

# 行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告

## 台灣地區新上市股票短期與長期價格行為

### The Short-Run and Long-Run Returns of Initial Public Offerings in Taiwan

計畫編號：NSC87-2416-H-009-001

執行期限：民國86年8月1日至87年7月31日

主持人：曾正權 執行機構及單位名稱：國立交通大學管理科學研究所

#### 一、中文摘要

近年來有關新上市股票的價格行為研究，發現新上市股票存在兩類異常現象：一類為新上市股票短期存在顯著正的異常報酬，另一類為新上市股票長期存在顯著負的異常報酬。在文獻中，對於造成新上市股票短期異常報酬的原因，有兩種可能的解釋：一為新上市股票的承銷價格被低估，另一為新上市股票之早期交易價格非真實價格。有關造成新上市股票長期異常報酬的原因，仍處於萌芽階段，而較常見的解釋亦有兩種：一為投資人對新上市公司未來盈餘過度樂觀所致，另一為管理者成功地利用了股票價格高估的時機上市。

本研究將藉由相關之文獻，提出二十類適合台灣股票市場特性之研究命題，進行實證。以便有系統的驗證台灣地區新上市股票短期異常報酬之成因，並檢驗國內新上市股票的長期價格行為。

關鍵字：新上市股票 短期異常報酬；長期異常報酬

#### Abstract

Researches related to the study of initial public offerings pointed out two abnormal phenomenon: 1. There is significantly positive abnormal returns for short-run price behavior. Two possible explanations to cause IPOs' short-run abnormal returns: IPOs are underpricing and initial prices of IPOs are not true prices. 2. There is significantly negative abnormal

returns for long-run performance. The reasons causing IPOs' long-run poor performance are still developing, but two explanations, namely the investors are too optimistic for the future earnings of IPOs' firms and the managers successfully use the opportunity of overpricing to go public, has been proposed.

We will propose hypotheses that are suitable for description of the characteristics of Taiwan stock market by referring related studies and do empirical study. We intend to achieve the following two objectives: the reasons of IPOs' short-run abnormal returns will be systematically searched. The IPOs' long-run price behavior in Taiwan will be tested.

**Keywords:** initial public offerings(IPOs); short-run abnormal returns; long-run abnormal returns.

#### 二、緣由與目的

在過去十年中，國外已有大量的實證研究顯示新上市股票具有短期正的異常報酬，並陸續有學者提出理論模式，試圖解釋此一異常現象。至於國內這方面的實證研究亦多顯示新上市股票具有短期正的異常報酬，但卻對其發生的原因，缺乏較有系統的整理與驗證。因此，本計畫將針對近年來多篇有關新上市股票短期異常報酬成因之文獻加以彙整，並藉由相關之文獻找出適合台灣股票市場特性之研究命題，進行實證。

新上市股票除了已證實存在短期正的異常報酬外，最近，多位學者在探討新上市股票長期價格行為時，亦發現另外一項異常現象--「新上市股票存在長期負的異常報酬」，即新上市股票於上市後的長期投資績效存在顯著貧乏的現象。為何會產生此一異常現象，就如 Loughran and Ritter(1995)的研究中所言：「仍是一個謎」。而較普遍的解釋多歸因於投資人對新上市股票未來的發展過度樂觀或公司利用股票價格高估的時機上市所致。至於，在國內仍缺乏此類研究，因此本研究首次驗證台灣地區的新上市股票是否存在如同外國股市一樣的長期異常現象，並試圖去解釋它。

綜合本文的目的有二：一為有系統的驗證台灣新上市股票短期異常報酬的成因，二為檢驗國內新上市股票長期價格行為。進而希望所得結論有助於對台灣股票市場的瞭解。

### 三、研究命題

本文從國內外的相關文獻中，整理出十數個適合台灣股票市場特性的命題，茲述如下：

命題 1：新上市股票短期異常報酬與承銷商的聲譽呈負相關(cf. : Carter and Manaster(1990))。

上面這個命題是由逆選擇(adverse-selection)的觀點來看，而以下三個命題則是從訊息模式(signaling model)中導出。

命題 2：新上市股票短期異常報酬與公司上市年度的盈餘績效呈正相關。

命題 3：新上市股票短期異常報酬與公司上市年度的股利政策呈正相關。

命題 4：新上市股票短期異常報酬與公司每股淨值呈正相關(cf. : Grinblatt and Hwang(1989))。

另外，由於新上市股票相對於已上市股票而言，多為規模較小之公司，而規模效果曾強調小規模股票通常具有較高之報酬，且雖經風險之調整，異常報酬仍然存在。因此，規模效果或許有助於解釋新上市股票之短期異常報酬，其命題如下：

命題 5：新上市股票短期異常報酬與公司規模呈負相關。(cf. : 吳壽山、許和鈞和顧廣平(1995))

此外，本研究還彙總各文獻中所提出可能解釋新上市股票短期異常報酬的命題如下：

命題 6：新上市股票短期異常報酬與公司年齡呈負相關。(cf. : Carter & Manaster(1990), Affleck-raves, Hegde, Miller, Reilly (1993))

命題 7：新上市股票短期異常報酬與新上市股票承銷金額呈負相關。(cf. : Affleck-Graves, Hegde, Miller and Reilly(1993), Drake and Vetsuypens(1993), Michaely and Shaw(1994))

至於有關解釋新上市股票長期異常現象的命題，本研究則引用 Aggarwal and Rivoli(1990)的投資人過度樂觀命題，試圖對新上市股票長、短期的價格行為進行連接。

命題 8：新上市股票原始報酬率與長期報酬率呈負相關。(cf. : Aggarwal and Rivoli(1990))

而有關管理者成功選擇股票價格高估時機上市之命題則為：

命題 9：新上市股票的承銷金額與股票市場指數水準呈正相關。(cf. : Loughran, Ritter and Rydqvist(1994))

命題 10：新上市股票的承銷金額與新股上市後之長期報酬率呈負相關。(cf. : Ritter(1991), Loughran, Ritter and Rydqvist (1994))

此外，文獻中尚有其他可能解釋長期異常報酬的原因，如：承銷商聲譽、盈餘績效、股利政策、公司淨值、規模效果、公司年齡與承銷金額，其相關命題如下：

- 命題 11：新上市股票長期異常報酬與承銷商聲譽呈正相關。(cf. : Aggarwal and Rivoli(1990))
- 命題 12：新上市股票長期異常報酬與公司上市年度的盈餘績效呈正相關。
- 命題 13：新上市股票長期異常報酬與公司上市年度的股利政策呈正相關。
- 命題 14：新上市股票長期異常報酬與公司每股淨值呈正相關
- 命題 15：新上市股票長期異常報酬與公司規模呈負相關。(cf. : 吳壽山、許和鈞、顧廣平(1995))
- 命題 16：新上市股票長期異常報酬與公司年齡呈正相關。(cf. : Ritter(1991), Loughran and Ritter(1995), Spiess and Affeck-Graves(1995))
- 命題 17：新上市股票長期異常報酬與新上市股票的承銷金額呈負相關。(cf. : Ritter(1991), Spiess and Affeck-Graves(1995))

至於訴訟迴避假說(lawsuit avoidance hypothesis)、部份調整的現象(partial adjustment phenomenon)以及承銷商安定操作的解釋，因不適用於現階段台灣股票市場之交易規則與特性，故本研究並未將它們選錄於研究命題之中。

#### 四、實證結果與結論

從實證結果分析中，我們可以發現國內新上市電子股股票無論短期、長期皆具有顯著正的異常報酬，其中短期異常報酬的變動方向與國外股市相同，而長期異常報酬的變動方向則與國外股市相反。長期異常報酬為何會出現不同的變動方向，必須藉由探究國內其他產業的長期異常報酬

變動方向，才能知道是產業效果抑或是國家效果使然。若為前者，則可進行產業間的比較研究；若為後者，則可進行國際間的比較研究。

至於在短期異常報酬的原因探討研究命題實證中，我們可以發現國內新上市電子股股票只有承銷商聲譽與承銷金額的實證結果與國外文獻的預期相同，聲譽較佳的承銷商所承銷的新上市股票之短期異常報酬，顯著低於由聲譽較為落後的承銷商承銷之新上市股票的平均短期異常報酬。其他諸如上市年度的盈餘績效(實證結果為負相關)、股利政策(實證結果為負相關)、每股淨值(實證結果為負相關)、公司規模(實證結果為正相關)與公司年齡(實證結果為正相關)的實證結果都與國外文獻的預期相反，但皆為不顯著，其中上市年度的盈餘績效、股利政策與每股淨值的實證結果之所以異於國外，可能肇因於國內承銷價格的設算公式與上述這些變數攸關，至於公司規模、公司年齡的實證結果之所以異於國外，則可能是產業效果的關係。

另外在長期異常報酬的原因探討研究命題實證中，我們可以發現國內新上市電子股股票無論在承銷商聲譽(聲譽較佳的承銷商所承銷的新上市股票之平均長期異常報酬，顯著高於由聲譽較為落後的承銷商承銷之新上市股票的平均短期異常報酬)、上市年度的盈餘績效(實證結果為負相關)、股利政策(實證結果為負相關)、每股淨值(實證結果為負相關)、公司規模(實證結果為負相關)、公司年齡(實證結果為正相關)與承銷金額(實證結果為負相關)的實證結果，皆與國外文獻的預期相同，但仍皆為不顯著，顯示國內新上市電子股股票雖然在短期會有產業效果，但長期而言，產業效果會消失，因此長期價格行為又會回歸常態。

#### 五、參考文獻

中文部份

1. 汪泱若，由會計審計觀點論我國新上市股票之問題，民國 79 年 4 月。
2. 李廣進，台灣地區新上市股票短期投資報酬率之研究，台灣大學商學研究所未出版碩士論文，民國 68 年 6 月。
3. 呂勝光，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碩士論文，民國 85 年 6 月。
4. 吳壽山、許和鈞和顧廣平(1995)，「台灣股市漲跌幅及規模效果交互作用的解析」，*國家科學委員會研究彙刊：人文及社會科學*，5:1，73~82。
5. 洪日爛，台灣股票市場新上市股票投資報酬率與市場效率性之研究，政治大學企業管理研究所未出版碩士論文，民國 68 年 6 月。
6. 周士淵，我國新上市公司股票價格績效之研究，淡江大學管理科學研究所未出版碩士論文，民國 81 年 6 月。
7. 柯百鈴，台灣新上市股票短期報酬之探討，政治大學企業管理研究所未出版碩士論文，民國 78 年 6 月。
8. 徐瑋雲，我國新上市股票價格行為與長期績效之研究，政治大學會計研究所未出版碩士論文，民國 85 年 6 月。
9. 康榮寶、陳文彬及蔡柳卿，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*，第 23 期，民國 83 年 7 月。
10. 陳秀亮，新上市股票價格行為探討，中央大學產業經濟研究所未出版碩士論文，民國 76 年 6 月。
11. 楊泓文，新上市股票報酬之研究，交通大學管理科學研究所未出版碩士論文，民國 76 年 6 月。
12. 蔡柳卿，依理性預期理論論我國承銷制度，政治大學會計研究所未出版碩士論文，民國 83 年 7 月。
13. 羅贊興，我國新上市股票短期報酬之研究，淡江大學金融研究所未出版碩士論文，民國 79 年 1 月。

英文部份

1. 2. Aggarwal, Reena and Pietra Rivoli, 1990, Fads in the initial public offering market? *Financial management* 19,45-57.
2. 3. Affleck-Graves, John, Shantaram P. Hegde, Robert E. Miller, and Frank K. Reilly, 1993, The effect of the trading system on the underpricing of initial public offerings, *Financial management* 22., 99-108.
3. 4. Allen, F., and G. Faulhaber, 1989, Signaling by underpricing in the IPO market, *Journal of Financial Economics* 23, 303-323.
4. 5. Baron, David P., 1982, A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues, *Journal of Finance* 37,955-976.
5. 6. Carter, R., and S. Manaster, 1990, Initial public offering and underwriter reputation, *Journal of Finance* 45, 1045-1067.
6. 7. Conrad, Jennifer, and Gautan Kaul, 1993, Long-term market overreaction or biases in computed returns? *Journal of Finance* 48, 39-63.
7. 8. Dimson, Elroy, and Paul Marsh, 1986, Event study methodologies and the size effect: The case of U.K. press recommendations, *Journal of Financial Economics* 17, 113-142.
8. 9. Dharan, Bala G., and David L. Ikenberry, 1995, The long-run negative drift of post-listing stock returns, *Journal of Finance* 50, 1547-1574.
9. 10. Drake, Philip D., and Michael R. Vetsuypens, 1993, IPO underpricing and insurance against legal liability, *Financial Management* 22, 64-73.

10. 11. Grinblatt, M., and C. Hwang, 1989, Signaling and the pricing of new issues, *Journal of Finance* 44, 393-420.
11. 12. Hanley, Kathleen Weiss, 1993, The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon, *Journal of Financial Economics* 34, 231-250.
12. 13. Ikenberry David, Josef Lakonishok, and Theo Vermaelen, 1995, Market underreaction to open market share repurchases, *Journal of Financial Economics* 39, 181-208.
13. 14. Jain, Bharat A., and Omesh Kini, 1994, The post-issue operating performance of IPO firms, *Journal of Finance* 49, 1699-1726.
14. 15. Jegadeesh, N., Mark Weinstein, and Ivo Welch, 1993, An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offerings, *Journal of Financial Economics* 34, 153-175.
15. 16. Loughran, Tim, and Jay R. Ritter, 1995, The new issues puzzle, *Journal of Finance* 50, 23-51.
16. 17. Loughran, Tim, Jay R. Ritter, and Kristian Rydqvist, 1994, Initial public offerings: International insights, *Pacific-Basin Finance Journal* 2, 165-199.
17. 18. Michaely, Roni, and Wayne H. Shaw, 1994, The pricing of initial public offerings: Tests of adverse-selection and signaling theories, *The Review of Financial Studies* 7, 279-319.
18. 19. Ritter, Jay R., 1991, The long-run performance of initial public offerings, *Journal of Finance* 46, 3-27.
19. 20. Rock, K., 1986 Why new issues are underpriced, *Journal of Financial Economics* 15, 187-212
20. 21. Ruud, Judith S., 1993., Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle, *Journal of Financial Economics* 34, 135-151.
21. 22. Spiess, D. Katherine, and John Affleck-Graves, 1995, Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings, *Journal of Financial Economics* 38, 243-267.
22. 23. Welch, Ivo, 1989, Seasoned offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Finance* 44, 421-449.
- 23.