

我國證券承銷商競爭行為之研究

劉維琪*
楊子江**
陳伯昌*

摘要

本研究之目的在於探討國內承銷產業於民國77、78年之競爭狀況。主要分為兩部分：第一部分探討承銷商的競爭方式，以及因競爭能力強弱所形成的策略群組。第二部分針對承銷商與客戶間的權力情境、影響行為，以及績效之關係，驗證下列兩假設：一、在不同權力情境下，廠商會採取不同的影響行為。二、在不同權力情境下，廠商的績效會有所不同。

研究結果發現，承銷產業之廠商可區分為兩個策略群組：傳統關係群及新進專業群。對於承銷商與客戶「權力情境、影響行為、績效」關係之假說驗證，假說一僅部分成立，即不同的權力情境會導致廠商部分影響行為的不同；至於假說二則不成立。

關鍵詞：承銷、策略群組、權力、影響行為、績效。

*國立中山大學企業管理研究所

**國立政治大學企業管理學系，中華開發信託公司專案事業處

壹、緒論

一、研究背景

自民國七十六年起，社會資金大量匯集至股票市場，成爲一般民眾最主要的投資管道。相對於次級市場的熱絡，發行市場的規模卻相當有限，因此已上市股票本益比偏高、新上市股票蜜月期飆漲。國內符合上市條件之企業，皆可以藉由股票上市或現金增資等方式，籌集到爲數不少的資金，因此上市或增資的意願大爲增加。

然而，由於集中市場規模狹小，造成大量金錢追逐少數股票；每有新股承銷，動輒有數百萬民眾申請抽籤，上市公司根本不虞銷售風險。在此環境下，承銷商面對上市公司，便處於極弱的議價地位，其最主要的利潤來源，乃是處理投資大眾的抽籤手續費，而非向發行公司收取承銷費用。在利潤來源的扭曲下，承銷商與客戶的關係，便處於一種與國外投資銀行產業發展完全不同的情況。

事實上在76年以前，承銷商家數一直維持在22家左右，且其中有十餘家根本未曾辦理過承銷業務（註1）。但此情形在77年之後改觀，承銷產業由於法令限制的解除與綜合證券商的設立，使競爭狀況加劇，並以極高的成長速度爭取現有的市場機會。

二、研究目的與架構

針對此產業市場機會與競爭狀況皆有劇烈變動的77、78兩年，本研究希望對承銷商的競爭行爲加以探討，而達到以下的目的：

（一）承銷商的策略群組

註1：民國76年以前，多數承銷商對承銷業務進行並不積極，導致證管會對從未辦理過承銷案件之承銷商，欲撤銷其資格許可，參閱中華民國證券管理年報，「證券承銷事業簡介」，證管會，民國76年。

1. 了解國內承銷商各方面的競爭能力。
2. 尋找國內承銷產業最主要的競爭構面。
3. 了解國內承銷商所形成的策略群組(Strategic Group)，以及群組間的差異。

(二)主辦承銷商／客戶在承銷案中的權力、行爲、績效

1. 了解各承銷案中，主辦承銷商與客戶間不同的權力情境爲何。
2. 了解在不同的主辦承銷商／客戶權力情境中，主辦承銷商對客戶採取的影響行爲，具有何種差異。
3. 了解在不同的主辦承銷商／客戶權力情境中，主辦承銷商在承銷案中的績效，是否有所差異。

上述兩主題的研究，前者主要對承銷產業中，廠商區隔的情形作一描述，以了解產業中廠商面的同業競爭情形。後者則以主辦承銷商與客戶間的「權力情境／影響行爲／績效」關係，發掘承銷商與其客戶間競爭行爲的情形。此兩部分主題在統計上乃屬獨立的分析，並無相互間定量的探討。因此，爲達成上述研究目的，本研究將如圖 1所示，進行承銷商競爭行爲之研究。

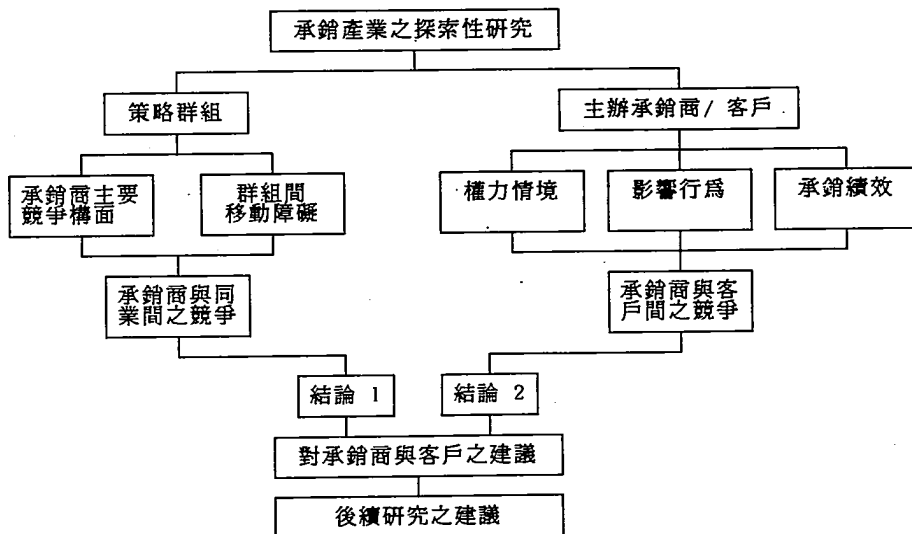


圖 1 本研究之研究架構

三、研究範圍

上述研究以證券發行市場的股票為準，探討初次股票上市與上市公司現金增資的承銷狀況。由於債券、店頭市場及其它證券的承銷，或因流通市場不發達、或因在本研究進行期間（民國77年起至78年底止）並未普遍，故不予以列入(註2)。

此外，整個承銷產業的競爭狀況，很明顯地以77年開始作分水嶺，在質與量上皆有很大的轉變，因此本研究乃以77、78兩年的期間為研究範圍。

貳、相關文獻與研究變數

一、策略群組

最先有關於策略群組的觀念是被產業組織經濟學者用來作探討產業內抗爭的分析工具(Michael Hergert, 1987)，亦即針對傳統產業分析者，將同一產業內的各廠商視為同質性的個體，而忽略了各公司之間策略及市場力量差異的研究缺陷而提出。因此，這時產業組織經濟學者乃遵循所謂Structure - Conduct - Performance 模型，認為產業內的競爭結構會影響廠商的作為，而廠商的作為又會形成該產業的績效。

此外，策略管理的領域中，策略群組也是一個有力的分析工具。了解某產業內策略群組的形成，將可使產業內廠商及新進入者了解產業之競爭構面、最主要之競爭對手、以及各群組內部一致性的策略構面組合。

M. Porter(1980)定義策略群組為：『同一產業內具有相似但不完全相同策略的廠商，聚合而成的群組。』並指出分析產業結構的第一步，便是以產業內組成廠商的特性，找出競爭策略的構面，然後再依據廠商使用策略的近似

註 2：公司債發行後，絕大部份為銀行所持有，並未有流通的次級市場；店頭市場則由於78年12月始有第一件承銷案，研究期間內樣本過少，故不予以列入。

程度，將廠商分為不同的群組，以了解不同群組的移動障礙、對抗程度、獲利力等，作為廠商制定競爭策略的依據。因此，如何選擇特定產業的主要競爭構面，作為分群的基礎，即是分析的關鍵；本研究首先參考Hayes, Spence & Marks(1983)針對美國1970-1978年，投資銀行(investment bank)的策略群組研究所提出的六個主要競爭構面：

1. 公司理財的專業諮詢能力
2. 對個人投資者分銷證券的能力
3. 對機構性投資者分銷證券的能力
4. 對客戶所處產業熟悉的專業能力
5. 研究開發能力
6. 國際化理財及分銷證券之能力

其次，針對國內承銷產業環境的特性，在與業者訪談及探索次級資料後，可將這些特性整理為：

1. 承銷商與上市審核機構的關係

對承銷商而言，承銷成功與否，最重要因素即為審核機構的核准。承銷商與上市審核機構的關係，顯然影響到承銷案件的進行(註3)。

2. 承銷商對客戶融資的能力

我國並未採取如美國的銀行、證券分離制度，因此在金融機構與發行公司既有的融資關係下，發行公司欲尋找承銷商時，具有融資關係的承銷商，即可因此而占有競爭優勢(註4)。

3. 承銷商與會計師事務所合作的關係

會計師長久以來即扮演著公司財務審核與諮詢的角色，因此已有承銷商

註3：針對審核機構核准的決策過程，報刊多有報導與質疑，參閱上官雨，「誰是上市公司的守護神？」，財訊月刊，84期，民國78年3月1日。

註4：如78年銀行僅主辦14件承銷案，但參與協辦案件多達179件；業者表示，此乃企業上市時，對銀行過去往來關係所給予的酬庸，參閱陳淑梅，「為新台幣40元烽煙四起」，商業週刊，117期，民國79年2月18日。

透過與會計師的合作，共同開發此一方面的業務。

4. 公開申購踴躍，不虞分銷問題

由於新股上市後價格連漲，因此投資人申購新股之公開承銷極為踴躍，承銷商不須如美國業者注重發行後的銷售問題。

綜合美國投資銀行的策略群組構面，以及實際上國內承銷產業所具有的特性，本研究提出下列九個方面的能力，作為區分承銷商策略群組之變數，其衡量方式與資料來源如表 1：

表 1 承銷商競爭能力變數、衡量方式與資料來源

變數名稱	衡量方式	資料來源
1. 承銷作業上的專業能力	李克尺度(Likert Scale) 五點衡量。自一分至五分表示 承銷商在該變數上的能力；分 數越高，能力越強。	問卷
2. 股東及高階經理與上市審核機構的關係		
3. 聲譽形象		
4. 對客戶提供公司理財諮詢的能力		
5. 對國內上市公司所屬各產業特性了解的程度		
6. 為客戶進行海外發行證券的能力		
7. 除發行證券外，對客戶提供融資的能力		
8. 對新金融商品（如可轉換公司債等）的開發能力		
9. 與會計師事務所合作發展承銷業務的程度		

二、權力情境、影響行爲、承銷績效

近十幾年來，組織間的權力關係被廣泛地在行銷通路的研究中應用，藉由通路成員間行爲面的探討，學者們更清楚了解到通路間的權力、衝突、滿意水準與經營績效的關係。就證券發行流程而言，承銷商事實上即扮演了類似通路中間商的角色，藉由幫助發行公司設計證券、承購證券、再將證券轉售給一般投資者，承銷商便完成了證券及資金雙向的轉移。

由於承銷商的中間商角色，使得發行公司與承銷商之間存在著基於自身利益而產生的衝突。在美國的承銷制度下，承銷商傾向於壓低證券的發行價格，以求降低未來分銷時的風險；發行公司則希望證券的發行價格越高越好，以求藉著較少的證券發行募集較多的資金(Mandelker & Raviv, 1977)。

然而，國內的承銷作業中，承銷商僅只於手續作業的中介功能，而不像

國外承銷商對證券發行的成功扮演重要的角色。就承銷商而言，主辦一件承銷案時，其自身利益的極大化乃在於儘量增加負責銷售的股數，以獲得最多的抽籤申購手續費；但就發行公司而言，除了上市或增資能順利完成外，還希望能將承銷股數分潤給有關係的承銷商協辦，以作為酬庸。因此，本研究特別提出「權力情境—影響行為—績效」模式，以發掘主辦承銷商與客戶間的關係。亦即在主辦承銷商原先與發行公司之間的權力情境下，如何配合其對發行公司的影響行為，去追求最大的利潤績效，此即是本研究對客戶與主辦承銷商關係的探討。現詳述如下：

在有關組織權力的研究中，影響策略(*influence strategies*)是較晚被探討，且具有較多爭議的課題。「權力」與「影響策略」的區別在於：權力意指在相對關係中，一方所具有之潛在影響對方的能力；(El-Ansary and Stern 1972)；而影響策略則指，用以影響對方行為或決策的實際方法(Frazier 1979)。由上述可知，在兩組織發生交換(*exchange*)關係時，組織間便存在著某種程度的權力情境（一方所能影響對方決策之能力），基於此種權力關係，組織會採取適當的影響方式，使其獲得在此交換關係中的最大利益。

然而，有關權力情境與影響策略間之關係，學者們卻常有不同的看法：如Roering (1977)及Dwyer and Walker(1981)認為，組織若擁有越大的相對權力，則越容易以強制性(*coercive*)的方式去影響對方決策而使本身獲益；而Frazier (1979)及Frazier and Summers (1986)則持有相反的結論。因此，廠商在實際上影響對方的方式（影響策略），是否與其權力情境有關，是本研究所欲驗證的一個主題。有關此方面的研究，在實證時往往以樣本廠商的受試者個人體驗為準，用以主觀判定對方組織所常採用的影響策略，較偏向態度面的衡量（如建議、威嚇等），而忽略了組織為達成影響企圖時，在實質利益的行為面上所採取的措施（如增加服務、調價等）因此，本研究在影響策略此一建構(*construct*)的操作化上，將以產業中廠商實務上可採取的實質影響行

為，作為與權力情境間關係的驗證。

如果組織基於彼此間的相對權力關係，在自身利益考量下，採取實質利益面的影響行為，那麼其結果就應反映在利潤績效上。因此，本研究亦針對利潤績效作一驗證。根據上述的推論，本研究將對下列兩假設進行驗證：

H1：在不同的權力情境下，廠商將會採取不同的影響行為。

H2：在不同的權力情境下，廠商的利潤績效將有所差異。

Simon(1953) 曾建議權力的大小應由權力來源(power sources) 的衡量結果來決定，EL - Ansary and Stern(1972) 亦認為通路成員的權力大小，是其所具有的權力來源之函數。Etgar(1976)、Phillips(1981)、Porter(1974)等學者亦指出反制權(countervailing power)的存在，將會降低另一方所具有的權力。因此，本研究的權力情境，即以Franch and Raven的五種權力來源(1959)加上反制權，作為承銷商與客戶相對關係的衡量，此種權力情境變數詳列於表 2：

表 2 客戶／主辦承銷商權力情境變數、衡量方式與資料來源

權力來源	變數名稱	衡量方式	資料來源
獎賞／懲罰權	1. 客戶提撥公開承銷的股數	以300 萬股為1 單位，共分5 點；分數越高，股數越多	各承銷案承銷公告
專家權	2. 客戶對承銷商服務內容的瞭解程度	以李克尺度五點衡量；分數越高，程度越高	問卷
專家權	3. 客戶對上市增資規章制度的熟悉程度	同變數2	
反制權	4. 客戶面臨承銷商爭取主辦的情形	以爭取的承銷商數目分五級衡量；分數越高，家數越多	
獎賞／懲罰權	5. 客戶在承銷案前，向主辦承銷商融資的程度	同變數2	
獎賞／懲罰權	6. 客戶在承銷案後，向主辦承銷商融資的程度	同變數2	
法統權	7. 客戶與主辦承銷商間彼此持股的程度	同變數2	
參考權	8. 客戶會計師對主辦承銷商評價的程度	同變數2	
參考權	9. 客戶與主辦承銷商之股東、高階經理間的關係	同變數2	
專家權	10. 主辦承銷商過去替客戶主辦承銷之經驗	以過去曾辦理之年度衡量；分數越高，年度越近	

上述的10個變數主要衡量主辦承銷商與客戶在接洽承銷案時，會存在何種權力情境；在各種權力情境中，承銷商為追求最大利潤績效，往往會採取一些影響行為，以圖達到目標。這些可能的影響行為變數，經深入訪談後，列舉如下：

表 3：主辦承銷商影響行為變數、衡量方式與資料來源

變數名稱	衡量方式	資料來源
1. 替客戶進行上市增資前的各項規劃	以李克尺度五點衡量；分數越高，執行程度越大	問卷
2. 對客戶進行各種制度文件（公開說明書、會計制度等）之建立	同變數1	
3. 對客戶進行新股上市後之股價穩定	同變數1	
4. 對客戶提供其他的資金來源	同變數1	
5. 是否承作股務代理	"1" 表是，"2" 表否	
6. 向客戶收取之承銷手續費率	手續費 ÷ 承銷金額	

至於承銷商的利潤績效，就每一案件而言，承銷商負責銷售的股數將影響其收到申購手續費的多寡；因此在每一承銷案內，主辦承銷商的目標，是極大化其銷售的股數。利潤績效的衡量，便可用承銷比例來衡量(如表4)：

表 4：承銷績效變數、衡量方式與資料來源

變數名稱	衡量方式	資料來源
承銷績效	承銷比例（主辦承銷商負責銷售股數 ÷ 客戶提撥公開銷售股數）	各承銷案承銷公告

參、研究方法

一、研究設計

(一) 關於策略群組的研究設計，在初級資料的收集上，採取客戶對承銷商的歸因(attribution)法(註 5)進行。此外，整個承銷作業絕大多數幾乎都是主辦承銷商獨力所完成，協辦承銷商大多只負責後期的分配銷售。因此，在承銷商競爭能力的衡量上，只要求客戶對主辦承銷商加以評估；在研究承銷商形成的策略群組時，才將同一承銷商被不同客戶所評估的資料總和而得。

(二) 關於承銷案件中，客戶／主辦承銷商間「權力情境—影響行為—績效」關係的研究，亦由客戶對每件承銷案中，與主辦承銷商之間的相對權力關係，及主辦承銷商服務行為的執行程度，加以描述。

二、資料收集

關於承銷商的競爭能力、客戶／主辦承銷商相對權力關係、主辦承銷商服務行為，乃透過對相關的上市公司以問卷取得資料(問卷內容詳見附錄一)：

(一) 抽樣方法

本研究以77、78年的股票上市或現金增資公開承銷的上市公司承銷案為母體，共有88家上市公司，111件承銷案。抽樣架構為北市證券商同業公會的承銷公告資料檔案，根據此111件承銷案的88家公司全數寄發問卷。

(二) 樣本代表性檢定

回收之有效問卷共48份，回收率43%，若比較回收問卷與實際核准之各年度不同承銷案件的比例分配，可檢定如表5：

由表5的檢定，顯示本研究的樣本在各年度的不同承銷案件分配，與實

註 5：此即對承銷商能力的強弱，並不由承銷商的自我知覺(self-perception) 而得，而由與其往來客戶對其評量認定。參閱黃俊英，行銷研究—管理與技術，第三版，台北華泰書局，民國78年。

際核准的情形無顯著差異，本研究之樣本具有代表性。

表 5 樣本代表檢定

承銷案件		77年	77年	78年	78年	合計
分配狀況		初次股票上市	現金增資	初次股票上市	現金增資	
回收問卷	件數	12	7	12	17	48
	比例	(0.25)	(0.15)	(0.25)	(0.35)	(1.00)
實際核准	件數	24	22	21	44	111
	比例	(0.21)	(0.20)	(0.19)	(0.40)	(1.00)

$$\chi^2 = 4.53 < \chi^2 (0.95, 3) = 7.81$$

三、資料分析方法

本研究資料分析分兩方面進行，首先就承銷商的各種競爭能力予以因素分析，以得到客戶心目中最主要的承銷商競爭能力構面；並以各承銷商被評估到的競爭能力變數平均值予以集群分析，以形成策略群組；再以 T 檢定了解不同群組間之能力差異。

其次，將客戶／主辦承銷商的相對權力關係，以次數分配描述，然後予以兩階段集群分析(註 6)，剔除異常事物點(outliers)，而得到不同的權力情境；將各權力情境下的相對權力關係變數、主辦承銷商影響行為變數、承銷績效變數，以單因子變異數分析，找出在不同權力情境中所具有的差異。

肆、分析結果

一、策略群組

(一) 承銷商的競爭能力

註 6：第一階段先以華德法分群，剔除 4 點異常事物點(outliers)後，再進行第二階段集群分析，參閱楊世瑩，兩階段集群分析在市場區隔上之應用，淡江大學管科所未出版碩士論文，民國 73 年 6 月。

透過問卷由客戶對其主辦承銷商進行評估，得到各競爭變數的平均值按大小排列如表6：

表 6 客戶對主辦承銷商競爭能力的評估

競 爭 變 數	平均數	標準差
1. 聲譽形象	4.02	0.52
2. 承銷作業上的專業能力	3.90	0.59
3. 除發行證券外，對客戶提供融資的能力	3.72	0.76
4. 對國內上市公司所屬各產業特性了解的程度	3.62	0.53
5. 股東及高階經理與上市審核機構的關係	3.59	0.61
6. 對客戶提供公司理財諮詢的能力	3.56	0.62
7. 與會計師事務所合作發展承銷業務的程度	3.41	0.62
8. 對新金融商品（如可轉換公司債）的開發能力	3.40	0.74
9. 為客戶進行海外發行證券的能力	3.33	0.71

整體看來，客戶對一般承銷商的「聲譽形象」及「承銷作業的專業能力」都極為肯定。在各競爭能力中，最低的兩項為「為客戶進行海外發行證券的能力」以及「新金融商品的開發能力」。可見在以往我國承銷制度不健全及資本市場不發達的情形下，承銷商對研究發展與國際化的能力並未予以重視。

為了進一步了解在客戶心目中，承銷商的競爭能力是由何種因素所構成，因此對上述的九個競爭變數予以因素分析 (Factor Analysis)。以主成份分析(Principal Components Analysis) 抽取出兩個特徵值大於一的因素，能解釋總變異的59.14%，經過最大變異法(Varimax)進行直交轉軸(Orthogonal Transformation)，可得到此兩因素如表 7、表 8：

表 7 因素：前瞻進取能力

變 數 名 稱	因素負荷(Factor Loading)	特徵值	解釋變異
海外發行證券的能力	0.89998	2.813012	44.61%
新金融商品的開發能力	0.88171		
公司理財諮詢的能力	0.78890		
聲譽形象	0.63001		

此因素包含的變數多偏向承銷商對客戶的多樣化籌資與理財能力，與美國投資銀行的規劃(Origination)能力相似；亦即根據客戶的財務狀況，開發出最適合的金融商品，然後在全球資本市場中尋求適合地點發行。此方面能力近年已開始為承銷商帶來許多前瞻性的新發展機會，因此稱之為前瞻進取能力。

表 8 因素：關係拓展能力

變數名稱	因素負荷(Factor Loading)	特徵值	解釋變
與上市審核機構的關係	0.77420	2.509582	14.53
對上市公司產業特性了解程度	0.70190		
與會計師事務所合作發展承銷業務	0.65845		
承銷作業上的專業能力	0.57725		
除發行證券外，對客戶融資的能力	0.52985		

此因素包含的變數多屬有利於業務進行與拓展的變數，一方面以客戶融資、與會計師事務所合作拓展業務，一方面又與審核機構維持關係及熟習作業手續號召顧客。因此，本因素稱為關係拓展能力。

(二) 承銷商的策略群組

根據回收問卷中，各承銷案件客戶對其主辦承銷商的能力評估，共有17家主辦承銷商受到評估，扣除遺漏值後，計有13家。將各承銷商在各競爭變數所被評估的平均值，以華德法(Ward's method)進行集結式集群分析(agglomerative hierarchical analysis)，各承銷商可分為兩群，分布如表9：

表 9 承銷商策略群之組成類別分佈

類別 \ 策略群	1	2
金融機構兼營	4	4
綜合證券商	0	5
合計	4	9

此兩策略群在九個競爭能力變數上的平均值、標準差及 T 檢定之分析結果如下：

表10 各策略群在競爭能力變數上之差異

競爭能力變數	策略群一 平均值 (標準差)	策略群二 平均值 (標準差)	T 值	顯著水準 (P 值)
承銷作業上的專業能力	4.03 (0.0650)	3.52 (0.3580)	4.1520	0.0024**
與上市審核機構的關係	3.67 (0.1411)	3.44 (0.4407)	0.9969	0.3403
聲譽形象	4.03 (0.0650)	4.07 (0.2924)	-0.4082	0.6921
公司理財諮詢的能力	3.77 (0.2881)	3.28 (0.3413)	2.4675	0.0313**
對國內上市公司所屬 各產業特性了解的程度	3.92 (0.1550)	3.33 (0.4330)	2.5934	0.0250**
海外發行證券的能力 除發行證券外，	3.21 (0.2494)	3.46 (0.3979)	-1.1712	0.2663
對客戶提供融資的能力	4.21 (0.4126)	3.33 (0.4413)	3.3546	0.0064**
對新金融商品的開發能力	3.10 (0.2000)	3.44 (0.3254)	-1.9330	0.0794*
與會計師事務所合作發展承銷	3.49 (0.0663)	3.30 (0.4289)	1.2565	0.2413

** $\alpha = 0.05$ 時，達顯著水準

根據群組差異檢定，以及各群組的類別，可綜合描述此兩群組如下：

策略群一：此群全為金融機構兼營的承銷商，在開放新證券商設立前即存在，且多將承銷視為業務重點之一。由於這些金融機構長期以來即對企業界融資放款，因而對國內企業多有一定的合作與了解。因此，與策略群二相比，在「承銷作業的專業能力」、「公司理財諮詢

的能力」、「對國內上市公司所屬各產業特性了解的程度」以及「發行證券外，對客戶提供融資的能力」皆顯著大於策略群二，可稱之為「傳統關係群」。

然而，另一看法認為上述結果與產業中普遍的情形不盡相同，在與業者討論後，此現象可解釋為問卷填答的月暈效果(halo effect)造成；亦即填答者並不清楚投資銀行中真正的「承銷作業」、「理財諮詢」及「產業特性了解」的研究，但在填答問卷時，卻因金融機構的長期歷史與廣泛客戶群，而在此三方迫面給予較高的評價。

策略群二：樣本中所有的綜合證券商皆屬於此群，另包含4家金融機構，由於綜合證券商乃新加入業者，因此在融資及相關能力不如策略群一，但因其以證券市場之專業為定位，故稱為「新進專業群」。

二、權力情境、影響行為、承銷績效

(一) 權力情境

1. 將回收的48件承銷案，以次數分配方式對各權力變數分析，可綜合描述如下：

國內的承銷案中，多數的客戶對承銷商服務內容、上市規章皆有一定的瞭解；客戶也多受到許多承銷商的同時爭取；在三成的承銷案中，客戶與主辦承銷商存在融資關係；而客戶與主辦承銷商彼此持有股權，以及客戶會計師對主辦承銷商有所推薦的情形，亦占三成左右的承銷案；至於客戶與主辦承銷商股東、高階經理的交情關係，存在於七成左右的承銷案中；絕大多數主辦承銷商的客戶，都是第一次委託該承銷商主辦。

2. 將各個承銷案件10個權力關係變數的得分值，以華德法(Ward's method)進行兩階段集群分析，結果可將所有的承銷案件分為三種權力情境，分布如表11：

表11 承銷案件在各權力情境中的分布

權力情境	案件數	百分比
1	10	22.7
2	23	52.3
3	11	25.0
合計	44	100.0

三種客戶與主辦承銷商的權力情境中，各權力關係變數的平均值、標準差，以及單因子變異數分析(one-way ANOVA) 的結果如表12：

表12 各權力情境中權力關係變數之差異

權力關係變數	權力情境一 平均值 (標準差)	權力情境二 平均值 (標準差)	權力情境三 平均值 (標準差)	F 值	顯著水準 (P 值)
客戶提撥公開承銷的股數	2.70 (1.6364)	2.87 (1.4240)	1.91 (1.3003)	1.6805	0.1989
客戶對承銷商所提供之服務內容，了解的程度	3.90 (0.5676)	3.61 (0.5830)	3.73 (0.9045)	0.6616	0.5214
客戶對上市或增資的規章制度，熟悉的程度	3.80 (0.7888)	3.70 (0.7029)	4.00 (0.8944)	0.5777	0.5657
客戶受到承銷商爭取主辦的情形	1.60 (0.9661)	4.39 (0.5830)	4.73 (0.4671)	84.0244	0.0**
承銷前，客戶向主辦承銷商融資的程度	1.60 (0.9661)	1.30 (0.7029)	1.91 (1.2210)	1.6786	0.1992
承銷後，客戶向主辦承銷商融資的程度	1.10 (0.3162)	1.22 (0.4217)	2.00 (1.2649)	5.5343	0.0075**
客戶與主辦承銷商彼此持股的程度	2.10 (1.1972)	1.09 (0.2881)	1.36 (0.6742)	7.6167	0.0015**
客戶會計師對主辦承銷商的評價	3.40 (0.5164)	3.30 (0.6350)	3.27 (0.6467)	0.1248	0.8830
客戶與主辦承銷商的股東、高階經理間的關係	3.00 (1.1547)	1.61 (0.7827)	3.81 (0.8739)	24.6774	0.0**
主辦承銷商過去替客戶主辦承銷的情形	1.00 (0.00)	1.00 (0.00)	1.00 (0.00)	—	1.0

** $\alpha=0.05$ 時，達顯著水準

根據三種權力情境在各權力關係變數之特徵，可將三種客戶與主辦承銷商間的權力情境描述如下：

權力情境一：此情境下，客戶之主辦承銷商沒有任何競爭對手爭取主辦；在承銷前後，客戶極少向主辦承銷商融資；然而客戶與主辦承銷商的彼此持股程度卻顯著高於其他情境；同時彼此股東、高階經理的關係也很密切。依照上述變數的相對權力來源構面，可將此情境命名為「高法統、參考／低獎懲、反制」的權力情境，是客戶與主辦承銷商關係中最密切的一種。

權力情境二：此情境下，客戶面臨多家承銷商爭取主辦承銷；在承銷前後，客戶與主辦承銷商的融資關係極低；同時，客戶與主辦承銷商的彼此持股，以及股東、高階經理的關係亦極低。此類承銷案件數目最多，約佔所有承銷案數的一半，可命名為「高反制／低法統、參考、獎懲」的權力情境，是客戶與主辦承銷商關係中最不密切的一種。

權力情境三：此情境下，客戶亦面臨許多承銷商爭取主辦承銷；但承銷前後，客戶向主辦承銷商融資的程度，卻較其他兩種情境為高；此外，客戶與主辦承銷商彼此的股東、高階經理關係卻最密切。此種情境可名之為「高反制、參考、獎懲／低法統」的權力情境，是客戶與主辦承銷商關係中等密切的一種。

(二) 影響行爲

在不同的客戶／主辦承銷商的權力情境下，主辦承銷商將有不同的影響行爲，以求取較好的績效。因此，根據前述三種權力情境的分類，將所有承銷案件中，主辦承銷商的影響行爲變數，以單因子變異數分析，得到各影響行爲變數的差異特徵如表13：

表13 各權力情境中影響行為變數的差異

影響行為變數	權力情境一 平均值 (標準差)	權力情境二 平均值 (標準差)	權力情境三 平均值 (標準差)	F 值	顯著水準 (P 值)
進行客戶股票上市(發行新股)前的各項規劃	3.90 (0.7379)	3.17 (0.8341)	2.90 (1.1362)	3.4754	0.0403**
幫助客戶各種制度文件(如公開說明書、內部控制制度)之建立	2.70 (0.9487)	2.26 (1.1369)	2.30 (1.2517)	0.5576	0.5770
穩定客戶新股上市後之價格	2.60 (0.9661)	1.59 (0.00075)	1.90 (0.9944)	3.5350	0.0388**
提供客戶其他的資金來源	2.00 (1.1180)	1.61 (1.0331)	1.89 (1.1667)	0.5112	0.6038
承作客戶股務代理	1.70 (0.4830)	1.70 (0.4700)	2.00 (0.00)	2.2287	0.1206
向客戶收取的承銷手續費率	1.04 (0.4248)	0.71 (0.3289)	0.73 (0.2830)	3.3897	0.0437**

** $\alpha=0.05$ 時，達顯著水準

不同權力情境的承銷案中，主辦承銷商只在三個影響行為變數上有所差異，分別為：「進行股票上市前的各項規劃」、「穩定客戶新股上市後的價格」、「向客戶收取的承銷手續費率」。由於僅三項影響行為變數具顯著差異，因此在統計上假設H1僅有部分成立。此可能由於影響行為變數多屬於上市公司與承銷商間之機密協定，如「提供客戶其他資金來源」，或「幫助客戶各種制度文件之建立」等，問卷填寫者或許因事涉敏感，而使問卷查訪之效度失真。然而，針對具有顯著差異之三項影響行為，權力情境與其關係可深入探討如下：

在權力情境一中，承銷商在法統構面上的相互持股關係與參考構面上的高階經營者關係較為密切，此可能導致承銷商較易替其進行上市前規劃與穩定股價，因這兩項服務內容往往涉及上市公司機密；此外，承銷商收取的手

續費率較高，亦可能是基於承銷商之前述兩項額外服務所給予之酬勞，或因關係密切，上市公司予以扶持之故。

至於權力情境二中，承銷商所具有之談判籌碼最少，因此只有透過替客戶進行上市前規劃而爭取較多利益分配，至於穩定上市後股價此種影響行為並無法採取，可能是由於彼此間密切程度不夠所致，收取的承銷費率，亦因競爭激烈、議價能力弱而較低。

權力情境三的承銷商基於融資業務而與上市公司建立關係，且高階經營者亦具密切交情，因此雖有眾多競爭者，仍能以其在財務上與客戶的合作能力爭取業務，替客戶進行股價之穩定；但股票上市前規劃則甚少進行，承銷手續費率亦低。

基於上述的推論，可知廠商的部分影響行為會因在不同的權力構面上之優勢而不同，廠商影響行為的採取，往往基於其與對方既有關係的考量，而非單憑本身的喜好意圖而定。因此，權力情境的不同，將導致廠商部分影響行為的不同。

(三) 承銷績效

最後，以主辦承銷商在各承銷案中的承銷比例作為其績效，在不同權力情境中，承銷績效的變異數分析結果如表14：

表14 各權力情境中的承銷績效

權力情境	承銷績效 平均值 (標準差)	F 值	顯著水準 (P 值)
1	60.30% (21.8024)	1.2278	0.3037
2	57.13% (17.6205)		
3	48.20% (15.8521)		

由表 14 可知，雖然權力情境一、二的承銷績效很接近，而且大於權力情境三的績效，但此差異卻未達顯著水準；代表客戶與主辦承銷商之間，不同相對權力關係所形成的狀態，雖然會使部分影響行為有所差異，但並不會因此顯著地影響到主辦承銷商在承銷案中負責銷售的比例。此種統計結果，可能隱含下列的涵義：

廠商在交換關係中，雖然因其本身資源、產業地位等因素，而形成優劣不同的權力情境，但在利潤目標的驅使下，將會採取各種影響行為，試圖使其利潤績效提高。因此，造成最後績效成果之因素，將不只有既存的權力情境；廠商努力採取的影響行為，亦會造成利潤績效的改變。如權力情境一中，承銷商與上市公司的關係最為密切，此種權力情境對承銷商最為有利，而承銷商所採取的影響行為，如穩定股價、上市前規劃，亦可能對其最後之承銷比例爭取有所助益；然而，因其收取之承銷手續費率最高，故在決定承銷比例時，也可能因已有此利潤分派，而減低了承銷商對承銷比例的爭取結果。

同樣的推論亦適用於權力情境二：在權力情境二中，承銷商與上市公司的關係最不密切，所能運用的談判籌碼最少，但因其替客戶進行繁重的上市前規劃，且向客戶收取的承銷費率又低；因此在決定承銷比例的分配時，雖然先天的權力情境不利，但承銷過程中的影響行為，卻對其承銷比例的爭取有幫助。而權力情境三，承銷商與上市公司高階經營者關係密切，且有財務上之往來，因此雖然只替其進行上市後股價穩定，對整個上市送件前的籌備協助不大，但仍能爭取到與前二種情境相同的承銷比例。上述的推論代表著一個重要的涵義：企業的經營成果，將不受限於既定的、短期內無法改變的相對權力結構，企業本身尚掌握許多可操控變數，經由企業努力的影響行為，對利潤目標達成，仍然有所助益。

伍、結論與建議

一、研究結論

本研究有兩個主題，第一是以承銷商各方面的競爭能力，去了解現階段產業競爭的構面與策略群組，以得知承銷商與同業間的競爭狀況。第二則是針對各承銷案中，主辦承銷商與客戶在不同的權力情境下，對主辦承銷商的影響行為與績效的影響，作一驗證，以了解承銷商與客戶間的競爭狀況。

研究結果發現，承銷產業主要競爭構面有二：前瞻進取能力與關係拓展能力；同時亦可區分為傳統關係群與新進專業群兩個策略群組。此外，客戶與主辦承銷商間的權力情境可分為三類，此三類在兩者的融資、持股、高階經營者關係，以及爭取主辦的承銷商數目上，有不同的特徵。權力情境的不同，將影響主辦承銷商替客戶進行上市前的規劃、上市後的股價穩定及收取的手續費率等三個影響行為。至於承銷案中，主辦承銷商的績效，在不同的權力情境下，並沒有顯著的差異。

二、對後續研究之建議

1. 國內承銷產業已有店頭市場、可轉換公司債等新業務機會，同時申購新股抽籤手續費亦降低至30元，次級市場亦不如以往熱絡，可預見承銷商勢必調整經營策略重心，以適應環境改變。因此，競爭變數的再確認，以及策略群組的穩定性，皆有再研究的必要。
2. 未來承銷案將不會有動輒百萬人的抽籤申請，承銷商與客戶也勢必要擔負更多的承銷風險。國外投資銀行的「確定包銷」(firm commitment) 所具有的承擔風險功能，預料將更可能引進國內。在此種承銷風險提高的趨勢下，客戶與主辦承銷商間的關係，必將有所改變，此亦是未來研究可遵循的方向。
3. 本研究對策略群組的研究，採取由客戶面歸因法而得的資料，未來隨著產

業區隔化的明顯，若採用廠商面的資料直接分群，如承銷商專注的產品／市場區隔（現金增資、初次股票上市或主辦、協辦）、承銷商股東結構、承銷商資源強弱等各變數，將更能清楚顯示產業區隔的狀態，此種變數的選用，應是未來研究之方向。

參考文獻

- Dwyer, Robert T. and Orville C. Walker. Bargaining in an asymmetrical power structure. *Journal of Marketing*. Winter 1981:104-115.
- El-Ansary, Adel and Louis W. Stern. Power measurement in the distribution channel. *Journal of Marketing Research*. February 1972:47-52.
- Etgar, Michael. Channel domination and countervailing power in distribution channels. *Journal of Marketing Research*. August 1976:254--262.
- Frazier, Gary L. and John O. Summers. Interfirm influence strategies and their application within distribution channels. *Journal of Marketing*. Summer 1984:43-55.
- Frazier, Gary L. and John O. Summers. Perception of interfirm power and its use within a franchise channel of distribution. *Journal of Marketing Research*. May 1986:169-176.
- French, John R.P, and Bertram Raven. The bases of social power. in *Studies in Social Power*, edited by Darwin Carwright, 150-167. Ann Arbor: University of Michigan Press. 1959.
- Mandeiker, G. and Raviv A.. Investment banking: An economic analysis of optimal underwriting contracts. *Journal of Finance*. June 1977:683-694.
- Hergert, Michael. Causes and consequences of strategic grouping in U.S. manufacturing industries. *International Studies of Management & Organization*. 1987:28.
- Porter, M. E. *Competitive Strategy*, New York: The Free Press, 1980.
- Phillips, Lynn W.. Assessing measurement error in key information reports: A methodological note on organizational analysis in marketing. *Journal of Marketing Research*. Nov. 1981:395-415.
- Porter, M. E. Consumer behavior, retailer power, and marketing performance in consumer goods industries. *The Review of Economics and Statistics*. Nov. 1974:419-436.
- Roering, Kenneth J.. Bargaining in distribution channels. *Journal of Business Research*. March 1977:15-26.
- Hays, Samuel L., A. Michael Spence, David Van Praag Marks. *Competition in The Investment Banking Industry*. Havard University Press, 1983.
- Simon, Herbert. Notes on the observation and measurement of political power. *Journal of Politics*. Nov. 1953:500-516.

附 錄 一

---- 問 卷

一、請您就 貴公司77年現金增資時，有關 貴公司委託辦理承銷的「主辦承銷商」的一些問題，在適當的□中打「√」。

1. 貴公司在選擇該增資案的主辦承銷商時，對當時一般承銷商所能提供的服務內容，瞭解的程度如何？

非常不瞭解 不瞭解 普通 很瞭解 非常瞭解

2. 貴公司在選擇該增資案的主辦承銷商時，對增資公開發行新股的規章制度，熟悉的程度如何？

非常不熟 不熟 普通 很熟悉 非常熟悉

3. 貴公司該次增資案的主辦承銷商，是在下列何種情況下，被選為 貴公司的主辦承銷商？

貴公司主動委託該承銷商主辦

只有該主辦承銷商一家向 貴公司爭取主辦

有 2家承銷商向 貴公司爭取主辦

有3~4家承銷商向 貴公司爭取主辦

有 5家以上承銷商向 貴公司爭取主辦

4. 貴公司主辦承銷商若為銀行或信託投資公司，則請回答下列 2小題：（若主辦承銷商不是銀行或信託投資公司，則直接至第 5 題作答）

4.1 貴公司在該次增資案前，向該主辦承銷商融資的程度如何？

沒有融資 少許融資 相當程度融資 有重要的融資

有極重要的融資

4.2 貴公司在該次增資案後，向該主辦承銷商融資的程度如何？

- 沒有融資 少許融資 相當程度融資 有重要的融資
有極重要的融資

5. 貴公司與該主辦承銷商之間，任一方握有對方股權的程度如何？
- 沒有握股 握有少許股權 握有相當程度股權 握有許多股權
握有絕大多數股權
6. 貴公司在決定該承銷商主辦之前，該承銷商受到 貴公司會計師評價的程度如何？
- 受到極力反對 受到相當程度反對 沒有意見 受到相當程度推薦
受到極力推薦
7. 貴公司的股東、高階經理在該次承銷案前，與主辦承銷商的股東或高階經理的關係如何？
- 沒有關係 關係極淺 有相當程度關係 有很好的關係
有極深的關係
8. 貴公司在該次增資案前，與該主辦承銷商以往在委託承銷上的關係為：
- 從沒有委託該主辦承銷商承銷過
在民國76年時，曾委託該主辦承銷商辦理過承銷
在民國75年時，曾委託該主辦承銷商辦理過承銷
在民國74年時，曾委託該主辦承銷商辦理過承銷
在民國73年或更久以前，曾委託該主辦承銷商辦理過承銷

二、請您再就 貴公司77年現增資時，委託辦理承銷的「主辦承銷商」，在下列各方面的能力，作一評估：

- | | 非 | 常 | 很 | 普 | 很 | 常 |
|--------------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | 差 | 差 | 通 | 好 | 好 | 好 |
| 1. 該主辦承銷商在承銷作業上的專業能力 | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 2. 該主辦承銷商股東及高階經理與上市審核機構的關係 | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 3. 該主辦承銷商的聲譽形象 | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 4. 該主辦承銷商對客戶提供公司理財諮詢的能力 | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 5. 該主辦承銷商對國內上市公司所屬各產業特性了解的程度 | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 6. 該主辦承銷商為客戶進行海外發行證券的能力 | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 7. 該主辦承銷商對客戶提供資金的能力 | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 8. 該主辦承銷商對新金融商品(如可轉換公司債等)的開發能力 | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 9. 該主辦承銷商與會計師事務所結盟發展承銷業務的程度 | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

三、最後，再請您就 貴公司77年現金增資時，該主辦承銷商對 貴公司所提供的下列各種服務，作一評價：

1. 該主辦承銷商是否承作 貴公司服務代理？

是 否

2. 該主辦承銷商對 貴公司收取的承銷手續費為 %。

幾 幫
乎 助
沒 很 普 助 極
有 低 通 大 大

3. 該主辦承銷商對 貴公司發行新股前的各項規劃，其幫助程度如何？

4. 該主辦承銷商對 貴公司製作各種文件制度(如公開說明書、會計制度、內部控制制度等)，其幫助程度如何？

5. 該主辦承銷商對穩定新股上市後之價格，其幫助程度如何？

6. 該主辦承銷商對提供 貴公司其他的資金來源，其幫助程度如何？

THE COMPETITIVE BEHAVIOR IN TAIWAN'S UNDERWRITING INDUSTRY

*Victor W. C. Liu**
*River T. K. Yang***
*Vincent P. C. Chen**

ABSTRACT

The aim of this study is to explore the competition situation in Taiwan's underwriting industry from 1988 to 1989. The paper is divided into two major parts: one is to identify the factors of the firms' competitive edge, and the strategic groups formed. The other part is to test two hypotheses about the relationship between underwriter and issuing company, which includes (1)H1: Different power contingencies resulted in underwriters' different influence behaviors. (2) H2: Different power contingencies resulted in underwriters' different performance.

We found there were two strategic groups in underwriting industry, namely "Tradition/Relation Group" and "Entry/Expertise Group". Different power contingencies resulted in partial differences of underwriters' influence behaviors. However, different power contingencies would not result in any differences of underwriters' performance.

Key Words: Underwriting, Strategic group, Power, Influence behavior, Performance.

*Institute of Business Management, National Sun Yat-Sen University

**Department of Business Administration, National Chengchi University; Investment Banking Group, China Development Corp.