

謝 辭

本論文能順利完成，首先感謝我的恩師 林宜勉老師，在百忙中仍不吝給予我提攜與教誨，在撰寫論文過程中，舉凡研究方向的思考、論文架構的建立、文辭的潤飾，皆感謝恩師的細心指導，學生深懷感激與尊敬。

承蒙口試委員 李秀英主任、王韶濱老師與 林哲鵬老師給予我的寶貴意見，使得論文能夠更加嚴謹、完善與豐富。感謝在大學與研究所階段，一直栽培我的東海會計系與師長。在研究所日子裡感謝陪伴我喜怒哀樂的同班同學仲謙、泰麟、定樞、建銘、莉方、雅瑋、麗凱、菁萍與秋雅，使我研究生涯多采多姿。另外，也感謝我喜歡的音樂，前衛搖滾、各類型金屬樂與充滿活力的台灣創作樂團，一路陪我學習成長與生活。

最後，感謝我的家人，感謝這麼多年來一直培育我、無悔付出與無盡關懷的父母親，讓我在心靈無助時有依畏停靠的地方，讓我能全心全意的專心研究，並順利完成我的論文與學業。祝福愛我及我愛的所有人。

陳勝凱 謹誌

于東海會計研究所

民國九十三年六月



公司所有權結構對承銷價制定與市場評價之影響

摘要

當公司在初次上市櫃過程中，為達股權分散規定，勢必將部分股權公眾化，此將產生經營權與所有權分離的現象，而影響公司的監督機制，使公司的代理成本增加。本研究依據 Jensen and Meckling (1976) 的代理理論與 Leland and Pyle (1977) 的訊息傳遞理論，探討承銷價制定與投資人初期評價是否會受公司初次上市櫃後股權結構之影響。實證結果發現：

1. 內部人士持股比例與全體董事持股比例對承銷價制定，具有正向顯著關係。
2. 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。
3. 管理團隊持股對承銷價制定與投資人初期評價，皆呈正向顯著關係。
4. 法人股東持股對承銷價制定與投資人初期評價，均呈正向顯著關係。
5. 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。
6. 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。
7. 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。
8. 管理團隊持股比例對初期報酬具有正向顯著關係。

關鍵字：初次上市櫃、承銷價制定、市場評價、所有權結構

The Effects of IPO Pricing and Investors’ Valuation on the Corporate Ownership Structure

Advisor : Dr. Yi-Mien Lin

Graduate Student Name : Sheng-Kai Chen

Graduate Student No. : G914307

Abstract

In order to attain ownership dispersion, the firms must transfer partly shares to public in the IPO process. That will change the original ownership structure and result in separation of ownership and management. The agency cost will rise from negative effect of monitoring mechanisms. This paper adopts Jensen and Meckling (1976) agency theory and Leland and Pyle (1977) signaling models to explore the effect of IPO pricing and investors’ evaluation on the corporate ownership structure. Our main findings are summarized as follows :

First, the higher ownership by insider and board of director holding is positively correlated with IPO pricing and investors’ valuation. Second, supervisor’s holding is unobvious relation for IPO pricing and investor’s valuation. Third, the higher level of management team holding has a great impact on IPO pricing and investors’ valuation. Fourth, our empirical results that higher institutional holding has benefits of IPO pricing and investors’ valuation. Fifth, under discount condition, the relationship between families’ shareholding ratio and investors’ valuation is negatively. Sixth, there is significantly positively relation between stockholding rate of the biggest stockholder and IPO pricing. Under premium condition, stockholding rate of

the biggest stockholder is negatively associated with investors' valuation. Seventh, the auditor reputation is significantly positively related to IPO pricing and investors' valuation. Eighth, the relationship between management team ownership and initial return are significantly positive.

Keywords: IPO, IPO pricing, Investors' valuation, Ownership structure

圖目次

圖 1-1: 研究主題.....	9
圖 1-2: 本文架構.....	11
圖 2-1: 我國新上市櫃公司承銷價決定過程.....	16

表 目 次

表 2-1：承銷價格低估之國外相關文獻彙總表.....	44
表 2-2：公司所有權結構之國外相關文獻彙總表.....	49
表 3-1：樣本選取彙總表.....	62
表 3-2：變數定義與資料來源之彙總表.....	80
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.....	91
表 4-2：內部人士持股比例、承銷價溢酬與市場溢酬之 Pearson 係數....	93
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.....	94
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.....	99
表 4-5：董監事持股比例、承銷價溢酬與市場溢酬之 Pearson 係數.....	101
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.....	103
表 4-7：利害關係股東持股、承銷價溢酬與市場溢酬之敘述統計量....	108
表 4-8：利害關係股東持股、承銷價溢酬與市場溢酬之 Pearson 係數..	109
表 4-9：利害關係股東持股對承銷價溢酬與市場溢酬之迴歸分析.....	110
表 4-10：最大股東持股、承銷價溢酬與市場溢酬之敘述統計量.....	113
表 4-11：最大股東持股、承銷價溢酬與市場溢酬之 Pearson 係數.....	115
表 4-12：最大股東持股對承銷價溢酬與市場溢酬之迴歸分析.....	116
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.....	121
表 4-14：內部人士持股、管理團隊持股與初期報酬之 Pearson 係數.....	122
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.....	123
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.....	127
表 4-17：股權結構考慮溢折價虛擬變數交乘項後之迴歸結果.....	128
表 4-18：最大股東持股考慮溢折價虛擬變數交乘項之迴歸結果.....	129
表 4-19：考慮掛牌市場後之迴歸結果.....	131
表 4-20：慮考慮配售方式後之迴歸結果.....	133
表 4-21：內部人士與管理團隊持股對重衡量初期報酬之迴歸分析.....	135
表 4-22：實證結果彙整表.....	136

目 錄

謝辭.....	I
中文摘要.....	II
英文摘要.....	III
圖目次.....	V
表目次.....	VI
目錄.....	VII

第一章 緒論

第一節 研究動機.....	1
第二節 研究目的.....	7
第三節 論文架構.....	10

第二章 文獻探討

第一節 承銷制度與承銷價格訂定之介紹.....	12
第二節 承銷價低估之相關文獻探討.....	19
第三節 所有權結構與公司價值之相關文獻探討.....	36
第四節 小結.....	44

第三章 研究方法與設計

第一節 研究假說.....	51
第二節 資料來源與取樣標準.....	60
第三節 實證模型.....	63
第四節 變數定義.....	71
第五節 統計檢定方法.....	82

第四章 實證結果與分析

第一節 內部人士持股和承銷價溢酬與市場溢酬模型探討.....	84
第二節 董監事持股和承銷價溢酬與市場溢酬模型探討.....	95
第三節 利害關係股東和承銷價溢酬與市場溢酬模型探討.....	104
第四節 最大股東持股和承銷價溢酬與市場溢酬模型探討.....	111
第五節 內部人士持股、管理團隊持股與初期報酬模型探討.....	117

第六節 實證結果健全性分析.....	124
第七節 實證結果彙整.....	135
第五章 結論與建議	
第一節 研究結論.....	137
第二節 研究限制與建議.....	142
參考文獻.....	144