

臺灣證券交易所 108 年度研究報告提要表		填表人：陳明璋 填表日期：108 年 12 月 19 日	
研 究 項 目	科技事業申請股票初次上市成效之探討		
研究單位及人員	陳明璋、張芳綺、陳向榮、蘇穎鳳	研究時間	自 108 年 1 月 1 日至 108 年 12 月 31 日
報 告 內 容 提 要			
<p>一、研究內容重點</p> <p>本研究分為五章，第一章緒論，描述本研究之緣起與目的，主要針對美國初次上市市場結構之演變及國內科技事業初次上市櫃市場結構之演變進行分析，並運用計量模型，就過往國內科技事業上市櫃成效與企業特性之關聯性進行實證分析，探討初次上市櫃市場結構性變化，進而提出對初次上市櫃發行制度之建議，協助科技事業之產業發展，並提供投資人優質之投資標的，以活絡證券發行市場。第二章文獻探討，針對國內外相關文獻進行回顧，以瞭解初次上市櫃成效與企業特性之關聯性等議題之當前研究成果及學術進展，初次上市櫃企業特性包括創設期間、企業規模、損益狀況、股權結構、研發費用及無形資產。第三章研究方法，就本研究所採用之研究方法進行詳細介紹，具體說明研究範圍、研究資料及研究模型等面向，進而提出本研究相關之研究假說。第四章實證結果，針對美國初次上市市場結構之演變及國內科技事業初次上市櫃市場結構之演變進行分析，並運用計量模型，就過往國內科技事業上市櫃成效與企業特性之關聯性進行實證分析。第五章結論與建議，透過前開實證分析結果，藉以探討以科技事業條件申請初次上市櫃之上市櫃制度並提出具體建議，進而提醒本研究之研究限制及後續研究建議。</p> <p>二、結論與建議事項</p> <p>(一)結論</p> <p>本研究主要採用敘述統計及多元迴歸分析方式進行實證，分析美國初次上市市場結構之演變及國內科技事業初次上市櫃市場結構之演變，並就過往國內以科技事業條件申請股票初次上市櫃企業之績效表現與企業特性之關聯性進行實證分析，本研究結論分別就美國初次上市市場結構之演變、國內科技事業初次上市櫃市場結構之演變及國內科技事業上市櫃後報酬與企業特性之關聯性分述如下：</p> <p>1.美國初次上市市場結構之演變</p> <p>(1)初次上市家數：2000 年網路泡沫化後，進入後 IPO 時代，初次上市案</p>			

源銳減，主係上市法規趨嚴，並與明星分析師重要性下滑等緣由有所關聯。

- (2)科技股占比：包含網路股而不包含生技股之科技股占比，呈現逐漸增加之趨勢，係與美國企業創新精神之典範價值有所關聯，譬如矽谷新創產業群聚效果。
 - (3)創設期間：轉趨較長，經研判主係資金來源多元化，包括創業投資及私募基金之資金來源，並因上市法規趨嚴，遵循成本漸高，致新創業者將上市時點延後。
 - (4)企業規模：科技股營收及市值，呈現逐漸增加之趨勢，其中 2000 年及 2008 年時達相對高峰，亦係資金來源多元化及上市法規趨嚴，新創業者將上市時點延後，致初次上市時點規模較大。
 - (5)損益狀況：虧損比例轉趨較多，2000 年上市公司虧損公司達 81%，2018 年亦達 81%，主係新創企業更加重視市占率、營運規模及研發支出等長期績效指標，而犧牲盈餘獲利等短期績效指標。
 - (6)股權結構：公眾流通股數呈高、低、高、低之分布，近年之公眾流通股數偏低，與網路泡沫時期約當。
 - (7)承銷商家數及承銷商費用：主辦承銷商家數呈現逐漸增加，承銷費用呈現略為減少之趨勢，經研判主係募資金額越來越大。
 - (8)雙層股權結構：雙層股權結構之初次上市公司持續增加，表示創業團隊營運主導權之需求提升，科技類股尤然。
 - (9)策略性併購下市：上市後策略性併購下市家數呈現先增後減之趨勢，近年上市後併購活動已不如以往活絡。
 - (10)營收規模大之初次上市公司上市後長期報酬較佳：營收規模大之初次上市公司上市後 3 年及 5 年平均報酬高於營運規模小者，顯示初次上市公司企業規模優勢重要性與日俱增。
 - (11)有創投之初次上市公司之報酬較佳：有創投之初次上市公司之上市首日及上市後三年之平均報酬率，皆較無創投之初次上市公司為高，顯示有價值之投資人對初次上市公司確實有所助益。
2. 國內科技事業初次上市櫃市場結構之演變
- (1)上市櫃後報酬：2000 年代早期、晚期及 2010 年代三段期間呈現先增後減之趨勢，主係 2010 年代生技醫療股初次上櫃評價過高，導致上櫃後回跌幅度加大。

- (2)創設期間及企業規模：呈現逐漸降低之趨勢，顯示國內資本市場深耕已久，歷史悠久之大型企業多已掛牌，致近期掛牌以小型新創企業為主。
 - (3)損益狀況：2010年代虧損公司呈現逐漸增加之趨勢，尤以2012年度以後為甚，主係2010年代科技事業以生技醫療股為大宗，生技醫療股需投資大量資金研發，新藥開發期間長，產生鉅額虧損，即使尚未有獲利仍可依規申請上櫃掛牌。
 - (4)股權結構：董事加計前十大股東持股比例及小股東持股比例除特定年度外尚呈現穩定結構，2010年代董事加計前十大股東持股比例介於40.24%至55.50%區間，小股東持股比例介於11.76%至21.88%區間。
 - (5)研發費用：研發費用占營業收入比例2010年代呈現鉅額增加，主要係生技醫療股新藥開發成功前，尚無主要營收來源，而投入鉅額研發費用，亦顯示初次上市櫃科技事業研發投入益發重要。
 - (6)無形資產：無形資產占總資產比例2010年代呈現明顯增加，顯示初次上市櫃科技事業無形資產占企業價值之比重已較過往重要。
- 3.國內科技事業上市櫃後報酬與企業特性之關聯性
- (1)損益狀況：上市櫃前1年及前2年獲利能力越高，上市櫃後報酬越高，惟上市前3年獲利能力越低，上市櫃後報酬越高，顯示科技事業上市櫃前研發成果成長動能越強，上市櫃後報酬越高，經研判係產品規格、技術發展或市場環境發生典範轉移，致企業價值發生轉折向上。
 - (2)股權結構：上市櫃前小股東人數越多，上市櫃後報酬越高，顯示興櫃市場流動性越好，較易發揮價格發現功能，標的公司易獲投資人認同，上市櫃後報酬越高。

(二)建議

本研究主要採用敘述統計方式，分析美國初次上市市場結構之演變及國內科技事業初次上市櫃市場結構之演變，並採用多元迴歸分析等統計方式探討科技事業申請股票初次上市櫃成效與企業特性之關聯性進行實證分析，冀能對國內初次上市櫃發行制度提出建議，以達優化初次上市櫃發行市場環境及保護投資人權益之雙重效益，本研究提出對朝向資本市場邁進之科技事業、對初次上市櫃市場中介單位推動重點及初次上市櫃發行制度之建議分述如下：

1.對朝向資本市場邁進之科技事業之建議

(1) 早期之研發型新創企業得引進有價值之創業投資或私募基金：專業型創業投資或私募基金除提供企業資金外，並得輔導早期之研發型新創企業提升公司治理水平，協助產業上下游資源融合，進而完善技術創新及財務業務優化。

(2) 持續追求技術領先，並往高毛利、高附加價值之新興產業領域發展：吸引專業人才、強化產品加值、厚植研發能力及投入關鍵應用產業，以具產品差異化及市場區隔性，方能創造永續競爭力。

2. 對初次上市櫃市場中介單位推動重點之建議

(1) 積極輔導營運虧損而規模較大之研發型企業：現今研發型企業願意犧牲短期報酬，如獲利能力，而成就長期報酬，如市場占有率或企業規模，並投入較高研發能量，換取未來更高成長性及更大獲利空間。

(2) 興櫃市場流動性對企業價值具有顯著影響力：興櫃市場流動性越好，較易發揮價格發現功能，標的公司易獲投資人認同，上市櫃後報酬越高，主係興櫃公司資訊揭露程度及公司治理水平不如上市櫃公司，興櫃市場流動性對企業價值具有顯著影響力。

3. 對初次上市櫃發行制度之建議

因應初次上市櫃市場結構性變化，持續研議多元上市條件：美國市場不再以企業是否獲利，作為上市與否之依據，初次上市公司趨於大型，新創企業因延後掛牌時間，導致其更加仰賴創業投資與私募基金等挹注資金，國內科技事業初次上市櫃企業轉趨小型新創企業，現今國內初次上市櫃市場結構尚難有絕對優質之標的企業，惟仍存有相對優質之潛在標的，本公司前已新增大型新創企業得免除其獲利能力條件限制申請上市，並引進「基石投資人」制度，為大型無獲利新創公司之投資人作出區隔，提供企業彈性籌資環境，以達優化初次上市櫃發行市場環境及保護投資人權益之雙重效益。

附註：一、報告內容提要應包括下列二部分：

(一) 研究內容重點

(二) 結論與建議事項

二、本提要表須附電子檔