

行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告

台灣上櫃公司轉上市對其股票報酬率
決定因素之影響

Transferring from OTC to TSE, and Its Impacts on the Relationship
between Stock Returns and Their Fundamental Determinants

計畫類別：個別型計畫 整合型計畫

計畫編號：NSC 89-2416-H-002-074

執行期間：八十九年八月一日至九十年七月三十一日

計畫主持人：楊朝成 國立台灣大學財務金融學系教授

處理方式：可立即對外提供參考

(請打√) 一年後可對外提供參考

兩年後可對外提供參考

(必要時，本會得展延發表時限)

執行單位：國立台灣大學財務金融學系

中華民國九十年七月

台灣上櫃公司轉上市之決策與其對股票報酬率

決定因素之影響*

楊朝成**

黃媛君**

中文摘要

最近幾年國內上櫃公司申請轉上市的公司逐年增加。民國八十二年只有三家，到了八十九年底已有一百家由上櫃轉上市成功。由於企業上櫃的條件較上市寬鬆，因此多數廠商都是以上櫃作為上市之踏腳階，一旦上櫃以後，再積極準備轉上市。

早期由於櫃檯買賣中心股票成交量非常少，而且無法信用交易，因此上櫃以後便像進了「冷凍櫃」。所以這些上櫃公司更急於轉上市，以增加公司股票流通性，以及提昇公司之聲譽與知名度，而上市較可能達成這樣的目的。最近上櫃公司股票已可以信用交易，但是投資人自備款比率仍較買上市股票高。而由於科技類股的加入，櫃檯買賣中心股票交易也已較活絡，所以「流動性差」的缺點是否仍存在，國內上櫃公司申請轉上市的意願是否仍在，值得進一步探討。

由於上櫃轉上市樣本不多，前幾年國內幾乎無類似之研究，但國外股市歷史悠久，所以相關的研究不少，主要探討改變掛牌市場的動機，如提高公司地位、提高股東對公司將來發展的信心、提高股票的流通性、提高知名度等，另外，有不少實證研究針對公司轉移交易所前後的股票價格表現。

本研究之目的主要是針對上櫃公司轉上市前後的股票報酬率決定因素是否會有所不同，這是延伸作者過去一系列的相關研究，即應用 Two-Stage Probit Selection Model 來探討上櫃公司轉上市之原因以及在選擇轉上市與否的條件下，股票報酬率的決定因素是否有異。本文發現，就本文之上櫃公司樣本而言，週轉率高的、股本較小的、前期股票報酬表現差的及負債比率較低的公司股票越可能申請轉上市。在股票報酬的決定因素方面，申請轉上市的公司，淨值市價比率比較是一致而顯著的正面影響因素，其他因素較不一致或不顯著，此與過去之文獻頗為一致。就不申請轉上市之公司而言，此淨值市價比率變數變得不顯著。因此本研究發現，申請轉上市與不申請轉上市之上櫃公司，在股票報酬率之決定因素方面有顯著之不同。

* 本研究係由國科會專案補助之計畫：NSC89-2416-H-002-074。

** 楊朝成與黃媛君分別為台灣大學財務金融學系教授與碩士。

Abstract

There were very few cases of Taiwanese OTC firms that applied for transferring their listing to the Taiwan Stock Exchange (TSE) before 1997. However, in 1998, 1999 and 2000, there are 12, 14 and 63 cases respectively of OTC firms that successfully earned approval to be listed in the Exchange. The number of OTC firms that apply for transferring to the TSE has been increasing.

A few years ago, the Taiwanese OTC had been notorious for its surname of “Freezer”, because right after firms’ listing in the OTC, the liquidity of shares of these firms became frozen. However, the requirements for listing in the OTC are looser than in the TSE. As a result, many firms that want to be listed in the TSE will go to the OTC first. After the listing in the OTC, these firms will start to prepare for listing in the TSE.

According to the literature in major finance journals, the motives for firms to transfer from one exchange to the other exchange are : 1. Increasing the liquidity of shares, 2. Enhance the reputation of firms, 3. Raise the confidence level of shareholders in the business condition of firms, and others. Some papers also examined the performance of share prices of the firms before and after transferring.

The purposes of this research is to examine whether the determinants of Taiwanese stock returns differ between those who want and those who do not want to transfer from OTC to the Exchange. A two-stage Probit Selection model will be used for this purpose.

Based on the sample from Taiwan’s OTC for the period from 1998 to 2000, we found the determinants of stock returns are quite different for the transfer-sample and non-transfer-sample. For the transfer-sample, we found BM is a significant factor through the three years. Other factors are either insignificant or inconsistent. For the non-transfer-sample, the BM effect disappears. This is an evidence that the transfer and non-transfer firms exhibit different stock return characteristics.

一、緒論

最近幾年國內上櫃公司申請轉上市的公司逐年增加。民國八十七年以前累積只有十一家，到了八十七、八十八年單一年增為十二與十四家，八十九年一躍增為六十三家，九十年上半年申請整批轉上市者有四十六家。由於企業上櫃的條件較上市寬鬆，因此多數廠商都是以上櫃作為上市之踏腳階，一旦上櫃以後，便積極準備轉上市。

早期由於櫃檯買賣中心股票成交量非常少，而且無法信用交易，因此被譏為「上櫃以後便像進了冷凍櫃」。所以這些上櫃公司更急於轉上市，以增加公司股票流通性，以及提昇公司之聲譽與知名度，而上市較可能達成這樣的目的。但是最近上櫃公司股票已可以信用交易，只是投資人自備款比率仍較買上市股票高。而且由於科技類股的加入，櫃檯買賣中心股票交易活絡，所以「流動性差」的缺點是否仍存在，值得進一步探討。

由於上櫃轉上市樣本不多，前幾年國內幾乎無類似之研究，但國外股市歷史悠久，所以相關的研究不少，主要探討改變掛牌市場的動機，如提高公司地位、提高股東對公司將來發展的信心、提高股票的流通性、提高知名度等，另外，有不少實證研究針對公司轉移交易所前後的股票價格表現。

本研究之目的與以前相關國外研究有所不同，主要是探討上櫃公司轉上市前後的股票報酬率決定因素是否會有所不同，我們應用 Two- Stage Probit Sample Selection Model 來探討上櫃公司轉上市之原因以及上櫃公司在選擇轉上市與否的條件下，股票報酬率的決定因素是否有異。另外也探討國內上櫃公司轉上市是否也有國外文獻提到之流動性增加、產業因素、股票異常績效、知名度增加等現象。

由於國內上櫃轉上市的公司家數不多，一直到民國八十七年、八十八年及八十九才顯著增加到 12、14 與 63 家，櫃檯買賣中心也開始擔心好公司都轉上櫃是否會將店頭市場淪為「次品」市場，因為「良品」都到交易所掛牌了。不過，由

於最近店頭市場電子股交易非常活絡，股價表現波頗佳，因此，上櫃轉上市有關提升股票流動性之理由是否已消失，或只是個別產業之現象，值得進一步研究。

因此本研究希望透過台灣股票市場之研究，就上櫃轉上市之決策是否影響股票報酬率之決定因素，以及流動性增加、產業因素、股票異常績效、知名度增加等現象之研究，希望對影響股票基本面決定因素的多種因素深入探討，以得到一些 insights。

二、國內外重要參考文獻

(一)股票報酬率決定因素

近來對於股票報酬和基本面變數間關係的研究，多將研究重點放在這些變數的預測能力上。這些市場基本面變數包括了：盈餘對股價比率(E/P)、股利率(D/P)、帳面價值對市價比率(B/M)、現金收益率(cash yields, CF)、財務槓桿比率(leverage ratio)、公司規模大小(size)。這些基本面變數也被用來檢驗資產訂價模型(Asset-Pricing Model)，根據資產訂價模型，beta 對於平均股票報酬的交互影響(cross-sectional stock return)有最佳的解釋力，亦即，其他的變數應該都是不顯著的。

(二)公司選擇改變掛牌市場的動機

最早被提出，也是最常被提到的動機是，提高公司的地位(Von Horne (1970))。另外，McConnel and Sanger (1984)以及 Ying, Lewellen, Schlarbaum, and Lease (1977)的研究指出，被更有組織的大交易所接納，可以被視為是管理階層對公司未來的發展有信心的訊號，因為在申請的過程中，公司將接受更嚴厲的審核。

流動性也是動機之一。Sanger and McConnel (1986)、Christie and Huang (1993)以及 Kadlac and McConnel (1994)都指出，當普通股在有組織的大交易所交易時，

其交易的流動性會有所提升。

Baker and Petit (1982) 與 Baker and Johnson (1990) 在他們的研究中指出，公司所以會將掛牌交易處自 Nasdaq 轉移到 AMEX 或者 NYSE 的動機為：增加知名度以引起投資大眾的注意，以及提昇自己公司的地位。這結果與 Baker (1993) 的實証結果不謀而合，Baker (1993) 的研究指出，公司轉換交易所最重要的動機便是引起投資人的注意，以及提昇公司的地位。

投資大眾對一家公司的關注與否，會影響到這家公司資訊取得的難度。投資大眾對公司的資訊越感興趣，媒體就會報導的越詳盡，而且，報導的頻率會越高。Barry and Brown (1986) 認為，有限的資訊也是投資股票的風險來源之一。

Merton (1987) 指出，在不完全資訊的市場下，投資人對一支股票的注意，可以影響到其投資報酬率。一旦投資這家公司的投資人增加，投資大眾對這支股票的期望報酬率便會下降，換言之，股價會因此而上漲。而選擇在全國性的大交易所掛牌，便是增加投資人的方法之一。公司在宣布轉移交易所的消息之後，媒體的報導，會使更多投資人注意其股票。投資大眾的關注會使媒體報導更多有關這家公司的資訊，投資這支股票的不確定性在資訊不對稱的情形減輕後降低了，股價也會因此而上漲。Kadlec and McConnell (1994) 針對 Merton (1987) 的模型提出實証。他們的研究以自 Nasdaq 轉移到 NYSE 的股票為研究樣本，其結果支持 Merton (1987) 的結論。

Bhardwaj and Brooks (1992) 指出，有限的資訊會在公司外部的投資人與公司內部的經理人及關係人之間造成更嚴重的資訊不對稱。在這種情形下，投資人必須投注更多的監控成本，而且財產損失的機率會更大。更有甚者，這種公司的投資人還會面臨更多的期望交易成本。因此，增加公司的知名度會對公司有利，因為公司股票的交易市場會更有效率。

Arbel (1985a, 1985b) 將公司資訊不易取得，數量少且品質差的公司稱為被忽略的公司(neglected stocks)。這些被忽略的股票不得投資人關注的原因是財務分析師、機構法人比較少注意到它們，而且媒體的報導數量較少。Arbel (1985a,

1985b)以 AMEX 的股票為研究對象指出，越是被忽略的股票，轉移交易所所獲得的利益越大。至於原來就以經被投資人注意的股票，轉移交易所便不能獲得知名度增加的利益。

Arbel and Strebel (1982, 1983)及 Arbel, Carvell, and Strebel (1983) 指出，被分析師及機構法人忽略的股票，在獲得投資人關注後，其股價表現比熱門股要好，即使股價報酬針對規模修正後，結果依然如此。尤其原本市值規模大，但不為投資人注意的股票，表現更是遠超過市值規模小的熱門股。Arbel (1985b) 指出，投資這些被忽略的股票會有超額報酬的原因，不是因為這些公司規模小，而是因為這些公司不為人知，換言之，這種超額報酬是彌補投資人資訊缺乏的風險貼水。

Baker, Powell, and Weaver(1999)對在 1984 至 1993 年間由 AMEX 轉移到 NYSE 交易的股票做實証研究，證實公司在移轉交易所之後確實引起更多分析師預測其下一年的盈餘，而且機構投資人持股的股數及比例增加，還有，被報紙報導的次數也有增加的趨勢。

除了知名度以外，不同的交易市場對股票交易的限制，也是公司管理階層選擇轉換交易所的原因之一。Longstaff (1995) 用選擇權評價模型解釋，即使流動性被限制的時間很短，證券的價格還是有可能會因流動性受限而大幅折價。

(二)轉上市前後的價格行為

Ule (1937) 、Von Horne (1970)、Ying, Lewellen, Schlarbaum, and Lease (1977)、Sanger and McConnell (1986)以及 Baker and Edelman (1991)的研究都顯示，在轉移交易所之前，股價會有正的異常報酬，而在轉移交易所之後，則有負的異常報酬。而 McConnell and Sanger (1987)及 Edelman and Baker (1994)的實証研究也支持同樣的結論。

在 McConnell and Sanger (1987)針對 1926 至 1982 年間自 Curb/AMEX 移轉到 NYSE 的股票所做的研究中指出，最顯著的負異常報酬是出現在移轉後的第

一個月。但是，Dharan and Ikenberry (1995)的研究指出，不是所有的股票在轉換交易所之後都會有負的異常報酬。公司規模小、法人持股少的公司才會有顯著的負異常報酬。因為這種公司的管理階層會在公司的狀況符合申請標準時申請移轉到更大的交易所交易。由於這種公司通常財務及經營狀況不穩定，所以容易在移轉交易所之後，出現不良的經營績效，導致股價下跌，產生負的異常報酬。

關於上市後負的異常報酬出現的原因，Ibbotson and Ritter (1995)與 Bergstrom, Fredriksson, Hodfeldt and Lind (1995)有另一個解釋。他們指出，當投資者過度樂觀時，若股市無法正常反應股價，而有某一產業的股票普遍高估的情形時，管理者會適時掌握此上市時機，但在投資大眾恢復冷靜後，這種藉機上市的股票，價格就會往下修正。

另外，Dharan and Ikenberry (1995)也指出導致公司在移轉交易所之後出現負異常報酬，有部分原因，是增資發新股的緣故。公司增資發新股，會導致股價下跌，不管是不是首次增資發行(IPO)都會如此。關於這一點，在 Loughran and Ritter (1995)、Mikkelson and Shah (1994)、Nelson (1994)以及 Spiess and Affleck-Graves (1995)的實証研究中，均已獲得證實。但是，Dharan and Ikenberry (1995)在實証研究中指出，增資發行新股，並不是轉移交易所後負異常報酬出現的主要原因。

三、研究方法

(一) 上櫃轉上市之決策對股票報酬率決定因素

1. 計量方法

Two Stage - Probit Selection Model

移轉迴歸模式首由 Goldfeld & Quandt (1973)提出，該模式分為兩個階段：

$$\text{第一階段： } I_i = \tau' Z_i - e_i$$

$$\text{第二階段： Regime 1 : } y_i = \beta'_1 x_{1i} + e_{1i}$$

$$\text{itt } I_i > 0$$

$$\text{Regime 2 : } y_i = \beta'_2 x_{2i} + e_{2i}$$

$$\text{itt } I_i \leq 0$$

此模式中 Goldfeld & Quandt 假設 e_i 與 e_{1i} 及 e_{2i} 獨立。而 Maddala & Nelson(1975)於內「內生移轉之移轉迴歸模式」(Switching regression model with endogenous switching)研究中假設與 e_{1i} 、 e_{2i} 和 e_i 具相關性，其共變數矩陣為：

$$\Sigma = \begin{bmatrix} \sigma_1^2 & \sigma_{12}^2 & \sigma_{1e} \\ & \sigma_2^2 & \sigma_{2e} \\ & & \sigma^2 \end{bmatrix}$$

在第一階段中，準則(the criterion)決定於解釋性變數 Z_i ，第二階段中的 2 個 Regimes 即基於此準則所建立。研究即是在檢視此階段解釋性變數在不同 Regime 下是否對因變數有不同的影響。

Lee(1976)提出一較簡單的二階段方法，Lee 運用此模式分析有工會/無工會工資之研究(the union-nonunion-wage study)，由準則函數決定個人是否加入工會。Trost(1977)提出之房屋需求模式使用一個準則函數決定一個人是否承租或擁有房屋。Maddala 及 Nelson(1975) 之移轉迴歸模式由 Lee, Maddala 及 Trost(1979) 加以擴展，使聯立方程式亦得以適用於每個 Regime。

McDonald 及 Sorderstrom(1986)應用此模式以分析在不同 Regimes 下，解釋變數對股利決策之影響，而這些不同 Regimes 是以公司是否預期使用外部權益融資作區分，他們的目的是要實際驗證融資層級 (financing hierarchy) 的存在性，在第二個 Regime 中他們運用了一條方程式。

我們可以建立準則函數作為單一決策或同時多項決策之依據。例如，在同時多項決策之情況中，我們可能想要決定同時發行各種外部權益及股利分配的決策

準則，而在已知一家公司是否有股利分配及同時發行各種新股之情況下，我們便可以決定這家公司的舉債決策。

本研究即是採用 Lee, Maddala 及 Trost(1979)擴展第二階段為聯立方程式之模式，以估計投資、股利及融資決策各交互影響之參數。

2. 財務模式

本財務模式係採兩階段模式：

第一階為決定轉或不轉上市之因素：

$Z = f(\text{決定上櫃公司轉上市之因素})$ ；

$Z = 0$ 或 1 ； 0 代表不轉上市之決策， 1 代表轉上市之決策。

決定上櫃公司轉上市之因素包括股票週轉率、公司規模、產業因素(電子股與非電子股)、前一年股票報酬率、公司營業獲利率、負債比率等：

$$Z_t = a_0 + a_1 \text{TOVER}_{t-1} + a_2 \text{SIZE}_{t-1} + a_3 \text{IDUMMY}_t + a_4 R_{t-1} + a_4 \text{EBIT}_{t-1} + a_5 \text{DE}_{t-1} + e_t$$

第二階段為股票報酬率之決定因素：

$$R_t = a_0 + a_1 \text{Size}_{t-1} + a_2 \text{EP}_{t-1} + a_3 \text{BM}_{t-1} + a_4 \text{CF}_{t-1} + a_5 \text{Beta}_t + e_t$$

Size 是公司規模大小

E/P 是盈餘對股價比率，即 P/E 比率的倒數；

B/M 是帳面價值對市價比率；

CF 是現金流量比率；

Beta 是公司股票β值。

1. 盈餘對股價比率(E/P)

在股票市場異常(stock market anomalies)的研究中，E/P ratio 是經常被提及的一個重要變數。Ball(1978)認為，E/P ratio 在資產訂價模型中是所有遺漏因素的總代表(catchall proxy)，因此，如果兩支股票有相同的盈餘但有不同的風險，高

風險的股票會有較高的預期報酬，但由於其風險較高，其股價會較低，使得其 E/P ratio 會較高，因此，E/P ratio 和股票報酬率之間的關係應該是正向的。

Basu (1977,1983)也支持「包含低 P/E ratio 股票的投資組合較包含高 P/E ratio 股票的投資組合獲得較高的超額報酬」的說法。Campbell and Shiller (1988) 證明了 E/P ratio 在長期，對於股票報酬率具解釋能力。即使華爾街日報也報導：某些將投資集中在低 P/E ratio 股票的共同基金賺取了較市場平均為高的報酬。

然而，在台灣的實證研究中，則尚未發現 E/P ratio 有顯著的影響。

2. 公司規模大小(size)

Chan and Chen (1991)對於為何大公司和小公司會有不同平均報酬率提出可能的解釋。他們提出兩種說法。一種說法是：大公司和小公司對於風險因子的敏感程度不同，而風險因子則是影響資產訂價的重要因素；另一種說法則是：小公司有較大的生產風險及風險貼水的變動。但他們也指出，這兩個觀點只提到大公司和小公司在風險上的差異，並未說明為什麼會有這種差異產生。因而在他們後續的研究中，他們便嘗試著去解釋。他們認為，小公司通常都是邊際公司，所謂的邊際公司就是具有低生產效率和高財務槓桿特性的公司，而此導致了小公司有較高的預期報酬。

Banz (1981)認為：公司大小(以普通股的市價來表示)會影響股票的預期報酬。給定一個 market beta，小公司所求出之預期報酬太高而大公司的預期報酬太低。Fama and French (1992)也發現，size 和 B/M 都會影響風險相關的股票平均報酬。size 在台灣股票市場的定義和美國的有所不同，在台灣，size 通常是指流通在外股數或是普通股股本。而小公司由於流通在外股數較少且成長潛力較大，因此市場上通常較受歡迎。

由以上之討論，我們預期 size 和股票報酬率間的關係應為負向的。

3. 帳面價值對市價比率(B/M)

Fama and French (1992)主張，公司的盈餘預期為股票報酬的風險因子之一，若預期公司的盈餘不佳，反應在股價上的就是低市價，亦即高 B/M 比。而由於其風險較高，預期報酬也應較高。

Stattman(1991), Rosenberg, Reid and Lanstein(1985), Chan, Hamao, and Lakonishok(1991)以及 Fama and French(1992)都發現 B/M 有很強的解釋力。當 beta 控制不變，B/M 愈高，股票的預期報酬也就愈高。因此在本研究中，我們也預期 B/M 和股票報酬之間的關係為正向。

4. 現金流量比率(CF)

在 1980 年代，購併的風潮將道瓊 30 指數推向新高，而當時受惠的股票就是那些具有較大現金流量的公司，這些公司由於大量的現金流量，成了購併的目標，而透過購併，公司就不會因為現金不足而必須放棄一些 NPV 為正的計劃。當購併的消息傳出後，被購併公司的股價通常會飆漲 50%到 100%，因此許多基金經理人發現，投資這類型的公司有較大的機會獲得較高的報酬，在本研究中，我們也預期 CF 和股票報酬間有正向關係存在。

Chan, Hamao, amd Lakonishok (1991)之研究發現，在日本股市，CF 對股票的預期報酬有顯著的解釋力，然而他們認為，CF 的解釋力之所以會大於 E/P 的原因，可能是因為日本公司使用加速折舊攤提的會計制度，以致於使盈餘受扭曲。

四、實證結果

(一) 第一階段結果

決定上櫃公司轉上市之因素包括股票週轉率(TOVer)、公司規模(SIZE)、產業因素(電子股與非電子股)(IDUMMY)、前一年股票報酬率(RTN)、公司營業獲利率(EBIT)、負債淨值比率(DE)等。

本階段之回歸模式為：

$$Z_t = a_0 + a_1 \text{TOVER}_{t-1} + a_2 \text{SIZE}_{t-1} + a_3 \text{IDUMMY}_t + a_4 \text{RTN}_{t-1} + a_5 \text{EBIT}_{t-1} + a_6 \text{DE}_{t-1} + e_t$$

其中，

$Z = 0$ 或 1 ； 0 指在三年內暫時無意轉上市； 1 指在三年內有意轉上市之上櫃公司；

$\text{TOVER} =$ 全年股票成交總值除以股本；

$\text{SIZE} = \ln(\text{公司期末市值})$ ；

$\text{IDUMMY} = 0$ 指非電子公司； 1 指上櫃電子公司；

$\text{RTN} =$ 上櫃公司股票年報酬率；

$\text{EBIT} = (\text{EBIT}/\text{SALE})$ ；

$\text{DE} =$ 負債淨值比。

根據表 1，本文發現，就本文之上櫃公司樣本而言，週轉率高的、股本較小的、前期股票報酬表現差的及負債比率較低的公司股票越可能申請轉上市。

表 1 第一階段迴歸實證結果

	常數	TOVER _{t-1}	SIZE _{t-1}	IDUMM Y _t	RTN _{t-1}	EBIT _{t-1}	DE _{t-1}
87 年	7.634 (1.213)	0.067 (1.817)*	-0.372 (-1.236)	-1.188 (-1.873)*	-1.252 (-1.752)*	1.521 (0.493)	-1.443 (-1.953)*
88 年	9.103 (1.981)*	0.041 (1.721)*	-0.464 (-2.116)*	-0.002 (-0.006)	-0.917 (-1.853)*	1.215 (1.618)	-0.426 (-1.803)*
89 年	4.24094 (1.325)	-0.0148146 (-0.983)	-0.313817 (-1.996)*	1.31034 (3.569)*	0.29445 (1.748)*	6.21062 (3.779)*	0.180931 (1.073)

() 中為 t 值，* 則表示 $\alpha=0.1$ 時，顯著的變數

* 本文以次年度以後之轉上市之上櫃公司作為在當年度有意願轉上市之公司；例如在 87 年度有意願轉上市之公司計 123 家係包括 88、89 與 90 三年度轉上市之上櫃公司 14、63 與 46 家。各年度上櫃轉上市之名單詳附表。

(二) 第二階段結果

第二階段迴歸式：

$$R_{it} = a_{i0} + a_{i1} \text{Size}_{t-1} + a_{i2} \text{EP}_{t-1} + a_{i3} \text{BM}_{t-1} + a_{i4} \text{CF}_{t-1} + a_{i5} \text{Beta}_t + e_{it}$$

R = 股票年報酬率

Size = ln(公司期末市值)；

EP = 每股稅後盈餘對股票市價比率，即 P/E 比率的倒數；

BM = 是每股帳面價值對股票市價比率；

CF = 現金流量比率；即(稅後淨利+折舊)/市價；

Beta = 公司股票β值。

根據表 2，本研就究發現，申請轉上市的公司，淨值市價比率(BM)比較是一致而顯著的正面影響因素，公司規模變數在三年之樣本都不顯著，本益比(EP)與現金流量變數(CF)前後年之結果不一致，其他因素較不一致或不顯著，BM 變數之影響正面且顯著，此與過去之文獻頗為一致。就不申請轉上市之公司而言，此淨值市價比率變數變得不顯著，公司規模變數與現金流量變數(CF)在三年之樣本都不顯著，本益比(EP)前後年之結果不一致。此外，不論申請轉上市與否，BETA 變數都不曾顯著過，此與過去之文獻也頗為一致。因此本研究發現，就本研究樣本而言，申請轉上市與不身請轉上市之上櫃公司，在股票報酬率之決定因素方面有顯著之不同。

表 2 第二階段迴歸實證結果

Z=1(有意申請轉上市)

	常數	SIZE _{t-1}	EP _{t-1}	BM _{t-1}	CF _{t-1}	BETA _t
87 年	-3.25827 (-1.343)	0.102578 (1.000)	11.9715 (3.607) *	1.12789 (2.345) *	-3.74038 (-1.732) *	0.0344042 (0.162)
88 年	-4.20946 (-0.860)	0.127111 (0.592)	-7.87647 (-1.692) *	1.37213 (2.061) *	-8.91606 (-1.618)	1.46529 (3.016) *
89 年	1.57273 (0.930)	-0.0934548 (-1.268)	2.71449 (0.736)	-0.335285 (-0.854)	6.10541 (2.020) *	-0.0726893 (-0.587)

Z=0(暫無意申請轉上市)

	常數	SIZE _{t-1}	EP _{t-1}	BM _{t-1}	CF _{t-1}	BETA _t
87年	1.63467 (0.825)	-0.0821871 (-0.935)	3.64844 (1.078)	0.24326 (0.702)	-4.46178 (-1.195)	0.00193043 (0.013)
88年	-3.31834 (-1.251)	0.134597 (1.137)	-3.80062 (-2.327) *	0.216702 (1.099)	3.7228 (1.683)	0.0301741 (0.133)
89年	-0.26828 (-0.442)	-0.00291996 (-0.105)	0.681756 (1.711) *	0.0154145 (0.248)	-0.75113 (-1.637)	-0.0898947 (-1.558)

五、結論

最近幾年國內上櫃公司申請轉上市的公司逐年增加。民國八十二年只有三家，到了八十九年底已有一百家由上櫃轉上市成功。早期由於櫃檯買賣中心股票成交量非常少，而且無法信用交易，因此上櫃以後便像進了「冷凍櫃」。所以這些上櫃公司更急於轉上市，以增加公司股票流通性，以及提昇公司之聲譽與知名度，而上市較可能達成這樣的目的。

由於上櫃轉上市樣本不多，前幾年國內幾乎無本文類似之研究，但國外股市歷史悠久，所以相關的研究不少，主要探討改變掛牌市場的動機，如提高公司地位、提高股東對公司將來發展的信心、提高股票的流通性、提高知名度等，另外，有不少實證研究針對公司轉移交易所前後的股票價格表現。

本研究之目的主要是針對上櫃公司轉上市前後的股票報酬率決定因素是否會有所不同，這是延伸作者過去一系列的相關研究，即應用 Two-Stage Probit Selection Model 來探討上櫃公司轉上市之原因以及在選擇轉上市與否的條件下，股票報酬率的決定因素是否有異。本文發現，就本文之上櫃公司樣本而言，週轉率高的、股本較小的、前期股票報酬表現差的及負債比率較低的公司股票越可能申請轉上市。在股票報酬的決定因素方面，申請轉上市的公司，淨值市價比率比較是一致而顯著的正面影響因素，其他因素較不一致或不顯著，此與過去之文獻頗為一致。就不申請轉上市之公司而言，此淨值市價比率變數變得不顯著。因此本研究發現，申請轉上市與不申請轉上市之上櫃公司，在股票報酬率之決定因素方面有顯著之不同。

参考文献

1. Arbel, A., *How to Beat the Market with High-Performance Generic Stocks* (New York: William Morrow and Company, Inc., 1985a).
2. Arbel, A., "Generic Stocks: The Key to Market Anomalies," *Journal of Portfolio Management*, 11 (Summer 1985b), pp. 4-13.
3. Arbel, A., S. Carvell, and P. Strebel, "Giraffes, Financial Institutions and Neglected Firms," *Financial Analysts Journal*, 39(May/June 1983), pp. 57-63.
4. Arbel, A., and P. Strebel, "The Neglected and Small Firm Effects," *The Financial Review*, 17(November 1982), pp. 201-218.
5. Arbel, A., and P. Strebel, "Pay Attention to Neglected Firms!" *Journal of Portfolio Management*, 9 (Winter 1983), pp. 37-42.
6. Baker, H.K., "Why Companies Switch Stock Exchanges," *Southern Business review*, 19 (Spring 1993), pp. 9-19.
7. Baker, H.K., and R. B. Edelman, "Amex-to-NYSE Transfers, Market Microstructure, and Shareholder Wealth," *Financial Management*, 21(Winter 1992), pp. 60-72.
8. Baker, H.K., and M. C. Johnson, "A Survey of Management Views on Exchanges Listing," *Quarterly Journal of Business and Economics*, 29(Autumn 1990) pp. 3-20.
9. Baker, H.K., and G. Petit, "Management's View of Stock Exchange Listing," *Akron Business and Economic Review*, 13(Winter 1982), pp. 12-17.
10. Baker, H.K., G. E. Powell, and D. G. Weaver, 1999, Listing changes and visibility gains, *Quarterly Journal of Business and Economics* 38, 46-63.
11. Barry, C. B., and S. J. Brown, "Limited Information as a Source of Risk," *Journal of Portfolio Management*, 12(Winter 1966), pp. 66-72.

12. Bergstorm, C. and J. Fredriksson, P. Hogfeldt and D. Lind, Why are IPO's underpriced? Empirical evidence from Qualitative and quantitative analysis, unpublished, Department of Finance, Stockholm School of Economics, 1995.
13. Bhardwaj, R. K., and L. D. Brooks, "Stock Price and Degree of Neglect as Determinants of Stock Returns," *Journal of Financial Research*, 15(Summer 1992), pp. 101-112.
14. Christie, William G, and Roger B. Huang, 1993, Market structures and liquidity: A transaction data study of exchange listings, *Journal of Financial Intermediation* 3, 300-326.
15. Dharan, B. G., and D.L. Ikenberry, "The Long-Run Negative Drift of Post-Listing stock Returns," *Journal of Finance*, 50(December 1995), pp. 1547-1574.
16. Edelman, R. B., and H. K. Baker, "The Post Listing Returns Anomalies Revisited," *Quarterly Journal of Business and Economics*, 33(Spring 1994), pp. 34-48.
17. Ibbotson, R. G. and Ritter, Initial public offerings, in: R. A. Jarrow, V. Maksimovic and W. T. Ziemba, eds., *Handbook of Finance*, 1995.
18. Ikenberry, David, Josef Lakonishok, and Theo Vermaelen, 1995, Market under reaction to open market share repurchases, *Journal of Financial Economics*.
19. Kadlec, G. B. ,and J. J. McConnell, "The Effect of Market Segmentation and Liquidity on Asset Price: Evidence from Exchange Listings," *Journal of Finance*, 49(June 1994), pp. 611-636.
20. Longstaff, F. A., How much can marketability affect security values?, *Journal of Finance*, 50(December 1995), pp. 1767-1774.
21. Loughran, Tim, and Jay R. Ritter, 1995, The new issues puzzle, *Journal of Finance* 50, 23-51.
22. McConnell, J. J., and G. C. Sanger, 1984, A trading strategy for new listings on the

- NYSE, *Financial Analyst Journal* 40, 34-48.
23. McConnell, J. J., and G. C. Sanger, "The Puzzle of Post-Listing Common Stock Returns," *Journal of Finance*, 42(March 1987), pp. 119-140.
24. Merton, Robert C., "Presidential Address: A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information," *Journal of Finance*, 42(July 1987), pp. 483-510.
25. Mikkelsen, w. H., and K. Shah, 1994, Performance of companies around initial public offerings, Working Paper, University of Oregon.
26. Sanger, Gary C., and J. J. McConnell, 1996, Stock exchange listings, firm value, and security market efficiency: The impact of Nasdaq, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, 1-25
27. Spiess, D. Katherine, and John Affleck-Graves, 1995, Under performance in the long-run stock returns following seasoned equity offerings, *Journal of Financial Economics* 38, 243-267.
28. Ule, Maxwell G, 1937, Price movements of newly listing common stock, *Journal of Business* 10, 346-369.
29. Van Horne, James C., 1970, New listings and their price behavior, *Journal of Finance* 25,783-794.
- Ying, Louise, K. W., Wilbur G. Lewellen, Gary G. Schlarbaum, and Ronald C. Lease, 1977, Stock exchange listings and security returns, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 12, 415-432.

附表一 歷年上櫃轉上市公司統計表

年度	新上櫃家數	下櫃公司	轉台灣證券交易所上市公司名稱	管理股票	至年底上櫃公司合計
78年	1				1
79年	3				4
80年	5				9
81年	3		南帝化工		11
82年	3		亞瑟科技、福懋油脂、國巨		11
83年	3				14
84年	29		精業、利奇機械		41
85年	38				79
86年	41	正義	藍天電腦、三洋電機、大安銀行、萬通銀行、中華銀行	正豐化學 羽田機械	114
87年	74		耿鼎企業、台光電子、鴻運電子、瑞昱、萬泰銀行、台新銀行、玉山銀行、聯邦銀行、亞太銀行、遠東銀行、華信銀行、富邦銀行		176
88年	102		中興銀行、天仁茶葉、大眾銀行、世昕企業、泰銘實業、云辰電子、秋雨印刷、合勤科技、安泰銀行、普立爾、億光電子、精碟科技、昌益建設、映泰	新泰伸、大業、東隆五金、金緯纖維、中精機、大鋼、峰安、易欣工程	264
89年	105	三粹、住聯、京華、矽豐、中強電子、大業	凌陽科技、首利實業、漢唐訊聯、浩鑫、欣高石油氣、大山電線電纜、華豐橡膠、鑽全實業、興泰實業、永裕塑膠、地球綜合工業、恆大、三洋紡織、台南企業、弘裕企業、本盟紡織、恩德實業、樂士電機、亞崴機電、高林、勤美、億泰電線電纜、榮星電線電纜、合機電線電纜、元禎企業、永記造漆、台灣中華化學、新光鋼鐵、新鋼工業、佳大世界、環隆科技、精技電腦、錫新科技、世平興業、圓剛科技、雅新實業、仲琦科技、新巨企業、建準電機、國聯光電、固緯電子、隴華電子、承啟科技、鼎元光電、三商電腦、興勤電子、永兆精密、燦坤實業、聯昌電子、倚天資訊、互盛、統懋半導體、台灣電路、偉詮電子、旺詮、英誌企業、美律實業、皇翔建設、根基營造、成霖企業、慶豐富、欣錫國際及全國加油站	大穎企業、國產汽車、延穎實業、紐新企業、中強電子、尖美建設、瑞圓纖維	300

附表二 九十年度上櫃公司批次申請轉上市名單

序號	公司名稱	公司代號	所屬行業	截至 9/10 股數	申請日期
01	飛宏企業	5415	電子工業	196,050,000	6/18
02	義隆電子	5433	電子工業	295,038,260	6/18
03	敦吉科技	5399	電子工業	76,800,000	6/19
04	建通精密	5416	電子工業	52,811,024	6/19
05	光群雷射	5417	電子工業	93,300,000	6/19
06	允強實業	5012	鋼鐵工業	105,656,080	6/19
07	宏亞食品	4204	食品工業	61,283,850	6/20
08	台灣良得電子	5446	電子工業	52,681,371	6/20
09	信義房屋仲介	8920	其他	78,554,000	6/22
10	美吾華	4701	化學工業	70,573,730	6/22
11	花仙子企業	4715	化學工業	40,782,400	6/22
12	研揚科技	5402	電子工業	55,655,000	6/22
13	麗臺科技	5389	電子工業	84,983,143	6/22
14	盟立自動化	5445	電子工業	69,954,000	6/26
15	冠西電子	5420	電子工業	44,442,272	6/26
16	新企工程	4515	電機機械	88,897,650	6/26
17	志聖工業	5397	電子工業	60,280,000	6/26
18	華經資訊	5412	電子工業	58,750,000	6/26
19	中宇環保	4524	電機機械	81,171,912	6/27
20	力信興業	5437	電子工業	66,648,200	6/28
21	裕融企業	8922	其他	209,500,000	6/28
22	和大工業	4525	電機機械	51,266,690	6/28
23	毛寶	4713	化學工業	41,611,722	6/28
24	品佳	5407	電子工業	121,300,000	6/28
25	五鼎生技	4101	生物科技	39,930,000	6/28
26	資通電腦	5379	電子工業	43,305,000	6/28
27	立隆電子	5435	電子工業	67,000,000	6/28
28	思源科技	5406	電子工業	65,000,000	6/28
29	可成科技	5408	電子工業	102,049,560	6/28
30	中華映管	5430	電子工業	3,772,000,000	6/28
31	鉅祥企業	5444	電子工業	114,000,000	6/28
32	美隆電器	5427	電子工業	101,900,000	6/28
33	大毅科技	5396	電子工業	93,666,000	6/28
34	和立聯合	5429	電子工業	123,100,000	6/28

35	敦陽科技	5418	電子工業	135,685,488	6/28
36	強茂	5422	電子工業	74,821,760	6/28
37	連宇	5419	電子工業	57,700,000	6/28
38	百容電子	5394	電子工業	78,953,875	6/28
39	希華晶體	5411	電子工業	69,400,000	6/28
40	兆赫電子	5409	電子工業	135,658,199	6/28
41	一詮精密	5431	電子工業	61,244,032	6/28
42	友立資訊	5378	電子工業	64,082,000	6/29
43	漢平電子	5440	電子工業	70,000,000	6/29
44	瑞軒科技	5405	電子工業	199,030,000	6/29
45	皇統光碟科技	5413	電子工業	99,887,808	6/29
46	訊碟科技	5428	電子工業	253,345,212	6/29
47	長榮航空	5606	航運業	2,205,000,000	6/29
48	華新科技	5335	電子工業	185,000,000	6/29