臺大管理論叢 2011/12
第 22 卷第 1 期　31-66

申購熱潮是長期績效的反指標嗎？

Subscription Fads: Is It an Inverse Indicator for Security's Long-term Performance?

王朝仕／國立臺中技術學院企業管理系事業經營碩士班助理教授
Chao-Shi Wang, Assistant Professor, Department of Business Administration, National Taichung Institute of Technology

Received 2009/9, Final revision received 2010/9

摘 要

本研究驗證投資人申購熱潮與績效表現的關係，探討對象嘗試整合新上市公司股票 (IPOs) 與現金增資股票 (SEOs) 申購市場；此二者的比較基礎在於同屬公司權益政策，且其間市場具有資訊不對稱程度的理論差異。實證顯示有諸多證據指向熱申購將導致長期績效傾向不佳，而此效應不單發生於 IPOs，在 SEOs 亦被偵測出相同的現象；上述關係即使在考量風險因素後仍獲支持。但是，SEOs 熱申購對於績效的解釋能力較 IPOs 低，表示投資人對於 SEOs 的過度反應較不嚴重。此外，本研究尚發現 IPOs 市場經驗為公司擬定 SEOs 申購計畫與投資人決策的重要依據。

【關鍵字】申購熱潮、資訊不對稱、過度反應

Abstract

This study provides an integrative analysis on the performance of IPOs and SEOs to investigate the influence of subscription fads. Grounded on the degree differentiation of information asymmetry in IPOs and SEOs markets, the empirical results suggest that the long-term performance of securities with subscription fads tend to underperform in both IPOs and SEOs markets whereas the fads in SEOs have less explanation power. The statistical result, in the meanwhile, remains significant as risk factor is introduced in the model. The lower explanation power of subscription fads in SEOs market indicates investors' overreaction to SEOs is less severe. Finally, this study also demonstrates that the marketing experience in IPOs provides informative reference for companies and investors when making subscription plan in SEOs and investment decision, respectively.

【Keywords】subscription fads, information asymmetry, overreaction

臺灣大學學術期刊資料庫

作者王朝仕，由衷感謝主編與兩位匿名評審惠賜寶貴意見，以及國科會專題研究計畫補助經費 (NSC 98-2410-H-366-004)。

壹、緒論

公司基於開拓資金來源或其他策略性目的，例如增加公司知名度或獲取營運績效符合要求的認證效果等，會爭取在公開市場掛牌交易股票，即新上市股票 (Initial Public Offerings；IPOs)。在上市後，公司亦可視需要發行現金增資股票 (Seasoned Equity Offerings；SEOs)，以籌措資金來源。不論是發行 IPOs 或 SEOs 的權益政策，皆引起實務界與學術界的廣泛討論。

許多研究指出 IPOs 發行初期產生顯著正向的異常報酬，但另有些證據卻對其長期績效產生疑慮 (Ritter, 1991; Levis, 1993; Loughran, Ritter, & Rydqvist, 1994; Spiess & Affleck-Graves, 1995; Loughran & Ritter, 1995)。針對此異常現象，行為財務學理論主張的「過度反應 (Overreaction)」(註 [1]) 觀點，提供一個解釋方向。由於投資人評價偏誤愈會顯現於不確定的環境中 (Kahneman & Tversky, 1979; Daniel, Hirshleifer, & Subrahmanyam, 2001)，而與已上市股票相比，IPOs 市場具有較為嚴重的資訊不對稱 (Information Asymmetry) 特徵；此情況對於投資人的影響，除了缺乏具體資訊可做為擬定交易之參考外，雜訊 (Noise) (洪振虔、吳欽杉、陳安琳，2002；陳振遠、王朝仕、湯惠雯，2006) 與情緒 (Sentiment) (Ljungqvist, Nanda, & Singh, 2006; Baker & Wurgler, 2006) 亦會加以干擾，故易引起過度追逐 IPOs 的狂熱行為 (Fads) (Aggarwal & Rivoli, 1990; 王朝仕、陳振遠、陳安琳，2007)。隨著公司上市日久，資訊不對稱程度減輕而狂熱亦已消退，因過度反應導致的評價偏誤獲得矯正，促使績效呈現均數復歸走勢。

若 IPOs 上市初期的資訊不對稱已如此嚴重，則投資人更難掌握公司在上市前的資訊 (李建然、羅元銘，2002)。王朝仕與陳振遠 (2008) 對此進行驗證，發現投資人對於 IPOs 的追逐，甚至可溯及上市前舉辦的公開申購活動 (註 [2])。該研究發現一項值得注意的結果：針對投資人愈積極參與申購的 IPOs，雖然上市初期可以獲得愈佳績效，但後續績效卻是較差的；反之，若申購市場冷淡，則後續績效傾向較佳。換言之，投資人申購 IPOs 的態度，將延續至上市初期，而其過度反應行為亦會導致長期績效不佳。基於此點理由，申購市場即成為適合探討投資人過度反應的範例，而長期績效更值得吾人詳加檢測。

針對上述熱申購效應的現象，引起本研究進一步探討的興趣，並提出兩個問題。第一，熱申購效應是否為 IPOs 特有的現象？觀察 IPOs 申購市場產生的過度反應，主

註 [1] De Bondt 與 Thaler (1985) 帶動過度反應課題的研究。他們發現過去屬於贏家的股票，未來可能淪為輸家，據此支持「反向策略」(Contrarian Strategies) 的可行性。

註 [2] 證券承銷商辦理有價證券承銷 (即對外公開銷售)，配售方式包括競價拍賣、詢價圈購、公開申購配售及洽商銷售等 (中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法第 5 條)，而實務上仍以公開申購為最多。

臺灣人文與社會科學資料庫

要立論基礎係資訊不對稱程度較高所致。若誠然如此，則在 SEOs 屬於已上市公司所再次發行股票的情況下，其具備市場供需變化與更多的公開資訊可循，資訊不對稱程度較低，則 SEOs 申購市場應不會令投資人產生過度反應。然若答案是否定的，亦即驗證出過度反應係股票申購市場普遍存在之現象，則此也揭露出一個有趣的思考方向：即使是參與 SEOs 申購市場，投資人可能會因為其是已上市公司所再次發行的股票，而產生錯誤的安全感 (False Sense of Security)，致使曝露於未預期的風險之中。

第二，IPOs 申購市場與 SEOs 申購市場的連結關係為何？公司在辦理 IPOs 公開申購活動後，能瞭解到投資人需求反應等資訊，而此市場回饋 (Market-feedback) 可能會影響公司爾後擬定現金增資的政策；除了決議是否發行 SEOs 之外，尚包括訂價、發行數量或時點間隔等決策。若以投資人的角度，假設 IPOs 不但可以創造申購熱潮，且後續績效表現亦佳，則此結果可能會形成一項美好經驗，促使投資人對該公司爾後辦理 SEOs 申購活動抱持較樂觀態度。在此情況下，IPOs 申購績效經驗對於公司發行 SEOs 政策及績效表現等的解釋，皆引起本研究探討之興趣。

過去探討申購市場投資人行為的文獻仍為缺乏，僅見以 IPOs 為檢測標的 (Kaustia & Knüpfer, 2008; 王朝仕、陳振遠，2008)，尚未有合併分析 IPOs 與 SEOs 者。本研究認為同屬公司權益政策 IPOs 與 SEOs，具備整合討論的利基。尤其在資訊不對稱程度的理論差異下，SEOs 申購市場可與 IPOs 申購市場進行比較，且能補此課題之不足。雖然 Jegadeesh、Weinstein 與 Welch (1993) 曾檢測 IPOs 績效對於公司現金增資政策與績效的解釋，但並未討論兩者在申購市場的關係。此外，縱使王朝仕與陳振遠 (2008) 已初步提出 IPOs 熱申購效應的證據，但其績效衡量尚未詳加考量風險因素，此尤其會影響長期績效結果的有效性。是故，申購熱度對於績效的解釋，仍待進一步釐清。

歸結上述，本研究旨在探究投資人在股票申購市場的過度反應行為，檢測範圍整合 IPOs 與 SEOs 市場，此有助於提供更為全面的證據。期望藉由本研究結果可更具體瞭解公開申購活動與市場的互動關係，亦能做為投資人申購決策之參考。

在文章結構方面，除緒論外，以下首先說明研究方法，其次為檢視申購市場的供給與需求，進而討論申購熱度對績效的影響，以及申購績效經驗的解釋，最後提出本研究的結論與建議。

貳、研究方法

本研究觀察投資人參與股票申購市場的情況，以下首先解釋表達其申購意願的方法。其次，嘗試建構申購績效經驗指標，此有助於檢測投資人對於申購 SEOs 的態度，是否會受到過去申購結果與績效差異的影響。最後，說明本研究使用的績效衡量模型，以及實證對象與資料來源。

臺灣大學學術期刊資料庫

一、申購熱度

公司辦理股票公開申購，依規定會先行公告總承銷張數、限定投資人申購張數及銷售價格等資訊。在此既定的供給下，當投資人愈踴躍參與申購時，亦即合格件數與限制申購張數之乘積超過承銷張數，則成功申購的機率愈低；反映在申購中籤率上，如式 1 所示，則會產生較小的數值。吾人根據申購中籤率的組成因素，可瞭解投資人在已知承銷條件下的申購需求；當申購中籤率愈低時，表示投資人對於該股票的需求愈大。

值得注意的是，若申購市場發生超額供給，則各申購人視為當然中籤人，故原始申購中籤率係以 100% 為極大值。在此限制下，特別是當申購市場供給大幅超過需求時，原始申購中籤率並無法確切反映投資人申購需求的差異性。基於此點理由，本研究特別放寬此限制，計算「調整申購中籤率」(式 2)。再者，本研究為正向詮釋投資人對於股票的申購需求，故援引王朝仕與陳振遠 (2008) 的方法，建立申購熱度 (式 3)。簡言之，申購熱度為調整申購中籤率的轉換值，數值愈大表示申購市場熱度愈高，或投資人愈積極參與申購，具體表達投資人的申購需求。本文在後續的討論方面，擬以申購熱度為基礎，區分樣本為高申購熱度組 (申購熱度大於等於中位值的樣本) 與低申購熱度組 (申購熱度小於中位值的樣本) 等兩類，據此比較組別之間的各項差異。

$$allot_i = \min[\frac{uwq_i}{qual_i \times lim_i} \times 100\%,\ 100\%] \tag{1}$$

$$allotad_i = \frac{uwq_i}{qual_i \times lim_i} \tag{2}$$

$$hot_i = \ln(\frac{1}{allotad_i}) \tag{3}$$

其中，$allot_i$ 與 $allotad_i$ 分別為第 i 家公司股票的申購中籤率與調整申購中籤率；uwq_i、$qual_i$ 與 lim_i 分別表示第 i 家公司股票的承銷張數、申購總合格件數與限制申購張數；hot_i 為第 i 家公司股票的申購熱度。

二、IPOs 申購績效經驗

對描述人類行為有重大貢獻的展望理論 (Prospect Theory)，指出人們決策依據可能源自於經驗法則 (Kahneman & Tversky, 1979)。Kaustia 與 Knüpfer (2008) 及王朝仕與陳振遠 (2008) 等，實證皆發現投資人申購 IPOs 的行為，攸關過去其他 IPOs 績效之表現，亦即經驗可視為投資人擬定決策的一項重要參考資訊。

相較於驗證過去公司發行 IPOs 績效，對於未來其他公司 IPOs 申購市場的影響，本研究認為連結同一公司 IPOs 與 SEOs 的探討方式更為直接。Jegadeesh et al. (1993)

臺灣博碩士學術論文資料庫

有相同的主張，其探討 IPOs 績效是否可以解釋該公司爾後發行 SEOs 的政策與績效表現 (註 [3])。本研究進一步提出驗證假說，公司在申購市場受到投資人歡迎程度與後續績效表現，可能會形成一項經驗。當公司辦理 IPOs 公開申購活動，不但能引發申購熱潮，且在上市後亦可獲得較佳長期績效，則此結果會形成美好的申購績效經驗。以相對觀點，若 IPOs 公開申購活動未獲投資人認同或後續績效表現不佳，則申購績效經驗愈差。

在管理意涵方面，本研究認為申購績效經驗具有回饋效果；此不單影響公司 SEOs 政策的擬定，對於其爾後辦理 SEOs 公開申購能否引起投資人參與的興趣，亦可能具有決定性之影響。以公司角度，當其擁有良好申購績效經驗的特徵時，則可能會愈快安排發行 SEOs，或是發行較大的規模。就投資人而言，其也傾向參與具備良好申購績效經驗公司所辦理之 SEOs 公開申購活動。為檢測此一關係，本研究建立申購績效經驗指標，為 IPOs 長期績效與 IPOs 申購中籤率的比值，如式 4 所示。當長期績效愈佳或申購中籤率愈低時，則申購績效經驗的數值愈大，表示申購績效經驗愈佳。

$$expap_i = \frac{longper_i}{allotad_i} \tag{4}$$

其中，$expap_i$ 係指第 i 家公司股票公開申購績效經驗指標；$longper_i$ 係指第 i 家公司股票的長期績效；$allotad_i$ 係指第 i 家公司辦理股票公開申購的調整申購中籤率。

三、績效衡量

本研究擬分別以持有期間法 (Buy-and-hold Approach) 與 Fama-French 三因子模型衡量績效。在持有期間法方面，係計算投資人自某時點收盤價購入股票，並繼續持有至一段期間後所獲得之報酬 (式 5)。該方法亦可提供觀察個股與市場逐期績效走勢的差異，即異常報酬 (式 6)，以觀察個股績效能否超越市場普遍水準 (Beat the Market)。此外，本研究另以個股所屬產業的指數為基準指標，比較個股與整體產業績效的差異 (式 8)。

註 [3] Jegadeesh et al. (1993) 發現當公司在新上市後產生高報酬，則其在爾後三年期間內較會發行 SEOs，而發行 SEOs 數量傾向較多、發行的時程亦愈快；但是 IPOs 與 SEOs 績效之間的關係並不顯著。

臺灣人文學術期刊資料庫

$$BHR_i(t_1,t_2)=\prod_{t=t_1}^{t_2}(1+R_{i,t})-1 \tag{5}$$

$$AR_i(t_1,t_2)=BHR_i(t_1,t_2)-(\prod_{t=t_1}^{t_2}(1+RM_{i,t})-1) \tag{6}$$

$$RM_t=\frac{RM_{TSE,t}\quad MV_{TSE,t-1}+RM_{OTC,t}\times MV_{OTC,t-1}}{MV_{TSE,t-1}+MV_{OTC,t-1}} \tag{7}$$

$$ARIND_i(t_1,t_2)=BHR_i(t_1,t_2)-(\prod_{t=t_1}^{t_2}(1+RIND_{i,t})-1) \tag{8}$$

其中，$BHR_i\ (t_1,\ t_2)$ 為第 i 家公司股票第 t_1 日至第 t_2 日的持有期間報酬；$AR_i\ (t_1,\ t_2)$ 與 $ARIND_i\ (t_1,\ t_2)$ 分別係以市場指數與產業指數為基準指標所計算的持有期間異常報酬；$R_{i,t}$ 係第 i 家公司股票第 t 日報酬，$RM_{i,t}$ 與 $RIND_{i,t}$ 分別為其對應時點的市場指數報酬與產業指數報酬。市場指數報酬的建立，係以市值加權方式合併台灣發行量加權股價指數報酬與櫃檯指數報酬 (顧廣平，2005)；$RM_{TSE,t}$ 與 $RM_{OTC,t}$ 分別為台灣發行量加權股價指數與櫃檯指數第 t 日報酬，$MV_{TSE,t-1}$ 與 $MV_{OTC,t-1}$ 分別為其第 t-1 日市值。

然而，以持有期間法衡量績效較未考量風險因素，此缺憾尤其影響長期績效評估結果的有效性。因此，本研究另引用 Fama 與 French (1992, 1993) 提出的風險調整法－Fama-French 三因子模型，如式 9 所示；此模型係在考量包括市場、規模及淨值市價比等共同因子 (Common Factor) 後，估計個股是否存在顯著超額報酬。在 Fama-French 三因子模型的架構之中，常數項為判斷價格異常性的主要依據，一般稱之「Jensen's Alpha」；當此項顯著異於零時，則稱受測股票具有顯著績效。

實際的操作上，本研究為觀察股票在事件日後一段期間內的逐期性變化，乃根據洪振虔等人 (2002) 的方式，將 Fama-French 三因子模型內各報酬變數以持有期間法處理 (式 10 至式 14)。此外，本研究除了分別針對高申購熱度組與低申購熱度組進行衡量之外，亦檢定組別的 Jensen's Alpha 是否具有顯著差異，故另以整體樣本為基礎，在 Fama-French 三因子模型中納入區分樣本組別的虛擬變數 DH；設定高申購熱度組樣本為 1、低申購熱度組樣本為 0 (註 [4])。當 DH 的係數顯著異於零時，表示高申購熱度組的 Jensen's Alpha 顯著異於低申購熱度組；相對的，若係數未達到任何統計上的顯著水準時，則表示組別 Jensen's Alpha 無顯著差異。

註 4　DH 係以申購熱度為區分樣本組別之基礎，而本文後續隨著討論課題的不同，組別區分基礎亦有差異，亦即虛擬變數的設定會有改變。

臺灣大學學術期刊資料庫

$$R_{i,T}-RF_{i,T}=\alpha+\beta_1(RM_{i,T}-RF_{i,T})+\beta_2 SMB_{i,T}+\beta_3 HML_{i,T}+\beta_4 DH_i+\varepsilon_{i,T} \quad (9)$$

$$R_{i,T}=\prod_{m=1}^{T}(1+R_{i,m})-1 \quad (10)$$

$$RF_{i,T}=\prod_{m=1}^{T}(1+RF_{i,m})-1 \quad (11)$$

$$RM_{i,T}=\prod_{m=1}^{T}(1+RM_{i,m})-1 \quad (12)$$

$$SMB_{i,T}=\prod_{m=1}^{T}(1+SMB_{i,m})-1 \quad (13)$$

$$HML_{i,T}=\prod_{m=1}^{T}(1+HML_{i,m})-1 \quad (14)$$

其中，$R_{i,T}$ 為第 i 家公司股票持有 T 期間報酬，以其事件日為績效衡量始點；$R_{i,m}$ 為第 i 家公司股票第 m 月報酬。$RF_{i,T}$ 為配合第 i 家公司股票事件日始點所衡量的無風險資產持有 T 期間報酬；$RF_{i,m}$ 為對應第 i 家公司股票事件日後各月數的無風險資產月報酬，本研究以第一銀行一個月期定存利率所折算的月利率為無風險資產報酬的代理變數 (顧廣平，2005)。$RM_{i,T}$ 為配合第 i 家公司股票事件日始點所衡量的市場指數持有 T 期間報酬；$RM_{i,m}$ 為對應第 i 家公司股票事件日後各月數的市場指數月報酬。$SMB_{i,T}$ 與 $HML_{i,T}$ 分別為配合第 i 家公司股票事件日始點所衡量的持有 T 期間規模因子與淨值市價比因子；$SMB_{i,m}$ 與 $HML_{i,m}$ 分別為對應第 i 家公司股票事件日後各月數的規模因子與淨值市價比因子 (註 5)。DH_i 為區分第 i 家公司股票組別的虛擬變數，設定高申購熱度組樣本為 1、低申購熱度組樣本為 0；α 與 β 為迴歸參數，而 α 在本式中即表達為 Jensen's Alpha；ε 為誤差項。

註 5 規模因子與淨值市價比因子的計算方法，係先將我國所有上市上櫃公司分別依其第 τ 年 6 月底市場價值，為各自第 τ 年 7 月至第 τ +1 年 6 月股票報酬的排序基礎，以中位數區分為小規模公司組 (稱 *S*) 與大規模公司組 (稱 *B*)。其次，將我國所有上市上櫃公司分別依其第 τ -1 年 12 月底淨值市價比，為各自第 τ 年 7 月至第 τ +1 年 6 月股票報酬的排序基礎，由高至低排序後區分為高淨值市價比公司組 (淨值市價比為前 30% 者，稱 *H*)、中淨值市價比公司組 (淨值市價比為中 40% 者，稱 *M*) 與低淨值市價比公司組 (淨值市價比為後 30% 者，稱 *L*)。在交互配對上述規模與淨值市價比所區分出的組別後，共可形成 *SH*、*SM*、*SL*、*BH*、*BM* 與 *BL* 等六個投資組合，並計算個別報酬。最後，計算第 *m* 月的 *SMB* 與 *HML* 如下：

$$SMB_m=\frac{SH_m+SM_m+SL_m}{3}-\frac{BH_m+BM_m+BL_m}{3};\ HML_m=\frac{SH_m+BH_m}{2}-\frac{SL_m+BL_m}{2}$$

臺灣大學管理論叢

四、研究樣本與資料來源

本研究檢測對象為辦理 IPOs 公開申購的公司 (註 [6])，且後續亦曾舉行 SEOs 公開申購者，亦即研究對象須同時具備 IPOs 與 SEOs 的公開申購資料。考量到公司可能多次進行現金增資，故本研究僅以上市後首次 SEOs 為探討標的。

在研究期間方面，依台灣證券交易所提供有價證券的公開申購資料，IPOs 最早可追溯至 1997 年 12 月，據此設定研究期間為 1997 年 12 月至 2009 年 6 月。再者，由於一般衡量長期績效至少需一年期間 (或 250 個交易日)，故樣本初步選取自 1997 年 12 月至 2008 年 6 月之間，曾經辦理 IPOs 與 SEOs 公開申購的公司 (註 [7])。在此期間內，IPOs 共計 882 家，其中符合上述篩選要求者有 291 家，進一步剔除 IPOs 與 SEOs 發行時點差異未滿一年的 101 家 (註 [8])，以及遺缺或誤植研究所需資料的 3 家，本研究實際檢測公司為 187 家。研究所需各項數據資料，取自台灣證券交易所、公開資訊觀測站與台灣經濟新報資料庫。

參、申購市場的供給與需求

本研究實證對象為新上市後曾辦理 SEOs 公開申購活動的公司，以下乃根據申購市場供需的相關變數，瞭解並比較 IPOs 與首次 SEOs 的情況，基本統計量整理於表 1。

承銷價格 (發行價格) 的訂定，攸關發行公司擁有競爭條件之優劣；此除了可由承銷價參考公式 (註 [9]) 瞭解之外，實際決議尚考量市場時機與公司未來發展等條件。結果顯示，IPOs 承銷價平均值為 41.2421 元，高於 SEOs 的 39.9575 元，中位值的比較亦同。由於本研究檢測 SEOs 係在 IPOs 發行一年後進行現金增資的公司，故上述情況也初步顯示出公司在上市後的績效表現傾向較差，惟兩者差異並不顯著。就發行數量而言，公司提供 IPOs 承銷量平均為 4.9634 仟張，與 SEOs 的 4.3405 仟張差異有限；但是若根據中位值，SEOs 僅為 0.9780 仟張，遠低於 IPOs 的 3.3600 仟張，表示大部

註 6　本研究所稱 IPOs，係指公司首次於台灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心等公開市場掛牌交易之股票，但不包括由證券櫃檯買賣中心轉至台灣證券交易所者。

註 7　公司新上市後辦理 SEOs 公開申購時點的次數分配與期間差距等統計資料，詳參附表 1 與附圖 1。

註 8　本研究以一年期間衡量長期績效，且為避免 SEOs 初期績效評估受到 IPOs 長期績效的干擾，故選取公司發行 IPOs 與首次 SEOs 時點差異至少超過一年的樣本。然而，剔除樣本可能會減少其中的資訊含量，故本研究另嘗試更改篩選準則為剔除時點差異在半年以內的樣本 (25 家)。實證顯示，不論是觀察組別績效走勢或是績效差異檢定，此兩種樣本選取方法有類似之結果。

註 9　承銷參考價 =A×40%+B×20%+C×20%+D×20%；其中 A 係發行公司近三年平均每股稅後純益乘以類似公司近三年平均本益比；B 係發行公司近三年平均股利除以類似公司近三年每股股利；C 係會計師查核簽證發行公司近年度每股淨值；D 係本年度預估每股股利除以金融機構一年定期存款利率。

臺灣大學會計學術期刊

分 SEOs 的承銷張數較少。然而，公司一般限制投資人僅能申購 1 張，此點在 IPOs 與 SEOs 皆然。

上述承銷價、承銷張數與限制申購張數等供給面資訊，投資人在申購開始日皆能知悉。然而，截至申購抽籤日之前，投資人並無法確切掌握申購市場的整體需求情況，亦即僅能憑個別判斷申購與否，故投資人申購行為頗值得加以討論。

申購合格數，係具有購買意願且符合申購資格投資人的繳件數；IPOs 平均值為 147.5464 仟件，遠高於 SEOs 的 71.7853 仟件，且其間呈現顯著差異。雖然 IPOs 的申購合格數顯著高於 SEOs，但吾人並不能直接據此推論投資人對於 IPOs 的需求較高，仍須將各別供給面條件一併納入評估。申購中籤率，為申購市場供需力量的總合結果；尤其在公司先行宣告供給面資訊的情況下，申購中籤率數據更能具體反映投資人需求強弱。結果顯示，IPOs 申購中籤率平均值為 25.14%，亦即每百件申購合格件數之中，約有 25 件可以成功購買；觀察 SEOs，平均申購中籤率則僅有 22.84%。

本研究考量到官方揭露的申購中籤率係以 100% 為上限，此較無法確切表達超額供給下的差異，故乃嘗試放寬上限設定，計算調整後的申購中籤率。誠如數據所示，SEOs 調整申購中籤率平均值高達 770.30%，與 IPOs 的 314.57% 差距頗大；但是，IPOs 與 SEOs 調整後申購中籤率中位值卻仍與調整前一致。由於 SEOs 申購中籤率平均值在調整後呈現大幅增加的現象，而中位值卻未有變動，說明有某些 SEOs 樣本公司極端無法引起投資人申購需求 (註 [10])，而此並不會影響本研究後續以申購熱度中位值區分樣本組別的方式。值得注意的是，不論是原始或調整後的申購中籤率，IPOs 與 SEOs 的平均差異皆不顯著。吾人由以上的討論，可以瞭解到 IPOs 與 SEOs 公開申購市場均一致呈現超額需求的現象。

註 [10] 統計在研究樣本 187 家之中，申購中籤率為 100% 者，IPOs 與 SEOs 分別有 31 家與 30 家，其調整申購中籤率的平均值分別為 1,845.92% 與 4,759.19%。

臺灣人學學術期刊資料庫

表 1　IPOs 與 SEOs 申購市場的供給與需求

變數	IPOs			SEOs			IPOs vs. SEOs
	平均值	中位值	標準差	平均值	中位值	標準差	均差檢定
承銷價格 (元)	41.2421	30.0000	36.8210	39.9575	25.0000	43.5276	1.2847 (0.7582)
承銷張數 (仟張)	4.9634	3.3600	5.1203	4.3405	0.9780	18.7599	0.6229 (0.6618)
限制申購張數 (張)	1.0535	1.0000	0.2691	1.0428	1.0000	0.2279	0.0107 (0.6785)
申購合格數 (仟件)	147.5464	69.5200	186.4367	71.7853	32.7840	105.5778	75.7612***(0.0000)
申購中籤率	0.2514	0.0402	0.3687	0.2284	0.0285	0.3656	0.0230 (0.5450)
調整申購中籤率	3.1457	0.0402	16.2179	7.7030	0.0285	39.1992	-4.5573 (0.1431)
申購熱度	2.3916	3.2133	2.3279	2.6701	3.5579	2.6026	-0.2785 (0.2761)

本研究期間 1997 年 12 月至 2009 年 6 月，樣本選取 1997 年 12 月至 2008 年 6 月之間，辦理 IPOs 與首次 SEOs 公開申購的 187 家公司。均差檢定括弧內為 *p* 值；*、** 與 *** 分別表示達到顯著水準 10%、5% 與 1%。

肆、申購熱度對於績效影響

由於申購市場普遍能引起投資人參與之意願，故本研究檢測與比較申購熱潮對於後續績效的解釋更富意義。以下分別檢測 IPOs 與 SEOs 申購熱度對於績效的影響關係。

一、IPOs 申購熱度與績效

本研究以 IPOs 申購熱度為樣本的分組基礎，衡量公司新上市後的績效，結果整理於表 2 (註 [11])。首先，本研究使用持有期間法，並以市場指數為基準指標，計算 IPOs 的持有期間異常報酬，即 *AR*，列示於表 2 的 Panel A。高申購熱度 IPOs 與低申購熱度 IPOs 的上市首日，*AR* 平均值分別為 0.0813 與 0.0115，且其間呈現顯著差異。由此可知，針對引起投資人熱烈申購的 IPOs，其在上市後首日績效不但超越市場整體表現，亦較投資人未積極參與申購 IPOs 的情況佳。其次，藉由即使無法引發投資人申購熱潮的 IPOs，其上市首日 *AR* 亦產生正向反應，此則能再次支持 IPOs 存在蜜月行情現象。隨著績效衡量期間增加至上市後一個月，本研究發現在 IPOs 申購熱度的區別下，組別績效差異呈現逐漸擴大的趨勢，此由圖 1 即能加以佐證。

在長期績效方面，由於持有期間法係以設定時點開始進行累積，本研究為避免 IPOs 長期績效衡量受到發行初期價格異常性的影響，乃採取自上市後第 20 日收盤價開始計算報酬。本方式的另一個意涵，則有助於觀察當投資人選擇避開事件初期影響，於一個月後購入股票的獲利情況。實證發現，兩組別長期績效差異與上市初期情況相

註 [11]　IPOs 與 SEOs 的未分組績效，詳參附表 2 及附圖 2，此處不再贅述。

臺灣大學學術期刊論文資料庫

比，呈現出截然不同的表現；其中低申購熱度 IPOs 的長期績效更顯著優於高申購熱度者，此即為 IPOs 熱申購效應的初步證據。

由於前述 *AR* 係計算 IPOs 與市場指數績效之差異，此隱含假設所有個股的貝他值 (Beta Coefficient) 均為 1。因此，本研究另以公司所屬產業的指數為基準指標，計算 *ARIND*，此尚能提供另一個可供比較的證據。結果如表 2 的 Panel B 所示，本研究發現 *ARIND* 與 *AR* 的衡量結果一致。

然而，以持有期間法計算的異常報酬結果，僅係單純估計個股與基準指標績效之差異，亦即此法較未考量風險因素。假設公司在上市後風險亦可能產生改變的情況下，忽略風險因素將會嚴重衝擊長期績效衡量的有效性。基於此點理由，本研究另以 Fama-French 三因子模型檢測績效之異常性，亦即若個股在控制包括市場、規模與淨值市價比等共同因子後，仍被偵測到顯著績效，則可提供更令人信服的績效變化證據。

以 Fama-French 三因子模型檢測 IPOs 績效的結果，整理於表 2 的 Panel C。高申購熱度 IPOs 初期的 Jensen's Alpha 為 0.1488 (註 [12])，且達到顯著水準 1%，表示該類公司即使在考量風險後，初期尚被偵測到顯著正向的超額報酬。然而若以長期間觀測，雖然高申購熱度 IPOs 仍具有顯著正向的 Jensen's Alpha，但其數值水準已低於初期結果；例如上市 12 個月後的 Jensen's Alpha 僅為 0.1227。以低申購熱度 IPOs 而言，其上市初期的 Jensen's Alpha 為 0.0140，此並未顯著異於零；但是，若以上市後 6 個月或 12 個月期間衡量，低申購熱度 IPOs 的 Jensen's Alpha 分別增加至 0.0804 與 0.1484，且均達到顯著水準 1%。

本研究為檢測組別 Jensen's Alpha 的差異，乃針對 IPOs 整體樣本，另在 Fama-French 三因子模型內納入區分組別的虛擬變數 *DH*。結果發現初期 *DH* 的係數為顯著正向，表示高申購熱度 IPOs 的 Jensen's Alpha 顯著大於低申購熱度 IPOs。但是在長期下，*DH* 的係數則呈現顯著負向，亦即高申購熱度 IPOs 的 Jensen's Alpha 在後續期間顯著較低。

歸結以上績效衡量的討論，在在支持 IPOs 市場存在熱申購效應，亦即愈能引起投資人申購意願者，其長期績效卻是較差。此結果與王朝仕與陳振遠 (2008) 的發現一致，而差別在於本研究對象擴及探討比較 SEOs 是否亦存在熱申購效應，故實證樣本另須具備在上市後 (不包括一年內) 辦理現金增資公開申購的條件。此外，本研究評估績效有考量風險因子，故實證結果更具堅韌性。

註 [12] 由於 Fama-French 三因子模型係以月為績效衡量期間單位，但股票發行時點可能未在第 m 月初，亦即第 m+1 月尚屬初期績效的計算範圍。因此，本研究以 Fama-French 三因子模型衡量初期績效，包括首二個月期間，而長期績效則自第三個月起算。

臺灣期刊學術期刊資料庫

表 2 IPOs 績效－以 IPOs 申購熱度分組

Panel A: 持有期間法，以市場指數為基準指標

期間（日）	高申購熱度			低申購熱度			高 vs. 低
	平均值	中位值	標準差	平均值	中位值	標準差	均差檢定
AR (1,1)	0.0813	0.0656	0.1794	0.0115	0.0032	0.0847	0.0698*** (0.0008)
AR (1,5)	0.2187	0.2676	0.2299	0.0145	-0.0269	0.2025	0.2042*** (0.0000)
AR (1,10)	0.3133	0.2534	0.3814	0.0301	-0.0118	0.2931	0.2832*** (0.0000)
AR (1,20)	0.3783	0.2319	0.5816	0.0417	-0.0429	0.4093	0.3366*** (0.0000)
AR (21,125)	0.0234	-0.0450	0.3176	0.1307	0.0129	0.4417	-0.1073* (0.0584)
AR (21,250)	0.1104	-0.0677	0.6098	0.3017	0.1220	0.8352	-0.1913* (0.0757)

Panel B: 持有期間法，以產業指數為基準指標

期間（日）	高申購熱度			低申購熱度			高 vs. 低
	平均值	中位值	標準差	平均值	中位值	標準差	均差檢定
ARIND (1,1)	0.0822	0.0653	0.1792	0.0132	0.0105	0.0845	0.0690*** (0.0009)
ARIND (1,5)	0.2166	0.2586	0.2296	0.0220	-0.0121	0.2016	0.1947*** (0.0000)
ARIND (1,10)	0.3083	0.2497	0.3778	0.0344	-0.0115	0.2968	0.2740*** (0.0000)
ARIND (1,20)	0.3722	0.2065	0.5816	0.0493	-0.0265	0.4145	0.3229*** (0.0000)
ARIND (21,125)	0.0113	-0.0229	0.2944	0.1289	0.0167	0.4289	-0.1176** (0.0304)
ARIND (21,250)	0.0742	-0.0629	0.5715	0.2870	0.1447	0.8039	-0.2128** (0.0387)

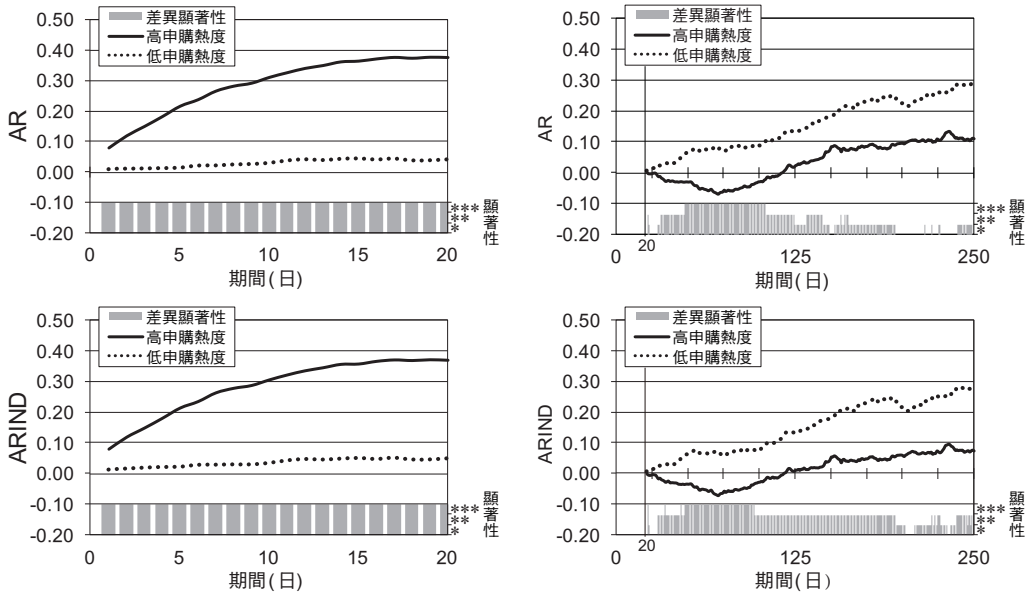
Panel C: Fama-French 三因子模型

期間（月）	*Jensen's Alpha*	*RM-RF*	*SMB*	*HML*	*DH*	Adj. R^2
高申購熱度						
(1,2)	0.1488*** (0.0000)	2.2135*** (0.0000)	3.1986*** (0.0003)	-0.5082 (0.1065)	--	0.1449
(3,6)	0.0368** (0.0150)	1.5710*** (0.0000)	0.9045*** (0.0002)	-0.7175*** (0.0000)	--	0.3632
(3,12)	0.1227*** (0.0000)	1.7658*** (0.0000)	0.7512*** (0.0000)	-0.5521*** (0.0000)	--	0.3758
低申購熱度						
(1,2)	0.0140 (0.4284)	1.0709*** (0.0000)	1.8024*** (0.0006)	-0.1369 (0.4606)	--	0.1079
(3,6)	0.0804*** (0.0000)	1.0418*** (0.0000)	0.7879*** (0.0020)	-0.3660*** (0.0003)	--	0.1852
(3,12)	0.1484*** (0.0000)	1.0821*** (0.0000)	0.1743 (0.3995)	-0.1338 (0.1408)	--	0.1228

臺灣大學學術期刊資料庫

整體樣本						
(1,2)	0.0166	1.5810***	2.5204***	-0.2740	0.1291***	0.1594
	(0.4874)	(0.0000)	(0.0000)	(0.1291)	(0.0002)	
(3,6)	0.0786***	1.2706***	0.9062***	-0.5080***	-0.0582***	0.2902
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0072)	
(3,12)	0.1483***	1.4597***	0.6130***	-0.3643***	-0.0431*	0.2426
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0616)	

本研究期間 1997 年 12 月至 2009 年 6 月，樣本選取 1997 年 12 月至 2008 年 6 月之間，辦理 IPOs 與首次 SEOs 公開申購的 187 家公司；其中屬於 IPOs 高申購熱度組 94 家，低申購熱度組 93 家。*DH* 為區分樣本組別的虛擬變數，令高申購熱度組樣本為 1，低申購熱度組樣本為 0。均差檢定與迴歸係數括弧內為 *p* 值；*、** 與 *** 分別表示達到顯著水準 10%、5% 與 1%。



AR 與 *ARIND* 分別係以市場指數與產業指數為基準指標所計算；*、** 與 *** 分別表示達到顯著水準 10%、5% 與 1%。

圖 1　IPOs 的 *AR* 與 *ARIND* 走勢－以 IPOs 申購熱度分組

二、SEOs 申購熱度與績效

本研究嘗試整合探討 IPOs 與 SEOs 公開申購市場，其中 SEOs 熱申購效應為本文的觀測重點。本研究衡量 SEOs 績效，設定以其公開申購抽籤日為起點；主要原因係

臺灣大學學術期刊資料庫

投資人在該日後即能獲悉申購市場的需求情況，並假設此一資訊自此開始影響績效。表 3 係以 SEOs 申購熱度中位值區分樣本組別，衡量申購抽籤日後一年期績效。

高申購熱度 SEOs 首日的 *AR* 平均值為 -0.0090，此顯著劣於低申購熱度組的 -0.0011。由此可知，SEOs 首日績效普遍不佳，其中又以投資人熱烈參與申購的績效明顯低落。不僅在首日如此，吾人由圖 2 可直接觀察到 SEOs 績效呈現持續下滑走勢，而高申購熱度組約於首 10 日期間的績效顯著較差。即使改以產業指數為基準指標，即 *ARIND*，績效表現與前述一致。然而，以首月 (20 日) 期間的比較而論，組別績效的均數差異並不顯著。另根據 Fama-French 三因子模型的衡量，亦可以觀察到類似現象，組別在初期 Jensen's Alpha 的比較方面，無顯著差異。

歸結上述 SEOs 初期績效的檢測結果，有二個值得討論的方向。首先，即使係屬於高申購熱度 SEOs，其初期績效亦為低落的現象。引述 Myers 與 Majluf (1984) 提出的融資順位模型 (Pecking Order Model)，當公司認為本身價值被市場高估時，其選擇以發行權益替代舉債可獲得較大的利益。Ross (1977) 以未來營運發展的觀點，指出若公司預期營運前景堪慮而難以履行償債義務時，則傾向採取權益融資。在此理論基礎下，公司選擇發行 SEOs 可能傳遞價值高估訊號，而過去實證研究亦支持市場呈現負向反應 (Mikkelson & Partch, 1986; Loughran & Ritter, 1997; 夏侯欣榮，2000；陳振遠、王朝仕，2007)。誠如本研究實證顯示，縱然 SEOs 相對能引起投資人申購意願，其初期也會產生負報酬，此可為市場對於公司採取 SEOs 融資政策抱持負面態度的論述，提供一項新證據。

其次，針對 SEOs 申購熱度與初期 *AR* 及 *ARIND* 之間的負向關係，且在申購抽籤後 10 日期間尤其明顯，本研究認為尚不能忽視之，因為此一現象與 IPOs 市場呈現截然不同的差異。本研究推論 SEOs 熱申購卻引起初期績效不佳的原因，可能與公司採取折價 (Underpricing) 發行有關。由於 SEOs 係已上市公司所再次發行的股票，其具有市價可供投資人評估發行價格的合理性，而投資人參與申購的主要利益來源即為折價幅度創造的套利空間。簡言之，申購投資人有機會以低於市價購入股票，進行套利。然而，在發行價格攸關公司價值條件的情況下，折價幅度過深卻可能傳達價值高估訊號，亦即引起市價已被高估的疑慮，促使投資人轉而檢視現貨市場價格。另外一面，針對成功申購到 SEOs 的投資人，其為實現折價提供的套利空間，亦可能迅速在市場上售出股票。綜合上述，本研究假設當 SEOs 折價幅度愈大時，投資人愈會參與申購，但市場績效卻可能受到該高估訊號影響而產生負面反應，且申購成功投資人尚傾向立即實現獲利。因此，本研究預期在考量折價幅度後，有助於解釋高申購熱度 SEOs 初期績效較差的現象。

表 4 係以迴歸模型，分別檢測 SEOs 折價幅度對申購熱度 (模型 A) 與績效 (模型 B 與模型 C) 的解釋；其中，折價幅度的衡量基礎為 SEOs 承銷價相對於申購開始前一

臺灣大學學術期刊論文集

日收盤價 (註 [13])。結果顯示，SEOs 折價幅度顯著正向影響申購熱度；即使在迴歸模型中另控制公司規模、系統性風險與負債程度等因素 (各以市值、貝他值與負債比率為代理變數)，上述關係亦未改變。由此證據可知，當公司發行 SEOs 提供的折價幅度愈大時，投資人參與申購的意願亦增加；反之，若發行價格相對無法提供套利機會，則會減低投資人的申購意願，與預期相符。更重要的是，本研究檢測折價幅度對於初期績效的影響，發現兩者呈現顯著負向關係，且此一關係約可維持至申購抽籤後 10 日期間。歸納以上迴歸模型的結果，本研究推論獲得驗證，亦即雖然 SEOs 折價幅度可以引發申購熱潮，但卻會導致初期績效較差。

在長期績效方面，直接觀察圖 2，發現自申購抽籤日後 20 日起算，兩組 *AR* 一致呈現上升走勢，此與初期績效不佳現象形成明顯的對比。值得吾人注意的是，低申購熱度 SEOs 的 *AR* 持續超越高申購熱度組；以檢定結果論，組別績效的差異關係在半年期間內較為顯著。ARIND 的結果亦同。若以 Fama-French 三因子模型衡量之，則偵測到更為具體的證據。不論以半年或一年期間估計 Jensen's Alpha，低申購熱度 SEOs 均呈現顯著正向，而此反應有別於初期顯著負向 Jensen's Alpha 的情況，且顯著優於高申購熱度 SEOs。由此可知，當 SEOs 申購熱度愈高時，則長期績效傾向較差，此關係在考量風險因素後仍獲得支持。

結論 IPOs 與 SEOs 的績效檢測，本研究發現就初期而言，申購熱度對兩者績效的影響關係並不相同。特別是在折價因素之干擾下，雖然高度折價可以引起投資人參與申購的意願，但卻無助於提升初期績效表現。值得注意的是，若以長期觀點檢測之，則 IPOs 與 SEOs 具有一項重要的共同特徵：愈能引發投申購熱潮者，雖然未能觀察到顯著負報酬的情況，但是長期績效表現卻屬相對低落；反觀無法吸引投資人參與申購的股票，其長期績效則相對較佳。然若加以比較 IPOs 與 SEOs 申購熱度對於績效差異的解釋，不論從數值差異或是統計顯著性等方面觀察，皆顯示此一關係在 SEOs 市場相對薄弱，而明顯的影響期間約在半年內。針對此結果，本研究認為由於 SEOs 的發行時點在公司新上市後，亦即其理論資訊透明度較 IPOs 高；縱使 SEOs 申購熱度對長期績效仍傾向有負面影響，但該過度反應行為在資訊不對稱程度下降後，支配力量亦趨輕微。據此，頗能夠間接佐證資訊不對稱程度下降，有助於減輕投資人過度反應行為的產生。

註 [13] 以實務而論，公司在 SEOs 申購開始日刊登承銷公告，故投資人評估前一日收盤價與承銷價的相對水準可瞭解折價幅度，計算如下：

$$unp_i = 1 - \frac{unp_i}{p_i}$$

其中，unp_i 為第 i 家公司 SEOs 的折價幅度，數值愈大表示折價幅度愈高；unp_i 與 p_i 分別為第 i 家公司 SEOs 承銷價與申購開始前一日收盤價。實證樣本 SEOs 折價幅度的平均值為 0.1536，中位值 0.1615，變異數 0.2185。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 3 SEOs 績效－以 SEOs 申購熱度分組

Panel A: 持有期間法，以市場指數為基準指標

期間（日）	高申購熱度			低申購熱度			高 vs. 低
	平均值	中位值	標準差	平均值	中位值	標準差	均差檢定
AR (1,1)	-0.0090	-0.0113	0.0252	-0.0011	-0.0021	0.0237	-0.0079** (0.0286)
AR (1,5)	-0.0181	-0.0206	0.0572	-0.0022	-0.0021	0.0642	-0.0158* (0.0764)
AR (1,10)	-0.0334	-0.0398	0.0890	-0.0118	-0.0144	0.0992	-0.0217 (0.1176)
AR (1,20)	-0.0333	-0.0477	0.1175	-0.0385	-0.0519	0.1474	0.0052 (0.7888)
AR (21,125)	0.0303	-0.0745	0.4659	0.1096	-0.0144	0.5806	-0.0793 (0.3041)
AR (21,250)	0.0286	-0.1143	0.5528	0.2220	-0.0050	0.8997	-0.1934* (0.0788)

Panel B: 持有期間法，以產業指數為基準指標

期間（日）	高申購熱度			低申購熱度			高 vs. 低
	平均值	中位值	標準差	平均值	中位值	標準差	均差檢定
ARIND (1,1)	-0.0089	-0.0116	0.0254	-0.0006	-0.0015	0.0226	-0.0083** (0.0197)
ARIND (1,5)	-0.0187	-0.0171	0.0574	-0.0023	-0.0036	0.0688	-0.0164* (0.0785)
ARIND (1,10)	-0.0363	-0.0416	0.0906	-0.0094	-0.0123	0.1016	-0.0268* (0.0581)
ARIND (1,20)	-0.0379	-0.0502	0.1201	-0.0374	-0.0498	0.1414	-0.0005 (0.9786)
ARIND (21,125)	0.0182	-0.0717	0.4584	0.1072	-0.0042	0.5524	-0.0890 (0.2320)
ARIND (21,250)	0.0107	-0.0914	0.5373	0.1905	-0.0611	0.9119	-0.1798 (0.1031)

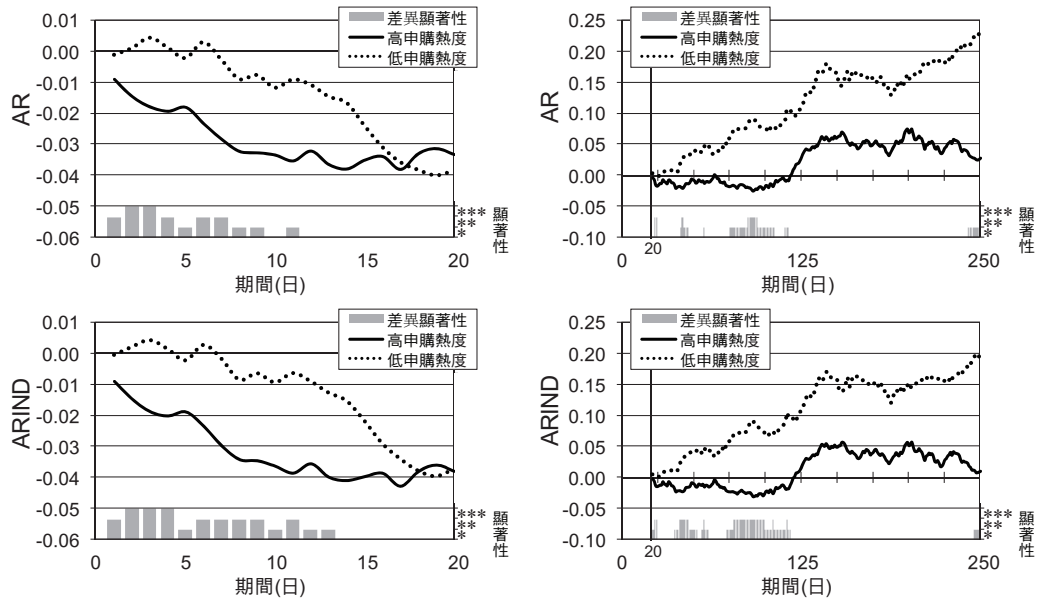
Panel C: Fama-French 三因子模型

期間（月）	*Jensen's Alpha*	*RM-RF*	*SMB*	*HML*	*DH*	Adj. R^2
高申購熱度						
(1,2)	-0.0107 (0.2735)	1.1309*** (0.0000)	0.7878** (0.0193)	-0.3734*** (0.0066)	--	0.2012
(3,6)	-0.0014 (0.9109)	0.9432*** (0.0000)	0.1265 (0.6038)	-0.1950* (0.0618)	--	0.2525
(3,12)	0.0313** (0.0347)	1.0650*** (0.0000)	0.6423*** (0.0002)	-0.2176** (0.0165)	--	0.2137
低申購熱度						
(1,2)	-0.0329*** (0.0016)	0.9480*** (0.0000)	-0.0077 (0.9841)	-0.2032 (0.1386)	--	0.2730
(3,6)	0.0414** (0.0143)	1.7150*** (0.0000)	0.4302 (0.1498)	-0.3581*** (0.0034)	--	0.4970
(3,12)	0.0665*** (0.0009)	1.6552*** (0.0000)	1.2380*** (0.0000)	-0.0810 (0.4561)	--	0.3452

臺灣大學學術期刊資料庫

整體樣本						
(1,2)	-0.0296***	1.0410***	0.4445*	-0.2904***	0.0167	0.2467
	(0.0030)	(0.0000)	(0.0798)	(0.0026)	(0.2219)	
(3,6)	0.0553***	1.4029***	0.2907	-0.3075***	-0.0587***	0.4154
	(0.0002)	(0.0000)	(0.1428)	(0.0002)	(0.0056)	
(3,12)	0.0884***	1.4005***	1.0142***	-0.1035	-0.0783***	0.2983
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.1465)	(0.0007)	

本研究期間 1997 年 12 月至 2009 年 6 月，樣本選取 1997 年 12 月至 2008 年 6 月之間，辦理 IPOs 與首次 SEOs 公開申購的 187 家公司；其中屬於 SEOs 高申購熱度組 94 家，低申購熱度組 93 家。*DH* 為區分組別樣本的虛擬變數，令高申購熱度組樣本為 1，低申購熱度組樣本為 0。均差檢定與迴歸係數括弧內為 *p*；*、** 與 *** 分別表示達到顯著水準 10%、5% 與 1%。



AR 與 *ARIND* 分別係以市場指數與產業指數為基準指標所計算；*、** 與 *** 分別表示達到顯著水準 10%、5% 與 1%。

圖 2 SEOs 的 *AR* 與 *ARIND* 走勢－以 SEOs 申購熱度分組

臺灣大學學術期刊資料庫

表 4 SEOs 折價幅度對申購熱度與初期績效的影響

被解釋變數	常數項	折價幅度	市值	貝他值	負債比率	Adj. R^2
模型 A						
SEOs 申購熱度	1.4442*** (0.0000)	7.9818*** (0.0000)	--	--	--	0.4462
SEOs 申購熱度	1.3368 (0.1707)	7.5436*** (0.0000)	0.0683 (0.5734)	0.6606 (0.1152)	-1.8675** (0.0157)	0.4857
模型 B						
AR_{SEO} (1,1)	0.0059 (0.6444)	-0.0191** (0.0259)	-0.0018 (0.2500)	0.0037 (0.5048)	0.0083 (0.4130)	0.0271
AR_{SEO} (1,5)	0.0197 (0.5443)	-0.0433** (0.0448)	-0.0025 (0.5355)	0.0150 (0.2825)	-0.0313 (0.2211)	0.0152
AR_{SEO} (1,10)	0.0293 (0.5531)	-0.0730** (0.0265)	-0.0040 (0.5192)	0.0334 (0.1169)	-0.0753* (0.0542)	0.0373
AR_{SEO} (1,20)	-0.0344 (0.6193)	-0.0472 (0.3028)	-0.0029 (0.7331)	0.0372 (0.2107)	-0.0122 (0.8221)	-0.0073
模型 C						
$ARIND_{SEO}$ (1,1)	0.0043 (0.7342)	-0.0189** (0.0255)	-0.0019 (0.2213)	0.0048 (0.3787)	0.0115 (0.2492)	0.0325
$ARIND_{SEO}$ (1,5)	0.0274 (0.4139)	-0.0529** (0.0180)	-0.0045 (0.2844)	0.0206 (0.1551)	-0.0221 (0.4032)	0.0277
$ARIND_{SEO}$ (1,10)	0.0377 (0.4558)	-0.0840** (0.0126)	-0.0063 (0.3150)	0.0373* (0.0866)	-0.0576 (0.1491)	0.0402
$ARIND_{SEO}$ (1,20)	-0.0303 (0.6564)	-0.0634 (0.1598)	-0.0050 (0.5568)	0.0434 (0.1383)	0.0046 (0.9316)	0.0011

本研究期間 1997 年 12 月至 2009 年 6 月，樣本選取 1997 年 12 月至 2008 年 6 月之間，辦理 IPOs 與首次 SEOs 公開申購的 187 家公司。本表使用的迴歸模型有三：

模型 *A*：$hot_{SEOs,i}=\beta_0 + \beta_1 ump_i + \beta_2 \ln(mv_i) + \beta_3 beta_i + \varepsilon_i$

模型 *B*：$AR_{SEO,i}(t_1, t_2)=\beta_0 + \beta_1 ump_i + \beta_2 \ln(mv_i) + \beta_3 beta_i + \beta_4 debt_i + \varepsilon_i$

模型 *C*：$ARIND_{SEO,i}(t_1, t_2)=\beta_0 + \beta_1 ump_i + \beta_2 \ln(mv_i) + \beta_3 beta_i + \beta_4 debt_i + \varepsilon_i$

其中：$hot_{SEOs,i}$，*i* 為第 *i* 家公司 SEOs 申購熱度；$AR_{SEOs,i}(t_1, t_2)$ 與 $ARIND_{SEOs,i}(t_1, t_2)$ 分別為以市場指數與產業指數為基準指標，衡量第 *i* 家公司 SEOs 持有期間異常報酬；unp_i 為第 *i* 家公司 SEOs 折價幅度；mv_i 為第 *i* 家公司於 SEOs 申購日的市場價值；$beta_i$ 為第 *i* 家公司於 SEOs 申購日前一年期間的貝他值；$debt_i$ 為第 *i* 家公司的負債比率；β 為迴歸參數，ε 為誤差項。迴歸係數括弧內為 *p* 值；*、** 與 *** 分別表示達到顯著水準 10%、5% 與 1%。

臺灣大學學術期刊資料庫

伍、申購績效經驗的討論

從本研究諸多的證據，顯示引發申購熱潮的股票，其長期績效有較差的傾向。本研究另外提出想法，相較於投資人在 IPOs 申購市場的反應，後續績效表現能否符合投資人期待，更左右其參與 SEOs 申購活動的意願。縱使 IPOs 可以引發申購熱潮，但後續績效卻產生低落之情事，則此壞經驗恐阻礙公司未來現金增資政策的進行，亦即其 SEOs 難以獲得投資人的認同。因此，本研究假設 IPOs 申購熱度與後續績效表現會形成一項經驗，即 IPOs 申購績效經驗，此可能產生回饋效果，進而影響公司政策與市場反應。本節，即在確認上述關係。

一、IPOs 申購績效經驗對 SEOs 申購供需因素的影響

本研究計算 IPOs 申購績效經驗指標，為其 AR(21,250) 與調整申購中籤率的比值，並依此指標的樣本中位值進行分組，即 IPOs 申購績效經驗佳與不佳等兩組。檢視申購績效經驗與 SEOs 申購市場各項供需因素的關係，如表 5 所示。就供給面而言，IPOs 申購績效經驗佳的組別，公司新上市後平均 2.0319 年會辦理首次 SEOs 公開申購活動 (註 [14])，此期間長度低於申購績效經驗不佳的 2.4992 年，且兩著差異達到顯著水準 5%；即使比較中位值，結果亦同。由此可知，當公司擁有較佳的 IPOs 申購績效經驗時，其爾後亦會較快速的辦理 SEOs 公開申購活動，此關係與預期相符。

承銷價格訂定的水準，直接攸關公司籌措資金的多寡。本研究發現就平均而言，申購績效經驗佳公司發行首次 SEOs 所訂定的承銷價格高達 50.3154 元，且此顯著高於申購績效經驗不佳公司的 29.4882 元。造成此差異的原因，本研究認為有二個可能的解釋方向。由於申購中籤率與長期績效，同為建構申購績效經驗的要素。假設在既定的申購中籤率之下，長期績效表現愈好則申購績效經驗愈佳；公司據此優越的績效表現，則可能會訂定較高的承銷價格。另一方面，在既定的長期績效下，申購績效經驗數值亦會隨著申購中籤率愈低而上升。公司基於其當初 IPOs 申購活動廣受投資人歡迎，其認為 SEOs 亦可能會引起申購熱潮，故傾向提高承銷價格。因此當公司具備良好的申購績效經驗時，其預期投資人對於本次發行 SEOs 的需求亦會較高，故產生提高承銷價格的動機。有趣的是，隨著承銷價訂定的水準愈高，公司能提供的折價空間亦相對愈大。誠如結果所示，申購績效經驗佳公司 SEOs 的折價幅度，平均值為 19.93%，顯著高於申購績效經驗不佳的 10.74%。然而，組別在 SEOs 承銷張數及限制申購張數方面，則未有顯著差異，亦即申購績效經驗並無法解釋 SEOs 供給數量。

註 [14] 本研究基於計算長期績效的考量，樣本選取對象為新上市一年後發行首次 SEOs 的公司，但此可能會導致高估 SEOs 與 IPOs 實際發行時點間距的情況。為提供讀者參考，本研究另去除上述樣本篩選限制，統計 1997 年 12 月至 2008 年 6 月之間，上市後發行首次 SEOs 的公司 291 家，其 IPOs 與首次 SEOs 發行時點間距平均值為 1.6216 年，中位值 0.8986 年，標準差 1.5672 年。

臺灣博碩士論文期刊資料庫

觀察 SEOs 的申購需求面，發現申購績效經驗佳與不佳的公司，SEOs 申購合格數平均值分別為 87.6857 仟件與 55.7139 仟件，且其間具有顯著差異。此即表示投資人對於擁有良好申購績效經驗公司所辦理的 SEOs 公開申購，較願意提出購買申請。然此申購合格數屬於絕對需求，尚應配合供給條件加以衡量相對需求。吾人藉由申購中籤率，則可瞭解供需雙方態勢的總合結果。針對申購績效經驗佳的公司，其 SEOs 申購中籤率平均值為 18.38%，而中位值更低至 1.71% 的水準；反觀申購績效經驗不佳的公司，由其 SEOs 申購中籤率平均值與中位值則分別為 27.37% 與 4.33%。吾人藉由上述數值的比較，可以清楚瞭解投資人成功到申購經驗不佳公司 SEOs 的機會明顯較高。若放寬原始申購中籤率的上限，發現申購績效經驗不佳公司的調整後申購中籤率大幅增加至 1,263.52%，此遠高於申購績效經驗佳的 282.33%。另觀察 SEOs 申購熱度的比較，亦呈現出一致的結論：申購績效經驗佳公司辦理的 SEOs 公開申購活動，較能引起投資人申購意願。

最後，由於 IPOs 申購績效經驗係其長期績效與調整申購中籤率等兩項因素的比值，故本研究以下進一步拆解之，期望瞭解孰項係影響 SEOs 申購市場供需的主要因素。表 6 為以 IPOs 調整申購中籤率為分組基礎，檢視 SEOs 申購市場供需情況，發現組別之間僅有承銷價格具有顯著差異。以 IPOs 長期績效區分組別的檢定結果，列示於表 7；顯示除了承銷張數與限制申購張數之外，組別在其他的 SEOs 申購市場供需變數皆具顯著差異，此與以 IPOs 申購績效經驗分組 (表 5) 有一致的結果。換言之，相較於 IPOs 的申購情況，IPOs 長期績效為解釋 SEOs 申購市場供需的主要因素。

表 5　SEOs 申購市場的供給與需求－以 IPOs 申購績效經驗分組

SEOs 變數	IPOs 申購績效經驗佳			IPOs 申購績效經驗不佳			佳 vs. 不佳
	平均值	中位值	標準差	平均值	中位值	標準差	均差檢定
與 IPOs 時點間距 (年)	2.0319	1.5151	1.5142	2.4992	1.9178	1.7086	-0.4672** (0.0494)
承銷價格 (元)	50.3154	35.0000	53.5357	29.4882	22.0000	26.6994	20.8273*** (0.0010)
折價幅度	0.1993	0.2032	0.1477	0.1074	0.1351	0.2650	0.0918*** (0.0038)
承銷張數 (仟張)	4.0393	0.9000	17.5370	4.6450	1.1050	20.0110	-0.6058 (0.8259)
限制申購張數 (張)	1.0426	1.0000	0.2029	1.0430	1.0000	0.2517	-0.0005 (0.9891)
申購合格數 (仟件)	87.6857	44.6150	121.9156	55.7139	24.9380	83.6137	31.9718** (0.0379)
申購中籤率	0.1838	0.0171	0.3450	0.2734	0.0433	0.3819	-0.0897* (0.0939)
調整申購中籤率	2.8233	0.0171	20.1636	12.6352	0.0433	51.4455	-9.8118* (0.0892)
申購熱度	3.2028	4.0686	2.3098	2.1316	3.1393	2.7782	1.0712*** (0.0046)

本研究期間 1997 年 12 月至 2009 年 6 月，樣本選取 1997 年 12 月至 2008 年 6 月之間，辦理 IPOs 與首次 SEOs 公開申購的 187 家公司；其中屬於 IPOs 申購績效經驗佳組 94 家，IPOs 申購績效經驗不佳組 93 家。均差檢定與迴歸係數括弧內為 *p* 值；*、** 與 *** 分別表示達到顯著水準 10%、5% 與 1%。

臺灣金融財務學術期刊資料庫

表 6 SEOs 申購市場的供給與需求－以 IPOs 調整申購中籤率分組

SEOs 變數	POs 調整申購中籤率低			IPOs 調整申購中籤率高			低 vs. 高
	平均值	中位值	標準差	平均值	中位值	標準差	均差檢定
與 IPOs 時點間距 (年)	2.1631	1.5589	1.6666	2.3642	1.7041	1.5825	-0.2011 (0.3987)
承銷價格 (元)	45.5011	32.0000	38.7101	34.3543	22.0000	47.4616	11.1468* (0.0799)
折價幅度	0.1486	0.1470	0.1809	0.1587	0.1935	0.2519	-0.0101 (0.7533)
承銷張數 (仟張)	3.9868	0.9075	19.2730	4.6980	1.0630	18.3241	-0.7112 (0.7963)
限制申購張數 (張)	1.0319	1.0000	0.2296	1.0538	1.0000	0.2268	-0.0218 (0.5136)
申購合格數 (仟件)	83.6807	28.5440	132.6340	59.7618	36.4060	66.7977	23.9189 (0.1211)
申購中籤率	0.2640	0.0299	0.3844	0.1923	0.0255	0.3439	0.0717 (0.1802)
調整申購中籤率	4.9510	0.0299	21.5439	10.4846	0.0255	51.2036	-5.5337 (0.3382)
申購熱度	2.5706	3.5108	2.6292	2.7707	3.6700	2.5858	-0.2001 (0.6004)

本研究期間 1997 年 12 月至 2009 年 6 月，樣本選取 1997 年 12 月至 2008 年 6 月之間，辦理 IPOs 與首次 SEOs 公開申購的 187 家公司；其中屬於 IPOs 調整申購中籤率低組 94 家，IPOs 調整申購中籤率高組 93 家。均差檢定與迴歸係數括弧內為 *p* 值；*、** 與 *** 分別表示達到顯著水準 10%、5% 與 1%。

表 7 SEOs 申購市場的供給與需求－以 IPOs 長期績效分組

SEOs 變數	IPOs 長期績效佳			IPOs 長期績效不佳			佳 vs. 不佳
	平均值	中位值	標準差	平均值	中位值	標準差	均差檢定
與 IPOs 時點間距 (年)	2.0162	1.5123	1.4819	2.5126	1.9151	1.7284	-0.4964** (0.0365)
承銷價格 (元)	50.2851	35.0000	53.5522	29.5188	22.5000	26.6900	20.7663*** (0.0010)
折價幅度	0.2002	0.2040	0.1476	0.1065	0.1351	0.2647	0.0936*** (0.0032)
承銷張數 (仟張)	3.9892	0.9000	17.5381	4.6956	1.1050	20.0084	-0.7065 (0.7976)
限制申購張數 (張)	1.0426	1.0000	0.2029	1.0430	1.0000	0.2517	-0.0005 (0.9891)
申購合格數 (仟件)	88.5857	46.7985	121.5922	54.8041	24.2810	83.7281	33.7816** (0.0281)
申購中籤率	0.1733	0.0170	0.3348	0.2840	0.0461	0.3882	-0.1107** (0.0382)
調整申購中籤率	2.7985	0.0170	20.1656	12.6603	0.0461	51.4399	-9.8618* (0.0876)
申購熱度	3.2569	4.0745	2.2730	2.0770	3.0765	2.7865	1.1799*** (0.0018)

本研究期間 1997 年 12 月至 2009 年 6 月，樣本選取 1997 年 12 月至 2008 年 6 月之間，辦理 IPOs 與首次 SEOs 公開申購的 187 家公司；其中屬於 IPOs 長期績效佳組 94 家，IPOs 長期績效不佳組 93 家。均差檢定與迴歸係數括弧內為 *p* 值；*、** 與 *** 分別表示達到顯著水準 10%、5% 與 1%。

臺灣大學學術期刊資料庫

二、IPOs 申購績效經驗對 SEOs 績效的影響

基於 IPOs 申購績效經驗佳的組別，其 SEOs 申購熱度顯著大於 IPOs 申購績效經驗不佳的組別，而此經驗因素能否持續影響 SEOs 後續績效，具有討論價值。

以 IPOs 申購績效經驗為樣本分組基礎，SEOs 績效衡量結果整理於表 8 與圖 3。本研究發現不論申購績效經驗的好壞，SEOs 持有期間異常報酬初期皆呈現持續下滑走勢；值得注意的是，屬於申購績效經驗佳的公司，其初期績效低落情況較不嚴重。在 Fama-French 三因子模型的衡量方面，亦呈現出一致的結果；尤其申購績效經驗不佳的公司，其初期 Jensen's Alpha 甚至被檢測出顯著負向的反應。但是以整體而論，組別初期績效差異的證據較不明顯。在長期績效方面，兩組績效且無任何顯著差異。

本研究進一步分別以 IPOs 申購績效經驗變數的組成要素，檢測 SEOs 績效。結果發現若使用 IPOs 調整申購中籤率進行分組 (表 9 與圖 4)，SEOs 組別初期績效並未觀察到顯著差異。另一方面，若以 IPOs 長期績效區分組別 (表 10 與圖 5)，SEOs 初期績效的差異則相對明顯。據此，說明 IPOs 長期績效較能解釋 SEOs 初期績效。

由以上的討論，本研究發現一些支持申購績效經驗具有回饋效果的證據，其中又以 IPOs 長期績效因素對於 SEOs 申購市場供需與績效較有解釋能力，此亦為 Jegadeesh et al. (1993) 的論述提供一個補充。針對具有良好 IPOs 申購績效經驗的公司，其會愈快辦理首次 SEOs 公開申購活動，且承銷價格亦會訂定在較高的水準；在投資人方面，也較願意參與申購此類公司的 SEOs。以績效的檢測而言，本研究僅在初期偵測到申購績效經驗傾向可以正向解釋 SEOs 績效，惟此證據力頗為薄弱，且經驗因素更無關於長期績效表現。

表 8　SEOs 績效－以 IPOs 申購績效經驗分組

Panel A: 持有期間法，以市場指數為基準指標

期間 (日)	IPOs 申購績效經驗佳			IPOs 申購績效經驗不佳			佳 vs. 不佳
	平均值	中位值	標準差	平均值	中位值	標準差	均差檢定
AR (1,1)	-0.0036	-0.0082	0.0272	-0.0066	-0.0098	0.0219	0.0030 (0.4078)
AR (1,5)	-0.0025	-0.0107	0.0630	-0.0179	-0.0106	0.0586	0.0154* (0.0855)
AR (1,10)	-0.0126	-0.0197	0.1003	-0.0329	-0.0340	0.0878	0.0203 (0.1430)
AR (1,20)	-0.0288	-0.0460	0.1333	-0.0430	-0.0519	0.1328	0.0142 (0.4654)
AR (21,125)	0.0641	-0.0637	0.5668	0.0754	-0.0323	0.4847	-0.0113 (0.8832)
AR (21,250)	0.1477	-0.0576	0.7413	0.1016	-0.0590	0.7621	0.0461 (0.6757)

臺灣大學學術期刊資料庫

Panel B: 持有期間法，以產業指數為基準指標

期間（日）	IPOs 申購績效經驗佳			IPOs 申購績效經驗不佳			佳 vs. 不佳
	平均值	中位值	標準差	平均值	中位值	標準差	均差檢定
ARIND (1,1)	0.0033	-0.0067	0.0259	-0.0063	-0.0072	0.0227	0.0030 (0.4067)
ARIND (1,5)	-0.0011	-0.0024	0.0632	-0.0202	-0.0153	0.0632	0.0191* (0.0398)
ARIND (1,10)	-0.0135	-0.0174	0.1020	-0.0324	-0.0267	0.0911	0.0190 (0.1819
ARIND (1,20)	-0.0325	-0.0502	0.1315	-0.0428	-0.0498	0.1305	0.0103 (0.5934)
ARIND (21,125)	0.0558	-0.0593	0.5394	0.0692	-0.0261	0.4769	-0.0134 (0.8575)
ARIND (21,250)	0.1188	-0.0637	0.7195	0.0812	-0.0672	0.7846	0.0376 (0.7333)

Panel C: Fama-French 三因子模型

期間（月）	*Jensen's Alpha*	*RM-RF*	*SMB*	*HML*	*DE*	Adj. R^2
IPOs 申購績效經驗佳						
(1,2)	-0.0118	0.9321***	0.2359	-0.2829**	--	0.1971
	(0.2437)	(0.0000)	(0.5236)	(0.0363)		
(3,6)	0.0156	1.3358***	0.6184**	-0.1387	--	0.3503
	(0.3173)	(0.0000)	(0.0438)	(0.2457)		
(3,12)	0.0326**	1.1263***	1.1926***	-0.0028	--	0.2696
	(0.0391)	(0.0000)	(0.0000)	(0.9753)		
IPOs 申購績效經驗不佳						
(1,2)	-0.0311***	1.1831***	0.5989*	-0.2626*	--	0.2960
	(0.0021)	(0.0000)	(0.0892)	(0.0593)		
(3,6)	0.0272*	1.5113***	-0.0624	-0.4934***	--	0.4692
	(0.0650)	(0.0000)	(0.8065)	(0.0000)		
(3,12)	0.0518***	1.6858***	0.8812***	-0.1844*	--	0.3172
	(0.0078)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0913)		
整體樣本						
(1,2)	-0.0326***	1.0554***	0.4200*	-0.2724***	0.0224	0.2491
	(0.0011)	(0.0000)	(0.0984)	(0.0047)	(0.1020)	
(3,6)	0.0302**	1.4215***	0.2230	-0.3200***	-0.0088	0.4095
	(0.0456)	(0.0000)	(0.2597)	(0.0001)	(0.6749)	
(3,12)	0.0608***	1.4098***	1.0289***	-0.1047	-0.0251	0.2944
	(0.0004)	(0.0000)	(0.0000)	(0.1432)	(0.2790)	

本研究期間 1997 年 12 月至 2009 年 6 月，樣本選取 1997 年 12 月至 2008 年 6 月之間，辦理 IPOs 與首次 SEOs 公開申購的 187 家公司；其中屬於 IPOs 申購績效經驗佳組 94 家，IPOs 申購績效經驗不佳組 93 家。*DE* 為區分樣本組別的虛擬變數，令 IPOs 申購績效經驗佳組樣本為 1，IPOs 申購績效經驗不佳組樣本為 0。均差檢定與迴歸係數括弧內為 *p* 值；*、** 與 *** 分別表示達到顯著水準 10%、5% 與 1%。

臺灣大學圖書館期刊資料庫

表 9 SEOs 績效－以 IPOs 調整申購中籤率分組

Panel A: 持有期間法，以市場指數為基準指標

期間（日）	IPOs 調整申購中籤率低			IPOs 調整申購中籤率高			低 vs. 高
	平均值	中位值	標準差	平均值	中位值	標準差	均差檢定
AR (1,1)	-0.0052	-0.0100	0.0225	-0.0050	-0.0074	0.0268	-0.0001 (0.9718)
AR (1,5)	-0.0064	-0.0113	0.0582	-0.0140	-0.0106	0.0640	0.0076 (0.3957)
AR (1,10)	-0.0230	-0.0311	0.1032	-0.0223	-0.0272	0.0855	-0.0007 (0.9609)
AR (1,20)	-0.0389	-0.0448	0.1343	-0.0328	-0.0519	0.1321	-0.0060 (0.7568)
AR (21,125)	0.0660	-0.0432	0.4580	0.0734	-0.0442	0.5897	-0.0074 (0.9241)
AR (21,250)	0.0770	-0.0790	0.7299	0.1731	-0.0178	0.7708	-0.0961 (0.3825)

Panel B: 持有期間法，以產業指數為基準指標

期間（日）	IPOs 調整申購中籤率低			IPOs 調整申購中籤率高			低 vs. 高
	平均值	中位值	標準差	平均值	中位值	標準差	均差檢定
ARIND (1,1)	-0.0058	-0.0080	0.0231	-0.0037	-0.0063	0.0257	-0.0021 (0.5611)
ARIND (1,5)	-0.0097	-0.0128	0.0593	-0.0115	-0.0039	0.0682	0.0018 (0.8506)
ARIND (1,10)	-0.0259	-0.0242	0.1047	-0.0199	-0.0246	0.0888	-0.0060 (0.6707)
ARIND (1,20)	-0.0402	-0.0527	0.1348	-0.0350	-0.0436	0.1273	-0.0052 (0.7858)
ARIND (21,125)	0.0635	-0.0365	0.4455	0.0614	-0.0569	0.5665	0.0022 (0.9768)
ARIND (21,250)	0.0753	-0.0707	0.7428	0.1251	-0.0639	0.7621	-0.0498 (0.6516)

Panel C: Fama-French 三因子模型

期間（月）	***Jensen's Alpha***	***RM-RF***	***SMB***	***HML***	***DS***	**Adj. R^2**
IPOs 調整申購中籤率低						
(1,2)	-0.0191*	113.3451***	57.5611	-58.9043***	--	0.2997
	(0.0596)	(0.0000)	(0.1278)	(0.0000)		
(3,6)	0.0434***	174.6978***	-29.9233	-49.8378***	--	0.5089
	(0.0036)	(0.0000)	(0.2875)	(0.0000)		
(3,12)	0.0669***	157.0339***	136.3351***	-25.4670**	--	0.3135
	(0.0004)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0178)		
IPOs 調整申購中籤率高						
(1,2)	-0.0197**	93.1929***	37.3424	2.0105	--	0.2024
	(0.0446)	(0.0000)	(0.2708)	(0.8812)		
(3,6)	0.0078	119.7803***	106.3579***	-16.6685	--	0.3305
	(0.6008)	(0.0000)	(0.0001)	(0.1710)		
(3,12)	0.0419**	118.5119***	101.9258***	8.5212	--	0.2623
	(0.0122)	(0.0000)	(0.0000)	(0.3862)		

臺灣大學財務金融學術期刊資料庫

整體樣本						
(1,2)	-0.0155	104.7832***	46.3379*	-28.8448***	-0.0073	0.2432
	(0.1111)	(0.0000)	(0.0673)	(0.0027)	(0.5930)	
(3,6)	0.0130	147.2215***	42.1949**	-37.3917***	0.0388*	0.4118
	(0.3856)	(0.0000)	(0.0351)	(0.0000)	(0.0650)	
(3,12)	0.0435**	139.5055***	119.8972***	-11.2760	0.0262	0.2877
	(0.0123)	(0.0000)	(0.0000)	(0.1231)	(0.2583)	

本研究期間 1997 年 12 月至 2009 年 6 月，樣本選取 1997 年 12 月至 2008 年 6 月之間，辦理 IPOs 與首次 SEOs 公開申購的 187 家公司；其中屬於 IPOs 調整申購中籤率低組 94 家，IPOs 調整申購中籤率高組 93 家。*DS* 為區分樣本組別的虛擬變數，令 IPOs 調整申購中籤率低組樣本為 1，IPOs 調整申購中籤率高組樣本為 0。均差檢定與迴歸係數括弧內為 *p* 值；*、** 與 *** 分別表示達到顯著水準 10%、5% 與 1%。

表 10 SEOs 績效－以 IPOs 長期績效分組

Panel A: 持有期間法，以市場指數為基準指標

期間（日）	IPOs 長期績效佳			IPOs 長期績效不佳			佳 vs. 不佳
	平均值	中位值	標準差	平均值	中位值	標準差	均差檢定
AR (1,1)	-0.0043	-0.0091	0.0272	-0.0059	-0.0080	0.0220	0.0017 (0.6442)
AR (1,5)	-0.0022	-0.0107	0.0631	-0.0182	-0.0106	0.0583	0.0160* (0.0741)
AR (1,10)	-0.0118	-0.0166	0.1005	-0.0337	-0.0340	0.0874	0.0219 (0.1131)
AR (1,20)	-0.0311	-0.0460	0.1316	-0.0407	-0.0519	0.1347	0.0096 (0.6230)
AR (21,125)	0.0573	-0.0731	0.5661	0.0822	-0.0144	0.4853	-0.0250 (0.7467)
AR (21,250)	0.1457	-0.0604	0.7419	0.1036	-0.0502	0.7616	0.0421 (0.7020)

Panel B: 持有期間法，以產業指數為基準指標

期間（日）	IPOs 長期績效佳			IPOs 長期績效不佳			佳 vs. 不佳
	平均值	中位值	標準差	平均值	中位值	標準差	均差檢定
ARIND (1,1)	-0.0039	-0.0073	0.0260	-0.0057	-0.0072	0.0227	0.0017 (0.6280)
ARIND (1,5)	-0.0010	-0.0024	0.0632	-0.0203	-0.0153	0.0631	0.0193** (0.0380)
ARIND (1,10)	-0.0128	-0.0152	0.1021	-0.0331	-0.0267	0.0908	0.0203 (0.1522)
ARIND (1,20)	-0.0341	-0.0502	0.1307	-0.0412	-0.0498	0.1314	0.0071 (0.7109)
ARIND (21,125)	0.0511	-0.0637	0.5392	0.0740	-0.0195	0.4769	-0.0229 (0.7587)
ARIND (21,250)	0.1171	-0.0727	0.7199	0.0829	-0.0639	0.7843	0.0342 (0.7564)

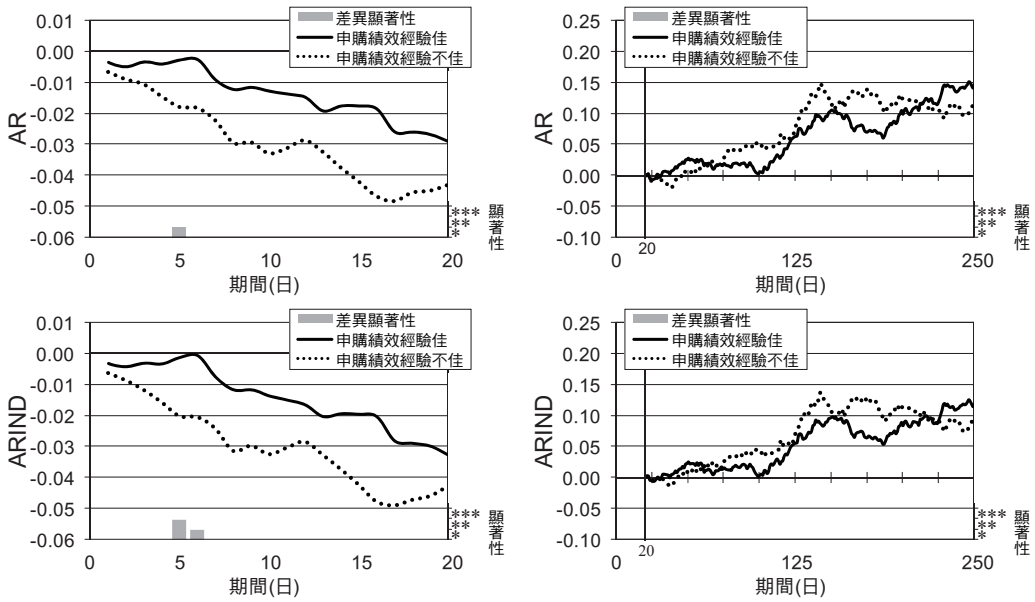
臺灣大學學術期刊資料庫

Panel C: Fama-French 三因子模型

期間（月）	*Jensen's Alpha*	*RM-RF*	*SMB*	*HML*	*DP*	Adj. R^2
IPOs 長期績效佳						
(1,2)	-0.0100	92.8500***	23.8485	-28.5055**	--	0.1955
	(0.3225)	(0.0000)	(0.5192)	(0.0350)		
(3,6)	0.0231	136.4342***	76.3247**	-18.4255	--	0.3494
	(0.1389)	(0.0000)	(0.0141)	(0.1391)		
(3,12)	0.0433***	110.1515***	131.5520***	-4.4508	--	0.2599
	(0.0068)	(0.0000)	(0.0000)	(0.6361)		
IPOs 長期績效不佳						
(1,2)	-0.0291***	118.1616***	60.3185*	-26.5242*	--	0.2957
	(0.0038)	(0.0000)	(0.0854)	(0.0555)		
(3,6)	0.0315**	160.1636***	10.0908	-54.1765***	--	0.4711
	(0.0320)	(0.0000)	(0.6922)	(0.0000)		
(3,12)	0.0580***	168.7477***	106.9400***	-16.3405	--	0.3130
	(0.0029)	(0.0000)	(0.0000)	(0.1389)		
整體樣本						
(1,2)	-0.0305***	105.2799***	42.3367*	-27.4746***	0.0222	0.2480
	(0.0022)	(0.0000)	(0.0951)	(0.0043)	(0.1047)	
(3,6)	0.0360**	147.4974***	37.9697*	-37.2548***	-0.0068	0.4091
	(0.0173)	(0.0000)	(0.0567)	(0.0000)	(0.7475)	
(3,12)	0.0700***	139.1564***	119.1524***	-11.2423	-0.0261	0.2876
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.1243)	(0.2618)	

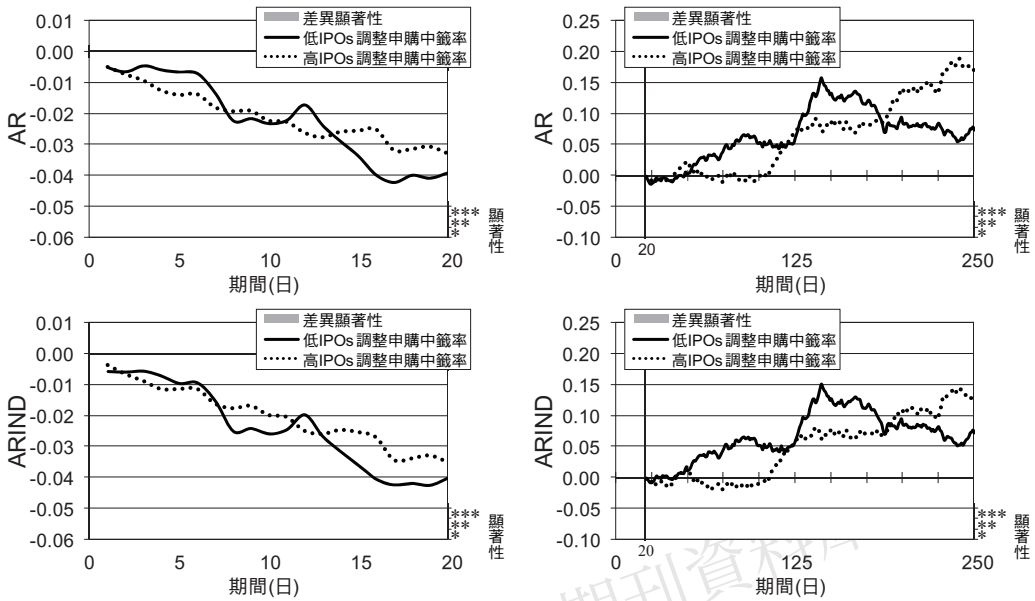
本研究期間 1997 年 12 月至 2009 年 6 月，樣本選取 1997 年 12 月至 2008 年 6 月之間，辦理 IPOs 與首次 SEOs 公開申購的 187 家公司；其中屬於 IPOs 長期績效佳組 94 家，IPOs 長期績效不佳組 93 家。*DP* 為區分樣本組別的虛擬變數，令 IPOs 長期績效佳組樣本為 1，IPOs 長期績效不佳組樣本為 0。均差檢定與迴歸係數括弧內為 *p* 值；*、** 與 *** 分別表示達到顯著水準 10%、5% 與 1%。

臺灣大學學術期刊資料庫



AR 與 *ARIND* 分別係以市場指數與產業指數為基準指標所計算；*、** 與 *** 分別表示達到顯著水準 10%、5% 與 1%。

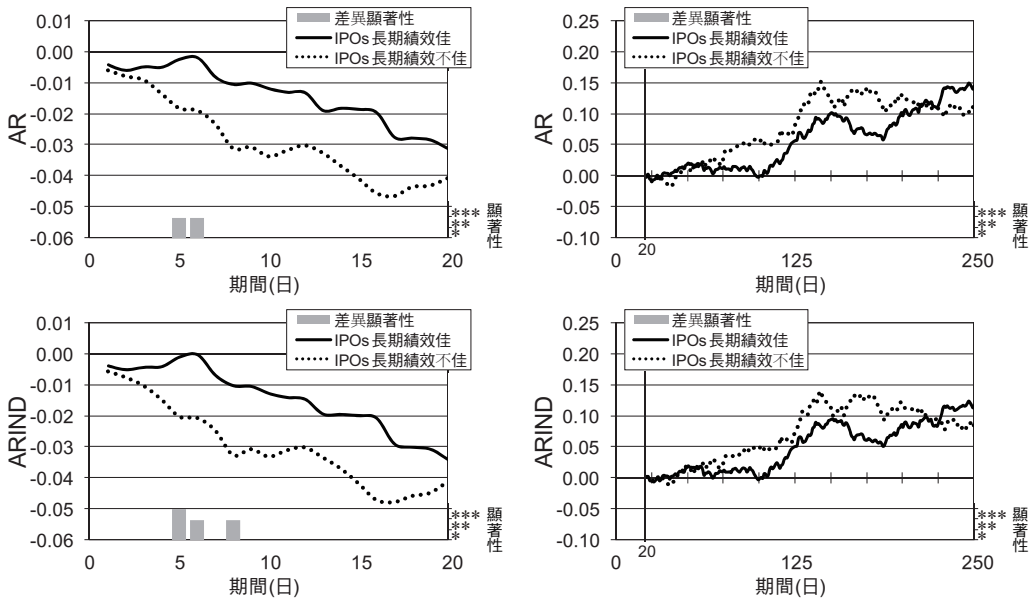
圖 3 SEOs 的 *AR* 與 *ARIND* 走勢－以申購績效經驗分組



AR 與 *ARIND* 分別係以市場指數與產業指數為基準指標所計算；*、** 與 *** 分別表示達到顯著水準 10%、5% 與 1%。

圖 4 SEOs 的 *AR* 與 *ARIND* 走勢－以 IPOs 調整申購中籤率分組

臺灣大學學術期刊資料庫



AR 與 *ARIND* 分別係以市場指數與產業指數為基準指標所計算；*、** 與 *** 分別表示達到顯著水準 10%、5% 與 1%。

圖 5　SEOs 的 *AR* 與 *ARIND* 走勢－以 IPOs 長期績效分組

陸、結論與建議

投資人在申購市場的行為頗值得加以探討，因為其直接攸關公司籌措資金來源，且會影響現貨市場價格發展。根據本研究的實證結果，針對引起投資人申購熱潮的股票，雖然長期下並未偵測到顯著負向績效，但卻有諸多證據指向此類股票的長期績效顯著劣於申購熱度低的股票。值得注意的是，熱申購效應不單發生在 IPOs，在公司上市後辦理的 SEOs 申購活動亦有類似現象，且此一關係即使在考量風險因素後仍獲支持。但是，SEOs 熱申購對於績效的解釋能力低於 IPOs，且影響期間亦較短，此尚符合資訊不對稱觀點的論述。

基於熱申購導致長期績效較為低落的現象，此結果對於投資人與公司等方面，皆深具意涵。本研究認為，投資人應更加避免對公司辦理股票公開申購活動抱持過度樂觀的態度；即使是屬於資訊不對稱程度較為輕微的 SEOs，吾人尚不能輕忽之。再者，公司管理當局方面，亦瞭解到籌資來源與投資人需求是息息相關的，故莫不希望申購活動能夠辦理成功。然而為達到創造申購熱潮之目的，也可能促使經理人產生窗飾動機或進行盈餘管理。另一方面，雖然熱申購有助於公司順利獲取所需資金，但其在長期下仍可能將面對投資人過度反應後所衍生的績效反轉後果。

此外，本研究嘗試檢測 IPOs 與 SEOs 申購市場的關係，發現申購績效經驗具有

臺灣金融財務學會

回饋效果；該因素除了可以解釋公司後續發行股票的政策，如發行價格訂定或期程選擇，亦會影響投資人的申購意願。據此結果，則能再次佐證經驗為個體擬定決策的重要依據。因此，若公司僅為追求辦理成功的申購活動，但所得資金卻無助於營運發展或競爭力之提升，則此短視近利觀點將導致其未來取得權益資金愈形困難。相對的，假使公司發行股票不但能夠引起市場超額申購需求，且後續績效表現亦符合期待，則其未來再次辦理公開申購活動應能獲得愈多投資人的認同。

臺灣大學學術期刊資料庫

參考文獻

王朝仕、陳振遠，2008，「申購積極性對新上市公司股票績效的影響」，管理學報，25 卷 2 期：頁 245-267。(Wang, Chao-Shi, & Chen, Roger C. Y. 2008. Investors' aggressiveness in open subscription and the performance of initial public offerings. ***Journal of Management***, 25 (2): 245-267.)

王朝仕、陳振遠、陳安琳，2007，「新上市公司股票投資人狂熱行為之研究」，中山管理評論，15 卷 4 期：頁 713-750。(Wang, Chao-Shi, Chen, Roger C. Y., & Chen, Anlin. 2007. The fad investing on initial public offerings. ***Sun Yat-Sen Management Review***, 15 (4): 713-750.)

李建然、羅元銘，2002，「新上市公司上市後營運績效衰退原因之探討」，財務金融學刊，10 卷 1 期：頁 23-52。(Lee, Jan-Zan, & Lo, Yuan-Ming. 2002. The reasons for post-issue operating performance decline of IPO firms. ***Journal of Financial Studies***, 10 (1): 23-52.)

洪振虔、吳欽杉、陳安琳，2002，「非理性投資行為對新上市股票價格績效之影響」，管理評論，21 卷 2 期：頁 53-79。(Hung, Chen-Chein, Wu, Chin-Shun, & Chen, Anlin. 2002. The effect of irrational investments on the price performance of initial public offerings. ***Management Review***, 21 (2): 53-79.)

夏侯欣榮，2000，「台灣增資新股 (SEO) 上市後長期績效之整體研究」，管理評論，19 卷 2 期：頁 1-33。(Shiah-Hou, Shin-Rong. 2000. The long-run performance of season equity offering in Taiwan. ***Management Review***, 19 (2): 1-33.)

陳振遠、王朝仕，2007，「現金增資績效之再檢測－考慮新上市公司股票效應、成長機會與內部人交易」，臺灣管理學刊，7 卷 2 期：頁 145-166。(Chen, Roger C. Y., & Wang, Chao-Shi. 2007. A reexamination of the performance of seasoned equity offerings with the IPOs effects, growth opportunity, and insider trading. ***Taiwan Academy of Management Journal***, 7 (2): 145-166.)

陳振遠、王朝仕、湯惠雯，2006，「資訊、雜訊與新上市公司股票績效」，中山管理評論，14 卷 3 期：頁 605-637。(Chen, Roger C. Y., Wang, Chao-Shi, & Tang, Hui-Wen. 2006. Information, noise, and the performance of IPO. ***Sun Yat-Sen Management Review***, 14 (3): 605-637.)

顧廣平，2005，「單因子、三因子或四因子模式？」，證券市場發展季刊，17 卷 2 期：頁 101-146。(Ku, Kuang-Ping. 2005. One-factor, three-factor, or four-factor models? ***Review of Securities & Futures Markets***, 17 (2): 101-146.)

Aggarwal, R., & Rivoli, P. 1990. Fads in the initial public offering market? ***Financial Management***, 19 (4): 45-57.

臺灣大學學術期刊資料庫

Baker, M., & Wurgler, J. 2006. Investor sentiment and the cross-section of stock returns. ***Journal of Finance***, 61 (4): 1645-1680.

Daniel, K. D., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. 2001. Overconfidence, arbitrage, and equilibrium asset pricing. ***Journal of Finance***, 56 (3): 921-965.

De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. 1985. Does the stock market overreact? ***Journal of Finance***, 40 (3): 793-805.

Fama, E. F., & French, K. R. 1992. The cross-section of expected stock returns. ***Journal of Finance***, 47 (2): 427-465.

_____. 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. ***Journal of Financial Economics***, 33 (1): 3-56.

Jegadeesh, N., Weinstein, M., & Welch, I. 1993. An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offerings. ***Journal of Financial Economics***, 34 (2): 153-175.

Kahneman, D., & Tversky, A. 1979. Prospect theory: An analysis of decision under risk. ***Econometrica***, 47 (2): 263-292.

Kaustia, M., & Knüpfer, S. 2008. Do investors overweight personal experience? Evidence from IPO subscriptions. ***Journal of Finance***, 63 (6): 2679-2702.

Levis, M. 1993. The long-run performance of initial public offerings: The UK experience 1980-1988. ***Financial Management***, 22 (1): 28-41.

Ljungqvist, A., Nanda, V., & Singh, R. 2006. Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing. ***Journal of Business***, 79 (4): 1667-1702.

Loughran, T., & Ritter, J. R. 1995. The new issues puzzle. ***Journal of Finance***, 50 (1): 23-51.

_____. 1997. The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. ***Journal of Finance***, 52 (5): 1823-1850.

Loughran, T., Ritter, J. R., & Rydqvist, K. 1994. Initial public offerings: International insights. ***Pacific-Basin Finance Journal***, 2 (2/3): 165-199.

Mikkelson, W. H., & Partch, M. M. 1986. Valuation effects of security offerings and the issuance process. ***Journal of Financial Economics***, 15 (1/2): 31-60.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. ***Journal of Financial Economics***, 13 (2): 187-221.

Ritter, J. R. 1991. The long-run performance of initial public offerings. ***Journal of Finance***, 46 (1): 3-27.

臺灣大學學術期刊資料庫

Ross, S. A. 1977. The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. ***Bell Journal of Economics***, 8 (1): 23-40.

Spiess, D. K., & Affleck-Graves, J. 1995. Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings. ***Journal of Financial Economics***, 38 (3): 243-267.

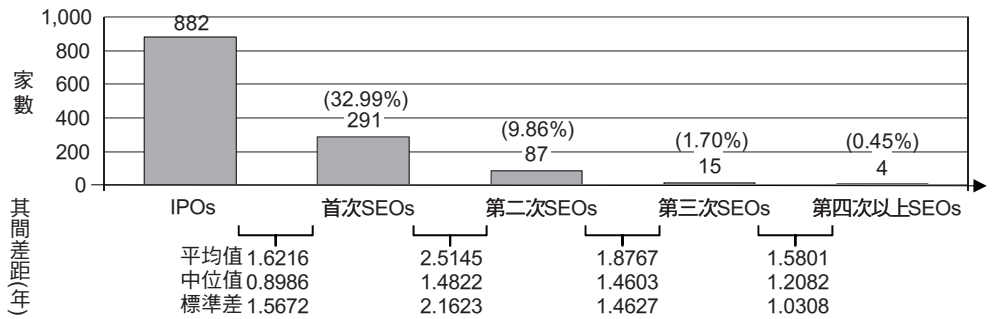
臺灣大學學術期刊資料庫

附錄

附表 1 公司新上市後辦理 SEOs 公開申購時點的次數分配

與前次發行之期間差距	首次 SEOs			第二次 SEOs			第三次 SEOs			第四次以上 SEOs		
	家數	累積	%	家數	累積	%	家數	累積	%	家數	累積	%
0.5 年以下	25	25	2.83	1	1	0.11	0	0	0.00	0	0	0.00
0.5~1 年	76	101	11.45	5	6	0.68	0	0	0.00	0	0	0.00
1~2 年	74	175	19.84	33	39	4.42	5	5	0.57	2	2	0.23
2~3 年	40	215	24.38	15	54	6.12	7	12	1.36	1	3	0.34
3~4 年	21	236	26.76	5	59	6.69	1	13	1.47	0	3	0.34
4~5 年	11	247	28.00	7	66	7.48	0	13	1.47	1	4	0.45
超過 5 年	44	291	32.99	21	87	9.86	2	15	1.70	0	4	0.45

1997 年 12 月至 2008 年 6 月，IPOs 共計 882 家，以此計算累積家數的百分比。



括弧內為各次 SEOs 家數相對於 IPOs 家數的比率。

附圖 1 公司新上市後辦理 SEOs 公開申購時點的期間差距

臺灣大學學術期刊資料庫

附表 2 IPOs 與 SEOs 績效的比較

Panel A: 持有期間法，以市場指數為基準指標

期間（日）	IPOs			SEOs			IPOs vs. SEOs
	平均值	中位值	標準差	平均值	中位值	標準差	均差檢定
AR (1,1)	0.0466	0.0508	0.1444	-0.0051	-0.0090	0.0247	0.0516*** (0.0000)
AR (1,5)	0.1171	0.0945	0.2392	-0.0102	-0.0106	0.0611	0.1273*** (0.0000)
AR (1,10)	0.1724	0.0881	0.3679	-0.0227	-0.0295	0.0946	0.1951*** (0.0000)
AR (1,20)	0.2109	0.0447	0.5296	-0.0359	-0.0479	0.1329	0.2468*** (0.0000)
AR (21,125)	0.0768	-0.0265	0.3871	0.0697	-0.0442	0.5262	0.0071 (0.8818)
AR (21,250)	0.2055	-0.0037	0.7350	0.1248	-0.0590	0.7501	0.0808 (0.2936)

Panel B: 持有期間法，以產業指數為基準指標

期間（日）	IPOs			SEOs			IPOs vs. SEOs
	平均值	中位值	標準差	平均值	中位值	標準差	均差檢定
ARIND (1,1)	0.0479	0.0515	0.1442	-0.0048	-0.0072	0.0243	0.0527*** (0.0000)
ARIND (1,5)	0.1198	0.0904	0.2366	-0.0106	-0.0105	0.0637	0.1304*** (0.0000)
ARIND (1,10)	0.1721	0.0863	0.3658	-0.0229	-0.0243	0.0969	0.1950*** (0.0000)
ARIND (1,20)	0.2116	0.0572	0.5294	-0.0376	-0.0498	0.1308	0.2493***(0.0000)
ARIND (21,125)	0.0698	0.0008	0.3712	0.0625	-0.0453	0.5079	0.0073 (0.8736)
ARIND (21,250)	0.1800	0.0222	0.7031	0.1001	-0.0663	0.7508	0.0799 (0.2886)

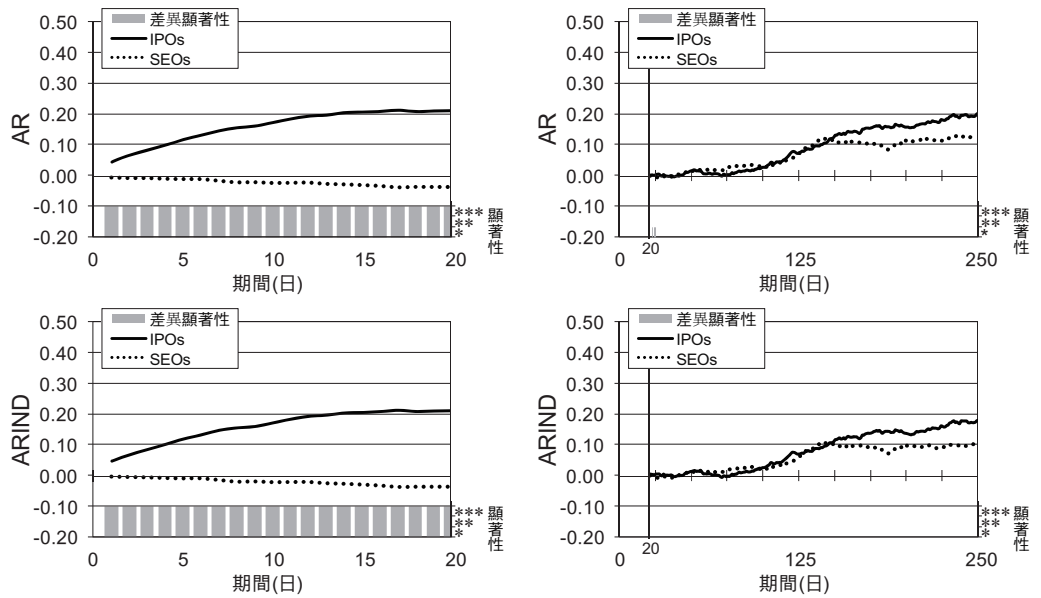
Panel C: Fama-French 三因子模型

期間（月）	***Jensen's Alpha***	***RM-RF***	***SMB***	***HML***	***DI***	**Adj. R^2**
IPOs						
(1,2)	0.0794***	1.5647***	2.8399***	-0.2847	--	0.1291
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.1214)		
(3,6)	0.0501***	1.3170***	0.8855***	-0.5132***	--	0.2842
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)		
(3,12)	0.1270***	1.4782***	0.6095***	-0.3678***	--	0.2416
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)		
SEOs						
(1,2)	-0.0210***	1.0566***	0.4626*	-0.2860***	--	0.2456
	(0.0029)	(0.0000)	(0.0680)	(0.0030)		
(3,6)	0.0257**	1.4250***	0.2190	-0.3216***	--	0.4102
	(0.0157)	(0.0000)	(0.2675)	(0.0001)		
(3,12)	0.0482***	1.4159***	1.0266***	-0.1086	--	0.2944
	(0.0001)	(0.0000)	(0.0000)	(0.1286)		

臺灣大學學術期刊資料庫

合併 IPOs 與 SEOs						
(1,2)	-0.0143	1.3777***	1.9449***	-0.2563**	0.0978***	0.1700
	(0.2812)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0219)	(0.0000)	
(3,6)	0.0268**	1.3587***	0.5998***	-0.4226***	0.0230	0.3504
	(0.0116)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.1248)	
(3,12)	0.0593***	1.4725***	0.7955***	-0.2578***	0.0679***	0.2675
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	

本研究期間 1997 年 12 月至 2009 年 6 月，樣本選取 1997 年 12 月至 2008 年 6 月之間，辦理 IPOs 與首次 SEOs 公開申購的 187 家公司。*DI* 為區分樣本組別的虛擬變數，令 IPOs 樣本為 1，SEOs 樣本為 0。均差檢定與迴歸係數括弧內為 *p* 值；*、** 與 *** 分別表示達到顯著水準 10%、5% 與 1%。



AR 與 *ARIND* 分別係以市場指數與產業指數為基準指標所計算；*、** 與 *** 分別表示達到顯著水準 10%、5% 與 1%。

附圖 2 IPOs 與 SEOs 的 *AR* 與 *ARIND* 走勢

臺灣大學學術期刊資料庫

作者簡介

王朝仕

現職為國立臺中技術學院企業管理系事業經營碩士班助理教授，國立高雄第一科技大學管理研究所財務金融組博士。主要研究興趣為行為財務、公司理財、投資學等領域，而著作曾發表於管理學報、管理評論、中山管理評論、臺灣管理學刊、輔仁管理評論、中原企管評論、管理研究學報、台灣金融財務季刊、會計與公司治理等期刊。

臺灣大學學術期刊資料庫