例如，內部經理人之持股比率較低)，則企業在宣告私募普通股時之市場反應越好，顯示資訊不對稱越嚴重及公司治理結構越差之公司私募普通股有越正面之市場反應，股市投資人可能認為私募

普通股可以傳達降低企業之資訊不對稱、引進應募人進入經營團隊而強化公司治理結構之正面訊息，實證 H6 對私募「普通股」獲得實證之支持。

表六 募集普通股及公司債之市場反應(續)

Panel B 公司宣告募集有價證券之股票市場反應與公司特性					
變數	預期符號	普通股 (n = 268)		公司債 (n = 269)	
P	-	0.0523	(0.35)	0.0607	(0.70)
D	+	0.7389	(3.38) ***	0.2977	(1.08)
發行成本之考量:					
P*PROCEED	-	0.0034	(0.39)	-0.0039	(-0.68)
D*PROCEED	-	0.0001	(0.02)	0.0066	(0.42)
逆選擇成本之考量:					
P*ANALYST	+	0.0014	(0.19)	-0.0012	(-0.46)
D*ANALYST	-	0.0097	(1.63)	-0.0021	(-0.38)
P*DISPER	-	-0.1464	(-0.69)	-0.2979	(-2.17) **
D*DISPER	+	0.0553	(0.51)	0.2484	(1.50)
P*Q	+	-0.0031	(-0.36)	0.0008	(0.24)
D*Q	-	-0.0300	(-3.98) ***	-0.0192	(-1.86) *
P*DISTRESS	-	-0.0207	(-0.61)	0.0098	(0.43)
D*DISTRESS	+	0.0673	(2.88) ***	0.0733	(2.15) **
道德危險成本之考量:					
P*ROA	+	-0.0753	(-0.68)	0.0829	(1.10)
D*ROA	-	-0.0848	(-1.02)	-0.3218	(-1.90) *
P*TOBIN	+	0.0061	(0.43)	-0.0044	(-0.52)
D*TOBIN	-	-0.1410	(-3.31) ***	-0.3218	(-3.35) ***
所有權結構之考量:					
P*MGT	+	-0.0962	(-1.37)	-0.0384	(-1.19)
D*MGT	-	-0.2022	(-1.87) *	1.1501	(6.02) ***
P*BLOCK	?	-0.0280	(-0.59)	-0.0064	(-0.37)
D*BLOCK	?	-0.0298	(-1.07)	-0.0128	(-0.18)
進入市場之時點:					
P*CMR	+	0.0360	(0.06)	0.0427	(0.20)
D*CMR	-	0.9748	(1.53)	-2.3475	(-3.71) ***
P*CAR	+	-0.0035	(-0.32)	-0.0100	(-1.28)
D*CAR	-	0.0122	(0.88)	-0.0923	(-2.66) ***
產業因素:					
P*ELEC	+	-0.0134	(-0.54)	0.0064	(0.72)
D*ELEC	+	-0.0005	(-0.02)	0.0376	(1.31)
Adj R^2		11.87%		26.24%	

a *：顯著水準0.1；**：顯著水準0.05；***：顯著水準0.01。

b 括號內為 t 值。

c 變數定義：CAR：企業宣告募集有價證券前 10 日至後 10 日之標準化累積異常報酬。

P：若企業公開募集普通股、普通公司債或可轉換公司債，則 P=1；否則，P=0。

D：若企業私募普通股、普通公司債或可轉換公司債，則 D=1；否則，D=0。

其他變數之定義同表四。

由表六 Panel B 也顯示以「公司債」籌資之市場反應與公司特性研究模式之解釋能力為 26.24%，台灣上市櫃公司私募公司債之市場反應（D，估計係數 0.2977, $p > 0.10$ ）與公開募集公司債之市場反應（P，估計係數 0.0607, $p > 0.10$ ）都不顯著，說明私募公司債之台灣上市櫃公司並沒有顯著正面之市場反應。另

外, 其他顯著且符合預期之變數為: 私募企業之逆選擇成本($D * Q$ 、 $D * DISTRESS$)及道德危險成本($D * ROA$ 、 $D * TOBIN$)。顯示私募公司債企業之逆選擇成本越高(例如, 分析師數目越少、企業發生財務困難)、道德危險成本越高(例如, 資產報酬率越低), 則企業在宣告私募公司債時之市場反應越好, 但是私募公司債企業之公司內部結構越健全($D * MGT$), 宣告私募時之市場反應越好, 此與本研究 H6 並不一致。但與表五所發現之原經營團隊持股比率高時未必扁免債權人監督而僅願私募公司債之結果一致。此外, 表六 Panel B 亦顯示私募企業之股價績效($D * CAR$ 、 $D * CMR$)也會影響台灣上市櫃公司宣告私募公司債之市場反應, 顯示公司股價績效或股票市場績效越差則公司宣告私募公司債有越正面之市場反應, 因此, 台灣上市櫃公司可藉由私募公司債以避免受到企業股價低估或股市不振所波及。

四、敏感性測試

本研究最後對公司宣告募集有價證券之市場反應累積異常報酬之窗期作不同定義進行敏感性測試。對公司宣告募集有價證券方式之市場反應, 除上述以 $[-10, +10]$ 為窗期累積股價異常報酬作為應變數外, 此敏感性測試則縮短窗期為 $[-5, +5]$ 。由公司宣告募集「普通股」在累積異常報酬窗期 $[-5, +5]$ 之實證結果顯示其模式解釋能力為 5.42%, 而 D 之估計係數為 0.2949 (p 值=0.0467) 而 P 之估計係數為 0.0916 (p 值=0.3588), 其它顯著且符合預期之變數為: 私募企業之逆選擇成本(例如, $D * Q$ 之估計係數為-0.0108 而 p 值=0.0355、 $D * DISTRESS$ 之估計係數為 0.0342 而 p 值=0.0311)、私募企業之道德危險成本(例如, $D * ROA$ 之估計係數為-0.1374 而 p 值=0.0153、 $D * TOBIN$ 之估計係數為-0.0855 而 p 值=0.0032)、私募企業之公司治理結構(例如, $D * MGT$ 之估計係數為-0.0255 而 p 值=0.0942)。另外, 由公司宣告募集「公司債」在累積異常報酬窗期 $[-5, +5]$ 之實證結果顯示其模式解釋能力為 31.65%, 而 D 之估計係數為 0.6023 (p 值=0.5792) 而 P 之估計係數為 0.0465 (p 值=0.4761), 其他顯著且符合預期之變數為: 私募企業之逆選擇成本(例如, $D * ANALYST$ 之估計係數為-0.0073 而 p 值=0.0152、 $D * Q$ 之估計係數為-0.0153 而 p 值=0.0498、 $D * DISTRESS$ 之估計係數為 0.1343 而 p 值<0.0001)、私募企業之道德危險成本(例如, $D * TOBIN$ 之估計係數為-0.3194 而 p 值<0.0001)。私募企業之公司治理結構仍與預期不符(例如, $D * MGT$ 之估計係數為 0.7675 而 p 值<0.0001), 而公開募集公司債之台灣上市櫃公司僅有在分析師盈餘預測誤差小 ($P * DISPER$ 之估計係數為-0.7181 而 p 值<0.0001) 才有顯著正面之市場反應。

因此, 在以累積異常報酬窗期 $[-5, +5]$ 為應變數之市場反應模型, 仍能得到與原表六 Panel B 事件期 $[-10, +10]$ 類似之結論, 而其餘變數之估計係數方向及顯著性亦大致與原表六 Panel B 相同。

伍、結論及建議

私募制度除不必事先取得主管機關（證券及期貨管理局）核准，大幅縮短企業募集資金之時間、減少費用及加快籌資速度外，私募增資股也沒有原股東優先認購之問題，有利於有問題之企業迅速引進新經營者加入。從 2002 年 2 月 6 日台灣修訂之《證券交易法》開放私募有價證券開始，到 2005 年 9 月 30 日，台灣上市櫃公司共有 537 次募集資金，其中約三分之一為私募($167/537=32.8\%$)。公開募集資金以公司債為大宗($233/370=63.0\%$)，但私募資金則以普通股為大宗($131/167=78.4\%$)，顯然就企業之經營者而言，公開募集資金是不希望不特定之外界人士加入經營團隊（故多發行公司債），而私募資金則希望經由公司挑選之應募者加入經營團隊（故多發行普通股），兩者態度完全不同。本研究以企業之「發行成本」、「逆選擇成本」、「道德危險成本」、「所有權結構」、「進入市場時點」與「產業因素」，探討台灣上市櫃公司選擇有價證券籌資方式之決定因素及其市場反應。

本研究首先探討台灣上市櫃公司選擇有價證券公開募集或私募集資方式之決定因素，實證結果發現：（一）私募「普通股」之公司，主要受到企業發行成本、逆選擇成本、道德危險成本、所有權結構、進入市場時點與產業因素所影響；（二）私募「公司債」之公司，則受到發行成本、逆選擇成本、道德危險成本、所有權結構所影響。然而，企業經理人之持股比率對於新股發行方式及公司債發行方式之影響並不相同，經理人持股比率偏低之台灣上市櫃公司，會採取私募「普通股」之籌資方式來降低代理成本，而不會採取私募「公司債」之籌資方式來增加債權人之監督。

最後，本研究探討台灣上市櫃公司宣告私募或公開募集有價證券之市場反應，實證結果發現：台灣上市櫃公司宣告私募「普通股」相較於宣告公開募集「普通股」有較為顯著之正面市場反應。然而，企業宣告私募「公司債」與宣告公開募集「公司債」之市場反應並沒有顯著差異。因此，本研究之實證結果支持企業宣告私募「普通股」為有利於公司價值之正面訊息，此與 Gomes and Phillips (2004)等之論點一致。此外，私募企業之逆選擇成本或道德危險成本越高，則企業可因為私募投資人之加入而降低資訊不對稱或代理成本，並能藉由私募股權方式強化公司治理結構。

本研究在研究上有下列主要之限制：首先，由國外文獻可以發現企業私募有價證券可能是為尋求策略聯盟，受限於資料之取得，本研究未考慮此變數之影響；其次，儘管轉換公司債之特性與普通公司債不盡相同，但由於企業私募可轉換公司債之樣本很少，故本研究將企業發行轉換公司債及普通公司債合併來探討。後續研究者可待台灣企業私募可轉換公司債之家數累積至一定程度

以後，再分別探討企業私募或公開募集不同類型公司債之決定因素及其市場反應。

參考文獻

- 張瑞當、沈文華與黃怡翔，2007，宣告效果、股價報酬與盈餘管理：我國企業私募之研究，第十六屆會計理論與實務研討會，國立台北大學會計學系與中華會計教育學會。
- 陳維慈、劉啟群與張儒欣，2007，股權私募之折價因素：資訊假說之再檢視，第十六屆會計理論與實務研討會，國立台北大學會計學系與中華會計教育學會。
- Alli, K., and D. Thompson. 1993. The wealth effects of private stock placements under Regulation D. *Financial Review* 28 (March): 329-350.
- Allen, W., and M. Phillips. 2000. Corporate equity ownership, strategic alliances, and product market relationships. *Journal of Finance* 55 (June): 2791-2815.
- Asquith, P., and W. Mullins. 1986. Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics* 15(January-February): 61-89.
- Baird, G., and K. Rasmussen. 2005. Private debt and the missing lever of corporate governance. Working paper, University of Chicago Law School.
- Barclay, J., and W. Smith. 1995. The maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance* 50 (February): 609-631.
- Bayless, M., and S. Chaplinsky. 1996. Is there a window of opportunity for seasoned equity issuance? *Journal of Finance* 51 (January): 253-278.
- Best, R., and H. Zhang. 1993. Alternative information sources and the information content of bank loans. *Journal of Finance* 48 (April): 1507-1522.
- Bhagat, S., and A. Frost. 1986. Issuing costs to existing shareholders in competitive and negotiated underwritten public utility equity offerings. *Journal of Financial Economics* 15 (January-February): 233-259.
- Bhattacharya, S., and G. Chiesa. 1995. Proprietary information, financial intermediation, and research incentives. *Journal of Financial Intermediation* 4 (April): 328-357.
- Blackwell, W., and S. Kidwell. 1988. An investigation of the cost differences between public sales and private placements of debt. *Journal of Financial Economics* 22 (February): 253-278.
- Boyd, J., and E. Prescott. 1986. Financial intermediary-coalitions. *Journal of*

- Economic Theory* 38 (April): 211-232.
- Brennan, M., and A. Subrahmanyam. 1995. Investment analysis and price formation in securities markets. *Journal of Financial Economics* 38 (March): 361-381.
- Brophy, J., P. Ouimet, and C. Sialm. 2004. PIPE dreams? The performance of companies issuing equity privately. NBER Working Paper Series 11011.
- Cantillo, M., and J. Wright. 2000. How do firms choose their lenders? An empirical investigation. *Review of Financial Studies* 13 (January): 155-189.
- Carey, M., S. Prowse, J. Rhea, and G. Udell. 1993. The economics of the private placement markets: A new look. *Financial Market, Institution, and Instrument* 2 (January): 1-66.
- Chang, X., S. Dasgupta, and G. Hilary. 2004. Analyst coverage and capital structure decisions. Working paper, Hong Kong University of Science and Technology.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. Lang. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58 (January-February): 81-112.
- Cronqvist, H., and M. Nilsson. 2004. The choice between rights offerings and private equity placements. Working paper, The Ohio State University.
- Demsetz, H., and K. Lehn. 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequence. *Journal of Political Economy* 93 (June):1155-1177.
- Denis, J., and T. Mihov. 2002. The choice among bank debt, non-bank private debt and public debt: Evidence from new corporate borrowings. Working paper, Krannert Graduate School of Management Purdue University.
- Diamond, W., and E. Verrecchia. 1991. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *Journal of Finance* 46 (April): 1325-1359.
- Diamond, W. 1984. Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies* 51 (July): 393-414.
- Diamond, W. 1991. Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy* 99 (April): 689-721.
- Dyck, A., and L. Zingales. 2002. Private benefits of control: An internal comparison. Working Paper, University of Toronto.
- Easterwood, C., and P. Kadapakkam. 1991. The role of private and public debt in corporate capital structures. *Financial Management* 20 (March): 49-57.
- Eckbo, B., and W. Masulis. 1992. Adverse selection and the rights offer paradox.

- Journal of Financial Economics* 32 (March): 293-332.
- Fama, F. 1985. What's different about banks? *Journal of Monetary Economics* 15 (January): 29-39.
- Goh, J., J. Gombola, W. Lee, and F. Liu. 1999. Private placement of common equity and earnings expectations. *Financial Review* 34 (March): 19-32.
- Gomes, A., and G. Phillips. 2004. Why do public firms issue private and public equity, convertibles and debt. Working paper, University of Pennsylvania.
- Gompers, A. 1995. Optimal investment, monitoring, and staging of venture capital. *Journal of Finance* 50 (May): 1461-1489.
- Hadlock, C., and C. James. 1997. Bank lending and menu of financing options. Unpublished working paper, University of Florida, Gainesville.
- Hertzel, M., and L. Rees. 1998. Earnings and risk changes around private placements of equity. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 13 (January): 21-35.
- Hertzel, M., and R. Smith. 1993. Market discounts and shareholder gains for placing equity privately. *Journal of Finance* 48 (February): 459-485.
- Hill, C., and S. Snell. 1989. Effects of ownership structure and control on corporate productivity. *Academy of Management Journal* 32 (January): 25-46.
- Houston, J., and C. James. 1996. Bank information monopolies and the mix of private and public debt claims. *Journal of Finance* 51 (May): 1863-1889.
- Jensen, M. 1986. Agency costs and free cash flow, corporate finance and take-overs. *American Economic Review* 76 (February): 232-328.
- Jensen, M., and W. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (October): 305-360.
- Krishnaswami, S., A. Spindt, and V. Subramaniam. 1999. Information asymmetry, monitoring and the placement structure of corporate debt. *Journal of Financial Economics* 51 (March): 407-434.
- Kwan, H., and T. Carleton. 1995. The role of private placement debt issues in corporate finance. Working Paper, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- LaPorta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 (February): 471-517.
- Lehn, K., and A. Poulsen. 1989. Free cash flow and stockholder gains in going

- private transactions. *Journal of Finance* 44 (March): 771-787.
- Leland, E., and H. Pyle. 1977. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance* 32 (May): 371-387.
- Levent, G., and H. Dirk. 2007. Corporate bond credit spreads and forecast dispersion. Working Paper, University of Illinois.
- Maksimovic, V., and P. Pichler. 1999. Private versus public offerings: Optimal selling mechanisms with adverse selection. Working paper, University of Maryland.
- Masulis, W., and N. Korwar. 1986. Seasoned equity offerings: An empirical investigation. *Journal of Financial Economics* 15 (January-February): 91-118.
- Maupin, J. 1987. Financial and stock market variables as predictors of management buyouts. *Strategic Management Journal* 8 (April): 319-327.
- Mikkelson, W., and M. Partch. 1986. Valuation effects of security offerings and the issuance process. *Journal of Financial Economics* 15 (January-February): 31-60.
- Mitchell, L., and J. Mulherin. 1996. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of Financial Economics* 41 (February): 193-229.
- Montgomery, A. 1994. Corporate diversification. *Journal of Economic Perspectives* 8 (March): 163-178.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20 (January-March): 293-315.
- Myers, S. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5 (November): 147-175.
- Myers, S., and N. Majluf. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13 (June): 187-221.
- Nenova, T. 2003. The value of corporate votes and control benefits: A cross-country analysis. Working Paper, Harvard University.
- Opler, T., and S. Titman. 1993. The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs. financial distress costs. *Journal of Finance* 48 (May): 1985-1999.
- Ramakrishnan, R., and A. Thakor. 1984. Information reliability and a theory of financial intermediation. *Review of Economic Studies* 51 (July): 415-432.

- Sharpe, G., and E. Woo. 2002. Expected underpricing, corporate control and the choice of issuance mechanism in unseasoned equity market. Working Paper, University of New South Wales.
- Smith, C. 1986. Investment banking and the capital acquisition process. *Journal of Financial Economics* 15 (January): 3-29.
- Subrahmanyam, A., and S. Titman. 1999. The going-public decision and the development of financial markets. *Journal of Finance* 54 (March): 1045-1082.
- Tan, R., L. Chng, and H. Tong. 2002. Private placements and rights issues in Singapore. *Pacific Basin Finance Journal* 10 (April): 29-54.
- Toms, S., and M. Wright. 2005. Divergence and convergence within Anglo-American corporate governance systems: Evidence from the US and UK, 1950-2000. *Business History* 47 (February):267-300.
- Weir, C., D. Laing, M. Wright, and A. Burrows. 2004. Financial distress costs, incentive realignment, private equity and the decision to go private activity in the UK. Working paper, Robert Gordon University.
- Wruck, H. 1989. Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings. *Journal of Financial Economics* 23 (January): 3-28.
- Wu, Y. 2004. The choice of equity selling mechanisms. *Journal of Financial Economics* 74 (January): 93-119.
- Yosha, O. 1995. Information disclosure costs, and the choice of financing source. *Journal of Financial Intermediation* 4 (January): 3-20.