

第一章 緒論

第一節 研究動機

以公司經營的角度來看，隨著公司經營成效與經營規模日漸擴大，公司在成長與擴張的過程中，所需投入的資金已非少數個人或家族所能因應。在企業永續經營的概念下，勢必將獲取資金管道延伸至社會大眾，公司利用上市櫃方式從資本市場中，籌集到營運所需之資金是必要的。

初次上市櫃（initial public offerings，簡稱 IPO）公司多存在折價現象，亦即新股以折價發行¹，許多國內外學者對於新上市櫃的相關研究都將焦點放在折價發行的現象上，即承銷價低於公司真實價值（intrinsic value）。而這些文獻都在致力於找出折價發生之原因，亦發展出多套解釋理論，其可大致歸納出幾項：資訊的不對稱（Baron,1982、Ritter,1984、Rock,1986）、傳遞訊息理論（Leland and Pyle,1977、Allen and Faulhaber,1989）、投資人過度反應（Ritter,1991）等理論。在這些理論中，不外乎解釋折價幅度產生的可能性，卻少有文章直接探討承銷價在訂定的過程中，是否有干擾因素影響最後

¹ 陳軒基、葉秀娟與陳右超（2003）則指出以我國 1995 至 2000 年之平均折價幅度為 29.23%。陳安琳、李文智與林宗源（1999）文中 1991 至 1997 年之平均折價幅度為 31.09%。又本文樣本中，若採取與這些學者相似的計算方法衡量折價，平均值為 30.87%。

議定的結果，尤其在我國採用公司訂參考價格，再由發行公司與承銷商共同議價，最後訂出實際承銷價。

由於公司在初次上市櫃過程中，必須將股權公眾化，不管以新股或老股移轉給新的所有人，都會使公司原有股權結構改變，造成外部股權的增加，此將產生經營權與所有權分離的現象，如此將影響公司的監督機制，使公司代理成本增加，進而影響公司之價值。

在公司從完全私有到公開的階段，勢必遇到公司價值難以評價的問題，尤其在 IPO 前無任何公開資訊可讓投資人參考，投資人唯可利用 IPO 前公開說明書所揭露之資訊來做投資決策，以決定公司良莠與價值的多寡。Tinic (1988) 認為投資人在 IPO 時所能掌握的資訊相當少，而投資人蒐集資訊之效益相較於其他所得利益是微乎其微，所以投資人只能利用承銷商所提供的資訊來判斷公司價值。因此，公開說明書所揭露的資訊對投資人之投資決策是具有舉足輕重影響的，對於編製公開說明書的發行公司與輔導承銷商而言，皆希望藉由公開說明書來傳達公司價值給投資大眾，並以某些方式來透露公司特性給外部人士，以利 IPO 過程順利完成。Leland and Pyle (1977) 提出，在發行公司與投資者間存在資訊不對稱的前提下，發行公司為了有效將公司真實價值傳遞給投資人，內部人士會提高

持股以彰顯公司未來願景。Carter and Manaster (1990)、Menon and Williams (1991) 皆認為公司可透過承銷商與簽證會計師的聲譽來傳達公司價值。

對於初次公開公司而言，訂定適當的承銷價可能是重要的成功關鍵因素。對發行公司與承銷商而言，承銷價訂定與投資者對公司之評價要取得一致是相當困難的，因公司在 IPO 前並沒有一明確的公平市價可供參考。就投資者而言，IPO 前唯一可獲得的公開資訊是由發行公司所編製的公開說明書，相對於具有較多資訊的發行公司和輔導承銷商，在承銷價的決定上也很難有明確的界定。如果承銷價訂太高，導致投資人無法藉由投資而獲得應有之報酬，或投資者認為公司價值被評價的太高而拒絕參與證券配售，都將產生 IPO 過程的不順利，甚至使公司股票在市場上以大幅度的下挫開場，如此除了發行公司無法募集到所需的資金，採包銷方式配售的承銷商則需降價以求而慘遭損失。相反地，若承銷價訂的太低，發行新股公司將無法募到公司未來發展所需的資金，如此將降低 IPO 的預期效果，而以移轉老股方式 IPO 之原始股東蒙受財產上的損失。因此，承銷價訂定對 IPO 過程中的所有參與者影響深鉅。

以美國為例，承銷價無一共同遵循之參考價格，通常每家承銷

商都會花數個星期來建立一套適合該公司發行的評價模型，最後由研究人員擬出參考價格，此參考價格通常是價格區間，當價格區間決定並製成公開說明書初稿後，主辦承銷商與承銷團隊會進行市場對該公司評價與需求的調查，並探詢投資者最後可能投資意願，當主辦承銷商清楚知道市場需求及可接受之情形後，會再與發行公司協議訂最終的承銷價。

我國制度中，係由承銷商與發行公司依據市場供需情形與公司經營狀況共同議定承銷價，並經由財務專家及證券專家表示意見²。理論上，證券的實際價值應以發行公司最為瞭解，亦即發行公司可正確的訂出承銷價格，但為了避免一些人為及非人為因素影響股票價格之訂定，因此加入承銷商共同議定機制，俾使承銷價的訂定更為合理。我國現行上市上櫃股票承銷價格訂定，係採取證期會民國八十一年二月十二日台財經（一）第〇〇二四〇號函所訂之「股票承銷價格訂定使用財務注意事項」之計算公式作為定價的參考。實務上，此公式計算出的參考值，會再參酌市場同步行情、公司獲利能力、經營績效、發展前景與股利水準等因素後，再由發行公司與承銷商共同議定最後實際承銷價格。

² 此財務專家及證券專家係指簽證會計師與主辦承銷商。

初次上市上櫃公司因其公開資訊較少，近年有越來越多關於 IPO 相關文獻將焦點放在公開說明書所公開之資訊上，包含公開說明書上所揭露的財務資訊與非財務資訊。Bartov *et al.* (2002) 利用公開說明書上的財務與非財務變數來探討對美國網路公司價格區間、實際承銷價與首日交易收盤價的影響。Wilbon (2003) 探討高科技公司之公開說明書內容對日後長短期股價報酬的影響。國內學者薛富井、劉正田和林文祥 (2003) 針對公開說明書上 23 項財務比率進行研究，發現市場會針對不同產業而有不同重視的財務比率。當投資人在做投資決策時，除藉由公開說明書考慮上述重要資訊外，最關心的應該是該公司的實際承銷價，以決定該公司之價值是否與投資人之評估有所差距，當制定的承銷價小於投資人之評價，就可能產生 IPO 初期折價的情形；反之，則會產生溢價的現象³。

根據 Jensen and Meckling (1976) 的代理理論，當管理者所擁有的股權愈高，其浪費公司財富所進行特權行為，本身所要支付的成本愈高，故當管理者擁有股權愈高時，其特權消費行為的誘因會降低，並增加公司價值。Downes and Heinkel (1982) 發現，內部人士持股與公司價值存有正向關係。另外，Leland and Pyle (1977) 訊息傳遞理論認為，公司經營者持有股權被視為傳遞公司價值的訊號

³ 在國外溢折價之判斷係以 IPO 首日之收盤價與承銷價來衡量，但我國證券市場有漲跌停板的限制，故不以 IPO 首日之收盤價來衡量，而以打開漲跌停板日之收盤價與承銷價衡量之。

因子，因其對公司未來現金流量有較佳的預期，相對的公司價值也越高。若公司的股權結構會影響公司價值，是否也會影響新上市櫃公司承銷價的訂定與市場投資人之初期評價。

承銷價的議定過程中，由於涉及許多對未來經營情況的推估，市場上至今尚無令人完全滿意的制定模式，若發行公司或承銷商在此價格決定過程中佔有主導地位，此承銷價是否會因公司股權結構的不同和承銷商聲譽高低而有差別，而市場上投資人對初次上市櫃公司的初期評價是否也會有所影響。

第二節 研究目的

企業在上市櫃過程中需一段長時間的輔導期，在此期間內公司需投入大量的經費與勞力是無庸置疑的。因此，公司是否能順利經過審核並完成整個 IPO 過程，對發行公司與承銷商是非常重要的，否則當初的努力都將付之一炬。

當承銷商決定承辦此項承銷業務，並在取得發行公司同意後，雙方會簽訂承銷契約，承銷商就發行公司之產業、財務、營運、內部控制、增資計劃等資金用途與預計收益相關事宜進行分析後，向證期會提出書面報告，承銷商的書面報告將是證期會對承銷案件的審核要點，同時承銷商應對評估結果負責。待上市案件核准後，由發行公司與承銷商共同議定實際承銷價格，而承銷價的決定在 IPO 過程中扮演相當重要的角色，價格訂太高對投資人與承銷商不利，價格訂太低則低估公司之價值。在議價過程中，若發行公司較具強勢，承銷價往往較無法如承銷商所願，而此強勢往往與內部人士所有權高低具有正向關係⁴。再者，根據代理理論與訊息傳遞理論可知，當內部人士持股越高時，意味公司價值也愈高，而發行公司與承銷商在議定承銷價時，預期會有正向關係。本文欲探討，若以代

⁴ 本文所採用的內部人士定義係指董監事、總經理與持股 10% 以上的股東。

理理論的角度來看，公司股權結構的不同是否會對此承銷價之制定具有影響⁵，而市場上投資人的評價是否也會因內部人士持股的多寡而有差別。

本文的研究目的可彙總成下述幾點：

- 1.由於承銷價格對 IPO 過程佔有舉足輕重的角色，本文將探討內部人士與具利害關係股東持股對 IPO 承銷價制定之影響。
- 2.依據訊息傳遞理論，探討內部人士與具利害關係股東持股是否具有傳遞公司價值之功能，而對 IPO 初期投資人評價產生影響。
- 3.在承銷價訂定過程中，承銷商扮演著共同議定的角色，故本文欲探討承銷商聲譽對承銷價制定是否具有影響。
- 4.若發行公司會藉由高品質會計師來傳達公司價值，本文欲探討在新上市櫃過程中，會計師聲譽對承銷價制定與市場投資初期評價是否具有影響。

茲將上述研究目的彙整成圖 1-1：

⁵ 本文使用的公司股權結構部份變數參考學者李春安（1999）之文章，作者認為在實務的世界裡，公司經營績效的改變，可能只是所有權結構中的某一項或幾項重要利害關係人之管制力量所造成，而此管制力量計有董監事持股、管理者持股、大股東持股、家族持股與法人持股。

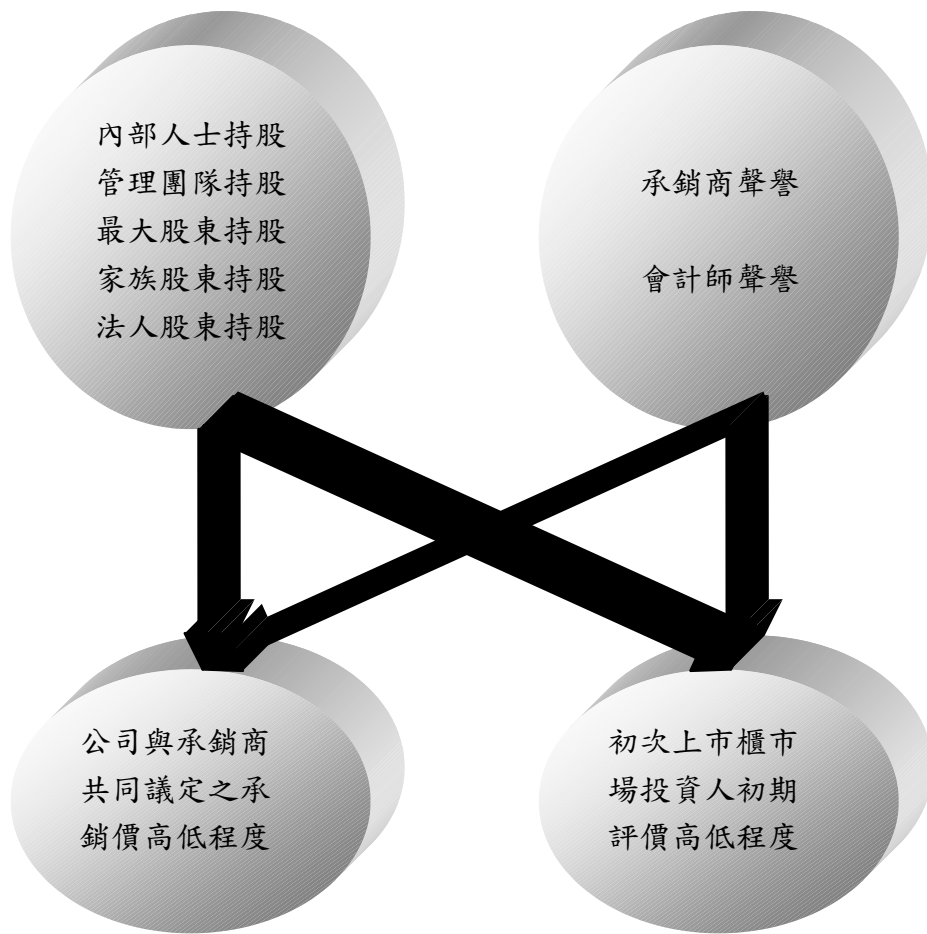


圖 1-1：研究主題

第三節 研究架構

本文研究架構共可分五大部分，其內容概述如下：

第一章 緒論

本章首先說明本研究的動機與背景；其次，研究的目的；最後，說明本文的研究架構。

第二章 文獻回顧

回顧與本研究範圍內之國內外相關文獻。其分為三部份：我國承銷制度與承銷價格訂定之介紹、IPO 承銷價低估之相關文獻和股權結構與公司價值之相關文獻探討。

第三章 研究方法

此章說明在本文所發展的研究假說、建立的實證模型、研究期間與樣本選取方式，以及本文所採用的統計分析方法。

第四章 實證結果與分析

說明與解釋本研究的實證結果。

第五章 結論與建議

彙總本研究重要結論與實證結果，並提出本文的研究限制與建議。

茲將本論文之研究架構彙整於圖 1-2。

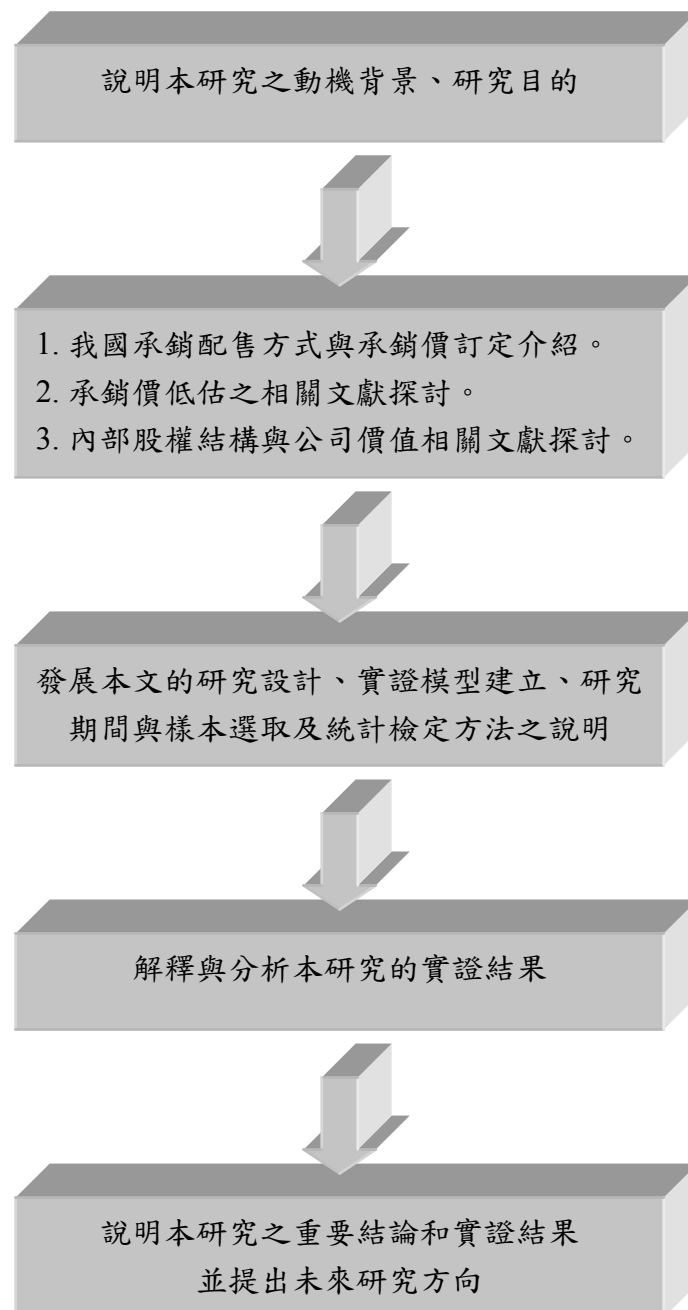


圖 1-2：本文架構

第二章 文獻探討

本章針對文中探討的公司所有權結構對承銷價制定與市場初期評價之影響進行相關文獻探討，第一節先針對我國承銷制度與承銷價訂定作詳細之介紹，第二節則為承銷價低估之相關文獻探討，第三節為公司股權結構與公司價值之相關文獻探討，最後第四節將相關文獻彙整製表。

第一節 承銷制度與承銷價格訂定之介紹

一、承銷制度之介紹

財政部證管會於民國七十三年九月發佈「證券承銷商設置管理辦法」建立我國證券的承銷制度，在民國八十年全國證券會議中，有鑑於我國證券承銷制度的若干缺失，針對承銷價格的決定、承銷制度、配售方式、承銷商的功能、承銷商的風險與報酬、價格安定操作制度與股票發行至掛牌期間等重要議題加以探討，於民國八十一年至八十四年間各單位歷經多年的討論後，將競價拍賣制度或詢價圈購制度納入「台北市證券商同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」草案中，並於民國八十四年三月實施新制，將競價拍賣與詢價圈購納入我國的承銷制度中，我國證券的承銷方式可分為下列幾項：

（一）公開申購

公開申購為最傳統的承銷配售方式，若是認購數量超過發行數量時，承銷商必須以抽籤方式決定銷售方式，公開申購可分為包銷與代銷兩種方式。

1.包銷

當證券發行採包銷方式時，證券發行成敗的風險，則由承銷商承擔，而依銷售與認購時點的不同，而又可分確定包銷與餘額包銷。

（1）確定包銷

發行公司先將發行證券先行售於承銷商，再由承銷商售於社會大眾，發行公司在證券公開出售前已能獲得資金。證交法第 71 條第二款明定，證券承銷商包銷有價證券，得先行認購後再行銷售，或於承銷契約中訂明保留部分自行認購。

（2）餘額包銷

就發行公司而言，承銷資金須待承銷期間屆滿後才能獲得資金。證交法第 71 條第一款明定，證券承銷商包銷有價證券，於承銷契約所訂定之承銷期間屆滿後，對於約定之有價證券，未能全數銷

售者，其剩餘數額之有價證券，應自行認購。

2. 代銷⁶

承銷商代銷有價證券時，承銷商僅承擔證券分銷的任務，並不保證承銷成敗的風險，而由發行公司承擔募集成敗風險。此種方式下，發行公司無法在公開承銷時獲得所需的資金，須待承銷商承銷期間屆滿後，將所募集到的資金扣除承銷手續費後始獲得資金。證交法第 72 條明定，證券承銷商代銷有價證券，於承銷契約所訂定之承銷期間屆滿後，對於約定代銷之有價證券，未能全部銷售者，其餘額有價證券，得退還發行人。

(二) 競價拍賣⁷

所謂競價拍賣之承銷方式，是由承銷商與發行公司議定競價拍賣的數量、最低承銷價及最低每標單位後，向證券商同業公會申報並辦理公告，並開始接受投資人之投標，競價時以投標價格最高者優先得標。此承銷方式適用於初次上市上櫃之股票，以提撥老股方

⁶ 本文樣本中，配售方式皆採包銷方式，並無採代銷的公司。

⁷ 樣本中，承銷方式採競價拍賣的公司只有 29 家。此 29 筆樣本依年代分析，可發現，最近這幾年採競價拍賣方式之上市櫃公司有逐年減少的趨勢。下表為各年度採競價拍賣制度家數。

年代	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年
家數	13	11	3	2	0

式辦理公開銷售之案件時⁸，承銷團應提出公開銷售數額 50%辦理競價拍賣，其餘則由承銷團內各證券商辦理公開申購配售。

（三）詢價圈購

詢價圈購承銷方式是由主辦承銷商組織承銷團，並舉辦說明會辦理詢價圈購，以決定提交詢價圈購數量、與發行者議定可能承銷價格範圍以及包銷報酬等事項，最後通知參與詢價圈購投資人可認購的股數與價格，經投資人承諾認購之後，則於期限內繳交股款以完成交易。若公司股票在初次上市上櫃前，以現金增資的方式辦理公開銷售之案件可以使用此方式，但僅能提供公開銷售總數之 50%辦理詢價圈購，其餘 50% 則仍要以公開申購方式配售。若公司屬於初次上市上櫃後之公開承銷現金案件、募集公司債、募集台灣存託憑證及公開招募案件時，則可全數圈購或部分詢價圈購和部分公開申購配售方式辦理。

二、承銷價格訂定之介紹

根據「台北市證券商同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」，目前採行的三種承銷方式皆有其承銷價決定的方式。

⁸ 以老股方式辦理公開銷售，係指初次上市櫃時，不以發行新股方式新上市櫃，而由上市櫃前原始股東提出其部分股權承銷。

(一) 公開申購承銷價的決定

1. 初次上市櫃之承銷價

係採取證期會民國八十一年二月十二日台財經(一)第○○二四〇號函所訂之「股票承銷價格訂定使用財務注意事項」之慣用方式作為定價的參考，實務上，此公式計算出的參考值，會再參酌市場同步行情、公司獲利能力、經營績效、發展前景與股利水準等因素後，由發行公司與承銷商共同議定實際承銷價格。其慣用公式之計算方式： $\text{承銷價格} = A \times 40\% + B \times 20\% + C \times 20\% + D \times 20\%$ (A：最近三年度平均每股稅後純益 \times 類似公司股票最近三年度平均本益比，B：最近三年度平均每股股利 \div 類似公司股票最近三年平均股利率，C：最近經會計師簽證財務資料之每股淨值，D：當年度預估每股股利 \div 金融機關一年期定期存款利率)，我國承銷價格決定過程如

圖 2-1。

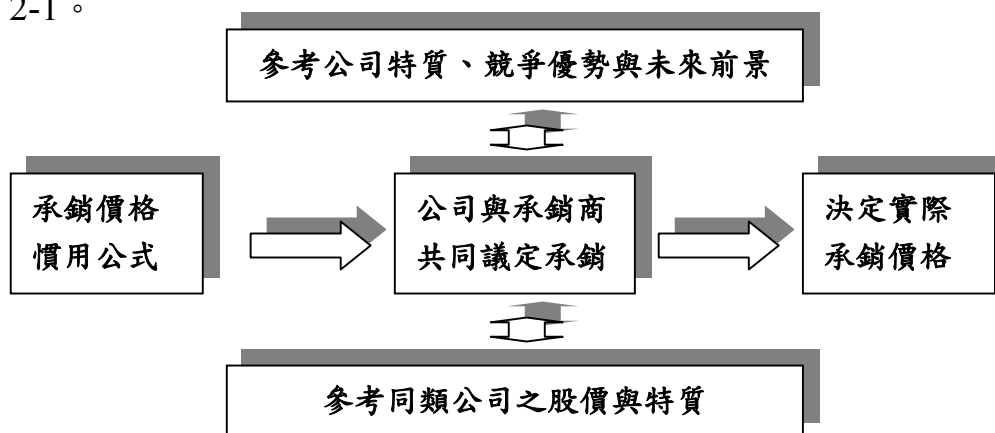


圖 2-1：我國新上市櫃公司承銷價格決定過程

2. 現金增資之承銷價

現金增資之承銷價訂定以不低於送件前十、二十、三十個營業日擇一計算之平均收盤價扣除無償配股除權後平均股價之七成以上，實際價格乃由發行公司與承銷商在規定範圍內共同議定之。

3. 配合競價拍賣與詢價圈購同時執行之承銷價決定

以競價拍賣及詢價圈購所決定之承銷價來作為公開申購部分之承銷價。

(二) 競價拍賣承銷價的決定

1. 競價拍賣部分之承銷價

依證期會公佈「股票承銷價格訂定使用財務注意事項」之慣用方式及現行其他合理方式訂出參考價後，發行公司與承銷商共同議定價格為競價拍賣每股底價。在投標時間截止後由券商公會於開標日辦理開標，投標人競價時以投標價格高者優先得標，同一價格者以電子計算機隨機擇定得標者，直到滿足該次提交競價拍賣之數量為止。

2. 公開申購部分之承銷價：

(1) 若得標價格未全數超過最低承銷價之一定倍數⁹，則以所定最低承銷價格一定倍數內，各得標單價格及數量加權平均所得價格為之。

(2) 若得標價格全數超過最低承銷價格之一定倍數時，則以所定最低承銷價之一定倍數為承銷價格。

3. 參與競價之投標單如其得標數量未達該次競價拍賣數量：

此情況則以發行者所定之最低承銷價作為競價拍賣剩餘部分之承銷價格，該競價拍賣剩餘部分如為代銷案件，則退還發行人或分配與各證券承銷商辦理公開申購配售；如為包銷案件，則分配與各證券承銷商自行認購或分配與各證券承銷商辦理公開申購配售。

(三) 詢價圈購承銷價的決定

主辦承銷商彙總圈購情形後，與發行公司或有價證券持有人議定承銷價格。而承銷價之訂價不得低於送件前十、二十、三十個營業日，擇一計算平均收盤價扣除無償配股除權後平均股價九成以上，由發行公司與承銷商共同議定。

⁹ 一定倍數係由承銷商與發行公司議定，惟最高不得超過 1.3 倍。在民國 88 年 11 月 30 日前，中華民國證券同業公會證券商或再行銷售有價證券處理辦法之規定為 1.5 倍，在民國 88 年 11 月 30 日後修正為 1.3 倍。

第二節 承銷價低估之相關文獻探討

世界各地的新股普遍都存在折價的問題，也造成許多學者對此現象感到興趣，新股折價之研究起源於 Ibbotson (1975) 以 1960 年至 1969 年間 IPO 樣本為研究對象，實證結果顯示確實存有新股折價的現象。之後，許多學者深入探討 IPO 折價發生原因與發展出許多解釋理論，其略可歸納出五大類：資訊的不對稱理論、傳遞訊息理論、投資人過度反應理論、承銷商聲譽理論與其他理論等。

一、國外相關研究

(一) 資訊不對稱理論

新股上市之資訊不對稱包含投資人與發行公司或承銷商間的資訊不對稱，及投資人間的資訊不對稱。在此理論中，學者普遍認為當投資人與發行公司或承銷商間之資訊不對稱程度越大時，發行公司會以較大的折價幅度發行，以誘使投資人承購，如此將造成超額認購以確保發行成功。而投資人間資訊不對稱程度越大，發行公司越會以折價發行，來彌補資訊不足之投資人遭受逆選擇的問題。其相關研究文獻如下所列示。

Baron (1982)

此學者利用代理關係來解釋新股市場中，發行公司與承銷商間之資訊不對稱所產生的代理問題，而承銷價格之低估乃是為回饋給承銷商在上市承銷中所做的努力。作者認為承銷商聲譽可保證 IPO 的品質，如此，承銷商具備創造投資者對 IPO 需求的能力，承銷商配銷功能對發行公司是有價值的。而承銷商具有許多對資本市場較瞭解的專業人士，其對金融市場的了解程度一定高於發行公司，在此情況下，承銷商除扮演配銷角色外，同時也利用其特有的資訊對發行公司提出建議，發行公司會委託承銷商制定價格，因此價格低估即是發行公司使用承銷商特有之資訊所付出之代價。

Ritter (1984)

作者認為若發行公司和投資人間的資訊不對稱程度越高，發行公司為了彌補投資人所面臨的逆選擇問題，必須給投資人較高的 IPO 折價，以誘使投資人來購買。由此可知，若發行公司和投資人間之不對稱資訊越高，則 IPO 折價幅度越大；若發行公司和投資人間之資訊不對稱越低，則 IPO 折價幅度越小。Ritter 也認為只要投資人肯花時間與成本來蒐集資訊，即可知新上市股票的真實價格，因此，發行公司以較低的承銷價來彌補投資人蒐集資料的成本。

Rock (1986)

Rock 依據市場投資者的特性，將投資者劃分為知情投資者和不知情投資者兩大群。所謂知情投資者乃指擁有特別資訊投資者，他們瞭解 IPO 的真實價值，故當值得投資的公司上市時，知情投資者會熱烈申購，造成對不知情投資者申購機會的減少，因此不知情的投資者申購到的股票往往是不值得投資的公司。為了彌補不知情投資者承擔風險所造成的損失，發行公司願意降低承銷價格，以吸引不知情投資者願意參與投資。

Benveviste and Spindt (1989)

在他們發展的折價模型中，承銷商為了誘使潛在投資人誠實表現出其真實之意願，在發行前會故意低估公司價值，當承銷商在承銷說明會時，若發現投資人比預期的對發行公司有高投資意願，會提高公司承銷價，但不會完全提高發行價格至真實價值，因為投資人會在以後的 IPO 過程中不敢表現出他們的投資意願，藉由此過程中可減少承銷商與投資人間的資訊不對稱。由此模型看來 IPO 折價程度與投資人對此發行公司的興趣具有相關性。

James and Wier (1990)

學者欲探討舉債與承銷價低估程度關係，其認為發行公司會因舉債而降低事前風險不確定性，使承銷價被低估的程度減少。因公司透過向外舉債，可藉債權人傳遞公司信譽之訊息，並透過債權人之監督，而降低內部股東、外部投資人與公司管理者間之代理成本。

Menon and Williams (1991)

他們提出公司在上市時資訊不對稱的問題，此將增加對信譽卓著會計師的需求，因而雇用聲譽較佳之會計師，以傳達監督成本的優勢。另外，投資銀行也會利用信譽良好的會計師來衡量公司之價值，以決定其是否承辦案件。作者實證研究結果，發現新上市公司更換會計師比例較小，但有更換會計師的公司皆是偏好信譽佳之會計師。

Chemmanur (1993)

Chemmanur 認為內部人士擁有關於公司未來發展的非公開資訊，外部投資人必需花費成本進行蒐集資訊的工作，作者認為高價值公司為鼓勵外部投資人花費資訊蒐集之成本，因此以折價發行來補償外部投資人所花費的資訊蒐集成本，這些資訊將反應在次級市

場中的股價，故高價值公司能有較高的次級市場股價，IPO 初期異常報酬也比低價值公司較高。

Chemmanur and Fulghieri (1994)

作者根據 Rock 的資訊不對稱理論，認為小公司與新公司相較於大公司與成立較久之公司負擔較高的上市成本，因規模較小與年資較短的公司，由於能提供的資訊較少且較不確定，因此原股東必須對於新投資人在承銷價上做出讓步，如此使得規模較小與成立較短的公司發行成本增加。

Chowdhry and Sherman (1996)

Chowdhry and Sherman 兩位學者認為 IPO 折價是必然的現象，因為 IPO 發行價格在投資人申購結束的前幾天即已決定，相關價格資訊已就洩漏且在申購結束前就成公開資訊。當所有投資人在事前認為發行價格太低時，即會有超額申購的情況產生；但若投資人發現發行價格過高，則 IPO 會失敗。IPO 失敗代價很高，所以承銷商為了避免與投資人間的資訊不確定，承銷商會傾向以折價發行以避免 IPO 失敗的情況。

Bartov, Mohanram and Seethamraju (2002)

本篇在探討網路公司在不同 IPO 階段之評價。作者測試網路公司價值和一系列財務與非財務變數間的關係，並進一步探討網路公司與非網路公司在不同 IPO 階段，預期承銷價、最終承銷價與首日交易收盤價和財務與非財務變數間的關係。作者發現網路公司與非網路公司在各不同階段之評價是有明顯差異的，投資人遵循傳統評價方式，以正向盈餘與正向現金流量來評價非網路公司，但網路公司則非依循傳統的評價方式，尤其盈餘已非評價基礎，取而代之的是以負向現金流量來評價，作者認為投資人會以未來經濟效益角度來評價網路公司。

Bradley and Jordan (2002)

作者測試何種的公開資訊可反應出 IPO 公司的價值，作者利用保留股數比率 (share overhang)、申請區間的調整幅度、是否具創投背景等變數來測試對首日折價之關係。作者的實證結果發現，當使用上市日前可取得的資料對 IPO 折價進行預測，大部分的折價波動是可被預測的。文中的模型對折價幅度有 35% 的解釋能力，其代表 IPO 公司的承銷價並未被發行公司充分調整至已公開之資訊，或許是 IPO 公司與投資者間存在著高度資訊不對稱，導致許多解釋 IPO

折價的重要模型，都無法以可獲得之公開資訊準確預測。

（二）傳遞訊息理論

在此假說下，認為發行公司之內部資訊能反映出公司營運的前景與股價高低，而發行公司利用強而有利的發行策略，來使投資人清楚知道公司真正的價值，以誘使投資人承購公司股票。相關研究文獻如下所列示。

Leland and Pyle (1977)

作者利用評價模型，假設企業主較投資人瞭解公司投資計劃之預期，在資訊不對稱情況下，若企業經營者是在風險規避下，對公司未來發展前景將較具有價值，而經營者將願意保留較高的持股，否則他們所持有的股權將會帶來相當大的損失。故當公司未來現金流量期望值愈大時，管理階層越有誘因擁有更多的持股比例，如此將傳遞內部訊息給投資者，以便與未來績效表現不佳的公司有所區隔。由此可推論，企業經營者持有股權的比例大小為公司價值的可靠資訊，即經營者的持股比例越大代表公司價值愈高。

Allen and Faulhaber (1989)

他們提出訊息假說，認為發行公司對未來發展前景比外界投資

人擁有較多的資訊，體質較好的公司普遍認為初次發行公司低估承銷價格是有利的，因新股發行所產生的折價可透過後續現金增資獲得補償，但低品質公司無法藉由後續現金增資而獲得補償，因此體質佳的發行公司會想利用 IPO 折價來宣示其公司價值，與體質不佳公司區分，即折價越大意味公司價值越高，未來發行公司可利用較高的價值來進行現金增資，以收回 IPO 折價的損失，故承銷價低估可作為傳遞公司價值的訊號。

Welch (1989)

Welch 提出的訊息模型中假設品質較差公司會模仿品質較好公司之行為，品質差之公司會讓投資者誤認其為品質好的公司，當品質好的公司以折價來傳達自己價值時，品質差的公司也會模仿，但品質差的公司公開上市後，投資人將會獲得其品質差的資訊，因此低品質公司為了偽裝成高品質公司，不但付出大額的模仿成本，同時當市場發現有欺瞞行為，法律上的處罰甚重，如此低品質公司所花費的成本過高，因此品質較差的公司不會輕易以折價發行。

Meggison and Weiss (1991)

學者認為發行公司會利用是否具有創投資本家之投資當作公司品質的保證，作者以有創投與無創投參與的公司為樣本，採用相同

產業、公司規模相似條件作為篩選配對方式，以檢驗創投事業的認證功能。研究結果支持創投認證的功能，即創投參與的公司比無創投參與的公司之承銷價價格相對較高，顯示其所需支付之承銷貼水較少。同時，創投參與的公司較能吸引信譽佳的承銷商來進行承銷工作，且可縮短公司上市的時間與成本，由於創投的存在，可消除上市公司和財務專家與投資人間資訊不對稱之現象。

Lin and Smith (1998)

他們發展創投在公開發行過程中扮演認證角色的假說。創投公司會因為所投資的公司上市，而重回公開發行市場，因此創投必須保護其聲譽，這會影響創投所投資的其他公司在往後進行初次公開發行的時機和價位。由於創投參與的關係，被投資公司可在其發展的早期階段即完成上市的任務，因此，初次公開上市時機之決策有賴於創投公司的聲譽、承銷商的聲譽及折價幅度。尤其，高品質的創投公司配合高品質的承銷商，愈有可能以較低的承銷價出售，也愈不可能溢價發行。

Aggarwal, Krigman and Womack (2002)

學者針對內部人士策略性的低估 IPO 公司之價值，以利其極大個人財富之行為發展出一套模型。作者認為公司經理人刻意低估公

司價值，以產生首日折價的資訊動能，使公司股票受到分析師與投資大眾的注意，如此帶動需求曲線外移，當需求增加供給不變的情形下，上漲的股價利公司經理人在閉鎖期後高價出售手中股數。實證結果支持作者模型之設計，經理人持股與首日折價呈顯著的正相關，折價與媒體報導呈顯著的正相關，而媒體的報導與股票報酬和經理人在閉鎖期後出售股數呈正相關。

（三）投資人過度反應理論

傳統的經濟或財務理論常常都是基於投資人是理性的角度下，在此假設下討論相關理論，如此的假設係指投資人會利用其所獲得的資訊作最佳的決策。但現實世界並非如此，投資人往往有一套他們自己可解讀資訊的思考邏輯，投資人主觀的分析決策往往極易產生偏誤。投資人過度反應理論即認為個別投資人在他們傳遞資訊的過程中，極易產生系統性的錯誤。其相關研究文獻如下所列示。

Ritter (1991)

Ritter 有鑒於許多研究都只針對 IPO 短期報酬做研究，作者以 1975 年至 1984 年之間 1526 家發行公司三年之報酬來做實證。實證結果顯示，公司的長期股價報酬表現顯著的不如控制公司規模及產業所選出的對照組公司。公司會選擇在 P/E 及市值對淨值比率較高

且市場需求強烈時，而且會傾向增加發行規模，因此反應出投資人對於年輕成長型公司之成長潛力有過於樂觀的現象，而首日報酬的現象是由於投資人過度樂觀所產生。

Loughran and Ritter (1995)

作者以初次發行股票及辦理現金增資的公司為樣本，發現首次發行或現金增資後的五年中，投資在新上市公司之平均報酬率只有 5%，而投資在現金增資之公司平均報酬率亦只有 7%，即投資人對於投資類似規模的其他已上市公司或未辦理現金增資的公司必須多投資 4% 的資金在新上市或現金增資公司，方能在五年內獲得相同的報酬。學者對此現象的解釋，認為公司利用發行的機會窗飾盈餘，造成公司價值被錯誤評估，以及投資人過度預期所導致。

Odean (1998)

學者認為投資人過度反應會影響市場上理性交易者的資訊，也就是對雜訊較少的資訊反應不足，而交易者對新資訊不重視時，會有正的報酬序列相關，即當投資人過度重視時，會導致負的報酬序列相關。通常投資人對於抽象、統計及高度相關資訊會有反應不足的情況，對具體、小道消息及較不相關的資訊會有過度反應之情形，因此市場在 IPO 環境下，投資人會有過度反應的情形，而導致 IPO

會有期初超額報酬之現象，而長期報酬為負的情況發生。

Teoh, Welch and Wong (1998)

Teoh, Welch and Wong 探討新上市公司上市後長期股票報酬率不佳與盈餘操縱之關聯性研究。作者基於 Ritter (1991) 認為新上市公司上市後長期股票報酬率不佳的可能原因，乃因投資人過度樂觀所致，實證結果發現新上市公司之管理階層可能藉調整裁決性應計項目，而不正常的提高盈餘，此時若投資人未注意到會計盈餘之組成項目，便會有錯誤衡量公司未來營運情況，而付出過高認購價格。

(四) 承銷商聲譽理論

承銷商在公司 IPO 過程中扮演非常重要的角色，而承銷商聲譽包含著承銷的經驗與成功的重要關鍵。其相關研究文獻如下所列示。

Beatty and Ritter (1986)

他們曾提出承銷商聲譽理論，認為承銷價低估與投資人對於 IPO 價值的不確定性間存在著均衡關係。承銷價低估程度愈小，則新上市股票的初期報酬會較少，此時投資人購買意願將降低，相反地，如果承銷價格低估的程度太大，雖投資人購買意願大增，但發行公司從證券市場上募集到的資金將變少，造成後續現金增資時，

更換承銷商的機會大增。因此，承銷商為了避免喪失發行公司與投資人的信任，承銷商會盡力將承銷價訂定在雙方都能接受的程度下，而最終結果則是呈現承銷價低估的均衡狀態。

Carter and Manaster (1990)

學者利用模型發展出理論觀點，認為品質好的公司為了讓投資人知道本身的低風險特性，發行公司會利用承銷商的聲譽來顯露公司風險程度。信譽佳之承銷商會承辦風險低的公司，對投資者而言，其較沒有興趣去取得低風險公司的額外資訊，因此知情投資者參與程度降低，故信譽佳之承銷商所承辦的 IPO 價格低估程度皆較低。而承銷商為其商譽發展與維持，在審核承接個案時，也會顧及發行公司目前與未來整體的營運與財務績效考量，因此，較具聲譽的承銷商會選擇風險較低與未來前景較佳的 IPO 公司承銷。

Nanda and Yun (1997)

作者以直接衡量方式，衡量承銷價定價偏誤對承銷商價值的影響。其根據 Beatty and Ritter (1986) 所提出的觀點，認為承銷商若不當的訂價會損害其信譽資本，若將此反映到承銷商價值上，將造成股價的下跌。而主辦承銷商的財產主要會受信譽成本與非信譽成本所影響，信譽成本係指過度折價或溢價所造成的信譽資本損失，

非信譽成本指新股跌破承銷價，承銷商必須花費成本安定操作，或投資人招受損失採取的法律行動。實證結果發現，適度低估新股的承銷商，確實會有正的財富效果，而承銷價格高估或過分低估將會降低承銷商之市場價值。

（五）其他與 IPO 相關文獻－負債法律理論與流動性理論

根據新股折價所發展出來的理論眾多，還包含負債法律理論、流動性理論等，其相關研究文獻如下所列示。

Tinic (1988)

Tinic 提出負債法律理論，認為投資人在 IPO 時所能掌握的資訊相當少，而且投資人蒐集資訊相較於其他所得利益是微乎其微，所以投資人只能利用承銷商所提供的資訊來判斷公司價值。美國證交法規定發行公司必須將重大訊息揭露以保障投資人，而承銷商必需善盡監督之責，若公開說明書有虛偽不實之揭露時，投資人可控告發行公司與承銷商。因此，發行公司與承銷商為了避免法律訴訟與聲譽受損，會以折價方式來發行，以減少法律上的責任。

Booth and Chua (1996)

學者提出流動性假說，其利用股權分散的觀點來解釋 IPO 折

價，作者認為當新上市公司發行股票時，投資人必須花成本去調查公司的真實價值，以成具有資訊之投資人，而沒有資訊之投資人為了避免 winner's curse 產生，他們不會願意去申購高價的股票。為了鼓勵投資人花成本去獲取資訊，而使擁有資訊的投資人願意申購，發行公司願意以折價發行來彌補投資人的資訊成本。當資訊投資人增加，則公司的預期價值也會隨著增加，當愈多的投資人參與申購，則樂觀投資者參加申購的比例可能愈高，如此可藉由超額認購而達到股權分散的目的，日後在流通市場交易可更活絡而流動性也可提高，投資人會把流通性提高的因素納入考量，而使得投資人要求的報酬率降低，則公司價值會提昇，此即所謂流動性理論。

二、國內相關研究

劉郁純（1992）

作者針對我國民國 73 年至 79 年間新上市股票承銷價之決定因素進行探討，依據訊息均衡理論，採用複迴歸分析測試訊息發送、會計資訊及承銷價格計算公式因子與新上市股票價格間的關係。實證結果發現承銷價計算公式因子中的股權淨值及淨利與新上市股票價值最具相關，其次是會計資訊中的總資產、營收及銷貨毛利。訊息傳遞的內部人士持股比例則呈現負相關，外部專業機構聲譽及股

利發放宣告之訊息均無顯著關係。

夏侯欣榮（1994）

夏侯欣榮以民國 76 年後新上市公司的資料進行普通股承銷價格之研究，依承銷價格決定程序，設計出發行公司為求獲取資金極大化的目標式，以及承銷商為保其固定利潤的限制式。經由實證結果發現：（1）在參與抽籤數大於發行量的情況下，發行量、促銷成本、發行公司風險與輔導成本為影響承銷價的主要因素。（2）中籤率越低，則異常報酬就愈高。（3）承銷契約型式對承銷價格高低無影響，發行量愈大則承銷價格愈低。

張凱昌（1997）

作者以遠東百貨公司的現金增資個案說明，在承銷商與發行公司共同議定承銷價時，承銷商與發行公司會以當時集中市場最近 30、60、90 個營業日的平均收盤價孰低者作為參考價，在依據市場行情來決定承銷價，並非引用證期會的計算公式。

俞海琴、洪方筑（1997）

學者探討我國新上市公司股票會計師聲譽、承銷商聲譽與交易量間之關係。作者發現國內僱用聲譽較佳的簽證會計師，對 IPO 公司

尚有部份信號發佈功能，然承銷商聲譽則未扮演重要的訊息發佈角色，這與國外的實證結果有相當的不同。而在市場行情不佳時，會計師聲譽及承銷商聲譽對傳遞公司價值訊號的功能則愈顯著。

陳安琳、李文智、林宗源（1999）

他們從代理理論、傳遞訊息理論與公司控制權的角度來探討董事會持股比例與新上市公司股票折價程度的關係，實證結果顯示董事會持股和董事長與總經理持股及法人在董監事中持股對公司價值皆有顯著的關係。就發行公司與承銷商而言，他們訂定承銷價格時，應將股權比例所能造成的影響加以審慎評估，以減少承銷價被過分低估或高估的現象出現。

金成隆、林修葳、洪郁珊（2003）

作者探討財報中較多未入帳無形資產的新上市公司，是否會因為上市初期會計性的資訊不對稱，使得折價幅度較大；同時檢測當會計資訊不對稱愈大時，內部人士持股變動是否也會增加。研究結果顯示當公司未認列無形資產愈多時，新股上市折價幅度並未較大，但若以上市後一年為折價期間，則在會計資訊不對稱愈大時，長期性折價幅度也愈大，唯僅達到邊際顯著。另外，作者也發現當會計資訊不對稱情況較嚴重的公司，新股上市時的內部人持股增加

數也較高。

陳軒基、葉秀娟、陳右超（2003）

學者利用民國69年至89年二十年間新上市櫃股票為研究樣本，檢視台灣IPO折價幅度的變化情況。實證結果發現民國84年承銷制度改革後的折價幅度雖然降低但未達顯著水準，在驗證過程中發現股市景氣和中籤率為台灣IPO折價的重要解釋變數，但競價拍賣程序對於降低折價幅度並無助益，故此競價拍賣結果是否仍應設定上限或放寬上限，可為主管機關在承銷制度改革上的重要考量。

第三節 所有權結構與公司價值之相關文獻探討

一、國外相關研究

Jensen and Meckling（1976）

作者認為當經營者未持有公司全部股票時，經營者與股東在追求最大效用的前提下，經營者不可能永遠追求股東最大利益，因此產生代理問題。當主理人與代理人在效用極大且自身最大利益的前提假設下，主理人與代理人常會因為雙方的目標不一致，導致代理人不會謀求委託人的最大利益。為了解決代理問題，代理理論建議應透過薪資契約以保障委託人，避免代理人分散委託人的利益。但

儘管契約訂定得再完善，仍會有代理成本產生，因此作者提出「利益收斂假說 (Convergence-of-interest Hypothesis)」，其認為管理者的股權持有比例越高，越有誘因執行公司價值極大計劃，當公司上市後股權越行分散，將致代理成本提高而使獲利績效下降。

Jensen and Ruback (1983)

學者提出另一「利益掠奪假說 (Entrenchment Hypothesis)」認為管理者持股比例和經營績效呈現負相關，當董事會基於本身地位、職位安全性的考量，往往會產生一些反接管行為 (anti-takeover behavior)，例如否決可使公司股價上升的股權收購案或對公司股東有利的購併案。若股權越集中於董事會手中，則此種反接管行為成功機率越大，隨著持股越大，職位越受保障，其支出偏好行為越嚴重，也因此公司績效越差。

Seyhun (1986)

Seyhun 主要針對內部人士人與市場追隨者是否可獲取異常報酬之研究。作者利用 1975 年至 1981 年間資料，以市場模型計算異常報酬率，並使用異常報酬率法分析。研究結果發現內部人士在股價異常上漲後賣出股票；異常下跌後買進股票，內部人士買進股票後股價異常上漲；賣出股票後股價異常下跌。而內部人士會因身份不

同而有不同的交易資訊效果。

Shleifer and Vishny (1986)

兩位學者發展模型來說明大股東可透過接收市場的運作有效監督公司，此解決部份 free-rider 的問題，當大股東無法自行監督管理者時，其可藉由和出賣人分享其持股之大量收益，促使第三者接收公司。因此，大股東可利用此潛在接收公司之威脅來發展有效的監督機制，在隨著大股東持股越多，越有誘因而來監督管理者，也會增加公司的市場價值。

Pound (1988)

Pound 針對公司經營績效與機構投資者之相關性提出三項假說。(1) 效率監督假說：機構投資者比一般股東具有更多的專業知識與監督技巧。(2) 利益衝突假說：機構投資者可由其他與公司有關的活動獲利，所以可能會支持與自身利益相符之管理者，此會與公司利益相衝突。(3) 策略合作假說：基於利益考量，機構投資者和公司彼此存在某種程度的合作關係，為了共同的目的，機構投資者的存在使公司價值提高。

Morck, Shleifer and Vishny (1988)

這些學者針對 1980 年 Fortune 500 所做的研究，發現公司經營績效非呈現簡單的線性關係，當董事會持股在 0% 到 5% 時，持股比率與公司績效呈現正相關；持股在 5% 到 25% 間，持股比率與公司績效兩者呈負相關；持股超過 25% 後，後呈正相關。當董事會持股比例低時，董事會為取得股東的信任，會努力提高績效；但當持股比例到達一定程度時，利益衝突會加深，而產生利益掠奪現象；而持股比例到達一定水準時，董事會和公司關係密切、利益一致，符合利益收斂假說。

Steiner (1996)

Steiner 主要探討內部董事與高階經理持股比例和公司經營績效的關係，作者以內部人士持股比例、法人持股比例與 Tobin's Q 進行迴歸分析。研究結果顯示，Tobin's Q 與內部人士持股比例呈非線性關係，內部人士持股比例低於 47.5% 時呈現顯著的正相關；內部人士持股比例高於 47.5% 時呈現正相關，法人持股比例與 Tobin's Q 呈現顯著的正相關。

Aggarwal, Krigman and Womack (2002)

作者發展出模型針對經理人在 IPO 訂價過程中，策略性的低估公司價值，利其在閉鎖期結束後出售手中股份，以極大其個人財富。作者認為經理人利用 IPO 首日折價來產生資訊動能，以吸引分析師和投資人的注意，當供給需求曲線向外移動時，允許經理人在閉鎖期後以較高的價格出售手中股票。作者利用九零年代樣本測試其發展的模型，實證結果發現當經理人的持股比例越大時，首日折價的幅度將愈大，而當折價的幅度愈大與媒體報導也愈多時，媒體報導次數與股價報酬對內部人士在閉鎖期後出售行為呈顯著的正向關係。

Bartov, Mohanram and Seethamraju (2002)

作者利用 IPO 公開規模來衡量公司價值，當公司內部人士公開股數比率越小時，代表公司有較低的代理成本與較高的價值，同時也發現公開規模比率、價格區間中間值、最後承銷價格、與首日收盤價對折價幅度皆呈顯著的負向關係。作者認為若發行公司與投資者間存在資訊不對稱情形時，當內部人士認為公司價值高時，預期將會有較高的持股，而且在公開規模不大的情況下，內部人士持股將有更集中的情形。

Ljungqvist and Wilhelm (2003)

作者深入探討 IPO 公司與承銷商間代理衝突的誘因，發現在九零年代中期，IPO 公司之內部人士持股平均為 63.9%，但在 2000 年時卻下降至 51.8%，CEO 的持股下降幅度更劇烈，由 22.7% 降至 11.6%。根據代理理論，發行公司的代理人 CEO，相對於其他股東在承銷價協商中，當 CEO 的持有股份較少時，預期代理人會有較少的監督，即 CEO 在承銷價協商中，易採取承銷商較喜的低承銷價。作者利用股權結構的改變與出售行為來驗證 CEO 在承銷價的協議中，是否會產生損害公司權益的誘因，實證結果發現當 CEO 持股越低且出售股份較少時，IPO 首日折價的幅度將越大。

Mak, Tan, Tan and Tee (2003)

他們探討公司治理之相關變數對 IPO 定價的影響，作者認為當經營者持股比例較高時，將使經營者與股東利益趨於一致，此可減少代理成本，因此承銷商與投資人對公司價值的評價，會因公司經營者持股比例多寡而有所影響，實證結果發現管理階層持股和承銷價與市場價格呈正向的關係，但家族持股比例與管理階層為家族股東對承銷價之制定與市場價值皆具有負向顯著的關係，作者認為當公司擁有者與公司管理階層皆為家族股東所掌控時，將導致公司財

務遠景不明，故產生負向的關係。另外，同時也發現當公司董事會規模越小時，對公司承銷價與市場價值具正向的關係。

二、國內相關研究

張訓華（1990）

作者實證結果發現股權集中度對企業財務績效有顯著且正面的影響，亦即當股權集中度越高，企業的財務績效可能越高。而當董事會的持股比例低於25%時，其對企業財務績效無顯著影響，且彼此間存在負向關係；當董事會持股比例在25%~40%時，其持股比例多寡與企業財務績效無顯著關係；當董事會持股超過40%時，董事會的股權佔有率越大，企業的財務績效亦較佳。董事會中內、外董事持股比例對企業績效亦產生影響，當外部董事持股比例低於25%，對企業績效似乎不見影響力。但外部董事持股比例在25%~40%時，對企業財務績效有正的顯著影響，然而一旦超過40%以上，其對企業績效反面產生不利的影響。

周行一、陳錦村與陳坤宏（1996）

這三位學者藉由探討我國股權結構與公司價值之因果關係，剖析家族企業的存在價值，並針對聯屬家族公司與獨立家族公司兩組樣本

進行公司價值高低的檢測。研究結果發現獨立家族企業的股權愈集中，公司價值愈大，法人持股大小與公司價值呈正相關。

杜祖實（1996）

本篇主要研究內部人士的身份、持股多寡及申報轉讓股數的多寡等因素是否會造成異常報酬的變動。作者採事件研究方法分析，實證結果發現內部人士申報轉讓股權會產生異常報酬，而且內部人士比投資人更能精確的預測股價，董事長、低持股及高轉讓組其影響股價較大。此外，在空頭時期，內部人士申報轉讓影響股價較大，而大額的轉讓股數事件影響該公司股價變動也較大。

李春安（1999）

作者以台灣獲利嚴重衰退而進行自願性再造的上市公司為研究對象，探討自績效衰退到績效改善後，不同階段的所有權結構之改變與績效改變的關聯性，並深入研究台灣企業的內部公司監督機制之效力。實證結果發現，董監事、大股東與其他法人股東為台灣上市公司的中重要管治力量，而當公司在績效衰退之際，董監事、大股東與其他法人的持股比例之改變，存在著正向因果關係。

李春安、吳欽杉、葉麗玉（2003）

這三位學者以台灣上市公司為研究對象，實證探討所有權結構與公司非法行為間的關係，實證結果發現管理者持股與董監事持股過低或過高的公司，發生非法行為的可能性越大，而大股東持股與家族持股比例越高的公司，發生非法行為之可能性越高，此與傳統代理理論觀點不同。另外，也發現機構投資人持股或負債比率的提高，都會有助於意志公司非法行為的發生，此結論和機構與負債監督理論相符。

第四節 小結

在 IPO 的相關研究中，許多學者將焦點放在折價議題上，深入探討承銷價低估的原因，也發展出眾多重要理論，因承銷價的訂定高低除影響投資人付出成本多寡外，還影響公司 IPO 過程的成敗，本文將國外相關文獻彙總如下表：

表 2-1：承銷價低估之國外相關文獻彙總表

研究者	研究內容	研究結果
一、資訊不對稱理論		
Baron (1982)	學者針對資本市場中，發行公司與承銷商間之資訊不對稱，所產生的代理問題，進而對新	發行公司在訂定承銷價時，須以低估的方式發行，以作為承銷商所貢獻的資訊之代價。

	股折價的影響。	
Ritter (1984)	Ritter 認為當投資者與發行公司間的資訊不對稱會產生逆選擇得問題，而對 IPO 折價產生影響。	若發行公司和投資人之間的不對稱資訊越高，則 IPO 折價幅度越大。而此折價是用來彌補投資人收集資料的成本。
Rock (1986)	作者提出投資者間的資訊不對稱對折價所產生的影響，其將投資者劃分為知情投資者與不知情投資者。	為了彌補不知情投資者承擔風險所造成的損失，發行公司願意降低承銷價格。
Beneviste and Spindt (1989)	他們發展折價模型描述，承銷商為了誘使潛在投資人誠實的表現出其真實意願，在發行前的期間會故意低估公司價值。	由學者發展的模型看來，IPO 折價程度與投資人對發行公司的興趣具有相關性。
James and Wier (1990)	學者欲探討舉債多寡與承銷價被低估程度的關係，其認為發行公司會因舉債而降低事前風險的不確定性。	發行公司藉由向外舉債透過債權人的監督，以傳遞公司信譽佳之訊息，進而減少承銷價被低估的程度。
Menon and Williams (1991)	他們提出發行公司為解決資訊不對稱的問題，會雇用聲譽較佳的會計師來傳達其監督成本的優勢。	作者的實證研究發現新上市公司更換會計師比率雖較小，但有更換會計師的公司皆是偏好信譽佳的會計師。
Chemmanur (1993)	Chemmanur 認為內部人士擁有較多關公司未來發展的非公開資訊，外部投資人必需花費成本進行蒐集，故折價是高品質公司為了鼓勵外部投資人蒐集資訊成本的補償。	高品質公司在次級市場能有較高的市場股價，因此 IPO 的初期異常報酬也比低品質的公司高。
Chemmanur and Fulghieri (1994)	作者根據 Rock 的資訊不對稱理論，認為新公開發行公司在小公司與相對較大之公司和成立較久的公司，小公司負擔較高的上市成本。	規模較小與年資較短的公司，由於能提供之資訊較少且較不確定，因此原股東必須對於新投資人在承銷價上做出讓步，故其承銷價低估程度較大。
Chowdhry and Sherman (1996)	兩位學者認為 IPO 折價是必然的現象，因發行價格在投資人申購結束之前就決定並成公開資訊，故當投資人在事前認為發行價格太低時，會有超額申購的情形；但若投資人發現價	IPO 失敗的代價很高，所以承銷商為了避免與投資人間的資訊不確定，承銷商會傾向折價發行以避免 IPO 失敗的情況。

	格過高，則會使 IPO 失敗。	
Bartov, Mohanram and Seethamraju (2002)	本篇研究在實證網路公司在不同 IPO 階段的價值評價，藉此評價過程探討投資人在作 IPO 公司價值衡量時所考慮的因素。	作者發現網路公司與非網路公司在不同階段的評價有明顯的差異。非網路公司投資人遵循傳統評價方式，而網路公司則非以傳統評價方式，而是以負的現金流量來評價，可能是投資人以未來效益的角度來衡量。
Bradley and Jordan (2002)	作者以投資人的角度測試何種的公開資訊可反應出 IPO 的價值。	本文得實證結果發現 IPO 公司的承銷價並未能被公司充分調整致已公開的資訊。可能是發行公司與投資者間存在著高度資訊不對稱，以至於許多預測 IPO 折價的重要模型都無法以可獲得的資訊準確的預測。
二、傳遞訊息理論		
Leland and Pyle (1977)	他們提出訊息傳遞理論，公司利用保留較高的持股比率來傳遞高品質訊息，如此上市成本較低。	資產報酬率高、董監事持股比率越高公司上市意願越強。
Allen and Faulhaber (1989)	作者認為發行公司會利用折價策略來使與體質不佳的公司做區隔。	低品質公司不會折價發行，因其無法藉由後續現金增資獲得補償，故承銷價低估可作為傳遞公司的訊號。
Welch (1989)	Welch 認為低品質公司會模仿高品質公司的發行行為。	低品質公司之模仿行為所付出的成本代價極高，因此品質較差的公司不會輕易折價發行。
Meggison and Weiss (1991)	學者認為發行公司會利用具有創投投資家的投資當作公司品質保證的訊號。	研究結果支持創投認證的功能，當有創投參與的公司比無創投參與的公司之承銷價價格相對較高，折價幅度越小。
Lin and Smith (1998)	他們認為創投會因所投資的公司上市，而重回公開發行市場，因此創投必須保護其聲譽，這會影響創投所投資的其	上市時機之決策有賴於創投公司與承銷商的聲譽，故高品質的創投公司配合高品質的承銷商，愈有可能以較低的承銷價

	他公司在往後進行初次公開發行的時機和價位。	出售，也愈不可能溢價發行。
Aggarwal, Krigman and Womack (2002)	作者認為公司經理人低估公司價值，以產生首日折價的資訊動能，如此帶動需求曲線外移，當需求增加供給不變的情形下，上漲的股價以利公司經理人在閉鎖期後高價出售手中股數以極大其個人財富。	實證結果支持作者模型之設計，經理人持股與首日折價呈現正相關，折價與媒體報導呈現正相關，而媒體的報導、股票報酬與經理人在閉鎖期後出售股數呈正相關。
三、投資人過度反應理論		
Ritter (1991)	作者有鑒於許多研究都只針對IPO 短期報酬做研究，因此他以行公司3年之長期報酬來做實證。	Ritter的研究確定IPO存有長期績效差的現象，而績效差的原因不外乎風險衡量錯誤、過度樂觀所致，而首日報酬的產生也導因於投資人過度樂觀。
Loughran and Ritter (1995)	他們以初次發行與現金增資的公司為樣本，發現首次發行或現金增資後的五年中，投資人對於投資類似規模的其他已上市公司或未辦理現金增資的公司必須多投資4%的資金，方能在五年內後得相同的報酬。	學者對此現象的解釋，認為公司利用發行的機會窗飾盈餘，造成公司價值被錯誤評估，以及投資人過度預期所導致。
Odean (1998)	Odean 認為市場上過度反應者會影響其他理性交易者的市場資訊，交易者對新資訊不重視時，會有正的報酬序列相關而而過度重視時，會導致負的報酬序列相關。	通常投資人對於抽象、統計及高度相關資訊會有反應不足的情況；對具體、小道消息及較不相關的資訊會有過度反應情形，因此市場在IPO的環境下投資人會有過度反應的情形。
Teoh, Welch and Wong (1998)	學者作者基於 Ritter 新上市公司長期股票績效不佳的原因乃因投資人過度樂觀之基礎，來探討新上市公司上市後長期股票報酬率不佳與盈餘操縱之關聯性。	實證結果發現新上市公司管理當局可能藉由調整裁決性應計項目，而不正常的提高盈餘，若投資人未注意到會計盈餘的組成，便會錯誤衡量公司未來營運情況，而付出過高的價格購買。
四、承銷商聲譽理論		

Beatty and Ritter (1986)	他們認為承銷價低估與投資人對於 IPO 價值的不確定之間存在著均衡關係。	承銷價格低估的程度太小，投資人願意購買意願降低，但如果承銷價格低估的程度太大，發行公司募集資金將變少，造成更換承銷商的機會大增。
Carter and Manaster (1990)	學者認為品質好的公司，為了讓投資人知道本身的低風險特性，發行公司會利用承銷商的聲譽來顯露公司的風險程度。	信譽佳的承銷商為保持信譽，故只願意承銷低風險的 IPO，承銷商即成為辨別承銷價低估程度的訊號。
Nand and Yun (1997)	他們以直接衡量的方式，衡量承銷價定價偏誤對承銷商價值的影響，其根據 Beatty and Ritter 所提出的觀點，若不當的訂價會損害承銷商信譽資本的話，那麼這將反映到承銷商股價的下跌。	實證結果發現，承銷適度低估新股的承銷商，確實會有正的財富效果，而承銷價格高估或過分低估將會降低承銷公司之市場價值。
五、負債法律理論		
Tinic (1988)	Tinic 認為投資人在 IPO 時所能掌握的資訊相當少，所以投資人只能利用承銷商所提供的資訊來判斷公司價值。	美國證交法規定發行公司必須揭露重大訊息，承銷商應善盡監督之責。因此，發行公司與承銷商為了避免法律訴訟與聲譽受損，會以折價方式發行。
六、流動性理論		
Booth and Chua (1996)	學者提出流動性假說，利用股權分散的觀點來解釋 IPO 的折價。	作者的發現，當具有資訊之投資人增加，將有愈多的投資人參與申購，則可藉由超額認購而達到股權分散的目的，使公司股票在次級市場中的流動性提高，投資人會把流通性提高的因素納入考量，而使得投資人的要求報酬率降低，則公司價值會提昇。

資料來源：本研究

本文深入探討公司股權結構是否會對承銷價制定與市場投資人之評價產生影響，公司所有權結構之國外相關文獻彙總如下表。

表 2-2：公司所有權結構之國外相關文獻彙總表

研究者	研究內容	研究結果
Jensen and Meckling (1976)	作者提出「利益收斂假說」認為當經營者未持有公司全部股票時經營者與股東在追求最大效用的前提下，經營者不可能永遠追求股東最大的利益，因此而產生代理問題。	當管理者的股權持有比例越高，越有誘因執行可使公司價值極大的計劃，上市後股權愈行分散以致代理成本提高會導致發行後獲利績效下降。
Jensen and Ruback (1983)	學者另提出「利益掠奪假說」認為管理者持股比率和經營績效為負相關，董事會基於本身地位、職位安全性的考量，往往會產生一些反接管行為。	當股權越集中於董事會手中，則此種反接管行為成功機率越大，因隨著持股越大，職位越受保障，其支出偏好行為越嚴重，也因此公司績效越差。
Seyhun (1986)	Seyhun 主要針對內部人士與市場追隨者是否皆可獲取異常報酬。作者利用市場模型計算其異常報酬率，並使用異常報酬率法分析。	研究結果發現內部人士在股價異常上漲後賣出股票；異常下跌後買進股票，內部人士買進股票後股價異常上漲；賣出股票後股價異常下跌。而內部人士會因身份不同而有不同的交易資訊效果。
Shleifer and Vishny (1986)	兩位學者發展模型來說明大股東可透過接收市場的運作有效監督公司，此解決部份 free rider 的問題，當大股東無法自行監督管理者時，其可藉由和出賣人分享其持股之大量收益，促使第三者接收公司。	大股東可利用此潛在接收公司之威脅來發展有效的監督機制，在隨著大股東持股越多，其越有誘因來監督管理者，也會增加公司的市場價值。
Pound (1988)	針對公司經營績效與機構投資者之相關性提出三項假說。	三項假說分別為 1. 效率監督假說 2. 利益衝突假說 3. 策略合作假說。
Morck, Shleifer and Vishny (1988)	學者發現公司經營績效非呈現簡單的線性關係，當董事會持股在 0% 到 5% 時，持股比率與公司績效呈現正相關；持股在 5% 到 25% 間，持股比率與公司績效兩者呈負相關；持股超過 25% 後，後呈正相關。	當董事會持股比率低時，董事會為取得股東的信任，會努力提高績效；但當持股比率到達一定程度時，利益衝突會加深，而產生利益掠奪現象；而持股比率到達一定水準時，董事會和公司關係密切、利益一

		致，符合利益收斂假說。
Steiner (1996)	主要探討內部董事和高階經理人持股比例和公司經營績效的關係，作者以內部人士持股比例、法人持股比例與 Tobin's Q 進行迴歸分析。	研究顯示，Tobin's Q 與內部人士持股比例呈現非線性關係，內部人士持股比例低於 47.5% 時呈現顯著的正相關；內部人士持股比例高於 47.5% 時呈現這相關，法人持股比例與 Tobin's Q 呈現顯著的正相關。
Aggarwal, Krigman and Womack (2002)	作者發展出一套模型，針對經理人在 IPO 訂價過程中，策略性的低估公司價值，以利在閉鎖期結束後出售其收中股份，以極大其個人財富。	實證結果發現當經理人的持股比率越大，首日折價的幅度將愈大，而當折價的幅度愈大時與媒體報導也愈多，此時媒體的報導次數和股價報酬與內部人士在閉鎖期後賣出行為呈正向的關係。
Bartov, Mohanram and Seethamraju (2002)	作者使用 IPO 公開規模來衡量公司價值，認為當發行公司與投資者存在資訊不對稱情形，內部人士認為公司價值高時，預期將會持有公司股份較高的情形，而在公開規模不大的情況下，內部人士持股將有更集中的情形。	當公司內部人士公開股數比率越小，代表公司有較低的代理成本與較高的價值，也發現公開規模和價格區間中間值、最後承銷價格、首日收盤價與折價幅度皆有顯著負向的關係存在。
Ljungqvist and Wilhelm (2003)	作者探討發行公司與承銷商間代理衝突的誘因，其利用股權結構的改變與出售行為來測試其假說，以解釋在承銷價的協議過程中是否有損害公司權益的誘因。	作者發現當內部人士持股越小與當內部人士出售較少次級股份時，IPO 首日折價的幅度將越大。
Mak, Tan, Tan and Tee (2003)	作者探討公司治理相關變數對 IPO 定價的影響，作者認為當經營者持股比例較高時，將使經營者與股東利益趨於一致，此可減少代理成本。	實證結果發現管理階層持股比例和承銷價與市場價格呈正向的關係，但家族持股比例與家族股東為管理階層對承銷價之制定與市場價值皆具有負向顯著的關係。

資料來源：本研究

第三章 研究方法與設計

本章探討本文的研究方法與研究設計，第一節說明本文依文獻所提出的測試假說，第二節說明資料來源與取樣標準，第三節描述本文發展的實證模型。

第一節 研究假說

根據 Leland and Pyle (1977) 提出的訊息傳遞模型，認為內部人士持股比例愈高者，其資訊不對稱較不嚴重，表示公司價值較高。Downes and Heinkel (1982) 嘗試做實證研究，結果顯示企業主持股比例和公司價值呈正相關。而當內部人士持股高時，代表他們對公司的掌控能力越大，當與承銷商議定承銷價格時，對承銷商的主導力量將較強，預期會有較高的定價。

Jain and Kini (1994) 指出公司在 IPO 後，當原有股東持股比例較高時，公司經營績效衰退的程度將較低。若從資訊不對稱角度來看，內部人士擁有比外部投資者較多的優越資訊，其能隨時瞭解公司的重要投資、研發計劃及專案，而其他股東只能利用市場上之資訊或財務報表，進行對公司之瞭解，故當內部人士持股越高，表示對公司未來經營狀況越有信心，將來現金流量高，公司價值也隨之提昇，故預期當內部人士持股較大時，投資人會給予較高的評價。

故本文研究假說如下：

假說 1A：內部人士持股與承銷價之制定有正向關係

假說 1B：內部人士持股與市場投資人之初期評價有正向關係

Fama and Jensen (1983) 認為董事會為公司監督的重要一環。張明峰 (1991) 研究發現董事會成員的總持股越大，其監督管理階層行為的意願也會愈高，使企業代理問題減輕，進而導致較佳的財務績效。依我國現行上市櫃股票承銷價格之訂定，係以證期會民國八十一年所訂「股票承銷價格訂定使用財務注意事項」之計算公式作為定價的參考，再由發行公司與承銷商共同議定最後實際承銷價，若依 Jensen and Meckling (1976) 的代理理論，交易中代理人股份較少時，代理人將耗用較少的努力在監督主理人財富上。因此，假設發行公司的代理人，相較於其他股東在與承銷商議價協商中，當其持股股份較多時，我們預期代理人會有較多的監督。

Zahra and Pearce (1989) 文中指出，董事會功能在於建議與指導公司策略的選擇，控制與評估管理階層的績效。董事會代表股東以提昇股東財富為依歸，其負起企業經營策略與方針制定，故預期董事會成員持股越大時，越能發揮董事會應有之功效，而使公司長期績效較佳，相對的，預期市場上投資人將給予較高的評價。因此，

提出本文下列假說：

假說 2A：當全體董事持股越多時，承銷價制定將越大

假說 2B：當全體董事持股越多時，市場投資人初期評價將越大

董監事本身就有掌握公司資訊之優勢，假如其持有公司股份達相當程度的比例，對整個公司運作一定具高度的影響力，如此董監事持股比例所傳遞出的訊息，應該也是公司經營前景好壞的重要指標，故發行公司與承銷商在議定承銷價時，會傾向制定較高的承銷價。國內以董監事持股比例來觀察經營績效的實證中，張訓華(1990)與張明峰(1991)發現有正向相關，但也有學者戴淵明(1986)發現兩者並無相關。

無論董事會是否由家族或大股東所掌控，監督勢力存在無疑對公司管理階層注入制衡的力量，在我國監察人制度中，監察人職權為監督董事會，根據 Jensen and Meckling (1976) 的代理理論，當監察人持股愈多時，愈能行使監督董事之權，提昇公司績效。林成章(2001)針對我國監察人監督績效的研究中，發現台灣上市公司監察人數比率與公司價值呈顯著的正相關，表示我國監察人制度具有監督績效之功能。故預期市場上投資人會因監察人持股多寡而給予不同的評價。因此，本文意圖測試下列假說：

假說 3A：當全體監察人持股越多時，承銷價制定將越大

假說 3B：當全體監察人持股越多時，市場投資人初期評價將越大

Oswald and Jahera (1991) 發現董事與幹部持股愈高，公司經營績效愈好。Ljungqvist and Wilhelm (2003) 認為相對於其他股東在承銷價協商中，管理階層持有股份較少時，易採取承銷商較喜的低承銷價。Barker and Mueller (2002) 文章中提到，若能將 CEO 的自身利益與股東相結合，是解決代理問題的其中方法。由於公司的投資計畫主要經由管理團隊所擬定，再經董事會議決而成型，管理團隊以其本身的專業親身執行運作，故管理團隊可能比董監事還熟悉公司目前的營運狀況，以及未來可能的成長機會，此也關係到其自身職位與個人財富。本文預期管理團隊持股比例越高時¹⁰，可能會為自身財富考量，盡心為公司價值提昇而努力，故預期管理團隊持股高時，承銷價會制定較高且市場投資人也會給予較高的評價。據此，本文提出下列假說：

¹⁰ Michel and Hambrick (1992) 認為職稱為經理級以上者，皆可納入高階管理團隊。學者李春安 (1999) 使用的管理者係指公司中具有決策權之董事長、總經理、及副總經理人士。而本文定義的管理團隊是使用，初次上市櫃公司之公開說明書必須揭露「總經理、副總經理及各單位主管之持股比例」的資訊，以總經理、副總經理及各單位主管為管理團隊，此變數用來衡量自然人管理團隊是否會為因自身財富考量而盡心為公司營運努力。再者，企業通常會以認股權方式酬勞管理團隊，若此團隊持股越多，代表對公司向心力越強，對公司價值具有正面影響，本變數不納入董事長係因樣本中董事長席位可能為法人代表。本文管理團隊衡量方式與一般衡量方式不同，除上述理由外，在初次上市櫃之公開說明書中，將此持股比例以專章方式陳列，再者，在最近新上市櫃公司中，部份（尤其高科技公司）公司會將總經理、重要部門主管持股比例自發性的揭露在「公開說明書的摘要中」，顯示此比例的重要性。

假說 4A：承銷價制定會因管理團隊持股越多而有正向關係

假說 4B：投資人初期評價會因管理團隊持股越多而有正向關係

Pound (1988) 提出效率監督假說，認為機構投資者擁有專業知識與人才，較能比一般大眾更有效率監督其所投資的公司，因此當機構投資人所擁有的股權愈高時，代表公司價值愈高。Agrawal (1990) 指出法人股東所佔的股權越高，其越有誘因管理與監督公司。Chaganti and Damanpour (1991) 發現機構投資者持股越高，經營績效越佳，有助於企業價值的提昇。而一般自然人投資者因資本有限持股過低，對公司管理的參與度並不像持股較多的法人股東那麼積極，此外，法人股東所擁有豐富的資源、經驗與眾多專業知識人才，較能發揮獨立監督之效果。但學者 Karpoff, Malatesta and Walkling (1996) 卻認為機構投資者只在乎短期利益，與公司價值無關。

國內的學者張訓華 (1991) 指出法人持股愈高時，對公司監督能力較強，企業財務績效將較佳。但侍台誠 (1994) 研究發現，法人董事參與董事會決策，會對公司財務績效會造成負面影響。周行一、陳錦村及陳坤宏 (1996) 在研究我國股權結構與公司價值之因果關係中，發現法人持股比例與公司價值呈正相關。上述文獻中雖

結果不太一致，但大多可支持當法人持股比例較高時，其管理與監督公司所獲得的效益將愈大。因此，本文預期董事會中法人持股對承銷價制定與投資人初期評價會有正向關係。因此，本文欲驗證下列假說：

假說 5A：董事會中法人股東持股與承銷價制定呈正相關

假說 5B：董事會中法人股東持股與投資人初期評價呈正相關

家族持股一直為國內企業所普遍具有的特色，不但是中小企業如此，上市櫃公司也多具有此家族色彩。Patton and Baker (1987) 指出企業在家族成員同心協力下，公司之所有權與經營權統一，可縮短決策層次，如此在經營成果與決策效率皆可普遍提昇。

國內學者周行一、陳錦村與陳坤宏 (1996) 提到我國董事會中家族色彩濃厚，公司董事會常常被家族所把持，同時也指出當公司被家族所掌握時，會因代理成本較低而使公司價值增加。侍台誠 (1994) 研究發現家族企業的財務績效較非家族企業為佳。但翁淑育 (2000) 卻發現我國家族掌控越多的企業，公司價值越低。綜合上述研究，當公司董事會中家族持股越高者者¹¹，所有權與經營權有

¹¹ 李春安 (1999) 使用的家族股東係指公司董監事、管理者之三等親內親屬，包括父母、兄弟姊妹、子女、配偶等血親。而本文定義的家族股東公司董監事二等親內親屬，包括父母、兄弟、子女、配偶等血親的持股比例合計，此比例係抄錄自初次上市櫃公司之公開說明書中必須揭露的二等親親屬關係。

較緊密的結合，因此，在與承銷商議定承銷價時，將較具有影響力，使承銷價傾向制定較高。而市場上投資者初期評價，也可能會因代理成本較低，而給予較高的評價，但也有可能如國內學者的研究發現，家族色彩越濃厚的公司，公司價值會越低。據此，本文提出下列假說：

假說 6A：董事會中家族股東持股與承銷價制定呈正相關

假說 6B：董事會中家族股東持股與市場投資人初期評價有關係

Shleifer and Vishny (1986) 認為，某種程度的所有權可改善管理控制，而提高公司價值。Haddart (1993) 發現大股東的持股集中可提高公司價值。因此，當公司與承銷商在議定承銷價時，最大股東可能會因其持股較大，而有誘因去主導對其較有利的定價。國內苗祺輝 (1993) 發現，所有權集中有助於公司經營績效的提昇。由上述文獻可知，當公司股權愈集中，公司的代理問題會減少，對公司經營績效有正面意義；再者，當大股東持股愈集中，在與承銷商議定承銷價時將較強勢，預期承銷價在議定時，最大股東持股愈高會傾向制定較高的承銷價。

但是 La Porta *et al.* (1999) 主張大股東與小股東之間的利益衝突易造成大股東剝削小股東的問題，當經營者持股夠多時，經營者

得以充分主宰公司決策，於是開始從事一連串不利公司的行為，如與關係人之間不當資金往來或條件交易等利益輸送行為，導致公司經營績效的降低。馮君弘（2002）在探討多角化程度與公司價值時，發現隨著大股東持股比例的增加，會妨礙企業多角化的進行。若公司股權集中於某些大股東手中，基於本身利益關係，可能越有誘因去監控管理者行為，但也可能造成利益衝突而剝削小股東，因此預期最大股東持股對市場投資人之初期評價具有關係。因此，本文欲測試下列假說：

假說 7A：最大股東持股與承銷價制定具有正向關係

假說 7B：最大股東持股與市場投資人初期評價有關係

Titman and Trueman（1986）提出會計師事務所的品質與公司價值具有正向顯著關係。Menon and Williams（1991）認為發行公司可藉由簽證會計師聲譽來傳遞公司價值的訊息。在發行公司初次上市櫃時，高品質會計師會揭露較真確的資訊，因此當對未來較具有信心之企業，將會選擇品質較佳的會計師事務所作為傳達公司真實價值的資訊，預期公司會透過會計師的選擇來暗示公司價值，故會計師聲譽對承銷價制定與市場投資人初期評價有正向關係。故本文欲驗證下述假說：

假說 8A：當會計師信譽佳時，承銷價傾向制定較高

假說 8B：當會計師信譽佳時，市場投資人初期評價較高

Beatty and Ritter (1986) 研究發現承銷商聲譽愈佳時，承銷商會盡力將承銷價格訂在雙方都可接受的程度下。當承銷商信譽越佳時，預期在議定承銷價時較具有主導權，而承銷商為方便承銷商自己順利承銷，承銷商會傾向訂出較低的承銷價，因此，預期當承銷商聲譽較佳時，承銷價制定將較小。Carter and Manaster (1990) 認為發行公司可藉由承銷商聲譽來傳遞公司價值的訊息。若承銷商聲譽可傳達發行公司之價值，預期當承銷商聲譽佳時，市場投資人初期評價會較高。因此，本文欲檢驗下列假說：

假說 9A：當承銷商信譽佳時，承銷價傾向訂定較小

假說 9B：當承銷商信譽佳時，市場投資人初期評價較大

Leland and Pyle (1977)、Downes and Heinkel (1982) 皆認為內部人士持股愈高者，資訊不對稱較不嚴重，且代表公司價值高，因此首日報酬將較小。陳安琳、李文智與林宗源 (1999) 探討代理成本與公司控制對初期報酬之研究，結果發現董事長與總經理持股及法人在董監事的持股愈高，新上市櫃公司的初期報酬將愈低。金成隆、林修葳與洪郁珊 (2003) 發現內部人士持股愈高時，代表持有

人對公司品質有信心並傳遞給投資人，因此初期報酬較小。但 Grinblatt and Hwang (1989)、Habib and Ljungvist (2001) 則提出當經理人持股較多時，產生的初期報酬將越大。 Aggarwal *et al.* (2002) 也發現經理人持股和首日報酬有正向關係。因此，本文預期公司內部人士持股與管理團隊持股對新上市櫃公司之初期報酬具有關係。據此，提出本文的假說：

假說 10A：內部人士持股比例與初期報酬具有負向關係

假說 10B：管理團隊持股比例與初期報酬具有關係

第二節 資料來源與取樣標準

一、資料來源

本研究之資料來源如下列所示：

1. 各公司用來作為初次上市櫃用途之公開說明書：取自真像王證券專業資料庫的影像檔或電子檔。
2. 上市櫃前財務資料與上市櫃後股價：取自台灣經濟新報資料庫與情報贏家之財經資料庫企業版。
3. 中籤率與主辦承銷商資料：取自證券交易所網站資料庫與證券同

業公會網站資料庫。

二、研究期間

本研究所採用的樣本為民國 88 年 1 月 1 日起，至民國 92 年 12 月底止初次上市櫃公司，共選取 513 家公司。

三、選取標準

根據研究目的及研究假說，選樣標準列示如下：

- 1.樣本必須符合初次上市櫃股票之定義，非現金增資、特別股、發行公司債、受益憑證等。
- 2.考慮公司資訊在市場上揭露的程度，必須符合初次在公開市場上發行之股票，因此不含上櫃轉上市之上市公司。
- 3.因樣中公開說明書取自於真相王證券專業資料庫，在樣本期間中，有多家公司並未有公開說明書之影像檔或電子檔¹²，此樣本將給予刪除，而選自其他資料庫之相關變數必須完整的。
- 4.樣本不含金融保險事業，因其經營型態與性質與一般產業有所差

¹² 真相王資料庫有遺漏的資料，有另行至公開資訊觀測站查詢，但發現公開資訊觀測站之影像檔和電子檔公開說明書與真相王證券專業資料庫之公開說明書資料是相同來源。

異，亦不含股權結構中有異常持股的公司¹³。

5.我國櫃檯市場制度中含有第二類股股票，因其上櫃條件與一般上櫃公司不同¹⁴，故將此類樣本刪除。

茲將樣本選取過程彙總如表 3-1：

表 3-1：樣本選取彙總表

篩選標準：	樣本數
1999 年至 2003 年之新上市櫃公司家數	577
刪除樣本：	
資料庫中無公開說明書之樣本	(14)
金融保險業之樣本	(23)
無中籤率資料之樣本	(4)
公司股權結構異常之樣本	(8)
為第二類股票之樣本	(15)
最後決定樣本數	513

¹³ 例如，台鹽股份有限公司經濟部持股為 100%，中華電信股份有限公司交通部持股 97.18%（董事與監事皆為交通部）等，雖然政府持股在股權結構的研究中為重要變數如李春安（1999）。但樣本中公司非內部股權趨近於零的情形，所有權結構的變數中為異常值，為避免特殊樣本而影響本研究結果，而給予刪除。

¹⁴ 為協助國內中小企業、新興與高科技產業及早進入資本市場，我國於民國 88 年初將櫃檯第二類股票制度納入，但此類松的上櫃條件，在實收資本額要求、設立年限、獲利能力要求、股權分散標準、強制集保、公開承銷及信用交易與法人買賣皆與一般上櫃公司有明顯的不同。

第三節 實證模型

本文欲瞭解承銷價格之訂價是否會因公司股權結構的不同而有所影響，為了避免使用絕對數值作為衡量承銷價高低之程度¹⁵，故本文參考 Mak *et al.* (2003)，以承銷價溢酬 (offer premium) 與市場價格溢酬 (market premium) 兩變數來作為衡量 IPO 公司之承銷價與市場價格高低的代理變數¹⁶。承銷價溢酬用來傳遞承銷商在議定承銷價格時，願意給予發行公司之溢酬，而市場溢酬代表著市場投資人衡量公司未來發展後給予的評價高低，溢酬愈大代表公司市場價值相對愈大。

本節發展證實模型來檢驗本文的假說，其中利用模型一、二來檢驗內部人士持股對承銷價溢酬與市場溢酬之影響；以模型三、四來驗證全體董事持股比例與全體監察人持股對承銷價溢酬與市場溢酬之影響；模型五、六為測試管理團隊持股、家族股東持股與法人股東持股對承銷價溢酬與市場溢酬之影響；模型七、八為檢定最大股東持股承銷價溢酬與市場溢酬之影響，最後以模型九來檢驗內部

¹⁵ 夏侯新榮 (1992)，文中提及為了避免有些公司產業資本額大，而使其股票價格特別高，故此承銷價格低高程度以【(對照價格-承銷價格)/承銷價格】來衡量。吳蕙雯 (2002) 使用承銷倍數的概念來評估 IPO 公司之價值，此承銷倍數係以承銷價格與用來衡量公司價值的各項財務比率相除。以上皆以非絕對值之承銷價來衡量。

¹⁶ 承銷價溢酬係以【承銷價格除以每股淨有形資產】，每股淨有形資產以公開說明書最近一年年底總資產減除商譽後，再除以流通在外股數來衡量。在股票市場上，我國因有漲跌停板的限制，故市場溢酬係以【打開漲跌停板後之收盤價除以每股有形資產】，每股淨有形資產以公開說明書最近一年年底總資產減除商譽後，再除以流通在外股數來衡量。本文用此變數來當作公司價值的代理變數。

人士持股與管理團隊持股對初期報酬之影響。

為觀察承銷價制定與投資人初期評價是否會因為內部人士持股多寡而對承銷商聲譽及會計師聲譽有影響。本文首先發展模型一、二來檢驗此關係。

模型一、模型二：

$$\begin{aligned} OFFP = & a + b_1 InAll + b_2 UND + b_3 CPA + b_4 EPS + b_5 Grow + b_6 Debt \\ & + b_7 IND + b_8 Size + b_9 Mktop + e \dots\dots\dots (1) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} MKTP = & a + b_1 InAll + b_2 UND + b_3 CPA + b_4 EPS + b_5 Grow + b_6 Debt \\ & + b_7 IND + b_8 Size + b_9 Mktmp + e \dots\dots\dots (2) \end{aligned}$$

其中

OFFP : 初次上市櫃時之承銷價溢酬，

MKTP : 初次上市櫃時之市場溢酬，

InAll : 初次上市櫃時之內部人士持股比例總和，

UND : 初次上市櫃時之承銷商聲譽，

CPA : 初次上市櫃時之會計師聲譽，

EPS : 初次上市櫃前三年年底每股盈餘的平均數，

Grow : 初次上市櫃前三年年底營收成長率的平均數，

Debt : 初次上市櫃前一年年底負債比，

IND : 初次上市櫃時之電子業的虛擬變數，

Size : 初次上市櫃前一年年底總資產取自然對數，

Mktop : 初次上市櫃前兩月市場狀況，

Mktmp : 初次上市櫃當月市場狀況。

上述模型（1）與（2）式中，利用變數 *InAll*、*UND* 與 *CPA* 檢定對承銷價溢酬與市場溢酬的關係，以測試假說 1A、假說 1B、假說 8A、假說 8B 與假說 9A 及假說 9B，而其他變數為控制變數。其次本文利用模型（3）與（4）將內部人士中兩大組成份子，全體董事與全體監察人區分出來，以探討對承銷價溢酬與市場溢酬的影響：

模型三、模型四：

$$\begin{aligned} OFFP = & a + b_1 InDir + b_2 InSup + b_3 UND + b_4 CPA + b_5 EPS + b_6 Grow \\ & + b_7 Debt + b_8 IND + b_9 Size + b_{10} Mktop + e \dots\dots\dots (3) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} MKTP = & a + b_1 InDir + b_2 InSup + b_3 UND + b_4 CPA + b_5 EPS + b_6 Grow \\ & + b_7 Debt + b_8 IND + b_9 Size + b_{10} Mktmp + e \dots\dots\dots (4) \end{aligned}$$

其中

OFFP : 初次上市櫃時之承銷價溢酬，

MKTP : 初次上市櫃時之市場溢酬，

InDir : 初次上市櫃時之全體董事持股比例，

InSup : 初次上市櫃時之全體監察人持股比例，

UND : 初次上市櫃時之承銷商聲譽，

CPA : 初次上市櫃時之會計師聲譽，

EPS : 初次上市櫃前三年年底每股盈餘的平均數，

Grow : 初次上市櫃前三年年底營收成長率的平均數，

Debt : 初次上市櫃前一年年底負債比，

IND : 初次上市櫃時之電子業的虛擬變數，

Size : 初次上市櫃前一年底總資產取自然對數，

Mktop : 初次上市櫃前兩月市場狀況，

Mktmp : 初次上市櫃當月市場狀況。

模型（3）與（4）除了全體董事持股與全體監察人持股外，其他控制變數皆不變，試圖觀察此兩群監督力量對承銷價制定與市場投資人初期評價之影響。在文獻探討中，發現管理團隊持股、董事

會中法人股東持股與董事會中具有家族關係之股東持股，對公司經營績效與公司價值皆有不同程度的影響。在模型五與模型六中，利用此三種利害關係股東持股來檢驗是否對承銷價溢酬與市場溢酬具有影響。

模型五、模型六：

$$OFFP = a + b_1 Mteam + b_2 Insti + b_3 Family + b_4 UND + b_5 CPA + b_6 EPS + b_7 Grow + b_8 Debt + b_9 IND + b_{10} Size + b_{11} Mktop + e \dots (5)$$

$$MKTP = a + b_1 Mteam + b_2 Insti + b_3 Family + b_4 UND + b_5 CPA + b_6 EPS + b_7 Grow + b_8 Debt + b_9 IND + b_{10} Size + b_{11} Mktmp + e \dots (6)$$

其中

OFFP：初次上市櫃時之承銷價溢酬，

MKTP：初次上市櫃時之市場溢酬，

Mteam：初次上市櫃時之管理團隊持股比例，

Insti：初次上市櫃時之法人股東持股比例，

Family：初次上市櫃時之家族股東持股比例，

UND：初次上市櫃時之承銷商聲譽，

CPA : 初次上市櫃時之會計師聲譽，

EPS : 初次上市櫃前三年年底每股盈餘的平均數，

Grow : 初次上市櫃前三年年底營收成長率的平均數，

Debt : 初次上市櫃前一年年底負債比，

IND : 初次上市櫃時之電子業的虛擬變數，

Size : 初次上市櫃前一年年底總資產取自然對數，

Mktop : 初次上市櫃前兩月市場狀況，

Mktmp : 初次上市櫃當月市場狀況。

上述第(5)式與(6)式最主要檢定管理團隊持股、董事會中之法人股東持股與董事會中具有家族關係之股東持股比例對於承銷價溢酬與市場溢酬之關係。為觀察承銷價在議定過程是否會因最大股東持股高而主導整個承銷價制定，與影響投資人之初期評價，本文利用模型七與模型八來探討。

模型七、模型八：

$$\begin{aligned} OFFP = & a + b_1 Large + b_2 UND + b_3 CPA + b_4 EPS + b_5 Grow + b_6 Debt \\ & + b_7 IND + b_8 Size + b_9 Mktop + e \dots\dots\dots (7) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 MKTP = & a + b_1 Large + b_2 UND + b_3 CPA + b_4 EPS + b_5 Grow + b_6 Debt \\
 & + b_7 IND + b_8 Size + b_9 Mktmp + e \dots\dots\dots (8)
 \end{aligned}$$

其中

OFFP : 初次上市櫃時之承銷價溢酬，

MKTP : 初次上市櫃時之市場溢酬，

Large : 初次上市櫃時之最大股東持股比例，

UND : 初次上市櫃時之承銷商聲譽，

CPA : 初次上市櫃時之會計師聲譽，

EPS : 初次上市櫃前三年年底每股盈餘的平均數，

Grow : 初次上市櫃前三年年底營收成長率的平均數，

Debt : 初次上市櫃前一年年底負債比，

IND : 初次上市櫃時之電子業的虛擬變數，

Size : 初次上市櫃前一年年底總資產取自然對數，

Mktop : 初次上市櫃前兩月市場狀況，

Mktmp : 初次上市櫃當月市場狀況。

本上述為利用方程式 (7) 與 (8) 檢定最大股東對於承銷價溢

酬與市場溢酬之影響。最後，為了觀察新上市櫃公司內部人士持股與管理團隊持股對初期報酬的影響，利用模型九來探討。

模型九：

$$Uprice = a + b_1 InAll + b_2 Mteam + b_3 Grow + b_4 Ratio + b_5 Bull + b_6 UND + b_7 CPA + b_8 IND + e \dots\dots\dots (9)$$

其中

Uprice：初次上市櫃時之初期報酬，

InAll：初次上市櫃時之內部人士持股比例，

Mteam：初次上市櫃時之管理團隊持股比例，

Grow：初次上市櫃前三年年底營收成長率的平均數，

Ratio：初次上市櫃時之中籤率，

Bull：初次上市櫃時之多空頭，

UND：初次上市櫃時之承銷商聲譽，

CPA：初次上市櫃時之會計師聲譽，

IND：初次上市櫃時之電子業的虛擬變數。

第四節 變數定義

本節將詳細說明模型一至模型九所使用自變數與因變數之衡量與操作性定義。

一、因變數：

1.承銷價溢酬 (*OFFP*)

本文使用承銷價溢酬來作為承銷價制定高低的代理變數，此變數參考 Mak *et al.* (2003) 的研究，係以承銷價格除以每股淨有形資產來衡量，承銷價與每股淨有形資產皆取自於發行公司以初次上市櫃為目的之公開說明書，而每股淨有形資產以公開說明書揭露之最近一年年底總資產減除無形資產後，再除以初次上市櫃當時流通在外股數衡量之。當此變數值越高代表承銷商給予發行公司之承銷價溢酬越高。

2.市場溢酬 (*MKTP*)

Mak *et al.* (2003) 使用市場溢酬來當做初次上市櫃公司初期市場投資人的評價，因我國證券市場上有漲跌停板的限制，故市場溢酬以初次上市櫃公司打開漲跌停板後之收盤價除以每股有形資產來衡量，每股淨有形資產以公開說明書揭露之最近一年年底總資產減

除無形資產後再除以初次上市櫃當時流通在外股數衡量之。本文用此變數來作為公司上市櫃初期市場投資人之評價，當此值越大，代表市場投資人給予的市場溢酬越高亦即評價也越高。

3. 初期報酬 (*Uprice*)¹⁷

許多文獻顯示初次上市櫃公司皆有首日折價的現象，此首日折價現象亦稱為初期報酬，由於我國證券市場有漲跌幅的限制，以至股價無法在上市櫃首日完成調整，通常需要一段時間的漲跌停板，一般學者以漲跌停板結束日之收盤價作為初期報酬的衡量基礎。陳安琳、李文智和林宗源（1999）均認為台灣初次上市櫃的首日報酬不適合用來衡量初期報酬。本文參考金成隆、林修葳與洪郁珊（2003）所使用的初期報酬計算方式，此變數的衡量方式為

$$Uprice = \text{Log} (PRICE_{it} / PRICE_{i0}) - \text{Log} (IPRICE_{it} / IPRICE_{i0})$$

由於我國有漲跌停板的限制，因此若 $PRICE_{it}$ 為打開漲跌停板當日的收盤價， $PRICE_{i0}$ 為 IPO 當天的實際承銷價， $IPRICE_{it}$ 為 $PRICE_{it}$ 當天產業加權股價指數¹⁸， $IPRICE_{i0}$ 為上市前一日產業加權股價指數，變

¹⁷ 初期報酬的計算除本文使用的方法外，還有陳安琳、李文智與林宗源（1999）及陳軒基、葉秀娟與陳右超（2003）定義的初期報酬為，上市櫃首日至漲跌停打開日之報酬率，計算如下 $UP = [(MP - OP) / OP] * 100\%$ 其中 MP 為漲跌停板打開日之收盤價，OP 為承銷價。若本文樣本以此方法計算，平均初期報酬與上述學者計算的平均值差異不大。

¹⁸ 此產業別係依台灣經濟新報資料庫之產業分類，分別為化學業、百貨業、食品業、紡織業、塑膠業、資訊電子業、運輸業、機電業、營建業與觀光業。

數中的 t 為停止漲停板之天數。

二、自變數：

檢定變數：

1. 內部人士持股比例總和 (*InAll*)

Leland and Pyle (1977) 提出內部人士持股比例可傳遞公司價值之資訊。本文使用的變數，係以初次上市櫃公司之公開說明書所載董監事、總經理人與持股 10% 以上之股東持股比例。

2. 全體董事持股比例總和 (*InDir*)

Fama and Jensen (1983) 認為董事會為監督公司的重要一環。預期當全體董事持股較高於對公司之承銷價制定與市場評價均有正向關係，本文此變數係利用初次上市櫃公司之公開說明書所揭露之全體董事持股比例加總。

3. 全體監察人持股比例總和 (*InSup*)

依據 Jensen and Meckling (1976) 的代理理論，當監察人持股愈多時，愈能行使監督董事之權，增加公司績效，進而影響公司價值。全體監察人持股比例係利用初次上市櫃公司之公開說明書所揭

露之監察人持股比例加總。

4. 管理團隊持股比例總和 (*Mteam*)

Oswald and Jahera (1991) 發現董事與幹部持股比例越高，公司之經營績效越佳。本文使用的管理團隊變數係利用初次上市櫃公司之公開說明書所必須揭露的「總經理、副總經理及各單位主管之持股比例」之加總，此變數最主要衡量自然人的管理團隊，以捕捉個人為私利所做的努力。

5. 法人股東持股比例總和 (*Insti*)

根據 Pound (1988) 提出的效率監督假說，認為機構投資者能有效監督其所投資的公司。陳安琳、李文智與林宗源 (1999) 以法人在董事會及監事之持股總和來探討對 IPO 折價程度。若法人持股比例對公司之監督具有正向關係，預期法人持股對承銷價制定與市場初期評價也有正向關係，此變數加總計算自初次上市櫃公司之公開說明書中，董監事中為法人之股東¹⁹。

6. 家族股東持股比例總和 (*Family*)

Patten and Baker (1987) 指出企業在家族成員同心協力下，公

¹⁹ 此法人股東包含金融機構、外國機構、信託基金、一般公司法人以及其他法人機構。

司經營成果與決策效率皆可普遍提昇。本文家族股東持股比例加總計算自初次上市櫃公司之公開說明書中，董監事中具有二等親關係之股東。

7. 最大股東持比例 (*Large*)

Haddart (1993) 發現大股東的持股集中可提高公司價值。本文預期最大股東持股較多時，與承銷商議價時將較具有掌控權，因此最大股東持股與承銷價制定有正向關係。本文初次上市櫃公司公開說明書中，最大持股股東之股權比例衡量之。

8. 承銷商聲譽 (*UND*)²⁰

Carter and Manaster (1990) 認為承銷商以其信譽對新上市股票做價格的保證，若信譽較佳的承銷商對發行公司做不實的擔保，將使其信譽受損，並主張應分別對承銷商聲譽進行分級。Dunbar (2000) 認為承銷金額市場佔有率排名會隨著時間變動。此變數為虛擬變數，部份參考陳軒基、葉秀娟與陳右超 (2003) 以承銷商承銷金額

²⁰ 承銷商聲譽之衡量方法，除本文使用的方法外，還有 Nanda and Yun (1997) 認為承銷次數較高的承銷商其經驗較豐富，故以承銷次數做為稱銷商聲譽的代理變數。俞海琴與洪方筑 (1997) 依承銷商收入多寡，將承銷商劃分為聲譽佳及非聲譽佳兩類。林象山、薛富井與陳長利 (1999) 以中國信託、交銀、金鼎、大華、台證、京華、元富與建弘八家券商係屬信譽較佳之承銷商。陳安琳、陳振源與王恕 (2002) 以某一期間之主辦承銷商承銷初次上市櫃公司的發行規模為承銷商聲譽的代理變數。金城隆、林修葳與洪郁珊 (2003) 以上市櫃前三年的承銷商市場佔有率最為承銷商信譽的衡量，將市場有率在後三分之一時，令其為 0，中間三分之一令其為 1，最前三分之一者設定為 2。

做為承銷商聲譽的代理變數，而承銷金額以承銷價乘以總承銷股數計算，若承銷商前兩年之承銷金額市場佔有率在後三分之一時，令其為 0，中間三分之一令其為 1，最前三分之一者設定為 2。

9.會計師聲譽 (CPA)

Menon and Williams (1991) 提出，聲譽較佳的會計師事務所能提供一種低風險的訊息。聲譽佳的會計師具有監督的功能，會計師對公司承銷價格的計算扮演最後覆核的角色。此變數為虛擬變數，以發行公司 IPO 當年度簽證會計師事務所為衡量標準，若為四大會計師事務所簽證者為 1，反之為 0²¹。

控制變數：

1.上市櫃前三年年底每股盈餘的平均數 (EPS)

每股盈餘常被用以評估公司的獲利能力和股票投資的風險，當每股盈餘越高意味公司價值越高²²。為避免公司在上市櫃前盈餘窗飾問題，故以上市櫃前三年年底每股盈餘平均數衡量之。

2.上市櫃前三年年底營收成長率的平均數 (Grow)

²¹ 國內原有六大會計師事務所，1999 年後部分會計師事務所合併，本文以安侯建業、勤業眾信、資誠、致遠合稱四大會計師事務所。

²² 葉銀華與邱顯比 (1996) 在探討資本結構、股權結構與公司價值之關聯性時，以每股盈餘來衡量公司價值。

本文亦以上市櫃前營收淨額成長率來捕捉公司未來成長的空間²³，並計算出三年成長率加以平均衡量之。

3.初次上市櫃前一年年底負債比 (*Debt*)

本文以負債比作為控制新上市櫃公司財務結構，此變數係以負初次上市櫃前一年年底負債佔資產總額的比率來衡量，就財務結構觀點來看，此比率較低為佳²⁴。

4.產業變數 (*IND*)

近年來，我國電子業已成為台灣股票市場中最熱門、資金大量挹注的股票，又因產業處於環境變動快速、產品技術更新快速與產品生命週期短等特性，使得其營運風險相較於其他產業較高，故加入此虛擬變數²⁵，若為電子產業之公司則設為 1，若為非電子業則設為 0。

5.公司規模 (*Size*)

本文使用初次上市櫃公司公開說明書所載，最近一年度年底資

²³ 林象山、霍熾榮與王郁雯 (1998) 以營收淨額成長率做為影響折價與公司價值的控制變數。

²⁴ Mak *et al.* (2003) 使用負債比當作控制變數來衡量公司治理變數對承銷價與市場價格之影響。

²⁵ Ritter (1984) 發現風險因素並不能解釋 1980 年代美國高報酬的現象，高報酬幾乎全都來自於對某些產業的偏好。陳軒基、葉秀娟與陳右超 (2003) 文中提及台灣近幾年來股市投資人將目光集中於電子業，造成其上漲的空間往往較其他產業高。

產總額取自然對數來衡量公司規模²⁶，預期此變數對承銷價溢酬與市場溢價呈現負向關係²⁷。

6.初次上市櫃前兩月市場狀況 (*Mktop*)

本文欲控制承銷價制定當時之市場因素，因此，以初次上市櫃前兩個月份之台灣加權股價指數²⁸，作為公司與承銷商在訂定承銷價時，所考慮的市場因素²⁹。

7.初次上市櫃當月市場狀況 (*Mktmp*)

在探討公司所有權結構對市場溢酬的影響，此市場溢酬係以打開漲跌停板後之收盤價除以每股有形資產衡量之，此變數易受市場行情的走勢而影響，故本文以初次上市櫃當月台灣加權股價指數，

²⁶ Beatty and Ritter (1986) 認為折價發行與公司的不確定性有關，而公司規模通常用來衡量不確定性的指標。黃婷鈺 (1998) 在探討影響承銷商聲譽相關因素之研究時，發現承銷價與資產總額有正向顯著的關係。Mak *et al.* (2003) 探討承銷價格與市場價格時，亦使用有形資產佔總資產之比例來當做控制變數，作者發現當公司有較多的財產廠房設備時，對承銷價之制定有負顯著的關係。

²⁷ 此資產總額與在計算承銷價溢酬與市場溢酬時，所使用的每股有形資產不同，資產總額係公司總有形資產加上無形資產衡量之。預期此控制變數與自變數會呈現負向關係，因當公司資產過多易產生資產使用無效率與不必要的成本支出，將造成承銷價溢酬與市場溢酬較低。

²⁸ 取上市櫃前二個月之台灣加權股價指數當作影響承銷價溢酬的市場因素，係因我國承銷價通常依公式訂出參考價，再參酌市場行情調整，而公司公開說明書刊印日期與實際上市櫃間約有一個月之期間 (例如緯創資通公司公開說明書刊印日 92/07/15，而上市日為 92/08/19；聯詠科技股份公司公開說明書刊印日 90/03/16，而上櫃日為 90/04/24)，公司在決定最後承銷價約在上市櫃前第二個月份作最後的考量，故以初次上市櫃公司上市櫃前兩個月之加權股價指數作為承銷價溢酬的控制變數。

²⁹ 林象山 (1995) 在探討承銷商聲譽對承銷價之影響中，指出我國承銷價的訂定都以公式訂參考價為基礎，再依市場狀況作適度調整，當市場處於多頭行情時，承銷商與發行公司自然容易把價格抬高，以反應當時市場對新股的需求，作者以加權股價指數作為上市前市場狀況的代理變數，預期市場狀況與承銷價格有正向關係。林象山、許清華 (1997) 探討新上市公司承銷方式的選擇時，以新股上市時股價指數作為股市多空頭行情的代理變數。股價指數是代表當期與基期股價水準的比較，其用來判斷市場行情走勢的高低，並能反映股價漲跌的真實情況。

作為市場狀況的代理變數，以控制市場行情狀況。

8. 中籤率 (Ratio)

由經濟上供給與需求理論中發現，當給定一程度的需求，較少量的供給會帶動較高的價值，此變數係以發行公司新上市櫃股票發行張數除以參與申購抽籤總人數的比率衡量之³⁰。

9. 多空頭 (Bull)

Loughram and Ritter (1995) 的研究指出，公司管理階層在市場處於多頭情況，會把握時機將公司股票上市公開買賣。本文參考金成隆、林修葳與洪郁珊 (2003) 多空頭之定義如下：

$$Bull = (R_{0i} - R_{-2i}) / R_{-2i} - (R_{0m} - R_{-2m}) / R_{-2m}$$

其中 R_{0i} 為上市櫃當月第 i 家公司所屬產業加權股價指數， R_{-2i} 為第 i 家公司上市櫃前兩個月所屬十大產業之加權股價指數， R_{0m} 為第 i 家公司上市櫃當月之台灣加權股價指數， R_{-2m} 為第 i 家公司上市櫃前兩個月之台灣加權股價指數，此計算方法亦即為上市櫃前兩個月至當月公司所屬產業報酬率減除大盤報酬率。此計算方法意味當多空

³⁰ 夏侯欣榮 (1993) 發現中籤率能代表需求強弱且與初期報酬呈負相關。中籤率愈低者，表示投資人看好未來前景，因此與折價呈負相關。Yen and Chen (1995) 研究 1971~1986 年的台灣 IPO 折價幅度，證實中籤率確與超額報酬有負向關係。

頭變數大於零時，為多頭行情；小於零，則為空頭行情。林象山(1995)

指出，當市場處於多頭行情時，承銷商與發行公司容易把承銷價抬

高，以反映當時市場對新股的需求。

茲彙總上述變數定義與衡量方法於表 3-2。

表 3-2：變數定義與衡量方法之彙整表

變數代號	變數名稱	變數定義
因變數		
<i>OFFP</i>	承銷價溢酬	以承銷價格除以每股淨有形資產來衡量。
<i>MKTP</i>	市場溢酬	以新上市櫃公司打開漲跌停板後之收盤價除以每股有形資產來衡量。
<i>Uprice</i>	初期報酬	$\text{Log}(\text{停止漲跌停板之收盤價}/\text{承銷價}) - \text{Log}(\text{停止漲跌停板之產業加權股價指數}/\text{上市前一日產業加權股價指數})$
自變數		
<i>InAll</i>	內部人士持股比例	以初次上市櫃公司之公開說明書所載董監事、總經理人與持股 10% 以上的股東持股比例加總。
<i>InDir</i>	全體董事持股比例	以初次上市櫃公司之公開說明書所揭露之全體董事持股比例加總。
<i>InSup</i>	全體監察人持股比例	以初次上市櫃公司之公開說明書所揭露之全體監察人持股比例加總。
<i>Mteam</i>	管理團隊持股比例	以初次上市櫃公司之公開說明書所必須揭露的「總經理、副總經理及各單位主管之持股比例」之加總。
<i>Insti</i>	法人股東持股比例	加總計算自初次上市櫃公司之公開說明書中，董監事中為法人之股東持股總和。
<i>Family</i>	家族股東持股比例	加總計算自初次上市櫃公司之公開說明書中，董監事中具有二等親關係之股東持股總和。
<i>Large</i>	最大股東持比例	以初次上市櫃公司公開說明書中，最大持股股東之股權比例衡量。

<i>UND</i>	承銷商聲譽	以承銷商承銷金額做為承銷商聲譽的代理變數，若承銷商前兩年之承銷金額市場佔有率在後三分之一時，令其為 0，中間三分之一令其為 1，最前三分之一者設定為 2。
<i>CPA</i>	會計師聲譽	以發行公司 IPO 當年度簽證會計師事務所為衡量標準，若為四大會計師事務所簽證者為 1，反之為 0。
<i>EPS</i>	每股盈餘的平均數	以上市櫃前三年年底每股盈餘的平均數。
<i>Grow</i>	營收成長率的平均數	以上市櫃前三年年底營收成長率的平均數。
<i>Debt</i>	負債比	以公開說明書所載最近一年度年底負債比。
<i>IND</i>	產業變數	此虛擬變數，若為電子業公司則設為 1，若為非電子業則設為 0。
<i>Size</i>	公司規模	以公開說明書所載最近一年度年底資產總額取自然對數。
<i>Mktop</i>	上市櫃前兩月市場狀況	以初次上市櫃前二個月台灣加權股價指數衡量之。
<i>Mktmp</i>	上市櫃當月市場狀況	以初次上市櫃當月台灣加權股價指數衡量之。
<i>Ratio</i>	中籤率	以發行公司新上市櫃股票發行張數除以參與申購抽籤總人數的比率。
<i>Bull</i>	多空頭	以初次上市櫃當月份所屬產業得產業報酬，減大盤報酬率。

資料來源：本研究

第五節 統計檢定方法

一、迴歸分析

迴歸分析是指利用樣本的資料或訊息去估計並推論獨立變數如何影響因變數的統計方法，而對於欲探討兩個或兩個以上獨立變數如何影響因變數的迴歸分析方法，在統計學上稱為多元迴歸分析(或複迴歸分析，Multiple Regression Analysis)。本研究將使用一般多元迴歸模型，利用普通最小平方法 (Ordinary Least Squares；OLS) 來

探討前述因變數與自變數間之關聯性，在使用普通最小平方法估計的同時，也作一些統計檢定。

(一) 線性重合檢定 (Multicollinearity)

當自變數間存有高度線性重合時，會造成迴歸分析的估計量變異數增大，進而導致信賴區間加大，信賴區間變大使得檢定估計量不顯著的機會增加，易產生高 R^2 ，但估計值均不顯著的現象。一般普遍共線性診斷方法為皮爾森相關係數 (Pearson Correlation Coefficient)，當此值大於 75% 時，即可能存在線性重合的問題，但 Pearson 的相關係數只能顯示兩兩變數間之相關性，並無法偵測多個變數間是否有線性重合的現象。本文藉著變異數膨脹因素 (Variance Inflation Factor, VIF) 進一步檢定迴歸模式中之共線性問題，當 VIF 值越大就表示變相間線性重合的問題愈嚴重，通常若 VIF 小於 10 時，則共線性問題並不嚴重。

(二) 獨立性檢定

在迴歸模型中，各殘差項應不相關，若殘差存在自我相關，經 OLS 所得之估計量將不再有最小變異數 (Minimum Variance) 的特性，則估計值的標準差、 F 值和 t 值衡量會形成誤差，意即表示觀察值中仍有額外的解釋資訊尚未放入模型中，且信賴度也會降低。本

研究以 Durbin - Watson test (D-W test) 來測試誤差項是否存有自有相關。

二、迴歸模型的判定係數

判定係數 R^2 是在判斷因變數與整體自變數間的關係是否密切，亦即迴歸模式中的解釋能力是否堅強。但在迴歸分析中。若不考慮自由度，則自變數的個數愈多， R^2 會接近 1，然而增加的自變數可能並不相關，所得的迴歸式即無意義，故應使用調整自由度後的 *Adjusted R^2* 來判斷。

三、迴歸模型的檢定

在運用迴歸分析時，亦運用 F 檢定及 t 檢定來檢定重要的統計量是否具有統計上及專業上顯著意義。 F 檢定係將所有自變數視為一整體，測試因變數與所有自變數間是否具有顯著之統計關係，意即用以測試整個模型的顯著關係。而 t 檢定是用來檢定迴歸係數是否具有統計上的顯著性，用以測試因變數與每一自變數間是否存有顯著的統計關係。

第四章 實證結果與分析

本章共分七節，前五節係分別對本研究所建立的實證模型做敘述統計量、Pearson 相關係數及多元迴歸結果的說明與分析，並驗證本文假說是否得到實證上的支持，第六節針對前五節的實證結果作穩健性測試，使實證結果更穩定，最後一節則將實證結果作總彙整。

第一節 內部人士持股和承銷價溢酬與市場溢酬模型探討

一、敘述統計量

公司所有權結構和承銷價溢酬與市場溢酬之敘述統計量如表 4-1 所示。縱軸依次為平均值、中位數、最大值、最小值及標準差，橫軸則為各變數項。其中有幾點值得注意：

1. 在公司所有權結構中，*InAll*（內部人士全體持股比例）敘述統計中可觀察，其最大值 85.45%與最小值 10.27%之差距頗大，標準差也高達 15.09，顯示樣本中各公司之內部人士總持股比例差異性很大。
2. 在虛擬變數 *CPA*（會計師聲譽）的敘述統計中，平均值為 0.83，趨近於 1，代表樣本中，大部份發行公司在初次上市櫃時，會請聲譽較佳的會計師簽證。

3. 而在控制變數方面，*Grow*（初上市櫃前三年營收成長率的平均數）之最大值與最小值差距非常大，而標準差為 16.64，顯示樣本中包含各種類型的公司，包含處於高度成長期或進入穩定期的公司，因此產生上市櫃前三年平均營收成長率差距非常懸殊。
4. 變數 *Debt*（負債比）的敘述統計量最大值 88.19 與最小值 1.84，顯示樣本中各公司使用財務槓桿有很大的不同，但平均值 38.25 與中位數 37.61，表示初次上市櫃公司使用財務槓桿整體來不會太高。另外，我們也可觀察到變數 *EPS*（初次上市櫃前三年每股盈餘的平均數）與 *Grow* 的最小值均有負值的出現。
5. *Size*（公司規模）變數，係以初次上市櫃公開說明書中所揭露最近一年底之總資產取自然對數來衡量之，其標準差相較於其他變數並無異常大的情況。
6. 在變數 *Mktop*（上市櫃前兩月市場狀況）與 *Mktmp*（上市櫃當月市場狀況）的敘述統計量顯示，兩變數平均值分別為 6036.79 與 6083.20，而中位數、最大值與最小值變數相同，顯示兩時間點的台灣加權股價指數差異性不大，但是兩變數標準差分別高達 1451.25 與 1486.78，代表在五年內台灣加權股價指數波動性大。

二、Pearson 相關係數

表 4-2 為內部人士持股比例、承銷價溢酬與市場溢酬之 Pearson 相關係數，此相關變數係單純觀察變數與變數之間的相關性，其結果可整理如下幾點：

1. 在 *InAll*（內部人士持股比例）對 *OFFP*（承銷價溢酬）與 *MKTP*（市場溢酬）之相關係數皆為正相關但未呈顯著之關係，但之間存在正相關可知內部人士持股比例較高，在承銷價制定與市場投資人初期評價均有正向影響。
2. 相關係數表中可發現，承銷商聲譽與承銷價溢酬呈現顯著的正相關，代表當承銷商聲譽愈佳時，在決定承銷價時有偏高的傾向，這與當初預期符號有不一致的情形。另外，值得注意的是承銷商聲譽與產業虛擬變數呈現顯著的正向關係，代表電子產業在初次上市櫃中，傾向尋找聲譽較佳之承銷商承辦。
3. 會計師聲譽和承銷價溢酬與市場溢酬的相關係數中，均呈現顯著的正相關，代表會計師聲譽對承銷價制定與市場投資人之初期評價具有正向關係。
4. 在本文使用的控制變數，*EPS*（上市櫃前三年的平均每股盈餘）、*Grow*（上市櫃前三年的平均營收成長率）、*Debt*（上市櫃前一年

的負債比)、*IND* (電子業的虛擬變數) 與 *Size* (公司規模), 分別和承銷價溢酬與市場溢酬在 Pearson 相關係數中, 除 *Grow* 對市場溢酬為不顯著關係外, 均存在顯著的關係。

5. 控制市場因素 *Mktop* (上市櫃前兩月市場狀況) 與 *Mktmp* (上市櫃當月市場狀況) 變數中, 分別對 *OFFP* (承銷價溢酬) 與 *MKTP* (市場溢酬) 具有 0.09 與 0.24 的顯著正向關係。
6. 在產業虛擬變數中, 與其他所有的變數均呈現顯著關係, 顯示模型中考慮產業特性是重要的, 而內部人士持股比例與產業虛擬變數呈高度顯著負相關, 意味樣本中電子產業的內部人士持股相較於其他產業有較低的情況。
7. 承銷價溢酬與市場溢酬間, 本文雖未探討兩變數之關聯性, 但在簡單的相關係數中, 我們可發現兩者相關程度為高度顯著的正相關, 而且相關係數高達 0.81, 意味著承銷商與公司在議定承銷價時與市場投資人在評價時, 所產生的溢酬相關性極高。

三、迴歸結果分析

表 4-3 係內部人士持股比例對承銷價溢酬與市場溢酬之多元迴歸分析, 表內為兩模型迴歸結果之彙整, 以內部人士持股比例為檢定變數對承銷價溢酬與市場溢酬分別作迴歸分析。兩模型中

各自變數間的 VIF 值均小於 2，皆遠遠小於 10 的標準值，故模型一與模型二並無共線性的疑慮。模型一與模型二之 R^2 分別為 39.19%與 31.02%，在調整後的 R^2 分別為 38.10%與 29.79%，整體來看兩迴歸結果解釋能力皆不錯，而且 F 值皆達高度顯著的水準，可知模型配適度還不錯。以下將兩迴歸分析結果歸納如下：

1. 在模型一中，主要的檢定變數內部人士持股比例與承銷價溢酬之迴歸係數為 0.0067，兩者呈現顯著的正相關 ($P-Value=0.0571$)，與假說一致，當內部人士持股比例高，在與承銷商在議價時，相較於承銷商，內部人士的議價能力較高，因此，承銷價之制定所產生的溢酬也較高。亦也有可能為內部人士持股高時，意味公司未來前景佳，而使發行公司與承銷商在議定承銷價格時，能獲得到較多的承銷價溢酬。
2. 表內模型二，內部人士持股比例並未與市場溢酬呈現顯著的關係 ($P-Value=0.7303$)，在本模型研究中並不支持訊息傳遞假說，其意味當投資人在使用公開說明書揭露之資訊時，內部人士持股對投資人在評價公司時，影響力並不大。或許投資人在評價公司價值時，雖有考慮到內部人士的持股比例，但本文所定義之內部人士範圍太大，而投資人可能只針對部份股權結構多寡評價公司之價值，本文將於後續迴歸模型中，將公司股權結構進一步細分。

3. 而在 *UND* (承銷商聲譽) 與 *CPA* (會計師聲譽) 對自變數的影響，會計師聲譽在模型一與模型二中皆呈現顯著的正相關，代表當公司財務狀況佳時，發行公司會利用聲譽較佳的會計師傳遞公司價值並減少資訊不對稱，故對發行公司與承銷商在議定承銷價和市場投資人之初期評價，均呈現顯著的正相關。在承銷商聲譽對承銷價溢酬雖呈現顯著的關係，但正向關係與預期符號不符，其可能原因為我國證券市場正處百家爭鳴時期，承銷商可能會為順利承辦發行公司後續現金增資案件，而傾向與發行公司妥協，故訂出發行公司較偏好的訂價。再者，亦有可能本文的承銷商聲譽係採承銷金額市場佔有率衡量，此計算方式的結果可能只意味承辦數量多，而非真正的商譽。
4. 文中以承銷價溢酬與市場溢酬為自變數的迴歸模型中，均利用 *EPS* (上市櫃前三年的平均每股盈餘)、*Grow* (上市櫃前三年的平均營收成長率)、*Debt* (上市櫃前一年的負債比)、*IND* (電子業的虛擬變數)、*Size* (公司規模)、*Mktop* (上市櫃前兩個月台灣加權股價指數) 與 *Mktmp* (上市櫃當月台灣加權股價指數) 為控制變數，以控制公司上市櫃前的獲利能力、未來成長機會、公司現行財務結構、產業特性、公司規模與相對應的市場狀況，迴歸結果各控制變數與自變數皆呈現與預期符號一致的顯著關係。

5. 另外，模型一與模型二的調整後 R^2 分別 38.10%與 29.79%，顯示模型一的解釋能力較高，其代表本文所使用的變數對承銷商制定承銷價時，較具有影響力。

表 4-1：內部人士持股比例、承銷價溢酬與市場溢酬之敘述統計量

	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
<i>OFFP</i>	1.9918	1.5781	9.5006	0.2252	1.5006
<i>MKTP</i>	2.7568	1.8866	22.1528	0.1469	2.9053
<i>InAll</i>	38.7140	36.9100	83.4500	10.2700	15.0924
<i>UND</i>	1.5887	2.0000	2.0000	0.0000	0.6468
<i>CPA</i>	0.8304	1.0000	1.0000	0.0000	0.3756
<i>EPS</i>	2.9947	2.4400	20.4600	-2.7000	2.7341
<i>Grow</i>	2.6926	0.3245	289.4464	-0.3333	16.6369
<i>Debt</i>	38.2498	37.6100	88.1900	1.8400	15.4906
<i>IND</i>	0.7232	1.0000	1.0000	0.0000	0.4479
<i>Size</i>	13.9942	13.8988	18.2689	12.1411	0.8961
<i>Mktop</i>	6036.7870	5797.9200	9854.9500	3636.9400	1451.2510
<i>Mktmp</i>	6083.1950	5797.9200	9854.9500	3636.9400	1486.7890

變數說明

OFFP：承銷價溢酬，
MKTP：市場溢酬，
InAll：內部人士持股比例總和，
UND：承銷商聲譽，
CPA：會計師聲譽，
Size：公司規模，
EPS：初次上市櫃前三年年底每股盈餘的平均數，
Grow：初次上市櫃前三年年底營收成長率的平均數，
Debt：初次上市櫃前一年年底負債比，
IND：電子業的虛擬變數，
Mktop：初次上市櫃前兩月市場狀況，
Mktmp：初次上市櫃當月市場狀況。

表 4-2：內部人士持股比例、承銷價溢酬與市場溢酬之 Pearson 相關係數

	<i>OFFP</i>	<i>MKTP</i>	<i>InAll</i>	<i>UND</i>	<i>CPA</i>	<i>EPS</i>	<i>Grow</i>	<i>Debt</i>	<i>IND</i>	<i>Size</i>	<i>Mktop</i>	<i>Mktmp</i>
<i>OFFP</i>	1.00											
<i>MKTP</i>	0.81(0.00) ***	1.00										
<i>InAll</i>	0.02(0.72)	0.00(0.92)	1.00									
<i>UND</i>	0.10(0.02) **	0.08(0.07) *	0.08(0.09) *	1.00								
<i>CPA</i>	0.12(0.00) ***	0.09(0.03) **	-0.05(0.24)	-0.01(0.89)	1.00							
<i>EPS</i>	0.43(0.00) ***	0.34(0.00) ***	-0.05(0.23)	0.07(0.13)	-0.01(0.91)	1.00						
<i>Grow</i>	0.15(0.00) ***	0.11(0.12)	-0.03(0.45)	-0.05(0.27)	0.07(0.14)	0.01(0.74)	1.00					
<i>Debt</i>	-0.38(0.00) ***	-0.25(0.00) ***	0.08(0.08) *	-0.04(0.37)	-0.06(0.17)	-0.09(0.05) **	-0.06(0.15)	1.00				
<i>IND</i>	0.25(0.00) ***	0.24(0.00) ***	-0.14(0.00) ***	0.10(0.03) **	0.27(0.00) ***	0.15(0.00) ***	0.09(0.04) **	-0.10(0.02) **	1.00			
<i>Size</i>	-0.14(0.00) ***	-0.12(0.01) **	0.07(0.14)	0.04(0.31)	0.07(0.11)	0.02(0.61)	0.13(0.03) **	0.39(0.00) ***	0.01(0.74)	1.00		
<i>Mktop</i>	0.09(0.05) **	0.17(0.00) ***	0.13(0.00) ***	-0.07(0.14)	-0.15(0.00) ***	-0.07(0.11)	-0.03(0.44)	0.08(0.07) *	-0.20(0.00) ***	0.07(0.11)	1.00	
<i>Mktmp</i>	0.04(0.33)	0.24(0.00) ***	0.14(0.00) ***	-0.09(0.03) **	-0.17(0.00) ***	-0.07(0.11)	-0.07(0.14)	0.05(0.22)	-0.16(0.00) ***	0.03(0.47)	0.84(0.00) ***	1.00

註：1. () 的數字代表 *P-Value* 2.*** 表示 *P* 值達 1% 之顯著水準；** 表示 *P* 值達 5% 之顯著水準；* 表示 *P* 值達 10% 之顯著水準。3. 表內變數代號分別為 *OFFP*：承銷價溢酬，*MKTP*：市場溢酬，*InAll*：內部人士持股，*UND*：承銷商聲譽，*CPA*：會計師聲譽，*EPS*：IPO 前三年平均每股盈餘，*Grow*：IPO 前三年平均營收成長率，*Debt*：IPO 前一年負債比，*IND*：電子業虛擬變數，*Size*：公司規模，*Mktop*：IPO 前兩月市場狀況，*Mktmp*：IPO 當月市場狀況。

表 4-3：內部人士持股比例對承銷價溢酬與市場溢酬之迴歸分析

$$OFFP = a + b_1 InAll + b_2 UND + b_3 CPA + b_4 EPS + b_5 Grow + b_6 Debt + b_7 IND + b_8 Size + b_9 Mktop + e \dots\dots\dots (1)$$

$$MKTP = a + b_1 InAll + b_2 UND + b_3 CPA + b_4 EPS + b_5 Grow + b_6 Debt + b_7 IND + b_8 Size + b_9 Mktmp + e \dots\dots\dots (2)$$

模型一	預期符號	因變數	t 值	P 值	模型二	預期符號	因變數	t 值	P 值
Constant		1.9233	2.1866 **	0.0292	Constant		1.3242	0.7260	0.4682
InAll	+	0.0067	1.9067 *	0.0571	InAll	+	0.0025	0.3449	0.7303
UND	-	0.1558	1.8979 *	0.0583	UND	+	0.3334	1.9640 *	0.0501
CPA	+	0.3412	2.3378 **	0.0198	CPA	+	0.7183	2.3763 **	0.0179
EPS	+	0.2147	11.0336 ***	0.0000	EPS	+	0.3335	8.3100 ***	0.0000
Grow	+	0.0117	3.6330 ***	0.0003	Grow	+	0.0186	2.8043 ***	0.0052
Debt	-	-0.0296	-7.9191 ***	0.0000	Debt	-	-0.0322	-4.1788 ***	0.0000
IND	+	0.5553	4.4160 ***	0.0000	IND	+	1.2170	4.7227 ***	0.0000
Size	-	-0.1327	-2.0460 **	0.0413	Size	-	-0.3170	-2.3730 **	0.0180
Mktop	+	0.0002	5.2862 ***	0.0000	Mktmp	+	0.0006	8.6329 ***	0.0000
R ²	0.3919		調整後 R ²	0.3810	R ²	0.3102		調整後 R ²	0.2979
F 值	36.0171 ***		D-W 值	2.0099	F 值	25.1385 ***		D-W 值	1.8300

註：1. *** 表示 P 值達 1% 之顯著水準；** 表示達 5% 之顯著水準；* 表示達 10% 之顯著水準。2. VIF 值均未超過 2，表示迴歸模型並無線性重合問題。3. 表內變數代號分別為 OFFP：承銷價溢酬，MKTP：市場溢酬，InAll：內部人士持股，UND：承銷商聲譽，CPA：會計師聲譽，EPS：IPO 前三年平均每股盈餘，Grow：IPO 前三年平均營收成長率，Debt：IPO 前一年負債比，IND：電子業虛擬變數，Size：公司規模，Mktop：IPO 前兩月市場狀況，Mktmp：IPO 當月市場狀況。

第二節 董監事持股和承銷價溢酬與市場溢酬模型探討

此節將內部人士中，佔比重較大的全體董事與全體監察人區分，以利觀察兩族群對承銷價溢酬與市場溢酬是否具有影響。在我國董事會結構中，董事與監事分別執掌不同功能之任務，前者監督管理階層並決定公司重要決策與願景，後者監督董事會的決議。在自變數與其他控制變數不變下，我們將內部人士持股比例的變數以全體董事持股比例與全體監察人持股比例替代。

一、敘述統計量

在表 4-4 中的敘述統計量中，我們將內部人士持股中的兩組成份子區分出來，為 *InDir*（全體董事持股比例）與 *InSup*（全體監察人持股比例）兩變數，有兩點特別的必須提出來討論：

1. 由兩變數的敘述統計量可觀察到，全體董事持股與全體監察人持股兩變數標準差皆很大，分別為 14.13 與 12.43，其中全體監察人敘述量的平均值、中位數、最大數與最小數差異性非常大，尤其在平均值 10.15%與中位數 4.66%的差距上，顯示樣本中，可能有許多公司全體監察人持股比例低，而持股高之公司雖較少，但其監察人持股比例可能都很大。表中亦可觀察到最大值為 73.72%，

而最小值為 0.03%³¹。

2. 全體董事持股雖然標準差較大，但平均值與中位數差距不大。另外，從表中可知的全體董事持股比例最大值為 78.51%，而最小值也有 7.99%。

二、Pearson 相關係數

表 4-5 為公司全體董監事持股比例和承銷價溢酬與市場溢酬之相關係數表，其結果整理如下：

1. 藉由表中簡單的相關係數檢定，本節欲要測試的全體董事持股比例與全體監察人持股比例和承銷價溢酬與市場溢酬雖都有正向相關，但為呈顯著的關係。
2. 在 Person 相關係數矩陣中，全體董事持股比例與全體監察人持股比例和承銷商聲譽相關係數分別為 0.09 與 0.11，皆呈現正向顯著關係，代表公司全體董事或全體監事持股較大時，在初次上市櫃時，會選擇承銷商聲譽較佳的承銷商承辦。

³¹ 此筆公司全體監察人持股比例與證券交易法的最低持股比例規定不符，為樣本中唯一筆資料與法定規定不符，其他公司最低的持股比例為 0.7%。證券交易法針對公開發行公司董、監事最低持股比例之相關規定如下：

公司實收資本額	董事持股最低成數	監察人持股最低成數
股本 3 億元以下之公司	15%	1.5%
股本 3 億~10 億元之公司	10%	1%
股本 10 億~20 億元之公司	7.5%	0.75%
股本 20 億元以上之公司	5%	0.5%

三、迴歸結果分析

表 4-6 係全體董事持股比例與全體監事持股比例分別對承銷價溢酬與市場溢酬的多元迴歸分析。在表內兩迴歸式中各自變數間的 VIF 值均小於 2，遠小於 10 的標準，所以兩模型並無共線性的問題，而模型三與模型四的 R^2 分別為 39.52%與 31.31%，調整後的 R^2 分別為 38.32%與 29.94%，兩模型 F 值皆達到顯著水準，可知模型解釋能力與配適度還不錯。我們將實證結果歸納如下幾點：

1. 本節主要檢定變數為 *InDir*（全體董事持股比例）與 *InSup*（全體監察人持股比例），在表 4-6 我們發現模型二中，全體董事持股比例對承銷價溢酬有正向顯著的關係，但全體監察人持股比例並未達顯著水準。模型四中，全體董事持股比例與全體監察人持股比例對市場溢酬皆未呈現顯著的關係。
2. 以模型三結果來看，根據我們的假說推論，當公司與承銷商在議定承銷價時，會因公司內部人士持股比例高低而決定議價時的高低，這在模型一的迴歸分析已證實，本節進一步的區分董事與監事持股，由表 4-6 可知此議價所產生的溢酬與全體董事的持股有正向顯著關係，但與監察人持股未呈顯著關係，這可能原因為公司在與承銷商協商時，董事參與整個決策的主要過程。

3. 在模型三與模型四中 *UND* (承銷商聲譽) 與 *CPA* (會計師聲譽)

對自變數的影響，與模型一與模型二的迴歸結果相似，控制變數也與預期符號一致且呈顯著關係。

表 4-4：董監事持股比例、承銷價溢酬與市場溢酬之敘述統計量

	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
<i>OFFP</i>	1.9918	1.5781	9.5006	0.2252	1.5006
<i>MKTP</i>	2.7568	1.8866	22.1528	0.1469	2.9053
<i>InDir</i>	32.7592	29.8100	78.5100	7.9900	14.1280
<i>InSup</i>	10.1547	4.6600	73.7200	0.0300	12.4335
<i>UND</i>	1.5887	2.0000	2.0000	0.0000	0.6468
<i>CPA</i>	0.8304	1.0000	1.0000	0.0000	0.3756
<i>EPS</i>	2.9947	2.4400	20.4600	-2.7000	2.7341
<i>Grow</i>	2.6926	0.3245	289.4464	-0.3333	16.6369
<i>Debt</i>	38.2498	37.6100	88.1900	1.8400	15.4906
<i>IND</i>	0.7232	1.0000	1.0000	0.0000	0.4479
<i>Size</i>	13.9942	13.8988	18.2689	12.1411	0.8961
<i>Mktop</i>	6036.7870	5797.9200	9854.9500	3636.9400	1451.2510
<i>Mktmp</i>	6083.1950	5797.9200	9854.9500	3636.9400	1486.7890

變數說明

OFFP：承銷價溢酬，
MKTP：市場溢酬，
InDir：全體董事持股比例，
InSup：全體監察人持股比例，
UND：承銷商聲譽，
CPA：會計師聲譽，
EPS：初次上市櫃前三年年底每股盈餘的平均數，
Grow：初次上市櫃前三年年底營收成長率的平均數，
Debt：初次上市櫃前一年年底負債比，
IND：電子業的虛擬變數，
Size：公司規模，
Mktop：初次上市櫃前兩月市場狀況，
Mktmp：初次上市櫃當月市場狀況。

表 4-5：董監事持股比例、承銷價溢酬與市場溢酬之 Pearson 相關係數

	<i>OFFP</i>	<i>MKTP</i>	<i>InDir</i>	<i>InSup</i>	<i>UND</i>	<i>CPA</i>	<i>EPS</i>	<i>Grow</i>	<i>Debt</i>	<i>IND</i>	<i>Size</i>	<i>Mktop</i>	<i>Mktmp</i>
<i>OFFP</i>	1.00												
<i>MKTP</i>	0.81(0.00) ***	1.00											
<i>InDir</i>	0.05(0.28)	0.03(0.50)	1.00										
<i>InSup</i>	0.04(0.33)	0.06(0.18)	0.45(0.00) ***	1.00									
<i>UND</i>	0.10(0.02) **	0.08(0.07) *	0.09(0.05) *	0.11(0.01) **	1.00								
<i>CPA</i>	0.12(0.01) **	0.09(0.03) **	-0.06(0.16)	-0.04(0.32)	-0.01(0.88)	1.00							
<i>EPS</i>	0.43(0.00) ***	0.34(0.00) ***	-0.04(0.34)	-0.06(0.15)	0.07(0.13)	-0.01(0.91)	1.00						
<i>Grow</i>	0.15(0.00) ***	0.11(0.02) **	-0.02(0.64)	0.03(0.50)	-0.05(0.27)	0.07(0.14)	0.01(0.74)	1.00					
<i>Debt</i>	-0.38(0.00) ***	-0.25(0.00) ***	0.07(0.12)	0.04(0.31)	-0.04(0.37)	-0.06(0.17)	-0.09(0.05) *	-0.06(0.15)	1.00				
<i>IND</i>	0.25(0.00) ***	0.24(0.00) ***	-0.06(0.14)	0.01(0.74)	0.10(0.03) **	0.27(0.00) ***	0.15(0.00) ***	0.09(0.04) **	-0.10(0.02) **	1.00			
<i>Size</i>	-0.14(0.00) ***	-0.12(0.00) ***	0.05(0.27)	0.13(0.00) ***	0.04(0.31)	0.07(0.11)	0.02(0.61)	0.13(0.00) ***	0.39(0.00) ***	0.01(0.74)	1.00		
<i>Mktop</i>	0.09(0.04) **	0.17(0.00) ***	0.09(0.05) *	0.11(0.01) **	-0.07(0.14)	-0.15(0.00) ***	-0.07(0.11)	-0.03(0.44)	0.08(0.07) *	-0.20(0.00) ***	0.07(0.11)	1.00	
<i>Mktmp</i>	0.04(0.33)	0.24(0.00) ***	0.10(0.02) **	0.12(0.01) **	-0.09(0.32)	-0.17(0.00) ***	-0.07(0.11)	-0.07(0.14)	0.05(0.22)	-0.16(0.00) ***	0.03(0.47)	0.84(0.00) ***	1.00

註：1. () 的數字代表 *P-Value* 2.*** 表示 *P* 值達 1% 之顯著水準；** 表示 *P* 值達 5% 之顯著水準；* 表示 *P* 值達 10% 之顯著水準。3. 表內變數代號分別為 *OFFP*：承銷價溢酬，*MKTP*：市場溢酬，*InDir*：全體董事持股比例，*InSup*：全體監察人持股比例，*UND*：承銷商聲譽，*CPA*：會計師聲譽，*EPS*：IPO 前三年平均每股盈餘，*Grow*：IPO 前三年平均營收成長率，*Debt*：IPO 前一年負債比，*IND*：電子業虛擬變數，*Size*：公司規模，*Mktop*：IPO 前兩月市場狀況，*Mktmp*：IPO 當月市場狀況。

表 4-6：董監事持股比例對承銷價溢酬與市場溢酬之迴歸分析

$$OFFP = a + b_1 InDir + b_2 InSup + b_3 UND + b_4 CPA + b_5 EPS + b_6 Grow + b_7 Debt + b_8 IND + b_9 Size + b_{10} Mktop + e \dots\dots\dots(3)$$

$$MKTP = a + b_1 InDir + b_2 InSup + b_3 UND + b_4 CPA + b_5 EPS + b_6 Grow + b_7 Debt + b_8 IND + b_9 Size + b_{10} Mktmp + e \dots\dots\dots(4)$$

模型三	預期符號	因變數	t 值	P 值	模型四	預期符號	因變數	t 值	P 值
Constant		1.9771	2.2239 **	0.0266	Constant		1.5088	0.8176	0.4140
InDir	+	0.0078	1.8648 *	0.0628	InDir	+	0.0045	0.5201	0.6032
InSup	+	0.0035	0.7274	0.4673	InSup	+	0.0100	1.0150	0.3106
UND	-	0.1462	1.7782 *	0.0760	UND	+	0.3059	1.7967 *	0.0730
CPA	+	0.3575	2.4508 **	0.0146	CPA	+	0.7393	2.4457 **	0.0148
EPS	+	0.2160	11.0982 ***	0.0000	EPS	+	0.3371	8.3911 ***	0.0000
Grow	+	0.0115	3.6014 ***	0.0003	Grow	+	0.0184	2.7725 ***	0.0058
Debt	-	-0.0296	-7.9381 ***	0.0000	Debt	-	-0.0322	-4.1837 ***	0.0000
IND	+	0.5337	4.2665 ***	0.0000	IND	+	1.2014	4.6871 ***	0.0000
Size	-	-0.1369	-2.1014 **	0.0361	Size	-	-0.3342	-2.4895 **	0.0131
Mktop	+	0.0002	5.2506 ***	0.0000	Mktmp	+	0.0006	8.4984 ***	0.0000
R ² 0.3952 調整後 R ² 0.3832 F 值 32.81*** D-W 值 2.00					R ² 0.3131 調整後 R ² 0.2994 F 值 22.88*** D-W 值 1.83				

註：1.*** 表示 P 值達 1%之顯著水準；**表示 P 值達 5%之顯著水準；*表示 P 值達 10%之顯著水準。2.VIF 值均未超過 2，表示本迴歸模型並無線性重合問題。
3.表內變數代號分別為 OFFP：承銷價溢酬，MKTP：市場溢酬，InDir：全體董事持股比例，InSup：全體監察人持股比例，UND：承銷商聲譽，CPA：會計師聲譽，EPS：IPO 前三年平均每股盈餘，Grow：IPO 前三年平均營收成長率，Debt：IPO 前一年負債比，IND：電子業虛擬變數，Size：公司規模，Mktop：IPO 前兩月市場狀況，Mktmp：IPO 當月市場狀況。

第三節 利害關係股東和承銷價溢酬與市場溢酬模型探討

此節將公司所有權結構中，較具利害關係之股東管理團隊、法人股東與家族股東區分出來進一步探討，以檢定此三種利害關係股東持股比例對承銷價溢酬與市場價格溢酬之關係，並於下節討論最大股東持比例的影響。

一、敘述統計量

公司利害關係股東其持股比例、承銷價溢酬與市場溢酬之敘述統計量如表 4-7 所示，提出下述幾點說明：

1. 在主要測試變數 *Mteam* (管理團隊)、*Insti* (法人持股) 與 *Family* (家族持股) 的敘述統計量中，我們可觀察三變數標準差均很大，而其中法人股東持股比例變數最大值為 83.20%，最小值為 0%，而標準差 18.66 為三者中最大，其標準差較大的可能原因為，若公司股權結構中存有法人股東時，因法人股東資金比自然人股東多，故其持股比例亦可能會較大，而相較於無法人持股的公司，造成此變數標準差較大。
2. 觀察法人股東持股比例與家族股東持股比例之平均值與中位數之差距，兩變數之差距頗大，顯示兩變數之樣本分布呈現部份持股比例異常大，而持股比例較小者樣本數多的情況。由兩變數平均

值分別為 16.32%與 12.19%來看，法人持股比例略高於家族持股比例，但整體來看平均值皆不高，顯示法人股東與家族股東在新上市櫃公司股權結構中，持股比例並無太大，但少部份公司存在異常高持股的情形。

3. *Mteam* 的變數係為總經理與各部門重要主管持股比例，此變數為自然人的持股比例，預期比例不會很大，但由敘述統計量中，發現最大值竟可高達 53.22%，最小值也有 0.05%，而平均值為 12.58%，中位數為 9.33%，其中由平均值來看，顯示整體樣本中管理團隊持股比例並不大。

二、Pearson 相關係數

表 4-8 為公司中具利害關係股東持股比例、承銷價溢酬與市場溢酬變數之 Pearson 相關係數，茲將觀察結果彙總如下：

1. 管理團隊持股比例和承銷價溢酬與市場溢酬皆呈現顯著的正相關，此與當初預期一致。而法人持股比例分別與兩個自變數呈正相關，但並未達到顯著的關係。
2. 在家族股東持股比例變數中，其和承銷價溢酬與市場溢酬相關係數分別為為-0.09 與-0.08，皆現負向顯著的關係，意味家族股東持

股大小和承銷價制定與市場投資人之評價，存在負向關係。

三、迴歸結果分析

表 4-9 係為公司股權結構中，具有利害關係股東分別對承銷價溢酬與市場溢酬之多元迴歸分析，表內兩迴歸模型中，各自變數間 VIF 值皆小於 2，顯示模型五、六並無共線性問題，而兩模型迴歸結果之 R^2 分別為 40.43%與 31.98%，調整後的 R^2 為 39.12%與 30.49%，兩迴歸模型解釋能力均高於之前迴歸模型，兩模型達顯著水準的 F 值，可知模型配適度還不錯。以下針對迴歸分析結果彙整如下：

1. 表 4-9 中可明顯觀察到，*Mteam*（管理團隊）和 *Insti*（法人股東）兩變數分別對承銷價溢酬與市場溢酬之迴歸分析結果，不論是在對承銷價溢酬或對市場溢酬，皆呈現顯著而且與預期符號一致的正向結果。當管理團隊持股多，意味其對公司未來營運與成長機會有正面看法，而法人持股較多也較能發揮監督與制衡之力量，使公司價值提昇。實證結果均支持管理團隊持股比例與法人持股比例對承銷價溢酬與市場溢酬為正向關係，亦代表公司股權結構中此兩種類型股東之持股比例對公司價值有正向影響。
2. 而家族股東持股比例在多元迴歸分析結果下，對承銷價溢酬和市場溢酬皆呈現負向不顯著的關係，其可能因公司為達到初次上市

櫃股權分散之規定，使傳統家族企業之股東持股集中之特性有被稀釋的可能，使得在與承銷商議價時並未形成強大主導之力量，也有可能此變數係加總董監事中具有二等親關係之股東，而此總值中可能包含兩個以上之家族成員，當公司家族族群複雜時，不易產生一致且同心的力量。

3. 承銷商聲譽與會計師聲譽對承銷價溢酬與市場溢酬的多元迴歸結果，與先前的結果相似，均達顯著水準，而承銷商聲譽對承銷價溢酬與預期符號不一致。表中也可發現控制變數與自變數皆與預期符號一致且達顯著的水準，與先前實證結果相似。

表 4-7：具利害關係股東持股、承銷價溢酬與市場溢酬之敘述統計量

	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
<i>OFFP</i>	1.9918	1.5781	9.5006	0.2252	1.5006
<i>MKTP</i>	2.7568	1.8866	22.1528	0.1469	2.9053
<i>Mteam</i>	12.5775	9.3300	53.2200	0.0500	10.8313
<i>Insti</i>	16.3166	9.5700	83.2000	0.0000	18.6631
<i>Family</i>	12.1940	5.7500	65.1700	0.0000	14.9172
<i>UND</i>	1.5887	2.0000	2.0000	0.0000	0.6468
<i>CPA</i>	0.8304	1.0000	1.0000	0.0000	0.3756
<i>EPS</i>	2.9947	2.4400	20.4600	-2.7000	2.7341
<i>Grow</i>	2.6926	0.3245	289.4464	-0.3333	16.6369
<i>Debt</i>	38.2498	37.6100	88.1900	1.8400	15.4906
<i>IND</i>	0.7232	1.0000	1.0000	0.0000	0.4479
<i>Size</i>	13.9942	13.8988	18.2689	12.1411	0.8961
<i>Mktop</i>	6036.7870	5797.9200	9854.9500	3636.9400	1451.2510
<i>Mktmp</i>	6083.1950	5797.9200	9854.9500	3636.9400	1486.7890

變數說明

- OFFP*：承銷價溢酬，
MKTP：市場溢酬，
Mteam：管理團隊持股比例總和，
Insti：法人股東持股比例總和，
Family：家族股東持股比例總和，
UND：承銷商聲譽，
CPA：會計師聲譽，
EPS：初次上市櫃前三年年底每股盈餘的平均數，
Grow：初次上市櫃前三年年底營收成長率的平均數，
Debt：初次上市櫃前一年年底負債比，
IND：電子業的虛擬變數，
Size：公司規模，
Mktop：初次上市櫃前兩月市場狀況，
Mktmp：初次上市櫃當月市場狀況。

表 4-8：具利害關係之股東持股、承銷價溢酬與市場溢酬之 Pearson 相關係數

	<i>OFFP</i>	<i>MKTP</i>	<i>Mteam</i>	<i>Insti</i>	<i>Family</i>	<i>UND</i>	<i>CPA</i>	<i>EPS</i>	<i>Grow</i>	<i>Debt</i>	<i>IND</i>	<i>Size</i>	<i>Mktop</i>	<i>Mktmp</i>
<i>OFFP</i>	1.00													
<i>MKTP</i>	0.81(0.00) ***	1.00												
<i>Mteam</i>	0.11(0.02) **	0.11(0.01) **	1.00											
<i>Insti</i>	0.05(0.26)	0.02(0.61)	-0.39(0.00) ***	1.00										
<i>Family</i>	-0.09(0.04) **	-0.08(0.07) *	0.38(0.00) ***	-0.31(0.00) ***	1.00									
<i>UND</i>	0.10(0.02) **	0.08(0.07) *	-0.04(0.35)	0.11(0.02) **	-0.02(0.69)	1.00								
<i>CPA</i>	0.12(0.01) **	0.09(0.03) **	-0.03(0.49)	-0.02(0.59)	-0.08(0.07) *	-0.01(0.88)	1.00							
<i>EPS</i>	0.43(0.00) ***	0.34(0.00) ***	0.15(0.00) ***	-0.12(0.01) **	-0.02(0.72)	0.07(0.13)	-0.01(0.91)	1.00						
<i>Grow</i>	0.15(0.00) ***	0.11(0.02) **	-0.09(0.04) **	0.07(0.11)	-0.06(0.15)	-0.05(0.27)	0.07(0.14)	0.01(0.74)	1.00					
<i>Debt</i>	-0.38(0.00) ***	-0.25(0.00) ***	-0.03(0.53)	0.03(0.57)	0.05(0.22)	-0.04(0.37)	-0.06(0.17)	-0.09(0.05) *	-0.06(0.15)	1.00				
<i>IND</i>	0.25(0.00) ***	0.24(0.00) ***	0.06(0.19)	0.04(0.34)	-0.23(0.00) ***	0.10(0.03) **	0.27(0.00) ***	0.15(0.00) ***	0.09(0.04) **	-0.10(0.02) **	1.00			
<i>Size</i>	-0.14(0.00) ***	-0.12(0.00) ***	-0.27(0.00) ***	0.24(0.00) ***	-0.11(0.01) **	0.04(0.31)	0.07(0.11)	0.02(0.61)	0.13(0.00) ***	0.39(0.00) ***	0.01(0.74)	1.00		
<i>Mktop</i>	0.09(0.04) **	0.17(0.00) ***	-0.01(0.85)	0.01(0.74)	0.04(0.32)	-0.07(0.14)	-0.15(0.00) ***	-0.07(0.11)	-0.03(0.44)	0.08(0.07) *	-0.20(0.00) ***	0.07(0.11)	1.00	
<i>Mktmp</i>	0.04(0.33)	0.24(0.00) ***	-0.02(0.59)	0.06(0.18)	0.04(0.42)	-0.09(0.32)	-0.17(0.00) ***	-0.07(0.11)	-0.07(0.14)	0.05(0.22)	-0.16(0.00) ***	0.03(0.47)	0.84(0.00) ***	1.00

註：1. () 的數字代表 *P-Value* 2.*** 表示 *P* 值達 1% 之顯著水準；** 表示 *P* 值達 5% 之顯著水準；* 表示 *P* 值達 10% 之顯著水準。3. 表內變數代號分別為 *OFFP*：承銷價溢酬，*MKTP*：市場溢酬，*Mteam*：管理團隊持股比例總和，*Insti*：法人股東持股比例總和，*Family*：家族股東持股比例總和，*UND*：承銷商聲譽，*CPA*：會計師聲譽，*EPS*：IPO 前三年平均每股盈餘，*Grow*：IPO 前三年平均營收成長率，*Debt*：IPO 前一年負債比，*IND*：電子業虛擬變數，*Size*：公司規模，*Mktop*：IPO 前兩月市場狀況，*Mktmp*：IPO 當月市場狀況。

表 4-9：具利害關係之股東持股對承銷價溢酬與市場溢酬之迴歸分析

$$OFFP = a + b_1 Mteam + b_2 Insti + b_3 Family + b_4 UND + b_5 CPA + b_6 EPS + b_7 Grow + b_8 Debt + b_9 IND + b_{10} Size + b_{11} Mktop + e \dots \dots (5)$$

$$MKTP = a + b_1 Mteam + b_2 Insti + b_3 Family + b_4 UND + b_5 CPA + b_6 EPS + b_7 Grow + b_8 Debt + b_9 IND + b_{10} Size + b_{11} Mktmp + e \dots \dots (6)$$

模型五	預期符號	因變數	t 值	P 值	模型六	預期符號	因變數	t 值	P 值
Constant		2.0716	2.2423 **	0.0254	Constant		0.8842	0.4586	0.6467
Mteam	+	0.0127	2.2342 **	0.0259	Mteam	+	0.0266	2.2649 **	0.0239
Insti	+	0.0104	3.3081 ***	0.0010	Insti	+	0.0110	1.6788 *	0.0938
Family	+	-0.0034	-0.8681	0.3858	Family	+	-0.0097	-1.1853	0.2364
UND	-	0.1511	1.8529 *	0.0645	UND	+	0.3288	1.9430 *	0.0526
CPA	+	0.3775	2.6005 ***	0.0096	CPA	+	0.7596	2.5193 **	0.0121
EPS	+	0.2168	11.0115 ***	0.0000	EPS	+	0.3291	8.0800 ***	0.0000
Grow	+	0.0115	3.6100 ***	0.0003	Grow	+	0.0188	2.8521 ***	0.0045
Debt	-	-0.0289	-7.7551 ***	0.0000	Debt	-	-0.0321	-4.1657 ***	0.0000
IND	+	0.4583	3.5752 ***	0.0004	IND	+	1.0678	4.0536 ***	0.0001
Size	-	-0.1462	-2.1552 **	0.0316	Size	-	-0.2991	-2.1358 **	0.0332
Mktop	+	0.0002	5.4877 ***	0.0000	Mktmp	+	0.0006	8.6923 ***	0.0000
R ² 0.4043	調整後 R ² 0.3912	F 值 30.91***	D-W 值 1.99		R ² 0.3198	調整後 R ² 0.3049	F 值 21.42***	D-W 值 1.82	

註：1.*** 表示 P 值達 1%之顯著水準；**表示 P 值達 5%之顯著水準；*表示 P 值達 10%之顯著水準。2.VIF 值均未超過 2，表示本迴歸模型並無線性重合問題。3. 表內變數代號分別為 OFFP：承銷價溢酬，MKTP：市場溢酬，Mteam：管理團隊持股比例總和，Insti：法人股東持股比例總和，Family：家族股東持股比例總和，UND：承銷商聲譽，CPA：會計師聲譽，EPS：IPO 前三年平均每股盈餘，Grow：IPO 前三年平均營收成長率，Debt：IPO 前一年負債比，IND：電子業虛擬變數，Size：公司規模，Mktop：IPO 前兩月市場狀況，Mktmp：IPO 當月市場狀況。

第四節 最大股東持股和承銷價溢酬與市場溢酬模型探討

當公司最大股東持股越高時，代表此股東在公司內的決策權相對較大，也因其持股最多相較於其他股東將會越關心公司價值，若此最大股東為法人股東，亦可能會在董監事席位上擁有兩席以上的安排，故在公司重要決策過程中，其佔有舉足輕重的角色，因此本節主要測試最大股東持股比例對承銷價制定與投資人初期評價是否具有影響力³²。

一、敘述統計量

由表 4-10 敘述統計量中發現，最大股東持股比例平均值為 18.76%，最大值為 98.30%，最小值為 2.02%，標準差為 12.55，顯示最大股東持股比例在樣本中分配極為不均，最大持股比例逼近百分百，而最小持股比例只有 2.02%，整體平均值比例並不高。

二、Pearson 相關係數

表 4-11 為最大股東持股比例分別和承銷價溢酬與市場溢酬之 Pearson 相關係數，我們可發現對最大股東持股對承銷價溢酬與市場

³² 將此最大股東持股比例對承銷價溢酬與市場溢酬另外使用模型測試，而不包含在模型五、六中，係因最大股東持股比例與法人持股之相關係數為 0.60（未列表），當自變數間相關係數過大，將使迴歸結果產生誤差。再者，最大股東持股比例係用來觀察其與承銷商在議價時，是否會因決策權大，而使承銷價訂出利於最大股東的情形，因此不考慮和其他檢定變數間的交互作用，但若考慮管理團隊、法人股東與家族持股等變數後，此最大股東持股比例變數的係數為 -0.012，*P* 值為 0.80（未列表），為負向不顯著的關係。

溢酬均為正向但未有顯著關係。

三、迴歸分析結果

表 4-12 為最大股東持股比例對承銷價溢酬與市場溢酬之多元迴歸分析結果，由模型七與模型八之迴歸結果，兩模型的 VIF 均小於 2，表示無線性重合的問題，而其 R^2 分別為 39.08%與 31.08%，調整後的 R^2 為 37.99%與 29.85%，兩模型解釋能力還不差，以模型七解釋能力較佳，而判斷模型配適度的 F 值呈現顯著的關係，代表兩模型配適度佳。

1. 模型七為驗證最大股東持股比例對承銷價溢酬之關係，迴歸結果係數為 0.0070 ($P\text{-Value}=0.0999$)，呈現正向顯著的關係，但僅達邊際顯著水準。此結論支持先前推論，當最大股東持股愈大時，在與承銷商議定承銷價，可能傾向訂出利於最大股東的高承銷價。
2. 當最大股東持股越大時，越能產生監督與制衡的力量，但也可能會因持股比例大，而作出損及公司整體目標的利己行為，故在模型八中，利用最大股東的持股比例來檢驗投資人初期評價是否受此因素影響，迴歸結果顯示最大股東持股比例對市場溢酬並未達顯著的水準，表示投資人在評價時，並不會因最大股東持股比例高而有所影響。

表 4-10：最大股東持股比例、市場溢酬與控制變數之敘述統計量

	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
<i>OFFP</i>	1.9918	1.5781	9.5006	0.2252	1.5006
<i>MKTP</i>	2.7568	1.8866	22.1528	0.1469	2.9053
<i>Large</i>	18.7557	15.1300	98.3000	2.0200	12.5521
<i>UND</i>	1.5887	2.0000	2.0000	0.0000	0.6468
<i>CPA</i>	0.8304	1.0000	1.0000	0.0000	0.3756
<i>EPS</i>	2.9947	2.4400	20.4600	-2.7000	2.7341
<i>Grow</i>	2.6926	0.3245	289.4464	-0.3333	16.6369
<i>Debt</i>	38.2498	37.6100	88.1900	1.8400	15.4906
<i>IND</i>	0.7232	1.0000	1.0000	0.0000	0.4479
<i>Size</i>	13.9942	13.8988	18.2689	12.1411	0.8961
<i>Mktop</i>	6036.7870	5797.9200	9854.9500	3636.9400	1451.2510
<i>Mktmp</i>	6083.1950	5797.9200	9854.9500	3636.9400	1486.7890

變數說明

OFFP：承銷價溢酬，

MKTP：市場溢酬，

Large：最大股東持股比例，

UND：承銷商聲譽，

CPA：會計師聲譽，

Size：公司規模，

EPS：初次上市櫃前三年年底每股盈餘的平均數，

Grow：初次上市櫃前三年年底營收成長率的平均數，

Debt：初次上市櫃前一年年底負債比，

IND：電子業的虛擬變數，

Mktop：初次上市櫃前兩月市場狀況，

Mktmp：初次上市櫃當月市場狀況。

表 4-11：最大股東持股比例、承銷價溢酬與市場溢酬與控制變數之 Pearson 相關係數

	<i>OFFP</i>	<i>MKTP</i>	<i>Large</i>	<i>UND</i>	<i>CPA</i>	<i>EPS</i>	<i>Grow</i>	<i>Debt</i>	<i>IND</i>	<i>Size</i>	<i>Mktop</i>	<i>Mktmp</i>
<i>OFFP</i>	1.00											
<i>MKTP</i>	0.81(0.00) ***	1.00										
<i>Large</i>	0.01(0.84)	0.01(0.89)	1.00									
<i>UND</i>	0.10(0.02) **	0.08(0.07) *	0.07(0.12)	1.00								
<i>CPA</i>	0.12(0.01) **	0.09(0.03) **	-0.06(0.17)	-0.01(0.88)	1.00							
<i>EPS</i>	0.43(0.00) ***	0.34(0.00) ***	-0.02(0.57)	0.07(0.13)	-0.01(0.91)	1.00						
<i>Grow</i>	0.15(0.00) ***	0.11(0.02) **	-0.01(0.76)	-0.05(0.27)	0.07(0.14)	0.01(0.74)	1.00					
<i>Debt</i>	-0.38(0.00) ***	-0.25(0.00) ***	0.10(0.02) **	-0.04(0.37)	-0.06(0.17)	-0.09(0.05) *	-0.06(0.15)	1.00				
<i>IND</i>	0.25(0.00) ***	0.24(0.00) ***	-0.03(0.51)	0.10(0.03) **	0.27(0.00) ***	0.15(0.00) ***	0.09(0.04) **	-0.10(0.02) **	1.00			
<i>Size</i>	-0.14(0.00) ***	-0.12(0.00) ***	0.17(0.00) ***	0.04(0.31)	0.07(0.11)	0.02(0.61)	0.13(0.00) ***	0.39(0.00) ***	0.01(0.74)	1.00		
<i>Mktop</i>	0.09(0.04) **	0.17(0.00) ***	0.07(0.31)	-0.07(0.14)	-0.15(0.00) ***	-0.07(0.11)	-0.03(0.44)	0.08(0.07) *	-0.20(0.00) ***	0.07(0.11)	1.00	
<i>Mktmp</i>	0.04(0.33)	0.24(0.00) ***	0.09(0.05) *	-0.09(0.32)	-0.17(0.00) ***	-0.07(0.11)	-0.07(0.14)	0.05(0.22)	-0.16(0.00) ***	0.03(0.47)	0.84(0.00) ***	1.00

註：1. () 的數字代表 *P-Value* 2.*** 表示 *P* 值達 1% 之顯著水準；** 表示 *P* 值達 5% 之顯著水準；* 表示 *P* 值達 10% 之顯著水準。3. 表內變數代號分別為 *OFFP*：承銷價溢酬，*MKTP*：市場溢酬，*Large*：最大股東持股比例，*UND*：承銷商聲譽，*CPA*：會計師聲譽，*EPS*：IPO 前三年平均每股盈餘，*Grow*：IPO 前三年平均營收成長率，*Debt*：IPO 前一年負債比，*IND*：電子業虛擬變數，*Size*：公司規模，*Mktop*：IPO 前兩月市場狀況，*Mktmp*：IPO 當月市場狀況。

表 4-12：最大股東持股比例對承銷價溢酬與市場溢酬之迴歸分析

$$OFFP = a + b_1 Large + b_2 UND + b_3 CPA + b_4 EPS + b_5 Grow + b_6 Debt + b_7 IND + b_8 Size + b_9 Mktop + e \dots\dots\dots(7)$$

$$MKTP = a + b_1 Large + b_2 UND + b_3 CPA + b_4 EPS + b_5 Grow + b_6 Debt + b_7 IND + b_8 Size + b_9 Mktmp + e \dots\dots\dots (8)$$

模型七	預期符號	因變數	t 值	P 值	模型八	預期符號	因變數	t 值	P 值
Constant		2.1698	2.4665 **	0.0140	Constant		1.4795	0.8110	0.4178
Large	+	0.0070	1.6481 *	0.0999	Large	±	0.0064	0.7315	0.4648
UND	-	0.1615	1.9703 **	0.0494	UND	+	0.3304	1.9521 *	0.0515
CPA	+	0.3540	2.4194 **	0.0159	CPA	+	0.7302	2.4133 **	0.0162
EPS	+	0.2143	11.0083 ***	0.0000	EPS	+	0.3338	8.3223 ***	0.0000
Grow	+	0.0117	3.6330 ***	0.0003	Grow	+	0.0186	2.8147 **	0.0051
Debt	-	-0.0295	-7.8936 ***	0.0000	Debt	-	-0.0323	-4.1914 ***	0.0000
IND	+	0.5291	4.2310 ***	0.0000	IND	+	1.2073	4.7196 ***	0.0000
Size	-	-0.1431	-2.1838 **	0.0294	Size	-	-0.3291	-2.4418 **	0.0150
Mktop	+	0.0002	5.4192 ***	0.0000	Mktmp	+	0.0006	8.6725 ***	0.0000
R ²	0.3908		調整後 R ²	0.3799	R ²	0.3108		調整後 R ²	0.2985
F 值	35.8504 ***		D-W 值	2.0136	F 值	25.2055 ***		D-W 值	1.8264

註：1.*** 表示 P 值達 1%之顯著水準；**表示 P 值達 5%之顯著水準；*表示 P 值達 10%之顯著水準。2.VIF 值均未超過 2，表示本迴歸模型並無線性重合問題。
 3. 表內變數代號分別為 OFFP：承銷價溢酬，MKTP：市場溢酬，Large：最大股東持股比例，UND：承銷商聲譽，CPA：會計師聲譽，EPS：IPO 前三年平均每股盈餘，Grow：IPO 前三年平均營收成長率，Debt：IPO 前一年負債比，IND：電子業虛擬變數，Size：公司規模，Mktop：IPO 前兩月市場狀況，Mktmp：IPO 當月市場狀況。

第五節 內部人士持股、管理團隊持股與初期報酬模型探討

一般學者在探討初次上市櫃相關議題時，通常會把初期報酬的現象納入探討，本文亦針對先前所使用的部份檢定變數納入新上市櫃公司之初期報酬模型中探討³³。

一、敘述統計量

表 4-13 為內部人士持股比例、管理團隊持股比例與初期報酬之敘述統計量，部份變數與前幾節一樣，本段只提出新增加之變數：

1. 在初次上市櫃公司之初期報酬中，平均值為 19.33%³⁴，最大值為 192.01%，最小值為-227.47%，標準差為 37.55，我們可很明顯的觀察到此初期報酬最大值、最小值差異性非常大，標準差亦相當高，代表新上市櫃公司之初期報酬在樣本中，分布非常不均。
2. 本節主要的測試變數為 *InAll*（內部人士持股比例）與 *Mteam*（管理團隊持股比例），其敘述統計量與前面幾節一樣。而在控制變數 *Grow*（營收成長率的平均數）、*Ratio*（中籤率）、*Bull*（多空頭）、*UND*（承銷商聲譽）、*CPA*（會計師聲譽）及 *IND*（產業虛擬變數）中，中籤率與多空頭為一般學者在探討初期報酬時常使用的控制

³³ 本節單只使用內部人士持股比例與管理團隊持股比例兩檢定變數，不納入法人持股比例、家族持股比例與最大股東持股比例，係因檢定結果並不理想，再者，此初期異常報酬非本文主要探討主題，故未列表說明。

³⁴ 本文使用的初期報酬計算方法，係參考金成隆、林修葳與洪郁珊（2003）的衡量方法，其初期報酬的平均值為 12.10%略小於本文的平均值，但其樣本期間為 1993 年至 1998 年四月。

變數，其中中籤率之平均值為 25.94³⁵，以本文的樣本期間觀察，台灣新上市櫃公司之中籤率有越來越高的傾向，代表投資人對於新上市櫃公司股票之搶購熱潮有下降趨勢。本文亦考量對初次上市櫃初期報酬具有重大影響的多空頭變數³⁶，其平均值為-0.50，中位數為-0.19，最大值為 29.69，最小值為-29.83，標準差為 8.09。而其他控制變數在先前模型中均曾使用過，本節將不再重複論述。

二、Pearson 相關係數

表 4-14 為內部人士持股比例、管理團隊持股比例與初期報酬之 Pearson 相關係數，由表中我們可發現管理團隊持股比例對初期報酬之相關係數 0.11 為正向顯著的相關，但內部人士持股比例對初期報酬為正相關，並未達顯著的水準。而控制變數中，中籤率與初期報酬呈現負向的顯著關係，其代表中籤率越低初期報酬越高，而多空頭變數與產業虛擬變數和初期報酬為均為正向顯著的關係。

三、迴歸結果分析

表 4-15 中為內部人士持股比例與管理團隊持股比例對新上市櫃

³⁵ 金成隆、林修葳與洪郁珊(2003)以1993年至1998年四月之平均中籤率為9.10%。陳軒基、葉秀娟與陳右超(2003)針對台灣初次上市櫃股票的研究中，作者彙整1980年至1995年之樣本中籤率平均值為3.99%，1995年至2000年之樣本中籤率平均值為21.95%，此平均值與本文平均值相似。

³⁶ 此多空頭變數與衡量方式，首次出現於金成隆、林修葳與洪郁珊(2003)的文章中，作者發現此變數為台灣初期報酬率重要的影響變數，作者文章中並未列出此變數的敘述統計量，故無法與茲比較。

公司初期報酬之多元迴歸分析，此模型中各自變數 VIF 值均小於 2，顯示模型並無線性重合問題，而模型九的 R^2 為 22.15% 與調整後的 R^2 為 20.92%，顯示模型解釋能力還不差， F 值達顯著水準，表模型配適度佳，將迴歸分析結果歸納如下：

1. 由表 4-15 中可清楚觀察到管理團隊持股比例對初期異常報酬係數 0.2670 為正向顯著關係，此結果令人驚訝，因此初期報酬之計算方法係以打開漲跌停板後之收盤價與承銷價之報酬率並考量市場報酬率後所計算而得。當管理團隊持股與初期異常報酬呈現正向顯著的關係時，加上先前實證結果發現，管理團隊持股比例對承銷價制定與市場評價均呈現正向顯著關係，此結果顯示管理團隊持股，具有傳遞公司價值之功能，亦意味投資人之評價水準高於承銷價制定水準。當管理團隊持股越大時，其代表對公司之向心力與所耗用的努力會有正面影響。再者，而其持有公司股份多時，也顯示對公司營運狀況之瞭解與對未來之信心。
2. 內部人士持股比例與承銷商聲譽對初期報酬為負向關係，雖符號與學者研究發現一致³⁷，但並未達顯著水準。
3. 在控制變數方面，中籤率、多空頭與產業虛擬變數對初期報酬係

³⁷金成隆、林修葳與洪郁珊（2003）探討無形資產、新股折價與內部人士持股關係之研究，文中使用內部人士持股比例為會計資訊不對稱對新股折價模型中的變數，在考慮多空頭時，係數達 5% 的負向顯著水準。

數分別為-0.3027、1.1356 與 9.6909，皆呈現與預期符號一致的顯著關係，此與一般學者對初期報酬之研究結果是相似的³⁸。

³⁸ 陳安琳、李文智與林文宗（1999）在探討折價幅度與代理成本時，使用電子業虛擬變數，其實證結果為正向顯著關係。陳軒基、葉秀娟與陳右超（2003）在探討台灣初次上市櫃股票的實證分析中，使用電子產業虛擬變數，在對初期折價幅度的迴歸結果，為正向顯著的關係，而中籤率對折價為負向顯著的關係。金成隆、林修葳與洪郁珊（2003）發現多空頭與折價具有顯著的正相關，而其他控制變數，中籤率對折價幅度為負向的顯著關係。

表 4-13：內部人士持股、管理團隊持股與初期報酬之敘述統計量

	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
<i>Uprice</i>	19.3256	10.5700	192.0100	-227.4700	37.5482
<i>InAll</i>	38.7140	36.9100	83.4500	10.2700	15.0924
<i>Mteam</i>	12.5775	9.3300	53.2200	0.0500	10.8313
<i>Grow</i>	2.6926	0.3245	289.4464	-0.3333	16.6369
<i>Ratio</i>	25.9390	3.4300	100.0000	0.1900	38.4033
<i>Bull</i>	-0.4990	-0.1900	29.9600	-29.8300	8.0911
<i>UND</i>	1.5887	2.0000	2.0000	0.0000	0.6468
<i>CPA</i>	0.8304	1.0000	1.0000	0.0000	0.3756
<i>IND</i>	0.7232	1.0000	1.0000	0.0000	0.4479

變數說明

Uprice：初期報酬，

UND：承銷商聲譽，

InAll：內部人士持股比例總和，

CPA：會計師聲譽，

Mteam：管理團隊持股比例總和，

IND：電子業的虛擬變數

Ratio：中籤率，

Grow：初次上市櫃前三年年底營收成長率的平均數。

Bull：多空頭，

表 4-14：內部人士持股、管理團隊與初期報酬之 Pearson 相關係數

	<i>Uprice</i>	<i>InAll</i>	<i>Mteam</i>	<i>Grow</i>	<i>Ratio</i>	<i>Bull</i>	<i>UND</i>	<i>CPA</i>	<i>IND</i>
<i>Uprice</i>	1.00								
<i>InAll</i>	-0.02(0.70)	1.00							
<i>Mteam</i>	0.11(0.02) **	0.08(0.06) *	1.00						
<i>Grove</i>	0.02(0.67)	-0.03(0.45)	-0.09(0.04) **	1.00					
<i>Ratio</i>	-0.38(0.00) ***	-0.03(0.50)	-0.06(0.14)	-0.02(0.63)	1.00				
<i>Bull</i>	0.29(0.00) ***	0.03(0.51)	0.03(0.54)	-0.11(0.01) **	-0.14(0.00) ***	1.00			
<i>UND</i>	0.01(0.76)	0.08(0.09) *	-0.04(0.35)	-0.05(0.27)	-0.03(0.46)	0.04(0.40)	1.00		
<i>CPA</i>	0.00(0.93)	-0.05(0.24)	-0.03(0.49)	0.07(0.14)	0.00(0.92)	-0.01(0.89)	-0.01(0.89)	1.00	
<i>IND</i>	0.21(0.00) ***	-0.14(0.00) ***	0.06(0.19)	0.09(0.04) **	-0.28(0.00) ***	0.02(0.62)	0.10(0.03) **	0.27(0.00) ***	1.00

註：1. () 的數字代表 *P-Value* 2.*** 表示 *P* 值達 1% 之顯著水準；** 表示 *P* 值達 5% 之顯著水準；* 表示 *P* 值達 10% 之顯著水準。3. 表內變數代號分別為 *Uprice*：初期報酬，*InAll*：內部人士持股，*Mteam*：管理團隊持股，*Grow*：IPO 前三年平均營收成長率，*Ratio*：中籤率，*Bull*：多空頭，*UND*：承銷商聲譽，*CPA*：會計師聲譽，*IND*：電子業的虛擬變數。

表 4-15：內部人士持股與管理團隊持股對初期報酬之迴歸分析

$$Uprice = a + b_1 InAll + b_2 Mteam + b_3 Grow + b_4 Ratio + b_5 Bull + b_6 UND + b_7 CPA + b_8 IND + e \dots\dots\dots (9)$$

模型九	預期 符號	因變數 <i>Uprice</i>	<i>t</i> 值	<i>P</i> 值
<i>Constant</i>		22.7422	3.2569 ***	0.0012
<i>InAll</i>	—	-0.0575	-0.5754	0.5653
<i>Mteam</i>	+	0.2670	1.9315 *	0.0540
<i>Grow</i>	+	0.0825	0.9141	0.3611
<i>Ratio</i>	+	-0.3027	-7.4353 ***	0.0000
<i>Bull</i>	—	1.1356	6.1227 ***	0.0000
<i>UND</i>	—	-0.6291	-0.2721	0.7857
<i>CPA</i>	—	-2.8361	-0.6923	0.4891
<i>IND</i>	+	9.6809	2.6460 ***	0.0084
<i>R</i> ²	0.2215		調整後 <i>R</i> ²	0.2092
<i>F</i> 值	17.9284 ***		<i>D-W</i> 值	1.5787

註：

1. *** 表示 *P* 值達 1% 之顯著水準；** 表示 *P* 值達 5% 之顯著水準；* 表示 *P* 值達 10% 之顯著水準。
2. 表內各模型自變數間，*VIF* 值均未超過 2，表示本迴歸模型並無線性重合問題。
3. 模型中各變數代號分別為 *Uprice*：初期報酬，*InAll*：內部人士持股，*Mteam*：管理團隊持股，*Grow*：IPO 前三年平均營收成長率，*Ratio*：中籤率，*Bull*：多空頭，*UND*：承銷商聲譽，*CPA*：會計師聲譽，*IND*：電子業的虛擬變數。

第六節 實證結果健全性分析 (Robustness Checks)

本節為實證結果健全性分析，其係為求實證分析的周延性與穩定性，將進一步額外做一些分析，包含考慮溢折價情況、掛牌市場差異、承銷制度差異與初期報酬使用其他衡量方式。

一、考慮溢折價之情況³⁹

發行公司在初次上市櫃時，初期都會產生折價現象⁴⁰，本研究樣本中有 352 家公司在初次上市櫃時有折價情形，約佔總樣本的 68.42%，顯示樣本中折價與溢價情況各佔總樣本比重皆很大，而以折價情況比率較高。若發行公司在上市櫃初期發生溢價情況，即代表公司在新上市櫃初期市場股價即跌破承銷價，若溢價程度越大則意味股價一直以跌停板方式下挫，亦顯示市場投資人認對公司未來前景並不看好，或認為公司承銷價被高估，而不願以高於承銷價的價格成交。

在樣本分析中，發現樣本中溢折價情況佔整體樣本比率皆很大，故將樣本區分為溢價樣本群與折價樣本群，利用 t 檢定驗證兩樣本群之承銷價溢酬與市場溢酬平均值是否有顯著得不同，旨在觀察溢價或

³⁹ 此折溢價與模型九中初期報酬意思一致，單只是描述方式不同，當初期報酬為正時，則為折價情形；反之為溢價情形。

⁴⁰ 在國外研究中，折價幅度多寡會伴隨著後續現金增資的頻率，許多學者認為公司利用承銷價低估來傳遞公司品質高低的訊號，Allen and Faulhaber (1989)、Welch (1989)、Grinblatt and Hwang (1989)、與 Chemmanur (1993) 均認為新股折價程度為事後續辦理增資的重要資訊。即代表當新上市櫃公司新股折價越大時，後續辦理現金增資的可能性會越大。

折價情況下，承銷價制定與投資人初期評價是否有不同。表 4-16 為溢折價樣本群中，承銷價溢酬與市場溢酬之平均值 t 檢定的結果，我們可明顯發現在承銷價制定方面，溢價樣本群與折價樣本群之承銷價制定具有顯著不同的平均值，其中以折價樣本群承銷價制定有較高的情形。而在投資人初期評價方面，在溢價與折價樣本群中，市場溢酬之平均值具有顯著的不同，其中以折價樣本群下，投資人初期平均值評價遠超過溢價樣本群平均值。

藉由溢折價樣本群中，承銷價溢酬與市場溢酬平均值之 t 檢定，我們可以發現在折價與溢價情況下，承銷價制定與投資人初期評價具有顯著的不同。為了進一步觀察在折價或在溢價情況下，內部人士持股、利害關係股東持股與最大股東持股對承銷價制定與投資人初期評價是否具有影響，將溢折價虛擬變數納入模型交乘項中。

表 4-17 為股權結構與溢折價虛擬變數交乘項對承銷價溢酬與市場溢酬之迴歸結果，表中為各解釋變數對承銷價溢酬與市場溢酬之迴歸結果，可清楚發現主要的檢定變數 *InAll*（內部人士持股比例）、*Mteam*（管理團隊持股比例）、*Insti*（法人股東持股比例）與 *Family*（家族股東持股比例）在溢折價虛擬變數交乘作用下之結果，其中在折價情況下，除家族股東持股對市場溢酬呈現負向顯著關係外，其他迴歸結果與先前檢驗結果相似，但在溢價情況下，各檢定變數對因變

數則均呈不顯著的關係。此結果顯示雖然先前迴歸結果證實，當全體董事持股較高、管理團隊持股較多與法人持股較大時，都會使承銷價制定較高，但發行公司與承銷商並不會無限制的制定高承銷價，以避免承銷價高於投資人願意承購的價位，而產生 IPO 初期溢價情況。

在表 4-17 結果中意外發現，在折價情況下，當家族股東持股越大，對市場投資人之初期評價呈現負向顯著關係，間接支持家族股東持股對市場初期評價具有不利之關係。另外，在折價情況下，管理團隊持股與法人持股對市場初期評價，與先前結論一致，為正向顯著關係，且係數顯著性均有大幅的增加。

表 4-18 為最大股東持股與溢折價虛擬變數交乘項對承銷價溢酬與市場溢酬之迴歸分析。當在折價情況下，最大股東持股比例對承銷價溢酬呈現顯著的正相關，此與先前結果一致。但在溢價情況下，最大股東持股比例對市場溢酬呈現負向顯著關係，其意味當新上市櫃公司市價跌破承銷價時，最大股東持股比例越大時，會使投資人負面評價加劇，間接支持最大股東持股對市場投資人初期評價存有負面關係。但在折價情況下，呈現正向關係但未落入 10% 顯著水準 ($P-Value=0.1033$)。

表 4-16：溢折價樣本群中承銷價溢酬與市場溢酬平均值之 *t* 檢定

變數名稱	樣本數	平均值	標準差	<i>t</i> 統計值	<i>P</i> -Value
承銷價制定					
<i>OFFP_D</i>	352	2.1132	1.5860	2.7264***	0.0066
<i>OFFP_P</i>	161	1.7263	1.2587		
投資人初期評價					
<i>MKTP_D</i>	352	3.3253	3.2763	6.8403***	0.0000
<i>MKTP_P</i>	161	1.5138	1.0941		

註：1. *** 表示 *P* 值達 1% 之顯著水準；** 表示 *P* 值達 5% 之顯著水準；* 表示 *P* 值達 10% 之顯著水準。

2. 表內變數代號分別為 *OFFP_D* 為折價樣本群之承銷價溢酬，*OFFP_P* 為溢價樣本群之承銷價溢酬，*MKTP_D* 為折價樣本群市場溢酬，*MKTP_P* 為溢價樣本群市場溢酬。

表 4-17：股權結構考慮溢折價虛擬變數交乘項之迴歸結果

自變數	因變數		因變數	
	<i>OFFP</i>	<i>OFFP</i>	<i>MKTP</i>	<i>MKTP</i>
<i>Constant</i>	1.9164 (0.03) **	2.0122 (0.03) **	1.4932 (0.41)	1.4932 (0.59)
<i>InAll * Ddis</i>	0.0073 (0.04) **		0.0083 (0.27)	
<i>Mteam * Ddis</i>		0.0182 (0.00) ***		0.0479 (0.00) ***
<i>Insti * Ddis</i>		0.0116 (0.00) ***		0.0167 (0.02) **
<i>Family * Ddis</i>		-0.0066 (0.15)		-0.0160 (0.08) *
<i>InAll * Dpre</i>	0.0049 (0.24)		-0.0129 (0.13)	
<i>Mteam * Dpre</i>		0.0020 (0.81)		-0.0127 (0.47)
<i>Insti * Dpre</i>		0.0077 (0.11)		-0.0011 (0.92)
<i>Family * Dpre</i>		0.0035 (0.62)		0.0013 (0.93)
<i>UND</i>	0.1526 (0.06) *	0.1536 (0.06) *	0.2937 (0.08) *	0.2869 (0.09) *
<i>CPA</i>	0.3450 (0.02) **	0.3624 (0.01) **	0.7250 (0.02) **	0.6811 (0.02) **
<i>EPS</i>	0.2136 (0.00) ***	0.2154 (0.00) ***	0.3232 (0.00) ***	0.3201 (0.00) ***
<i>Grow</i>	0.0116 (0.00) ***	0.0114 (0.00) ***	0.0180 (0.01) **	0.0180 (0.01) **
<i>Debt</i>	-0.0295 (0.00) ***	-0.0292 (0.00) ***	-0.0317 (0.00) ***	-0.0328 (0.00) ***
<i>IND</i>	0.5393 (0.00) ***	0.4356 (0.01) **	1.0761 (0.00) ***	0.9204 (0.00) ***
<i>Size</i>	-0.1287(0.05) *	-0.1361 (0.05) *	-0.2811 (0.03) **	-0.2497 (0.07) *
<i>Mkt</i>	0.0002 (0.00) ***	0.0002 (0.00) ***	0.0006 (0.00) ***	0.0000 (0.00) ***
<i>R</i> ²	0.3928	0.4094	0.3273	0.3273
調整後 <i>R</i> ²	0.3807	0.3928	0.3139	0.3139
<i>D-W</i> 值	2.0103	2.9980	1.8546	1.8546
<i>F</i> 值	32.4726 ***	24.6627 ***	24.4214 ***	24.4214 ***

註：1. () 為 *P* 值，*** 表示 *P* 值達 1% 之顯著水準；** 表示 *P* 值達 5% 之顯著水準；* 表示 *P* 值達 10% 之顯著水準。

2. 表內各模型自變數間，*VIF* 值均未超過 2，表示本表迴歸模型並無線性重合問題。

3. 表內變數代號分別為 *OFFP*：承銷價溢酬，*MKTP*：市場溢酬，*InAll*：內部人士持股，*Mteam*：管理團隊持股比例總和，*Insti*：法人股東持股比例總和，*Family*：家族股東持股比例總和，*UND*：承銷商聲譽，*CPA*：會計師聲譽，*EPS*：IPO 前三年平均每股盈餘，*Grow*：IPO 前三年平均營收成長率，*Debt*：IPO 前一年負債比，*IND*：電子業虛擬變數，*Size*：公司規模，*Ddis* 為折價之虛擬變數，當折價發行時給 1，反之給 0。*Dpre* 為溢價之虛擬變數，當溢價發行時給 1，反之給 0。*Mkt* 為自變數對應的市場狀況，當自變數為承銷價溢酬時，以上市櫃前兩個月的台灣加權股價指數；當為市場溢酬時，以上市櫃當月的台灣加權股價指數。

表 4-18：最大股東持股考慮溢折價虛擬變數交乘項後之迴歸結果

自變數	因變數	
	<i>OFFP</i>	<i>MKTP</i>
<i>Constant</i>	2.1430(0.0151) **	1.5377(0.3947)
<i>Large * Ddis</i>	0.0085(0.0523) *	0.0147(0.1033)
<i>Large * Dpre</i>	0.0011(0.8541)	-0.0237(0.0549) *
<i>UND</i>	0.1547(0.0598) *	0.2863(0.0889) *
<i>CPA</i>	0.3594(0.0143) **	0.7374(0.0141) **
<i>EPS</i>	0.2134(0.0000) ***	0.3281(0.0000) ***
<i>Grow</i>	0.0116(0.0003) ***	0.0181(0.0059) **
<i>Debt</i>	-0.0294(0.0000) ***	-0.0316(0.0000) ***
<i>IND</i>	0.5013(0.0001) ***	1.0609(0.0000) ***
<i>Size</i>	-0.1355(0.0398) **	-0.2893(0.0311) **
<i>Mkt</i>	0.0002(0.0000) ***	0.0006(0.0000) ***
R^2	0.3931	0.3442
調整後 R^2	0.3810	0.3157
<i>D-W</i> 值	2.0127	1.8419
<i>F</i> 值	32.5157 ***	18.6682 ***

註：1. () 為 *P* 值，*** 表示 *P* 值達 1% 之顯著水準；** 表示 *P* 值達 5% 之顯著水準；* 表示 *P* 值達 10% 之顯著水準。

2. 各模型自變數間，*VIF* 值均未超過 2，表示本表迴歸模型並無線性重合問題。

3. 表內變數代號分別為 *OFFP*：承銷價溢酬，*MKTP*：市場溢酬，*Large*：最大股東持股，*UND*：承銷商聲譽，*CPA*：會計師聲譽，*EPS*：IPO 前三年平均每股盈餘，*Grow*：IPO 前三年平均營收成長率，*Debt*：IPO 前一年負債比，*IND*：電子業虛擬變數，*Size*：公司規模 *Ddis* 為折價之虛擬變數，當折價發行時給 1，反之給 0。*Dpre* 為溢價之虛擬變數，當溢價發行時給 1，反之給 0。*Mkt* 為自變數對應的市場狀況，當自變數為承銷價溢酬時，以上市櫃前兩個月的台灣加權股價指數；當為市場溢酬時，以上市櫃當月的台灣加權股價指數。

二、考慮掛牌市場差異

近年來我國的證券市場中，店頭市場迅速竄起，在民國 83 年 11 月原屬台北市證券商業同業公會之櫃檯買賣中心正式脫離公會組織成「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心」，我國店頭市場自此邁入新的里程碑，改制後的櫃檯買賣中心，無論在上櫃家數、成交值皆大幅成長，儼然是一新興市場，與集中交易市場形成相互映襯之局面⁴¹。在我國店頭市場為許多公司在正式掛牌上市前的踏板，在 1999 年至 2003 年的樣本中，有 118 家公司先行上櫃，於一段時日後再行掛牌上市，其約佔總樣本的 23%，其中資訊電子業就佔有 88 家。故本節將先前模型中納入掛牌市場虛擬變數⁴²，以觀察在店頭市場掛牌與在集中市場掛牌是否會影響先前之結論，並檢驗掛牌市場虛擬變數對承銷價制定與市場投資人初期評價是具否有影響。

表 4-19 為納入掛牌市場為自變數後之迴歸結果，表中掛牌虛擬變數對承銷價溢酬呈現顯著正向相關，但對市場溢酬不存在顯著關係，代表承銷商與發行公司議定承銷價時，掛牌市場因素會被納入考量，但對投資人之初期評價並不會產生影響。而檢定變數與控制變數和先前迴歸結果一致，顯示本文結論堪稱穩健。

⁴¹ 此部份參考黃婷鈺（1998）探討影響承銷價格相關因素之研究。

⁴² 前文模型一至模型八均未將此掛牌市場虛擬變數納入考量，係因納入此變數對於各迴歸模型之解釋能力並沒有太大貢獻，均增加不到 1% 的判定係數，為讓模型更精簡，只於本節納入模型。

表 4-19：股權結構考慮掛牌市場後之迴歸結果

自變數	因變數		因變數	
	<i>OFFP</i>	<i>OFFP</i>	<i>MKTP</i>	<i>MKTP</i>
<i>Constant</i>	2.7402 (0.00) ***	2.9349 (0.00) ***	2.0075 (0.31)	1.6190 (0.44)
<i>InAll</i>	0.0075 (0.04) **		0.0031 (0.67)	
<i>Mteams</i>		0.0122 (0.03) **		0.0262 (0.03) **
<i>Instis</i>		0.011 (0.00) ***		0.0112 (0.09) *
<i>Family</i>		-0.0037 (0.35)		-0.0100 (0.23)
<i>UND</i>	0.1409 (0.09) *	0.1372 (0.09) *	0.3213 (0.06) *	0.3173 (0.06) *
<i>CPA</i>	0.3159 (0.03) **	0.3533 (0.02) **	0.6975 (0.02) **	0.7394 (0.01) **
<i>EPS</i>	0.2117 (0.00) ***	0.2144 (0.00) ***	0.3310 (0.00) ***	0.3270 (0.00) ***
<i>Grow</i>	0.0112 (0.00) ***	0.0111 (0.00) ***	0.0182 (0.01) **	0.0185 (0.01) **
<i>Debt</i>	-0.0281 (0.00) ***	-0.0274 (0.00) ***	-0.0309 (0.00) ***	-0.0308 (0.00) ***
<i>IND</i>	0.5670 (0.00) ***	0.4650 (0.00) ***	1.2256 (0.00) ***	1.0722 (0.00) ***
<i>Size</i>	-0.2006 (0.01) **	-0.2155 (0.00) ***	-0.3735 (0.01) **	0.3577 (0.02) **
<i>Mkt</i>	0.0002 (0.00) ***	0.0000 (0.00) ***	0.0007 (0.00) ***	0.0007 (0.00) ***
<i>MTD</i>	0.3432 (0.03) **	0.3339 (0.03) **	0.2871 (0.38)	0.2850 (0.38)
<i>R</i> ²	0.3976	0.4097	0.3113	0.3209
調整後 <i>R</i> ²	0.3856	0.3955	0.2976	0.3046
<i>D-W</i> 值	1.9914	1.9816	1.8169	1.8133
<i>F</i> 值	33.1336 ***	28.9171 ***	22.6925 ***	19.6886 ***

註：1. () 為 *P* 值，*** 表示 *P* 值達 1% 之顯著水準；** 表示 *P* 值達 5% 之顯著水準；* 表示 *P* 值達 10% 之顯著水準。

2. 表內各模型自變數間，*VIF* 值均未超過 2，表示本表迴歸模型並無線性重合問題。

3. 表內變數代號分別為 *OFFP*：承銷價溢酬，*MKTP*：市場溢酬，*InAll*：內部人士持股，*Mteam*：管理團隊持股比例總和，*Insti*：法人股東持股比例總和，*Family*：家族股東持股比例總和，*UND*：承銷商聲譽，*CPA*：會計師聲譽，*EPS*：IPO 前三年平均每股盈餘，*Grow*：IPO 前三年平均營收成長率，*Debt*：IPO 前一年負債比，*IND*：電子業虛擬變數，*Size*：公司規模，*Mkt* 為自變數對應的市場狀況，當自變數為承銷價溢酬時，以上市櫃前兩個月的台灣加權股價指數；當為市場溢酬時，以上市櫃當月的台灣加權股價指數。*MTD* 為初次上市櫃公司掛牌市場的虛擬變數，若掛牌市場為集中交易市場的公司，虛擬變數為 1；若掛牌市場為店頭市場的公司，虛擬變數為 0。

三、考慮初次上市櫃承銷制度差異

在發行公司初次上市櫃之公開承銷，如以已發行股份(俗稱老股)提出銷售者適用競價拍賣之方式承銷，而發行新股或發行老股皆可適用公開申購之方式。但近年來初次上市櫃公司採競價拍賣方式有逐年下降的趨勢，採競價拍賣之公司約只佔本文總樣本 5.65%，為使本文結論更趨於穩健，將初次上市櫃公司之承銷制度納入本文模型中，以觀察承銷制度不同所產生的影響。

表 4-20 為先前模型納入承銷制度虛擬變數後之迴歸結果⁴³，表中虛擬變數只在對市場溢酬時呈顯著的正相關，代表當發行公司採競價拍賣公開承銷時，市場投資人初期評價將越大。其他主要檢定變數，除了法人持股變數 ($P-Value=0.11$) 未落入 10%顯著水準外，其他變數之顯著性與先前迴歸結果相似，結果尚稱穩健。

我國在民國 84 年 3 月間頒佈競價拍賣之承銷新制，其部份用意在於使參加競價之機構法人，因其較有能力事先針對投標的合理價格予以衡量判斷，故當用此方式承銷之價格將更具市場敏感性⁴⁴。以表 4-20 迴歸結果中，法人持股變數對承銷價溢酬具有顯著的正相關，但在對市場溢酬卻未存在顯著關係，其可能原因為當法人機構在競價時，已

⁴³ 前文模型一至模型八均未將此承銷虛擬變數納入考量，係因納入此變數對於各迴歸模型之解釋能力並沒有太大的貢獻，均增加不到 1%判定係數，為讓模型更精簡，故單於此節納入模型中。

⁴⁴ 此部份參考程文萱 (1998) 針對我國承銷新制之探討論述。

將市場價值合理反應在承銷價中，故對市場溢酬之影響將較小。

表 4-20：考慮承銷方式後之迴歸結果

自變數	因變數		因變數	
	OFFP	OFFP	MKTP	MKTP
<i>Constant</i>	2.1295(0.02) **	2.2648(0.02) **	2.1113(0.25)	1.6753(0.39)
<i>InAll</i>	0.0067(0.06) *		0.0024(0.75)	
<i>Mteams</i>		0.0125(0.03) **		0.0259(0.03) **
<i>Instis</i>		0.0103(0.00) ***		0.0103(0.11)
<i>Family</i>		-0.0035(0.37)		-0.0100(0.22)
<i>UND</i>	0.1627(0.05) *	0.1578(0.05) *	0.3576(0.03) **	0.3531(0.04) **
<i>CPA</i>	0.3398(0.02) **	0.3756(0.01) **	0.7098(0.02) **	0.7494(0.01) **
<i>EPS</i>	0.2124(0.00) ***	0.2147(0.00) ***	0.3248(0.00) ***	0.3206(0.00) ***
<i>Grow</i>	0.01165(0.00) ***	0.0115(0.00) ***	0.0185(0.00) ***	0.0187(0.00) ***
<i>Debt</i>	-0.0291(0.00) ***	-0.0284(0.00) ***	-0.0302(0.00) ***	-0.0302(0.00) ***
<i>IND</i>	0.5513(0.00) ***	0.4547(0.00) ***	1.2115(0.00) ***	1.0632(0.00) ***
<i>Size</i>	-0.1453(0.03) **	-0.1577(0.02) **	-0.3673(0.01) **	-0.3489(0.01) **
<i>Mkt</i>	0.0002(0.00) ***	0.0002(0.00) ***	0.0001(0.00) ***	0.0006(0.00) ***
<i>Dummy</i>	0.3334(0.16)	0.3092(0.18)	1.2770(0.01) **	1.2486(0.01) **
R^2	0.3943	0.4064	0.3199	0.3290
調整後 R^2	0.3823	0.3921	0.3063	0.3129
<i>D-W</i> 值	2.0123	2.0006	1.8438	1.8394
<i>F</i> 值	32.6832 ***	28.5225 ***	23.6119 ***	20.4342 ***

註：1. 表內變數代號分別為 *OFFP*：承銷價溢酬，*MKTP*：市場溢酬，*InAll*：內部人士持股，*Mteam*：管理團隊持股比例總和，*Insti*：法人股東持股比例總和，*Family*：家族股東持股比例總和，*UND*：承銷商聲譽，*CPA*：會計師聲譽，*EPS*：IPO 前三年平均每股盈餘，*Grow*：IPO 前三年平均營收成長率，*Debt*：IPO 前一年負債比，*IND*：電子業虛擬變數，*Size*：公司規模。*Mkt* 為自變數對應的市場狀況，當自變數為承銷價溢酬時，以上市櫃前兩個月的台灣加權股價指數；當為市場溢酬時，以上市櫃當月的台灣加權股價指數。*Dummy* 為初次上市櫃公司承銷方式的虛擬變數，若初次上市櫃時承銷方式採競價拍賣方式時，虛擬變數為 1；若承銷方式採公開申購方式時，虛擬變數為 0。

2. () 為 *P* 值，*** 表示 *P* 值達 1% 之顯著水準；** 表示 *P* 值達 5% 之顯著水準；* 表示 *P* 值達 10% 之顯著水準。

3. 表內各模型自變數間，*VIF* 值均未超過 2，表示本表迴歸模型並無線性重合問題。

四、初期報酬使用其他衡量方式

新上市櫃的初期報酬，本文係採納金成隆、林修葳與洪郁珊（2003）的衡量方式，為了求本文結論的穩定，亦採用國內一般學者常使用的衡量方式計算⁴⁵，其計算方式如下：

$$Uprice = \frac{P_t - P_0}{P_0} * 100$$

其中 $Uprice$ 為初期報酬， P_t 為第 t 天漲跌停板打開日之收盤價， P_0 為承銷價。

當使用此衡量初期報酬，必須額外將市場因素列入考量，因此方法未考慮到市場報酬之影響⁴⁶，陳安琳、李文智與林宗源（1999）文中提到，當公司在多頭市場上市時，其初期報酬可能包含折價發行與市場波動因素，而使得初期報酬提高；反之亦然，故在研究中加入市場報酬以控制市場波動對初期報酬的影響。因此本小節測試中，在自變數中多增加市場報酬的變數，此變數係指初次上市櫃當月份產業報酬率。

⁴⁵ 國外學者對於折價的計算方式皆採用 IPO 首日的收盤價與承銷價計算溢折價，但我國因有漲跌停板限制，故有作部份修正，例如陳安琳、李文智與林宗源（1999），陳軒基、葉秀娟與陳右超（2003）使用此方法。其他衡量方式計有林象山（1995）與林象山、霍熾榮與林郁雯（1998）以 $\log(P_t / P_0)$ 計算初期報酬，其中 P_0 為承銷價， P_t 為停止漲跌停板之收盤價。還有俞海琴與洪方筑（1997）以新上市櫃後成交量有顯著放大之第一日為股票真實價格，利用(股票真實價值-承銷價)/承銷價為折價計算方式，而此交易量顯著放大日係指成交量出現四位數時，此時價格與市場投資人心目中理想價位接近。林象山與許清華（1997）將調整後折價幅度定義為折價幅度減去蜜月期間股價指數變動百分比，即 $\log(P_t / P_0) - \log(MKT_t / MKT_0)$ ，其中 P_0 為承銷價， P_t 為停止漲跌停板之收盤價， MKT_t 及 MKT_0 為相對應於 P_t 及 P_0 的加權股價指數。

⁴⁶ 本文中使用的初期報酬衡量方式有考量到產業報酬的影響，在計算初期報酬時，即將市場報酬率先行刪除，但當使用此衡量初期報酬方式卻未考量產業報酬的影響。

表 4-21 為迴歸結果彙整，我們可發現管理團隊持股對初期報酬依然呈現顯著的正相關，而內部人士持股仍然未達顯著水準，但顯著性有提高，承銷商聲譽與會計師聲譽依然未落入顯著水準，本節實證結果與先前結果相似，結果尚稱穩健。

表 4-21：內部人士與管理團隊對重衡量初期報酬之迴歸分析

$$Uprice = a + b_1 InAll + b_2 Mteam + b_3 Grow + b_4 Ratio + b_5 UND + b_6 CPA + b_7 IND + b_8 MR + e$$

	預期符號	因變數 <i>Uprice</i>	<i>t</i> 值	<i>P</i> 值
<i>Constant</i>		27.4638	2.5639 **	0.0106
<i>InAll</i>	—	-0.1576	-1.0293	0.3038
<i>Mteam</i>	+	0.4583	2.1632 **	0.0310
<i>Grow</i>	+	0.1113	0.8043	0.4216
<i>Ratio</i>	+	-0.3301	-5.2646 ***	0.0000
<i>UND</i>	—	-0.0143	-0.0040	0.9968
<i>CPA</i>	—	1.1003	0.1752	0.8610
<i>IND</i>	+	13.0248	2.3214 **	0.0207
<i>MR</i>	+	1.4013	10.4160 ***	0.0000
<i>R</i> ²	0.2779	調整後 <i>R</i> ²	0.2649	
<i>F</i> 值	21.5095 ***	<i>D-W</i> 值	1.6200	

註：

1. *** 表示 *P* 值達 1% 之顯著水準；** 表示 *P* 值達 5% 之顯著水準；* 表示 *P* 值達 10% 之顯著水準。
2. 表內各模型自變數間，*VIF* 值均未超過 2，表示本迴歸模型並無線性重合問題。
3. 各變數代號分別為 *Uprice*：初期報酬，*InAll*：內部人士持股，*Mteam*：管理團隊持股，*Grow*：IPO 前三年平均營收成長率，*Ratio*：中籤率，*Bull*：多空頭，*UND*：承銷商聲譽，*CPA*：會計師聲譽，*IND*：電子業的虛擬變數，*MR*：IPO 當月份產業報酬率。

第七節 實證結果彙整

本節將研究假說、預期符號與實證結果彙整於表 4-22，以方便做整理與比較。

表 4-22：實證結果彙整表

研究假說	預期符號	實證結果
假說 1 A 內部人士持股與承銷價制定有正向的關係	+	支持正向關係
B 內部人士持股與市場投資人初期評價有正向的關係	+	未支持
假說 2 A 當全體董事持股越多時，承銷價制定將越大	+	支持正向關係
B 當全體董事持股越多時，市場投資人初期評價將越大	+	部分支持正向關係
假說 3 A 當全體監事持股越多時，承銷價之制定將越大	+	未支持
B 當全體監事持股越多時，市場投資人之初期評價將越大	+	未支持
假說 4 A 承銷價制定會因管理團隊持股越多而有正向關係	+	支持正向關係
B 市場投資人評價會因管理團隊持股越多而有正向關係	+	支持正向關係
假說 5 A 董事會中法人股東持股與承銷價制定成正相關	+	支持正向關係
B 董事會中法人股東持股與市場投資人初期評價成正相關	+	支持正向關係
假說 6 A 董事會中家族股東持股與承銷價制定呈正相關	+	未支持
B 董事會中家族股東持股與市場投資人初期評價有關	±	部分支持負向關係
假說 7 A 最大股東持股與承銷價制定具有正向關係	+	支持正向關係
B 最大股東持股與市場投資人初期評價有關係	±	部分支持負向關係
假說 8 A 當會計師信譽佳時，承銷價傾向訂定較高	+	支持正向關係
B 當會計師信譽佳時，市場投資人初期評價較高	+	支持正向關係
假說 9 A 當承銷商信譽佳時，承銷價傾向訂定較小	-	未支持
B 當承銷商信譽佳時，市場投資人初期評價較大	+	支持正向關係
假說 10 A 內部人士持股比例與初期報酬具有負向關係	-	未支持
B 管理團隊持股比例與初期報酬具有關係	±	支持正向關係

第五章 結論與建議

第一節 研究結論

本研究以文獻探討為基礎，再加上自己對此議題想法與了解，發展出 10 個假說，係以 1999 年至 2003 年共五年研究期間，資料來源自真像王證券專業資料庫中各公司初次上市櫃公開說明書、台灣經濟新報、情報贏家之財經資料庫與證券交易所網站資料庫及證券同業公會網站資料庫，共取得有關初次上市櫃公司所有權結構之持股比例、財務性資料與其他上市櫃相關資料，共得研究樣本 513 家公司，並採多元迴歸分析檢定模型。

當公司要初次上市櫃時，為達股權分散與上市櫃後股票的流通性，新上市櫃公司必須以發行新股或以老股出售方式，將公司上市櫃前部分股票移轉給新的所有人，如此在上市櫃過程中，公司原有股權結構將會改變，股權的稀釋或移轉將使代理成本增加。而決定出售之新股或老股的承銷價係以發行公司和承銷商共同議定，此承銷價將影響到投資人與股票移轉者之間的財富分配，也會影響承銷商是否能順利承銷獲取利潤，而承銷價的高低更會影響到上市櫃後股價表現，若承銷價與市場投資人之評價間存有重大差距，將使發行公司股票在市場上產生不同幅度的漲跌。

本文欲探討，若我國承銷價之最後決定係採發行公司與承銷商共同議定，此制定過程是否會因公司之股權結構不同而會有所影響，並探討在公司股權結構改變後，新的股權結構是否會影響投資人對公司之初期評價。本文實證結果可歸納出以下幾點：

一、內部人士持股與全體董事持股對承銷價制定，具有正向顯著關係

根據訊息傳遞理論，內部人士持股愈高與公司價值具有正向關係，同時當公司內部人士持股越大時，代表對公司決策權掌控越大，當發行公司與承銷商在議定承銷價時，發行公司將較具有主導權，使承銷價議定在對內部人士較有利的高承銷價。實證結果發現內部人士持股對承銷價制定具有正向顯著關係，當進一步將內部人士區分為全體董事與全體監察人時，發現全體董事持股對承銷價制定呈正向顯著關係。此結論可作為投資人承購 IPO 股票之價格參考。

二、監察人持股對承銷價制定與投資人初期評價，均不存在顯著關係

我國監察人職權為監督董事會，若根據代理理論，當監察人持股愈多時，愈能行使監督董事之權，提昇公司績效與價值。但實證結果顯示監察人持股對承銷價制定與市場投資人之評價均呈正向但不顯著的關係。

三、管理團隊持股對承銷價制定與投資人初期評價，皆存在正向顯著關係

當公司經營幹部持股比例越大時，其自身利益將與股東相結合，因此會盡心於公司日常運作上，管理團隊以其本身專業技能親身執行公司之營運，其熟悉公司目前與未來之經營狀況，因此當管理團隊持股高時，意味公司未來發展前景佳，而公司價值自然也隨之提昇。本文實證結果發現，管理團隊持股對承銷價制定與市場投資人初期評價，均存在正向且顯著的關係。此資訊可作為投資人投資決策之參考，亦可為發行公司與承銷商在議定承銷價的依據，而發行公司適時適量的讓管理團隊參與公司股份認購，對公司價值是重要的。

四、法人股東持股對承銷價制定與投資人初期評價，呈正向顯著關係

依照效率監督假說，認為機構投資者擁有較多的專業知識與人才，較一般大眾能有效監督其所投資之公司，因此當機構法人所擁有之股權比例愈高時，公司經營績效會較佳，而公司價值也將提高。再者，法人股東所擁有之資金通常較自然人股東多，其擁有之股權也相對較高，當其股權越大時，在發行公司與承銷商在議定承銷價時，將愈有主導權，使承銷價制定在對法人股東較有利的價位。實證結果均證實法人股東持股對承銷價制定與投資人初期評價皆呈顯著正相關，

但其中法人股東持股對投資人初期評價，僅達邊際顯著水準。

五、在折價情況下，家族股東持股對投資人初期評價具負向顯著關係

企業在家族成員同心協力下，公司的所有權與經營權趨於一致，可減少決策層級、增加營運效率及經營績效，但當組織日益擴大，須公開發行甚至上市櫃時，家族股權的集中度將會降低，取而代之的非家族股東，將對傳統家族統一領導之作風產生不同程度的影響，此時家族色彩的包袱即可能造成企業經營的絆腳石。本文實證結果發現，在折價情況下，家族股東持股對市場投資人之初期評價具有負向顯著關係。此結論意味發行公司在初次上市櫃時，適度的股權分散對公司價值是有幫助的。

六、最大股東持股對承銷價制定有較弱的正向關係，但在溢價情況下，

最大股東持股對投資人初期評價存在負向顯著關係

身為公司最大持股的股東，其對於公司之決策決定權將具有重大影響力，就代理理論觀點，當最大股東持股越大時，其對公司之經營監督將有正面影響。因此，當發行公司與承銷商在議定承銷價時，最大股東持股將影響承銷價制定之主導權，實證結果發現最大股東持股對承銷價制定具有正向顯著的關係，但僅達邊際顯著水準。

最大股東持股可能對公司經營績效具有正向影響，但也有學者發現股權集中在某些大股東手中，易造成利益衝突而剝削小股東，甚至從事不利公司之行為。實證結果發現當新股上市櫃時，若產生溢價情況，最大股東持股對市場投資人之初期評價呈負向顯著關係，顯示在市價跌破承銷價時，最大股東持股越大，會使投資人負面評價加劇。

七、會計師聲譽對承銷價制定與投資人初期評價具有正向顯著關係

當對未來較具有信心之企業，會藉由高品質會計師來揭露較真確之資訊，因此發行公司係由聲譽較佳之會計師簽證時，當與承銷商議定承銷價時，將對承銷價制定具有正向影響。而當發行公司由聲譽佳會計師簽證時，將降低資訊不對稱之情形，故投資人會給予較高之評價，實證結果支持會計師聲譽對承銷價制定與投資人初期評價存有正向顯著關係。

八、管理團隊持股對初期報酬具有正向顯著關係

先前證實結果發現，管理團隊持股對承銷價制定與投資人初期評價具有正向顯著關係，而在檢定公司所有權結構對新上市櫃公司初期報酬之影響時，發現管理團隊持股對新上市櫃公司初期報酬具有正向顯著的關係，其意味投資人的初期評價高於承銷價制定的水準，亦代表投資人對發行公司之初期評價，管理團隊持股為重要參考因素。

第二節 研究限制與建議

雖然本文在實證研究設計上力求週延，但仍然存在些許的研究限制，將研究限制彙總如下：

1. 本文以承銷價溢酬和市場溢酬兩變數來替代承銷價制定高低與市場投資人初期評價高低，但此衡量方式是以承銷價與市場股價超過每股有形資產之倍數來判斷價值高低，其考慮因素太少，可能會有衡量誤差之疑慮。後續之研究可利用更嚴謹之方式，針對承銷價與市場價格之高低進行分析研究。
2. 在公司股權結構方面，本文將法人股東以單一合計數衡量之，但法人股東應該包含有多種型態之股東，理應給予詳細分類，但限於公開說明書並非每家公司均詳細揭露法人股東之公司性質，因此強行分類將使變數衡量出現錯誤。
3. 承銷商聲譽至今未能有一致且精確的衡量方式，待後續學者能以更嚴謹精確方式來衡量承銷商聲。
4. 本文以公司所有權多寡來替代與承銷商議價時的主導力量，但一般公司重大決議案都會在董事會中以表決方式通過，故在董事會所佔席次多寡對公司決策將有重大影響，但因限於時間因素未將此影響

因素列入，故後續研究者可將董事會組成結構納入考量。

5. 公司以發行新股方式或以出售老股方式初次上市櫃，兩者情況對承銷價之制定與投資人初期評價，應該會有程度上之影響，但以現行公開說明書揭露之資訊，要取得完整且詳細之資料是有困難的。

參考文獻

一、中文部分

金成隆、林修葳、洪郁珊，民 92，無形資產、新股折價與內部人士持股關係之研究，會計評論，第 36 卷：23 至 53 頁。

吳蕙雯，民 91，公司治理對 IPO 承銷價格與上市後股價表現影響之研究，私立輔仁大學金融研究所未出版碩士論文。

李春安，民 88，所有權結構改變與績效改變關聯性之研究-以台灣上市公司績效衰退之自願性再造為例，證券市場發展季刊，第 11 卷(第 1 期)：93 至 138 頁。

李春安、吳欽杉、葉麗玉，民 92，所有權結構與公司非法行為關係之研究 - 以台灣股票上市公司為例，證券市場發展季刊，第 14 卷(第 4 期)：75 至 138 頁。

林成章，民 90，台灣上市公司監察人監督績效之研究，私立義守大學管理科學研究所未出版碩士論文。

林象山，民 84，承銷商信譽對新上市股票之影響，中國財務學刊，第 3 卷(第 1 期)：119 至 143 頁。

林象山、許清華，民 86，新上市股承銷方式的選擇，中國財務學刊，第 5 卷(第 1 期)：19 至 41 頁。

林象山、霍熾榮、王郁雯，民 87，銀行貸款與新股折價即公司價值的關係，管理學報，第 15 卷(第 2 期)：271 至 293 頁。

林象山、薛富井、陳長利，民 88，新股訂價偏誤對承銷商公司價值的影響，管理評論，第 18 卷(第 1 期)：97 至 111 頁。

杜祖實，民 85，內部關係人持股轉讓異常報酬決定因素之研究，私立淡江大學財務金融研究所未出版碩士論文。

周行一、陳錦村、陳坤宏，民 85，家族企業、聯屬持股與公司價值之研究，中國財務學刊，第 4 卷(第 1 期)：115 至 139 頁。

侍台誠，民 83，董事會特性中家族因素與經營績效之實證研究-兼論法人董事的影響，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。

苗祺輝，民 82，台灣上市公司所有權結構與績效關係之實證研究，私立輔仁大學管理科學研究所未出版碩士論文。

俞海琴、洪方筑，民 86，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，國家科學委員會研究彙刊：人文及社會科學，第 7 卷(第 3 期)：400 至 419 頁。

翁淑育，民 89，台灣新上市公司股權結構、核心代理問題及公司價值之研究，私立輔仁大學金融研究所未出版碩士論文。

夏侯欣榮，民 82，台灣地區新上市普通股承銷價格之研究，國立政治大學企業管理研究所未出版博士論文。

陳安琳、李文智、林家源，民 88，新上市公司股票之發行折價-代理成本與公司控制之研究，中國財務學刊，第 6 卷(第 3 期)：1 至 23 頁。

陳安琳、陳振遠、王恕，民 91，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，第 14 卷(第 1 期)：111 至 137 頁。

陳軒基、葉秀娟、陳右超，民 92，承銷制度與折價幅度：台灣初次上市櫃股票之實證研究，證券市場發展季刊，第 14 卷(第 4 期)：175 至 198 頁。

程文萱，民 87，我國承銷制度與新上市櫃公司股價行為關聯性之研究，國立政治大學會計學研究所未出版碩士論文。

馮君弘，民 91，企業多角化與企業價值關係之研究：公司治理機制與高階管理團隊觀點，國立雲林科技大學企業管理學研究所未出版碩士論文。

黃婷鈺，民 87，影響承銷價格相關因素之研究，國立政治大學會計學研究所未出版碩士論文。

葉銀華、邱顯比，民 85，資本結構、股權結構與公司價值關聯性之實證研究：代理理論，台大管理論叢，第 7 卷(第 2 期)：57 至 90 頁。

張明峰，民 80，股權結構對公司績效影響之研究，國立政治大學企業

管理研究所未出版碩士論文。

張凱昌，民 86，承銷商聲譽與現金增資新股上市後期初報酬關係之實證研究，私立輔仁大學管理學研究所未出版碩士論文。

張訓華，民 80，股數結構、董事會組成與企業當年財務績效-以 77 年度會計報酬率為準，私立東吳大學管理科學研究所未出版碩士論文。

薛富井、劉正田、林文祥，民 92，公開說明書之財務分析與市場風險及股票評價之關係，2003 會計理論與實務研討會論文集。

劉郁純，民 81，我國新上市股票承銷價格決定因素之實證研究，國立政治大學會計研究所未出版碩士論文。

載淵明，民 75，公司控制型態與其經營績效關係之研究-台灣地區上市公司之實證分析，國立中興大學企業管理研究所未出版碩士論文。

二、英文部分

- Aggarwal, R. K., Krigman L., and K. L. Womack, 2002, Strategic IPO Under-pricing, Information Momentum, and Lockup Expiration Selling. *Journal of Financial Economics* 66 : 105-137.
- Agrawal, A., 1990, Large Shareholders and the Monitoring of Managers : The Case of Antitakeover Charter Amensments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25 : 143-161.
- Allen, F. and G. R. Faulhaber, 1989, Signaling by Under-pricing in IPO Market. *Journal of Financial Economics* 23 : 303-323.
- Baker, V. L. and G. C. Mueller, 2002, CEO Characteristics and Firm R&D Spending. *Management Science* 48 : 782-801.
- Baron, D. P., 1982, A Model of The Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services of New Issues. *Journal of Finance* 37 : 955-976.
- Bartov, E., Mohanram P. and C. Seethamraju, 2002, Valuation of Internet Stocks - An IPO Perspective, *Journal of Accounting Research* 40 : 321-346.
- Baysinger, B. D., Kosnik, R. D., and T. A. Turk, 1991, Effects of Ownership Structure on Corporate R&D Strategy. *Academy of Management Journal* 34 : 205-214.
- Beatty, R. P. and J. R. Ritter, 1986, Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial*

Economics 15 : 213-232.

Benveniste, L. M. and P. A. Spindt, 1989, How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues. *Journal of Financial Economics* 24 : 343-361.

Bradley, D. J. and B. D. Jordan, 2002, Partial Adjustment to Public Information and IPO Underpricing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37 : 595-616.

Booth, J. and L. Chua, 1996, Ownership Dispersion, Costly Information, and IPO Underpricing. *Journal of Financial Economics* 41 : 291-310.

Carter, R. and S. Manaster, 1990, Initial Public Offerings and Underwriter Reputation. *Journal of Finance* 45 : 1045-1067.

Chaganti, R. and F. Damanpour, 1991, Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance. *Strategic Management Journal* 12 : 479-491.

Chemmanur, T. J., 1993, The Pricing of Initial Public Offerings: A Dynamic Model with Information Production. *The Journal of Finance* 48 : 285-304.

Chemmanur, T. J. and P. Fulghieri, 1994, Reputation, Renegotiation and the Choice between Bank Loans and Publicly Traded Debt. *The Review of Financial Studies* 7 : 475-506.

Chowdhry, B. and A. Sherman, 1996, International Difference in Oversubscription and Underpricing of IPOs. *Journal of Corporate Finance* 2 : 359-381.

- Downes, D. H. and R. Heinkel, 1982, Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues. *Journal of Finance* 10 : 1-10.
- Dunbar, C. G., 1998, The Choice between Firm-commitment and Best-efforts Offering Methods in IPOs : The Effect of Unsuccessful offers. *Journal of Financial Intermediation* 7 : 60-90.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen, 1983, Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics* 26 : 301-325.
- Grinblatt, M. and C. H. Hwang, 1989, Signalling and the Pricing of New Issues. *Journal of Finance* 44 : 393-420.
- Habib, M. and A. P. Ljungqvist, 2001, Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs. *Reviews of Financial Studies* 14 : 433-458.
- Haddart, S., 1993, The Effect of a Large Shareholder on Corporate Value. *Management Science* 39 : 1407-1421.
- Ibbotson, R. G., 1975, Price Performance of Common Stock New Issues Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics* 3 : 235-272.
- Jain, B. and O. Kini, 1994, The Post-issue Operating Performance of IPO Firm. *Journal of Finance* 49 : 1699-1726.
- James, C. and P. Wier, 1990, Borrowing Relationship, Intermediation, and the Cost of Issuing Public Securities. *Journal of Financial Economics* 28 : 149-171.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, 1976, Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of*

Financial Economics 3 : 305-360.

Jensen, M. C. and W. H. Ruback, 1983, The Market for Corporate Control : Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics* 11 : 5-50.

Karpoff, J. M., Malatesta P. H., and R. A. Walkling, 1996, Corporate Governance and Shareholder Initiatives : Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics* 42 : 365-395.

La Porta, R. F., Lopez-de-silanes, F., and A. Shleifer, 1999, Corporate Ownership Aound the World. *Journal of Finance* 54 : 471-517.

Lelnd, H. E. and D. H. Pyle, 1977, Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *Journal of Finance* 32 : 371-387.

Lin, J. and R. Smith, 1998, Insider Reputation and Selling Decision : The Unwilling of Venture Capital Investments During Equity IPO. *Journal of Corporate Finance* 4 : 241-263.

Ljungqvist, A. P. and W. J. Wilhelm, 2003, IPO pricing in the Dot-com Bubble : Complacency or Incentives ? *Journal of Finance* 58 : 723-752

Loughran, T. and J. R. Ritter, 1995, The New Issues Puzzle. *Journal of Finance* 50 : 23-51.

Lustgarten, S. and V. Mande, 1995, Financial Analysis' Earnings Forecasts and Insider Trading. *Journal of Accounting and Public Policy* 14 : 233-261.

- Mak, Y. T., Tan, R. S. K., Tan, Y. C. W., and H. P. Tee, 2003, Corporate Governance and IPO Pricing. *Working Paper*, Corporate Governance & Financial Reporting Center.
- Meggison, W. L. and K. A. Weiss, 1991, Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings. *Journal of Finance* 46 : 879-903.
- Menon, K. and D. D. Williams, 1991, Auditor Credibility and Initial Public Offerings, *The Accounting Review* 66 : 313-332.
- Michel, J. G. and D. C. Hambrick, 1992, Directorification Posture and Top Management Team Characteristics. *Academy of Management Journal* 35 : 9-37.
- Morck, R., Shleifer A., and R. W. Vishny, 1988, Management Ownership and Market Valuation - An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 20 : 293-315.
- Nanda, V. and Y. Yun, 1997, Reputation and Financial Intermediation : An Empirical Investigation of the Impact of IPO Mispricing on Underwriter Market Value. *Journal of Financial Intermediation* 6 : 39-63.
- Odean, T., 1998, Volume, Volatility, Price, and Profit - When All Traders are above Average, *The Journal of Finance* 53 : 1887-1900.
- Oswald, S. L. and J. Jahera, 1991, The Influence of Ownership on Performance : An Empirical Study. *Strategic Management Journal* 12 : 321-326.
- Patten, A. and J. C. Baker, 1987, Why Do Not Directors Rock the Boat ?

Harvard Business Reviews 65 : 10-18.

Pound, J., 1988, Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight. *Journal of Economics* 20 : 237-265.

Ritter, J. R., 1984, The Hot Issue Market of 1980. *Journal of Business* 32 : 215-240.

Ritter, J. R., 1991, The Long-run Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance* 46 : 3-27.

Rock, K., 1986, Why New Issues are Underpriced? *Journal of Financial Economics* 15 : 187-212.

Seyhun, H. N., 1986, The Information Content of Aggregate Insider Trading. *Journal of Financial Economics* 16 : 189-212.

Shleifer, A. and R. W. Vishny, 1986, Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy* 94 : 123-140.

Steiner, T. L., 1996, A Reexamination of the Relationships between Ownership Structure, Firm Diversification, and Tobin's Q. *Quarterly Journal of Business and Economics* 35 : 39-48.

Teoh, S. H., Welch I., and T. J. Wong, 1998, Earnings Management and the Long-run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance* 53 : 1935-1974 .

Tinic, S. M., 1988, Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock. *Journal of Finance* 43 : 789-822.

Titman, S. and B. Trueman, 1986, Information Quality and the Valuation of

New Issues. *Journal of Accounting and Economics* 8 : 159-172.

Wilbon, A. D., 2003, Competitive Posture and IPO Performance in High Technology Firms. *Journal of Engineering and Technology Management* 20 : 231-244.

Welch, I., 1989, Seasoned Offerings, Imitation Cost, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Finance* 44 : 421-449.

Yen, G. E. and S. L. Chen, 1995, Excess Returns of Unseasoned New Issue in Taiwan : An Institutional Perspective. *Advance in Pacific Basin Business, Economics, and Finance* 1 : 337-348.

Zahra, S. A. and J. A. Pearce, 1989, Board of Directors and Corporate Financial Performance : A Review and Integrated Model. *Journal of Management* 15 : 291-334.