

科技部補助專題研究計畫成果報告 期末報告

權益證券市場解決訊息不對稱機制/服務提供者之研究-股權私
募與保薦制度：以中國為例

計畫類別：整合型計畫
計畫編號：MOST 106-2410-H-003-069-
執行期間：106年08月01日至107年10月31日
執行單位：國立臺灣師範大學管理研究所

計畫主持人：陳慧玲

計畫參與人員：大專生-兼任助理：李明儒
大專生-兼任助理：李裕蕾
大專生-兼任助理：朱芷葳

中華民國 108 年 01 月 30 日

中文摘要：中國企業自2006年5月起可藉由私募方式募集資金，目前私募已成為企業主要募集資金管道。根據法規，上市公司申請私募無須達到特定獲利要求，但必須由保薦機構及保薦代表人進行私募相關事宜，因此保薦制度有效性對投資人極為重要。雖然有些國家採取保薦制度，然其制度與中國有所差異且中國法規執行較不嚴謹，其他國家保薦制度實證結果無法全盤適用於中國。因此，保薦制度對中國企業私募之影響係一重要且值得探討議題。

本研究之主要目的為檢視保薦機構聲譽對私募折價幅度之影響。根據既有研究指出，中國上市公司於私募前，會操弄盈餘以影響私募認購價格；是以，本研究檢視保薦機構聲譽對企業於私募前盈餘管理行為之影響。根據法令規定，發行公司董事需配合保薦機構履行監督責任；因此，本研究檢視(1)獨立董事專業能力與保薦機構聲譽交互作用，以及(2)獨立董事兼職程度與保薦機構聲譽交互作用，對企業於私募前盈餘管理行為之影響。此外，由於保薦機構於企業私募後，需持續督導其妥善運用資金；是以，本研究亦檢視保薦機構聲譽對企業私募後營運績效之影響。

實證結果顯示，保薦機構聲譽高低對定向增發折價幅度並未有顯著影響。實證結果亦顯示，相較於聘任聲譽低保薦機構之公司，聘任聲譽高保薦機構之公司於定向增發前盈餘管理顯著較低。此外，實證結果顯示，獨立董事專業能力及保薦機構聲譽交互作用對定向增發前盈餘管理幅度並無顯著影響；獨立董事兼職程度及保薦機構聲譽交互作用對定向增發前盈餘管理幅度並無顯著影響。本研究實證結果亦顯示，保薦機構聲譽對公司於定向增發後營運績效並無顯著影響。

中文關鍵詞：股權私募、保薦機構、折價、盈餘管理、獨立董事、營運績效

英文摘要：Chinese listed firms can raise funds through private placements after May 2006. Private placement has become an important financing alternative for firms. According to regulations, companies which apply private placements do not need to meet any profitability criteria. However, the sponsoring companies and representatives need to help companies apply private placements. Thus, the sponsor system is important to investors. Although some countries adopt the sponsor system, the system is different from that in China. Moreover, the legal system is relatively weak in China. The empirical results in other countries cannot apply to China directly. Therefore, it is important to investigate the impact of the sponsor system on private placements.

The objective of this study is to investigate to what extent of private placement discount is affected by the reputation of sponsoring companies. Previous research indicates that Chinese listed companies manipulate earnings to affect the offer price before private placements. This study examines to what extent of earnings management is affected by the reputation of sponsoring companies.

According to regulations, directors have responsibilities to monitor companies in private placements. Therefore, this study examines (1) how the interaction between independent directors' expertise and reputation of the sponsoring companies, and (2) how the interaction between independent directors' interlocking and reputation of the sponsor companies affect the extent of earnings management. The sponsoring companies should monitor the appropriateness of fund usage after private placements. Thus, this study investigates how the reputation of sponsoring companies affects the operating performance of firms after the private placement of equity.

Empirical results indicate that reputation of sponsoring companies does not significantly affect the extent of discounts. The results also indicate that compared to firms hiring sponsoring companies with low reputation, the extent of earnings management for firms hiring sponsoring companies with high reputation is significantly lower. However, the interaction between independent directors' expertise and sponsoring companies' reputation does not affect the extent of earnings management before private placements. In addition, the interaction between independent directors' interlocking and reputation of sponsoring companies does not affect the extent of earnings management. Finally, the reputation of sponsoring companies does not affect the operating performance of firms after the private placement of equity.

英文關鍵詞：Private placement; Sponsoring company; Discount; Earnings management; Independent directors; Operating performance

科技部補助專題研究計畫成果報告

(期中進度報告/期末報告)

權益證券市場解決訊息不對稱機制/服務提供者之研究

—股權私募與保薦制度：以中國為例

計畫類別：個別型計畫 整合型計畫

計畫編號：MOST 106-2410-H-003-069-

執行期間：106年8月1日至107年10月31日

執行機構及系所：國立台灣師範大學管理研究所

計畫主持人：陳慧玲

共同主持人：

計畫參與人員：李裕蕾、李明儒、朱芷葳

本計畫除繳交成果報告外，另含下列出國報告，共 0 份：

執行國際合作與移地研究心得報告

出席國際學術會議心得報告

出國參訪及考察心得報告

中華民國 108 年 1 月 30 日

中文摘要

中國企業自 2006 年 5 月起可藉由私募方式募集資金，目前私募已成為企業主要募集資金管道。根據法規，上市公司申請私募無須達到特定獲利要求，但必須由保薦機構及保薦代表人進行私募相關事宜，因此保薦制度有效性對投資人極為重要。雖然有些國家採取保薦制度，然其制度與中國有所差異且中國法規執行較不嚴謹，其他國家保薦制度實證結果無法全盤適用於中國。因此，保薦制度對中國企業私募之影響係一重要且值得探討議題。

本研究之主要目的為檢視保薦機構聲譽對私募折價幅度之影響。根據既有研究指出，中國上市公司於私募前，會操弄盈餘以影響私募認購價格；是以，本研究檢視保薦機構聲譽對企業於私募前盈餘管理行為之影響。根據法令規定，發行公司董事需配合保薦機構履行監督責任；因此，本研究檢視(1)獨立董事專業能力與保薦機構聲譽交互作用，以及(2)獨立董事兼職程度與保薦機構聲譽交互作用，對企業於私募前盈餘管理行為之影響。此外，由於保薦機構於企業私募後，需持續督導其妥善運用資金；是以，本研究亦檢視保薦機構聲譽對企業私募後營運績效之影響。

實證結果顯示，保薦機構聲譽高低對定向增發折價幅度並未有顯著影響。實證結果亦顯示，相較於聘任聲譽低保薦機構之公司，聘任聲譽高保薦機構之公司於定向增發前盈餘管理顯著較低。此外，實證結果顯示，獨立董事專業能力及保薦機構聲譽交互作用對定向增發前盈餘管理幅度並無顯著影響；獨立董事兼職程度及保薦機構聲譽交互作用對定向增發前盈餘管理幅度並無顯著影響。本研究實證結果亦顯示，保薦機構聲譽對公司於定向增發後營運績效並無顯著影響。

關鍵詞：股權私募、保薦機構、折價、盈餘管理、獨立董事、營運績效

英文摘要

Chinese listed firms can raise funds through private placements after May 2006. Private placement has become an important financing alternative for firms. According to regulations, companies which apply private placements do not need to meet any profitability criteria. However, the sponsoring companies and representatives need to help companies apply private placements. Thus, the sponsor system is important to investors. Although some countries adopt the sponsor system, the system is different from that in China. Moreover, the legal system is relatively weak in China. The empirical results in other countries cannot apply to China directly. Therefore, it is important to investigate the impact of the sponsor system on private placements.

The objective of this study is to investigate to what extent of private placement discount is affected by the reputation of sponsoring companies. Previous research indicates that Chinese listed companies manipulate earnings to affect the offer price before private placements. This study examines to what extent of earnings management is affected by the reputation of sponsoring companies. According to regulations, directors have responsibilities to monitor companies in private placements. Therefore, this study examines (1) how the interaction between independent directors' expertise and reputation of the sponsoring companies, and (2) how the interaction between independent directors' interlocking and reputation of the sponsor companies affect the extent of earnings management. The sponsoring companies should monitor the appropriateness of fund usage after private placements. Thus, this study investigates how the reputation of sponsoring companies affects the operating performance of firms after the private placement of equity.

Empirical results indicate that reputation of sponsoring companies does not significantly affect the extent of discounts. The results also indicate that compared to firms hiring sponsoring companies with low reputation, the extent of earnings management for firms hiring sponsoring companies with high reputation is significantly lower. However, the interaction between independent directors' expertise and sponsoring companies' reputation does not affect the extent of earnings management before private placements. In addition, the interaction between independent directors' interlocking and reputation of sponsoring companies does not affect the extent of earnings management. Finally, the reputation of sponsoring companies does not affect the operating performance of firms after the private placement of equity.

Keywords: Private placement; Sponsoring company; Discount; Earnings management; Independent directors; Operating performance

壹、 研究動機

企業對外籌資管道除了舉債，可選擇在資本市場公開募集資金，抑或對特定人士進行股權私募。在 2005 年 10 月以前，中國上市公司僅能藉由配股(對所有股東)或增發(對所有投資人)方式在資本市場募集資金。中國證券監督管理委員會自 2005 年 10 月頒佈新修訂的《證券法》，正式明訂上市公司可用非公開發行方式募集資金。2006 年 5 月 8 日中國證監會公布《上市公司證券發行管理辦法》，規定非公開發行的條件、發行程序、資格、資訊揭露、監管與處罰等。2007 年 9 月 17 日中國證監會發佈《上市公司非公開發行股票實施細則》，進一步規範非公開發行的認購條件、發行對象、董事會及股東會決議等事項。在中國非公開發行股票稱為定向增發，自 2006 年 5 月起，上市公司採定向增發募集資金的比例逐年上升。¹根據統計資料顯示，2006 年至 2014 年中國上市公司藉由定向增發募集資金總額達 28,139.75 億人民幣，約佔全部股權再融資總額的 89% (俞軍，2016)。因此，定向增發成為中國上市公司主要籌資管道。

相較於其他已開發國家，中國定向增發具有三項特色：(一)美國進行有價證券私募，無須向美國證管會登記註冊與申報。而中國上市公司在經過董事會與股東會決議後，需向中國證監會提出申請，待核准後始得進行私募。(二)中國政府鼓勵上市公司藉由定向增發管道，以公司股票向大股東收購核心資產或其他子公司股票，以達到整體上市、減少關連交易，將公司作大作強的目的。因此，除了現金認購外，大股東亦可用其他公司股票或核心資產認購定向增發股票。(三)中國於 2004 年引進保薦制度，要求公司於公開發行前需證券商擔任保薦機構，並由該券商推派兩位保薦代表人，其職責係上市推薦及持續督導。根據 2009 年實施《證券發行上市保薦業務管理辦法》規定，在主板發行新股公司持續督導期為當年度剩餘月份及一個完整的會計年度，而在創業板發行新股的持續督導期為當年度剩餘月份及二個完整的會計年度。根據法令規定，中國上市公司進行定向增發時，必須有保薦機構與保薦代表人進行定向增發相關事務及定向增發後持續督導。

根據相關法規，上市公司無須達到特定獲利要求，僅需在定向增發前最近一個會計年度財務報表未被會計師出具保留意見、否定意見及無法表示意見即可申請私募。相較於配股及增發，定向增發申請門檻低，保薦機構及保薦代表人的監督對投資人更形重要。雖然英國、香港、加拿大、馬來西亞等均有保薦制度，然保薦範圍、持續督導期間、保薦代表人權責均不盡相同，例如：除了香港以外，其他國家係在創業板採取保薦制度，而中國在主板、中小板及創業板均實施保薦制度。此外，相較於其他國家及地區採單保制，中國採雙保制，保薦機構與保薦代表人採連坐責任。由於保薦制度有所差異且中國相關法律執行並不嚴謹，其他國家實證研究結果無法全盤適用於中國，因此，保薦機構對中國定向增發公司之影響係一重要值得探討之議題。

本研究係以中國 A 股上市公司採定向增發募集資金者為樣本，檢視保薦機構對定向增發折價幅度之影響。胡光懌與徐曉東(2013)實證結果顯示，當定向增發對象為大股東或其他內部投資人，公司會進行向下盈餘管理；當定向增發為外部投資人，公司會進行向上盈餘管理，以提高認購價格。由於公司在董事會通過定向增發決議前，已選定保薦機構，負責定向增發相關事宜。本

¹ 在中國非公開發行股票稱為定向增發，因此，本研究交互使用私募、非公開發行，及定向增發。

研究擬檢視保薦機構聲譽對公司於定向增發前盈餘管理行為之影響。

根據法規，發行公司董事需配合保薦機構履行其監督責任，若獨立董事具有會計師資格，其專業能力可以協助保薦機構監督上市公司盈餘管理行為。因此，本研究檢視保薦機構的聲譽與獨立董事專業能力交互作用對公司於私募前盈餘管理幅度之影響。根據既有研究，當董事兼職其他公司董事(interlocks)，一方面可以藉由外部連結，協助公司獲得資訊或資源，另一方面可能會因擔任其他公司董事過於忙碌而無法有效地監督企業。因此，本研究檢視保薦機構的聲譽與獨立董事兼職交互作用對公司於私募前盈餘管理幅度之影響。根據規定，保薦機構於定向增發後，需持續督導定向增發公司 1-2 年，負責輔導適切運用資金。是以，本研究亦檢視保薦機構對定向增發公司營運績效之影響。

貳、研究方法

一、假說

1. 保薦制度對定向增發折價之影響

既有國內外檢視私募的文獻，多數發現私募股權存在折價現象(例如：Barclay et al., 2007；Hertzel and Smith, 1993；Wruck, 1989)。既有文獻探究影響私募折價因素，Wruck(1989)提出私募折價係反映應募人對公司提供監督服務之報酬，視為監督假說。Wruck(1989)實證結果顯示，私募後股權集中度低於 5% 或高於 25% 時，可能降低經理人員與股東間代理成本，使公司價值提高，符合監督假說。Hertzel and Smith (1993)則提出資訊假說，其實證結果顯示，當公司價值愈難評估，私募應募人需耗費更多資源蒐集資訊以衡量公司績效，是以折價幅度較大。而 Barclay et al. (2007)提出應募人因協助經理人員鞏固自身利益，而要求折價補償。其實證結果顯示，當私募應募人為內部人及消極外部投資人，其折價幅度較大，符合利益掠奪假說。此外，因私募閉鎖期限限制股票轉讓產生之流動性成本，亦造成私募折價(Silber, 1991；Wruck, 1989)。

中國定向增發相關文獻，其實證結果均顯示，中國定向增發存在折價現象(例如：何賢杰與朱紅軍，2009；何麗梅，2010；徐壽福，2009；馬德芳等，2014；章衛東與李德忠，2008；張鳴與郭思永，2009)。多數文獻實證結果顯示，除監督假說、資訊假說及流動性限制外，大股東的利益輸送為影響定向增發折價因素之一(例如：朱紅軍，2008；吳育輝等，2013；馬德芳等，2014；陳政，2008；張鳴與郭思永，2009)。陳政(2008)指出，控制股東利益輸送動機愈強，定向增發折價幅度愈大。張鳴及郭思永(2009)實證結果指出，大股東利益輸送是上市公司選擇非公開發行股票之重要因素。吳育輝等(2013)實證結果顯示，大股東利用選擇定向增發時機及停牌方式，操縱定向增發認購價格以圖利自己。

既有研究指出，承銷商的聲譽為服務品質的保證，聲譽佳之承銷商有助於減少初次公開發行之折價幅度(例如：Carter and Manaster, 1990；Carter et al., 1998；Titman and Trueman, 1986)。本研究推論，為了維持聲譽，保薦機構有誘因監督定向增發公司，降低大股東影響認購價格以進行利益輸送之誘因，使折價幅度縮小。基於上述論點，本研究推論如下：

假說 1：相較於聘任聲譽低保薦機構之公司，聘任聲譽高保薦機構之公司，其定向增發折價幅度較小。

2. 保薦制度對定向增發前盈餘管理之影響

既有研究實證結果顯示，為提高承銷價格，公司於 IPO 及現金增資前進行盈餘管理(例如：Rangan, 1998；Teoh et al., 1998a, b)。既有研究對於企業於私募前之盈餘管理，卻無一致結論。Chou et al. (2010)指出，對私募應募人而言，其資訊不對稱程度較小，公司在私募前後並無顯著盈餘管理。然 Chen et al. (2010)則發現，公司在私募前明顯地美化財務報表。

既有研究發現，中國上市公司操縱盈餘以達到 IPO、配股及增發門檻(例如：Aharony et al., 2010；Chen and Yuan, 2004；Haw et al., 2005；Kao et al., 2009；Liu and Lu, 2007)。Aharony et al. (2010)實證結果顯示，中國企業利用關係人交易操弄盈餘，以美化初次上市前之財務報表。Chen and Yuan(2004)指出，中國上市公司利用營業外利得達到配股規定之股東權益報酬率門檻。雖然法規並未要求公司須達到特定獲利門檻始得申請定向增發，公司應無誘因進行盈餘管理。然而，胡光懌與徐曉東(2013)實證結果顯示，當發行對象為大股東時，定向增發公司會利用裁決性應計項目向下操縱盈餘；而當發行對象為外部人時，定向增發公司會向上操縱盈餘。其目的係大股東希望藉由操縱盈餘以影響董事會通過定向增發決議前之股價，進而影響定向增發認購價格之決定。

根據法令規定，中國上市公司於定向增發前需選擇保薦機構，負責定向增發相關事宜。管制者希望藉由保薦制度提升定向增發公司品質，並保障投資人利益。因此，若保薦機構未善盡其職責，將會被中國證監會懲處。既有研究指出，當訴訟風險高，財務中介機構會提升服務品質並限制發行公司投機行為(Ball and Shivakumar, 2008；Venkataraman et al., 2008)。本研究推論，為維護其聲譽及降低訴訟風險，聲譽高之保薦機構有誘因積極監督公司，降低其盈餘操縱之可能性。基於上述論點，本研究推論如下：

假說 2：相較於聘任聲譽低保薦機構之公司，聘任聲譽高保薦機構之公司，其定向增發前盈餘管理幅度愈小。

董事會重要功能之一係監督經理人員，以減少經營權與所有權分離產生代理成本 (Fama and Jensen, 1983)。既有研究指出，董事會監督經理人員之有效性與董事會組成有關，外部董事比例高之董事會較能有效地保護股東權益 (Fama and Jensen, 1983；Morck et al., 1988)。既有文獻大致支持較具獨立性之董事會影響企業盈餘管理程度及企業舞弊(例如：Beasley, 1996；Dechow et al., 1996；Klein, 2002；Peasnell et al., 2005)。然而，多數中國上市公司設置獨立董事僅為了符合法規規定，實際並無發揮其功能。例如：吳清華等(2006)指出，中國在 2001 年發佈《關於上市公司建立獨立董事制度的指導意見》要求在 2003 年 6 月 30 日前獨立董事的比例必須達三分之一，且其中至少包括一名會計專業人士。根據其實證結果可知，許多上市公司獨立董事比例恰好等於三分之一。故在現有環境之下，本研究尋求更具實質意義指標，以觀察獨立董事對定向增發前盈餘管理之影響。

Güner et al. (2008)實證結果顯示，具有財務專長之董事對企業決策有所影響。Krishnan and Visvanathan(2008)指出，對於公司治理較完善之公司，具有財會背景審計委員會委員能有效地監督企業，進而影響財務報表品質。Badolato et al. (2014)指出，具有較大權限之財會背景的審計委員會委員，能有效地降低公司盈餘管理程度。根據既有研究實證結果，本研究推論，若獨立董事具有會計師資格，應能妥善運用其專業能力配合保薦機構監督公司，使公司大股東及經理人員降低定向增發前操縱盈餘之誘因，使其盈餘管理幅度縮小。基於上述論點，本研究推論如下：

假說 3：聘任聲譽高保薦機構且獨立董事具有會計師資格之公司，其定向增發前盈餘管理幅度較小。

根據資源依賴理論，企業可藉由董事與外部環境連結，協助公司取得所需資訊或關鍵性資源。因此，既有文獻發現，董事任職其他公司董事時，可藉由外部連結交換資訊或取得資源，協助公司提升經營績效(例如：Cohen et al., 2008；Ferris and Jagannathan, 2001)。另一方面，部分文獻指出，董事任職其他公司董事，因其忙碌而無法有效地監督企業，使公司績效變差(例如：Fich and Shivdasani, 2006)。亦有文獻指出，當董事任職其他公司董事，與該董事有連結或該董事任職之所有公司較可能一起從事租稅規避活動(Brown, 2011；Brown and Drake, 2014)，或一起將員工認股權費用化(Reppenhagen, 2010)。Chiu et al. (2013)則發現，當一家公司盈餘管理程度較高，其他聘任該相同董事企業之盈餘管理幅度亦較高。

本研究推論，當獨立董事任職其他公司獨立董事，雖然外部連結性強，然投入監督一家公司的時間減少，可能無法配合保薦機構監督公司，使大股東及經理人員降低定向增發前操縱盈餘誘因之可能性減少。基於上述論點，本研究推論如下：

假說 4：聘任聲譽高保薦機構且獨立董事兼職程度低之公司，其定向增發前盈餘管理幅度較小。

3. 保薦制度對定向增發後營運績效之影響

Hertzel et al. (2002) 實證結果指出，企業於私募後，其長期股票報酬為負，其原因係投資人對私募公司前景過度樂觀。Hertzel et al. (2002) 亦發現，公司進行私募股權後，其營運績效相對較差。Krishnamurthy et al. (2005)指出，整體而言，企業於私募後長期股票異常報酬為負。Krishnamurthy et al. (2005)進一步指出，相較於應募人為非關連投資者，應募人為關連投資者於私募後，其長期股票異常報酬較佳。Wruck and Wu (2009)指出，整體而言，公司於私募後兩年獲利為負。其實證結果亦顯示，相較於由外部人認購私募之企業，由具有關係之應募人認購之私募企業，其私募後獲利較佳。此結果顯示，有關係之應募人因資訊優勢而可以選擇投資前景較佳的公司。此外，Wruck and Wu (2009)發現，相較於應募人與私募公司均不具新關係，應募人因認購股權而建立新關係之企業，其私募後的績效較佳。此結果顯示，私募應募人積極監督會使公司績效較佳。

章衛東與趙安琪(2012)實證結果顯示，定向增發後長期股票異常報酬為正，特別地，相較於應募人為非關連投資者，應募人為關連投資者之定向增發後長期股票異常報酬較佳。耿建新等(2011)實證結果顯示，定向增發公司於私募後之營運績效較私募前下降。然而，相較於未定向增

發企業之配對公司，定向增發公司於私募後一年及後二年的績效較佳。徐壽福與龔仰樹(2011)實證結果顯示，上市公司於定向增發後，其長期營運績效下降。究其原因係受到公司於定向增發前盈餘管理、定向增發後過度投資，及大股東和關係人認購所影響。王莉婕與馬妍妍(2014)實證結果顯示，企業於定向增發後，其長期營運績效顯著為正。究其原因係受到公司於大股東認購比例、機構投資人持股比例、定向增發前股本規模、定向增發前負債比，及企業成長性所影響。

根據法規，保薦機構於定向增發後仍須持續督導上市公司 1-2 年，協助其妥善運用資金。本研究推論，為維持其聲譽，聲譽高之保薦機構有誘因監督公司，確保適度投資及維持營運績效。基於上述論點，本研究推論如下：

假說 5：聘任聲譽高保薦機構之公司，其定向增發後營運績效表現較佳。

二、研究設計

(一) 研究樣本

本研究係以 2006-2015 年進行定向增發公司為樣本，本研究藉由「非公開發行股票發行情況報告暨上市公告書」，取得定向增發公司名稱、保薦機構名稱、定向增發認購價格、發行股數、募集總金額，與發行日等資料。上市公司股價資料取自國泰安「中國股票市場交易數據庫」，上市公司財務資料取自國泰安「中國上市公司財務報表數據庫」。公司治理資料及前五大股東股權比例資料，取自國泰安「中國上市公司治理結構研究數據庫」及國泰安「中國上市公司股東研究數據庫」。此外，本研究採人工方式，從年報蒐集獨立董事專業能力與兼職程度。

(二) 變數定義

1. 定向增發折價幅度(DISCOUNT)

本研究根據 Barclay et al. (2007)，以宣告日後 10 日股票收盤價作為折價計算基礎。²本研究定義之折價幅度為：

$$DISCOUNT = \frac{P_s - P_0}{P_s} \quad (1)$$

其中，

P_0 = 定向增發認購價格。

P_s = 宣告日後十日股票收盤價。

² 根據中國法規規定，定向增發認購價格不得低於定價基準日前 20 個交易日公司股票均價之 90%。定價基準日可為董事會通過定向增發決議日、股東會通過定向增發決議日或發行日首日。超過 90% 的公司選擇以董事會通過定向增發決議日做定價基準日，極少數公司選擇股東會通過定向增發決議日做定價基準日，並無公司以發行日首日做定價基準日。是以，中國檢視定向增發文獻，均以定向增發發行日作為宣告日計算其折價幅度。與既有中國定向增發研究相同，本研究係以定向增發發行日作為宣告日。

2. 保薦機構聲譽(*SPONSORC*)

中國證監會證券監管部根據證券公司風險管理能力，結合公司市場競爭力與合適管理，對證券公司作綜合性評價，將證券公司分成 A、B、C、D、E 五大類 11 個級別。本研究以人工蒐集方式，蒐集證券公司評級。*SPONSORC* 為一虛擬變數，當保薦機構的評級為 AA 級(含)以上，則給予 1；其他，則給予 0。

3. 盈餘管理(*EM*)³

本研究採修正 Jones 模式，衡量裁決性應計項目。以定向增發基準日當季為時點 0，計算公司在定向增發前半年裁決性應計項目數值，以瞭解企業於定向增發當季前公司盈餘管理情況。根據 Kothari et al. (2005)，本研究以第(2)式分年及分產業估計總應計項目：

$$\frac{TA_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} = \gamma_0 + \gamma_1 \frac{1}{ASSET_{i,t-1}} + \gamma_2 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} + \gamma_3 \frac{PPE_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} + \gamma_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中，

$TA_{i,t}$ = 總應計項目，為 $(CONP_{i,t} - OCF_{i,t})$ 。

$CONP_{i,t}$ = i 公司在第 t 年非常項目及停業部門前淨利。

$OCF_{i,t}$ = i 公司在第 t 年營業活動現金流量。

$\Delta Sales_{i,t}$ = i 公司在第 t 年淨營業收入變動額。

$PPE_{i,t}$ = i 公司在第 t 年固定資產總額。

$ROA_{i,t}$ = i 公司在第 t 年總資產報酬率。

$ASSET_{i,t-1}$ = i 公司在第 $t-1$ 年年底總資產。

非裁決性應計項目為：

$$\frac{NDA_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} = \hat{\gamma}_0 + \hat{\gamma}_1 \frac{1}{ASSET_{i,t-1}} + \hat{\gamma}_2 \frac{\Delta SALES_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} + \hat{\gamma}_3 \frac{PPE_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} + \hat{\gamma}_4 ROA_{i,t} \quad (3)$$

其中，

$NDA_{i,t}$ = i 公司在第 t 年非裁決性應計項目。

$\Delta AR_{i,t}$ = i 公司在第 t 年應收帳款變動額。

³ 雖然既有研究指出，中國上市公司利用營業外利得操縱盈餘(例如：Chen and Yuan, 2004；Haw et al., 2005)。然而，中國證監會加強對此種盈餘管理方法監督與查核，使多數上市公司不再使用營業外項目美化財務報表。

裁決性應計項目(DA)為總應計項目減非裁決性應計項目：

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} - NDA_{i,t} \quad (4)$$

4. 獨立董事專業能力(DIRCPA)

根據中國在 2001 年發佈《關於上市公司建立獨立董事制度的指導意見》規定，企業在 2003 年 6 月 30 日前獨立董事的比例必須達三分之一，且其中至少包括一名會計專業人士。因此，不同於既有文獻，本研究以獨立董事是否具會計師資格做為獨立董事的財會專業背景之衡量。DIRCPA 為一虛擬變數，若 i 公司在第 t 年獨立董事具有會計師資格、現任或曾任職於會計師事務所，給予 1；若無，則給予 0。

5. 獨立董事兼職(INTERLOCK)

根據既有文獻指出，當公司獨立董事或外部董事兼任超過 2 家以上公司的獨立董事，其監督效果降低，公司發生舞弊或經理人員發生利益輸送行為之可能性增加（例：Beasley, 1996；Elloumi and Gueyie, 2001）。因此，本研究將獨立董事兼職程度設虛擬變數(INTERLOCK)，當獨立董事兼任公司家數低於 2 家時，給予 1；若否，則給予 0。

6. 營運績效(OP)

根據 Hertz et al. (2002)，本研究以稅前息前折舊前營業利益平減總資產(EBITDA)、營運活動現金流量平減總資產(OCF)、銷貨成長率(SGROWTH)、總資產報酬率來衡量定向增發公司營運績效。

(三) 單變量統計

在單變量統計部分，本研究將聘任被中國證監會評比為 AA 級(含)以上保薦機構之企業視為「聘任聲譽高保薦機構之企業」，其他企業則視為「聘任聲譽低保薦機構之企業」。以 t 檢定及 Wilcoxon 檢定「聘任聲譽高保薦機構之企業」及「聘任聲譽低保薦機構之企業」此兩類公司，其定向增發折價幅度有否顯著差異。本研究亦以 t 檢定及 Wilcoxon 檢定，檢視「聘任聲譽高保薦機構之企業」及「聘任聲譽低保薦機構之企業」此兩類公司，其定向增發前盈餘管理程度是否有所差異。此外，本研究以 t 檢定及 Wilcoxon 檢定，檢視「聘任聲譽高保薦機構之企業」及「聘任聲譽低保薦機構之企業」此兩類公司，其定向增發後 1 年營運績效有否差異。

本研究將定向增發企業之獨立董事具會計師資格、現任或曾任職於會計師事務所職位等，視為「有具會計師資格獨立董事之定向增發企業」子樣本，利用 t 檢定及 Wilcoxon 檢定，檢視「有具會計師資格獨立董事之定向增發企業」與「無具會計師資格獨立董事之定向增發企業」兩個群組，其定向增發前盈餘管理程度是否有顯著差異。本研究將定向增發企業之獨立董事兼任超過兩家公司獨立董事，視為「獨立董事兼職比例高之定向增發企業」子樣本。本研究利用 t 檢定及 Wilcoxon 檢定，檢視「獨立董事兼職比例高之定向增發企業」子樣本與「獨立董事兼職比例低之定向增發企業」子樣本兩個群組，其定向增發前盈餘管理程度是否有顯著差異。

(四) 多變量統計

假說一係檢視保薦機構聲譽對定向增發折價之影響，本研究利用迴歸式(5)檢視假說 1：

$$\begin{aligned} DISCOUNT_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 SPONSORC_{i,t} + \beta_2 \Delta OWNERSHIP_{i,t} + \beta_3 BM_{i,t} \\ & + \beta_4 PROCEED_{i,t} + \beta_5 SHARE_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} \quad (5), \\ & + \sum \beta_j YEAR_i + \sum \beta_k INDUSTRY_i + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

其中，

$DISCOUNT_{i,t}$ = i 公司在第 t 年定向增發折價幅度。

$SPONSORC_{i,t}$ = 虛擬變數， i 公司在第 t 年進行定向增發所聘任之保薦機構為中國證監會評比在 AA 級(含)以上，視為 1；若否，則視為 0。

$\Delta OWNERSHIP_{i,t}$ = i 公司前五大股東在第 t 年定向增發後持股比例減定向增發前持股比例。

$BM_{i,t}$ = i 公司在第 t 年淨值市價比。

$PROCEED_{i,t}$ = i 公司在第 t 年定向增發總金額之自然對數。

$SHARE_{i,t}$ = i 公司在第 t 年定向增發股數除以定向增發後公司流通在外股數之比例。

$SIZE_{i,t}$ = i 公司在第 t 年年底總資產之自然對數。

$LEV_{i,t}$ = i 公司在第 t 年總負債除以總資產。

$ROA_{i,t}$ = i 公司在第 t 年總資產報酬率。

在控制變數部分，Wruck(1989)指出，私募折價係為了補償應募人對公司所提供監督。因此，本研究將大股東於定向增發前後持股比例變化($\Delta OWNERSHIP$)作為控制變數，以控制監督假說對私募股權折價幅度之影響。在控制資訊假說對私募股權折價幅度之影響，Hertzel and Smith(1993)指出，當私募總金額愈高，由於規模經濟效益，平均蒐集資訊成本降低，折價幅度變小。因此，本研究將定向增發募集總金額取自然對數 ($PROCEED$)作為控制變數。Hertzel and Smith(1993)亦指出，私募比例代表公司未來投資機會，此投資機會之評估會隨著私募比例上升而增加其困難度，資訊不對稱愈趨嚴重，折價補償幅度因而增加。因此，本研究將定向增發比例 ($SHARE$)作為控制變數。此外，當公司規模愈大，投資人可取得資訊愈多，資訊不對稱程度下降，折價幅度減少。因此，本研究將公司規模 ($SIZE$)視為控制變數。當公司無形資產愈多，需蒐集愈多資訊以評估無形資產價值，使其蒐集資訊成本提高。因此，與 Hertzel and Smith(1993)相同，本研究將淨值市價比 (BM)作為控制變數。Hertzel and Smith(1993)指出，公司發生財務危機的可能性愈高，應募人需蒐集更多資訊以評估公司價值，私募折價補償幅度較高。因此，本研究將負債比 (LEV)作為控制變數。本研究亦以獲利能力 (ROA)作為控制變數。此外，本研究以產業虛擬變數作為控制變數。本研究根據中國證監會公布《上市公司行業分類指引》，將產業分為農林漁牧業、採掘業、製造業、電力、煤氣及水的生產和供應業、建築業、交通運輸與倉儲業、批發與零售貿易業、房地產業、信息技術產業、社會服務業、傳播與文化業，和綜合業等。

假說二係檢視保薦機構聲譽對上市公司於定向增發前盈餘管理之影響，本研究利用迴歸式(6)檢視假說 2：

$$EM_{i,t-1} = \delta_0 + \delta_1 SPONSORC_{i,t} + \delta_2 SIZE_{i,t-1} + \delta_3 LEV_{i,t-1} + \delta_4 GROWTH_{i,t-1} + \delta_5 AUDIT_{i,t} + \sum \delta_k INDUSTRY_i + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中，

$EM_{i,t-1}$ = i 公司在定向增發前半年盈餘管理程度，本研究以裁決性應計項目及裁決性應計項目絕對值衡量之。

$GROWTH_{i,t-1}$ = i 公司在定向增發前半年的 Tobin's Q。

$AUDIT_{i,t}$ = i 公司第 t 年負責查核財務報表會計師屬於當前 10 大會計師事務所，給予 1；若否，則給予 0。

控制變數部分，既有研究顯示，當公司規模愈大，有誘因減少盈餘操縱以降低政治成本 (Becker et al, 1998；DeFond and Park, 1997；Lee and Masulis, 2010；Watts and Zimmerman, 1978)。因此，本研究將公司規模 ($SIZE$) 作為控制變數。高負債比企業有誘因進行盈餘管理以避免違反債務契約 (Becker et al, 1998；DeFond and Park, 1997；Watts and Zimmerman, 1978)。因此，本研究將負債比 (LEV) 作為控制變數。高成長公司有較高誘因與能力進行盈餘管理 (Lee and Masulis, 2010)，因此，本研究將成長性 ($GROWTH$) 作為控制變數。聲譽佳會計師為維持其聲譽，會嚴謹查核財務報表 (Becker et al., 1998；Gul et al., 2009；Krishnan, 2003)。因此，本研究將會計師聲譽 ($AUDIT$) 作為控制變數。

假說三係檢視獨立董事專業能力與保薦機構聲譽交互作用對定向增發前盈餘管理程度之影響，本研究用迴歸式 (7) 檢視假說 3：

$$EM_{i,t-1} = \kappa_0 + \kappa_1 SPONSORC_{i,t} + \kappa_2 DIRCPA_{i,t} + \kappa_3 SPONSORC * DIRCPA_{i,t} + \kappa_4 SIZE_{i,t-1} + \kappa_5 LEV_{i,t-1} + \kappa_6 GROWTH_{i,t-1} + \kappa_7 AUDIT_{i,t} + \sum \kappa_k INDUSTRY_i + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

其中，

$DIRCPA_{i,t}$ = 虛擬變數，若 i 公司在第 t 年獨立董事具有會計師資格、現任或曾任職於會計師事務所，給予 1；若否，則給予 0。

假說四係檢視獨立董事兼職與保薦機構聲譽交互作用對定向增發前盈餘管理程度之影響，本研究用迴歸式 (8) 檢視假說 4：

$$EM_{i,t-1} = \theta_0 + \theta_1 SPONSORC_{i,t} + \theta_2 INTERLOCK_{i,t} + \theta_3 SPONSORC * INTERLOCK_{i,t} + \theta_4 SIZE_{i,t-1} + \theta_5 LEV_{i,t-1} + \theta_6 GROWTH_{i,t-1} + \theta_7 AUDIT_{i,t} + \sum \theta_k INDUSTRY_i + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

其中，

$INTERLOCK_{i,t}$ = 虛擬變數，當 i 公司第 t 年獨立董事兼職其他公司獨立董事之公司數低於兩家，則視為 1；若否，則視為 0。

假說五係檢視保薦機構對公司於定向增發後營運績效之影響，本研究用迴歸式(9)檢視保薦制度對定向增發後營運績效之影響。

$$\begin{aligned}
 OP_{i,t} = & \zeta_0 + \zeta_1 SPONSORC_{i,t} + \zeta_2 DA_{i,t-1} + \zeta_3 INV_{i,t} + \zeta_4 INV_{i,t}^2 + \zeta_5 LEV_{i,t} \\
 & + \zeta_6 GROWTH_{i,t} + \zeta_7 SIZE_{i,t} + \zeta_8 LARGE_{i,t} + \zeta_9 INSTITUTION_{i,t} \quad (9) \\
 & + \sum \zeta_k INDUSTRY_i + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

其中，

$OP_{i,t}$ = i 公司在第 t 年營運績效，本研究分別以稅前息前折舊前營業利益平減總資產 (EBITDA)、營運活動現金流量平減總資產 (OCF)、銷貨成長率 (SGROWTH)、總資產報酬率作為代理變數。

$DA_{i,t-1}$ = i 公司在第 $t-1$ 年裁決性應計項目。

$INV_{i,t}$ = i 公司在第 t 年長期投資、固定資產、在建工程及無形資產合計數改變值除以期初總資產。

$INSTITUTION_{i,t}$ = 機構投資人在第 t 年持有 i 公司的持股比例。

控制變數部分，徐壽福與龔仰樹(2011)指出，中國企業於定向增發後營運績效下降的原因，係受到公司於定向增發前盈餘管理、定向增發後過度投資，及大股東和關係人認購所影響。因此，本研究將定向增發前一年裁決性應計項目 (DA) 作為控制變數。本研究亦將定向增發後投資改變比例 (INV) 作為控制變數。由於定向增發企業可能投資不足或過度投資，使得投資比例改變與定向增發後的營運績效成非線性關係，是以，本研究加入投資比例改變平方項 (INV^2) 作為控制變數。本研究亦設虛擬變數 ($LARGE$)，以控制大股東參與定向增發對公司定向增發後營運績效之影響。王莉婕與馬妍妍(2014)指出，機構投資人持股比例與定向增發後營運績效呈顯著正相關。因此，本研究計畫將機構投資人持股比例 ($INSTITUTION$) 作為控制變數。

參、實證結果

一、樣本篩選

本研究以 2006 年至 2015 年中國進行定向增發 A 股上市公司為樣本，表 1 為樣本篩選過程。根據表 1 Panel A 可知，本研究樣本的篩選為：(1) 重大資產重組係中國上市公司藉由定向增發發行股票購買其他公司資產總額的 50% 或是購買股權超過 50%，使定向增發公司主要營業項目更動，甚至公司名稱或所屬產業異動。因此，利用定向增發進行重大資產重組公司與其他利用定向增發募集資金公司的誘因有所不同，本研究刪除 382 筆利用定向增發進行重大資產的公司。(2) 7 筆資料缺乏保薦機構，故將其刪除。(3) 由於金融業的財務報表與其他產業不同，故予以刪除。(4) 刪除 36 筆遺漏值。由 Panel A 可知，在 10 年的樣本期間，共計選取 1,024 筆作為假說一的樣本。由 Panel B 可知，共計選取 1,048 筆作為假說二至假說四的樣本。由 Panel C 可知，本研究共計選取 1,019 筆作為假說五的樣本。

表 1：樣本篩選

Panel A：假說一	
定向增發樣本數	1,465
刪除重大資產重組	382
刪除缺保薦機構	7
刪除金融機構	16
刪除遺漏值	36
最終樣本	1,024
Panel B：假說二到四	
定向增發樣本數	1,465
刪除重大資產重組	382
刪除缺保薦機構	7
刪除金融機構	16
刪除遺漏值	12
最終樣本	1,048
Panel C：假說五	
定向增發樣本數	1,465
刪除重大資產重組	382
刪除缺保薦機構	7
刪除金融機構	16
刪除遺漏值	41
最終樣本	1,019

表 2 列示各年度定向增發樣本的產業分布，由表 2 可知，定向增發樣本以製造業為主，10 年共計 676 筆，約佔全部樣本的 66%；其次為房地產業，共計 52 筆；批發零售業計有 49 筆，水電煤氣業為 41 筆。

表 2：各年度定向增發樣本之產業分佈

產業別	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	合計
A 農林漁牧	0	2	2	0	2	5	0	1	5	4	21
B 採礦	1	0	2	0	1	4	0	3	7	2	20
C 製造	21	61	37	41	74	77	3	70	129	163	676
D 水氣煤電	1	5	0	2	8	8	0	6	5	6	41
E 建築	1	4	0	4	1	3	1	3	9	12	38
F 批發零售	0	1	4	4	4	7	0	6	13	10	49
G 運輸倉儲	0	3	2	5	4	4	0	4	7	6	35
H 住宿餐率	0	0	1	0	0	0	0	1	2	0	4
I 信息技術	1	3	1	2	3	3	0	5	5	10	33
K 房地產	5	11	1	6	0	0	0	0	17	12	52
L 商業服務	1	3	0	1	2	3	0	2	3	2	17
M 科研服務	0	0	0	0	0	0	0	2	0	1	3
N 公共環保	1	0	0	0	0	0	0	1	3	3	8
R 文化傳播	0	1	0	0	1	0	0	3	0	6	11
S 綜合	1	4	1	4	3	1	0	0	1	1	16
合計	33	98	51	69	103	115	4	107	206	238	1,024

二、描述性統計

表 3 列示所有變數的描述性統計，由表 3 Panel A 可知，*DISCOUNT* 平均數為 0.100，中位數為 0.115，此結果顯示，平均而言，中國上市公司採取折價發行。此結果與既有文獻相同(例如：Barclay et al., 2007；Hertzel and Smith, 1993；Wruck, 1989)。未編表顯示，374 筆資料(約 36.6%)為溢價發行，650 筆資料(約 63.4%)則為折價發行。*SPONSORC* 平均數為 0.515，顯示 51.5% 的公司進行定向增發時聘任評比 AA 級(含)以上的保薦公司。*ΔOWNERSHIP* 的平均數為-0.001，中位數為-0.009，此結果顯示，平均而言定向增發公司之前五大股東持股比例在定向增發後下降，究其原因有二，一為許多定向增發公司之前五大股東未參加定向增發，故定向增發後持股比例下降。另一個原因係中國於 2005 年起進行股權分置改革，前五大股東於股票解禁後，逐步於市場出售其股權，故持股比例下降。*SHARE* 的平均數為 0.169，中位數為 0.140，顯示私募發行股數佔私募後公司在外流通股數的 16.9%。

由表 3 Panel B 可知，*DA* 的平均數為-0.008，標準差為 0.208，中位數為-0.002。此結果顯示，平均而言，中國上市公司於定向增發時，會進行向下操縱盈餘管理。*DIRCPA* 平均數為 0.537，顯示約 53.7% 中國上市公司之獨立董事目前或曾經任職會計師事務所。*INTERLOCK* 平均數為 0.625，顯示約有 62.5% 定向增發中國上市公司之獨立董事兼任其他公司獨立董事。*ADULT* 之平均數為 0.470，顯示約有 47% 上市公司於進行定向增發時，其財務報表係由當年前十大會計師事務所查核。*LEV* 的平均數為 0.542，中位數 0.547，顯示定向增發公司負債水準並未太高。

由表 3 Panel C 可知，*EBITDA* 平均數為 0.010，中位數為 0.010。*OCF* 平均數為 0.040，中位數為 0.010。*ROA* 平均數為 0.010，中位數為 0.010。此結果顯示，平均而言，企業於定向增發後的營運績效佳。*SGROWTH* 平均數為-0.110，中位數為-0.140，標準差為 0.656。此結果顯示，中國上市公司於定向增發當年度銷貨成長率下降。*INV* 平均數為 0.000，表示長期投資、固定資產、在建工程及無形資產合計數改變值佔期初總資產的比例很小。*LARGE* 平均數為 0.680，表示 68% 的公司其前五大股東參與定向增發。*INSTITUTION* 平均數為 0.093，表示機構投資人在定向增發當年持有定向增發公司股票比率約為 9.3%。

表 3：描述性統計

Panel A：假說一					
	平均數	標準差	中位數	第一四分位	第三四分位
DISCOUNT	0.100	0.321	0.115	-0.118	0.311
SPONSORC	0.515	0.500	1.000	0.000	1.000
ΔOWNERSHIP	-0.001	0.084	-0.009	-0.048	0.033
BM	0.897	0.988	0.644	0.398	1.077
PROCEED	20.524	0.916	20.457	19.906	21.054
SHARE	0.169	0.207	0.140	0.060	0.228
SIZE	21.880	1.363	21.725	21.146	22.543
LEV	0.527	0.220	0.533	0.372	0.693
ROA	0.009	0.014	0.007	0.002	0.014

接續表 3

Panel B：假說二到假說四					
	平均數	標準差	中位數	第一四分位	第三四分位
DA	-0.008	0.208	-0.002	-0.039	0.034
ABDA	0.070	0.196	0.037	0.015	0.071
DIRCPA	0.537	0.499	1.000	0.000	1.000
INTERLOCK	0.625	0.484	1.000	0.000	1.000
SPONSORC	0.519	0.500	1.000	0.000	1.000
GROWTH	2.122	2.355	1.484	0.876	2.561
ADUIT	0.470	0.499	0.000	0.000	1.000
SIZE	22.051	1.216	21.891	21.172	22.691
LEV	0.542	0.186	0.547	0.415	0.681

Panel C：假說五					
	平均數	標準差	中位數	第一四分位	第三四分位
EBITDA	0.010	0.014	0.010	<0.001	0.020
OCF	0.040	0.363	0.010	-0.030	0.060
SGROWTH	-0.110	0.656	-0.140	-0.340	0.030
ROA	0.010	0.013	0.010	<0.001	0.010
SPONSORC	0.520	0.500	1.000	<0.001	1.000
DA	<0.001	0.116	<0.001	-0.010	0.010
INV	<0.001	0.270	0.010	-0.010	0.070
INV ²	0.070	0.569	<0.001	<0.001	0.030
LEV	0.420	0.207	0.420	0.280	0.580
GROWTH	2.140	1.767	1.700	1.040	2.650
SIZE	22.100	1.118	21.950	21.380	22.640
LARGE	0.680	0.467	1.000	<0.001	1.000
INSTITUTION	0.093	0.099	0.069	0.032	0.121

DISCOUNT=宣告日後 10 日股票收盤價減董事會公告定向增發認購價格，其差額除以宣告日後 10 日股票收盤價。
 SPONSORC=虛擬變數，當保薦機構評比為 AA(含)以上，給予 1；若否，則給予 0。 $\Delta OWNERSHIP$ =i 公司在第 t 年前五大股東於私募後持股比例的改變。 BM =i 公司第 t 年之帳面市值比。 $PROCEED$ =i 公司第 t 年私募總金額取自然對數。 $SHARE$ =i 公司第 t 年私募發行股數除以私募後公司在外流通股數。 $SIZE$ =i 公司第 t 年年底總資產取自然對數。 LEV =i 公司第 t 年總負債除以總資產。 $GROWTH$ =i 公司在定向增發前半年的 Tobin's Q。 $ADUIT$ =虛擬變數，若 i 公司第 t 年查核財務報表之會計師屬於當年前 10 大會計師事務所，給予 1，若否，則給予 0。 ROA =i 公司的總資產報酬率。 DA =i 公司在定向增發前半年裁決性應計數。 $ABDA$ =i 公司在定向增發前半年裁決性應計數取絕對值。 $INTERLOCK$ =虛擬變數，獨立董事兼任兩家(含)以下的公司，給予 1；若否，則給予 0。 $DIRCPA$ =虛擬變數，若 i 公司在第 t 年獨立董事具會計師資格，現任或曾經任職於會計師事務所，給予 1；若否，則給予 0。 INV =i 公司第 t 年長期投資、固定資產、在建工程及無形資產合計數改變值除以期初總資產。 $LARGE$ =虛擬變數，當 i 公司前五大股東在第 t 年參與定向增發，給予 1；若否，則給予 0。 $INSTITUTION$ = 機構投資人在第 t 年持有 i 公司股票比率。

三、單變量統計

表 4 Panel A 可知，相較於聘任低聲譽保薦機構的公司，聘任高聲譽保薦機構的公司之折價幅度顯著較大，與預期不符合。由表 4 Panel B 可知，聘任高聲譽保薦機構之公司與聘任低聲譽保薦機構公司之裁決性應計數並未顯著不同。表 4 Panel C 可知，相較於聘任高聲譽保薦機構的

公司，聘任低聲譽保薦機構的公司之裁決性應計數絕對值顯著較高。

表 4：保薦機構聲譽對折價及盈餘管理影響

Panel A：保薦機構聲譽對折價的影響					
聲譽高 (n=527)	聲譽低 (n=497)	t 檢定	聲譽高 (n=527)	聲譽低 (n=497)	Wilcoxon Z 檢定
0.151	0.046	-5.283***	0.157	0.049	-5.204***
Panel B：保薦機構聲譽對盈餘管理(DA)的影響					
聲譽高 (n=544)	聲譽低 (n=504)	t 檢定	聲譽高 (n=544)	聲譽低 (n=504)	Wilcoxon Z 檢定
0.001	-0.018	1.483	-0.003	-0.001	-0.592
Panel C：保薦機構聲譽對盈餘管理(ABDA)的影響					
聲譽高 (n=544)	聲譽低 (n=504)	t 檢定	聲譽高 (n=544)	聲譽低 (n=504)	Wilcoxon Z 檢定
0.055	0.086	-2.544**	0.035	0.040	-1.967**

註 1：***表示達 1%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；*表示達 10%顯著水準(雙尾)。

由表 5 Panel A 可知，相較於聘任不具有會計師資格獨立董事之企業，聘任具有會計師資格獨立董事企業的折價幅度並未顯著較大。表 5 Panel B 顯示，相較於聘任具有會計師資格獨立董事之企業，聘任不具有會計師資格獨立董事之企業向上操縱盈餘管理。Panel C 顯示，相較於聘任具有會計師資格獨立董事之企業，聘任不具有會計師資格獨立董事之企業的裁決性應計數絕對值並未顯著較大。

表 5：獨立董事專業能力對折價及盈餘管理影響

Panel A：獨立董事是否具有會計師資格對折價的影響					
有會計師資格 (n=544)	無會計師資格 (n=504)	t 檢定	有會計師資格 (n=544)	無會計師資格 (n=504)	Wilcoxon Z 檢定
0.121	0.091	1.496	0.133	0.103	1.348
Panel B：獨立董事是否具有會計師資格對盈餘管理(DA)的影響					
有會計師資格 (n=563)	無會計師資格 (n=485)	t 檢定	有會計師資格 (n=544)	無會計師資格 (n=504)	Wilcoxon Z 檢定
-0.019	0.006	-1.925*	-0.003	-0.001	-0.398
Panel C：獨立董事是否具有會計師資格對盈餘管理幅度(ABDA)的影響					
有會計師資格 (n=563)	無會計師資格 (n=485)	t 檢定	有會計師資格 (n=544)	無會計師資格 (n=504)	Wilcoxon Z 檢定
0.069	0.072	-0.267	0.034	0.040	-0.872

註 1：***表示達 1% 顯著水準；**表示達 5% 顯著水準；*表示達 10% 顯著水準(雙尾)。

表 6 Panel A 可知，相較於獨立董事兼職比例高之企業，獨立董事兼職比例低之企業定向增發折價幅度並未顯著較高。Panel B 可知，獨立董事兼職比例高之企業與獨立董事兼職比例低之企業，其於定向增發前之裁決性應計數(DA)並無顯著差異。Panel C 可知，相較於獨立董事兼職比例高之定向增發企業，獨立董事兼職比例低定向增發企業之裁決性應計數絕對值(ABDA)的幅度顯著較高。

表 6：獨立董事兼職比例對折價及盈餘管理之影響

Panel A：獨立董事不同兼職程度對折價的影響					
兼職高(n=655)	兼職低(n=393)	t 檢定	兼職高	兼職低	Wilcoxon Z 檢定
0.096	0.125	-1.507	0.099	0.143	-1.454
Panel B：獨立董事不同兼職程度對盈餘管理(DA)的影響					
兼職高(n=655)	兼職低(n=393)	t 檢定	兼職高	兼職低	Wilcoxon Z 檢定
-0.008	-0.007	-0.031	-0.002	-0.004	0.496
Panel C：獨立董事不同兼職程度對盈餘管理(ABDA)的影響					
兼職高 (n=655)	兼職低 (n=393)	t 檢定	兼職高 (n=655)	兼職低 (n=393)	Wilcoxon Z 檢定
0.055	0.095	-2.639***	0.037	0.038	-1.996**

註 1：***表示達 1% 顯著水準；**表示達 5% 顯著水準；*表示達 10% 顯著水準(雙尾)。

表 7 顯示保薦機構聲譽對定向增發公司營運績效之影響，表 7 Panel A 顯示，聘任聲譽高保

薦機構之公司與聘任聲譽低保薦機構公司，其營運績效差異均未顯著水準。由 Panel B 結果可知，定向增發聘任聲譽高保薦機構之公司與聘任聲譽低保薦機構之公司於定向增發次年營運績效並無顯著差異。

表 7：保薦機構聲譽對定向增發公司營運績效之影響

Panel A：保薦機構聲譽對定向增發當年營運績效的影響						
	聲譽高 (n=532)	聲譽低 (n=487)	t 檢定	聲譽高 (n=532)	聲譽低 (n=487)	Wilcoxon Z 檢定
EBITDA	0.013	0.012	1.162	0.011	0.010	1.596
OCF	0.046	0.024	0.958	0.013	0.016	-0.488
SGROWTH	-0.088	-0.141	1.291	-0.139	-0.135	-0.037
ROA	0.008	0.008	0.180	0.007	0.006	0.612
Panel B：保薦機構聲譽對定向增發次年營運績效的影響						
	聲譽高 (n=451)	聲譽低 (n=461)	t 檢定	聲譽高 (n=451)	聲譽低 (n=461)	Wilcoxon Z 檢定
EBITDA	0.012	0.012	0.085	0.010	0.009	0.771
OCF	0.061	0.033	1.402	0.025	0.020	0.825
SGROWTH	-0.082	-0.104	0.107	-0.130	-0.148	0.804
ROA	0.047	0.007	1.409	0.006	0.005	0.785

四、多變量統計結果

(一)保薦機構聲譽對定向增發折價幅度之影響

表 8 顯示假說一的迴歸結果，由表 8 可知，SPONSORC 係數為 0.021，並未顯著為正。此實證結果顯示，進行定向增發 A 股上市公司不論聘任低聲譽或高聲譽的保薦公司，對於折價並無顯著影響。所以，假說一未獲支持。在控制變數部分，僅 $\Delta OWNERSHIP$ 的係數顯著為負，顯示中國上市公司前五大股東於定向增發後股權增加，則定向增發折價幅度越小。

表 8：保薦機構聲譽與對定向增發折價之影響

CONSTANT	0.106 (0.454)
SPONSORC	0.021 (1.251)
Δ OWNERSHIP	-0.250** (-2.469)
BM	-0.007 (-0.769)
PROCEED	-0.013 (-1.204)
SHARE	-0.039 (-0.536)
SIZE	0.007 (0.853)
LEV	0.009 (0.921)
ROA	0.450 (0.738)
YEAR	Yes
INDUSTRY	Yes
Adj R ²	0.347
樣本數	1,024

註 1：SPONSORC=虛擬變數，當保薦機構評比為 AA(含)以上，給予 1，若否，則給予 0。ΔOWNERSHIP=i 公司在第 t 年前五大股東於私募後持股比例的改變。BM=i 公司第 t 年之帳面市值比。PROCEED=i 公司第 t 年定向增發總金額取自然對數。SHARE=i 公司第 t 年私募發行股數除以定向增發後公司在外流通股數；SIZE=i 公司第 t 年年底總資產取自然對數。LEV=i 公司第 t 年總負債除以總資產。ROA=i 公司在第 t 年的總資產報酬率。

註 2：括弧內係 t 值。

註 3：***表示達 1%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；*表示達 10%顯著水準(雙尾)。

(二)保薦機構聲譽對盈餘管理之影響

表 9 顯示假說二的迴歸結果，由表 9 可知，SPONSORC 在模式(1)係數顯著為正，在模式(2)係數顯著為負，顯示中國進行定向增發 A 股上市公司聘任聲譽高保薦公司，其定向增發前盈餘管理顯著較低，所以假說二獲支持。在控制變數部分，僅有負債比係數顯著為正，顯示當負債比愈高，企業盈餘管理幅度愈大。

表 9：保薦機構聲譽對定向增發前盈餘管理之影響

	DA (1)	ABDA (2)
CONSTANT	-0.037 (-0.270)	0.090 (0.692)
SPONSORC	0.025 * (1.874)	-0.033 *** (-2.675)
GROWTH	-0.002 (-0.693)	0.005 * (1.774)
ADUIT	-0.020 (-1.492)	0.005 (0.422)
SIZE	0.001 (0.141)	-0.003 (-0.417)
LEV	-0.011 (-0.280)	0.079 ** (2.112)
INDUSTRY	Yes	Yes
Adj R ²	0.003	
log likelihood function		222.508
樣本數	1,048	1,048

註 1：DA=i 公司在定向增發前半年裁決性應計數。ABDA=i 公司在定向增發前半年裁決性應計數取絕對值。SPONSORC=虛擬變數，當保薦機構評比為 AA(含)以上，給予 1；若否，則給予 0。GROWTH=i 公司在定向增發前半年的 Tobin's Q。ADUIT=虛擬變數，若 i 公司第 t 年負責查核財務報表會計師屬於當前 10 大會計師事務所，給予 1，若否，則給予 0。SIZE=i 公司第 t-1 年年底總資產取自然對數。LEV=i 公司第 t-1 年總負債除以總資產。

註 2：模式(1)括弧內係 t 值，模式(2)括弧內係 Z 值。

註 3：***表示達 1%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；*表示達 10%顯著水準(雙尾)。

(三)保薦機構聲譽及獨立董事能力對定向增發前盈餘管理之影響

表 10 列示假說三的迴歸結果，由表 10 可知，SPONSORC 係數在模式(1)及(2)均不顯著。而 DIRCPA 在模式(1)為顯著為負，顯示中國進行定向增發 A 股上市公司聘任任職於會計師事務所獨立董事對盈餘管理有顯著影響。在交乘項部分，SPONSORC*DIRCPA 在模式(1)及(2)均未顯著。

因此，實證結果顯示，定向增發公司聘任保薦機構聲譽及獨立董事專業能力交互作用並未顯著影響盈餘管理。所以，假說三未獲支持。

表 10：保薦機構聲譽及獨立董事能力對定向增發前盈餘管理之影響

	DA(1)	ABDA(2)
CONSTANT	-0.003 (-0.018)	0.092 (0.699)
SPONSORC	0.006 (0.306)	-0.024 (-1.297)
DIRCPA	-0.043 ** (-2.316)	0.006 (0.351)
SPONSORC*DIRCPA	0.035 (1.356)	-0.018 (-0.752)
GROWTH	-0.002 (-0.719)	0.005 * (1.730)
ADUIT	-0.019 (-1.455)	0.005 (0.412)
SIZE	0.000 (0.060)	-0.003 (-0.451)
LEV	-0.012 (-0.306)	0.079 ** (2.121)
INDUSTRY	Yes	Yes
Adj R ²	0.014	
log likelihood function		222.829
樣本數	1,048	1,048

註 1：DA=i 公司在定向增發前半年裁決性應計數。ABDA=i 公司在定向增發前半年裁決性應計數取絕對值。SPONSORC=虛擬變數，當保薦機構評比為 AA(含)以上，給予 1；若否，則給予 0。GROWTH=i 公司在定向增發前半年的 Tobin's Q。DIRCPA=虛擬變數，若 i 公司在第 t 年獨立董事具會計師資格，現任或曾經任職於會計師事務所，給予 1；若否，則給予 0。ADUIT=虛擬變數，若 i 公司第 t 年查核財務報表之會計師屬於當前前 10 大會計師事務所，給予 1；若否，則給予 0。SIZE=i 公司第 t-1 年年底總資產取自然對數。LEV=i 公司第 t-1 年總負債除以總資產。

註 2：模式(1)括弧內係 t 值，模式(2)括弧內係 Z 值。

註 3：***表示達 1%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；*表示達 10%顯著水準(雙尾)。

(四)保薦機構聲譽及獨立董事兼任對定向增發前盈餘管理之影響

表 11 列示假說四的迴歸結果，由表 11 可知，SPONSORC 係數在模式(1)及(2)均不顯著。表 11 亦顯示，SPONSORC*INTERLOCK 係數在模式(1)及(2)均不顯著，故假說四未獲支持。在控制變數部分，GROWTH 及 LEV 係數在模式(2)顯著為正。

表 11：保薦機構聲譽及獨立董事兼任對定向增發前盈餘管理之影響

	DA (1)	ABDA (2)
CONSTANT	-0.037 (-0.269)	0.092 (0.699)
SPONSORC	0.033 (1.547)	-0.024 (-1.297)
INTERLOCK	0.005 (0.268)	0.614 (0.351)
SPONSORC*INTERLOCK	-0.014 (-0.504)	-0.018 (-0.752)
GROWTH	-0.002 (-0.689)	0.005* (1.730)
ADUIT	-0.020 (-1.501)	0.005 (0.412)
SIZE	0.001 (0.112)	-0.003 (-0.451)
LEV	-0.011 (-0.263)	0.079** (2.121)
INDUSTRY	Yes	Yes
Adj R ²	0.009	
log likelihood function		222.829
樣本數	1,048	1,048

註 1：DA=i 公司在定向增發前半年裁決性應計數。ABDA=i 公司在定向增發前半年裁決性應計數取絕對值。SPONSORC=虛擬變數，當保薦機構評比為 AA(含)以上，給予 1；若否，則給予 0。INTERLOCK=虛擬變數，獨立董事兼任兩家(含)以下的公司，給予 1；若否，則給予 0。GROWTH=i 公司在定向增發前半年的 Tobin's Q。ADUIT=虛擬變數，若 i 公司第 t 年查核財務報表之會計師屬於當前 10 大會計師事務所，給予 1；若否，則給予 0。SIZE=i 公司第 t-1 年年底總資產取自然對數。LEV=i 公司第 t-1 年總負債除以總資產。

註 2：模式(1)括弧內係 t 值，模式(2)括弧內係 Z 值。

註 3：***表示達 1%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；*表示達 10%顯著水準(雙尾)。

(五)保薦機構聲譽對定向增發後營運績效之影響

表 12 列示保薦機構聲譽對定向增發當年營運績效影響之實證結果，由表 12 可知，SPONSORC 係數僅在模式(2)顯著為正，在模式(1)、(3)及(4)之係數均未顯著，顯示保薦機構聲譽對定向增發當年營運績效沒有顯著影響。表 13 列示保薦機構聲譽對定向增發次年營運績效影響實證結果，由表 13 可知，SPONSORC 係數在模式(1)至(4)均無顯著影響。由表 13 的結果顯示，保薦機構聲譽對定向增發次年營運績效無顯著影響。綜合表 12 及表 13 的結果可知，假說五未獲得支持。

表 12：保薦機構聲譽對定向增發當年營運績效之影響

	EBITDA(1)	OCF(2)	SGROWTH(3)	ROA(4)
CONSTANT	0.007 (0.0655)	2.279 (8.953)***	-0.140 (-0.280)	0.001 (0.109)
SPONSORC	0.001 (0.867)	0.053 (2.492)**	0.043 (1.032)	<0.001 (-0.147)
DA	0.001 (0.375)	-0.049 (-0.535)	-0.210 (-1.180)	-0.001 (-0.294)
INV	0.003 (1.498)	0.119 (2.293)**	0.148 (1.452)	0.005 (2.441)**
INV ²	0.002 (1.824)*	0.066 (2.706)***	0.046 (0.969)	0.001 (1.286)
LEV	-0.008 (-3.435)***	0.075 (1.290)	-0.172 (-1.517)	-0.012 (-5.182)***
GROWTH	0.001 (4.505)***	-0.024 (-3.663)***	-0.023 (-1.767)*	0.001 (4.602)***
SIZE	<0.001 (1.384)	-0.108 (-14.110)***	0.007 (0.438)	0.001 (1.892)*
LARGE	<0.001 (-2.061)**	<0.001 (0.578)	<0.001 (-0.011)	<0.001 (-2.998)***
INSTITUTION	<0.001 (0.563)	<0.001 (0.065)	<0.001 (-0.227)	<0.001 (1.714)*
INDUSTRY	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj R ²	0.034	0.161	0.014	0.061
樣本數	1,019	1,019	1,019	1,019

註 1：SPONSORC=虛擬變數，當保薦機構評比為 AA(含)以上，給予 1；若否，則給予 0。DA=i 公司第 t-1 年裁決性應計數。GROWTH=i 公司在第 t 年 Tobin's Q。INV=i 公司第 t 年長期投資、固定資產、在建工程及無形資產合計數改變值除以期初總資產。SIZE=i 公司第 t 年年底總資產取自然對數。LEV=i 公司第 t 年總負債除以總資產。LARGE=虛擬變數，當 i 公司前五大股東在第 t 年參與定向增發，給予 1；若否，則給予 0。INSTITUTION= 機構投資人在第 t 年持有 i 公司股票比率。

註 2：表格中部分變數之係數過小，經四捨五入後為小數點以下四位後才有值，僅能以<0.001 表示。

註 3：***表示達 1%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；*表示達 10%顯著水準(雙尾)。

註 4：括弧內係 t-value。

表 13：保薦機構聲譽對定向增發次年營運績效之影響

	EBITDA(1)	OCF(2)	SGROWTH(3)	ROA(4)
CONSTANT	<0.001 (-0.010)	-0.021 (-0.109)	-0.698 (-0.326)	-0.589 (-1.978)**
SPONSORC	0.001 (0.480)	0.012 (0.609)	0.112 (0.545)	0.040 (1.380)
DA	-0.019 (-3.034)***	0.015 (0.136)	-10.228 (-8.709)***	-0.019 (-0.116)
INV	0.002 (0.545)	0.001 (0.012)	-0.149 (-0.265)	-0.008 (-0.108)
INV ²	0.001 (0.667)	0.104 (3.059)***	-0.199 (-0.538)	-0.015 (-0.298)
LEV	-0.003 (-1.106)	-0.036 (-0.653)	-1.099 (-1.851)*	0.173 (2.094)**
GROWTH	0.002 (4.779)***	-0.011 (-1.817)*	-0.065 (-0.944)	0.006 (0.634)
SIZE	0.001 (1.575)	-0.003 (-0.409)	0.066 (0.877)	0.021 (2.048)**
LARGE	-0.002 (-1.917)*	0.016 (0.801)	-0.044 (-0.205)	0.027 (0.901)
INSTITUTION	<0.001 (1.459)	0.002 (1.623)	-0.013 (-1.228)	-0.002 (-1.214)
INDUSTRY	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj R ²	0.030	0.082	0.057	-0.002
樣本數	912	912	912	912

註 1：SPONSORC=虛擬變數，當保薦機構評比為 AA(含)以上，給予 1；若否，則給予 0。DA=i 公司第 t-1 年裁決性應計數。GROWTH=i 公司在第 t 年 Tobin's Q。INV=i 公司第 t 年長期投資、固定資產、在建工程及無形資產合計數改變值除以期初總資產。SIZE=i 公司第 t 年年底總資產取自然對數。LEV=i 公司第 t 年總負債除以總資產。LARGE=虛擬變數，當 i 公司前五大股東在第 t 年參與定向增發，給予 1；若否，則給予 0。INSTITUTION= 機構投資人在第 t 年持有 i 公司股票比率。

註 2：表格中部分變數之係數過小，經四捨五入後為小數點以下四位後才有值，僅能以 < 0.001 表示。

註 3：***表示達 1% 顯著水準；**表示達 5% 顯著水準；*表示達 10% 顯著水準(雙尾)。

註 4：括弧內係 t-value。

五、敏感性分析

(一)保薦機構聲譽對定向增發折價之影響

由多變量迴歸分析結果顯示，保薦公司聲譽對於折價並無顯著差異。因此，本研究將定向增發溢價樣本予以刪除，重新以迴歸式(5)進行分析。未編表結果顯示，結果與表 8 類似，假說一未獲支持。從控制變數方面， $\Delta OWNERSHIP$ 及 $SHARE$ 係數為顯著為正，而 BM 係數為顯著為負。

(二)定向增發樣本分群檢測對盈餘管理之影響

由於定向增發折溢價代表公司大股東及經理人員可能有不同盈餘管理誘因，因此，本研究將定向增發樣本分為「定向增發折價」及「定向增發溢價」兩群樣本。表 14 列示定向增發折價樣本之實證結果。由模式(2)可知， $SPONSORC*DIRCPA$ 係數顯著為負，表示定向增發公司聘任聲譽高保薦機構且獨立董事任職會計師事務所，其定向增發前盈餘管理幅度顯著較小。因此，假說三獲得支持。由模式(3)可知，實證結果與表 11 類似， $SPONSORC*INTERLOCK$ 係數仍不顯著。

表 14：定向增發折價子樣本

	(1)	(2)	(3)
CONSTANT	0.125 (1.323)	0.100 (0.992)	0.125 (1.330)
SPONSORC	-0.011 (-1.190)	0.007 (0.504)	-0.007 (-0.527)
GROWTH	0.004 ** (2.390)	0.004 ** (1.962)	0.005*** (2.592)
ADUIT	0.002 (0.199)	0.001 (0.168)	0.000 (0.057)
DIRCPA		0.013 (0.943)	
SPONSORC*DIRCPA		-0.032 * (-1.813)	
INTERLOCK			-0.216 (-1.599)
SPONSORC*INTERLOCK			-0.006 (-0.363)
SIZE	-0.005 (-1.174)	-0.005 (-1.021)	-0.005 (-1.053)
LEV	0.074 *** (2.910)	-0.004 (-0.841)	0.073*** (2.880)
INDUSTRY	Yes	Yes	Yes
log likelihood function	510.113	512.519	514.361
樣本數	670	670	670

註 1：SPONSORC=虛擬變數，當保薦機構評比為 AA(含)以上，給予 1；若否，則給予 0。DIRCPA=虛擬變數，若 i 公司在第 t 年獨立董事具會計師資格，現任或曾經任職於會計師事務所，給予 1；若否，則給予 0。INTERLOCK=虛擬變數，獨立董事兼任兩家(含)以下的公司，給予 1；其他，則給予 0。GROWTH=i 公司在定向增發前半年 Tobin's Q。ADUIT=虛擬變數，若 i 公司第 t 年查核財務報表之會計師屬於當年前 10 大會計師事務所，給予 1，若否，則給予 0。SIZE=i 公司第 t-1 年年底總資產取自然對數。LEV=i 公司第 t-1 年總負債除以總資產。

註 2：括弧內係 Z 值。

註 3：***表示達 1% 顯著水準；**表示達 5% 顯著水準；*表示達 10% 顯著水準(雙尾)。

表 15 列示定向增發溢價子樣本檢測結果，由表 15 可知， $SPONSORC$ 係數在模式(1)及(3)顯著為負，顯示聘任聲譽高保薦公司，盈餘管理越小。所以，假說二獲得支持。由模式(3)可知， $INTERLOCK$ 係數顯著為負，表示獨立董事兼任程度越高，其盈餘管理幅度越低， $SPONSORC*$

INTERLOCK 係數顯著為正，表示中國進行定向增發 A 股上市公司，聘任高聲譽保薦機構及獨立董事兼職程度較高，其定向增發前盈餘管理幅度顯著較高。

表 15：定向增發溢價子樣本

	(1)	(2)	(3)
CONSTANT	-0.159 (-0.496)	0.044 (0.139)	0.084 (0.268)
SPONSORC	-0.058 * (-1.895)	-0.059 (-1.338)	-0.144 *** (-3.259)
GROWTH	-0.033 (-1.557)	0.004 (0.418)	0.004 (0.416)
ADUIT	0.000 (0.028)	0.012 (0.371)	0.009 (0.274)
DIRCPA		0.008 (0.215)	
SPONSORC*DIRCPA		-0.005 (-0.089)	
INTERLOCK			-0.133 *** (-3.124)
SPONSORC*INTERLOCK			0.114 * (1.728)
SIZE	0.010 (0.299)	0.002 (0.127)	0.004 (0.311)
LEV	0.010 (0.685)	0.058 (0.544)	0.067 (0.645)
INDUSTRY	Yes	Yes	Yes
log likelihood function	-68.457	-69.195	-64.337
樣本數	378	670	670

註 1：SPONSORC=虛擬變數，當保薦機構評比為 AA(含)以上，給予 1；若否，則給予 0。DIRCPA=虛擬變數，若 i 公司在第 t 年獨立董事具會計師資格，現任或曾經任職於會計師事務所，給予 1；若否，則給予 0。INTERLOCK=虛擬變數，獨立董事兼任兩家(含)以下的公司，給予 1；若否，則給予 0。GROWTH=i 公司在定向增發前半年的 Tobin's Q。ADUIT=虛擬變數，若 i 公司第 t 年查核財務報表之會計師屬於當年前 10 大會計師事務所，給予 1；若否，則給予 0。SIZE=i 公司第 t-1 年年底總資產取自然對數。LEV=i 公司第 t-1 年總負債除以總資產。

註 2：括弧內係 Z 值。

註 3：***表示達 1%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；*表示達 10%顯著水準(雙尾)。

(三)刪除裁決性應計項目為負的公司

由於假說三及假說四均未獲支持，本研究刪除裁決性應計數為負的公司，重新分析假說三及假說四。未編表結果顯示，實證結果與表 10 及 11 類似。

(四)大股東認購與否對盈餘管理之影響

由於大股東有誘因藉由定向增發剝削小股東圖利自己(例如：朱臻，2013；徐琪，2017)，本研究考慮大股東是否加入定向增發對其盈餘管理影響。本研究增加一個虛擬變數(*LARGE*)，當 *i* 公司前五大股東在第 *t* 年參與定向增發，給予 1；若否，則給予 0，重新檢視假說二至假說四。未編表結果顯示，*SPONSORC* 係數呈現顯著負，顯示公司聘任高聲譽保薦公司，折價幅度越小。*SPONSORC*DIRCPA* 及 *SPONSORC*INTERLOCK* 均不顯著，實證結果與表 10 及 11 類似。

伍、結論

中國證券監督管理委員會於 2006 年 5 月公布《上市公司證券發行管理辦法》，放寬企業融資的條件，允許企業採用定向增發之融資方式。因此，在 2006 年 5 月之後，定向增發的數量逐年上升，至 2015 年達到 634 家，募集資金達 13,723.1 億人民幣，成為中國上市公司主要募集資金管道。因此，定向增發的融資方式在中國資本市場佔有重要地位。根據中國法令，保薦機構在定向增發的過程中需扮演監督及輔導的角色。公司於定向增發時，相較於聲譽低保薦機構，聲譽高保薦機構為維護聲譽而監督公司，使大股東可能降低影響私募認購價格以進行利益輸送誘因，進而減少定向增發折價幅度。是以，本研究檢視相較於聘任聲譽低保薦機構之公司，聘任聲譽高保薦機構之公司，其定向增發折價幅度是否較小。

既有文獻指出企業進行定向增發前為了私利進行盈餘管理，本文推論若聘用聲譽高的保薦機構可能抑制盈餘管理的行為。是以，本研究檢視相較於聘任聲譽低保薦機構之公司，聘任聲譽高保薦機構之公司，其定向增發前盈餘管理幅度是否較小。而獨立董事具中立性，若獨立董事任職於會計師事務所，應能增加財務報表的真實性及精確性。是以，本研究檢視聘任高聲譽保薦機構且獨立董事任職於會計師事務所之公司，其定向增發前盈餘管理幅度是否較小。另一方面，獨立董事若兼任多間公司獨立董事，可能會因為繁忙而無法有效地進行監督，增加公司盈餘操縱的可能性。是以，本研究檢視聘任高聲譽保薦機構且獨立董事兼職程度低之公司，其定向增發前盈餘管理幅度是否較小。此外，本研究探討保薦機構聲譽對定向增發公司營運績效是否有所影響。

實證結果顯示，保薦機構聲譽高低對定向增發折價幅度並未有顯著影響。實證結果亦顯示，相較於聘任聲譽低保薦機構之公司，聘任聲譽高保薦機構之公司於定向增發前盈餘管理顯著較低。此外，實證結果顯示，獨立董事專業能力及保薦機構聲譽交互作用對定向增發前盈餘管理幅度並無顯著影響。獨立董事兼職程度及保薦機構聲譽交互作用對定向增發前盈餘管理幅度亦無顯著影響。此外，本研究實證結果顯示，保薦機構聲譽對公司於定向增發後營運績效並無顯著影響。

在敏感性分析部分，本研究針對折價為正的樣本，重新檢視假說一。實證結果顯示，聘任聲譽高保薦機構之定向增發公司，其折價幅度並未顯著較低。本研究亦將定向增發樣本，分成「定向增發折價」及「定向增發溢價」兩群。實證結果顯示，聲譽高保薦機構能降低「定向增發溢價」此子樣本的盈餘管理，卻未顯著降低「定向增發折價」此群樣本之盈餘管理幅度。當定向增發公司聘任聲譽高保薦機構，在「定向增發折價」子樣本中，若該公司聘任有任職會計師事務所經驗之獨立董事，則盈餘管理幅度顯著較低。在「定向增發溢價」子樣本中，若該公司有聘任聲譽高保薦機構但獨立董事兼職程度高，則盈餘管理幅度顯著較高。此外，本研究針對裁決性應計項目為正的樣本，重新檢視假說三及四。其實證結果顯示，獨立董事專業能力與保薦機構聲譽交互作用和獨立董事兼職程度與保薦機構聲譽交互作用對公司定向增發前盈餘管理幅度並無顯著影響。此外，本研究檢視大股東參與定向增發對公司盈餘管理的影響，實證結果顯示大股東是否參與定向增發對公司盈餘管理程度並無顯著影響。

參考文獻

(一)中文部分

- 王莉婕與馬妍妍，2014，上市公司定向增發的財務效應研究。《經濟問題》，第6期，117-120。
- 朱紅軍，2008，定向增發盛宴背後的利益輸送：現象、理論根源與制度成因，管理世界，第6期，36-47。
- 朱臻，2013，大股東控制與定向增發折價—來自中國上市公司的經驗證據，海南金融，第11期，8-16。
- 何賢杰與朱紅軍，2009，利益輸送、信息不對稱與定向增發折價，中國會計評論，第7卷第3期，283-298。
- 何麗梅，2010，我國上市公司定向增發折價研究—基於較完整市場周期的分析，經濟管理，第32卷第2期，145-151。
- 吳育輝、魏志華與吳世農，2013，定向增發時機選擇、停牌操控與控制股東掏空，廈門大學學報：哲學社會科學版，第1期，46-55。
- 吳清華、王平心與殷俊明，2006，審計委員會、董事會特徵與財務呈報質量—一項基於中國證券市場的實證研究，管理評論，第18卷第7期，49-56。
- 俞軍，2016，上市公司定向增發行爲與效應研究，中國科學技術大學出版社。
- 胡光懌與徐曉東，2013，我國上市公司定向增發新股中的盈餘管理研究，西南民族大學學報，第39卷第4期，630-634。
- 徐壽福，2009，大股東認購與定向增發折價，經濟管理，第31卷第9期，129-135。
- 徐壽福與龔仰樹，2011，定向增發與上市公司長期業績下滑，投資研究，第10期，98-111。
- 徐琪，2017，定向增發中的發行折價與利益輸送模型研究，中國商論，第20期，167-168。
- 馬德芳、葉陳剛與徐偉，2014，大股東掏空動機、市場行情與定向增發折價，現代管理科學，第2期，6-8。
- 耿建新、呂耀金與鄒小平，2011，我國上市公司定向增發的長期業績研究，審計與經濟研究，第26卷第6期，52-58。
- 陳政，2008，非公開發行折價、大小股東利益衝突與協同，證券市場導報，第8期，28-35。
- 張鳴與郭思永，2009，大股東控制下的定向增發和財富移轉：來自中國上市公司的經驗證據，會計研究，第五期，78-86。
- 章衛東與李德忠，2008，定向增發新股折扣率的影響因素及其與公司短期股價關係的實證研究：來自中國上市公司的經驗證據，會計研究，第9期，73-80。
- 章衛東與趙安琪，2012，定向增發新股長期股東財富效應的實證研究，上海經濟研究，第1期，42-52。

(二)英文部分

- Aharony, J., J. Wang, and H. Yuan. 2010. Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China. *Journal of Accounting and Public Policy* 29(1): 1-26.
- Badolato, P. G., D. C. Donelson, and M. Ege. 2014. Audit committee financial expertise and earnings

- management: The role of status. *Journal of Accounting and Economics* 58: 208-230.
- Ball, R. and L. Shivakumar. 2008. Earnings quality at initial public offerings. *Journal of Accounting and Economics* 45(2-3): 324-349.
- Barclay, M. J., C. G. Holdemess, and D. P. Shenhan. 2007. Private placements and managerial entrenchment. *Journal of Corporate Finance* 13(4): 461-484.
- Beasley, M. S. 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review* 71(4): 443-465.
- Becker, C. L., M. L. DeFond, J. Jiambalvo, and K. R. Subramanyam. 1998. The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research* 15(1): 4-24.
- Brown, J. L. 2011. The spread of aggressive corporate tax reporting: A detailed examination of the corporate-owned life insurance shelter. *The Accounting Review* 86(1): 23-57.
- Brown, J. L. and K. D. Drake. 2014. Network ties among low-tax firms. *The Accounting Review* 89(2): 483-510.
- Carter, R. B. and S. Manaster. 1990. Initial public offerings and underwriter reputation. *Journal of Finance* 45(4): 1045-1067.
- Carter, R. B., F. H. Dark, and A. K. Singh. 1998. Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks. *Journal of Finance* 53(1): 285-311.
- Chen, K. C. W. and H. Yuan. 2004. Earnings management and capital resource allocation: Evidence from China's accounting-based regulation of rights issues. *The Accounting Review* 79(3): 645-665.
- Chen, A. S., L. Y. Cheng, K. F. Cheng, and S. W. Chih. 2010. Earnings management, market discounts and the performance of private equity placements. *Journal of Banking and Finance* 34: 1922-1932.
- Chiu, P.-C., S.-H. Teoh, and F. Tian. 2013. Board interlocks and earnings management contagion. *The Accounting Review* 88(3): 915-944.
- Chou, D. W., M. Gombola, and F. Y. Liu. 2010. Earnings management and long-run stock performance following private equity placements. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 34: 225-245.
- Cohen, L., A. Frazzini, and C. Malloy. 2008. The small world of investing: Board of connections and mutual fund returns. *Journal of Political Economy* 116: 951-979.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1996. Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research* 13(1): 1-36.
- DeFond, M. L. and C. W. Park. 1997. Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of Accounting and Economics* 23(2): 115-139.
- Elloumi, F. and J. P. Gueyie. 2001. Financial distress and corporate governance : An empirical analysis. *Corporate Governance: International Journal of Business in Society* 1(1): 15-23.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26(2): 301-325.
- Ferris, S. and M. Jagannathan. 2001. The incidence and determinants of multiple corporate directorships. *Applied Economics Letters* 8: 31-35.
- Fich, E. and A. Shivdasani. 2006. Are busy boards effective monitors? *Journal of Finance* 61: 689-724.

- Gul, F. A., S. Y. K. Fung, and B. Jaggi. 2009. Earnings quality: Some evidence on the role of auditor tenure and auditors' industry expertise. *Journal of Accounting and Economics* 47: 265-287.
- Güner, A. B., U. Malmendier, and G. Tate. 2008. Financial expertise of directors. *Journal of Financial Economics* 88: 323-354.
- Haw, I. M., D. Qi, D. Wu and W. Wu. 2005. Market consequences of earnings management in response to security regulations in China. *Contemporary Accounting Research* 22(1): 95-140.
- Hertzel, M. and R. L. Smith. 1993. Market discounts and shareholder gains for placing equity privately. *Journal of Finance* 48: 459-485.
- Hertzel, M., M. Lemmon, J. S. Linck, and L. Rees. 2002. Long-run performance following private placements of equity. *Journal of Finance* 57(6): 2595-2617.
- Kao, J. L., D. Wu, and Z. Yang. 2009. Regulations, earnings management, and post-IPO performance: The Chinese evidence. *Journal of Banking and Finance* 33, 63-76.
- Klein, A. 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33(3): 375-400.
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and L. E. Wasley. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39: 163-197.
- Krishnamurthy, S., P. Spindt, V. Subramaniam, and T. Woidtke. 2005. Does investor identity matter in equity issues? Evidence from private placements. *Journal of Financial Intermediation* 14: 210-238.
- Krishnan, G. V. 2003. Does big 6 auditor industry expertise constrain earnings management. *Accounting Horizons* (supplement): 1-16.
- Krishnan, G. V. and G. Visvanathan. 2008. Does the SOX definition of an accounting expert matter? The association between audit committee directors' accounting expertise and accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research* 25(3): 827-858.
- Lee, G. and R. W. Masulis. 2011. Do more reputable financial institutions reduce earnings management by IPO issuers? *Journal of Corporate Finance* 17: 982-1000.
- Liu, Q. and Z. Lu. 2007. Corporate governance and earnings perspective. *Journal of Corporate Finance* 13(5): 881-906.
- Morck, R., A. V. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20: 293-315.
- Peasnell, K. V., P. E. Pope, and S. Young. 2005. Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals. *Journal of Business, Finance and Accounting* 32(7-8): 1131-1346.
- Rangan, S. 1998. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 50: 101-122.
- Reppenhagen, D. 2010. Contagion of accounting methods: Evidence from stock option expensing. *Review of Accounting Studies* 15(3): 629-657.
- Silber, W. L. 1991. Discounts on restricted stock: The impact of illiquidity on stock prices. *Financial Analysts Journal* 47(8): 60-64.

- Teoh, S. H., I. Welch, and T. J. Wong. 1998a. Earning management and the long-run market performance of initial public offerings. *Journal of Finance* 53(6): 1935-1974.
- Teoh, S. H., I. Welch, and T. J. Wong. 1998b. Earning management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 50: 63-99.
- Titman, S. and B. Trueman. 1986. Information quality and the valuation of new issues. *Journal of Accounting and Economics* 8(2): 159-172.
- Venkataraman R., J. P. Weber, and M. Willenborg. 2008. Litigation risk, audit quality, and audit fees: Evidence from initial public offerings. *The Accounting Review* 83(5): 1315-1345.
- Watts, R. L. and J. L. Zimmerman. 1978. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review* 53(1): 112-134.
- Wruck, K. H. 1989. Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings. *Journal of Financial Economics* 23: 3-28.
- Wruck, K. H. and Y. Wu. 2009. Relationships, corporate governance, and performance: Evidence from private placements of common stock. *Journal of Corporate Finance* 15(1): 30-47.

106年度專題研究計畫成果彙整表

計畫主持人：陳慧玲			計畫編號：106-2410-H-003-069-			
計畫名稱：股權私募與保薦制度：以中國為例						
成果項目			量化	單位	質化 (說明：各成果項目請附佐證資料或細項說明，如期刊名稱、年份、卷期、起訖頁數、證號...等)	
國內	學術性論文	期刊論文		0	篇	
		研討會論文		0		
		專書		0	本	
		專書論文		0	章	
		技術報告		0	篇	
		其他		0	篇	
	智慧財產權及成果	專利權	發明專利	申請中	0	件
				已獲得	0	
			新型/設計專利		0	
		商標權		0		
		營業秘密		0		
		積體電路電路布局權		0		
		著作權		0		
		品種權		0		
		其他		0		
	技術移轉	件數		0	件	
		收入		0	千元	
	國外	學術性論文	期刊論文		0	篇
			研討會論文		0	
			專書		0	本
專書論文			0	章		
技術報告			0	篇		
其他			0	篇		
智慧財產權及成果		專利權	發明專利	申請中	0	件
				已獲得	0	
			新型/設計專利		0	
		商標權		0		
		營業秘密		0		
		積體電路電路布局權		0		
		著作權		0		
		品種權		0		
其他		0				

	技術移轉	件數	0	件	
		收入	0	千元	
參與計畫人力	本國籍	大專生	3	人次	增進大專生學習型兼任助理專業知能及蒐集資料能力
		碩士生	0		
		博士生	0		
		博士後研究員	0		
		專任助理	0		
	非本國籍	大專生	0		
		碩士生	0		
		博士生	0		
		博士後研究員	0		
		專任助理	0		
其他成果 (無法以量化表達之成果如辦理學術活動、獲得獎項、重要國際合作、研究成果國際影響力及其他協助產業技術發展之具體效益事項等，請以文字敘述填列。)					

科技部補助專題研究計畫成果自評表

請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況、研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性）、是否適合在學術期刊發表或申請專利、主要發現（簡要敘述成果是否具有政策應用參考價值及具影響公共利益之重大發現）或其他有關價值等，作一綜合評估。

1. 請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況作一綜合評估

達成目標

未達成目標（請說明，以100字為限）

實驗失敗

因故實驗中斷

其他原因

說明：

2. 研究成果在學術期刊發表或申請專利等情形（請於其他欄註明專利及技轉之證號、合約、申請及洽談等詳細資訊）

論文： 已發表 未發表之文稿 撰寫中 無

專利： 已獲得 申請中 無

技轉： 已技轉 洽談中 無

其他：（以200字為限）

3. 請依學術成就、技術創新、社會影響等方面，評估研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性，以500字為限）

私募已成為中國企業募集資金主要管道，既有研究檢視除了資訊假說、監督假說及流動性因素會影響折價幅度，上市公司大股東基於自利因素有否影響中國定向增發認購價格。然未有文獻檢視保薦機構聲譽對私募折價之影響，本研究可以彌補既有文獻之缺漏。本研究實證結果顯示，保薦機構聲譽並未顯著影響定向增發折價幅度。由於中國政府自2004年積極推動保薦制度，本研究的實證結果可提供政策制訂者參考，思考是否需重新檢視保薦制度有效性。

此外，本研究檢視獨立董事專業能力及兼職程度與保薦制度交互作用對公司於私募前盈餘管理行為之影響。本研究實證結果可瞭解獨立董事專業能力及兼職與保薦制度配合對企業於定向增發前盈餘管理之影響。因此，本研究對董事功能相關文獻有增額貢獻。實證結果顯示，獨立董事專業能力及兼職程度與保薦制度交互作用並未顯著降低公司於定向增發前之盈餘管理程度。此實證結果可以提供管制機關及投資人參考，使其瞭解獨立董事及保薦制度無法有效地限制企業盈餘管理。本研究實證結果亦可以瞭解保薦制度對企業於定向增發後營運績效並無顯著影響，本研究實證結果可彌補私募後營運績效相關文獻之缺漏，並提供投資人投資決策參考。

4. 主要發現

本研究具有政策應用參考價值：否 是，建議提供機關
(勾選「是」者，請列舉建議可提供施政參考之業務主管機關)

本研究具影響公共利益之重大發現：否 是

說明：(以150字為限)