

公司治理機制與初次上市櫃公司承銷價低 估關聯性之研究

CORPORATE GOVERNANCE AND THE UNDERPRICING OF INITIAL PUBLIC OFFERINGS

邱垂昌

國立彰化師範大學會計學系副教授

黃怡婷

國立彰化師範大學商業教育學系

Chei-Chang Chiou

*Associate Professor, Department of Accounting
National Changhua University of Education*

Yi-Ting Huang

*Department of Business Education
National Changhua University of Education*

摘要

「公司治理」，是近幾年來多數企業重視的議題，主要是因國際經濟環境變化劇烈，對於整體企業監控制度產生相當之影響。本研究主要探討公司治理機制中董事會組成與股權結構兩部分對初次公開發行公司（Initial Public Offers, IPOs）承銷價低估之影響程度。研究對象為台灣新上市上櫃公司，研究期間為2003至2005年。

本研究實證結果顯示僅有大股東持股比率等公司治理機制顯現與IPOs承銷價低估呈顯著負向相關。整體而言，完善的公司治理機制，似乎對解決IPOs資訊不對稱現象與代理問題幫助不大，因而未能有效降低承銷價低估幅度。最後，根據研究結果彙整建議，供後續研究者、企業以及政府機關作參考。

關鍵字：公司治理、初次公開發行

ABSTRACT

Since the international economic environment changes violently, issues on corporate governance are gradually getting more attention. This study investigated the effects of the components of corporate governance such as the composition of board of directors and the structure of equity on the underpricing of initial public offerings (IPOs). The sample of this study consists of 235 companies engaging in IPOs from 2003 to 2005.

The empirical results showed that only the holding rate of equity of large stockholders has a significant effect on the underpricing of IPOs. As a whole, well corporate governance is not considerably helpful for reducing information asymmetry and agency problem, and cannot contribute to reduce the underpricing of IPOs. This study further gave some useful suggestions for academic and industrial circles based on the results of this study.

Keywords: corporate governance, initial public offerings.

壹、研究動機與研究問題

新上市公司的相關資訊蒐集並不容易，對投資者而言難以評估公司的真正價值，因此在供需雙方資訊不對稱之下，便有許多學者作初次公開發行（initial public offerings, IPOs）股票的研究。主要是從承銷價的低估、股權結構、異常報酬、市場多空頭、承銷商聲譽、會計師事務所聲譽等方面加以討論。由於股票提報承銷涉及買賣雙方之利益衝突，對於發行公司之評價表現會因連動整體經濟、大盤走勢、產業變動、公司基本面及流通籌碼等因素而有所權衡增減，因此容易形成雙方立場過於偏頗，心目中價格差距過大而不易形成共識。即或勉強議定價格，若過於高估或低估，亦會損及任何一方的利益。

國內外學者對於初次公開發行股票的研究皆證實，其在初期的確存在超額報酬的現象，此一現象一直是過去數十年財務領域學者們相當重要的研究課題。大多數的研究結論是歸因於IPOs折價發行（underpricing）的結果，也就是指IPOs的承銷價格明顯地低於其公司的真實價值。此外，在解釋折價發行現象上，多從資訊不對稱（information asymmetry）角度來說明，其所探討的理論重心為：承銷商與發行公司

間資訊不對稱(Baron, 1982)、投資人間資訊不對稱(Rock, 1986; Beatty & Ritter, 1986; Carter & Manaster, 1990)、發行公司與投資人間資訊不對稱(Allen & Faulhaber, 1989; Welch, 1989; Grinblatt & Hwang, 1989; Titman & Trueman, 1986; Tinic, 1988; Willenborg, 2000)、以及部份調整現象(Benveniste & Spindt, 1989; Hanley, 1993)等。若資訊不對稱愈嚴重,則IPOs錯誤評價的幅度愈大,承銷價愈無法正確反應出企業價值。因此,如能解決資訊不對稱問題,承銷價低估情形應可減緩。

從公司治理機制而言,當公司在IPOs時,希望透過股權結構的有效規劃,提高知名度、募集所須的資金,使股東權益極大化。Brennana and Franks (1997)提出當公司要上市時會以較大的折價幅度吸引一般大眾申購,以避免上市後外部大股東的形成,造成外部大股東介入公司的營運,對原本的董事及管理階層造成影響。Stoughton and Zechner (1998)發現到IPOs的機制會影響公司的股權結構進而影響到公司的價值。另外,Leland and Pyle (1977)也認為內部人持股越多,代表內部人對公司未來前景看好,公司價值越大。從最近的研究,如La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (2002)、Claessens, Djankov, Fan, and Lang (2002)及Yeh and Lee (2001)皆指出公司治理對於公司績效與價值的確有其重要的影響。若公司治理機制較差,則最終控制股東的控制權與現金流量權的偏離程度愈大時,控制股東愈有誘因對小股東進行財富侵佔,而使公司價值下降的幅度愈大。而且當控制股東成員擔任董事席次的比率愈高時,其將更容易通過對控制股東有利的決策,大幅提高控制股東對小股東進行財富侵佔的可能性。

我國企業不論是否已上市櫃,其中不少是屬於家族企業型態,董監事及管理階層有血親或姻親關係者比比皆是,造成監督機制和經營權並非完全獨立,董、監事形同虛設;不健全的監理制度亦受到國際的審議與批評,因而使我國投資環境在國際評比每況愈下,若能改善董監事制度將有助於我國企業提昇國際形象。因此,本研究從公司治理的觀點,包含(1)董事會組成(2)股權結構,審視其對IPOs折價幅度的影響,亦即探討當公司治理機制愈佳時,IPOs公司能訂定較符合公司真正價值的承銷價格,進而減低承銷價格受低估的現象,使得IPOs公司承銷價更能確實反應其合理的市場價值。

具體而言,本研究之研究目的如下:

1. 探討公司治理機制之董事會組成與IPOs之承銷價被低估幅度之關係。
2. 探討公司治理機制之股權結構與IPOs之承銷價被低估幅度之關係。

貳、研究方法及步驟

一、研究假說

資訊不對稱的情況普遍存在於市場上，亦是用來解釋初次上市櫃股票何以折價發行的主因。而根據訊號傳遞理論，新股折價被當成是傳遞公司體質優良的一種訊息傳遞方式（Grinblatt & Hwang, 1989；Allen & Faulhaber, 1989）。Jensen and Meckling（1976）認為，代理問題所產生的代理成本是監督成本、約束成本及剩餘損失三者之總和，而代理問題又可區分為權益代理問題及負債代理問題。當為了避免代理問題及減少代理成本時，可利用設置董事會，解決代理問題，因董事之職責在確保公司能否永續經營，以及發揮監督經營公司的管理階層之功能。由於Jensen and Meckling（1976）的代理理論，喚起學者及企業界人士對於代理問題的重視，後來並有多位學者以理論與實證研究去探討代理理論與公司價值間的關係，亦都獲得兩者之間確實存在的顯著關係。因此，代表董事會組成的董事會規模與獨立董監事人數，對於解決代理問題有相當幫助，應可視為另一種訊號傳遞方式。

另外，Fama（1980）、Morck, Shleifer, and Vishny（1988）、Singh and Harianto（1989）及Rosenstein and Jeffrey（1990）等學者指出，獨立董事席次比率與公司價值呈負向相關，因此其IPOs折價幅度相對較低。獨立監察人可自行查閱公司的帳冊或深入瞭解整個公司營運情形、獨立行使職權。所以監察人的角色，基本上扮演一種監督與制衡董事和管理者的功用。當公司宣告聘任獨立監察人之時，投資人會認為對公司治理機制有正面的影響，市場上普遍認為有助提高公司的價值和績效方面的達成。若IPOs公司有設立獨立監事，則代理問題及資訊不對稱問題即可減少，會使其承銷價被低估之幅度降低，而且設立獨立監事人數愈多，可達到之監督效果更強，承銷價低估之幅度愈少。

因此，本研究從董事會組成因素中提出下列假說（以對立假說設立）：

H₁：董事會規模愈大，IPOs新股發行之折價幅度愈低，呈負相關。

H₂：獨立董事席次比率愈高，IPOs新股發行之折價幅度愈低，呈負相關。

H₃：獨立監察人數愈多，IPOs新股發行之折價幅度愈低，呈負相關。

Leland and Pyle（1977）提出一個新的評價模式，認為公司的價值是經營者及大股東所保留公司權益比率的函數。當公司大股東願意持有公司相當比率的股權時，表

示公司未來的發展前景及計劃相當有價值，否則他們所持有的股權將會帶來相當的損失。由此推論，大股東的持股比例愈高即代表公司的價值愈高，相對的IPOs折價幅度就愈低，兩者之間呈現負相關。

另外，根據Leland and Pyle (1977) 的訊息傳遞理論認為，公司經營者持有的股權被視為是傳遞公司價值的訊號因素。因為經營者願意犧牲其多角化的投資組合而持有較多公司的股權，表示其對公司未來現金流量有較樂觀的預期，而公司的現金流量佳則公司價值亦會隨之提高。因此，經營者所持有的公司股權愈高，投資者對其公司價值的評價也愈高。價值愈高的公司在初級市場發行IPOs時，就不需要以較高的折價程度來吸引投資者。而Barth and Kasznik (1999) 認為機構投資人的持股比率愈大表示資訊不對稱情況較不嚴重，故IPOs公司承銷價被低估之情況會較低。因此，本研究從股權結構面提出以下之假說：

H₄：董監事持股比率愈高，IPOs新股發行之折價幅度愈低，呈負相關。

H₅：大股東持股比率愈高，IPOs新股發行之折價幅度愈低，呈負相關。

H₆：經理人持股比率愈高，IPOs新股發行之折價幅度愈低，呈負相關。

H₇：機構投資人（分為外資、政府、銀行及其他機構投資人）持股比率愈高，IPOs新股發行之折價幅度愈低，呈負相關。

二、資料來源與實證模式

(一) 研究期間與研究樣本

本研究期間為 2003 年至 2005 年共計三年期間，以台灣證券交易所中初次上市上櫃公司（IPOs）為研究對象。

(二) 樣本來源與選取標準

樣本資料係取自台灣經濟新報資料庫（TEJ）、公開資訊觀測站、證券暨期貨管理月刊、中華民國證券商同業公會之「承銷資料報表」及各上市上櫃公司公開說明書。另外，樣本必須符合「初次於公開市場上發行之股票」，上櫃轉上市之公司、現金轉增資、公司債、特別股及受益憑證者則不予列入。

在符合上述標準下，2003 年至 2005 年年底新上市櫃公司共有 236 家，排除已下市 1 家，最後本研究選取之樣本為 235 家。年度樣本以成功上市櫃年度為區分，產業

表1 年度別樣本分佈表

年度別	2003	2004	2005	全部樣本
樣本家數	85	100	50	235
樣本比率	36.17%	42.55%	21.28%	1

表2 產業別樣本分佈表

產業別	樣本量	樣本比例
塑膠	1	0.4%
紡織纖維	1	0.4%
電機機械	10	4.3%
生技醫療化工	19	8.1%
鋼鐵	1	0.4%
電子	186	79.1%
營造建材	2	0.9%
汽車	1	0.4%
金融	1	0.4%
證券	3	1.3%
百貨	2	0.9%
其他	8	3.4%
全體樣本	235	1

別樣本則以中華民國證券暨期貨市場發展基金會之產業代碼分類為準。年度別樣本及產業別樣本分佈表如表 1 及表 2 所示。

(三) 實證模式

為檢視公司治理機制對 IPOs 折價幅度之影響，本研究建立以下實證迴歸模式：

$$\begin{aligned}
 UP_i = & \beta_0 + \beta_1 DIRECTOR SIZE_i + \beta_2 IDD_i + \beta_3 IDS_i + \beta_4 DIRECTOR_i \\
 & + \beta_5 LARGE HOLDER_i + \beta_6 MANAGER_i + \beta_7 FOREIGN_i + \beta_8 GOVERNMENT_i \\
 & + \beta_9 BANK_i + \beta_{10} OTHER INST_i + \beta_{11} BULL_i + \beta_{12} DE_i + \beta_{13} UWEP_i \\
 & + \beta_{14} SIZE_i + \beta_{15} CPAR_i + \beta_{16} RATIO_i + \beta_{17} LB_i + \beta_{18} EXCHG_i + \beta_{19} INDU_i \\
 & + \beta_{20} DISTR_i + \beta_{21} FAGE_i + \beta_{22} IPO SIZE_i + \beta_{23} DEP_i + \beta_{24} VC_i + \varepsilon_i
 \end{aligned} \tag{1}$$

(四) 變數操作型定義

1. 應變數 (Dependent Variable)

(1) IPOs折價幅度 (UP_i)

本研究採用陳安琳、李文智與林宗源 (1999) 對於IPOs折價幅度之計算方式，以IPOs的初期報酬 (UP_i) 為折價程度的代理變數。由於台灣的股票市場有每日7%的漲跌幅限制，所以大多數的IPOs都無法在上市首日充分地反應其價格，故以每一家IPOs股票第一個打開漲停之交易日的收盤價來計算IPOs之初期報酬。初期報酬 UP_i 之定義如下：

$$UP_i = \frac{P_i^* - P_{0i}}{P_{0i}}$$

其中， UP_i 為第*i*家公司股票上市之初期報酬； P_i^* 為IPOs第一個打開漲停之交易日的收盤價； P_{0i} 為第*i*家公司股票之承銷價格。

2. 自變數 (Independent Variable)

本研究之公司治理機制變數包含董事會組成與股權結構兩部份。

(1) 董事會組成變數

a. 董事會規模 ($DIRECTORSIZE_i$)

董事會規模為年底董事、常務董事、董事長人數合計，即董事會的人數。

b. 獨立董事比率 (IDD_i)

由於董事會的運作方式係採合議制，對監督公司重大策略之決定係經由開會決議，各董事皆擁有相同的投票權，故獨立董事對重大策略之影響程度會受到董事會規模所影響。因此，獨立董事變數衡量方式為 $IDD_i = \text{獨立董事人數} / \text{董事會人數}$ 。

c. 獨立監察人席位 (IDS_i)

依公司法之規定，監察人職權的行使方式為單獨行使制，各監察人皆能單獨行使監察權，對公司重大業務之監督可以各自進行，行使監察權並不會受到監察人規模之影響，故獨立監察人變數以獨立監察人人數衡量之。

(2) 股權結構變數

a. 董監事持股比率 ($DIRECTOR_i$)

指董事及監察人的年底持股數除以公司發行在外總股數，但同一公司之代表人，只計算一次，不重複計算。衡量方式為董監事年底持有股數 ÷ 年底流通在外普通股股數。

b. 大股東持股比率 ($LARGEHOLDER_i$)

衡量方式為持股5%以上大股東年底總持有股數 ÷ 年底流通在外普通股股數。

c. 經理人持股比率 ($MANAGER_i$)

本研究以公司經理人（經理級以上之主管）持股佔流通在外股數之比率衡量。

d. 機構投資人持股比率 ($FOREIGN_i$ 、 $GOVERNMENT_i$ 、 $BANK_i$ 、 $OTHERINST_i$)

本研究定義機構投資人包含外國機構投資人、政府機構、金融機構與其他法人等。機構投資人持股比率為機構投資人持股佔流通在外股數之比率。

3. 控制變數 (Control Variable)

(1) 多空頭 ($BULL_i$)

市場處於多頭時，新上市櫃公司受到大盤影響，其折價幅度會較大 (Lin & Fok, 1997; Ritter, 1984)。依據以往文獻，多空頭之衡量方式不盡相同。本文擬利用敏感性分析不同衡量方式之測試，以增加本文研究結果的說服力。本文測試之多空頭衡量方式包含三種。首先為主要衡量方式，使用IPOs公司上市櫃前一個月的股票市場累積報酬率；其次為敏感性分析部分，一則為IPOs公司上市櫃前三~五個IPOs折價平均數，一則為下述衡量方式：

$$BULL = \frac{(P_{i0} - P_{i2})}{P_{i2}} - \frac{(P_{m0} - P_{m2})}{P_{m2}}$$

P_{i0} 為上市櫃當月*i*公司所屬產業之加權股價指數， P_{i2} 為上市櫃前兩個月所屬產業之加權股價指數， P_{m0} 為上市櫃大盤當月之加權股價指數， P_{m2} 為大盤前兩個月之加權股價指數。

(2) 負債比率 (DE_i)

Walsh and Seward (1990) 認為發行公司會因舉債而降低事前風險的不確定性，減少承銷價被低估的程度。本研究衡量方式為公司年底之負債占資產帳面價值之比率，可視為發行公司之事前風險，當負債比率愈高，公司風險愈大，自然會影響公司承銷價之訂定及後續股價表現，且與折價幅度呈負相關。本研究採用上市櫃前一年的負債比率。

(3) 承銷商聲譽 ($UWEP_i$)

Titman and Trueman (1986) 認為承銷商聲譽可以傳遞公司真實價值，因此有聲望的承銷商可降低承銷價低估程度。Carter and Manaster (1990) 提出有聲譽的承銷商會承銷風險較低之公司，因而減輕投資人欲獲得內部資訊之誘因，使投資人之間的資訊不對稱情形降低，減少價差程度。本研究衡量方式參考 Chemmanur and Paeglis (2005) 的方法，以1加承銷商市佔率後取對數值計算，承銷商市佔率之衡量方式為樣本期間某個承銷商之總承銷金額除以樣本期間總IPOs發行金額。

(4) 公司規模 ($SIZE_i$) :

根據 Ritter (1984) 的看法，規模愈大的公司資訊不對稱的問題較不嚴重，因此其與折價幅度呈反向關係。衡量方式為公司總資產取對數值。

(5) 簽證會計師聲譽 ($CPAR_i$)

Titman and Trueman (1986) 認為高品質會計師會善盡其監督責任，揭露較真確的資訊予市場，由此推論發行公司選擇高品質之會計師，有助於減輕投資人和發行公司之間的資訊不對稱，而降低承銷價低估的程度。衡量方式採虛擬變數，若為四大會計師事務所（勤業眾信、資誠、安侯建業、致遠）簽證者為1，否則為0。

(6) 承銷股票之平均中籤率 ($RATIO_i$)

Lin and Fok (1997) 認為當投資大眾看好公司未來上漲的前景時，中籤率愈低。因此，中籤率與折價幅度呈負相關。

(7) 長期銀行貸款 (LB_i)

Slovin and Young (1990) 提出，若新上市公司上市前與銀行有往來關係，可以降低投資人對新上市股票的事前不確定性。林象山、霍熾榮與王郁雯 (1998) 研究指出

如果公司有向銀行貸款，則銀行爲了確保如期回收，會扮演監督該公司經營者的角色，因而減少代理問題，因此與折價幅度呈負相關。衡量方式採虛擬變數，有長期銀行貸款者爲1，否則爲0。

(8) 上市或上櫃公司 ($EXCHG_i$)

金成隆、林修葳與洪郁珊 (2003) 研究提出上市公司相對於上櫃公司資訊不對稱的情況比較不嚴重，衡量方式採虛擬變數，上櫃公司爲0，上市公司爲1。

(9) 產業 ($INDU_i$)

Ritter (1984) 以1977年至1982年間新上市股票爲研究對象，結果發現某些產業其上市後異常報酬在發行旺季時高於淡季，因此推論有產業效果存在。不同產業之發行公司其股價表現會有所不同。馬黛與胡德中 (2003) 指出一般而言，台灣電子產業較受到市場投資人青睞，因此，當發行公司爲電子產業，IPOs折價會較大。本研究衡量產業因素以虛擬變數處理，若產業爲電子業爲1，非電子業爲0。

(10) 配售方式 ($DISTR_i$)

在本研究期間之IPOs公司配售方式可採用一部份競價拍賣 (auction)，一部份公開抽籤，亦可全部採公開抽籤方式。Benveniste and Wilhelm (1990)、Biais and Faugeron-Crouzet (2002) 指出公開競標過程，承銷商會釋放所蒐集的訂價資訊給投資人。徐燕山與徐政義 (2004) 發現競價拍賣的標單平均價格與上市後之初期報酬具有顯著正向關係。因此，本研究預期部分採競價拍賣方式比全部採公開抽籤方式之折價幅度會較小。衡量方式爲虛擬變數，一部份競價拍賣，一部份公開抽籤爲1；全部採公開抽籤爲0。

(11) 公司年齡 ($FAGE_i$)

當發行公司設立年限越長，代表其資訊不對稱之程度越低，根據贏家詛咒之論點，其折價幅度會越小。因此，本研究認爲其與折價幅度呈負相關。

(12) IPOs發行規模 ($IPOSIZE_i$)

馬黛、胡德中 (2003) 指出當IPOs發行規模愈大時，承銷商所承受之壓力也愈大，爲了降低其風險，承銷商傾向於壓低承銷價，則其折價會愈大。因此，本研究預期IPOs發行規模與折價幅度呈正相關。以IPOs籌集資金總金額衡量之。

(13) 折舊佔銷貨收入比率 (DEP_i)

金成隆、林修葳與洪郁珊（2003）利用折舊佔銷貨收入比率作為未入帳無形資產的代理變數，認為折舊佔銷貨收入比率愈大，表示未入帳無形資產愈小，因此折價幅度較小。衡量方式參考金成隆等人（2003）之作法，為IPOs上市或上櫃前兩年與當年共三年之平均折舊除以平均銷貨收入淨額。

(14) 有否創投公司投資 (VC_i)

Barry, Muscarella, Peavy, and Vetsuypens（1990）指出若有創投公司的介入，一般IPOs公司承銷價被低估的程度會較低。此變數以虛擬變數衡量，1代表有創投公司介入，0代表無創投公司介入。

參、實證結果與分析

一、敘述性統計

表3列出迴歸式樣本公司各變數的敘述性統計。折價幅度 (UP) 平均數為0.0478，中位數為0.0667，此樣本分配屬左偏，顯示多數樣本其折價幅度較大。董事會規模 ($DIRECTORSIZE$) 平均數為9.6085，中位數為10。而獨立董事比率 (IDD)、獨立監察人席位 (IDS)、公司規模 ($SIZE$)、董監事、大股東、經理人及其它機構投資人其平均數皆大於中位數，顯示其樣本為右偏。中籤率 ($RATIO$) 平均數為0.3220，中位數為0.0680，代表部份公司之中籤率極大。此外，上市或上櫃 ($EXCHG$) 為一虛擬變數，平均數為0.1574，中位數為0，可知樣本中大多數為上櫃公司；產業 ($INDU$)，大多數為電子產業；承銷商聲譽 ($UWEP$) 平均數為0.0353，中位數為0.0393。而會計師聲譽 ($CPAR$) 為虛擬變數其平均數為0.8383，中位數為1，表示樣本中多數公司偏向由四大會計師事務所為其簽證。配售方式 ($DISTR$) 為虛擬變數平均數為0.0043，中位數為0，代表初次公開發行公司大多利用公開申購方式發行。公司年齡 ($FAGE$)、IPOs發行規模 ($IPOSIZE$)、折舊佔銷貨收入比率 (DEP) 其平均數皆大於中位數，代表樣本分配全呈現右偏。創投 (VC) 之中位數為0，顯示大部分樣本期間IPOs公司皆無創投公司進行投資。

二、多元迴歸分析

表4為本研究迴歸式(1)之實證結果，三個欄位結果分別代表不同多空頭定義之迴

表 3 敘述性統計

	整體樣本				
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
UP_i	.0478	.0667	.1410	-1	.85
$DIRECTORSIZE_i$	9.6085	10	1.8373	5	21
IDD_i	.2121	.20	.0781	0	.57
IDS_i	1.0644	1	.4550	0	2
$DIRECTOR_i$	.3301	.2950	.2073	0	1.10
$LARGEHOLDER_i$	.3364	.3177	.2292	0	1
$MANAGER_i$	.0855	.0603	.0979	0	.55
$FOREIGN_i$	.0496	.0005	.1150	0	.7775
$GOVERNMENT_i$	.0322	0	.1183	0	1
$BANK_i$	.0196	0	.0482	0	.4714
$OTHERINST_i$	.2587	.2210	.2152	0	.9639
$BULL_i$	-.0087	.0009	.1785	-1.09	.95
DE_i	.3752	.3577	.1566	.05	.97
$UWEP_i$	.0353	.0393	.0253	0	.20
$SIZE_i$	12.4957	1.2033	133.7535	.10	2,027.25
$CPAR_i$	.8383	1	.3689	0	1
$RATIO_i$	.3220	.0680	.4022	.01	1
LB_i	.6426	1	.4802	0	1
$EXCHG_i$	.1574	0	.3650	0	1
$INDU_i$	.7702	1	.4215	0	1
$DISTR_i$	.0043	0	.0652	0	1
$FAGE_i$	13.8894	12	9.30746	1	58
$IPOSIZE_i$	381,714.85	72,189	3,533,173.34	14,443.20	53,955,000
DEP_i	.1799	.0738	.3428	.0006	3.2359
VC_i	.3574	0	.4803	0	1

UP 為新股折價幅度，其計算方式為： $UP = (P_1 - P_0) / P_0$ ，其中 P_1 為新股停止漲停板當日的收盤價， P_0 為新股承銷價。DIRECTORSIZE 為董事會規模，年底董事、常務董事、董事長合計。IDD 為獨立董事佔董事會比率。IDS 為獨立監察人人數。DIRECTOR 為董監事持股比率，衡量方式以董事及監察人年底持股數除以公司發行在外總股數。LARGEHOLDER 為為持股 5% 以上之大股東持股比率。MANAGER 為經理人持股比率。FOREIGN 為外資持股比率。GOVERNMENT 為政府機構持股比率。BANK 為金融機構持股比率。OTHERINST 為其他法人機構持股比率。BULL 為多空頭其衡量方式為 IPOs 公司上市櫃前一個月的股票市場累積報酬率。DE 為負債比率，衡量方式為總負債／資產總額。UWEP 為承銷商商譽，以研究期間承銷商市佔率加 1 後取對數值衡量之。SIZE 為公司規模，以公司資產取對數值衡量之。CPAR 為會計師商譽，以虛擬變數衡量，如是四大會計師事務所簽證者為 1，否則為 0。RATIO 為中籤率。LB 為長期銀行貸款，衡量方式為虛擬變數，有銀行貸款者為 1，否則為 0。EXCHG 為上市或上櫃公司，以虛擬變數衡量，上櫃公司為 0，上市公司為 1。INDU 為 IPOs 公司所屬產業，屬於電子產業者為 1，屬於其他產業為 0。DISTR 為配售方式，衡量方式為虛擬變數，一部份競價拍賣，一部份公開抽籤為 1；全部採公開抽籤為 0。FAGE 為公司設立年數。IPOSIZE 為發行規模，以千元為單位。DEP 為折舊佔銷貨收入比率，衡量方式為折舊／銷貨收入淨額。VC 為創投公司投資，以虛擬變數衡量，1 表示有創投公司投資，0 表示無。

表 4 公司治理變數與 IPOs 折價幅度關聯性之迴歸結果

變數	原始樣本		BULL 定義二		BULL 定義三	
	迴歸係數	p-value	迴歸係數	p-value	迴歸係數	p-value
<i>Constant</i>	0.134	0.134	0.143	0.116	0.144	0.112
<i>DIRECTORSIZE_i</i>	-0.007	0.297	-0.007	0.268	-0.008	0.246
<i>IDD_i</i>	-0.036	0.764	-0.055	0.662	-0.056	0.653
<i>IDS_i</i>	-0.017	0.382	-0.012	0.528	-0.012	0.535
<i>DIRECTOR_i</i>	-0.019	0.753	-0.036	0.562	-0.037	0.550
<i>LARGEHOLDER_i</i>	-0.067	0.081*	-0.066	0.094*	-0.063	0.093*
<i>MANAGER_i</i>	0.019	0.814	0.027	0.750	0.029	0.741
<i>FOREIGN_i</i>	0.082	0.262	0.077	0.307	0.079	0.294
<i>GOVERNMENT_i</i>	0.013	0.840	-0.020	0.749	-0.020	0.750
<i>BANK_i</i>	-0.083	0.632	-0.099	0.553	-0.097	0.561
<i>OTHERINST_i</i>	-0.017	0.721	0.004	0.938	0.005	0.903
<i>BULL_i</i>	0.363	0.019**	0.030	0.752	0.015	0.506
<i>DE_i</i>	0.002	0.974	-0.002	0.976	-0.004	0.955
<i>UWEP_i</i>	0.166	0.518	0.245	0.359	0.261	0.326
<i>SIZE_i</i>	-0.0002	0.000***	-0.0002	0.000***	-0.0003	0.000***
<i>CPAR_i</i>	0.034	0.060*	0.034	0.062*	0.034	0.063*
<i>RATIO_i</i>	-0.079	0.000***	-0.099	0.000***	-0.099	0.000***
<i>LB_i</i>	-0.026	0.140	-0.026	0.144	-0.026	0.139
<i>EXCHG_i</i>	0.120	0.002***	0.120	0.002***	0.120	0.002***
<i>INDU_i</i>	0.008	0.527	0.011	0.433	0.010	0.452
<i>DISTR_i</i>	0.101	0.310	0.187	0.046**	0.190	0.041**
<i>FAGE_i</i>	0.001	0.193	0.001	0.117	0.001	0.120
<i>IPOSIZE_i</i>	3.68E-09	0.001***	3.42E-09	0.002***	3.34E-09	0.002***
<i>DEP_i</i>	0.027	0.077*	0.027	0.079*	0.027	0.082*
<i>VC_i</i>	-0.047	0.019**	-0.048	0.020**	-0.047	0.022**
樣本數	235		235		235	
Adjusted R ²	0.245		0.222		0.223	
F 值	4.115	0.000***	3.752	0.000***	3.765	0.000***

BULL 之定義請參考變數操作性定義部分,其他變數定義請參考表 3 之變數說明。* $p < 0.1$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$ 。

歸結果，藉以檢視不同多空頭定義對本研究結果是否造成影響。根據本研究假說，以下逐一探討公司治理因素中董事會組成與股權結構對IPOs公司承銷價低估的影響效果。

首先，檢視 H_1 、 H_2 、 H_3 ，本研究提出董事會規模（*DIRECTORSIZE*）、獨立董事席次比率（*IDD*）及獨立監察人數（*IDS*）等三項變數與代表公司價值之新股折價幅度之間存在負向關聯。研究結果顯示董事會規模之迴歸係數在三個欄位分別為-0.007、-0.007及-0.008，皆未達統計顯著水準，實證結果未能支持本研究之 H_1 ，此結果未能支持Jensen（1993）所提論點；其次，獨立董事席次比率之迴歸係數在三個欄位分別為-0.036、-0.055及-0.056，亦皆未達顯著水準，未能支持本研究之 H_2 ，說明獨立董事比率與新股折價未呈顯著關係，因此使得IPOs折價幅度受影響程度並不明確；而獨立監察人數其迴歸係數在三個欄位分別為-0.017、-0.012及-0.012，未達顯著水準，並未支持本研究之 H_3 ，可知雖然獨立監察人可自行查閱公司的帳冊、深入瞭解公司營運情形，扮演一種監督與制衡董事和管理者的功用，而投資人普遍認為有助提高公司的價值，若IPOs公司有設立獨立監事，則代理問題及資訊不對稱問題即可減少，會使其承銷價被低估之幅度降低，但顯然於本研究樣本期間中實證結果並未能支持此一論點。實證結果明顯看出本研究樣本中設立獨立董事與獨立監察人監督IPOs公司，監督其承銷價之訂立，使承銷價更符合公司真實價值之成效未能有效達成。由上述結果可看出，公司治理項目之一的董事會組成似乎對樣本期間的IPOs承銷價低估情事並無明顯的幫助。

有關股權結構對IPOs折價幅度的影響，檢視 H_4 、 H_5 、 H_6 、 H_7 ，本研究提出董監事持股比率（*DIRECTOR*）、大股東持股比率（*LARGEHOLDER*）、經理人持股比率（*MANAGER*）、以及外資、政府、金融機構與其他機構投資人持股比率（*FOREIGN*、*GOVERNMENT*、*BANK*、*OTHERINST*）等變數，分別與代表公司價值之新股折價幅度之間存在負向關聯。由表4可知，無論多空頭之定義方式為何，研究結果皆顯示僅有大股東持股比率與IPOs折價幅度呈顯著負相關（ $p < 0.1$ ），支持本研究 H_5 ，與Leland and Pyle（1977）所認為公司的價值是大股東所保留公司權益比率的函數此一論點相符合。另外，董監事持股比率、經理人持股比率與所有機構投資人持股比率則與IPOs折價幅度未呈現顯著相關，此一結果皆與Morck et al.（1988）以及Eng and Mak（2003）等學者認知有所差異，顯示本研究樣本期間內之投資人，並沒有將董監事及經理人持股與機構投資人持股比率視為正面訊息，導致對承銷價低估未有貢獻。由上述結果可看出，公司治理項目之一的股權結構除大股東持股比率外，似乎對樣本期間的IPOs承銷價低估情事並無明顯的幫助。

除上述結果，繼續說明本研究樣本期間內之各控制變數對IPOs折價幅度的影響為何。實證結果如表4所示，若使用IPOs公司上市櫃前一個月的股票市場累積報酬率定義多空頭，則多空頭（*BULL*）與折價幅度呈顯著正相關（ $p < 0.05$ ），與Lin and Fok（1997）、Ritter（1984）及金成隆等人（2003）之結果皆一致，表示投資人在多頭市場對於IPOs公司較樂觀，在空頭市場則較悲觀，因此在空頭市場投資人在看壞IPOs後市下不願意購買而使其漲幅較小，因而使折價幅度較小；但若將多空頭以其他方式定義，則迴歸結果並不顯著。公司規模（*SIZE*）與IPOs折價幅度呈現顯著負相關（ $p < 0.01$ ），與Ritter（1984）的看法一致，規模愈大的公司資訊不對稱的問題較不嚴重，因此其與折價幅度為反向關係。會計師事務所（*CPAR*）與折價幅度呈顯著正相關，此結果有待進一步驗證。承銷股票之平均中籤率（*RATIO*）與折價幅度呈顯著負相關（ $p < 0.01$ ），與Lin and Fok（1997）、馬黛與胡德中（2003）及金成隆等人（2003）研究結果相同，顯示當市場投資人熱烈參與抽籤，則中籤率會愈低，且因投資人熱烈參與抽籤，使得新股上市後漲幅較大，其折價幅度會變大。長期銀行貸款（*LB*）與新股折價未呈顯著相關。

新上市或上櫃虛擬變數（*EXCHG*）與折價幅度呈顯著正相關（ $p < 0.01$ ），表示本研究樣本期間內，上市IPOs之折價幅度較上櫃者為大。配售方式（*DISTR*）與新股折價呈顯著正相關。發行規模（*IPOSIZE*）與折價幅度呈顯著正相關（ $p < 0.01$ ），顯示發行規模對IPOs公司折價幅度有影響，此結果與馬黛與胡德中（2003）的研究一致，認為承銷商為減少成本損失，會有壓低承銷價之傾向，一旦IPOs發行規模愈大時，承銷商所承受之壓力也愈大，為了降低其風險，承銷商傾向於壓低承銷價，則其折價會愈大。折舊佔銷貨收入比率（*DEP*）則與折價幅度呈顯著正相關（ $p < 0.1$ ），與金成隆等人（2003）的實證結果一致，支持折舊佔銷貨收入比率愈大，使得未入帳之無形資產愈少，但公司營業風險愈高，其折價幅度會較大。創投公司之介入（*VC*）與折價幅度呈顯著負相關，與預期結果一致，顯示當創投公司投資公司，會監督公司經營者，進而使IPOs公司承銷價低估情形較不嚴重，與Barry et al.（1990）之實證結果一致。除上述所論之變項外，負債比率（*DE*）與折價幅度呈正相關但未達顯著（ $p > 0.1$ ）；其他有關承銷商聲譽（*UWEP*）、產業（*INDU*）、公司年齡（*FAGE*）則皆與IPOs折價幅度未達顯著相關。

三、敏感性分析

2003年2月爆發嚴重急性呼吸道症候群（*SARS*），影響全球經濟發展，當然也造成了台灣股市持續一段期間低迷；本研究為瞭解此特殊經濟事件對於研究結果是否有重大影響，特將2003年2月至2003年7月*SARS*發生期間上市上櫃共34筆樣本刪除，再

重新檢驗其實證分析是否有重大變化。此外，2005年3月1日開始爲了使IPOs價格能充分反應其合理價值且符合市場實際需求，國內行政院金融監督管理委員會推動IPOs於上市上櫃日起五個交易日，其股價漲跌幅度爲無漲跌幅限制之制度；本研究爲瞭解此新制上路對於研究結果是否有重大影響，將2005年3月1日之後上市上櫃共42筆樣本單獨進行迴歸分析，再重新檢驗其實證分析是否有重大變化。

分析結果如表5所示。首先，觀察扣除SARS期間樣本後之變數是否達到顯著水準，實證結果發現亦僅有大股東持股比率（*LARGEHOLDER*）對於折價幅度有顯著負向影響，與原始樣本結果一致，顯示本研究結果並沒有因SARS發生與否而有顯著差異，表示實證結果尚稱穩健。其他變數顯著性除長期貸款（*LB*）變爲顯著外，其餘皆與原始結果相同。

其次，觀察開放漲跌幅限制前後之樣本期間迴歸結果，發現有幾點變化。第一，大股東持股比率（*LARGEHOLDER*）在原始樣本與扣除SARS期間對於折價幅度有顯著影響，而在開放漲跌幅限制前卻無顯著影響，似乎顯示大股東持股比率與折價幅度之負向關聯係源自開放漲跌幅限制後之樣本；然而，再觀察開放漲跌幅限制後之結果，發現此變數之係數變爲正向不顯著。這似乎意味著在整體樣本下，大股東持股比率對新股折價降低有顯著影響，但在拆開不同樣本期間對折價降低則無顯著影響，顯示此項變數對新股折價之幫助並不確定。第二，雖然在整體樣本與開放漲跌幅限制前之樣本下，其他董事會組成及股權結構變數皆對新股折價無顯著貢獻，但在開放漲跌幅限制後之樣本期間，包含董事會規模（*DIRECTORSIZE*）及獨立董事比率（*IDD*）等董事會組成變數，以及政府機構持股比率（*GOVERNMENT*）等股權結構變數等，皆與新股折價幅度呈顯著負相關，顯示這些公司治理變數在開放漲跌幅限制後對降低新股折價幅度有顯著幫助。這可能意味著兩項意義：一則開放漲跌幅限制後，由於新股折價幅度之算法與開放漲跌幅限制前之算法有異，因此新股折價對公司治理變數之反應有異；二則，開放漲跌幅限制後，市場對公司治理之反應更加靈敏，或因公司治理實施愈久，市場投資人對公司治理與公司價值之聯結愈加敏感，擁有良好公司治理之公司價值也較不容易被低估，因此使得許多公司治理變數變爲對新股折價降低有顯著影響。

其他變數之顯著性，在開放漲跌幅限制前樣本期間與整體樣本期間之結果變化不大，顯示原始結果尚稱穩健。而在開放漲跌幅限制之樣本期間，則有一些控制變數變爲不顯著，其他結果則與原始結果一致。

表 5 公司治理變數與 IPOs 折價幅度關聯性敏感性分析之迴歸結果

變數	扣除 SARS 期間		開放漲跌幅限制前		開放漲跌幅限制後	
	迴歸係數	p-value	迴歸係數	p-value	迴歸係數	p-value
<i>Constant</i>	0.173	0.096*	0.059	0.471	0.449	0.053*
<i>DIRECTORSIZE_i</i>	-0.010	0.199	-0.001	0.841	-0.038	0.089*
<i>IDD_i</i>	-0.093	0.423	-0.092	0.550	-0.507	0.083*
<i>IDS_i</i>	-0.013	0.524	-0.014	0.610	0.029	0.417
<i>DIRECTOR_i</i>	-0.007	0.920	0.015	0.798	-0.387	0.075
<i>LARGEHOLDER_i</i>	-0.089	0.031**	-0.080	0.105	0.129	0.161
<i>MANAGER_i</i>	0.090	0.305	0.021	0.818	-0.292	0.152
<i>FOREIGN_i</i>	0.094	0.232	0.056	0.471	0.178	0.274
<i>GOVERNMENT_i</i>	0.034	0.615	-0.191	0.780	-0.232	0.040**
<i>BANK_i</i>	-0.050	0.783	-0.177	0.509	0.267	0.537
<i>OTHERINST_i</i>	-0.028	0.632	-0.046	0.375	0.117	0.499
<i>BULL_i</i>	0.458	0.021**	0.408	0.018**	0.471	0.084*
<i>DE_i</i>	0.023	0.769	0.066	0.363	-0.051	0.674
<i>UWEP_i</i>	0.269	0.356	0.060	0.806	1.910	0.274
<i>SIZE_i</i>	-0.0002	0.000***	-0.0003	0.204	0.006	0.750
<i>CPAR_i</i>	0.036	0.087*	0.033	0.084*	0.013	0.780
<i>RATIO_i</i>	-0.074	0.007***	-0.068	0.002***	-0.060	0.231
<i>LB_i</i>	-0.035	0.085*	-0.013	0.496	-0.041	0.243
<i>EXCHG_i</i>	0.130	0.003***	0.096	0.005***	0.571	0.000**
<i>INDU_i</i>	-0.0005	0.974	0.003	0.850	0.039	0.404
<i>DISTR_i</i>	0.036	0.739	0.284	0.688		
<i>FAGE_i</i>	0.000504	0.615	0.001	0.218	0.003	0.166
<i>IPOSIZE_i</i>	4.20E-09	0.0005**	3.35E-09	0.003***	-5.01E-07	0.187
<i>DEP_i</i>	0.036	0.036**	0.028	0.071*	0.068	0.518
<i>VC_i</i>	-0.048	0.021**	-0.044	0.038**	0.009	0.686
樣本數	201		193		42	
Adjusted R ²	0.244		0.231		0.711	
F 值	3.654	0.000***	3.360	0.000***	5.387	0.000***

本表之變數定義請參考表 3 之變數說明。開放漲跌幅限制後，由於 DISTR 觀察值全為 0，故將此變數刪除。* $p < 0.1$

** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$ 。

肆、結論

本研究是以2003年至2005年共三年的期間，於台灣證券交易所中初次上市上櫃公司（IPOs）為研究對象，探討公司治理因素中董事會組成及股權結構與初次公開發行股票承銷價低估之間的關聯性。根據前述實證結果，獲得幾項結論，大股東持股比率與新股折價幅度呈顯著負相關，部分支持Morck et al. (1988) 以及Eng and Mak (2003) 等學者研究結果，顯示投資人對大股東持股比率視為正面訊息，因此貢獻於新股折價幅度降低上。董事會規模、獨立董事比率及獨立監察人席位等董事會組成變數與新股折價幅度並無顯著負向關係，雖然在IPOs公司中有設立獨立董監事可減少代理問題與資訊不對稱問題，但明顯地在本研究樣本期間中實證結果並不支持此論點；董監事持股比率與經理人持股比率也與IPOs折價幅度無顯著負向相關，與Morck et al. (1988) 以及Eng and Mak (2003) 等學者研究結果不同，投資人無法將董監事持股比率與經理人持股比率視為正面訊息，導致對承銷價低估未有貢獻，因此IPOs承銷價低估情形並未因而降低。其他機構投資人（包含外資、政府機構、金融機構及其他法人等）與新股折價亦無顯著相關。整體而言，公司治理機制包含董事會組成及股權結構等對於IPOs公司折價幅度之降低並無多大幫助。

若將樣本期間分為漲跌幅限制開放前與開放後，實證結果發現，開放前樣本期間與整體樣本期間結果類似，僅大股東持股比率變為不顯著，顯示董事會組成與股權結構對IPOs折價之降低並無影響。然而，開放後樣本期間結果顯示，包含董事會規模及獨立董事比率等董事會組成變數，以及政府機構持股比率等股權結構變數等，皆與新股折價幅度呈顯著負相關，顯示這些公司治理變數在漲跌幅限制開放後對降低新股折價幅度有顯著幫助。

初次上市上櫃公司的相關資訊蒐集並不容易，對投資者而言難以評估公司的真正價值，因此在供需雙方資訊不對稱之下，便有許多學者作初次公開發行市場股價的討論。回顧過去IPOs的研究議題主要多是從承銷價的低估、承銷商聲譽、公司獲利能力、會計師事務所聲譽及無形資產等方面加以討論（Beatty, 1989；Carter & Manaster, 1990；Menon & Williams, 1991）。較少文獻著墨於公司治理機制的角度切入，探討資訊不對稱對新股折價的影響，如何提出改善且有效使其折價幅度降低，彰顯公司之真實價值（La Porta et al., 2002；Claessens et al., 2002；Yeh & Lee, 2001）。因此，本研究之研究成果除了可擴充公司治理的探索面向外，亦能彌補此類與IPOs的相關文獻，對於學術界及實務界有以下幾點貢獻：首先，學術界對公司治理機制與公司價值之關聯性探討甚多，但對公司治理機制與IPOs折價現象之探究卻不多，本研究可彌補過去

文獻之不足。其次，本研究結果顯示公司治理機制對IPOs折價降低之幫助並不大，因此建議對整體投資市場，有鑑於目前公司治理機制在台灣的發展才剛起步，期待國內新上市上櫃的公司能有效落實公司治理機制進而降低承銷價低估幅度，提升公司的價值，使多數公司有意願到資本市場籌資；同時也能保障投資人的權益，讓投資者對市場有信心，做出明確的投資選擇，進而活絡資本市場，讓資金流動更達效率。

附錄

變異膨脹因子 (variance inflation factor, 簡稱VIF) 為一常用於檢測迴歸模型自變數間是否具有嚴重的共線性問題之方法。此方法之衡量方式如下：

$$VIF = \frac{1}{1 - R_j^2}$$

其中 R_j^2 為迴歸模型中第 j 個自變數對其他自變數 (包含常數項) 進行迴歸，所得到的調整前 R^2 (unadjusted R^2)。因此，VIF定義為1減迴歸模型自變數間多元相關平方之倒數。

當第 j 個自變數與其他自變數之多元相關很高，則第 j 個自變數之VIF會很高，表示第 j 個自變數與其他自變數可能存在高度線性關係，因而產生高度共線性問題。VIF為多少時，表示共線性問題嚴重，文獻並無一致的結論，但一般根據經驗法則，VIF小於10被認為是可以接受共線性問題不嚴重的範圍 (Kleibaum, Kupper, & Muller, 1988)。

參考文獻

一、中文部份

1. 林象山、霍熾榮與王郁雯(1998)，銀行貸款與新股折價及公司價值的關係，管理學報，15 (2)，271-293。
2. 金成隆、林修葳與洪郁珊(2003)，無形資產、新股折價與內部人持股關係之研究，會計評論，36，22-53。

3. 徐燕山與徐政義(2004)，Information Content of Investors' Bids in IPO auctions: Evidence from Taiwan，財務金融學刊，12 (1)，26-52。
4. 馬黛與胡德中(2003)，承銷配售機制之決定及其對 IPO 折價之影響：競價拍賣、詢價圈購與公開申購，財務金融學刊，11 (1)，1-54。
5. 陳安琳、李文智與林宗源(1999)，新上市股票之發行折價-代理成本與公司控制之研究，中國財務學刊，6 (3)，1-23。

二、英文部分

1. Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). Signaling by underpricing in the IPO market. Journal of Financial Economics, 23, 203-323.
2. Baron, D. P. (1982). A model of the demand for investment banking advising and distribution. Journal of Financial Economics, 37, 955-976.
3. Barry, C., Muscarella, C., Peavy, J., & Vetsuypens, M. (1990). The role of venture capital in the creation of public companies: Evidence from the going-public process. Journal of Financial Economics, 27, 447-471.
4. Barth, M. E., & Kasznik, R. (1999). Share repurchase and intangible assets. Journal of Accounting and Economics, 28, 211-241.
5. Beatty, R. P. (1989). Auditor reputation and the pricing of initial public offering. The Accounting Review, 64, 693-709.
6. Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking reputation and the underpricing of initial public offerings. Journal of Financial Economics, 15, 213-232.
7. Benveniste, L. M., & Spindt, P. A. (1989). How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. Journal of Financial Economics, 24, 343-361.
8. Benveniste, L. M., & Wilhelm, W. J. (1990). A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environments. Journal of Financial Economics, 28, 173-207.
9. Biais, B., & Faugeron-Crouzet, A. M. (2002). IPO auctions: English, Dutch, French, and Internet. Journal of Financial Intermediation, 11, 9-36.
10. Brennan, M. J., & Franks, J. (1997). Underpricing, ownership, and control in initial public offerings of equity securities in the UK. Journal of Financial Economics, 45,

391-414.

11. Carter, R. B., & Manaster, S. (1990). Initial public offerings and underwriter reputation. Journal of Financial Economics, 45, 1045-1067.
12. Chemmanur, T. J., & Paeglis, I. (2005). Management quality, certification, and initial public offerings. Journal of Financial Economics, 76, 331-368.
13. Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. Journal of Finance, 57, 2741-2771.
14. Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. Journal of Accounting and Public Policy, 22, 325-345.
15. Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. Journal of Political Economy, 88, 288-307.
16. Grinblatt, M., & Hwang, C. (1989). Singalling and the pricing of new issues. The Journal of Finance, 44, 393-421.
17. Hanley, K. W. (1993). The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon. Journal of Financial Economics, 34, 231-250.
18. Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. Journal of Finance, 48(3), 831-880.
19. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3, 305-360.
20. Kleibbaum, D. G., Kupper, L. L., & Muller, K. E. (1988). Applied Regression Analysis and other Multivariate Methods (2nd ed.). Boston, Mass: PWS-Kent, 210.
21. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2002). Investor protection and corporate valuation. Journal of Finance, 57, 1147-1170.
22. Leland, H., & Pyle, D. H. (1977). Information asymmetries, financial structure and financial intermediation. Journal of Finance, 32, 371-387.
23. Lin, T. H., & Fok, R. C. W. (1997). The information content of IPO price adjustment. International Journal of Finance, 52, 650-667.
24. Menon, K., & Williams, D. D. (1991). Auditor credibility and initial public offerings.

The Accounting Review, 66, 313-332.

25. Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. Journal of Financial Economics, 20, 293-315.
26. Ritter, J. R. (1984). The hot issue market of 1980. Journal of Business, 57, 215-240.
27. Rock, K. (1986). Why new issue are underpriced. Journal of Financial Economics, 15, 187-212.
28. Rosenstein, S., & Jeffrey, G. W. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. Journal of Financial Economics, 26, 175-191.
29. Singh, H., & Harianto, F. (1989). Management-board relationships, takeover risk, and the adoption of golden parachutes. Academy of Management Journal, 32, 7-24.
30. Slovin, M. B., & Young, J. E. (1990). Banking lending and initial public offerings. Journal of Banking and Finance, 14, 729-740.
31. Stoughton, N. M., & Zechner, J. (1998). IPO-Mechanisms, monitoring and ownership structure. Journal of Financial Economics, 49, 55-77.
32. Tinic, S. (1988). Anatomy of initial public offerings of common stock. Journal of Finance, 43, 789-822.
33. Titman, S., & Trueman, B. (1986). Information quality and the valuation of new issues. Journal of Accounting and Economics, 8, 159-172.
34. Walsh, J. P., & Seward, J. K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. Academy of Management Review, 15, 421-458.
35. Welch, I. (1989). Seasoned offering, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. Journal of Finance, 44, 421-449.
36. Willenborg, M. (2000). Going concern initial public offerings. Journal of Accounting and Economics, 30, 279-313.
37. Yeh, Y. H., & Lee, T. S. (2001). Corporate governance and performance: the case of Taiwan. Paper presented at the seventh Asia Pacific Finance Association annual conference, Shanghai.

2006年11月14日收稿

2007年01月15日初審

2007年04月10日複審

2007年05月04日接受