

台灣股票初次上市櫃相關研究文獻回顧

姜堯民·戴維芯*

台灣股票初次上市櫃相關制度與規範近 25 年來幾經更迭, 提供了充足的資料並造就了豐富的研究成果, 本文針對近 15 年來利用台灣初次上市櫃資料所發表的文章進行回顧, 試圖匯集文獻對一些重要議題的研究發現, 及發掘仍未被解決的疑問。過去文獻已就初次上市櫃後長短期績效情形及原因、承銷方式選擇、投資者投標行為及績效、承銷費用等議題提出探討。未來可朝利用台灣獨特承銷特性、機構投資人行為及承銷商行為等方向進行研究。

關鍵詞: 初次上市櫃, 折價發行, 長期績效, 承銷, 資訊不對稱

JEL 分類代號: G24, G32

1 前言

公司將股票上市櫃, 可以增加股票的流動性, 讓現有股東容易賣掉手上持股, 並較容易取得資金 (Ritter, 2011), 但這些好處是有代價的。公司一旦上市櫃, 必須遵循法令規範, 持續耗費成本來揭露各項資訊, 而揭露自身資訊有可能洩漏情報給競爭者; 還必須花費一大筆錢來進行股票承銷作業, 而承銷過程中還得承擔折價 (underpricing) 發行所帶來的損失。

公司草創初期需要資金時, 多藉由向少數人取得權益資金的方式來募集資金。等到公司成長, 需要更多的資金時; 或是原有股東想要出脫持股

*作者分別為國立台灣大學財務金融學系與國立暨南國際大學財務金融學系。姜堯民為通訊作者。作者感謝期刊編輯陳聖賢教授及陳業寧教授的指導, 兩位匿名審查人非常嚴謹的建議, 台灣經濟新報徐郁婷小姐提供資料, 中國信託綜合證券江禎泰協理提供承銷相關知識, 及張邦茹教授提供建議。



時,公司通常會想到辦理初次上市櫃公開募股承銷。一旦公司上市櫃後,其股票可以在市場上自由買賣,股票的流動性增加,原有股東可藉由拿出部份股票出售而達到多角化其投資組合的目的;公司的真實價值也會因市場資訊的充分揭露而顯現;公司也較容易在股票市場上籌資,強化其經營能力;公司也會因為股票在公開市場上交易,而提升公司知名度。

但相對地,上市櫃掛牌買賣也有缺點。包括公司必須揭露營運資訊,可能造成競爭上的不利;有時經營者會考慮市場價格的波動,而被迫更改經營策略,或被迫採取一些不必要的措施;以及募集新股會造成所有權分散,經營權容易受到挑戰等。除此之外,初次上市櫃公開承銷往往是一件費時費錢的工作;也就是說,上市櫃的發行成本很高。

Ritter (1998) 提及因為初次上市櫃股票承銷是將一家原先私有公司的股票賣給大眾,發行公司相對於承購股票的新投資者擁有較多的資訊。這個資訊不對稱問題會造成公司初次上市櫃時,投資者對發行公司的逆選擇(adverse selection)問題。而資訊不對稱也有可能造成經理人做損及投資人利益的道德危險(moral hazard)問題。這些問題可能會造成初次上市櫃期初報酬偏高及長期報酬偏低的現象。此亦初次上市櫃所需付出的代價。

在台灣,有台灣證券交易所及櫃檯買賣中心兩個市場可以讓公司股票掛牌買賣,現行法令規定要到這兩個市場首次掛牌買賣必須先進行股票承銷,讓股權分散。這兩個市場的掛牌交易標準不同,櫃買中心掛牌的標準較鬆,有些公司會先選擇在櫃買中心上櫃交易,而後再轉到台灣證券交易所掛牌交易。根據 Ritter (1998) 的定義,初次上市櫃(initial public offering)指的是證券(可以是股票或是債券)第一次對大眾做公開發行以募集資金,並進而希望建立證券的流動市場。根據這樣的定義,在我國的股票初次上市櫃指的是公司首次對大眾發行股票以募集資金,然後在台灣證券交易所或是櫃買中心掛牌交易,所以上櫃轉上市不算初次上市櫃,¹興櫃掛牌交易也不算初次上市櫃。²

¹上櫃轉上市的股票價格在櫃檯買賣中心掛牌交易期間已有較為合理的供需競逐,因此資訊揭露程度不同於一般直接初次於台灣證券交易所上市的 IPOs,故不列入初次上市櫃的討論範圍。

²申請上興櫃交易由於在公司規模、設立年限、獲利能力、股權分散以及集中保管等都沒有任何限制條件,興櫃主要功能在提供股票上市櫃前一個流通交易的平台,與一般上市



在台灣有關股票初次上市櫃的研究主要有兩個方向：一是利用台灣的資料測試相關理論，例如以資訊不對稱解釋折價現象；二是針對台灣獨特的初次上市櫃承銷制度及資料來進行探討，例如比較公開申購配售、競價拍賣與詢價圈購的差異，或承銷費用的影響等。台灣初次上市櫃承銷提供了學術界一個發揮的空間，在這篇文章中我們討論利用台灣初次上市櫃股票資料所進行分析的研究，了解這些研究的貢獻，以及啟發新的研究方向。本文試圖整理文獻的研究成果，不對個別文章提出評論。

本文結構如下：首先在第2節，我們對目前台灣初次上市櫃股票承銷的程序及方法做一簡要介紹，藉此點出台灣具有特色的制度，及所能產生的珍貴資料。第3節中我們就1971年來至今的初次上市櫃公司資料進行描述。在第4節中，我們針對文獻上討論最多的初次上市櫃折價問題，彙整台灣學者提出哪些看法及證據。在第5節，針對初次上市櫃的長期績效問題進行文獻回顧。在第6節中，我們將針對獨特台灣承銷制度所做的研究做一整理探討。最後在第7節提出結論及建議。

2 台灣初次上市櫃制度

台灣股票初次上市櫃公開承銷歷經多次改革，其中重要的變革包括：

1. 1995年增加新的承銷方式。初次上市櫃公司承銷股票可以選擇公開申購配售 (fixed-price offerings)，競價拍賣 (auctions)，及詢價圈購 (bookbuildings) 等方法。
2. 2005年承銷新制改革。改採新股承銷，取消首5個營業日漲跌幅限制，及引進過額配售機制等。

2005年之前，法令限制詢價圈購只能用於新股的承銷，然而台灣公司初次上市櫃在2005年前習慣採用提老股 (secondary shares) 的方式來進行大眾的公開承銷，因此多選擇公開申購配售或是競價拍賣搭配公開申購配售的方式來承銷。在2005年以前上市櫃公司僅在進行現金增資時，會以詢價圈

櫃在公司規模、設立年限、獲利能力、股權分散以及集中保管的嚴格要求有所不同，且上興櫃交易前不需要辦理公開承銷的動作，故不列入初次上市櫃的討論範圍。



臺灣大學學術
期刊資料庫

購搭配公開申購配售二種方式在發行成本與現有股東財富損失最小的取捨下來進行股票配售的選擇 (Chen, Shu, and Chiang, 2011)。一直到2005年承銷新制規定初次上市櫃公司原則上採行新股 (primary shares) 方式辦理承銷, 詢價圈購才成為承銷初次上市櫃股票的主流方法。

這些新制度的實施除了讓發行公司得以選擇不同方法上市之外, 多樣化的承銷方式也提供了一個良好的實驗處所, 帶動了學術界一連串的精彩研究: 例如探討到底哪一種初次上市櫃承銷方式較好, 或是哪一類的公司, 在哪一個時間點, 較適合使用哪一特定的初次上市櫃方法。文獻上有許多研究探討初次上市櫃承銷方式的選擇, 例如馬黛與胡德中 (2003)、Sherman (2005)、Wilhelm (2005)、Chemmanur and Liu (2006)、Jagannathan, Jirnyi, and Sherman (2014) 以及 Chen and Wu (2015) 等。尤其是2004年 Google 採競價拍賣方式承銷, 引起了學者對競價拍賣與詢價圈購方式比較的興趣。在美國, 詢價圈購一直是獨占鰲頭的初次上市承銷方式, 但在其他國家則試行了其他種類的承銷方式, 像是競價拍賣在英國、法國、日本、以色列、台灣及新加坡等國實行過; 許多國家傳統上都習慣採用公開申購配售的方式; 但現今世界上多數國家都改採詢價圈購的方式進行承銷 (Jagannathan, Jirnyi, and Sherman, 2014)。³ 以下針對台灣所施行的承銷方式分別進行說明。

2.1 公開申購配售

此乃傳統上許多國家所採行的承銷方法, 現在許多國家仍繼續採用。在台灣, 可選擇單獨以公開申購配售方式進行承銷, 或是與競價拍賣混合, 或是與詢價圈購混合, 來進行承銷。公開申購配售最重要的一個特性是承銷價格先由承銷商決定, 投資人再提出申購, 當全部申購數量總和大於承銷數量時, 用抽籤決定那些投資人可以獲得配售股票。2005年以前依據訂價公式來決定公開申購配售的承銷價格,⁴ 2005年承銷新制改革, 廢除慣用已久

³有關各國初次上市承銷方式的說明, 可以參考 Jagannathan, Jirnyi, and Sherman (2014)。他們文章中的表一對各國 IPO 發行制度做了詳細的列表說明。

⁴訂價公式為 $P = A \times 40\% + B \times 20\% + C \times 20\% + D \times 20\%$ 。P 是承銷價格。A 是發行公司最近3年平均每股稅後純益乘以類似公司最近公司3年平均本益比; B 是發行公司最近3年平均股利除以類似公司最近3年每股股利; C 是會計師查核簽證發行公司最



的訂價公式。承銷價格的訂定改依據競價拍賣或是詢價圈購結果或根據與櫃市場的交易情況決定之。⁵

證券商受理公開申購配售之對象以中華民國國民為限，也就是說，機構投資人不能參與公開申購配售，只有個別投資人可以參與申購。申購人就每一種有價證券之公開申購配售僅能選擇一家經紀商辦理申購，不得重複申購，且每一申購人限申購一銷售單位（通常為1,000股）。

公開申購配售可選擇搭配競價拍賣或是詢價圈購進行承銷。當採用部分競價拍賣與部分公開申購配售時，目前法規規定公開申購配售部分不得超過承銷總股數百分之二十。⁶而以詢價圈購搭配公開申購配售方式辦理者，應先行就公開銷售股數之百分之十額度辦理公開申購配售，⁷並依申購數量調整公開申購配售數量。⁸有鑑於公開申購配售部分比例過低時，中籤率過低，投資者往往無法獲得配股；因此在2011年2月14日修正配售規定：當申購數量超過公開申購配售數量達一定倍數時，必須按比例調整公開申購配售額度。

2.2 競價拍賣

從1995年起至2014年3月共有91家初次上市櫃公開承銷採用競價拍賣方式。詳細各年分布狀況見表1，使用競價拍賣的高峰落在1997-1999年。

台灣的初次上市櫃股票承銷競價拍賣是採用複數價格標（discriminatory auction），不像新加坡、法國及以色列等國所用的是單一價格標（uniform price auction）。在單一價格標中，所有得標者都是支付最低得標價格。複數價格標投標者一旦得標時，必須支付其所投標的金額。投標前，承銷商會公布發行數量，投標底價，及投標日期。投標者支付每筆新台幣500元的投標金，及投標金額的至少百分之二十當投標押金。在延續四天的投標期

近年度每股淨值；D是本年度預估每股股利除以金融機構1年定期存款利率。

⁵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30條規定「承銷價格不得低於向本公會申報詢圈約定書前與櫃有成交之10個營業日其成交均價簡單算術平均數之七成；若承銷價格與訂價日前一營業日之與櫃價格差距達百分之五十時，應具體說明訂價之理由。」

⁶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7條。

⁷已扣除依相關法令規定保留供發行公司員工認股部分，且不含過額配售部分。

⁸請見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21-1條。



臺灣大學學術
期刊資料庫

表 1: 歷年初次上市櫃數目及期初報酬

年	公開申購配售			競價拍賣			詢價圈購			合計		
	計數	期初報酬 (%)	期初報酬標準差 (%)	計數	期初報酬 (%)	期初報酬標準差 (%)	計數	期初報酬 (%)	期初報酬標準差 (%)	計數	期初報酬 (%)	期初報酬標準差 (%)
1985	4	0.094	0.120							4	0.094	0.120
1986	5	0.213	0.257							5	0.213	0.257
1987	13	0.471	0.434							13	0.471	0.434
1988	21	0.845	0.637							21	0.845	0.637
1989	18	3.265	1.032							18	3.265	1.032
1990	21	1.083	1.467							21	1.083	1.467
1991	29	0.497	0.374							29	0.497	0.374
1992	38	0.441	0.332							38	0.441	0.332
1993	29	0.381	0.320							29	0.381	0.320
1994	32	0.315	0.327							34	0.315	0.327
1995	56	0.122	0.250							56	0.122	0.250
1996	62	0.354	0.538	6	0.465	0.339				68	0.364	0.523
1997	13	0.804	0.470	22	0.264	0.311				35	0.465	0.456
1998	30	0.059	0.216	23	0.152	0.217				53	0.099	0.219
1999	94	0.218	0.424	19	0.197	0.475				113	0.214	0.431
2000	91	0.273	0.665	12	0.712	0.999				103	0.324	0.720
2001	101	0.311	0.445	3	0.116	0.382				103	0.305	0.443
2002	137	0.338	0.476	2	0.300	0.011				139	0.337	0.473
2003	102	0.045	0.194	1	0.286					103	0.048	0.194
2004	79	0.082	0.232	1	0.643		19	0.017	0.128	99	0.075	0.223
2005	10	0.208	0.201	1	0.236		51	0.319	0.389	62	0.300	0.363
2006	1	0.479					42	0.560	0.553	43	0.558	0.546
2007							52	0.652	1.165	52	0.652	1.165
2008				1	0.693		35	0.308	0.313	36	0.318	0.315
2009							39	0.871	0.781	39	0.871	0.781
2010							38	0.472	0.441	38	0.472	0.441
2011							59	0.188	0.212	59	0.188	0.212
2012							48	0.312	0.350	48	0.312	0.350
2013							45	0.367	0.260	45	0.367	0.260
2014				2	0.397	0.544	34	0.266	0.211	36	0.273	0.227
總計	987	0.341	0.655	93	0.301	0.496	462	0.408	0.583	1,542	0.359	0.626

說明: 這個表顯示1985年至2014年初次上市櫃的樣本數, 期初報酬, 及期初報酬標準差分布情形。期初報酬為
 蜜月期結束日收盤價或是首次交易日收盤價除以承銷價格減去 1。

間內, 承銷商彙集標單, 送至證券公會, 由證券公會於開標日, 統一進行開標。按價格排序, 累積得標數量至發行數量止, 以決定得標最低價。當最低得標價格上有多筆標單總和大於剩餘股數時, 則以抽籤決定得標者。開標



臺灣大學學術
期刊資料庫

後，證券商同業公會會公布投標總數量、最低得標價格、得標者價格及數量，以及數量加權平均得標價格。

2004年12月9日法規修正，股票初次上市、上櫃案件，得全數辦理競價拍賣，或部分競價拍賣部分公開申購配售。⁹實務上，多數初次上市櫃股公司使用競價拍賣承銷股票時，多搭配一半採用公開申購配售的兩階段承銷方法：先執行競價拍賣出售承銷股份的一半，再進行公開申購配售出售另一半。如果前半段競價拍賣沒能賣完，則沒賣完的股份轉移至後半段的公開申購配售。¹⁰但如果競價拍賣投標單不足一萬張（一張等於一千股），則該次競價拍賣承銷算失敗。¹¹我國的競價拍賣與公開申購配售採前後兩階段實施，主要想法是希望能藉由競價拍賣匯集投資者資訊，以訂定合理承銷價格，作為發行公司與投資者進行公開申購決策的參考。

競價拍賣開放給機構投資人及個人投資人參加，台灣的競價拍賣採複數價格標，每個投資人可以投多單，每位得標人支付自己所投標的價格，但至多不能贏得超過6%的出售股數。Chiang, Qian, and Sherman (2010) 認為複數價格標下才不會有「搭便車」(free riding) 的問題。在複數價格標下，投資者須依投標價購買股票。投資者會依自己所擁有的資訊來出價，較不會以抬高出價，來增加贏的機率。

競價拍賣程序始於承銷商公布可投標股數、底標、投標日期等資訊。承銷商蒐集投標日投遞的標單，統一於開標日交由證券商同業公會執行開標。這過程中，承銷商不能透漏任何投標情形。Chiang, Qian, and Sherman (2010) 認為在這樣的規定下，不會有人能夠參考投標情形而決定是否投標。開標後依投標價格排序決定得標價格，超過得標價格的標單獲得所

⁹請見中華民國證券商同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法第7條。2004年12月9日年前中華民國證券商同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法第7條規定股票初次上市、上櫃（櫃檯買賣第二類股票除外）案件，百分之五十應辦理競價拍賣，其餘部分辦理公開申購配售。自2004年12月9日之後至今此第7條規定為股票初次上市、上櫃案件，得全數辦理競價拍賣，或部分競價拍賣部分公開申購配售，惟公開申購配售部分不得超過承銷總數百分之二十。

¹⁰1995年至2014年3月共有三家樣本的投標單不足。

¹¹如果投標標單不足，競價拍賣有可能被取消。雖然這在台灣沒有發生過，但 Chiang, Qian, and Sherman (2010) 表示承銷商擔心投資者來不來投標非其所能控制，以致承銷失敗，因而傾向使用詢價圈購，以確保承銷能夠成功。



投標的數量；投標價格落在得標價上的標單則依抽籤決定得標者。競價拍賣後承銷價格的訂定是依據證券商同業公會公布之投標競價拍賣結果來決定的：如果投標量不足發行股數，則公開申購配售價格訂為原先競價拍賣的底價。如果投標量超過發行股數，且最低得標價超過底價的1.5倍，則公開申購配售的申購價訂為底價的1.5倍。如果投標量超過發行股數，且最低得標價不超過底價的1.5倍，則公開申購配售的承銷申購價訂為得標標單的數量加權平均價格，但不得超過底價的1.5倍。¹²

承銷商及發行公司為何要選用競價拍賣方式來進行承銷，投資者是否願意參與投標，要如何投標，他們的報酬如何，競價拍賣與其他方法比是否為較佳的承銷方法等等這些問題，都是研究上熱門的課題。本文在第六節嘗試整理台灣競價拍賣資料相關研究，試圖了解有哪些疑問已獲得解決，有哪些疑問仍未有解答。

2.3 詢價圈購

根據 Jagannathan, Jirnyi, and Sherman (2014) 的統計，世界上大多數國家以詢價圈購為主要承銷方式，台灣從2005年承銷新制改革後，詢價圈購也已成爲承銷主流方法。¹³

詢價圈購也都搭配著公開申購配售一起執行，2006年10月以前是採兩方法兩階段實施，之後是採同時舉行。¹⁴ 詢價圈購部分允許機構投資人及個別投資人參與；但公開申購配售部分只允許個別投資人參與。

承銷商首先發布同時辦理初次上市（櫃）詢價圈購暨公開申購承銷案件公告，在公告中會說明下列事項：

- 承銷總數、預計過額配售數量、證券承銷商先行保留自行認購數量、對外公開銷售及提出詢價圈購數量佔對外公開銷售部分之比例。
- 有關保證金之收取方式、對象、金額及沒入退回之規定。

¹²此1.5倍，在2000年之前之規定則為1.3倍。

¹³詢價圈購成爲主流承銷方法，並不表示不能用競價拍賣及單獨公開申購來配售股票，請參見「中華民國證券商同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第52條規定。

¹⁴Chang, Chen, et al. (2014) 在2005–2011年間的218家樣本中，有14家只有單獨使用詢價圈購；有32家採用詢價圈購搭配公開申購配售兩階段實施。



- 收取圈購處理費規定。
- 預計承銷價格之可能範圍。
- 圈購項目、圈購方式、期間及場所。
- 圈購及申購數量限制。
- 詢價圈購對象、公開申購投資人資格及事前應辦理事項。
- 公開申購期間及申購時應注意事項。

其中過額配售數量各家不一，圈購處理費收取各家也不一樣，這些數額背後所代表的涵義，值得進一步探討。過額配售高，張邦茹等 (2013) 認為這可能表示承銷商不看好該股上市後表現，需要一些籌碼在新股上市後五日內做穩定價格操作。Chang, Chen, et al. (2014) 認為圈購處理費的收取背後代表著承銷商會因競租行為 (rent seeking behavior) 而有誘因去降低承銷價格。

投資人於圈購期間，投遞圈購書，表明願意認購的股數及價格。承銷商蒐集投資人圈購意願，然後決定發行價格，以及決定配售股票給哪一些投資者。這個決定配售股票給哪一些投資人的決策權是詢價圈購中一個非常重要的特點。Loughran and Ritter (2004) 認為這是許多詢價圈購弊端的源頭。若詢價圈購搭配公開申購發行，則公開申購的價格跟詢價圈購所決定的承銷價格是一致的，投資人是依抽籤決定誰能獲得配股；之後投資人辦理繳款，承銷商撥股。然後股票上市櫃開始交易。

2005年新的承銷制度之後，新上市櫃公司幾乎都採詢價圈購進行承銷。Chiang, Qian, and Sherman (2010) 認為法令的允許初次上市櫃公司承銷可以使用新股；以及同時舉行詢價圈購及公開申購配售以節省承銷時間這兩點，是促成詢價圈購成為主流承銷方法的重要因素。

2.4 現行承銷程序

圖1顯示當前股票初次上市櫃的過程。2005年起規定申請上市櫃公司必須先於興櫃市場交易滿6個月。是以整個初次上市櫃過程要遠從興櫃掛牌開始。興櫃掛牌的條件不似申請上市櫃那樣嚴格，只要求：(1) 必須公開發行；(2) 二家以上推薦證券商。需指定一家為主辦推薦證券商，餘係協辦推薦



臺灣大學學術
期刊資料庫

步驟 時程	興櫃掛牌	申請上市櫃	承銷過程							上市櫃	
			T-7	T-6	T-5	T-4	T-3	T-2	T-1	T	T+4
內容	需滿足條件：公開發行；二家以上推薦證券商，需指定一家為主辦推薦證券商，餘係協辦推薦證券商；興櫃掛牌前不可公開承銷。	需滿足上市櫃標準：須於興櫃市場交易滿六個月；於公司規模，設立年限，獲利能力，及股權分散等項目有規定；應辦理對外公開承銷。	詢價圈購		刊登詢價公告	受理詢價（第二天）	受理詢價（第三天）	受理詢價（最後一天）	2 確定詢價額度 1 訂價日		掛牌
			向公會報備約定書及公告稿		刊登公開申購配售公告	受理公開申購配售（第一天）	受理公開申購配售（第二天）	1 受理公開申購配售（最後一天） 2 申購人申購處理費、認購及來銀行截止日 中籤通知郵寄工本費繳存往	2 證交所確定抽籤張數 1 訂價日	公開抽籤日	

圖 1: 初次上市櫃承銷程序

資料來源：參考中華民國證券商業同業公會資料做修改而成。



臺灣大學學術
期刊資料庫

證券商；(3) 興櫃掛牌前不做公開承銷。在興櫃市場交易滿六個月之後，始得申請上市櫃。根據 Chang, Chen, et al. (2014) 的2005–2011年的218家樣本顯示有公司一滿6個月(183天)就申請上市櫃，有公司則在興櫃交易達2,716天才申請上市，平均興櫃天數為634天。相較於興櫃，上市櫃條件則極為嚴格：於公司規模、設立年限、獲利能力及股權分散等項都有規定；尤其重要的是，在上市櫃之前必須對外辦理公開承銷。¹⁵

根據 Shu, Yeh, and Su (2009) 的發現，公司之所以被核准上市與其具備良好的績效以及股權規模較大有關。他們審視1997–2005年間142家核准上市的公司及17家公司被拒絕或撤銷上市的公司，發現被核准上市的公司都屬於大型且在上市前具有良好績效的公司。如進一步區分無異議通過與非無異議通過核准上市的公司，發現前者屬於沒有經歷更換會計師或會計師沒有出具保留意見書的公司。在收到初次上市申請後，台灣證券交易所會花六週進行審查，包括將所有資料集結並在開會至少10天前送交審查委員，獲得同意者始可上市。台灣證券交易所不定期召開上市審議會議，由3–4位台灣證券交易所代表以及超過8位不同背景的外部獨立委員組成，必須獲得過半投票同意才能核准上市，因此投票結果可以用來檢定上市審議委員會是否提供一個好的初次上市個案與壞的初次上市個案的監督機制。Shu, Yeh, and Su (2009) 證實無異議核准上市的公司在上市兩年後相對於非無異議核准上市的公司有顯著較佳的績效。

經過至少6個月的興櫃交易期間與審議流程後，即進入承銷過程。承銷商舉辦說明會，辦理詢價圈購或競價拍賣，決定承銷價格，完成配售名單；也進行公開抽籤決定公開申購配售得標人，然後掛牌買賣。根據 Chang, Chen, et al. (2014) 的218家詢價圈購樣本顯示從申請開始到正式掛牌買賣，這段期間平均有192天。

2006年10月之前混合詢價圈購及公開申購配售是採兩階段進行，先決定公開申購配售額度，藉由詢價圈購決定承銷價格，再進行公開申購配

¹⁵如依此條件，則早年一些已達股權分散標準，未經公開承銷即上市櫃的公司似乎不宜列入IPO樣本。另外經中央目的事業主管機關出具其係屬科技事業之明確意見書，屬於國家經濟建設之重大事業，及屬於政府獎勵民間參與之國家重大公共建設事業，取得中央政府、直轄市級地方自治團體或其台資百分之五十以上之法人核准投資興建及營運之特許權合約的公司，也可不用滿足公司規模，設立年限，獲利能力，及股權分散等規定就可上市，這些公司是否列入IPO樣本，也需考量。



售；2006年10月之後改採同時進行詢價圈購及公開申購配售，且提撥公開申購配售之額度依公開申購配售申購狀況作調整。¹⁶ Derrien and Womack (2003) 以法國為例，說明法國的詢價圈購使用兩階段承銷，價格必須提早幾天決定。Ljungqvist, Jenkinson, and Wilhelm (2003) 認為兩階段實行及同時實施的差別在於兩階段實施會給投資人操縱承銷價格的機會。然 Chiang, Qian, and Sherman (2010) 及 Chang, Chiang, et al. (2014) 則認為這樣的情形並不會發生。兩階段實施及同時進行兩種方式是否會造成投資者操縱承銷價格的機會必須做進一步討論。

詢價圈購與競價拍賣皆開放機構投資人及個別投資人參加，惟公開申購配售只允許個別投資人參加。利用競價拍賣的初次上市櫃資料，Chen and Kao (2006) 估計當存在有機構投資人參與競價拍賣承銷案之承銷價格折價幅度比沒有機構投資人參與的折價幅度高4%，故只允許個別投資人參與公開申購配售抽籤是對的。Chiang, Qian, and Sherman (2010) 認為應該只允許機構投資人參與競價拍賣部分，而只允許個別投資人參與公開申購配售。其主要理由是在競價過程中，機構投資者所握有資訊可以顯露出來，待訂得合理的承銷價格後，再開放個別投資人來申購。而於詢價圈購與公開申購配售混合使用的情形下，是否也只允許機構投資人參與詢價圈購，而只讓個別投資人參與公開申購配售？如此是否會影響到個別投資人的權利，以及對折價幅度的影響等都值得進一步探討。

投資人參與股票申購，皆必須繳交費用。於詢價圈購部分：承銷商可向獲配售的圈購人收取不低於承銷價款2%的圈購處理費；有些案件會向投資人收取保證金。於公開申購配售部分：申購處理費為新台幣20元，¹⁷ 不合格申購件或重複申購者，處理費不予退回。中籤通知郵寄工本費新台幣50元。因為詢價圈購與公開申購配售係同時辦理，申購人應依暫定承銷價格區間之上限預繳價款；訂價後並就預繳價款與實際承銷價款之差額無息退還中籤人。如圈購單累計數量未達詢價圈購數量，重新辦理詢價圈購，將不辦理公開抽籤，無息退回申購人之申購價款及中籤通知郵寄工本費，

¹⁶請參考「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21-1條。

¹⁷1990年3月14日前是 NT\$40，1990年3月14日至1997年11月11日之間為 NT\$30。請見 Chen, Fok, and Wang (2006)。



惟申購處理費不予退回。如果是採取競價拍賣方式，每張投標單收取投標處理費新台幣 500 元，及需繳交不低於投標金額 20% 之投標保證金。這些費用是承銷商收入的重要來源（見 Chen, Fok, and Wang (2006); Chen, Huang, et al. (2009); Chang, Chiang, et al. (2014)）。

2005 年承銷新制改革後，如使用詢價圈購承銷，承銷商依據圈購過程中蒐集到的資訊，及觀察興櫃市場交易情形來訂定承銷價格（見 Chang, Chiang, et al. (2014)，及本文後面的討論）。現有樣本中，承銷價格的訂定皆落在原先的訂價區間內，不似美國的樣本，最終承銷價可能低於區間下限，或是高於區間上限。Chang, Chen, et al. (2014) 認為即使台灣對承銷價格訂定規範頗多，然而價格調整幅度（price revision）並不比美國來得小。¹⁸

決定配售名單是詢價圈購中承銷商的一項非常重大的自主權利。如徐政義 (2007) 所說「即使願意認購的價格比別人高，承銷商不一定配售給你。」這樣的做法好處是「刻意地將承銷價格訂低，來吸引投資人進行對新上市公司的評價……可以產生比較多的資訊。」壞處是「損及發行公司與原始股東利益……承銷商有可能會利用配售的裁量權來向特定的客戶交換利益。」這個問題涉及承銷商的競租行為（rent seeking behavior）及詢價圈購與其他承銷方式的優劣比較，我們將在本文後段加以討論。

詢價圈購認購人在獲得配售股票後，需於一定期間內完成繳款，但投資人可能不繳款。於詢價圈購中，認購人若不如期履行繳款義務者，證券承銷商就該認購保證金得沒入之，並應依該認購人認購價款自行認購。競價拍賣也有相關規定，得標人不如期履行繳款義務者，證券承銷商就該投標保證金得沒入之，並應依該得標人得標價款自行認購。曾經有違約不履行繳款紀錄者，即使於後來承銷案參與投標，該投標單不得參與競價，投標處理費不予退回。投資人的不繳款行為是一個投資人所擁有的選擇權，當投資人覺得履行繳款義務後損失更大時，他們會選擇放棄保證金。Lin, Kao, and Chen (2010) 認為這個投資人所擁有的放棄權利，可以保護投資者免於買到過高價格的股票；但相對地也提高了承銷商的承銷風險。是以存在這個放棄選擇權，Lin, Kao, and Chen (2010) 認為會促使承銷商訂定更低的承銷價格。

¹⁸ 價格調整幅度（price revision）定義為承銷價格除以價格區間中點再減去 1。



根據中華民國證券商業同業公會承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則第3條,承銷商輔導發行公司募集與發行有價證券,於向金管會申報案件至繳款截止日止,其相關宣傳或資訊揭露應以公開說明書所載內容為限,不得對特定人或不特定人說明或發布依金管會「公開發行公司公開財務預測資訊處理準則」辦理公告之財務預測資訊內容以外之其他財務業務預測性資訊。這即是所謂的「靜默期」(quiet period)。美國有關靜默期的規定是在上市後40天內,承銷商及發行公司不能發布任何盈餘預測或是分析報告。之所以會有這個規定,是要求承銷商及發行公司應該要將所有已知訊息公布在承銷時發布的公開說明書裡。Bradley, Jordan, and Ritter (2003) 及 Bradley, Jordan, Ritter, and Wolf (2004) 發現有76%的初次上市櫃公司會在靜默期一結束就有分析師作盈餘預測;而有95%以上的公司會在靜默期結束時,建議投資人買進或是強烈買進。可見靜默期結束後分析師報告會左右投資者的買賣行為,這一點在台灣市場的效果值得進一步探討。

2005年之後的承銷新制有閉鎖期(lockup period)的規定。董事、監察人、持股百分之十以上股東,特殊產業另有某種程度之擴張應集保人員之範圍,應將其申請書件上所載持股,扣除承銷之部位後,全數提交保管,且總計不得低於股本一定比率。如有不足者,應協調其他股東補足之。另加計申請日至掛牌日之應集保人員增加持股亦應全數提交保管。於上櫃滿6個月後,得領回「應集保部位」之1/2;上櫃滿1年後,即得將剩餘之集保部位全數領回;此為強制集保。除依規定應提出強制集保股份外,主辦承銷商應要求發行公司協助取得該公司之董事、監察人、持股達百分之十之股東等之配偶及其二親等親屬、該公司經理人本人及其配偶及其二親等親屬及其他股東,就其所持有之已發行普通股股票,於掛牌日起一定期間(不得少於3個月,長於6個月)內,自願送存台灣證券集中保管股份有限公司(以下簡稱集保公司)集保並不得賣出之承諾;此為自願集保。然提供老股供承銷商辦理過額配售,且實際執行過額配售,由承銷商執行穩定價格措施購回後交回董監大股東者免集保。

2005年承銷新制亦訂有穩定價格措施。承銷商應要求發行公司協調其股東,委託承銷商辦理公開銷售股數之15%額度辦理過額配售。過額配售



臺灣大學學術
期刊資料庫

所得價款保留於代收承銷款專戶。而在掛牌日起五個交易日內，利用這穩定價格操作專戶，在跌破承銷價時執行買進股票，買進後於同期間不得賣出，以維持初次上市櫃股票的價格。另外主辦及協辦承銷商之自營帳戶，以及承銷商取得有價證券出售專戶均不得以低於承銷價格賣出。這個穩定價格措施對台灣初次上市櫃後績效的影響是一項新的研究議題。

3 初次上市櫃資料

我們從台灣經濟新報 (TEJ) 的新上市 (櫃) 首次承銷 (初次上市櫃) 資料庫蒐集初次上市櫃資料，選取所有普通股股票樣本，去除台灣存託憑證 (TDR) 及外國公司。TEJ 係成立於 1990 年，往前追溯資料時，如已找不到某公司的初次上市櫃相關資訊，則 TEJ 無法建置。同時再比對 TEJ 的基本資料庫中的首次於 TSE 上市日及首次於 OTC 上櫃日，看哪一個較早，¹⁹ 以判定各家公司的初次上市櫃時間。早年有些公司初上市時因為符合股權分散達標準，就不需要再做賣股的動作，即可掛牌買賣，我們將這些樣本去除。過去在櫃買中心曾有二類股的規則，類似於興櫃。以 4110 博登為例，2000/12/28 首次於 OTC 二類股掛牌，2000/8/16 轉掛上櫃公司，此日才為初次上市櫃日。也就是說首次在櫃買中心或是在交易所掛牌才算初次上市櫃。我們共篩選出從 1985 開始到 2014 年止，有 1,542 家公司。其中台肥掛牌兩次，第一次是在 1966/1/1 上市，1972/3/28 下市；第二次是在 1998/3/24 再度上市並做公開承銷。我們把它從樣本中剔除。其中初次於櫃檯買賣中心上櫃的有 978 家，初次於台灣證券交易所上市的有 564 家，歷年初次上市櫃市場分布詳見表 2 與圖 2。

表 1 列有各年度初次上市櫃股票的分布情形。1999–2003 年間是初次上市櫃的熱門期間，每一年都有超過一百家公司做初次上市櫃，近年來初次上市櫃公司數目大幅減少，2008 年只有 36 家，近兩年都不到 50 家。美國近年來也有類似的現象。Ritter (2013) 統計美國的初次上市櫃公司，發現 1980–2000 年間，每一年平均有 310 公司新上市，但在 2001–2012 年間，

¹⁹ 在興櫃市場掛牌買賣並不定義為初次上市櫃。過去在櫃買中心曾有二類股的規則，類似於興櫃，也不算初次上市櫃。



表 2: 歷年初次上市櫃公司市場別

年	店頭市場/櫃檯買賣中心	台灣證券交易所	合計
1985		4	4
1986		5	5
1987		13	13
1988		21	21
1989	1	17	18
1990	3	18	21
1991	5	24	29
1992	3	35	38
1993	3	26	29
1994	3	31	34
1995	17	39	56
1996	32	36	68
1997	14	21	35
1998	31	22	53
1999	94	19	113
2000	86	17	103
2001	86	17	103
2002	106	33	139
2003	82	21	103
2004	87	12	99
2005	55	7	62
2006	35	8	43
2007	35	17	52
2008	24	12	36
2009	22	17	39
2010	25	13	38
2011	40	19	59
2012	37	11	48
2013	26	19	45
2014	26	10	36
總計	978	564	1,542

說明：這個表說明1985年至2014年台灣初次上市櫃股票在台灣證券交易所及櫃檯買賣中心首次掛牌買賣的情形。



臺灣大學學術
期刊資料庫

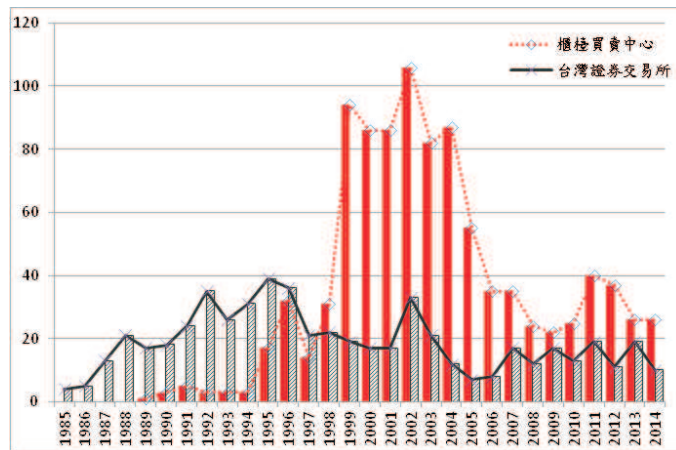


圖 2: 歷年初次上市櫃公司市場別

說明: 這個圖說明 1985 年至 2014 年台灣初次上市櫃股票在台灣證券交易所及櫃檯買賣中心首次掛牌買賣的情形。

每年平均只有 99 家公司上市。²⁰

我國歷經三種承銷方式, 先是使用公開申購配售, 後試驗了競價拍賣, 又採用了全世界通用的詢價圈購方式。從 1995 年 3 月起開始台灣市場允許初次上市櫃公司可以選擇使用以下三種方式來進行股票承銷: 競價拍賣、詢價圈購、及公開申購配售。圖 3 列出從 1985 年到 2008 年各年間使用不同承銷方法進行初次上市櫃的公司分佈情形。在 2005 年承銷制度改革之前, 初次上市櫃公司多選擇單獨的公開申購配售, 或是競價拍賣與公開申購配售混合方式來進行承銷; 大多數仍是選公開申購配售。2000 年是一個分水嶺, 還有 6 家採行競價拍賣與公開申購配售混合方式, 2001 年有 3 家, 2002 年有 2 家, 到 2003 年還有 1 家, 2008 年只有台船上市使用競價拍賣, 2014 年則有漢翔與正德兩家。2005 年承銷制度改革, 允許公司初次上市櫃時可以以發行新股的方式來釋股, 之後初次上市櫃公司幾乎都使用詢價圈購的方式來進行股票承銷。1985 年至 2014 年間, 共有 987 家公司採用純粹的公開申購配售方式, 93 家採用了競價拍賣與公開申購配售混合方式,

²⁰這個問題已引起許多學者探討其原因。見 Ritter (2013) 及 Gao, Ritter, and Zhu (2013)。



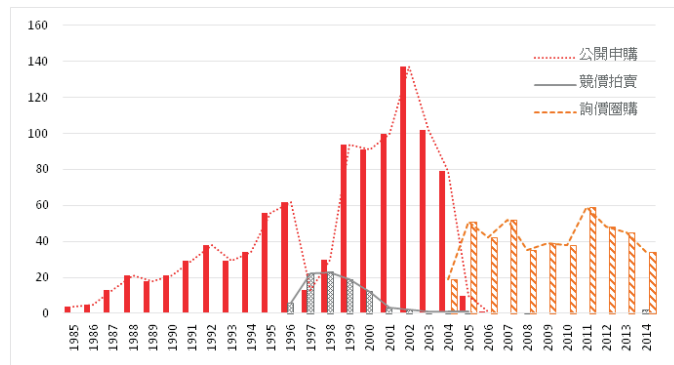


圖 3: 公開申購配售, 競價拍賣, 及詢價圈購歷年樣本數

說明: 此圖按承銷方式: 公開申購配售, 競價拍賣, 及詢價圈購於 1985 年至 2014 年期間樣本數目繪製。

462 家採用了單純的詢價圈購或是詢價圈購與公開申購配售混合方式。

4 上市櫃期初報酬

初次上市櫃股票研究的重點大多在討論為何會有極大的期初報酬 (initial returns)。表 1 與圖 4 呈現各年台灣初次上市櫃期初報酬統計資料與分布。2005 年承銷制度改變前的初次上市櫃股票, 仍受台灣股票市場交易每天有 7% 漲跌停幅限制。2005 年承銷制度改變之後, 初次上市櫃股票首 5 日交易不再適用漲跌停限制。因此自英華達 (3367) 開始, 初次上市櫃股票首 5 日無漲跌停限制。但剔除弘憶科 (3312), 因為該公司仍是適用舊法。一般計算初次上市櫃股票期初報酬是以首交易日收盤價除以承銷價格減去一來衡量; 當有漲跌停限制時, 我們必須找出蜜月期結束日, 即漲跌停打開日的收盤價為基準來計算期初報酬。根據這樣的定義, 我們發現全部樣本的平均期初報酬為 35.9%。相較於美國在 1993–2008 年這一段期間的 24% 為高 (見 Liu and Ritter (2011))。1989 年平均高達 326.5%, 而在 2003 年及 2004 年則分別只有 4.8% 及 7.5%, 2012 年及 2013 年則有 31.19% 及 36.73%, 2014 年有 27.3%。

從表 1 我們可發現不同承銷方式會有不同的期初報酬。公開申購配售樣本的平均期初報酬是 34.1%; 競價拍賣樣本的平均期初報酬是 30.1%;



臺灣大學學術
期刊資料庫

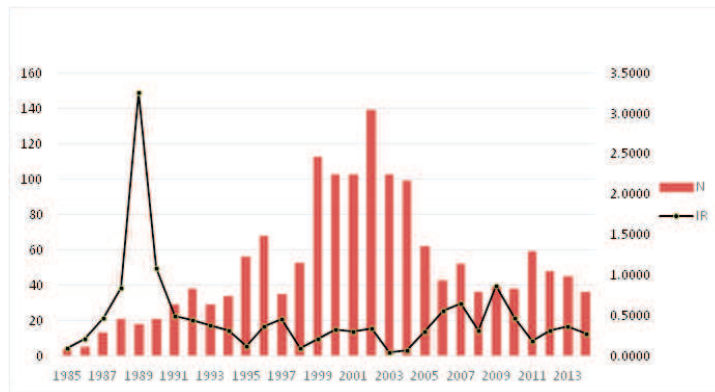


圖 4: 歷年初次上市櫃公司數目及期初報酬統計

說明: 這個圖顯示 1985 年至 2014 年初次上市櫃的樣本數及期初報酬分布情形。期初報酬為蜜月期結束日收盤價或是首次交易日收盤價除以承銷價格減去 1

而詢價圈購的平均期初報酬是 40.8%。

競價拍賣後再採用公開申購配售的承銷價格訂定, 基本上是依投標競價拍賣結果來決定的, 但有受到底價 1.5 倍的限制。Chiang, Qian, and Sherman (2010) 認為以這樣的承銷價格為基準來計算期初報酬並不能真正反應參與投標者的期初報酬, 他們採用個別投資者的數量加權平均得標價格為基準, 以蜜月期結束日收盤價除以數量加權平均得標價格減去一來衡量競價拍賣下的期初報酬。他們算得 1996–2010 年間 84 家採用競價拍賣公司的平均期初報酬是 7.25%, Chiang, Lowry, and Qian (2014) 算得 1996–2013 年 90 家採用競價拍賣公司的平均期初報酬是 6.7%, 統計上顯著的小於他們樣本中 218 家採用詢價圈購樣本的平均期初報酬, 55.3%。

從表 1 也可發現期初報酬的變異非常大, 全部樣本的首次報酬標準差高達 62.6%。Lowry, Officer, and Schwert (2010) 表示期初報酬的變異在不同期間變化很大, 尤其是初次上市櫃熱門期間 (hot IPO market), 更是明顯。他們認為這主要是受資訊不確定性的影響, 當不確定性愈高時, 期初報酬變異會愈大。Lowry, Officer, and Schwert (2010) 特別指出這個期初報酬變異大的現象, 在不同承銷方法, 如競價拍賣下, 可望變小。在台灣樣本中, 公開申購配售全部樣本的首次報酬標準差是 65.5%, 競價拍賣是 49.6%, 而詢價圈購的首次報酬標準差是 58.3%。有關在台灣首次報酬變



臺灣大學學術
期刊資料庫

異大小, 是否因不同承銷方式而有所不同, 其原因為何, 以及初次上市櫃熱門期間是否會有較大的期初報酬變異是值得進一步探討的議題。

4.1 資訊不對稱

大部分初次上市櫃文獻都在探討為何會有折價現象, 其中最重要的理論依據是市場上存在資訊不對稱 (information asymmetry)。雖然折價發行對發行公司而言是具有高成本的, 但這是為了誘使沒有資訊的投資人參與承銷市場 (Rock, 1986) 或對於投資者提供資訊的必要補償 (見 Benveniste and Spindt (1989))。過去研究顯示發行公司資訊不對稱程度愈高, 承銷過程的折價幅度愈大。發行公司的特性, 如資產大小、負債比、本益比、設立年期、產業別; 會計師聲譽都可以衡量發行公司資訊不對稱的程度; 而市場報酬水準及市場風險等變數則可能會進一步影響資訊不對稱對於初次上市櫃股票折價幅度的影響程度。

Chen, Hung, and Wu (2002) 認為造成高期初報酬的原因可能是因為折價發行的關係, 也可能是上市櫃後市場交易所造成的價格飆升情形。他們證實上市櫃後市場上的雜音交易 (noisy trading) 對期初報酬有顯著的影響, 說明高期初報酬不單是折價發行所引起的。

Huang (1999) 分析台灣早年公開申購配售樣本的折價情形。在1971–1995年樣本中, 上市首日調整市場報酬後的平均報酬高達42.6%, 但在首日後的24個交易日之累積超額報酬則未顯著異於0。公開申購配售中的申購倍數可以用來衡量有資訊投資人需求的一項重要指標, 亦可視為有資訊投資人與沒有資訊投資人對於初次上市櫃股票資訊不對稱程度的衡量, Huang (1999) 證實申購倍數愈高, 初次上市櫃股票的折價幅度愈大。支持 Rock (1986) 的模型推論。

而徐燕山與徐政義 (2002) 則從投資人的身分類別 (機構投資人與散戶) 及申購金額 (大戶及小戶) 為資訊不對稱的代理變數, 檢定資訊不對稱對於採用競價拍賣初次上市櫃公司上市後期初報酬的影響, 結果發現機構投資人得標單高於散戶投資人的得標單越多, 期初報酬越高; 申購金額大戶之得標單高於申購金額小戶之得標單越多, 期初報酬越高, 亦支持 Rock (1986) 的理論模型。此外, 也發現申購金額大小的差異比投資人的身分別



對於初次上市櫃股票期初報酬的解釋能力較佳,顯示申購分配資料具有較強的解釋能力,而競價拍賣的標單投資人身分無法得知,但申購金額分配資料得以觀察得到,故競價拍賣的資訊可以做為後續公開申購配售是否應參與投標的重要參考。

根據 Rock (1986) 所提出贏家詛咒對於股票承銷折價現象的解釋,參與公開申購配售的投資人的得標機率決定於事前參與投標的人數。因此如果承銷案的承銷價是高估的,則有資訊的機構投資人不會參與投標;而沒有資訊的個人投資人較有機會得標,但得標後會因為價格高估在次級市場上造成損失。相對地,當承銷案的承銷價是低估時,個人投資人因為必須與機構投資人競爭,故得標的機率較低。因此為吸引個人投資者參與投標,發行公司必須使承銷價更為低估來補貼並吸引個人投資者參與投標。Chen and Kao (2006) 估計當存在有機構投資人參與競價拍賣的承銷案比沒有機構投資人參與競價拍賣的承銷案之承銷價格低估程度多4%。

台灣有許多的高科技產業,Chen, Hung, and Wu (2002) 認為因為高科技產業面臨較大的未來不確定性,所以折價幅度會較大。其實證顯示折價幅度會受到該公司研發支出程度所左右。研發支出愈高的高科技公司,其折價幅度愈小。他們認為這是因為研發支出能夠降低資訊不對稱程度。

Lee, Kuo, and Yen (2011) 區分不同的市場狀況來觀察初次上市櫃公司期初報酬的變化。實證發現會計師聲譽可以降低發行公司和投資人之間資訊不對稱的情形,進而降低折價幅度,但此會計師聲譽對於發行公司折價幅度的影響主要發生在市場區間震盪期間,在市場看漲與看跌期間則無顯著影響。此外,上市櫃公司期初報酬在市場上漲與下跌時都較市場區間震盪期間顯著為大,且市場看漲期間較下跌期間為大,此不對稱現象顯示投資人的樂觀程度會影響發行公司在上市初期的市場評價。最後,發現投資者在看跌市場時會有較強烈的風險意識,因此在市場下跌期間基於對市場波動要求更高的溢酬,以至於期初報酬會上升。且在他們的控制變量測試中,也證實了資產愈大的公司,資訊不對稱程度越小,折價幅度愈小。

Yeh, Shu, and Guo (2008) 則從公司治理的角度出發探討股權結構對於台灣初次上市櫃評價的影響,特別是在台灣存在許多大股東利用金字塔的控制權或交叉持股方式,具有超過現金流量權的投票權能夠影響公司在



臺灣大學學術
期刊資料庫

上市承銷過程的決策。其實證結果指出控制股東現金流量權越大，對於經理人的監督動機越強，會使得經理人決策與極大化公司價值的策略一致，故會使承銷價格訂越高，符合利益一致假說 (interest alignment hypothesis)。但由於控制股東在投票權與現金流量權偏離程度越高的情況下，則會使得控制股東為了自身利益影響經理決策而剝削小股東的利益，這在上市過程中會影響外部股東在對於初次上市櫃股票之評價，外部股東會考量大股東剝削的可能性，因此呈現投票權與現金流量權的偏離程度在一開始次級市場價格相對於真實價值上呈反比關係，支持鞏固假說 (entrenchment hypothesis)。此外，此投票權與現金流量權的偏離程度越大，會使得控制股東要維持控制權的動機下降，進一步使得股票上市的折價幅度程度下降，故呈現偏離程度與折價幅度成反比的現象，支持減緩監督假說 (reduced monitoring hypothesis)。顯示透過公司治理機制降低控制股東與外部小股東的資訊不對稱，或降低股東與經理人之間的資訊不對稱，都能夠降低發行公司於初次上市櫃承銷過程中的折價幅度。

4.2 承銷商的競租行為 (rent-seeking behavior)

Ritter and Welch (2002) 及 Ritter (2011) 認為傳統的資訊不對稱理論並不足以解釋美國以及世界各國普遍存在的高期初報酬的現象，他們認為高期初報酬及「留下大量財富於桌面上」 (large amount of money left on the table) 的現象跟承銷商的競租行為有關。Ritter 歸納四種可能的競租行為，稱為 CLAS: excessive Commissions, Laddering, Analyst conflicts of interest, 以及 Spinning。Loughran and Ritter (2002) 及 Liu and Ritter (2011) 認為承銷商有動機把承銷價訂低，然後將這些低價股票配售給忠實客戶，好換取他們在其他生意上的往來；例如將來的投資銀行業務 (Liu and Ritter, 2011)，經紀仲介業務費收入等 (Reuter, 2006; Nimalendran, Ritter, and Zhang, 2007; Goldstein, Irvine, and Puckett, 2011)。

Chang, Chen, et al. (2014) 以興櫃交易至少6個月以上的218家採行詢價圈購初次上市櫃股票為樣本 (不包含台灣存託憑證、外國公司、子公司上市等)，²¹ 實證結果顯示經歷至少6個月的興櫃交易期間仍有高達55.3%

²¹根據證交所通過營業細則第51條之2修正草案，母子公司因分割可不必上興櫃。



的期初報酬，他們認為在興櫃市場已提供許多資訊的情形下，顯示資訊不對稱理論不足以解釋如此高的期初報酬；相對地，他們認為代理問題 (agency problem) 會是解釋存在這麼大期初報酬的原因，因為承銷商有動機將承銷價格訂低。Chen, Fok, and Wang (2006) 表示在台灣承銷商除了收取新台幣500萬元的承銷費用外，他們還在承銷過程中向投資人收取費用 (在下文中，我們會討論這些費用的內容)，這些費用的收取帶給承銷商訂低承銷價的動機。Chang, Chiang, et al. (2014) 實際測試這些費用與折價幅度間的關係，發現當折價幅度愈大，承銷商的承銷收入愈大。證實承銷商有動機將承銷價訂低以增加承銷手續費收入，這個結果提供直接證據證明 Ritter (2011) 有關承銷商競租行為的理論。

4.3 需求曲線估計

競價拍賣過程中蒐集到的投標者投標數量及價格，可以彙總以繪出投資者的需求曲線，藉以了解投標人的投標分布情形如何影響投標結果。Liu, Wei, and Liaw (2001) 以台灣競價拍賣的初次上市櫃股票為樣本，探討初次上市櫃的需求彈性如何影響初次上市櫃的期初報酬。他們以投標者出價的標準差來衡量投資者異質性，發現當投資人之間對股票價格的意見差異愈大時，需求曲線會變的較不具彈性，亦即需求彈性與異質性呈負相關。他們更進一步發現上市後調整市場風險的報酬與需求彈性呈現正相關，與機構投資人參與比例呈現正相關。這表示投資人異質性愈低，上市後期初報酬愈高。機構投資人參與愈多，資訊愈充分，投資人異質性會降低，期初報酬愈高。需求的價格彈性既然會影響初上市櫃股票之折價幅度，是否會進一步影響到初次上市方法的選擇，當公司面臨高價格彈性的需求曲線時，應該選擇競價拍賣或是公開申購配售值得後續研究。

詢價圈購過程中所蒐集到的投資者願意認購數量及價格，也是彙總投資者需求的重要資訊，但這些資訊屬於承銷商的商業機密，並不容易取得。

投資人對於初次上市櫃股票在公開申購配售的積極性也是一種市場需求的衡量指標，王朝仕與陳振遠 (2008) 以投資人申購公開抽籤初次上市櫃股票的中籤機率倒數取自然對數衡量投資人的申購積極性與上市初期報酬的關係，發現當初次上市櫃股票的申購過度積極時，上市初期的績效



表現較佳, 而此申購積極性與初次上市櫃股票之承銷價、市場時機、掛牌市場與所屬產業類別有關。

5 長期績效

5.1 台灣初次上市櫃公司上市後長期績效表現

初次上市櫃研究多發現初次上市櫃股票在上市後3到5年的長期績效顯著表現不佳 (Ritter, 1991; Loughran and Ritter, 1995; Loughran and Ritter, 2000), 此長期表現不佳的現象不只存在於美國市場, 也在其他已開發國家和新興市場發現相似的證據。但台灣初次上市櫃股票的長期績效表現在實證上則有所爭議; Chen (1999)、Chen (2001) 及 Ku (2003) 使用日資料和三因子模型或四因子模型去檢測台灣初次上市櫃股票之長期表現, 皆發現台灣初次上市櫃股票長期績效不僅不會表現不佳, 實際上某些時候甚至表現更佳。Cheng and Shiu (2005) 以1988–2002年944家台灣初次上市櫃公司為樣本, 分析使用日資料計算初次上市櫃股票之長期績效會使系統風險被低估且使報酬分配呈現右偏現象, 故改採用月修改平均報酬去計算買進持有超額和累積異常報酬。在避免受偏態影響而刪除最高與最低5%的樣本後, 發現在單因子或三因子模型下呈現台灣初次上市櫃股票相對於股票市場基準表現會顯著低19%。顯示台灣初次上市櫃股票在長期表現不佳, 與過去國外的實證發現有相似的現象。

5.2 影響長期績效表現的因素

文獻對於初次上市櫃股票長期績效下滑有不同的解釋, Ljungqvist, Nanda, and Singh (2006) 認為初次上市櫃股票的資訊不對稱會使投資人情緒對初次上市櫃股票的長期績效造成影響, 當資訊不對稱隨著上市時間日久, 投資人對於各項攸關真實價值資訊的收集越完整, 進而校正其評價的偏誤, 公司的長期績效就會回歸公司的基本面。王朝仕與陳振遠 (2008) 以投資人申購公開抽籤初次上市櫃股票的中籤機率倒數取自然對數衡量投資人的申購積極性, 探討此過度積極的投資人情緒對於初次上市櫃股票長期績效的影響, 發現投資人對於初次上市櫃股票的申購過度積極時, 長期績效會顯著為負, 但當投資人申購積極性較低時, 長期績效卻顯著超越投資人



臺灣大學學術
期刊資料庫

過度積極申購的初次上市櫃股票。基於此，該研究建議若要長期投資初次上市櫃股票，應該選擇買進投資人申購積極性低的初次上市櫃股票，才能大幅提升獲利機會。

除初次上市櫃股票的資訊不對稱會使投資人情緒對初次上市櫃股票的長期績效造成影響外，Jain and Kini (1994) 亦從營運面的決策指出影響初次上市公司上市後績效衰退的原因可能因上市後管理權與所有權更形分離所形成的代理問題、上市前的盈餘管理行為以及管理當局對於在公司前景亮麗時間點對於上市時機選擇所造成。李建然與羅元銘 (2002) 以台灣早期初次於證券交易所上市股票在上市前後之營運績效進行分析，發現初次上市公司在上市後的主要營業活動的獲利能力、資產使用效率及財務槓桿皆較上市前明顯衰退，獲利能力方面在上市後第二年或第三年開始顯著下降，在資產使用效率上則在上市後第一年即顯著下降。李建然與羅元銘 (2002) 進一步分析原因，發現 Jain and Kini (1994) 所提基於初次上市公司資訊不對稱的問題，上市後代理問題、盈餘操縱以及上市時機選擇也都是造成台灣初次上市公司在上市後長期營運績效衰退的原因。

2002年2月開始，證管會要求所有初次上市櫃公司之董事會至少須具備二席獨立董事，Liao, Yu, and Huang (2011) 利用此法規制度的變革，探討獨立董事的治理制度對於初次上市櫃公司之長期績效的影響，發現在2002年後上市櫃的公司相對於2002年獨立董事法規通過前的初次上市櫃公司之長期績效較佳。他們並且發現在2002年後，獨立董事在董事會所佔比例越高時，初次上市櫃公司的長期績效越佳。Liao, Yu, and Huang (2011) 結果顯示透過公司治理的監督機制能夠改善初次上市櫃股票長期績效不佳的問題。

6 承銷制度改變

有很多國外的理論文章在探討選擇合適的初次上市櫃方法，但受限於資料取得，實證的文章較少。台灣同時有競價拍賣，公開申購配售及詢價圈購等方法，正提供了研究者一個好的探索園地。我國股票初次上市櫃公開承銷歷經多次變革，等於做了多場的試驗，這些實務經驗可以提供對學理的驗證及觀察制度改變對市場的影響，及對投資人行為改變的影響。有許多



臺灣大學學術
期刊資料庫

學者提供了豐富的研究成果。

6.1 承銷訂價規範的改變

2005年之前,我國股票承銷有一個訂價公式,此公式主要基於比較乘數的原則進行評價,乘數法的基本假設是公司的價值與某些績效指標(即乘數)間存有一定的關係,包括本益比、每股股利、每股淨值及預估每股股利,假設這種關係在性質相近的公司間是一致的。但如果市場對特定公司或產業有著不同於其同儕的普遍看法時,就會導致市場乘數法的評價失誤。崔可欣與廖恆毅(2007)驗證市場乘數法是否能合理的預估公司上市時應有之市價,發現同產業比較公司的本益比與市價銷售比對初次上市櫃公司的乘數有良好預測能力,市價淨值比模式表現則較差。此外,發現加入成長性與獲利性變數後會提高模型的解釋力,顯示對初次上市公司櫃以比較乘數作評價時,有必要針對成長性與獲利性進行調整。Chang and Tang (2007)也認為此包含配對公司盈餘比、市值對帳面價值比及市價對營收比的承銷訂價公式並不是一個好的模式。而此訂價公式在2005年承銷新制改革時已經取消了。

2011年開始承銷價格不得低於向證券商業同業公會申報詢圈約定書前興櫃有成交之10個營業日其成交均價簡單算術平均數之七成。這個規定的主要目的是希望透過興櫃市場的交易活動傳遞更多初次上市櫃股票的相關資訊,進一步消彌折價幅度過高的情形。Chang, Chiang, et al. (2014)指出興櫃市場上的交易資訊對預測上市後價格具有顯著性影響。那麼承銷商會依據興櫃市場交易資訊來訂定承銷價格嗎?還是會依照傳統上市場比較法來訂定承銷價格?他們發現當同時將興櫃市場交易資訊與配對公司或產業的資訊於承銷價格迴歸模型中時,興櫃交易資訊完全支配了同業資訊,能夠解釋超過90%的承銷價格變異。這個結論與Chang and Tang (2007)的傳統比較公司本益比、市場對帳面價值比與市價對營收比的評價初次上市櫃股票方法不適用台灣的結論相一致。Chang, Chiang, et al. (2014)證實承銷商確實會使用興櫃市場交易資訊來訂定承銷價格,且興櫃市場交易活動確實能提供更多有關將初次上市櫃公司的資訊給投資者。

2012年 Facebook 上市前, SeondMarket 及 SharePost 提供交易平台



臺灣大學學術
期刊資料庫

供投資者買賣 Facebook 股票, Smith and Eaglesham (2012) 在華爾街日報中提到美國 SEC 為保護投資者, 對於 SecondMarket 及 SharePost 在 Facebook 未上市前大量交易 Facebook 及 Twitter 的股票的行爲, 提出糾正。美國國會也對未上市前股票交易提出關切。興櫃市場是我國特有的制度, 我國興櫃市場的經驗, 正可提供美國及其他國家做參考。

6.2 初上市櫃股票交易漲跌幅規範的改變

我國股票市場平日交易有漲跌幅限制。以往初次上市櫃股票一開始掛牌交易也會受到此漲跌幅限制。2005年3月1日之後取消這個規定, 期望初次上市櫃股票的交易能夠更有效率, 同時降低評價的不確定性與交易成本。Liao, Lin, and Wang (2011) 比較191個漲跌幅限制取消前與67筆漲跌幅限制取消後的初上市櫃股票之報酬與週轉率, 發現取消7%漲跌停限制後, 初次上市櫃股票之流動性提高且價格發現過程能縮短使價格調整更平穩。

6.3 承銷方式對折價現象的影響

初次上市櫃文獻最常討論的問題是折價現象, 使用競價拍賣方法的目的之一就是要降低折價現象 (Sherman, 2005)。初次上市櫃的股價因為沒有過去交易資料參考, 所以 Sherman and Titman (2002) 認為投資者必須花成本來蒐集資訊, 應該要給投資者在價格上一點補償, 也就是要折價發行, 但這樣的過程會有搭便車 (free riding) 的現象。有些人會不去蒐集資訊, 而只想獲得配股, 賺得高的期初報酬。因此在詢價圈購中, 承銷商會分配股份給那些願意分享資訊給承銷商的投資者, 給予的補償就是折價。在競價拍賣過程中, 投資者蒐集資訊也一樣要花成本, 但是他去投標, 卻不一定會得標, 這樣一來使得投資人蒐集資訊的意願下降; 二來造成投資人投標的意願會下降。以致有很多的投資人會有搭便車的心理, 想說不用蒐集資訊就去投標, 買到賺到。

傳統用來解釋詢價圈購初次上市折價的原因可能不適合拿來解釋競價拍賣初次上市的折價, 原因是造成詢價圈購初次上市折價的理由大多與承銷商的配股及訂價權力有關, 而在競價拍賣中, 承銷商並沒有配股及訂價的權力, 配股及訂價是由投資者投標結果來決定。但有一些用來解釋詢價



圈購初次上市櫃折價的原因仍可幫忙解釋競價拍賣初次上市的折價,像是資訊蒐集成本模型,例如 Sherman (1992) and Sherman (2000)、Chemmanur (1993)、Booth and Chua (1996) 以及 Sherman and Titman (2002) 等文獻,基於 Benveniste and Spindt (1989) 及 Benveniste and Wilhelm (1990) 的詢價圈購資訊蒐集成本模型來解釋競價拍賣的折價現象。

透過競價拍賣與公開申購配售兩階段承銷程序的設計,競價拍賣的資訊理當可以幫助訂定合理的承銷價格。陳軒基,葉秀娟,與陳右超 (2003) 發現1995年承銷制度改革後的折價幅度從74%降低至29%,但在迴歸模型中未達顯著,顯示1995年競價拍賣制度對於降低折價幅度並無助益。但馬黛與胡德中 (2003) 與 Chen and Wu (2015) 皆發現競價拍賣比公開申購配售的折價幅度顯著較小,但釋股收益則較大。他們認為一些會影響初次上市櫃股票折價幅度的因素也會影響承銷方式的選擇,包括資訊不對稱程度、股票流動性、未來在次級市場流通的價格和市場因素等。實證證實資訊不對稱較高、績效較佳且較不擔心控制權的發行公司,會傾向於選擇競價拍賣方式進行初次上市櫃的承銷配售;以大股東持股及股東人數來衡量之股票流動性差的公司,會傾向採用公開申購配售以增加股票流動性。

Hsu, Hung, and Shiu (2009) 比較台灣競價拍賣與公開申購配售樣本的差異,發現使用競價拍賣進行承銷的公司有比較大的資產規模及營收,承銷股數也比較多。這樣的結果隱含著資訊較多的公司較容易選擇使用競價拍賣作為股票承銷的方法,他們也發現競價拍賣確實能比公開申購配售產生較小的折價幅度。Chiang, Qian, and Sherman (2010) 也比較競價拍賣與公開申購配售的期初報酬與上市後1年報酬,他們發現競價拍賣比公開申購配售有較低的期初報酬(7.3%比34.7%),但有較高的上市後1年期報酬(6.1%比-1.0%)。

Chiang, Lowry, and Qian (2014) 探討218家詢價圈購樣本與90家競價拍賣樣本在折價幅度上的差異。在他們的樣本中,90家使用競價拍賣公司的期初報酬是6.7%,而218家使用詢價圈購公司的期初報酬是55.3%。這些數字與 DeGeorge, Derrien, and Womack (2007) 有關法國的實證,及 Lowry, Officer, and Schwert (2010) 有關美國的實證資料相一致。



臺灣大學學術
期刊資料庫

6.4 承銷方式對於承銷商行為的影響

從前文有關競價拍賣及詢價圈購制度的說明中, 可以了解在詢價圈購過程中, 承銷商透過詢圈過程蒐集資訊, 最後決定承銷價格及配售股票給誰。這個過程中, 承銷商必須認真地蒐集及了解發行公司的各項資訊 (Chiang, Lowry, and Qian, 2014)。承銷商在競價拍賣過程中所扮演的角色要比在詢價圈購過程中能扮演的角色要少得多, 多少人來投標, 得標價格多少, 及誰得標, 這些都不是承銷商所能置喙的。Chiang, Lowry, and Qian (2014) 以218家詢價圈購樣本與90家競價拍賣的初次上市櫃股票為樣本, 比較承銷商在不同承銷方式中利用資訊優勢所獲得之利益與行為。發現詢價圈購初次上市櫃公司的承銷商在上市之後的交易中可以獲取顯著的正報酬, 而競價拍賣初次上市櫃公司的承銷商則沒有這樣的結果。顯示承銷商在承銷過程中可以深入獲得上市公司的各項資訊, 而承銷商在詢價圈購過程中, 可以比在競價拍賣過程中, 獲得更多有關上市公司的各項資訊, 承銷商可以利用這些知識, 在後續的同公司自營商部門交易中獲取利潤。是以承銷商會偏向選用詢價圈購來執行股票承銷。

6.5 為何競價拍賣不見了

近年來只有民營化釋股上市案採用競價拍賣方式承銷, 其餘初次上市櫃股票承銷皆用詢價圈購方式; 其他試用過競價拍賣的國家也紛紛棄用。這個曾經為世界各國仿效使用的承銷制度, 已被詢價圈購所取代。

Lin, Lee, and Liu (2007) 分析競價拍賣在台灣股票初次上市櫃市場逐漸失去青睞的原因。他們指出初次上市櫃股票的折價幅度會與競價拍賣機構投資人的參與程度成正比, 顯示在競價拍賣的初次上市櫃股票的承銷過程中, 越多的機構投資人得標會使得發行公司的承銷成本上升, 與 Chen and Kao (2006) 的發現一致。同時散戶投資人僅能獲得未顯著異於零的超額報酬, 故競價拍賣對散戶投資人而言也沒有好處。機構投資人雖獲得正的超額報酬, 但相對於詢價圈購的方式, 所獲得的配股相對是較少的。Lin, Lee, and Liu (2007) 認為在詢價圈購過程中的承銷商, 可以用較高的配股補償機構投資人以及訂定較低的承銷價格, 來增加機構投資人期望的獲利; 這樣可以使得發行公司與機構投資人同時獲利, 但又不傷害散戶投資人。



臺灣大學學術
期刊資料庫

Hsu, Hung, and Shiu (2009) 提出三個股票市場狀況的假說來解釋為什麼競價拍賣相對於公開申購配售在台灣的初次上市櫃承銷市場中漸漸不被採用。第一個假說是風險趨避發行人假說：假設競價拍賣的風險隨著市場波動而上升，因此風險趨避的發行公司會避免使用競價拍賣方式。實證結果發現台灣的初次上市櫃股票傾向在市場長期處於穩定期間採用競價拍賣方式進行上市櫃承銷，支持風險趨避發行人假說。假說二為評價衝突假說：競價拍賣可以視為解決發行公司與承銷商間評價衝突的方法。Hsu, Hung, and Shiu (2009) 認為評價衝突發生在初次上市櫃股票之期初報酬上升但市場報酬不變或下降的時候，且這種情況並不經常發生，因為初次上市櫃股票之期初報酬與市場報酬通常同方向，很少是相反方向，故實證結果沒有強烈支持評價衝突假說。最後則是股票需求彈性不足假說：推論愈大型的初次上市櫃股票採用競價拍賣愈能夠降低折價發行的壓力，因此小型的初次上市櫃公司較少選擇採用競價拍賣，而實證結果強烈支持需求彈性不足假說。

Chen and Wu (2015) 從探究是承銷商還是發行公司掌控承銷方式選擇的主要決策來探討競價拍賣制度式微的原因，他們提出承銷商預期營收極大化以及發行公司初次上市前股東之預期淨財富利益極大化二項假說；實證結果支持在台灣多數初次上市櫃發行公司不選擇以競價拍賣方式進行承銷是基於股東極大化預期淨財富利益的理由。此結果與 Jagannathan, Jirnyi, and Sherman (2014) 認為發行公司避免選擇競價拍賣的承銷方式是基於發行程序過於複雜的看法不同；也與 Ritter (1984) 及 Ausubel (2002) 認為承銷商基於資訊優勢與議價能力會主導承銷方式的選擇而在採取極大化承銷收益的決策下打壓對於競價拍賣承銷方式的選擇的看法不同。實證結果顯示，在台灣，承銷方式的決定權主要在發行公司手中，而競價拍賣制度的式微與發行公司的最佳決策選擇有關。

6.6 競價拍賣投標行為分析

台灣的競價拍賣方式屬於複數價格標 (discriminatory auction)，得標者需支付所投標的價格。台灣的樣本可以用來詳細討論初次上市櫃股票在進行競價拍賣時，投資者的申購意願、投資者申購比例、初次上市櫃股票期初報



臺灣大學學術
期刊資料庫

酬等結果是否與傳統拍賣理論相吻合。另外承銷商及發行公司為何要選用競價拍賣來賣新股,投資者為何要參與投標,要如何投標,投標者的報酬如何,競價拍賣與其他方法比是否為較佳的方法等等這些問題,都是研究上熱門的課題。

6.6.1 投標行為分析

在詢價圈購過程中,承銷商扮演著蒐集資訊、訂價,及配股的工作;相對地,在競價拍賣過程中,承銷商所扮演的資訊蒐集角色不是那麼重要,其必須依賴投資者,尤其是機構投資者,在投標過程中將他們所握有的資訊顯露出來。Lin, Lee, and Liu (2007) 分析在競價拍賣下機構投資人與一般散戶的投標行為,以測試機構投資人在新股上市過程中所握有資訊優勢的價值。他們發現機構投資人參與程度以及得標率與期初報酬有關,結果發現機構投資者的參與比例愈高則期初報酬愈高。他們認為機構投資者比個別投資人能獲得更高的報酬,顯示機構投資者握有私有資訊的價值。此結果和徐燕山與徐政義 (2002) 及徐燕山與徐政義 (2004) 的發現一致,但徐燕山與徐政義 (2002) 的發現顯示投標金額大小比投資人身分別,更具解釋初次上市股票期初報酬的資訊能力。

徐燕山與徐政義 (2004) 更進一步探討台灣 IPO 競價拍賣中投資人標單的資訊內涵,發現投資人在競價拍賣的標單會參考可取得之公開訊息,包括公司營收、是否屬於高科技產業、同期其他初次上市股票期初報酬,以及競價拍賣前市場報酬等,且當市場公開資訊都已經反映到投資人標單內涵中,所剩餘的公開資訊已經沒有額外預測未來上市後報酬的能力。

Chiang, Qian, and Sherman (2010) 利用台灣1995至2000年之間84個採用競價拍賣方式的初次上市櫃股票為研究樣本,檢視投資人的投標行為,試圖找出影響投資人參與競標及股票報酬的決定因素。根據 Sherman (2005) 的資訊收集成本模型 (information production model),當投資人需花費更多的時間與金錢去蒐集資訊時,他們參與競標的意願會降低,競價拍賣的初次上市櫃後會有折價 (underpricing) 現象,即較高的期初報酬,以做為給予投資人蒐集資訊的補償。故當愈多擁有資訊的機構投資人來參與投標時,競價拍賣新股的資訊會愈充分,給予投資人蒐集資訊的補償越



臺灣大學學術
期刊資料庫

多,上市後的期初報酬會越大;但當愈多未擁有資訊的個別投資者參與競標時,價格會被標高,以致初次上市後期初報酬會變得很差。Chiang, Qian, and Sherman (2010) 測試對投資者參與競標意願及初次上市櫃股票期初報酬的影響,發現:(1) 當市場報酬波動度愈大時,拍賣參與者意願愈低,且股票折價現象愈明顯,初次上市櫃股票報酬高以作為投資者承擔風險的補償。這也驗證了在初次上市櫃競價拍賣中有對公開資訊部分調整 (partial adjustment) 的現象。(2) 公司不確定性愈高時,投資者需花費更多的時間與金錢了解這家公司,因此參與投標意願下降,要求的補償更高,即初次上市折價愈大。有關公司不確定性的代理變數包括公司大小、設立年期、本益比、有無創投投資及競價拍賣的股數等。(3) 依據報酬追求者之假設 (return-chasing model), 最近採行競價拍賣初次上市櫃股票的報酬愈大時,投標者投標數量會越多且態度愈為積極。

Chiang, Qian, and Sherman (2010) 實證結果顯示機構投資人多能遵循拍賣理論去進行投資的動作,機構投資人會依公司的不確定性高低及市場的不確定性情況,來調整其投標策略。愈多機構投資人加入投標,初次上市櫃股票期初報酬會愈大,以給予這些投資人提供資訊來導正價格的補貼。但個別投資人在參與初次上市櫃股票的競價拍賣時,往往因取得的資訊不夠充足,多呈現報酬追求的現象,看到最近競拍股票有好報酬,便會有高估股票價格的投標行為,一窩蜂跟進,造成投標價格普遍偏高,結果都陷入贏家詛咒 (winner's curse) 的困境裡。因此愈多非預期的個別投資人參與競標時,初次上市櫃股票的期初報酬愈低。這樣的現象,一來扭曲競價拍賣所希望能導入資訊的功能;二來這些個別投資人也面臨較高的投資風險。因此為求保護這些個人投資者,應限制個別投資人參與競價拍賣股票,而只允許他們參與第二階段的公開申購配售。

Chen and Kao (2006) 也有相同的看法。Chen and Kao (2006) 估計有機構投資人參與競價拍賣承銷案之承銷價格低估的程度比沒有機構投資人參與競價拍賣的承銷案承銷價格低估的程度高4%。故只允許個別投資人參與公開申購配售抽籤是對的。



臺灣大學學術
期刊資料庫

6.6.2 投標經驗對後續投標行為及報酬之影響

Sherman (2005) 表示參與初次上市櫃競價拍賣是一件非常困難的工作, 投資者必須蒐集資訊以決定要不要參加投標; 還要精心規劃如何投標。競價拍賣設計、發行公司的特性、市場狀況及投標者的經驗都會影響投標者的投標行為及投標績效。Hsu and Shiu (2010) 利用台灣初次上市櫃競價拍賣資料檢驗經常投標者與不經常投標者的績效差異, 以及機構投資者與個別投資人的績效差異。他們發現經常投標的投標者報酬會低於不經常投標的投標者, 原因是因為經常投標者出價太過積極, 且總是高估初次上市櫃公司未來的價值與發展, 過度樂觀的結果, 使得其投資績效表現較差。過度自信會造成經常性投標者的太過樂觀, 支付了太多的成本和金錢在初次上市櫃的拍賣上, 所以造成他們的投資績效更低。Hsu and Shiu (2010) 也發現機構投資者的選擇股票的績效好過於個人投資者。他們認為機構投資者對於初次上市櫃公司的股票擁有更多的資訊, 故能做較佳的投標決策。

了解投資人的學習過程有助於釐清投資人如何做投資決策, 進而了解這些行為如何影響到資產價格。理性投資人會從經驗中學習到更多的經驗以及更好的方法來做投資決策, 也就是有所謂的理性學習 (rational learning)。但投資人也有可能陷於天真型增強式學習效果 (naïve reinforcement learning) 裡, 投資人會想說以往的好績效也可以延續到未來, 而做出錯誤的投資決策。Chiang, Hirshleifer, et al. (2011) 利用台灣初次上市櫃競價拍賣的資料, 討論投資者的投資經驗如何影響到投資者後續的投資意願及報酬。追蹤31,476位個別投資者及1,232位機構投資者的投資軌跡, 先測試投資者是否會因有著較佳的過去投資報酬而提高未來參與新的初次上市櫃股票競拍的可能性。發現個別投資者在前期幾檔參與競拍的股票中要是享有高的期初報酬, 他們將來參與新的初次上市櫃股票競拍案的機率會提高, 證實個別投資人是會依循過去經驗去決定其未來投資。接下來測試投資者依循過去經驗再投標時, 報酬是否會變好還是變壞? 亦即選股能力與投標策略是否有改善? 結果發現個人投資者在新的競拍案中獲得的報酬卻愈來愈低, 而且當個人投資者參與投標的經驗愈多, 選股的能力愈差且投標行為愈顯衝動而不夠周延。證實了當個人投資者獲有高報酬時, 他們會陷入天真型增強式學習效果 (naïve reinforcement learning), 而變得過度樂



觀。相對地, 機構投資人比較理性, 不會因過去績效好, 就變得衝動, 而亂投標。如 Chiang, Qian, and Sherman (2010) 所發現的, 機構投資人有較佳的資訊, 他們會依據所蒐集到的資訊來做出合理的投標行為。

Chiang, Hirshleifer, et al. (2011) 的實證結果顯示不論是理性學習或是天真型增強式學習, 投資者都會在之前的競拍案中得到較高的報酬後, 更有可能會去參加未來的初次上市櫃競價拍賣。理性學習者 (機構投資者) 依循經驗去做新的投資, 他們會有更佳的投資決策及較好的績效。但天真型增強式學習者 (個人投資者) 有較差的投資決策及較壞的投資績效。

6.7 承銷費用規範的影響

在美國上市承銷費用高達承銷金額的7%, 在香港上市也有美國的一半水準 (Chen and Ritter, 2000), 但在台灣初次上市櫃承銷費用只有約占承銷金額的0.99%, 相對其他國家來比, 是非常低的 (Chen, Fok, and Wang, 2006)。

Chen, Fok, and Wang (2006) 分析1989–1998 期間在台灣初次上市櫃公開承銷的費用。在台灣, 承銷商的集中程度相當高, 前五大承銷商佔承銷市場總承銷金額80%, 但卻沒有像美國一樣收取某一佔承銷金額固定比例的承銷費用。在 Chen, Fok, and Wang (2006) 的樣本期間, 承銷商主要收入有三: 承銷手續費, 公開申購配售投資人繳交之費用, 及承銷商自行認購股份在上市後出售的資本利得。Chen, Fok, and Wang (2006) 認為在這段期間, 承銷商的主要收入來源是自行認購承銷股票於上市櫃後賣掉持股的資本利得, 佔總承銷收益的62.45%; 投資者申購股票時所繳交的申購處理費佔承銷商總收益 24.07%, 尤其是好的案子, 申購的投資人多, 承銷商就能大賺一筆申購處理費; 而承銷費用相對小很多, 僅佔總收益的13.48%。承銷商為賺得資本利得及申購處理費收入, 有動機削減承銷費用以爭取好的客戶; 特別是1988年證券業的法規開放, 承銷商數目開始大幅增加, 使得承銷市場競爭加劇, 加上台灣承銷商所提供之服務同質性很高, 以致於承銷市場的需求彈性很大, 故有更高的動機削減承銷費用以爭取好的客戶。

1999年12月的承銷制度規範承銷商須先自行認購10%–25% 初次上



臺灣大學學術
期刊資料庫

市櫃公司的股份,此承銷商須先自行認購初次上市櫃公司股份的規範使得承銷商之間會有削價競爭等行為產生,承銷商主要是透過保留在手中的股票以賺取資本利得。Chen, Jhou, and Yeh (2007) 推導訊號模型指出承銷商認購保留率可以做為投資人評估市場價值的訊號指標,因為承銷商保留率的機制設計可以降低承銷商與投資人的資訊不對稱,在市場均衡下,承銷商保留的股份比例越高,上市後期初報酬越高,公開申購配售的成功率會越低。他們以1998–2004年台灣初次上市櫃股票進行分析,實證結果支持訊號模型的推論。

Chen, Huang, et al. (2009) 同樣發現承銷商保留率可以作為初次上市櫃折價幅度的訊號指標,且發現初次上市櫃的折價會促使承銷商保留更多的股數以賺取資本利得。在他們的樣本中,承銷商自行認購率的平均值與中位數分別為20.4%及24.97%,接近法規的上限,且平均申購股數是發行股數的42.11倍,如此高的申購率使得承銷商申購手續費收入是有利潤可圖的。基於此他們認為一旦取消承銷商自行認購部分,承銷商愈有動機去降低承銷價格以吸引更多投資人來申購,以賺取更多的申購手續費,但此折價幅度的增加對發行公司確有顯著的傷害。因而 Chen, Huang, et al. (2009) 建議應該以提高承銷費用來取代承銷商自行認購的規定。

承銷商主要收入結構在2005年承銷新制實行後,有重大改變。2005年承銷新制中增訂證券承銷商配售規範,為導正承銷配售專業化及承銷業務收費來源合理化,取消初次上市櫃包銷案件承銷商應先行認購10%至25%之規定。之前法規規定承銷商須先自行認購承銷股票,導致承銷商收入多依靠賺取股票價差之資本利得,而非以賺取承銷費用為主。常有承銷商為搶生意,而免收承銷費用的情形,使得承銷收入來源不合理。

現行法規下,承銷商必須向發行公司收取承銷費用新台幣500萬元,也可向申購人收取手續費,投資人申購手續費有兩部分:

1. 詢價圈購: 承銷商可向獲配售圈購人收取圈購處理費。承銷商依證券公會「證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」得向圈購人收取圈購處理費。同時依據99年4月20日證券公會第5屆第1次理事聯席會議決議,各承銷商得視案件狀況、市場需求及客戶差異等



臺灣大學學術
期刊資料庫

因素,就不同獲配售人之圈購處理費作差別收費。²²

2. 公開申購配售: 承銷商向公開申購配售之申購人收取申購處理費。每件公開申購配售承銷案件,每位申購人僅能向一家證券經紀商辦理申購,且以申購一件為限,每件申購處理費新台幣20元。承銷商並不是獨拿這20元,一般分配情形如下:證券經紀商8.5元;承銷商8.5元;台灣證券交易所(負責抽籤)1.5元;證基會1元;存保公司0.5元。

這些申購手續費是承銷商的重要收入來源。Chang, Chiang, et al. (2014) 利用上述承銷商收入來驗證 Ritter (2011) 所提承銷商的競租行為 (rent-seeking behavior)。他們發現不論是用公開申購配售費收入,圈購處理費收入,或是以圈購及公開申購配售承銷數量加權的總費用收入當應變數,對折價幅度都有統計上及經濟上顯著正向的影響。

6.8 價格穩定措施/過額配售

承銷商於初次上市櫃後市執行穩定價格的原因有:釋放股票資訊,避免自己承銷失敗才進場護盤,以及維護自己的聲譽 (Benveniste, Busaba, and Wilhelm, 2002; 陳安琳, 陳振遠, 與王恕, 2002; 高蘭芬與陳安琳, 2004)。

2005年之前並沒有過額配售及穩定價格措施之相關法規,而陳安琳, 陳振遠, 與王恕 (2002) 是以1997年8月至1999年11月的158家初次上市櫃公司為樣本,利用 Probit 模型來檢驗台灣承銷商穩定價格操作行為。他們判定若首日報酬率介於-2.5%至2.5%之間的樣本,為安定操作的樣本。研究發現初次上市櫃安定操作期間大約只有上市後前兩日左右。在安定操作期間,初次上市櫃發行後的交易量較小。而過了安定操作期間,則交易量與安定操作無關。主辦承銷商的聲譽和初次上市櫃的安定操作呈現正相關,但和價格波動性、公司規模呈現負相關。他們的研究發現與 Aggarwal (2000) 研究發現相符,規模較大的承銷商可能有意願支撐價格高估的初次上市櫃股票,以保護他們的聲譽。而 Lewellen (2006) 也認為承銷商為了自己聲譽,會進行穩定價格行為。

²²舉例來說,承銷價格是新台幣20元,但承銷商可向甲投資人另收新台幣1元圈購處理費;向乙投資人另收不同於甲的新台幣2元圈購處理費。



另外,高蘭芬與陳安琳(2004)以1995年1月至2001年6月303家初次上市櫃公司為樣本,分析初次上市櫃發行後24日承銷商之自營部位每週實際買賣股票的明細資料,並搭配發行價格及發行規模,來判斷承銷商的穩定價格操作行為。他們發現承銷商在發行後很少買進自己承銷股票,而且承銷商的買進行為多發生在初次上市櫃發行後的價格上漲的情形;而當市價低於承銷價時,承銷商幾乎不會買進自己承銷的股票,即使買進,承銷商買進的數量也遠低於其他自營商的買進數量。根據以上的發現,他們認為在他們的樣本期間台灣初次上市櫃安定行為並不存在。

2005年承銷新制規定,主辦承銷商能在初次上市櫃後的五個交易日內,以過額配售資金執行穩定價格行為。且初次上市櫃後的第五個交易日,若發行公司的平均收盤價低於承銷價,主辦承銷商將被主管機關記點,此處罰將會影響承銷商的聲譽及未來推案。此項法令規定是台灣承銷制度的特色及限制,所以,台灣承銷商執行穩定價格行為是否和國外文獻結果相同,值得探討。

2005年通過過額配售及穩定價格措施的相關規定後,證券商業同業公會網站會公布承銷商所執行穩定價格操作資料,張邦茹等(2013)利用這些資料,建立承銷商買進承銷股票的數量、價格及買進時點,再輔以台灣經濟新報社的股價報酬率,探討影響主辦承銷商執行穩定價格操作的因素及執行穩定價格後的股價報酬率反應。在184家研究樣本中,有27家主辦承銷商以過額配售機制所產生資金執行初次上市櫃後市穩定價格行為。此外,張邦茹等(2013)實證發現發行規模愈大、過額配售比例愈高及公司規模愈小等發行公司,主辦承銷商執行穩定價格操作愈多,而承銷商聲譽則不會影響主辦承銷商的穩定價格操作。可能是2005年承銷新制中,加重承銷商責任與罰則,所以無論承銷商的聲譽好壞,為了避免法律賠償責任及商譽損失,皆有動機來低估承銷價,以減少承銷價跌破市價的發生機率,使得承銷商聲譽變數不具統計顯著性。公司規模小的資訊不對稱情形較嚴重,主辦承銷商較有可能進行穩定價格操作。過額配售執行與否及過額配售比例愈高,主辦承銷商愈有可能進行穩定價格操作,這似乎隱含著過額配售比例有負面的訊號效果。他們也發現首日報酬率是影響主辦承銷商進行穩定價格操作的重要因素,承銷商會以首日原始報酬率當作執行穩定價格



的依據,而投資人可以從首日原始報酬率正負判斷承銷商後四日,是否執行穩定價格操作。

6.9 閉鎖期之規定

我國承銷法規有強制集保及自願集保的規定。閉鎖期限制一些原有股東不能在初次上市櫃後馬上出售手上持股,²³而閉鎖期滿時,原先受閉鎖期限制的股東,可能為了分散風險或實現投資利得而出售股票,因此初次上市股票閉鎖期滿時,股市將預見股票供給增加,則股價會因為上述股票供給的增加而下跌。但 Ofek and Richardson (2000) 認為若閉鎖期滿在公司上市時已是公開資訊,依據效率市場假說,未來閉鎖期滿時應該不會有可預測的股價變動發生。但 Bradley, Jordan, Yi, et al. (2001) 則主張閉鎖期結束為公開訊息,則股價應反映市場參與者對此事件的理性預期,但受閉鎖限制的股東在閉鎖期滿若採取了市場參與者未預期的過多(少)的股票處置,則可能會引起個別股票負(正)的異常報酬。陳軒基,王忠建,與楊雅雯(2005)驗證台灣6個月一般性閉鎖期滿的市場反應,發現台灣股票市場閉鎖期滿日確實出現異常交易量增加的現象,但並未發現顯著的負異常報酬,顯示台灣股票市場閉鎖期滿日效果無法拒絕效率市場假說。

但 Huang and Lin (2007) 發現一旦閉鎖期結束,價格馬上下跌,而且是被鎖住的股票愈多,閉鎖期愈長的公司,閉鎖期結束後股票跌得更多。特別是那些在投資人情緒較高漲期間上市的公司,在閉鎖期結束後股票價格下跌的幅度也愈大。之所以會有這樣的現象,可能是因為一旦閉鎖期結束,有一些股票被閉鎖的股東開始出售持股求現,造成賣壓。另一個可能的原因是公司會在閉鎖期期間從事盈餘管理,以拉抬股價 (Teoh, Wong, and Rao, 1998; Huang and Lin, 2007)。Huang and Lin (2007) 以台灣兩階段閉鎖期進行初次上市櫃股票盈餘管理的行為分析,發現在兩階段閉鎖期內,初次上市櫃股票有顯著的盈餘管理行為,且在第一階段閉鎖期間的盈餘管理程度與閉鎖期結束後內部人售股有顯著的正向關係。

²³台灣閉鎖期制度相關規定載於「台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」與「櫃檯買賣中心之上櫃審查準則」中,閉鎖期長度與內容由交易所統一決定。



6.10 興櫃市場的建立

我國設立興櫃市場的目的在於增加即將上市櫃公司的資訊,而到底興櫃市場有沒有達到價格發現的目的是一個值得探討的議題。初次上市櫃股票普遍存在折價發行的情形,學術界一直以來都在探討有甚麼樣的方法可以提升訂價的效率。徐政義 (2007) 表示初次上市櫃的股價沒有過去交易資料參考,所以很難評定。我國在2002年1月正式成立興櫃市場,興櫃市場的成立正可以提供投資者在股票正式上市櫃前一個合法、安全、透明、公開的流通交易市場。2004年11月證交所新訂上市準則要求,申請上市前,必須先登錄興櫃市場滿6個月,不像英國的 Alternative Investment Market (AIM),發行公司可自行選擇是否先在這個市場掛牌買賣,爾後才進行股票公開承銷動作。因此台灣的興櫃市場是一個全世界唯一的正式未上市櫃的股票交易市場,而且要求預備上市櫃的公司必須在這個市場交易至少滿6個月才能申請上市櫃。這樣的市場,這樣的規定,提供了豐富的資料,可以來測試這樣的機制是否對提升初次上市櫃的效率有幫助。

申請上市櫃公司必須在興櫃市場交易滿6個月的規定是否真能提升初次上市櫃的效率? Derrien and Kesckés (2007) 發現選擇在 AIM 先行掛牌的公司比直接做初次上市股票公開承銷的公司有著比較小的折價幅度。Lin, Lee, and Lee (2008) 針對我國2004年法規未強制登錄興櫃的初次上市櫃股票樣本進行分析,發現有經過興櫃市場交易再上市櫃的公司,比直接上市櫃的公司,在上市櫃後交易第一天的市場評價較高;上市櫃後30個交易日的報酬也較高。顯示透過興櫃市場交易可以使得初次上市櫃股票在上市初期的表現較佳,與 Derrien and Kesckés (2007) 認為間接上市比直接上市有較小的折價幅度有著一致的結論。

姜堯民與戴維芯 (2007) 認為公司的資訊能先行在興櫃股票市場交易而揭露出來,這應該可以幫助降低投資人之資訊不對稱,進而降低投資者要求的必要報酬率。因而預期興櫃期間交易對上櫃初期的績效會有影響,他們利用2004年到2006年間強制興櫃交易6個月的法規通過後由興櫃轉上櫃的公司共119家樣本進行測試。因為準備上櫃公司在申請過程中必須取得櫃買中心董事會的同意,姜堯民與戴維芯 (2007) 測試興櫃市場交易是否會對通過董事會審核有所反應,結果實證並不支持櫃買中心董事會通



臺灣大學學術
期刊資料庫

過股票可以轉上櫃時有資訊效果。他們進一步以董事會通過後的興櫃市場交易量及報酬來對上櫃後期初超常報酬做檢驗,發現這些興櫃市場的交易資訊對後市價格具有預測能力。顯示興櫃期間的交易資料富含初次上櫃股票股價真實價值的資訊。

Chang, Chiang, et al. (2014) 發現興櫃市場的交易價格確實對上市櫃之後的價格具有預測的能力,而且這個預測能力隨著興櫃市場交易的熱絡程度而增加。他們發現興櫃市場交易價格對後市價格的預測能力隨著興櫃市場交易的流動性增加而增加,隨著波動性增加而漸少。他們認為興櫃市場有價格發現的能力,而且承銷商會參酌興櫃市場的價格來訂定承銷價格。興櫃市場的價格比同業價格更能夠解釋承銷商的訂價行為。

7 結論

本文回顧了台灣近15年有關台灣初次上市櫃股票承銷制度的變革以及相關的研究,台灣的獨特初次上市櫃股票承銷制度及珍貴資料提供了學術界研究的好題材,許多學者,如陳安琳、高蘭芬、陳軒基、徐政義等,在這領域著墨極深,並獲致許多好的研究成果。希望這一篇文章能啟發更多學者投入這個領域,發掘更多理論與事實。

近年來台灣的初次上市櫃公司數目較少,美國也面臨著同樣的問題。這個問題困擾著財金學者,試圖找出解決方法。我們也應一起努力,找出促進初次上市櫃市場發展的策略。

傳統的資訊不對稱理論並不足以解釋大幅折價的現象, Ritter (2011) 認為承銷商競租行為會是一個可能解釋原因。台灣的承銷費用收取方式雖與國外的方式不同,但可以用來直接測試承銷商競租行為。台灣的獨特資料也適合朝向 Ljungqvist (2007) 所建議的以機構投資人行為及承銷商行為等角度來探討折價原因。

文獻上對於承銷方式多所討論,這些討論有助於釐清哪一種方式較適合用於初次上市櫃股票的承銷。台灣試行過多種承銷方式,這些經驗可以供做學者就承銷方式選擇這一議題做深入的討論。



臺灣大學學術
期刊資料庫

參考文獻

- 王朝仕與陳振遠 (2008), “申購積極性對新上市公司股票績效的影響,” 《管理學報》, 25, 245–267。 (Wang, Chao-Shi and Roger C. W. Chen (2008), “Investors’ Aggressiveness in Open Subscription and the Performance of Initial Public Offerings,” *Journal of Management*, 25, 245–267.)
- 李建然與羅元銘 (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》, 23–52, 23–52。 (Lee, Jan-Zan and Yuan-Ming Lo (2002), “The Reasons for Post-issue Operating Performance Decline of IPO Firms,” *Journal of Financial Studies*, 10, 23–52.)
- 姜堯民與戴維忒 (2007), “興櫃交易對初次上櫃績效的影響,” 《證券櫃檯雙月刊》, 17–32。 (Chiang, Yao-Min and Vivian W. Tai (2007), “The Impact of Emerging Stock Trading on the Performance of Initial Public Offerings,” *GreTai Security Market*, 17–32.)
- 徐政義 (2007), “初次上市櫃詢價圈購承銷,” 《經濟日報》, 2007/12/09。 (Shiu, Cheng-Yi (2007), “IPO Bookbuilding,” *Economic Daily News*, 2007/12/09.)
- 徐燕山與徐政義 (2002), “IPO 折價與訊息的代理變數,” 《財務金融學刊》, 10, 63–88。 (Hsu, Yen-Shan and Cheng-Yi Shiu (2002), “IPO Underpricing and Information Proxy,” *Journal of Financial Studies*, 10, 63–88.)
- (2004), “IPO 競價拍賣中投資人標單的資訊內涵: 以台灣為例,” 《財務金融學刊》, 12, 27–54。 (Hsu, Yen-Shan and Cheng-Yi Shiu (2004), “Information Content of Investors’ Bids in IPO Auctions: Evidence from Taiwan,” *Journal of Financial Studies*, 12, 27–54.)
- 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, 1–40。 (Ma, Tai and Te-Chung Hu (2003), “The Determination of Underwriting Mechanisms and It’s Impact on IPO Discount: Auction, Bookbuilding and Fixed Price,” *Journal of Financial Studies*, 11, 1–40.)
- 高蘭芬與陳安琳 (2004), “台灣新上市股票存在承銷商安定操作行為嗎? — 安定操作之直接衡量,” 《證券市場發展季刊》, 16, 53–96。 (Kao, Lan-Feng and An-Lin Chen (2004), “Do Underwriters Really Stabilize IPOs



臺灣大學學術
期刊資料庫

- in Taiwan? A Direct Measure of Stabilization,” *Review of Securities and Futures Markets*, 16, 53–96.)
- 崔可欣與廖恆毅 (2007), “台灣新上市股票評價研究比較乘數法之應用,” 《輔仁管理評論》, 14, 1–26。 (Tswei, Keshin and Heng-I Liao (2007), “Valuing Taiwan’s IPOs-An Application of the Comparable Multiple Approach,” *Fu Jen Management Review*, 14, 1–26.)
- 張邦茹, 黃柏凱, 姜堯民, 與江禎泰 (2013), “台灣新股上市穩定價格操作的效果,” 《證券市場發展季刊》, 100, 105–146。 (Chang, Pang-Ru, Po-Kai Huang, Yao-Min Chiang, and Chen-Tai Chiang (2013), “The Effect of Price Support on IPOs: Evidence from Taiwan,” *Review of Securities and Futures Markets*, 100, 105–146.)
- 陳安琳, 陳振遠, 與王恕 (2002), “影響台灣新上市公司股票安定操作之因素,” 《證券市場發展季刊》, 14, 111–137。 (Chen, An-Lin, Roger C. Y. Chen, and Shu Wang (2002), “The Determinants of Price Stabilization of Initial Public Offerings in Taiwan,” *Review of Securities and Futures Markets*, 14, 111–137.)
- 陳軒基, 王忠建, 與楊雅雯 (2005), “閉鎖期滿日之市場反應,” 《證券市場發展季刊》, 17, 57–88。 (Chen, Hsuan-Chi, Chung-Chien Wang, and Ya-Wen Yang (2005), “Market Reaction to the IPO Lockup Expiration,” *Review of Securities and Futures Markets*, 17, 57–88.)
- 陳軒基, 葉秀娟, 與陳右超 (2003), “承銷制度與折價幅度: 台灣初次上市櫃股票之實證分析 (1980–2000),” 《證券市場發展季刊》, 14, 175–198。 (Chen, Hsuan-Chi, Hsiu-Chuan Yeh, and Yu-Chao Chen (2003), “Underwriting Procedures and Underpricing: Evidence from IPOs of Taiwan, 1980–2000,” *Review of Securities and Futures Markets*, 14, 175–198.)
- Aggarwal, Reena (2000), “Stabilization Activities by Underwriters after New Offerings,” *Journal of Finance*, 55, 1075–1104.
- Ausubel, Lawrence M. (2002), “Implications of Auction Theory for New Issues Markets,” *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 5, 313–343.



臺灣大學學術
期刊資料庫

- Benveniste, Lawrence M., Walid Y. Busaba, and William J. Wilhelm (2002), "Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets," *Journal of Financial Intermediation*, 11, 61–86.
- Benveniste, Lawrence M. and Paul A. Spindt (1989), "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues," *Journal of Financial Economics*, 24, 343–361.
- Benveniste, Lawrence M. and William J. Wilhelm (1990), "A Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments," *Journal of Financial Economics*, 28, 173–207.
- Booth, James R. and Lena Chua (1996), "Ownership Dispersion, Costly Information, and IPO Underpricing," *Journal of Financial Economics*, 41, 291–310.
- Bradley, Daniel J., Bradford D. Jordan, and Jay R. Ritter (2003), "The Quiet Period Goes Out with A Bang," *Journal of Finance*, 58, 1–36.
- Bradley, Daniel J., Bradford D. Jordan, Jay R. Ritter, and Jack G. Wolf (2004), "The IPO Quiet Period Revisited," *Journal of Investment Management*, 2, 1–11.
- Bradley, Daniel J., Bradford D. Jordan, Ha-Chin Yi, and Ivan C. Roten (2001), "Venture Capital and IPO Lockup Expiration: An Empirical analysis," *Journal of Financial Research*, 24, 465–493.
- Chang, Chun, Yao-Min Chiang, Yiming Qian, and Jay R. Ritter (2014), "Pre-Market Trading and IPO Pricing: Evidence from Taiwan," Working Paper, National Taiwan University.
- Chang, Hsiu-Hua, Anlin Chen, Lanfeng Kao, and Chin-Shun Wu (2014), "IPO Price Discovery Efficiency under Alternative Regulatory Constraints: Taiwan, Hong Kong and the U.S.," *International Review of Economics and Finance*, 29, 83–96.
- Chang, Kuo-Ping and Yu-Min Tang (2007), "Pricing Taiwan's Initial Public Offerings," *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 41, 69–84.
- Chemmanur, Thomas J. (1993), "The Pricing of Initial Public Offerings: A Dynamic Model with Information Production," *Journal of Finance*, 48, 285–304.
- Chemmanur, Thomas J. and Mark H. Liu (2006), "How Should a Firm Go Public? A Dynamic Model of the Choice between Fixed-price Offerings and Auctions in IPOs and Privatizations," Working Paper, Boston College.



臺灣大學學術
期刊資料庫

- Chen, Anlin (1999), "The Long-run Performance of Initial Public Offerings with Changing Beta: A Rolling Regression Approach," *Journal of Management*, 16, 535–556.
- (2001), "The Long-run Performance Puzzles of Initial Public Offerings in Taiwan: Empirical Findings from Various Models," *Journal of Financial Studies*, 19, 1–20.
- Chen, Anlin, Yu Ting Urania Huang, Lanfeng Kao, and Cheng Shou Lu (2009), "Is Underwriter Retention of IPO Shares a Good Substitute for Underwriting Spreads?" *Emerging Markets Finance and Trade*, 45, 19–30.
- Chen, Anlin, Chen Chein Hung, and Chin-Shun Wu (2002), "The Underpricing and Excess Returns of Initial Public Offerings in Taiwan Based on Noisy Trading: A Stochastic Frontier Model," *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 18, 139–159.
- Chen, Anlin and Lanfeng Kao (2006), "The Benefit of Excluding Institutional Investors from Fixed-price IPO: Evidence from Taiwan," *Emerging Markets Finance and Trade*, 42, 5–24.
- Chen, Hsuan-Chi, Robert C. W. Fok, and Yu-Jen Wang (2006), "Why Do Underwriters Charge Low Underwriting Fees for Initial Public Offerings in Taiwan?" *Journal of Business, Finance and Accounting*, 33, 979–1005.
- Chen, Hsuan-Chi, Cyuan-Jhan Jhou, and Hsiu-Chuan Yeh (2007), "Signalling by Underwriter Retention Rate in the IPO Market," *Applied Economics*, 39, 1973–1983.
- Chen, Hsuan-Chi and Jay R. Ritter (2000), "The Seven Percent Solution," *Journal of Finance*, 55, 1105–1131.
- Chen, Hsuan-Chi, Pei-Gi Shu, and Sue-Jane Chiang (2011), "The Choice between Bookbuilding and Fixed-price Offering: Evidence from SEOs in Taiwan," *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21, 28–48.
- Chen, Hsuan-Chi and Sheng-Ching Wu (2015), "Who Makes the Choice in IPO Underwriting Methods? Issuers vs. Underwriters," *Financial Management*, forthcoming.
- Cheng, Shuenn-Ren and Cheng-Yi Shiu (2005), "Examination the Long-run Performance of Taiwanese Initial Public Offerings," *Information and Management Sciences*, 16, 17–34.
- Chiang, Yao-Min, David Hirshleifer, Yiming Qian, and Ann E. Sherman (2011), "Do Investors Learn from Experience? Evidence from Frequent IPO Investors," *Review of Financial Studies*, 24, 1560–1589.



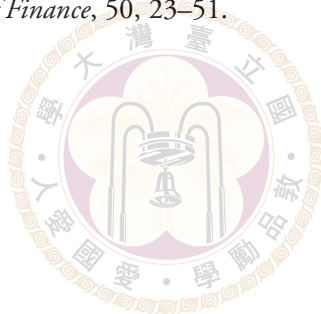
臺灣大學學術
期刊資料庫

- Chiang, Yao-Min, Michelle Lowry, and Yiming Qian (2014), "The Information Advantage of Underwriters in IPO," Working Paper, National Taiwan University.
- Chiang, Yao-Min, Yiming Qian, and Ann E. Sherman (2010), "Endogenous Entry and Partial Adjustment in IPO Auctions: Are Institutional Investors Better Informed?" *Review of Financial Studies*, 23, 1200–1230.
- DeGeorge, Francois, Francois Derrien, and Kent L. Womack (2007), "Analyst Hype in IPOs: Explaining the Popularity of Bookbuilding," *Review of Financial Studies*, 20, 1021–1058.
- Derrien, Francois and Ambrus Kesckés (2007), "The Initial Public Offerings of Listed Firms," *Journal of Finance*, 62, 447–479.
- Derrien, Francois and Kent L. Womack (2003), "Auctions vs. Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets," *Review of Financial Studies*, 16, 31–61.
- Gao, Xiaohui, Jay R. Ritter, and Zhongyan Zhu (2013), "Where Have All the IPOs Gone?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48, 1663–1692.
- Goldstein, Michael A., Paul Irvine, and Andy Puckett (2011), "Purchasing IPOs with Commissions," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46, 1193–1225.
- Hsu, Yenshan, Chung-Wen Hung, and Cheng-Yi Shiu (2009), "Why Have IPO Auctions Lost Market Share to Fixed-price Offers? Evidence from Taiwan," *Journal of Financial Studies*, 17, 1–36.
- Hsu, Yenshan and Cheng-Yi Shiu (2010), "The Overconfidence of Investors in the Primary Market," *Pacific-Basin Finance Journal*, 18, 217–239.
- Huang, Chih-Jen and Chung-Gee Lin (2007), "Earnings Management in IPO Lockup and Insider Trading: Evidence from Taiwan," *Emerging Markets Finance and Trade*, 43, 78–91.
- Huang, Yen-Sheng (1999), "The Price Behavior of Initial Public Offerings on the Taiwan Stock Exchange," *Applied Financial Economics*, 9, 201–208.
- Jagannathan, Ravi, Andrei Jirnyi, and Ann G. Sherman (2014), "Share Auctions of Initial Public Offerings: Global Evidence," *Journal of Financial Intermediation*, forthcoming.
- Jain, Bharat A. and Omesh Kini (1994), "The Post-issue Operating Performance of IPO Firms," *Journal of Finance*, 49, 1699–1726.



臺灣大學學術
期刊資料庫

- Ku, Kuang-Ping (2003), "A Reinvestigation of the Short-run and Long-run Performance Initial Public Offerings in Taiwan," *Review of Securities and Futures Markets*, 15, 1–40.
- Lee, Jen-Sin, Chin-Tai Kuo, and Pi-Hsia Yen (2011), "Market States and Initial Returns: Evidence from Taiwanese IPO," *Emerging Markets Finance and Trade*, 47, 6–20.
- Lewellen, Katharina (2006), "Risk, Reputation, and IPO Price Support," *Journal of Finance*, 61, 613–653.
- Liao, Mei-Hua, Chien-Chih Lin, and Yinrou Wang (2011), "The Effects of Removing Price Limits: Evidence from Taiwan IPO Stocks," *Emerging Markets Finance and Trade*, 47, 40–52.
- Liao, Tsai-Ling, Min-Teh Yu, and Chih-Jen Huang (2011), "Independent Directors and the Long-run Performance of IPOs," *Journal of Applied Finance and Banking*, 11, 137–161.
- Lin, Ji-Chai, Yi-Tsung Lee, and Yu-Jane Liu (2007), "IPO Auctions and Private Information," *Journal of Banking and Finance*, 31, 1483–1500.
- Lin, Chuang Yuang, Hung Ta Lee, and Chun Lin Lee (2008), "One More Step, Some More Performance? An Empirical Study on Initial Public Offerings in the Taiwan Emerging Stock Market," *Emerging Markets Finance and Trade*, 44, 6–18.
- Lin, Dennis K. J., Lanfeng Kao, and Anlin Chen (2010), "Winner's Curse in Initial Public Offering Subscriptions with Investors' Withdrawal Options," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 39, 3–27.
- Liu, Yu-Jane, K. C. John Wei, and Gwohorng Liaw (2001), "On the Demand Elasticity of Initial Public Offerings: An Analysis of Discriminatory Auctions," *International Review of Finance*, 2, 151–178.
- Liu, Xiaoding and Jay R. Ritter (2011), "Local Underwriter Oligopolies and IPO Underpricing," *Journal of Financial Economics*, 102, 579–601.
- Ljungqvist, Alexander P. (2007), "IPO Underpricing," in Espen Eckbo (ed.), *Handbook of Corporate Finance*, 375–422, Amsterdam: North Holland.
- Ljungqvist, Alexander P., Tim Jenkinson, and William J. Wilhelm (2003), "Global Integration in Primary Equity Markets: The Role of U.S. Banks and U.S. Investors," *Review of Financial Studies*, 16, 63–99.
- Ljungqvist, Alexander P., Vikram Nanda, and Ragdeep Singh (2006), "Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing," *Journal of Business*, 79, 1667–1702.
- Loughran, Tim and Jay R. Ritter (1995), "The New Issue Puzzle," *Journal of Finance*, 50, 23–51.



臺灣大學學術
期刊資料庫

- (2000), “Uniformly Least Powerful Tests of Market Efficiency,” *Journal of Financial Economics*, 55, 361–389.
- (2002), “Why Don’t Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs?” *Review of Financial Studies*, 15, 413–444.
- (2004), “Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?” *Financial Management*, 33, 5–37.
- Lowry, Michelle, Micah S. Officer, and G. William Schwert (2010), “The Variability of IPO Initial Returns,” *Journal of Finance*, 65, 425–465.
- Nimalendran, Mahendrarajah, Jay R. Ritter, and Donghang Zhang (2007), “Do Today’s Trades Affect Tomorrow’s IPO Allocation?” *Journal of Financial Economics*, 84, 87–109.
- Ofek, Eli and Matthew Richardson (2000), “The IPO Lock-up Period: Implications for Market Efficiency and Downward Sloping Demand Curves,” Working Paper, New York University.
- Reuter, Jonathan (2006), “Are IPO Allocations for Sale? Evidence from Mutual Funds,” *Journal of Finance*, 61, 2289–2324.
- Ritter, Jay R. (1984), “The ‘Hot Issue’ Market of 1980,” *Journal of Business*, 57, 215–240.
- (1991), “The Long-run Performance of Initial Public Offerings,” *Journal of Finance*, 46, 3–27.
- (1998), “Initial Public Offerings,” in D. E. Logue (ed.), *Handbook of Modern Finance*, Boston: Warren Gorham and Lamont Press, 5–30.
- (2011), “Equilibrium in the Initial Public Offerings Market,” *Annual Review of Financial Economics*, 3, 347–374.
- (2013), “Reenergizing the IPO Market,” in R. Herring M Bailey and Y. Seki (eds.), *Restructuring to Speed Economic Recovery*, Chapter 5, Washington: Brookings Institution Press.
- Ritter, Jay R. and Ivo Welch (2002), “A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations,” *Journal of Finance*, 57, 1795–1828.
- Rock, Kevin (1986), “Why New Issues Are Underpriced,” *Journal of Financial Economics*, 15, 187–212.
- Sherman, Ann E. (1992), “The Pricing of Best Efforts New Issues,” *Journal of Finance*, 47, 781–790.
- (2000), “IPOs and Long-Term Relationships: An Advantage of Book Building,” *Review of Financial Studies*, 13, 697–714.
- (2005), “Global Trends in IPO Methods: Bookbuilding versus Auctions with Endogenous Entry,” *Journal of Financial Economics*, 78, 615–649.



臺灣大學學術
期刊資料庫

- Sherman, Ann E. and Sheridan Titman (2002), "Building the IPO Order Book: Underpricing and Participation Limits with Costly Information," *Journal of Financial Economics*, 65, 3–29.
- Shu, Pei-Gi, Yin-Hua Yeh, and Yu-Hui Su (2009), "Decisions of Initial Public Offerings Review Committees: Causes and Consequences," *Emerging Markets Finance and Trade*, 45, 67–82.
- Smith, Randall and Jean Eaglesham (2012), "SEC Cracks Down on Pre-IPO Trading," *Wall Street Journal*, March 14, 2012.
- Teoh, Siew Hong, T. J. Wong, and Gita R. Rao (1998), "Are Accruals during Initial Public Offerings Opportunistic?" *Review of Accounting Studies*, 3, 175–208.
- Wilhelm, William J. (2005), "Bookbuilding, Auctions, and the Future of the IPO Process," *Journal of Applied Corporate Finance*, 17, 55–66.
- Yeh, Yin-Hua, Pei-Gi Shu, and Re-Jin Guo (2008), "Ownership Structure and IPO Valuation: Evidence from Taiwan," *Financial Management*, 37, 141–161.

投稿日期: 2014年4月8日, 接受日期: 2015年4月13日



臺灣大學學術
期刊資料庫

A Review of Taiwan's IPO Research

Yao-Min Chiang

Department of Finance, National Taiwan University

Vivian W. Tai

Department of Banking and Finance, National Chi Nan University

The regulations concerning initial public offerings in Taiwan have been revised many times during the past two decades. This provides plenty of valuable data to empirically test IPO theories. This study reviews the literature related to initial public offerings in Taiwan over the last 15 years. We discuss the empirical evidence found in this literature and try to dig out unexplained issues. In summary, Taiwan's IPO literature provides empirical evidence on: short-run and long run performance of IPOs, the choice of underwriting method, investors' bidding behavior and performance, and underwriting fees. In the future, we can further utilize these data to investigate the unique underwriting characteristics in Taiwan, and the behavior of institutional investors and underwriters.

Keywords: Initial public offerings, underpricing, long term performance, underwriting, information asymmetry

JEL classification: G24, G32



臺灣大學學術
期刊資料庫



臺灣大學學術 期刊資料庫