

我國證券承銷商商譽與其上市前後承銷行為 對初上市股票報酬率的影響

林鳳儀*

傅澤偉**

潘啟屏***

摘要

商譽在會計上被視為企業重要的無形資產，此無形資產當有助於企業進行其商業行為。本研究即在驗證證券商商譽是否有助於其承銷的行為。

除了商譽的考量，本研究特別強調承銷行為的順序性。承銷商在股票初上市(Initial Public Offerings, IPO)之前及上市後就必須針對其所承銷之案件進行許多承銷服務。以往的研究著重於了解某單一承銷行為對於 IPOs 報酬率之影響，卻忽略了各種承銷行為間存在順序性的關聯。本研究採用分析變數間順序性相關的路徑分析法來進行探討。

以我國初上市股票承銷過程的實証結果顯示我國證券承銷商為了達成承銷任務及維持商譽會採取共同合作及分擔風險的承銷行為模式且(1)上市前的承銷行為(協辦家數、協辦承銷商認購比例)對於初上市股票短期報酬率有影響，上市前承銷價調整對於初上市股票的長期報酬率有影響，(2)上市後的安定操作會依初上市短期報酬率的狀況來實行且對於初上市股票長期報酬率有影響，(3)承銷商商譽對於安定操作及初上市股票的報酬率無顯著相關但對於上市前的承銷行為有顯著影響。本研究認為在初上市的承銷過程中承銷商商譽具有增加其獲取承銷機會的無形資產價值。

關鍵字：承銷商商譽、路徑分析、承銷行為

* 致理技術學院會計資訊系教授

** 國防大學財務資源管理研究所副教授

*** 富邦證券承銷部專案副理



壹、序論

一、研究背景與動機

依據中央銀行統計，截至民國九十三年底，我國直接金融比例已由七十一年度的 11.32%，逐年攀升至九十三年度的 28.18%，顯見我國企業募集資金方式已由間接金融逐步轉為直接金融。另一方面，證券市場在資本市場的重要性也日愈增加。股票上市公司家數由七十七年的 163 家增加為九十三年度的 697 家；增資金額則由 41,618 百萬元增加為 275,275 百萬元。

證券商在初上市股票市場扮演重要角色。在發行公司初次上市 (Initial Public Offerings, IPOs) 的過程中，由於新上市公司的相關資訊較難獲取，故而投資人的投資風險相對較高；因此發行公司可藉由承銷商以其累積多年的專業能力，傳遞訊息予投資人，以降低其證券的發行成本。同時承銷商也必須證明其所訂定之承銷價格是合理的，亦即承銷商必須確認公司資訊的可信度(credibility)。因此，一個成功的 IPO 案件除了公司本身的財務狀況、產業前景及獲利能力等條件外，尚須依靠承銷商的行銷行為、配售管道及策略加以配合，才能順利達到募集資金的目的。

承銷商的商譽建立對於承銷商公司價值有很大的相關。從會計理論的觀點，商譽即代表公司獲取超額利潤的能力。就證券承銷商而言，其商譽的累積與初上市股票承銷成功與否有關。初次上市股票之報酬率是發行公司、承銷商及投資人所共同高度關切；相較於發行公司僅有一次 IPOs，承銷商必須在每一次承銷案中累積其專業商譽。如投資人因認購承銷商所承銷的股票而遭受損失，可能投資人對於承銷商商譽會提出質疑；欲發行證券的公司也會因質疑承銷商的承銷能力而使證券商在爭取後續案件時處於不利的地位。

承銷商為了使承銷案件圓滿完成，在 IPOs 以前就必須針對其所承銷之案件進行許多承銷行為(如市場研究、上市廠商的輔導...)以使得初上市股票能順利發行；而在 IPOs 以後也必須就其所承銷之案件提供各項售後服務(如安定操作)，以持續累積承銷商商譽，協助後續承銷業務之推展。



迥異以往將承銷商的承銷行為視為單一事件進行研究，本研究以一整合性之觀點，將承銷商之各種承銷相關行為視為是連貫的系列行為且以路徑分析法探討其對於初上市股票報酬率的影響，並探討承銷商商譽對於初上市股票之各種系列活動的影響。

二、研究目的

本研究擬依據承銷商承銷行為的發生時序，區分為「IPOs 前之承銷商行為」以及「IPOs 後的承銷商行為」，並且加入「承銷商商譽」，以進行綜合分析。期能了解承銷行為對於初上市股票報酬的關聯性及承銷行為是否因為加入承銷商商譽後而有加強或削弱其關聯性的效果。因此，本文之研究目的如下：

1. 依據承銷商承銷行為之發生時序，區分為「IPOs 前承銷商行為」、「IPOs 後承銷商行為」。探討「IPOs 前承銷商行為」及「IPOs 後承銷商行為」因素對於初上市股票報酬之影響及各項因素間之相互關係。
2. 了解「承銷商商譽」對於承銷商承銷行為之效果是否有增強、削弱或改變其原有相互關係的可能。

貳、文獻探討

本研究所探討的相關理論包含(一)初上市股票短期報酬率、(二)承銷商商譽、(三)初上市前之承銷行為、(四)初上市後之承銷行為與(五)路徑分析(path analysis)等五個部分。

一、初上市股票的正值短期報酬率

有關於初次上市股票報酬率在 Ibbotson(1975)證實了初次上市股票在上市初期存在正的初期報酬現象之後，眾多學者研究 IPOs 上市後初期報酬及對於 IPOs 股票具有正的初期報酬的現象提出多種理論假說。關於初上市股票的正值初始報酬率現象主要的解釋原因可分為承銷商與發行公司



刻意低估承銷價格 (underpricing) 以及初上市股票之早期交易價格並非真實價格。(market misvaluation)

(一) 低估承銷價格

部分研究者認為初上市股票存在正值報酬率是因為發行公司及承銷商刻意低估承銷價所致 (Janet et al., 1996)。有關發行公司與承銷商低估承銷價格的原因，一般可歸納為以下四類假說：資訊不對稱假說 (Asymmetric Information Hypothesis)、承銷商趨避風險假說 (Risk-Adverse Underwriter Hypothesis)、承銷商獨占力假說 (The Monopoly Power Hypothesis) 及價格部分調整假說 (Partial Price Adjustment)。

資訊不對稱假說又分為三類；(1) 發行公司與承銷商之間的資訊不對稱，此論點由 Baron (1982) 提出；Baron 認為承銷商比發行公司掌握更多有關資本市場的訊息且由於發行公司為了激勵承銷商盡最大的努力提供承銷的服務，將傾向同意承銷商低估承銷價，犧牲部分發行證券的利益以增加承銷成功的機率。(2) 投資人間的資訊不對稱，此即 Rock (1986) 所提出的「贏家的咀咒」(Winner's Curse)；Rock 認為投資人分為兩類即具資訊投資人 (Informed Investor) 與不具資訊投資人 (Uninformed Investor)；所謂具資訊投資人係指擁有特別資訊、了解股票真實價值的投資人，相對於具資訊投資人者即為不具資訊投資人。當承銷價格高於真實價格時，只有不具資訊投資者會認購，因此有較高機率申購到或是足額申購到定價偏高的股票，而慘遭上市後跌價損失，此即所謂的「贏家的咀咒」(Winner's Curse)。經過多次的經驗之後，不具資訊的投資人將會因無利可圖而退出市場，此時承銷商為使不具資訊投資人繼續留在市場，往往會在新股發行時以折價發行方式，彌補不具資訊投資人購買到承銷價高估股票之風險。(3) 發行公司與投資者間的資訊不對稱，此由 Allen and Faulhaber (1989)、Welch (1989) 及 Grinblatt and Hwang (1989) 等人所提出；其論點為發行公司比投資人更了解公司的內部情況，因此會偏向於將公司高品質的資訊經由降低發行價格傳遞給投資人以有利於



往後的現金增資發行；此一理論又稱為「訊息傳遞假說」。

承銷商風險趨避假說(Risk-Adverse Underwriter Hypothesis)是由 Tinic (1988) 所提出，其論點主要為依據美國於 1933 年頒佈之證交法中規定，承銷商必須克盡專業上應有之注意(due diligence)以提供投資人足夠的可信賴資訊，承銷商如違反該項義務而導致投資人遭受損失，投資人將可向其求償。故 Tinic (1988) 認為承銷商為了避免法律訴訟風險故而會將價格低估，以避免與認購新股之投資人間因股價認定的問題而有法律糾紛。

承銷商獨占力假說(The Monopoly Power Hypothesis)是由 Ritter(1984) 所提出，其論點為因商譽較好的承銷商較不願意承銷風險較高公司的證券發行，因此高商譽承銷商在面對發行公司時具有較佳的談判力，因而導致 IPO 承銷價格低估現象。Kunz and Aggarwal(1994)認為由於承銷商間缺乏競爭，加上承銷商相對於發行公司而言具有更多的承銷經驗以及配銷管道，因此承銷商在與發行公司進行談判時居於優勢地位，從而導致承銷價格的低估。

價格部分調整假說(Partial Price Adjustment) 是由 Benveniste and Spindt (1989)、Benveniste and Wilhelm(1996)等人所提出，他們的論點為當承銷商與發行公司在上市之前進行 book building(詢價圈購)時為了吸引投資者將他們對於 IPOs 公司的真實評價透露出來，幫助決定更合理的承銷價格，承銷商會以折價發行的方式補償投資人願意揭露真實訊息。

(二)市場錯誤評價

有些研究發現以承銷價格購入並持有短期時的報酬為正，但是持有較長期時的報酬卻顯著低於市場報酬。其論點為投資人對於初上市股票存在系統性的過度樂觀故而對初上市股票給予過高的評價，造成所謂初上市股票的熱潮(fads)，導致股票在上市初期上漲，形成正的初期報酬。但隨時間逐漸拉長，投資人認清公司真實價值之後，其報酬自然逐漸走低。



影響初上市報酬率的兩個發行公司特性因素為承銷規模及公司營收規模。Beatty and Ritter (1986) 發現初次上市公司發行規模 (以當次提出承銷股數乘上其承銷價格衡量) 愈大, 發行公司風險愈小, 其 IPO 初始報酬也愈小。Carter (1992) 以 IPOs 發行總股款 (gross proceed) 來衡量公司風險發現公司風險小之 IPOs, 其 IPO 初始報酬亦小。Pugeland White(1988) 認為發行公司的規模及成立期間可以作為探討公司特有風險時的代理變數, 投資人及承銷商對於大型公司及成立期間較長的公司較為熟悉, 故其風險也相對較低。

二、承銷商商譽之研究

承銷商在初上市市場上扮演重要的角色且其商譽與初上市股票短期報酬率呈負相關。Beatty and Ritter (1986), 認為承銷商與發行公司立場是不同的, 承銷商參與很多 IPO 案件, 必須透過品牌形象的建立來強化本身的商譽, 以助於未來承銷業務的推展。Carter and Manaster(1990) 及 Carter et al.(1998)也發現較具商譽之承銷商, 為了維持其商譽, 較願意承銷低風險的股票, 而其折價幅度也低。此外, 由於低風險的公司較高風險的公司更有可能在 IPOs 後進行現金增資, 故承銷商為了獲得發行公司現金增資的承銷機會也傾向承銷低風險的股票。在承銷商商譽代理變數的選取上, 目前有三種不同的定義; 分別為: Carter & Manaster (1990)、Johnson & Miller (1988) 以及 Megginson & Weiss(1991)。不同的實證其結果均支持 IPO 若由商譽較好的承銷商承銷其短期報酬較小, 亦即折價幅度較低。

三、IPOs 前承銷行為

與初上市股票報酬率有關的初上市股票上市前承銷商行為有三項: 承銷的協辦家數, 承銷價格調整幅度及協辦承銷商認購比例。

協辦家數與初上市股票的品質有關。Beatty and Ritter (1986) 認為承銷商會透過積極參與 IPO 案件, 來建立其品牌形象、強化其商譽。Carter and Manaster(1990)也發現較具商譽之承銷商, 為了維持其商譽, 較願意承銷低



風險的股票。Booth (2004)以美國的封閉型基金為樣本觀察 1986 至 1998 的 352 支基金，發現承銷商商譽與基金的初期及長期報酬率成正相關。Booth 認為高商譽承銷商只願意承銷高品質的上市案以維持其商譽。因此，品質較佳且較具知名度的承銷案件，通常其協辦家數較多。

承銷價格調整影響承銷價故而影響初上市股票的報酬率。就我國現行承銷價格訂定實務中，承銷團及發行公司通常先就歷史資料依據證期會 81 年頒布「股票承銷價格訂定使用財務資料注意事項」第 3 條計算公式承銷價格，再由承銷團及發行公司共同議定上市承銷價格。由於公式承銷價格為議定上市承銷價格的基礎，因此上市承銷價格的調整幅度應能有效反應承銷團及上市公司對於該初上市股票的看好程度。

承銷商認購比例與初上市股票的短期報酬率當為正相關。Krigman et al.(1999)認為機構投資人較能取得投資標的資訊，並指出長期報酬愈佳之 IPOs 股票，機構投資人愈少在其掛牌當日大量出售持股。王佑仁(2001)則發現主辦承銷商自行認購比例與調整後折價幅度呈顯著正相關。陳國智(2005)發現承銷商認購比率與股票的績效有正面且顯著的關係。

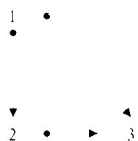
四、IPOs 後承銷行為

承銷商在 IPOs 後的承銷行為主要為安定操作。Chowdhry and Nanda(1996)認為承銷商之所以進行安定操作，其主要原因在於如以低估初上市股票價格方式對不具訊息的認購人進行補償其成本過高，因為此時不具訊息者與具備訊息者都可以得到相同的報酬，因此，不如由承銷商向不具訊息者以委託價買回股票較為節省成本且此方式對於不具訊息者亦較為有利。承銷商進行安定操作行為的目的為在股票上市後對股價進行支撐的行為，以延緩新上市股票負報酬率出現時間。Dennis et al.(2002)則發現安定操作行為對於 IPOs 報酬的影響隨著時間拉長而減少。Dalbor and Sullivan(2005)以 59 家餐飲業的初上市承銷案件為研究對象，發現小型及區域型的承銷商較無能力吸引投資人故而造成初上市股票的長期報酬率較差。



五、路徑分析

路徑分析或因徑分析(path analysis)是由一系列的迴歸分析所組成，除借用迴歸方程式的原理，並透過假設性的架構，將不同的方程式加以組合，形成結構化的模式。路徑分析可以用來研究在出現時間方面有前後次序的幾個變數中，較先發生的變數是經由何種路徑來影響其後發生的那一些變數。研究者於運用路徑分析建立結構化模式時必須依據相關理論與文獻，以建構一個可以檢驗的初始模式，並且繪出一個沒有路徑係數的路徑圖(path diagram)。路徑圖中的變數關係通常以箭號表示，箭號所指的變數為「果」(effect)(依變項)，箭號起始處為「因」(cause)(自變項)。其次，在路徑分析中之自變項一般被設定為「外生變數」(exogenous variable)，依變項則被設定為「內生變數」(endogenous variable)。其區別在於各內生變數可以為一項或多項的外生變數或其他內生變數所解釋，但各外生變數則不能為內生變數所解釋。在計算過程中，路徑分析係重複應用複迴歸分析(multiple regression analysis)的方法，按指標所標示的時間順序，依次解出用前一個變數、前兩個變數、前三個變數……為預測用變數，用後一個變數為被預測變數(criterion)時之迴歸公式及迴歸係數。利用這些係數，可以畫出「路徑分析圖」並看出前面變數決定後面變數之主要路徑。以圖一為例說明路徑分析。



圖一 路徑分析

上列路徑圖中，因子 1 為外生變數，因子 2 及 3 均為內生變數。因此，因子 1 對因子 3 的影響可以分為兩部分，其一為因子 1 對因子 3 的直接影響(direct effect, DE)，以及因子 1 透過因子 2 對因子 3 所發生影響，稱為間接影響(indirect effect, IE)，兩者合稱為因子 1 對因子 3 的總影響(total effect)



參、研究方法

一、樣本選取

依據中華民國證券商業同業公會於 88 年 11 月 30 日所修正之「中華民國證券商業同業公會證券商承銷有價證券承銷公告應行記載事項要點」規定承銷團自 89 年起應於承銷公告中揭示承銷商之認購比例，故本文之研究期間為民國 89 至民國 92 年底止。本研究之研究對象是在上述期間內，於台灣證交所掛牌上市之承銷案件，共計有 80 個承銷案件。上述之新上市股票乃指第一次在證券交易市場公開發行之股票，不包含現金增資、普通股銷售、特別股股票、上櫃轉上市、公司債、官股釋股、非上市櫃股票或募集設立公開招募。由於公營事業辦理上市，依規定應全數辦理公開申購配售，承銷商不能自行認購，故就原有樣本扣除中華電信、中央再保險公司以及台鹽實業等三家公司，另由於南方資訊遭交易所處分下市無法取得其股價資料，故一併予以扣除後，本研究可供分析之 IPO 樣本共計 76 件。

二、分析方法及變數定義

本文主要是利用「路徑分析法」，首先分析「承銷商在發行公司股票上市前後之主要承銷行為」對於發行公司於初次上市後之股票長短期報酬率的影響，其後對於同一樣本再加入「承銷商商譽」因素，以了解承銷商商譽對於承銷商之承銷行為是否有增強或削弱的效果。

本文針對樣本資料，依據相關國內外研究以影響承銷商行為或初上市股票報酬率之各項主要因素，擷取其資訊並將其區分為「外生變數」及「内生變數」。前者主要用以控制與承銷案件或發行公司有關之風險，後者則用以衡量承銷商各項行為之績效(performance)。其詳細分類如下：



表一、承銷商各項行爲之績效

外生變數(自變數)		1. 承銷規模		2. 公司營收規模	
中介變數	IPOs 前承銷商承銷行為	1. 協辦家數	2. 承銷價格調整幅度	3. 協辦承銷商認購比例	
	IPOs 後承銷商承銷行為	安定操作行為			
	承銷商商譽	依 Megginson-Weiss 法定義為承銷商的承銷市佔率			
因變數	初上市短期報酬率				
	初上市後一個月報酬率				

三、操作性變數定義

(一)外生變數部分

1.承銷規模：

本研究採上市承銷價格乘以發行股數，取自然對數 (Dennis et.al, 2002) 以作為標定發行公司風險之一項外生變數來進行分析。

$$\text{承銷規模} = \text{Ln}(\text{上市公司提出公開承銷股數} \times \text{上市承銷價格})$$

2.公司營收規模：

本研究參酌 Dennis et al.(2002)之做法，以樣本公司之營業收入淨額取其對數作為公司營收規模之衡量。

$$\text{營收規模} = \text{Ln}(\text{發行公司申請上市前一年度營業收入淨額})$$

(二)中介變數

1.協辦家數：

本研究以樣本資料的承銷公告中承銷團之「協辦承銷商家數」作為衡量。



2.承銷價格調整幅度：

就我國現行承銷價格訂定實務中，承銷團及發行公司通常先就歷史資料依據證期會 81 年頒布「股票承銷價格訂定使用財務資料注意事項」第 3 條計算公式承銷價格，再由承銷團及發行公司共同議定上市承銷價格。本研究以下列公式衡量此變數。

$$\text{承銷價格調整幅度} = (\text{上市承銷價格} - \text{承銷公式價}) \div \text{承銷公式價}$$

3.協辦承銷商認購比例：

我國新股上市大多採行包銷制度，主辦承銷商的認購比例較高時表示此初上市股票風險較小預期初上市報酬率當較低。當主辦承銷商認知初上市股票其風險較高時會多找一些協辦承銷商來幫忙承銷以分擔風險。目前協辦的承銷商可能在別的初上市股票為主要承銷商，故而亦必須分擔風險。

協辦承銷商認購比例=協辦承銷商認購股數÷發行公司提出公開承銷股數

4.承銷商商譽的衡量

由於我國承銷市場尚未建立如美國承銷制度－墓碑公告(tombstone)的承銷商層級(hierarchy)，因此本文擬採用 Megginson and Weiss(1991)的方式，以市佔率作為承銷商商譽代理變數。市佔率愈高的承銷商其商譽愈高，反之，則愈低。

5.安定操作行為的衡量

由於承銷商安定操作行為具有無法直接觀察的特性，故而有不同的估算方式。陳安琳及高蘭芬(2004)嘗試性提出了所謂的直接衡量法，但此方法其實仍屬推測。本研究採行 Hanley et al.(1993)以及 Dennis et al.(2002)的定義，以 IPOs 市價在上市後第幾日跌破上市承銷價作為間



接推論承銷商安定操作行為的依據。依據 Dennis et. al (2002)的觀點，其認為若市價跌破承銷價發生在上市後 2 日以內者，表示該公司具有本質上的弱點，承銷商不會與市場對抗因此放棄安定操作；若發生日數介於 2 日至 28 日之間，表示公司體質應無重大缺點，承銷商極有可能對其所承銷的股票進行安定操作；但若發生跌破承銷價的發生在上市後 28 日以上，則表示該公司的本身股價表現甚佳不需要承銷商進行安定操作。

(三) 因變數

1. 初上市股票短期(當日)報酬率的衡量

由於國外證券市場多數並無漲跌幅限制，因此初上市股票的折價率(短期報酬率)理論上可以在上市當日(offer-date)反應完畢，而由於我國集中市場交易制度設有 7% 的漲跌幅限制，使股價無法立即反應股票的真实價值，故本文於計算出上市股票之短期報酬率時必須就此一限制加以特別考慮。本研究參酌 Huang et al.(2001)、劉燕妮(2000)、邱寶桂(2002)及廖怡慎(2001)。以「上市後連續上漲最終日之收盤價格」衡量之，其定義式如下：

$$\text{初上市短期報酬率} = \frac{(P_{i,d} - P_{i,0})}{P_{i,0}}$$

$P_{i,d}$ ：第 i 種證券初上市連續上漲最終日之收盤價， $P_{i,0}$ ：實際承銷價

2. 上市後長期(一個月)報酬率的衡量

一般文獻中對於 IPOs 之上市後報酬之衡量大多採取累積異常報酬(CAR)之觀念，試圖藉由排除市場因素來具體展現影響 IPOs 股價的其他非市場因素。但在本研究中，對於 IPOs 之長期報酬係著眼於 IPOs 之長期報酬與承銷商安定操作為間之關聯。由於承銷商所重視的價格是否跌破名目的承銷價格，故本研究就 IPOs 長期報酬部份並未如一般研究對市場報酬進行調整，而直接以名目報酬為準。此外，由於承銷商銷售及價格安定行為的通常於 IPOs 後一個月就會結束(Dennis et al.



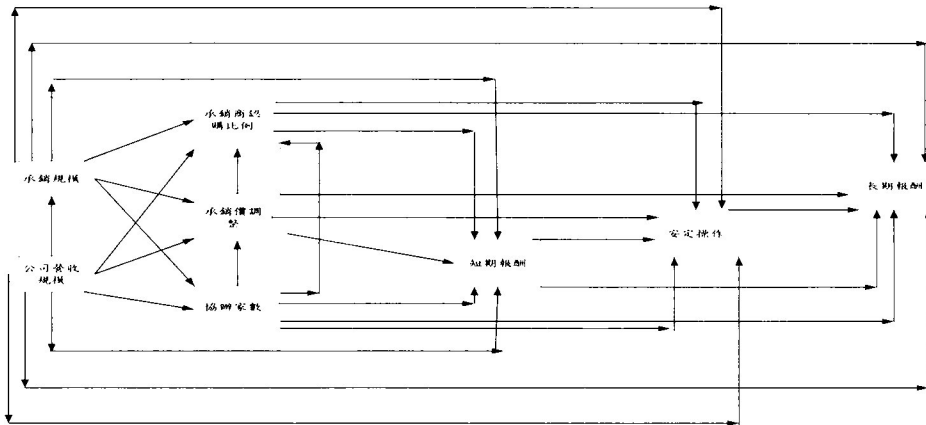
2002)，且 IPOs 在一個月後的股價變動摻雜許多非承銷商因素，是故本研究對於上市後報酬率之衡量擬以一個月的報酬率作為衡量基準。

$$\text{上市後長期(一個月)報酬率} = \frac{(P_{i,1} - P_{i,d})}{P_{i,d}}$$

$P_{i,d}$ ：第 i 種證券上市後連續上漲最終日之收盤價

$P_{i,1}$ ：第 i 種證券上市後一個月(30 個交易日)最終日之收盤價

根據文獻探討及變數定義，繪製初始路徑圖(path diagram)如下圖二：



圖二 未考慮承銷商商譽的路徑分析

上述路徑圖的回歸系統關係模式如下：

$$SYN_{(i)} = a_1 + b_{31}SCL_{(i)} + b_{32}REV_{(i)} + e_{1(i)}$$

$$ADJ_{(i)} = a_2 + b_{41}SCL_{(i)} + b_{42}REV_{(i)} + b_{43} SYN_{(i)} + e_{2(i)}$$

$$PUR_{(i)} = a_3 + b_{51}SCL_{(i)} + b_{52}REV_{(i)} + b_{53} SYN_{(i)} + b_{54} ADJ_{(i)} + e_{3(i)}$$

$$PROS_{(i)} = a_4 + b_{61}SCL_{(i)} + b_{62}REV_{(i)} + b_{63} SYN_{(i)} + b_{64} ADJ_{(i)} + b_{65} PUR_{(i)} + e_{4(i)}$$

$$STB_{(i)} = a_5 + b_{71}SCL_{(i)} + b_{72}REV_{(i)} + b_{73} SYN_{(i)} + b_{74} ADJ_{(i)} + b_{75} PUR_{(i)} + b_{76(i)} PROS_{(i)} + e_{5(i)}$$

$$PROL_{(i)} = a_6 + b_{81}SCL_{(i)} + b_{82}REV_{(i)} + b_{83} SYN_{(i)} + b_{84} ADJ_{(i)} + b_{85} PUR_{(i)} + b_{86(i)} PROS_{(i)} + b_{87(i)}$$

$$STB_{(i)} + e_{5(i)}$$

SCL：承銷規模；REV：公司營收規模；SYN：協辦家數；

ADJ：承銷價調整；PUR：協辦承銷商認購比例；

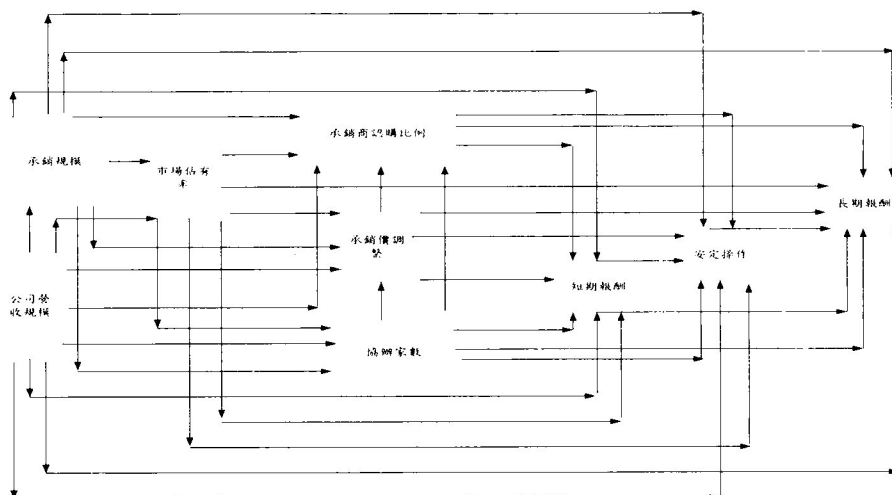
PROS：初上市短期報酬率；STB：安定操作行為；

PROL：初上市後長期(一個月)報酬率；



變數下標 i 代表每一個初上市股票且 b 值代表自變數與因變數的關係。

本研究再依據 Megginson & Weiss(1991)的方式，以市佔率作為承銷商商譽代理變數，再次進行路徑分析，以了解承銷商商譽對於承銷商行為路徑的影響。其初始路徑圖如下圖三：



圖三 考慮承銷商商譽的路徑分析

上述考慮承銷商商譽的路徑圖其回歸系統關係模式如下：

$$WEI_{(i)} = a_1 + b_{31}SCL_{(i)} + b_{32}REV_{(i)} + e_{1(i)}$$

$$SYN_{(i)} = a_2 + b_{41}SCL_{(i)} + b_{42}REV_{(i)} + b_{43}WEI_{(i)} + e_{2(i)}$$

$$ADJ_{(i)} = a_3 + b_{51}SCL_{(i)} + b_{52}REV_{(i)} + b_{53}WEI_{(i)} + b_{54}SYN_{(i)} + e_{3(i)}$$

$$PUR_{(i)} = a_4 + b_{61}SCL_{(i)} + b_{62}REV_{(i)} + b_{63}WEI_{(i)} + b_{64}SYN_{(i)} + b_{65}ADJ_{(i)} + e_{4(i)}$$

$$PROS_{(i)} = a_5 + b_{71}SCL_{(i)} + b_{72}REV_{(i)} + b_{73}WEI_{(i)} + b_{74}SYN_{(i)} + b_{75}ADJ_{(i)} + b_{76(i)}PUR_{(i)} + e_{5(i)}$$

$$STB_{(i)} = a_6 + b_{81}SCL_{(i)} + b_{82}REV_{(i)} + b_{83}WEI_{(i)} + b_{84}SYN_{(i)} + b_{85}ADJ_{(i)} + b_{86(i)}PUR_{(i)} + b_{87(i)}PROS_{(i)} + e_{6(i)}$$

$$PROL_{(i)} = a_7 + b_{91}SCL_{(i)} + b_{92}REV_{(i)} + b_{93}WEI_{(i)} + b_{94}SYN_{(i)} + b_{95}ADJ_{(i)} + b_{96(i)}X_{6(i)} + b_{97(i)}PROS_{(i)} + b_{98(i)}STB_{(i)} + e_{7(i)}$$

SCL：承銷規模；REV：公司營收規模；SYN：協辦家數；

WEI：市場佔有率；ADJ：承銷價調整；PUR：協辦承銷商認購比例；

PROS：初上市短期報酬率；STB：安定操作行為；



PROL：初上市後長期(一個月)報酬率；
變數下標 i 代表每一個初上市股票且 b 值代表自變數與因變數的關係。

肆、實證結果與分析

一、樣本屬性分析

由於路徑分析法主要係重複採用複迴歸進行分析，因此在複迴歸分析中必須加以注意的變數間「共線性」(collinearity)問題。本研究依據實證模型計算變異數擴張因子(VIF)以及計算自變數間相關係數方式，檢測模型中自變數共線性的問題。本研究將共線性的認定標準設定為 VIF 大於或等於 10 及相關係數大於 0.75。本研究的資料顯示模型之各項變數之 VIF 值均遠低於 10，而且預測變數之相關矩陣之各數值亦遠低於 0.75。顯示自變數間無共線性問題。

二、路徑分析實證結果與分析

由於路徑分析本質上屬於複迴歸分析的應用，其利用多次複迴歸分析的結果形成各變數間的影響路徑。但為避免在路徑圖中納入在統計上不顯著的路徑係數導致後續分析發生系統性的錯誤，因此本研究首先針對初始路徑分析結果中路徑係數不顯著的變數去除後，重行進行路徑分析並只顯示在統計上係屬顯著的各變數間的路徑係數，且所有間接效果的部份均為不顯著故亦不顯示在圖表上。初始路徑係數及分析圖礙於版面限制不在本論文中一一顯示，由於加入承銷商商譽對於研究結果無顯著差異(請參酌下表 1)，故不另外列出不含承銷商商譽的路徑分析結果且只分析加入商譽後的分析。



表二 承銷商商譽加入前後之顯著路徑係數分析

自變數	依 變 數													
	市佔率		協辦家數		承銷價格調整		協辦承銷商認購比例		短期報酬		安定操作		長期報酬	
	加入商譽後	加入商譽前	加入商譽後	加入商譽前	加入商譽後	加入商譽前	加入商譽後	加入商譽前	加入商譽後	加入商譽前	加入商譽後	加入商譽前	加入商譽後	加入商譽前
公司營收規模	0.088*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
承銷規模	0.010*	-	0.168*	0.468*	0.268*	-	-	-	0.234*	0.234*	-	-	-	-
市佔率(承銷商商譽)	-	-	0.211*	-	-	-	-0.216*	-	-	-	-	-	-	-
協辦家數	-	-	-	-	0.223*	0.301*	0.201*	0.206*	-0.336*	-0.320*	-	-	-	-
承銷價格調整	-	-	-	-	-	-	0.228*	0.242*	-	-	-	-	-0.18*	-0.18*
協辦承銷商認購比例	-	-	-	-	-	-	-	-	0.238*	0.238*	-	-	-	-
短期報酬	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.781*	0.718*	0.724*	0.724*
安定操作	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.178*	0.178*
判定係數	0.009	-	0.219	0.219	0.113	0.091	0.177	0.131	0.111	0.111	0.561	0.516	0.735	0.735

註：*表示達 0.1 信賴水準

(一)因變數為「承銷商商譽」的分析

「承銷規模」與「公司營收規模」與承銷商商譽呈現正相關；大型初上市公司偏好選擇由高商譽承銷商來承銷而高商譽承銷商亦傾向選擇承接大型公司(一般而言公司風險較低)以累積其承銷實績並建立與大型公司有良好關係及累積其商譽。

(二)因變數為「協辦承銷商家數」的分析

「公司營收規模」對於「協辦家數」並無顯著的直接影響，而「承銷規模」及「承銷商商譽」則對「協辦家數」具有顯著的正向直接影響。此一分析結果顯示，當承銷規模愈大時，主辦承銷商會因為承銷風險大，故而主辦承銷商傾向擴大承銷團的規模以分散其風險，因此，協辦承銷商家數將愈多。承銷商在考慮是否加入承銷團時會考量主辦



承銷商的承銷能力(商譽)，當主辦承銷商商譽高，其他證券商較願意當協辦承銷商。此外協辦承銷商亦可以累積其成銷實績有助於未來的承銷。

(三) 因變數為「承銷價格調整比例」的分析

對於「承銷價格調整比例」具有正向直接效果者為「協辦承銷商家數」及「承銷規模」。顯示當此一初上市承銷案件金額大，初上市公司為大型公司；不論該協辦承銷商是否能夠包銷一定之額度，如能加入承銷團則或可產生累積商譽的效果（例如：在中華電信承銷案中，各承銷商依規定均無法包銷任何額度，但承銷團的家數卻高達 55 家可以看出）。但此類承銷案初上市公司本身議價能力強，故而向上調整承銷價格的可能性也相形提高。

(四) 因變數為「協辦承銷商認購比例」的分析

「承銷商商譽」、「協辦家數」及「承銷價格調整比例」三項對於「協辦承銷商認購比例」具有影響。綜合三項因素可能的解釋為：因為初上市公司議價能力強，造成承銷價格調整較高；此時主辦承銷商為了分擔風險會邀請多家承銷商協辦。每一協辦承銷商只需認購少量的股數，但由於協辦家數多故而協辦承銷商認購比例仍會較高。主辦承銷商商譽越高其獨立承擔能力越強故而比較不需要協辦承銷商認購。

(五) 因變數為「初上市股票之短期報酬」的分析

對於「短期報酬」有直接效果者計有「承銷規模」、「協辦家數」以及「協辦承銷商認購比例」等三項。其中「承銷規模」以及「協辦承銷商認購比例」對於短期報酬具有正向效果，而「協辦家數」對於短期報酬則顯示有負向效果。參酌三項因素的可能解釋為：承銷商亦是投資人會尋求能順利承銷的初上市案。由主辦承銷商及少數商譽高的協辦承銷商共同承銷規模大的初上市承銷案。此類的承銷案可能風險



較高故而只有少數幾家承銷能力較強的承銷商願意來承銷且每個承銷商認購比例較高，由於高風險其上市後的報酬率亦較高。

(六) 因變數為「安定操作」之分析

只有「短期報酬率」對於承銷商「安定操作」行為具有正向顯著相關，此結果呼應承銷商是否進行安定操作是由初上市短期報酬率來決定。承銷商為了維持其商譽及取得未來可能現金增資承銷機會故會傾向定安定操作。

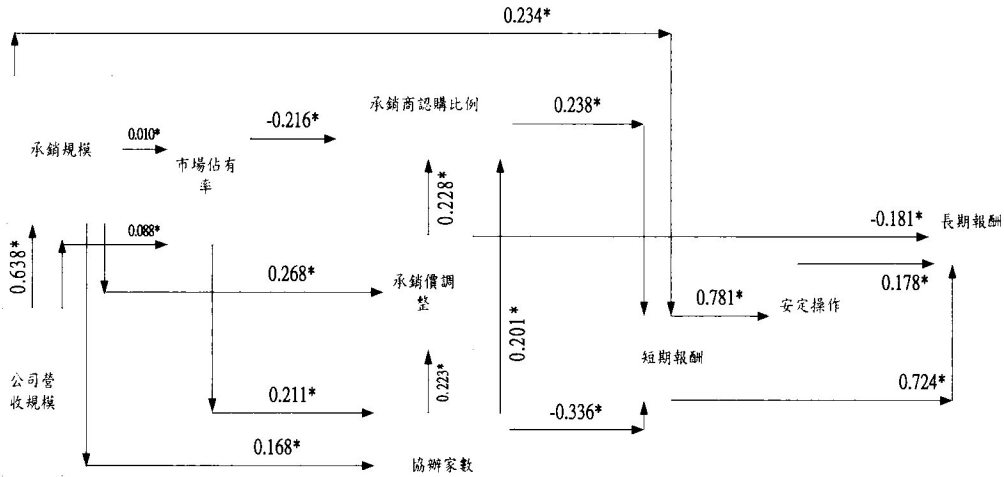
參酌 Dennis et. al(2002)的看法本研究認為當短期報酬甚低時，進行安定操作形如對抗全市場，因此承銷商將不會浪費無謂資源進行安定操作。反之，短期報酬較高時，承銷商有可能因該公司股價表現甚佳，而無進行安定操作之動機；但更有可能僅花費少量資金加強需求面的力量即可達到安定操作。

(七) 因變數為「長期報酬率」之分析

「安定操作」及「短期報酬率」與長期報酬間具有正向直接關係，「承銷價調整」與長期報酬率成負向關係。顯示承銷商在安定操作上確係以延後長期負債報酬率之出現為目的且承銷價調整越高可能促成定價過高(overpricing)自然會造成長期報酬率較低。

綜合上述，透過理論的探討所找出各項承銷商的主要行為中，依時序發生的先後，確實可以發現時序在前的承銷商的行為應該會對時序後的承銷商行為發生影響，這樣的結論與一般投資人或發行公司對承銷商必須在 IPOs 案件中扮演一個積極角色的期待相當符合，亦與本研究發現與先前所預想的情況相當。





圖四：考慮商譽且路徑係數顯著的路徑圖

伍、結論

本研究主要係在探討承銷商承銷行為及其商譽對於台灣初上市股票之長短期報酬之影響。

依據本研究之實證結果及分析，其主要結論如下：

- 一、本研究加入承銷商商譽因素以觀察承銷商行為變化以及其對初上市股票長短報酬的影響。其實證結果顯示：高商譽承銷商傾向接辦大規模的公司上市案件。承銷商商譽雖然並不會顯著改變承銷商主要行為的路徑，但高商譽承銷商組織承銷團的規模較低商譽承銷商為優，以致高商譽承銷商在各項承銷行為上應較低商譽承銷商具備更有利的行為影響。
- 二、我國承銷市場建構在證券商彼此的合作關係。主辦承銷商為了順利完成承銷會邀請其他證券商來協辦，協辦承銷商為了累積其承銷商譽亦會積極參與且共同分擔風險。
- 三、在我國現行承銷制度下，承銷價格之訂定普遍欠缺對於市場評價的探求下，承銷價的決定可以視為承銷團與上市公司之間的議價能力結果。



- 四、由於承銷商在資本市場中不但是發行公司與投資人的橋樑，其本身也是投資人，因此由實證結果中可以看出，當協辦承銷商認購比例愈高，可能隱含出上市公司未來價格的訊息。協辦承銷商認購比例愈高，其短期報酬愈高。
- 五、在安定操作方面，實證結果顯示僅短期報酬對於安定操作行為具有顯著影響，此與承銷商進行安定操作的動機不謀而合。此一結果顯示承銷商在主觀上，可能認為初上市股票的短期報酬攸關市場對於承銷商承銷成功與否的看法，因此傾向依據初上市股票的短期報酬情況作為是否進行安定操作的參考。
- 六、在初上市股票長期報酬方面，實證結果顯示其主要影響因素為安定操作，而且兩者呈現正向相關，顯示承銷商進行安定操作之主要目的在於延後負報酬率出現的時間或幅度。

本研究發現的限制為由於我國自民國 89 年起始規定承銷團應於承銷公告中揭露各承銷商的認購比例，以致本研究僅得就 89 年至 92 年之申請上市公司進行分析，樣本數量或有不足之處。但結果可供實務界及後續學者的參考。

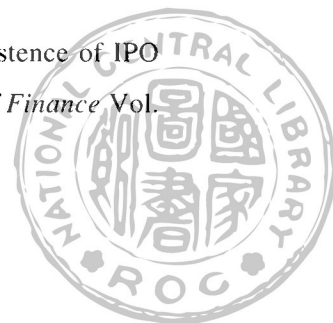


參考文獻

- 王保進(2002)，多變量分析：套裝程式與資料分析，台北：《教育研究月刊》。
- 王佑仁(2001)，《初次公開承銷市場承銷手續費率之研究》，輔仁大學金融研究所碩士論文。
- 邱皓政(2000)，《量化研究與統計分析-SPSS中文視窗版資料分析範例解析》，台北：五南圖書公司。
- 邱寶桂(2001)，《IPOs公司掛牌後股價表現影響因素之研究》，淡江大學財務金融學系碩士論文。
- 陳安琳及高蘭芬，(2004)，台灣初上市股票是否存在安定操作，《證券市場發展季刊》，93年4月，53-76頁。
- 陳國智(2005)，《承銷商自行認購率對折價幅度與初次公開發行股票績效的影響》，元智大學財務金融研究所碩士論文。
- 劉燕妮(2001)，《新股承銷折價率因素與配售方式選擇之研究》，銘傳大學國際企業管理研究所碩士論文。
- 廖怡慎(2001)，《主辦承銷商於初次上市股票次級市場之造市行為研究》，政治大學財務管理研究所碩士論文。
- Allen, F. and G. H. Faulhaber(1989), "Signaling by underpricing in the IPO market", *Journal of Financial Economics* 23, 303-323.
- Baron, P.R., (1982), "A model of the demand for investment banking advising distribution services for new issue", *Journal of Finance* 37, 955-976.
- Beatty, P. Randolph, and Ray R. Ritter(1986) , "Investment Banking Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings", *Journal of Financial and Economics* 15, 213-232.
- Benveniste, L; N. Busada W., and W. Wilhelm, (1996), ".Price stabilization as a bonding mechanism in the new equity issues", *Journal of Financial Economics* 42,223-255.



- 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.
- Booth, L. R.(2004), “Underwriter reputation and after market performance of closed-end funds,” *Journal of Financial Research*, 27, 539-557.
- Carter, R. and S. Manaster(1990),“Initial public offerings and underwriter reputation”, *Journal of Finance* 45,1045-1067.
- Carter, R.B(1992), “Underwriter Reputation and Repetitive Public Offerings ”,*The Journal of Financial Research* 15,341-354.
- Chowdhry, B. and V. Nanda(1996), “Stabilization, syndication and pricing of IPOs”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 25-42.
- Dalbor M. C.and M. J. Sullivan(2005), “The initial public offerings of restaurant firms:the case of industry-specific micromarket capitalization offerings”,*Journal of Small Business Management*, 43(3), 226-241.
- Grinblatt, M. and C. Y. Hwang(1989), “Signaling and the pricing of new issues”,
Journal of Finance 44,393-420.
- Hanley, K. W., A. A. Kumar and P. J. Seguin(1993), “Price stabilization in the market for new issues”, *Journal of Financial Economics* 34, 177-197.
- Huang, Yen-Sheng, Tze-Wei Fu, Mei-Chu Ke(2001), “Daily price limits and stock price behavior: Evidence from the Taiwan Stock Exchange”,
*International Review of Economics and Finance*10, 263-288.
- Ibbotson , R.G.(1975), “Price performance of common stock new issues”,
Journal of Financial Economics 2, 235-272.
- Johnson, J., Miller, R.,(1988), “Investment banker prestige and the underpricing of initial public offerings”, *Financial Management* 17(2), 19-29.
- Krigman, L., W. H. Shaw, and K. L.Womack(1999), “The persistence of IPO mispricing and the predictive power of flipping”, *Journal of Finance* Vol.



LIV, No.3, 1015-1044.

- Kunz, R. M. and R. Aggarwal(1994), "Why Initial Public Offerings are Underpricing: Evidence from Switzerland ", *Journal of Banking and Finance*, 705-723.
- Logue, Dennis ,Richard J Rogalski, James K Seward, Lynn Foster & Johnson(2002), "What Is Special about the Roles of Underwriter Reputation and Market Activities in Initial Public Offerings?", *The Journal of Business* 75, pp213-243.
- McCool, Janet Hunt, Samuel C. Koh and Bill B. Francis(1996), "Testing for Deliberate Underpricing in the IPO Premarket : A Stochastic Frontier Approach", *The Review of Financial Studies* Vol.9, 1251-1269.
- Meggison, W. and K. Weiss, (1991), "Venture capitalist certification in initial public offerings", *Journal of Finance* 46, 879-904.
- Pugel, T.A., and White L.J.(1988), " An Empirical Analysis of the Underwriting Spreads on Initial Public Offerings", *Quarterly Review of economics and Business* , Vol 28, No.5 and 6, 905-915.
- Ritter, Jay R. (1984), "The 'hot issue' market of 1980," *Journal of Business*, 57, 215-240.
- Rock, K.(1986), "Why new issues are underpriced", *Journal of Financial Economics* 15, 187-212.
- Tinic, S.(1988), "Anatomy of initial public offerings of common stock", *Journal of Finance* 43, 789-822.
- Welch, I.(1989), "Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings", *Journal of Finance* 44, 421-449.

