

蜜月期現象與長期報酬關聯性之研究

楊孟萍*

東吳大學會計學系

林好真

東吳大學會計學系

摘要

本研究探討新上市時「蜜月期」此一短期股價績效與上市後之長期股價績效之關聯。文獻對「蜜月期」現象，計有承銷商與公司刻意低估承銷價與市場過度樂觀之期初熱潮兩種解釋。而本研究推論，體質較佳之新上市公司，因得藉由較透明之資訊揭露緩和投資人之資訊不足，故承銷價低估或股價錯誤高估之程度均應較小，故體質較佳之新上市公司初期股價雖較無明顯飆漲，但上市後其長期股價報酬將優於體質較差之新上市公司。本研究選取民國 78 年至民國 97 年間上市之公司為研究樣本，檢視其「蜜月期」現象之有無，與上市後一、二、三、四及五年之累積異常股價報酬之關聯性。實證結果顯示，存在「蜜月期」現象之新上市公司，其上市後之長期股價報酬較差。

關鍵詞：蜜月期，承銷價低估，期初熱潮，長期股價報酬

* 作者感謝兩位匿名審查人之寶貴建議。作者亦感謝國科會之研究補助（計畫編號：NSC 98-2410-H-005-011）。

A Study on the Association between the Honeymoon Effect and Long-term Return

Meng-Ping Yang

Department of Accounting
Soochow University

Yu-Jane Lin

Department of Accounting
Soochow University

Abstract

We study that the stock price soaring of IPO company, which is so-called honeymoon effect, is inversely correlated with the long-term stock return of that company. Researches find that the honeymoon effect is due to the underpricing of the IPO issuing, or the market overpricing under the initial fad. We think that the stock of a company with good performance, signaling with more sufficient information disclosures, will be priced correctly during the IPO issuing. Our results empirically support that the IPO company without honeymoon effect, however, will has superior long-term stock return.

Keywords : *Honeymoon effect, Underpricing of the IPO issuing, Initial fad, Long-term stock return*

壹、緒論

台灣股市自民國 70 年代末期起蓬勃發展，股價指數節節攀升，於民國 79 年 2 月間創下至 12,495 點的歷史高點，其後雖迭有起伏，但股市已成為主要之投資與融資市場，持續受到熱烈的參與及關注。而於台灣股市的發展歷程中，新上市公司股價飆漲的「蜜月期」現象，亦出現多種饒富趣味的面貌：在民國 70 年代末的股市高峰期，幾乎所有新上市公司均存在「蜜月期」，使得參與新上市股票公開發行之抽籤成為全民運動，許多投資人甚至不問公司每役必與，因中籤即同中獎。然其後隨著股市發展日益成熟，投資大眾開始學習到「新上市」與「蜜月期」或不必然形同等號，新上市股票之認購潮較前稍歇。但在去年（民國 99 年），回台上市的觸控面板廠宸鴻(TPK)，挾「中籤即中一部國產轎車」的高額溢酬，再度引起股民瘋狂認購，中籤率創新低後，除促使主管機關調高以公開抽籤方式認購之比例外，亦使其後陸續掛牌，同為海外公司回台上市的半導體廠 KY 晨星與食品連鎖業 KY 美食達人等公司備受注目。結果 KY 美食達人掛牌後股價確有一段亮眼表現，但 KY 晨星掛牌首日雖股價上漲，但其後隨即下挫，甚至於第三日跌破承銷價。今年（民國 100 年）初以來台灣股市整體處於高峰，但截至 5 月下旬本年共計十家的新上市櫃公司，卻已有七家跌破承銷價¹。

國內外研究對「蜜月期」現象之存在與成因著墨甚多。如(Ritter 1984)與(Hensler, Herrera and Lockwood 2000)均提出「蜜月期」現象於各產業間存在差異；(Louge 1973; Baron 1982; Tinic 1988; Affleck-Graves and Miller 1989)等學者認為「蜜月期」現象係源於承銷商低估承銷價，以提高其承銷報酬與降低銷售壓力與法律風險。(Ibbotson 1975; Rock 1986; Allen and Faulhaber 1989)則認為「蜜月期」現象係因投資人對新上市公司之資訊不足，為吸引投資人認購低估承銷價而致。(Aggarwal and Rivali 1990)與(Ritter 1991)亦提出熱潮(fads)過度反應學說，認為「蜜月期」現象係來自市場效率性不足下，投資大眾對於新上市股票之過度樂觀預期心理導致的股價上漲。國內學者(張慎 1994; 朱立倫 1997; 洪振虔、吳欽杉與陳安琳 2003; 顧廣平 2003)亦由承銷價低估和投資人過度樂觀的觀點，探討新上市股票的「蜜月期」報酬，結果亦發現國內新上市於上市初期存在異常報酬。

總此，「蜜月期」現象確於國內外資本市場存在，然而其可能成因於個別公司間當並不齊一。亦即承銷價低估程度與投資人過度反應程度上，不同體質之新上市公司間應有所不同。是以本研究試圖探討新上市時「蜜月期」此一短期股價績效，本身是否可成為一傳達公司體質之資訊，而與上市後之長期股價

¹ 民國 100 年 5 月 23 日聯合報 AA2 版「10 檔 IPO 新股，7 檔跌破承銷價」

績效有所關聯。

貳、研究假說

國內資本市場均存在新上市公司於掛牌初始股價勁升之「蜜月期」現象。研究者對「蜜月期」現象成因之解釋，可概分為新上市公司股票承銷價低估，與投資人對新上市股票過度反應兩類。

新上市公司股票承銷價低估，係指訂定之承銷價偏低，故當掛牌開始交易後，股價即會上漲以反映股票之真實價值(*intrinsic value*)。承銷價低估的原因，包括承銷商與發行公司刻意壓低承銷價。承銷商在公司發行證券時擔任保險者角色，如我國以往有新上市公司掛牌後一定期間內股價若跌破承銷價，承銷商需記點之規定；而現行承銷新制中，則有新上市公司掛牌後五日內股價若跌破承銷價，承銷商需進行「安定操作」之規定。承銷商壓低承銷價的動機，在於可減輕其銷售壓力，增加其承銷之報酬(Baron 1982)。同時，承銷價低估會減少新股認購人因掛牌後股價下跌蒙受損失而控告承銷商的機會，亦能降低承銷商的法律風險與聲譽損失(Louge 1973; Tinic 1988)。而發行公司之所以低估承銷價，研究指出乃因新上市公司無過去股價可參考，未來不確定性較高。因此發行公司須將新股折價發行，彌補投資人購買新上市股票的風險，另外也能提高投資人承購意願(Ibbotson 1975; Rock 1986)。

「蜜月期」現象成因之另一解釋是市場效率性不足下，投資人的錯誤評價，即所謂「期初熱潮(*fads*)過度反應」(Ritter 1991)。該理論認為市場效率性不足下，投資人過度重視新的資訊，對於新上市股票產生預期的心理，因而在上市初期對新上市股票存在過度樂觀的情形，因而造成短期價格高估的「蜜月期」現象。而一旦投資人恢復理性，股價就會開始修正到其應有之價格(Aggarwal and Rivali 1990)。

然而，前述的「蜜月期」成因，可合理推論於體質不同之個別公司間應存在程度上的差異。如承銷商低估承銷價的解釋下，若承銷商承銷體質較佳之新上市公司，則其承擔之銷售壓力與聲譽風險，自然小於承銷體質較差之新上市公司，則承銷價低估之程度相對即應較低。次如將「蜜月期」視為發行公司刻意折價發行新股，由於新上市公司無過去股價可參考，投資人資訊不足的情況下，提高投資人承購意願。而相較體質較差之新上市公司，若新上市公司之體質較佳，則除低估承銷價外，應尚有其他選項如較充分之資訊揭露得作為「訊號」(*signaling*)工具，故承銷價低估之程度亦相對較低。而若「蜜月期」現象解釋為市場效率性不足，投資人錯誤評價之過度反應。而相對於體質較差之新上市公司，體質較佳之新上市公司，其經營心態通常較穩健，股票籌碼較安定，且資訊揭露較透明。這些特質將使體質較佳之新上市公司較不易成為股市炒作

的對象，亦即投資人之過度反應相對較低，是以「蜜月期」現象較不明顯。

綜上所述，若由「蜜月期」之成因係承銷價刻意低估出發，則體質較佳之新上市公司其低估程度將較低；若由「蜜月期」之成因係投資人過度反應出發，則體質較佳之新上市公司其過度反應程度亦較低。是以本研究推論新上市時「蜜月期」此一短期股價績效，本身可成為一傳達公司體質之資訊，而與上市後之長期股價績效有所關聯。體質較佳之新上市公司因其承銷價低估程度與投資人過度反應較低，「蜜月期」現象較不明顯，然因其公司體質相對較佳，故上市後之長期績效較好；體質較差之新上市公司則反是。即為以下研究假說：
研究假說：存在蜜月期現象之新上市公司，其上市後之長期股價報酬較差。

參、研究設計

本研究探討新上市公司「蜜月期」現象之有無，與其長期股價報酬之間的關聯性。相關之實證多元迴歸模型如下：

$$CAR = \alpha + \beta_1 IPO + \beta_2 INS + \beta_3 IND + \beta_4 AGE + \beta_5 SIZE + \beta_6 UN + \beta_7 ROA + \varepsilon$$

其中，應變數 CAR 為自公司掛牌上市 90 日後之 250、500、750、1,000、1,250 日之累積異常報酬，用以衡量公司新上市後一、二、三、四、五年內之累積異常報酬。在異常報酬之衡量上，因新上市公司之股價資料不足，無法估計其市場模型(market model)，故以市場報酬作為預期報酬，亦即以實際報酬率減去市場報酬作為異常報酬而後累加之。 IPO 則為本研究之測試變數，即「蜜月期」現象者之有無。而由於臺灣股市一直有漲跌幅規定，及至民國 94 年始開放新上市公司股票上市首五日內，得不受漲跌幅限制。故本研究仍同國內相關研究以「上市起股價有連續漲停」作為存在「蜜月期」現象之操作型定義(林玲羽 1993; 張慎 1994; 顧廣平 2003)。至於民國 94 年後始上市，首五日無漲跌幅限制之公司，本研究則檢視其每日漲幅達百分之七者即視為漲停，之後再同以「上市起股價有連續漲停」之標準定義其「蜜月期」之有無。凡存在「蜜月期」現象者， IPO 則設為 1，反之為 0。本研究推論存在蜜月期現象之新上市公司，其上市後之長期股價報酬較差，即 IPO 之迴歸係數 $\beta_1 < 0$ 。

法人機構持股比例(INS)對公司長期股價報酬之影響源於法人機構投資者之監督。相較於一般投資大眾，法人機構投資者擁有更多的知識及技術，能以更低的成本對公司管理者做有效的監督，從而影響公司價值(劉立詩 2000)。本研究以與應變數同期間之法人機構持股比例之年平均數進行迴歸分析，如應變數 CAR 為公司掛牌上市 90 日後 500 日之累積異常報酬時，法人機構持股比例(INS)即為此 500 日所涵括日曆年度之法人機構持股比例的平均數為衡量。法人機構之範圍則採台灣證券交易所「證券統計資料年報」的定義，包含政府機

構、本國及僑外金融機構、本國及僑外信託投資機構、本國公司法人、本國其他法人團體、僑外法人。而何如玉(2001)曾提出電子產業之長期績效較佳，(Ritter 1991)則認為公司成立時間愈短者其長期績效愈差。故本研究分別以 *IND* 與 *AGE* 控制電子產業與否與公司成立年數，*IND* 之衡量為屬電子產業者設為 1，反之為 0；*AGE* 之衡量則係以上市掛牌之日期扣除公司成立之日期，並以年為單位計算。

另迴歸模型中尚有公司規模(*SIZE*)、承銷商聲譽(*UN*)與資產報酬率(*ROA*)等影響長期股價報酬之控制變數。Ritter(1987)曾提出公司規模與長期績效呈現正相關，本研究以與應變數同期間之取自然對數後市值之年平均數衡量之。(Carter, Dark and Singh 1998)則發現，若新上市股票的承銷商聲譽越好，其長期報酬高於承銷商聲譽較差者。本研究以樣本期間內個別承銷商主辦的總承銷金額，佔所有新上市公司總承銷金額之比例作為承銷商聲譽之衡量。資產報酬率(*ROA*)則係控制公司經營績效與其長期股價報酬之關聯(劉立詩 2000)，本研究以與應變數同期間之資產報酬率之年平均數衡量之。

本研究之樣本期間為民國 78 年 10 月 11 日自民國 98 年 12 月 31 日。該期間起始之選擇乃因其前台灣股市的漲跌幅限制有 1%、3% 及 5% 等不同規定，而本研究主題「蜜月期」現象之操作型定義即為上市後是否連續漲停，為免漲跌幅度限制不同造成影響乃不將民國 78 年 10 月 11 日前上市之公司納入研究。該期間終結之選擇則係長期股價報酬之衡量，納入研究之公司至少需有足夠股價資料計算一年之累積異常報酬。

本研究之資料取自台灣經濟新報社，在刪除上櫃轉上市、以存託憑證上市、上市承銷價資料無法取得、與財務或股價資料不全者後，以一年期長期股價報酬觀察者，共有 322 家公司；二年期觀察者共有 310 家公司；三年期觀察者共有 294 家公司；四年期者共有 287 家公司；五年期者共有 281 家公司。樣本篩選狀況彙總於表一。

表一 樣本篩選狀況

	一年期	二年期	三年期	四年期	五年期
全體樣本家數：	591	591	591	591	591
減：					
上櫃轉上市	250	250	250	250	250
屬於存託憑證者	3	3	3	3	3
上市承銷價無法取得	16	16	16	16	16
財務或股價資料不全	0	12	28	35	41
有效樣本家數：	322	310	294	287	281

肆、實證結果分析

表二為不同異常報酬累積期間下，各變數之基本敘述性統計。由表二可知，各累積期間下之結果表現頗為相似：應變數累積異常報酬(CAR)之平均數均未顯著異於零，與異常報酬之衡量係以市場報酬為預期報酬之設計相符。測試變數「蜜月期」現象者有無(IPO)之平均數則均於 0.77 至 0.78，顯示各異常報酬累積期間下新上市公司存在「蜜月期」現象者均幾近八成。至於控制變數方面，法人機構持股比例(INS)之平均數在 36.8%至 39.6%間，且平均數均大於標準差，顯示其變異程度低；而電子產業與否(IND)之平均數均小於五成，且異常報酬累積期間愈長者平均數愈低。此係因我國產業發展之主流，係於近年始轉向為電子業，故於需具足夠股價資料以計算較長期股價報酬之篩選標準下，納入樣本者過半屬早期上市傳統產業，當累積期間之拉長時之比例更行下降。公司成立時間(AGE)與公司規模(SIZE)於各累積期間下之平均數均相去不遠，且均平均數大於標準差即變異程度不高，此當因公司新上市時需符合證交所特定規範，上市後五年內尚無明顯差異性。此外，異常報酬累積期間愈長者，資產報酬率(ROA)之平均數愈低，顯示平均而言公司上市後會計績效有逐年衰退情形，此與過往學者曾提出，公司傾向操縱財務報表以於上市前與當年呈現較佳之會計績效，才能順利通過上市，但隨後年度則因迴轉效果導致會計績效下降之發現相符。惟資產報酬率(ROA)之平均數均小於標準差，變異程度較高，故此發現為平均而言，個別公司之適用性將有所差異。

本研究亦就變數之相關性進行 Pearson 相關係數與變異數影響因素 (variance inflation factor, VIF) 之分析。由於各累積期間之結果頗為一致，為行文易讀計，乃就樣本數最多之一年累積異常報酬結果為例，彙總於表三加以說明，其他二~五年累積異常報酬之結果則彙示於附錄之附表一。

表二 各變數基本敘述統計量

變數名稱	平均數	標準差	最小值	中位數	最大值
Panel A: 累積一年長期報酬下之各變數 (樣本數: 322)					
CAR	-0.00057	0.44349	-1.19697	-0.04680	1.63207
IPO	0.77329	0.41935	0	1	1
INS(%)	39.61304	26.27506	0.09	36.35	98.39
IND	0.46584	0.49961	0	0	1
AGE	16.45652	10.35505	1	15	58
SIZE	9.77651	0.48983	8.74819	9.69355	11.68306
UN	0.14335	0.15291	0.00221	0.08422	0.84026
ROA (%)	8.48587	9.09005	-25.46000	7.705	50.64

表二 各變數基本敘述統計量(續)

變數名稱	平均數	標準差	最小值	中位數	最大值
Panel B: 累積二年長期報酬下之各變數(樣本數: 310)					
<i>CAR</i>	0.00466	0.59827	-1.59907	-0.02979	2.04845
<i>IPO</i>	0.77419	0.41879	0	1	1
<i>INS</i> (%)	38.92915	25.55320	0.49500	34.82250	98.39000
<i>IND</i>	0.45806	0.49904	0	0	1
<i>AGE</i>	16.53226	10.26906	1	15	58
<i>SIZE</i>	9.80504	0.51958	8.43775	9.73089	11.72727
<i>UN</i>	0.13868	0.14257	0.00221	0.08440	0.84026
<i>ROA</i> (%)	7.67718	9.16537	-29.07500	7.45500	48.14500
Panel C: 累積三年長期報酬下之各變數(樣本數: 294)					
<i>CAR</i>	-0.00572	0.72837	-2.63715	-0.02399	2.54885
<i>IPO</i>	0.78231	0.41338	0	1	1
<i>INS</i> (%)	37.72653	24.42063	0.80000	33.64000	98.11667
<i>IND</i>	0.43537	0.49665	0	0	1
<i>AGE</i>	16.78571	10.29057	1	15	58
<i>SIZE</i>	9.80066	0.56209	8.29667	9.75495	11.83177
<i>UN</i>	0.13703	0.14395	0.00221	0.08256	0.84026
<i>ROA</i> (%)	7.02922	8.83073	-25.55667	6.49000	43.02667
Panel D: 累積四年長期報酬下之各變數(樣本數: 287)					
<i>CAR</i>	0.03590	0.83829	-2.51243	-0.01619	3.29367
<i>IPO</i>	0.78049	0.41464	0	1	1
<i>INS</i> (%)	37.06955	23.47045	1.36000	33.03250	97.69250
<i>IND</i>	0.42160	0.49468	0	0	1
<i>AGE</i>	17.01045	10.29444	1	16	58
<i>SIZE</i>	9.80011	0.59109	7.94939	9.75876	11.92368
<i>UN</i>	0.13609	0.14286	0.00221	0.08213	0.84026
<i>ROA</i> (%)	6.65042	8.28745	-21.02500	6.13	40.355
Panel E: 累積五年長期報酬下之各變數(樣本數: 281)					
<i>CAR</i>	0.06444	0.89623	-2.57950	-0.02854	3.22162
<i>IPO</i>	0.77580	0.41780	0	1	1
<i>INS</i> (%)	36.81112	23.05414	1.22400	32.95200	97.56800
<i>IND</i>	0.41281	0.49322	0	0	1
<i>AGE</i>	17.04626	10.24807	1	16	58
<i>SIZE</i>	9.80191	0.58430	8.43457	9.75823	11.78889
<i>UN</i>	0.13450	0.14308	0.00221	0.08041	0.84026
<i>ROA</i> (%)	6.26409	7.81727	-25.62600	5.74600	38.76200

表二 各變數基本敘述統計量(續)

CAR：公司掛牌上市 90 日後 250、500、750、1,000、1,250 日之累積異常報酬
IPO：存在「蜜月期」現象者為 1，反之為 0。
INS：與應變數同期間之法人機構持股比例之年平均數。
IND：屬電子產業者為 1，反之為 0。
AGE：以上市掛牌之日期扣除公司成立之日期，並以年為單位計算。
SIZE：與應變數同期間之取自然對數後市值之年平均數。
UN：個別承銷商主辦的總承銷金額，佔所有新上市公司總承銷金額之比例。
ROA：與應變數同期間之資產報酬率之年平均數。

表三 累積一年長期報酬迴歸模式之 Pearson 相關係數(樣本數：322)

變數	<i>CAR</i>	<i>IPO</i>	<i>INS</i>	<i>IND</i>	<i>AGE</i>	<i>SIZE</i>	<i>UN</i>	<i>ROA</i>	VIF 值
<i>CAR</i>	1								
<i>IPO</i>	-0.067 (0.229)	1							1.102
<i>INS</i>	0.015 (0.792)	-0.200*** (0.000)	1						1.246
<i>IND</i>	0.136** (0.015)	-0.059 (0.288)	0.126** (0.024)	1					1.397
<i>AGE</i>	-0.115** (0.040)	0.008 (0.885)	-0.096* (0.086)	-0.512*** (0.000)	1				1.370
<i>SIZE</i>	0.205*** (0.000)	0.119** (0.032)	0.350*** (0.000)	0.149*** (0.008)	-0.109** (0.050)	1			1.534
<i>UN</i>	0.062 (0.268)	-0.018 (0.742)	0.186*** (0.001)	0.066 (0.235)	-0.038 (0.497)	0.345*** (0.000)	1		1.144
<i>ROA</i>	0.322*** (0.000)	0.134** (0.016)	0.048 (0.394)	0.205*** (0.000)	-0.188*** (0.001)	0.403*** (0.000)	0.137** (0.014)	1	1.263

CAR：公司掛牌上市 90 日後 250、500、750、1,000、1,250 日之累積異常報酬
IPO：存在「蜜月期」現象者為 1，反之為 0。
INS：與應變數同期間之法人機構持股比例之年平均數。
IND：屬電子產業者為 1，反之為 0。
AGE：以上市掛牌之日期扣除公司成立之日期，並以年為單位計算。
SIZE：與應變數同期間之取自然對數後市值之年平均數。
UN：個別承銷商主辦的總承銷金額，佔所有新上市公司總承銷金額之比例。
ROA：與應變數同期間之資產報酬率之年平均數。
 ***：1%顯著水準；**：5%顯著水準；*：10%顯著水準。

由表三可得，在累積一年的長期報酬下，累積異常報酬(CAR) 與測試變數蜜月期有無(IPO)呈現負相關，與假說推論預期之方向相符。另累積異常報酬(CAR)與電子業與否(IND)、公司規模(SIZE)及資產報酬率(ROA)呈現正相關，均與過往研究提出之屬電子業、規模較大、與經營績效較佳之公司，其長期股價報酬較高之發現類似；但與成立期間(AGE)呈現負相關則與文獻認為成立較久公司之長期股價報酬較高相違。而在自變數之相關性方面，公司規模(SIZE)及資產報酬率(ROA)與其他自變數均呈顯著相關，惟相關係數之絕對值均在 0.5 以下，且多小於 0.2，加以 VIF 值均未超過標準，顯示線性重合程度不大，對多元迴歸模式分析結果當無影響。

在不同異常報酬累積期間之設計下，本研究之迴歸結果計有五組。為行文易讀計，將各迴歸係數之方向、顯著性與調整後 概述彙總於表四，詳細迴歸結果則彙示於附錄之附表二。由表四可知，對累積一、二、三、四及五年之長期股價報酬而言，測試變數「蜜月期」現象者有無(IPO)之迴歸係數均呈顯著負相關，符合本研究假說推論之存在「蜜月期」現象之新上市公司，其上市後之長期股價報酬較差。且值得特別注意的是，迴歸結果之調整後 於前四組中呈單調遞增，顯現本研究之迴歸式，確對愈長期股價報酬變動之解釋能力愈佳。

表四 迴歸分析簡表

$CAR = \alpha + \beta_1 IPO + \beta_2 INS + \beta_3 IND + \beta_4 AGE + \beta_5 SIZE + \beta_6 UN + \beta_7 ROA + \varepsilon$					
變數名稱	累積一年	累積二年	累積三年	累積四年	累積五年
IPO	-**	-***	-***	-***	-*
INS					
IND				+*	+***
AGE					
SIZE	+**	+***	+***	+***	+***
UN			-*		
ROA	+***	+***	+***	+***	+***
調整後 R^2	0.1138	0.2670	0.3741	0.4026	0.4018

CAR：公司掛牌上市 90 日後 250、500、750、1,000、1,250 日之累積異常報酬

IPO：存在「蜜月期」現象者為 1，反之為 0。

INS：與應變數同期間之法人機構持股比例之年平均數。

IND：屬電子產業者為 1，反之為 0。

AGE：以上市掛牌之日期扣除公司成立之日期，並以年為單位計算。

SIZE：與應變數同期間之取自然對數後市值之年平均數。

UN：個別承銷商主辦的總承銷金額，佔所有新上市公司總承銷金額之比例。

ROA：與應變數同期間之資產報酬率之年平均數。

***：1%顯著水準；**：5%顯著水準；*：10%顯著水準。

觀諸過往研究對「蜜月期」現象成因之解釋，無論是來自於承銷價低估，或是市場過度樂觀之錯誤評價，其實都可歸納為係基於投資人對新上市公司之資訊不足：投資人對新上市公司之資訊不足，促使承銷商與發行公司為求順利發行上市，刻意低估承銷價以提高投資人承購意願；投資人對新上市公司之資訊不足，使得投資人對於新上市股票產生預期的心理，在初期對新上市股票存在過度樂觀的情形，因而造成短期價格高估。然而，隨著公司上市日久，投資人擁有之資訊日多，公司股價終將回歸與其體質良窳相稱之水準。而體質較佳之新上市公司，因得藉由較透明之資訊揭露緩和投資人資訊不足之程度，故不論承銷價低估或股價短期高估之程度均較低，故雖上市初期股價較無明顯飆漲，但平均而言上市後之長期股價績效仍優於體質較差之新上市公司。

伍、結論與建議

本研究試圖探討新上市時「蜜月期」此一短期股價績效，本身是否可成為一傳達公司體質之資訊，而與上市後之長期股價績效有所關聯。本研究選取民國 78 年至民國 97 年間上市之公司為研究樣本，檢視其「蜜月期」現象之有無，與其上市後一、二、三、四及五年之累積異常股價報酬之關聯性。實證結果顯示，對累積一、二、三、四及五年之長期股價報酬而言，存在「蜜月期」現象之新上市公司，其上市後之長期股價報酬較差。

觀諸過往研究對「蜜月期」現象成因之解釋，無論是來自於承銷價低估，或是市場過度樂觀之錯誤評價，其實都可歸納為係基於投資人對新上市公司之資訊不足：投資人對新上市公司之資訊不足，促使承銷商與發行公司為求順利發行上市，刻意低估承銷價以提高投資人承購意願；投資人對新上市公司之資訊不足，使得投資人對於新上市股票產生預期的心理，在初期對新上市股票存在過度樂觀的情形，因而造成短期價格高估。然而，隨著公司上市日久，投資人擁有之資訊日多，公司股價終將回歸與其體質良窳相稱之水準。而體質較佳之新上市公司，因得藉由較透明之資訊揭露緩和投資人資訊不足之程度，故不論承銷價低估或股價短期高估之程度均較低，故雖上市初期股價較無明顯飆漲，但平均而言上市後之長期股價績效仍優於體質較差之新上市公司。亦即公司上市之初短期之股價表現，恰與上市其後長期之股價績效呈反向關係。

民國 70 年代末的股市高峰期時，我國多數投資人對參與新上市股票認購十分熱烈，此風潮其後雖稍歇，但自民國 99 年部分回台上市公司其上市後股價飆漲後，新上市股票又開始引發市場關注。本研究提出公司上市之初短期股價表現，與其長期股價績效關聯性之證據，其結果除可提供投資人評估其投資決策之外，亦可供主管機關作為上市公司管制之考量。

附錄

附表一 累積二~五年長期報酬迴歸模式之 Pearson 相關係數

Panel A: 累積二年長期報酬迴歸模式之 Pearson 相關係數表(樣本數: 310)									
變數	CAR	IPO	INS	IND	AGE	SIZE	UN	ROA	VIF 值
CAR	1								
IPO	-0.054 (0.339)	1							1.106
INS	0.118** (0.037)	-0.195*** (0.001)	1						1.271
IND	0.194*** (0.001)	-0.061 (0.285)	0.101* (0.076)	1					1.386
AGE	-0.129** (0.023)	0.001 (0.987)	-0.082 (0.150)	-0.496*** (0.000)	1				1.334
SIZE	0.409*** (0.000)	0.124** (0.029)	0.379*** (0.000)	0.202*** (0.000)	-0.143** (0.012)	1			1.647
UN	0.091 (0.111)	0.016 (0.784)	0.205*** (0.000)	0.076 (0.183)	-0.039 (0.498)	0.357*** (0.000)	1		1.154
ROA	0.450*** (0.000)	0.131** (0.021)	0.093* (0.100)	0.211*** (0.000)	-0.152*** (0.007)	0.451*** (0.000)	0.170*** (0.003)	1	1.302
Panel B: 累積三年長期報酬迴歸模式之 Pearson 相關係數表(樣本數: 294)									
變數	CAR	IPO	INS	IND	AGE	SIZE	UN	ROA	VIF 值
CAR	1								
IPO	-0.072 (0.221)	1							1.095
INS	0.184*** (0.002)	-0.185*** (0.001)	1						1.261
IND	0.207*** (0.000)	-0.052 (0.373)	0.070 (0.233)	1					1.378
AGE	-0.080 (0.172)	0.002 (0.975)	-0.064 (0.277)	-0.493*** (0.000)	1				1.325
SIZE	0.506*** (0.000)	0.108* (0.066)	0.383*** (0.000)	0.219*** (0.000)	-0.148** (0.011)	1			1.803
UN	0.089 (0.127)	0.022 (0.701)	0.197*** (0.001)	0.073 (0.213)	-0.053 (0.366)	0.350*** (0.000)	1		1.146
ROA	0.528*** (0.000)	0.144** (0.013)	0.136** (0.019)	0.188*** (0.001)	-0.123** (0.035)	0.531*** (0.000)	0.167*** (0.004)	1	1.427

附表一 累積二~五年長期報酬迴歸模式之 Pearson 相關係數 (續)

Panel C: 累積四年長期報酬迴歸模式之 Pearson 相關係數表(樣本數：287)									
變數	CAR	IPO	INS	IND	AGE	SIZE	UN	ROA	VIF 值
CAR	1								
IPO	-0.046 (0.436)	1							1.097
INS	0.222*** (0.000)	-0.165*** (0.005)	1						1.214
IND	0.249*** (0.000)	-0.059 (0.322)	0.032 (0.588)	1					1.387
AGE	-0.112* (0.058)	0.002 (0.971)	-0.036 (0.546)	-0.481*** (0.000)	1				1.305
SIZE	0.564*** (0.000)	0.140** (0.018)	0.345*** (0.000)	0.246*** (0.000)	-0.130** (0.028)	1			1.921
UN	0.118** (0.047)	0.022 (0.708)	0.186*** (0.002)	0.068 (0.252)	-0.043 (0.465)	0.339*** (0.000)	1		1.139
ROA	0.537*** (0.000)	0.140** (0.018)	0.167*** (0.005)	0.182*** (0.002)	-0.123** (0.037)	0.584*** (0.000)	0.159*** (0.007)	1	1.536

Panel D: 累積五年長期報酬迴歸模式之 Pearson 相關係數表(樣本數：281)									
變數	CAR	IPO	INS	IND	AGE	SIZE	UN	ROA	VIF 值
CAR	1								
IPO	-0.023 (0.702)	1							1.078
INS	0.231*** (0.000)	-0.151** (0.011)	1						1.209
IND	0.306*** (0.000)	-0.069 (0.248)	0.016 (0.791)	1					1.391
AGE	-0.163*** (0.006)	0.004 (0.945)	-0.026 (0.663)	-0.474*** (0.000)	1				1.294
SIZE	0.570*** (0.000)	0.099* (0.097)	0.351*** (0.000)	0.275*** (0.000)	-0.169*** (0.004)	1			1.996
UN	0.145** (0.015)	0.017 (0.783)	0.198*** (0.001)	0.066 (0.270)	-0.048 (0.422)	0.373*** (0.000)	1		1.176
ROA	0.527*** (0.000)	0.138** (0.020)	0.168*** (0.005)	0.181*** (0.002)	-0.112* (0.060)	0.584*** (0.000)	0.162*** (0.006)	1	1.544

CAR：公司掛牌上市 90 日後 250、500、750、1,000、1,250 日之累積異常報酬

IPO：存在「蜜月期」現象者為 1，反之為 0。

INS：與應變數同期間之法人機構持股比例之年平均數。

IND：屬電子產業者為 1，反之為 0。

AGE：以上市掛牌之日期扣除公司成立之日期，並以年為單位計算。

SIZE：與應變數同期間之取自然對數後市值之年平均數。

UN：個別承銷商主辦的總承銷金額，佔所有新上市公司總承銷金額之比例。

ROA：與應變數同期間之資產報酬率之年平均數。

***：1%顯著水準；**：5%顯著水準；*：10%顯著水準

附表二 迴歸分析結果

$CAR = \alpha + \beta_1 IPO + \beta_2 INS + \beta_3 IND + \beta_4 AGE + \beta_5 SIZE + \beta_6 UN + \beta_7 ROA + \varepsilon$			
變數名稱	迴歸係數	t 值	p 值
Panel A: 累積一年長期報酬下之迴歸結果(樣本數: 322)			
F 值: 6.8887; p 值: 0.0000; 調整後 R^2 : 0.1138			
截距項	-1.0967	-2.0099	0.0453**
<i>IPO</i>	-0.1404	-2.4065	0.0167**
<i>INS</i> (%)	-0.0013	-1.3109	0.1909
<i>IND</i>	0.0408	0.7400	0.4598
<i>AGE</i>	-0.0014	-0.5139	0.6077
<i>SIZE</i>	0.1176	1.9957	0.0468**
<i>UN</i>	-0.0385	-0.2362	0.8134
<i>ROA</i> (%)	0.0136	4.7093	0.0000***
$CAR = \alpha + \beta_1 IPO + \beta_2 INS + \beta_3 IND + \beta_4 AGE + \beta_5 SIZE + \beta_6 UN + \beta_7 ROA + \varepsilon$			
變數名稱	迴歸係數	t 值	p 值
Panel B: 累積二年長期報酬下之迴歸結果(樣本數: 310)			
F 值: 17.0810; p 值: 0.0000; 調整後 R^2 : 0.2670			
截距項	-3.3965	-5.0932	0.0000 ***
<i>IPO</i>	-0.2015	-2.7539	0.0062 ***
<i>INS</i> (%)	-0.0012	-0.8974	0.3702
<i>IND</i>	0.0676	0.9839	0.3260
<i>AGE</i>	-0.0008	-0.2344	0.8148
<i>SIZE</i>	0.3525	4.8975	0.0000 ***
<i>UN</i>	-0.2835	-1.2911	0.1977
<i>ROA</i> (%)	0.0217	5.9903	0.0000 ***
Panel C: 累積三年長期報酬下之迴歸結果(樣本數: 294)			
F 值: 26.0127; p 值: 0.0000; 調整後 R^2 : 0.3741			
截距項	-4.5399	-6.1022	0.0000 ***
<i>IPO</i>	-0.2815	-3.3037	0.0011 ***
<i>INS</i> (%)	-0.0005	-0.3119	0.7554
<i>IND</i>	0.1261	1.5844	0.1142
<i>AGE</i>	0.0039	1.0335	0.3022
<i>SIZE</i>	0.4593	5.7111	0.0000 ***
<i>UN</i>	-0.4727	-1.8881	0.0600 *
<i>ROA</i> (%)	0.0306	6.7264	0.0000 ***

附表二 迴歸分析結果 (續)

Panel D: 累積四年長期報酬下之迴歸結果(樣本數: 287)			
F 值: 28.5392; p 值: 0.0000; 調整後 R^2 : 0.4026			
截距項	-5.4802	-6.6612	0.0000 ***
<i>IPO</i>	-0.2705	-2.7954	0.0055 ***
<i>INS</i> (%)	0.0008	0.4541	0.6501
<i>IND</i>	0.1763	1.9328	0.0543 *
<i>AGE</i>	0.0021	0.5002	0.6174
<i>SIZE</i>	0.5541	6.1672	0.0000 ***
<i>UN</i>	-0.4266	-1.4904	0.1373
<i>ROA</i> (%)	0.0323	5.6349	0.0000 ***
$CAR = \alpha + \beta_1 IPO + \beta_2 INS + \beta_3 IND + \beta_4 AGE + \beta_5 SIZE + \beta_6 UN + \beta_7 ROA + \varepsilon$			
變數名稱	迴歸係數	t 值	p 值
Panel E: 累積五年長期報酬下之迴歸結果(樣本數: 281)			
F 值: 27.8706; p 值: 0.0000; 調整後 R^2 : 0.4018			
截距項	-5.7045	-6.1701	0.0000 ***
<i>IPO</i>	-0.1756	-1.7053	0.0893 *
<i>INS</i> (%)	0.0019	0.9631	0.3363
<i>IND</i>	0.2708	2.7331	0.0067 ***
<i>AGE</i>	0.0002	0.0449	0.9642
<i>SIZE</i>	0.5669	5.6599	0.0000 ***
<i>UN</i>	-0.3706	-1.1805	0.2388
<i>ROA</i> (%)	0.0340	5.1633	0.0000 ***

CAR: 公司掛牌上市 90 日後 250、500、750、1,000、1,250 日之累積異常報酬

IPO: 存在「蜜月期」現象者為 1, 反之為 0。

INS: 與應變數同期間之法人機構持股比例之年平均數。

IND: 屬電子產業者為 1, 反之為 0。

AGE: 以上市掛牌之日期扣除公司成立之日期, 並以年為單位計算。

SIZE: 與應變數同期間之取自然對數後市值之年平均數。

UN: 個別承銷商主辦的總承銷金額, 佔所有新上市公司總承銷金額之比例。

ROA: 與應變數同期間之資產報酬率之年平均數。

***: 1% 顯著水準; **: 5% 顯著水準; *: 10% 顯著水準

參考文獻

朱立倫, 1997, 台灣股市新上市股票蜜月現象之研究, 證券市場發展季刊, 第 9 卷第 1 期: 1-28。

何如玉, 2001, 台灣新上市股票長期績效之實證研究, 國立台北大學企業管理研究所碩士論文。

- 林玲羽，1993，新上市公司異常報酬決定因素之實證研究，國立政治大學會計研究所碩士論文。
- 洪振虔、吳欽杉與陳安琳，2003，新上市公司股票刻意偏低定價之影響因素—隨機前緣模式的運用，管理學報，第 20 卷第 1 期：113-141。
- 張慎，1994，台灣新上市股票超額報酬及其影響因素之實證研究，國立政治大學會計研究所碩士論文。
- 劉立詩，2000，新上市公司股權結構與股票長期績效之研究，國立中山大學企業管理學系研究所碩士論文。
- 顧廣平，2003，台灣新上市股票短期與長期績效之再探討，證券市場發展季刊，第 15 卷第 1 期：1-40。
- Affleck-Graves, J. and R.E. Miller 1989, "Regulatory and procedural effects on the underpricing of Initial Public Offerings," *Journal of Financial Research*, 12(Fall) : 193-202.
- Aggarwal, R., and P. Rivoli 1990, "Fads in the Initial Public Offering market?" *Financial Management*, 19(Winter) : 45-57.
- Allen, F., and G.R. Faulhaber 1989, "Signalling by underpricing in the IPOs market," *Journal of Financial Economics*, 23(August) : 303-323.
- Baron, D. P. 1982, "A model of the demand for investment banking advertising and distributing services for new issues," *Journal of Finance*, 37(September) : 955-976.
- Carter, R.B., F.H. Dark and A.K. Singh 1998, "Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks," *Journal of Finance*, 53(February) : 285-311.
- Hensler, D. A., M. J. Herrera, and L. J. Lockwood 2000, "The performance of Initial Public Offerings in the Mexican stock market, 1987-1993," *Journal of International Money and Finance*, 19(February) : 93-116.
- Ibbotson, R. G. 1975, "Price performance of common stock new issues," *Journal of Financial Economics*, 2(September) : 235-272.
- Logue, D.E. 1973, "On the pricing of unseasoned equity issues : 1965-1969," *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 8 : 91-103.
- Ritter, J.R. 1984, "The hot issue market of 1980," *Journal of Business* , 57(April) : 215-255.

- Ritter, J. R. 1987, "The cost of going public" *Journal of Financial Economics*, 19(December) : 269-281.
- Ritter, J. R. 1991, "The long run performance of IPOs," *Journal of Finance*, 46(March) : 3-27.
- Rock, K. 1986, "Why new issues are underpriced," *Journal of Financial Economics*, 15(January-February) : 215-240.
- Tinic, S. M. 1988, "Anatomy of Initial Public Offerings of common stock," *Journal of Finance*, 43(September) : 789-822.