

國立交通大學

管理科學系

碩士論文

新股上櫃前櫃檯市場資訊與
承銷價格低估關係之研究

On the Relationship between OTC Stock Market Information
and the Underpricing of Initial Public Offering

研究生：彭宗譽

指導教授：王克陸 博士

沈華榮 博士

中華民國九十五年六月

新股上櫃前櫃檯市場資訊與承銷價格低估關係之研究

On the Relationship between OTC Stock Market Information
and the Underpricing of Initial Public Offering

研究生：彭宗譽

Student：Tsung-Yu Peng

指導教授：王克陸

Advisor：Dr. Kehluh Wang

沈華榮

Dr. Hua-Raung Shen

國立交通大學

管理科學系

碩士論文

A Thesis

Submitted to Department of Management Science

College of Management

National Chiao Tung University

in partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master of Business Administration

in

Management Science

June 2006

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國九十五年六月

新股上櫃前櫃檯市場資訊與承銷價格低估關係之研究

研究生：彭宗譽

指導教授：王克陸、沈華榮 教授

國立交通大學管理科學系碩士班

中文摘要

本研究乃是探討在公開上市前特定時間，大盤相關的訊息對於新上櫃股票承銷價格低估之影響，所選擇的研究對象是民國九十年至九十四年間在中華民國櫃檯買賣中心店頭市場的新上櫃公司，共計有四百一十三家，利用平均數 t 檢定，複迴歸分析等統計分析工具，檢定變數計有大盤市場動量、大盤市場波動性、大盤本益比、大盤股價淨值比、大盤成交量、大盤週轉率、大盤平均殖利率等因素，以新上櫃股票上櫃前六個月前的數值作為分析的自變數，研究以上自變數與新上櫃股票承銷價格低估之相關性分析，亦能找出以上自變數與新上櫃股票承銷價低估的相關性。經過實證分析之後，得到以下的結論：

- 一、研究期間上櫃股票存在承銷價格低估現象，店頭市場 69.01% 之新上櫃股票被低估，承銷價平均被低估 24.88%。
- 二、研究期間新上櫃股票之承銷價低估與上櫃前十日市場動能的關係為不顯著，但與上櫃前十日市場波動為正相關。而新上櫃股票之承銷價低估與上櫃前四十日市場動能以及市場波動為正相關
- 三、研究期間新上櫃股票之承銷價格低估與上櫃前六個月前之大盤相關變數結果為：與大盤週轉率、大盤股價淨值比、大盤殖利率為負相關，與大盤成交量為正相關，與大盤本益比關係為不顯著。
- 四、研究樣本依據產業區分為電子股與非電子股，發現大盤相關變數對於非電子股產業之承銷價低估無顯著相關，電子股則與整體大盤結論一致。

關鍵字：初次公開發行、承銷價格低估、店頭市場、市場動量、市場波動性、大盤週轉率、成交量、大盤本益比、大盤股價淨值比、大盤平均殖利率。

On the Relationship between OTC Stock Market Information and the Underpricing of Initial Public Offering

Student: Tsung-Yu Peng

Advisor: Dr. Kehluh Wang
Dr. Hua-Raung Shen

Institute of Management Science
National Chiao Tung University

Abstract

This study focuses on the relationship between the stock market information and the underpricing of initial public offerings (IPO). Our sample consists of IPO companies during the sample period from 2001 to 2005. We adopt the variables six months before the IPO date, including the market volume turnover rate, trading value, price earning ratio, price-book ratio, and the average dividend yield. Furthermore, we consider the market momentum and market volatility to analyze the effect of stock market prosperity and uncertainty on the underpricing of IPO stocks. The conclusions are:

- (1) The underpricing of IPO stock exists in Taiwan OTC stock market. 69% of the newly listed companies underprices their stocks by 24% on average.
- (2) There are positive relationships between the market volatility and the underpricing of IPOs. And there is the positive relationship between the 40-day market momentum and the underpricing of IPOs. However, there is no significant relationship between the 10-day market momentum and the underpricing.
- (3) The trading value of the stock market has a positive effect on the underpricing of IPO Stocks. The market volume turnover rate, price-book ratio, and the market average dividend yield have negative impacts on the underpricing of IPO Stocks. There is not the significant relationship between the stock market average

price-earning ratio and the underpricing of IPO.

The relationship between the stock market information and the underpricing of newly listed non-electronic industry companies are not significant at all.

Key Word : Initial Public Offering, Underpricing, Over-the-Counter Market, market momentum, market volatility, market volume turnover rate, trading value, price earning ratio, price-book ratio, and the market average dividend yield.



誌 謝

兩年的時間匆匆飛逝，初到交通大學的種種猶如昨日才剛發生，今日即將踏出交大校門，邁向人生另外一個階段，內心感觸很深。研究所期間，感謝所上老師在課堂上給予學生的諄諄教誨以及傳授豐沛的學術知識，讓學生對管理有更深一層的體認，激發學生更宏觀的思維。本論文得以完成要感謝指導教授王克陸教授以及沈華榮教授的給予的細心栽培與指導，對於學生所提的疑問，耐心且不厭其煩的解答，使學生能夠習得研究精神與研究方法，在此表達衷心的感謝之意。論文的完成也要感謝口試委員張寶塔教授、彭雅惠教授的悉心指正與建議，使得學生論文能順利完成。

在研究所兩年期間，與許許多多同窗朋友相處的歲月，讓我畢生難忘。感謝研究所同學室友崇孝、宗霖、士軒的相互扶持，感謝同研究室的育菁與俊諺在論文統計與研究方法的協助，以及同門同學坵熙、靖茹、慧敏的相互幫助，一起渡過碩士班最煎熬的時光，而兩年同窗情誼的好同學們，雪姿、姿云、俊宏、琦燕在研究所的最後關頭，大家一起找工作打拼的日子，我會銘記在心，更要感謝畢業後仍然不時提供我諮詢建議的美燁學姊及春山學長。所辦的王姊以及玉娟姊在這段期間的協助，也十分感激。

更重要的是要感謝家人的支持鼓勵，由於他們的辛勞付出，成爲我無後顧之憂追求學業的最佳後援，家庭給我的實在太多了，今後將會加倍努力來報答家庭養育培育的辛勞。最後，要感謝玉仁在這段期間的支持與鼓勵，給予我很多的建議與協助，同時也讓我有更大的信心與勇氣，去克服所面臨的困難與挑戰。

研究所兩年讓我改變許多，也感謝這一路上陪伴我的家人與許多朋友，這兩年的求學生涯，讓我更加成長，也對未來產生更大的信心，堅持付出，相信未來。

彭宗譽 謹誌 新竹
于 2006 年 夏

目錄

中文摘要	III
ABSTRACT.....	IV
表目錄	IX
圖目錄	X
第一章 緒論	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究動機.....	4
1.3 研究目的.....	7
1.4 研究流程	8
1.5 論文架構.....	9
第二章 文獻探討	10
2.1 股票上櫃制度介紹.....	10
2.2 新上市股票異常報酬之探討.....	14
2.3 新上市股票承銷價低估相關理論.....	15
2.2.1 訊息不對稱假說(Asymmetric-Information Hypothesis).....	15
2.2.2 訊息傳遞假說(Signaling Hypothesis).....	16
2.3.3 承銷商獨占力假說(The Monopoly Power Hypothesis)	17
2.3.4 承銷商風險迴避假說(Risk-Averse-Underwriter Hypothesis).....	17
2.3.5 保險假說(Insurance Hypothesis).....	17
2.3.6 投機泡沫假說(Speculative-Bubble Hypothesis).....	18
2.4 其他承銷價低估的影響因素.....	19
2.5 國內相關研究整理.....	22
第三章 研究方法	23
3.1 資料範圍及對象.....	23
3.1.1 折價幅度(Underpricing ; UP)的衡量.....	24
3.1.2 研究變數與資料來源.....	25
3.2 研究假說.....	32
3.3 研究架構.....	34
第四章 實證結果與分析	36
4.1 承銷價格低估之分析.....	36
4.2 迴歸分析(REGRESSION ANALYSIS)	40
4.2.1 市場動量與市場波動性迴歸分析.....	41

4.2.2 股票市場資訊迴歸分析.....	43
4.2.3 產業別股票市場資訊迴歸分析.....	45
第五章 結論與建議	47
5.1 研究結論	47
5.2 研究限制與後續研究建議.....	48
國內參考文獻	50
國外參考文獻	52
附錄.....	54



表目錄

表 1-1	近五年來台灣店頭市場股票交易概況	2
表 1-2	近五年台灣新上市櫃股票家數與募資金額一覽表	2
表 2-1	股票申請上櫃所應具備的申請條件	11
表 2-2	RITTER(2004)研究統計之承銷價折價幅度	14
表 2-3	國內近年來相關研究整理	22
表 3-1	研究樣本各年度分布情形	23
表 3-3	研究樣本各年度承銷價格、承銷股數、承銷總金額分類表	24
表 4-1	研究樣本之蜜月期天數及承銷價格折價幅度	36
表 4-3	各年度樣本承銷價格與收盤價格比較一覽表	38
表 4-4	全體研究樣本承銷價格低估檢定表	39
表 4-5	各年度研究樣本承銷價格低估檢定表	39
表 4-6	股票上櫃掛牌前四十天股票市場動能與市場波動性對承銷價格低估之 影響	41
表 4-7	上櫃前十天股票市場動量與市場波動性對承銷價格低估之影響	42
表 4-8	上櫃前六個月店頭市場資訊對股票初次上櫃承銷價格低估之影響	43
表 4-9	股票市場資訊變數與新股承銷價格低估之影響	44
表 4-10	股票市場資訊對新上櫃電子股承銷價格低估之影響分析結果	45
表 4-11	股票市場資訊對新上櫃非電子股承銷價格低估之影響分析結果	46
附錄表 1	本研究使用之初次上櫃股票樣本名稱一覽表	54

圖目錄

圖 1-1 股票初級市場(發行市場)流程	1
圖 1-2 研究流程	8
圖 2-1 有價證券上櫃審查流程圖	12
圖 2-2 股票初次公開發行訊息不對稱的參與者	15
圖 3-1 店頭市場每月成交量週轉率	27
圖 3-2 店頭市場月每日平均成交量	28
圖 3-3 店頭市場每月平均本益比	29
圖 3-4 店頭市場每月股票淨值比	30
圖 3-5 店頭市場每月平均殖利率	31
圖 4-1 迴歸分析步驟流程圖	40



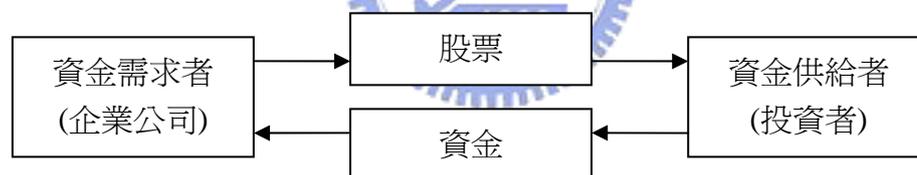
第一章 緒論

1.1 研究背景

企業發展過程中，從萌芽期邁入成長階段，無論是機器設備的增設、人力資源的加入、銷售據點的擴張等活動，造成資金的需求不斷的升高，企業爲了籌措營運的資金，不外乎透過資本市場上的股票市場與債券市場進行，其中透過股票的公開發行一般而言能夠以較低的成本籌措資金，擴大公司的經營規模，對於公司後續的資金籌措來說，也提供了更多元化的彈性籌資管道。

而證券市場扮演著資金融通的橋樑角色，它提供擁有資金的投資者投資機會，也提供需求資金營運的企業融資管道，證券市場的發達與否對於國家的經濟發展而言，存在著舉足輕重的關係，以下面的圖例 1-1 說明：

圖 1-1：股票初級市場(發行市場)流程



台灣目前共有台灣證券交易所、中華民國櫃檯買賣中心交易市場，以及興櫃市場。最早於民國五十一年成立的台灣證券交易所集中市場，至今已發展了四十多年，截至民國九十四年十二月底止，共有六百九十一家公司上市，總資本額爲新台幣五兆四千億餘元，總市值達到新台幣十五兆六千億餘元。櫃檯買賣市場與集中交易市場同爲證券流通市場之一環，櫃檯買賣中心於民國七十七年起籌辦，截至九十四年十二月底止，櫃檯買賣市場掛牌累計已達五百零三家，總資本額達到新台幣六千四百餘億元，市值達到新台幣一兆三千餘億元。另外，興櫃市場交易之股票就是指已經申報上市(櫃)輔導契約之公開發行公司的普通股股票，在還沒有上市(櫃)掛牌之前，經過櫃檯中心依據相關規定核准，先在證券商營業處所

議價買賣者而言，由於興櫃市場成立年限不長且交易數量為達到一定的規模，故一般討論股票初次上櫃不以興櫃市場為探討對象。表 1-1 列出近五年我國店頭市場相關的市場交易概況。

表 1-1 近五年來台灣店頭市場股票交易概況

	90	91	92	93	94
上櫃家數(家)	333	384	423	466	503
總資本額 (百萬元)	681,436	627,293	639,472	626,097	643,179
總市值(百萬元)	1,411,157	862,248	1,200,781	1,122,532	1,312,463
總成交值 (兆元)	2.3270	2.7947	2.0593	3.4754	3.1665

資料來源：台灣經濟新報資料庫

以台灣股票上市與上櫃市場近五年來的初次公開發行概況來說，如下表 1-1 所示，由近五年的趨勢可以發現，在民國九十一年時，上市櫃年度股票初次公開發行(Initial Public Offerings)的家數與金額達到最高峰，共有一百三十六家公司進行初次公開發行，合計達到新台幣約五百億元的規模，不過自隔年起卻快速的下降，不過每年仍有約新台幣一百五十億元左右的水準。

表 1-2 近五年台灣新上市櫃股票家數與募資金額一覽表

	90	91	92	93	94
新上市家數(家)	16	33	20	11	7
新上市募資金額 (新台幣億元)	129.64	264.92	205.89	86.37	54.76
新上櫃家數(家)	89	103	82	84	55
新上櫃募資金額 (新台幣億元)	174.65	231.13	135.94	93.57	75.44

資料來源：台灣經濟新報資料庫

本研究研究之樣本以台灣櫃檯買賣中心新上櫃股票為樣本，由於國內股票上市標準對於獲利部份有較高的要求以及近年來櫃檯買賣中心擴大市場規模而大

舉鼓勵股票上櫃，因此每年新上市的股票家數遠遠小於新上櫃的股票家數，雖然新上市股票發行金額與新上櫃的股票差距不大，甚至比較大。爲了避免研究樣本過小，且研究受到部分極端樣本影響，故本研究選定樣本爲民國九十年至九十四年櫃檯市場初次公開發行上櫃股票，共計四百一十三家，詳細列於本論文附錄一。



1.2 研究動機

以過往的經驗而言，股票初次公開發行往往吸引投資大眾積極參與新股認購並藉此獲取高額利潤。自從民國九十四年年底新股上市首五日取消漲跌幅限制後，每每股票上市飆漲情形皆引起大眾討論，掛牌首日就上漲幅度超過 100% 的也時有所聞，其中以民國九十五年三月初次上櫃的益通光能股票最令大家印象深刻，上櫃首日就上漲超過 300%，帶給股東超額報酬(Excess return)，但是相對的，正也代表著初次公開發行公司對於掛牌承銷價的訂定有嚴重的價格低估之情形。

根據 Loughran, Ritter, Rydqvist(1994)研究世界三十九個國家股票初次公開發行的平均初期報酬，各國平均公開發行股票初期報酬從丹麥的 5.4%(1984-1998，117 家)，台灣的 31.1%(1986-1998，293 家)，馬來西亞的 104.1%(1980-1996，401 家)，到最高的中國，其平均公開發行股票的初期報酬高達 256.9%(1990-2000，432 家)。可見初次公開發行股票存在超額報酬是普遍存在的現象。而自從 1963 年美國證管會於 1963 年提出研究報告指出此現象後，後續研究如雨後春筍般出現，未曾停歇。

效率市場 (efficient market)，是指在一個資訊流通無障礙的市場中，證券價格皆能正確、即時及充分地反映在所有攸關訊息，無論進行何種交易策略投資人皆無法取得超額報酬或稱異常報酬(abnormal return)。也就是說，市場永遠處於均衡的狀態，無人能以特殊的交易策略持續地擊敗市場。而效率市場的存在必須具有以下四個假設：

1. 資訊的取得幾乎是免費的，投資人可以在極少的成本下同時取得市場資訊。
2. 所有投資人都是理性的、追求利潤極大化的，且亦為證券市場的價格接受者。
3. 資訊的產生是隨機且前後獨立的，無人能夠隱藏資訊。
4. 所有的投資人對新的資訊均能迅速也能正確的反應。

根據財務管理可以區分效率市場為以下三類：

- 1.弱式效率市場假說：股價會反映市場的歷史資訊，所謂的歷史資訊，包含過去的價格、報酬率、交易量以及其他可獲得的過去資訊。也就是說技術分析是無用的。由於所有的歷史資訊都已反映在價格上，所以與未來的價格變化沒有直接的關聯性，因此無法用歷史資料來預測未來，進而賺取超額的報酬。而歷史資料又是技術分析的基礎，所以說技術分析在弱勢效率市場無用武之地。
- 2.半強式效率市場假說：所有有關公司經營狀況的公開資訊必在股價上反映，這些資料除了過去價格之外，尚包括公司生產線的基本資料、管理品質、財務報表、盈餘預測、新產品的研發、專利權的擁有、會計的執行等等。也就是說，當半強式效率市場成立時，透過基本分析進行交易並無法獲得超額報酬。
- 3.強式效率市場假說：股價反映了公司所有資訊，甚至包括公司內線消息。其所反映的資訊包括公開及非公開，幾乎所有可能在市場上發生的資訊都包括，甚至連公司內部人員或董事才知道的訊息皆反映在價格上。因此，如果市場是強式效率，任何投資人都無法從市場中獲取超額利潤。

對於初次公開發行折價因素的研究主要可分為針對發行公司內部影響因素，如股權結構、成本結構、獲利能力等因素的研究，或者針對公開發行時相關的參與者因素，如承銷商的聲譽、簽證會計師的聲譽進行研究分析，另外亦有針對公開發行承銷相關議題進行分析研究，如承銷方式、中籤率等因素進行研究分析。最後也有就整體股票市場等公司外部因素進行分析研究，如股票指數高低，市場趨勢指標。本研究的重心為初次公開發行股票上市前股票市場相關因素對於承銷價格之低估是否有影響，有別於大部分的研究以股票初次公開發行公司內部因素做為研究方向，而是以初次公開發行前某特定時間，公開發行公司所屬股票

市場相關的因素做為分析研究對象，而這些櫃檯市場的相關變數包括大盤成交量、大盤成交量週轉率、大盤股價淨值比、大盤平均本益比、大盤平均月殖利率，透過以上櫃檯市場變數來瞭解其對於新股上櫃承銷價格低估之影響。



1.3 研究目的

根據上述的研究動機的說明，本研究主要是參考國內學者陳軒基、陳右超、葉秀娟三人所發表的研究「證券承銷制度與折價幅度控制」中關於市場動能與市場波動性與初次公開發行股票折價幅度的概念為基礎，加入其他股票市場的相關變數形成本研究。因此，本研究主要的研究目的為以下幾點：

- 1.實證台灣櫃檯買賣市場(OTC)是否在新股初次上櫃時存在超額報酬，如果答案是肯定的，那麼超額報酬的比例為多少?平均的超額報酬為多少?
- 2.探討股票初次上櫃前特定時間的股票市場動能與股票波動性是否會影響股票初次上櫃的超額報酬?
- 3.探討股票初次上市前六個月前，股票市場中大盤平均週轉率、大盤平均本益比、大盤平均股價淨值比、大盤平均月成交量以及大盤平均股票殖利率與股票初次上市超額報酬之相關性。
- 4.由於台灣本身的產業發展結構以電子業為大宗，故特別將研究樣本獨立出電子業與非電子業，探討股票初次公開發行是否會因為產業別而與上述股票市場相關變數間有更顯著的相關性。

1.4 研究流程

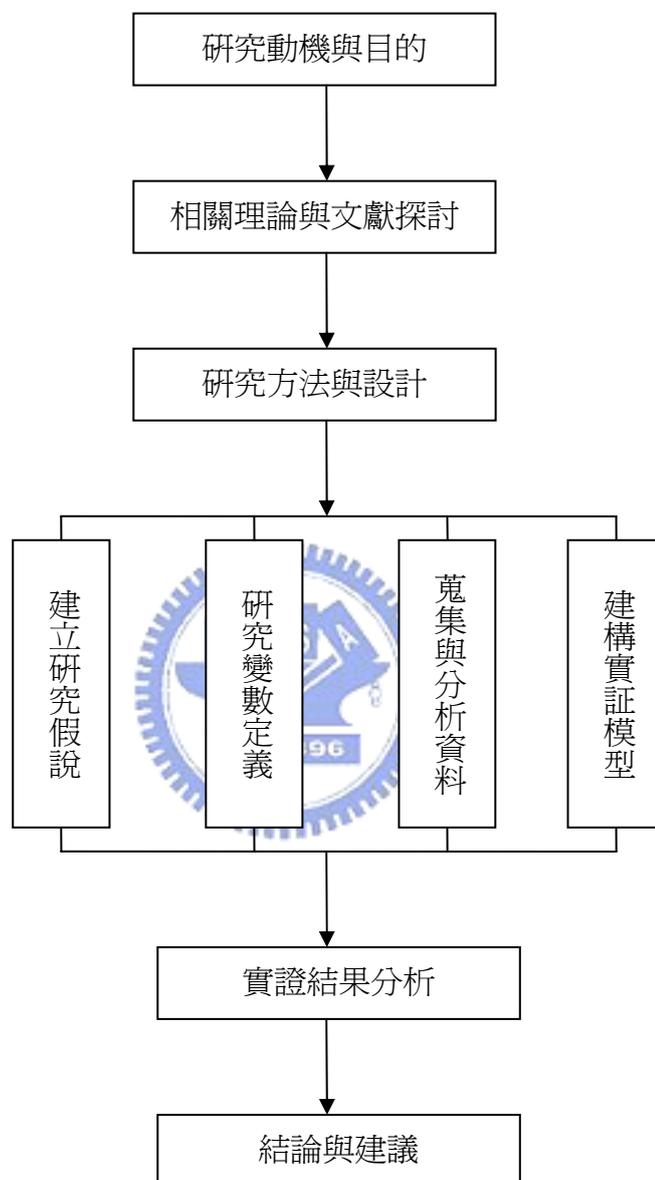


圖 1-2：研究流程

1.5 論文架構

本論文分爲五章，內容大綱如下：

第一章 緒論

說明研究的背景以及動機，設定研究之目的，界定所做研究之範圍，建立整個研究的流程以及論文的架構。

第二章 相關理論與文獻探討

首先，對於歷年來國內外學者提出針對股票初次公開發行折價因素所形成的學說進行整理與回顧，以作為本篇研究之理論基礎。

第三章 研究方法

首先建立本篇論文的研究假說，對於研究變數進行定義，蒐集與分析研究樣本，建立實証研究所需之模型，說明欲採用的研究方法與假設檢定。整體研究將以民國九十年到九十五年共五年期間，台灣櫃檯買賣中心(Over the Counter；OTC)中初次公開發行公司為樣本，以各公司初次公開發行前大盤市場動量、大盤市場波動性、特定期間大盤週轉率、大盤本益比、大盤股價淨值比、大盤成交量等資料進行相關性分析，以驗證這些變數對股票初次公開發行時承銷價格低估現象的相關性及對承銷價低估的解釋能力。

第四章 實證研究分析

基於研究方法所擬定的相關步驟進行實證研究，對於研究的結論進行結果的分析與探討，並針對研究結果分析支持假說的變數。

第五章 結論與建議

總結研究的結果，歸納成重要的結論，並指出此研究的限制與對後續研究進行建議。

第二章 文獻探討

2.1 股票上櫃制度介紹

股票公開發行上市對公司而言，能便利籌措長期資金加速企業成長，提高公司聲譽，帶動業績成長，促進內部管理健全，增加經營績效，易獲得國外各界之支持，同時股票上市櫃後能引進員工分紅入股制度，增加同仁對公司的向心力以及績效。同時對於投資人而言，投資於已上市櫃的股票具有易於流通變現的好處，相對於未上市股票，資訊公開且透明因此較安全可靠，且上市櫃股票可以作為向金融機構貸款之擔保，綜合以上的益處，使得一般公司莫不以股票公開上市為目標，作為公司持續往上發展必經歷程。

本研究的樣本以中華民國證券櫃檯買賣中心初次公開上櫃股票為樣本，因此，茲在此就中華民國證券櫃檯買賣中心所形成的櫃檯交易市場以及台灣股票上櫃制度做一介紹。有價證券不在集中交易市場上市以競價方式買賣，而在證券商的營業櫃檯以議價方式進行的交易行為，稱為櫃檯買賣。由櫃檯買賣所形成的市場稱為櫃檯買賣市場，又稱店頭交易，英文為 **Over-the-Counter**，簡稱 **OTC**。公開發行公司申請將其所發行的證券（包括股票與公司債）在證券商營業處所買賣者稱為上櫃申請，經核准可以在證券商營業處所為櫃檯買賣的股票稱為上櫃股票，也就是說，可以在櫃檯買賣市場發行與流通的股票叫做上櫃股票。而適合在櫃檯買賣市場流通的企業類型為公開發行期間較短者；規模較小尚未達到上市標準，可以透過上櫃取得資金擴大規模。

就欲申請股票上櫃的公司而言，申請上櫃須向證期會辦理公開發行，且應於興櫃股票市場交易滿六個月以上，經二家以上證券商書面推薦者。惟應指定其中一家證券商係主辦推薦證券商，餘係協辦推薦證券商。在櫃檯買賣中心所在地設有專業股務代理機構或股務單位辦理股務者。證券業、金融業及保險業申請其股票為櫃檯買賣，應先取得目的事業主管機關之同意函。另外，公司需具備其他如表 2-1 所列之申請條件。

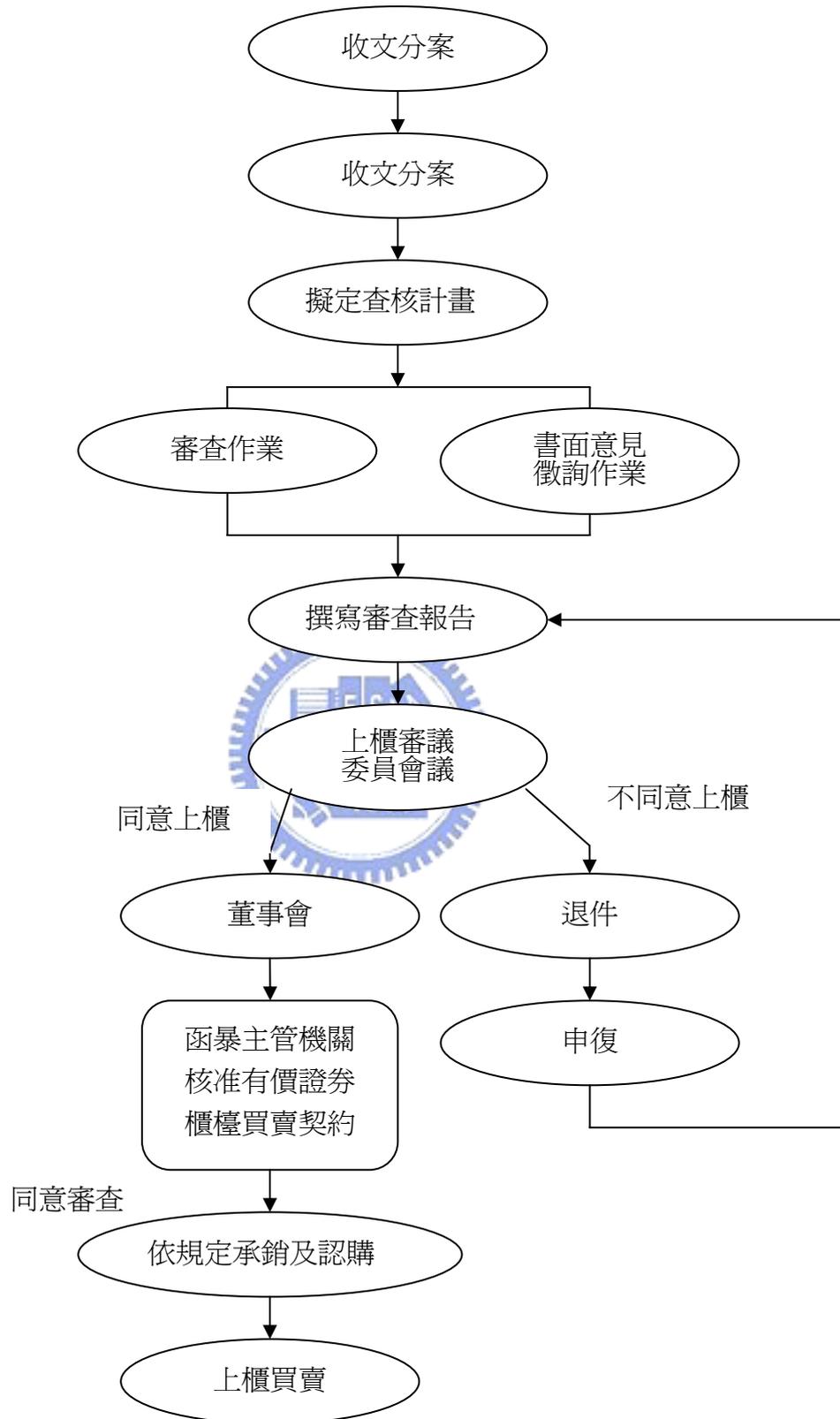
表 2-1 股票申請上櫃所應具備的申請條件

設立年限	依公司法設立登記滿二個完整會計年度。
實收資本額	新台幣五千萬元以上。
獲利能力	其個別及依財務會計準則公報第七號規定編製之合併財務報表之稅前純益占實收資本額之比率最近年度達百分之四以上，且其最近一會計年度決算無累積虧損者；或最近二年度均達百分之三以上者；或最近二年度平均達百分之三以上，且最近一年度之獲利能力較前一年度為佳者。前述合併財務報表之獲利能力不予考量少數股權純益（損）對其之影響。但前揭之稅前純益，於最近一會計年度不得低於新台幣四百萬元。
股權分散	持有股份一千股至五萬股之記名股東人數不少於三百人，且其所持股份總額合計占發行股份總額百分之十以上或逾五百萬股。
強制集保規定	董事、監察人及持有公司已發行股份總數百分之十以上股份之股東，將其持股總額依本中心規定比率，委託指定機關集中保管，並承諾自股票在櫃檯買賣之日起二年內不予出售，所取得之集中保管證券憑證不予轉讓或質押，且二年期限屆滿後，集中保管之股票允按本中心規定比率分批領回者。

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心

有價證券的上櫃制度歷經多次修改，為了兼顧上櫃公司品質、保障投資安全的原則下，精簡上櫃流程，使新興、有潛力的公司得以縮短進入資本市場之時間。證券櫃檯買賣中心訂立「審查有價證券上櫃作業程序」做為依詢之標準，俾達到公平公正之目標。圖 2-1 整理有價證券上櫃審查流程，其中以往推薦證券商提出輔導計畫須至少輔導十二個月始能申請上櫃，改為推薦券商輔導滿十個月即可向櫃買中心申請上櫃備查函，取得備查函並輔導滿十二個月即可申請上櫃，此舉有助於書面審查期間提早二個月，縮短上櫃流程。

圖 2-1 有價證券上櫃審查流程圖



資料來源：證券櫃檯買賣中心

承銷價格之訂定

爲使股票承銷價格之訂定充分公開，提供正確之投資判斷，證期會於民國八十一年二月十二日發布「股票承銷價格訂定使用財務資料注意事項」；而證券公會爲推動時價發行制度，亦於民國八十六年四月八日發布有關上市(櫃)公司申報現金增資發行價格訂定之計算公式，俟計算出價格後，承銷商再與發行者議定，計算公式如后：

$$\text{承銷參考價格} = (A * 40\%) + (B * 20\%) + (C * 20\%) + (D * 20\%)$$

A：三年度平均每股稅後純益 5 採樣上市公司最近三年度平均本益比，其權值占 40%。

B：三年度平均每股股利，採樣上市公司最近三年度平均每股股利率，其權值占 20%。

C：最近期之每股淨值，其權值占 20%。

D：本年度預估每股股利，金融機構一年期定期存款利率，其權值占 20%。

然而在民國九十四年進行承銷價格訂定改革，除公營事業、BOT 等外，其餘新申請上市櫃者，承銷股份全面採用新股，且承銷價格制定，也廢除過往慣用的計算模式，改以承銷商發揮專業評價功能，並與發行公司議定之，主要是強化承銷商專業功能，並促使價格回歸市場機制。

2.2 新上市股票異常報酬之探討

Loughran and Ritter(2004)研究指出，蒐集美國 1980 年到 2003 年初次公開發行的公司樣本，共計 6,391 家公司，進行初次公開發行公司的折價幅度研究，可以得到如表 2-2 的情形。此研究指出在 1999-2000 年期間，正逢網路泡沫化時期，卻在股票初次發行市場有異常高的折價幅度。

表 2-2 Ritter(2004)研究統計之承銷價折價幅度

	IPO 家數	平均首日報酬	首日報酬中位數
1980-1989	1982	7.3%	1.9%
1990-1998	3396	14.8%	7.8%
1999-2000	803	65.0%	32.3%
2000-2003	210	11.7%	8.8%
Total	6391	18.7%	6.3%

資料來源：Tim Loughran and Jay Ritter(2004),
"Why has IPO Underpricing Changed Over Time",
Financial Management(Autumn),pp.5-37

而國內學者陳軒基、陳右超、葉秀娟(2002)研究承銷制度與折價幅度控制時，以台灣民國六十年至民國七十九年的間初次上市股票為樣本，得到平均 45% 的折價幅度，明顯高於歐美各國。

Loughran ,Ritter and Rydqvisk(1994) 研究三十九國股票初次發行時，探討其長短期的股價表現，指出所有樣本國家，短期皆存在承銷價低估的現象，當承銷價訂定後離上市交易的期間愈長時，則折價幅度愈大。

國內外許多的學者研究皆指出，初次公開發行股票的承銷價格低估現象為普遍的現象，然而引起承銷價低估的因素相多繁多，也引起國內外學者廣泛的探討，接著本研究將進行相關的文獻回顧。

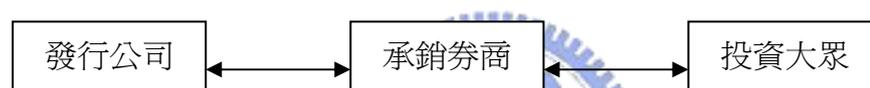
2.3 新上市股票承銷價低估相關理論

綜觀過往國內外許多的研究皆指出，新股初次公開發行(IPO)時，往往會產生超額報酬，稍加歸納整理，可以得到以下幾個因素會對 IPO 的超額報酬產生影響：訊息不對稱假說、訊息傳遞假說、承銷商獨占力假說、承銷商風險迴避假說、投資泡沫假說等。下面就分別加以說明：

2.2.1 訊息不對稱假說(Asymmetric-Information Hypothesis)

參與公司股票初次公開發行主要的參與者為發行公司、承銷商以及投資人，其關係如圖 2-1。

圖 2-2 股票初次公開發行訊息不對稱的參與者



1. 發行公司與承銷券商間的訊息不對稱

Baron(1982)研究指出發行公司為了將股票順利公開發行於市場，必須仰賴承銷券商，專業的承銷券商除了瞭解如何依照法令規定協助發行公司取得公開發行上市的資格外，更重要的是，承銷券商與發行公司在議定初次公開發行承銷價時，扮演舉足輕重的地位，由於承銷券商相對於發行公司更加的瞭解市場上投資大眾的投資需求，加上承銷券商往往肩負著負責包銷發行公司股票的任务，承銷券商為了避免無法完全順利銷售，因此，股票承銷價格低估的情況就會發生。

2. 發行公司與投資大眾間的訊息不對稱

Ibbotson(1975)如果發行公司比投資大眾擁有更多的訊息，理性的投資者會擔心遇到檸檬市場的訊息不對稱情況，也就是投資大眾會猜測只有比平均水準低的發行公司會願意以平均價格公開發行自身的股票。而較佳的發行公司為了避免較劣公司模仿，就會以低於市場預期的價格公開發行其股票。相反地，如果投資大眾比發行公司擁有更多的訊息，如市場對股票的需求訊息，將會使得發行公司

無法得知市場能夠忍受的股票價格為何，會造成發行公司擔心股票無法順利承銷，而將股票承銷價格低估以順利承銷的情形。

3.投資大眾間的訊息不對稱

投資大眾若掌握充分訊息時，只有在股票價格低於他們本身掌握訊息所判斷的股票價值時，才會進入市場購買股票，相反地，若掌握訊息的投資大眾發覺承銷價格高於依據訊息判斷而得的股票價值時，他們將不會進入購買股票。但是相對的如果投資大眾是沒有充分訊息時，往往會購買承銷價格高估的股票而蒙受損失，此即為 Ritter(1986)所稱的「贏家的詛咒(Winner's Curse)」。而發行公司基於要吸引無法掌握訊息的投資人能加入購買公司股票，因此把承銷價低估，以彌補沒有資訊的投資大眾繼續留在市場投資。

2.2.2 訊息傳遞假說(Signaling Hypothesis)

訊息傳遞假說與資訊不對稱假說十分相近，主要區別為資訊不對稱假說指優良與劣質的公司皆須承擔一定程度的公開發行折價，而訊息傳遞假說則主張只有優良的公司才願意且有承擔公開發行的折價成本。

Welch(1989)指出，優質的公司會努力將本身與劣質的公司做出區別，過程中會運用一些劣質公司無法支付的成本來達成此目的。體質優良的公司透過折價初次公開發行股票，能夠達到股權分散的效果且能夠讓投資此股票的大眾獲得較高的初始報酬，股票上市後，由於投資大眾對此公司具有信心，因此公司可藉由較佳的價格再次增資，來彌補之前折價造成的募資差價。相對的，體質較差的公司，在上市後，必須將資訊公開，也因次造成其無法如體質好的公司般，以較佳的價格來再次增資發行股票，那麼，若公司需要龐大的資金且無法負擔未來增資失敗的風險，體質較差的公司無法模仿體質佳的公司於初次公開發行時，將承銷價低估。那麼，由此可見，承銷價格低估為公司透露給投資大眾有關公司體質優良與否訊息，同時承銷價格低估對發行公司所形成的成本即為公司傳遞訊息的成

本。

Allen and Faulhaber(1989)亦指出承銷價格低估是發行公司爲了傳達公司未來發展佳的訊息，發行公司爲吸引投資者申購股票，願意以承銷價格低估之成本來吸引投資者。

2.3.3 承銷商獨占力假說(The Monopoly Power Hypothesis)

Ritter(1984)提出承銷商獨占力假說。此乃起因於 1933 年美國國會通過銀行法案(Banking Act of 1933)，限制商業銀行進行承銷公司股票相關業務，使得承銷商在進行承銷時具有壟斷地位，相較於發行公司而言具有較高的議價能力，而承銷商如此獨占地位，將使其努力透過降低發行公司承銷價格，擴大與公司價值間的價差，從中降低承銷風險及獲取利益。最後演變成發行市場的區隔現象發行市場的區隔現象，規模較大、聲望較佳的承銷商往往只願意承銷規模大且風險較小的公司，而對新設立、規模小且風險高的承銷契約，承銷商會運用較高的議價能力來低估承銷價，以降低承銷風險。

2.3.4 承銷商風險迴避假說(Risk-Averse-Underwriter Hypothesis)

由於承銷商擔負發行公司股票發行失敗的風險，因此承銷商藉由將發行公司股票承銷價格低估來降低承銷失敗風險，但是 Ritter(1984)實證研究卻顯示，當承銷契約的差異時，風險較低的代銷所造成的承銷價格低估程度卻高於風險較高的包銷契約所造成承銷價格低估程度，此研究結果卻與承銷商風險迴避假說抵觸。

2.3.5 保險假說(Insurance Hypothesis)

Tinic(1988)研究提出了保險假說。根據美國 1933 年頒布的證交法(Securities Acts)中，承銷商必須確保社會投資大眾對新發行的證券有適當且可信賴的資訊，

承銷商負有適當調查(due diligence investigation)的責任，調查並證實公司提供之財務及業務狀況的資訊，是充分且公正的揭露。若其未盡適當調查之責，因而誤導投資人造成其損失時，投資人有權控告發行公司、會計師及承銷商等。因此承銷商為避免新上市股票掛牌交易後股價跌至承銷價以下，而受投資者控告的法律責任與名譽的損失，承銷商因而傾向折價發行，以避免遭受訴訟的潛在風險。其實證結果顯示，1933年證交法公佈之後，新上市公司承銷價折價幅度顯著高於該法頒布之前，由此得知，潛在的法律訴訟風險確實影響了新上市股票的折價幅度。

2.3.6 投機泡沫假說(Speculative-Bubble Hypothesis)

此假說指出股票初次公開發行後，其初始的超額報酬是來自於無法透過申購購買股票的投資人，於股票上市後投機購買所造成的，由於股票上漲是由於投機造成，使該股票的股價往往高過其真實價值，且當投機泡沫後，股價會恢復正常，甚至會出現負的超額報酬。

Ritter(1984)研究指出，在1980承銷的旺季時，以自然資源公司的初次公開發行股票為研究對象，來驗證投機泡沫假說，但是未獲得實證支持。

2.4 其他承銷價低估的影響因素

發行時點

Ritter(1991)研究將樣本分為發行旺季(hot issue)及發行淡季(cold issue)，實證結果顯示，美國 NASDAQ 之初次公開發行股票，在發行旺季上市有平均 48.4% 的初期平均報酬，在淡季期間平均只有 16.3%，顯示發行時點會影響初次公開發行的超額報酬。

Lowry and Schwert(2002)指出股票市場往往在具有較高的股票初次發行超額報酬時，也就是具有較高折價幅度，帶給投資者較大的投資報酬時，承銷商會鼓勵更多的初次公開發行活動，市場上會有較熱絡的承銷活動，最後會導致承銷價格低估的情況發生，這是因為承銷商往往會在股票市況較佳時(因市場對股價評價高過預期)，鼓勵更多的廠商進行公開發行募資活動，相反的情況也會發生。

Derrien and Womack(2000)針對法國承銷制度進行研究並討論市場動量 (market momentum)與市場波動性(market volatility)對折價幅度之影響，得到的結論指出當市場的動量高時，也就是代表股票市場投資熱絡時，初次公開發行的股票具有較高的折價幅度，再者，市場波動性代表市場不確定性的高低，而股市在不確定性程度愈高的時期，初次公開發行的股票往往會具有較大的折價幅度。

內部股權

Leland and Pyle(1977)的研究中指出，訊息不對稱確實存在於資金供給者與需求者間，然而在優質籌資計畫進行時，資訊的傳遞將會發生。其中可以透過公司的內部人(董監事及經理人)是否有投資該計畫或是公司可以察知訊息，而從股票初次上櫃的情形來看，其股權結構可以透露出公司內部人對於公司前景的信心程度，因為公司內部人願意損失其他投資的機會成本，而將資金投資於公司，這代表公司的價值是較高的，內部人才願意保留股權。

Keasey and McGuinness(1992)以 1984 至 1986 年間 190 家英國公司為研究對

象，結果發現公司內部人持股比例和公司價值成顯著正比，所以市場上之投資人可以將較高的公司內部人持股比例當成公司內部人對公司前景充滿信心，可以進場投資，若為相反，企業內部人評估公司風險愈高，將會迴避持股風險，其持股將會降低。

公司成立時間

Welch(1996)研究指出，當公司成立愈久的期間才進行股票初次公開發行，將會有更大的機會曝露公司真實的價值。因此優質的公司應避免拖延太久才進行初次公開發行，因為拖延太久並不會讓公司在最需要錢的時候能夠更順利的在股票市場籌資。同時，Welch 亦指出，若公司要進行後續的現金增資，則會增加初次公開發行承銷價格的低估。Barry and Brown(1985)研究指出，當公司成立期間愈長，其所累積且揭露的資訊數量會相對較高，進而降低資訊風險，所以上市後會有較低的承銷價格低估。



公司發行規模

Beatty and Ritter(1986)研究以 1977 至 1982 年新上市公司為樣本，指出新股公開發行時，發行量愈大，則代表不確定性愈低，承銷價低估愈小。Jensen and Meckling(1976)研究認為公司發行規模愈大，則股權將會愈分散，參與投資的投資人愈多，造成股價波動與變異相對較小，即新上市公司規模愈大，其折價幅度會較小。

配售方式

Bhagat and Forst(1986)指出，一般公司皆折價發行新股，若承銷商有權利決定配售之對象時，可以從議價發行的過程中獲利，相對的，競價發行乃以投標價格高定決定得標人，承銷商則無利可圖。因此承銷商多希望以溢價方式替發行公司發行新股。

我國公司股票初次公開上市的承銷方式計有「競價拍賣」、「詢價圈購」及「公開申購配售」三種方式。國內學者林象山及許清華(1997)研究台灣 241 家初次上市的股票後，指出使用代銷的發行公司其手續費即折價幅度均高於包銷，承銷費用則與承銷規模、承銷團大小及上市時股價指數具反向關係。



2.5 國內相關研究整理

隨著國內股票市場蓬勃發展，企業運用股票市場進行籌資數量增加，承銷價格低估相關的學術研究也與日俱增，本研究將國內近年來相關研究整理如表 2-3。

表 2-3 國內近年來相關研究整理

作者	樣本期間	研究樣本	研究結果 與承銷價格折價之關係
呂勝光(85)	民國 76-84 年	195(上市)	公司規模(—)、中籤率(—)
李金榮(86)	民國 75-84 年	226(上市)	多頭市場之股權分散(+)
楊家溱(89)	民國 85-89 年	99(上市)	承銷方式(*)
吳振生(91)	民國 85-89 年	110(上市) 331(上櫃)	中籤率(—)、發行規模(*) 內部人持股(*)、負債比率(*) 公司成立時間(*)、承銷商聲譽(*)
洪振虔、 吳欽杉、 陳安琳(92)	民國 77-83 年	177(上市)	發行價(—)、發行金額(+) 上市前一年營業收入(—) 上市前三年盈餘穩定度(—)
李書榮(94)	民國 91-93 年	131(上櫃)	中籤率(—)、承銷商認購比例(—) 原始僅間大股東提撥比例(*)
陳國智(94)	民國 87-94 年	785(市櫃)	承銷商認購率(+)
鄔慧儀(94)	民國 84-93 年	214(上市)	股權及中度(—)

* 表示無顯著相關，+ 表示有顯著正相關，— 表示有顯著負相關

資料來源：本研究整理。

第三章 研究方法

3.1 資料範圍及對象

本論文研究期間為民國 90 年到 94 年，研究樣本為期間內中華民國證券櫃檯買賣中心初次上櫃股票，計有初次上櫃股票共計 413 家，詳細的年次分組如表 3-1 以及產業分布情形如表 3-2。本研究所有選定的股票樣本如附錄所列。上櫃股票中有關於上櫃公司之上櫃掛牌日、承銷價以及漲跌停打開盤月結束之收盤價等相關事件資訊來源為中華民國證券櫃檯買賣中心網站，而有關股票所屬產業類別分類等資訊來源為台灣經濟新報資料庫。

表 3-1 研究樣本各年度分布情形

	90	91	92	93	94	合計
上櫃總樣本數	89	103	82	84	55	413

單位：家

資料來源：本研究整理

表 3-2 研究樣本各年度產業分布情形

	90	91	92	93	94	全體樣本
電子工業	61	87	65	68	44	325
非電子工業	28	16	17	16	11	88

非電子業產業分布情形

	90	91	92	93	94	全體樣本
建材營建	4	1	0	0	0	5
電機機械	4	2	3	3	2	14
鋼鐵工業	2	0	0	0	0	2
化學生技醫療	7	4	5	10	4	30
塑膠工業	1	0	0	2	0	3
紡織纖維	1	1	0	0	0	2
運輸航運	2	0	0	0	0	2
觀光事業	1	0	1	0	0	2
貿易百貨	0	2	1	1	1	5
金融證券	0	0	2	0	1	3
其他	6	6	5	0	3	20

單位：家

資料來源：本研究整理

表 3-3 為統計各年度樣本公司初次公開發行上櫃時承銷價格、承銷股數以及承銷總金額之平均值、中位數、最大值、最小值以及標準差。

表 3-3 研究樣本各年度承銷價格、承銷股數、承銷總金額分類表

		90	91	92	93	94	全體樣本
承銷價格(元)	平均值	35.03	40.22	39.93	32.62	32.09	36.42
	中位數	25.00	31.00	33.65	28.00	23.00	29.00
	最大值	124.00	210.00	165.00	130.00	106.00	210.00
	最小值	10.00	12.00	12.80	10.50	10.00	10.00
	標準差	25.44	28.87	28.28	19.67	21.27	25.52
承銷股數(千股)	平均值	4,578.69	3,531.18	3,348.54	2794.61	2,922	3,490
	中位數	3,780	2,829	2,669	2,137	1,736	2,753
	最大值	15,356	14,500	11,792	10,800	11,765	15,363
	最小值	500	1,300	1,193	900	570	500
	標準差	2549.41	2136.36	2189.43	1932.00	2,622.00	2,349.00
承銷總金額(千元)	平均值	151,174	136,598	130,453	84,570	96,665	122,619
	中位數	113,946	101,920	81,776	66,919	49,991	83,250
	最大值	1,244,400	1,001,490	917,280	310,410	741,132	1,244,400
	最小值	0	19,500	27,482	16,716	14,443	0
	標準差	155,960	133,026	154,854	61,221	132,828	134,249

資料來源：本研究整理

3.1.1 折價幅度(Underpricing ; UP)的衡量

一般國外研究對於股票初次公開發行的初始報酬的定義為第一天收盤價格與發行價格之間的報酬；然而民國九十四年十月以前台灣股票市場尚未實施新股上市櫃前五日無漲跌幅的限制，因此，若採用與國外的相同標準進行衡量標準不盡合理，純粹以第一個交易日的收盤價是不足以反映市場上對於股票初次公開發行價值的看法，因此本文對於股票初次上櫃初始報酬的衡量，參考國內學者陳軒基、陳右超、葉秀娟(2002)共同之研究「證券承銷制度與折價幅度控制」有關市場動量的定義表示如下的公式：

$$UP = \frac{MP - OP}{OP} \times 100\%$$

其中 OP 為股票初次公開發行之發行價格，而 MP 為股票初次公開發行後首日非漲跌停收盤價之價格。

而整體研究樣本之平均折價幅度為

$$AUP = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N UP_i$$

其中 UP_i 為第 i 個樣本之承銷價格折價幅度。

3.1.2 研究變數與資料來源

1. 市場動量(Market Momentum ; M)

參考國內學者陳軒基、陳右超、葉秀娟(2002)共同之研究「證券承銷制度與折價幅度控制」有關市場動量的定義，該研究定義市場動量為上市首日前十二個交易日(兩週)及前四十八日(八週)之台灣證券交易所加權股價指數報酬率，在此參考該研究並配合本研究之樣本及因應週休二日對股票交易時間的改變，故修正定義為上櫃首日前十個交易日(兩週)及前四十日(八週)之中華民國櫃檯買賣中心股價指數報酬率，其計算公式如下：

$$M = \prod_{i=1}^n (1 + r_i) - 1$$

其中 r_i 為中華民國櫃檯買賣中心股價指數報酬率，以 M10 及 M40 分別代表 n 為 10 天與 40 天的情形。變數的資料來源為我國櫃檯買賣中心網站歷史日成交量值指數查詢處蒐集完成。

運用市場動量來作為衡量股市景氣的變數，因為一般股市景氣較佳時，也就是市場動量所衡量的報酬率較佳時，股票市場較易聚集人氣，對於初次公開發行公司而言，投資大眾有較高的投資意願，往往較能推升股價向上推升，因此，可預期新股會有較大的上漲空間，折價幅度也會較大。

2.市場波動性(Market Volatility, S)

如市場動量變數，參考國內學者陳軒基、陳右超、葉秀娟(2002)共同之研究「證券承銷制度與折價幅度控制」有關市場波動性的定義，該研究定義市場波動性為上市首日前十二個交易日(兩週)及前四十八日(八週)之台灣證券交易所加權股價指數報酬率之標準差，在此參考該研究並配合本研究之樣本及因應週休二日對股票交易時間的改變，故修正定義為上櫃首日前十個交易日(兩週)及前四十日(八週)之中華民國櫃檯買賣中心股價指數報酬率之標準差，其計算公式如下：

$$S = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2}{n-1}}$$

其中 r_i 為中華民國櫃檯買賣中心股價指數報酬率。以 S10 及 S40 代表 n 為 10 及 40 的情形。市場波動性代表不確定的程度，市場波動性大代表預期不確定程度愈大，若發行公司於新股上櫃前，市場波動性較大時，發行公司為了順利進行股票承銷，往往會低估承銷價，因此，承銷價折價的幅度往往會較大。

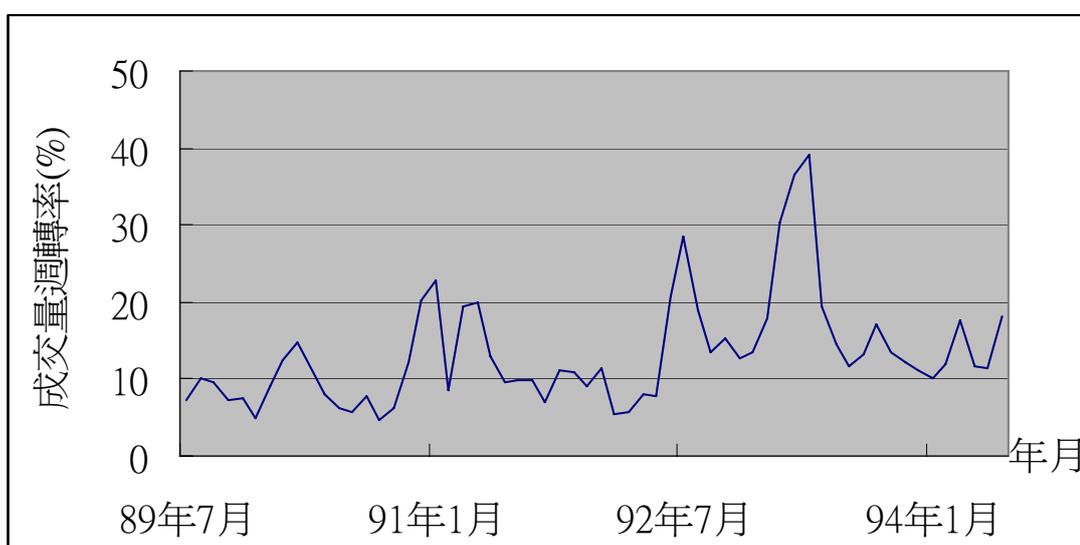
3.大盤月成交量週轉率(Volume Turnover Rate, VTR)

大盤月週轉率可以衡量股票在一定期間的轉換程度，也間接可以看出股票市場的投機性與健全程度，台灣股市向來以高週轉率著明，究其原因為台灣股票市場投資人以散戶為大宗，雖然相較於法人投資人的比重逐年下降，但是相對比例而言，散戶仍居重要地位，散戶投資較法人而言，投機意味較重，國內股市常有散戶大舉競相追逐某檔股票造成股價上漲的情況，因此，將大盤週轉率納入本研究，以股票掛牌上櫃前六個月的大盤週轉率為變數，分別探討其對承銷價格折價程度的影響，資料來源為中華民國證券櫃檯買賣中心網站市場統計月報網頁。大盤成交量週轉率的公式如下：

$$\text{大盤成交量週轉率} = \frac{\text{上櫃市場總交易量}}{\text{上櫃市場市值}}$$

研究採用民國 89 年 7 月至 94 年 6 月每月大盤成交量週轉率如圖 3-1 表示，期間最高為民國 93 年 4 月，達 39.17%，最低為民國 90 年 9 月，適逢美國九一一事件，交易清淡，為 4.54%，研究期間平均之大盤成交量週轉率為 14.014%。

圖 3-1 店頭市場每月成交量週轉率



資料來源：台灣經濟新報資料庫

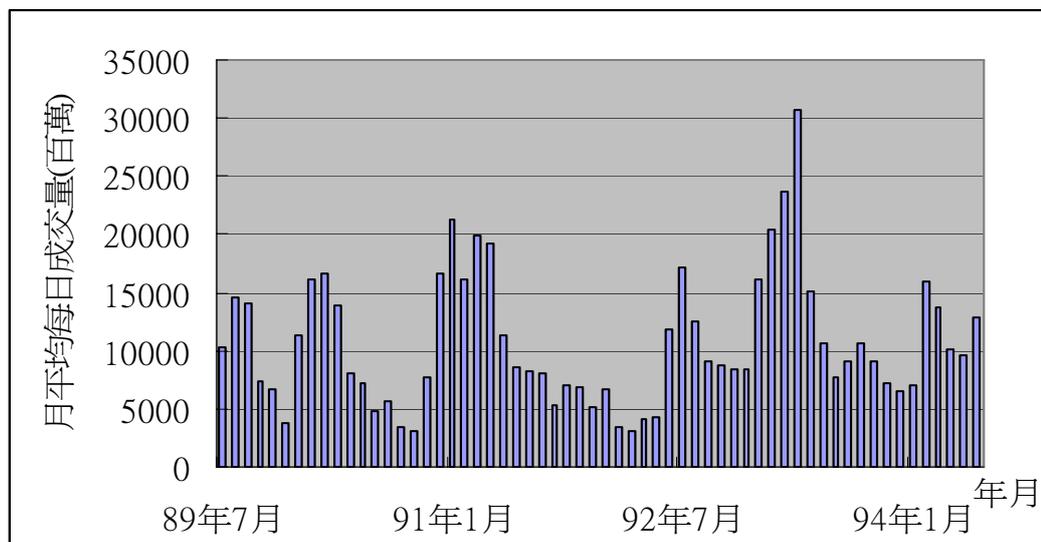
4.大盤月平均每日成交量(Trading Value, TV)

股票市場很重要的兩個關鍵因素為價與量，一般而言，量為價的先行指標，量增則價漲，量縮則價跌，成交量為推升股價的動力，而透過價量關係來探討公開發行公司股票未來是否具有上漲的市場環境，也就是承銷價格是否為低估，若能找到該發行公司股票會更接近，但是初次公開發行公司無法取得上櫃前的成交量，所以以大盤月平均每日成交量作為其代理變數，以衡量成交量與承銷價格低估的關係，資料來源為證券櫃檯買賣中心網站市場統計月報網頁。大盤月平均每日成交量的公式如下：

$$\text{大盤月平均每日成交量} = \frac{\text{大盤每月日成交量總和}}{\text{大盤每月交易天數}}$$

研究採用民國 89 年 7 月至 95 年 6 月每月大盤月平均每日成交量，如圖 3-2 表示，期間最高為民國 93 年 4 月，平均每日成交量達 308 億元，最低為民國 92 年 3 月，平均每日成交量為 30.7 億元，研究期間月平均每日成交量為 107 億元。

圖 3-2 店頭市場月每日平均成交量



資料來源：台灣經濟新報資料庫

5. 大盤月本益比(Price Earning Ratio, PER)

本益比為衡量股價是否高估或是低估的判斷指標，股票市場屬於空頭市場時，會有較低的本益比，相反地，若股票市場處於多頭階段，將會有較高的本益比。過往在國內新股上市櫃承銷有一定價公式，其中與採樣類似公司最近三年的平均本益比中有百分之四十的權重，因此，本益比在決定新股初次上櫃承銷價時，有一重要的影響力，而透過大盤本益比納入本研究，探討其與初次公開發行股票承銷價格低估的相關性。

一般單一公司的本益比公式如下所列：

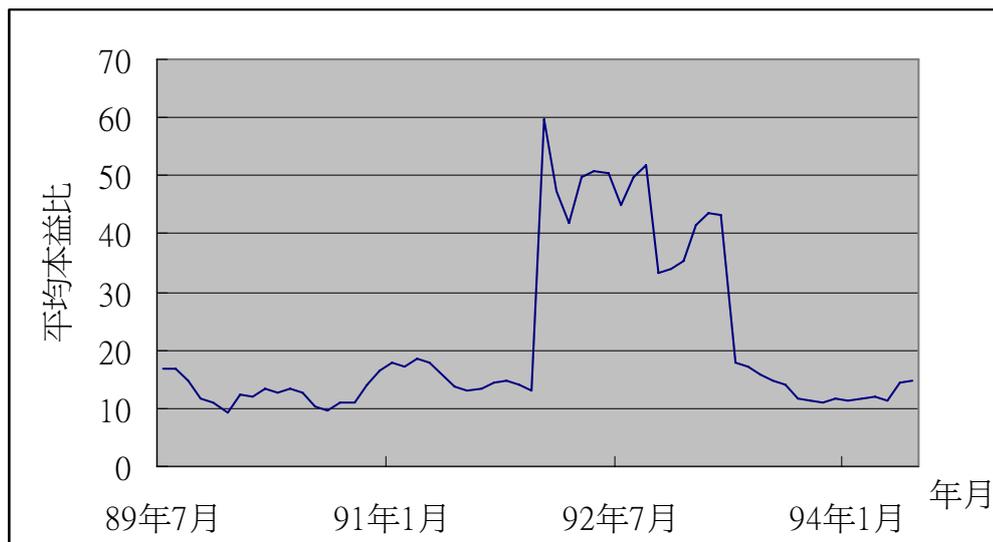
$$\text{本益比} = \frac{\text{每股股價}}{\text{每股年獲利}(EPS)}$$

而大盤的本益比計算方式如下列公式：

$$\text{大盤本益比} = \frac{\text{各上櫃公司發行股票月底時的市值總和}}{\text{大盤所有上櫃公司之最近四季公告之稅後純益總和}}$$

當稅後純益總和為 0 或負數時，則不計算本益比。而本研究的資料來源為中華民國證券櫃檯買賣中心網站市場統計月報網頁。研究採用民國 89 年 7 月至 95 年 6 月每月平均本益比，如圖 3-3 表示，期間最高為民國 92 年 1 月，高達 59.66，最低為民國 89 年 12 月，為 9.16，研究期間月平均月本益比為 21.52。

圖 3-3 店頭市場每月平均本益比



資料來源：台灣經濟新報資料庫

6. 大盤月平均股價淨值比(Price-Book Ratio, PBR)

總資產減總負債便是淨值。一般而言，淨值部份包括股本、法定公積、資本公積、資產增值公積以及累積盈餘等。一家公司某一時點股價相對於最近季底每股淨值的比值，通常以倍數(multiple)顯示，當股價高於每股淨值時，比值大於 1，當股價低於每股淨值時，比值小於 1。而大盤股價淨值比為股票市場價值為其帳面價值之倍數，透過大盤平均股價淨值比的呈

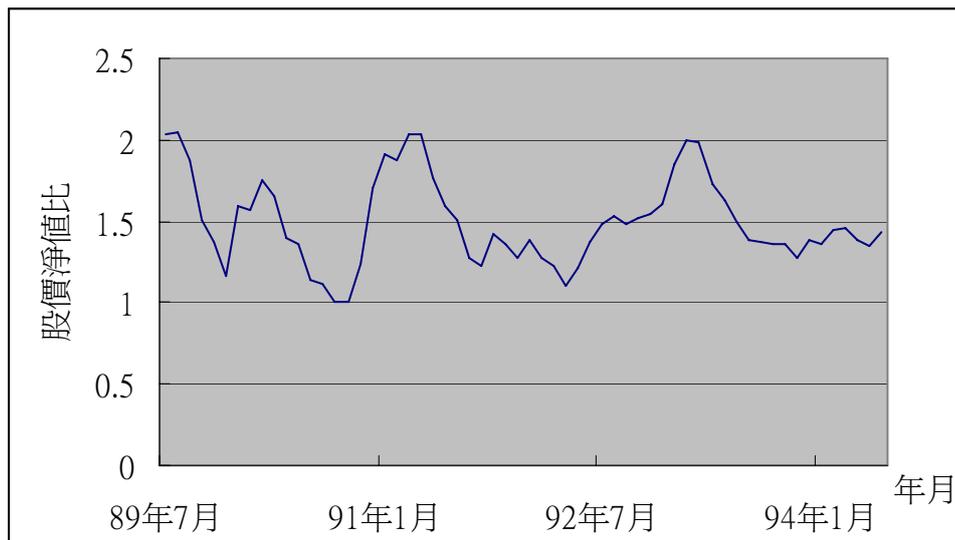
現，是否會影響到股票初次公開發行承銷價的訂定，本研究欲探討此關係。而本研究資料來源為中華民國證券櫃檯買賣中心網站市場統計月報網頁。

大盤的股價淨值比公式如下：

$$\text{大盤平均股價淨值比} = \frac{\text{各上櫃公司發行股票的市值總和}}{\text{各上市公司淨值總和}}$$

研究採用民國 89 年 7 月至 95 年 6 月每月平均股價淨值比，如圖 3-4 表示，期間最高為民國 89 年 8 月，高達 2.05，最低為民國 90 年 10 月，為 1，研究期間月平均月股價淨值比為 1.50。

圖 3-4 店頭市場每月股票淨值比



資料來源：台灣經濟新報資料庫

7. 股票月市場殖利率(Dividend Yield, DY)

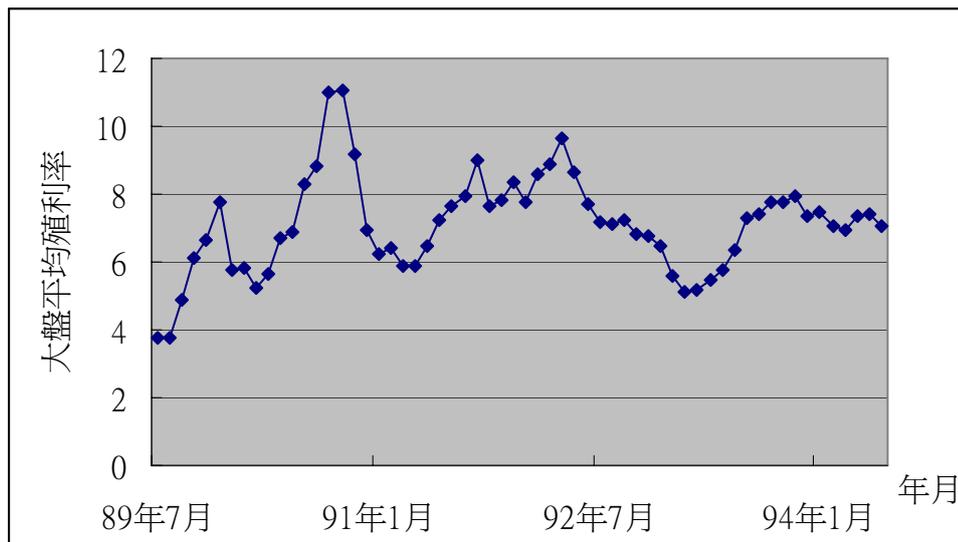
或稱為股利率，表示若該公司所配發之股利與最近一次股利配發之條件不變，則投資該股票金額所能孳生股利之百分比。股票殖利率為衡量投資人投資一元於股票，可以獲得的股息收入，通常換算成年率，以百分比表示，數值應在 0 以上，越高越具有投資價值，將股利收益率加上因股價變動所帶來的資本利得，即成為投資的真正報酬。而股票公開

上櫃前的股票市場殖利率的變化是否會對股票承銷價格低估造成影響，為本研究所探討。資料來源為中華民國證券櫃檯買賣中心網站市場統計月報網頁。其計算公式如下：

$$\text{市場殖利率} = \frac{\text{各上櫃公司最近配發之現金股利及盈餘轉增資股票股利之總和}}{\text{各上櫃公司發行的股票市值總和}} \times 100\%$$

研究採用民國 89 年 7 月至 95 年 6 月每月平均殖利率，如圖 3-5 表示，期間最高為民國 90 年 10 月，高達 11.07，最低為民國 89 年 7 月，為 3.75，研究期間月平均月股價淨值比為 7.10。

圖 3-5 店頭市場每月平均殖利率



資料來源：台灣經濟新報資料庫

3.2 研究假說

由國內外許多學者從事股票初次公開發行研究皆發現，股票市場存在新上市股票承銷價格低估為一普遍的現象，Ljungqvist(2004)實證指出，在初次公開發行股票最興盛的美國股市，長期可得到平均有 10%至 20%的承銷價格低估，其中，在 1999 年和 2000 年時，承銷價格低估分別高達 71%及 57%。在國內方面，李志宏(93)研究指出再民國八十五年至九十二年間我國新上市公司平均有 4.61%的承銷價格低估，明顯呈現大於零的情況。由以上的研究，做出本研究的假設：

假說 1：我國店頭市場初次公開發行股票具有承銷價格低估的情況。

由國內學者陳軒基、陳右超、葉秀娟(2002)共同之研究「證券承銷制度與折價幅度控制」中指出，市場動量(股市景氣)與新股上市承銷價低估呈現正相關，因為股市景氣熱絡，投資人投資意願高，股票上漲空間大，造成承銷價格低估幅度擴大。而在市場波動性(市場不確定性)部分，此研究指出其無明顯相關性，但在陳國智(2005)研究指出，市場不確定性與承銷價格低估呈現正相關，由於市場不確定性愈高，造成承銷商將承銷價格調降，以降低承銷風險，使得承銷價格低估情形愈高，同時，此研究亦指出市場動量與承銷價格低估有正相關。因此，由以上的研究，做出本研究的假設：

假說 2：股票市場動量(市場景氣)與市場波動性(市場不確定性)與新上市股票承銷價格低估呈現正相關。

新上市股票承銷價格低估國內外的研究眾多，但是主要是針對上市公司內部的情形，如本身的獲利狀況、股權結構、資本結構等因素，或是承銷相關因素的探討，如承銷方式、承銷商聲譽、中籤率等因素做研究探討變數，但是較少有探

討初次公開發行前某特定期間，股票市場相關因素對新上市股票承銷價格低估情形。因此，本研究欲研究股票初次公開發行上櫃前六個月前店頭市場的大盤成交量、大盤成交量週轉率、大盤本益比、大盤股價淨值比、大盤殖利率等因素，對股票承銷價格低估的影響。

假說 3：影響店頭市場新上櫃股票承銷價格低估的因子為大盤成交量、大盤成交量週轉率、大盤本益比、大盤股價淨值比、大盤殖利率。

同時我國產業發展與股票市場的重心為電子股，故本研究將原研究樣本進行分組，特別以電子股為一子群組，欲探討產業的差別是否會影響承銷價格低估的程度。



3.3 研究架構

本研究主要探討為櫃檯賣買中心市場的市場交易資訊是否會對新上櫃公司產生影響，依據「發行人募集與發行有價證券處理準則」之規定，發行公司於金管會證期局核准上櫃後須於三個月內完成承銷作業承銷價，而承銷商與發行公司間必須針對即將上櫃的股票承銷價格進行議定，而參考議定承銷價格的因素相當繁多，尤其以公司本身的獲利條件、發行規模、財務結構、未來成長性皆有相關，但是就發行公司即將掛牌進行交易的市場而言，掛牌前後一段時間的市場所呈現的狀況是否會對新股承銷價格低估產生影響，此乃本研究要探討的重點，

本研究第一部份將對民國九十年至九十四年我國店頭市場初次公開發行股票是否存在承銷價格低估進行實證研究。此部份要檢定是否有承銷價低估之情形，運用單一母體平均數之 t 檢定，而其假設如下：

$$H_0 : AUP = 0$$

$$H_1 : AUP > 0$$

其中 AUP 為上櫃後之平均承銷價格低估程度。



以 t 檢定統計量來做檢定，若拒絕虛無假設 H_0 ，則表示新上櫃股票具有承銷價格低估之情形，否則則無。

接著，從實證探討市場動能與市場波動性是否會對承銷價格低估有所影響。採用統計之複迴歸分析(Multiple regression)，以研究市場動量與市場波動性對承銷價格低估之影響，以複迴歸模式來分析其相關性，其模式如下：

$$UP_{1i} = \beta_{10} + \beta_{11}M10_i + \beta_{12}S10_i$$

$$UP_{2i} = \beta_{20} + \beta_{21}M40_i + \beta_{22}S40_i$$

其中， $M10_i$ 及 $M40_i$ 為初次上櫃前 10 天及前 40 天店頭市場的市場動量， $S10_i$ 及 $S40_i$ 為初次上櫃前 10 天及前 40 天店頭市場的市場波動性。

第三部分探討初次公開發行上櫃股票承銷價格低估是否會受到上櫃前六個月的店頭市場大盤本益比、大盤股價淨值比、大盤成交量、大盤殖利率、大盤成交量週轉率等市場資訊影響。運用複迴歸模式來分析其相關性，分析模式如下：

$$UP_{3i} = \beta_{30} + \beta_{31}VTR6_i + \beta_{32}PER6_i + \beta_{33}PBR6_i + \beta_{34}TV6_i + \beta_{35}DY6_i$$

其中

VTR6 代表上櫃前六個月店頭市場之月成交量週轉率。

PER6 代表上櫃前六個月店頭市場之月本益比。

PBR6 代表上櫃前六個月店頭市場之月股價淨值比。

TV6 代表上櫃前六個月店頭市場之月平均每日成交量。

DY6 代表上櫃前六個月店頭市場之月大盤平均殖利率。

最後，在獨立出樣本中的電子類股票，進行與第三部份相似的統計分析，運用複迴歸模式來分析其相關性，分析模式如下：

$$UP_{4i} = \beta_{40} + \beta_{41}VTR6_i + \beta_{42}PER6_i + \beta_{43}PBR6_i + \beta_{44}TV6_i + \beta_{45}DY6_i$$

其中

VTR6 代表上櫃前六個月店頭市場之月成交量週轉率。

PER6 代表上櫃前六個月店頭市場之月本益比。

PBR6 代表上櫃前六個月店頭市場之月股價淨值比。

TV6 代表上櫃前六個月店頭市場之月平均每日成交量。

DY6 代表上櫃前六個月店頭市場之月大盤平均殖利率。

第四章 實證結果與分析

4.1 承銷價格低估之分析

表 4-1 整理研究期間各年度樣本之蜜月期天數、折價幅度之情形。由表 4-1 可以看出我國櫃檯買賣中心上櫃市場於研究期間存在有超額報酬，平均達到 24.88%，平均蜜月期天數達到 4.66 天，由此可見我國股票上櫃市場確實存在承銷價格低估的情形。

表 4-1 研究樣本之蜜月期天數及承銷價格折價幅度

		90	91	92	93	94	全部樣本
樣本個數		89	103	82	84	55	413
蜜月期天數(天)	平均數	6.03	6.29	2.59	3.25	4.65*	4.66*
	中位數	5	5	2	3	4*	3*
	最大值	17	21	13	13	15*	21*
	最小值	1	1	1	1	1*	1*
	標準差	4.16	4.58	2.18	2.16	2.98*	3.79*
折價幅度(%)	平均數	34.3%	44.1%	2.99%	10.23%	28.81%	24.89%
	中位數	23.2%	31.8%	0.67%	5.81%	26.5%	12.0%
	最大值	181.3%	246.9%	113.9%	105.7%	155.0%	246.9%
	最小值	-52.7%	-25.8%	-55.0%	-32.6%	-28.2%	-55.0%
	標準差	49.14%	55.39%	20.24%	22.56%	35.85%	43.35%

資料來源：本研究整理

*民國九十四年十月以後實施新股上市櫃前五日無漲跌幅限制新制，因此民國九十四年級全部樣本之蜜月期天數計算剔除九十四年十月以後初次上櫃公開發行之股票，計有六家，分別為弘憶國際、大億科技、律勝科技、台灣典範半導體、新日興精密、威力盟電子，然計算折價幅度部分因取消漲跌幅限制，故以第一天收盤價與承銷價的差額計算折價幅度，無剔除的問題。

不過隨著我國股票市場實施新股上市櫃前五日之無漲跌幅限制後，未來將不會見到股票連續數日連續漲停板收盤股票，但是，仍然可以發現新上市股票仍舊存在著承銷價格低估的現象，茲舉民國九十四年十月至九十四年年底適用新股上市櫃前五日取消漲跌幅限制的六家股票為例，此六家公司皆呈現首日收盤價高於承銷價的情況，最高是威力盟電子的 139.68%，最低的是宏憶國際的 1.88%，平均六家仍有 53.2% 的折價幅度，標準差為 52.4%。

表 4-2 依電子業與非電子業分別之蜜月期天數與承銷價格折價幅度

		90	91	92	93	94	全部 樣本
樣本個數		89	103	82	84	55	413
蜜月期天數(天)	平均數	6.66 (4.68)	6.71 (4.19)	2.51 (2.88)	3.24 (3.31)	4.95* (4)	4.88* (3.86)
	中位數	7 (4.5)	5 (3)	2 (3)	3 (3)	5* (3)	4* (3)
	最大值	16 (17)	21 (10)	12 (13)	13 (6)	15* (7)	21* (17)
	最小值	1 (1)	1 (1)	1 (1)	1 (1)	1* (1)	1* (1)
	標準差	4.14 (3.94)	4.73 (2.88)	4.23 (2.89)	2.30 (1.45)	3.19* (2.00)	3.95* (3.00)
折價幅度(%)	平均數	44.55% (11.87%)	47.71% (24.19%)	2.634% (7.13%)	9.67% (12.62%)	32.47% (14.19%)	28.08% (13.08%)
	中位數	45.88% (0%)	34.17% (17.11%)	-0.71% (2.50%)	11.97% (12.34%)	25.00% (13.93%)	13.57% (8.20%)
	最大值	181.3% (164.8%)	246.9% (92.0%)	113.9% (37.2%)	105.7% (36.0%)	155.0% (39.2%)	246.9% (164.8%)
	最小值	-41.3% (-52.7%)	-20.3% (-25.8%)	-31.9% (-55.0%)	-32.6% (-19.6%)	-28.2% (-21.4%)	-41.3% (-55.0%)
	標準差	48.02% (44.59%)	58.21% (30.70%)	20.53% (19.67%)	23.87% (16.23%)	38.38% (17.62%)	45.62% (31.15%)

資料來源:本研究整理

* 在民國九十四年及全部樣本欄位同樣剔除取消首五日漲跌幅限制的六家股票，且此六家股票皆為電子股，因此對非電子股計算無影響。

在依產業別區分為電子股與非電子股，將兩大類的樣本蜜月期天數以及承銷價折價幅度整理如表 4-2，由表中可知無論電子或是非電子股，於民國九十二年時，皆產生研究期間較低的蜜月期天數以及承銷價折價幅度，而整體電子股相對於非電子股而言，有較長的蜜月期天數與較高的承銷價折價幅度。

以個股上櫃後，漲跌停打開日之收盤價與承銷價相比，若收盤價小於承銷價，則為高估，反之，收盤價大於承銷價，則為低估。店頭市場之新上櫃股票高估、低估或持平的資料，列於表 4-3。

表 4-3 各年度樣本承銷價格與收盤價格比較一覽表

	90	91	92	93	94	全部 樣本	百分比
低估	62 70%	83 81%	40 49%	56 67%	44 80%	285	69%
高估	22 25%	19 18%	39 47%	21 25%	11 20%	112	27%
持平	5 5%	1 1%	3 4%	7 8%	0 0%	16	4%
總數	89	103	82	84	55	413	100%

資料來源：本研究整理

各年度的樣本家數大部份皆呈現承銷價格低估的情形，而民國九十二年承銷價格高估與低估家數比較接近的一年，但是研究樣本的其他四年，都呈現比較懸殊的比例情形。

經由基本的敘述統計分析，得到表 4-1 至表 4-3 之結果，而針對本研究之第一個假說，欲檢定研究樣本，也就是民國九十年至民國九十四年我國櫃檯買賣中心店頭市場新上櫃股票是否具有承銷價格低估之現象，採用單一母體 t 檢定，其檢定結果如表 4-4 所示：

表 4-4 全體研究樣本承銷價格低估檢定表

研究樣本	AUP	標準誤差	t 值	p 值
413	0.2489	0.0213	11.666	0***

***表示在 1%之顯著水準下，拒絕 H_0 。

由表 4-4 的檢定結果可以知道，本研究之全體 413 個樣本，承銷價格平均低估 24.89%，檢定之 t 值為 11.666，在顯著水準為 1%的情形下，顯著大於 0，拒絕 H_0 。

表 4-5 在將本研究五年期間，依各年的樣本進行檢定，瞭解各年度的樣本承銷價格是否都在顯著水準下，呈現低估情形。

表 4-5 各年度研究樣本承銷價格低估檢定表

年度	研究樣本	AUP	標準誤差	t 值	p 值
90	89	0.3428	0.0521	6.580	0***
91	103	0.4406	0.0546	8.071	0***
92	82	0.0298	0.0224	1.335	.186
93	84	0.1023	0.0246	4.159	0***
94	55	0.2882	0.0483	5.962	0***

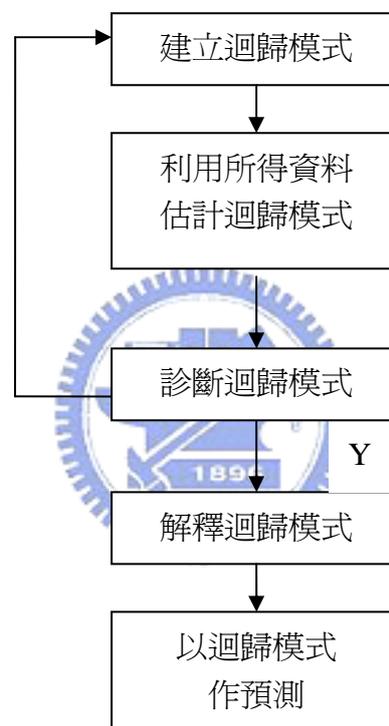
***表示在 1%之顯著水準下，拒絕 H_0 。

由表 4-5 檢定結果可知，除了民國九十二年，承銷價格沒有顯著的承銷價格低估情形外，其他四年研究樣本皆呈現在顯著水準為 1%下，顯著大於 0 的情形，即承銷價格明顯低估之情形。

4.2 迴歸分析(Regression Analysis)

迴歸分析主要目的是用於預測，透過建立一個統計模型，根據一個或多個解釋變數(explanatory variable)或自變數(independent variable)的值，來預測反應變數(response variable)或依變數(dependent variable)的值。而迴歸模型的分析步驟如圖 4-1 所示：

圖 4-1 迴歸分析步驟流程圖



而本研究將運用複迴歸(multiple-regression analysis)的概念，是簡單相關的一種延伸應用，用以瞭解一組預測變數和一個效標變項的直線關係。本研究先以市場動量與市場波動性作為預測變數，來測度這兩個變數對初次上櫃股票承銷價格低估的影響。接著再以我國店頭上櫃市場股票市場資訊作為預測變數，包括股票成交量週轉率、成交量、股價淨值比、本益比、股票殖利率，研究其與初次上櫃股票承銷價格低估之影響研究。

4.2.1 市場動量與市場波動性迴歸分析

由表 4-6 可以得到以股票初次上櫃前四十天(八週)股票市場動量與股票市場波動性對於初次上櫃股票承銷價格低估的影響。

表 4-6 股票上櫃掛牌前四十天股票市場動能與市場波動性對承銷價格低估之影響

	係數	標準誤	t-值	p-值	Adjusted R ²
截距	-0.042	0.050	-0.833	0.405	0.376
市場動量	1.457	0.107	13.637	0.000***	
市場波動性	12.285	3.033	4.050	0.000***	

模式	平方和	自由度	平均平方和	F 檢定	顯著性
迴歸	29.382	2	14.691	125.366	0.000***
殘差	48.046	410	0.117		
總和	77.429	412			

***表示達到 0.01 顯著水準。

由表 4-6 顯示，股票初次公開發行前四十天的市場動量與市場波動性與新股承銷價低估皆有顯著的正向關係，市場動量之 t 值為 13.637，達到 1% 的顯著水準，且與承銷價格低估呈現正向關係，表示市場動量對承銷價格低估有訊息傳遞效果，市場景氣好時，市場動量高，投資人投資意願高，對於新股承銷價格低估將有加大之效果。而市場波動性之 t 值為 4.050，達到 1% 之顯著水準，且與承銷價格低估呈現正向關係，表示市場波動性愈大，市場不確定愈高，對於承銷價格低估也會產生愈大之效果。接著，本研究將股票初次公開發行前十天(兩週)的市場動量與市場波動性與新股承銷價低估情形，分析如表 4-7。

表 4-7 上櫃前十天股票市場動量與市場波動性對承銷價格低估之影響

	係數	標準誤	t-值	p-值	Adjusted R ²
截距	0.0116	0.053	-0.219	0.827	0.063
市場動量	0.0062	0.010	0.618	0.537	
市場波動性	16.871	3.135	5.382	0.000***	

*

模式	平方和	自由度	平均平方和	F 檢定	顯著性
迴歸	5.253	2	2.627	14.920	0.000***
殘差	72.176	410	0.176		
總和	77.429	412			

**表示達到 1%之顯著水準。

由表 4-7 可以知道，上櫃掛牌前十天之市場動能 t 值為 0.618，未達到顯著水準，相較於四十天之市場動量與承銷價格低估呈現正相關的分析結果，十天之市場動量呈現不顯著結果，說明了影響投資大眾進場投資意願的市場動量，必須是中期趨勢股市景氣，研究使用四十天之市場動量，即相當於兩個月時間的八週時間，如此時間長度所形成的股市景氣，才能吸引投資人進場投資，而十天之市場動量(股市景氣)無法迅速引起投資大眾的投入，對於承銷價格的低估未呈現相關性。在市場波動性方面，上櫃十天前市場波動性 t 值為 5.382，達到 1%之顯著水準，且相較於四十天中期股市波動性而言，上櫃前十天，即欲接近新股初次上櫃的時間，其影響新股承銷價格低估程度影響愈大。

4.2.2 股票市場資訊迴歸分析

表 4-8 為上櫃掛牌日前六個月店頭市場市場資訊對股票初次上櫃承銷價格低估之影響分析。

表 4-8 上櫃前六個月店頭市場資訊對股票初次上櫃承銷價格低估之影響

	係數	標準誤	t-值	p-值	Adjusted R ²
截距	2.3310	0.476	4.900	0.000	0.114
成交量週轉率	-0.4010	0.008	-5.280	0.000***	
本益比	0.0002	0.002	0.179	0.858	
股價淨值比	-1.0190	0.218	-4.679	0.000***	
成交量	0.5300	0.128	4.138	0.000***	
平均殖利率	-0.0874	0.030	-2.941	0.003***	

模式	平方和	自由度	平均平方和	F 檢定	顯著性
迴歸	9.645	5	1.929	11.583	0.000***
殘差	67.783	407	0.167		
總和	77.429	412			

***表示達到 1%之顯著水準。

由表 4-8 可以得到有關股票市場相關資訊對新股承銷價格低估的研究結果，其中，成交量週轉率的 t 值為-5.28，關，達到 1%的顯著水準，代表週轉率與新股承銷價低估為負相關。本益比的 t 值為 0.179，未達顯著水準，代表本益比與新股承銷價低估無顯著相關性。股價淨值比的 t 值為-4.679，達到 1%的顯著水準，代表股價淨值比與新股承銷價格低估呈現負相關性，說明股票上櫃前發行公司與承銷券商議定承銷價格時，如果議定價格時點前，股票市場具有較高的股價淨值比的情形，那麼發行公司會傾向議定較高的承銷價格，也就是較接近公司實際的價值，因此，承銷價格低估的情形將會大大的減低。成交量的 t 值為 4.138，達

到 1%之顯著水準，代表成交量與新股承銷價格的低估有顯著的正相關性。說明股票承銷價格議定與上櫃前，成交量愈大，代表股票市場具有較高的市場動量，也就是投資大眾的投資意願較高，因此，承銷價格低估的程度也愈高。最後，整體股票市場的平均殖利率，其 t 值為-2.941，代表股市平均殖利率與新股承銷價格低估有顯著的負相關，說明在股票承銷價格議定前，股票市場具有較高的殖利率，會有較低的股票承銷價格低估。

將以上的股票市場資訊變數與初次上櫃股票承銷價格低估程度的相關性，作成表 4-9 的結論。

表 4-9 股票市場資訊變數與新股承銷價格低估之影響

股票市場資訊變數	與承銷價格低估之影響關係
大盤成交量週轉率	— ***
大盤本益比	無顯著關係
大盤股價淨值比	— ***
大盤成交量	+ ***
大盤平均殖利率	— ***

資料來源：本研究

4.2.3 產業別股票市場資訊迴歸分析

台灣產業以及股票市場以電子產業為主要產業，本階段研究為探討前述股票市場資訊對新股承銷價格低估之影響，是否會因為產業類別的不同而產生影響程度的差異。表 4-10 股票市場資訊對新上櫃電子股承銷價格低估之影響分析結果，其全體電子股樣本共計 325 家，佔總樣本之 78.6%。

表 4-10 股票市場資訊對新上櫃電子股承銷價格低估之影響分析結果

	係數	標準誤	t-值	p-值	Adjusted R ²
截距	2.8290	0.554	5.103	0.000***	0.156
成交量週轉率	-0.0249	0.007	-3.348	0.001***	
本益比	-0.0022	0.002	-1.203	0.230	
股價淨值比	-0.9740	0.226	-4.317	0.000***	
成交量	0.1980	0.105	1.890	0.060*	
平均殖利率	-0.135	0.036	-3.785	0.000***	

模式	平方和	自由度	平均平方和	F 檢定	顯著性
迴歸	9.503	5	1.901	10.466	0.000***
殘差	57.927	319	0.182		
總和	67.430	324			

電子股分類群組，所得到的研究結果與全體研究期間新上櫃股票之樣本所得結論一致，在成交量週轉率、股價淨值比與平均殖利率的 t 值為-3.348、-4.317 及-3.785，皆達到 1%之顯著水準，此三個變數與新股承銷價格低估有顯著負相關。在成交量方面，其 t 值為 1.890，達到 1%之顯著水準，表示成交量與新股承銷價格低估有顯著正相關。同樣的，在本益比與新股承銷價低估無顯著關係。

同時，由表 4-11 可以看出股票市場資訊對新上櫃非電子股承銷價格低估之影響，全體樣本中非電子股之樣本共為 88 家，佔總樣本之 21.4%。

表 4-11 股票市場資訊對新上櫃非電子股承銷價格低估之影響分析結果

	係數	標準誤	t-值	p-值	Adjusted R^2
截距	-1.0740	0.012	-1.334	0.186	0.070
成交量週轉率	-0.1428	-0.282	-1.212	0.229	
本益比	0.0011	0.003	0.431	0.668	
股價淨值比	0.4880	0.385	1.267	0.209	
成交量	0.0935	0.207	0.452	0.652	
平均殖利率	0.0757	0.048	1.562	0.122	

模式	平方和	自由度	平均平方和	F 檢定	顯著性
迴歸	0.593	5	0.1190	1.239	0.299
殘差	7.848	82	0.0957		
總和	8.441	87			

由表 4-11 非電子股分類中可以看出，股票市場資訊對新上櫃非電子股之承銷價格低估街呈現無顯著相關的情況。因此，從本研究可以得到，股票市場資訊可以作為判斷新股承銷價格低估之影響因子，就產業區分進行之研究可得，股票市場資訊只有對電子產業之新股承銷價格低估有顯著影響。

第五章 結論與建議

5.1 研究結論

本研究的目的主要在探討發行公司於初次發行股票前，股票市場之相關訊息對於發行公司承銷價格低估之影響，從初次上市掛牌前六個月股票市場之大盤成交量、成交量週轉率、本益比、股價殖利率、本益比等因素分析得到研究結論，另外，針對初次公開上市前股票市場動量以及股市波動性，探討其對股票承銷價格低估是否會造成影響，得到以下的結論：

一、民國九十年至九十四年我國店頭上櫃市場，除了民國九十三年外，次發行股票確實存在承銷價格低估之現象，平均承銷價格低估達到 24.89%。

二、無論是短期天數或是中期天數的股票市場波動性，會對承銷價格低估產生正相關的影響，但是短天期的股票市場動量對於承銷價格低估無顯著相關。中期天數所累積的市場動量會對於承銷價格低估有顯著正相關。

三、股票初次上櫃前六個月之股票市場資訊對於承銷價格之研究結論為：成交量與承銷價格低估產生正相關，成交量週轉率、股價淨值比、大盤平均殖利率部份與承銷價格低估呈現負相關，而大盤平均本益比與承銷價格低估無顯著之關係。

四、依產業類別區分，將研究樣本區分為電子股與非電子進行分組研究，發現非電子股之研究樣本，其承銷價格低估與上櫃前六個月之股票市場資訊皆無顯著之相關性。

5.2 研究限制與後續研究建議

研究限制

由於我國股票市場於民國九十四年以前尚未實施初次上市櫃前五日取消漲跌幅限制的規定，因此，研究樣本大都呈現較長天數的蜜月期現象，使得國內的承銷價格低估之研究無法如同國外研究般，直接以初次發行當日之收盤價，直接進行研究。而蜜月期拉長，將會使得承銷價格低估之因素更加複雜，因為，冗長的蜜月期中，造成連續漲停板的原因是因為純粹的承銷價格低估，還是因為後續次級市場追逐股票的推升價格行為，確實區分並釐清差異實屬不易。因此，這是本研究之限制所在。

在本研究之產業分組中，由於樣本中電子類股佔絕大多數，造成產業分組只能區分成電子股與非電子股，且初次上櫃前股票市場因素對於非電子股之承銷價格低估皆呈現無顯著相關的結論，至於是哪些產業，無法實際指出，這方面構成了本研究無法深入指出產業類別會造成承銷價格低估之現象。

由於上市股票上市要求條件較嚴格，且我國櫃檯買賣市場愈趨蓬勃發展，使近年來許多發行公司選擇先至櫃檯市場進行掛牌交易，待上市條件成熟後再轉至集中交易市場進行上市，而上櫃轉上市的公司由於之前已經在店頭市場進行流通之交易，不符合初次公開發行之條件定義，故自樣本中剔除。因此分析近幾年來，符合初次上市之樣本急速下降，無法進行集中交易市場與店頭市場新股上市櫃承銷價格低估之相關比較研究，因此本研究僅進行台灣店頭市場上櫃股票進行研究。

後續研究建議

過往的研究較多探討發行公司個別的差異，如股權結構、資本結構、承銷方式、獲利狀況等對於承銷價格低估的影響，較少如本研究探討初次公開發行時點前後，股票市場相關變數對於承銷價格低估的影響，本研究部有關股票市場資訊對承銷價格部份之變數，在過去的研究文獻中甚少著墨，雖然如此，但是初步可

見其仍具有對承銷價格低估有些許的相關情形，不過解釋能力仍有不足，後續研究者可以以此進行更廣泛且深入的相關研究。

民國九十四年，我國進行了一連串的承銷制度改革，許多的改制對於承銷價格低估現象會如何影響，原是筆者想要探討的主題，礙於改制距今時間不長，初次公開發行之股票樣本不多，研究時機尚未成熟，後續研究者可於研究時機成熟後，對於承銷制度改變前後，承銷價格低估之情形進行研究探討，瞭解政策變數造成的制度改變對於承銷價格低估之影響。

近年來，企業國際化的腳步加速，台灣的廠商也不例外，不少台灣企也選擇至海外上市，未來政府也積極研擬台商回台上市櫃的機制，屆時將會造成股票市場更趨活絡，承銷價格低估的因素將比現在更形多樣化與複雜，但是也提供了未來研究者更廣闊的方向進行探討。



國內參考文獻

1. 高蘭芬，陳安琳，「台灣新上市股票存在承銷商安定操作行為嗎？—安定操作之直接衡量」，證券市場發展季刊，53-96 頁，民國九十三年四月。
2. 林純瓊，「台灣地區新上市股票超額報酬與其成因之剖析」，國科會專題研究報告，民國八十年。
3. 楊泓文，「新上市股票報酬之研究」，國立交通大學管理科學研究所，碩士論文，民國七十六年。
4. 陳秀亮，「新上市股票價格行為探討」，國立中央大學產業經濟研究所，碩士論文，民國七十六年。
5. 康榮寶，陳文彬，蔡柳卿，「論新上市股票承銷制度的合理性與合理規範」，證券市場發展季刊，1-32 頁，民國八十三年七月。
6. 陳安琳，陳振遠，王恕，「影響台灣新上市公司股票安定操作之因素」，證券市場發展季刊，111-137 頁，民國九十一年七月。
7. 陳軒基，陳右超，葉秀娟，「承銷制度與折價幅度：台灣初次上市櫃股票之實證分析」，證券市場發展季刊，175-198 頁，民國九十二年一月。
8. 顧廣平，「台灣新上市股票短期與長期績效之再探討」，證券市場發展季刊，1-39 頁，民國九十二年四月。
9. 林象山，許清華，「新上市股承銷方式的選擇」，中國財務學刊，19-41，民國八十六年。
10. 呂勝光，「台灣新上市股票異常報酬之實證研究」，國立政治大學會計學研究所，碩士論文，民國八十五年。
11. 李金榮，「股權分散對新上市公司股票之影響」，私立文化大學會計研究所，碩士論文，民國八十六年。
12. 吳振生，「不同交易制度對新上市股票承銷價格低估影響之研究」，私立東吳大學企管研究所，民國九十一年。
13. 洪振虔，吳欽杉，陳安琳，「新上市公司股票刻意偏低定價之影響因素—隨機前緣模式的運用」，管理學報，民國八十七年。
14. 李書榮，「股票新掛牌公司初始報酬影響因素之研究」，私立東吳大學企管研究所，碩士論文，民國九十四年。
15. 陳國智，「承銷商自行認購率對折價幅度與初次公開發行股票績效的影響」，私立元智大學財金所，碩士論文，民國九十四年。
16. 鄔慧儀，「股權集中度與承銷價低估之關係研究」，國立中央大學企管所，碩士論文，民國九十四年。
17. 胡德中，「IPO 承銷機制的選擇與最佳釋股決策」，國立中山大學財管所，博士論文，民國九十三年。
18. 吳嘉坪，「初次上市櫃股票折價發行與集保期間資訊報導對持有報酬率之影響」，國立中山大學企管所，碩士論文，民國九十二年。

19. 洪振虔，「台灣地區新上市股票價格績效與獲利績效之研究」，國立中山大學企管所，博士論文，民國八十九年。
20. 鄭淑慧，「分析師預測與新上市公司新股折價關聯性之研究」，國立中央大學企管所，碩士論文，民國九十三年。
21. 王齡梓，「我國有價證券承銷制度及承銷配售方式之研究_以上市上櫃之承銷配售為中心」，國立台北大學法學研究所，碩士論文，民國九十三年。



國外參考文獻

1. Allen F. and Faulhaber G. P., "Signaling by Underpricing in the IPO Market." Journal of Financial Economics, 23, pp. 303-323, 1989.
2. Baron D.P., "A model of the Demand for Investment Bank Advising and Distribution Services for New Issues" , Journal of Finance, 31, pp. 955-976, 1982.
3. Barry C. B. and Brown S. J. "Differential Information and Security Market Equilibrium." Journal of Financial and Quantitative Analysis, 20, pp. 407-422, 1985.
4. Beatty R. and Ritter J. R., "Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings." Journal of Financial Economics, 15, pp. 213-232, 1986.
5. Bhagat, Sanjai and Frost, Peter, "A Issuing Costs to Existing Shareholders in Competitive and Negotiated Underwritten Public Utility equity Offerings." Journal of Financial Economics. 15, pp. 233-259, 1986.
6. Chen, A. "A survey on IPO related theories and evidence." , Journal of Management (Taiwan), 14, pp. 403-436 , 1997.
7. Derrien, Francois and Womack K. L. "Auctions vs. Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets," Working paper, Dartmouth College, 2000.
8. Ibbotson R. G. and Jeffrey F. J., "Hot Issue Market." , Journal of Finance , 30, pp. 1027-1042, 1975.
9. Ibbotson, R. G. and Ritter J. R., "Initial public offerings" ,Journal of Applied Corporate Finance, 1, pp.37-45, 1988.
10. Jensen M. C. and Meckling W.H. "Theory of the Firm: Managerial Behavior-Agency Cost and Ownership Structure." Journal of Financial Economics, 13, pp.305-360, 1976.
11. Keasey K and McGuinness P. , "An Empirical Investigation of the Role of Signalling in the Valuation of Unseasoned Equity Issues." Accounting and Business Research, 22, pp.133-142, 1992.
12. Leland, Hayne and David Pyle, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation." The Journal of Finance, 32, pp.371, 1977.
13. Loughran T., Ritter J. R., and Rydqvist K., "Initial Public Offerings: International Insights", Pacific-Basin Finance Journal, 2, pp.165-199, 1994.
14. Loughran T., and Ritter J. R., "Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?" , Financial Management, 33, pp.5-37, 2004.
15. Lowry, Michelle and Schwert G.W. "IPO Market cycles: Bubbles or Sequential Learning?" Journal of Finance, 57, pp.1171-1200, 2002.
16. Ritter J. R., "The Hot Issue Market of 1980." The Journal of Business, 57, pp.215-240, 1984.
17. Ritter, J. R., "The costs of going public" , Journal of Financial Economics, 19, pp.

- 269-281, 1987.
18. Ritter, J. R., “The long-run performance of initial public offerings” , Journal of Finance, 46, pp.3-27, 1991.
 19. **Tinic S. M.** , “Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock.” Journal of Finance, September, pp.207-226, 1988.
 20. **Welch I.** “ Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings.” Journal of Finance, 44, pp.421-449, 1989.
 21. **Welch, I.** “Equity Offerings Following the IPO: Theory and Evidence.” Journal of Corporate Finance, 2, pp. 227-259, 1996.



附 錄

附錄表 1 本研究使用之初次上櫃股票樣本名稱一覽表

年份	初次公開上櫃股票名稱	家數
90	新麗企業、矽成積電、德宏工業、台晶科技、星通資訊、 鉅明企業、基泰營造、江興鍛壓、建錫實業、瀚宇博德、 通泰積電、中美晶、松和鋼鐵、宏傳電子、美琪瑪國際、 彩富電子、松普科技、亞智科技、慧友電子、德淵企業、 台灣晶技、聰泰科技、訊舟科技、永日化學、連展科技、 德律科技、佰鴻工業、愛地雅工業、科風科技、宏大拉鍊、 智冠科技、百略醫學、弘捷電路、凱威電子、威達電、 全台晶像、統盟電子、德鑫科技、偉訓科技、炎洲塑膠、 瑞傳科技、聯詠科技、華韓電子、宏易鋼模、信邦電子、 三聯科技、力武電機、佰鈺科技、合邦電子、大園汽電、 巨庭機械、同亨科技、聯合通訊、漢康科技、創惟科技、 東貿國際、華美電子、飛雅高科技、鄉林建設、竟誠建築、 松懋化纖、四維航業、建興電子、艾群科技、亞元科技、 大字資訊、聚碩科技、亞矽科技、皇鼎建設、瀚宇彩晶、 競國實業、喬工科技、翔昇電子、東洋藥品、經緯電腦、 中菲行、大傳企業、建達國際、新普科技、鳳凰旅遊、 台聯電訊、迎廣科技、遠傳電信、鎰勝工業、上福全球、 普誠科技、國精化學、銳普電子、悠克電子。	89
91	輔祥實業、蔚華系統、萬旭電業、九豪精密、正文科技、 富爾特科技、信音企業、茂達電子、雅博醫療、勁永國際、 金橋科技、亞翔工程、友勁科技、上奇科技、得利影視、 廣運機械、耕興電子、新寶科技、陸德資訊、佳營電子、 振曜科技、頤邦科技、和平資訊、訊達電腦、嘉聯益科技、 順發電腦、科橋電子、禾昌興業、新鼎系統、晉倫科技、 瑞智精密、全家商店、前鼎光電、一等高科技、欣技資訊、 鈞寶電子、捷波資訊、正華通訊、邦拓生技、詮鼎科技、 撼訊科技、鴻源科技、業強科技、華電聯網、宏齊科技、 昱泉國際、捷泰精密、邦泰材料、亞全科技、長虹建設、 久正光電、凌華科技、華興電子、統振電子、百一電子、 互億科技、光明絲織、信昌電子、台灣亞銳士、十全企業、 儒碩科技、協易機械、宇詮科技、瑞儀光電、安碁科技、 振遠科技、懷特新藥、合晶科技、世仰科技、遊戲橘子、 大豐有線、立敦科技、加捷科技、韓翔精密、廣明光電、	103

	<p>寶雅國際、國統國際、豐藝電子、萬潤科技、洪氏英科技、帆宜系統、旭展電子、合騏工業、盛群半導體、精威科技、巨路國際、臺灣愛華、新復興微波、明安國際、育富電子、佳必琪國際、飛捷科技、詮欣電子、雷科科技、日揚科技、蒙恬科技、和椿科技、海韻電子、理銘科技、凌泰科技、亞弘電科技、聯茂電子、今國光學。</p>	
92	<p>精誠資訊、福登精密、旺矽科技、晉泰科技、聚鼎科技、上揚科技、中國探針、岳豐科技、天瀚科技、光鼎電子、茂綸電子、豪勉科技、超眾科技、研通科技、新天地餐廳、關中器材、居易科技、全譜科技、大展證券、系微軟體、仕欽科技、慶生電子、旺玖科技、視達科技、高僑自動化、華孚科技、凌網科技、陽慶電子、三林冶金、巨圖科技、凌越科技、力成科技、享承科技、至興精機、驊訊電子、大慶證券、迅杰科技、聯豪科技、捷鴻資訊、健喬信元、茂迪電子、森鉅科技、立端科技、文魁資訊、南仁湖育樂、臺龍電子、淇譽電子、頂倫企業、榮睿生技、優盛醫學、翔準光罩、沛波電子、倍微科技、百微電子、普萊德科技、台灣瀧澤、光菱電子、元隆電子、晟德大藥廠、展成科技、全域音響、蜜望實企業、廣積科技、堃昶電子、長華電材、名鐘科技、友華生技、日電貿、寶晟科技、淳安電子、琉園水晶、胡連精密、迅德興業、陞泰科技、中華網龍、伍豐科技、皇田工業、台耀科技、台虹科技、豐聲科技、佳龍科技、捷超通訊。</p>	82
93	<p>智基科技、誠遠科技、鉅橡企業、迪戎國際、沛亨半導體、晶采光電、建暉精密、至上電子、星雲電腦、太平洋醫材、立碁電子、萬國通路、德士通科技、華鎂光碟、品安科技、鴻松精密、展茂光電、福華電子、久大資訊、巨虹電子、台表科技、安茂微電子、倚強科技、金山電子、惠光化學、全達國際、好德科技、瀚荃電子、華義國際、大同世界、久元電子、全科科技、精華光學、元太科技、富強鑫精密、晶宇生技、聚和國際、羅昇企業、富鼎電子、冠郝企業、志旭國際、泰詠電子、優群科技、榮群電訊、台灣奧斯特、台灣蠟品、三顧電子、泰偉電子、太萊晶體、至寶電腦、翔名科技、佳邦科技、擎亞國際、宏億國際、致新科技、千附實業、天馳科技、凌巨科技、瑞穎公司、宏連國際、聯合骨科、茂訊電腦、威剛科技、弘如洋生技、昱捷公司、中日新科技、耀勝電子、安國國際、順達科技、大學光學、千如電機、李洲科技、邁達康網路、信億科技、群聯電子、</p>	84

	尖點科技、元山科技、福葆電子、新揚科技、合世生醫、商丞科技、宜特科技、協禧電機、保銳科技。	
94	英格爾科技、欣銓科技、宇環科技、雷虎科技、巨擘科技、網路家庭、海德威電子、光洋科技、僑威科技、超峰電子、金麗科技、滿心企業、勝德國際、博大科技、太普高精密、金革科技、台灣精星、寶島極光、晟鈦電路、和進電子、點晶科技、福盈科技、艾訊電腦、勤誠興業、川湖科技、雙鴻科技、東浦精密、及成企業、良維科技、杭特電子、台灣港建、華宏科技、力肯實業、昇貿科技、鼎天國際、圓創科技、振樺電子、樺晟電子、天良生技、帛漢電子、濱川企業、台曜電子、恩得利工業、旭品科技、先進光電、天驥生技、大眾證券、精確實業、生泰合成、新日興精密、弘憶國際、大億科技、律勝科技、台灣典範、威力盟電子。	55

