

# 國立交通大學

管理科學系

碩士論文

探討公司治理對新上市櫃公司  
股票初期報酬與長期績效表現之影響

Does corporate governance affect IPOs offer price  
and after-market price performance?

研究生：鄭慧敏

指導教授：王克陸 博士

沈華榮 博士

中華民國九十五年六月

探討公司治理對新上市櫃公司  
股票初期報酬與長期績效表現之影響  
Does corporate governance affect IPOs offer price  
and after-market price performance?

研究生：鄭慧敏  
指導教授：王克陸  
沈華榮

Student : Hui-Min Cheng  
Advisor : Keh-luh Wang  
Advisor : Hua-Raung Shen



Submitted to Department of Management Science  
College of Management  
National Chiao Tung University  
in partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master  
in  
Management Science

June 2006

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國九十五年六月

## 摘要

本研究以台灣新上市（櫃）公司為對象，實證探討公司治理因素對於股票初次公開發行(initial public offerings, IPOs)時對承銷價、初期報酬、以及長期績效表現的關聯性研究。傳統上，新上市（櫃）股有正的初期報酬多被認為是基於資訊不對稱及訊息傳遞的問題所導致；但本研究從公司治理的角度來檢視其對公司價值的影響，主要的推論是當公司治理機制愈佳，預期經理人正的誘因效果愈大，負的侵佔效果則愈小，提昇公司資訊透明度，且公司之會計盈餘資訊將愈充足，則公司之財務報表可信度隨之提高，也反映在公司的股票價值，因此當公司初次公開發行時，愈有能力與承銷商議價，且在上市（櫃）後，其初始報酬也愈高，同時其長期績效表現也愈佳。

本研究引用 La Porta 等人(2002)及 Claessens 等人(2002)正的誘因效果與負的侵佔效果，以及 Fan 和 Wong(2002)之會計盈餘的資訊內涵，推論公司治理機制會影響承銷商與投資者對於 IPOs 公司價值的判斷。且採用 La Porta (2002) 所提出股東對公司之控制權(投票權)與現金流量權間之偏離程度做為衡量公司治理績效的因子，及 Purnanandam & Swaminathan (2002) 之承銷價倍數 (P/V 值) 來做衡量公司承銷價格的指標。實證以 2001 年至 2004 年間共 392 家台灣 IPOs 上市（櫃）公司為樣本，驗證顯示，當控制股東之控制權與現金流量權的偏離幅度較低，代表公司治理機制愈佳時，其 IPOs 承銷價倍數愈高（代表承銷價格訂得較高）；而上市之後初期的股價表現也愈好，因此漲停板的天數愈多。再者，在長期績效表現上，公司治理較佳的 IPOs 公司，其三年相對於配對樣本的財富指標 (wealth relative) 較佳（但未達顯著水準），而至少未有長期股價表現較差的現象；亦即初期的股價表現並非投資人過度樂觀所致，公司治理的好壞仍具有影響力。

**關鍵詞：**公司治理、初次公開發行、初期報酬、承銷價、正的誘因效果、負的侵佔效果

## Abstract

Many IPOs literatures document that the mean initial return of IPOs is significantly positive. But what caused the positive initial return? Underpricing is the most popular explanation. Some studies emphasized that the main reason for issuing firms to underprice their stocks is asymmetric information. However, among different inferences, we include that the initial return is composed of two parts, one is the pricing of offer price and the other is the after-market reaction of investors.

Referring to the findings of La Porta et al. (2002), Claessens et al. (2002), and Fan and Wong (2002), this thesis will examine if the corporate governance mechanism will influence IPOs offer price and after-market price performance. The better the corporate governance is, the higher firm value will be. Therefore, the issuing firm has more negotiating ability to set a higher offer price. On the other hand, the better the corporate governance is, the more earnings informativeness will be. This will enhance the credibility of financial statements and reduce the degree of asymmetric information. Meanwhile, investors would like to pay higher price buying the stock and lead to a better after-market performance.

In a sample of 392 Taiwan IPO firms from 2001 to 2004, we trace the controlling shareholders of firms and calculate their control right and cash flow right, of which could find that better corporate governance of issuing firms result in higher offer price and better after-market performance. As to the long-run performance, an IPO firm with better corporate governance would have better performance but not so significant.

Consequently, we can conclude that corporate governance does affect IPOs offer price and after-market price performance.

**Key word :** corporate governance 、 initial public offerings 、 initial return 、 offer price  
、 incentive effects 、 entrenchment effects

## 致 謝

花了將近一年的時間，終於在這一刻將論文完成了！隨著論文的完成，兩年的研究所生活也到此告一段落，感謝所有曾經協助我的師長及同學，有你們才能讓我順利地劃下最終學生生涯完美的句點。

不由得想起一開始為論文做準備時，總是抱持著懷疑的態度，擔心自己是否能順利撐過論文撰寫這一關，從一開始的確定方向、蒐集資料、設計模型，到最後的實證分析，每一個階段對我來說都是個挑戰，都必須小心翼翼且謹慎的面對。感謝指導教授 王克陸教授總是耐心指導、和我溝通研究問題所在，也鼓勵我相信自己，按照自己的步調，紮實且謹慎地完成每一步，也透過不斷地錯誤與修正下，讓我重新去體驗學習及研究的樂趣。此外，也感謝 沈華榮教授適時地給予我建議，讓我更明確瞭解論文的不足的地方。另外，也謝謝另外兩位口試委員 張寶塔教授及 彭雅惠教授在口試時所提出的建議及問題，讓我的論文架構更加完整及明確。

在交大管理科學所兩年的日子裡，衷心感謝諸位老師的用心指導，多方協助學生完成論文的撰寫，讓我獲益良多。同時，感謝同門的靖茹、宗譽與屯熙的相伴與幫助，分享蒐集資料的辛苦與完成論文的喜悅。也特別謝謝同學們的互相幫助，琦燕、雪姿、姿云、蔚震、俊宏、士軒、佩穎、毓真、筱雯...有你們這些好夥伴一同度過埋首研究的日子，真的很幸運。

最後，感謝我的家人，親愛的爸爸、媽媽及弟弟，因為有你們的支持、體諒及安慰，讓我一路走來無後顧之憂，且順利完成學業，即將踏入社會的我，準備迎接新的人生階段，相信有了你們的最大的愛和支持，我將全力以赴，開啟更不一樣的明天。

鄭慧敏

2006年6月 交通大學

# 目錄

---

<b>第一章 緒論</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究背景與動機 .....	1
1.2 研究目的 .....	4
1.3 研究假設 .....	4
1.4 研究架構 .....	5
1.5 研究流程 .....	6
<b>第二章 文獻探討</b> .....	<b>7</b>
2.1 新上市（櫃）股票定義及實證現象 .....	7
2.2 新上市（櫃）公司股票初期報酬與長期績效表現 .....	8
2.3 股權結構與公司治理 .....	13
<b>第三章 研究方法</b> .....	<b>17</b>
3.1 研究樣本 .....	17
3.2 相關變數定義與衡量 .....	18
<b>第四章 實證結果與分析</b> .....	<b>31</b>
4.1 基本統計量分析 .....	31
4.2 公司治理變數對IPO承銷價倍數的影響 .....	37
4.3 公司治理變數對IPO股票上市後股價反應之影響 .....	43
4.4 公司治理變數對IPO股票上市績效表現的影響 .....	49
<b>第五章 結論與建議</b> .....	<b>52</b>
5.1 研究結論 .....	52
5.2 研究限制 .....	54
5.3 研究建議 .....	55
<b>參考文獻</b> .....	<b>56</b>
<b>附錄一 配對樣本選取準則</b> .....	<b>60</b>

## 圖目錄

---

圖 1-1 研究流程圖.....	6
圖 3-1 最終控制者採「直接控制」之現金流量權與控制權計算.....	23
圖 3-2 最終控制者採「直接控制」與「間接控制」之現金流量權與控制權計算.....	24
圖 3-3 最終控制者採「直接控制」與「間接控制」多間公司之控制鏈.....	25
圖 4-2 樣本年平均月報酬率.....	49



## 表目錄

表 3-1 最終控制者採「直接控制」與「間接控制」多間公司之控制鏈計算.....	25
表 4-1-1 基本統計量分析.....	34
表 4-1-2 基本統計量分析.....	35
表 4-1-3 基本統計量分析.....	36
表 4-2 公司治理變數對IPO承銷價倍數的影響.....	40
表 4-3 公司治理變數對IPO承銷價倍數的影響.....	41
表 4-4 公司治理變數對IPO承銷價倍數的影響.....	42
表 4.3 公司治理變數對IPO股票上市後股價反應之影響.....	43
表 4-5 公司治理變數對初期報酬的影響.....	46
表 4-6 公司治理變數對上市後漲跌停板打開天數的影響.....	47
表 4-7 公司治理變數對上市後跌停板打開天數的影響.....	48
表 4-8 公司治理變數對IPO長期績效變數的影響.....	51



# 第一章 緒論

## 1.1 研究背景與動機

當企業面臨不同成長階段的資金需求或欲擴展其規模時，勢必須藉由資本市場來籌措足夠的資金、加速企業成長、邁向多角化與國際化的經營、促進內部管理健全，增加經營績效，進而獲得國內外法人機構之支持和認同、分散企業經營風險、以面對激烈競爭之舞台，達成健全公司經營體質、塑造公司價值最大化及永續經營目標，因此，至公開市場發行股票，募集大眾資金進行擴充及投資，是多數公司選擇的方式。

然而，對投資者來說，蒐集新上市櫃公司的相關資訊確實不易，不確定性高，難以準確評估公司的真正價值，供需雙方往往存在著資訊不對稱的情況，以致於初次公開發行（initial public offerings），IPOs的相關研究一直以來都是學者研究的重要議題，最早由學者Logue（1973）及Ibbotson（1975）等提出初期報酬（initial return<sup>1</sup>）的觀念來解釋初次公開公司發行股價低估的問題，隨後1963年美國證管會（SEC）首先提出新上市公司的研究報告，自此多年來，經許多學者觀察及實證研究報告指出，對多數投資人來說普遍因資訊不對稱而對股票價格的評估往往產生偏離的現象，Baron（1982）提出由於在新上市股票發行公司所擁有的市場相關資訊不及承銷商來的多，必須仰賴承銷商的協助來訂定承銷價，由於彼此的資訊不對稱存在，因此發行公司必需將承銷價低估以補償承銷商提供市場訊息；Rock（1986）則認為投資者間存在有資訊不對稱，必須以低估承銷價來吸引對資訊缺乏的投資者購買新發行的股票；另Welch（1989）提出新上市股票發行公司與投資者之間存有資訊不對稱，高品質的公司有能力以折價發行新股以吸引投資者，反之低品質的公司則不敢輕易採用此種手段，因為高品質的公司將在將來增資發行時可以將以前折價發行的差價價額彌補過來。

藉由過去的研究可歸納出IPOs 公司的初期報酬是由「承銷價的訂定」與「上市後初期股價的表現」兩個部份所組成，其中又以承銷價的訂定對於股票上市後蜜月期的長短相關性最大，因此，許多文獻更進一步針對承銷價訂定提出解釋，認為新上市公司與承銷商低

---

<sup>1</sup> initial return 初期報酬(即first day return)在國外研究中的定義為  $(P1-P)/P$ ，即（上市當天之收盤價-承銷價）/承銷價，但台灣股票市場有漲跌幅限制，故不適合上述公式，在本研究第三節中會作詳細修正。

估了承銷價格，將股票以折價發行的方式售出，吸引投資人購買，但上市之後市場價格反映出公司應有的真實價值（intrinsic value）時，正的初期報酬因此產生，承銷價的低估也明確彰顯出市場上資訊不對稱的現象。

從過去的股權結構文獻中，有許多探討各個國家的股權結構情形，以及其如何影響公司股價的相關研究，例如即使在美國的許多大企業，Shleifer & Vishny（1986）與Morck、Shleifer 和 Vishny（1988）亦發現這些公司的股權結構並非分散，而是具某種程度集中於大股東手中。假設在股東所有權結構會影響公司價格的前提下，機構法人在擁有公司一定比例股權之後，由於機構投資人會比小額投資人有更多的專家和動機以及更低的成本去監督管理，故能增加公司經營的價值；另一方面，公司經理人為了私利、避免外界的監督（Brennan and Franks, 1997），或者是想要使股權結構分散（Booth and Chua, 1996），亦或是為了避免機構投資人可能的短視近利所形成的成本（Bushee, 1998），皆會帶來市場資訊不對稱的狀態。

此外，近年來的研究（如La Porta 等人(2002)、Claessens 等人(2002)）皆指出公司治理<sup>2</sup>（corporate governance）對於公司績效與公司價值有重要的影響，也就是說公司治理會影響承銷商與投資者對於IPOs 公司價值的判斷，而影響IPOs 公司上市時的初期報酬。因此，我們或許可以推論當控制股東存在正的誘因效果<sup>3</sup>時，IPOs 公司的治理機制愈佳，IPOs 公司也愈有議價能力與承銷商協定出較高的承銷價格，降低發行的成本。援用相同的道理，股票上市之後，增加財務報表的可信度，降低資訊不對稱的程度，投資者因而願意付較高的價格購買公司治理較佳的IPOs 股票，因此當公司治理機制愈佳時，公司上市後的初期股價表現較高。

在公司治理的研究中，La Porta、Lopez-de-Silanes & Shleifer (1999)提出最終控制<sup>4</sup>（ultimate control）的觀念，探討27個富裕國家上市公司的股權結構且提出最終控制理論（ultimate control）觀念，計算出控制股東擁有的控制權及現金流量權，而La Porta(1998)

<sup>2</sup> 公司治理的本質為：確保資金供給者（即投資者）能夠經由公司經理人的手中，拿回應得的投資報酬。在這個過程中，投資者應如何監督經理人，如何保證經理人不會從中竊取資金、或不當投資利用，這些都是公司治理所要探討的問題。

<sup>3</sup> 根據Jensen 和 Meckling (1976)的觀點，股權若集中於控制股東(最大股東)手中，將促使控制股東產生努力經營的誘因，使其利益與公司整體的利益趨於一致，進而增進公司的價值，稱為「正的誘因效果」。

<sup>4</sup> 當公司最大股東持股超過20%時，即認定該公司存在最終控制股東，需分辨擁有投票權之最終控制者的身份，並將屬於同一控制群體持有的直接與間接投票權相加，計算出控制股東擁有的控制權。

Claessens(2000)等人與Faccio、Lang(2000)發現大股東透過金字塔結構(pyramid structure)、交叉持股(cross-shareholding)和不同的表決權方式參與管理來增強對公司決策的影響力。

在2000年，La Porta 等人建構理論模型與實證結果發現當控制股東擁有較高的現金流量權時，則其侵害公司價值的偏離程度愈輕，而使公司的價值愈高。Claessens 等人(2002)亦提出利用正的誘因效果(incentive effects)及負的侵佔效果<sup>5</sup>(entrenchment effects)來衡量公司治理機制的良窳。至於這兩種效果的衡量，本研究將採用La Porta 等人(2002)與Claessens 等人(2002)以現金流量權（及現金流量權佔控制權比率）來衡量正的誘因效果，以控制權偏離現金流量權幅度來衡量負的侵佔效果。當控制股東之現金流量權越高（及現金流量權佔控制權比率越大）時，控制股東若傷害公司價值將導致自身損失的提高，因此會有正面的經營誘因，相反地，若控制股東之現金流量權較小，則當控制股東因傷害公司價值導致的損失也會降低。

針對國內公司治理相關研究，Yeh 等人(2001)以1994年1995年年台灣208家上市公司作最終控制者的研究，發現若以20%作為最終控制者的標準，有51.44%為家族控制；若以30%為標準，則有32.69%為家族控制公司；40%的標準下，有18.75%的公司為家族控制；翁淑育(2000)則取1997年至1998年，台灣251家上市公司作為研究樣本，採用Tobin' Q11做為衡量公司市場績效的指標，成為公司價值的替代變數，發現在以20%作為最終控制者的標準時，有58.2%為家族控制公司，30%的標準下，則有40.2%為家族控制公司；其結果與Yeh 等人(2001)的研究結果一致，表示在歷年來台灣上市公司控制型態並無太大差異，最終控制型態仍以家族控制的型態為主。另外，Fan和Wong (2002)則提出新的觀點，認為公司治理機制會對會計盈餘的資訊內涵(earnings informativeness)產生影響，當公司治理愈佳時，投資人對於公司揭露的盈餘數字持正面印象，提高財務報表的可信度，而使股價有較高的漲幅。

利用上述文獻中的觀念，本文因此推論當IPOs 樣本公司的公司治理機制愈佳時，承銷發售時可以訂定愈高的承銷價，而股票上市後的後續股價表現也愈佳。

---

<sup>5</sup> Shleifer 和 Vishny (1997)及La Porta 等人(1999)則指出股權過於集中時，控制股東(最大股東)與小股東之間將產生利益衝突，因為股權集中使控制股東(最大股東)有動機及能力去侵佔小股東的財富，傷害公司價值，造成「負的侵佔效果」。

## 1.2 研究目的

近年來企業如何有效經營與管理成為企業永續發展的重要課題，於是公司治理(Corporate Governance)的相關討論愈形重要，在本研究中將探討公司治理因素如何影響承銷商與投資者對於IPOs公司價值的判斷，與其對IPOs公司上市上櫃時的初期報酬與長期績效表現之影響。本文將分別由以下三個構面來分析驗證之。

- 1、 探討公司治理因素對於IPOs上市上櫃前股票承銷價格訂定的影響。根據 Purnanandam & Swaminathan (2002)研究中，所提出以IPOs樣本相對於配對樣本的price multiples (IPO承銷價倍數)的概念來分析之。
- 2、 除了IPOs承銷價格訂定，亦分析驗證IPOs上市上櫃後的股價反應是否受到公司治理變數所影響，以初期報酬作為衡量指標，又考慮台灣股票市場有漲跌幅的限制，遂加入連續漲跌停板天數作為指標。
- 3、 最後，依據Ritter (1991)所提出以相對財富指標(WR)為衡量標準的研究，探討持有三年IPOs新股的投資報酬，亦即分析驗證IPOs新股發行三年的績效表現是否受公司治理變數影響。



## 1.3 研究假設

針對上述的研究動機與目的，擬出下列三項研究假設：

- 1、當公司治理機制愈佳時，IPOs 公司能夠訂定較高的承銷價格，IP 承銷價倍數也會較高。
- 2、當公司治理機制愈佳時，IPOs 公司的初期報酬較高，連續漲停板的天數也較高。
- 3、當公司治理機制愈佳時，IPOs 公司除了有較高的初期報酬外，長期股價表現也會較佳，也是投資人較好的投資選擇。

## 1.4 研究架構

本研究共分六章，內容架構如下：

第一章 緒論：說明本研究背景與動機、研究目的與研究架構流程。

第二章 文獻探討：回顧國內外公司治理與股權結構等相關之文獻。探討IPOs公司上市上櫃前承銷價訂定之研究，股票初期報酬與上市上櫃後績效表現之研究等文獻整理。

第三章 研究方法：說明研究樣本、研究期間、研究設計與資料來源，並詳述本文應變數、自變數與其他相關變數的定義與衡量計算方式。

第四章 實證結果與分析：針對樣本變數之敘述統計、迴歸結果與分析、實證結果之彙總比較，分別就相關變數對於應變數的影響作分析驗證。

第五章 結論與建議：詳述本研究的結論、研究的限制，並提出對未來研究的建議。



## 1.5 研究流程

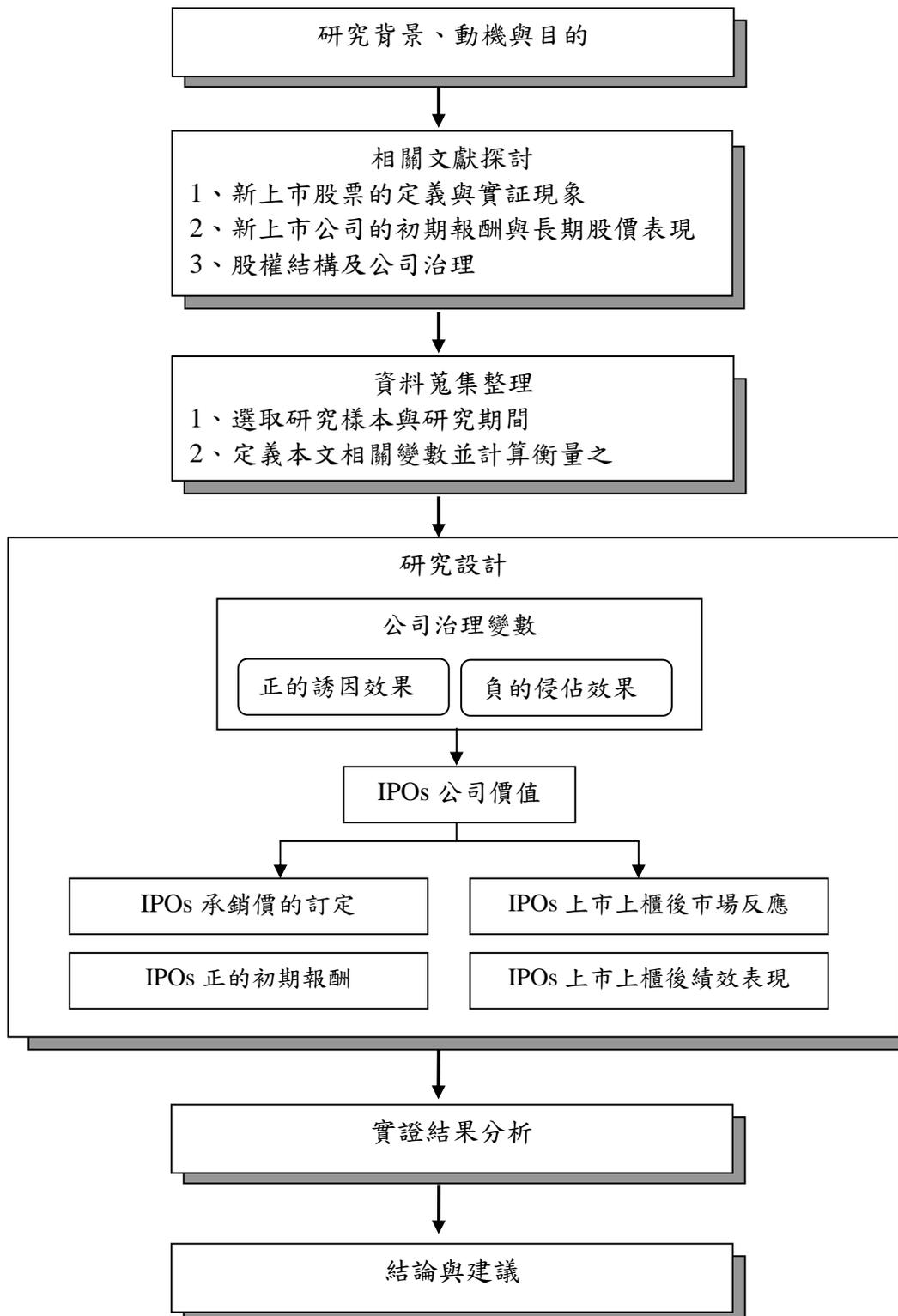


圖 1-1 研究流程圖

## 第二章 文獻探討

本章分為三節，第一節係新上市股票定義及實證現象，第二節係新上市公司股票初期報酬與長期績效表現，第三節係股權結構與公司治理。

### 2.1 新上市（櫃）股票定義及實證現象

#### 2.1.1 新上市（櫃）股票（IPOs）定義

初次公開發行股票(Initial Public Offerings, IPOs)意指發行公司在初級市場上透過承銷證券商或投資銀行，以發行證券的方式向不特定的公開大眾募集資金。由於是初次公開發行，其股票未曾在證券市場上買賣，由於股價未知，承銷價的訂定往往會偏離真正的價格，實務上在制訂承銷價時，並無市價可供參考，僅能以同產業上市公司的股價做為參考依據，直到投資人或機構法人等在次級市場上透過多次的交易活動，其所成交的價格才可顯示出新上市股票的真實價格。

#### 2.1.2 初次公開發行股票實證現象

1998年，Ritter彙總提出新上市股票市場的三個特有現象，分別為：短期股價低估（short-run underpricing）、初次公開發行的熱絡市場（hot issue market），以及長期績效不彰（long-run underperformance），在此篇文章中，Ritter認為公司上市在可以得到好處的同時，也需付出該有的成本，例如法務、審計、承銷等相關費用，以及上市因折價所產生的成本，在在都會影響公司最終的資金成本，且股票上市前後亦會面臨兩個問題：承銷價的訂定以及後續的股價表現，亦即新上市股票最受重視的兩個議題：正的初期報酬與長期績效表現。

## 2.2 新上市（櫃）公司股票初期報酬與長期績效表現

### 2.2.1 新上市（櫃）股票有正的初期報酬之理論與探討

許多研究顯示新上市公司股票存有異常報酬現象，Beatty & Ritter (1986)、Dawson & Reiner (1988)及McGuinness (1993)都證實了新上市股票的確有短期超額報酬的情形存在。合理的承銷價訂定為決定一個新上市股票成功與否的關鍵因素，且新股承銷價的訂定存在相當的困難性，遂諸多學者產生許多相關研究及論點，並試圖合理解釋之，一般認為新上市股票的承銷價低估為主因，也就是說，股票上市前的折價發行與上市後股價上漲接近真實市場的價格具有落差，因此造成正的初期報酬，以下整理兩種應用最廣也最為普遍接受的解釋原因：承銷價低估與市場錯誤評價。

#### （一）承銷價低估（underpricing）

承銷價低估理論分為下列四項：

##### 1. 資訊不對稱理論（information asymmetry）

新上市股票股價偏低和資訊不對稱普遍存在市場上有相當的關係，在資訊不對稱假說中，大致可以分為三個方向來探討，分別為發行公司與承銷商之間的資訊不對稱、發行公司與投資人之間的資訊不對稱，以及將在下一項仔細探討的投資人與投資人之間的資訊不對稱（訊息傳遞理論）。

Baron(1982)將發行公司與承銷商視為主理人與代理人的關係，認為承銷商比發行公司掌握更多有關資本市場的資訊，存在所謂資訊不對稱(Informational Asymmetry)的情形。因此發行公司除了委任承銷商負責銷售股票外，尚需要承銷商的協助以制定合理的承銷價格，或直接授權承銷商代為制訂承銷價；另一方面，承銷商具有完整的行銷通路，並以其聲譽資產(reputation asset)來為新上市股票作保證，因此發行公司會以折價發行的方式作為承銷商提供資訊與聲譽的報酬；再者，隨著資本市場對新股的需求不確定性愈大，雙方資訊不對稱的情形愈嚴重，此時折價發行的幅度就會愈大。

另一方面，存在於投資人與投資人之間的資訊不對稱的相關研究中，Rock (1986)認為投資人可分為兩種：一種為資訊充足者(informed investors)，一種為資訊缺乏者(uninformed investors)。資訊充足者願意支付成本以掌握有關發行公司真實價值的資訊，一旦獲知其股票真正價值高於承銷價格，則會盡可能認購該新上市股票，反之，便不會參與申購；相對

地，資訊缺乏者因為資訊不足，是以隨機的方式認購新上市股票；此外，Rock又將新上市公司分為好公司(good issues)與壞公司(bad issues)；若為好公司發行的股票，資訊充足者與資訊缺乏者皆會認購，當發生超額需求時，承銷商只能以配額的方式銷售，造成資訊充足者排擠資訊缺乏者而得到配額，若是壞公司發行的股票，資訊充足者會退出市場，使得資訊缺乏者認購到壞公司股票的機率大增並蒙受損失，長期以來將導致他們認購新上市公司股票的意願降低，此種情況亦稱為贏家詛咒(winner's curse)。因此，為了吸引資訊缺乏者參與發行市場，發行公司必需以折價發行的方式，以彌補資訊缺乏者可能的損失，減少贏家詛咒的情形發生。

## 2. 訊號傳遞理論 (signaling theory)

Leland & Pyle (1977)、Titman & Trueman (1986)、Beatty (1989) 和 Welch (1989) 等學者相繼在他們的研究中發展出訊號模型，以分析新上市股票折價發行的情形，即新上市股票的折價發行是一種發行公司傳遞給投資人的訊號，讓投資者認為公司是值得投資的高價值公司。

Beatty (1989) 認為投資人對於新上市公司資訊不足而產生不確定性，不確定性高的公司傾向於美化財務報表，使投資人誤信公司的資訊，因而對公司的價值無法做正確的判斷，產生混淆。Titman & Trueman (1986) 則提出公司的公開說明書及承銷商的聲譽是投資人用來評斷發行公司的相關風險資訊，聲譽較佳的承銷商通常愈能夠客觀的揭露公司資訊，但是公司也必須付出較高的承銷費用，藉此看出承銷商本身對於投資人來說，便是傳遞新上市公司風險程度的訊號。

Allen & Faulhaber (1989) 主要假設新上市公司本身對於公司未來發展最瞭解，因此發行公司將發行價格降低，將公司未來預期經營績效良好的訊息傳遞給投資者，對經營績效良好的公司而言，上市後可經由已預期的盈餘彌補發行折價的損失，反之，對於經營績效不好的公司而言，若以降價來傳遞錯誤訊息，則上市後無法彌補高額的成本。Welch(1989) 亦提出類似的論點，假設高價值的發行公司會以降低發行價格來傳遞公司的高品質水準，然後再透過增資發行來回收折價發行時所導致的損失，反之，價值低的公司若仿效此種作法，則其將無法負擔高額的發行成本；由上述推論，折價幅度大的公司，將可預期未來有較好的績效表現。

Leland & Pyle (1977) 認為公司的價值是保留在公司內部的權益，當公司的經營者及大股東願意持有公司相當高比率的股權時，表示公司未來的發展前景樂觀，否則他們所持有的高股權比率將會帶來相當大的損失，因此，可推論經營者及大股東的持股比率同樣可提供給投資人傳遞公司價值的一個訊號。Downes & Heinkel (1982)使用1965年至1969年之間上市的449家公司作為樣本，檢驗Leland & Pyle (1977)的理論，實證結果顯示當公司內部人持股比例越高時，其公司的價值亦越大，符合Leland & Pyle (1977)的假說。

### 3. 市場回饋假說 (market feedback hypothesis)

Ritter (1998) 提出市場回饋假說，認為承銷商或投資銀行低估新上市股票價格原因在於引誘一般投資者在股票銷售前，未受任何應有獲利的暗示下，提供有助於股價的資訊，幫助決定更合理的承銷價格，承銷商會經由折價發行來補償這些投資人所提供的訊息，股票折價的幅度，則視投資人提供的訊息有助於股票評價的程度，因此，往往從最初版本的公開說明書到最後定稿的公開說明書，承銷價也會隨著做局部的調整。

### 4. 其他

Brennan & Franks (1997) 以管理價值的控制為出發點，在股票新上市時為保住其原有的控制權，管理者會採低估股價造成超額需求，這超額需求造成股票的重新分配，促使小額投資者紛紛購入股票，因此，對於大股東而言，其持有成本提高且也要負擔較大的風險。

Ritter(1998)提出追隨效果(the bandwagon hypothesis)，認為如果潛在的投資者除了只注意自己手中的訊息外，同時也注意其他人是否在購買，則將會產生追隨效果。如果投資者看到沒有人想要買，則不論自己是否有優勢訊息，也不會想去買。為避免發生此種情形，新上市公司會折價發行股票以吸引第一波潛在的投資者來造成追隨效果，因此其他投資者亦會想買。

另有學者提出投機泡沫假說，認為新上市股票之所以會產生超額報酬，乃投資人深信股價仍會繼續上漲，於是未取得申購之投資人，於股票上市後，進場大量交易所造成，導致新股短期被哄抬偏離真實價值，因此在效率市場假設下，市場價格會立即回復至其應有之價格。Ritter (1991)實證結果顯示，美國新上市公司績效不佳，時間長達三年且平均報酬

為負，並非只是短期內偏離真實價值，但Aggarwal & Rivoli (1990)實證結果卻顯示股價只是短期偏離真實價值。

## (二) 市場錯誤評價 (market misvaluation)

另外一項解釋新上市公司短期具有正的初期報酬的解釋原因為市場錯誤評價，有別於承銷價低估理論認為公司價值可以真實的反映在股票價格上，遂產生正的超額報酬，相反的，市場錯誤評價理論指出市場不具有完全的效率性，因此股票價格不足以反映公司的真實價值，正的初期報酬只是投資人對於公司的樂觀預期，使得股票價格早已偏離公司真實的價值。

Aggarwal & Rivoli(1990)則針對1977年至1987年間1598個IPOs樣本作短期及長期股票報酬的研究，以發行後第一天收盤價作為投資價格，衡量持有至發行後250日扣除市場報酬後的超額報酬為-13.7%，相較於發行後第一天的平均超額報酬10.67%則明顯呈現負的走向，他們認為此一股價型態符合熱潮 (fads) 的解釋，亦即，新上市公司首次公開發行股票的價值不確定性高，投資人由於過於樂觀錯誤評價而高估，使得上市初期有正的超額報酬產生，但是於較長的時間後，熱潮退去，對價值高估進行修正，導致負的長期報酬存在。

Purnanandam & Swaminathan (2002)則對於承銷價低估的折價發行概念提出質疑，認為IPOs 正的初期報酬並非來自折價發行。該研究利用會計乘數的概念，創造出IPO承銷價倍數 (price multiples)，同時以IPOs 樣本及配對樣本的比較進行標準化的動作；實證結果得出overvalued的IPOs反而比 undervalued的IPOs在上市後獲得更多正的初期報酬，約多5%到7%，同時長期績效較undervalued的IPOs 差約20%至50%。這樣的樣本分類結果符合一般學者認同的long-run underperformance，但卻與short-run underpricing 相違背。因此研究中是以行為財務學 (behavioral theories) 的理論提出解釋，認為overvalued 的IPOs 會有正的初期報酬是來自於投資人的過度樂觀預期，而非一般認為是資訊不對稱產生的效果。

## 2.2.2 新上市（櫃）股票長期績效表現理論與探討

前述文獻中提及新上市股票初期超額報酬的存在，導因於承銷價的低估及市場錯誤評價，因此，有許多研究除了驗證初期超額報酬的存在外，尚進一步檢驗新上市股票發行後的長期價格績效。在這些實證研究中，Reilly and Hatfield (1969) 以發行後第一個星期五至發行一年後之星期五所衡量之價格變動率（報酬率）仍高於同一衡量期間由已發行公司隨機選取樣本所衡量之價格變動率；McDonald and Fisher (1972) 所衡量的發行以後一個月至一年期間的超額報酬率為-19.8%；Ibbotson (1975) 衡量發行後長達五年期間的超額報酬，指出發行後的市場大致符合效率性市場，但是其資料亦顯示發行後的第二至第四年超額報酬轉為負值，而第五年才再呈現正的超額報酬。

Ritter (1991) 以1975年至1984年在美國首次公開發行的1526家公司為樣本，發現發行後三年的價格績效顯著低於以規模相當及同一產業而形成的配對樣本（matching firms）在相同衡量期間的價格績效，亦採用其他如相對財富指標（wealth relative）等市場指數報酬所衡量得到的長期超額報酬仍為負值，因此得到長期績效不佳的結論。另外，Ritter也針對樣本進行橫斷面與時間序列的分析，結果發現包括發行規模、初期報酬、產業、發行年度、及公司成立時間等因素都會影響到新上市公司股票樣本的長期績效。Loughran 和 Ritter (1995) 對於美國1970年至1990年發行的股票所進行的研究發現，無論是首次公開發行或是再次發行（seasoned equity offerings；SEO<sup>6</sup>），經由衡量發行後五年的年平均報酬（分別為5%及7%）均比其配對樣本公司的年平均報酬（分別為12%至15%）還低，且甚未高於同時其國庫券平均報酬的7%；此外，研究中還以相對財富指標來衡量長期績效，研究發現若想在衡量期間結束時得到與配對樣本相當的財富，則衡量期初時新上市公司與SEO公司分別須多投資43.8%及44%的資金，如此才能彌補因長期績效較差所帶來的損失。

從上述文獻可得知關於首次公開發行公司初期股價表現為正，長期股價表現反倒為負的現象，已普遍被學者提出實證與解釋，但是無論是初期股價表現或是股價長期績效表現卻有很多不同的論點，未有實際的定論，接下來將探討公司治理與股權結構的相關文獻，以討論公司治理如何對新上市公司股價的表現造成影響。

---

<sup>6</sup> SEO，有時也稱做secondary offering或follow-on offering，相較於初次公開發行IPO，再次發行新的證券SEO是指之前已經發行過有價證券的公司再次發行新的證券。

## 2.3 股權結構與公司治理

本節將延續探討公司治理與股權結構的相關文獻探討，瞭解股權結構與公司治理對於新上市（櫃）公司股價表現所造成的影響，以下分別從代理理論（agency theory）、股權結構及公司治理文獻來闡述之。

關於股權結構對於公司價值影響的研究，最早是由Berle & Means(1932)所提出的，認為大部分的公司在一一般的情況下，都是股權分散的結構，也就是說，小股東雖握有公司的股權卻無法對公司營運政策產生影響，因為管理者才握有經營權，且因管理者本身持股比例不高，無須承擔經營失敗責任，導致產生過度的特權消費，浪費公司資源，或在選擇投資方案時，不是站在股東財富極大化的立場，而是考慮本身利益極大化的行為，進而降低公司價值，這種管理者和股東之間（經營權和所有權）的利益衝突，即是後來Jensen & Meckling (1976)所提出的權益代理問題(equity agency problem)，若公司的管理階層並非擁有公司100%的股權，則在管理階層追求個人效用極大化的過程中，很有可能會挪用公司的資源來進行特權消費以滿足其需求。此時外部股東就需花費資源來降低此一特權消費的行為，即所謂的代理成本(監督成本、保證成本與剩餘損失)。當管理階層擁有的股權下降時，其挪用公司資源來增加其財富的誘因增加，故外部股東需花費更多的成本來監督，因此使得公司的代理成本增加而公司價值下降。然而，在1980年以來的研究文獻中，卻發現實證研究中與Berle和Means(1932)的觀點迥異，研究結果顯示大部分國家的上市公司，其所有權是集中而非分散的。Shleifer & Vishny (1986) 與Morck、Shleifer & Vishny (1988) 提出實證研究顯示，在美國幾個大企業中，股權和控制權確實有集中的情形，即有某種程度集中於家族和富有的投資者手中，而非股權分散的。

在公司治理的相關文獻上，Shleifer & Vishny (1997) 認為公司治理的觀點在於代理問題 (agency perspective)，perspective)，亦即「所有權」及「控制權」的分離，探討投資人出資投入公司且全權交由專業經理人來運用資金，給予經理人充分的控制權，此時，投資人該如何確保其投入資金可正當運用而獲利，公司治理便是保護投資人的一道防線，此外，即使在大多數的先進經濟體系中，公司治理的完備性仍有大幅的改善空間，所以研究中針對公司治理整體狀況作詳細分析，強調透過法令上的改進以完善公司治理機能。

Brennan & Franks (1997) 也提出發行公司的管理者希望在新上市股票初次公開發行之後可以繼續維持其控制權，降低遭到惡意接管的機率，而初次公開發行的股票折價可以吸引投資人超額認購，使得公司可以利用分配股票的手段避免在初次公開發行之後產生新的大股東，降低惡意接管的情形發生，且其以英國69個新上市公司為樣本實證，證明了上述的觀點，並指出新上市股票折價的成本大部分由上市前非管理階層的股東所承擔，而反觀擁有公司管理權的股東相對承擔了較少的部分。

1998年，學者La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer & Vishny針對公司治理的法律面，探討49個樣本國家中的現象，研究結果發現，在不同法律系統的國家中，以海洋法系的國家對於投資人的保護最嚴密，同時也發現，以公司的股權結構來分析，在公司內部的股權越集中的情形下，投資人所需要的外部法令保護越少。

更進一步，La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer & Vishny (1998)最早提出最終控制(ultimate control)的觀念，亦即追蹤公司所有權結構而找出擁有最大投票權的股東，當這個最大股東的投票權(即控制權)超過一界線時，即界定其為最終控制者(稱為控制股東)。研究中發現在49個已開發和未開發國家中，所有權集中在家族或政府手中的情形很普遍，大股東會運用金字塔結構(pyramid)、偏離一股一票制、交叉持股(cross-holding)、和不同的表決權方式參與管理來增強其控制權，來增加他們對公司決策的影響力。

La Porta、Lopez-de-Silanes & Shleifer(1999)深入分析世界27個富裕國家中公司的股權結構，實證樣本中有68.59%的公司存在有控制股東，且控股型態以家族控制最為普遍，金融機構獲其他型態的控制股東則相對較少。Claessens、Djankov & Lang (2000)沿用La Porta 等人的方法，取東亞九國2980家公司的樣本資料，檢驗公司控制股東之控制權及現金流量權的偏離程度，發現在多數國家中，皆存在控制股東透過金字塔結構及交叉持股的方式來增強控制權，因此控制權超過現金流量權的情形普遍存在。

Claessens、Djankov & Lang (2002)則提出控制股東的「正的誘因效果 (incentive effects)」及「負的侵佔效果 (entrenchment effects)」，以東亞地區八個經濟體系為樣本來作資料分析，接著La Porta等人(2002)建構理論模型與實證結果中，以現金流量及現金流量權占控制權的比率來衡量「正的誘因效果」，及現金流量權偏離控制權幅度來衡量「負的侵佔效果」。發現當控制股東擁有較高的現金流量權時，則其侵害公司價值的行為愈輕，而使公司的價值愈高。控制股東的現金流量權愈高(即現金流量權佔控制權比率愈大)時，

控制股東若傷害公司價值將導致自身損失的提高，因此會有努力經營的誘因；另外，當控制股東擁有的控制權（投票權）愈多時，愈有能力影響公司的決策，相對地，若控制股東的現金流量較小，則當控制股東傷害公司價值時，其自身的損失也會降低。在兩者交錯影響下，控制權與現金流量權的偏離程度愈高時，控制股東愈有動機去侵佔小股東的財富，因此，在其實證研究中推論，當控制股東的現金流量權愈高，或其控制權與現金流量權的偏離幅度較低時，公司的價值愈高，公司治理的機制也愈好。

國內有關公司治理的相關文獻，首先是 Yeh、Leer和Woidtke（2001）提出國內新上市公司最終控制者的研究，取1994年至1995年台灣共208家上市公司為樣本，以控制股東成員擔任董監事席位比率及參與管理（同時擔任董事長及總經理），來衡量負的侵佔效果，提出當控制股東擁有控制權（投票權）愈大時，其將更容易通過對控制股東有利的決策，大幅提高控制股東對小股東進行財富侵占的可能性。兩者合併來說，即當控制權與現金流量權的偏離程度愈高時，控制股東愈有動機去侵佔小股東的財富，藉此推論當控制股東的現金流量權愈高，或其控制權與現金流量權的偏離幅度較低時，則公司有較高的價值，公司治理機制也較好。翁淑育(2000)則以1997年至1998年台灣251家上市公司作研究，利用Tobin' Q11做為衡量公司市場績效的指標，成為公司價值的替代變數。當公司治理愈佳時，Tobin' Q 愈高，由此研究公司治理對於公司價值的影響。而吳蕙雯（2003）以1992年至2001年台灣新上市公司為樣本，持股採超過20%為最終控制者的評定標準，實證結果股權分散程度為23.85%，而65.55%的公司仍為家族所控制，由此見台灣企業股權結構與其他各國並無太大差異，呈現股權集中情形且又以家族控制股權為常見，造成控制權與現金流量權偏離，較易產生控制股東侵佔小股東權益的問題。

另外，Fan、Joseph & Wong（2002）則提出新的觀點，認為公司治理機制會對會計盈餘的資訊內涵(earnings informativeness)產生影響，當公司治理愈佳時，投資人對於公司揭露的盈餘數字持正面印象，提高財務報表的可信度，而使股價有較高的漲幅。其採集東亞七個經濟體超過1300家公司進行實證研究，提出東南亞股權結構與盈餘含量的觀點，東南亞地區的公司控制權多集中在一個持有者或是家族中，他們透過複雜的所有權結構如金字塔行的控制股權、交叉持股集中股權或優先股的使用等方法來獲得最終的控制權，但也同時產生與小股東間的代理問題，且隨著控制股東控制權的增加或控制權與現金流量權偏離程度的增加，公司治理愈差，會計盈餘的資訊內涵也會下降。此外由家族所掌控的公司其

會計盈餘的資訊內涵並不會此而下降，重點仍在於控制股東握有了多少控制權及現金流量權。

La Porta 等人(1999)的研究中指出全世界只有在少數法令對投資人保護較嚴密的國家中，股權分散的企業才較為常見。而由歷年來國內外的研究發現，多數國家上市公司的股權集中情形甚為普遍，尤其以家族控制為大宗，台灣上市公司也不例外。因此本研究將沿公司治理的各項研究來探討台灣新上市公司的股權結構及最終控制型態，將有助於公司價值的衡量，進而對於IPOs 承銷價格的訂定及公司上市後的股價表現有更合理的評估。



## 第三章 研究方法

### 3.1 研究樣本

#### 3.1.1 選樣標準

本研究主要探討公司治理相關變數對於新上市公司股票價格行為與長期績效之研究，選樣期間為2001年至2004年間，以台灣證券交易所初次公開發行公司為研究樣本，研究樣本需符合以下標準：

- (一) 樣本需符合初次上市（櫃）公司之定義，排除現金增資、公司債、特別股、受益憑證等。
- (二) 考慮初次公開發行公司在市場上資訊揭露的程度，遂排除上櫃轉上市的公司；此外，由於考量金融保險業為特殊管制產業，具有不同的財務特性，也不予納入而刪除之。
- (三) 選取樣本中，樣本必須具備完整的初次上市（櫃）股票承銷價、股票收盤價、公司股權結構與董事會組成等資料。
- (四) 為了衡量股票長期績效表現，必須選取配對樣本群；選取配對樣本時，為了排除初上市（櫃）股票在市場價格上的變化，因此配對樣本特別限定需為上市或上櫃一年以上，且近兩個月未發行新股的公司，此外，樣本必須具備公司完整三年（36個月）的股價月報酬的相關資料。

2001年至2004年間，依台灣證券交易所資料顯示，有452家初次上市上櫃公司，符合上述（一）~（四）項標準的IPOs 樣本公司有392家，而符合衡量長期績效限制的樣本則有222家，因此，本研究將以392家公司為初期報酬實證樣本，且以222家樣本公司來作為長期績效表現的對象。

### 3.1.2 資料來源

- (一) 台灣經濟新報資料庫 (TEJ)
- (二) 台灣證券交易所真相王證券資料庫
- (三) 初次上市公司公開說明書與相關年度年報
- (四) 證券暨期貨管理月刊
- (五) 中華徵信所台灣集團企業研究
- (六) 中央通訊社簡報系統

### 3.2 相關變數定義與衡量

本研究將針對四大類公司治理相關變數，以迴歸模型實證其對於新上市公司長短期股價表現的影響，變數分別為應變數—「IPO 承銷價、短期股價及長期績效表現變數」，自變數—「股權結構變數」及「董事會組成變數」，控制變數—「其他變數」。以下分數四種變數的定義與衡量方式：

#### 一、IPO承銷價、短期股價及長期績效表現變數

##### 1、初期報酬 (initial return, IR)

對於IPO公司上市後初期報酬的定義，國外衡量方式為：

初期原始報酬 = (上市後第一個交易日的收盤價 - 承銷價) / 承銷價

此公式隱含國外市場具有完全效率，上市後市場資訊可以充分且快速地在第一天內反映在股價上，因此利用上式衡量公司股票合理的期初報酬；但國內因為有漲跌幅的限制，新上市股票價格不似國外市場可以快速在一天內完全反應公司價值，所以不適用上市後第一個交易日的收盤價來計算。

因此，有學者提出採用蜜月期結束後的股價來衡量之，但是部分學者認為蜜月期應為股價連續漲停的天數，所以蜜月期結束日的市價應以「上市後連續漲停的最高點價格」來計算之，但就實際市場而言，上市後的股價不一定能連續漲停，也就是說蜜月期市價並不能完全迅速反應上市公司價值，遂本文採取以「上市後連續上漲的第一

次最高點價格」來衡量，則將初期報酬的定義修改如下：

$$\text{初期原始報酬} = (\text{上市後連續上漲的第一次最高點價格} - \text{承銷價}) / \text{承銷價}$$

## 2、承銷價倍數 (price multiples, price-to-value ratio)

本文針對初次公開發行公司價值，將參照Purnanandam & Swaminathan (2002)的研究以承銷價倍數來衡量，以下將分成兩個部分來討論之。

### (1) IPO承銷價倍數、配對樣本股價倍數

根據其研究中分別利用公司的「每股淨值 (book value)」、「每股銷售額 (sales)」、「每股稅前、息前、折舊、攤銷前盈餘 (EBITDA)」等三個項目與股票承銷價格相除而得，所得的承銷價倍數 (如下所示) 表示在公司隱含價值下，初次公開發行時的承銷價為何。

#### IPO承銷價倍數 (price multiples of IPOs, P/V ratio)

$$\left(\frac{P}{B}\right)_{IPO} = \text{新股承銷價} / \text{每股淨值}$$

$$\left(\frac{P}{Sales}\right)_{IPO} = \text{新股承銷價} / \text{每股銷售額}$$

$$\left(\frac{P}{EBITDA}\right)_{IPO} = \text{新股承銷價} / \text{每股稅前息前折舊攤銷前盈餘}$$

選取上市 (櫃) 一年以上、近兩個月未發行新股，且符合選取準則 (依據附錄一) 的上市 (櫃) 公司作為比較的配對樣本，但是不同於IPO 樣本公司以承銷價來衡量計算，而改以採用配對樣本公司上市前一日的股票收盤價來評估之，同樣計算配對樣本公司的「每股淨值」、「每股銷售額」、「每股稅前、息前、折舊、攤銷前盈餘」等三個項目與股票承銷價格相除而得的股價倍數，如下所示：

#### 配對樣本股價倍數 (price multiples of matching samples)

$$\left(\frac{P}{B}\right)_{Match} = \text{公司股票前一日收盤價} / \text{每股淨值}$$

$$\left(\frac{P}{Sales}\right)_{Match} = \text{公司股票前一日收盤價} / \text{每股銷售額}$$

$$\left(\frac{P}{EBITDA}\right)_{Match} = \text{股票前一日收盤價} / \text{每股稅前息前折舊攤銷前盈餘}$$

## (2) 相對於配對樣本的承銷價倍數 (P/V ratio)

此外，依據Purnanandam & Swaminathan (2002)的研究，進一步以配對樣本作為比較標準，計算「相對於配對樣本的承銷價倍數」之值（如下所示），藉此來探討初次公開發行公司的承銷價倍數與配對樣本股價倍數間之差，也作為迴歸研究中的應變數。

### 相對於配對樣本的承銷價倍數

$$\left(\frac{P}{V}\right)_{BOOK} = \frac{(P/B)_{IPO}}{(P/B)_{Mat}}$$

$$\left(\frac{P}{V}\right)_{SALES} = \frac{(P/Sales)_{IPO}}{(P/Sales)_{Mat}}$$

$$\left(\frac{P}{V}\right)_{EBITDA} = \frac{(P/EBITDA)_{IPO}}{(P/EBITDA)_{Mat}}$$

## 3、連續漲（跌）停板天數 (ID/DD)

台灣股市因存在漲跌幅的限制，新上市股票的資訊不似國外市場可以快速在一天內完全反應，因此考慮初次公開發行公司股票上市後，連續漲停及連續跌停的天數，遂設定「連續漲停板天數」及「連續跌停板天數」兩個變數，藉此兩變數來觀察市場投資人對於新上市公司股票的反應。

## 4、相對財富指標 (wealth relative, WR)

本研究將依據學者Ritter (1991)於其研究中所提出的衡量新上市公司股票長期績效的方法，以三年（36個月）作為衡量期間，先分別計算出IPOs樣本與配對樣本持有三年的報酬率<sup>7</sup>，接著以「相對財富指標」來衡量IPOs樣本相對於配對樣本的長期績效表現，其公式定義如下：

$$\text{相對財富指標 } WR = \frac{(1 + \text{IPOs 樣本 3 年 報酬率})}{(1 + \text{配對樣本 3 年 報酬率})}$$

<sup>7</sup> 即為buy and hold return， $R_i = \prod_{i=1}^{36} (1 + r_{ii}) - 1$ ，計算則以 IPOs 樣本漲跌停板打開後次月開始，連續36個月之月報酬率計算之；而配對樣本之計算期則與其配對之IPO公司相對應。

若相對財富指標值大於一，即表示IPO股票持有三年的績效表現優於配對樣本，反之，相對財富指標小於一，則表示IPO股票持有三年的績效表現較配對樣本為差。

## 二、股權結構變數

本研究依據La Porta等人(1999)與 Claessens等人(2000, 2001)研究中提出「最終控制股東」的論點，定義最終控制股東為，持有公司20%以上控制權（投票權）的股東，其對公司決策具有最後或最大的影響力者。而股東控制方式分為兩種—「直接控制」與「間接控制」，前者指直接登記在控制股東名下的股權，後者指登記在同一控制股東所控制的其他企業與機構（法人股東）名下的股權，此外，最終控制股東尚可透過「金字塔結構（pyramid）」及「交叉持股(cross-holding)」兩種間接控制的方式來增加自身的控制權。

### 1、股權結構變數定義

#### (1) 控制權（投票權）和現金流量權（EV，CV）

本文中，控制權（投票權）可視為控制股東影響公司決策的能力，在董、監事會成員的選舉上，一股份擁有一投票權，故持股多的股東對公司的決策有較大的影響力；而現金流量權則為持股人對公司最終剩餘所得的請求權（residual income），即盈餘分配權，也可視為控制股東（最大股東）侵佔公司資產時所造成自身損失的幅度。

研究中常用現金流量權來衡量「正的誘因效果」，數值愈大的公司，表示控制股東會因傷害公司價值而導致自身損失的提高，因此會有努力經營的正面誘因。

#### (2) 控制權偏離現金流量權幅度（EV-CV）

控制權偏離現金流量權幅度 = 控制股東的控制權 - 現金流量權

研究中，常用此變數來衡量「負的侵佔效果」；當控制股東擁有的控制權（投票權）愈多，偏離現金流量權的幅度越大時，則影響公司決策的能力愈大，愈有企圖傷害小股東的財富，亦即控制股東其對小股東財富侵佔的動機愈強。

### (3) 現金流量權佔控制權比率 (CV/EV)

現金流量權佔控制權比率 = 控制股東之現金流量權 / 控制股東之控制權

研究中以此變數來衡量「正的誘因效果」，數值愈大的公司，代表控制股東傷害公司價值時，將導致自身損失提高。

### (4) 次大股東 (BHOLD, dummy variable)

當公司存在有持股超過5%的次大股東時，則定義虛擬變數為1，反之為0。一般來說，公司若存在次大股東時，公司資訊較不易為掌控在控制股東手中，資訊不對稱的情形較為緩和；而在次大股東的條件上，必須與控制股東（最大股東）不具親屬關係，且亦非控制股東所控制的公司或關係企業，在台灣，次大股東主要是第二大家族、保險公司、政府及其他機構投資者。由於我國公司法相關規定<sup>8</sup>，使得當公司存在具有影響力的次大股東時，次大股東為維護自身利益，將對控制股東產生監督效果，降低控制股東進行財富侵佔的動機。

### (5) 金字塔結構 (dummy variable)

當樣本公司有透過金字塔結構方式控制其他公司時，則設此虛擬變數為1，否則為0。由於當控制股東透過金字塔結構進行間接控制時，將造成控制權與現金流量權的偏離，遂利用此項變數來衡量「負的侵佔效果」。

### (6) 交叉持股 (dummy variable)

當樣本公司透過交叉持股方式來控制其他公司時，則設此虛擬變數為1，否則為0。由於當控制股東透過交叉持股進行間接控制時，亦將造成控制權與現金流量權的偏離，因此利用此項變數來衡量「負的侵佔效果」。

<sup>8</sup> 我國公司法第二百四條第二項：「繼續一年以上，持有已發行股份總數百分之五以上之股東，得以書面請求監察人為公司對董事提起訴訟。監察人自有前項之請求日起，三十日內不提起訴訟時，前項之股東，得為公司提起訴訟」。

## 2、股權結構變數衡量

本文藉著依循La Porta 等人(1999)提出的最終控制者概念來界定公司之最終控制者，接著，分別計算出最終股東的控制權及現金流量權。若以家族為例，控制股東（最大股東）包含配偶與具有二親等以內的關係者，以及他們所控制的公司與機構（其所持有的投票權須為公司中最大者）；而投票權的計算，則是將合乎上述定義者視為同一利益關係人，且將他們所控制的投票權相加。

此外，研究中將利用中華徵信所出版之「台灣集團企業研究」為基礎，輔以各上市公司公開說明書及年報中，「總經理及各單位主管」、「董事及監察人資料」兩表中的親屬關係欄，來判斷出控制股東對於自然人股東的親屬關係。另外，為釐清控制股東對於法人股東的控制關係，則以公開說明書與年報中之「轉投資事業」、「主要股東名單」與「關係人交易」三表，輔以「台灣集團企業研究」中的集團公司歸屬，判斷股東間的控制關係。同時利用中央通訊社剪報系統，來獲得最新上市公司資訊，幫助判斷。

### (1) 最終控制者採用「直接控制」

假設最終控制者甲家族對A公司採取直接控制，且甲家族直接持有A公司30%的股權，如圖3-1所示，甲家族直接控制的現金流量權與控制權皆為30%，且因為在直接控制下控制權與現金流量權並無分離，所以其控制權偏離現金流量權幅度為0%，而現金流量權佔控制權比率為100%

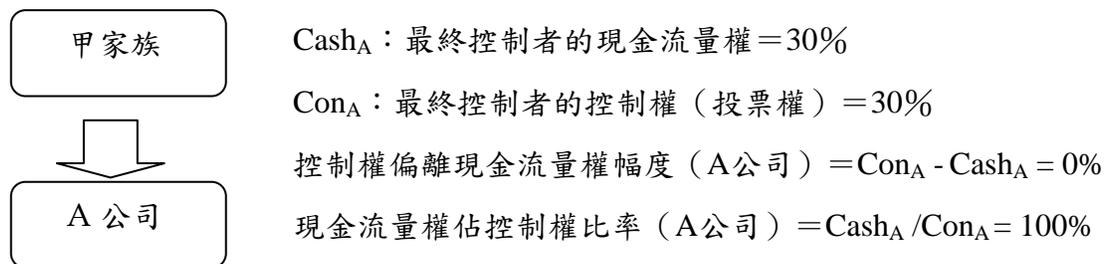


圖 3-1 最終控制者採「直接控制」之現金流量權與控制權計算

(2) 最終控制者採用「直接控制」與「間接控制」

定義間接控制為，當最終控制者若同時透過A公司以外的其他公司，間接持有A公司的股權的行為，依Claessens（2000）對於直接控制與間接控制的衡量控制權與現金流量權的方式<sup>9</sup>，在計算最終控制者間接控制權時，需選取該控制鏈中的最小股權，若控制股東透過多條控制鏈同時擁有上市公司的股權時，則將每一條控制鏈中最小的股權相加；而計算現金流量權時則是控制鏈上各股權相乘的數額；若他們透過多條控制鏈同時擁有上市公司股權時，則控制股東現金流量權則將每條控制鏈所求得現金流量權相加。

圖3-2中，在A、B都為上市公司下，首先判斷所有A公司的主要股東中，除了甲家族持有A公司30%的股權外，有無其他持股大於10%的次大股東存在，若無，則可判斷甲家族為A公司的最終控制者；而A公司方面，其持有B公司25%的股權，同時因為B公司主要股東中並沒有持股大於甲家族的25%，因此研判A、B公司的最終控制者皆為甲家族（以持股權超過20%者，認定為「最終控制股東」之標準）。此時，甲家族對B公司的現金流量權為兩層股權相乘，亦即7.5%，而甲家族對B公司的間接控制權則為25%。

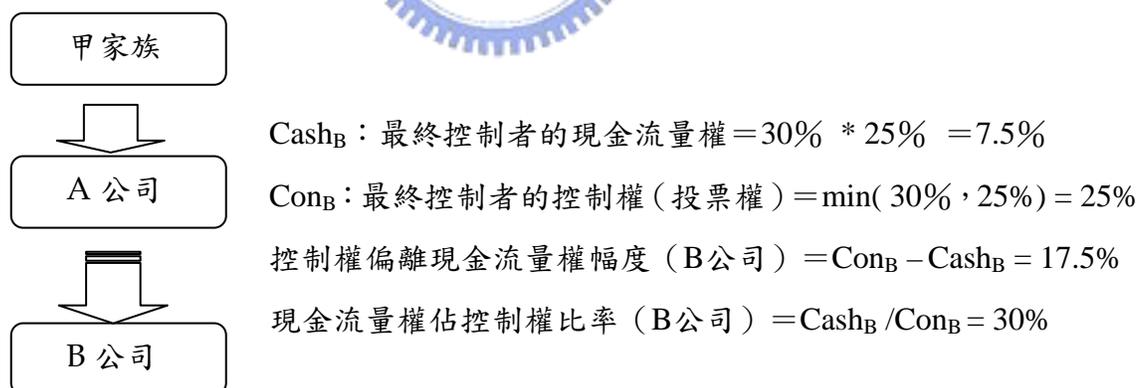


圖 3-2 最終控制者採「直接控制」與「間接控制」之現金流量權與控制權計算

<sup>9</sup> Claessens 等人(2000)曾提到「Suppose, for example, that a family owns 11% of the stock of publicly-traded firm A, which in turn has 21% of the stock of firm B. Since we look at control rights, we would say that the family controls 11% of the firm B - the weakest link in the chain of voting rights. In contrast, we would say that the family owns about 2% of the cash flow rights of firm B - the product of the two ownership stakes along the chain.」

接著再以圖3-3來進一步說明，當控制股東同時存在直接跟間接多家公司時，其控制權與現金流量權的衡量方式。若A、B、C皆為上市公司，乙家族擁有A公司25%的股權，而A持有C公司30%之股權，而乙家族亦擁有B公司15%的股權，且B公司持有C公司10%的股權，最後乙家族本身亦持有C公司20%的股份，此時，若C公司無其他持股超過5%以上之次大股東存在，則其最終控制股東為乙家族。

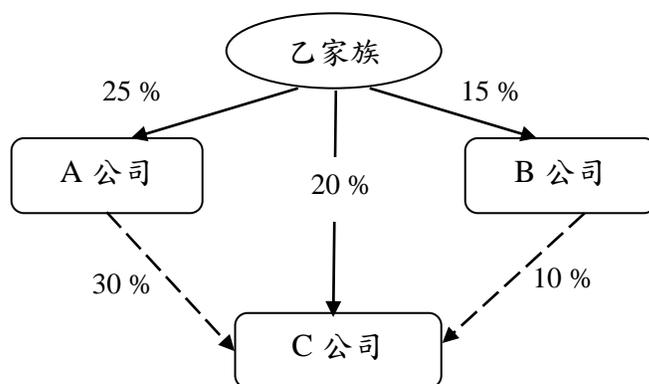


圖 3-3 最終控制者採「直接控制」與「間接控制」多間公司之控制鏈

接著，我們將表3-1來計算乙家族所擁有的控制權及現金流量權比率。就C公司而言，其被控制權為45%，且其中20%為乙家族直接控制的部分，而乙家族又透過A及B公司加以間接控制C公司，此時，對於乙家族對C公司的間接控制權的計算，須分別各取其控制權最小值，接著在取其最大值。而乙家族對C公司的現金流量權計算同之前所述，透過A、B公司分別計算其乘積，再相加其值，綜合來說，乙家族對C公司持有控制權比率為45%，現金流量權比率為 29%，其控制權偏離現金流量權幅度為16%。

表 3-1 最終控制者採「直接控制」與「間接控制」多間公司之控制鏈計算

公司	控制權		控制權合計
	直接控制權	間接控制權	
A公司	25%	0%	25%
B公司	15%	0%	15%
C公司	20%	$\max(\min(25\%, 30\%), \min(15\%, 10\%))$ $= \max(25\%, 10\%) = 25\%$	45%

現金流量權			
公司	直接控制權	間接控制權	現金流量權合計
A公司	25%	0%	25%
B公司	15%	0%	15%
C公司	20%	$25\%*30\%+15\%*10\% = 9\%$	29%

### (3) 金字塔結構

對於金字塔結構之定義，採La Porta等人(1999)的論點<sup>10</sup>，表示控制股東至少透過一家上市公司控制另一家上市公司。如上述圖3-2，甲家族透過A上市公司間接控制B上市公司，即可說甲家族運用金字塔結構控制B上市公司。

### (4) 交叉持股

La Porta等人(1999)也提出對於交叉持股之定義，認為交叉持股需符合下列二個條件<sup>11</sup>，分別為該公司必須有一個控股公司，以及該公司須持有控股公司的股權或控股公司屬於該公司所控制的範圍。在台灣，有許多控制股東利用上市公司資金成立子投資公司，再回買母公司股權，亦視為交叉持股的一種。如上述圖3-2，被最終控制者甲家族透過A公司控制B公司，而且B公司亦持有控制鏈中A公司之股權，此情況即稱A公司與B公司彼此存在交叉持股的現象。

## 三、董事會組成變數

### 1、董事、監察人席位比率

定義董事、監察人席位比率為，控制股東（最大股東）成員擔任董事及監察人席位佔全體董監事席位的比率。將利用此衡量「負的侵佔效果」，因為當控制股東成員擔任董事、監察人的席次愈高，控制股東更容易通過對其自身有利的決策，也就大幅提高了控制股東對小股東財富侵佔的動機。若為家族性的控制股東，則董事、監察人

<sup>10</sup> La Porta等人(1999)對於金字塔結構定義提出：「Controlling shareholder exercise control through at least one publicly-traded company」。

<sup>11</sup> La Porta等人(1999)提出交叉持股的定義「... if the firm both has a controlling shareholder and owns shares in its controlling shareholder or in firm that belongs to her chain of control.」

席位數目須包含這些家族成員與其所控制公司所派任之法人代表；若控制股東為股權分散公司或政府時，則它們所派任的法人代表擔任董事、監察人席位數目，即為控制股東成員擔任董事、監察人席次。

## 2、董事席位比率及監察人席位比率

定義董事席位比率為控制股東(最大股東)成員擔任董事席位除以全部董事席位，且監察人席位比率為控制股東(最大股東)成員擔任監察人席位除以全部監察人席位，兩變數將用來衡量「負的侵佔效果」，且當兩變數比率愈高，表示其擁有影響公司決策的能力愈大，也就愈有動機侵佔公司的財富。

## 3、參與管理 (JM, Dummy variable)

本研究中，將討論控制股東（最大股東）是否同時擔任董事長與總經理的職務，因此設置參與管理的虛擬變數，若控制股東同時擔任董事長跟總經理的職務，則以虛擬變數1表示，否則為0。將利用此變數衡量「負的侵佔效果」，因為當控制股東同時握有經營權和所有權時，其愈有莫大影響公司決策的能力，也就愈有侵佔公司財富的動機。

## 四、其他變數

在其他變數中，主要為公司及承銷相關變數，將這些變數加入迴歸式一併探討其對IPO承銷價的訂定、初期報酬與長期績效表現的影響。

### 1、公司規模 (log SIZE)

本文採用上市前一年公司的總資產取自然對數，以此變數來衡量公司規模。Beatty & Ritter (1986)將公司規模視為事前不確定性之代理變數，認為公司規模大，市場上流通的資訊較多，事前不確定性降低，因此股票折價程度相對較小。

### 2、公司成立年數 (YEAR)

本文定義為公司上市該年度減去公司成立的年度公司。Ritter(1991)提出，公司成立年數長，則流通在外之資訊較多，有較低的營運風險，可降低投資人之不確定性，即發行公司的風險程度(即事前不確定性)與公司成立年齡具有反向關係，故發行公司成

立年齡與折價程度成負向顯著關係。

### 3、電子產業 (IND, dummy variable)

由於電子產業的特殊性質，使得其上市前後的股價表現與其他產業有所區別，因此將是否為電子產業的產業類別考量納入變數探討，本文將依據台灣證券交易所之上市公司產業分類代碼來區分<sup>12</sup>，若為電子產業則設虛擬變數為1，否則為0。

### 4、上市或上櫃公司 (dummy variable)

依據台灣證券交易所及櫃台交易中心對於公司上市上櫃的資格限定，上市公司由於公司規模較大，遂其上市資格相對較上櫃公司嚴格，故可推知上市公司資訊不對稱的情形較不嚴重，其帳上資產與資產之經濟實質差異可能較小，因此，設置上櫃公司虛擬變數為1，上市公司為0。

### 5、發行規模 (log MV)

定義承銷價格乘上總發行股數，取自然對數後計算，用以衡量IPO公司規模對各項應變數的影響。Ritter (1991)認為當發行規模愈大時，資訊不對稱情況將減少，預期與承銷價倍數成正相關。

### 6、簽證會計事務所聲譽 (CPA)

Titman & Trueman(1986) 認為高品質會計師會善盡其監督責任，揭露較真確的資訊予市場，且Michaely & Shaw (1995) 研究發現若由聲譽較佳的會計師事務所簽證的IPOs公司，其長短期報酬均較佳。由此推論發行公司選擇高品質之會計師，有助於減輕投資人和發行公司之間的資訊不對稱，而降低承銷價低估的程度。因此本文利用虛擬變數來衡量簽證會計師事務所的聲譽，定義若公司上市前一度的財務報表由勤業、眾信、致遠、安侯建業<sup>13</sup>、資誠等五大會計師事務所所辦理簽證者，其虛擬變數為1，否則為0。

### 7、主辦承銷商聲譽 (UW)

新股發行時在投資者與發行者之間存在著資訊不對稱的情況，遂辦理新股發行的承銷商可視為公司價值的擔保者，Titman&Trueman (1986) 認為承銷商聲譽可以傳遞公司真實價值，因此有聲望的承銷商可降低承銷價低估程度；Carter & Manaster(1990)

<sup>12</sup> 台灣證券交易所之上市公司產業分類代碼中，代碼前兩號若為 23、24 則歸類為電子產業。

<sup>13</sup> 安侯建業是 1999 年由安侯協和與建業兩大會計師事務所合併而成。

提出有聲譽的承銷商會承銷風險較低之公司，因而減輕投資人欲獲得內部資訊之誘因，使投資人之間的資訊不對稱情形降低，因而減少價差程度。本文將依據林象山（1995）的研究，將委託由大華證券、金鼎證券、元大京華、建弘證券、中國信託與交通銀行等六家辦理股票承銷業務的IPOs公司，定義其虛擬變數為1，否則為0。

#### 8、資產報酬率（ROA）

本文採用公司上市（櫃）前兩年的資產報酬率平均值來衡量公司的獲利能力。

#### 9、負債比率（LIA）

公司負債佔資產帳面價值的比率，本文採上市前一年的負債比率。可視為發行公司的事前風險，當負債比率過高時，公司相對承受較大的風險，當然影響公司承銷價的訂定與上市股價的表現；不過適當的負債比率，卻會帶來相當的槓桿效果，靈活運用公司資本結構的表現，對於公司未來的成長與發展具有樂觀的態度。

#### 10、平均中籤率

中籤率是投資者對未來預期股價報酬的平均信念(average belief)。中籤率低代表較佳價位之公司，故股價異常報酬會比中籤率高者為大。中籤率越低，股價報酬會越大。



### 3.3 實證模型

根據第二章之實證文獻與上述之變數，建立下列之實證模型，以測試公司治理相關變數與應變數的關係，並以其解釋應變數的變化。本文將以迴歸分析來作為資料分析的方法，解釋哪些因素與新上市櫃公司股價行為與長期績效表現有關。茲將所有迴歸模式說明如下

#### (1) 公司治理變數對IPO承銷價倍數的影響

為了求得承銷價倍數與公司治理變數之間的關係，設計了以下的迴歸模型，其中GV表示公司治理變數，分別以EV、CV、(EV-CV)、(CV/EV)四變數代入模型裡，以分別討論驗證之。

$$\begin{aligned} \text{模型一： } (P/V)_{\text{BOOK}} = & \beta_0 + \beta_1 GV_t + \beta_2 JM_t + \beta_3 \text{BHOLD}_t + \beta_4 \log MV_t \\ & + \beta_5 \text{CPA}_t + \beta_6 \text{UW}_t + \beta_7 \text{IND}_t + \beta_8 \text{YEAR}_t + \beta_9 \text{LIA}_t + \varepsilon_t \end{aligned}$$

$$\text{模型二： } (P/V)_{\text{SALES}} = \beta_0 + \beta_1 GV_t + \beta_2 JM_t + \beta_3 \text{BHOLD}_t + \beta_4 \log MV_t$$

$$+ \beta_5 \text{CPA} + \beta_6 \text{UW}_t + \beta_7 \text{IND}_t + \beta_8 \text{YEAR}_t + \beta_9 \text{LIA}_t + \varepsilon_t$$

模型三：  $(P/V)_{\text{EBITDA}} = \beta_0 + \beta_1 \text{GV}_t + \beta_2 \text{JM}_t + \beta_3 \text{BHOLD}_t + \beta_4 \log \text{MV}_t$   
 $+ \beta_5 \text{CPA}_t + \beta_6 \text{UW}_t + \beta_7 \text{IND}_t + \beta_8 \text{YEAR}_t + \beta_9 \text{LIA}_t + \varepsilon_t$

## (2) 公司治理變數對IPO股票上市後股價反應之影響

為驗證公司治理變數對於新上市櫃公司股票初期報酬與漲跌停板天數之影響，設計了以下的迴歸模型。

模型一：  $\text{IR}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{GV}_t + \beta_2 \text{JM}_t + \beta_3 \text{BHOLD}_t + \beta_4 \log \text{MV}_t + \beta_5 \text{CPA}_t$   
 $+ \beta_6 \text{UW}_t + \beta_7 \text{IND}_t + \beta_8 \text{YEAR}_t + \beta_9 \text{LIA}_t + \varepsilon_t$

模型二：  $\text{ID}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{GV}_t + \beta_2 \text{JM}_t + \beta_3 \text{BHOLD}_t + \beta_4 \log \text{MV}_t + \beta_5 \text{CPA}_t$   
 $+ \beta_6 \text{UW}_t + \beta_7 \text{IND}_t + \beta_8 \text{YEAR}_t + \beta_9 \text{LIA}_t + \varepsilon_t$

模型三：  $\text{DD}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{GV}_t + \beta_2 \text{JM}_t + \beta_3 \text{BHOLD}_t + \beta_4 \log \text{MV}_t + \beta_5 \text{CPA}_t$   
 $+ \beta_6 \text{UW}_t + \beta_7 \text{IND}_t + \beta_8 \text{YEAR}_t + \beta_9 \text{LIA}_t + \varepsilon_t$

## (3) 公司治理變數對IPO股票上市績效表現之影響

另外再取以下的迴歸模型，以相對財富指標(WR)為指標，驗證公司治理變數對於新上市櫃公司股票長期績效表現之影響。

模型：  $\text{WR}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{GV}_t + \beta_2 \text{JM}_t + \beta_3 \text{BHOLD}_t + \beta_4 \log \text{SIZE}_t + \beta_5 \text{IND}_t$   
 $+ \beta_6 \text{YEAR}_t + \beta_7 \text{LIA}_t + \beta_8 \text{ROA}_t + \varepsilon_t$

## 第四章 實證結果與分析

### 4.1 基本統計量分析

本章中將探討公司治理機制對於IPO之承銷價格及上市上櫃後股價表現存在何種程度的影響，針對2001年至2004年間，共392家於台灣初次上市上櫃的樣本公司進行實証分析，在這節中，先分別從四大類變數「IPO承銷價、短期股價及長期績效」、「股權結構」、「董事會組成」與「其他變數」進行基本統計量分析，詳細列表於表4-1。

首先，我們以表4-1-1來看，應變數—IPO承銷價、短期股價及績效變數所表現的數值，其中分別就IPO樣本與配對樣本來看，以每股淨值為基礎的倍數—(P/Book)為例，IPO樣本前三年總平均值為2.58，且中位數2.1，高於配對樣本前三年總平均值1.565（中位數1.167）；同樣地，以每股銷售額—(P/Sales)及每股稅前息前折舊攤銷前盈餘—(P/EBITDA)為基礎的倍數，IPO樣本倍數平均而言皆較配對樣本倍數為高，因此造成相對於配對樣本的IPO承銷價倍數皆為大於一的值。IPO承銷價倍數（IPO樣本倍數/配對樣本倍數）以每股淨值為基礎者—(P/V)<sub>BOOK</sub>，前一年、前兩年及前三年之平均值分別為1.765（中位數為1.414）、1.907（中位數為1.405）、2.043（中位數為1.440），而總計前三年平均值為1.905（中位數為1.419）；若以每股銷售額為基礎者—(P/V)<sub>SALES</sub>，前一年、前兩年及前三年之平均值分別為1.649（中位數為1.082）、1.915（中位數為1.080）、2.978（中位數為1.083），而總計前三年平均值為2.181（中位數為1.082）；最後以每股稅前息前折舊攤銷前盈餘為基礎者—(P/V)<sub>EBITDA</sub>，則其前一年、前兩年及前三年之平均值分別為1.424（中位數為1.313）、1.194（中位數為1.050）、1.545（中位數為1.430），而總計前三年平均值為1.387（中位數為1.264）。

接著，從表4-1-2可以發現初次上市上櫃公司在初期報酬上的表現，IPO公司平均而言有24.498%的初期報酬（中位數10.917%），由此可知，這樣的報酬正符合國內外文獻論及的初次上市上櫃公司有正的初期報酬。同時，在連續漲（跌）停板天數上，我們將之區分為連續漲停板以及連續跌停板的初次上市上櫃公司，連續漲停板後打開之樣本群共有295家，其連續漲跌停板天數之平均值為2.536天（中位數2天），而連續跌停板後打開之樣本群共有123家，平均的連續跌停板天數為1.214天（中位數1天），由此數據可清楚表示新上市上櫃公司股票上市後，初期股價的表現多是向上攀升的，再一次符合文獻所提及的IPO

公司新股上市具有正的初期報酬，此外，相較於連續跌停板天數，股價連續漲停的天數明顯較高，顯示投資人對於IPO公司新股上市的股價持有正面的預期態度，再加上一般投資人亦有追漲的投資傾向，遂使得股價連續漲停的天數得以有較高的值。

再進一步探討，藉由相對財富指標（WR），我們可以得知投資人持有IPO新股三年的投資報酬，也就是藉以觀察IPO新股發行三年的績效表現；由表中4-1-2可以發現，投資人持有三年的IPO樣本股票，可以獲得的報酬率平均為40.838%，其中位數為-2.13%，而配對樣本持有兩年的報酬率平均為52.985%，顯示在同樣持有一年的股票投資期間，新上市上櫃股票的績效平均而言較配對樣本為差，而就相對財富指標來看，其平均值為2.547（中位數為0.997），顯示以股票連續持有36個月之月報酬率來看，平均而言IPO樣本雖較配對公司有2.547倍的報酬，但卻有半數以上的公司其長期報酬較配對樣本為差。

另外，我們將繼續探討本文相關自變數所表現的數值，藉由表4-1-2，我們可以得知共292家IPO樣本公司的股權結構，在控制權（投票權）變數上，初次上市上櫃公司的控制股東平均擁有23.335%的控制權（中位數為18.825%）；而其現金流量權平均值則為22.186%（中位數為18.49%）。接著在控制股東之控制權與現金流量權兩權的偏離程度上，IPO樣本公司偏離的平均值為5.149%（中位數為1.143%），最後則是控制股東的現金流量權佔控制權比率，其平均值為84.269%（中位數為95.612%）。由以上的數據看來，本文選取的新上市上櫃樣本公司都有共同的傾向，即股權集中於控制股東（最大股東）手中，因此平均而言，控制股東所擁有的控制權稍高；且相對於控制股東對於公司所投入的資金，其實質獲得的控制權（投票權）是較高的，這樣的偏離程度也將使得控制股東有提高傷害公司價值的企圖與動機，亦即小股東的財富也就愈易遭受侵害，另外，在本文用來衡量「負的侵占效果」的金字塔結構和交叉持股，所有的IPO樣本公司分別平均有29.82%的公司控制股東透過金字塔結構，以及平均有9.95%的公司控制股東透過交叉持股的方式增強本身的控制權，而不管是透過金字塔結構亦或是交叉持股的方式都將使得控制權與現金流量權的偏離程度擴大。但是，就另一方面來說，本文的IPO樣本公司中，有高達53.571%的公司是存在有持股超過5%的次大股東，次大股東的存在將對控制股東產生監督的效果，降低控制股東對於財富侵佔的動機。

在表4-1-2，亦可觀察樣本公司在董事會組成變數上的相關數值，就董事席位與監察人席位比率，有45.382%的控制股東成員擔任公司董事席位，其中位數為46.667%，而有24.470%的控制股東擔任公司監察人席位，其中位數為23.077%，綜合來說，合計有39.304%的控制股東同時擔任董事及監察人席位，中位數為38.889%，而這數值也將代表控制股東對公司決策影響力的大小。此外，我們也將參與管理納為變數討論，參與管理將表示當控制股東同時握有經營權與所有權時，對於公司決策的影響力，本文IPO樣本公司在參與管理變數上的平均值為28.826%，表示在392家樣本中約有85家公司的控制股東（最大股東）同時擔任董事長及總經理的職務，而這些控制股東對於公司財富的侵占也愈有動機。

最後，將藉由表4-1-3可以針對本文的其他變數簡單的作統計量的分析，在相關承銷變數方面，本文IPO樣本公司的平均發行承銷規模為\$ 268,569,600（中位數為\$ 133,034,500），而關於簽證會計師事務所聲譽變數上，則有143家（48.98%）IPO樣本公司的會計報表是透過前五大會計師事務所簽證的，在主辦承銷商聲譽變數上，委託予聲譽較佳的主辦券商的IPO樣本公司共有226家（77.295%），且公司在承銷過程中，平均中籤率為20.356%。接著，在相關公司變數上，共292家樣本公司中，且平均擁有\$ 2,485,805,600的公司資產規模，公司平均成立年度為13.876年（中位數11.766年），公司負債比率平均為36.875%（中位數35.535%），且其中共有227家（77.806%）為電子產業，顯示近5年來因台灣產業的成長型態，使得新上市上櫃公司多以電子產業為主。

表 4-1-1 基本統計量分析

變數	平均數	標準差	Q1	中位數	Q3
<b>A. IPO 承銷價.短期股價及績效變數</b>					
<b>IPO樣本倍數</b>					
前一年 (P/B) <sub>IPO</sub>	2.449	1.481	1.503	2.120	2.936
前一年 (P/Sales) <sub>IPO</sub>	1.853	1.638	0.701	1.442	2.430
前一年 (P/EBITDA) <sub>IPO</sub>	10.451	8.679	6.531	8.939	12.594
前三年平均 (P/B) <sub>IPO</sub> AVG.	2.580	1.802	1.495	2.100	3.055
前三年平均 (P/Sales) <sub>IPO</sub> AVG.	2.390	8.124	0.726	1.449	2.527
前三年平均 (P/EBITDA) <sub>IPO</sub> AVG.	10.130	26.269	6.061	8.921	13.912
<b>配對樣本倍數</b>					
前一年 (P/B) <sub>MATCH</sub>	1.471	1.050	0.835	1.178	1.727
前一年 (P/Sales) <sub>MATCH</sub>	1.099	1.119	0.350	0.721	1.350
前一年 (P/EBITDA) <sub>MATCH</sub>	10.010	8.725	5.443	8.850	12.470
前三年平均 (P/B) <sub>MATCH</sub> AVG.	1.565	1.264	0.775	1.167	1.960
前三年平均 (P/Sales) <sub>MATCH</sub> AVG.	1.463	5.440	0.363	0.724	1.460
前三年平均 (P/EBITDA) <sub>MATCH</sub> AVG.	9.868	19.800	4.924	8.480	13.189
<b>IPO 承銷價倍數 (IPO 樣本倍數/配對樣本倍數)</b>					
前一年(P/V) <sub>BOOK</sub>	1.765	1.260	1.002	1.414	2.072
前一年(P/V) <sub>SALES</sub>	1.649	1.678	0.525	1.082	2.025
前一年(P/V) <sub>EBITDA</sub>	1.424	0.143	1.313	1.313	1.560
前三年平均(P/V) <sub>BOOK</sub> AVG.	1.905	1.540	0.943	1.419	2.387
前三年平均(P/V) <sub>sales</sub> AVG.	2.181	8.070	0.542	1.082	2.179
前三年平均(P/V) <sub>EBITDA</sub> AVG.	1.387	0.160	1.264	1.264	1.473

表 4-1-2 基本統計量分析

變數	平均數	標準差	Q1	中位數	Q3
<b>A. IPO 承銷價 短期股價及績效變數 (續)</b>					
初期報酬 (%)	24.498	42.176	-1.563	10.917	39.298
連續漲停板天數	2.536	1.478	2.000	2.000	3.000
連續跌停板天數	1.214	1.455	0.000	1.000	2.500
IPO 樣本持有三年報酬率 (%)	40.838	99.905	-30.786	-2.130	58.614
配對樣本持有三年報酬率 (%)	52.985	151.611	-38.496	-6.841	40.568
相對財富指標 (WR)	2.547	3.456	0.514	0.997	2.438
<b>B. 股權結構</b>					
控制權 (%)	23.335	15.715	10.945	18.825	30.890
現金流量權 (%)	22.186	16.010	9.619	18.490	29.338
控制權偏離現金流量權幅度 (%)	5.149	6.616	0.000	1.143	10.554
現金流量權佔控制權比率 (%)	84.269	25.583	70.589	95.612	100
次大股東	0.536	0.499	0	1	1
金字塔結構	0.288	0.454	0	0	1
交叉持股	0.099	0.300	0	0	0
<b>C. 董事會組成變數</b>					
董事席位比率 (%)	45.382	5.980	42.857	46.667	46.667
監察人席位比率 (%)	24.470	9.297	23.077	23.077	33.333
董事、監察人席位比率 (%)	39.304	4.692	36.923	38.889	41.667
參與管理	0.288	0.454	0	0	1

虛擬參數 (dummy variables)

次大股東：公司內存在持股5%以上之次大股東，以虛擬變數1表示，反之為0。

金字塔結構：控制股東透過金字塔結構控制另一家上市上櫃公司，以虛擬變數1表示，反之為0。

交叉持股：控制股東透過交叉持股控制上市公司時，以虛擬變數1表示，反之為0。

參與管理：控制股東成員同時擔任董事長和總經理，以虛擬變數1表示，反之為0。

表 4-1-3 基本統計量分析

變數	平均數	標準差	Q1	中位數	Q3
<b>D.其他變數</b>					
承銷規模 (千元)	268,569.6	563,697.0	77,789.3	133,034.5	252,380.3
會計師聲譽 (dummy)	0.490	0.501	0	0	1
主辦承銷商聲譽 (dummy)	0.773	0.419	1	1	1
平均中籤率 (%)	20.356	35.313	0.910	2.610	13.238
公司資產規模 (千元)	2,485,805.6	16,014,129.1	635,116.3	1,011,113.0	1,797,381.3
公司成立時間 (年)	13.876	8.455	7.132	11.766	18.171
電子產業 (dummy)	0.778	0.416	1	1	1
資產報酬率 (%)	15.882	8.231	7.984	14.012	19.527
負債比率 (%)	36.875	15.222	25.858	35.535	48.958

虛擬參數 (dummy variables)

會計師聲譽：公司於上市上櫃前一年之簽證會計師事務所為前五大者，以虛擬變數1表示，反之為0。

主辦承銷商聲譽：公司上市上櫃時之主辦承銷商為本文所界定之聲譽佳者，以虛擬變數1表示，反之為0。

上市或上櫃公司：樣本公司為上市公司者，以虛擬變數1表示，上櫃公司則以0表示。

電子產業：樣本公司股票產業類別為TEJ產業代碼為24者，以虛擬變數1表示，反之為0。

## 4.2 公司治理變數對IPO承銷價倍數的影響

本節將針對影響新上市上櫃公司股票承銷價格訂定之相關公司治理變數進行迴歸分析，參照Purnanandam & Swaminathan(2002)之研究以承銷價倍數來評估新上市上櫃公司的價值，利用公司股票承銷價格與用來衡量公司價值的公司每股淨值、每股銷售額、及每股稅前息前折舊攤銷前盈餘等三個財務比率相除，分別計算承銷價格對公司價值的比率，同時為了比較起見，依據準則(附錄一)選取每家IPO樣本公司的配對樣本公司，以相對於IPO樣本上市前一日的股票收盤價，同樣計算出配對樣本的公司價值比，與IPO樣本公司的公司價值相除，得到「相對於配對樣本的IPO承銷價倍數(P/V比)」，利用計算出的上市前一年至前三年的平均承銷價倍數，探討公司治理變數對IPO公司承銷價格訂定的影響。

首先，先探討公司治理變數對於IPO承銷價倍數的影響程度，以每股淨值為計算IPO承銷價倍數的基準時，如表4-2所示，控制權偏離現金流量權幅度的迴歸係數為-1.798，且達到1%的顯著水準(檢定統計量T值為-1.295)，而現金流量權佔控制權比率的係數為0.163，更達5%的顯著水準(檢定統計量T值為2.682)，顯示當控制股東(最大股東)所擁有的現金流量權愈高時，控制股東傷害公司價值將導致自身損失的提高，此時控制股東自身的報酬將和公司經營成果具有高度相關，因此會有努力經營的誘因，公司治理也就愈佳，遂使得公司前三年的平均IPO承銷價倍數較高，說明了承銷商及市場對於此類公司評價較高，因此願意接受較高之承銷價格；而在控制權偏離現金流量權幅度方面，得知當其值愈高時，則看出公司經營之成果和控制股東本身報酬相關性較小，而和小股東的利益較不一致，將導致控制股東侵佔的動機提高，對於公司價值又負面的影響，因此，當控制股東持有過高的控制權，而沒有相對的現金流量權時，控制股東便有企圖侵佔小股東的利益，在公司治理呈現較差的情形下，將導致IPO承銷價倍數較低，隱含投資人對公司持有負面的評價，而發行公司也因此缺乏議價能力，無法與承銷券商協定出較高之承銷價；另外，在參與管理變數上，其係數多為負值，而也都有接近1%的顯著水準，代表當控制股東成員同時擔任董事長和總經理時，因同時握有經營權與所有權，對公司決策影響力大，不當侵佔的動機將愈強，也將導致較差的公司治理。

接著，若以每股銷售額作為基準來計算IPO承銷價倍數時，公司治理變數又會帶來怎樣的影響程度，我們將從表4-3來分析之，控制股東現金流量權佔控制權比率的係數為1.083，且達到5%的顯著水準（檢定統計量T值為2.304），而現金流量權之係數亦為正但並不顯著，由此推論，當控制股東現金流量權及現金流量權佔控制權比率愈時高，公司治理愈佳，IPO承銷價倍數也就愈高，那是因為此時控制股東本身報酬將隨公司經營績效好而提高，遂產生與公司經營目標一致的現象，努力經營的正面誘因提升，所以用公司每股銷售額所計算得出的三年平均IPO承銷價倍數會較配對公司來得高，顯示投資人對於公司有較佳的評價，以至於承銷券商也願以較高之承銷價格來承銷；另外，控制權偏離現金流量權比率變數的係數值為-8.647，達到5%的顯著水準（檢定統計量T值為-1.069），再加上參與管理變數多接近於1%的顯著水準，可藉此看出當控制股東擁有的控制權（投票權）愈多，偏離現金流量權的幅度愈大，亦或是控制股東同時握有經營權的比例愈高時，都將愈有能力影響公司決策，進而提高對於小股東及公司價值侵佔的動機，對公司產生負面的影響，公司治理較差，相對地，IPO樣本公司發行新股時將無法與券商訂定較高的承銷價格。

最後，則以每股稅前息前折舊攤銷前盈餘為計算IPO承銷價倍數的基準，在表4-4中，清楚地可以看出控制股東偏離現金流量權幅度係數值為0.018（檢定統計量T值為1.133），達1%的顯著水準，和上述推論分析趨於一致，另外一方面，在董事、監察人席位比率變數上，其係數為-0.018（檢定統計量T值為-1.336），達1%的顯著水準，顯示當控制股東成員擔任愈多席次的董事和監察人時，其將更容易達成一些對控制股東有利的決策，大幅提高控制股東對於小股東財富的侵占企圖，也將對公司治理產生影響，進而改變與券商地訂承銷價格的議價能力。

此外，將繼續觀察觀察其他變數對於IPO承銷價倍數的影響，從表4-2至4-4中，變數中影響最為顯著的變數為公司的產業類型、發行承銷的規模與公司的負債比率，顯著水準分別都達到1%或5%。在本文中392家IPO樣本公司中，有高達77.8%的比率為電子產業，由於電子產業為特殊的產業類型，電子業的公司在上市時即後續的股價表現中與其他產業有不同的區分，其高成長的產業型態，伴隨而來的是投資人對於其有較多的正面評價，也因此產生較高的IPO承銷價倍數，但也因為這些電子產業的IPO樣本公司成立時間普遍來說較短，但上市後往往具有較高的發展潛力與成長機會，因此仍能議訂出一個較高的承銷價，遂使得在公司成立時間的變數上多呈現達1%的顯著水準，這卻違反了國內外文獻對於成立

愈久的公司因其可降低市場的不確定性，而能夠訂定較高承銷價格的論點。而當公司發行的規模愈大時，公司較有能力與承銷商協議較高的承銷價格，IPO承銷價倍數也就較高。

在公司其他相關變數中，從表中的數據可發現負債比率對於IPO承銷價倍數的影響，多呈現顯著的效果，分別達到5%及1%的顯著水準，表示負債比率雖可視為發行公司風險的衡量指標，但適當的公司負債比率，是靈活運用公司資本結構的表現，對於公司未來的成長與發展具有樂觀的態度，也因此可以訂定較高的承銷價格。而在承銷商聲譽方面，可以發現多達1%的顯著水準，表示在透過本文所列出的良好承銷商所承銷的新上市上櫃股股票，其多能表現出較高的IPO承銷價倍數，因為主辦承銷商的聲譽可以說是投資大眾與發行公司彼此間資訊不對稱下的擔保，委託信譽良好的承銷商，可以說是吸引投資人投資的一種方式，如此一來，市場上的正面評價也將使得公司具有較高的承銷價倍數。

綜合上述分析，在公司治理變數對於IPO承銷價格影響上，可以推論當控制股東（最大股東）所擁有的現金流量權及現金流量權佔控制權比率愈高時，控制股東自身的報酬與公司經營成果的好壞呈現高度相關的情形下，對於其所投入公司資金的百分比會愈接近其所得到的控制權（投票權），導致控制股東持有相對應於控制權的現金流量權，便會使得其利益與小股東趨於一致，產生「正的誘因效果」，努力經營的結果帶來較佳的公司治理，伴隨而來的是市場對於公司的正面評價提高，與券商間也有較大的議價能力，訂定較高的承銷價格，使得IPO承銷價倍數較高。但是，相對地，當控制權偏離現金流量權幅度提高時，在沒有相對應的現金流量權下，過高的控制權將導致控制股東利用其有利的公司決策影響力侵占小股東與公司價值，這負的侵占效果將使得公司治理機制無法發揮，帶來較低的承銷價與IPO承銷價倍數。

因此，我們可以推論，公司的公司治理機制優良，將大大影響新股發行時與承銷商對於承銷價格的議價能力，再配合其他變數對於承銷價的正面影響，如發行規模、電子產業的高成長公司型態、公司本身負債與資產帳面價值的結構比率以及透過良好聲譽的承銷商主辦承銷，都將導致投資大眾與券商對於公司持有較正面的評價，使得本文IPO樣本公司前三年平均的IPO承銷價倍數有較高的數值。

表 4-2 公司治理變數對 IPO 承銷價倍數的影響

應變數：IPO 承銷價倍數(P/V) <sub>BOOK</sub> (上市前三年平均)				
自變數	迴歸係數值 (檢定 T 值)			
截距項	-7.511 (-8.931)	-8.225 (-9.327)	7.680 (-8.872)	-7.829 (-8.226)
現金流量權	0.070 (0.112)			
控制權偏離現金流量權幅度		-1.798 **(-1.295)		
現金流量權佔控制權比率			0.163 *(2.682)	
董事、監察人席位比率				0.876 (0.670)
參與管理(dummy)	0.018 (0.087)	-0.051 **(-1.268)	-0.018 **(-1.597)	-0.003 **(-2.019)
次大股東(dummy)	0.005 (0.027)	0.068 (0.399)	0.012 (0.074)	0.002 (0.011)
發行規模 (取自然對數)	0.841 (12.717)	0.912 (12.904)	0.840 (12.739)	0.838 (12.688)
會計師聲譽 (dummy)	0.125 (0.999)	0.185 (1.421)	0.125 (1.003)	0.122 (0.974)
承銷商聲譽 (dummy)	0.049 **(-0.997)	0.072 **(-1.058)	-0.041 (-0.276)	-0.046 (-0.312)
電子產業 (dummy)	0.079 **(-1.496)	0.026 **(-1.155)	0.088 **(-2.560)	0.080 **(-1.508)
公司成立時間	-0.029 *(-3.749)	-0.029 *(-3.559)	-0.029 *(-3.740)	-0.029 *(-3.808)
負債比率	0.428 (1.506)	0.330 (0.787)	0.460 (1.136)	0.425 (1.055)
R <sup>2</sup> 值 (%)	34.200	36.100	34.300	34.330
樣本數目	392	392	392	392

\* 表示在顯著水準為5%時顯著， \*\* 表示在顯著水準為1%時顯著

表 4-3 公司治理變數對 IPO 承銷價倍數的影響

應變數：IPO 承銷價倍數(P/V) <sub>SALES</sub> (上市前三年平均)				
自變數	迴歸係數值 (檢定 T 值)			
截距項	-6.034 (-1.258)	-6.372 (-1.241)	-6.034 (-1.258)	-6.429 (-1.184)
現金流量權	1.083 (0.304)			
控制權偏離現金流量權幅度		-8.647 *(-1.069)		
現金流量權佔控制權比率			1.083 *(2.304)	
董事、監察人席位比率				-1.637 **(1.219)
參與管理(dummy)	0.119 (0.273)	-0.082 *(-1.075)	-0.319 *(-2.073)	-0.156 **(-1.852)
次大股東(dummy)	0.357 (0.346)	0.182 (0.184)	0.357 (0.346)	0.214 (0.231)
發行規模 (取自然對數)	1.055 **(2.798)	1.145 *(2.781)	1.055 **(2.798)	1.058 **(2.807)
會計師聲譽 (dummy)	0.591 (0.828)	0.552 (0.726)	0.591 (0.828)	0.613 (0.859)
承銷商聲譽 (dummy)	-1.449 (-1.708)	-1.695 **(-1.846)	-1.449 (-1.708)	-1.456 **(-1.717)
電子產業 (dummy)	0.194 **(1.214)	0.260 **(1.269)	0.194 **(1.214)	0.232 **(1.259)
公司成立時間	-0.087 (-1.999)	-0.089 (-1.876)	-0.087 **(-1.999)	-0.089 **(-2.010)
負債比率	6.794 *(2.943)	6.736 **(2.754)	6.794 *(2.943)	6.713 **(2.920)
R <sup>2</sup> 值 (%)	26.710	27.450	26.730	26.660
樣本數目	392	392	392	392

\*表示在顯著水準為5%時顯著， \*\* 表示在顯著水準為1%時顯著

表 4-4 公司治理變數對 IPO 承銷價倍數的影響

應變數：IPO 承銷價倍數(P/V) <sub>EBITDA</sub> (上市前三年平均)				
自變數	迴歸係數值 (檢定 T 值)			
截距項	1.672 (19.504)	1.673 (18.895)	1.672 (19.504)	1.680 (17.304)
現金流量權	0.008 (0.133)			
控制權偏離現金流量權幅度		0.114 (0.820)		
現金流量權佔控制權比率			0.018 **(1.133)	
董事.監察人席位比率				-0.018 **(-1.336)
參與管理(dummy)	0.015 (0.740)	0.006 (0.342)	0.015 (0.740)	-0.017 **(-0.918)
次大股東(dummy)	0.013 (0.703)	0.000 (-0.011)	0.013 (0.703)	0.012 (0.721)
發行規模 (取自然對數)	0.224 **(3.548)	0.223 **(3.284)	0.224 *(3.548)	0.254 **(3.534)
會計師聲譽 (dummy)	-0.012 (-0.965)	-0.012 (-0.915)	-0.012 (-0.965)	-0.012 (-0.964)
承銷商聲譽 (dummy)	0.030 **(-2.005)	-0.060 (-1.896)	0.330 **(-2.005)	0.231 **(-2.013)
電子產業 (dummy)	0.051 **(3.161)	0.049 **(2.915)	0.051 **(3.161)	0.051 *(3.204)
公司成立時間	0.000 (0.423)	0.000 (0.308)	0.000 (0.423)	0.000 (0.438)
負債比率	0.141 **(3.413)	0.140 **(3.317)	0.141 **(3.413)	0.141 **(3.437)
R <sup>2</sup> 值 (%)	12.430	11.950	12.480	12.420
樣本數目	392	392	392	392

\* 表示在顯著水準為5%時顯著， \*\* 表示在顯著水準為1%時顯著

#### 4.3 公司治理變數對 IPO 股票上市後股價反應之影響

本節將繼續探討公司治理變數如何影響IPO樣本公司股票上市上櫃後市場的反應程度，以股票的初期報酬及連續漲跌停板天數等變數來分析之。在國外的相關研究中，對於IPO公司上市後初期報酬的定義為初期原始報酬= $(\text{上市後第一個交易日的收盤價}-\text{承銷價})/\text{承銷價}$ ，此公式隱含國外市場具有完全效率，上市後市場資訊可以充分且快速地在第一天內反映在股價上，但國內因為有漲跌幅的限制，新上市股票價格不似國外市場可以快速在一天內完全反應公司價值，所以不適用上市後第一個交易日的收盤價來計算，遂本文採取以「上市後連續上漲的第一次最高點價格」來衡量，則將初期報酬的定義修改為初期原始報酬= $(\text{上市後連續上漲的第一次最高點價格}-\text{承銷價})/\text{承銷價}$ 。另外，在連續漲跌停板天數的變數上，由於台灣股市在2001-2004年間存在著漲跌停板天數的限制，遂定義此變數為測試投資人對於IPO樣本公司股票新上市上櫃的反應。

首先，以初期報酬為應變數時，從表4-5得知，控制股東之控制權偏離現金權幅度係數為-0.327，達到5%的顯著水準（檢定統計量T值為-2.256），顯示一旦IPO樣本公司之控制股東侵佔公司價值的動機提高時，市場將給予較低的合理股價，使得股票初期報酬相對較低。控制股東之現金流量權佔控制權比率變數的係數為0.262，達到5%之顯著水準（檢定統計量T值為1.19），由此可明顯看出，當控制股東所擁有的現金流量權佔控制權比率愈高時，將提高控制股東努力經營的誘因，同時，市場也會相對給予較高的公司評價，股票上市上櫃之後，所反應出來的合理股價亦較高，以至於股票的初期報酬為正值。另外，在董事、監察人席位比率上也表現出對初期報酬有顯著的影響，其係數值為-0.375，達5%的顯著水準（檢定統計量T值為-3.016），表示當控制股東同時擔任董事、監察人席位比率高時，其更易達成利己的公司決策，提高了對公司負的侵占效果，導致公司治理較差，直接反應在新上市上櫃股票的股價上，帶來較低的初期報酬。

接著，繼續觀察表4-5中，發現還有其他相關控制變數對初期報酬產生顯著的影響，參與管理變數的係數值皆多呈負數，也達1%的顯著水準，顯示當控制股東同時擔任公司的董事長或總經理職位時，將因其握有經營權與所有權，利用較大的公司決策影響力產生負的侵占效果，進而影響市場上對於股票的合理股價，導致較低的初期報酬。而在主辦承銷商的聲譽變數上，皆達1%的顯著水準，藉此推論當公司上市時委託聲譽較佳之承銷商主辦

時，可降低新上市上櫃公司與投資者間的資訊不對稱，提高市場的購買意願，也因此提高股票的初期報酬。而平均中籤率變數的係數值呈負值，且達1%的顯著水準，顯示當承銷過程中，股票平均中籤率愈低時，表示投資人愈看好該支股票，因此初期報酬會提高。

另一方面，我們將樣本群中有正的期初報酬的公司獨立出來討論，利用連續漲停板天數為應變數，來看公司治理變數如何對其產生影響，在表4-6中，現金流量權佔控制權比率變數的係數為0.522，且達到5%之顯著水準（檢定統計量T值為2.452），由此可知，控制股東現金流量權佔控制權比率愈高，公司經營成果和其本身報酬高度相關，努力經營誘因提高，公司治理愈好，而市場投資大眾追價的反應也會提高，因此有較多的連續漲停板天數。而控制權偏離現金流量權的係數為-0.437，檢定統計量T值為-2.207達5%之顯著水準，可看出當控制股東侵佔公司價值的動機降低時，會大大影響投資人購買的意願，故漲停板天數相對較多。此外，在其他控制變數上，電子產業這個變數在迴歸模型裡達到10%的顯著水準，推論由於2000年以來台灣產業型態轉變，投資人對於電子產業普遍存有較高的投資興趣，遂直接反應在其新股上市上櫃後的股價，造成連續漲停板天數較多的情形。

表4-7中，討論樣本群中具有負的初期報酬的公司，同樣利用連續跌停板的天數來衡量公司治理變數對其產生的影響。多數的變數都未達到顯著水準，唯有次大股東與電子產業這兩變數有達到1%的顯著水準，顯示當公司存在具有影響力大的次大股東時，股東為了維護本身利益時，將對控制股東產生監督效果，使得控制股東進行財富侵佔的動機下降，也因此提高公司的價值，股價連續跌停板的天數也會減少，另外，在電子產業變數上，其與連續跌停板天數呈現正的顯著關係，推論，在一片看好的電子產業中，高成長的投資機會雖然可吸引眾多的投資人投資，但若沒有相對應的健全公司結構與發展遠景，也將不會提高投資人的購買意願。

綜合以上推論，可得知市場上的投資大眾會利用公司治理機制來決定其對於IPO公司股票的投资意願，在公司治理變數上，當控制股東現金流量權佔控制權比率愈高，投資人認為公司控制股東和小股東的利益一致，而會努力經營公司，產生較佳的公司治理，而正符合投資人的購買意願，又台灣公司股票在本文選樣期間皆有當天漲跌幅的規定限制，新上市上櫃的資訊通常無法在上市當天的價格中充份反應，因而造成上市後連續漲停板多日，才能夠完全反應市場上所給予之合理價格。此時股票的初期報酬會明顯較高，相對於其他股票有較好的表現。而且，控制權偏離現金流量權的幅度大時，代表著公司經營之成

果和控制股東本身報酬相關性低，且握有過高的控制權，投資人將會擔心控制股東侵佔公司權益之動機提高，故會降低購買公司股票的意願，那麼漲停板打開天數、期初報酬都將有較差的表現。藉此推論，公司治理機制好的公司，投資人購買公司股票意願高，所以上市後股價表現反應較好，反之，公司治理較差的公司，投資人購買公司股票意願低，所以上市後股價表現反應也會較差。



表 4-5 公司治理變數對初期報酬的影響

應變數：初期原始報酬=（上市後連續上漲的第一次最高點價格-承銷價）/承銷價				
自變數	迴歸係數值（檢定 T 值）			
截距項	0.090 (0.306)	0.142 (0.454)	0.090 (0.306)	-0.435 (-1.310)
現金流量權	-0.262 (-1.190)			
控制權偏離現金流量權幅度		-0.327 *(-2.256)		
現金流量權佔控制權比率			0.262 *(1.190)	
董事、監察人席位比率				-0.375 *(-3.016)
參與管理(dummy)	-0.111 **(-1.542)	-0.066 (-0.978)	-0.111 **(-1.542)	0.065 **(-1.030)
次大股東(dummy)	0.041 (0.648)	0.082 (1.349)	-0.041 (-0.648)	-0.071 (-1.261)
發行規模（取自然對數）	0.013 (0.558)	0.002 (0.079)	0.013 (0.558)	0.007 (0.315)
會計師聲譽（dummy）	0.017 (0.395)	0.012 (0.268)	0.017 (0.395)	0.014 (0.326)
承銷商聲譽（dummy）	0.083 ** (1.587)	0.086 ** (1.536)	0.083 ** (1.587)	0.078 ** (1.506)
平均中籤率	-0.031 ** (-2.029)	-0.024 ** (-1.914)	-0.019 ** (-1.877)	-0.028 ** (-2.001)
電子產業（dummy）	0.066 * (1.174)	0.077 * (1.312)	0.066 * (1.174)	0.072 * (1.321)
公司成立時間	-0.003 (-0.095)	-0.003 (-0.513)	-0.003 (-0.095)	-0.004 (-0.537)
負債比率	0.180 ** (1.264)	0.196 ** (1.313)	0.180 ** (1.264)	0.175 ** (1.244)
R <sup>2</sup> 值 (%)	16.880	15.530	16.810	21.770
樣本數目	392	392	392	392

\* 表示在顯著水準為5%時顯著， \*\* 表示在顯著水準為1%時顯著

表 4-6 公司治理變數對上市後漲跌停板打開天數的影響

應變數：上市後連續漲跌停板天數				
自變數	迴歸係數值 (檢定 T 值)			
截距項	7.438 (2.252)	7.010 (2.125)	7.034 (2.079)	2.579 (0.672)
現金流量權	-2.514 (-1.094)			
控制權偏離現金流量權幅度		-0.437 *(-2.207)		
現金流量權佔控制權比率			0.522 *(2.452)	
董事、監察人席位比率				10.936 (2.195)
參與管理 (dummy)	0.304 (0.377)	-0.113 (-0.155)	-0.100 (-0.138)	-0.126 (-0.176)
次大股東 (dummy)	0.273 (0.375)	0.589 (0.877)	0.591 (0.879)	0.561 (0.843)
發行規模 (取自然對數)	0.119 (0.468)	0.134 (0.523)	-0.136 (-0.534)	-0.124 (-0.491)
會計師聲譽 (dummy)	0.595 (1.193)	0.550 (1.103)	0.552 (1.107)	0.578 (1.170)
承銷商聲譽 (dummy)	0.748 **(1.397)	0.730 (1.262)	0.727 (1.255)	0.721 (1.260)
平均中籤率	-1.683 **(-1.955)	-1.749 *(-2.330)	-1.746 **(-2.025)	-1.847 **(-2.112)
電子產業 (dummy)	1.055 (1.715)	1.052 (1.638)	1.352 **(1.887)	1.458 *(2.013)
公司成立時間	0.950 (1.559)	1.027 (1.691)	1.032 (1.701)	0.974 (1.621)
負債比率	1.147 (0.703)	0.921 (0.566)	0.903 (0.554)	1.020 (0.635)
R <sup>2</sup> 值 (%)	26.510	25.770	25.710	28.920
樣本數目	268	268	268	268

\* 表示在顯著水準為5%時顯著， \*\* 表示在顯著水準為1%時顯著

表 4-7 公司治理變數對上市後跌停板打開天數的影響

應變數：上市後連續跌停板天數				
自變數	迴歸係數值 (檢定 T 值)			
截距項	3.365 (1.432)	3.253 (1.402)	2.533 (1.032)	4.640 (1.829)
現金流量權	-0.169 (-0.081)			
控制權偏離現金流量權幅度	-0.404 (-0.378)			
現金流量權佔控制權比率	0.630 (0.943)			
董事、監察人席位比率	-4.983 (-1.218)			
參與管理 (dummy)	-0.286 (-0.170)	-0.288 (-0.630)	-0.265 (-0.604)	-0.259 (-0.602)
次大股東 (dummy)	-0.790 (-1.685)	-0.767 **(-1.965)	-0.757 **(-1.945)	-0.747 **(-1.923)
發行規模 (取自然對數)	-0.022 (-0.114)	-0.018 (-0.092)	-0.010 (-0.051)	0.024 (0.123)
會計師聲譽 (dummy)	0.623 (0.888)	0.623 (0.887)	0.608 (0.846)	0.573 (0.735)
承銷商聲譽 (dummy)	0.780 **(1.909)	0.265 (0.870)	0.350 (0.840)	0.402 (0.976)
平均中籤率	0.283 (0.282)	0.276 (0.264)	0.274 (0.263)	0.301 (0.337)
電子產業 (dummy)	1.015 **(1.791)	1.016 **(1.846)	1.016 **(1.898)	1.004 (1.203)
公司成立時間	-0.013 (-0.028)	0.019 (0.041)	0.047 (0.102)	-0.037 (-0.080)
負債比率	1.534 (1.437)	1.519 (1.423)	1.473 (1.384)	1.394 (1.307)
R <sup>2</sup> 值 (%)	15.840	15.920	16.510	16.970
樣本數目	123	123	123	123

\* 表示在顯著水準為5%時顯著， \*\* 表示在顯著水準為1%時顯著

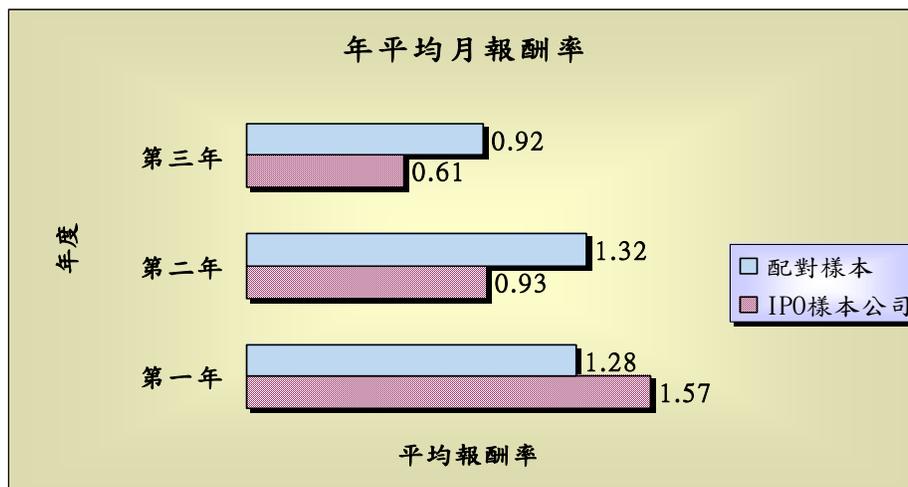
#### 4.4 公司治理變數對IPO股票上市績效表現的影響

在本節中，我們將針對IPOs 公司於股票上市上櫃後，探討三年的股價報酬績效，分析驗證公司治理因素對於新上市上櫃公司長期股價表現所產生的影響，採用Ritter (1991) 提出以相對財富指標作為績效表現的應變數，且續採用Ritter對於公司本身經營本質對於股票長期績效具有影響的論點，遂加入參與股東、次大股東以及其他相關公司變數。

首先，我們先選取2001-2002年共222個樣本公司，並觀察IPO樣本公司的36個月的平均月報酬率，發現相對於配對樣本公司，IPO樣本公司的平均月報酬率在前五個月的表現確實較優，正符合國內外文獻對於股票初次上市上櫃股價初期報酬為正的論點，但是約從第六個月開始卻出現轉折，IPO樣本公司的平均月報酬率呈現低於配對樣本公司的現象，符合文獻探討中國內外學者提出的IPO樣本公司股票長期績效表現較配對樣本為差的論點 (long-run underperformance)。

接著，將IPO樣本公司平均月報酬以年度來分析，比較其與配對樣本的關係，如圖4-2所示，在三年的年平均月報酬率中，顯示在第一年時，IPO樣本公司擁有較配對公司為高的報酬率，但是第二年開始，連續兩年IPO樣本公司的報酬率皆低於配對樣本，第二年及第三年IPO樣本公司低於配對樣本的比率分別為0.39%、0.31%，顯示第三年相差的幅度縮小，約略符合Loughran & Ritter (1995) 提出的論點：當IPO樣本公司在年報酬率方面較配對樣本為差時，其差距會隨著上市上櫃年度增加時慢慢縮小。

圖 4-2 樣本年平均月報酬率



進一步，我們將採用Ritter (1991) 提出以相對財富指標作為績效表現的應變數，且利用迴歸方程式探討公司治理因素對IPOs長期股價表現的影響，如表4-8所示，在自變數方面，分別為股權結構變數中的現金流量權、控制權偏離現金流量權幅度、現金流量權佔控制權的比率，以及事會組成變數中的控制股東及成員擔任董監事比例，尚有參與管理、次大股東、電子產業、公司成立時間、資產規模（取對數）等控制變數；先就公司治理變數討論之，如表4-8表示，在所有的公司治理變數中，並未有任何變數呈現顯著水準，但是我們從數據上，發現以下的推論：當現金流量權佔控制權比率為自變數時，係數為0.007，與應變數呈現正向關係，表示控制股東投入愈多資金於公司，將發揮正的誘因效果，願意努力經營而提昇公司價值，公司長期報酬因此上升，相對財富指標也將隨之提高。

但是，當自變數分別為控制股東偏離現金流量權幅度及董事、監察人席位比率時，其係數值為-0.014及-0.003，與應變數成負向關係，尤其是控制股東偏離幅度變數，其對應變數的影響幅度約為現金流量權佔控制權比率的兩倍，這表示當控制股東持有過多的控制權亦或控制股東擔任董事、監察人席位比率過高時，都將會為公司帶來負的侵佔效果，因控制股東此時對於公司決策能力的影響是相當大的，其有強烈的企圖侵害公司財富，遂影響公司股票長期的報酬，同樣地，相對財富指標也有較小的值。

接著，觀察控制變數－參與管理，數據除了顯示參與管理在迴歸方程式中表現出與應變數成負向關係外，尚顯示其檢定統計量T值接近1%顯著的表現，我們可以表示，當控制股東及成員同時擔任公司之董事長及總經理時，負的侵佔效果增加，控制股東將有能力去侵害小股東的權益，因此降低公司價值，導致相對財富指標愈小，亦即公司治理愈差的IPOs樣本，其長期績效表現將較差。

而在其他控制變數上，負債比率該項係數介於0.019至0.094，接近1%的顯著水準，而資產報酬率係數約介於0.019至0.025，推論當公司的資產報酬率愈高，且擁有適當的負債比率時，表示藉由靈活運用公司資本，提高公司的獲利能力，市場上給予的評價較好，長期績效也就提昇，相對財富指標也隨著提高。

表 4-8 公司治理變數對 IPO 長期績效變數的影響

$$\text{財富相對指標 } WR = \frac{(1 + \text{IPOs 樣本 3 年報酬率})}{(1 + \text{配對樣本 3 年報酬率})}$$

應變數：相對財富指標				
自變數	迴歸係數值 (檢定 T 值)			
截距項	1.123 (1.432)	1.234 (1.402)	1.022 (1.032)	1.661 (1.829)
現金流量權	-0.019 (-0.281)			
控制權偏離現金流量權幅度		-0.014 (-0.578)		
現金流量權佔控制權比率			0.007 (0.943)	
董事、監察人席位比率				-0.003 (-0.218)
參與管理 (dummy)	-0.186 (-0.870)	-0.128 (-0.930)	-0.156 (-0.704)	-0.159 (-0.802)
次大股東 (dummy)	-0.790 (1.585)	-0.567 (1.261)	-0.663 (1.533)	-0.698 **(1.696)
資產規模 (取自然對數)	-0.022 (-0.114)	-0.018 (-0.092)	-0.010 (-0.051)	0.024 (0.123)
電子產業 (dummy)	0.013 (0.191)	0.002 (0.146)	0.007 (0.198)	0.095 (0.203)
公司成立時間	-0.013 (-0.428)	-0.019 (-0.441)	-0.047 (-0.502)	-0.037 (-0.480)
負債比率	0.034 **(1.437)	0.019 (1.423)	0.073 (1.384)	0.094 (1.307)
資產報酬率	0.025 (1.233)	0.016 (1.123)	0.019 (1.155)	0.020 (1.206)
R <sup>2</sup> 值 (%)	6.840	6.920	6.510	6.970
樣本數目	222	222	222	222

\* 表示在顯著水準為5%時顯著， \*\* 表示在顯著水準為1%時顯著

## 第五章 結論與建議

### 5.1 研究結論

從1997年亞洲金融危機引起了各國及國際組織探究公司治理制度的重要性，因此公司治理成為近年來各企業熱烈討論的議題，良好的公司治理更為國內外投資人投資企業的重要參考指標。近年來，台灣資本市場隨著經濟發展逐漸擴大，市場上新上市上櫃的公司成長快速，然而準備藉由資本市場籌措資金的企業，其公司治理機制的好壞將影響公司上市時承銷價格的訂定及上市後的股價表現，於是，本研究由公司治理的角度來分析探討影響公司價值與代理問題的因素，藉此討論市場投資人對於新上市上櫃公司的評價、承銷商對於承銷價格的訂定，以及新股上市上櫃後在市場上的績效表現。

根據前面章節的分析驗證，我們得到實證結果，歸納如下：

- (一) 當公司控制股東擁有較高的現金流量權，使得現金流量權佔控制權的比率較高時，將有較佳的公司治理機制，也將促使控制股東願意付出心力努力監督、經營公司，提高公司資訊的透明度，減少控制股東與小股東間的衝突問題，對公司產生正的誘因效果，提昇公司價值，在資本市場上，也將替公司帶來正面的影響，此時公司在訂定承銷價時有較大的議價空間，承銷價格的訂定較高，上市後也較能吸引投資人買進，上市後的表現自然較佳。反之，當公司治理機制較差時，亦即控制權與現金流量權的偏離較大、控制股東及成員擔任董監事、參與管理的比率較高時，產生負的侵佔效果，則此時控制股東有較大的能力剝奪小股東的財富，傷害公司價值的動機也較高，相對於公司治理機制較好的公司，此時，機制較差的公司只能透過壓低承銷價來吸引投資人認購，上市後，公司資訊將透明地公開在市場上，投資人購買股票的意願低，其股票長期的績效報酬也會有較差的表現。
- (二) 對於分別以每股淨值、每股銷售額及每股稅前息前折舊攤銷前盈餘為基礎的「相對於配對樣本之IPO承銷價倍數」而言，與現金流量權佔控制權比率有著顯著的正向關係，當現金流量權相對增加時，帶給控制股東較大的正的誘因效果，公司價值隨著良好的公司治理機制而提升，因此新上市上櫃公司有與券商訂定較高的承銷價。此外，現金流量權佔控制權比率對於IPOs公司初期報酬與上市後股價反應亦呈

現正向的顯著影響，當比率愈高時控制股東努力經營的誘因提高，在上市後公司資訊的透明下，財務報表的可信度提高，投資人也對於公司有較高的信心，提高購買意願，增加上市後連續漲停板天數，同時，股票的長期績效報酬也會有較佳的表現。反之，當控制權與現金流量權的偏離幅度愈大時，對公司財產產生負的侵佔效果，同樣對於「相對於配對樣本之IPO 承銷價倍數」、初期報酬及連續漲停板天數等應變數有顯著的負向影響。因為公司治理將隨著偏離程度擴大而較差，公司價值隨之下降，因此IPOs公司無法訂立較高的承銷價，只能壓低承銷價吸引投資大眾購買，股票上市上櫃後，公司經營體質將被質疑，財務報表的可信度下降，造成初期報酬低，上市連續漲停板天數也低，甚至出現連續跌停板的現象，股票的長期績效表現當然較差。

綜合上述而言，隨著公司規模擴大，對資金的需求日益急迫，在初級市場募集資金是最常見的，但是面對投資者對於初次發行公司的一無所知，故必須由發行公司的管理機制使公司訊息透明化，取得投資人的信賴。本研究推論公司治理機制無論在IPOs公司承銷價格的訂定或是上市上櫃後的股價表現上，都具有顯著性的影響，因此並非全然是投資人的過度反應影響初期報酬現象。良好的公司治理機制可以讓投資大眾與承銷商對公司體質更有信心，對於公司上市上櫃前承銷價的訂定有正面的影響，可提高公司的價值及與承銷商的溢價能力，使承銷價格提高，降低初次公開發行時產生的成本，也將在後市帶來較佳的股票價格行為與長期績效表現。

## 5.2 研究限制

- 1、 本研究中，對於新上市上櫃樣本公司的選取，共選了392家IPOs樣本公司，由於選取期間為2001至2004年，正值台灣電子產業大幅崛起的時期，遂使得其中有高達227家為電子產業，但是電子產業的產業類型特殊，其高成長與較佳發展潛力的產業型態，伴隨而來的是投資人對於其有較多的正面評價與較高的投資熱潮，這樣的現象對於本研究中某些控制變數會帶來不同於過去國內外研究所提出的論點的現象。
- 2、 本研究中，對於選取IPOs公司的配對樣本時，盡量以產業型態、資產規模與產品種類等各項條件尋求最接近的配對者，但仍會因為產業分類標準等因素，使得選取樣本上多受限制，且為了同時排除配對樣本中有初次公開發行或現金增資所帶來報酬較高的情形所影響，所以限定配對樣本公司必須為上市上櫃一年以上，且近兩個月未發行新股者，因此配對樣本難以尋求完全相似的公司。
- 3、 由於台灣股票市場有漲跌幅限制的規定<sup>14</sup>，無法像國外的研究以上市或上櫃當天的收盤價來計算第一天的市場反應價格(first day return)，改以「上市後連續上漲(下跌)的第一次最高(低)點價格」，以求接近第一天市場反應價格的意涵。
- 4、 本研究中，在計算長期績效報酬時，礙於選取年份的限制，遂不同於參考的文獻，而改以計算2001至2002年樣本公司的三年(36個月)月報酬率(buy and hold return)，且由於每家IPOs樣本公司漲跌停板打開天數不一，因此統一由每家公司上市上櫃後的次月開始計算36個月的月報酬率。
- 5、 本研究中，在計算IPOs 公司各項控制權、現金流量權、董監事席位比例時，以初次公開發行的公開說明書及TEJ經濟新報的資料為計算基準，因此上市上櫃後控制股東各項指標的變動並未納入考量，恐造成某些變數呈現不顯著的結果。

---

<sup>14</sup> 自 2005 年 3 月 1 日，台灣股票市場開始實施「初次上市股票首五個交易日無漲跌幅限制」，本研究選樣期間為 2001-2004，遂還有市場漲跌幅限制的規定。

### 5.3 研究建議

本研究實證分析公司治理機制對於新上市上櫃股票價格行為表現的影響後，特別針對研究結果提出以下建議：

- 1、 公司治理相關變數眾多，本研究僅考量以控制股東之控制權與現金流量權等變數，尚有其他相關公司治理變數，如外部監督機制等變數，皆可作為後續研究的方向。
- 2、 本研究對於簽證會計師聲譽與主辦承銷商聲譽兩個控制變數上，採取過去國內學者的研究方法界定，未有較為深入的著墨，後續研究可以針對會計師聲譽與主辦承銷商聲譽上作更仔細的研究區分。
- 3、 自2005年3月開始，國內承銷新制實施，制度變更前後的承銷價格之差異亦可為後續研究的方向。
- 4、 對於整體市場而言，公司治理在台灣發展不甚久，因此建議未來主管機關應朝著該如何健全台灣公司治理機制的方向而努力，除了應該落實獨立外部董事的設立，尚須加強監察人的監督功能，如此才能提昇公司的價值，增加投資人對市場的信心，進而活絡資本市場，讓資金流動更具效率。



## 參考文獻

### 中文部分

- 1、 李培棟，民國97年，「不同承銷配售方式下新上市與上櫃公司股票承銷價合理性之實證研究」，成功大學企業管理研究所碩士論文。
- 2、 呂勝光，民國95年，「台灣新上市股票異常報酬之實證研究」，政治大學會計研究所未出版論文。
- 3、 徐瑋雲，民國95年，「我國新上市股票價格行為及長期績效之研究」，政治大學會計研究所碩士論文。
- 4、 林玲羽，民國92年，「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。
- 5、 吳蕙雯，民國91年，「公司治理對IPOs承銷價與上市後股價表現影響之研究」，輔仁大學金融研究所碩士論文。
- 6、 陳碧滋，民國90年，「我國上市公司股價行為與董監因素關連性之探討」，臺灣大學會計學研究所碩士論文。
- 7、 楊俊中，民國87年，「股權結構與經營績效相關性之研究」，台灣大學會計研究所碩士論文。
- 8、 潘慈暉，民國83年，新上市股票異常報酬及其影響因素之實證研究，台灣大學商學研究所碩士論文。
- 9、 蔡嘉倩，民國86年，我國新上市公司股票承銷價合理性之研究，政治大學會計研究所碩士論文。
- 10、 劉容慈，民國91年，整合公司治理、會計資訊與總體經濟敏感度之財務危機模型，輔仁大學金融研究所碩士論文。
- 11、 謝冠冕，民國84年，新上市公司短期超額報酬之探討，淡江大學管理科學研究所碩士論文。
- 12、 林象山，民國94年，「承銷商信譽對新上市股票之影響」，中國財務學刊第三卷第一期，119-143頁。
- 13、 夏侯欣榮，民國86年，「新上市股票長期績效之實證研究」，Proceedings of the National

Science Council (Part C), 260—275 頁。

14、俞海琴、洪方筑，民國86年，「我國新上市公司會計師聲譽、承銷商聲譽與成交量關係之實證研究」，Proceedings of the National Science Council (Part C), 400—419 頁。

15、中華徵信所，民國93年，「台灣地區集團研究2004」。



## 英文部分

- 1、Beatty, R., Ritter, J., 1986, “Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings”, *Journal of Financial Economics* 15, 213-232.
- 2、Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang, 2000a, “The separation of ownership and control in East Asian Corporations,” *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- 3、Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and H. P. Lang, 2000b, “Expropriation on Minority shareholders: Evidence from East Asia,” Policy research working paper 2088.
- 4、La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 1998, “Law and finance,” *Journal of Political Economy* 106,1113-1155.
- 5、Fan, Joseph P.H., and T.J. Wong, 2002, “Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia”, *Journal of Accounting and Economics*.
- 6、Purnanandam, A., K., and B. Swaminathan, 2002, “Are IPOs Underpriced?”, working paper.
- 7、Ritter, Jay, 1991, “The-Long Run Performance of Initial Public Offerings”, *Journal of Finance*46, 3-28.
- 8、Ritter, Jay, 1998, “Initial Public Offerings”, Warren Gorham & Lamont Handbook of Modern Finance.
- 9、Welch, I., and Jay Ritter, 2002, “A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations”, Yale ICF Working Paper No. 02-01.
- 10、La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, 2000, “Investor protection and corporate governance,” *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- 11、Loughran, Tim and Jay Ritter, 1995, “The new issue puzzle”, *Journal of Finance* 50, 23-51.
- 12、Morck, R., A. Shleifer, and R.W. Vishny, 1988, “Management ownership and market valuation: an empirical analysis,” *Journal of Financial Economics* 20,293-315.
- 13、Purnanandam, A., K., and B. Swaminathan, 2002, “Are IPOs Underpriced?”, working paper.
- 14、Ritter, Jay, 1991, “The-Long Run Performance of Initial Public Offerings”, *Journal of Finance*46, 3-28.
- 15、Ritter, Jay, 1998, “Initial Public Offerings”, Warren Gorham & Lamont Handbook of

Modern Finance.

- 16、Shleifer, A., and R. Vishny, 1997, “A survey of corporate governance,” *Journal of Finance* 52, 737-783.
- 17、Tinic, S., 1988, “Anatomy of initial public offerings of common stock”, *Journal of Finance* 43, 789-822.
- 18、Welch, I., 1989, “Seasoned Offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings”, *Journal of Finance* 44, 421-449.
- 19、Welch, I., and Jay Ritter, 2002, “A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations”, Yale ICF Working Paper No. 02-01.
- 20、Kim, B., K. Richard, and V. Geraldo, 2002 , “The Korean IPO Mark: InitialReturns,” *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies* 5 , 219-253.
- 21、Koh, F. and T. Walter, 1989 , “A Direct Test of Rock’s Model of the Pricing of Unseasoned Issues,” *Journal of Financial Economics* 23 ,251-272.
- 22、Logue, D., 1973 , “On the Pricing of Unseasoned Equity Issues,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8, 91-103.



## 附錄一 配對樣本選取準則

本研究，針對IPOs 樣本公司選取配對樣本時，主要參考台灣經濟新報以及財訊所出版的股市萬用手冊所，其提供了公司產業分類、主要產品，以及資產規模等資料，將所有符合下列受限條件的公司，先依據「產業代碼」先行分類，再以IPO公司「上市年度」為準，將同一年度各公司的資產規模排序，再選取「資產規模」相近的公司，最後比較其產品種類，根據這些步驟選取出具有相似產品及資產規模的公司，即為該公司的配對樣本（matching firms）。

受限條件：1. 產業類別相同（以TEJ產業代碼為準）

2. 於台灣上市上櫃滿一年以上
3. 資產規模相近的公司（相同或較小，差距在10%以內）
4. 以TEJ產品分類為依據，選取產品種類相似者
5. 近兩個月內未發新股
6. 可參考相對於該上市上櫃公司股票承銷時前一日的收盤價

在選取配對樣本時，以公司的總資產配對的考量在於資產規模即為公司規模的縮影，因為配對樣本的選取需與IPO公司有相近的營運風險、獲利能力、成長性，以及獲利能力。至於在成長機會的考量上，考量相同產業下的成長性應是近似的，因此以產業類別作為基本配對考量。另外，為了排除剛上市股票在市場價格的變化上，可能受到「上市」這個因素的影響，因此配對樣本特別限定需為上市一年以上，且最近兩個月內為發行新股者。