

# IPO 研究新議題及新挑戰

姜堯民\*

各國 IPO 數量減少，相對地，IPO 相關研究也減少。近年來 IPO 市場多是 SPACs，相關研究漸多。臺灣沒有 SPACs，但臺灣有興櫃市場及競價拍賣。其他國家市場也紛紛設立與興櫃市場類似的 IPO 前交易市場，臺灣的經驗可以供他國參考。2016 年臺灣又再度使用各國已多捨棄的競價拍賣來發行股票。臺灣的選擇也能提供他國做參考。這些是我們可以努力的方向。

## 一、前言

從 SDC 抓新股上市資料<sup>1</sup>，我們可以從表一中看到美國的 IPO (Initial Public Offering) 數量在 2000 年網路泡沫之後逐漸減少，Ritter (2012) 表示其主要原因是小公司的上市數目減少。臺灣的上市家數也比以往少<sup>2</sup>。一些文獻在討論何以上市家數會漸少，以及如何改善這個問題。Ritter (2012) 認為美國 IPO 的減少是因為小公司因獲利減少，漸嚴格的法規要求（如沙賓法案），以及較少分析師追隨等因素所造成。

\* 國立臺灣大學財務金融學系暨研究所教授

<sup>1</sup> SDC IPO 資料庫是學界在做跨國 IPO 比較時常用的資料庫。表一顯示 2022 年共有 353+500=853 家 IPOs，與 statista.com 網站所列 951 相差不遠。從 SDC 抓傳統 IPO 資料的程序可參考 Chiang, Vismara, & Ritter (2019) 的程序：“The screening steps are as follows: Only common shares are included. Only IPOs with Primary shares issued are included. Financial institutions (SIC=49) and utility companies (SIC=6) are excluded. Only main tranches are included. Foreign companies are excluded. One exception to this rule in our sample is Hong Kong. There are many Chinese companies listed in the Hong Kong exchange markets. We use the SDC variable, “IPO flag”, to exclude non-IPOs. We include types of securities of Capital Shares, Cl H Common Stk, Class A Ord Shs, Class A Shares, Class B Ord Shs, Class B Shares, Class C Shares, Class D Shares, Class G CommShr, Class H Ord Shs, Class L Shares, Class Share, Common Shares, Equity Shares, Ord/Common Shs., Ordinary Shares, Par Val Com Stk, Reg Non Val Com, and Reg Par Val Com.”

<sup>2</sup> 臺灣的上市資料建議由證券公會網站或是 TEJ 資料庫找。做跨國比較時，如能從各國的資料庫去抓各國的 IPO 資料也會比用 SDC 為佳。

美國的 IPO 在 2020 後急速增加，但增加的並不是傳統的公司的 IPO，而是許多 SPAC 的 IPOs。表一顯示近兩年美國 SPAC 的 IPO 數目較傳統 IPO 數目為高<sup>3</sup>。SPAC (Special Purpose Acquisition Company) 是一種特殊目的公司，自己先籌資上市，然後在兩年內購併一家私人公司再換該私人公司上市掛牌。近來一些 IPO 的研究即著重於 SPAC 的相關研究 (Gahng, Ritter, & Zhang, 2021)。

表一：美國IPO歷年數目

年	傳統 IPOs	SPAC IPO
1990	97	
1991	253	
1992	293	
1993	441	
1994	426	
1995	466	
1996	680	
1997	444	
1998	251	
1999	431	
2000	335	
2001	67	
2002	58	
2003	51	
2004	137	
2005	127	
2006	125	
2007	128	2
2008	15	
2009	39	
2010	74	5
2011	69	7
2012	90	2
2013	140	7
2014	177	9
2015	108	17
2016	69	10
2017	95	29
2018	126	34
2019	100	51
2020	152	201
2021	353	500

資料來源：SDC。

<sup>3</sup> SPAC IPO 資料可利用 SDC 資料庫，選 country="United States", business type 需含這些字之一，"Blank"、"blank"、"Capital pool"、"Capital Pool"、"Special Purpose"、"Other Financial"。SIC code 選 6726。

表二：臺灣IPO數目

年	競價拍賣	詢價圈購	純公開申購	合計
1995			55	55
1996	5		64	69
1997	22		13	35
1998	23		29	52
1999	19		94	113
2000	12		91	103
2001	3		101	104
2002	2		136	138
2003	1		102	103
2004	1	21	78	100
2005	1	49	10	60
2006		43	1	44
2007		52		52
2008	1	36		37
2009		37		37
2010		39		39
2011		58		58
2012		48		48
2013		45		45
2014	2	34		36
2015		44		44
2016	20	20		40
2017	26	5		31
2018	49	1		50
2019	32			32
2020	25			25
2021	26			26
2022(至 8/11 止)	24			24

資料來源：TEJ。按 TEJ 所列承銷日排列。

臺灣沒有 SPACs。但臺灣有一個極為特殊罕見的發行前交易市場——興櫃市場，以及獨特的發行方式——競價拍賣。近年來一些國家也陸續設立 IPO 前交易市場，我們興櫃市場的經驗正足以供其他市場參考。世界上 IPO 承銷多已取消不用競價拍賣，而我國從 2016 年起又再度啟用競價拍賣來承銷 IPO 新股。這個改變又能帶給學界及實務界什麼樣的啟示，是一個可以思考的方向。

這一篇文章將說明 SPAC 有關的問題，看有無發展研究的機會，以及描述有關興櫃市場及競拍發行股票的可能研究方向供讀者參考。有關傳統 IPO 的研究方向，可以參考 Lowry, Michaely, & Volkova (2017) 及 Chiang, Tai, & Zhang (2021)。

下一節將先討論 SPAC 的相關議題，第三節則討論興櫃市場的發展，第四節討論競拍發行股票的研究，第五節提出結論與建議。

## 二、SPAC 相關的研究

有關 SPAC，第一個問題大家會關注的是，為何會有 SPACs，又為何近幾年會興盛起來。早在 1980 年代美國就出現 SPAC 的蹤跡，但一些弊端經常顯現。後來國會立法，導入正軌，要求所募款項必須存入信託帳戶、不得動用等，來保護投資人。之後，專業投資人包括承銷商、私募基金、創投等，紛紛投入這個市場，使這個市場日益健全，而得以快速發展。Bazerman & Patel (2021) 認為會把這群人聚集起來到 SPAC IPO 市場的主要原因還是市場資金太多了。

第二個問題要問的是，未上市公司可以選擇傳統 IPO 管道來上市，但為何會選 SPAC 的管道來上市。Gogoro 就是與 Poema Global Holdings Corp. 這一家 SPAC 合併，然後在 2022 年 4 月 5 日以股票代碼「GGR」、認股權證代碼「GGROW」，在美國納斯達克 (Nasdaq) 交易所開始掛牌交易。選擇用 SPAC 來上市的速度較快，要求標準不嚴。Kolb & Tykvor (2016) 認為在市場冷卻時期，以及市場動盪時期，未上市公司較會選擇 SPAC 的管道來上市。一些小公司未能滿足上市條件的則會選擇用 SPAC。SPAC 發起人 (sponsors) 也會協助舉債或是私募，來幫目標公司籌募更多資金。利用 SPAC 合併來掛牌上市也有缺點，像是舊有股東股權被稀釋的問題，以及 SPAC 投資者會提前解約以至於資金不足等問題。

第三，傳統 IPO 研究會討論 IPO 的績效，那 SPAC IPO，以及未上市公司被購併後的績效如何，也是令人關注的議題。Kolb & Tykvor (2016) 比較利用 SPAC 上市的公司及用傳統 IPO 上市的公司，發現前者的長期績效比後者要來的差。

第四，SPACs 近來被發現存在著一些弊端，如參議員華倫 (Elizabeth Warren) 就提出許多質疑，像是給 sponsor 極低價格甚至是免費的推動費認股 (promote)，或是給承銷商的承銷費用分兩次給，一開始先給 2%，等到購併完成，再給 3.5%。這些設計都有可能使得 SPACs 在忽略投資人利益的情況下，急於去完成購併案。

另外，SPAC 會發行普通股，以及認股權證。這些證券如何評價，也是研究上的一個課題 (Gahng, Ritter, & Zhang, 2021)。

## 三、IPO 前交易市場的相關研究

臺灣有一個獨特的 IPO 前交易市場，叫興櫃市場。國外也有 IPO 前的交易市場，像是英國的 AIM (Alternative Investment Market) 市場，歐洲的 Grey

Market，印度的 Grey Market，以及中國新創的新三板（New third Board）等，都屬於 IPO 前交易未上市公司股票的一個平臺。而臺灣的興櫃市場之所以奇特，在於其為強制性的市場，公司要上市櫃公開發行股票之前，都必須在興櫃市場交易至少六個月以上，以讓投資者能多熟悉這一檔股票。強制性加上六個月以上的完整交易資料，可以提供許多的研究機會。

有關 IPO 前交易市場的研究，有 Cornelli, Goldreich, & Ljungqvist (2006) 研究歐洲的發行前市場（when issued market），發現這些由券商在股票新上市前兩個星期發行的遠期契約具有價格發現功能，對上市後股票價格具有預測能力。Derrien & Kecskés (2007) 研究英國的 AIM 市場，發現有經過 AIM 市場掛牌的新公開發行股票，其折價情形比直接公開發行上市的股票要小。顯見 AIM 市場有提供資訊的功能。印度也有發行前市場，Brook, Mathew, & Yang (2006) 討論一連串發行過程中各變數的影響關係，發現印度獨特的強制性發行前評等（grade）愈高，則發行前市場交易價格愈高，進而會吸引更多人來參與認股，再進而影響發行價格。據我所知目前也有人針對中國的新三板市場在做探討。

有關臺灣的興櫃市場研究，Chang, Chiang, Qian, & Ritter (2017) 一文發現興櫃市場交易可以提供該未上市股票的資訊，進而降低資訊不對稱。但即使資訊不對稱情形因有興櫃市場交易而減少了，但折價幅度仍然居高不下。他們認為傳統的資訊不對稱理論並無法完全解釋 IPO 折價情形。是以該文章進一步提出證據，證明承銷商的代理問題，即其競租行為（rent seeking），而會降價將股票配給其優先客戶。

要討論 IPO 發行前市場如何影響 IPO 的發行結構、IPO 的訂價及 IPO 的績效，臺灣的興櫃市場提供了一個無與倫比的絕佳試驗場所，而且資料公正透明完整。臺灣興櫃市場的經驗絕對可以提供給世界其他市場參考。

#### 四、發行方式：愛用競拍

除了興櫃市場外，臺灣還有一個獨特的 IPO 發行現象。全世界都已幾乎捨去不用競價拍賣來出售公開發行新股，臺灣卻在 2016 年起，重新規定發行金額在新臺幣四億元以上的股票必須用競價拍賣來賣股票，四億元以下的可以選擇競價拍賣或是詢價圈購。但近年來幾乎所有新上市股票發行，不論發行金額大小，都是使用競價拍賣來賣股（見表三）。

一些文獻探討競價拍賣制度為何在各國會消失，Jagannathan, Jirnyi, & Sherman (2015) 認為承銷商在詢價圈購過程中扮演了一個重要的資訊中介的角色

表三：臺灣IPO承銷方式的折價情形

年	競價拍賣	詢價圈購	純公開申購	所有樣本
2006		0.5647	0.4793	0.5627
2007		0.6421		0.6421
2008	0.6928	0.3014		0.3120
2009		0.9084		0.9084
2010		0.4646		0.4646
2011		0.1838		0.1838
2012		0.3119		0.3119
2013		0.3673		0.3673
2014	0.3965	0.2658		0.2730
2015		0.3022		0.3022
2016	0.2695	0.2430		0.2563
2017	0.3906	0.7930		0.4555
2018	0.3274	0.4903		0.3307
2019	0.4168			0.4168
2020	0.3750			0.3750
2021	0.5119			0.5119
2022	0.1656			0.1656
平均	0.3565	0.4200	0.4793	0.4006

資料來源：TEJ。承銷日 2006 年起。

色，負責蒐集資訊，但在競價拍賣中，承銷商並沒有蒐集資訊的角色存在。Chiang, Lowry, & Qian (2019) 利用臺灣的詢價圈購及競拍資料，發現在詢價圈購中的承銷商具有資訊優勢，而在競價拍賣中的承銷商並沒有資訊優勢。臺灣卻再度使用競價拍賣，而且成為主要的承銷方式，引起各方好奇。興櫃市場的存在或許是一個重要的因素。像是各國政府公債的拍賣多是採競拍的方式來出售。政府公債標準化程度較高，資訊較完整透明，而且多有發行前市場扮演價格發現的功能。而興櫃市場的存在，使得將公開發行的股票資訊愈完整透明，且興櫃市場的交易資訊有助於股票發行時，投資者做投資判斷，以及承銷商的價格訂定。興櫃市場的存在是否是競價拍賣能在臺灣成為主要銷售方式的重要原因，值得進一步討論。

理論上，詢價圈購的折價幅度，因為要補償投資者提供資訊及承銷商的競租行為，要較競價拍賣制度下的折價幅度為大 (Chiang, Lowry, & Qian, 2019)。以 2006 年之後的樣本來看，兩種制度下的折價幅度的差距已明顯縮小 (35.65% vs. 42%)，不像 Chiang, Lowry, & Qian (2019) 用 1996-2002 時的競拍樣本，所列的那麼明顯 (6.6% vs. 55.3%)。Chiang, Lowry, & Qian (2019) 所用樣本期間多是

大公司選擇使用競價拍賣，現在則有許多小公司也會使用競價拍賣。另外，興櫃市場的存在，是否提供資訊給投資者、承銷商和發行公司，協助他們在參與競價拍賣時做出正確判斷也值得進一步探討。

## 五、結語與建議

IPO 數目的減少，不單是市場上關注這個市場的人變少，做這方面研究的文章也變少了。然市場雖持續變化，IPO 作為企業籌資的重要管道，其運作、效率等問題，一直是重要的議題。這一篇文章著重在介紹 SPCs 的可能研究方向，以及如何可以利用臺灣獨特的資料來做研究。有關 SPAC 方面的研究，議題很多，相信會有許多文章刊登。臺灣有獨特的市場及特殊的數據，可以協助釐清一些理論上的爭議。善用我們熟悉的資料，有助討論別的市場無法解釋的問題。

## 參考文獻

- Brooks, R. M., P. G. Mathew, & J. J. Yang. (2014). When-issued trading in the Indian IPO market. *Journal of Financial Markets*, 19: 170-96.
- Chiang, Y. M., M. Lowry, & Y. M. Qian. (2019). The Information Advantage of Underwriters in IPOs. *Management Science*, 65(12), 5721-5740.
- Chiang, Yao-Min, Vivian Tai, & Wanqin Wang. (2021). A Review of Asia's IPO Research. *Asian Review of Financial Research*, 34(1), 1-79
- Chiang, Y. M., J. R. Ritter, & S. Vismara. (2019). The Performance of Stocks Listing on Markets for Small and Emerging Companies. *The University of Florida Working Paper*.
- Cornelli, F., D. Goldreich, & A. Ljungqvist. (2006). Investor sentiment and pre-IPO markets. *Journal of Finance*, 61: 1187-216.
- Derrien, F., & A. Kecskés. (2007). The initial public offerings of listed firms. *Journal of Finance*, 62: 447-79.
- Gahng, Minmo , Ritter, Jay R., & Zhang, Donghang. (29 January 2021). SPACs. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3775847>
- Jagannathan, R., A. Jirnyi, & A. G. Sherman. (2015). Share Auctions of Initial Public Offerings: Global Evidence. *Journal of Financial Intermediation*, 24(3), 283-311.
- Lowry, M., M. Roni, & V. Ekaterina. (2017). Initial Public Offerings: A Synthesis of The Literature and Directions for Future Research. *Foundations and Trends in Finance*, 11(3-4), 154-320.
- Bazerman, Max, & Paresh Patel. (2021). SPACs: What You Need to Know. [https:// hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know](https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know)
- Warren, E. (2022). The SPAC Hack: How SPACs Tilt the Playing Field and Enrich Wall Street Insiders. Prepared by the Office of Sen. Elizabeth Warren. <https://www.warren.senate.gov/imo/media/doc/SPACS.pdf>