

現金增資採用詢價圈購方式對外部股東財富之影響

李建然* 林子瑄**

摘要：本研究利用事件研究法探討上市上櫃公司的管理當局在現金增資時，是否藉由詢價圈購的方式，透過老股換新股或融券交易等策略壓低圈購價，從事短期套利；或是排除外部股東分享公司未來的成長，移轉外部股東的財富。實證結果顯示，內部人採用詢價圈購的目的主要是為了短期的套利；而不是預期公司將來前景看好，利用詢價圈購排除外部股東分享未來成長的價值。相反的，在現金增資後的二年間，股價出現平均-44%左右的異常報酬率，這種現象似乎隱含著，即使採用詢價圈購辦理現金增資的公司，也是選擇股價被高估的時機辦理現金增資。

關鍵詞：現金增資、詢價圈購、事件研究法

* 國立台北大學會計學系副教授

** 勤業會計師事務所查帳員

The Effect on Wealth of Outside Stockholders Resulting from Adopting Bookbuilding when Seasoned Equity Offerings

Jan-Zan Lee Tzu-Hsuan Lin

Abstract: Through the methodology of event study, we examine whether insiders of the public companies transferring the external stockholders' wealth to themselves by means of reducing offering price or excluding external stockholders to share the companies' future growth value when the seasoned equity offering (SEO) firms adopt bookbuilding. The empirical results show that, in the short-term, the insiders of companies could earn abnormal returns by means of beating offering price down other than excluding external stockholders to share the value of firms' growth. On the contrary, in the long-term, the stocks price of SEO firms adopting bookbuilding suffers about 44% negative abnormal returns after two years from SEO. This result suggests that insiders of firms usually issue new equity when their stock are overpriced even insiders adopt bookbuilding.

Key Words: Seasoned equity offerings (SEO), Bookbuilding, Event study

壹、前言

台灣股市自民國 75 年以後，進入另一個蓬勃發展的階段，成為企業募集長期資金最重要的市場及方法。對已上市、上櫃公司而言，透過發行新股募集資金，亦已成為上市上櫃公司，取得龐大資金的主要手段之一。本研究的目的旨在探討，在資訊不對稱的情形下，管理當局以詢價圈購方式辦理現金增資，對外部股東財富的影響。

在民國 84 年之前，上市上櫃公司辦理現金增資時，除了提撥發行新股總額之百分之十，對外公開發行外，其餘應由原股東按一定比例認購¹。而對外公開發行的方式，則採公開申購的方式辦理。經過近十年的實際運作，發現公開申購制度有許多的缺點（李青娟，2000；李俊德，1995；丁克華，1997）²。證券管理委員會有鑑於公開申購制度之缺失，乃於民國 84 年修法，規定公司發行新股時，除了可以採用公開申購之方式外，亦可採用「詢價圈購（bookbuilding）」作為現金增資的方式，以彌補公開申購的缺失。所謂的詢價圈購，係指由發行公司及承銷商協議，先訂出承銷價之範圍，並向投資人以圈購單詢問其意願，以取得市場需求情況，最後訂出圈購價，洽特定人圈購。

根據目前之規定，採詢價圈購辦理現金增資之公司，仍應保留發行新股總股數之 50%（扣除保留給員工認購的股數），由原股東依持有股權比例優先分認之，其餘的 50% 則洽特定人圈購³。至於圈購價格之決定，則不得低於現金增資送件前十、二十、三十個營業日平均收盤價孰低（調整除權及除息後的價格）之九成⁴，由發行公司與承銷商共同議定之。不過，在實務運作上多由公司決定。

詢價圈購與公開申購對原股東而言，最重要的差異在於當公司採用詢價圈購時，其優先認購新股的權益受損，甚至有些小股東的權益完全被剝奪，因為發行新股總股數之 50% 由特定人圈購，雖另 50% 由原股東

¹ 公司法第二百六十七條第三項。

² 其主要的缺點有：1. 參與申購投資人不具繳款義務，可能造成許多承銷案最後因繳款時，認購不足而承銷失敗。2. 承銷價制定偏離市場價格，造成對原股東之損失。3. 投資人取得股票時間過長，增加投資人之風險。4. 承銷商未能發揮其功能，承銷商的功能僅止於協助發行公司處理申請資料之準備及申購抽籤等事務性作業，主要收入來自於辦理公司公開申購的手續費，實在無法發揮市場中介者（market maker）及財務顧問的角色。5. 改善公開申購制度抽籤所造成人頭戶、偽造詐欺的行為。

³ 民國 86 年之前，甚至可以採 100% 詢價圈購的方式辦理現金增資。

⁴ 民國 89 年 12 月 22 日發佈的「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，「…如採詢價圈購方式辦理承銷，其發行價格之訂定，…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後平均股價之九成…」。故本研究期間「承銷價格之制定以最近三十、二十、十個營業日之平均收盤價之九成為參考價」之規定已被上述規則第七條所取代。由於本研究期間適用民國 89 年 12 月 22 日之前的規定，所以本文中仍以舊的規定說明。

按持股比例認購，但只有按持股比例能分配認購 1,000 股的股東，才有認購的權利（有許多個案，原股東需持有 20,000 股以上，才能認購 1,000 股）；換言之，持股比例不足以認購 1,000 股的小股東，其優先認購新股的權益，完全被剝奪。雖然證管會採用詢價圈購時，意圖彌補公開申購制度的缺失，但詢價圈購卻有可能損及多數外部股東的權益。

現金增資採詢價圈購的決定，雖然需提報股東大會，由股東投票決議。但是，由於台灣上市上櫃公司多有家族企業的色彩，大股東多身兼公司的管理當局；而且，在外部股東多屬散戶，並漠視參與股東大會的情況下，詢價圈購的決議，實質是由公司管理當局決定的。此外，在承銷商的實務運作上，公司在採用詢價圈購時，早已洽定某些特定人圈購。從上述種種現象可知，整個詢價圈購的過程，公司管理當局具有主導的地位。

在資訊不對稱及管理當局對詢價圈購有主導權的情況下，管理當局可能藉由詢價圈購方式的採用，進行套利及移轉外部股東財富給大股東。管理當局可藉由下列幾種方式，進行套利及移轉外部股東財富給大股東：1. 管理當局如果認為公司未來有良好的成長機會，未來的股價會上揚，可藉由詢價圈購不讓（或減少）外部股東參與現金增資，而洽特定人（可能是內部人）認購，使外部股東喪失公平地分享公司成長的機會。2. 圈購價格之制訂，不得低於現金增資送件日前十、二十、三十個營業日平均收盤價孰低之九成，不論管理當局對公司未來的前景是否樂觀，管理當局亦可藉由人為壓低圈購價格及圈購價低於市價的現象，以老股換新股或融券交易等策略進行套利。

截至目前為止，台灣多數的相關文獻，主要著重在現金增資宣告資訊內涵、影響管理當局採用詢價圈購或公開申購的因素，及現金增資後的績效表現（李青娟，1990；楊吉裕，1998；洪崇洋，1997；呂建樺，1999；許嘉臻，1999；朱家萱，1997；劉宏彥，1998；陳建榮，1999）。就我們的瞭解，截至目前為止，雖然偶有輿論對詢價圈購加以批評，但尚未有文獻探討詢價圈購的實施，對外部股東的影響。因而本研究的目的，即在探討管理當局採用詢價圈購，對外部股東的財富有何影響？而影響的方式，是利用老股換新股或融券交易等方式，進行短期的套利？還是不讓外部股東參與公司未來成長，屬較長期的套利方式？或是兩者皆有？透過本研究問題的瞭解，不但可以幫助政府制定管理證券市場的政策，以維持股市的公平性及提高資本市場的效率，而且可以幫助投資者，瞭解詢價圈購的內涵，以提高其決策品質。

實證結果發現，管理當局採用詢價圈購的方式，的確可以透過操縱詢價圈購的價格及圈購價低於市價的方式，從事短期套利。然而管理當局採用詢價圈購，並不意味著管理當局預期看好公司未來的前景；反而與一般文獻上所推測的一樣，辦理現金增資，不論是透過詢價圈購或是公開申購，似乎隱含著公司股價被高估的訊息。

本文之結構如下：第二節就目前國內外現金增資相關文獻作一簡要的介紹；第三節則說明研究假說的建立及研究設計；第四節介紹樣本選取及資料來源；第五節彙總實證結果及分析；最後，第六節為結論與建議。

貳、文獻回顧

根據目前相關文獻，探討公司現金增資相關問題之研究，大致可分為三方面——現金增資宣告日資訊內涵之探討、影響管理當局現金增資方式選擇（公開申購或詢價圈購）之因素及現金增資後公司經營績效之變化。

在現金增資宣告日資訊內涵之研究方面，國外文獻幾乎所有實證結果皆支持現金增資宣告日資訊內涵有負的異常報酬（Hess and Frost, 1982; Masulis and Korwar, 1986; Asquith and Mullins, 1986; Kalay and Shimrat, 1987; Sant and Ferris, 1994），造成股價下跌的原因，多支持價格壓力假說（price pressure hypothesis）、訊號假說（signaling hypothesis）或資本結構假說（capital structure hypothesis）。所謂價格壓力假說係指，因投資者對於公司股票之需求為一右傾之需求曲線（意涵股票具有獨一及低替代性的需求曲線），當公司宣布現金增資，公司股票供給增加，在需求不變之情形下，股價自然會下降（Scholes, 1972）；所謂訊號假說係指，在資訊不對稱的情況下，管理當局選擇以股票融資，傳遞出管理當局預期未來績效不佳的訊息（Leland and Pyle, 1977）或公司股價被高估的訊息（Myers and Majluf, 1984）；最後，所謂資本結構假說係指，以股票融資將使公司的稅盾下降，因此公司的價值會下降（Modigliani and Miller, 1963; Masulis, 1983）。國內文獻之實證結果仍相當分歧，傾向支持現金增資宣告日有正的異常報酬（張素綾，1998；陳健榮，1999）⁵，造成股價上漲之原因則尚未有定論。

在研究影響管理當局採用公開申購或詢價圈購之影響因素方面，Benveniste and Busaba（1997）發現採用詢價圈購制度將使公司募集到較高的資金，卻也面臨較高的不確定性。因此，認為對風險採趨避的公司，較有可能採公開申購的方式，而小公司因為投資人通常是較沒有資訊的個別投資人，通常也會採用公開申購的方式辦理現金增資。國內文獻（張素綾，1998；楊吉裕，1998；呂建樺，1999；李青娟，2000）則指出當上市、上櫃公司系統風險較低、產業景氣較佳（或不確定性較低）、機

⁵ 國內有關現金增資宣告日資訊內涵之研究，所選擇之事件日各不相同，例如：張素綾（1998）選擇的事件日為承銷方式首次見報日、申購日（圈購日）首日及新股發行日。而陳健榮（1999）則以證管會核准現金增資案日及現金增資除權日做為事件日。這些事件日的股價反應，是否能代表現金增資宣告日資訊內涵則不無疑問。

構投資人持股比率高、公司內部董監事控制權低且欲維持控制權、股票流動性較高的公司，將傾向採用詢價圈購之方式辦理現金增資。

最後，在研究公司現金增資後績效方面，不論學者以股價績效及財務績效衡量公司現金增資後的績效，就長期而言，都呈現衰退走勢。學者認為增資後股價走低的主要原因是，管理當局通常是在股價高估時，傾向以股票融資，增資後股價走低，只是反應高估的股價逐漸回復本來價值所導致。國內文獻（朱家萱，1997；劉宏彥，1998）甚至指出，現金增資次數頻率高的公司經營績效可能愈差，且董監事持股比率與績效衰退之幅度呈正相關（Loughram and Ritter, 1995; Spiess et al., 1995; Jegadeesh, 2000; 朱家萱，1997；劉宏彥，1998）。

雖然詢價圈購制度已實施多年，在公司方面，顯而易見的效果便是縮短了現金增資的時間，也縮短了認購人取得股票的時間。但截至目前為止，我們並沒有發現有關評估詢價圈購制度對外部股東財富影響之研究。

參、研究假說與研究設計

普通股股東對現金增資股，具有按原先持股比例優先認購之權利，本是为保護原股東避免因現金增資，稀釋其股權或增資股股價低於市價，造成財富損失之設計。然而詢價圈購制度的設計，固然著眼於改善公開申購制度的缺失，但對原股東而言，卻無異於傷害甚至完全剝奪其優先認購權。在資訊不對稱及管理當局（內部股東）是否採用詢價圈購具有主導權之情形下，外部股東是否因未能參加（或減少）認購新股導致其權益受損，造成財富上的損失，應是評估詢價圈購制度利弊得失時，非常重要的要素。

公司管理當局決定採用詢價圈購的方式辦理現金增資，可能透過下列兩種途徑，造成外部股東財富上的損失。首先，就短期而言，實務上當公司決定採用詢價圈購時，通常圈購名單已大致確定⁶，而這些特定圈購人很可能有一部分是內部關係人或大股東⁷，透過訂定較低的圈購價格，使其可採「老股換新股」或融券交易鎖定價差策略進行短期套利。再者，就長期而言，管理當局也可能看好公司未來的前景，透過詢價圈購增加內部關係人或大股東的持股，使外部股東無法公平分享公司未來成長之利益。

在詢價圈購制度下，承銷價格之制訂乃依據公司現金增資送件日之

⁶ 通常會保留一小部份由承銷商圈購或由承銷商配售給投資人。

⁷ 本文對於內部關係人或大股東之定義如下，內部關係人指公司管理當局，如董事長、總經理等；大股東指持有公司流通在外股數達10%以上之股東而言。

前十、二十、三十個營業日平均收盤價孰低之九成⁸。所謂「現金增資送件日」即為公司將其預備現金增資之申請文件送至證期會之當日⁹。由此可知，只要壓低現金增資送件前十、二十、三十個營業日之平均收盤價，則公司現金增資之圈購價格即會明顯降低，使公司內部關係人或大股東能以明顯低於市價之圈購價認購新股，達到其短期套利之目的。

此外，內部關係人或大股東在送件日前的套利行為能夠成功，另一個必要條件便是獲得新股認購權者必須於繳款截止日前繳交認股款。在圈購繳款期間中，當公司股票市價低於新股圈購價時，圈購人將放棄認購新股之權利，不但造成現金增資案失敗，而且亦使得內部關係人或大股東短期套利之策略失敗，甚至蒙受重大損失。因此，為讓其他圈購人有繳款之意願，本研究預期內部關係人或大股東在圈購繳款日之前，有動機維持公司股價不低於當初與圈購人協議之認購價差；即至少維持繳款日之前，股價與圈購價格之價差維持送件日時之 10% 價差。綜合以上的論述，管理當局想要透過圈購制度進行短期的利益，除了藉由壓低圈購價外，尚需在繳款日之前維持足夠的價差，以吸引圈購人繳款。因此，本研究推測公司股價於現金增資送件日前三十個營業日內將有負的異常報酬；而送件日至繳款日之前（大約有 30 天的期間），管理當局有維持股價與圈購價格不低於 10% 價差的誘因。換言之，本研究將檢定下列假說：

H_1 ：上市、上櫃公司現金增資送件日前三十日之股價異常報酬為負值。而且，為確保增資的成功，管理當局在圈購繳款截止日前，有維持股價與圈購價之間的差價不低於當初與圈購人協議之認購價差的動機。

如果管理當局採用詢價圈購的原因，主要是因為管理當局預期未來有成長的機會，故利用詢價圈購使外部股東無法公平地分享公司未來成長所帶來的利益，則本研究預期，在公司取得實現成長的機會所需之資金後，股價應有明顯正的超額報酬。有鑑於投資績效需有一段時間才能實現，故本研究將觀察公司取得資金後，二年間之股票價格變動的情況。換言之，本研究將檢定下列假說：

H_2 ：上市、上櫃公司圈購繳款截止日後二年，公司中長期股價應有明顯正的異常報酬。

本文之研究設計，主要利用事件研究法（Event Study），分析採用詢價圈購辦理現金增資公司，在各事件期（event period）的股價反應是

⁸ 詢價圈購制度下承銷價格之制訂乃為公司現金增資送件日之前十、二十、三十天，但由於本研究取得之樣本皆在規定未更改前之現金增資案，因此本研究則依舊有之規定，討論現金增資送件日前十、二十、三十天。

⁹ 「現金增資送件日」，對於證管會而言為該會收到上市、上櫃公司申請文件當日；對於辦理現金增資之公司而言，則為寄發予證管會之當日。雖然略有誤差，但並不影響本研究之論述。

否如研究假說所預期。如研究假說所述，假說一及假說二之事件期分別定義為，現金增資送件日前三十日、圈購繳款截止日前三十日及繳款日後二年。

至於各事件期異常報酬率之估計，本研究係以市場模式 (Market Model) 估計之。市場模式參數之估計，假說一以各事件期前 300 天 (至少需有 100 天) 之個別公司股票報酬與市場報酬估計之。假說二因觀察繳款日後二年 (24 個月) 的異常報酬率，故以事件期前 60 個月 (至少需有 12 月) 之個別公司股票月報酬與市場月報酬估計市場模式之參數。

檢定平均異常報酬率 (AR) 及平均累計異常報酬率 (CAR) 是否顯著異於 0 之 t 檢定值計算如下：

$$t^{AR} = \frac{\frac{1}{N} \sum_i^N SAR_{iE}}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left(SAR_{iE} - \frac{\sum_{i=1}^N SAR_{iE}}{N} \right)^2}}$$

$$t^{CAR} = SCAR / \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left(SCAR_i - \frac{\sum_{i=1}^N SCAR_i}{N} \right)^2}$$

式中，

SAR_{iE} ：為在事件期中，某一特定期 E ， i 公司標準化後之異常報酬，

其計算方式如下， $SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{s}_i \sqrt{1 + \frac{1}{T_i} + \frac{(R_{mt} - \bar{R}_{mi})^2}{\sum_{t=1}^{T_i} (R_{mt} - \bar{R}_{mi})^2}}}$ ， AR_{it} 為以市場

模式估計之異常報酬率， \hat{s}_i 為 i 公司「估計期」殘差的標準差， T_i 為 i 公司估計期的天 (或月) 數， \bar{R}_{mi} 為 i 公司「估計期」市場報酬率之平均數， R_{mt} 為 i 公司在事件期 t 日之市場報酬率。

N ：樣本觀察值之數量。

$SCAR$ ：為樣本事件期之標準化平均累計異常報酬率， $SCAR_i$ 則代表個別公司 i 在事件期標準化後之累計異常報酬。

在檢定 AR 及 CAR 之前，先將 AR 及 CAR 標準化 (Standardized) 的程序，是依據 Patell (1976) 之建議，其主要目的係將所有個別證券異常報酬率的分配都轉換為單一常態分配 (Unit Normal Distribution)，以符合異常報酬率橫剖面分配齊一的條件 (identical distribution)。Zibart (1985) 之研究顯示，Patell 的作法可以提高檢定異常報酬的能力，尤其

在股價對某些事件反應較弱的情況時。至於 t 統計量之計算，本文則採用 Boehmer, Musumeci and Poulsen (1991) 建議之標準化殘差橫剖面法 (standardized-residual cross-sectional method)，在 Boehmer et al. 的模擬實驗中發現，不論事件是否會引起事件期異常報酬率變異數之變化，此法在檢定力及型 I 錯誤 (Type I error) 的表現上最佳。而且，即使在事件集中 (event clustering) 的情況下，對其表現幾乎沒有影響。

肆、樣本選取及資料來源

本研究從台灣經濟新報社 (Taiwan Economic Journal, TEJ) 之承銷明細資料庫及證期會資料庫，蒐集民國 85 年起至 89 年底止，曾以詢價圈購辦理現金增資之上市、上櫃公司及其現金增資送件日與繳款截止日之日期。至於事件研究法所需之股票報酬率及市場報酬率之資料，亦來自 TEJ 之股價資料庫 (TEJ Equity data base)。但若有下列情況則不列入樣本：

- 一、以普通股為限，不考慮特別股之現金增資，因普通股與特別股之權利義務並不相同，故不列入本研究樣本之中。
- 二、由於金融業往往受到管制機關管制，故其代理問題與一般產業並不相同，且其採用會計方法亦較為特殊，故未包括於本研究樣本之中。
- 三、公用事業之現金增資所受主管機關監督，且性質與一般產業並不相同，因此未包含於本研究樣本之中。
- 四、未有足夠之股票報酬資料供事件期異常報酬率之估計。

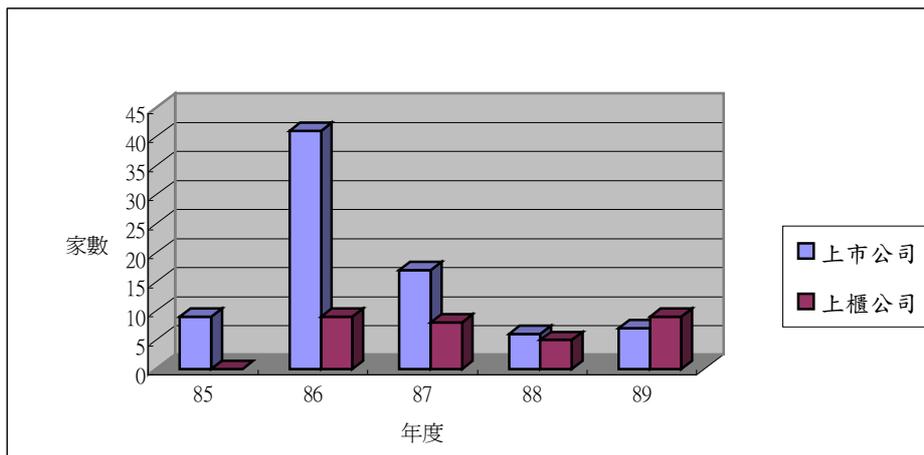


圖 1 各年度上市、上櫃公司詢價圈購統計圖

經上述條件的篩選，共得 111 個觀察值。圖 1 為上市、上櫃公司採

詢價圈購辦理現金增資之家數統計圖，由圖中可知民國 86 年是 5 年中現金增資家數最多的年度。一般而言，當股市熱絡時，上市、上櫃公司利用此時機增資的意願較強，而民國 86 年為 5 年中股市最熱絡之年度，因此增資家數相較於其他年度多；民國 88、89 年由於全球經濟景氣逐漸下滑，總體經濟低迷，國內政局不穩，股市重挫，進而影響公司現金增資的意願。

伍、實證結果與分析

假說一預期如果管理當局利用詢價圈購方式進行短期套利，則在增資送件日前三十日應有顯著負的異常報酬率。首先將現金增資送件日前三十日之股價與圈購價的價差列示於表 1。由表 1 可知，所有觀察值中，大約僅有 10% 的公司現金增資送件日前三十日之股價小於圈購價，整體而言，圈購價格低於送件日前三十日之股價約二成（平均值為 0.1702，中位數則為 0.2000，無論平均數及中位數檢定皆顯著大於 0），代表樣本公司對於圈購價格之訂定有明顯低於送件日前三十日股價的情形（超過 10%），甚至有公司圈購價僅是送件日前三十日股價的三成左右。而圈購價格之訂定乃依據送件日前三十日、二十、十日之平均價孰低之九成為基礎，從表 1 的結果初步驗證送件日前三十日起股價有被下壓之情形。

表 1 送件日前三十日之股價與圈購價格之價差表 ($n=111$)^a

Mean	Min	10%	25%	50%	75%	90%	Max	Standard Deviation
0.1702	-1.5414	-0.0130	0.1240	0.2000	0.2749	0.3947	0.7105	0.2618

^a 表中數字為送件日前三十日與圈購價格之價差敘述統計量。計算方式為（送件日前三十日股價-圈購價格）/送件日前三十日之股價。

由於表 1 並未考慮市場整體之變化，故將送件日前三十日每日之 AR 與 CAR 及其 t 統計量彙總於表 2，並將 AR 及 CAR 之趨勢繪圖於圖 2。從表 2 及圖 2 的結果可以看出，在送件日之前 30 天至送件日當天之 CAR 為 -4.3266% 明顯小於 0（在 $\alpha=1\%$ 具顯著水準）。在送件日之前的 30 天中，有 20 天之 AR 為負。從表 2 之結果推測，內部人並不是從送件日 30 天前就開始下壓股價，大致是從送件日前 15 天開始有較明顯的動作。自 $t=-15$ 開始至送件日起，其 CAR 才呈現顯著小於 0。不過，儘管送件日之前的 15 天，多數交易日之 AR 為負，但其下跌幅度都不大，這種現象似乎顯示內部人不論是以老股換新股或融券交易方式進行套利，都以較緩和的方式逐漸使股價下降，這或許是反應內部人在老股換新股或融券交易時，希望能將老股或融券交易賣得較好的價格，及（或）避免主管機關及市場的注意。

表2 現金增資送件日前三十日至送件日止之平均異常報酬率(AR)及累積平均異常報酬率(CAR)^a($n=111$)

事件日	AR (%)	CAR (%)	t (AR)	t (CAR)
-30	0.2346	0.2346	0.562	0.562
-29	-0.0131	0.2214	-0.2473	0.2439
-28	0.0355	0.257	0.3014	0.3526
-27	-0.4593	-0.2024	-1.3502	-0.4194
-26	-0.3024	-0.5048	-0.8288	-0.8124
-25	-0.3085	-0.8132	-1.5626	-1.4711
-24	0.2296	-0.5836	0.6276	-1.0846
-23	0.0412	-0.5423	0.0659	-0.9913
-22	0.4782	-0.0148	1.2237	-0.3549
-21	0.1878	0.173	0.6338	-0.0836
-20	-0.2365	-0.1208	-0.9956	-0.4970
-19	-0.1136	-0.2343	-0.3932	-0.6170
-18	0.0889	-0.1454	0.5468	-0.4028
-17	-0.2502	-0.3956	-1.1108	-0.7007
-16	-0.2292	-0.6248	-0.7498	-0.8797
-15	-0.4628	-1.0876	-2.2057**	-1.3428
-14	-0.4398	-1.5274	-2.1955**	-1.8807*
-13	-0.2963	-1.8237	-1.5301	-2.1484**
-12	0.019	-1.8047	0.0652	-2.0212**
-11	-0.6154	-2.4202	-2.5858***	-2.5188**
-10	0.5348	-1.8656	1.8959*	-1.9972**
-9	-0.2034	-2.069	-1.0754	-2.2708**
-8	-0.5098	-2.6025	-2.8881**	-2.8645***
-7	-0.2688	-2.8712	-1.3697	-3.2540***
-6	-0.3558	-3.227	-1.4387	-3.522**
-5	-0.2693	-3.4964	-1.2426	-3.5231***
-4	-0.1951	-3.6915	-0.8359	-3.7050***
-3	-0.5043	-4.1958	-1.9728**	-4.0382***
-2	-0.1148	-4.3106	-0.447	-4.0220***
-1	0.0991	-4.2115	0.366	-3.7758***
0	-0.1151	-4.3266	-0.2869	-3.8328***

^a t 值為標準化橫剖面 t 值，雙尾檢定。***代表在 $\alpha=1\%$ 具顯著水準，**代表在 $\alpha=5\%$ 具顯著水準，*代表在 $\alpha=10\%$ 具顯著水準。事件日0天為現金增資送件日。

此外，如第參節所述，內部人如欲利用前述壓低圈購價順利套利的話，

另一個關鍵因素便是使其他圈購人完成繳款程序，否則現金增資案將面臨失敗，不但可能無法套利，反而可能遭受重大的損失。促使圈購人完成繳款程序的主要因素，便是在繳款截止日的市價與圈購價之間的差異，至少仍能維持當初在增資送件日時之價差，即至少仍維持繳款截止日的市價與圈購價之間的價差仍能維持在一成左右。茲將繳款截止日的市價與圈購價之間的價差資料彙整於表 3。此外，就圈購流程而言，從送件日至繳款截止日大約需要 30 天，故本文亦將繳款截止日前三十天之 AR 及 CAR 之資料彙整於表 4，並將 AR 及 CAR 之趨勢繪圖於圖 3。

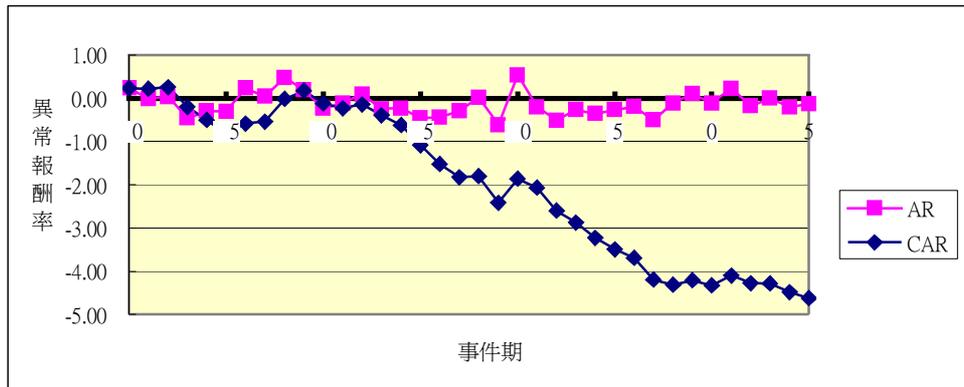


圖 2 現金增資送件日前三十日至送件日之平均異常報酬率 (AR) 與累積異常報酬率 (CAR) 走勢圖

表 3 繳款日與圈購價格之價差表^a ($n=111$)

Mean	Min	10%	25%	50%	75%	90%	Max	Standard Deviation
0.0867	-1.5342	-0.0725	0.0295	0.1045	0.1707	0.2808	0.7397	0.2450

統計檢定	統計值	P 值
t test ($H_0: mean = 10\%$)	-0.5693	0.5703
Sign test ($H_0: median = 10\%$)	1.5	0.8496

^a表中數字為繳款日與圈購價格之價差敘述統計量。計算方式為(繳款日之股價 - 圈購價格) / 繳款日之股價。

表 4 整體樣本在事件期(圈購繳款截止日前三十日至圈購繳款截止

日止)之平均異常報酬率(AR)及累積平均異常報酬率(CAR)
($n=111$)

事件日	AR (%)	CAR (%)	t (AR)	t (CAR)
-30	0.0603	0.0603	0.4882	0.4882
-29	0.1684	0.2287	0.6322	0.7835
-28	0.0688	0.2974	0.2445	0.7096
-27	0.4677	0.7651	1.5064	1.3557
-26	-0.3486	0.4165	-0.9777	0.781
-25	-0.5906	-0.1741	-2.2824**	-0.043
-24	0	-0.174	0.0558	-0.0231
-23	-0.5481	-0.7222	-1.9319*	-0.608
-22	0.1759	-0.5462	0.4963	-0.4099
-21	0.1415	-0.4047	0.5204	-0.2191
-20	0.0839	-0.3208	-0.024	-0.231
-19	-0.0226	-0.3433	-0.3268	-0.3518
-18	0.2088	-0.1345	0.5071	-0.2008
-17	0.34	0.2055	1.0219	0.0811
-16	0.262	0.4675	1.0236	0.3856
-15	0.1409	0.6084	1.0358	0.6221
-14	0.7898	1.3982	2.3683**	1.3829*
-13	0.5285	1.9266	1.8551*	1.8207*
-12	0.2126	2.1393	1.1091	2.0518**
-11	-0.1	2.0393	-0.678	1.8702*
-10	-0.3543	1.685	-1.4592	1.496*
-9	-0.3396	1.3454	-0.9051	1.2607
-8	-0.281	1.0644	-1.7178*	0.7929
-7	-0.0981	0.9663	-0.1448	0.6853
-6	-0.4311	0.5353	-1.6634*	0.2919
-5	-0.0501	0.4851	-0.1849	0.2541
-4	-0.2666	0.2186	-0.6102	0.1135
-3	0.0171	0.2356	-0.0497	0.0989
-2	-0.2972	-0.0615	-0.6665	-0.0537
-1	-0.327	-0.3885	-1.0472	-0.3069
0	-0.6446	-1.0331	-1.7653*	-0.7188

^a t 值為標準化橫剖面法 t 值，雙尾檢定。***代表在 $\alpha=1\%$ 具顯著水準，**代表在 $\alpha=5\%$ 具顯著水準，*代表在 $\alpha=10\%$ 具顯著水準。事件日0天為圈購繳款截止日。

由表 3 可知，平均而言，圈購價格與繳款日之股價價差大約仍維持在

10%左右（平均值=0.0867；中位數=0.1045），其平均數與中位數不顯著異於10%（其p值分別為0.5703及0.8496），即大致上仍維持當初與圈購人協議之價差。此外，從表4所列示之圈購繳款截止日前三十日之異常報酬率顯示，整個事件期之CAR為-1.0331%，並不顯著異於0（t value=-0.7188），至於事件期各天之AR在0附近跳動，並無特定型態之變化。從表3及表4的實證結果得知，圈購繳款截止日前三十日公司的股價與圈購價，仍維持在送件日時之差價，即大約10%左右，而且此段事件期內並無顯著負的異常報酬；換言之，繳款日之前公司仍能維持當初與圈購人協議之價差，讓投資人有繳款意願，使其短期的套利策略得以成功，順利從中賺取價差。綜合表1至表4的結果可以發現，內部人的確可以透過壓低圈購價及圈購價低於市價的情況進行短期套利。換言之，假說一是被支持的。

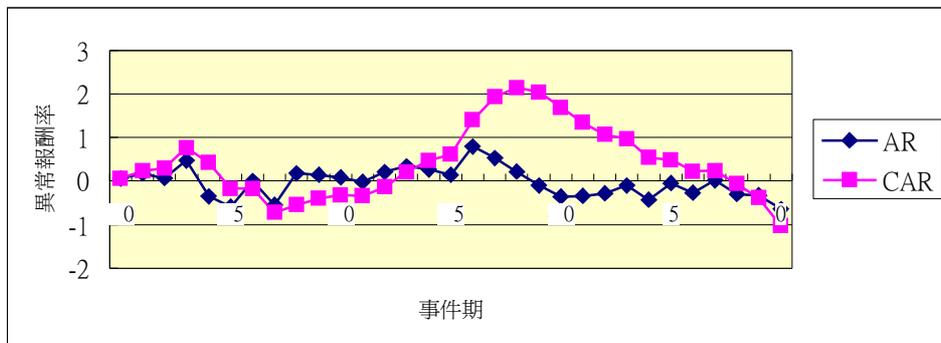


圖3 圈購繳款截止日前三十日及至圈購繳款截止日之平均異常報酬率（AR）與累積異常報酬率（CAR）走勢圖

最後，為了瞭解管理當局是否會利用詢價圈購的方式，使得外部股東無法公平地分享公司未來成長的機會，本研究將繳款日後二年之AR及CAR之估計結果彙總於表5，並繪圖於圖4。根據假說二之預期，繳款日後應有顯著正的異常報酬率，但令人訝異的是，從表5及圖4可以發現，繳款日後二年之間的累計異常報酬率不但沒有顯著為正，竟然還超跌了43.78%，顯著小於0（t value=-3.0423）。換言之，管理當局採用詢價圈購辦理現金增資的目的，並不是看好公司未來的前景，想要多擁有公司更多的股權。至於繳款日後發生明顯股價下跌的趨勢，其原因可能與一般文獻發現公司辦理現金增資後，股價呈現下跌的現象是一樣的，認為管理當局通常會利用公司股價被高估的時機辦理現金增資，增資後股價的下跌，僅是反應高估的股價回復至其合理的價位。為了進一步瞭解上述推論的可能性，本研究進一步分析在民國86年採用詢價圈購的公司，在增資後二年間CAR的變化情況，因為如第肆節所述，民國

86年是研究期間中，股市最熱絡的一年，股價被高估的機率最高，如果管理當局真的利用公司股價被高估的時機辦理現金增資，則增資後異常報酬率應更明顯為負數。實證結果顯示（未列表），在民國86年採用詢價圈購的公司，增資後二年間CAR為-63.4%，顯示民國86年採用詢價圈購的公司，現金增資後二年間超跌的幅度明顯大於其他年度。因此，增資後股價的下跌，可能僅是反應高估的股價回復至較合理價位的現象。

表5 整體樣本在事件期（圈購繳款截止日至其後二年）之平均異常報酬率（AR）及累積平均異常報酬率（CAR）^a（ $n=111$ ）

事件月	AR (%)	CAR (%)	t (AR)	t (CAR)
0	0.8337	0.8337	0.3037	0.3037
1	0.2988	1.1325	0.4364	0.4831
2	-0.8863	0.2462	-0.3526	0.2514
3	-1.4162	-1.17	-0.1932	0.156
4	-2.4207	-3.5907	-0.7084	-0.1151
5	-0.1537	-3.7444	0.0231	-0.094
6	-0.1234	-3.8677	-0.1643	-0.1339
7	-0.5424	-4.4101	-0.069	-0.1355
8	1.195	-3.2151	0.6037	0.0485
9	-0.6264	-0.7073	0.1925	0.3287
10	0.35	-3.4817	0.8379	0.2428
11	-2.2025	-5.6842	-0.9332	-0.0144
12	-4.1859	-9.7274	-1.5707	-0.3374
13	4.9516	-4.7757	2.169**	0.1885
14	-5.3514	-6.2929	-2.8725***	-0.1349
15	-3.726	-8.0303	-1.8412*	-0.1833
16	-0.3075	-8.3378	-0.0964	-0.1936
17	-0.635	-5.9427	-0.4041	-0.0584
18	-7.1282	-15.3755	-2.9157***	-0.8256
19	-2.627	-18.0025	-1.023	-1.0465
20	-0.7209	-22.4651	0.0199	-1.1924
21	-3.6449	-26.11	-2.0669**	-1.5026
22	-2.2697	-28.3796	-0.8594	-1.7164*
23	-6.6248	-34.0497	-3.2256***	-2.2287**
24	-10.4832	-43.7753	-4.7613***	-3.0423***

^a t值為標準化橫剖面法t值，雙尾檢定。***代表在 $\alpha=1\%$ 具顯著水準，**代表在 $\alpha=5\%$ 具顯著水準，*代表在 $\alpha=10\%$ 具顯著水準。事件月0月為圈購繳款結束月。

綜合本研究實證結果發現，管理當局採用詢價圈購的方式，的確可以透過操縱詢價圈購的價格及圈購價低於市價的現象，從事短期套利。然而管理

當局採用詢價圈購並不意味著管理當局預期看好公司未來的前景；反而與一般文獻上所推測的一樣，辦理現金增資，不論是透過詢價圈購或是公開申購，似乎隱含著公司股價被高估的訊息。

陸、結論與建議

詢價圈購已實施了近七年的時間，實施的目的旨在彌補公開申購的缺失。然而目前之文獻，多著重於探討影響管理當局採用詢價圈購或公開申購的因素，及公司現金增資宣告時的資訊內涵與現金增資後的績效表現。至於因詢價圈購的實施，對優先認股權被損害，甚至完全被剝奪的大多數外部股東的影響，除了偶有輿論加以批判外，文獻上卻鮮少加以探討。本研究的目的即在探討，在資訊不對稱及管理當局對詢價圈購有主導權的情況下，管理當局是否可以藉由詢價圈購的採用，從事短期及長期的套利行為，藉以評估對外部股東財富影響。

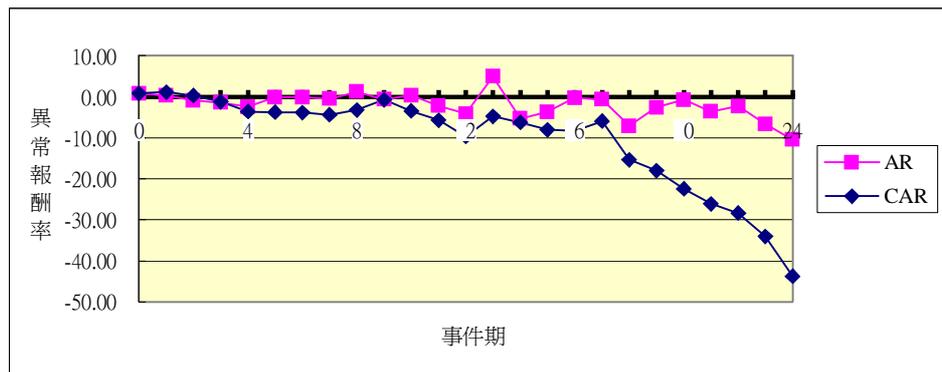


圖 4 圈購繳款截止日後二年之平均異常報酬率 (AR) 與累積異常報酬率 (CAR) 走勢圖

從本研究實證結果發現，管理當局似乎會利用圈購價的訂定方式，藉由壓低增資送件日之前的股價，設定較低的圈購價，再加上圈購價通常又僅有市價的九成左右，因此，內部人可以從事短期的套利行為。就原外部股東而言，詢價圈購促使管理當局（或內部人）在送件日之前有刻意壓低股價的誘因，圈購價又為刻意壓低後股價的 90%，造成原外部股東的股票價值受損¹⁰。而且，如果現金增資，提供了原股東有短期套利的機會，亦應屬於全體股東的機會，但詢價圈購的實施，相對於公開申購制度，將使外部股東套利的機會被剝奪至管理當局及特定的圈購人手

¹⁰ 因為圈購人繳交的價格低於市價，享受的權利卻是一樣的，故其股票價值有被稀釋的現象。

上。

此外，實證結果也發現，管理當局採用詢價圈購，並非是看好公司未來的前景，想藉由詢價圈購的方式，增加自身的股權。似乎與一般文獻的發現一樣，不論現金增資的方式，管理當局有利用公司股價被高估時，辦理現金增資的傾向。在此情況下，詢價圈購的方式，亦提供內部人以較低的成本，大量以老股換新股的方式，降低持股成本。對非內部人之其他圈購人而言，雖然圈購價低於在圈購時市價，但其圈購價亦是高估的，如將圈購的股票作為中長期投資，將蒙受重大的損失。

本研究之實證結果對證券市場主管機關及投資人而言，應可以幫助提昇其決策品質。對證券市場主管機關而言，固然公開申購及詢價圈購，由於其認購價格（圈購價）皆低於市價，因而都使得認購者（圈購者）都有其短期套利的空間。但在公開申購制度下，這些套利的機會是屬於所有股東；而在詢價圈購制度下，這些套利的機會則集中於某些特定人（包括內部人），有損外部股東的權益。再則，正因為詢價圈購使套利的機會，可能集中於內部人或某些特定人，因此企圖影響圈購價的誘因便會增加（壓低圈購價），更進一步使得外部股東之權益受損。就目前實務上實施的情況而言，也正是因為圈購價與市價仍有一定幅度的價差，管理當局配售給誰，誰就有套利的機會，故特定人的決定及詢價過程，皆由管理當局強勢主導，承銷商仍然無法扮演市場中介者及財務顧問的角色。因此，證券市場主管機關在評估詢價圈購制度的利弊得失時，應將這些因素列入考慮。對投資人而言，應能從本研究瞭解詢價圈購對自己權益之影響，及管理當局辦理現金增資所傳達的訊息，藉以提高其投資決策品質。

參考文獻

- 丁克華，1997，證券詢價圈購制度面面觀座談會，中央日報。
- 朱家萱，1997，我國上市公司現金增資後經營績效之研究，中正大學會計研究所碩士論文。
- 李青娟，2000，公司新股上市時配售方式之選擇與影響，中正大學財務金融所碩士論文。
- 李俊德，1995，我國有價證券承銷制度之研究—承銷制度之改進過程及其相關配合措施，財政部證券管理委員會。
- 呂建樺，1999，證券承銷配售方式之選擇，中山大學財務管理研究所碩士論文。
- 洪崇洋，1997，承銷配售方式檢討及其對新股折價之影響，中山大學財務管理研究所碩士論文。
- 許嘉臻，1999，國內現金增資頻率與績效之研究，中正大學會計研究所碩士論文。
- 張以燁，1996，我國新上市公司及現金增資股價長期績效之研究，成功大學會計研究所碩士論文。
- 張素綾，1998，現金增資不同承銷配售方式之股價反應差異，政治大學財務管理研究所碩士論文。
- 陳建榮，1999，成長及績效指標與現金增資股票價格反應關連性之研究，台灣大學會計研究所碩士論文。
- 曾煥祥，1994，上市公司現金增資與股價關聯性之實證研究，台灣大學會計研究所碩士論文。
- 楊吉裕，1998，普通股配售方式之選定及其與中長期績效的關係，政治大學財務管理研究所碩士論文。
- 劉宏彥，1998，上市公司現金增資前後經營績效改變之實證研究，台灣大學會計研究所碩士論文。
- Asquith, P., and D. W. Mullins. 1986. Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics* 15 : 61-89.
- Benveniste, L. M., and P. A. Spint. 1989. Book building vs. fixed price: an analysis of competing strategies for marketing IPOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32 : 383-406.
- _____, and P. A. Spindt. 1989. How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics* 24 : 343-361.
- _____, and W. Y. Busaba. 1997. Bookbuilding vs. fixed price: an analysis

- of competing strategies for marketing IPOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32 : 343-361.
- Boehmer, E., J. Musumeci, and B. A. Poulsen. 1991. Event-study methodology under conditions of event induced variance. *Journal of Financial Economics* 30 : 253-272.
- Hess, A. C., and P. A. Frost. 1982. Tests for price effects of new issues of seasoned securities. *Journal of Finance* 37 : 11-25.
- Jain, B. A., and O. Kini. 1994. The post-issue operating performance of IPO firms. *Journal of Finance* 49 : 1699-1727.
- Jegadeesh, N. 2000. Long-term performance of seasoned equity offerings: benchmark errors and biases in expectations. *Financial Management* 29 (3) : 5-30.
- Kalay, A. and A. Shimrat. 1987. Firm value and seasoned equity issues: price pressure, wealth redistribution, or negative information. *Journal of Financial Economics* 19: 109-126.
- Karwar, A.N. The effect of new issues of equity: An empirical investigation. Unpublished working paper, University of Washington, Seattle, WA.
- Leland, H., and D. Pyle. 1977. Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance* 32 (2) :371-387.
- Lougharn, T., and J. R. Ritter. 1995. The new issues puzzle. *Journal of Finance* 50 : 23-51.
- Masulis, R. W. 1983. The impact of capital structure change on firm value some estimation. *Journal of Finance* 38 (1) : 107-126.
- _____, and A. N. Korwar.1986. Seasoned equity offerings: an empirical investigation. *Journal of Financial Economics* 15 : 91-118.
- Modigliani, F., and M. Miller. 1963(June). Taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review* : 433-442.
- Myers, S. C., and N. S. Majluf. 1984. Corporate financing and investment decisions when firm have information that investors do no have. *Journal of financial Economics* 13 : 187-221.
- Patell, M. J. 1976. Corporate forecasts of earnings per share and stock and stock price behavior: empirical tests. *Journal of Accounting Research* 14 : 246-276.
- Sant, R., and S. P. Ferries. 1994. Seasoned equity offerings: the case of all-equity firms. *Journal of Business Finance and Accounting* 21 : 429-444.
- Spieß, D. K., and J. Affleck-Graves. 1995. Underperformance in long-run

stock returns following seasoned equity offering. *Journal of Financial Economics* 38 : 243-267.

Ziebart, D. A. 1985. Control of beta reliability in studies of abnormal return magnitudes: a methodological note. *Journal of Accounting Research*. 23 (2) : 920-926.