

行政院國家科學委員會補助專題研究計畫成果報告

我國企業規避公開發行之誘因與策略： 以資本額度規定為例

計畫類別：x 個別型計畫 整合型計畫

計畫編號：NSC89 - 2416 - H - 002 - 008 -

執行期間： 88 年 8 月 1 日至 89 年 7 月 31 日

計畫主持人：林嬋娟

共同主持人：劉啟群

本成果報告包括以下應繳交之附件：

赴國外出差或研習心得報告一份

赴大陸地區出差或研習心得報告一份

出席國際學術會議心得報告及發表之論文各一份

國際合作研究計畫國外研究報告書一份

執行單位：台灣大學會計學系

中 華 民 國 90 年 3 月 1 日

行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告

我國企業規避公開發行之誘因與策略：

以資本額度規定為例

Why Do Companies Avoid Public Offerings: A Test of Capital-induced Mandatory Public Offering

計畫編號：NSC 89-2416-H-002-008

執行期限：88年8月1日至89年7月31日

主持人：林嬋娟 台灣大學會計學系

共同主持人：劉啟群 台灣大學會計學系

一、中文摘要

本研究旨在探討民國七十年經濟部二億元的強制公開發行規定對公司資本形成有何影響，並進一步分析規避公開發行公司與選擇公開發行公司之特性有何差異。實證結果發現，二億元的門檻確實造成公司規避公開發行，使得股本接近門檻的公司遽增。惟一旦選擇公開發行，當年的增資幅度頗大。Probit 多變量分析顯示，自有資本比率愈高，前兩年至前五年股本介於 1.8 億-2 億之累積年數愈長，股權愈集中之公司愈傾向於規避公開發行。而公司資產成長率愈高、屬成長性產業、前期股本愈接近門檻及有法人持股的公司愈可能公開發行。本研究結果與去年十一月經濟部將該門檻提高為五億元之新規定的意旨相符。

關鍵詞：公開發行、強制公開發行、二億元門檻、股權結構

Abstract

This paper first examined the consequence of the NT200 millions threshold of mandated public offering ruled by Ministry of Economics in 1981. Further, this study employed Probit analysis to investigate the characteristics of firms that avoid public offerings. Empirical results found that many firms did maintain their capital between NT180 millions and NT200 millions on purpose to prevent themselves from

mandated public offering. Probit analysis indicated that firms with higher equity ratio, longer period of maintaining their capital balance near the threshold, higher ownership concentration are more likely to avoid public offering requirement, whereas firms with higher assets growth, belonging to growth industry, having capital balance close to the threshold the year before, and with institutional stockholders are more likely to pursue the public offering. These findings in general are consistent with the spirit behind the new threshold of NT500 millions just announced by Ministry of Economics in last November.

Keywords: public offering, mandated public offering, capital formation

二、緣由與目的

政府為了落實「資本證券化，證券大眾化」之股權分散目標，在公司法及證券交易法上有強制公開發行股份之規定。依據民國六十九年修正的公司法第一百五十六條第四項：「公司資本額達中央主管機關所定一定數額以上者，除經目的事業中央主管機關專案核定者外，其股票應公開發行。但公營事業股票之公開發行，應由該公營事業之主管機關專案核定之。」經濟部依照此項授權，於七十年二月十四日發函商字第 0 五三二五號，規定「股份有限公司實收資本額達新台幣二億元以上者，其股票需公開發行」。

該項規定實施近二十年來，國內經濟

環境與資本市場已有相當的變化，經濟成長率超過六倍，根據經濟部統計，在 89 年 10 月底，達二億門檻的公司 4600 家，已辦理公開發行者約 3200 家（含上是上櫃）。而因該項限制，將實收資本額控制在一至二億之間者約 7200 家，控制在 1.8 億至二億的公司有一千多家，將資本額定為 1.99 億元者亦不在少數。這些公司大部分試圖規避 2 億元的門檻，主要原因可能是擔心股票強制公開後，股權將分散，家族企業受影響頗大，而且公開後，必須受到證交法與諸多法令的規範，交易成本與揭露成本增加。針對這項強制公開發行之政策，反對者認為（如劉連煜，民 86），該政策易促使企業為規避相關規範，捨棄成本較低的增資不用，反而採取其他較不利於公司之融資方式，以應付公司資金的需求。又，有不少家族企業，為避免強制公開發行後，必須將財務及業務狀況公開，遂以股東往來的方式支應資金的需求，造成財務報表的扭曲與資源的浪費（麥朝成與薛立敏，民 89）。此外，若公司無需向大眾募集資金的必要，強制公開發行有干涉公司自主經營之虞。有鑑於此，經濟部於 89 年 11 月 2 日以經（89）商字第八九二二一四一二號令，將強制公開發行門檻提高為新台幣五億元。¹

國內以強制手段貫徹股權分散之政策，除了上述缺失外，亦忽略了「非公開或閉鎖性」公司（private or close corporations）存在的功能及必要性。蓋非公開公司的特點是所有權與經營權結合，如此可避免公開發行公司因所有權與經營權分離衍生的代理成本（agency costs）。Jensen(1986,1989)的研究顯示，在 1980 年代，公開發行公司已漸式微，代之而起的是一股融資併購（LBO），公開轉非公開（going-private），divisional spinoffs 等的浪潮。股權結構面臨重大轉變的企業中，不乏著名的大公司或產業領導者。Jensen 亦指出，公開發行公司減少的趨勢與產業

有關。現金流量充裕，成長率低的產業（例如：航空、銀行、食品、運輸工具業等），相對於高現金需求，高成長的公司（例如：資訊電子、生物科技、藥廠，金融業等）較可能從公開公司轉變為非公開公司。這種現象主要歸因於公開公司代理問題較嚴重，自由現金流量高時，易導致浪費與無效率，組織結構的改變就是為了減少代理成本。後續有不少文獻嘗試探討公司選擇公開發行或非公開發行的決定因素。理論性研究如 Shah and Thakor(1988) 及 Yosha(1995)等，實證性研究如 Lehn. And Poulsen.(1989), Kim and Lyn(1991), Kieschnick(1998)、Pagano, Panetta and Zingales(1998)及 Pagano and Roell(1998)等。

這些研究的共同特色是從成本效益面的考量來分析股權結構選擇的誘因。就效益面而言，公開發行的主要優點有（1）籌措資金較易，資金成本較低；（2）股權分散，風險分散；（3）債權人小股東受到保護。而公開發行的成本則包括（1）資訊揭露成本，如符合法令規定的管制成本，因揭露衍生的不利於競爭之成本（2）代理成本增加。過去的研究結果顯示，公司選擇公開或非公開發行主要是成本與效益的權衡。

國內公司的成長一般循著非公開→公開→上櫃或上市的途徑，與美國的公司直接由非公開變成上櫃或上市不盡相同。國內過去相關研究探討的對象大部分是由公開轉為上市或上櫃的一群，非公開晉升為公開的公司，或者是非公開公司本身鮮少成為研究焦點。因此，探討非公開企業的營運、投資與理財決策行為之研究，應具理論與實務之價值。在國內特有的企業結構及資本市場環境下，以資本額為強制公開發行的規定，提供我們一個檢視這群企業的很好機會。本研究主要目的是探討在資本額 2 億的強制公開規範下，規避公開發行公司與選擇公開發行公司之公司特性有何差異。

三、結果與討論

本研究公開發行公司樣本來自證期會出版的「證券統計要覽」，非公開發行公

¹ 本研究計畫書提出時，經濟部尚未修改該項門檻，本研究的主旨即在凸顯二億元門檻過低時可能衍生的問題，並作為主管當局修訂強制公開發行政策之參考。經濟部的最新規定，並不影響本研究的意義與貢獻，反而更能顯示不合時宜的法令對資源分配的影響。

司樣本則來自台灣經濟新報社的「台灣3000大企業資料庫」，相關資料來源包括台灣經濟新報社的財務資料庫、公開說明書及問卷調查。

本研究資料顯示，在81-86年間三千大公司的股本分佈中，最接近2億門檻的級距（1.8億至2億），比前一級距（1.5億至1.8億）公司有顯著集中的現象，前者為後者的兩倍，有規避公開之傾向。而選擇公開發行之公司，其公開發行前一年度股本集中在1.8億至2億的佔63%，股本在1.5億與2億之間者超過80%。又在公開發行當年度股本則大幅增加，該年底的平均實收資本額約3.6億，增加比率超過75%，而資本額增加到6億以上者亦有近10%。

單變量分析顯示，公開發行公司樣本成長率與獲利率顯著高於非公開發行公司，屬於成長型產業的比率亦較高。樣本公司（公開與非公開）之前十大股東持股比例均頗高，公開發行公司76%，非公開發行公司高達86%。本研究亦發現，公開發行公司有法人（如創投）持股的比率顯著高於未公開發行公司。

本研究採用Probit model分析具那些特質的公司傾向於規避公開發行。囿於資料的限制，這部份的實證樣本以86-87年為主。本研究參考過去文獻，並徵詢實務界意見以及考量資料之限制後擬出下列可能之解釋變數：規模、資產成長、獲利能力、自有資本比率、前期實收股本、股本接近門檻的年數、成長性產業、股權集中度與法人股東等。本研究推論，公司規模愈大、資產成長率愈高、屬於成長型產業、前期股本接近二億元門檻及有法人股東之公司愈可能選擇公開發行；反之獲利能力（以資產報酬率衡量）愈佳、自有資本比率（以股東權益/總資產衡量）愈高之公司，較不需要公開發行，而股本接近二億元門檻年度愈久、股權愈集中（以前十大股東持股比例衡量）之公司，愈可能規避公開發行之強制規定，選擇不公開。

實證結果顯示，資產成長率愈高、前期股本接近二億元門檻、屬成長型產業之公司愈可能公開發行；與預期不符的是規模愈大的公司，反而愈傾向於不開發

行，即規模係數顯著為負，揣測此結果可能因有不少大公司規避公開發行所致。至於影響不公開的誘因方面，本研究證實自有資本率愈高之公司愈可能不需要公開發行；前兩年至前五年股本介於1.8億-2億之累積年數愈長，愈可能規避公開發行。但，本研究並未發現獲利率是一個顯著的解釋變數。在股權結構變數方面，如預期，股權愈集中的公司愈可能規避公開發行。而有法人持股之公司則愈可能選擇公開發行。

本研究進一步分析樣本公司中，前三年度股本介於1.8億至2億之公司（即規避公開發行組），結果顯示，這類公司之規模較大，成長較緩、獲利率較低以及多屬於傳統產業。

綜上所述，二億元的強制公開發行門檻確實造成公司規避公開發行，使得股本接近門檻的公司遽增。惟一旦選擇公開發行，當年的增資幅度頗大。多變量分析顯示，自有資本比率高，前兩年至前五年股本介於1.8億-2億之累積年數愈長，股權越集中之公司越傾向於規避公開發行。

四、研究結果自評

過去有關強制公開發行之實證研究付之闕如，本研究具本土特性，主要貢獻即在深入探究規避公開發行之現象與公司特質，研究結果的政策意涵是應放寬公開發行門檻，此與去年十一月經濟部將該門檻提高為五億元之新規定的理念一致，足見本研究結果具學術與應用價值。

由於樣本的特殊性，尤其是未公開或規避公開的公司，其資料之蒐集不易，使得擬探討的規避公司資金需求與理財策略在無足夠資料的情況下未能進一步分析。

本研究未來擬繼續探討新的公開發行門檻對未公開發行公司的股本形成與公開發行決策有何影響。

五、參考文獻

英文

- [1] Benveniste, L. M. and W. J. Wilhelm, 1990, "A Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory

- Environments”, Journal of Financial Economics, pp. 173-207.
- [2] DeAngelo, H. and L. DeAngelo, 1986, “Management Buyouts of Publicly Traded Corporations”, Financial Analyst Journal, pp. 38-49.
- [3] DeAngelo, H., L. DeAngelo, and E. Rice, 1984, “Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth”, Journal of Law and Economics, pp. 367-401.
- [4] Demsetz, H. and K. Lehn, 1985, “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, Journal of Political Economy, pp. 1155-1177.
- [5] Denis, D. J., D. K. Denis and A. Sarin, 1997, “Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification”, The Journal of Finance, pp. 135-160.
- [6] Jensen, M. C., 1986, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, American Economic Review, pp. 323-329.
- [7] Jensen, M. C., 1989, “Eclipse of the Public Corporation”, Harvard Business Review, pp. 61-74.
- [8] Kieschnick, Jr., R. L., 1998, “Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Transactions Revisited”, Journal of Business Finance & Accounting, pp. 187-202.
- [9] Kim, W. S. and E. O. Lyn, 1991, “Going Private: Corporate Restructuring under Information Asymmetry and Agency Problems”, Journal of Business Finance & Accounting, pp. 637-648.
- [10] Lehn, K. and A. Poulsen, 1989, “Free Going Private Transactions”, Journal of Finance, pp. 771-787.
- [11] Pagano, M. and A. Roell, 1998, “The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public”, The Quarterly Journal of Economics, pp. 187-225.
- [12] Pagano, M., F. Panetta and L. Zingales, 1998, “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”, The Journal of Finance, pp. 27-64.
- [13] Shah, S. and A. V. Thakor, 1988, “Private versus Public Ownership: Investment, Ownership Distribution, and Optimality”, Journal of Finance, pp. 41-59.
- [14] Shleifer, A. and R. W. Vishny, 1997, “A Survey of Corporate Governance”, Journal of Finance, pp. 737-783.
- [15] Yosha, O., 1995, “Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source”, Journal of Financial

Economics, pp. 3-20

中文

- [1] 劉連煜，民 86，「強制公開發行股份之政策與公開發行公司之界定」，法學叢刊，第 167 期，頁 48-56
- [2] 麥朝成與薛立敏，民 89 年，「因應經貿環境變遷我國產業政策調適之諮詢與研究- 製造業公司免辦公開發行審查準則之研究」，中華經濟研究院，經濟部工業局委託計畫。