



外國企業來臺第一上市 IPO 之報酬研究

-與本國企業新上市比較

The Study on the Abnormal Returns of Foreign Issuers IPO in Taiwan

-Compare with Domestic Issuers

吳美倫 Mei-Lun Wu¹

施亭卉 Ting-Hui Shih²

摘要

為了解外國企業來台第一上市(櫃)之首日異常報酬，本研究以 2008 年 5 月至 2012 年 9 月止，外國企業與本國企業在台掛牌進行實證分析。研究結果顯示，外國企業與本國企業於掛牌當日，均有正的首日異常報酬。影響因素的部分，外國企業來臺第一上市為總籌資額(正相關)，本國企業上市為上市時機-市場熱絡度(正相關)，外國企業來臺第一上櫃為上市時機-市場熱絡度(正相關)，本國企業第一上櫃為掛牌當日指數漲幅(正相關)。

關鍵字：外國企業、初次上市、異常報酬、影響異常報酬因素

Abstract

The research attempts to comprehend the first-day abnormal returns of foreign enterprises issuing stock in Taiwan. The research takes samples of foreign and domestic issuers listed during the period of May, 2009 to the end of September, 2012 that empirical result shows positive number in abnormal returns in terms of foreign and domestic issuers listed day.

Foreign issuers listed on the TSEC, there is positive relationship between raised capital and first-day abnormal returns. Domestic issuers listed on the TSEC, there is positive relationship between timing of issuance and first-day abnormal returns. Foreign issuers listed on the GTSM, there is positive relationship between timing of issuance and first-day abnormal returns. Domestic issuers listed on the GTSM, there is positive relationship between index variation on listing day and first-day abnormal returns.

Keywords: Foreign issuers, IPOs, Abnormal Returns, Influencing Factors

¹ 東吳大學企業管理學系副教授(聯絡地址：100 台北市貴陽街一段 56 號，聯絡電話：02-23111531 轉 3601，E-mail: wu@scu.edu.tw)。

² 東吳大學企業管理學系在職專班碩士生。(E-mail: murielshih@gmail.com)。

壹、前言

臺灣位居亞太地區樞紐位置，具備優越地理及策略地位，本身又具有完整產業供應鏈及產業多樣性，總體經濟成長穩定。隨著兩岸經貿交流日趨活絡，臺灣資本市場對全球資金吸引力倍增，外資持股市值及交易比重逐年增加，進而提振臺灣的經濟成長及發展。

在 2002 年，台灣初次上市及上櫃之掛牌企業曾達到高峰，而後初次掛牌企業家數逐年下降，顯示國內企業逐漸減少上市(櫃)意願及能力，政府為增加市場新動能及提升國際化程度，並帶動我國資本市場之繁榮發展，於 2008 年 3 月 5 日行政院院會通過「推動外國企業來臺掛牌一二三計畫」，正式開啟外國企業來臺掛牌大門。在 2008 年開放外國企業來台上市(櫃)的政策時，兩岸關係有結構性的改變，雙方簽訂兩岸經濟合作架構協議(Economic Cooperation Framework Agreement, ECFA)及金融備忘錄(Memorandum of Understanding, MOU)，臺灣主管機關放寬了資金的管制。且以亞洲地區主要證券交易所而言，臺灣股市本益比和周轉率較其他地區高，上市成本較亞洲其他地區為低，在基本條件優渥且配合政府政策開放下，引發外國企業來台第一上市熱潮，在台灣投資市場蔚為話題。

2010 年 5 月 18 日，營運總部位於矽谷的美國 IC 設計公司安恩科技揭開外國企業來臺第一上市掛牌序幕後，外國企業來臺掛牌話題新聞不斷。外國企業來臺第一上市(櫃)，如宸鴻科技、85 度 C 及譜瑞科技，首日分別大漲 129.55%、138.10% 及 37.69%，IC 設計公司譜瑞科技更在掛牌後十三個交易日內股價凌駕國內同業股王聯發科，顯示外國企業來臺第一上市(櫃)似有其投資價值，但 2011 年第四季初次上市(櫃)掛牌之外國企業，15 家中有 11 家在掛牌五日內跌破承銷價，外國企業來臺第一上市(櫃)股價表現究竟如何，本研究擬探討之。

臺灣主管機構對新上市企業和新上櫃企業之規模、獲利率等之要求不盡相同，兩個市場特性亦有別，因此本文擬區分上市及上櫃市場，分別探討外國企業來臺 IPO 掛牌當日是否有異常報酬，並與同期 IPO 之國內企業進行比較，並進而探討影響 IPO 掛牌當日異常報酬之因素，並分析其差異性，供投資人參考。

貳、文獻探討

一、初次上市(櫃)(IPO)掛牌當日異常報酬研究

Loughran, Ritter & Rydqvist(2012)彙整世界主要市場新股上市首日平均收益率，發現各國初次上市(櫃)的首日報酬率均為正值，若觀察亞洲地區國家之異常報酬，日本、韓國亦有 40% 至 60% 的異常報酬。而台灣初次上市(櫃)報酬率為 37.2%，與巴西、泰國等國家相近。

Aggarwal and Rivoli(1990)以 1977 年至 1987 年間 NASDAQ 初次上市 1,598 檔股票為

樣本，研究發現初次上市之公司首日報酬率高於 NASDAQ 指數，為 10.67%。林正中(2008)以 2005 年 1 月至 2007 年 9 月 30 日，在中國大陸 A 股上海及深圳證券交易所初次上市的 168 家公司為樣本，發現首日異常報酬平均數為 45.45%、柳惠中(2008)以 2005 年 1 月至 2008 年 6 月 6 日止，於香港交易所上市之 185 家公司為樣本，發現首日異常報酬率平均為 17.54%。

在台股的研究方面，吳明歷(2003)研究 1996 年 2002 年間國內初次上市公司，首日平均報酬率為 2.52%，初次上櫃公司首日平均報酬率為 5.71%。洪振虔(2008)以 1989 年至 2001 年間國內初次上市共 280 家公司為樣本，研究結果顯示初次上市股票雖有定價偏低現象，但程度不大，約為 5%。張惠敏(2007)以 2005 年 3 月 1 日至 2007 年 2 月 28 日國內初次上市(櫃)掛牌之 49 家公司為樣本，顯示在承銷新制下，初次上市(櫃)價格低估之平均數為 44.5%。而林逸修(2009)以取消首五日漲跌幅限制後 2005 年 3 月 1 日至 2009 年 12 月 31 日止，國內初次上市(櫃)公司為樣本，合計 164 家，研究結果顯示，新股掛牌平均首日報酬為 59.9%，顯示初次上市(櫃)公司承銷價格有明顯低估情形。而李榮鎮、蔡佩靜及林純夷(2011)以臺灣證券交易所發行量加權平均股價指數報酬作為估計預估市場報酬，計算 1995 年至 2009 年間，國內初次上市(櫃)公司首日異常報酬率為 4.62%。

綜合上述相關文獻可知，初次上市(櫃)股票掛牌首日普遍存在異常報酬。

二、影響外國企業來臺初次掛牌首日產生異常報酬之因素

本研究亦擬以影響 IPO 定價之因素，探討外國企業來臺初次掛牌產生異常報酬原因。從過去文獻可發現，初次掛牌之上市(櫃)公司於掛牌當日普遍存在正的異常報酬，產生異常報酬之原因，又可區分為市場因素及個別企業因素。其中市場因素有市場熱絡度，個別企業因素則有產業類別、公司規模、中籤率等，探討影響外國企業來臺初次掛牌當日產生異常報酬之原因，相關文獻回顧如下。

(一) 發行規模：

按台灣現行法規規定，初次上市(櫃)所應提出之現金增資發行股數，係以擬上市(櫃)股份總額至少百分之十做為計算基礎，故公司規模愈大，則發行規模愈大。Logue (1973)研究指出，承銷價係由發行公司與承銷商決定，規模大的公司較具有承銷價格之決定力量，因此規模大的公司承銷價被低估的幅度較小。Reinganum(1991)探討規模效果發現，小型企業的平均異常報酬顯著高於較大型的企業，亦即異常報酬與公司規模成反向關係。Su(1999)認為發行規模與 IPO 低估幅度呈現負相關。林正中(2008)的研究證實，發行總籌資額與 IPOs 價格低估程度呈現負相關。

不過，刁玉玲(2006)與張惠敏(2007)的研究結果顯示，發行規模與 IPOs 價格低估程度並無顯著關係。而葉志毅(2010)則認為國內初次上市股票之公司規模和短期異常報酬呈現顯著正向關係。

(二) 中籤率：

中籤率為投資人對發行公司之信心指數，中籤率愈低，表示投資人對股票的預期報酬愈高，故需求度越高。潘慈暉(1994)、呂勝光(1996)、徐瑋雲(1996)和葉志毅(2010)研究均指出中籤率與新上市股票之異常報酬成反比。林怡青(2012)從第一上市樣本中發現中籤率和溢價超額報酬呈反向關係。

(三) 上市時機：

在市場熱絡度(淡、旺季)不同時發行股票，承銷價可能受其影響。在淡季時發行，股票價格有被高估的可能性。而在旺季時發行，股票價格有被低估的可能性，較易產生異常報酬。

Ibbotson and Jaffe(1975)認為上市後股價受發行時市場熱絡程度影響，市場熱絡時上市存在異常報酬，反之則無。吳桂燕(2006)研究指出在市場股價指數呈現上升趨勢或領先指標上揚時，對新上市公司的初期報酬具有正面影響，支持熱發行市場假說，但長期報酬與上市時機相關性為負，顯示新上市公司選擇有利時機上市，以獲取較高承銷價。曾姿蓉(2007)研究證實股票市場熱絡時，新股將有初期異常報酬表現。陳振遠及王朝仕(2008)實證結果顯示，在熱發行市場條件下初次上市，初期績效顯著優於非熱發行者，但其後續績效持續下滑的幅度，皆遠大於非熱發行者。Reilly(1973)研究顯示初次上市於不景氣期之報酬率較景氣期高，長期則為景氣期之報酬率較高。

(四) 掛牌當日指數漲跌幅：

根據熱發行市場假說，若股票市場可立即反應股票的真實價值，對投資人而言，在市場熱絡時投資 IPO 股票較易產生利得。當市場大盤指數越高，表示市場狀況熱絡，且市場本身報酬率較高時，投資人所要求的報酬率也會相對提高。再加上股票市場處於上漲階段時，普遍存在對信息的過度反應，均會增加 IPO 之異常報酬。本研究預期初次上市(櫃)公司首日異常報酬受市場當日熱絡度影響，掛牌首日大盤指數漲幅愈高，異常報酬愈大。

(五) 產業類別：

資本市場隨時期不同，常有特定受關注之焦點產業。若發行公司上市時機，所屬產業受市場矚目，較易受到投資者青睞。Ritter(1991)研究指出，不同產業存在不同產業結構及不同投資機會，而這些差異導致產業別對公司價值的影響。周士淵(1992)研究發現新股上市之異常報酬存在於某些產業，如電機股、玻璃股、航運股。但潘慈暉(1994)研究顯示產業類別與新股異常報酬並無顯著之相關性。

參、研究方法

一、研究期間與選樣標準

本研究以 2010 年 5 月至 2012 年 9 月底，於台灣證券交易所股份有限公司或財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心掛牌之外國企業來臺第一上市(櫃)及國內企業上市(櫃)公司為選取之樣本，樣本必須符合初次上市(櫃)，若為管理股票、分割上市、櫃轉市、已上市之金融機構轉換為金融控股公司上市、及一般上市公司轉投資控股公司之上市(櫃)公司不列入選樣標準。根據上述條件，本研究樣本總計有 149 家。外國企業來台第一上市之企業有 21 家，第一上櫃之企業有 17 家；本國企業上市有 33 家，上櫃有 78 家。

二、變數操作性定義

本研究變數包含外國企業來臺第一上市(櫃)首日異常報酬、總籌資金額、中籤率、市場熱絡度及掛牌當日指數漲跌幅等，茲將研究變數之操作性定義說明如下：

(一)首日異常報酬

$R_{i,1}$ 表示第 i 家公司之首日異常報酬，其計算方式如下：

$$R_{i,1} = (P_{i,1} - P_{i,0}) / P_{i,0}$$

$R_{i,1}$ ：為首日掛牌報酬。

$P_{i,1}$ ：為首日掛牌收盤價。

$P_{i,0}$ ：為掛牌承銷價。

(二)總籌資額

總籌資額 = 初次上市承銷發行股數 * 掛牌承銷價

為避免各公司發行規模差異過大，取自然對數。

(三)中籤率

中籤率 = 初次上市承銷公開抽籤張數 / 參與公開抽籤之有效戶數

(四)上市時機-市場熱絡度

Aaij & Brounen(2002)研究顯示，新股上市前三個月的市場股價報酬與新股上市初期報酬高度相關，亦即當市場股價報酬表現優異時，有較高的新股上市初期報酬。本研究觀察台股變動，以初次上市(櫃)前一個月股價指數變動之報酬率，適合來衡量股票市場熱絡度。

IPO 前一個月股價指數變動之報酬率

$$= (\text{IPO 前一日股價指數} - \text{IPO 前一個月股價指數}) / \text{IPO 前一個月股價指數}$$

正號表示熱市場，負號表示冷市場。

(五)掛牌當日指數漲跌幅

掛牌當日指數漲跌幅

$$= (\text{IPO 掛牌當日股價指數} - \text{IPO 前一日股價指數}) / \text{IPO 前一日股價指數}$$

(六)產業別

將 IPO 發行公司分為電子業與非電子業，電子業為 0，非電子業為 1。

三、研究假說

Loughran et al. (2012)研究顯示初次上市股票(IPO)在正式上市日當天有顯著正向異常報酬，在台股的研究方面，吳明歷 (2003)、張惠敏(2007)、洪振虔(2008)、林逸修(2009)及李榮鎮、蔡佩靜及林純夷(2011)等研究，亦顯示台灣地區初次上市(櫃)股票掛牌首日普遍存在異常報酬。本研究根據相關論文推論，外國企業和本國企業新股掛牌當日均有正的異常報酬，建立下列研究假說：

假說 1-1：外國企業來台第一上市掛牌當日有正的異常報酬。

假說 1-2：本國企業上市掛牌當日有正的異常報酬。

假說 1-3：外國企業來台第一上櫃掛牌當日有正的異常報酬。

假說 1-4：本國企業上櫃掛牌當日有正的異常報酬。

在外國企業和投資人間資訊不對稱情況下，投資人無法判斷初次上市(櫃)外國企業的優劣，根據 Rock (1986)贏家詛咒假說、Welch (1992)流行效應假說、Allen & Faulhaber (1989)訊號發射假說，外國企業承銷價極可能以低估承銷價格作為訊號，來吸引投資人認購，進而產生較高的異常報酬。因此本研究推論，外國企業 IPO 之異常報酬較同期掛牌的本國企業為大，建立下列研究假說：

假說 2-1：外國企業來台第一上市之首日異常報酬大於同期掛牌之本國上市企業。

假說 2-2：外國企業來台第一上櫃之首日異常報酬大於同期掛牌之本國上櫃企業。

影響外國企業、本國企業 IPO 掛牌首日異常報酬之因素，本研究選取發行規模、中籤率、市場熱絡度、掛牌當日指數漲跌幅及產業別等五個變數，其與異常報酬關係說明如下。

台灣初次上市(櫃)公司之發行規模，係以擬上市(櫃)股份總額做為計算基礎，公司規模愈大，則發行規模愈大。Logue (1973)研究指出，規模大的公司較具有承銷價格之決定力量，承銷價被低估的幅度較小。Reinganum(1991)發現，異常報酬與公司規模成反向關

係。Su(1999)認為發行規模與 IPO 低估幅度呈現負相關。林正中(2008)的研究證實，發行總籌資額與 IPO 價格低估程度呈現負相關。綜上所述，本研究建立假說如下：

假說 3-1-1：外國企業來台第一上市之發行規模與首日異常報酬為負相關。

假說 3-1-2：本國企業上市之發行規模與首日異常報酬為負相關。

假說 3-1-3：外國企業來台第一上櫃之發行規模與首日異常報酬為負相關。

假說 3-1-4：本國企業上櫃之發行規模與首日異常報酬為負相關。

中籤率對市場而言，是投資人對該公司之信心指數，中籤率愈低，表示愈多的投資人參與申購，則異常報酬亦越高。潘慈暉(1994)、呂勝光(1996)、徐瑋雲(1996)和葉志毅(2010)研究發現中籤率越低，表示股票之需求度越高，則上市後之異常報酬亦較高，林怡青(2012)從第一上市樣本中亦發現中籤率和溢價超額報酬呈反向關係，故本研究建立假說 3-2：

假說 3-2-1：外國企業來台第一上市之中籤率與首日異常報酬為負相關。

假說 3-2-2：本國企業上市之中籤率與首日異常報酬為負相關。

假說 3-2-3：外國企業來台第一上櫃之中籤率與首日異常報酬為負相關。

假說 3-2-4：本國企業上櫃之中籤率與首日異常報酬為負相關。

對新股上市，Ibbotson and Jaffe(1975)提出熱發行市場假說(Hot Issue Market)，指出上市後股價受發行時市場熱絡程度影響，市場熱絡時上市存在異常報酬，反之則無。若股票市場可立即反應股票的真實價值，對投資人而言，在市場熱絡時投資 IPO 股票較易產生利得，而股票市場處於上漲階段時，普遍存在對信息的過度反應，均會增加 IPO 之異常報酬。在台股的研究方面，吳桂燕(2006)研究亦支持熱發行市場假說，曾姿蓉(2007)研究證實股票市場熱絡時，新股將有初期異常報酬表現，陳振遠及王朝仕(2008)實證結果顯示，在熱發行市場條件下初次上市，掛牌初期績效顯著優於非熱發行者。本研究預期初次上市(櫃)公司首日異常報酬受上市時機和掛牌當日指數漲跌幅影響，為正相關，建立假說如下：

假說 3-3-1：外國企業來台第一上市之市場熱絡度與首日異常報酬為正相關。

假說 3-3-2：本國企業上市之市場熱絡度與首日異常報酬為正相關。

假說 3-3-3：外國企業來台第一上櫃之市場熱絡度與首日異常報酬為正相關。

假說 3-3-4：本國企業上櫃之市場熱絡度與首日異常報酬為正相關。

假說 3-4-1：外國企業來台第一上市之掛牌當日指數漲跌幅與首日異常報酬為正相關。

假說 3-4-2：本國企業上市之掛牌當日指數漲跌幅與首日異常報酬為正相關。

假說 3-4-3：外國企業來台第一上櫃之掛牌當日指數漲跌幅與首日異常報酬為正相關。

假說 3-4-4：本國企業上櫃之掛牌當日指數漲跌幅與首日異常報酬為正相關。

Ritter(1991)研究認為，產業別的差異導致對公司價值的影響，進而影響新上市股票之報酬，周士淵(1992)研究發現，新股上市之異常報酬存在於某些特定產業。綜上所述，本研究建立假說如下：

假說 3-5-1：外國企業來台第一上市之首日異常報酬具有產業別效果。

假說 3-5-2：本國企業上市之首日異常報酬具有產業別效果。

假說 3-5-3：外國企業來台第一上櫃之首日異常報酬具有產業別效果。

假說 3-5-4：本國企業上櫃之首日異常報酬具有產業別效果。

四、統計方法

(一)進行單一母體平均數檢定，分別檢定外國企業來臺第一上市(櫃)和國內企業，是否有首日異常報酬。

(二)進行兩個母體平均數差異檢定，檢定外國企業來臺第一上市(櫃)和國內企業首日異常報酬是否有差異。

(三)再以多元迴歸方式，來探討總籌資金額、中籤率、市場熱絡度、掛牌當日指數漲跌幅及產業，對 IPO 首日異常報酬有影響之變數。

多元迴歸分析方程式如下：

$$R_{i,1}(\text{IPO 首日異常報酬}) = \alpha_i(\text{截距}) + \beta_{i,1}(\text{總籌資金額}) + \beta_{i,2}(\text{中籤率}) + \beta_{i,3}(\text{市場熱絡度}) + \beta_{i,4}(\text{掛牌當日指數漲跌幅}) + \beta_{i,5}(\text{產業別}) + \varepsilon_i$$

肆、實證結果與分析

一、IPO 首日異常報酬平均數檢定

鑒於台灣股市上市、上櫃市場，各有其市場特性，因此本研究分別就新上市、上櫃之企業異常報酬檢定之。

在上市市場之外國企業及本國企業之掛牌首日異常報酬平均數及檢定，表 4-1 結果顯示，在 5% 的顯著水準下，外國企業掛牌首日的異常報酬大於 0 (異常報酬為 0.22)。在 1% 的顯著水準下，本國企業掛牌首日的異常報酬大於 0 (異常報酬為 0.16)。假說 1-1 及假說 1-2 成立。

表 4-1、上市市場之外國企業及本國企業 IPO 掛牌首日異常報酬檢定表

	平均數	標準誤	t
外國企業	0.22	0.09	2.32 **
本國企業	0.16	0.04	4.35 ***

***表示 1%顯著水準、**表示 5%顯著水準

在上櫃市場之外國企業及本國企業之掛牌首日異常報酬平均數及檢定，表 4-2 結果顯示，在 1%的顯著水準下，外國企業掛牌首日的異常報酬大於 0 (異常報酬為 0.21)。在 1%的顯著水準下，本國企業掛牌首日的異常報酬大於 0 (異常報酬為 0.54)。假說 1-3 及假說 1-4 成立。

表 4-2、上櫃市場之外國企業及本國企業掛牌首日異常報酬檢定表

	平均數	標準誤	t
外國企業	0.21	0.06	3.33 ***
本國企業	0.54	0.19	2.83 ***

***表示 1%顯著水準

三、IPO 掛牌首日外國企業與本國企業異常報酬之差異檢定

外國企業和本國企業兩者不同背景之企業，在首日異常報酬上，是否有差異，說明如下：

表 4-3 顯示，外國企業和本國企業掛牌首日異常報酬差異為 0.06%，外國企業之異常報酬大於本國企業，但並不顯著，假說 2-1 不成立。

表 4-3、上市市場之外國企業和本國企業掛牌首日異常報酬差異檢定表

	$\mu_1 - \mu_2$	t
上市市場外國企業和本國企業掛牌首日異常報酬差異	0.06	0.72

表 4-4 顯示，外國企業和本國企業掛牌首日異常報酬差異為-0.32%，外國企業的異常報酬小於本國企業，但並不顯著，假說 2-2 不成立。

表 4-4、上櫃市場之外國企業和本國企業掛牌首日異常報酬差異檢定表

	$\mu_1 - \mu_2$	t
上櫃市場外國企業和本國企業掛牌首日異常報酬差異	-0.32	-0.79

綜合上述檢定結果，在上市市場及上櫃市場，外國企業和本國企業之首日異常報酬有差異，但均不顯著。

四、首日異常報酬之影響因素檢定

分別就上市市場和上櫃市場中，外國企業和本國企業首日異常報酬為依變數，總籌資額等 5 個變數為自變數，進行多元迴歸分析如下：

(一)外國企業來台第一上市

表 4-5 顯示，在 10% 顯著水準下，總籌資額之 β 係數為 0.35，表示總籌資額與首日異常報酬為正相關，假說 3-1-1 認為兩者為負相關，故不成立。中籤率之 β 係數為 -2.11，與首日異常報酬為負相關，但不顯著，假說 3-2-1 不成立。上市時機-市場熱絡度之 β 係數為 1.55，與首日異常報酬為正相關，但不顯著，假說 3-3-1 不成立。掛牌當日指數漲跌幅之 β 係數為 4.65，與首日異常報酬為正相關，但不顯著，假說 3-4-1 不成立。產業別之 β 係數為 -0.12，與首日異常報酬為負相關，且不顯著，假說 3-5-1 不成立。

表 4-5、外國企業來台第一上市多元迴歸分析表

	β 係數	標準誤	t
截距	-2.48	1.85	-1.34
總籌資額	0.35	0.21	1.67 *
中籤率	-2.11	1.72	-1.23
上市時機-市場熱絡度	1.55	1.52	1.02
掛牌當日指數漲跌幅	4.65	8.15	0.57
產業別	-0.12	0.19	-0.62

*表示 10% 顯著水準

(二)本國企業上市

表 4-6 顯示，總籌資額之 β 係數為 0.03，與首日異常報酬為正相關，但不顯著，假說 3-1-2 不成立。中籤率之 β 係數為 -0.47，與首日異常報酬為負相關，但不顯著，假說 3-2-2 不成立。在 1% 顯著水準下，上市時機-市場熱絡度之 β 係數為 1.68，表示上市時機-市場熱絡度與首日異常報酬為正相關，本國企業上市時熱度愈高，則首日異常報酬愈大，假說 3-3-2 成立。掛牌當日指數漲跌幅之 β 係數為 0.84，與首日異常報酬為正相關，但不顯著，假說 3-4-2 不成立。產業別之 β 係數為 0.03，與首日異常報酬為正相關，但不顯著，假說 3-5-2 不成立。

表 4-6、本國企業上市多元迴歸分析表

	β 係數	標準誤	t
截距	-0.03	0.84	-0.03
總籌資額	0.03	0.10	0.27
中籤率	-0.47	0.49	-0.96
上市時機-市場熱絡度	1.68	0.64	2.64 ***
掛牌當日指數漲跌幅	0.84	2.95	0.29
產業別	0.03	0.08	0.37

***表示 1% 顯著水準

(三) 外國企業來台第一上櫃

表 4-7 顯示，總籌資額之 β 係數為 0.19，與異常報酬為正相關，但不顯著，假說 3-1-3 不成立。中籤率之 β 係數為 0.83，與異常報酬為正相關，但不顯著，假說 3-2-3 不成立。在 10% 顯著水準下，上市時機-市場熱絡度之 β 係數為 2.78，表示上市時機-市場熱絡度與首日異常報酬為正相關，外國企業來台第一上櫃時熱度愈高，則首日異常報酬愈大，假說 3-3-3 成立。掛牌當日指數漲跌幅之 β 係數為 2.00，與異常報酬為正相關，但不顯著，假說 3-4-3 不成立。產業別之 β 係數為 0.07，與異常報酬為正相關，但不顯著，假說 3-5-3 不成立。

表 4-7、外國企業來台第一上櫃多元迴歸分析表

	β 係數	標準誤	t 統計
截距	-1.28	1.23	-1.04
總籌資額	0.19	0.15	1.27
中籤率	0.83	2.45	0.34
上市時機-市場熱絡度	2.78	1.37	2.03 *
掛牌當日指數漲跌幅	2.00	4.79	0.42
產業別	0.07	0.18	0.38

*表示 10% 顯著水準

(四) 本國企業上櫃

表 4-8 顯示，總籌資額之 β 係數為 0.35，與首日異常報酬為正相關，但不顯著，假說 3-1-4 不成立。中籤率之 β 係數為 1.81，與異常報酬為正相關，但不顯著，假說 3-2-4 不成立。上市時機-市場熱絡度之 β 係數為 4.37，與異常報酬為正相關，但不顯著，假說 3-3-4 不成立。在 10% 顯著水準下，掛牌當日指數漲跌幅之 β 係數為 26.40，表示掛牌當日指數漲幅與首日異常報酬為正相關，掛牌當日指數漲幅愈高，首日異常報酬愈大，假說 3-4-4 成立。產業別之 β 係數為 0.42，與異常報酬為正相關，但不顯著，假說 3-5-4 不成立。

表 4-8、本國企業上櫃多元迴歸分析表

	β 係數	標準誤	t
截距	-2.24	3.62	-0.62
總籌資額	0.35	0.46	0.75
中籤率	1.81	3.43	0.53
上市時機-市場熱絡度	4.37	3.19	1.37
掛牌當日指數漲跌幅	26.40	14.76	1.79 *
產業別	0.42	0.40	1.04

*表示 10% 顯著水準

伍、結論

本研究以 2010 年 5 月 18 日至 2012 年 9 月 30 日間於台灣股市初次掛牌之外國企業及本國企業為選取之樣本，運用各種統計方法，探討掛牌首日是否有異常報酬及影響因素，提供欲於台灣地區 IPO 之企業及市場投資人，對 IPO 之首日價格行為有更深之認識。實證結果如下：

- 一、外國企業及本國企業在 IPO 均有正的首日異常報酬。
- 二、上市部分，外國企業較國內企業首日異常報酬大；上櫃部分，則是本國企業大於外國企業，惟均不顯著。
- 三、IPO 掛牌首日異常報酬之原因，發現如下：
 - (一) 外國企業來臺第一上市首日異常報酬與總籌資額為顯著正相關。
 - (二) 本國企業上市首日異常報酬與上市時機-市場熱絡度為顯著正相關。
 - (三) 外國企業來臺第一上櫃首日異常報酬與上市時機-市場熱絡度為顯著正相關。
 - (四) 本國企業上櫃首日異常報酬與掛牌當日指數漲幅為顯著正相關。

上述結論讓我們了解，投資 IPO，無論外國企業或本國企業、上市或上櫃均有正的首日異常報酬，外國企業來台第一上市總籌資額愈大之企業，其首日異常報酬愈高；在熱市場掛牌，本國企業上市及外國企業第一上櫃之首日異常報酬愈高；掛牌當日指數漲幅愈高時，上櫃之本國企業首日異常報酬愈高。

研究中發現，外國企業來台第一上市(櫃)其首日異常報酬相較本國企業並無顯著差異，顯示我國主管機關對外國企業來台申請第一上市(櫃)要求之財務業務資訊揭露，及相關媒體及研究機構對外國企業之報導及研究報告，已降低投資人與外國企業間之資訊不對稱，故外國企業無須以低估承銷價格吸引投資人青睞。上市時機-市場熱絡度及掛牌當日指數漲幅影響首日異常報酬的程度，也說明了在台股擇時掛牌對異常報酬的影響。

參考文獻

- 刁玉玲(2006),「香港主板新上市股票異常報酬之實證研究」,國立高雄第一科技大學財務管理研究所碩士論文。
- 吳明歷(2003),「興櫃制度對新上市股票承銷價低估影響之研究」,國立中山大學財務管理學系研究所碩士論文。
- 吳桂燕(2006),「新上市時機與異常報酬之關聯性」,交大管理學報,第 26 卷第 1 期,頁 39-67。
- 呂勝光(1996),「台灣新上市股票異常報酬之實証研究」,國立政治大學會計研究所碩士論文。
- 李榮鎮、蔡佩靜及林純夷(2011),「臺灣初次上市上櫃公司股價長短期表現之研究」,台灣銀行季刊,第 62 卷,第 1 期。
- 周士淵(1992),「我國新上市股票價格績效之研究」,淡江大學管理科學研究所碩士論文。
- 林正中(2008),「中國大陸首次公開發行新股價格行為研究—詢價制度後實證」,東吳大學企業管理研究所碩士論文。
- 林怡青(2012),「臺灣第一上市股票之實證分析」,朝陽科技大學保險金融管理研究所碩士論文。
- 林逸修(2009),「初次上市(櫃)股票日內流動性與其首日報酬及長期績效之研究」,國立政治大學財務管理研究所碩士論文。
- 柳惠中(2008),「香港首次公開發行企業招股價格之研究」,東吳大學企業管理研究所碩士論文。
- 洪振虔(2008),「雜訊交易、報酬變異與新上市股票價格績效」,台大管理論叢,第 19 卷第 1 期,頁 269-298。
- 徐瑋雲(1996),「我國新上市股票價格行為與長期績效之研究」,國立政治大學會計研究所碩士論文。
- 張惠敏(2007),「初次上市(櫃)公司承銷價之研究」,東吳大學企業管理研究所碩士論文。
- 陳振遠及王朝仕(2008),「熱發行與新上市公司股票績效」,台灣金融財務季刊,第 9 輯第 2 期,頁 33-68。
- 曾姿蓉(2007),「台灣股票上市時機與異常報酬關聯性之研究」,銘傳大學財務金融研究所碩士論文。
- 葉志毅(2010),「承銷制度對新上市股票長短期績效之影響-以台灣為例」,淡江大學財務金融研究所碩士論文。
- 潘慈暉(1994),「新上市股票異常報酬及其影響因素之實證研究」,國立台灣大學商學研究所碩士論文。
- Aaij, S., and D. Brounen, (2002), “High-tech IPOs: A tale of two continents.” *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15, 87-94.
- Aggarwal, R. and P. Rivoli, (1990), “Fads in the initial public offering market.” *Financial Management*, Vol.19, 45-57.
- Allen, F. and R. Faulhaber, (1989), “Signaling by underpricing in the IPO market.” *Journal of*

Financial Economics, Vol.23, 303-323.

Ibbotson, R. G. and J. F. Jaffe, (1975), "Hot issue markets." *The Journal of Finance*, Vol.30, 1027-1042.

Logue, D. E., (1973), "On the pricing of unseasoned new issues: 1965-1969." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.8, 91-103.

Loughran, T., J. R. Ritter, and K. Rydqvist, (1994) updated (2012), "Initial public offerings: international insights." *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.2, 165-199.

Reilly, F. K., (1973), "Further evidence on short-run results for new issues investor." *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.8, 83-90.

Reinganum, M. R., (1981), "Misspecification of capital asset pricing empirical anomalies based on earnings' yields and market values." *Journal of Financial Economics*, Vol.9, 19-46.

Ritter, J. R., (1991), "The long-run performance of initial public offerings." *The Journal of Finance*, Vol.46, 3-27.

Welch, I., (1992), "Sequential sales, learning and cascades." *The Journal of Finance* , Vol.47, 695-732.