

嘗甜頭，學問大 初次上市、上櫃公司股票承銷方式

■黃中

在股市投資人的眼中，初次上市、上櫃（initial public offering, IPO）的公司經常會出現「蜜月期」。但蜜月期一過，股價往往下跌，甚至跌破承銷價格，使投資人承擔了高風險。

學界對於蜜月期提出許多解釋，包括資訊不對稱、折價現象、價格發現功能失效等，政治大學財務管理系劉玉珍教授與會計系李怡宗教授的研究團隊從IPO的承銷方式著手研究。劉玉珍教授表示，IPO承銷方式主要可分為公開申購、競價拍賣及詢價圈購3種。若以股份分配方式來看，公開申購與競價拍賣都是公平的分配方式，承銷商或發行公司無法任意決定要把股票分配給誰，詢價圈購則由承銷商裁量式地決定如何分配股份。

資訊不對稱是指承銷商與投資者對於發行公司資訊的取得不對等，投資人相對而言處於資訊取得的弱勢。資訊完善與否會左右投資者的信心，進而影響股票價格。因此，發行公司與承銷商為了吸引投資者購買股票，會考慮以一定比率的折扣把股票售出，於是產生了折價現象。如何透過適當承銷方式使其股票價格反映公司真實價值，讓價格發現功能發揮，一直是主管機關關心的焦點。

劉玉珍教授表示，在價格發現功能上，公開申購的價格過去是由承銷商依證期局訂定的理論價格公式計算出來的；競價拍賣是由承銷商提出供給數量與底價，由投資者對其需求的數量及願意承購的價格進行標購；詢價圈購則由承銷商訂定價格區間，再向潛在投資者詢



價，以了解投資者的需求曲線。在3種承銷方式中，競價拍賣完全依照供給需求市場進行股票交易，因此價格發現的功能最強。

雖然競價拍賣的價格發現功能最強，對發行公司最有利，但對投資者而言，資訊蒐集是需要成本的，如果沒有適當誘因，投資人投資意願便不高。「也就是甜頭如何給、該給誰」李怡宗教授認為，折價可說是補償投資人蒐集資訊的成本，而競價拍賣無法補償價格風險及資訊成本，容易造成認購不足的問題，因此越來越少公司採用。

經分析我國1995到2002年以競標拍賣進行的IPO資料，研究團隊發現使用競標拍賣的次數逐年減少。同時發現法人投資者擁有的資訊價值是8.68%，而且雖然法人參與競拍比率不高，但所參與的公司法人都獲利頗豐，顯示法人投資者的資訊蒐集、選股能力都比個人投資者出色。

李怡宗教授進一步說明，詢價圈購的價格發現功能雖次於競價拍賣，但詢價圈購制度賦予承銷商股價訂定及股票分配的裁量權，能夠提供投資者相當彈性的折價空間，間接地補償了投資者的價格風險及資訊成本，因此詢價圈購制度在世界各國普遍受到歡迎。然而，裁量權也可能造成發行公司與承銷商之間的利益衝突，例如承銷商也可能利用裁量權與客戶進行利益交換，以至於損害發行公司的利益。□

黃中

台灣大學新聞研究所

深度閱讀資料

1. 劉玉珍、陳薇如（民93），為何詢價圈購方式逐漸取代競價拍賣？，證券暨期貨月刊，22（5），16-31。
2. 劉玉珍、李怡宗、黃寶慧（民93），市場管理制度創新與行為財務學：資訊揭露制度設計的政策意涵，證券暨期貨月刊，22（4），4-14。