



國立高雄應用科技大學
企業管理系
高階經營管理碩士在職專班
碩士論文

詢價圈購處理費與 IPO 期初報酬率之實證研究
---以台灣 IPO 公司承銷案件為例

The Study of Book Building Processing Fees and IPO Initial
Return- Empirical Evidence from Taiwan IPO Companies.

研究生：謝淑貞
指導教授：李政峯博士

中華民國 105 年 6 月

詢價圈購處理費與 IPO 期初報酬率之實證研究
---以台灣 IPO 公司承銷案件為例

**The Study of Book Building Processing Fees and
IPO Initial Return-Empirical Evidence from
Taiwan IPO Companies.**

研究生：謝淑貞

指導教授：李政峯 博士

國立高雄應用科技大學
企業管理系高階經營管理碩士在職專班



**Department of Business Administration
National Kaohsiung University of Applied Sciences
In Partial Fulfillment of Requirements
For the Degree of Master of Business Administration**

**June 2016
Kaohsiung, Taiwan, Republic of China**

中華民國 105 年 6 月

詢價圈購處理費與 IPO 期初報酬率之實證研究

---以台灣 IPO 公司承銷案件為例

研究生：謝淑貞

指導教授：李政峯博士

國立高雄應用科技大學企業管理系高階經營管理碩士在職專班

摘 要

詢價圈購處理費為承銷商穩定主要收入來源之一，但圈購處理費的收取會墊高參與詢圈作業投資人的成本，本研究探討台灣IPO圈購處理費狀況及期初報酬率的影響因素，研究期間為2014年1月至2015年12月底止，共計100家IPO樣本。相對於過去的文獻，具有下列特色：第一，為首次探討詢價圈購作業中承銷商所收取之圈購處理費，結果發現目前承銷商對於IPO承銷案件之圈購處理費一般均會收取3%~4%之圈購處理費，故當IPO公司之承銷價格越高時，代表承銷商每股所收取之圈購處理費用將會越高。第二，本文為首度將圈購處理費率納入期初報酬率之影響變數作探討，從實證結果發現IPO公司之掛牌首日期初報酬率與市場調整後期初報酬率主要與圈購處理費率、承銷商聲譽、中籤率及公司規模等因素有關，其中IPO圈購處理費率與掛牌首日之原始期初報酬率及市場調整後期初報酬率都出現正相關，且非常顯著影響，代表當IPO發行時圈購處理費率越高，期初報酬率越高，投資人將可做為投資上參考。

關鍵詞：圈購處理費、詢價圈購、期初報酬率

The Study of Book Building Processing Fees and IPO Initial Return-Empirical Evidence from Taiwan IPO Companies.

Student: Shu-Chen Hsieh

Advisor: Phd Cheng-Fang Lee

Department of Business Administration
National Kaohsiung University of Applied Sciences

Abstract

The book building processing fees is one of the mainly stable income sources for securities underwriters, but high book building processing fees will increase the investors' cost. This research studies the book building processing fees situations in Taiwan IPO market and tries to find out the impact factors on IPO initial return. The data in this paper include IPO cases from January 2014 to December 2015, which are totally 100 companies. Comparing to prior studies, there are two different features in this paper. First, it's the first time to discuss the book building processing fees charged by the securities underwriters. The result showed book building processing fees are generally 3%~4% of IPO offering price. It means the higher IPO offering price, the higher book building processing fees. Second, it's also the first time to use book building processing fees as an influence factor to discuss its impact on initial return. According to the empirical evidence, book building processing fees, underwriter's reputation, lot winning rate and company scales are relevant to the initial return which means the return on the first listing day of IPO companies and market adjusted initial returns. Among them, the book building processing fees have a significantly positive impact on the initial return and market adjusted one. It means the higher Book building processing fees, the higher initial return. These findings could be a reference for the investors.

Keywords: book building processing fees, by book building, initial return

第一章 緒論

第一節、研究背景與動機

國內承銷商在IPO作業當中主要的收入來源除了於興櫃階段有包銷部位¹能產生資本利得機會外，主要收入尚包含有承銷輔導費收入、承銷手續費收入及承銷作業處理費收入等三種。資本利得收入方面受到興櫃包銷時承銷價格議定高低及登錄興櫃後市場變動影響，有大賺或大賠的機率，風險較高；相較之下承銷輔導費收入係承銷商較為穩定的收入來源，承銷商在IPO接案申報上市(櫃)輔導作業時即會與發行公司簽訂輔導契約，約定案件的收費，另外案件於上市(櫃)主管機關董事會通過後，進入案件之承銷作業，承銷商會在收取承銷手續費。經本研究整理統計，IPO案件承銷商所收取之輔導費收入加上承銷手續費收入，國內案件的收費標準為至少五百萬元，海外回台第一上市IPO案件則至少一仟貳佰萬元²，國內IPO案件因為證券承銷商同業間競爭激烈致此收入無法提高。承銷作業處理費收入(包含公開申購、詢價圈購及競價拍賣作業處理費收入)則為承銷商第二大收入來源，僅次於包銷證券之資本利得收入。

承銷作業處理費收入包含公開申購之抽籤處理費收入、詢價圈購處理費收入³及競價拍賣之投標處理費收入。在公開申購之抽籤處理費收入方面，由於IPO作業對外公開申購張數有限，且承銷商每筆(一般為一千股)能獲得之收入僅8.5元，對承銷部門收入之挹注有限；在詢價圈購處理費收入方面，目前券商公會法令對於詢價圈購處理費收入則於「證券商承銷或再行銷售有價證券處

¹「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第八條規定：公司擬櫃檯買賣股份總數之百分之三以上且不得低於五十萬股，但擬櫃檯買賣股份總數之百分之三逾一百五十萬股者，則應提出一百五十萬股以上由輔導推薦證券商認購。

²「中華民國證券商業同業公會會員收費自律規則」第八條：會員辦理發行人募集與發行有價證券承銷案件，其包銷報酬或代銷手續費之收取，除應依第二條規定辦理外，並應考量承銷作業成本及其他與營運相關費用、評估責任及風險、餘額包銷及自行認購市場風險等，且不得以其他方式或名目補償，或退還予發行人或其關係人或前二者所指定之人等。

³證券商承銷公告向參加詢價圈購作業所獲配售額度者所收取之每股圈購處理費金額。

理辦法」第26條規定：證券承銷商受理圈購時，得向圈購人收取圈購處理費，並依「證券承銷商詢價圈購配售辦法」規定為之。因此證券承銷商得視案件狀況於詢價圈購及承銷公告中明訂是否收取圈購處理費，各承銷商得視案件狀況、市場需求及客戶差異等因素，就不同獲配售人之圈購處理費作差別收費，透過自行的配售管道大幅增加詢價圈購處理費收入；競價拍賣之收入方面，包含投標處理費及得標手續費，其中投標處理費只要投標即需收取，自2016年起每一投標單應繳交投標處理費為新台幣五百元整，而得標手續費則僅向得標對象收取。若以2015年度初次IPO案件觀之，主要承銷方式均採詢價圈購搭配公開申購。

關於承銷商在IPO詢價圈購處理費之重大事件有：2010年元大證券主辦宸鴻(股票代號:3637)上市案，打破業界慣例，辦理詢價圈購作業時每張收取1萬元(每股收取10元)，創下台股史上最高收費紀錄，為主辦承銷商元大證投資銀行事業部挹注1.76億元收入。當年度凱基證券主辦之碩禾(股票代號:3691)上櫃案，詢價圈購處理費亦每張收取1萬元(每股收取10元)。另外2014年度永豐金證券所主辦承銷的F-勝悅(股票代號:1340)上市案，詢價圈購處理費採差別收費，最低股票每張收費5千元(每股收取5元)，最高每張收達2.6萬(每股收取26元)，再次突破IPO圈購處理費有史以來紀錄，主辦承銷商永豐金證券投資銀行事業部當年度作業處理費收入達2.17億元，佔該年度承銷總收入32.4%，由此可見IPO案件之詢價圈購處理費收入對於承銷商收入挹注非常重要。

綜上所述，IPO圈購處理費收入對於承銷商的收入影響重大，詢價圈購處理費的收取將墊高投資人的成本，而投資人既然願意支付高額之圈購處理費，是否意味著有IPO超額報酬情形存在，故推論圈購處理費亦會影響到IPO承銷定價，然而國內文獻對此方面的研究付之闕如，為了解詢價圈購處理費收費狀況及詢價圈購處理費與IPO期初報酬率的關係，本研究擬將2014年及2015年初次

上市(櫃)公司為例，探討 IPO詢價圈購處理費的收費狀況以及詢價圈購處理費對 IPO之期初報酬率影響加以剖析，進而從中尋找一些潛在規則，使投資人可以一窺IPO市場資訊所帶來的潛在獲利良機。



第二節、研究目的

IPO之承銷價格主要由發行公司與證券承銷商共同協商議定，承銷商在議定承銷價格前基本上會考量發行公司的產業類別、獲利能力、未來發展狀況、證券市場的近況及興櫃價格等因素。就承銷商觀點，希望承銷價越低，在詢價配售時可收取之圈購處理費空間可較大，對承銷商越有利，而發行公司立場則希望承銷價越高，對公司及提出過額配售之股東越有利，對於IPO投資人而言當然希望成本越低，獲利空間越大。一般公開申購投資人的成本主要為承銷價格，參與詢價圈購投資人成本則為承銷價格加上圈購處理費，在IPO承銷價格由發行公司與承銷商雙方議價所產生的情況下，強勢的一方會主導價格的訂定，在國內或國外學術研究上都證實新股在上市(櫃)時會有超額報酬即蜜月行情存在。

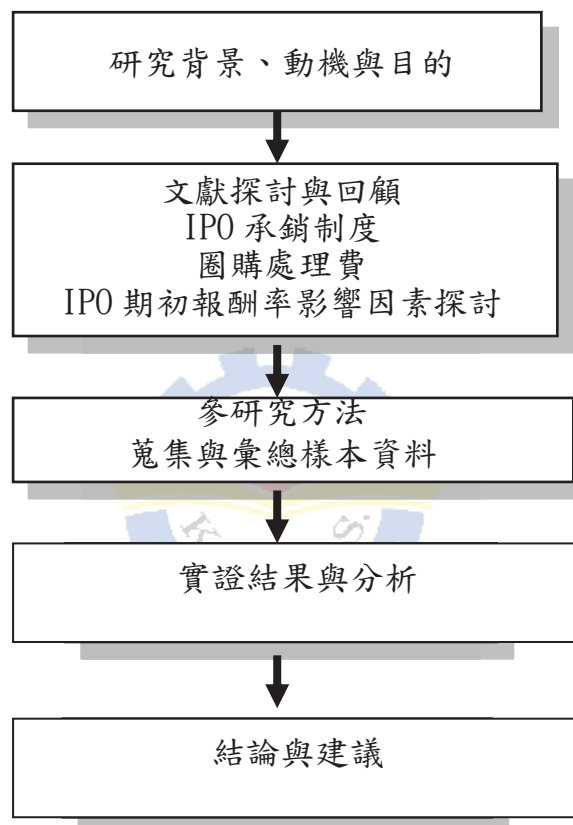
本研究選取 2014 年至 2015 年底在台灣初次上市上櫃公司為研究樣本，為使本研究更加完整及嚴謹，考量發行公司在發行面及財務面等層面作為變數進行研究，探討承銷商之詢價圈購處理費對 IPO 的折價幅度之期初報酬率影響。

本研究之目的如下：

1. 探討現行 IPO 制度承銷商收取詢價圈購處理費之收費狀況？
2. 探討影響 IPO 期初報酬之因素？
3. 承銷商進行詢價圈購時收取之圈購處理費，將墊高投資人成本，增添虧損套牢風險，因此圈購處理費收取高額者是否隱含股價存有大幅上漲空間值得探討。

第三節、研究流程

本研究流程共分為五個階段，首先確認研究背景、動機與目的，當確認研究目的後，即進行文獻探討，進而確立本研究之架構，接著對蒐集的資料進行彙總並做實證結果分析，最後則歸納上述章節所討論之內容做出總結，並提出建議，如下圖所示：



本研究除上述之研究動機與目的外，各章內容簡述如下：

第一章、緒論

針對本篇研究之研究動機與研究目的加以描述，並提出研究架構來說明本論文之研究流程。

第二章、文獻探討與回顧

對於本研究相關之文獻整理，依此將過去文獻與本研究目的加以連結，並為本文研究之變數提供理論基礎。

第三章、研究方法

說明研究樣本、研究期間、資料來源，提出研究假說，再來說明各變數之定義以及衡量方式，並且依據該假說建立迴歸模型作為統計分析方法，以檢定研究假說是否成立。

第四章、實證結果與分析

樣本變數的基本統計資料說明、迴歸模式結果，提出分析與解釋。

第五章、結論與建議

根據實證結果作一總結，並對後續的研究提出建議，以供未來研究者參考。



參考文獻

一、中文部份

1. 胡德中、馬黛(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 卷 1 期（2003 / 04 / 30），P1 - 40。
2. 胡德中、馬黛(2004)。由承銷價低估、市價高估與股權結構觀點分析最適釋股策略與 IPO 折價。經濟論文。
3. 胡德中、曾曉萍、馬黛(2004)。重新檢視 IPO 釋股決策-門檻模型之應用。台灣金融財務季刊；6 卷 2 期（2005 / 06 / 01），P85 - 102。
4. 劉玉珍、陳薇如(2004)。為何詢價圈購方式逐漸取代競價拍賣。證券暨期貨月刊。期數，200405（22:5 期）。
5. 伍思吟(2007)。IPO 承銷價格決定因素與 IPO 折價因素之探討-以詢價圈購案件為例。政治大學財務管理學系碩士論文。
6. 劉玉珍教授、李怡宗教授(2007)。我國有價證券承銷配售對象規範之合理性。中華民國證券商業同業公會委託計畫。
7. 陳崇生(2007)。興櫃公司初次申請上市（櫃）(IPOs)股票蜜月現象及影響因素之研究。政治大學經營管理碩士論文。
8. 李建興(2008)。台灣 IPO 折價影響因素之探討：分量迴歸分析法。證券市場發展季刊，20 卷 1 期，47-100。
9. 陳琇雯 (2009)。加強承銷商責任與罰責之承銷新機制對 IPO 公司承銷價格訂定與後續短期股票績效之影響。朝陽科技大學會計系碩士論文。
10. 陳婕瑜(2009)。初次上市櫃公司首日起額報酬因素之探討。台灣大學會計學研究所學位論文碩士班。
11. 沈鳳儀(2009)。臺灣首次公開發行股票折價之影響因素分析 -分量迴歸之應用。臺北大學國際財務金融碩士在職專班學位論文。
12. 顏吉利、李見發、陳怡如(2009)。詢價圈購、承銷價格與股價行為:台灣地區新上市股票之實證分析。2009 第十屆管理學域國際學術研討會論文集。
13. 陳伯晏(2009)。IPO 期初報酬率與市場後波動性之關聯性分析。國立台北大學經濟學系碩士論文。

14. 葉志毅(2010)。承銷制度對新上市股票長短期績效之影響—以台灣為例。淡江大學財務金融學系碩士論文。
15. 吳佳萱(2011)。IPO折價發行與盈餘管理、分析師推薦評等之關係。國立高雄第一科技大學-財務管理研究所碩士論文。
16. 陳家玉(2012)。海外企業來台第一上市櫃異常報酬探討。交通大學管理學院財務金融系碩士論文。
17. 張煌義(2011)。臺灣初次公開上市股票與臺灣存託憑證之異常報酬分析。臺灣大學財務金融組碩士論文。
18. 陳薇如(2013)。IPO詢價圈購承銷商配售行為之研究。證券市場發展季刊；26卷3期。
19. 宋孟哲(2013)。期初報酬率影響因素之探討。義守大學財務金融學系碩士班碩士論文。
20. 蔡永順、紀建平及翁竹政(2014)。IPO股票折價、股權結構對其報酬、流動性與風險探討-台灣上市櫃股票實證研究。南開學報第十一卷第二期。
21. 許志宏(2015)。投資人參與初次上市(櫃)詢價圈購影響因素之研究。台灣大學經濟研究所碩士論文。

二、英文部份

1. Beatty, R. P., and J. R. Ritter, (1986). "Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings," *Journal of Financial Economics*, 15, 213-232.
2. Benveniste, L. M. and P. A. Spindt, (1989), "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues," *Journal of Financial Economics*, 24, 343-361.
3. Benveniste, L. M. and W. J. Wilhelm, (1990), "A Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments." *Journal of Financial Economics*, 28, 173-208.

