

國立交通大學

管理學院經營管理學程

碩士論文

初次上市（櫃）股票蜜月行情失效之探討

A Discussion on the Excess Rate of Return Failure

After Initial Public Offering

1896

研究生：余兆鈞

指導教授：楊千 教授

中華民國一百零一年六月



初次上市（櫃）股票蜜月行情失效之探討

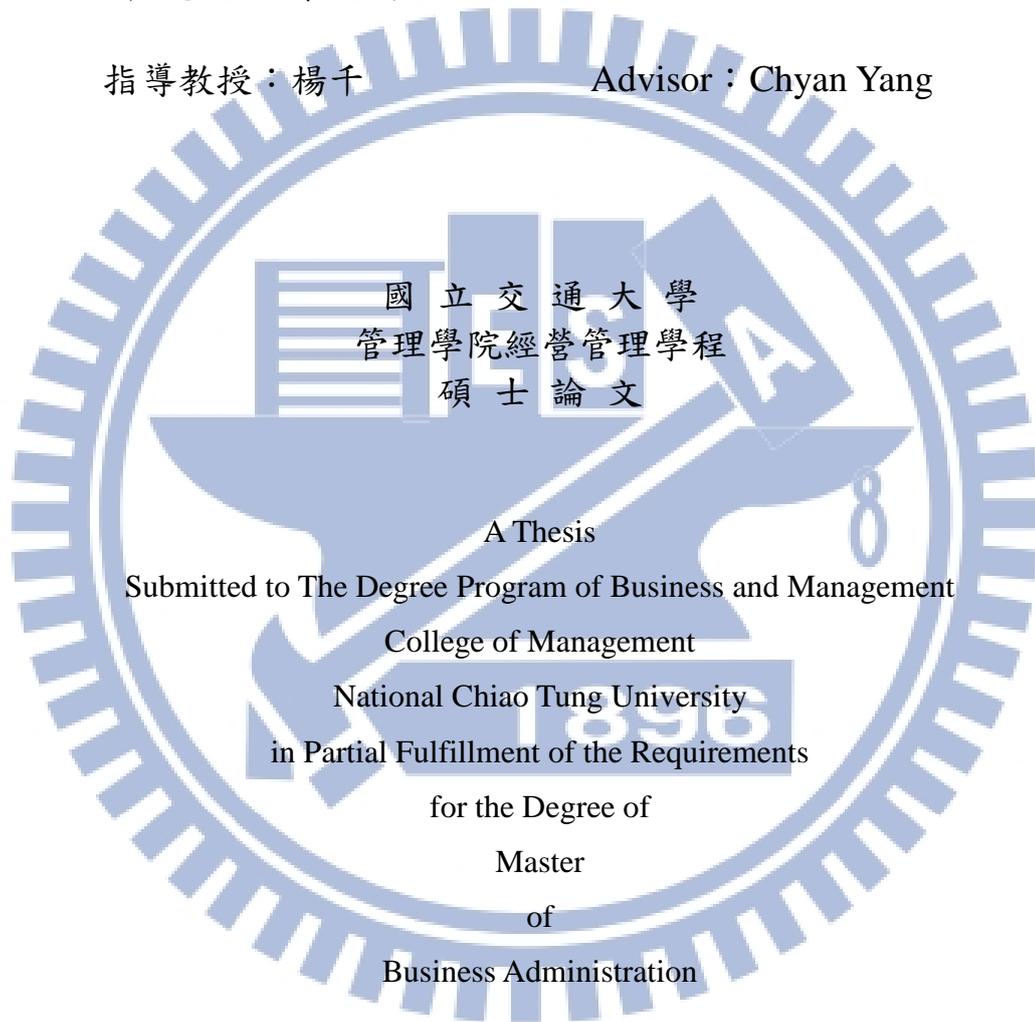
A Discussion on the Excess Rate of Return Failure After Initial Public
Offering

研究生：余兆鈞

Student：Jau-Jiun Yu

指導教授：楊千

Advisor：Chyan Yang



June 2012

Taipei, Taiwan, Republic of China

中華民國一百零一年六月

初次上市（櫃）股票蜜月行情失效之探討

學生：余兆鈞

指導教授：楊千

國立交通大學經營管理研究所經營管理學程

摘要

本研究以本國申請上市上櫃公司為研究對象，分析初次上市（櫃）公司掛牌前後之股價表現，並探討新上市股票掛牌前後股價變動的原因。經實證分析 2009 年 1 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日期間，129 家於臺灣證券交易所及櫃買中心初次上市（櫃）公司，並個案訪談承銷商、興櫃股票交易員及投資人，歸納結論如下：

（一）初次上市（櫃）公司掛牌前股價呈現上漲情形

經實證分析，初次上市（櫃）公司股票於興櫃市場最後一個營業日（不含）前三十及二十個營業日至興櫃市場最後一個營業日之股價具有正價差，意謂股價呈現上漲情形，並具有 0.2% 及 0.8% 的顯著性水準。經個案訪談，歸納初次上市（櫃）公司掛牌前股價呈現上漲情形之可能原因，分別為投資人預期初次上市（櫃）股票將有蜜月行情、初次上市（櫃）公司積極展開各式行銷活動、申請上市上櫃的不確定風險消除，以及投資人提前佈局具產業發展潛力且獲利性高的興櫃公司等因素，造成股價上漲。

（二）初次上市（櫃）公司掛牌後股價呈現下跌情形

經實證分析，初次上市（櫃）公司興櫃市場最後一個營業日股價（ P_t ）與掛牌後十、二十及三十個營業日股價相較，具有負價差，意謂股價呈現下跌情形，並有 0.2%、2.7% 及 2.9% 的顯著性水準。經個案訪談，歸納初次上市（櫃）公司掛牌後股價呈現下跌情形之可能原因，主要係因興櫃市場無法大量出售股票，在公司掛牌前期間於興櫃市場大量買進股票的投資人，以及參與初次上市（櫃）股票承銷的中籤戶及詢價圈購的投資人，會選擇掛牌首五日無漲跌幅限制及承銷商穩定價格操作期間出售持股，在有限的風險下，以獲利了結，造成股價下跌。

關鍵字：初次上市（櫃）公司、蜜月行情、掛牌前後股價

A Discussion on the Excess Rate of Return Failure After Initial Public Offering

Student : Jau-Jiun Yu

Advisor : Dr. Chyan Yang

Institute of Business and Management
National Chiao Tung University

ABSTRACT

This research studies companies applying for IPO (Initial Public Offerings) in Taiwan, analyzes stock price performances before and after companies' initial public offerings, and looks into the reasons causing stock prices to fluctuate before and after. During the empirical analysis period between January 1, 2009 and December 31, 2011, there were 129 IPO companies listed on Taiwan Stock Exchange (TWSE) or GreTai Securities Market. After individual interviewing relevant underwriters, emerging market stock dealers, and investors, the conclusion is as follows.

1. The stock prices of initial public offering companies show the upward trend before the IPO dates.

Empirical analysis indicates positive spreads between the emerging stock prices of 20 trading days prior to the last trading day and that of the last trading day, as well as the emerging stock prices of 30 trading days. The significance level of each is 0.8% and 0.2%, which confirms the upward trend of those stock prices. After individual interviewing, the possible reasons of the upward trend before the IPO date can be summed up, such as investors expect honeymoon effect after the IPO, IPO companies aggressively carry out various marketing activities, the uncertainty of IPO application eliminates, and investors initiate purchasing industry potential and high performance emerging stocks in advance.

2. The stock prices of initial public offering companies show the downward trend after the IPO dates.

Empirical analysis indicates negative spreads between the stock prices of 10 trading days after the IPO and the stock price of the last trading day in emerging market, as well as the stock prices of 20 and 30 trading days respectively. The significance level of each is 0.2%, 2.7% and 2.9%, which confirms the downward trend of those stock prices. After individual interviewing, the possible reason of the downward trend after the IPO date can be summed up primarily as the emerging stocks cannot be sold in a large volume in the emerging market. Investors who have bought a lot of emerging stocks before the IPO date, and investors who participate the IPO underwriting by lot drawing or book building may choose to sell stocks during the first 5 day IPO period to lock the profits with limited risks. This first 5 day IPO period is regulated as the stabilizing period and no up/down price limits. And the action may cause stock prices to drop.

Keywords : Initial Public Offering 、honeymoon effect

謝 誌

從 99 年成為交通大學經營管理所在職專班學生，並順利於 101 年畢業，對於忙碌的上班族而言，實非一己之力所能完成，這一切皆要感謝鼓勵及幫助我的師長、同學及親友們，因為有您的愛，才能一圓我的碩士夢。

感謝吾師楊千教授，引領學生以多面向的角度觀察，藉由自己深入思考及邏輯分析，來解讀各項經營管理的實務議題，並在論文題目、架構及方向，給予指導建議及鼓勵學生，同時感謝憲明學長給予論文實證分析的指導建議，使論文得以順利完成；另感謝傅振華教授、葉立仁教授及楊耿杰教授等口試委員，給予論文修改意見，使學生的論文愈加嚴謹。感謝交大經管所的唐瓔璋教授、胡均立教授、丁承教授、曾芳代教授、鄧東濱教授、周雨田教授、金奉天老師及林建中老師等，因為您的教導，豐富學生的管理知識及涵養。

感謝同窗好友子瑤、浩然、國裕、凱維、志明、錦泉、淳涵、玲榕及維芃等，彼此相互扶持及鼓勵；感謝熱心班上事務的青峰、資喬、昭熹、嘉慧、新媛、明蓉、茂生、張璽、明宏及雅惠等，舉辦各項精彩活動，聯絡班上師生情感，並完成新舊傳承。對於學校系所事務及課程選修等相關事務，亦感謝廖姐及安慈姐的幫忙。

感謝宏遠證券的姜克勤總經理及林禎民副總的提攜及照顧，營造幸福企業的工作環境，讓我得以進修碩士學位。同時感謝建偉、儲仰、俊儀及峙宏，給予論文個案訪談的相關資料及建議。

最後，我要深深感謝我的家人，在撰寫論文期間，適逢工作案件即將送件，經常出差及週末加班，感謝母親及妻子照顧幼子及料理家務，讓我無後顧之憂，努力工作及完成學業；謝謝幼子燦爛的笑容，消除我生活的疲累，並感謝姊姊對我的照顧。

謹將這分論文獻給我的母親及妻子。

余兆鈞 謹誌於臺北

國立交通大學管理學院經營管理研究所

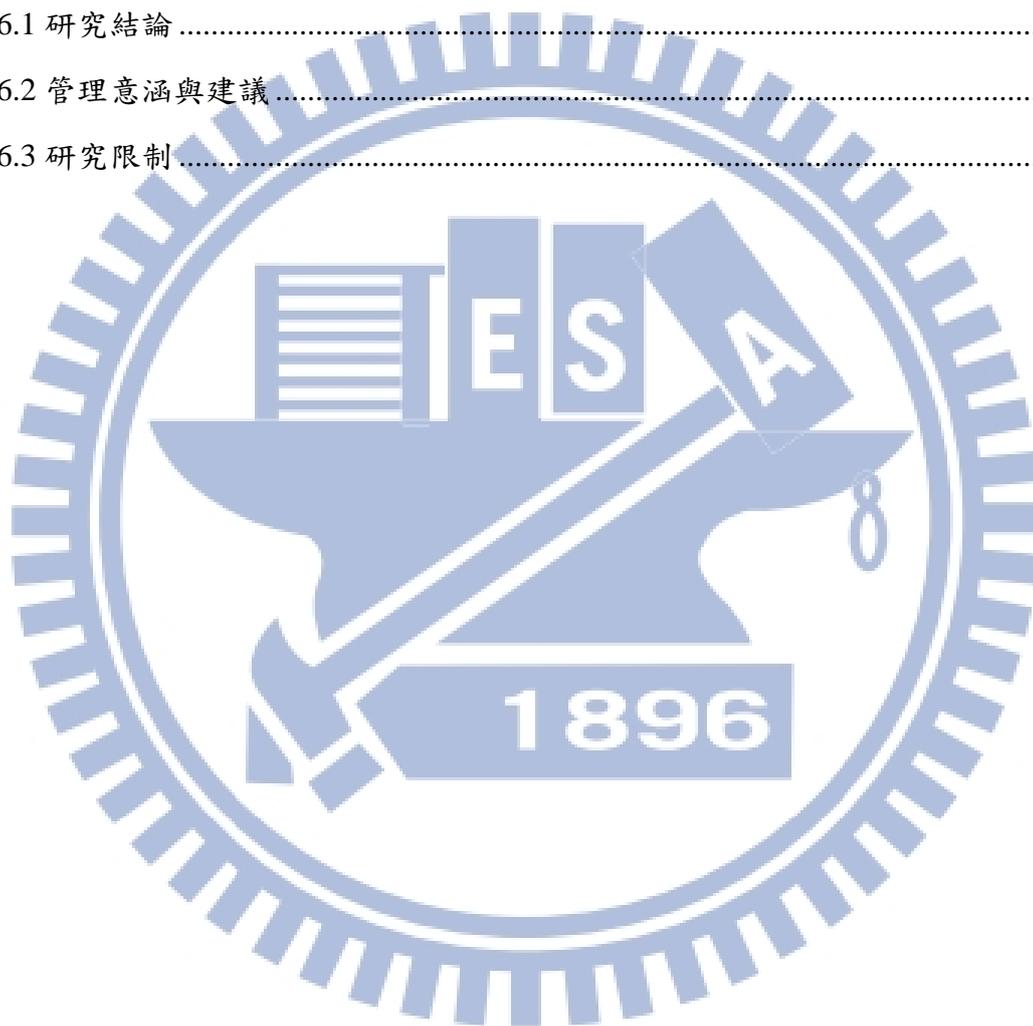
中華民國一〇一年六月十六日



目 錄

摘 要.....	i
ABSTRACT.....	ii
謝 誌.....	iv
表目錄.....	viii
圖目錄.....	ix
第一章 緒 論.....	1
1.1 研究動機.....	1
1.2 研究目的.....	2
1.3 研究架構.....	3
第二章 文獻回顧.....	5
2.1 興櫃制度簡介.....	5
2.2 承銷後段作業介紹.....	9
2.3 國外首次掛牌股票（Initial Public Offering）初期股價異常之文獻探討.....	13
2.4 興櫃市場設立後新上市（櫃）股票之股票報酬之相關文獻.....	15
2.5 行為財務學的相關文獻.....	17
第三章 研究方法.....	23
3.1 研究樣本與資料來源.....	23
3.2 研究樣本設計.....	23
3.3 研究變數.....	24
3.4 研究方法之統計檢定.....	24
第四章 實證分析.....	26
4.1 初次上市（櫃）股票於掛牌前之股價變動情形之實證結果.....	26
4.2 初次上市（櫃）股票於掛牌前之股價變動情形之顯著性 t 檢定.....	28
4.3 初次上市（櫃）股票於掛牌後之股價變動情形之實證結果.....	29
4.4 初次上市（櫃）股票於掛牌後之股價變動情形之顯著性 t 檢定.....	32

第五章 個案訪談分析.....	33
5.1 承銷商個案訪談.....	33
5.2 興櫃交易員個案訪談.....	38
5.3 市場投資人個案訪談.....	44
5.4 個案訪談彙總意見.....	50
第六章 結論與建議.....	52
6.1 研究結論.....	52
6.2 管理意涵與建議.....	54
6.3 研究限制.....	55



表目錄

表 2.1	2002~2012 年 2 月興櫃股票家數變動情形	6
表 2.2	興櫃股票與上市（櫃）股票之申請條件、交易面及資訊揭露比較 ..	9
表 4.1	樣本公司掛牌前各期間漲跌家數統計	26
表 4.2	樣本公司掛牌前各期間報酬率統計	27
表 4.3	樣本公司掛牌前各期間價格比較之 t 檢定	29
表 4.4	樣本公司掛牌後各期間漲跌家數統計	29
表 4.5	樣本公司掛牌後各期間報酬率統計	30
表 4.6	樣本公司掛牌後各期間價格比較之 t 檢定	32
表 5.1	乙公司 98~99 年度及 100 年上半年度簡明財務狀況	40
表 5.2	丙公司 97~98 年度及 99 年前三季簡明財務狀況	45
表 5.3	個案訪談彙整表	50

圖目錄

圖 1.1 盈正豫順掛牌後股價表現.....	2
圖 1.2 研究架構流程.....	4
圖 2.1 興櫃股票登錄程序.....	7
圖 2.2 興櫃股票交易流程.....	8
圖 2.3 申請上市上櫃作業程序.....	10
圖 2.4 價值函數曲線.....	錯誤! 尚未定義書籤。
圖 3.1 研究期間之界定.....	24



第一章 緒論

1.1 研究動機

初次上市（櫃）股票（Initial Public Offerings, IPO）在首次掛牌日後，連續數個交易日呈現正的報酬率，俗稱蜜月行情。在興櫃市場未成立前，因未上市盤商交易資訊不透明，隱藏相當高的交易風險，一般投資人僅能藉由參與新股上市前的公開申購或詢價圈購以取得新上市股票，並期望享有新股上市的蜜月行情，從中獲取利潤。林玲羽（1993）及許佩雲（2001）等實證研究均證實，臺灣新上市股票存在短期正的異常報酬現象，可知初次上市（櫃）股票普遍享有蜜月行情。2002年1月臺灣興櫃市場正式成立，提供投資人買賣未上市櫃公開發行公司股票一個合法、安全、透明的交易市場，投資人可在初次上市（櫃）公司掛牌前，在興櫃市場買入初次上市（櫃）公司股票，不再有能否取得初次上市（櫃）股票公開申購或詢價圈購額度的不確定性，然初次上市（櫃）公司股票的蜜月行情卻似乎不再甜蜜。

盈正豫順（股票代號：3628）於興櫃市場最後一日成交均價為484.56元，2010年9月9日盈正豫順於財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下簡稱櫃檯買賣中心）首次掛牌交易，經歷5天的蜜月期，收盤價達562元，首次掛牌期初報酬率15.98%，然隨後股價卻如自由落體般的急速下滑，掛牌後第28個營業日，股價重挫至260.5元，相較興櫃市場最後一日成交均價484.56元，股價跌幅高達46.24%。盈正豫順雖在掛牌後五日的享有蜜月行情，然股價卻於短時間的23個營業日，與興櫃最後一日成交均價相較，跌幅達46.24%。因期待有蜜月行情而在興櫃市場買進盈正豫順股票的投資人，若未即時出場，反遭嚴重的損失，如此新股上市的蜜月行情是否值得期待？另反觀盈正豫順掛牌日前興櫃市場前三十個營業日的股價表現，卻是呈現一路上升的趨勢，較掛牌後享有更長時間的蜜月期及報酬率。依據國內文獻實證研究顯示，興櫃市場制度設立後，讓新股掛牌後之股票報酬產生變化，興櫃股票首次上市（櫃）掛牌交易後，相較無興櫃市場時期，

其初期超額報酬已逐漸降低，甚者無超額報酬，表示新股上市後已漸無蜜月行情，從盈正豫順的案例，是否顯示原本新股掛牌後的蜜月行情，已提前在掛牌前的興櫃市場發酵？而造成蜜月行情提前產生的原因為何？



圖 1.1 盈正豫順掛牌後股價表現

資料來源：CMoney 法人投資決策系統

因此，本研究以本國申請上市上櫃公司為研究對象，分析初次上市（櫃）公司掛牌前後之股價表現，瞭解初次上市（櫃）股票掛牌前是否普遍存有股價上漲情形，而掛牌後是否普遍存有股價下降情形，並探討新上市（櫃）股票掛牌前後股價變動的原因，此乃本研究主要動機。

1.2 研究目的

承前所述，本研究以本國申請上市上櫃公司為研究對象，檢視其掛牌前及掛牌後初期的股價變動情形，本研究目的如下所示：

- 一、 驗證初次上市（櫃）股票掛牌日前期間於興櫃市場普遍存有股價上漲情形。
- 二、 驗證初次上市（櫃）股票掛牌後期間普遍存有股價下降情形。
- 三、 藉由訪談初次上市（櫃）股票過程中之參與者：承銷商、興櫃股

票交易員及投資人，探討初次上市（櫃）股票掛牌前後股價變動原因。

1.3 研究架構

本研究共分六章，內容架構如下。

第一章 緒論：說明研究動機、研究目的及研究架構。

第二章 文獻回顧

第三章 研究方法

第四章 實證結果與分析

第五章 個案訪談

第六章 結論與建議

茲將本研究架構以流程圖說明之，如圖 1.2



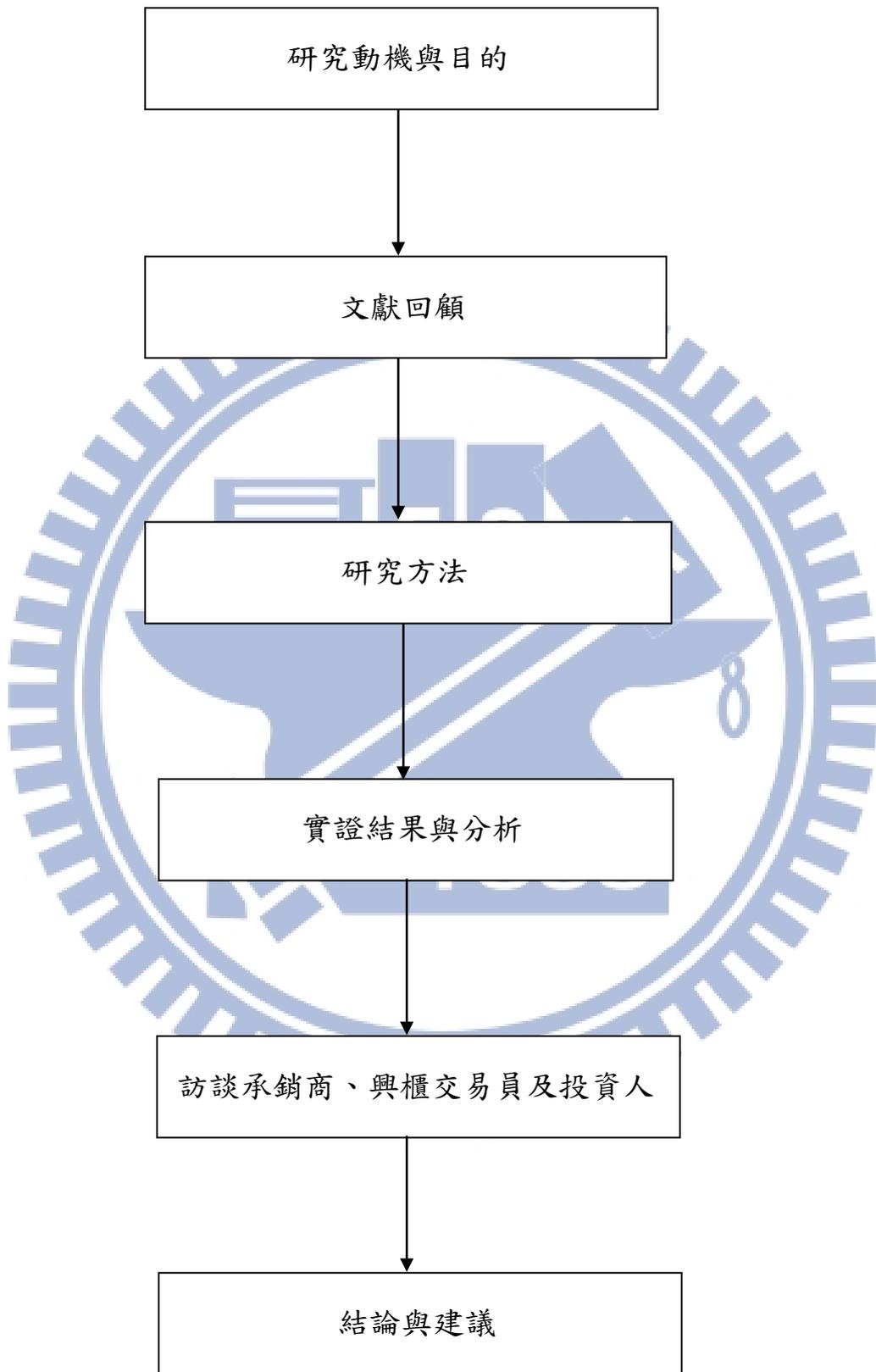


圖 1.2 研究架構流程

第二章 文獻回顧

2.1 興櫃制度簡介

有鑑於未上市櫃股票透過盤商仲介交易弊端叢生，不僅未上市櫃股票公司資訊不明，交易資訊亦無透明公開的揭示管道，盤商操縱股價之情事時有所聞，另坊間亦有所謂「財務顧問公司」以直銷等方式推介未上市櫃公司股票，造成廣大投資人嚴重受損。為解決上述問題，櫃檯買賣中心於民國九十一年元月二日建立「興櫃股票」交易市場(Emerging StockMarket)，提供投資人買賣未上市櫃公開發行公司股票一個合法、安全、透明的交易市場，讓投資人享受低交易風險、低交易成本和高流動性等好處。之後臺灣證券交易所與櫃檯買賣中心陸續修正相關上市及上櫃法令規定，增訂本國公司申請上市(櫃)公司條件應於興櫃股票市場交易滿六個月以上，因此興櫃市場被視為上市(櫃)掛牌前的預備市場。

依據櫃檯買賣中心 2012 年 2 月統計資料顯示，2002 年 1 月興櫃股票市場成立時，即有 296 家公司登錄為興櫃股票公司，至 2004 年興櫃股票公司達到 350 家，為近十年以來最多家數。然 2005、2006 年興櫃股票公司成功轉上市櫃，或因公司營運狀況不佳、合併等因素，終止興櫃交易家數大於新增興櫃股票公司，使興櫃股票公司家數下滑，2009 年興櫃股票家數最低為 223 家，惟 2010 年初次登錄興櫃股票公司開始大幅增加，興櫃股票公司逐漸增加，截至 2012 年 2 月底，興櫃股票公司家數為 279 家，市值約為 643.42 億元。

表 2.1 2002~2012 年 2 月興櫃股票家數變動情形

單位：新臺幣十億元

年度	初次登錄興櫃 股票家數	終止興櫃 家數	興櫃股票年底 家數	興櫃股票市場 市值
2002	296	123	172	271.42
2003	180	107	245	459.11
2004	227	121	350	568.68
2005	42	135	257	740.87
2006	47	74	230	723.40
2007	90	74	246	595.56
2008	45	58	233	242.86
2009	54	64	223	517.64
2010	106	44	285	808.62
2011	85	93	277	521.60
2012.2	10	8	279	643.42

資料來源：櫃檯買賣中心網站

2.1.1 登錄興櫃股票的條件及程序

由於興櫃股票交易市場主要係提供投資人買賣未上市櫃公開發行公司的股票一個公平、公正、公開的交易市場，因此，櫃檯買賣中心對於申請登錄興櫃股票公司並無資本額、設立年限、股東人數及獲利能力之要求，只須符合下列條件即可：

- (一) 須為公開發行公司
- (二) 已與證券商簽訂輔導契約
- (三) 經二家以上證券商書面推薦
- (四) 在櫃檯買賣中心所在地設有專業股務代理機構辦理股務
- (五) 股票應全面無實體發行
- (六) 應設置薪資報酬委員會

公開發行公司具備前述條件向櫃檯買賣中心提出興櫃申請，約 9 個營業日後，即可於興櫃市場掛牌交易。



圖 2.1 興櫃股票登錄程序
資料來源：櫃買中心網站

2.1.2 興櫃股票交易制度

興櫃股票的交易係採與推薦證券商議價交易的方式，與一般上市（櫃）股票的電腦自動撮合交易不同。興櫃股票推薦證券商必須先自行認購所推薦之興櫃股票，並擔任交易市場之造市者。投資人可委託證券經紀商將其委託資料輸入興櫃股票電腦議價點選系統，與推薦證券商「議價交易」，經推薦證券商同意後進行點選成交；如其每筆交易之數量在十萬股（含）以上，投資人亦得不透過興櫃股票電腦議價點選系統，直接在推薦證券商營業處所與推薦證券商進行「議價交易」。另為增加興櫃交易市場之流通性，強化推薦證券商造市者功能，現行興櫃股票買賣辦法規定，推薦證券商於每營業日交易時間內，就其推薦之興櫃股票負有雙邊報價（買進與賣出報價均應申報）與連續報價之義務，且對其報價的價位及數量（至少二仟股）有到價五分鐘成交義務。投資人委託的價格與數量如落在推薦證券商的報價範圍內，推薦證券商應於五分鐘內執行點選成交，履行其義務。另同一時點，同一家推薦證券商對同一檔興櫃股票其買進與賣出報價間之

差距不得超過賣出報價的 5%。

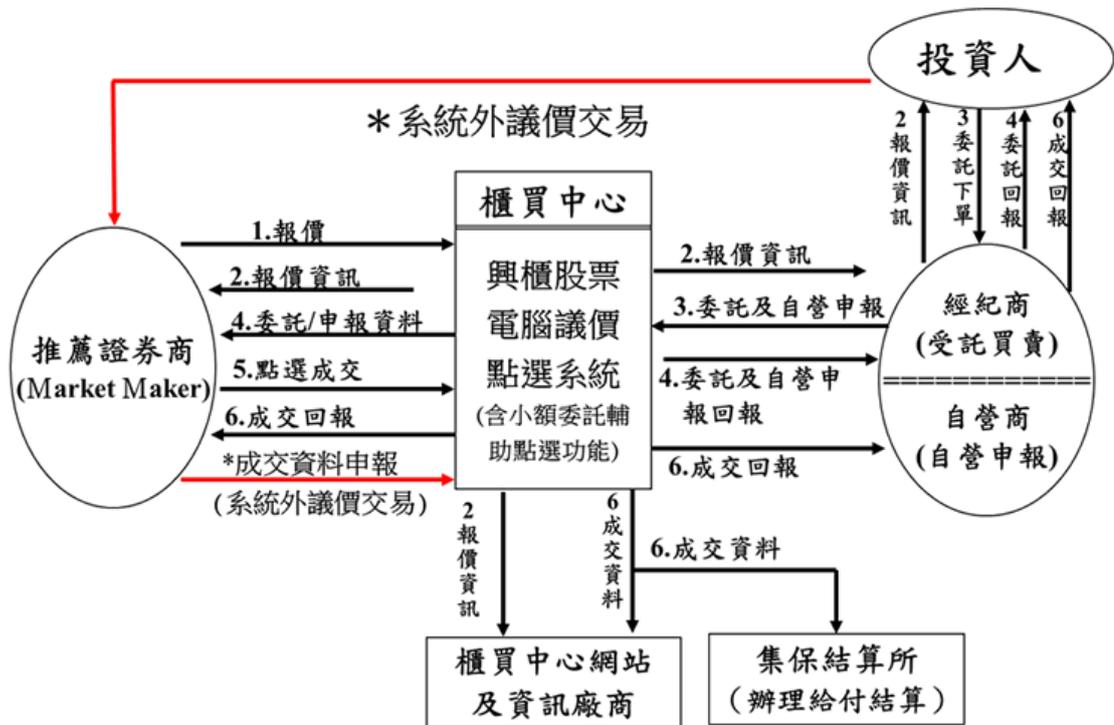


圖 2.2 興櫃股票交易流程

資料來源：櫃買中心網站

2.1.3 買賣價格限制與交易時間

興櫃股票交易價格無漲跌幅限制，依市場供需機制由買賣雙方議價決定成交價格，因此，興櫃股票價格應能即時反應公司及市場所有相關資訊。此外，興櫃股票市場交易時間為上午九點至下午三點。

2.1.4 興櫃股票資訊揭露

為保障投資人，並提升公司營運之透明度，櫃檯買賣中心規範興櫃股票公司須將公司基本資料、營運狀況、內部人持股情形、募資情形、對外投資、股東會、股利分派及財務資訊於公開資訊觀測站揭露，茲列舉重要資訊揭露項目如下：

- (一) 財務報告：興櫃股票公司應揭露經會計師查核簽證之年度財務報告、半年度財務報告。

(二) 每月營運情形：興櫃股票公司應揭露每月營業額、背書保證金額、資金貸與金額及衍生性商品交易等資訊。

(三) 重大訊息：興櫃股票公司如有興櫃審查準則第 34 條至第 35 條之情事，應於事實發生日之次一營業日交易時間開始前將該訊息內容公告於公開資訊觀測站。興櫃股票重大訊息即時申報制度，降低資訊不對稱性，同時提升交易市場的效率性。

2.1.5 興櫃股票制度彙整

本研究依興櫃股票之申請條件、交易面及資訊揭露，與上市（櫃）股票比較，整理如表所示：

表 2.2 興櫃股票與上市（櫃）股票之申請條件、交易面及資訊揭露比較

	興櫃股票	上市櫃股票
設立年限	無	有
獲利能力	無	有
股權分散	無	有
審查方式	書面審查，經櫃檯買賣中心總經理核准	實地審查，經審議會及董事會通過
漲跌幅度	無限制	7%
交易時間	9：00~15：00	9：00~13：30
成交方式	人工議價	電腦系統競價
給付結算時間	T 日	T+2 日
資訊揭露	中度資訊揭露	高度資訊揭露

2.2 承銷後段作業介紹

興櫃公司向交易所或櫃檯買賣中心申請上市上櫃後，若審查期間無重

大異常情事，一般約需 4~5 個月臺灣證券交易所或櫃檯買賣中心董事會將通過其上市上櫃案。而之後向證期局申請現金增資案至掛牌後五日穩定價格操作階段，實務稱為承銷後段作業。因盈正豫順初次上櫃掛牌前大漲，而掛牌後卻大跌的情形，引起各方關注及檢調單位進行調查是否有違法情事，行政院金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）遂於 99 年 12 月 22 日邀集專家學者、證券週邊單位、證券商及券商公會等，召開「初次上市（櫃）承銷制度及興櫃交易制度改進方案」公聽會，其主要決議與初次上市（櫃）公司掛牌後股價影響有關者，包括承銷價格與興櫃價格連結、調降單一配售對象認購數量上限、提高公開申購比例上限至 60%，前述改進方案於 100 年 2 月起陸續實施。以下分別就 100 年承銷新制有關承銷價格、詢價圈購與公開申購等措施，以及承銷商維持價格穩定方式，做一簡單介紹：



圖 2.3 申請上市上櫃作業程序

2.2.1 承銷價格

原承銷法令規定，初次上市（櫃）案件之承銷價格，應充分考量公司

最新財務狀況、參考詢價圈購結果、一個月內之興櫃市場價格及主、協辦承銷商之研究報告等，與發行公司議定承銷價格，並應與國際慣用之市價法、成本法及現金流量折現法比較。所訂之承銷價格與訂價日前一個營業日之興櫃價格差距達 50% 者，承銷商應具體說明訂價理由。惟因部分案件承銷價格與掛牌前興櫃價格差距過大，引發外界對承銷價格訂定之合理性疑慮，100 年初次上市（櫃）承銷新制遂明訂「承銷價格不得低於向本公會申報詢價約定書前興櫃有成交之 10 個營業日其成交均價簡單算術平均數之七成」。此項規定，提供發行公司內部人拉抬興櫃價格，以訂定較高承銷價格之有利誘因，或是市場投資人有動機刻意壓低興櫃價格，以訂定較低承銷價格，同時參與詢價圈購，待定價確定後，股價上漲，以獲取利潤。

2.2.2 詢價圈購

詢價圈購作業係投資人填寫圈購單，表達認購初次上市（櫃）公司股票股數及認購價格區間，並遞交給承銷商，由承銷商統籌詢價圈購結果，承銷商可藉此瞭解初次上市（櫃）案件投資人願意認購的張數及價格區間，判斷初次上市（櫃）案件是否能順利銷售完成，做為承銷價格訂價的重要參考。承銷價格訂定後，承銷商將考量初次上市（櫃）案件對外承銷提撥詢價圈購數量、投資人詢價圈購認購數量及價格、投資人與承銷商之業務往來關係等因素後，配售初次上市（櫃）公司股票予圈購投資人。然詢價圈購作業仍為人所詬病，因為一般散戶投資人即使遞交圈購單，也無法獲得承銷商配售初次上市（櫃）公司股票，因為配售對象完全由承銷商主觀決定。100 年承銷新制規定，為避免詢價圈購過度集中及提高一般投資人參與配售之機會，公開申購比例達 30% 以上之初次上市（櫃）案件，專業投資機構認購數量上限由 10% 降為 5%，一般圈購人認購數量上限由 5% 降為 2%。此舉表示初次上市（櫃）公司流通在外股權將更為分散，造成初次上市（櫃）公司掛牌後的賣壓增加。

2.2.3 公開申購

公開申購即為一般所稱之公開抽籤。100 年初次上市（櫃）承銷新制實施前，初次上市（櫃）案件同時採詢價圈購及公開申購方式辦理承銷作業時，原申購比例上限為 30%。考量部分案件因一般民眾參與公開申購踴躍，卻因申購比例上限為 30%，造成中籤率過低，使一般民眾無法藉由公開申購參與初次上市（櫃）承銷案件，為提升承銷公平性及增加一般民眾參與初級市場之機會，100 年初次上市（櫃）承銷新制將公開申購比例上限提升至 60%，並調降倍數級距。然投資人的參與公開申購係以短期獲利為目的，其行為深受股市行情影響，當股市行情熱絡時，投資人皆積極於參加申購，以獲取利潤；股市行情低迷時則擔心遭受損失，而不願參與公開申購，或立即於公司掛牌後出售股票，故提高公開申購比例後，表示初次上市（櫃）公司散戶股東增加，流通在外股權更為分散，對初次上市（櫃）公司掛牌後的股價形成更大的賣壓。

2.2.4 維持價格穩定

承銷商為維持初次上市（櫃）公司掛牌後股價的穩定性，避免股價跌破承銷價格，可運用限制股東賣出股票及過額配售等兩種方式，藉由減少掛牌後的股票賣壓及擁有買進股票資金，以適時維持股價。實務上，限制股東賣出股票同時採用「強制集保」及「自願集保」兩種方式，強制集保係依臺灣證券交易所及櫃檯買賣中心的上市（櫃）審查準則規定，初次上市（櫃）公司董事、監察人及持股超過 10% 的大股東應將其所持有之全數股票提交集中臺灣證券集中保管股份有限公司（以下簡稱集保公司），自上市（櫃）買賣開始日起屆滿六個月後始得領回二分之一；其餘股票部分，自上市（櫃）買賣開始日起屆滿一年後始得全數領回。自願集保則依承銷商辦理初次上市（櫃）案件承銷作業應行注意事項要點規定，主辦承銷商應要求初次上市（櫃）公司協助取得該公司特定股東股票自願送存集保公司，並承諾掛牌日起至少三個月內不得賣出股票。承銷商應要求初次上市（櫃）公司股東所提交之強制集保及自願集保股票總數占初次上市（櫃）

公司實收資本額應達一定比例（註¹）。

過額配售係主辦承銷商於申請上市（櫃）前應與初次上市（櫃）公司簽訂過額配售協議，明訂主辦承銷商應要求初次上市（櫃）公司協調原股東提出占該公司當次現金增資發行新股辦理對外公開銷售股數之百分之十五之數量之已發行股票，供主辦承銷商辦理過額配售，惟主辦承銷商得視詢價圈購之結果，決定是否過額配售及實際過額配售數量。初次上市（櫃）普通股票掛牌首五個交易日，若出現跌破承銷價格者，主辦承銷商得運用過額配售所得之價款，自市場買入股票回補過額配售之部位，以發揮價格穩定功能，並於執行穩定價格操作期間屆滿後，將股票返還發行公司。若出現上漲超過承銷價格者，主辦承銷商應將過額配售所得之價款交付發行公司。

2.3 國外首次掛牌股票（Initial Public Offering）初期股價異常之文獻探討

國外文獻探討首次掛牌股票在掛牌後股價表現存在正的異常報酬，歸納其原因有三點，資訊不對稱、市場錯誤評價及承銷商逃避風險，本研究以此三點做為探討及回顧。

2.3.1 資訊不對稱理論

Baron（1982）提出承銷商優勢假說，以發行公司與承銷商之間存在資訊不對稱現象解釋承銷價格低估的原因。Baron 說明，由於承銷商對於資本市場的運作機制遠較發行公司更為熟悉，且擁有市場需求資訊。若由發行公司自行從事承銷作業，在不熟悉市場運作機制的情況下，將發生承銷價格訂定過高而銷售失敗的窘境，因此，發行公司支付費用委託承銷商辦理承銷股票，通常承銷商會利用折價方式做為補貼其提供資訊的成本，並轉而承擔原發行公司面臨市場需求不確定的風險，故發行公司對市場需求狀況之不確定性上升，承銷商訂定承銷價格折價幅度亦隨之上升。

註 1：（1）送件申請時股份總額在三千萬股以下者，應達百分之七十。

（2）送件申請時股份總額超過三千萬股至一億股以下者，應達百分之六十五。

（3）送件申請時股份總額超過一億股者，應達百分之六十。

Rock (1986) 提出贏家詛咒假說 (the winner's curse hypothesis)，以投資人之間資訊不對稱現象解釋股票首次掛牌初期股價存在異常報酬現象。Rock 將市場的投資人區分為知情投資者及不知情投資者，知情投資者係事前付出成本取得新股真實價值的資訊之後，已認知首次掛牌股票公司在掛牌後的均衡價格，而不知情投資者則為事前未認知首次掛牌股票公司在掛牌後的均衡股價。知情投資人因掌握首次掛牌股票公司之相關資訊，當承銷價格高估時，將不參與認購該股票，而由不知情之投資人認購高估承銷價格的股票，並蒙受掛牌後股價下滑的損失，使不知情投資人退出資本市場。因此，承銷商多以價格低估方式制定承銷價格，以提高不知情投資人認購意願，並做為投資人資訊不對稱的風險補償。

2.3.2 市場錯誤評價

初期折價幅度是投資人對首次掛牌股票錯誤評價所致。Aggarwal and Rivoli (1990) 檢視持有一年首次掛牌公司股票表現績效後，發現樣本的報酬比市場平均報酬為低，Aggarwal and Rivoli 推論首次掛牌公司股票長期報酬低於市場平均報酬主要係因投資人的熱潮現象及過度反應。Ritter and Welch (2002) 研究從 1980~2001 年首次掛牌股票的初期股價表現，發現網路高科技類股的首次掛牌股票價格短期內有鉅額報酬之現象，其原因可歸究於投資人對首次掛牌股票公司的過度樂觀及網路科技熱潮所致。Toeh, Welch, and Wong (1998) 則解釋投資人為何對首次掛牌股票公司產生錯誤的評價，主要歸因於公司管理當局刻意窗飾財務報表及高估財務預測之行為，使投資人對公司未來盈餘過度樂觀，而導致投資人對公司產生錯誤評價，而掛牌後，公司卻下修會計盈餘，投資人發現公司經營不佳後，相繼出售股票，公司股價因此下滑。

綜上文獻所述，由於投資人對首次掛牌公司股票的錯誤評價，使首次掛牌公司股票在掛牌初期產生正的超額報酬，但長期報酬則轉為負數。

2.3.3 承銷商逃避風險理論

Bower (1984) 提出此假說，承銷商為降低承銷失敗或損失的風險，故

採取低估承銷價格的方式，以求順利完成股票銷售，增加獲利空間。然承銷商將承銷價訂的太低，會損及發行公司利益，造成發行公司不滿，若訂的太高，投資人參與認購意願降低，股票銷售無法完成。承銷商的承銷風險來自資本市場的不確定性，承銷價折價幅度須適切彌補證券價格的不確定性，讓投資人願意認購股票，並不損害發行公司利益，同時確保承銷商自身商譽及市場佔有率。Beatty and Ritter (1986) 指出上市價差與事前不確定性間存有正向關係，其以 1977~1982 年首次掛牌的 1028 家公司股價資料為研究樣本，證明以下兩個命題假說，並說明承銷價被低估的原因：

命題一：新股價值事前不確定性愈高，則承銷價格折價幅度就愈大。

命題二：若承銷商所承銷的股票，其上市初期之平均報酬無法彌補投資人所承擔的事前不確定性，將會喪失市場佔有率。

Beatty and Ritter 以「發行毛收入之倒數」做為衡量事前不確定性的代理變數，實證結果顯示當「發行毛收入之倒數」越大則折價幅度會越大，該結果支持命題一假說；命題二假說則解釋，承銷商為吸引投資人參與認購發行公司首次掛牌股票，而降低承銷價格，如折價幅度太小，首次掛牌股票將難售罄，然折價幅度過大，發行公司將蒙受發行成本過高的損失，而終止與承銷商的業務往來。因此，承銷考量自身所承擔之不確定風險及商譽資本，將不致過分低估承銷價格，以達到承銷價格的均衡點。

2.4 興櫃市場設立後新上市（櫃）股票之股票報酬之相關文獻

在興櫃市場制度未設立前，國內文獻實證研究皆支持新上市（櫃）股票存在有蜜月行情，亦即新上市（櫃）股票掛牌初期有顯著的超額報酬，然興櫃市場制度的設立後，讓新股掛牌後之股票報酬產生變化，國內文獻實證研究顯示，興櫃股票首次上市（櫃）掛牌交易後，相較無興櫃市場時期，其初期超額報酬已逐漸降低，甚者無超額報酬，相關文獻整理如下：

張匡勳（2003）以臺灣公開發行公司為研究對象，將研究群體區分為未上市（櫃）樣本與興櫃樣本，採用多元迴歸分析後，其研究結果顯示，

興櫃市場效率性與集中市場並無顯著差異，興櫃交易制度與法規的建立確實可以降低資訊不對稱性並減少投資人所遭遇到的風險。

楊雅婷（2003）以曾在興櫃市場掛牌交易，並於民國 91 年 1 月至民國 92 年 9 月間正式首次上市（櫃）掛牌交易之 151 家公司為研究樣本，檢驗興櫃股票轉上市（櫃）後是否仍有超額報酬的現象及興櫃交易如何影響個股轉上市（櫃）後的初期報酬。實證結果顯示興櫃股票轉上市（櫃）後仍存在超額報酬，但相較於過去無興櫃市場時期超額報酬的幅度已降低，表示超額報酬的一部份已提前在興櫃市場交易初期發生。影響上市（櫃）後超額報酬之因素分別為大盤水準、興櫃期間歷史最高價和興櫃平均成交金額，並與超額報酬呈正相關。

張翠玲（2004）選取西元 1999 年 1 月至 2003 年 12 月首次掛牌上市之電子公司為研究對象，並將有效樣本依興櫃股票市場設立前後做為區分標準。其實證結果顯示，興櫃股票在上市後價格之反映及調整速度皆較未興櫃股票有效率，此外，興櫃股票在上市後平均交易週轉率及報酬波動性皆顯著低於未興櫃股票。張翠玲推論是因為興櫃股票市場制度具有價格發現及事前資訊揭露之功能，可以做為反應上市後新上市公司的價格依據，降低投資人對於未來股價走勢之不確定性，使新上市公司之股價在上市後能以較快之速度調整至均衡價格，也使得後市股價之調整幅度較小。

劉家榮（2008）以民國 92~97 年 1 月間 130 家申請股票上市（櫃）的公司做為研究對象，以 GARCH 模型探討初次上市（櫃）公司的股價在上市（櫃）當天股價變動情形。劉家榮發現申請上市（櫃）公司於掛牌第一天之收盤價相對於興櫃市場最後一日交易日折溢價幅度小於零，申請上市公司於臺灣集中市場掛牌第一天收盤價折價 37.56%，申請上櫃公司於櫃檯買賣中心掛牌則折價 29.32%，顯示投資人對於即將上市（櫃）的消息會先行反應，股票價格在興櫃市場時期便會因投資人的買進而超漲，當實際掛牌上市（櫃）時股票價格向下修正至合理水準。

林威良（2010）以民國 96~98 年間申請股票上市（櫃）的公司做為研

究對象，利用事件研究法，研究興櫃股票在轉上市（櫃）期間各階段的股價反應，其實證結果發現申請轉上市（櫃）前數日即有正的累計平均異常報酬（CAAR），但轉上市（櫃）當日有負的平均異常報酬（AAR）。

朱心蘅、陳怡誼及邱惠貞（2010）為探討興櫃制度對 IPO 價格反映效率的影響以及興櫃制度的資訊揭露效果，以 2000 年 1 月至 2004 年 12 月在臺灣證券交易所及證券商櫃檯買賣中心首次掛牌的上市（櫃）公司為研究樣本，依興櫃制度建立前後，將樣本分為「未興櫃股票」與「興櫃股票」，取得 2000-2001 年的未興櫃樣本 157 家、2002-2004 年的興櫃樣本 247 家。實證結果顯示，興櫃市場之設立確具有訊息揭露的效果；經過興櫃市場再上市（櫃）的公司，有較短的蜜月期和超額報酬。

陳禮隆（2011）研究興櫃公司掛牌日及新股掛牌後的價格變化，其實證結果顯示掛牌日當日為負的超額報酬，且興櫃公司掛牌後十天內並無蜜月期。陳禮隆推論其原因為興櫃市場收盤價位可能失真，或承銷階段新投資者的加入，故興櫃公司掛牌前後的股價最高點落於興櫃市場階段。

2.5 行為財務學的相關文獻

依傳統財務學的效率市場假說，假設投資人是理性的，可以對市場資訊做出正確的判斷並做成決策，認為股價會反應所有的相關資訊，投資人將無法獲得超額報酬，若股價偏離基本價值，則是因為股價尚未即時、正確且完全的反應所有已公開與未公開資訊所致。然而股票價格的決定，牽涉到每個投資人的情緒反應、承受風險心理、公司價值判斷及對股市未來走勢的預測等因素影響，不單純只是資訊反應效率的結果。行為財務學派於是以心理學為基礎，輔以社會科學的觀點，試圖解釋無法為傳統財務學理論所解釋的各種異常現象。以下介紹行為財務學的主要理論—展望理論：

2.5.1 展望理論介紹

Kahneman and Tversky（1979）提出展望理論（prospect theory），做為個人在面對不確定性下從事決策的模型，以解釋傳統期望效用理論與實證

結果的分歧。Kahneman and Tversky 以大學教授和學生為基礎進行問卷調查，發現大部份受訪者的回答，多數明顯違反傳統期望效用理論，並據此提出另一種經濟行為的模型，稱為展望理論。Kahneman and Tversky 將問卷調查違反傳統理論的部分，歸納出以下三個效果：

(一) 確定效果 (certainty effect)

確定效果是指相對於不確定的出象 (outcome) 來說，個人對於結果確定的出象會過度重視。Kahneman and Tversky 設計兩個問題以說明確定效果。第一個問題：假設有兩個賭局可供選擇，第一個賭局有 33% 的機率得到 2,500 元，66% 的機率得到 2,400 元，另外 1% 的機率得到 0 元；第二個賭局是 100% 得到 2,400 元，問卷的結果顯示有 82% 的受訪者選擇第二個賭局。第二個問題亦假設有兩個賭局可供選擇：第一個賭局有 33% 的機率得到 2,500 元，67% 的機率得到 0 元；第二個賭局有 34% 的機率得到 2,400 元，66% 的機會得到 0 元，問卷的結果顯示有 83% 的受訪者選擇第一個賭局。比較以上兩個問題可知，根據期望效用理論，第一個問題的第一個賭局及第二個賭局的期望值分別為 2,409 元及 2,400 元，可是問卷受訪者多數選擇第二個賭局，對照於第二個問題的第一個賭局及第二個賭局的期望值分別為 825 元及 816 元，問卷受訪者多數選擇第一個賭局而言，第一個問題的受訪者問卷結果明顯地違反期望效用理論。

(二) 反射效果 (reflection effect)

當個人考慮的選項中出現損失時，可發現個人對利得和損失的偏好剛好相反，稱為反射效果。個人在面對損失時，有風險愛好 (risk seeking) 的傾向，願意承受風險，以避免損失；對於利得則有風險趨避 (risk aversion) 的傾向，不願承擔風險，希望保留利得。此與期望效用理論並不一致，展望理論認為個人注重的是相對於某個參考點 (reference point) 的財富變動，而不是最終財富部位的期望值。Kahneman and Tversky 設計以下問題說明反射效果。假設有兩個賭局：第一個賭局有 80% 的機率得到 4,000 元，第二個賭局則是 100% 的機率得到 3,000 元，問卷的結果顯示有 80% 的受訪者選

擇第二個賭局。若將出象改成損失，成為第一個賭局有 80% 的機率損失 4,000 元，第二個賭局是 100% 的機率損失 3,000 元，問卷的結果顯示有 92% 的受訪者選擇第一個賭局。

(三) 分離效果 (isolation effect)

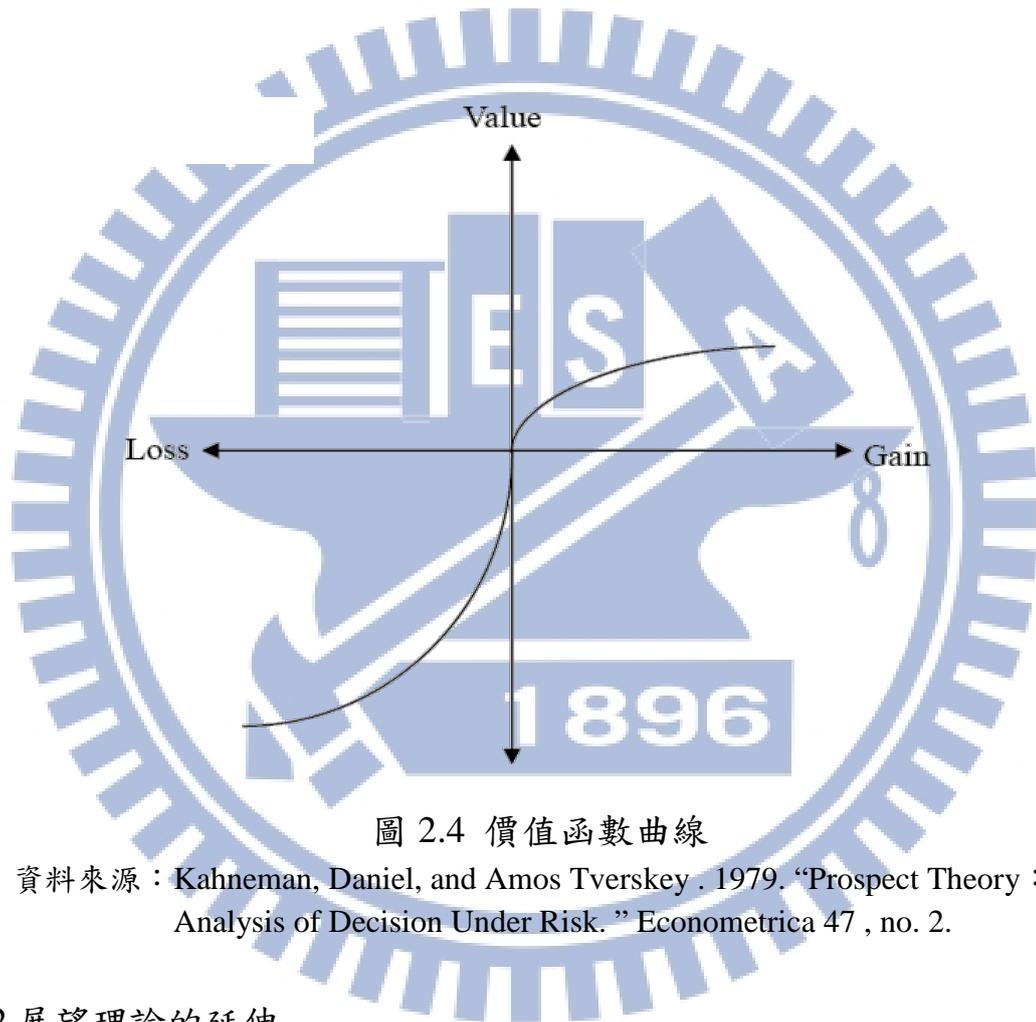
當一組賭局或風險性的選擇，以不同的分解方式呈現，可能會造成不同的偏好，此稱為分離效果。Kahneman and Tversky 設計一組兩階段的賭局說明分離效果。在賭局的第一個階段，個人有 75% 的機率未得到任何獎品而出局，僅 25% 的機率可進入第二階段。第二階段有兩個選擇：一個選擇是有 80% 的機率得到 4,000 元，另外一個選擇是 100% 的機率得到 3,000 元。從整個賭局來看，個人有 20% ($25\% \times 80\%$) 的機率得到 4,000 元，有 25% 的機率得到 3,000 元，對於這個二階段賭局的問題，有 78% 的受訪者選擇得到 3,000 元。但若問受訪者另一個問題：「兩個選擇：20% 的機率得 4,000 元和 25% 的機率得到 3,000 元」，大部份的人會選擇前者。由此可知，在兩階段的賭局當中，個人會忽略第一個階段只考慮到第二個階段的選擇，即是有短視 (myopia) 的現象，在第二階段，個人面臨的是一個不確定的風險性選擇和一個確定的風險性選擇。若只考慮最後的結果和機率 (第二個問題)，個人面臨的是兩個不確定的風險性選擇。雖然前述兩組賭局情況的期望值相同，但是由於個人不同的分解方式，會得到不同的偏好，個人會因為問題描述方式的不同而有不同的選擇。

KT 提出理論模型，以價值函數 (value function) $v(x)$ 取代傳統的預期效用理論中的效用函數，價值函數有下列三個重要的特性 (見圖)：

- (一) 價值函數是定義在相對於某個參考點的利得和損失，而不是一般傳統理論所重視的期末財富或消費。參考點的決定通常是以目前的財富水準為基準，但是有時不一定是如此。KT 認為參考點可能會因為投資人對未來財富部位預期的不同，而有不同的考慮。
- (二) 價值函數為 S 型的函數。在面對利得時是凹函數 (concave)，損失是凸函數 (convex)，這表示投資者每增加一單位的利得，其增加的效

用低於前一單位所帶來的效用，而每增加一單位的損失，其失去的效用也低於前一單位所失去的效用。

- (三) 價值函數損失的斜率比利得的斜率陡。即投資者在相對應的利得與損失下，其邊際損失比邊際利得敏感。例如：損失一單位的邊際痛苦大於獲取一單位的邊際利潤，也就是個人有損失趨避（loss aversion）的傾向。



資料來源：Kahneman, Daniel, and Amos Tversky . 1979. “Prospect Theory : An Analysis of Decision Under Risk.” *Econometrica* 47 , no. 2.

2.5.2 展望理論的延伸

1979 年 Kahneman and Tversky 提出展望理論之後，眾多學者陸續利用展望理論解釋許多傳統財務學無法解釋的現象，或是以展望理論為基礎推導理論模型及實證研究，本節說明重要的相關研究成果。

- (一) 處分效果 (disposition effect)

Shefrin and Statman (1985) 認為投資人為避免後悔，會傾向繼

續持有資本損失的股票，而實現具有資本利得的股票之狀況。Shefrin and Statman 將此種現象稱為處分效果，並舉一個例子說明處分效果。假設某投資人在一個月前以 50 元買進某股票，截至今日，該股票的市價為 40 元，並假設該股票未來上漲 10 元或下跌 10 元的機率各是 50%，此時投資人要決定到底是賣出或繼續持有該股票。Shefrin and Statman 認為投資人會將此決策編輯成以下兩個賭局的選擇：「一個是立刻賣該股票，立即實現 10 元的損失。另一個是繼續持有該股票，如此將有 50% 的機率再損失 10 元，或是有 50% 的機率可以得到 10 元，將目前損失的 10 元扳平 (breaking even)。」根據展望理論，價值函數在面對損失時是凸函數，此時投資人為風險愛好者，Shefrin and Statman 認為此時投資人會不願意實現確定的損失，而會嘗試可能的扳平機會，所以投資人會繼續持有資本損失的股票。反之，若股價目前處於獲利的階段，投資人的價值函數在面對利得是凹函數，此時投資人為風險趨避者，投資人會傾向實現確定的利得，因此會賣出具有資本利得的股票。

(二) 代表性原則偏誤 (representativeness heuristic)

代表性原則偏誤係指個人總是以過去刻板印象或經驗做判斷。De Bondt and Thaler (1985) 就認為投資人對於過去股市的輸家會過度悲觀，過去的贏家會過度樂觀，結果使股價和基本面價值差異很大。

Grether (1980) 認為人們會傾向於根據過去傳統或相類似的情況，對事件加以分類，然後在評估機率高低時，會過度相信歷史重演的可能。亦即在評估某事件發生的可能性時，常常過度依賴自己所感受到其他相似事件的經驗卻不重視整個母體的狀況，誤以為小樣本也適用大數法則 (law of large numbers)，一個明顯的例子就是賭徒的謬誤 (gambler's fallacy) (註²)。De Bondt (1998) 認為華爾

註 2：若擲銅板連續多次都出現正(反)面，人們總是認為下一次應該會出現反(正)面，這就是賭徒的謬誤。事實上，銅板每次出現正(反)面的機率都是 50%。

街的分析師傾向犯下賭徒的謬誤，常常認為價格將會反轉，而散戶則傾向認為股市趨勢將持續，這兩者都受限於過去既有的想法。

（三）過度自信（overconfidence）

「過度自信」大概是被用來解釋各種行為及金融現象最廣的觀念之一。實驗研究顯示，人們經常會過於相信自己判斷的正確性。Lichtenstein, Fischhoff and Philips（1982）便發現，當詢問受訪者一些問題時，受訪者會傾向於高估他們答對的機率。即使受訪者確信他們絕對答對時，通常答錯的機率仍高達 20%。

Shiller（1989）以問卷方式調查機構投資人與個別投資人，探討 1987 年 10 月 19 日股市大崩盤時，投資人對股市的看法，結果發現近半數投資人於進場承接股票時，便肯定市場將反彈。顯示投資人對股市判斷的直覺過度自信。投資人依據直覺判斷未來價格變動方向所做出的決策，將導致股市的大幅波動，亦是形成投資泡沫的關鍵。

第三章 研究方法

本章節先蒐集研究樣本於研究期間的股價資料，經整理與比較分析後，獲得研究樣本於掛牌前後的股價表現情形。由於探討的層面涉及投資人之投資決策判斷、市場交易制度及證券法規等，經前述量化研究分析後，再輔以質性研究，以個案訪談的方式，了解研究樣本於掛牌前後的股價表現情形。

3.1 研究樣本與資料來源

本研究以 2009 年 1 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日期間，於臺灣證券交易所及櫃買中心初次上市上櫃公司為研究樣本，共計 130 家樣本公司，樣本公司主要選取本國公司申請上市（櫃）者，不包括請第一上市（櫃）或第二上市（櫃）之外國公司，且排除於興櫃市場階段無成交量交易日達 15 個交易日之公司共計 1 家，最終研究樣本之上市公司計有 47 家，上櫃公司計有 82 家，全部研究樣本總計 129 家。樣本研究期間為樣本公司興櫃市場最後一個營業日前後三十個營業日，股價資料取自全曜財經資訊股份有限公司 Cmoney 投資決策支援系統。

3.2 研究樣本設計

本研究期間為樣本公司興櫃市場最後一個營業日前後三十個營業日，以樣本公司於興櫃市場最後一個營業日設為 T 日，做為樣本期間的分割點，將研究期間劃分為掛牌前及掛牌後兩個時期，並以 T 日為基準點，選取 T 日前後十、二十及三十個交易日平均價格，分別衡量掛牌前及掛牌後之初次上市（櫃）股票股價走勢情形。選擇十、二十及三十個交易日平均價格做為衡量股價選取的期間，主要係參考「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第三十條規定，初次上市（櫃）前之承銷案件之承銷價格應參考一個月內之興櫃市場價格，且承銷價格不得低於向證券商業同業公會申報詢圈約定書前興櫃有成交之 10 個營業日其成交均價簡單算術平均數之七成。

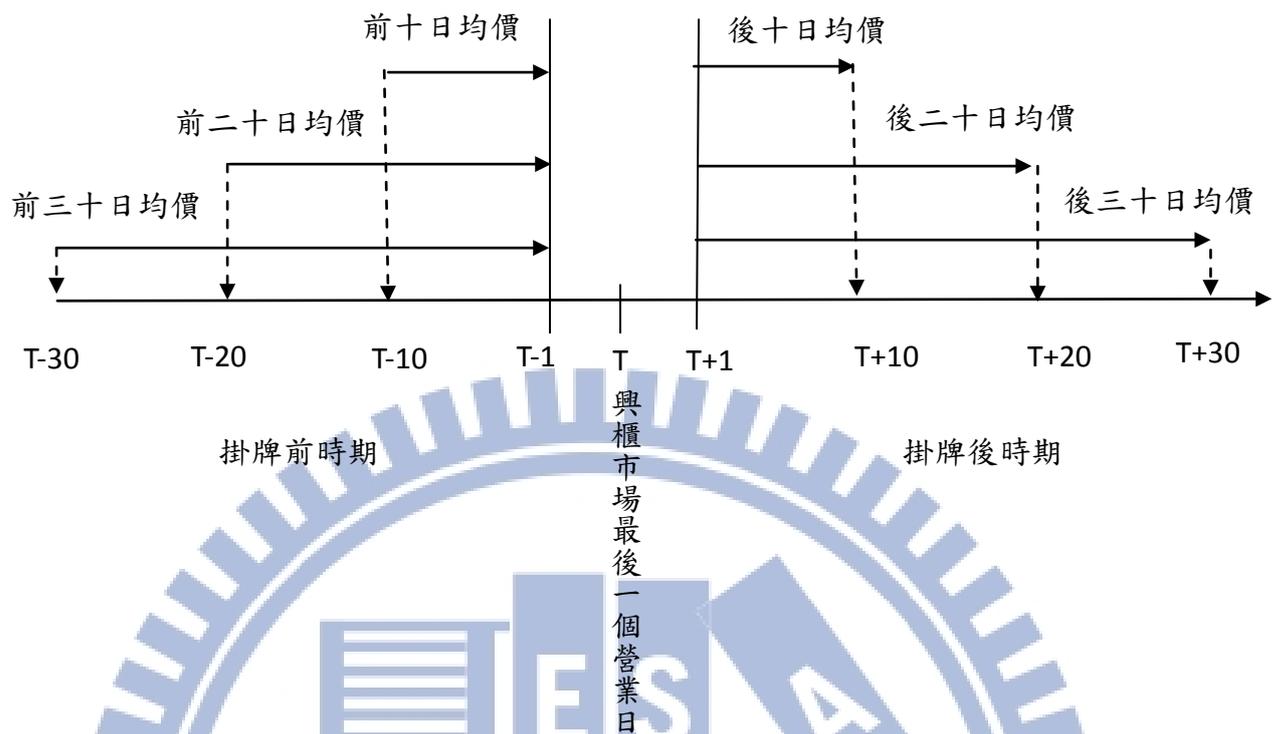


圖 3.1 研究期間之界定

3.3 研究變數

T 日 = 研究樣本於興櫃市場最後一個營業日

P_t = 研究樣本於興櫃市場最後一個營業日之成交價格

P_{t-30} 、 P_{t-20} 、 P_{t-10} 分別代表研究樣本於興櫃市場最後一個營業日（不含）前三十、二十及十個營業日的平均價格

P_{t+10} 、 P_{t+20} 、 P_{t+30} 分別代表研究樣本於興櫃市場最後一個營業日（不含）後十、二十及三十個營業日的平均價格

3.4 研究方法之統計檢定

本文分別檢定掛牌前股價是否呈現漲勢及掛牌後股價是否呈現跌勢。首先檢定初次上市（櫃）公司股票的興櫃市場最後一個營業日股價與興櫃市場最後一個營業日（不含）前三十、二十及十個營業日股價相較，其平均價差是否為零。將所有研究樣本掛牌前的股價與興櫃最後一個營業日股價進行成對樣本比較，分別檢定 $P_t - P_{t-30}$ 、 $P_t - P_{t-20}$ 及 $P_t - P_{t-10}$ 之平均值是否為

零，合計 3 組成對樣本，模型如下：

$$t_k = \frac{\sum(P_{t,i} - P_{k,i})}{n} \div \sqrt{\frac{\sum(P_{t,i} - P_{k,i})^2 - [\sum(P_{t,i} - P_{k,i})^2/n]}{n(n-1)}}$$

$k = t-30, t-20, t-10$

本研究設定之檢定假設為

虛無假設 $H_0 : P_t - P_k = 0$

對立假設 $H_1 : P_t - P_k \neq 0$ ($k = t-30, t-20, t-10$)

若檢定之結果為拒絕虛無假設 (H_0)，則表示初次上市 (櫃) 公司股票於掛牌前 K 日至興櫃市場最後一個營業日之股價呈現漲勢。

其次檢定初次上市 (櫃) 公司股票的興櫃市場最後一個營業日 (不含) 後十、二十及三十個營業日股價與興櫃市場最後一個營業日股價相較，其平均價差是否為零。將所有研究樣本掛牌後的股價與興櫃最後一個營業日股價進行成對樣本比較，分別檢定 $P_{t+10} - P_t$ 、 $P_{t+20} - P_t$ 及 $P_{t+30} - P_t$ 之平均值是否為零，合計 3 組成對樣本，模型如下：

$$t_k = \frac{\sum(P_{k,i} - P_{t,i})/n}{\sqrt{\frac{\sum(P_{k,i} - P_{t,i})^2 - [\sum(P_{k,i} - P_{t,i})^2/n]}{n(n-1)}}$$

$k = t+10, t+20, t+30$

本研究設定之檢定假設為

虛無假設 $H_0 : P_k - P_t = 0$

對立假設 $H_1 : P_k - P_t \neq 0$ ($k = t+10, t+20, t+30$)

若檢定之結果為拒絕虛無假設 (H_0)，則表示初次上市 (櫃) 公司股票於興櫃市場最後一個營業日至掛牌後 K 日之股價呈現跌勢。

第四章 實證分析

本研究以 2009 年 1 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日期間，於臺灣證券交易所及櫃買中心初次上市上櫃公司為研究樣本，選取樣本公司興櫃市場最後一個營業日（不含）前後三十個營業日，做為觀察樣本公司掛牌前後股價表現之研究期間，並假設樣本公司於興櫃市場最後一個營業日為 T 日，做為研究期間的分割點，將研究期間劃分為掛牌前及掛牌後兩個時期，以 T 日為基準點，選取 T 日前後十、二十及三十個交易日平均價格，分別衡量掛牌前及掛牌後之初次上市（櫃）股票股價走勢情形。

4.1 初次上市（櫃）股票於掛牌前之股價變動情形之實證結果

本研究選取樣本公司於興櫃市場最後一個營業日（不含）之前三十、二十及十個營業日平均價格，分別為 P_{t-10} 、 P_{t-20} 、 P_{t-30} ，做為樣本公司掛牌前股價參考值，並分別與初次上市（櫃）公司興櫃市場最後一個營業日之股價 P_t 比較其漲跌情形，以分析衡量樣本公司於掛牌前股價表現，經統計樣本公司於前述期間股價表現及漲跌家數情形，如下表所示：

表 4.1 樣本公司掛牌前各期間漲跌家數統計

	$P_t - P_{t-30}$	$P_t - P_{t-20}$	$P_t - P_{t-10}$
平均值	4.24	2.44	0.70
標準差	14.91	10.34	7.09
上漲家數(大於 0)	79	73	60
下跌家數(小於 0)	50	56	69
合計家數	129	129	129
上漲比率 (%)	61.24%	56.59%	46.51%
下跌比率 (%)	38.76%	43.41%	53.49%

由表 4.1 可知 129 家初次上市（櫃）公司興櫃市場最後一個營業日股價（ P_t ）與掛牌前三十、二十及十個營業日平均價格（ P_{t-30} 、 P_{t-20} 、 P_{t-10} ）相較，

$P_t - P_{t-30}$ 、 $P_t - P_{t-20}$ 及 $P_t - P_{t-10}$ ，價差平均值分別為 4.24、2.44 及 0.7，皆為正價差，意謂股價呈現上漲趨勢，其上漲比率分別為 61.24%、56.59% 及 46.51%，價差平均值及上漲比率皆呈現逐漸下降情形；下跌比率分別為 38.76%、43.41% 及 53.49%，顯示隨時間愈接近掛牌日，初次上市（櫃）公司上漲比率逐漸下降，且掛牌前十個營業日至興櫃市場最後一個營業日的股價下跌比率將略高於上漲比率。

其次分析樣本公司於興櫃市場最後一個營業日（不含）前三十、二十及十個營業日至興櫃市場最後一個營業日股價報酬率情形。假設投資人分別於初次上市（櫃）公司興櫃市場最後一個營業日（不含）前三十、二十及十個營業日買進股票，並分別以興櫃市場最後一個營業日（不含）前三十、二十及十個營業日之平均價格做為買進價格，最後同時於興櫃市場最後一個營業日以當日成交均價賣出股票，在不考慮交易成本的情況下，統計樣本公司於前述期間之投資報酬率情形，如下表所示：

表 4.2 樣本公司掛牌前各期間報酬率統計

單位：%

報酬率	$(P_t - P_{t-30})/P_{t-30}$	$(P_t - P_{t-20})/P_{t-20}$	$(P_t - P_{t-10})/P_{t-10}$
平均值	5.94	3.40	0.93
中間值	3.00	1.2	(0.47)
標準差	16.31	12.65	8.28
夏普值	0.36	0.27	0.11
最小值	(20.38)	(15.08)	(10.30)
最大值	82.59	57.73	36.12
25%位數	(4.70)	(4.15)	(3.96)
75%位數	14.10	7.82	3.62

由表 4.2 可知投資人於 129 家初次上市（櫃）公司興櫃市場最後一個營業日（不含）前三十、二十及十個營業日買進股票，並於興櫃市場最後一

個營業日賣出股票，其股價報酬率平均值分別為 5.94%、3.40%及 0.93%，均為正報酬率且呈現逐漸下降情形，顯示投資人於初次上市（櫃）公司掛牌前買進股票並於興櫃市場最後一個營業日賣出股票，具有正報酬率，且愈早於掛牌前買進股票，其投資報酬率愈高。而前三十、二十個營業日買進股票的投資報酬率的中間值均大於零，顯示投資人於前三十、二十個營業日買進 129 家初次上市（櫃）公司股票有半數呈現正投資報酬率；前十個營業日買進股票的投資報酬率的中間值則小於零，則顯示投資人於前十個營業日買進 129 家初次上市（櫃）公司股票有半數呈現負投資報酬率。興櫃市場最後一個營業日（不含）前三十、二十及十個營業日買進股票的標準差分別為 16.31%、12.65%及 8.28%，夏普值分別為 0.36、0.27 及 0.11，兩者皆呈現逐漸下降情形，顯示買進股票持有期間愈長，其報酬率的波動性雖隨之增加，但每一單位風險的超額報酬優於短期間持有股票。綜上所述，投資人於初次上市（櫃）公司掛牌前買進股票，並於興櫃市場最後一個營業日賣出股票，具有正報酬率，且愈早於掛牌前買進股票，其投資報酬率及夏普值愈高。

4.2 初次上市（櫃）股票於掛牌前之股價變動情形之顯著性 t 檢定

觀察初次上市（櫃）公司股票於興櫃市場最後一個營業日（不含）前三十、二十及十個營業日至興櫃市場最後一個營業日之股價變動情形，可發現股價呈現上升趨勢，本研究利用 t 統計量檢定初次上市（櫃）公司股票興櫃市場最後一個營業日股價與興櫃市場最後一個營業日（不含）前三十、二十及十個營業日股價相較是否存在顯著的差異性。由表 4.3 可知，初次上市（櫃）公司股票興櫃市場最後一個營業日（不含）前三十及二十個營業日股價與興櫃市場最後一個營業日股價相較，股價呈現上升趨勢，且分別具有高達 0.2%及 0.8%的顯著性水準，然興櫃市場最後一個營業日（不含）前十個營業日股價與興櫃市場最後一個營業日股價相較，並不具顯著性。綜上實證結果可知，初次上市（櫃）公司股票於興櫃市場最後一個營業日（不含）前三十及二十個營業日至興櫃市場最後一個營業日之股價呈現上升趨勢，意謂市場投資人可藉由提前於初次上市（櫃）公司掛牌日（不含）

至少前二十個營業日買進股票，並於興櫃市場最後一個營業日出售股票，以獲取正的投資報酬率。

表 4.3 樣本公司掛牌前各期間價格比較之 t 檢定

	$P_t - P_{t-30}$	$P_t - P_{t-20}$	$P_t - P_{t-10}$
平均值	4.24	2.44	0.70
標準差	14.91	10.34	7.09
差異的 95% 信賴區間下界	1.64	0.64	(0.54)
差異的 95% 信賴區間上界	6.83	4.24	1.93
t 值	3.23	2.68	1.18
顯著性	0.002	0.008	0.266

4.3 初次上市（櫃）股票於掛牌後之股價變動情形之實證結果

本研究選取樣本公司於興櫃市場最後一個營業日（不含）之後十、二十及三十個營業日平均價格，分別為 P_{t+10} 、 P_{t+20} 、 P_{t+30} ，做為樣本公司掛牌後股價短期、中期及長期股價參考值，並分別與初次上市（櫃）公司最後一個營業日之股價 P_t 比較其漲跌情形，以分析衡量樣本公司於掛牌後股價表現，經統計樣本公司於前述期間股價表現及漲跌家數情形，如下表所示：

表 4.4 樣本公司掛牌後各期間漲跌家數統計

	$P_{t+10} - P_t$	$P_{t+20} - P_t$	$P_{t+30} - P_t$
平均值	(3.19)	(2.89)	(3.31)
標準差	11.47	14.68	17.04
上漲家數(大於 0)	38	41	40
下跌家數(小於 0)	91	88	89
合計家數	129	129	129
上漲比率 (%)	29.46%	31.78%	31.01%

	$P_{t+10}-P_t$	$P_{t+20}-P_t$	$P_{t+30}-P_t$
下跌比率 (%)	70.54%	68.22%	68.99%

由表 4.4 可知 129 家初次上市 (櫃) 公司與櫃市場最後一個營業日股價 (P_t) 與掛牌後十、二十及三十個營業日平均價格 (P_{t+10} 、 P_{t+20} 、 P_{t+30}) 相較, $P_{t+10}-P_t$ 、 $P_{t+20}-P_t$ 及 $P_{t+30}-P_t$, 價差平均值分別為 (3.19)、(2.89) 及 (3.31), 皆為負價差, 意謂股價呈現下跌趨勢, 其上漲比率分別為 29.46%、31.78% 及 31.01%; 下跌比率分別為 70.54%、68.22% 及 68.99%, 下跌比率明顯大於上漲比率, 其中樣本公司於興櫃市場最後一個營業日至掛牌後十個營業日的股價 ($P_{t+10}-P_t$) 下跌比率最高, 顯示初次上市 (櫃) 公司掛牌後股價多數呈現下跌趨勢。

其次分析樣本公司於興櫃市場最後一個營業日至興櫃市場最後一個營業日 (不含) 後十、二十及三十個營業日股價報酬率情形。假設投資人於興櫃市場最後一個營業日, 以當日股價買進初次上市 (櫃) 股票, 分別於之後十、二十及三十個營業日賣出股票, 並分別以興櫃市場最後一個營業日 (不含) 後十、二十及三十個營業日之平均價格做為賣出價格, 在不考慮交易成本的情況下, 統計樣本公司於前述期間之投資報酬率情形, 如下表所示:

表 4.5 樣本公司掛牌後各期間報酬率統計

單位: %

報酬率	$(P_{t+10}-P_t) / P_t$	$(P_{t+20}-P_t) / P_t$	$(P_{t+30}-P_t) / P_t$
平均值	(6.17)	(5.54)	(5.20)
中間值	(8.63)	(8.57)	(8.18)
標準差	13.86	16.57	17.92
夏普值	(0.45)	(0.33)	(0.29)

報酬率	$(P_{t+10} - P_t) / P_t$	$(P_{t+20} - P_t) / P_t$	$(P_{t+30} - P_t) / P_t$
最小值	(32.28)	(32.80)	(30.03)
最大值	41.31	61.23	60.44
25%位數	(15.49)	(17.02)	(17.57)
75%位數	0.55	3.84	3.35

由表 4.5 可知投資人於 129 家初次上市（櫃）公司興櫃市場最後一個營業日買進股票，並分別於興櫃市場最後一個營業日（不含）後十、二十及三十個營業日賣出股票，其股價報酬率平均值分別為（6.17）%、（5.54）% 及（5.20）%，均為負報酬率，顯示投資人於初次上市（櫃）公司興櫃市場最後一個營業日買進股票並於掛牌後賣出股票，具有負報酬率，且於掛牌日（含）後十個營業日賣出股票，其投資報酬率最低。而掛牌日（含）後十、二十及三十個營業日賣出股票的投資報酬率的中間值均小於零，顯示投資人於掛牌日（含）後十、二十及三十個營業日賣出 129 家初次上市（櫃）公司股票有半數股價呈現負報酬率。掛牌日（含）後十、二十及三十個營業日賣出股票的標準差分別為 13.86%、16.57% 及 17.92%，呈現逐漸上升情形，顯示買進股票持有期間愈長，其報酬率的波動性亦隨之增加，意謂風險隨之增加；另比較掛牌日（含）後十、二十及三十個營業日賣出股票投資報酬率最小值及最大值的差異幅度，以掛牌日（含）後二十個營業日差異幅度最大，最小值及最大值分別為（32.80）% 及 61.23%，前三十個營業日次之，前十個營業日最小。綜上所述，投資人於初次上市（櫃）公司於興櫃市場最後一個營業日買進股票，並於掛牌後賣出股票，具有負報酬率，且於掛牌日（含）後十個營業日賣出股票，其投資報酬率最低。投資人於 129 家初次上市（櫃）公司興櫃市場最後一個營業日買進股票，並分別於興櫃市場最後一個營業日（不含）後十、二十及三十個營業日賣出股票，其股價報酬率平均值分別為（6.17）%、（5.54）% 及（5.20）%，均為負報酬率，顯示投資人於初次上市（櫃）公司興櫃市場最後一個營業日買進股票

並於掛牌後賣出股票，具有負報酬率，且於掛牌日（含）後十個營業日賣出股票，其投資報酬率最低。而掛牌日（含）後十、二十及三十個營業日賣出股票的投資報酬率的中間值均小於零，顯示投資人於掛牌日（含）後十、二十及三十個營業日賣出 129 家初次上市（櫃）公司股票，有半數股票的投資報酬率呈現負報酬率。

4.4 初次上市（櫃）股票於掛牌後之股價變動情形之顯著性 t 檢定

觀察初次上市（櫃）公司股票於興櫃市場最後一個營業日至興櫃市場最後一個營業日（不含）後十、二十及三十個營業日之股價變動情形，可發現股價呈現下跌趨勢，本研究利用 t 統計量檢定初次上市（櫃）公司股票的興櫃市場最後一個營業日（不含）後十、二十及三十個營業日股價與興櫃市場最後一個營業日股價相較是否存在顯著的差異性。由表 4.6 可知，初次上市（櫃）公司股票的興櫃市場最後一個營業日股價與興櫃市場最後一個營業日（不含）後十、二十及三十個營業日股價相較，股價呈現下跌趨勢，且分別具有高達 0.2%、2.7% 及 2.9% 的顯著性水準。綜上實證結果可知，初次上市（櫃）公司股票於興櫃市場最後一個營業日至興櫃市場最後一個營業日（不含）後十、二十及三十個營業日之股價呈現下跌趨勢，意謂市場投資人若於初次上市（櫃）公司興櫃市場最後一個營業日買進股票，並於掛牌後（含）三十個營業日內賣出股票，將承受投資虧損。

表 4.6 樣本公司掛牌後各期間價格比較之 t 檢定

	$P_{t+10} - P_t$	$P_{t+20} - P_t$	$P_{t+30} - P_t$
平均值	(3.19)	(2.89)	(3.31)
標準差	11.47	14.68	17.04
差異的 95% 信賴區間下界	1.19	0.33	0.34
差異的 95% 信賴區間上界	5.19	5.45	6.28
t 值	3.17	2.24	2.21
顯著性	0.002	0.027	0.029

第五章 個案訪談分析

經由前四章的敘述與分析，我們可以了解初次上市（櫃）公司申請上市（櫃）之流程及銷售制度、興櫃市場設立後新上市（櫃）股票之股票報酬變化情形，並經由實證結果分析得知，初次上市（櫃）公司股票於掛牌日至少前二十個營業日至興櫃市場最後一個營業日之股價呈現上升趨勢；掛牌後三十個營業日內之股價呈現下跌趨勢。本章擬訪談初次上市（櫃）公司申請上市過程中的參與者，以深入了解造成初次上市（櫃）公司掛牌日前後股價變動的影響因素，並探討承銷法令對股價的影響。

以下選擇承銷商、興櫃股票交易員及法人投資人為訪談對象，主因承銷商係受初次上市（櫃）公司委任輔導發行公司上市（櫃），並與之議定承銷價格，進行掛牌前之新股承銷作業；興櫃股票交易員負有興櫃股票報買及報賣義務，擔任興櫃市場的造市者，並可從事興櫃股票自營業務；法人投資人以買賣興櫃股票獲取價差為主要業務，對興櫃股票價格的價格走勢具有重大影響。

5.1 承銷商個案訪談

訪談日期：101年3月23日

訪談對象：A證券股份有限公司 承銷部 協理

訪談對象經歷：擔任承銷輔導上市上櫃工作14年

甲公司股票掛牌時間：99年第二季

甲公司掛牌前股價表現情形：

單位：%

	$(P_t - P_{t-30}) / P_{t-30}$	$(P_t - P_{t-20}) / P_{t-20}$	$(P_t - P_{t-10}) / P_{t-10}$
漲跌幅 (%)	6.94	1.29	(4.02)

甲公司掛牌後股價表現：

單位：%

	$\frac{(P_{t+10} - P_t)}{P_t}$	$\frac{(P_{t+20} - P_t)}{P_t}$	$\frac{(P_{t+30} - P_t)}{P_t}$
漲跌幅 (%)	(17.39)	(25.70)	(31.22)

5.1.2 甲公司簡介（因不便揭露客戶資料，無法詳述）

甲公司成立於民國 90 年，並於 97 年 6 月登錄興櫃，資本額約 2~3 億元，主要生產中小尺寸面板所需的關鍵原材料，其產品主要運用於手機、衛星導航系統 (GPS)、銷售點管理系統 (POS)、工業電腦 (IPC)、Notebook 等中大尺寸面板產品。甲公司 96~98 年度之營收淨額呈現逐年成長之趨勢，98 年度每股盈餘約 1.5 元，每股淨值約 12 元。

5.1.3 初次上市（櫃）公司掛牌前後期間股價變動情形及其原因

因資本市場有專門投資準掛牌公司股票的投资人，包括創投法人、投資公司及中實戶等，此類投資人可能於初次上市（櫃）申請上市（櫃）送件後或通過審議會後，逐步買進公司股票，且初次上市（櫃）公司在掛牌前亦願意與法人互動，釋放利多消息，增加公司曝光度。在公司營造未來獲利前景的利多氛圍及外部買盤挹注下，準掛牌公司股價逐漸上漲，加上興櫃交易制度無漲跌幅限制，且買賣雙方並無法得知買賣雙方之報價及數量，交易資訊較不透明，當股價上漲時，容易產生超漲現象，致多數準掛牌公司於掛牌前一段時間的股價產生超漲情形，甲公司股價亦有類似情形發生。同時，在掛牌前一段時間即買進準掛牌公司股票的投资人，亦趁即將掛牌前幾日股價已超漲階段，逐步出售持股，因興櫃市場交易量不易出脫，故賣壓會持續到掛牌後一段時間，故多數準掛牌公司於掛牌後股價呈現下跌現象，甲公司亦有類似情形發生。

5.1.4 議定初次上市（櫃）股票承銷價格之考量因素

承銷商將選擇與初次上市（櫃）公司主要營業項目相似的上市上櫃同業，做為比較的參考，依一般市場承銷價格訂定方式，以本益比法、股價淨值比法、自由現金流量折現法及初次上市（櫃）公司最近一個月興櫃市場之平均成交價等方式，估計初次上市（櫃）公司合理的股價區間，並為吸引投資人認購意願，承銷價格會依合理股價給予折價，而折價多寡主要會考量以下因素：

（一）股市市況

資本市場熱絡程度對初次上市（櫃）公司掛牌表現有相當程度的影響，若承銷商與掛牌公司定價期間屬於股票的多頭市場，承銷商會認為初次上市（櫃）公司股價將不易跌破承銷價格，且投資人認購意願高，會接受較低的折價；反之在空頭市場，承銷商擔心股票掛牌會跌破承銷價格，且投資人認購意願低，則要求較高折價，使股票得以順利銷售完成。而甲公司訂定承銷價格時期，台股集中市場加權指數正從前一波上升走勢的高點 8,100 點，展開一段向下修正，加權指數逐步下滑至 7,200 點，市場氣氛趨於謹慎保守。

（二）公司產業前景

若初次上市（櫃）公司屬於當時投資人熱衷的產業，如太陽能產業、觸控面板產業、生技產業及餐飲連鎖業等，產業的發展是持續成長且市場不斷擴大，投資人願意給高度成長產業較高的本益比，而承銷商亦希望與產業前景發展好的發行公司保持良好客戶關係，因為持續成長的公司在資本市場籌資或併購的機會愈大，承銷商為取得未來業務的商機，在承銷價格上亦會退讓。而甲公司所生產之產品為面板不可或缺之原材料，正好搭上美商蘋果電腦的智慧型手機 iphone 所帶動之觸控商機，屬於當時熱門產業。

（三）公司財務狀況

初次上市（櫃）公司獲利良好且財務穩健，加上營運規模及獲利亦呈

現成長趨勢，此為市場投資人首選之投資標的，因公司未來營運具有想像空間，投資人願意給予較高的本益比，承銷商亦能順利銷售股票。甲公司96~98年度之營收淨額呈現逐年成長之趨勢，98年度每股盈餘約1.5元，惟99年第一季業績下滑，營運出現虧損情形；98年底之負債比率及流動比率分別約為40%及190%，財務結構尚屬良好。

（四）公司競爭力

承銷商首重經營團隊的誠信，其次為經營團隊的管理、業務及技術等能力。經營團隊有誠信，並擁有良好的管理、業務及技術等能力，承銷商比較相信公司所說的未來營運規劃及營收獲利的情形，公司財務報表品質較佳，故在評估公司承銷價格會給予較低的折價。而甲公司管理階層具電子及光電等產業背景，公司誠信無虞且擁有良好的經營管理能力。

（五）內部人持股狀況

依證券商業同業公會所定之承銷商辦理承銷業務時之缺失處理辦法，當公司內部人所提撥自願集保成數不足七成時，承銷商會擔心公司掛牌後因可出售股數過多，籌碼過於散亂，形成股票賣壓造成股價下跌，讓投資人遭受損失，承銷商也將因此受到券商公會記點處分，故初次上市（櫃）公司自願集保成數愈低，承銷商愈希望議定較低之承銷價格。而甲公司董事、監察人及大股東持股比例為31.82%，亦協調特定股東提撥約甲公司股本之30%之股份，於掛牌日起三個月內自願送存集保並不得賣出，其掛牌後流通在外股數已獲得一定的控制。

（六）承銷過額配售

當公司大股東所撥的過額配售數量偏低時，表示公司掛牌後執行穩定價格操作的資金較少，同時亦顯示大股東有較多的股票在公司掛牌期間出售，使掛牌後股價容易下跌，此時，承銷商會要求較高的折價。而甲公司初次上櫃大股東提出過額配售數量佔對外公開承銷股數之14.13%，已接近法令上限之15%，顯示公司大股東願意犧牲部分的利益，以維持掛牌後的

股價。

(七) 法規對於承銷價格之規定

甲公司訂定承銷價格適用 100 年 2 月 14 日前的法令，在 100 年 2 月 14 日前之承銷法令對承銷價格之訂定未有任何規範或限制，興櫃價格僅供訂定承銷價格之參考。然 100 年 2 月 14 日之後，承銷法令規定初次上市上櫃公司的承銷價格不得低於向券商公會申報詢圈約定書前興櫃有成交之 10 個營業日其成交均價簡單算術平均數之七成，承銷價格與興櫃價格產生連結，故承銷價格最低的下限為興櫃價格的七成，折價成數最多為三成。

綜上，甲公司與承銷商綜合考量上述因素後，雙方最後議定之承銷價格約為當時興櫃價格之五成。

5.1.4 承銷價格訂定是否影響興櫃價格

在 100 年 2 月 14 日前，初次上市（櫃）公司最晚可於掛牌日前（不含）前五個營業日簽定承銷契約時，決定承銷價格；100 年 2 月 14 日後，初次上市（櫃）公司則提前於掛牌日前（不含）前七個營業日向券商公會申報詢圈約定書時，決定承銷價格。承銷價格訂定時，申請上市（櫃）公司有動機，藉由釋放公司利多消息，或內部人於市場買進股票，拉高公司股價，以利訂定較高的承銷價格，然承銷商並不希望在定價期間，公司股價上漲速度過快，一方面擔心承銷價格因此訂的過高，影響投資人參與承銷認購的意願，使未來銷售股票不易，另一方面擔心違反證期局所要求之承銷價格不得低於興櫃價格前十個營業日均價的七成。但是承銷定價後（或詢價圈購報公會後），準掛牌公司股價持續上升，承銷價格與市價價差逐漸擴大，將吸引投資人參與承銷認購初次上市櫃股票，股票承銷得以順利完成，並募集資金，對承銷商與發行公司而言，皆是有利的。

5.1.5 選擇初次上市（櫃）掛牌時間的考慮因素

一般而言，初次上市（櫃）公司會選擇公司營運良好且持續成長的情況下，向證券交易所或櫃檯買賣中心申請上市上櫃，審查期間約需三個月，

主管機關核准上市上櫃後，依法令規定，必須於三個月內掛牌上市，並可再延長三個月。基本上，申請上市（櫃）公司取得上市（櫃）核准函後，即開始展開承銷後段作業，最快約二個月即可掛牌交易，但是若遇到股市行情不佳，例如 2008 年金融海嘯時，幾乎所有申請上市上櫃公司皆申請延長三個月掛牌，或是公司營運狀況不如預期，而延後承銷後段作業。甲公司因 99 年第一季因業績下滑，營運呈現虧損，且股市處於下跌階段，故於證期局核備上櫃案後，稍為延後約一個月始啟動承銷後段掛牌作業。

5.1.6 新股銷售作業及行銷活動

初次上市（櫃）公司向證券交易所或櫃檯買賣中心申請上市上櫃後，公司與承銷商皆忙於案件審查工作，且為避免因公司對外發言不當，而引來主管機關關切，故承銷商會選擇在申請上市（櫃）案件核准後，開始邀約投資法人拜訪公司、引介媒體專訪公司，並在掛牌前舉辦大型公司業績說明會，將初次上市（櫃）公司推薦給投資人，吸引投資人參與初次上市（櫃）的詢價圈購及公開申購作業，同時藉此激勵股價上揚。

5.2 興櫃交易員個案訪談

訪談日期：101 年 3 月 20 日

訪談對象：A 證券股份有限公司 興櫃部 C 交易員

訪談對象經歷：興櫃交易員資歷 7 年

最近一次自營買進乙公司股票時間：99 年第四季

乙公司股票掛牌時間：100 年第四季

乙公司掛牌前股價表現情形：

單位：%

	$\frac{(P_t - P_{t-30})}{P_{t-30}}$	$\frac{(P_t - P_{t-20})}{P_{t-20}}$	$\frac{(P_t - P_{t-10})}{P_{t-10}}$
漲跌幅 (%)	0.90	0.69	(1.20)

乙公司掛牌後股價表現：

單位：%

	$\frac{(P_{t+10} - P_t)}{P_t}$	$\frac{(P_{t+20} - P_t)}{P_t}$	$\frac{(P_{t+30} - P_t)}{P_t}$
漲跌幅 (%)	0.12	(3.10)	(6.88)

5.2.1 乙公司簡介

乙公司成立於民國 76 年，並於 99 年 10 月登錄興櫃，主要營業項目為汽車產業、醫療產業、工業應用產業與電子產業等精密金屬零件之加工產品，產品主要應用於引擎動力系統之發動機噴油嘴系列、胰島素注射器、連接器、工業用流量、溫度及壓力感知器、暖氣系統之瓦斯點火器等，主要客戶為 Bosch 集團、Novo Nordisk 製藥公司、德商 IFM 集團及美商 Amphenol 連接器大廠等。

乙公司所生產之產品應用於汽車引擎系統，必須能承受高溫、高壓及快速運轉等工作環境，故對品質穩定度要求相對嚴格，因此其競爭優勢為大量加工生產管理能力與產品良率，將複雜之製程拆成一段一段工序，運用單功能精密度高之設備，輔以人力，配合生產製程之控管能力及品質檢驗能力，降低生產成本，並維持產品品質之穩定。該公司近幾年來以其穩定產品品質、合理報價、準時交貨與完善的售後服務受到客戶的肯定，主要客戶均增加下單，尤其該公司與第一大銷售客戶 Bosch 集團之銷貨呈倍數成長，進而帶動該公司整體營收成長，98~99 年度之營收淨額分別為

400,737 仟元及 613,098 仟元，呈現逐年成長之趨勢；稅後純益亦由 98 年度之 68,438 仟元，大幅成長至 99 年度之 172,072 仟元。

表 5.1 乙公司 98~99 年度及 100 年上半年度簡明財務狀況

單位：新臺幣仟元

	98 年度	99 年度	100 年上半年度
營業收入	400,737	613,098	355,819
營業毛利	71,248	144,587	94,014
營業利益	33,526	80,172	56,069
稅後純益	68,438	172,072	87,831
每股盈餘	23.69	6.09	2.62
股東權益	260,714	660,023	707,001
股本	36,818	303,818	341,330
每股淨值	70.81	21.72	20.71

資料來源：乙公司 100 年度之公開說明書

5.2.2 證券公司興櫃部門的主要功能

有辦理承銷業務的證券公司皆會設立興櫃部門，興櫃部在承銷業務中扮演重要角色，其主要功能有二：

(一) 擔任興櫃市場交易的造市者

我國承銷法令規定承銷商擔任興櫃公司輔導上市（櫃）輔導券商，必須於在興櫃公司登錄興櫃市場時即持有該興櫃公司股票，而現行之興櫃交易制度要求推薦證券商負有報買及報賣的義務，然投資人亦只能看見推薦證券商報買及報賣價格，並無法得知其他交易對手的報買及報賣價格，故必須藉由推薦證券商買進投資人報賣的興櫃股票，同時將買進後的興櫃股票賣給報買的投資人，亦即興櫃股票的交易皆必須透過推薦證券商始能成交。因此，若興櫃股票股價無劇烈下跌情況，推薦證券商可從興櫃市場造

市者的交易中，獲取買賣的價差利潤。

（二）興櫃市場自營角色

等同於證券商自營業務，興櫃部門經由分析興櫃公司營運狀況、獲利能力、競爭優勢及產業前景，買進未來有上漲潛力的股票，當股價上漲反映公司基本面情況後，再賣出股票以獲取資本利得。

5.2.3 初次上市（櫃）公司掛牌前股價呈現上漲情形的原因

初次上市（櫃）公司掛牌前期間股價變動情形主要受股市市況影響，當股市市況好的時候，初次上市（櫃）公司掛牌前期間的股價大多呈現上漲情形，主要原因如下：

（一）公司行銷活動增加

興櫃公司向證券交易所或櫃買中心申請上市（櫃），並經證券交易所或櫃買中心之董事會通過上市櫃申請案後，表示興櫃公司確定未來可於集中交易市場或 OTC 掛牌交易，成為準掛牌公司。此時，準掛牌公司將開始進一連串的行銷活動，積極地透過各種管道及方式，傳遞公司營運、獲利及未來成長性的利多消息，吸引投資人買進，包括接受財經專刊、電視財經新聞或報紙的專訪，公司能見度曝光度大量增加，同時願意接受法人投資人的拜訪，投資法人陸續出具研究報告，並推薦給其他投資人。投資人因注意到準掛牌公司的營運狀況及未來獲利前景等因素，而買進準掛牌公司股票。

（二）預期心理因素

在公司積極做多的心態下，投資人對準掛牌公司容易產生某種的預期心理，認為準掛牌公司在掛牌前會極力釋放公司利多消息，以吸引投資人買進，促使股價上漲，所以，會預期掛牌前股價會漲而買進股票。

（三）市場熱潮，提前買進

當興櫃公司股票由於其公司具競爭力、獲利能力佳及產業具發展潛力，股價在通過上市（櫃）審議會後已有一段漲幅，且是高股價股票，經

由行銷活動及媒體報導，而成為資本市場注目的焦點，例如生產太陽能導電漿的碩禾電子、太陽能電力轉換器的盈正豫順、電子商務的商店街以及電源控制 IC 設計的通嘉科技，其興櫃價格皆高達 200 元以上，因高股價因素，使承銷價格與興櫃價格會有較大的價差，形成投資人參與公開申購及爭取詢價圈購額度的熱潮，但投資人擔心無法由公開申購或詢價圈購等方式取得初次上市（櫃）公司股票，於是提前在興櫃市場買進取得初次上市（櫃）公司股票，冀望有掛牌後蜜月行情，使前述興櫃股票在掛牌前一段期間，股價大幅上漲。

但是在股市市況不佳，集中市場及 OTC 價量皆持續下跌，興櫃市場的成交量會迅速萎縮，投資人皆選擇降低持股或等待行情上升，即使有初次上市（櫃）公司的積極行銷活動，亦難以吸引投資人的買盤；另外，當初次上市（櫃）公司股價陸續跌破承銷價格時，表示參與公開申購及詢價圈購的投資人已產生投資損失，投資人對新股上市已無蜜月行情之預期，亦不會提前在興櫃市場買進初次上市（櫃）公司公司股票。例如 100 年 3 月份股市受日本 311 大地震、歐債危機及美國經濟復甦緩慢等影響，股市由 8,500 點開始下跌至年底之 6,800 點，除少數個股如富爸爸效應的友輝光電為新光纖維集團、主要客戶及股東為韓國三星的擎泰科技、中概題材的復興航空及受惠日本地震轉單效應的光頡科技等公司外，這時期準掛牌公司在掛牌前期間的興櫃股價表現幾乎多是下跌。

某公司因評估乙公司獲利能力佳且產品具競爭力，遂於乙公司登錄興櫃後買進股票。100 年 8 月受標準普爾調降美國債信等及歐債危機持續蔓延影響，股市持續下跌，乙公司股價從 7 月約 120 元下跌至 73 元附近，本公司對未來股市趨於保守，遂逐步出售乙公司股票，以降低整體股票部位，避免遭受系統性風險。乙公司初次上櫃股票承銷作業亦受股市市況不佳影響，投資人認購意願低落，無法順利銷售提撥對外公開承銷的股數，第一次詢價券購作業未果。待 10 月股價已下跌至 70 元附近，屬相對低檔，公司本益比約 11 倍，已具投資價值，股價亦維持穩定在 73~75 元之間，乙公司始重新辦理詢價圈購作業，故乙公司股價在掛牌前三十個營業日期間已

趨於穩定，並無重大變動，興櫃市場最後一個營業日股價與興櫃市場最後一個營業日（不含）前三十、二十及十個營業日股價相較，股價變動幅度分別為 0.9%、0.69%及（1.2）%。

5.2.4 初次上市（櫃）公司掛牌後呈現下跌情形的原因

在興櫃市場買進興櫃股票，就是準備未來出售股票，以實現獲利。因此，初次上市（櫃）公司掛牌後期間股價變動與投資人出售股票的行為有關。無論是基於公司利多消息、預期公司做多心理或冀望蜜月行情而在興櫃市場提前買進初次上市（櫃）公司股票的投資人，買進股票後，會以初次上市（櫃）公司預估的每股盈餘評估本益比是否合理，股價是否已超漲，並且衡量當時股市行情狀況，而決定是否出售股票。若預期未來股市走勢下跌機率高，或是持有興櫃公司股票部位較多者，股票已達獲利滿足點，將選擇初次上市（櫃）公司掛牌前逐步賣出股票，例如某公司曾在興櫃市場買進生產鏡頭公司，其鏡頭主要用於微軟 X-BOX Kinect，該公司股價上漲後，因 100 年第一季股市由 8,300 點下跌 1 千多點反彈回 8 千點，考量歐債危機及國內經濟景氣不佳的因素，對股市未來走勢不樂觀，於是在該公司掛牌前於興櫃市場出後獲利了結。

若預期股市上漲機率高，且該初次上市（櫃）為當時資本市場資金追逐標的，形成認購熱潮，將選擇初次上市（櫃）公司掛牌後伺機賣出股票。另，參與初次上市（櫃）公司股票公開申購及詢價圈購的投資人亦準備在掛牌後出售股票，以實現獲利。以上投資人的出售行為，皆是造成初次上市（櫃）公司掛牌後股價下跌的原因。

乙公司掛牌後的股價表現大致呈現下跌的走勢，其興櫃市場最後一個營業日股價與興櫃市場最後一個營業日（不含）後十、二十及三十個營業日相較，股價變動幅度分別為 0.12%、（3.10）%及（6.88）%。乙公司掛牌後十個營業日的股價未呈現下跌走勢，可能是因為股價在掛牌前已跌至相對低點，賣壓較輕，以及承銷商穩定價格操作的影響，然穩定價格操作時間過後，其股價仍受參與乙公司初次上櫃股票公開申購及詢價圈購的投

資人賣壓及股市市況不佳的影響。整體而言，乙公司掛牌後的股價表現相對同時期掛牌的復興航空、擎泰科技及正達國際等公司跌幅達 20%，其掛後後股價跌幅相對較小。

5.3 市場投資人個案訪談

訪談日期：101 年 4 月 11 日

訪談對象：D 投資股份有限公司 E 總經理

D 公司成立時間：91 年 2 月

丙公司股票掛牌時間：99 年第四季

丙公司掛牌前股價表現情形：

單位：%

	$(P_t - P_{t-30}) / P_{t-30}$	$(P_t - P_{t-20}) / P_{t-20}$	$(P_t - P_{t-10}) / P_{t-10}$
漲跌幅 (%)	9.09	7.27	4.59

丙公司掛牌後股價表現：

單位：%

	$(P_{t+10} - P_t) / P_t$	$(P_{t+20} - P_t) / P_t$	$(P_{t+30} - P_t) / P_t$
漲跌幅 (%)	(10.99)	(0.43)	3.16

5.3.1 丙公司簡介

丙公司成立於民國 90 年，並於 96 年 10 月登錄興櫃，主要營業項目為高功率 LED 元件、高功率 LED 模組、光傳輸元件及光感測元件製造與銷售，屬 LED 產業之下游封裝產業，其中以高功率 LED 元件及模組占營收比重最高，98 年度時已達營收比重之 59.64%，產品主要應用於商業及家用照明、

音響系統、遊戲機、數位相機及手機等。該公司透過當地代理經銷商或通路商，迅速且充分了解當地國家的市場狀況及客戶的應用，以快速搶占市場，創造銷售通路效益。

丙公司所生產之高功率 LED 產品應用於各式照明市場，由於全球天然能源蘊藏有限，能源價格不斷攀升，以及溫室氣體對地球暖化的影響，使得各國愈趨重視節能減排等環保議題，已紛紛訂出停止使用耗電量高的白熾燈泡時程，而 LED 近年來在發光效率提升且單價持續下滑的趨勢下，配合 LED 照明因具有體積小、壽命長、用電省、反應速率快、耐震性佳及不含對環境有害的汞等優勢，高功率 LED 在商用照明、娛樂用照明、可攜式照明、建築照明、室內外照明及路燈等高功率 LED 之應用面不斷擴大，並逐漸滲透傳統照明市場。隨 LED 照明產業持續成長，該公司大幅擴充產能，已達規模經濟，並受惠中國大陸 LED 照明銷售成長，以及歐洲、東北亞等地區之銷售均有成長下，帶動該公司整體營業收入不斷成長。該公司 97~98 年度營業收入淨額分別為 1,068,474 仟元及 1,702,117 仟元，年成長率 59.31%；稅後純益亦由 97 年度之 149,918 仟元，大幅增加至 99 年度之 325,120 仟元，成長率 116.87%；97~98 年度每股盈餘分別為 3.03 仟元及 5.31 仟元。

表 5.2 丙公司 97~98 年度及 99 年前三季簡明財務狀況

單位：新臺幣仟元

	97 年度	98 年度	99 年前三季
營業收入	1,068,474	1,702,117	2,349,652
營業毛利	278,601	528,858	650,574
營業利益	141,171	351,391	457,169
稅後純益	149,918	325,120	440,469
每股盈餘	3.03	5.31	5.70
股東權益	1,248,700	1,998,641	2,270,044
股本	499,200	668,100	782,118
每股淨值	25.01	29.92	29.02

資料來源：丙公司 99 年度之公開說明書

5.3.2 買進興櫃股票及買進時間點的考慮因素

投資興櫃股票有如創投公司選擇投資標的，由於多數興櫃股票公司成立時間較短，營運時間不長及外在產業環境的迅速變化，公司業績具有不確定性；另一方面興櫃公司亦有與上市上櫃公司不同的經營型態、新技術或新產業等具有競爭力的公司出現，使得投資興櫃公司同時充滿機會及風險，而投資興櫃股票的考慮因素如下：

(一) 產業發展潛力

投資興櫃股票公司首重該公司所屬產業發展潛力，選擇產業生命週期在快速成長期的產業，亦即尋找未來的明星產業。明星產業與市場未來需求契合，市場規模必能大幅成長，並能維持數年的高成長狀態，進而帶動明星產業公司經營業績攀升，若屬產業龍頭公司，由於市佔率高，獲利能力及成長性更優於同業。丙公司所屬產業為 LED 照明市場，LED 照明具有節能、壽命長、無汞及環保等特質，加上隨著 LED 技術提升，亮度已逐漸達可取代傳統燈源，在全球減少溫室效益及倡導節能的環保趨勢下，使得 LED 節能產業前景看好，故選擇投資丙公司。

(二) 良好的經營團隊及股東背景

經營團隊是公司的靈魂，攸關公司成敗。由於興櫃股票公司多屬資本額較小的公司，公司的經營團隊多為創始股東，公司主要股東同時為經營團隊居多。興櫃公司營運及財務資訊較不透明，且公司經營穩定性不足，故必須選擇可信任的股東背景及經營團隊，如公司主要股東有上市上櫃集團公司或國際知名集團企業，可降低投資興櫃股票風險。丙公司董事、監察人成員為上市(櫃)LED 封裝及測試公司，經營團隊亦曾任職於上市 LED 封裝大廠，在 LED 產業資歷均逾十年以上，對於產業環境變化、產品發展趨勢、生產製造及行銷業務等各方面經驗豐富，有助於公司競爭力提升與公司永續經營，故選擇投資丙公司。

(三) 公司具有題材性

興櫃股票眾多，發行公司必須具有題材性，才能吸引投資人的注意。有好故事題材的公司，更能激發投資人的熱情。題材的種類大致可分為銷售客戶、股東成員、明星產業及技術專利等，客戶題材如生產保護玻璃的正達國際，最終用戶為蘋果 i-phone 或 i-Pad；股東題材如類比 IC 設計公司的通嘉科技，股東及經營團隊皆有臺積電的色彩；產業題材如智慧型手機所帶動的觸控潮流之洋華光電、安可光電等，太陽能產業的盈正豫順及碩和材料；技術專利題材如研發抗癌新藥的基亞生技。丙公司則同時具有股東成員及明星產業等題材，當公司同時兼具多種故事題材，愈能成為市場資金追逐標的，享有較高的本益比。

(四)投資圈的交流

因投資公司人力有限，無法逐一拜訪或了解所有興櫃公司，投資圈的交流則顯得非常重要，投資同業可共同分享資訊，以擴大投資觸角。因同業推薦的股票，業經同業實際拜訪及篩選評估，已降低一部分不確定風險，故會列入追蹤股票之中，進行評估後再決定是否買進。

5.3.3 初次上市（櫃）公司掛牌前股價呈現上漲情形的原因

在不考慮股市行情的影響因素下，多數初次上市（櫃）公司掛牌前期間股價呈現上漲情形，主要原因如下：

(一)預期心理

投資人基於初次上市（櫃）公司會在掛牌前積極行銷公司，預期應會有投資人陸續買進股票，或預期部份機構法人無法於興櫃市場買進大量初次上市（櫃）公司股票，必須於公司正式掛牌後始能買進股票，而產生掛牌蜜月行情效應。此外亦有初次上市（櫃）公司掛牌後享有蜜月行情，股價上漲逾 50%，如洋華光電、新鉅科技等公司，故預期初次上市（櫃）公司掛牌後有蜜月行情，提前在興櫃市場買進股票。

(二)公司或承銷商維持掛牌前價格穩定

初次上市（櫃）公司與承銷商議定承銷價格後，必定希望股價持續與

承銷價格維持一定的價差，若股價下跌，承銷價格與市價的價差無法吸引投資人參與認購對外公開承銷股票，承銷作業將面臨失敗的風險；若股價維持穩定或是上漲，即能提高投資人參與認購的意願，進而帶動市場認購熱潮，故初次上市（櫃）公司掛牌前期間，公司或承銷商有動機維持股價穩定。

(三)上市上櫃的不確定風險消除

公開發行公司申請登錄興櫃股票，即以成為上市上櫃公司為目標，當興櫃公司送件申請上市（櫃）時，表示該公司獲利能力具有一定水準。申請上市（櫃）過程須歷經審議會、董事會及證期局，申請上市（櫃）公司每過一道關卡，表示該公司上市（櫃）的不確定風險逐漸降低，投資人愈能期待該公司能順利掛牌交易，故投資意願增加，市場買盤進駐，股價因而上漲。

綜上，丙公司在投資人預期心理、公司或承銷商維持價格及上市上櫃不確定風險消除等因素影響下，掛牌前三十個營業日期間，股價呈現上漲情形。

5.3.4 初次上市（櫃）公司掛牌後股價呈現下跌情形的原因

在不考慮股市行情的影響因素下，多數初次上市（櫃）公司掛牌後股價呈現下跌情形，主要原因與承銷制度相關，分述如下：

(一)首五日無漲跌幅限制

自 94 年 3 月起，初次上市股票掛牌日起五個交易日，其股價升降幅度為無漲跌幅限制，可立即反應該公司市場價格，同時承銷商亦可執行穩定價格操作，股票成交量放大，提供投資人大好的出場機會。興櫃交易市場機制不透明，無法以合意價格賣出大量股票，故在興櫃市場買進大量股票的投資人，皆是選擇在掛牌首日或前幾日賣出持股居多。

(二)盈正案效應

由於盈正豫順 99 年 9 月 9 日掛牌第一天收盤價高達 505 元，投信法人買超 211 張，佔成交量三成，且在掛牌後大漲期間投信法人持續買進，其持有張數約佔盈正豫順股本約 4.7%。但掛牌後一個月，股價只剩 260 元，盈正豫順掛牌後股價暴漲暴跌的情形，引發金管會介入調查，而在掛牌後期間大量買進盈正豫順股票的投信法人，紛紛受到金管會調查是否有基金經理人利用職務之便，配合公司派拉抬股價，致使基金投資人權益受損之情事。100 年 3 月金管會對部分投信公司，以「投資分析報告未具體敘明估算營收、買進價格之計算依據、合理基礎及根據」為由，做出處分。此後，投信法人為避免主管機關的疑慮，會在掛牌五日後買進初次上市（櫃）公司股票或盡量避免買進初次上市（櫃）股票，造成初次上市（櫃）股票掛牌後主要買盤減少，缺乏股價推升力道。

(三) 申購比例上升

自 100 年 6 月 1 日起，承銷案件之公開申購比例，由原申購比例上限 30%，提高至 60%。此後，初次上市（櫃）股票承銷案件約有半數以上之申購比例在 30% 以上，造成籌碼更加分散凌亂，掛牌後股價賣壓增加。

綜上，丙公司掛牌後十日受掛牌首五日無跌幅限制，投資人大舉賣出股票，股價跌幅較重，跌幅約 10.99%，隨賣壓逐漸去化，及長期投資法人的買盤增加，股價逐漸上升，掛牌後三十日股價較興櫃市場最後一日價格上漲 3.16%。

5.4 個案訪談彙總意見

經深度訪談資本市場的主要參與者：承銷商、興櫃交易員及投資人，以瞭解初次上市（櫃）公司掛牌前後的股價變動原因。茲將個案訪談之結論彙整如下：

表 5.3 個案訪談彙整表

訪談對象	A 證券公司承銷部 B 協理	A 證券公司興櫃部 C 交易員	D 投資公司 E 總經理
資本市場的角色	輔導興櫃公司上市上櫃，並辦理承銷作業	<ul style="list-style-type: none"> ■興櫃市場造市者 ■興櫃市場自營商業 	興櫃市場投資人
個案公司主要產品	中小尺寸面板的原材料	精密金屬加工零件	高功率 LED 及光傳輸元件等產品
個案公司掛牌前三十個營業日股價漲跌幅	6.94%	0.9%	9.09%
個案公司掛牌後三十個營業日股價漲跌幅	(31.22) %	(6.88) %	3.16%
掛牌前後三十個營業日股市行情走勢	呈下跌走勢	呈下跌走勢（股市氣氛悲觀）	呈上升走勢
掛牌前期間股價上漲原因	<ul style="list-style-type: none"> ■公司股本低於3億元且董監持股高，流通在外股數少。 ■有特定投資人專門投資即將掛牌之興櫃公司，且公司屬當時熱門產業，亦成市場投資追逐標的。 ■公司積極展開各式行銷活動如藉由媒體釋放利多消息，以及邀集機構投資人拜訪，出 	<ul style="list-style-type: none"> ■公司積極展開各式行銷活動如藉由媒體釋放利多消息，以及邀集機構投資人拜訪，出具投資建議報告等。 ■投資人預期公司積極做多，在掛牌前股價將會上漲。 ■公司若屬高價股、獲利能力佳及產業具發展潛力，容易形成投資熱潮 	<ul style="list-style-type: none"> ■公司具有產業發展潛力及良好的股東背景，加上投資人預期掛牌蜜月行情，吸引投資人提前於興櫃市場買進股票。 ■公司或承銷商在掛牌前維持價格。 ■興櫃公司申請上市上櫃的不確定風險消除。

訪談對象	A 證券公司承銷部 B 協理	A 證券公司興櫃部 C 交易員	D 投資公司 E 總經理
	<p>具投資建議報告等。</p> <p>■興櫃交易制度資訊不透明，容易造成股價超漲現象。</p>		
個案公司掛牌後期間股價下跌原因	興櫃市場無法大量出售股票，在公司掛牌前期間大量買進公司股票的投資人選擇掛牌後出售持股。	<p>■在掛牌前買進的投資人欲觀察掛牌後股價表現，伺機賣出股票。</p> <p>■參與初次上市(櫃)股票承銷的中籤戶及詢價圈購的投資人，亦準備於掛牌後出售股票。</p>	<p>■掛牌首五日無漲跌幅限制及承銷商穩定價格操作，提供投資人出場的機會。</p> <p>■盈正案效應，投信法人買盤卻步，股價缺乏推升力道。</p> <p>■申購比例上升，造成籌碼凌亂，賣壓增加。</p>
承銷價格訂定對興櫃價格的影響	發行公司有動機拉抬股價，承銷商則希望股價不宜太高，兩者交互影響下，對興櫃價格未有明顯的影響。	同左	同左

第六章 結論與建議

6.1 研究結論

本研究以 2009 年 1 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日期間，本國公司於臺灣證券交易所及櫃買中心初次上市（櫃）公司為研究對象，欲瞭解掛牌前及掛牌後之初次上市（櫃）股票股價走勢情形，經實證分析結果及個案訪談，歸納結論如下：

（一）初次上市（櫃）公司掛牌前股價呈現上漲趨勢

經統計 129 家初次上市（櫃）公司與櫃市場最後一個營業日股價（ P_t ）與與櫃市場最後一個營業日（不含）前三十、二十及十個營業日平均價格（ P_{t-30} 、 P_{t-20} 、 P_{t-10} ）相較， $P_t - P_{t-30}$ 、 $P_t - P_{t-20}$ 及 $P_t - P_{t-10}$ ，價差平均值分別為 4.24、2.44 及 0.7，皆為正價差，意謂股價呈現上漲趨勢，其上漲比率分別為 61.24%、56.59% 及 46.51%，並以統計 t 檢定其顯著性， $P_t - P_{t-30}$ 及 $P_t - P_{t-20}$ 分別具有高達 0.2% 及 0.8% 的顯著性水準，然 $P_t - P_{t-10}$ ，並不具顯著性水準。綜上實證結果可知，初次上市（櫃）公司股票於與櫃市場最後一個營業日（不含）前三十及二十個營業日至與櫃市場最後一個營業日之股價呈現上升趨勢。

（二）初次上市（櫃）公司掛牌後股價呈現下跌趨勢

經統計 129 家初次上市（櫃）公司與櫃市場最後一個營業日股價（ P_t ）與掛牌後十、二十及三十個營業日平均價格（ P_{t+10} 、 P_{t+20} 、 P_{t+30} ）相較， $P_{t+10} - P_t$ 、 $P_{t+20} - P_t$ 及 $P_{t+30} - P_t$ ，價差平均值分別為 (3.19)、(2.89) 及 (3.31)，皆為負價差，意謂股價呈現下跌趨勢，下跌比率分別為 70.54%、68.22% 及 68.99%，下跌比率明顯大於上漲比率，並以統計 t 檢定其顯著性， $P_{t+10} - P_t$ 、 $P_{t+20} - P_t$ 及 $P_{t+30} - P_t$ 分別具有高達 0.2%、2.7% 及 2.9% 的顯著性水準。綜上實證結果可知，初次上市（櫃）公司股票於與櫃市場最後一個營業日至掛牌日（含）後十、二十及三十個營業日之股價呈現下跌趨勢。

（三）初次上市（櫃）公司掛牌前股價上漲原因

經訪談承銷商、興櫃交易員及投資人，彙整初次上市（櫃）公司掛牌前股價上漲原因如下：

- 1.投資人預期初次上市（櫃）股票將有蜜月行情，而提前在興櫃市場買進股票。依據行為財務學理論可解釋為投資人以過去刻板印象或經驗做判斷，同時加上投資人過度自信於自己判斷的正確性，導致初次上市（櫃）公司掛牌前股價上升。
- 2.興櫃公司申請上市上櫃的不確定風險消除。展望理論的確定效果指出相對於不確定的結果，個人偏好確定的結果，故申請上市（櫃）公司每經過一次主管機關審核，代表申請公司愈確定可順利掛牌，投資人愈會傾向選擇投資該公司，增加股價上升的助力。
- 3.具產業發展潛力且獲利性高的新公司，吸引投資人提前在興櫃市場佈局。此投資行為亦源自投資人的過度自信，樂觀預期產業發展的前景及公司業績成長性，形成投資熱潮，造成股價上漲。
- 4.公司積極展開各式行銷活動如藉由媒體釋放利多消息，以及邀集機構投資人拜訪，出具投資建議報告等，吸引投資人買進。
- 5.興櫃交易制度資訊不透明，容易造成股價超漲現象，讓準掛牌公司或承銷商容易在掛牌前的興櫃市場維持價格。

（四）初次上市（櫃）公司掛牌後股價下跌原因

經訪談承銷商、興櫃交易員及投資人，初次上市（櫃）公司掛牌後股價下跌主要係因興櫃市場無法大量出售股票，在公司掛牌前期間於興櫃市場大量買進股票的投資人，以及參與初次上市（櫃）股票承銷的中籤戶及詢價圈購的投資人，會選擇掛牌首五日無漲跌幅限制及承銷商穩定價格操作期間出售持股，在有限的風險下，以獲利了結。另外，100年承銷新制提高股票申購比例，造成籌碼更加凌亂，賣壓增加。根據展望理論，個人在面對損失時，有風險愛好（risk seeking）的傾向，願意承受風險，以避免損失；對於利得則有風險趨避（risk aversion）的傾向，不願承擔風險，希望

保留利得，故已在興櫃市場買進股票的投資人或參與承銷認購的投資人，當初次上市（櫃）公司掛牌後股價高於持有成本時，投資人即會出售手中持股。

6.2 管理意涵與建議

（一）投資人於初次上市（櫃）公司掛牌日（不含）前三十個營業日買進股票，並於興櫃市場最後一個營業日賣出股票，可獲得較佳的投資管理績效。

經統計 129 家初次上市（櫃）公司興櫃市場最後一個營業日（不含）前三十、二十及十個營業日至興櫃市場最後一個營業日之股價報酬率平均值分別為 5.94%、3.40%及 0.93%，均為正報酬率並呈現逐漸下降情形，且 $P_t - P_{t-30}$ 及 $P_t - P_{t-20}$ 皆具有顯著性水準，然 $P_t - P_{t-10}$ 則不具顯著性水準。意謂市場投資人可藉由提前於初次上市（櫃）公司掛牌日（不含）至少前二十個營業日買進股票，並於興櫃市場最後一個營業日出售股票，以獲取正的投資報酬率，且提前於興櫃市場最後一個營業日（不含）前三十個營業日買進股票，並於興櫃市場最後一個營業日出售股票，將獲得最高的報酬率及夏普值，故建議興櫃市場投資人執行投資決策，經綜合評估投資標的風險，計畫投資興櫃股票，可於初次上市（櫃）公司興櫃市場最後一個營業日（不含）於三十個營業日買進股票，並於興櫃市場最後一個營業日出售股票，將可獲得較佳的投資管理績效。

（二）投資人於初次上市（櫃）公司興櫃市場最後一個營業日前數日處分即將掛牌之興櫃公司股票，可避免蒙受掛牌日後股價下跌的損失風險。

經統計 129 家初次上市（櫃）公司興櫃市場最後一個營業日至興櫃市場最後一個營業日（不含）後十、二十及三十個營業日，其股價報酬率平均值分別為（6.17）%、（5.54）%及（5.20）%，均為負報酬率並呈現下降情形，且 $P_{t+10} - P_t$ 、 $P_{t+20} - P_t$ 及 $P_{t+30} - P_t$ 皆具有顯著性水準，顯示投資人於初次上市（櫃）公司興櫃市場最後一個營業日買進股票並於掛牌後賣出股票，具有負報酬率，且於掛牌日（含）後十個營業日賣出股票，其投資報酬率

最低，故建議興櫃市場投資人若欲處分即將掛牌之興櫃公司股票，可於該公司掛牌前數日出售股票，避免蒙受掛牌日後股價下跌的損失風險。

（三）增加興櫃交易制度透明度

經由文獻探討及個案訪談發現，由於興櫃交易制度係以人工點選議價，與上市櫃之電腦競價撮合不同，興櫃交易委買委賣之價格及數量，一般投資人無法由公開交易系統得知，興櫃價格較易受人為操控，興櫃市場投資人多有無法以市場成交價買進或賣出股票的情況發生，使興櫃交易量減少，讓投資人對興櫃價格是否為真實的市場價格產生疑慮。故建議主管機關可提升興櫃交易資訊透明度，讓投資人可於公開交易系統或平臺，獲得興櫃交易委買委賣之價格及數量、成交價量等相關資訊，促進興櫃交易市場流動性。

6.3 研究限制

- （一）影響公司股價的因素眾多，外在環境的系統風險如國內政治經濟情況及全球金融市場變動，同時牽動公司股價及股市整體市場行情變動；公司內部的業績情況、獲利能力及法律訴訟等亦對公司股價產生影響。本研究在計算初次上市（櫃）公司股價變動趨勢及報酬率時，並未考慮股市加權指數變動及各公司財務業務績效情形，恐對實證結果分析有所影響。
- （二）本研究係以樣本公司興櫃市場最後一個營業日（不含）前後三十個營業日，做為觀察樣本公司掛牌前後股價表現之研究期間，研究期間並不太長，故依實證結果所提出之投資管理建議或有偏執。

參考文獻

中文部分

- 林玲羽 (1993)，新上市公司異常報酬決定因素之實證研究，政治大學會計研究所碩士論文。
- 許佩雲 (2001)，臺灣地區新上市股票短期與長期價格行為，中國文化大學會計研究所碩士論文。
- 張匡勛 (2003)，興櫃股票與未上市股票上市初期的資訊差異，嘉義大學管理研究所碩士論文。
- 楊雅婷 (2003)，興櫃交易與上市 (櫃) 股票之蜜月效果，臺北大學經濟學研究所碩士論文。
- 張翠玲 (2004)，初次公開發行蜜月行情之探討—興櫃股票市場設立前後，逢甲大學財務金融研究所碩士論文。
- 劉家榮 (2008)，新股上市或上櫃當日價格之結構性變動研究，臺北大學經濟學研究所碩士論文。
- 林威良 (2010)，興櫃股票轉上市 (櫃) 股價反應之研究，輔仁大學金融研究所碩士論文。
- 陳禮隆 (2011)，申請上市櫃過程中股票價格之變化：來自興櫃市場的實證，中央大學財務金融學系在職專班碩士論文。
- 楊永昌 (2007)，上市櫃公司股票首次公開發行定價之效率性研究-以 2005 年臺灣承銷新制實施後之樣本公司為例，東吳大學企業管理學系碩士在職專班碩士論文。
- 朱心蘅、陳怡誼及邱惠貞 (2010)，興櫃市場首次公開發行超額報酬與資訊揭露效果之探討，臺灣金融財務季刊，第十一輯第一期，民國 99 年 3 月，頁 69-92。
- 周賓鳳、池祥萱、周冠南及龔怡霖，行為財務學：文獻回顧與展望，證券市場發展季刊 14：2，2002 年，頁 1-48。
- 林炯堯 (1990)，「財務管理-理論與實務」，華泰書局，頁 772-779。

英文部分

- Aggarwal, R. and Rivoli, P.1990 , “Fads in the Initial Public Offering Market ?” *Financial Management* , 19 (4) , 45-57.
- Baron, D. P. (1982) , “A model of the Demand for investment Bank advising and Distribution Services for New Issues.” *Journal of Finance* , 31 (3) , 955-976.
- Beatty, R. P., and R. Ray (1986) , “Investment Banking , Reputation,and the Underpricing of Initial Public Offerings.” *Journal Of Financial Economics* , 15 , 213-232.
- Bower, N. L. (1984) , “Firm Value and Choice of Offering Method in Initial Public Officerings” , *Journal of Finance* , 44 (3) , 647-662.
- De Bondt, W. F. M. and R. H. Thaler (1985) , “Does the stock market overreact ? ” , *Journal of Finance* , 40 , 793-808.
- De Bondt, W. F. M. (1998) , “A portrait of the individual investor,” *European Economic Review* , 42 , 831-844.
- Fama, E. F. (1970) , “Efficient Capital Market : A Review of Theory and Empirical Work.” , *Journal Of Finance* , 25 , 388-417.
- Grether, D. M. (1980) , “Bayes’ rule as a descriptive model : The representativeness heuristic” , *Quarterly Journal of Economics* , 95 , 537-557.
- Kahneman, Daniel, and Amos Tversky (1979) , “Prospect theory : An analysis of decision under risk” , *Econometrica* 47 , 263-291.
- Lichtenstein, S., B. Fischhoff, and L. Philips (1982) “Calibration of probabilities : The state of the art to 1980, in Daniel Kahneman, Paul Slovic, and Amos Tversky,ed. : *Judgment Under Uncertainty , Heuristics And Biases* 306-334 , New York;Cambridge University Press.
- Ritter, J. (1984) , “The Hot Issue Market of 1980.” , *Journal Of Business* ,

215-241.

Ritter, J. R and Welch, I. (2002) , “A review of IPO activity, pricing and allocations” , NBER working paper series.

Rock, K. (1986) , “Why New Issues are Underpriced.” , Journal of Financial Economics , 15 , 187-212.

Shefrin, H. and M. Statman (1985) , “The disposition to sell winners too early and ride losers too long : Theory and evidence” , Journal of Finance , 40 , 777-790.

Shiller, R. J. and J. Pound (1989) , “Survey evidence of diffusion of interest among institutional investors” , Journal of Economic Behavior and Organization , 12 , 47-66.

Shiller, R. J. (2002) , “Bubbles, human judgment, and expert option , Financial Analysts Journal” , 58 (3) , 18-26.

Toeh, S. , Welch, I. and Wong, T. (1998) , “Earnings management and the post-issue underperformance in seasoned equity offerings” , Journal of Financial Economics , 50 , 63-99.

〔參考資料〕

中華民國證券商業同業公會第5屆第12次理監事聯席會議紀錄，101年1月10日。

今週刊，第773期，第62-68頁，2011.10.17~2011.10.23。

〔參考網站〕

財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心：<http://www.otc.org.tw/>

〔附錄 一 證券承銷相關法令〕

1. 中華民國證券商業同業公會承銷商輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則

第六條第二項

承銷商輔導興櫃公司辦理現金增資發行普通股採公開申購配售辦理承銷，其發行價格除不低於最近期經會計師查核簽證或核閱之財務報告每股淨值外，應參考向本公會報備承銷契約前三十個營業日興櫃股票電腦議價點選系統內該興櫃股票普通股之每一營業日成交金額之總和除以每一營業日成交股數之總和計算之均價，並應提出合理說明。

2. 中華民國證券商業同業公會承銷商辦理初次上市（櫃）案件承銷作業應行注意事項要點

第二點（節錄）

除上櫃轉上市案件及其他法令另有規定者外，承銷商輔導發行公司以普通股辦理股票初次上市（櫃）案件（以下簡稱初次上市（櫃）案件），應於向臺灣證券交易所股份有限公司（以下簡稱證交所）或財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下簡稱櫃檯買賣中心）申請初次上市（櫃）前與發行公司簽訂協議，其協議內容應包含下列各款：

（一）主辦承銷商應要求發行公司協調其股東就當次依證交所或櫃檯買賣中心規定，應委託證券商辦理公開承銷股數之百分之十五之額度，提供已發行普通股股票供主辦承銷商辦理過額配售；惟主辦承銷商得依市場需求決定過額配售數量。

（三）除依規定應提出強制集保股份外，主辦承銷商應要求發行公司協助取得該公司之董事、監察人、持股達百分之十之股東等之配偶及其二親等親屬、該公司經理人本人及其配偶及其二親等親屬及其他股東，就其所持有之已發行普通股股票，於掛牌日起一定期間（不得少於三個月，長於六個月）內，自願送存臺灣證券集中保管股份有限公司（以下簡稱

集保公司) 集保並不得賣出之承諾。

前項協議內容應先取得發行公司董事會決議通過後始得辦理。

3.承銷商辦理承銷業務時之缺失處理辦法第七條認定原則

二、數量之認定：(節錄)

---。但依規定應提出強制集保股份加計上述所約定之對象願配合於掛牌後一定期間之閉鎖期內不得出售之持股總量已達送件申請時實收資本額之下列標準者，得免協調其他人補足之：

1.初次申請股票上市上櫃之發行公司：

- (1) 送件申請時股份總額在三千萬股以下者，應達百分之七十。
- (2) 送件申請時股份總額超過三千萬股至一億股以下者，應達百分之六十五。
- (3) 送件申請時股份總額超過一億股者，應達百分之六十。

4.中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法

第三十條

有價證券承銷價格除依第一節或第二節規定辦理外，應依其他合理方式訂出參考價，而後與發行公司(發行機構)或有價證券持有人議定承銷價格。

初次上市(櫃)前之承銷案件應充分考量公司最新財務狀況，除參考詢價圈購狀況、一個月內之興櫃市場價格及主、協辦承銷商之研究報告訂定承銷價格，並應提出合理說明，且承銷價格不得低於向本公會申報詢價約定書前興櫃有成交之10個營業日其成交均價簡單算術平均數之七成；若承銷價格與訂價日前一營業日之興櫃價格差距達百分之五十時，應具體說明訂價之理由。

5.臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則

第十二條

申請股票上市之發行公司，其上市契約經主管機關核准，並經本公司函知後，應依前條規定辦理公開銷售，如果所申請上市之股票未於本公司函知之日起算三個月內上市買賣者，應報經主管機關核准後，撤銷該上市契約，其有正當理由申請延期，經本公司同意並報請主管機關核備後，得延長三個月，且以一次為限。

6.財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則

第十二條第二項

經本中心同意在櫃檯買賣之有價證券，其開始買賣期日應訂於自發行人接到本中心通知前條契約核准日起三個月內；逾期未開始買賣者，本中心應報經主管機關核准後，撤銷該有價證券櫃檯買賣契約，但其有正當理由申請延期，經本中心同意並報請主管機關核備後，得延長三個月，且以一次為限。