

# 將國外 Euroclear 與 Clearstream 分銷清算制度 運用台灣承銷配售作業之可行性研究

計劃主持人：康榮寶博士(國立政治大學會計系副教授)

參與研究人員：

林柏生博士(國立政治大學國貿系教授)

林信助博士(國立政治大學國貿系助理教授)

李丕正博士(Associate Professor, Pace University, USA,)

陳美娥碩士(銘傳大學會計系講師)

研究助理：林家帆博士生(國立政治大學金融系博士候選人)

中 華 民 國 證 券 商 業 同 業 公 會

中 華 民 國 九 十 五 年 十 二 月

# 目 錄

第一章、緒論.....	3
第一節、研究背景與目的.....	3
第二節、研究內容與範圍.....	4
第三節、研究方法與程序概述.....	6
第四節、章節安排與計劃結構.....	6
第二章、Euroclear/Clearstream 背景分析.....	7
第一節、Clearstream 系統介紹.....	7
第二節、Euroclear 證券清算系統之介紹.....	19
第三節、縮短結算交割期為全球趨勢.....	35
第三章、台灣與 Euroclear/Clearstream 之比較分析.....	46
第一節、Euroclear/Clearstream 新股配發程序.....	47
第二節、我國新證券發行配售相關制度與法規.....	56
第三節、泛歐與台灣清算交割制度之比較分析.....	73
第四章、結論與建議.....	77
第一節、結論.....	77
第二節、建議.....	77
附錄一：中國大陸詢價制度與綠鞋.....	79
第一節、背景.....	79
第二節、《證券發行與承銷管理辦法》內容彙總.....	83
第三節、《證券發行與承銷管理辦法》之評論.....	85
附錄二：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.....	93
參考文獻.....	105

# 第一章、緒論

## 第一節、研究背景與目的

本研究計劃主要目的在瞭解 Clearstream/Euroclear 系統的清算交割系統的日程問題，並據以分析我國新上市承銷股票承銷作業日程是否存在壓縮的空間，最後再提出相關建議。由於承銷作業日程問題是整體承銷制度的一環，若擬提高清算交割日程的效率，可能必須同時考慮承銷制度的配套問題。例如，是否目前部分詢圈部分公開申購制度是否允當，是否與清算交割時程的效率性有關等相關議題。

依照目前我國有關新上市股票承銷作業程序與時程的相關法規規定，我國新上市承銷作業程序與時程歷經數次修訂，已經壓縮到不能壓縮的地步。由於我國的相關規定或作業程序，包括相關配套措施與歐美國家的相關規定不同，如果參酌泛歐及美國的制度，以及承銷制度的相關配套措施，我國的制度是否有改善的空間？是本研究計劃的主要研究目的。其實不是只有台灣擬提高新上市承銷股票作業的效率，或縮短清算交割期，縮短清算交割期是全球的共同目標。中國大陸亦從 2005 年年初始，開始頒佈實施詢價制度，並且自 2006 年 9 月始，增訂綠鞋制度，無論是詢價制度或綠鞋制度，其主要目的之一也與革新承銷作業的效率性有關。所以，本研究計劃主要目的擬依照目前台灣結算清算交割的現制，參考泛歐 Euroclear 與 Clearstream 分銷清算制度之精神，探討是否能夠縮短新上市、現金增資承銷定價至有價證券掛牌交易之時間，提升上市承銷的效率，降低股票的相關風險，並且藉此提升股市的公平性。同時，就台灣證券市場國際化的部分，如果擬擴大加入 Euroclear、Clearstream 成為這些系統會員的可行性，俾利參與國際承銷案件的發行。

在 Euroclear、Clearstream 系統中，新上市股票配售制度的清算交割期主要採 T+1 期，也就是在配售結算日之後立即訂定承銷價，且訂價完之後立即將款項支付予發行公司，並且進行隔夜清算交割，或者在發行日當日交易日進行清算交割，所以投資者在發行日當日的帳戶就存在股票並且可進行交易。雖泛歐體系的這項程序存在一個配套措施，就是新上市股票承銷的配售採 100%由專業機構投資者詢價的方式。此外，現金增資的股票承銷配售方案，因為存在價格歷史，主要採用固定價格，並且以代銷方式(best effort contract)，不能採用包銷契約。所以，根據泛歐體系的新上市股票配售制度，我國的承銷制度如果要達到這項基本精神，仍需作某種程度的調整。因此，本研究計劃擬參酌現行與新上市配售相關的法規、Euroclear 與 Clearstream 系統的相關制度，以及新上市股票承銷的財務理論，提出相關建設性建議。

## 第二節、研究內容與範圍

證券交易法修正案業已於民國 95 年度 1 月 11 日公布施行，其中包括修訂新上市股票承銷之配售制度，簡化承銷之相關程序事項，達到強化證券承銷功能及降低證券承銷商及投資人之風險。若參酌歐美國家的相關制度，這項修訂案可能仍然存在改善的空間。

目前歐美等國家其承銷期間甚短，通常於承銷商與發行公司議定發行價格當日，投資人即可進行交易。反觀國內承銷制度中最具時效性之詢價圈購作業，尚需於定價後僅需七個營業日就可掛牌交易，究其原因可能與配售制度中的一些配套措施有關。泛歐體系的 Euroclear 與 Clearstream 清算交割制度之運作，能將銀行繳款作業及股票配發作業有效結合，為降低款券對沖劃撥的風險，並且達到定價、繳款、股票發放之緊密關連的關係，Euroclear 與 Clearstream 均同時搭配 Morgan Guarantee 擔任信用擔保角色，俾有效降低繳款的信用風險。按信用擔保應屬目前台灣相關制度中最缺乏的一環，所以承銷作業受制於繳款信用問題，制度的設

計均牽就繳款的相關信用問題，導致承銷作業期限無法再行縮短並且提高相關效率。此外，目前的新上市股票配售雖然無實體交易，唯根據法規必須等股票集保無風險的條件下，才可以進行下一步驟，這個作業程序亦會拖長時程。在比較泛歐的 Clearstream/Euroclear 制度後，本研究擬研究如何將國外 Euroclear 與 Clearstream 分銷清算制度之精神，引進運用於國內承銷配售作業，發揮縮短承銷期間之功效。

根據上述說明，本研究將探討下列議題：

1. 本研究計劃擬探討 Euroclear 與 Clearstream 新上市股票承銷分銷清算制度之基本精神。
2. 本研究計劃擬探討目前我國與發行市場有關配售的交割清算制度與法規。
3. 本研究計劃擬比較分析在發行市場中，Euroclear 與 Clearstream 配銷清算制度與我國目前制度其基本精神之差異，並提出相關建議。同時，將提出擴大加入 Euroclear 與 Clearstream 可行性之建議。
4. 本研究計劃擬根據現況制度，參酌泛歐 Euroclear 與 Clearstream 配銷清算制度，俾提出改善強配配銷清算效率之具體建議。按本研究計劃可能會涉及交易市場的結算、交割等相關制度問題，然而，本計劃的研究與建議僅限於發行市場的配售、結算制度。
5. 由於鄰近中國大陸證券市場自 2005 年 1 月 1 日始開始實施詢價制度，並且自 2006 年 9 月間頒布有關綠鞋制度的相關法規，依公開申購數量調整詢價圈購的數量，制度相同處頗多。詢價制度與綠鞋制度部分與提升新上市承銷制度時程效率有關，部分與新股承銷價格訂定的合理性有關，本研究將提供中國大陸相關制度作為參考，若制度含一些值得參考的優點，本研究將引用之，並且作為我國提升新股承銷效率性建議的參考。

### 第三節、研究方法與程序概述

本研究主要擬比較分析台灣現行配售與清算交割制度與 Euroclear/Clearstream 間的差異性，並嘗試引進 Euroclear/Clearstream 的基本精神，俾有效提升我國新上市、現金增資等承銷案件之配售清算效率。因此，除了透過文獻探討的方式<sup>1</sup>，深入瞭解 Euroclear 與 Clearstream 的制度，以及其與承銷相關的基本精神外，並將透過法規研究方式，瞭解台灣的現況與制度，俾與 Euroclear/Clearstream 相比較分析。此外，未來本研究所提供的建議將涉及金管會證期局、台灣集保結算所、台灣證券交易所、中華民國證券櫃檯買賣中心、證券商、銀行、經濟部商業司等相關單位，因此，本研究計劃將透過訪談方式，不但可充分瞭解這些相關單位對現況的看法，亦可透過這些單位，瞭解所提出的建議是否具體可行。尤有甚者，本研究主題最為相關的單位為台灣集保結算所，因此，亦將請集保結算所提供相關資料，並且商議本研究所提建議是否具體可行，俾讓研究成果更為可行。<sup>2</sup>

### 第四節、章節安排與計劃結構

本研究計劃計分為四章，除了本章的緒論外，餘各章節的安排彙總列示如下：

1. 第二章主要提供 Euroclear/Clearstream 系統的背景資料，並且說明全球證券市場追求縮短清算交割時程與效率性的相關背景。
2. 第三章主要探討 Euroclear/Clearstream 與新股承銷相關的制度與流程，據此說明 Euroclear/Clearstream 在新股承銷時程中的基本精神，並且與台灣現行相關制度及法規進行比較分析。
3. 第四章為本研究之結論與建議，除了提出本研究計劃之結論外，本研究計劃亦將根據上述的相關研究內容，提出建設性的建議，供主管機關參考。

---

<sup>1</sup> 本計劃主要參考 Clearstream 與 Euroclear 所出版的相關手冊作為研究的基礎，再參酌台灣相關規定與法規，提出相關建議。

<sup>2</sup> 本研究計劃的部分資料係由台灣集保結算所提供。

## 第二章、Euroclear/Clearstream 背景分析

本章主要根據台灣集中保管結算所所提供之資料，介紹 Euroclear 及 Clearstream 系統的一般性背景。並非介紹這兩個系統中有關發行市場的清算程序與時程。這兩個系統其實採用相同的結算交割等作業程序，因此可以視為同一個系統。此外，清算交割的效率與市場效率息息相關，全球的證券組織，例如 IOSCO、G30 無不極力推動這個目標。據此，本章亦彙總相關的文獻供參考，並且作為提高清算效率的主要理論基礎。

本章計分為三節，第一節介紹 Clearstream 系統的基本背景，第二節介紹 Euroclear 的基本背景。第三節則根據全球證券組織提高清算效率的目標，彙總相關文獻。

### 第一節、Clearstream 系統介紹

德國於 1999 年 6 月，由德國交易所公司 DBAG 宣布與世達國際公司 (Cedel International) 各出資 50% 成立 Clearstream International 公司，並由 Clearstream International 公司擔任起泛歐結算所，成為目前歐洲地區最大之結算平台。其中主要結合 Cedel 在國際債券市場之結算專業、網路、客戶層面及先進即時交割電腦系統，搭配德意志結算公司 DBC 在有價證券結算交割之專業領域、共同合作。DBC 公司亦在 1999 年底併為 Clearstream International 作業之一部份，亦即 DBC 公司將 90% 以上於德國交易之有價證券，420 家以上參加人七萬種以上市值 5.5 兆歐元混藏保管有價證券以及每年 7 千 3 百萬筆交易之作業移轉由 Clearstream International 位於法蘭克福 Clearstream Banking Frankfurt(以下簡稱 CBF)公司負責。

# 壹、Clearstream 證券結算交割相關規定

## 一、結算機構概況

### (一)、組織型態

德國證券市場結算機構，於 1997 年前係由德國集中保管公司 DKV 負責，1997 年起，因合併國外證券保管公司 AKV 業務後，改稱德意志交易結算公司 Detusche Borse Clearing AG，簡稱 DBC，負責國內外有價證券之結算交割與保管業務。1999 年 6 月，由德國交易所公司 DBAG 宣布與世達國際公司 Cedel International 公司各出資 50% 成立 Clearstream International 公司，於 2000 年 1 月正式營運，德國證券市場結算交割業務由 DBC 改名後 CBF 負責。

### 1、資本額

CBF2001 年底資本額為 25,000,000 歐元

### 2、股東成員

CBF 之主要股東為德國 DBAG 及約 90 間之國際重要銀行、證券商、投資機構等金融機構。

### 3、成立法源

德國於 1937 年通過之安全保管法案 Safe Custody Act，成為經營有價證券集中保管及帳簿劃撥結算交割業務之法源依據。

### 4、業務項目

CBF 在德國證券市場之業務項目如次：

- (1) 證券集中、櫃檯市場之款券結算交割。
- (2) 證券實體保管、兌息、股務作業。
- (3) 期貨暨選擇權交易之有價證券抵繳及到期交割。

- (4)有價證券之帳簿劃撥配發。
- (5)參加人帳務處理。
- (6)認購權證之履約服務。
- (7)設質交付帳簿劃撥作業。
- (8)證券借貸。
- (9)信託帳簿劃撥。
- (10)風險管理。

## 5、結算標的

CBF 之結算標的包含德國證券集中市場及櫃檯市場交易之有價證券。依統計資料，德國約有 90%之公債及 75%權益證券，保管於 CBF 及使用其結算交割服務。

### (二)結算參與者

#### 1、種類功能

得參與 CBF 結算業務者，應向 CBF 公司申請成為 CBF 公司之參加人，其參加人之種類如下：

##### (1)銀行

必須為銀行機構辦理證券保管業務，並接受銀行監管機關之法定檢查或同意 CBF 公司進行檢查者。

##### (2)證券商

為證券經紀商或自營商參與德國證券市場交易者。

##### (3)外國證券集中保管機構

或與 CBF 公司簽訂合作契約之外國證券集中保管機構。

##### (4)其他

於德國或外國註冊之信貸機構 credit institutions 或金融服務機構 financial services institution 或德國國內從事金融服務之公法人。

## 2、資格條件

CBF 公司並未要求參加人應符合任何資本額度之條件。欲申請成為 CBF 公司參加人，須依開戶契約規定檢送相關文件。一旦成為保管參加人後，參加人得隨時以書面通知 CBF 中止帳戶；CBF 公司亦得視需要停止參加人帳戶之使用。

## (三)結算交割流程

### 1、對帳作業

集中交易市場與櫃檯交易市場對帳作業差別如后。在集中交易市場部份，於證券交易所交易廳以人工撮合成交之交易，或其利用 IBIS 電子交易系統撮合成交之交易，其撮合成交後之交易資料均由交易所將交易資料傳送至各交易人進行交易資料之核對、更改及對帳等結算作業功能。在櫃檯交易市場部份，買賣雙方交易人於交易完成後，將交易資料傳輸至 CBF 公司之 CASCADE 系統，由 CASCADE 系統進行比對 (Matching) 及與交易人資料確認、對帳等結算作業。

### 2、沖抵方式

證券結算沖抵不論在標準交割 STD 或當日交割 SDS 方式下，均採用總額基礎 (Gross Basis) 加以撥轉其交割證券，至於款項結算後之支付撥轉，係以淨額 (Net Basis) 方式，將各交易人之收付金額沖抵後，以單筆淨收或淨付款項進行交割撥轉。至於在即時交割 RTS 方式下，則款券以總額數量撥轉。

### 3、交割時點

#### (1)證券集中市場之結算交割

各筆成交交易之交割日為成交日後第二營業日，證券賣方得就無法按期履行交割之證券數額，以人工或電子傳檔方式，將其相關資料通知交易所。交割日時，由 CBF 公司先行自證券賣方帳戶將交割證券撥轉至買方帳戶，但暫時加以圈存 (Blocked)。CBF 公司嗣將款項撥轉資料通知中央銀行位於法蘭克福分行 LZB，

待 LZB 完成款項撥轉及回覆 CBF 公司後，CBF 立即解除原買進證券帳戶之圈存證券餘額。此一交割作業時間均於交割當日完成，款券並完全以帳簿劃撥方式撥轉。

## (2) 櫃檯市場之結算交割

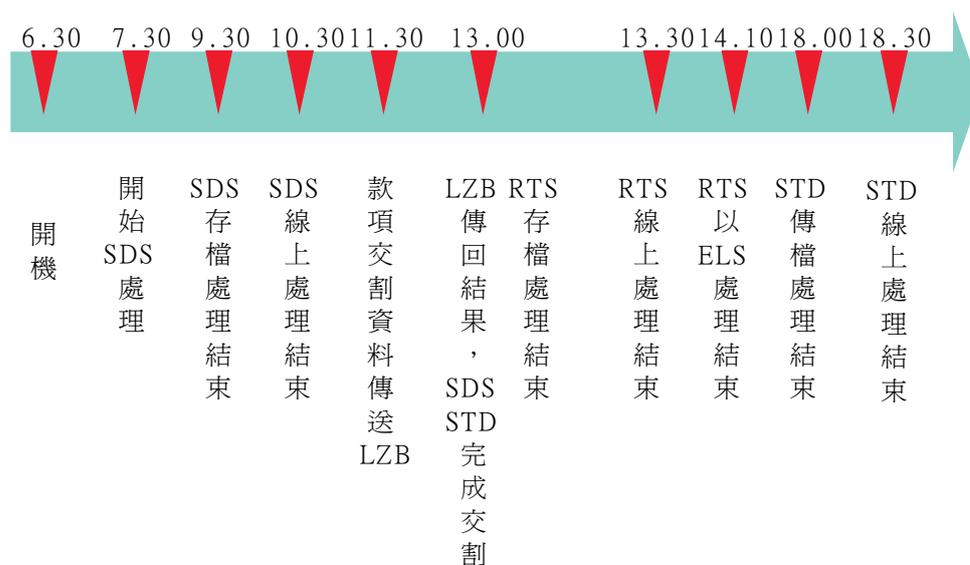
德國證券櫃檯交易市場之結算交割方式，得採用標準交割 (Standard Settlement STD) 當日交割 (Sameday Settlement SDS) 即時交割 (Real Time Settlement RTS) 等三種交割方式。以標準交割 STD 為例，證券買賣雙方交易人於直接交易完成後，應分別將交易通知 Instruction 以電腦連線 Online 或傳檔方式，傳送至 CBF 公司之 CASCADE 系統。CASCADE 系統嗣依交易通知資料內之交割日 (Value Date)、交易額 (Countervalue)、票面價值 (Nominal value)、證券編號 (Securities Code Number)、交易對手 (Counterparty)、保管單位 (Custodian)、交易類型 (Type of Transaction) 等通知資料，進行配對 (Matching) 程序。CASCADE 系統同時提供參加人查詢各筆交易通知之狀態。配對完成之交易俟屆臨交割日之前一日時，CASCADE 系統自動執行預行轉帳 (Pre-arrangement) 作業，並自證券賣方帳戶將交割證券撥轉至買方帳戶，但暫時加以圈存。CBF 公司嗣於交割日上午十一時三十分將款項撥轉資料通知 LZB，待 LZB 於下午一時完成款項撥轉後及將款項撥轉結果回覆 CBF 後，CBF 再將完成款項撥轉之買進交易解除證券圈存。

至於當日交割 SDS 方式，CBF 公司係自交易日上午七時三十分至十時三十分，接受各交易人通知。經完成交易配對及預行轉帳作業後，其餘款券撥轉作業時間、方式與標準交割方式 STD 相同。

即時交割方式 RTS，乃為因應交易人要求即時完成交割證券撥轉所提供之交割方式。CBF 公司於接收參加人以 RTS 交割之通知後，隨即進行交易配對與預行轉帳作業。嗣後透過 ELS 電子款項撥轉通知方式，將款項撥轉資料通知 LZB 進行款項撥轉。待款項完成轉帳後即將買進證券解除圈存。此外 RTS 交割方式對於

無關款項 (Free of payment) 之證券撥轉，並無設定最低撥轉額度之要求；但對於具有相對款項撥轉之交割，則要求其交割金額須高於五萬德國馬克以上，方得利用 RTS 進行交割。(CBF 國內證券交割時間表請參考下圖)

CBF 國內證券交割時間表



#### 4、款券交付方式

交割日時，由 CBF 公司先行自證券賣方帳戶將交割證券撥轉至買方帳戶，但暫時加以圈存 (Blocked)。CBF 公司嗣將款項撥轉資料通知中央銀行位於法蘭克福分行 LZB，待 LZB 完成款項撥轉及回覆 CBF 公司後，CBF 立即解除原買進證券帳戶之圈存證券餘額。此一交割作業時間均於交割當日完成，款券並完全以帳簿劃撥方式撥轉，符合款券兩訖制度 DVP 之原則。

#### 5、錯帳處理

證券集中市場之交易會員中，僅銀行可以接受客戶委託單，以將交易傳輸至市場競價。一旦銀行與客戶間受託交易內容發生錯帳，完全由銀行自行吸收，且無須向交易所申報。至於證券交易所交易廳之人工交易發生錯帳時，若其錯帳原因係

歸責於市場專家 (Kursmakler) 之作業錯誤，則由市場專家於市場中沖轉該錯帳交易及承擔其處理損益。

## 6、借券

德國證券市場之借券制度有多種方式，集中保管公司 CBF 或國內各銀行均可提供借券服務。借券制度開始於 1993 年，其主要的借券標的為 DAX30 指數之標的證券，或得作為交割用途之債券 (Deliverable Bonds) 以及 Bobls 長期期貨契約之標的物。就 CBF 公司之借券制度而言，CBF 公司係扮演證券借貸雙方代理人之角色。所有 CBF 保管參加人均可參與借券制度。參加人如需借券時，則逐次通知 CBF 其需要借券種類、數量。參加人如欲提供證券參與出借時，應先將其證券送存 CBF 公司，由 CBF 公司處理借券之分配。至於得作為借券之證券種類，係由 CBF 公司所決定。

依規定，借券人須通知 CBF 公司對於借券之時間條件，最長期間不得超過六個月。借券人同時須提供擔保品予 CBF 公司，由 CBF 公司扮演類似出借人之信託保管人 (Trustee) 之工作。擔保品價值由 CBF 公司每日計算其市值，以判斷其是否足以承擔借券人之還券義務。此外，德國銀行團並設置五千萬德國馬克的不可撤銷擔保，必要時用以彌補借券人無法如期返還證券或貼補其擔保品兌現後不足以抵償時出借人之所有損失。

### (四)違約交割之處理

#### 1、違約處理程序

CBF 公司透過與中央銀行法蘭克福分行 LZB 之緊密劃撥交割連結，交割款券採同步撥轉，買賣雙之交割款券均受保障。

倘任一方交割款券發生不足時，CBF 僅將其交割指令遞延下一交割期處理，而參加人可利用如借券制度或強制買回程序或銀行破產保護基金 Insolvency Fund（僅銀行適用）等方式，解決款券之短缺，完成交割程序。

## **2、交割保證**

CBF 公司未提供交割保證。

## **3、交割結算基金計繳方式、動用原則及回補程序**

CBF 公司未收取交割結算基金。

# **貳、集中保管**

## **一、保管機構概況**

其組織型態、資本額、股東成員、成立法源、業務項目與一、有價證券結算交割相關規定之(一)結算機構概況相同。

## **二、參加人結構**

### **種類功能**

CBF 之參加人 93%為銀行機構，除銀行機構外，參與德國證券市場交易之證券商、外國集中保管機構、保險公司及 Euroclear 均為 CBF 之參加人。

## **三、保管作業**

### **1、保管標的及其發行形式**

凡證券可於德國或國外證券集中市場或櫃檯市場交易及自由轉讓者，均可送存 CBF 保管。目前 CBF 所保管之標的包括本國債券、外國債券、本國股票、外國股票、受益憑證及認購權證等。

發行方式係採實體發行，依德國法令規定，發行公司必須印製實體股票，惟近年來德國積極推動大面額帳簿劃撥配發及保管作業，實已降低實體股票於市場之流通量。

## **2、保管方式**

依據德國「安全保管法案」之規定，銀行或保管機構可以混藏保管或分戶保管方式處理送存之有價證券。就庫存證券種類而言，混藏保管之證券種類共計 51,341 種，另以 1995 年中為例，新發行並存入庫房混藏保管之大面額證券，約佔總發行證券之 96%。

## **3、送存、領回作業**

### **(1)送存作業部分**

依據 CBF 業務規則規定，各種證券送存時需按證券種類分類，並使用送存專用之申請格式，證券與其息票亦應分開整理，且依送存證券之面額單位各自成疊。又僅銀行可接受客戶指示將證券轉存 CBF，CBF 收受送存證券時，原則上於當日入帳，但有特殊情形時，則須待確定證券真偽後，始可入帳。

### **(2)領回作業**

參加人申請領回證券時，係以電腦連線通知 CBF，CBF 完成處理後，由申請領回之參加人至 CBF 領取或由 CBF 以郵寄方式送交，郵寄所須之郵費、保險費及因郵寄所生之風險，均由申請領回之參加人自行負擔。

## **4、金庫管理**

德國因證券採實體發行，故有設置金庫加以保管，金庫之安全管理措施採刷卡進入方式。

## 四、帳簿劃撥作業

### 1、制度架構

CBF 之帳簿劃撥作業，完全依據二段式法律架構處理，投資人欲送存、領回其有價證券，須透過參加人辦理，CBF 就投資人證券之帳簿餘額，並不另外提供帳務處理服務。

混藏保管之證券，CBF 之帳簿僅記載參加人之帳戶餘額，參加人欲以 CBF 庫存證券履行交割義務或其他撥轉時，CBF 即依據參加人之申請，進行帳簿餘額之轉帳交割或撥轉。至於分戶保管之證券，CBF 之帳簿雖同樣記載證券餘額，惟此部份餘額不得進行轉帳交割或帳簿劃撥。

### 2、結算交割帳簿劃撥流程

#### (1)集中市場之結算交割

在集中交易市場部分，交易經人工或電子撮合成交後，交易資料均由交易所傳送至各交易人進行核對、更改及對帳等結算作業，交割作業則由 CBF 進行處理，相關程序如下：

交易所電腦系統將成交資料以列印方式通知買賣雙方，買賣雙方交易人於核對無誤後通知交易所，以完成交易資料之對帳工作。

成交日後第二營業日為交割日，CBF 先行自賣方帳戶將交割證券轉撥至買方帳戶，但暫時加以圈存。

CBF 將款項撥轉資料通知中央銀行位於法蘭克福分行 LZB，待 LZB 完成款項轉撥及回覆 CBF 後，CBF 始解除原買方帳戶之圈存。

款券交割作業均須於交割日完成，且款券均以帳簿劃撥方式轉撥，符合款券兩訖制度 DVP 之原則。

## (2)櫃檯市場之結算交割

在櫃檯交易市場部分，買賣雙方於交易完成後，應將交易資料傳輸至 CBF 之系統，由該系統進行比對及與交易資料確認、對帳等結算作業，交割作業仍由 CBF 之系統處理，結算交割方式分為標準交割、當日交割及即時交割三種，相關程序如下：

標準交割方式：就配對完成之交易，於交割日前一日，系統自動執行預行轉帳作業，自賣方帳戶將交割證券撥轉至買方帳戶，但暫時加以圈存。CBF 於交割日上午十一時三十分將款項撥轉資料通知 LZB，待 LZB 於下午一時完成款項撥轉及回覆 CBF 後，CBF 始解除買方帳戶之圈存。

當日交割方式：係 CBF 自交易日上午七時三十分至十時三十分，接受各交易人通知。經完成交易配對及預行轉帳作業後，其餘款券撥轉作業時間、方式皆與標準交割方式相同。

即時交割方式：係因應交易人要求及時完成交割證券撥轉所提供之交割方式，CBF 於完成交易配對與預行轉帳作業後，透過 ELS 電子款項撥轉通知方式，將款項撥轉資料通知 LZB 進行款項撥轉，待款項完成轉帳後，即將買進證券解除圈存。

德國證券交割之結算沖抵，不論係標準交割或當日交割方式，均採總額方式加以撥轉其交割證券，至於款項結算後之撥轉，則以淨額方式將各交易人之收付金額沖抵後，以單筆淨收或淨付款項進行交割撥轉。

## 五、股務作業

### 1、是否具擬制人身分

投資人送存集中保管之證券，形式上並非登記為 CBF 所有，CBF 亦不代理投資人行使股東會表決權或自發行機構收受股利轉交投資人，故 CBF 不具擬制人身分。

## 2、服務項目

德國境內並無類似股務代理性質之機構，各發行公司之股務作業均自行處理。惟通常參加人之客戶買進證券後，參加人須將證券持有人資料通知發行公司，以股利之發放，此時參加人可使用 CBF 提供之 CARGO 系統辦理通知事宜。

## 3、股東權利行使方式

(1)股東表決權由股東以直接方式行使

因 CBF 無擬制人身分，故發行公司並未將庫存於 CBF 之記名證券所有權記載於 CBF 名下，而係由參加人於證券買進後，直接將證券持有人資料通知發行公司，由發行公司紀錄於證券所有人名簿上。

(2)記名證券之現金股利行使方式

發行公司將集中保管記名證券之現金股利交付配發代理人，由該代理人將股利直接配發予各股東或交予參加人後轉交股東。

(3)無記名證券之現金股利行使方式

集中保管無記名證券之現金股利，由發行公司依據 CBF 送交之息票、參加人清冊及參加人編製之持有人名單，將股利交付配發代理人，由該代理人將股利直接分配予股東或交參加人後轉交股東。

(4)德國法律規定，發行公司僅能發放現金股利，不得發放股票股利，故不生增資股票股權行使問題。

## 第二節、Euroclear 證券清算系統之介紹

法國之證券集中市場及衍生性商品市場之結算作業由結算機構 CLEARNET SBF SA 統籌辦理，有價證券之帳簿劃撥交割及集中保管作業，由 EUROCLEAR FRANCE (原 SICOVAM SA) 負責；至於店頭市場部分，EUROCLEAR FRANCE 與 CLEARNET 則分別提供不同之結算交割服務型態。茲就法國證券結算交割及集中保管作業介紹如下。

### 壹、有價證券結算交割相關規定

#### 一、結算機構概況

##### 1、組織型態：

CLEARNET SBF SA 是法國交易所 Paris Bourse SBF SA 百分之百成立之子公司，主要成立之目的為集中市場、櫃檯市場及衍生性商品市場 (MATIF 與 MONEP) 之交易做結算和風險控管之工作。法國交易所已於 2000 年 10 月與阿姆斯特丹及布魯塞爾交易所合併，成立 EURONEXT 泛歐交易所，故 CLEARNET 亦轉而成為 EURONEXT 的子公司；EUROCLEAR 並自 2001 年 6 月起決議加入 CLEARNET 的 20% 股份。員工人數約 150 人 (2001 年)，於阿姆斯特丹及布魯塞爾設有分公司，以便提供服務予當地之會員。

##### 2、資本額：

以 2000 年 6 月 30 日之財務報表為準，CLEARNET 的權益資本淨額為 1 億 3000 萬歐元。

### 3、股東成員：

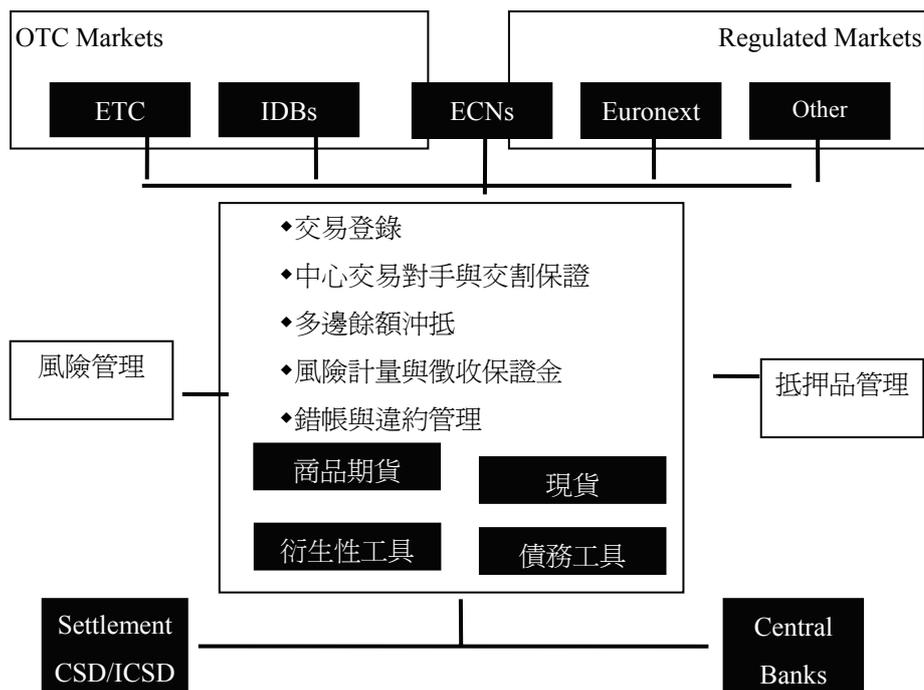
CLEARNET SBF SA 原為法國交易所 Paris Bourse SBF SA 百分之百成立之子公司，現為 EURONEXT 的子公司。於 2001 年 6 月起 EUROCLEAR 國際證券清算交割機構決定認股 20%，並已於 2001 年 7 月起在 EURONEXT 掛牌上市。

### 4、成立法源：

CLEARNET SBF SA：1996 年透過現代化財務服務法（the Financial Services Modernization Act）的修訂，賦予結算機構正式之法律地位，並由主管機關 CMF 授權將 CLEARNET 的法律主體定位為銀行，受法國中央銀行的監督。

### 5、業務項目：

CLEARNET SBF SA 為櫃檯買賣、交易所買賣、衍生性商品交易買賣做結算之工作。EURONEXT 是全球第一個將三個國家—法、荷、比—交易所合而為一的泛歐交易所，而 CLEARNET 則是在 EURONEXT 現貨及衍生性商品市場所有交易之唯一中心交易對手（Central counterparty），並提供交割保證，故 CLEARNET 也因此成為第一個跨國且跨現貨及衍生性商品市場的結算所，其所使用的結算系統 Clearing21 是目前世界上唯一可跨現貨與衍生性商品結算之系統，並採取開放式系統架構，可與不同市場會員的原有後台作業系統相容。EURONEXT 巴黎現貨市場在二〇〇二年二月二十二日成功啟用 CLEARNET 結算公司的 Clearing 21 結算系統，比利時的市場在二〇〇二年三月八日亦成功啟用 Clearing 21 結算系統，同時 CLEARNET 亦將於二〇〇二年十月廿五日在阿姆斯特丹的現貨市場啟用該結算系統。這是 EURONEXT 成功啟用單一交易平台作業後，邁向完成結算系統之統合，未來 Clearing 21 結算系統將逐步推行到 EURONEXT 位於比利時、阿姆斯特丹、巴黎及里斯本的現貨及衍生性市場。為能循序漸進將三個市場之管理架構合而為一，將 2001 年 2 月 1 日至 2002 年 12 月 31 日定為過渡期，並訂定過渡階段之管理架構。CLEARNET 的服務內容與市場範圍如下圖。



## 6、結算標的：

Clearing21 系統結算 EURONEXT 現貨、衍生性商品交易所及 OTC 市場之交易標的，包括：

- a). 股票
- b). 債券
- c). 認購權證 (Warrants)，可轉換債券 (Convertible bonds)，認購權 (Subscription rights)
- d). 股票及指數之衍生性商品
- e). 利率衍生性商品
- f). 商品期貨

## 二、結算參與者

## 1、種類功能

就其辦理結算之市場來說，結算會員可以分為現貨市場結算會員與衍生性商品市場結算會員。在這兩種結算會員中，又以衍生性商品市場結算會員的風險係數較高。每一市場中又分兩種結算會員，分類如下：

### (1)個別結算會員（Individual clearing member, ICM）

個別結算會員只針對該會員本身執行的交易進行結算，該會員之交易者身份可能是交易會員（trading member）或政府債券交易的參與者。

### (2)一般結算會員（General clearing member, GCM）

一般結算會員可對該會員本身或其他交易會員執行之交易進行結算。

一般結算會員的違約，對市場的衝擊通常會比個別結算會員的違約來得大。因為一般結算會員的違約，都會牽涉到其下所有的客戶及選擇由其結算之經紀商與自營商會員。

目前 CLEARNET 共有 215 個會員，各市場的結算會員數如下：

- 巴黎交易所：30 位結算會員
- 新市場（New Market）：31 位結算會員
- MATIF：71 位結算會員
- MONEP：55 位結算會員
- OTC 市場：28 位結算會員

## 2、資格條件

CLEARNET 對結算會員的要求，可從資本、監督與品質三方面來說明：

資本要求（Net equity capital）：旨在保證結算會員有足夠的財力做後盾，資本包括核心資本與補充資本。結算會員資本低於所需金額之下，及不符合 CLEARNET 之規章，也會被 CLEARNET 宣佈為違約。資本之要求當然會因會員種類之不同而不同，結算會員淨資本（Net equity capital）及信用評等條件如下：

單位：歐元

市場別	個別結算會員 (ICM)	一般結算會員 (GCM)
EURONEXT 市場	資本額至少 1000 萬	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 資本額至少 2500 萬，並可為 9 位交易會員結算</li> <li>• 資本額至少 3000 萬，並可為 10-14 位交易會員結算</li> <li>• 資本額至少 3375 萬，並可為 15-19 位交易會員結算</li> <li>• 資本額至少 3750 萬，並可為 20(含)位以上交易會員結算</li> </ul>
	或資本額 500 萬+500 萬信用狀 (letter of credit)	或資本額 1500 萬+不同結算等級要求之信用狀數額
CLEARNET designated gateways (鉅額債券市場結算)	資本額 3000 萬+信用評等 A 級	資本額 1 億 5000 萬+信用評等 A 級
	例外情形： 一 資本額 3000 萬+信用評等 BBB 級 一 資本額 750 萬+信用評等 A 級 以上二者均須增繳 20%保證金 (Initial Margin requirement)	
商品契約 (commodities contracts)	資本額 190 萬	資本額 190 萬+375 萬*N “N”為替其他 Commodity dealer 結算之 dealer 數

### (2) 監理要求 (Supervision requirement)

由於 EURONEXT 係由三個國家交易所組成，CLEARNET 對會員監理條件，亦要求各結算會員應受所屬國之銀行監督機關 (national banking authority) 管理。

### (3) 品質要求 (quality requirement)

結算會員有責任去控管其客戶信用情形以減低交易對手風險，故 CLEARNET 要求結算會員應建置其風險控管模型、系統與程序，而此風險管理系統須依會員種類符合相關之風險管理品質要求條件。

### 三、結算交割流程

#### 1、對帳作業：

EUROCLEAR FRANCE 除了提供集中保管之服務外，尚提供帳簿劃撥與交割。由於 1984 年實施證券全面無實體化 (Dematerialization)，因此簡化了作業流程，增進了作業速率，進而使得交易更加安全。到了 1990 年款券兩訖 (DVP) 的交割系統 Relit 正式啟用，使得法國的交割系統能符合國際安全標準。由於 Relit 系統具高效率與多功能，使得 EUROCLEAR FRANCE 能提供給投資者更多樣化的服務。

EUROCLEAR FRANCE 有一套電子交易確認系統(PACT)，PACT 與 Oasys global 連結。所以 PACT 系統提供使用者透過連結與其他電子交易確認系統 (如 TRAX, Sequal, etc.) 交換資料。PACT 系統能幫助其參加人準備給 EUROCLEAR FRANCE 的結算資料。

在交易資料進入 EUROCLEAR FRANCE 系統之前，所有的交易均會透過撮合或特別的調整子系統來做撮合或調整。以下分別就 ISB、SBI、SLAB 子系統做簡單說明。

#### (1)ISB (經紀人之間)

此為巴黎證券交易所管理的子系統，可調整經紀人間在巴黎證券交易所之交易和餘額部位。

#### (2)SBI (經紀人和銀行之間)

此為 EUROCLEAR FRANCE 所管理的子系統，可調整經紀人和銀行間在巴黎證券交易所的交易。

#### (3)SLAB (雙方同意)

此為 EUROCLEAR FRANCE 所管理的子系統，可調整非於巴黎證券交易所的交

易。其交割以 Relit 和 RGV 兩系統為主。

## 2、沖抵方式：

款券採多邊沖抵。CLEARNET 提供會員相當高的沖抵比率（netting ratios）——高達 95%之效率。

## 3、交割時點：

(1)法國交易所的交易證券是採 T+3 的循環性交割。

(2)非交易所交易的交割日可由 T 到 T+100 日不等。

## 4、款券交付方式：

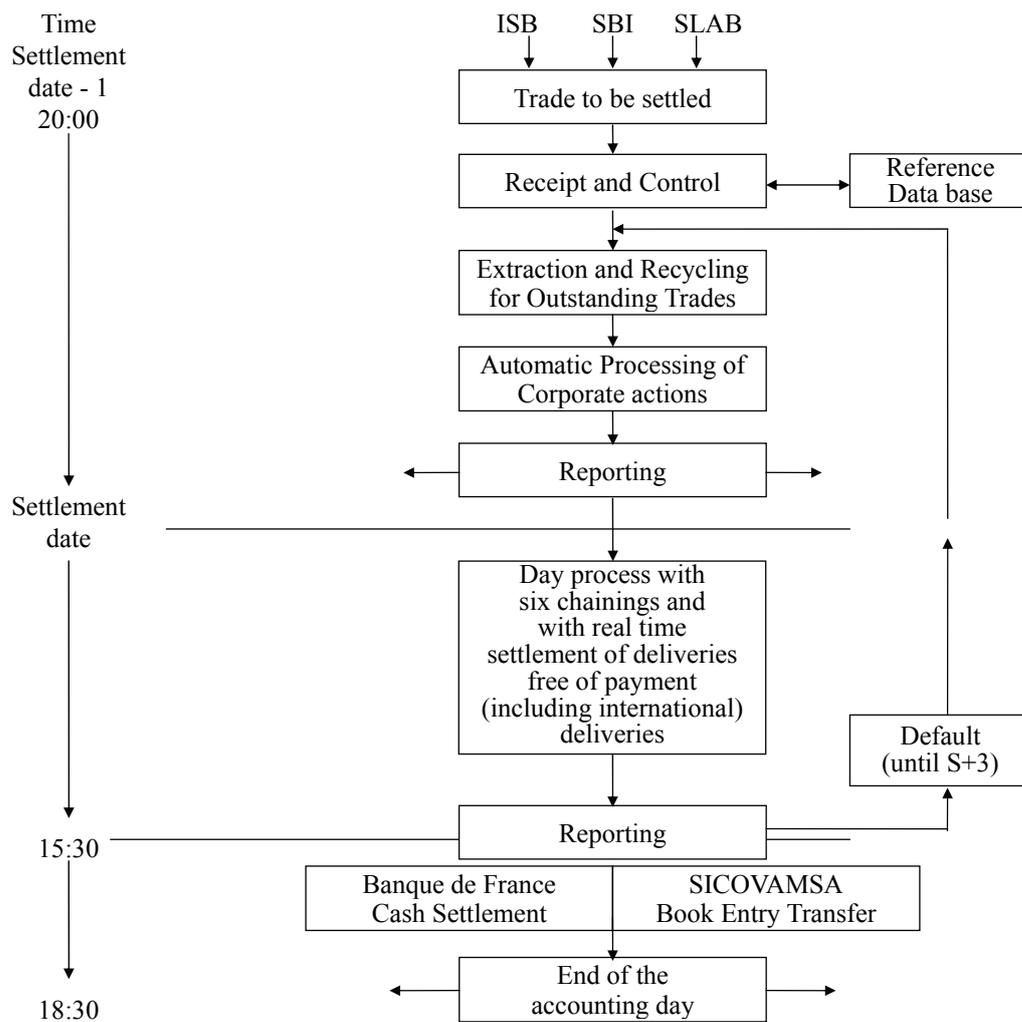
(1)券之交易餘額由法國證券交易所通知清算機構，採餘額交割。

(2)款項之交割由清算機構透過法國銀行帳戶完成。

### (3)Relit 系統

有價證券買賣經證券交易所撮合成交之後(或調整之後)，將交易資料傳送至 Relit 系統，採款券兩訖（DVP）方式辦理交割，非於證券交易所交易之有價證券，亦可採用 Relit 系統辦理交割。

Relit 交割流程如下：



### 5、錯帳處理

交易在 confirmation 之前均可將此交易 reverse，當 confirmation 之後就必須完成交割義務。

### 6、借券

法國 EUROCLEAR FRANCE 之系統有自動借券之功能，當發現有款券不足情事時，系統會自動出借款、券，使交割能順利完成。

### 7、保證金與擔保品之收取

為確保 CLEARNET 能有足夠的資源支應在清算違約會員之部位後所可能發生的任何損失，CLEARNET 不僅對衍生性商品收取保證金，也對於交割週期內之現貨商品收取保證金。

CLEARNET 使用國際公認的保證金制度 SPAN(Standard Portfolio Analysis System) 計算保證金。SPAN 是一套建立在風險基礎上的系統，以推定的理論價格為基準，預測在某一信心程度下，隔日結算會員所可能遭遇的最大損失。並以此一損失金額，做為結算會員繳納保證金之依據。SPAN 可供 CLEARNET 計算、追蹤及管理結算會員的部位組合之風險。

CLEARNET 會做定期的統計分析，以確保輸入的保證金參數既實際又符合當時的市場狀況，以便在違約時，足以因應可能的重置成本。保證金之繳納除了以現金方式之外，CLEARNET 也接受以股票、公司債、利率產品與貨幣四種金融商品作為擔保品抵押部分或全部保證金。至於其折抵率則視其所在之流動性層級、評級及匯率風險而定。在 CLEARNET 規章內有一條通則，允許 CLEARNET 在任何時候及基於任何理由，拒絕或接受特定股票作為擔保品。

#### 四、違約交割之處理

##### 1、違約處理程序

當發生違約時，法國結算機構 CLEARNET SBF SA 將會扣押違約會員的保證金及擔保品，當此保證金及擔保品不足時，CLEARNET SBF SA 將動用自有資金。如不足，再動用交易所提供之援助。當參與者違約交割時，除了在契約上或主管機關方面定有明確罰則外，CLEARNET 會逐日結算損益或以市價來結束部位。為了降低會員違約的可能性，CLEARNET 對其會員訂定了嚴格的會員規範及財務條件。各種結算會員皆有其最低資本額與評等要求，所有會員的最低資本必須有 750 萬歐元，有些市場的結算會員甚至須達到 1 億 5 千萬歐元。

##### 2、交割保證

CLEARNET SBF SA 負責交易之結算，成為買賣方之中心交易對手，負責交割之保證。提供作為交割保證之工具包括共同結算基金 (mutual clearing-fund)、保險、CLEARNET 資本額、母公司之保證。其共同結算基金與保險均自 2001 年 2 月 1

日起開始建置，基金將配合結算會員財務條件之變更採分段建置實施。

目前提供保證之資本額與保險金額如下：

CLEARNET SA	EUR	130million
Paris Bourse additional guarantee		190million
Insurance		<u>150million</u>
合計	EUR	470million

其中保險由信評 AAA 等級之 Chubb 保險公司承保為期三年之市場違約保險。承保因為交易對手在 90 天期內違約所造成之超過 2 億 8000 萬歐元之損失部份，最高理賠額可以達到 1 億 5000 萬歐元。

### 3、交割結算基金計繳方式、動用原則及回補程序

結算交割基金為共同責任制之性質，用來保障 EURONEXT regulated market 之現貨與衍生性商品交割風險。結算交割基金主要是保障因為劇烈的市場波動，而 CLEARNET 收取保證金沒有擔保到的損失之風險，也就是”未擔保之風險”(uncovered risk)。

CLEARNET 認為結算交割基金既屬於保證交割機制之一環，結算交割基金應由三個市場之結算會員共同擔負，並保障 CLEARNET 能達成其身為此三市場集中交割對手之任務。結算交割基金依各會員交易標的及承擔風險情形為基礎，計算各會員應繳數額，而基金的總額則訂為在市場鉅幅波動下，CLEARNET 最大的結算會員所承擔之"uncovered risk"金額(即無法被保證金所 COVER 的風險值)。當基金一旦被動用，會員須在 CLEARNET 通知回補時，補足金額至原繳存水準。結算會員違約時，其造成的總損失，首先會用該違約之結算會員的個別保證金擔保，其次再用該違約之結算會員所參與之共同結算基金中其個別繳交之部份擔保，最後才用該共同結算基金中，其他結算會員繳交之部份擔保。若仍不足，則動用保險、其權益資本與 Euronext N.V.提供的母公司保證來擔保該額外損失。

CLEARNET 只有在違約造成的總損失以及結算會員的個別保證金與共同結算基金總計，均超過保險自付額時，才可以動用保險理賠。此外，同結算基金的規模是依據最高的「未擔保之風險」來決定，所以在發生違約時，CLEARNET 就不

太可能會動用到其權益資本或其母公司保證。

## 貳、集中保管

### 一、集中保管機構概況

#### 1、組織型態

SICOVAM SA 於 1949 年由法國法律賦予成為一合法的集中保管帳簿劃撥交割機構，屬法人公司型態；2001 年元月 10 日 SICOVAM 與 Euroclear 銀行合併，而 SICOVAM SA 則改名為 EUROCLEAR FRANCE，正式成為 Euroclear 集團的一份子，亦為 Euroclear 集團的百分之百子公司。員工人數約 356 人，外加 86 位外部員工（1999）。

#### 2、資本額

EUROCLEAR FRANCE 之股本為 \$US9.85million。

#### 3、股東成員

原 SICOVAM 股東為中央銀行(the Banque de France)，信貸機構(the credit institutions)，巴黎交易所(The Societe des Bourses Francaises，簡稱 SBF)，發行人代表(the issuer representatives)，及 the Caisse des Dépôts et Consignations 等，經與 Euroclear 合併後，原 SICOVAM 股東則佔 Euroclear Clearance System Public Limited Company 的 16.6%股權。

#### 4、成立法源

由財經部 (the Ministry of Economy and Finance) 和 Conseil des Marches Financiers (CMF) 立法設立。

#### 5、業務項目

- a). 電腦帳簿劃撥管理。

- b). 交易之交割。
- c). 有價證券資料庫。
- d). 股務事項之公布 (Corporate actions)。
- e). 附條件買回服務。
- f). 辦理配發股利、配息及債券贖回。
- g). 處理 primary and grey market -closing。
- h). 跨國結算交割及有價證券保管。
- i). 法國有價證券之編碼。
- j). 有關無記名股票及股東確認程序。
- k). 登錄股票轉帳等資訊之集中管理，及傳送股東之異動紀錄予發行人。
- l). 有價證券借貸之登錄。
- m). 即時總額交割系統 RGV 系統提供下列服務：
- n). 自動借貸功能。
- o). 附屬擔保品。
- p). 線上配對(matching)。
- q). 自 2000 年 6 月起增加共同基金之處理。
- r). 不可取消之交割每小時直接與法國銀行(TBF)之及時總額交割系統連結。
- s). 2000 年 5 月起亦可透過 SWIFT 網路與 SICOVAM SA 之不可取消交割系統連線。

## 二、參加人結構

### 1、種類功能

EUROCLEAR FRANCE 對三類參加人提供服務：

(1)會員：會員資格需通過技能測試 (technical test)。

(2)有價證券發行者：此類參加人可在 EUROCLEAR FRANCE 開立一僅供登錄證券（registered securities）交易流通的帳戶。

(3)國外結算/保管機構：所有與 EUROCLEAR FRANCE 往來有關之國外結算／保管機構均訂有特別約定程序，互為參加人。

綜上其合格之參加人有：交易所、中央銀行、各銀行、經紀業、信託公司、共同基金公司和外國結算/保管機構，共約 600 個參加人（1999 年）。

## 2、資格條件

(1)法國中央銀行

(2)金融中介機構

(3)結算機構

(4)發行人

(5)在歐洲註冊之投資機構（financial intermediaries with the “European passport” as defined by the investment service directive）

## 三、保管作業

### 1、保管標的及其發行方式

法國有價證券係採無實體發行，強迫集保，對於全國有價證券(股票、國內和歐洲基金、國庫券、商業本票、定期存單、中期票券等)以及國外有價證券，無論其是否在巴黎交易所上市，EUROCLEAR FRANCE 均扮演著集中保管機構的角色。

有價證券之發行方式分為無記名式證券（Bearer securities）及登錄式證券（Registered securities）。

#### (1)無記名式證券

無記名式證券制度原係持有實體證券者即為證券之實質股東，自 1984 年實施全面無實體發行後，無記名證券亦轉為無實體形式，由 EUROCLEAR FRANCE 辦

理帳簿劃撥。發行公司若於章程中寫明可由股東決定將股份轉為登錄式時，此種由無記名轉登錄形式者，則稱為“臨時登錄股份”。

因“臨時登錄股份”之買賣及帳簿劃撥，與同種類之無記名式股東相同，故須在賣出前將已登錄股份轉回成為無記名式。目前 90%之已上市證券為無記名式發行。

## (2)登錄式證券

發行公司若採登錄式發行證券，則該證券稱為“強制登錄股票”。

未上市證券除符合減免賦稅規定者得採無記名式發行，否則強制採取登錄形式證券發行。

## 2、保管方式

採無實體發行帳簿劃撥架構。

3、送存、領回作業：因採無實體發行，故無送存、領回作業。

4、瑕疵或偽造股票之處理：因採無實體發行，故無瑕疵或偽造股票之處理作業。

5、金庫管理：因法國已全面採無實體發行，故 EUROCLEAR FRANCE 金庫僅保管少數外國發行之有價證券實體（多數外國股票仍存放原始發行國）。

## 四、帳簿劃撥作業

### 1、制度架構

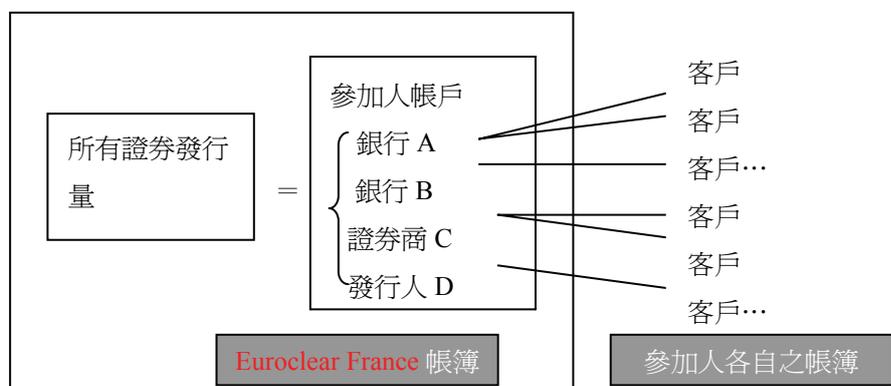
採兩段式法律架構，說明如下：

(1) EUROCLEAR FRANCE 帳簿：EUROCLEAR FRANCE 確認證券發行量與其參加人總計部位平衡；此外，EUROCLEAR FRANCE 對其所有會員及金融中介

機構具有稽核的功能。EUROCLEAR FRANCE 帳簿與證券發行種類之關係如下表。

發行方式	EUROCLEAR FRANCE 帳戶之持有人 (account keeper)	說明
登錄式證券 (包括“臨時登錄股份”)	發行人 (或其股務代理) — 限該種發行證券	股東基於存放在發行人之集保帳戶無須繳交費用而為之，但其賣出仍須委託經紀商，再由發行人帳簿轉出。此一形式稱為 pure registered form。
	經「財經部」核可之中介機構	任一經核可之中介機構均可成為股東之委託人處理其證券交易。此種登錄形式僅在發行人之證券所有人名冊中以股東戶號方式記載稱之為 administered registered form。
無記名式證券	經「財經部」核可之中介機構	

(1) 參加人帳簿：對每一參加人之簿記係建立在每一證券的發行和個別客戶的基礎上；參加人必須遵循財經部對 EUROCLEAR FRANCE 所核准的各項原則辦理帳簿劃撥作業。帳簿結構示意如下：



2、結算交割帳簿劃撥流程：結算交割流程詳本文。

3、其他帳簿劃撥相關作業

EUROCLEAR FRANCE 至 1999 年止已與 23 個外國保管機構 (集中保管機構或保管銀行) 簽訂 International links 之協議。這些跨國間的連繫主要是為了股票交割及股務等相關作業，但基於 ECSDA (歐洲集保協會) 所訂之標準，因應貨幣

市場的運作，亦就固定收益證券（fixed-income securities）建立起新的連繫。主要服務如下：

(1) 跨國交割指令（free of payment）

參加人可透過電腦連線，電報、傳真或 SWIFT 網路，傳遞 International Delivery Order Form。

(2) 參與增資、減資相關作業

(3) 股利分配

(4) 代表參加股東會

(5) 為部分股票在外國市場流通之需要，發行代表「無實體證券」之代表憑證

## 五、股務作業

1、是否具擬制人身份

EUROCLEAR FRANCE 並無擬制人的身份。

2、服務項目

(1) 將發行公司股務事項（Corporation Actions）通知參加人。

(2) 代表參加人處理相關股務事項，如 capital increase、amortization、interest and dividend payments、assimilations、swaps 等。

其中債息與股利的發放，係由 EUROCLEAR FRANCE 代發行人之 paying agent 計算各參加人應受配金額，並由 EUROCLEAR FRANCE 提供分配明細資料及下達匯款指示給法國央行，自 paying agent 現金帳戶撥轉至各參加人現金帳戶。

(3) 提供予發行公司股票持有人名冊

— 以登錄式發行的股票，EUROCLEAR FRANCE 透過自動化的作業流程，將金融中介機構及證券商所通知的持有人異動情形與證券買賣交易記錄核對相符後，將此持有人異動之名冊通知發行公司辦理股權登錄。

—以無記名式發行之股票，若發行人在其公司章程寫明選擇“臨時登錄股份”形式者，發行人可透過 EUROCLEAR FRANCE 提供的 TPI 服務，以付費方式要求股東名冊（包括姓名、地址、股份），EUROCLEAR FRANCE 則彙整保管機構提供之名冊予發行人，並對提供此資訊之來源（保管機構）予以保密。

### 3、股東權利行使方式

- (1) 登錄式股東由發行公司直接通知股東行使股東權利。
- (2) EUROCLEAR FRANCE 代跨國證券權利人參加股東會。

## 第三節、縮短結算交割期為全球趨勢<sup>3</sup>

世界各國為降低結算交割風險，改善結算交割作業環境，以建構安全、便捷、有效率之結算交割制度，推動縮短交割期之實施，就交易市場而言，又以中國大陸新《證券法》規定的 T+0 最為積極，美國對縮短交割期至 T+1 日之推動次之。中國大陸自 2006 年初開始實施新修訂《證券法》，其中提供中國大陸推動 T+0 制度的法源基礎。其次，美國於 1995 年將其結算交割期由 T+5 日調整為 T+3 日，並於 1998 年由美國證券管理委員會主席提出縮短交割期為 T+1 日。我國證券交易市場不但要推動縮短交割期至 T+1 日甚至 T+0，也要進一步推動縮短發行市場之清算交割期。

無論是發行市場或交易市場，縮短交割期制度之推動旨在降低證券交易市場之相關風險，提昇市場運作效能，進而建立跨市場之結算交割作業標準，強化跨國交易功能，對我國證券市場加強國際化具重大意義。縮短交割期因交割週期之縮短，除可降低市場違約交割風險外，在落實款券兩訖之交割模式，亦可減少市場

---

<sup>3</sup> 本節的內容主要整理自台灣集保結算所之「[縮短結算交割期之探討](#)」，台灣集中保管結算所，民國 91 年 12 月。」，其中並且依照需要加上相關討論。

信用風險。在結算交割作業流程中，經由直通式處理之作業環境建置，及強化集中交易對手之風險控管機制，有關調帳、對帳確認、款券收付及資訊傳遞等相關作業，達到效率化、自動化、標準化及網路連結之目標，以為縮短交割期作業之基石。

最早提出縮短交割期之建議者，係於 1989 年由 G-30 集團（Group 30）針對國際證券市場提出九點建議，建議各國應於 T+3 日完成結算交割作業，國際證券管理委員會（International Organization Of Securities Commissions；IOSCO）及國際結算銀行（Bank for International Settlements；BIS）復於 2001 年初，提出十八項有關有價證券結算交割建議，對縮短交割期亦提出建議，其他如國際證券服務協會（International Securities Service Association；ISSA）及亞洲集保協會（Asia-Pacific Central Securities Depository Group；ACG）亦建議各國應強化結算交割之風險控管及縮短交割期至 T+1 日。

美國對於縮短結算交割期的態度最為積極，美國證管會主席於 1998 年率先提出 T+1 日交割期之構想，美國證券保管機構（Depository Trust and Clearing Corporation；DTCC）為呼應此一作業制度之變動，於 2001 年發表縮短交割期（T+1 日制度）白皮書，提出結算交割制度新模式，美國證券市場同時配合建立直通式處理環境，並重新檢討結算交割制度及作業流程。美國對 T+1 日交割期制度之推動，由美國證券業協會（Securities Industry Association；SIA）設立 T+1 日推動委員會負責規劃推行。推動委員會提出十項建構方向，包括修改內部流程以配合壓縮後之結算交割作業時點、加速交易完成後之資料傳送時間、修正結算機構保證金流程、以鎖定交易方式進行交易以即時傳送交易資料、重新改寫連續淨額交割（Continuous Netting Settlement；CNS）系統、以其他付款方式替代支票付款、有價證券不移動化、修訂初次公開發行程序、開發共用之配對系統及可連結商品之平台及訊息標準化等。DTCC 配合 T+1 日交割期之推動，亦提出五大建

議，包括成交資訊的取得、改善法人機構之後台交割作業、調整交割作業、風險管理機制的調整及強化及相關電腦技術之建置等，DTCC 另配合建置一套新資料登錄管理系統，提供參加人單一、集中處理之交割作業系統，美國預計於 2005 年實施 T+1 日交割期制度。其他國家對推動 T+1 日交割期亦不遺餘力，如韓國及日本分別預計於 2004 年及 2006 年實施。

歐洲的 Euroclear 與 Clearstream 的制度中，發行市場可以款券同步結算交割，向發行公司支付款項的同時，同步向認購投資者劃撥證券。也屬最有效率的作業程序。

## 壹、縮短結算交割期之背景

### 一、1989 年 G-30 集團之建議

證券市場若要有效率的健全運作，就必須要有一套健全的結算交割系統，早在 1989 年，G-30 集團（Group 30）針對國際證券市場提出九點建議，建議各國於 1992 年底前，應採行成交確認機制、交易沖抵制度、款券兩訖（DVP）制度、T+3 日完成結算交割、與國際共通訊息標準等，並應設置集中保管機構，以建構全球共通的結算交割機制。此等建議，對各國證券市場的結算交割制度產生重要的影響，美國集中保管機構 DTC 亦配合 G-30 集團之建議，於 1995 年亦把美國證券市場之結算交割期由 T+5 日調整為 T+3 日。由於各國結算交割制度並不盡相同，雖然未完全遵照 G-30 的時程與要求完成改善，但是各國多半仍遵照 G-30 的建議進行改善，至今多數國家業已符合結算交割期調整為 T+3 日之要求。世界主要證券市場交割期概況表如表一。

表一 主要證券市場交割週期概況表

國家別	中國大陸 (A 股)	德國	臺灣	香港	韓國	墨西哥	美國	日本
結算交割週期	T+1	T+2	T+2	T+2	T+2	T+2	T+3	T+3
國家別	英國	法國	荷蘭	比利時	加拿大	瑞士	西班牙	澳洲
結算交割週期	T+3	T+3	T+3	T+3	T+3	T+3	T+3	T+3
國家別	瑞典	芬蘭	巴西	新加坡	丹麥	義大利	馬來西亞	南非
結算交割週期	T+3	T+3	T+3	T+3	T+3	T+5	T+5	T+7

## 二、國際性證券相關機構之建議

全球資本市場為進一步減少結算機構暴露之時間風險，並強化交易後結算作業，以及應付資本市場與日俱增之交易量，國際證券管理委員會（IOSCO）與國際清算銀行（Bank for International Settlements；BIS）之結算系統付款委員會（Committee on Payment and Settlement Systems；CPSS）共組專案小組，於 2001 年初，針對國際結算交割議題，提出「有價證券結算交割建議」（CPSS/IOSCO Recommendations for the Securities Settlement System）十八項建議事項供各國參採。其係延續 1989 年 G-30 之建議事項，進一步因應當前金融環境所提出之建議，其中亦針對結算交割之風險控管及縮短交割期提出建議。其他國際性證券相關機構，如國際證券服務協會（ISSA）及亞洲集保協會（ACG）等亦均建議各國強化結算交割之風險控管及縮短交割期至 T+1 日，並落實款券兩訖（DVP）交割作業模式，以提升跨市場及跨國交易之交割安全，最終係希望透過縮短交割期限以應付未來可能發生的市場風險。

### 三、美國證券市場結算交割之興革

美國證管會（Securities and Exchange Commission；SEC）為因應證券市場成交量增加之趨勢，並降低跨國性交易結算風險及整合各類金融商品之結算交割期，證管會主席 Arthur Levitt 率先於 1998 年提出縮短結算交割期為 T+1 之構想。而目前國際間仍以美國推動 T+1 最為積極，主要是因為近幾年來，以美國為首的高科技產業蓬勃發展，全球跨國交易盛行，投資人相繼尋求跨國的投資機會。同時由於電腦科技快速發展致使通訊成本降低，全球各交易所面臨跨國交易的全新挑戰，美國之證券市場為提升其全球運籌帷幄之競爭能力，美國那斯達克交易所（National Association of Securities Dealers Automated Quotation Stock Market；Nasdaq）除與日本、加拿大、英國、德國等各主要市場陸續洽談跨國交易所間之策略聯盟等合作事宜外，Nasdaq 並連同 DTCC 與歐、亞地區之結算保管機構，從事結算交割保管作業之跨國策略合作，期望整合歐、亞、美之結算交割保管作業。而美國證券市場視縮短交割期之推動，不僅只是壓縮結算交割作業時點，更是整個結算交割制度、作業流程的改善與相關電腦環境的更新，其目標是藉由 T+1 交割期的改變，能真正帶來最有效率且低風險的結算交割作業環境，俾吸引全球資金投入其市場。

### 四、各國縮短結算交割週期之分析

日本證券業協會（Japan Securities Dealers Association）於 1999 年號召業界成立證券結算交割制度改革會（Committee for Reform of the Securities Clearing and Settlement System），針對 T+1、STP、DVP 等改善結算交割流程之議題進行研討，期能徹底且全面的改善日本證券市場的基礎設施，進而改善日本長期不振的經濟情況，其計畫預定於 2006 年完成。

世界各國亦順應國際潮流，積極規劃完善的結算交割環境，期望於未來幾年內能達到縮短結算交割期之目標，並與國際市場有效接軌，目前積極推動者除美國

外，尚包括加拿大、日本、新加坡、韓國、香港、大陸 B 股等，此外亦有許多國家雖因法令與現行作業限制暫無推動計畫，但仍對 T+1 之議題給予相當高度之關切，至於目前各國推動 T+1 計畫完成時間大多以美國市場目前宣告的 2005 年為主。

因此世界各國不僅朝向發展有效率的證券市場，建構安全與便捷之有效率結算交割與集中保管制度及配合縮短結算交割期等相關機制，統合國際證券市場結算交割制度之標準，俾利跨國證券交易之順利運作及強化款券之資金運用效能。

## 貳、縮短結算交割期必要性之分析

目前全球之結算交割系統已從實體款券交割制度朝向無實體款券帳簿劃撥交割制度<sup>4</sup>，縮短結算交割週期至 T+1 日，可說是當前提昇結算交割效率，降低交割風險與作業成本之重要措施之一。縮短結算交割週期之優點包括：降低結算參與者作業成本、降低結算參與者交割風險、提高整體證券市場作業效率、應付與日俱增的交易量、迎合跨國交易的需要及符合國際證券市場之結算交割趨勢與規範。尤其資本市場在資金無國界之趨動下，當市場波動愈來愈大時、跨國交易日趨盛行及交易對手因跨國交易日趨多元化，藉由縮短交易日與交割日之時間差，以降低風險，實屬必要措施之一。

全球各國證券市場，目前均致力於縮短交割週期，並建立跨市場交割作業標準，強化跨國交易與結算交割之功能，以因應國際化的發展趨勢。我國宜就縮短結算交割週期至 T+1 日之交割制度，即早尋求證券業界及相關週邊機構共識，並作好規劃，為我國證券集中市場自由化與國際化預作準備。以下僅就發行市場有關縮短結算交割週期之必要性加以說明：

---

<sup>4</sup>目前台灣尚未完全採用無實體交割制度，今年七月始，所有新上市股票必須採無實體交易。

## 一、縮短清算交割期可有效提升市場效率

證券市場之主要風險有三，亦即信用風險、流動性風險及系統性風險，分述如下：

### (一)、信用風險

信用風險係指市場交易之相對人未於期限前或期限後完成其應盡義務之風險。又可分為兩種情況：替代成本風險（又稱為結算交割前風險）（Pre-Settlement Risk），指因市場交易無法完成交割，以致成交日到交割日間因價格之變動，而造成參加人未實現利益的損失。結算交割風險又稱為本金風險（Principal Risk），係指由於款券交付時間的不一致，導致賣方給付證券但卻拿不到價款；或買方付出價款卻無法收到證券，而可能使所有的成本遭受到損失。

就發行市場而言，替代成本風險及結算交割風險均可能產生。因此，在引用 Euroclear 及 Clearstream 制度時，均建議發行日與結算交割日最好同一天，且以發行日作為主訂價基準日。同時，在發行市場中的結算交割程序中，為了強化效率，台灣應當指定類似中央銀行或其他銀行提供信用保證功能。台灣在這方面仍然存在部分信用風險，本研究將於研究內容詳細說明並分析之。

### (二)、流動性風險

流動性風險係指市場參加人暫時性無法完成款券交割，但可在未來完成款券交割。不過，此種暫時性的無法履行交割義務，卻導致其本身或其他市場參加人必須經由借貸款券或因出售資產而遭致損失之風險。

在發行市場中，端視包銷(firm commitment contract)或承銷(best effort contract)制度決定。若該新上市的契約採用包銷契約方式，證券承銷商將承包所有新上市股票，承銷商與承購股票的投資者間，只要結算交割作業程序適當，認購投資者產生流動性風險的機會較低。若該新上市承銷採用承銷代銷方式，則款券劃撥程序

較為繁複，可能產生流動風險的機率較高。其詳細內容將於本研究計劃內容中詳細討論之。

### **(三)、系統性風險**

系統性風險則是指市場某參加人未履行交割義務而導致市場其他參加人無法履行交割義務或受損失之風險。其可能因此引發連續性的骨牌效應，而拖垮整個結算交割系統，甚至引起金融風暴。

就發行市場而言，為了防範系統性風險的發生，在結算交割過程中必須設計信用擔保公司，在最高效率的款券劃撥系統下，信用擔保公司擔任信用系統性風險的擔保任務。在 Euroclear 及 Clearstream 系統中，美國紐約的摩根擔保銀行擔任信用擔保角色，確保系統化風險可以降至零。

無論是證券交易市場或發行市場，只要能夠縮短交割期，未交割部位因此降低，承銷股票的訂價不會受到過長交割所產生的價值損失風險，且在信用擔保公司的擔保下，將有助於整體證券市場之上述三項風險。

## **二、降低市場違約交割風險**

證券市場之流動性乃奠基於對結算交割系統之安全與有效率之運作，否則將可能導致流動性降低，甚至導致系統性風險。因此如何提昇結算交割系統效率及安全運作，避免發生違約交割而殃及其他交易人，乃成為近年來國際金融管制機構關切的重心。

無論是發行市場或交易市場均可能產生違約交割的可能性，為降低違約交割之風險，最直接有效的方法應為縮短結算交割期，在最有效率的交割條件下進行結算交割，將所有可能風險降至最低。就交易市場而言，因為現行 T+2 日交割就結

算機構而言，一旦發生證券商違約交割，則該證券商於 T 日、T+1 日與 T+2 日之應付交割款券，將於 T 日起連續三個營業日發生違約交割。若將交割週期縮短為 T+1 日，則即使證券商發生違約，其造成之損失將縮短為兩個營業日，對市場所產生的衝擊亦大幅降低。就證券商而言，客戶之違約交割風險，亦復如是，故而縮短結算交割週期將可減少違約交割之衝擊。

在發行市場的作業程序中，如 Euroclear 及 Clearstream 系統，若發行日、承銷股票訂價日、結算交割日能夠同步，包括發行日之前夜間完成交割或當日交割，均可以將交割風險降到最低的情形。

### 三、落實款券兩訖交割降低市場信用風險

1989 年 G-30 集團提出建議各國推動款券兩訖 (DVP)，也就是藉由款項支付系統及證券支付系統間的聯結，以達到款券兩訖，減少信用風險。根據 Thomas Murray CSD Guide 1999 針對 72 國之證券市場結算交割制度採行 DVP 調查統計分析，已有 57% 的證券市場採行款券兩訖 DVP 制度。目前我國投資人賣出之證券，必須於 T+1 日上午 12 時前交付證券商，投資人買進之證券，則於 T+2 日證券商與證交所完成交割代價收付後，由證券商撥入投資人證券集保帳戶，至於應收付款項，則於 T+2 日於其開立於銀行之款項帳戶，辦理收付。

至於證券商有應付證券者必須於 T+1 日向集保公司辦理證券之交割作業，有應收證券者，則於 T+2 日俟其向結算機構完成應付交割價款後，集保公司接獲結算機構通知，將應收證券撥入其劃撥待交割帳戶，有應付款項者，係於 T+2 日向結算機構支付，有應收款項時，於 T+2 日由結算機構撥入其款項結算專戶。款券之交割時點不一致且由不同機構辦理。雖然結算交割尚稱便利、效率，但似不符合落實款券兩訖 DVP 機制之精神。未來倘若推動 T+1 日交割後，則投資人應收、應付款、券，均會提前於 T+1 日完成，結算機構於 T+1 日採多批次款券

收付作業，縮短款券於交割系統內所留置的時間，大幅提昇投資人之證券及資金運作效率。

未來推動 T+1 日交割制度，證券商應付有價證券及買進價款，將於 T+1 日上午對結算機構完成交割，而結算機構亦於應收款券到位同時，即辦理應付款券之撥轉，以解決現行交割作業不在同一營業日完成之困擾，並配合款券之交割由相同機構辦理，以提昇國際市場對我國證券市場安全運作之信賴度，真正達到國際間定義之款券兩訖 DVP 機制，以減少市場信用風險。

從發行市場的角度觀之，若新上市股票的交割能夠如 Euroclear 及 Clearstream 系統中採用款券兩訖交割原則，則可達到有效降低發行市場信用風險的目的。所以，目前 Euroclear 及 Clearstream 系統主要採用 T+0 作為主要交割期的概念。我國亦應作適當調整，以達到款券同日交割付訖的結果。

#### **四、易與國際市場接軌**

有關縮短交割週期之變革，不僅將交割週期調整至 T+1 日，或類似 Euroclear 及 Clearstream 系統將發行市場的實際款券交割期訂為 T+0，是我國應當學習與調整的制度。其他與結算交割有關作業如調帳、對帳、確認、款券收付、資訊傳輸、風險控管、甚至於對市場管理的理念等，均秉持效率化（Efficiency）、自動化（Automation）、標準化（Standardization）與網路連結（Connectivity）之目標，符合國際市場發展趨勢，俾利國際證券市場之接軌，吸引外國資金進入證券市場。目前世界主要證券市場為改善其結算交割作業流程以縮短交割週期，均致力於直通式處理（STP）之建置，亦就是將從交易到結算的工作，透過所有參與機構間網路式的連結（Connectivity），依據國際間之規範標準訊息格式及所建構標準作業環境（Standardization），交由電腦自動處理，減少人工作業，提供有效率（Efficiency）的作業流程。以進一步縮短結算交割處理時間，及簡省作業流程

中之重複作業，並透過單一之集中結算保管機構，整合交易後之後檯作業及處理平臺，確實達到提昇作業效率及節省作業成本。面對我國加入 WTO 後，與國際市場競爭已在所難免，應及早規劃符合國際標準之結算交割環境，以因應未來跨國交易的需要，及有效控管證券系統的風險。

## 五、可強化結算交割風險控管

世界各國證券市場，其中包括 Euroclear 及 Clearstream 系統，盛行採用集中交易對手（CCP）機制來處理交易後之結算作業如前所述，集中交易對手提供買賣雙方沖抵結算部位之功能，增進市場款券運用效能，及降低使用者之成本，並降低市場之相關風險。而採用集中交易對手（CCP）機制之結算機構，係控管整體交易後交割過程之重要角色，其對整體市場風險控管之能力，對資本市場運作之安全與效率影響深遠。結算機構必須採用多元化之風險控管方式以因應市場之波動，進而提昇結算交割效率，增進市場款券運用效能。

依據 CPSS/IOSCO 之建議，扮演集中交易對手之結算機構，應儘可能應要求其結算參與者提供擔保品以保證公開部位（Open Positions）及未完成結算交割之部位，以避免市場風險。目前我國證券市場之結算交割制度並不採行徵收擔保品之制度，或者由銀行擔任發行或交易結算交割之信用擔保角色。依我國結算保管機制之運作方式而言，縮短結算交割週期，並且加強信用擔保功能，將可進一步降低結算機構所涉之風險，並減少不必要之違約事件，漸次達成強化國際相關機構建議強化集中交易對手之結算交割風險控管機制。

### 第三章、台灣與 Euroclear/Clearstream 之比較分析

本章主要比較台灣與 Euroclear/Clearstream 之間，與其新上市股票配售交割時程之相關法規與制度，俾供本章進一步討論如何縮短我國新上市股票之承銷配售作業之相關策略性建議。由於泛歐系統與台灣的配售制度，因此，其實，這項比較最好能夠同時考慮配售制度的比較，否則難以得到較佳結論。原則上，就時程而言，由於泛歐系統採用完全詢價制度，並且允許超額認購之綠鞋制度，詢價的主要對象來自專業機構投資者，所以，款券的確定程序較為簡易。反觀我國的制度，我國股市中，由於散戶投資者居多，為考慮散戶投資者的權益，採部分詢價部分公開申購制度，對於認購款項風險的確認反而讓配售中清算交割時程拉長<sup>5</sup>。

本章主要將比較分析台灣與泛歐制度之間的差異性，在新股承銷配售作業程序中，台灣與 Euroclear 及 Clearstream 系統間存在的基本差異性在於與收款信用風險的確認程序，可能這個程序係導致我國承銷配售時程過長，甚至產生無效率之現象。相對於 Euroclear 及 Clearstream 系統，泛歐洲的清算交割系統中，引進 Morgan Guarantee 作為信用擔保銀行，且配售對象以專業機構投資者為主，因此並無收取認購款項信用風險的問題，收取認購款信用風險完全由 Morgan Guarantee 專業承擔。其次，歐洲的清算交割系統的基本精神將發行日訂定為承銷訂價日之次一交易日，或 T+1 的清算交割期，因此可有效降低承銷價格的相關風險，其清算交割的效率亦顯著較高。第三，由於泛歐系統均採 T+1 制度進行清算交割，因此，無論是隔夜清算交割或發行日當日清算交割，等於在發行日

---

<sup>5</sup>按我國新上市股票的配售，主要採用餘額包銷制度，亦即若投資者透過部分詢價部分公開申購過程中存在未認購餘額，承銷商必須負責餘額包銷。而現金增資部分，我國的制度允許詢價圈購與按原股東的優先認購權的方式配售之。泛歐制度中，新上市股票承銷配售中，採用完全詢價方式，其中若超額認購的程度過高，亦允許採用綠鞋或超額認購制度。一般而言，綠鞋的超額認購額度以 15% 為準。其次，由於現金增資案件存在價格歷史，因此，泛歐體系中的現金增資採固定價格方式訂價，並且僅能採用代銷方式(best effort contract)，承銷商不得包銷(firm commitment contract)。，所以，泛歐與台灣的相關制度間，存在不同的基礎。

的開盤前款券的對沖劃撥均已完成，投資者已經可以在發行日當日進行交易，效率較佳。這種清算交割的效率性不但可降低市場的相關風險，更可以提升市場運作效率。在配套措施方面，例如，泛歐洲承銷制度中，新上市股票的配售可以採用包銷或代銷，但是現金增資股票，由於訂價與成交歷史存在價格之因素，必須採用代銷方式。所以，這些比較分析，將有助於下章建立策略性建議之基礎。

本章分為三節，第一節彙總 Euroclear 及 Clearstream 系統有關新上市股票之清算交割制度與時程。第二節則彙總台灣與新上市股票承銷配售相關的法規、制度、清算與交割時程等。第三節，則是台灣與 Euroclear/Clearstream 的比較分析。

## 第一節、Euroclear/Clearstream 新股配發程序

Clearstream 系統與 Euroclear Bank 兩個系統相互為用，為泛歐洲最大的結算機構，並且協助發行公司、承銷商、投資銀行、證券配銷機構配發新證券。因此，Clearstream 與 Euroclear Bank 就新證券發行的配售中，扮演重要的結算交割角色，在證券發行的相關作業中，這兩個機構幾乎可以接受任何型態有價證券發行承銷的結算交割。由於本研究計劃主要針對證券新股發行、現金增資發行的相關承銷配售日程效率化研究，無論是公司新股發行(Initial Public Offering)或現金增資(Secondary or Seasoned Public Offering)，在結算交割端均屬於款券對沖交易(against payment)的結算交割型態，本研究計劃亦僅將這部分的清算交割程序，包括日期予彙總，並不擬彙總其他證券的清算交割作業程序。亦即，就 Clearstream 及 Euroclear Bank 而言，這兩個機構負責新上市證券的保管、結算與交割工作，而這些證券的交割會與相對應的付款代理機構對沖，最後完成交割工作。

根據 Clearstream 及 Euroclear Bank 的相關作業程序，本研究計劃就是擬從 Clearstream 及 Euroclear Bank 在執行證券對沖的結算交割作業程序中，與台灣目前

的法規規定或實務作業程序比較，尋找最有效率的結算交割程序。在進行台灣相對應Clearstream及Euroclear Bank的日程比較分析前，我們首先必須瞭解台灣、Clearstream及Euroclear Bank的相關規定及作業程序。

## **壹、Clearstream 及 Euroclear Bank 新股結算交割程序**

### **一、Clearstream 及 Euroclear Bank 服務介紹**

從證券發行承銷角度觀之，Clearstream與Euroclear Bank的結算交割服務包括各種屬該國國內、國際權益證券發行的合法性評估、結算、股票向認購投資者配送等相關服務。然而，Clearstream與Euroclear Bank的服務不限於股票等權益證券，亦包括其他種類的金融商品，例如貨幣市場工具。且由於這兩個機構位處歐洲，所以，服務範圍的金融工具以歐洲發行與交易的相關金融工具為主，其中亦涉及部分國際的金融工具，例如：定存單、存託憑證、國庫券、短期及長期票券、商業本票、權益證券、公司債及公債、認股權證、權益連結證券、共同基金等，算是相關廣泛。無論是承銷商或代銷機構，若擬採用Clearstream及Euroclear Bank系統，則必須先加入其會員，如此才能使用該系統的相關服務。Clearstream與Euroclear Bank承諾，只要Clearstream與Euroclear Bank接受該金融工具，就會儘力協助相關中介機構，包括主辦承銷商、律師、發行代銷機構(issuing agent)完成所有承銷、分銷、清算等工作。

亦即，Clearstream與Euroclear Bank會協助中介機構重新評估該發行案件的整體狀況，提供作業面及法律面的各項協助工作，並作案件之整體性規劃，讓整個案件進行得更加順暢。同時，Clearstream與Euroclear Bank也會協助中介機構從事與新股承銷發行的書面工作，提供專家意見，這些新股承銷的書面工作包括下列：公開發行備忘錄(Offering Memorandum)、公開說明書(Prospectus)、代理機構契約的評估工作(Agency Agreement Bank)等。Clearstream與Euroclear Bank建議，主辦承

銷商在這兩個機構間未作最後的書面、法規等相關層面的確認前，最好不輕易向客戶作最後承諾，避免其他問題的發生，其中包括中介機構損傷聲譽的問題。

在新股承銷的過程中，Clearstream或Euroclear Bank的人員會取得主辦承銷商的授權，代表主辦承銷商向認購得投資者收取認購證券所需資金，為安全計，會將所有收取認購股票款項儲存在一個承銷團資金帳戶(syndication account)，承銷團資金帳戶的資金將會在結算日(closing date)當天，從承銷團資金帳戶匯至發行公司指定帳戶，承銷團資金帳戶在收取款項後，除非經過所有參與團體的同意，不得作任何動支，以防止資金的短缺或滋生其他任何問題。根據ICMA Rule 221，Clearstream與Euroclear Bank亦可以協助承銷商進行現金增資的結算交割作業，由於現金增資屬固定價格的承銷，因此僅能採用代銷契約。無論是IPO或現金增資的結算交割作業中，通常Clearstream與Euroclear Bank會將最後交割(settlement)的日期與訂價日(value closing date)訂在同一日，減少一些問題或糾紛的產生，例如承銷價格的減損。

在Clearstream與Euroclear Bank下，新股發行的股票劃撥或配送係發生在完成投資者配售表(closing ceremony)之後，也就是截止日收盤當時的投資者配售表。為了提高劃撥效率，股票劃撥配發作業會發生在配售表完成次個交易日的當日白天，或者是發行日的前一交易日夜晚進行隔夜清算交割，這個程序也屬T+1的清算交割日程，而該清算交割的交易日稱之為清算日。清算日的定義代表發行公司、摩根保證公司、主辦承銷商、其他設定發行條件之協辦承銷商所同意新發行證券劃撥條件之日期。為了減少與股票價值相關的爭議，通常主辦承銷商會將清算日與訂價日(value date)訂為同一日，據此，利害相關人不會因為價格的減損或其他價格波動因素產生其他不必要的爭議。若款券對沖的股票配送劃撥時間是選擇在夜間處理，則處理時間會從清算日或訂價完成後的傍晚開始，其中Clearstream與Euroclear Bank會允許過橋交割方式(Bridge settlements)及其他相關的內部交易方

式，且涉及的證券價值包括清算日的證券價值與清算日次交易日之證券價值，根據目前泛歐證券市場的實務採T+1方式交割，因此，清算日次個交易日是正常的交割日(settlement date)，也就是訂價日之後的次交易日的開盤前，所有證券都已完成交割程序，投資者無論是日期或夜間處理股票劃撥作業，次個交易日就能夠正式進行交易。

## 二、CGN 與 NGN 方式

自2006年六月一日始，新證券發行可以選擇兩種法律形式的國際型發行證券法律結構，其中包括傳統上使用多年的CGN (Classical Global Note)與新實施的NGN(New Global Note)。這兩種方式各具備不同特色，CGN主要將證券的安全存保保障與資產服務由CGN負責的機構執行，而NGN則將安全保障、資產服務功能從NGN中分離。由於資產服務與安全保障功能的分離可以強化服務效率並且亦可以有效降低新股發行配售過程的相關風險，因此NGN係Eurosystem建議採用的方式。

### 1、傳統CGN

傳統CGN係過去Clearstream與Euroclear Bank在新證券發行中主要採用的方式，它本身係以一種國際通常的證書表彰擬發行證券的相關權益，所以CGN中會明確註明該新發行證券的總金額。在操作的作業程序中，Clearstream與Euroclear Bank會根據CGN指定共同存託機構，而Euroclear Bank負責支援整個證券發行與劃撥工作、提供以CGN方式為主的相關資產服務。其間若產生與共同存託機構、CGN有關的任何問題，必須直接與Clearstream或Euroclear Bank溝通解決，溝通與諮詢的對象並非是它們所指定的共同存託機構。

據此，CGN中，共同存託機構的角色可彙總如下：

- 係由Clearstream與Euroclear Bank共同指定的機構；
- 代表Clearstream與Euroclear Bank向主辦承銷商或承銷團取得新證券發行案件的最後配售名冊；
- 從證券配售代理人(可能是主辦承銷商或承銷團)收取CGN，也就是認購證券的總收入，俾作為付款予發行公司的基礎，其中代表ICSDs對所收取款項進行安全性保管；
- 在整個證券的存續期間扮演類似股務作業代理機構的資產服務角色，其中包括代扣繳租稅的相關服務；
- 記錄所發行證券流通在外的CGN金額，並與配售代理人相互比對調整；
- 根據Clearstream與Euroclear Bank兩個結算系統的通知，在CGN中紀錄在這兩種清算系統中彼此間權益的變動情形。

在每個交易日結束並完成所有清算交割作業程序後，Clearstream與Euroclear Bank通知Clearstream的相關保管機構或代理機構中以CGN形式存在的每種證券的相關部位。保管機構或代理機構必須調整其CGN紀錄，俾正確反應每一系統中的相關發行部位。

所以，新的NGN主要將CGN中的一部分角色分離，包括安全保障的功能、股務等資產服務功能的獨立分別分離予CSK與CSP(參閱以下分節之說明)，讓整個發行案件的風險得以有效降低，且案件的作業程序顯得更有組織、提高作業效率。

## 2、新式NGN

NGN則係改良CGN的一種國際票券形式表徵新發行的證券，其中係由ICSD等存保機構中的紀錄來作為發行公司發行總額的直接證據，而不是直接以CGN作為金額紀錄的基礎。

據此，發行公司或其代理機構必須提供發行公司與ICSD間的合同契約，代表該發行案件係ICSD所接受的證券，所以才能夠單獨採用NGN形式表徵新發行證券總金額。自2007年1月1日始，依照新的法令規定，只要與貨幣政策有關的金融工具發行，必須要採用NGN形式，例如，如果發行公司準備利用債券來作為發行權益證券的附帶條件，法令規定該案件必須採用NGN形式。所以，未來NGN會成為泛歐體系發行新證券的一般性方式。

若發行公司擬採用NGN，則資金安全保障功能及股務等資產服務功能必須獨立分離，其間主要由ICSDs來指定其代理機構如下：

- 共同安全保障機構(common safekeeper, 簡稱CSK)；
- 共同服務提供機構(common service provider, 簡稱CSP)。

#### **(1) 、CSK**

CSK係由Clearstream與Euroclear Bank共同指定，主要的角色是用支援NGN的發行，通常係由發行公司授權或配銷代理機構授權，提供整個發行案件的資金安全與保障功能。茲將其職責彙總列示如下：

- 由Clearstream與Euroclear Bank共同指定；
- 從發行公司的代理機構取得NGN，代表ICSDs負責資金安全保管的角色；
- 實現完成NGN的條件；
- 根據發行公司代理機構的指示，在NGN的到期日予終止。

#### **(2) 、CSP**

CSP係由Clearstream與Euroclear Bank共同指定，主要的角色在支援發行與配售的過程中與股務等資產服務有關者。例如，利用NGN形式發行的國際記名債券，CSP要負責所有股務業務與相關作業程序。由於CSP只是一個代理資金管理的機

構，所有與CSP或NGN有關的問題應直接由Clearstream或Euroclear Bank解決，不是由CSP解決。

據此，CSP職責可彙總列示如下：

- 係由Clearstream與Euroclear Bank共同指定的一個資產管理代理機構；
- 從發行公司代理機構取得10A中有關證券價格往上加(mark up)或往下減(mark down)的指令，並且負責與Clearstream及Euroclear Bank溝通；
- 在證券存續期間提供所有與資產服務有關的服務，例如，證券所得、公司採取與證券相關的活動、租稅相關之處理活動。

## 貳、Clearstream 核准與配銷新發行承銷案件之一般程序

核准新發行承銷案件通常從主辦承銷商或主要付款代理機構開始。根據Clearstream及Euroclear Bank的相關規定，主辦承銷商必須向Clearstream及Euroclear Bank提供下列資訊，俾說明該承銷案件的基本特性：

應提供之資訊	債券	認股 權證	與權益證券 相關產品
發行公司名稱			
發行公司所在地與所在國			
發行價格證券型式(CGN或NGN)			
若屬NGN，是否擬成為Eurosystem的合法型式			
若NGN符合Eurosystem的規定，發行代理機構對CSK的要求與偏好(a)			
本發行案件將在何處報價			
發行公司的評等			
銷售限制			
形式金額或證券數量			
本發行案件所使用的通貨種類(b)			
結算日與結算程序			
最後還本日或到期日			
利率與付息日			
部分還本日			

---

票券證書總額與最低可供交易數額  
付款代理機構與其他代理機構之網絡  
租稅相關資訊  
證書相關規定

---

特定的選擇權或特性

---

- a、在Clearstream與Euroclear Bank間的規定與資金安全保障選擇。
- b、這方面的規定細節必須與Clearstream本身確認。

Clearstream亦會要求主辦承銷商或付款代理機構在結算日之前提供下列資訊，俾供Clearstream的員工評估案件的合法性：

- 所有配售投資者清單的副本；
- 所有邀請投資清單副本；
- 發行公司與ICSDs契約(限於NGN方式)，由於每個發行案件有不同的要求，因此，每個發行案件呈送一份，且必須在結算日之前提交；
- 提供確認該證券合法性的法律意見書，其中每個國家或每個法律管轄區提供一份(只限於NGN)；
- 與財務代理機構所簽訂合同副本及與其他代理機構簽訂合同副本；
- 認購投資者的相關指令；
- 募股說明書草稿，資訊備忘錄或相關條件與條款
- 結算之日程表；
- 其他與結算日、結算日後管理有關的必要文件與資訊。

所有上述這些所需文件的正本，應當在結算日之後儘快提供予Clearstream、共同存託機構(若屬CGN形式)、CSP(若屬NGN形式)，以免案件之延誤核准。

## 參、配置共同碼及 ISINs

Clearstream及Euroclear Bank中對某一特定證券存在一個共通的共同標準編碼

(common code)，Clearstream 及 Euroclear 根據共同標準編碼再發展計算 ISIN(International Securities Identification Number)編碼，其中 ISIN 具有九碼之證券編碼，若該證券發行屬 Clearstream 系統者，則在九碼編碼之後加上「XS」，最後再加上一個核對碼。再者，Clearstream 也擔任盧森堡證券市場境內編碼代理機構，其中係以「LU」作為辨識符號。ISIN 在其他國家亦存在代理編碼機構，分別以不同的辨識文字區別之。Clearstream 所採用的 ISIN 主要係根據 ISO6166 的國際通用標準編碼系統，其中由 ANNA(Association of National Numbering Agencies) 作為主要授權機構。

#### 肆、發行新證券款券對沖劃撥時間表彙總

下表列示係在 Clearstream 系統下，承銷團發行新證券的時間表：

1	如果主辦承銷商在 Clearstream 沒有承銷團帳戶 (syndication account)，在 Clearstream 的核准及相關條件下，主辦承銷商首先必須根據相關條件在 Clearstream 開立一個承銷團帳戶。	CD-20
2	主辦承銷商要向 Clearstream 確認該新股承銷案的所有細節及結算程序。在這個階段，主辦承銷商也要提供所有正面文件，其中包括發行公司與 ICSDs 間的契約或該承銷案件在 NGN 方式下的合法性法律意見書副本。	CD-10
3	新發行的配售代理機構必須將 NGN 傳遞予 CSK，在這個階段並且要確認 Clearstream 與 Euroclear Bank 對該 NGN 所選擇的 CSK，按 CSK 主要係作為 NGN 的資金安全保障機構。據此，可以確認該案件在 Eurosystem 中貨幣體系中運作的合法性。否則，該案件會被當成存在待核備指令的案件，如果這種情況存在，則案件必須由 Clearstream 特別為該案件決定資金流的作業程序。	CD-10
4	如果 Clearstream 是本案件的編碼代理，主辦承銷商向 Clearstream 索取 ISIN 及/或向 Clearstream 索取共同碼，或向 Euroclear Bank 確認本案件的共同碼。	CD-10
5	主要承銷商向認購投資者(allottees)通知本案件的承銷團帳戶號碼、ISIN 及/或共同碼，並且通知所安排的結算日程。	CD-10b
6	Clearstream 或 Euroclear 向主辦承銷商確認所指定(若屬	CD-10

	CGNs)共同存託帳戶及 CSK、CSP(若屬 NGNs)。	
7	主辦承銷商向 Clearstream 遞送劃撥證券清單，Clearstream 代表主辦承銷商輸入相關指令。	CD-3
8	認購投資者交付認購承諾書(MT541 指令)作為認購額度及結算交割之基礎。	CD-3
9	主辦承銷商提供結算相關之書面文件。	CD-3
10	Clearstream, Euroclear Bank 及主辦承銷商共同檢查認購投資者清單包括額度，並針對無法配對的認購投資者作最後確認，列出這些有問題認購投資者的清單。	CD-2
11	若該承銷案包括國際證券承銷(global note)，主辦承銷商與共同存託機構或 CSP，要確認國際類證券部分存託於承銷團帳戶與 ICSDs。	CD-2
12	主辦承銷商正式且經真偽辨識中介簽證，向 ICSDs 確認，在結算日將認購資金移轉予共同存託機構或 CSP 的精確付款指令。	CD-1(10:00 CET)
13	推薦核准截止日(針對 NGNs)並將結算日所需所有法律文件移轉至 CSK 或 CSP。	CD-1
14	依照主辦承銷商的要求，Clearstream 提出第一層付款報告(在認購投資者帳戶的認購款項與付款)與第二層付款報告(款項已從認購投資者帳戶轉出，所以，認購投資者帳戶已不存在認購資金)。	CDc (morning CET)
15	Clearstream 透過共同存託機構或 CSP 付款至發行公司帳戶。	CD(morning CET)
16	共同存託機構或 CSP 利用電話向 Clearstream 及 Euroclear Bank 確認有關最後認購投資者清單。	CD(18:00 CET)
17	共同存託機構或 CSP 確認收執國際部分證券、確認 Clearstream 也已將所有發行證券配置至所有認購投資者帳戶，透過總報告向主辦承銷商確認整個配售程序。	CD+1d(晚間或白天處理程序並以 CD 日訂價為準)
18	在承銷團帳戶中債務部位餘額的截止日。	CD+10

## 第二節、我國新證券發行配售相關制度與法規

本節主要彙總我國新證券發行，包括新上市股票、現金增資等新證券發行的相關法規彙總，並利用案例說明發行、配售相關之清算交割程序與時程，俾供下章分析提供相關策略性建議之基礎。

目前我國新上市股票的承銷發行與配售多用股款繳納憑證先行上市，這是最快的方式，但如同下所述，其基本精神都代表已經是繳完股款，且經銀行出具證明之後才能進行下一個步驟，等於主管機關或相關機構為降低認購繳款的風險，必須等待繳款完成後，擔誤一個營業日才能進行下一個作業程序。其次，所有新股發行必須等待集保無實體發行手續完備後，才會送到台灣證券交易所或櫃檯買賣中心掛牌。這種程序與作業，又會將掛牌日程延後，所以，我國可以參考泛歐 T+1 清算交割的相關制度，提高相關股票上市配售的時間效率。

上述這些泛歐系統的配售程序能夠以這種方式完成，主要原因與泛歐系統的新上市股票主要採全部詢價制度，同時，承銷商可以依照承銷個案的風險，選擇包銷或代銷方式。詢價制度中無論是包銷或代銷，主要配售對象是專業機構投資者，因此，認購投資者與發行公司間的認購款項，其對象較為確定，風險亦偏低。泛歐系統再利用摩根保證銀行提供信用保證，因此，在完成詢價之後可以立即將款項支付予發行公司，再由清算機構與信用保證銀行向認購投資者收足股款。由於泛歐系統的清算交割程序對於發行公司全部負責的態度，因此，清算交割程序可以更佳具效率的方式進行。再者，承銷股票本身本來就在承銷前就已經準備好，可立即進行清算交割。據這些程序，我國的相關制度可以考慮這些配套措施，強化我國新上市股票的承銷效率與時程。

再者，我國上市/櫃公司的現金增資，優先採用老股東優先認購的公司法基本精神，若老股東放棄認購，則可以採用詢價圈購。泛歐系統原則上，由於現金增資已存在價格歷史，投資者也能夠根據價格歷史確認價格的合理性，因此，泛歐主要採用以現價為主的固定價格承銷。由於現金增資主要採用固定價格承銷，因此配售銷售契約要求以代銷為準，較無價格彈性與空間。

無論是新上市股票或現金增資的配售，不只是比較泛歐與台灣的相關時程。其實，台灣的新上市配售時程已經經歷數次的討論與壓縮，根據現制已經壓縮到不能壓縮的地步。本文的討論不只限於泛歐與台灣法規制度間時程的比較，也包括配售方式的比較，從配售制度作為配套，較易產生較佳的結論與建議。

本節根據我國新上市股票的新、舊法規，比較前後配售時程，並利用一些實際案例說明之。其次，再就泛歐系統的配售時程、配售制度與方法，與台灣相比較，期能得出具建設性建議。

## 壹、我國新發行股票配售時程

下表係根據相關法規整理彙總之表格，其中包括新上市股票及現金增資其股票配發、款券對沖劃撥等程序的相關時程，包括相關相對應法規之彙總。同時，本小節將以群創的新上市個案為例，說明在新修訂法規的舊制下，新上市股票的配售時程。再者，本小節亦以奈普公司新上市為例，說明，在新修訂法規下，新上市股票的配售時程與程序。

從這些時程、新舊法規下的個案，均可以充分說明，我國新上市股票的配售、清算交割程序中，主要依循款券在無任何風險條件下，進行下一步驟的清算交割。因此，雖然我國的這些配售程序形式上已經壓縮到不可壓縮的境地，並不代表我國新上市股票的配售程序具有最高的效率性，或者已經不存在提高效率的空間。其實，只要我國的相關制度能夠容忍部分的款券清算交割風險，將有助於新上市時程效率的提升作業。

說明	時程說明	程序說明	法規說明
現金增資股款繳納憑證之申請上市。	於增資案經主管機關核准並收足股款後十五日內申請掛牌前二個營業日。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 增資新股股款繳納憑證申報書及所述附件(詳下述)。</li> <li>2. 輸入「公開資訊觀測站」(sii.tse.com.tw/股票或公司債核准上市(櫃)或終止上市(櫃)之公告)。</li> </ol> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 輸入「公開資訊觀測站」(sii.tse.com.tw/僑外投資持股情形申報作業)並函報證交所/櫃買中心。</li> <li>2. 輸入「公開資訊觀測站」(sii.tse.com.tw/國內有價證券申報/普通股、特別股、一般公司債、轉換公司債等申報畫面，生效日為上市日期)。</li> </ol>	<p>證交所/櫃買中心「審查有價證券上市(櫃)作業程序」第十項規定。</p> <p>證交所/櫃買中心對有價證券上市(櫃)公司資訊申報作業辦法。</p>
<p>增資新股申報或申請上市(上市公司合併他公司後之存續公司仍為原上市公司時，應申報因合併而增發之新股上市)：</p> <p>1. 與原上市股票相同種類者。(含債券換股權利證書下市(櫃)並換發新股掛牌)</p>	於向股東交付新股之日前至少二個營業日。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 增資新股上市申報書五份及所述附件。</li> <li>2. 輸入「公開資訊觀測站」(sii.tse.com.tw/股票或公司債核准上市(櫃)或終止上市(櫃)之公告)。</li> <li>3. 輸入「公開資訊觀測站」(sii.tse.com.tw/國內有價證券申報/普通股、特別股、一般公司債、轉換公司債等申報畫面，生效日為上市日期)。</li> </ol>	<p>**1. 證券交易法第 34、35 及 139 條。</p> <p>**2. 證券交易法施行細則第 3 條。</p> <p>**3. 證交所營業細則第 45 之 1、47、51 條</p> <p>4.77.5.2 台證(77)上字第 1115 號函。</p> <p>5.79.1.19 台證(79)上字第 0704 號函。</p> <p>6.84.5.18 台證(84)上字第 09243 號函。</p> <p>**7. 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 62、63 條。</p> <p>8.86.5.21 台證(86)上字第 12760 號函。</p> <p>9.86.11.14 台證(86)上字第 35415 號函。</p> <p>10.92.12.31 台證上字第 0920032651 號函。</p>

按上表必須提供相關附件如下：

1. 證券主管機關核備函件二份。
2. 本次現金增資新股股款收足證明文件。
3. 公司法第 273 條向本公司指定之網際網路資訊申報系統申報之資料二份。
4. 公開說明書(依交易所/櫃買中心規定之方式及份數檢送)。
5. 經簽證之股款繳納憑證之樣張或無實體發行之登錄證明文件(依交易所

/櫃買中心規定份數檢送)。

6. 發給股款繳納憑證向台灣證券交易所/櫃檯買賣中心指定之網際網路資訊申報系統申報之資料二份。
7. 其他規定之文件。

下表表二係目前法規修訂後初次上市(櫃)案件承銷案件時程表，本彙總包括同時辦理詢圈及公開申購的案件。從下表中可知，我國新上市承銷案件的配售，其必須同時完成款項收取與確認、證券無實體交易集保之確認，才能進一步從事款券清算交割的程序。其次，我國新上市承銷配售的清算交割期並不是國際通用或泛歐系統的 T+1 時程，係沿用 T+3 的清算交割時程，且掛牌日又在 T+4。因此，我國新上市股票的配售確實具有改善的空間。

根據目前我國的制度，由於承銷價訂定的時間與正式掛牌日之間的時間過長，承銷價的制定必須存在折價，或者承銷價折價的低估屬正常現象。承銷價折價對於發行公司是不利的訂價行為，承銷價低估會產生發行公司收取認購款偏低，等於直接圖利認購投資者。同時，承銷價折價低估現象，會產生投資者認購新股的目的主要以短期套利為主，易創造股市投機短期套利的風氣，對於股市會產生負面的影響。第三，承銷價折價低估有時會讓公司感覺，新上市股票的承銷募集資金很容易，畢竟投資者為了短期套利，當然不惜認購股票，據此，投資者便不會區別新上市公司的良窳，對於市場區別公司好壞的市場機制會產生負面影響。所以，承銷價的訂定最好與掛牌日儘量接近，減少承銷價格折價及訂價時間過長所帶的負面效果。



## 貳、以群創為例說明舊制下股票新上市配售作業日程

下表三係群創光電股份有限公司股票初次上市公開發行配售的作業日程表，其中主要根據舊制的清算交割程序完成整個程序。按無論舊制或新制均存在必須繳款、股票劃撥風險為零的條件下進行配售程序，因此會產生承銷價格風險、程序無效率、市場無效率等相關情事之發生。

表三：群創光電股份有限公司股票初次上市案公開申購作業日程表

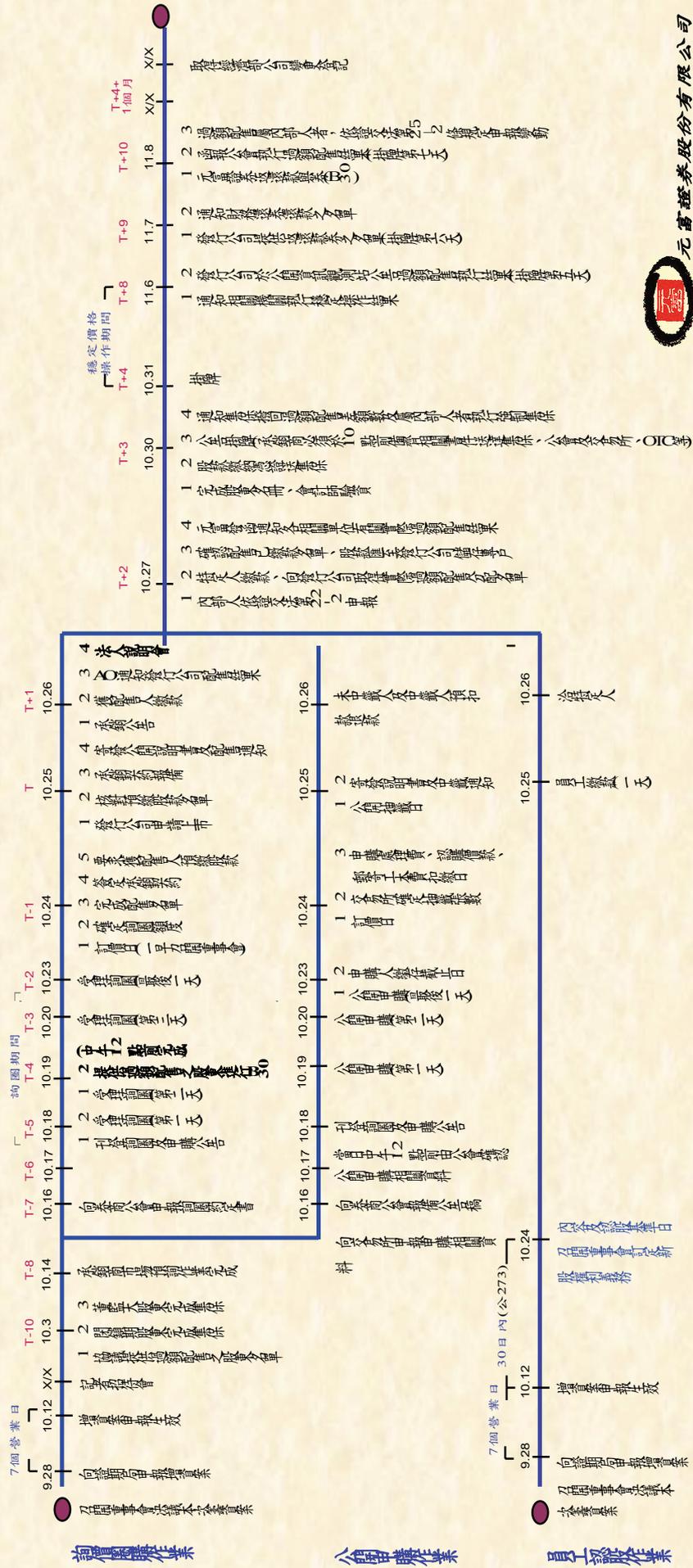
天數	日期	星期	作業事項	
			詢價圈購	公開申購
	9月25日	一	詢價圈購約定書用印完成	
	9月26日	二	向公會申報詢價圈購約定書及詢圈公告稿	
	9月27日	三	1.刊登詢圈公告稿 2.圈購開始日	
	9月28日	四		
	9月29日	五	圈購截止日	
	9月30日	六		
	10月1日	日		
	10月2日	一	承銷契約相關書件先送公會審核	

	10月3日	二	函證交所公開抽籤日期	
	10月4日	三		
T	10月5日	四	承銷契約報備公會(價格完備)	
	10月6日	五		
	10月7日	六		
	10月8日	日		
1	10月9日	一	承銷公告 / 開始寄發認購通知書、公開說明書及繳款書	承銷公告/申購開始日暨承銷期間開始日
	10月10日	二		
2	10月11日	三		公開申購
3	10月12日	四	圈購人認購繳款開始日	申購截止日暨申購處理費、認購價款及中籤通知郵寄工本費繳存往來銀行截止日
4	10月13日	五		申購處理費、認購價款及中籤通知郵寄工本費 <b>扣繳日</b>
	10月14日	六		
	10月15日	日		
5	10月16日	一		公開抽籤日
6	10月17日	二	圈購人認購繳款截止日	申購處理費、認購價款及中籤通知郵寄工本費 <b>解交日</b> 。 / 退回未中籤人之預扣價款及中籤通知郵寄工本費。 / 郵寄中籤通知書、公開說明書。

7	10月18日	三	洽特定人認購
8	10月19日	四	承銷商餘額包銷 / 價款存入群創帳戶 / 群創光電向證交所申請股票掛牌上市
9	10月20日	五	完成股東名冊整理 / 群創光電並將股票送交集保
	10月21日	六	
	10月22日	日	
10	10月23日	一	群創光電掛牌上市公告
11	10月24日	二	股票掛牌上市

# 參、以奈普公司為例說明新制新上市公開發行配售程序

## 台灣奈普光電科技(股)公司95年IPO初次上市(櫃)承銷作業時程表



台灣奈普光電科技股份有限公司

上市作業程序及預計進度表(95.10.31 掛牌)－詢價圈購及公開申購

說明：本時程為暫定之規劃，尚需視實際執行、主管機關往來情形及交易所核准文內所載事項調整

95.10.11

預 定		作 業 項 目	協助單位	辦理單位		主辦○ 協辦✓ 會計師	備 註
辦理時間				公司	券商		
95.9.28	四	向證期局申報現金增資(須於交易所向金管會申報上市契約後方可送件)		○	✓	✓	發行人募集與發行有價證券處理準則第六條 證期局核准上市案三個月內需掛牌，惟可申請延後三個月一次
95.10.12	四	七個營業日申報生效 現增案生效後		○	○		
95.10.11	三	股權分散表	股代				T-10
95.10.11	三	協議提供過額配售之股東名單 閉鎖期股東完成集保 董監大股東完成集保 擬配售對象 取得限制配售名單 最終過額配售股東名單 擬配售對象完成 592 開戶(應有一個月以上交易實績，歸戶為經紀商客戶) 禁止配售對象檢測DATA					
95.10.11	三	決定承銷團及簽訂下列契約 1.詢價圈購約定書(議定承銷價、承銷團、包銷比例、承銷比例及手續費率、公開申購配售之每一銷售單位數量) 2.詢圈公告稿					
95.10.11	三	與銀行簽訂代收員工認股款合約及專戶儲存合約(可同一戶)(券商輔導處需跟銀行簽代收股款合約)					
95.10.17	二	將代收及專戶儲存資料輸入公開資訊網站					訂定之日起二日內
95.10.11	三	配售單位核對限制配售名單			配售		T-9
95.10.11	三	申請產業類別(待交易所確認時間)					文到七日內 辦理承銷前(書面) 隨函檢附 1.產業類別申請表 2.公開說明書電子檔上傳至交易所指定之網際網路資訊申報系統之證明乙份
95.10.12	四	上網輸入現增申報作業					申報生效核准函到起一日內
95.10.13	五	公開說明書送印刷廠及上傳(承銷價格得以區間方式刊印)					券商留存至少 15 本，其他數量已與玉玲說明

預 定		作 業 項 目	協助單位	辦理單位		主辦○ 協辦✓	備 註
辦理時間				公司	券商	會計師	
95.10.14	六	取得核准函			○		證期局函轉交易所需時 7 個營業日；交易所發函至發行公司需時 6 個營業日
95.10.14	六	承銷商市場預詢作業完成（配售單位完成擬配售名單、各承銷商完成承銷相關文件） 上傳公告稿（詢圈）			配售		T-8
95.10.16	一	※ 向公會報備詢圈約定書、公告稿及作業時程（公開申購）（副知證交所、櫃買中心、集保結算所）、除承銷價格訂定外之其他承銷書件先行報公會 ※ 公告稿以 PDF 檔格式傳送至公會信箱 edoc@mail.twsa.org.tw					第 T-7 天(遇假日順延) 承銷商應於公告前二營業日向公會申報
		承銷公告稿函送公會；副本函集保公司 函投資人保護中心(需保留一張股票予投保中心)					隨函檢附 1. 承銷商辦理公開申購配售函 2. 公開申購配售公告 3. 申購承銷商檔 4. 承銷團比率表
95.10.17	二						當日中午十二時前由公會確認公開申購相關資料。(T-6)
95.10.18	三	※ 刊登詢價公告 ※ 受理詢圈(第一天) ※ 刊登公開申購公告			配售		第 T-5 天(遇假日順延)
95.10.19	四	※ 受理詢圈(第二天) ※ 受理公開申購(第一天) ※ 股票公開承銷暨上市用公開說明書印製完成 ※ 上市審議委員會決議事項及其執行內容輸入公開資訊觀測站 ※ 內部人依證交法 22-2 申報(B30) ※ 提供過額配售股東進行 B30-股東於中午 12 點以前至經紀商據點執行過額配售轉撥交(B30)	股代		配售		第 T-4 天(遇假日順延)  上市買賣前 7 個營業日前
95.10.20	五	※ 受理詢圈(第三天) ※ 受理公開申購(第二天)			配售		第 T-3 天(遇假日順延)
		※ 公告「不召開業績發表會，僅舉辦法說會」					若欲召開業績發表會須於掛牌前七個營業日召開
95.10.23	一	※ 受理詢圈(最後一天) ※ 受理公開申購(最後一天) ※ 申購人申購處理費、認購及中籤通知郵寄工本費繳存往來銀行截止日			配售		第 T-2 天(遇假日順延) 公開申購以詢圈價格上限預扣價款
		※ 與交易所電腦規劃部連繫並參與講習					交易所文到十五個營業日前完成

95.10.24	二	※ 訂價日 ※ 證交所確定抽籤張數確定詢 圈額度 ※ 完成配售名單 ※ 簽定承銷契約 ※ 主辦承銷商得要求獲配售之 圈購人全額預繳價款，否則 取消其配售資格 ※ 經紀商之往來銀行辦理申購 人申購處理費、認購價款及 中籤通知郵寄工本費扣繳事 宜 ※ 寄發員工認股繳款書 ※ 召開董事會（決定承銷價 格、繳款期間及興櫃終止交 易日期）-請於一大早召開 ※ 承銷商於中午 12 點前輸入 承銷價格	交易所  協辦券商   股代		配售  配售	第 T-1 天(遇假日順延) 1.當日下午六時前，部分經紀 商輸入不合格名單。故需俟 當日晚上才能確認實際合 格公開申購數量。 2.為縮短作業時程，以截至 T-2日截止之公開申購收件 數，調整公開申購及詢圈 之數量 3.承銷商依交易所通知之合 格公開申購額度，調整詢 價圈購數量及配售名單。
		※ 公司依第 273 條第 2 項之規 定公告				公司公開發行新股時，董事會應備置 認股書，載明左列事項，由認股人填 寫所認股數、種類、金額及其住所或 居所，簽名或蓋章： 一 第一百二十九條第一項第一款 至第六款及第一百三十條之事項。 二 原定股份總數，或增加資本後股 份總數中已發行之數額及其金額。 三 第二百六十八條第一項第三款 至第十一款之事項。 四 股款繳納日期。 公司公開發行新股時，除在前項認股 書加記證券管理機關核准文號及 年、月、日外，並應將前項各款事項， 於證券管理機關核准通知到達後三 十日內，加記核准文號及年、月、日， 公告並發行之。

95.10.25	三	<p>※ 核對預繳股款名單</p> <p>※ 承銷契約報備</p> <p>※ 寄發公開說明書及中籤、配售通知</p> <p>※ 公開抽籤日</p> <p>※ 上市有價證券發行人應辦業務事項一覽表應申報內容如下(公司)</p> <p>1.函。</p> <p>2.股權分散表一份，另輸入「公開資訊觀測站」(sii.tse.com.tw/股權分散表申報作業/股權分散表申報作業)。</p> <p>3.董監事名單及持股情形一份。</p> <p>4.股東名簿一份。</p> <p>5.經簽證股票樣張(上市部近期修改以因應無實體發行-待確認)。</p> <p>6.辦理證券事務機構印鑑卡 750份</p> <p>7.有價證券上市契約四份(申請上市時已檢送者免附)。</p> <p>8.股票公開銷售辦法公告報紙一份。 (採過額配售者，應檢送承銷商之過額配售申報書及同意書各一份；未採過額配售者，仍應檢送承銷商之過額配售申報書。)</p> <p>9.公開說明書二千冊(依本公司80.9.27 台證(80)公字第 18894 號暨 83.7.21 台證(83)公字第 14493 號函方式檢送)</p> <p>10.輸入「公開資訊觀測站」(sii.tse.com.tw/股票或公司債核准上市(櫃)或終止上市(櫃)之公告)。(採過額配售者，應於掛牌前及掛牌第七個營業日於公開資訊觀測站公開過額配售相關事項，並檢送公開內容一份。</p> <p>11.依資訊申報作業辦法第五條規定，上網申報公司基本資料等相關資訊。</p> <p>12.股票經證券集中保管事業測試無誤之證明文件。將修改以因應無實體發行</p> <p>13.輸入「公開資訊觀測站」(sii.tse.com.tw/非格式化檔案電子資料申報/財務預測申報)。</p>	<p>精業</p> <p>股代</p> <p>股代</p> <p>股代</p> <p>股代</p> <p>股代</p>	<p>○</p> <p>○</p> <p>○</p> <p>○</p> <p>○</p> <p>○</p> <p>○</p>	<p>配售</p> <p>○</p> <p>○</p>	<p>第 T 天(遇假日順延)</p> <p>上市掛牌買賣前三個營業日過額配售申報書 pdf 檔掛牌前三個營業日 3:00 前，傳送至公會信箱 edoc@mail.twsa.org.tw</p> <p>1.證券交易法第 139 條。</p> <p>2.本公司營業細則第 43 條。</p> <p>3.81.5.26 台證(81)上字第 10553 號函。</p> <p>4.中華民國證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 63 條。</p> <p>5.中華民國證商業同業公會承銷商辦理初次上市(櫃)案件承銷作業應行注意事項要點。</p> <p>6.本公司對有價證券上市公司資訊申報作業辦法。</p> <p>7.86.5.21 台證(86)上字第 12760 號函。</p>
----------	---	---	---	--	-----------------------------	---



95.10.31	二	<ul style="list-style-type: none"> <li>※ 集保公司劃撥有價證券至認購人集保帳戶</li> <li>※ 股票掛牌上市</li> <li>※ 印製上市公司及其董監大股東應行注意之證券管理相關法令宣導手冊（全體董監大股東用印並函復交易所）</li> <li>※ 安定操作第一天</li> <li>※ 申報僑外投資情形</li> </ul> <p>1.函。 2.公司變更登記完成證明文件影本二份。 3.輸入「公開資訊觀測站」（<a href="http://sii.tse.com.tw">sii.tse.com.tw</a>/僑外投資持股情形申報作業）並檢送一份。</p>		✓			第 T+4 天  文到一個月內
95.11.06	一	<ul style="list-style-type: none"> <li>※ 安定操作第五天</li> <li>※ 發行公司於公開資訊觀測站公告過額配售執行結果</li> <li>※ 通知相關機關執行穩定操作結果</li> </ul>		✓	○		T+8
95.11.07	二	<p>發行公司提供返還款券之股東名單 通知返還款券之股東名單 通知本公司財務處匯款及撥券</p>			配售		T+9

95.11.08	三	<ul style="list-style-type: none"> <li>※ 主辦承銷商將穩定價格操作買入之股票或承銷股款返還給原提撥人 (B30) 中午 12 點以前</li> <li>※ 提供過額配售屬內部人者，依證交法第 25-2 規定申報變動</li> <li>※ 向公會申報「首五日穩定價格操作申報書」及公開於交易所網站，公司揭露於公開資訊站</li> </ul>			配售	T+10 掛牌日起第七個營業日
每季		<p>承諾事項尚未完成者，每季結束後 10 日內將執行情形申報。輸入「公開資訊觀測站」(sii.tse.com.tw/重大訊息申報作業/重大訊息申報作業)做重大訊息公告。</p>				

### 第三節、泛歐與台灣清算交割制度之比較分析

從上二節有關泛歐清算交割系統及台灣清算交割制度可知，我國制度與泛歐系統之間的差異，主要在於泛歐系統主要採用 T+1 清算交割的時程，並且採用 100% 詢價圈購制度，其承銷價格的形成機制較具效率性等相關問題。茲分別討論如下。

#### 壹、新股價格形成機制問題

在新股公開發行承銷的相關制度中，包括配售制度，新股價格的形成配套措施是最重要一環。理論上，若新上市股票採用新股承銷非老股承銷，新上市股票的承銷價格最好與上市掛牌第一個均衡價格相等(Rock, 1986)，否則發行公司所收到的價款係低估的價款，對於發行公司具有歧視的結果，並且圖利投資者。所以，所有新上市承銷的相關理論均致力於，如何增加新上市股票承銷價格的效率性，如何令新股承銷價格與新上市掛牌的價格一致。

雖然實證結果顯示<sup>6</sup>，平均新上市股票承銷價存在低估的結果，且包銷案件的低估程度比代銷穩定且幅度較小，然而，這些承銷價低估部分在提供掛牌時間的風險貼水(risk premium)，部分提供承銷商的保險功能(insurance)防止投資者因股價下跌的訴訟損失，或者新上市承銷價可能仍然存在贏者詛咒(winner's curse)的資訊不對稱現象。大致上歐美承銷價的訂價在承銷商的市場機制上屬合理現象。由於台灣證券市場

價格形成的過程中如果能夠儘量引進專業機構投資者，能夠在公開、相互競爭的條件下進行公開認購，形成價區間與合理價格，則新股公開承銷不會發生私下認購，導致價格形成不合理。在這種邏輯下，制度的要求自然必須繳款完成才能夠進行下一步的公開配售作業，會不必要拉長股票公開承銷的時程。由於公開詢價制度所費不貲，因此對於中小型股的價格形成亦應採取其他價格形成機制。我國

---

<sup>6</sup> 詳情請參閱新上市價差(underpricing)的相關理論文獻，本小節僅簡要說明所有文獻的結果供參酌。

其實本來就存在興櫃平台，並且在法規要求下，必須在上市/櫃前在興櫃掛滿一定期間。由於興櫃本身係公開市場平台之一，本來應可以作為效率市場價格形成機制的一部分，輔助原來詢價圈購、公開申購的公開

為了完成 T+1 作業程序，泛歐的制度中，必須存在一些配套措施，例如，新股公開發行主要採用「詢價制度」，其詢價制度與我國詢價圈購雖有異曲同工之妙，但是，我國的詢價圈購制度可能「公開程度」較為不足，致可採用折價計算方式進行承銷價的訂價，或由承銷商與發行公司議價的情形。其中，我國公司在上市/櫃前，要求一定要在興櫃系統掛牌滿一定期間的規定。在興櫃系統中，由於未採取真正的「市場創造者 market maker」制度，且市場有操弄的空間，導致價格形式不夠效率性，其新上市股票承銷的訂價當然無法產生效率的結果。從新制承銷制度以來，例如新日興、類比科等新股上市掛牌，其承銷價與上市掛牌第一天的上市價差觀之，可證明我國新上市承銷價格形成的無效率與不合理。不像泛歐制度中的詢價制度，其價格形成主要由機構投資者完成，在 road show 過程中，由機構投資者詢價詢量，分二次二階段完成詢價過程，價格形成的嚴謹性與合理性較高。其次，現金增資股票的承銷價則儘量與現價相同，由於現金增資存在價格歷史，承銷價格的訂定以固定價格為主。因此，現金增資的契約主要採用代銷契約(best effort contract)。

同時，在詢價的過程中，如果網上與網下的詢價同時進行，其中網上係由散戶投資者在網路上進行詢價，網下由機構投資者進行詢價，則網上的散戶投資者與網下專業機構投資者間的互動，可以產生較佳的價格形成機制。

亦即，如果我國新股票公開發行的作業中部分採詢價圈購制度配售，若部分詢價圈購的制度足夠公開，且主要由機構投資者進行圈購，則原本散戶可藉由詢價相關情形去“側面”了解公司的“內涵真實價值(之上、下限)”為何，然而現行詢價的相關資訊並不够透明，例如詢價人的組成結構、詢價價格分布情形、承銷商實際配售價、量及對象分布等，外界均不得而知，而公開申購的部分，係採電腦抽籤的方式，是最不具效率性的分配方式，參與抽籤的多為同質性高的散戶，動機只為短線套利交易，不問公司基本面好壞，因此所謂的“中籤率”資訊的參考價值相

對而言較低。

據上述討論，本研究計劃認為，如果擬提升我國承銷發行市場的效率及縮短日期，如何改善目前訂價制度是一個重要的因素。否則在目前訂價制度下，本身的結果效率性不足，風險會偏高，自然會產生較長的承銷期間問題。

## 貳、款券收足與劃撥時程問題

相關法規規定，我國原則上在新股公開承銷過程中，必須在無實體交易的集保程序完成，才能夠進行掛牌程序。然而，根據泛歐系統中程序與作業，款券收付與劃撥主要採 T+1 的方式與程序，大幅度縮短清算交割期間。也就是，在泛歐系統下，在完成投資者認購與配售表的最後確認後的次個交易日，訂定承銷價，並且在次個交易日訂定為發行日，其發行日與清算交割日為同一日。這種程序大幅度縮短清算交割期限。其間存在許多優點，包括，投資者不會因為清算交割期過長，產生價格風險。據此，在法規中只好允許發行公司以發行公司與承銷商協商方式或，利用折價方式訂價，這些訂價方式，如前段所述，會發生一些投資者權益問題。茲將因為清算交割日所衍生問題彙總列示如下：

1. 定價日和實際上市日期之間的差距過長，使投資人面臨的不確定性增加，且又是新上市公司，投資人對這家公司的過去毫無了解，此時間差距將易造成我國新上市公開承銷市場承銷價被“過度”低估的可能性大增(尤其是新興產業或高價股)，因為我國是以散戶為主體的市場，新興產業或高價股都是風險承受力較低的散戶所不敢碰的，此情形反而更易造成承銷市場的“逆選擇”，對屬新興產業或高獲利的公司不利，抑制了產業創新，影響整體經濟發展。
2. 定價日、繳款日及實際上市日的差異，造成了發行公司本身承擔了不必要的流動性貼水，增加了發行公司集資成本，實質上也降低了資本市場資源配置的效率性。

所以，我國應當考慮設置信用保證銀行，利用這項機制讓投資者認繳款的風險降到最低，且結算所也可以因為這項設置，縮短成為 T+1 的清算交割期限。為了達到這項目標，除了上述的詢價制度需要重新考慮外，亦可考模仿泛歐體系中的

T+1 清算交割期的設計、NGN 的設計、採用 ISINs 等制度。

## 第四章、結論與建議

### 第一節、結論

本研究計劃主要根據泛歐結算系統，包括 Euroclear 及 Clearstream 系統，探討如何縮短我國新上市公開承銷股票的配售期限。從我國及泛歐系統之間的比較中可知，即便我國已實新制進行新股配售，但是主要無法縮短期限的原因在於，我國的發行制度中必須等待收足認購款、無實體登錄文件完成，這些程序與是否為 T+1 清算交割無關，是人為的拖長清算交割期限。

如果要縮短新股公開承銷清算交割期限，主要必須將相關清算交割制度與國際接軌，例如，採取更具專家意義的詢價制度，讓訂價制度更具效率外，亦必須建請台灣集中保管結算所將制度朝 T+1 的清算交割期限設計之。

### 第二節、建議

根據本研究劃之研究結果顯示，我國若擬縮短新股公開發行配售效率，根據泛歐結算系統的基本特性，包括 Euroclear 及 Clearstream 系統，本研究提出下列建議：

1. 我國應重新考慮詢價圈購制度及公開申購制度。採取類似中國大陸所實施之網上網下同時詢價制度，其中設置專業網站，散戶投資者在網詢價申購；網下則由專業機構投資者進行詢價。網上與網下詢價同時進行，彼此間會相互影響，據此產生較有效率的價格訂定機制。本研究計劃將中國大陸的詢價制度，包括綠鞋的相關規定，整理彙總於附錄中。詳見附錄中的相關說明。
2. 我國應當豐富化新上市承銷的產品，其中包括允許全球台商以各種不同身份及組織型態，准許在台灣以原股方式上市。例如，允許台商以免稅天堂投資

控股公司在台灣以原股方式上市，豐富的上市產品，會讓發行市場的深度加強，有利發行市場的發展。

3. 我國應當根據情形，允許更多樣化的發行市場作業程序，例如，允許新上市股票採用包銷與代銷方式，讓承銷商可以擁有較多的選擇空間，如此可以形成更專業的發行市場，對於縮短發行期限亦可以產生正面效應。
4. 我國在發行公開市場中，應當設置信用保證銀行，如此就可以仿倣泛歐市場中的清算交割程序，在免於認購款項之信用風險條件下，可以有效縮短清算交割期限，甚至達到 T+1 交割期的目標。
5. 為了達到 T+1 的交割期限，我國應當仿倣泛歐系統的相關制度，包括採用 NGN 的設計、ISINs 等制度，讓負責清算交割的集保結算所具有較佳的工具效率程序與作業。
6. 由於 Euroclear/Clearstream 系統均需加入成為會員，才能利用這些系統進行配銷工作，因此，建議我國證券商可以根據其規定，加入 Euroclear/Clearstream，成為其會員，以便未來在發行 ECB、GDR 等工具時，可以利用 Euroclear/Clearstream 等系統進行配售工作。對於我國上市/櫃公司的國際發行將具有正面意義。

# 附錄一：中國大陸詢價制度與綠鞋

中國大陸自 2005 年年初始，從市值配售方額改變實施詢價制度，並且自 2006 年 9 月份始，為了中國工商銀行 A+H 的發行制度<sup>7</sup>，不但施行詢價制度，也進一步允許綠鞋<sup>8</sup>的增額發行制度。本附錄整理中國大陸的詢價制度、綠鞋制度，及其相關討論。由於中國大陸這些制度主要修自於香港證券市場的相關規定，這種制度值得我們深思，台灣的新股配售制度應如何改革，才能符合市場效率性等相關目標。

## 第一節、背景

新老劃斷後，新股發行從原來的市值配售方式改為資金申購方式，提高了中小投資者的新股申購中簽率。在市值配售方式下，由於參與申購的市值平均在 6000 億以上，規模龐大，導致平均中簽率很低。據統計，從 2002 年實行市值配售到 2004 年底，平均中簽率僅為 0.0752%，不足千分之一。全流通後，如在 5 萬億的總市值下繼續實行市值配售的發行方式，隨著非流通股逐漸轉為可流通股，參與市值配售的股份基數將急劇增加，且增量股份的持有者多為法人機構，散戶投資者的申購中簽率將進一步降低。而實行資金申購發行方式以來，網上資金申購平均中簽率為 0.63%，比市值配售的平均中簽率高出 8 倍多。

---

<sup>7</sup> 中國大陸原來的發行制度為，公司必須先發行上海或深圳 A 股，如有必要隨後再發行 H 股。自中國工商銀行上市案例以來，由於中國工商銀行所發行的股份過多，籌集資金量過大，因此推動 A+H 制度，亦即 A 與 H 股同時發行，非先發 A 股再發 H 股的方式。A+H 的制度中，必須中國大陸與香港具有相同的發行制度才行得通，特別是配售制度，據此，中國大陸將原來為了消除人頭戶所實施的市值配售方案改變成為與香港制度相同的詢價制，並且允許增發綠鞋。

<sup>8</sup> 所謂“綠鞋”，是指發行人授予主承銷商的一項選擇權，獲此授權的主承銷商按同一發行價格向投資者超額發售不超過包銷數額 15% 的股份。在證券上市之日起 30 日內，主承銷商有權根據市場情況選擇從集中競價交易市場購買發行人股票，或者要求發行人增發股票，分配給對此超額發售部分提出認購申請的投資者。

中國證監會 2006 年 9 月間公佈《證券發行與承銷管理辦法》（徵求意見稿），共分 7 章、68 條。該辦法明確規定大盤股除了發行可引入「綠鞋」制度(Green Shoe)。辦法規定，IPO 公司發行規模在 4 億股以上的，可以向戰略投資者配售股票，可以採用超額配售選擇權（「綠鞋」）機制，而在深交所中小企業板上市的公司，可以通過初步詢價直接定價。

徵求意見稿規定，IPO 公司發行規模在 4 億股以上的，可以向戰略投資者配售股票，可以採用超額配售選擇權（「綠鞋」）機制。「綠鞋」的實施可參照中國證監會發佈的《超額配售選擇權試點意見》（證監發[2001]112 號）執行。

發行大盤股時引入國際上通行的向戰略投資者配售股票的發行方式，並要求持股鎖定 12 個月以上，有利於吸引長期增量資金進入證券市場，有利於改善投資者結構，同時有利於緩解市場資金壓力、穩定投資者預期，對大盤股實現平穩發行上市有重要作用。同時，為穩定大盤股上市後的股價走勢，防止股價大起大落，保護投資者利益，也有必要引入「綠鞋」機制，授予主承銷商在發行後一段時間內穩定股價的合法手段。

由於中小企業公司規模小，融資數量少，機械地套用大盤股的詢價程序，浪費市場資源，降低市場效率，建議採用定價發行方式。考慮到中國大陸市場新興加轉軌的特點，有關人士認為，中小企業直接採取定價發行方式的條件尚不成熟，還應通過詢價確定發行價格，但可以對詢價環節進行適當調整，即允許在中小板上市的公司不再進行累計投標詢價。

徵求意見稿還對目前網下累計投標與網上申購分步進行的機制進行了調整，規定網下申購與網上申購同步進行。這一制度安排與香港市場的公開發行流程相同，發行過程較目前程序可縮短 2 個工作日，對於 A 股、H 股同發的公司實現同時確定價格、同時上市非常重要。

《證券發行與承銷管理辦法》徵求意見稿充分考慮了中小投資者的利益。一系列統計數位顯示，在進行發行制度設計時，有關部門已充分考慮到對中小投資者利

益的保護。實行資金申購發行方式，網上資金申購平均中籤率是市值配售時期的8倍多；境內市場IPO面向網上公眾投資者配售的比例遠高於境外成熟市場水準。

中國證券市場為保護中小投資者的利益，希望在發行股票的過程中，既要考慮一級市場的發行價格，也要穩定二級市場的交易價格；既要向機構投資者配售股票，引入長期資金，合理確定價格，防止過度投機，又要照顧中小投資者的申購熱情。

歐美成熟市場在發行股票時，一般將90%的股票向機構投資者發行。鑒於中國大陸境內市場仍以中小投資者為主的實際情況，有關部門考慮充分了對中小投資者的股票發行比例：在大盤股發行時，一半左右的股票配售給網上公眾投資者；中小盤股發行時，80%的股票配售給網上公眾投資者——向公眾投資者配售股票的比例遠遠高於境外成熟市場。

在發行大盤股時，現行的發行制度不僅引入向戰略投資者和機構投資者配售股票機制，還設置了在網下配售和網上發行之間的股票回撥機制，即當公眾投資者認購倍數超過一定標準時，將部分網下配售給機構的股份轉配給網上公眾投資者，提高公眾投資者的中籤率。

網下申購新股機構要有活躍交易記錄。參與新股網下詢價的機構，必須具備證券市場的活躍交易紀錄。這是最新發佈的《證券發行與承銷管理辦法》意見稿中所規定者，根據最新發佈的《證券發行與承銷管理辦法》意見稿，下列機構投資者成為詢價對象，應當符合以下條件：「信託投資公司經過相關監管部門重新登記兩年以上，註冊資本4億元以上，最近12個月有活躍的證券市場投資記錄；財務公司成立兩年以上，註冊資本3億元以上，最近12個月有活躍的證券市場投資記錄。」

對於詢價機構要求活躍的證券市場投資記錄。這在市場上，還是第一次。此前，新股的配售物件只對機構本身的資本規定特定指標，以及違規記錄等有限制，對

於是否參與二級市場並無太多要求。這樣的結果是，相當部分機構，成為專注新股配售而不越二級市場「雷池」一批的「搖新族」。新股發行的配售結果公告上，經常可見一批大型機構，在新股申購上動輒數億、數十億。而在二級市場上，則並無動作。上述資金“聞新而來”，“無新則走”，對資金市場利率影響極大。

最新發佈的《證券發行與承銷管理辦法》意見稿，制定的“交易活躍”條款，顯然是希望新股詢價過程中，更多的是那些交易活躍的投資機構在發揮作用，他們更能體現 A 股市場普通投資者的想法，與市場脈搏也貼得更近，更有利於市場定價功能的發揮。然而，“交易活躍”機構的定義，尚有待明確的解釋。

私募基金可參與網下詢價申購。管理層同時放開新股發行參與機構主體，《證券發行與承銷管理辦法》徵求意見稿允許私募基金參與網下詢價申購。根據最新發佈的意見稿第二十六條，信託投資公司已經設立並已履行向相關監管部門報告程序的集合信託計畫，可以參加新股的網下配售。據悉，目前已有部分私募基金通過信託投資公司發行了集合資金信託。上述新規定，無疑為私募基金參與新股網下配售開了一道門。另外，包括 QFII 在內的多類機構，在新規定都將享受“多帳戶”的配售待遇。

根據意見稿第二十六條，股票配售物件將包括“合格境外機構投資者管理的證券投資帳戶”。由於最新頒佈的《合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法》允許合格投資者（QFII）為其管理的公募基金、保險資金、養老基金、慈善基金、捐贈基金、政府投資資金等長期資金開立專用證券帳戶。按照新規定，上述專用帳戶均可參與新股網下申購。可以享受“多帳戶”待遇的機構還包括，保險公司或保險資產管理公司經批准的證券投資帳戶、全國社會保障基金、在相關監管部門備案的企業年金基金等等。

《證券發行與承銷管理辦法》徵求意見稿還規定，主承銷商旗下的集合資產管理帳戶也可以參與申購其發行的新股。根據最新規定，“主承銷商管理的集合資產管理計畫等證券投資產品可以參與網上發行，但不得參與詢價和網下配售。”

類似情況還包括“與發行人或主承銷商存在實際控制關係的詢價物件，他們不得參與本次發行股票的詢價、網下配售，但可以參與網上發行”。這項規定代表，一些由發行人或主承銷商控股的基金公司、投資公司，或是由相關機構託管的基金和理財計畫也可以參與新股的網上發行。

## 第二節、《證券發行與承銷管理辦法》內容彙總

《管理辦法》的主要內容可彙總如下：

1. 對在深交所中小板企業板上市的公司，規定可以通過初步詢價直接定價，在主板市場上市的公司必須經過初步詢價和累計投標詢價兩個階段定價，不再強制所有公司都要經過兩個詢價階段。
2. 從國際上通行的做法看，中小企業發行股票一般沒有嚴格的詢價過程，由發行人和承銷商商定價格、實行定價發行的情況較多。中國大陸市場從目前情況看，通過初步詢價確定發行價格區間的環節最為重要，價格區間一旦確定，發行的最高價就被確定。在深圳中小企業板上市的公司目前無一例外均以價格上限發行，累計投標的詢價過程意義不大。由於中小企業公司規模小，融資數量少，機械地套用大盤股的詢價程序，浪費市場資源，降低市場效率，建議採用定價發行方式。考慮到中國大陸市場新興加轉軌的特點，中小企業直接採取定價發行方式的條件尚不成熟，還應通過詢價確定發行價格，但可以對現行的初步詢價和累計投標詢價兩個詢價環節進行適當調整，即允許在中小板上市的公司通過初步詢價確定發行價格，不再進行累計投標詢價。這種安排可使中小企業的發行過程縮短 4 個工作日。
3. 對目前網下累計投標與網上申購分步進行的機制進行調整，規定網下申購與網上申購同步進行。按現行規定，網上申購需在網下定價及配售之後進行。通過初步詢價確定價格區間後，在機構進行累計投標的同時，公眾投資者按照價格區間上限同時繳款申購。累計投標詢價確定的發行價格低於價格區間上限的，差價部分款項退還網上申購的公眾投資者。這一制度安排與香港市場的公開發行流程相同，發行過程較目前程序可縮短 2 個工作日，對於 A 股、H 股同發的公司實現同時確定價格、同時上市非常重要。此外，網下申

購與網上申購同時進行，還使參與網下申購的機構資金不能重複進行網上申購，改變目前機構資金可以在網下、網上重複使用的情況，一定程度上解決了市場關注的公平性問題。

4. 規定所有詢價物件均可自主選擇是否參與初步詢價，主承銷商不得拒絕詢價對象參與初步詢價；只有參與初步詢價的詢價物件才能參與網下申購。這一規定改變了目前由主承銷商選擇初步詢價物件以及確定價格區間後所有詢價物件均可參與網下申購的做法，希望能夠對沒有申購意願的機構隨意報價和不參加初步詢價卻參與網下申購的“搭便車”行為起到一定的約束作用。同時，《管理辦法》還規定，如果在初步詢價階段參與報價的詢價對象不足 20 家，發行 4 億股以上的、參與報價的詢價對象不足 50 家，發行人不得定價並應中止發行。這有利於增強定價的代表性，有利於加強市場對發行人的約束。
5. 規定首次公開發行股票的公司發行規模在 4 億股以上的，可以向戰略投資者配售股票，可以採用“超額配售選擇權（綠鞋）”機制。發行大盤股時引入國際上通行的向戰略投資者配售股票的發行方式，並要求持股鎖定 12 個月以上，有利於吸引長期增量資金進入證券市場，有利於改善投資者結構，同時有利於緩解市場資金壓力、穩定投資者預期，對大盤股實現平穩發行上市有重要作用。同時，為穩定大盤股上市後的股價走勢，防止股價大起大落，保護投資者利益，引進了國際上通行的“綠鞋”機制，授予主承銷商在發行後一段時間內穩定股價的合法手段。“綠鞋”的實施參照中國證監會發佈的《超額配售選擇權試點意見》（證監發[2001]112 號）執行。
6. 如何保護中小投資者利益？發行股票時，既要考慮一級市場的發行價格，也要穩定二級市場的交易價格；既要向機構投資者配售股票，引入長期資金，合理確定價格，防止過度投機，又要照顧中小投資者的申購。
  - a). 新老劃斷後，新股發行從原來的市值配售方式改為資金申購方式，提高中小投資者的新股申購中簽率。
  - b). 發行大盤股時，在引入向戰略投資者和機構投資者配售股票的同時，還設置了在網下配售和網上發行之間的股票回撥機制，即當公眾投資者認購倍數超過一定標準時，將部分網下配售給機構的股份轉配給網上公眾投資者，提高公眾投資者的中簽率。

- c). 針對境內市場中小投資者仍占較大比重的現狀，在新股發行時充分考慮了對中小投資者的股票發行比例。境外成熟市場在發行股票時，一般將90%的股票向機構投資者發行。但考慮到中國大陸市場仍以中小投資者為主的實際情況，目前，在大盤股發行時，一半左右的股票配售給網上公眾投資者；中小盤股發行時，80%的股票配售給網上公眾投資者。向公眾投資者配售股票的比例仍然遠遠高於境外成熟市場。
7. 上市公司配股 券商只能“代銷”。實施多年的券商配股“包銷”業務，即將絕跡。根據最新發佈的《證券發行與承銷管理辦法》徵求意見稿，上市公司配股，證券公司應當採用代銷方式。依照《證券法》第二十八條的規定，證券公司承銷證券共有包銷或代銷兩種方式。中國大陸證券市場上，券商經常採用的多為“包銷”模式，但這個模式顯然需要改變。按照最新規定，股票發行採用代銷方式的，應當在發行公告中揭露發行失敗後的處理措施。股票發行失敗後，主承銷商應當協助發行人按照發行價並加算銀行同期存款利息返還股票認購人。新規定還顯示，上市公司如採用非公開發行股票未採用自行銷售方式的，證券公司也應當採用代銷方式。

### 第三節、《證券發行與承銷管理辦法》之評論

#### 壹、中國大陸 IPO 股票配售機制現狀分析

中國大陸證券市場自誕生以來，新股發行方式經歷了一個不斷探索和完善的過程。從2005年1月1日開始，中國大陸開始實行IPO詢價制度。按照中國證監會發佈的《關於首次公開發行股票試行詢價制度若干問題的通知（徵求意見稿）》規定，詢價分為初步詢價和累計詢價兩個階段。初步詢價階段，發行人和承銷商選擇符合詢價物件條件的機構投資者進行初步詢價；經過初步詢價確定發行價格區間後，詢價對象進行累計投標詢價，公開發行數量在4億股以下的，詢價配售數量應不超過本次發行總量的20%；公開發行數量在4億股以上(含)的，配售數

量應不超過本次發行總量的 50%；最後，根據機構累計投標確定的新股價格向一級市場所有投資者發售。

目前中國大陸所實行的新股發行詢價機制本質上是一種混合發售機制，兼有累計訂單詢價機制和固定價格機制的特點。從成熟市場的經驗對照看，當前我們所採用的詢價機制還存在需要進一步完善的地方：承銷商缺乏新股分配自主權。

在成熟市場的累計訂單詢價機制中，承銷商一般具有對參與詢價的機構投資者自主分配新股份額的權利，承銷商可根據機構的訂單及以往業績來分配股票。而中國大陸的詢價階段，機構投資者給承銷商的價格與其最終獲得股票的份額往往並沒有直接關係，新股的獲得最後還是與投標中的報價直接掛鉤。於是機構詢價配售階段出現了很多奇怪的現象，例如：初步詢價和累計投標時的報價明顯缺乏一致性，有的詢價物件累計投標時的報價甚至根本不在初步詢價時的報價區間內；還有的詢價對象在初步詢價時表示肯定申購，在其初步詢價時的報價區間與最終確定的發行價格區間並無太大差異的情況下，累計投標時放棄申購。這一現象在國航網下認購上表現得尤其明顯。

這種“詢價訂單”與最後獲配份額相脫離的詢價機制，使得機構投資者的新股認購權利與真實報價義務割裂，機構投資者定價職能的發揮往往只能依賴機構投資者的誠通道德，從制度設計的角度來看無疑需要改進。詢價物件數量少、種類單一。

根據當前中國大陸投資銀行的操作，參加初步詢價的機構一般為 20 多家，只有公開發行股數在 4 億股以上的，參與機構才會超過 50 家。從賽局的角度出發，在詢價過程中，如果參與競爭的機構數量較少，則難以實現對新股股價資訊的真實反映。從中國大陸現階段的詢價制度安排看，詢價階段往往可能成為機構投資者為牟取利益操縱股價的最佳時機之一。

自從 1997 年 12 月證券監管機構提出禁止證券經營機構經營自己承銷股票的通知後，主承銷商便完全淡出新股申購，近 10 年來一直是機構投資者獨佔新股申購特權。中小投資者等其他投資主體由於自身專業限制及政策約束無緣新股詢價申

購，而詢價物件的單一性往往難以充分反映市場對新股的整體需求與評價。詢價階段配售份額較少。

按照中國香港混合發售機制的經驗，新股發行分為國際機構配售和公眾認購兩個部分，國際部分一般占 85%以上，機構投資者在詢價階段中獲得了申購份額，就不再參與公眾認購階段。而當前中國大陸市場的情況是，公開發行數量在 4 億股以下的，詢價配售數量不超過本次發行總量的 20%；公開發行數量在 4 億股以上(含)的，配售數量不超過本次發行總量的 50%。也就是說詢價機構以不足 20%(50%)的股票份額決定了全部股票的價格，不利於實現充分的價格發現，如果詢價機構對某只股票有很大需求，機構之間的競爭會推高定價，公眾發售部分被動接受相對較高的價格。新股發行方式單一。

目前中國大陸採用的新股詢價制度普遍應用于所有的發行上市公司，其中既包括實力雄厚的大型企業，也包括中小企業。然而，這種高成本發行方式並不適用於像中小企業這樣資金數量少、發行規模小的上市公司。初步詢價、累計投標詢價過程中，資訊的搜集、分析整理及路演將會耗費巨大的資金和精力，對大型企業來說已經是一個負擔，對中小板的上市企業則更是如此。缺少新股發行輔助機制。

國際市場上新股發行回撥機制以及“綠鞋期權”等新股發行配套機制的應用都已經很成熟，這無疑有助於市場的供求平衡及機構投資者與中小投資者之間利益的平衡。例如中國香港市場的股票回撥機制：當公開認購部分的超額認購超過某一比率，則原本分配給國際配售部分的一部分股份會被撥入公開認購部分，以滿足公開認購者的需求；相反，當價格偏高時，公開認購部分的認購率就會不足，承銷商亦會將公開認購部分的股份回撥到國際配售部分，平衡了機構和公眾投資者的利益。而“綠鞋期權”可以調節發行新股的需求與供給，滿足了部分未購得新股投資者的需求，也保護了已購得新股投資者的權益。而中國內地這些配套機制的應用方面還不足，或者缺少這樣的機制或者曾經提出卻應用極少，使得在協調投資者權益方面少了很多有效的工具。監管懲罰力度有待加強。

雖然當前中國內地證券市場已初步建立了市場化特色的新股詢價制度，然而至今卻沒有明確的法律法規，來規範詢價物件的報價行為。詢價物件故意隱瞞需求資訊，隨意報價、違反報價制度以牟取個人利益的現象缺乏足夠有效的約束手段，以致新股詢價制度難以有效發揮其應有功效。

## 貳、兩類新股投資者

在新股發行過程中，價格的決定是至關重要的環節。在資訊不對稱的市場環境下，如何更充分地掌握市場訊息，瞭解上市公司經營業績是準確估計新股價格的關鍵。機構投資者具有相對較強的資訊收集、甄別能力和經驗，通過對上市公司和市場訊息的挖掘處理，瞭解發行企業市場價值的期望值範圍，能對新股價格做出更有價值的評價。這一點對保證新股發行價格更加真實有效地反映上市公司價值至關重要。目前世界各國普遍採用的市場化定價方式，如累計投標詢價制度，通常把機構投資者作為主要的詢價對象，並以他們提供的價格和需求資訊為依據決定新股發行價格。

通常來說，機構投資者的持股期限相對較長，有利於保持股價穩定。一方面，由於受契約的限制，機構投資者（尤其是戰略投資者）不得不更加重視長期收益。另一方面，受資金規模巨大、周轉速度慢等因素制約，機構投資者往往強調利用資金的規模效應，通過對優質公司進行投資獲利。

在新股發行定價中，機構投資者因其資訊和資金優勢能相對準確地判斷市場需求狀況，從而成為定價的重要參與者。發行者也需要給機構投資者一定的利益作為詢價的“對價”，如詢價配售權等。另一方面，機構投資者希望能以較低的價格購買新股，以較低的成本獲取更大的收益，從而有可能故意報低價格。

為了鼓勵機構投資者真實地反映價格資訊，發行制度安排應給預報出真實價格的機構獲得額外利益作為獎勵，並讓虛報價格的機構受到損失作為懲罰。例如在累計詢價機制中讓詢價機構獨立報價，當報價處於最終價格區間外就無法獲得配

售，並對明顯惡意報價機構進行記錄作為下次配售的參考依據。而處在最終價格區間的機構按自己申報的價格配售股份，從而消除了“搭便車”的動機。另外，對於多次在新股發行中發揮重要作用的機構，在新股發售份額不足時應重點保護其利益，從而形成機構投資者報價中的懲賞機制。

如果配售給機構投資者的利益過小，就可能失去了真實報價的動力。因此，配售給機構投資者的股份應占發行額的大部分，中國香港市場配售給機構投資者的股份一般占到發行總額的 85%~90%。另外，用占大部分比例的股份作為詢價對象也會讓整個股價具有合理的定價基礎。

機構投資者的定價能力及可能發揮的穩定市場的功能，在新股發行中需要通過合理的制度安排才能顯現出來。一方面，各個市場對於配售給機構投資者的股票都有一定的流轉限制期，抑制機構投資者利用一、二級市場短期價差來賺取短期利益。另一方面，機構投資者中有一部分是戰略投資者，這也有利於降低股價波動，保持股市穩定。從利益角度來看，如果股價波動劇烈，風險較大，損失最大的也是持有股票份額較大

## 參、如何平衡不同投資者的權益

累計訂單詢價制通常被用來發售融資規模較大的上市專案，對於融資規模較小的上市專案，沒有必要一定進行詢價這一過程。在美國，一些規模較小的上市公司通常更傾向於採用盡力推銷方式。

關於如何平衡新股發行中機構投資者和中小投資者的利益，不同的市場採取了很多措施，實際效果參差不齊。這些做法除了具體的監管措施之外，主要集中在新股發售機制及相關輔助措施上。目前，世界上採用的 IPO 發售機制及協調兩類投資者利益關係的措施主要有：累計訂單詢價機制。

累計訂單詢價機制在平衡投資者權利與義務方面確實有其獨到的優勢。累計訂單詢價機制能夠很好平衡機構投資者權利與義務的關鍵之一，在於承銷商擁有股票

的分配權，以自由分配股票作保證，鼓勵投資者提供更多真實的定價資訊和真實需求，以求更準確地確定新股價格。正是由於累計訂單詢價機制這種獨到的作用，逐漸有美、加、英、德、瑞、日、澳等主要發達國家都採用這種方式作為本國首要發售方式，佔據了全球範圍內大多數最重要的資本市場，另外還有很多採用混合發售機制的國家也都以累計訂單詢價機制作為定價的基本。各地區 IPO 首要發售機制採用情況，也都是以累計詢價法為主的混合機制。

由於各種發售機制各有特點，很多市場開始針對本市場特點實施混合發售方法。以中國香港為例，香港傳統的首次公開發行方式是固定價格發行，因為過高的超額認購水準，香港在 1993 年開始允許使用累計訂單詢價機制。而固定價格發行方式非常受中小投資者的歡迎，因此香港就採用了累計訂單詢價方式和固定價格機制並行的混合發售機制。自由選擇新股發行方式。

從各市場的經驗來看，其慣例往往是允許承銷商和發行人自由選擇發售機制。即便是累計訂單詢價機制占絕對主導地位的美國，管理當局也允許使用其他幾種發售機制。一般而言，累計訂單詢價制通常被用來發售融資規模較大的上市專案，對於融資規模較小的上市專案，沒有必要一定進行詢價這一過程。在美國，一些規模較小的上市公司通常更傾向於採用代銷（best-effort underwriting）。這一固定價格機制，這樣不但避免累計訂單詢價制中較高的固定成本，同時也避免了大份額向詢價機構配售，中小投資者需求無法滿足的情況。而在合適的情況下，拍賣方式也能成為一種合理的補充。在一些存在漲跌停板限制的國家間，讓上市後較長時間無漲跌幅限制的拍賣活動，可以補充市場化的價格行為。

在香港，普通投資者享有新股發行最低認購比例和基本的配售保障，並可以選擇認購或配售方式。根據香港《上市規則》第 8.08 條規定：無論何時，任何類別的上市公司均須有一指定的最低百分比由公眾人士所持有。在申購新股時，無論資金大小、中簽與否，每一個有效申購帳戶至少配售 1 手。另外，中國香港市場對參與詢價的資格未作限制，不僅是全球的機構投資者，有實力的散戶也可以個人名義參與詢價並成為戰略投資者，能兼顧到各類投資者的利益。超額配售選擇權。

超額配售選擇權（即“綠鞋期權”）是發行人賦予承銷商的一項權力，獲此授權的主承銷商可以在既定發行規模之外額外發行一定數量的股份（通常不超過發行數量的 15%）。在“超額配售選擇權”行使期間，如果股票市價跌破發行價時，主承銷商可以從二級市場購回多售出的股票，從而達到支援股價的目的；如果超額認購很大，股票市價高於發行價，則主承銷商可額外發行一定量的股份。這樣，通過運用“超額配售選擇權”，既維護了市場股價的相對穩定，也滿足了未能申購到新股的投資者的投資需求。

## 肆、中國大陸詢價制度的討論

參照國際經驗，中國大陸現行的 20%（或 50%）的限額無疑是很低的。詢價機構以不足 20%（或 50%）的股份來決定 100% 股票的價格也是不合理的。

### ■ 要賦予主承銷商一定的股票分配自主權：

如果承銷商擁有一定的股票分配自主權，那它就可以向那些提供真實股價資訊的機構傾斜，或者向曾經在認購消極情況下依然能積極認購的機構予以傾斜，逐步形成一種良好的長期合作關係。逐步提高詢價機構配售比例。

參照國際主要 IPO 市場向詢價機構投資者配售比例，當前現行的 20%（或 50%）的限額無疑是很低的。詢價機構以不足 20%（或 50%）的股份來決定 100% 股票的價格也是不合理的。

### ■ 建立多層次的機構投資者詢價行為評價體系

機構投資者在詢價發行過程中，發揮著至關重要的作用。應根據機構投資者在初次詢價與配售中的表現及後市行為：例如是否經常參與初次詢價；是否如實反映市場需求和價格資訊；報價與配售時的申購表現是否一致；投資者的持股期限等，建立一套多層次約束的機構投資者評價體系，定期公佈評價結果。對專業能力強的詢價機構應給予鼓勵政策，對專業水準較差的詢價投資者進行限制甚至剔除出詢價隊伍。擴大詢價物件數量和種類。

雖然累計訂單詢價機制在新股定價方面有其獨到的優勢，但從公司角度來講，決定股票發售機制的影響因素之一主要是公司上市的成本。如果採用累積計訂單詢價機制，則主承銷商將要進行路演及詢價等步驟，這些成本對那些規模較小的中小企業板上市公司來講是相當高的，因此對於這類上市企業，可以適度修改詢價過程。在保證詢價物件如實反映需求狀況和價格資訊的前提下，可以適當考慮將現有的詢價制度化繁為簡，僅保留初步詢價階段從而保證準確估測新股價格。另外，擴大詢價對象的種類和數量，對於主承銷商而言，除自營業務之外，其餘承銷團成員可以參與發行股票的詢價與申購，而主承銷商的資產管理業務參與詢價與新股詢價申購也應放開。引入輔助性平衡機制。

當前中國大陸的資本市場還是一個新興加轉軌的市場，個人投資者所占的比重還相對較大，因此在實行詢價機制發揮機構投資者功能的同時，也必須平衡考慮中小投資者的利益。針對這一情況，可以引入回撥機制、“綠鞋期權”等實現對新股供需的調整。

## 附錄二：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<sup>9</sup>

### 第二節 詢價圈購配售

第 40 條 已上市、上櫃公司現金增資全數提出承銷，且對外公開銷售部分全數辦理詢價圈購配售者，應於訂價及向本公會申報承銷契約後辦理下列事項：

- 一、第一天：刊登承銷公告，寄發公開說明書及通知繳款。
- 二、第二天：繳款日，暨未獲配售之圈購保證金退款日。
- 三、第三天：特定人繳款；發行人向證交所或櫃檯中心申請股款繳納憑證上市或上櫃。
- 四、第四天：承銷商餘額包銷；完成股東名冊整理。
- 五、第五天：股款繳納憑證上市或上櫃公告。
- 六、第六天：發放股款繳納憑證並上市或上櫃。

前項各款所定日期，遇星期例假日或金融機關停止營業日得順延一天，其後續日期得併予順延。

第一項所述日期如有必要時，得報經本公會核准後變更之。

已上市、上櫃公司辦理現金增資案件，除保留由公司員、工承購部分外，其餘全數提出承銷且對外公開銷售部分全數辦理詢價圈購配售者，如公司員、工承購部分能配合第一項繳款期間繳款者，得適用第一項規定辦理。依第一項辦理者，得優先配售予原股東，但仍應受第二十七條、第三十六條及第四十三條之一第二項規定限制。

圈購人遞交圈購單時，證券商得向圈購人收取所圈購金額之百分之二十以下之圈購保證金。

第一項第二款所稱未獲配售之圈購保證金，係指未獲配售之圈購人所繳圈購保證金，及獲配售圈購人所繳圈購保證金超過所配得有價證券應繳價款部分之保證金。

第一項第二款圈購人繳款應扣除依前項規定予以退款（或不予退款）後賸餘之圈購保證金後為之。認購人不如期履行繳款義務者，證券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。

證券商依第六項規定於收取圈購保證金時，應依第十二條第四項規定辦理。

第 41 條 依第二十一條、第二十二條及第二十二條之一（依前條辦理之承銷案件除外）且全數以詢價圈購方式辦理之承銷案件，應於訂價及向本公會申報承銷契約後，辦理下列事項：

- 一、第一天：刊登承銷公告及開始寄發認購通知書、公開說明書、相關應募書及通知繳款。
- 二、第二天：繳款日，暨未獲配售之圈購保證金退款日。
- 三、第三天：特定人繳款；發行人向證交所或櫃檯中心申請有價證券上市

<sup>9</sup>主要規定在第 40 條之後。另外"自律規則"有原則性規範。法規來源：  
<http://www.selaw.com.tw/>。

或上櫃。

四、第四天：承銷商餘額包銷；完成相關名冊整理。

五、第五天：有價證券上市或上櫃公告。

六、第六天：發放有價證券並上市或上櫃。

依第二十二條第四款辦理之承銷案件，免辦理前項第四款、第五款及第六款向證交所或櫃檯中心申請上市或上櫃之規定。

第一項各款所定日期遇星期例假日或金融機關停止營業日得順延一天，其後續日期得併予順延。

第一項所述日期如有必要時，得報經本公會核准後變更之。

依第二十一條辦理之承銷案件，圈購人遞交圈購單時，證券承銷商得向圈購人收取所圈購金額之全部或部分價金為圈購保證金。

第一項第二款所稱未獲配售之圈購保證金，係指未獲配售之圈購人所繳圈購保證金，及獲配售圈購人所繳圈購保證金超過所配得有價證券應繳價款部分之保證金。

第一項第二款圈購人繳款應扣除依前項規定予以退款（或不予退款）後賸餘之圈購保證金後為之。認購人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。

證券承銷商依第五項規定於收取圈購保證金時，應依第十二條第四項規定辦理。

#### 第 42 條

依第二十二條（依前條辦理之承銷案件除外）對外公開銷售採部分詢價圈購部分公開申購案件，應於向本公會申報承銷契約後，辦理下列事項：

一、第一天：刊登圈購配售公告（公開申購承銷公告應併同辦理），開始寄發認購通知書、公開說明書及通知繳款。

二、繳款期間：繳款截止日應與第五十三條第一項第五款申購處理費、預扣認購價款及郵寄工本費解交日一致。

前項各款所定日期遇星期例假日或金融機關停止營業日得順延一天，其後續日期得併予順延。

第一項所述日期如有必要時，得報經本公會核准後變更之。

圈購人遞交圈購單時，證券承銷商得向圈購人收取所圈購金額之全部或部分價金為圈購保證金；第一項第二款認購人之繳款應扣除圈購保證金後為之；認購人不如期履行繳款義務者，證券承銷商就該圈購保證金得沒入之。

前項證券承銷商於接受認購人繳交圈購保證金時，應依第十二條第四項規定辦理。

#### 第 42-1 條

依第二十一條及第二十一條之一同時以詢價圈購及公開申購配售方式辦理之初次上市、上櫃前之承銷案件，公開申購案件，應於向本公會申報詢價圈購約定書後第二個營業日起，辦理下列事項：

一、第一天：刊登詢價公告（公開申購配售公告應併同辦理）及開始受理詢價圈購。

二、第二天：公開申購開始日。

三、第四天：詢價圈購及公開申購截止日暨申購人申購處理費、認購價款（按詢價圈購預計承銷價格可能範圍之上限計算）及中籤通知郵寄工本費繳存往來銀行截止日。

#### 四、第五天：

- (一) 訂定承銷價格，主辦承銷商並應將實際承銷價格，於當日上午十二時三十分前通知證交所及本公會，證交所並於當日下午一時三十分以後揭露於證交所網站並傳送經紀商。
- (二) 依證交所彙整之公開申購數量計算申購倍數，調整詢價圈購及公開申購之數量。
- (三) 辦理詢價圈購配售。
- (四) 簽訂承銷契約。
- (五) 申購處理費、認購價款及中籤通知郵寄工本費扣繳日，暨經紀商之往來銀行辦理申購人申購處理費、認購價款及中籤通知郵寄工本費扣繳事宜。

#### 五、第六天：

- (一) 公開抽籤日。由證交所辦理公開抽籤，證交所應做成中籤資料回報各收件經紀商，並彙報主辦承銷商，以供申購人查閱。
- (二) 向本公會報備承銷契約。
- (三) 寄發配售通知、公開說明書及通知繳款。

#### 六、第七天：

- (一) 辦理承銷配售公告。
- (二) 圈購人繳款。
- (三) 申購處理費、認購價款（依實際承銷價格計算之）及郵寄工本費解交日。
- (四) 經紀商辦理無息退回未中籤人之預扣認購價款及郵寄工本費，未中籤人之申購處理費不予退回。
- (五) 主辦承銷商訂定之承銷價格與預扣價款如有差額，經紀商辦理無息退回中籤人之預扣承銷價款與實際承銷價款差額之退款作業。
- (六) 承銷商應將中籤通知書及公開說明書（或應募書）以限時掛號寄發各中籤人。
- (七) 發行人向證交所或櫃檯中心申請有價證券上市或上櫃。

#### 七、第八天：

特定人繳款（主辦承銷商應於當日中午十二時前確認特定人已繳交價款）或承銷商自行認購。

#### 八、第九天：

- (一) 完成股東名冊整理。
- (二) 發行人將價款繳納憑證送交集中保管結算所，或申請上市（櫃）公司將股票送存集中保管結算所。
- (三) 有價證券掛牌上市或上櫃公告。

#### 九、第十天：

有價證券上市或上櫃。

前項各款所定日期，遇星期例假日或金融機關停止營業日得順延一天，其後續日期得併予順延。

第一項所述日期如有必要時，得報經本公會核准後變更之。

圈購人遞交圈購單時，證券承銷商得向圈購人收取所圈購金額之全部或部分價金為圈購保證金；第一項第六款第二目認購人之繳款應扣除圈購保證金後為之；認購人不如期履行繳款義務者，證券承銷商就該圈購保證金得

沒入之。

前項證券承銷商於接受認購人繳交圈購保證金時，應依第十二條第四項規定辦理。

承銷商於確定詢價圈購配售名單時，得要求獲配售之圈購人全額繳交承銷價款，如圈購人未依規定辦理者，承銷商得取消其配售資格。

承銷商於證交所依第一項第四款第一目規定，將實際承銷價格揭露於網站前，不得對外揭露實際承銷價格。

如因圈購數量不足致無法完成訂價時，主辦承銷商應於第一項第四款規定之時點通知證交所及本公會，證交所將不辦理公開抽籤，經紀商應於次一營業日無息退回申購人之預扣承銷價款及中籤通知郵寄工本費，惟申購處理費不予退回；經紀商並於同日辦理申購處理費解交作業。

**第 43 條** 普通公司債、未涉及股權之金融債券及依第二十二條第三款、第四款、第二十二條之一第二款、第三款規定辦理之承銷案件，證券承銷商受理詢價圈購之對象，準用第三十五條及第三十六條第八款、第九款之規定，證券承銷商並應取得圈購人出具之符合銷售對象規定之聲明書。  
證券承銷商就配售後未繳款部分另洽特定人認購之對象，準用前項規定。

**第 43-1 條** 證券商辦理初次上市、上櫃承銷案件，受理詢價圈購之對象，除準用第三十五條、第三十六條之規定外，如有下列各款之人參與詢價圈購，應拒絕之，證券承銷商並應取得圈購人出具之符合銷售對象規定之聲明書：

- 一、發行公司之員工。
- 二、與承銷商有承銷業務往來公司之董事、監察人、經理人及其配偶及子女。
- 三、承銷商本身所屬金融控股公司及該金融控股公司其他子公司；惟同屬金融控股公司之證券投資信託公司募集之證券投資信託基金則不在此限。
- 四、承銷商本身所屬金融控股公司及該金融控股公司其他子公司之董事、監事、經理人及其配偶及子女。
- 五、與發行公司、承銷商具實質關係者。
- 六、前各款之人利用他人名義參與應募者（指具證券交易法施行細則第二條規定要件等之實質關係人）。

證券商辦理已上市、上櫃公司現金增資或募集具股權性質之公司債或金融債承銷案件，受理詢價圈購之對象，準用前項規定，惟得不受前項第一款、第二款之限制。

證券承銷商就配售後未繳款部分另洽特定人認購之對象，準用第一項及第二項之規定。

**第 44 條** 圈購人參與第四十條規定辦理之詢價圈購承銷案件，或依第三十一條第二項規定辦理之全數提出洽商銷售之認購（售）權證承銷案件，應先依台灣證券集中保管股份有限公司（簡稱集保公司）業務操作辦法規定，申請開設保管劃撥帳戶，並於認購繳款時提供本人帳號，俾便辦理有價證券發放。

**第 45 條** 一般圈購資料證券商應於配售後保存三十天，不合格件或獲配售人之圈購資料應於配售後保存一年備查。惟金管會及本公會得視需要要求延長保存

期限。

證券承銷商應要求代收銀行出具認購人之有價證券繳款明細證明資料，並保存五年備查。

第 46 條 證券承銷商依第二十六條第二項規定得與證券經紀商訂定詢價圈購分銷（以下簡稱分銷）有價證券契約，銷售有價證券，並委託其處理有價證券之申購及其他銷售事務。

第 47 條 證券承銷商委託證券經紀商分銷其承銷之證券時，分銷價格應與承銷價格一致。

第 48 條 證券承銷商委託證券經紀商分銷有價證券，應訂定證券分銷契約。

第 49 條 證券經紀商應將分銷認購人名冊，及認購之股份數目，報告予委託其分銷之承銷商。

第 50 條 證券經紀商或其業務人員於辦理分銷業務時，應遵守左列規定：  
一、應就有價證券之發行條件、營運概況、財務概況等有關事項，提供公開說明書稿本及相關資料，供申購人參考。  
二、不得就有價證券之投資報酬率，對申購人作任何保證或承諾。  
三、對顯無支付能力之申購人，不得媒介與證券承銷商訂約。  
四、不得對投資人為不當之認購勸誘。  
五、其他經金管會禁止之事項。

第 51 條 證券經紀商分銷之手續費，由委託之證券承銷商與受委託之證券經紀商共同議定之。

### 第三節 公開申購配售

第 52 條 下列承銷案件應以公開申購配售方式辦理：  
一、非依第六條第二項、第二十二條、第二十二條之一第二款及第三款、第三十一條規定辦理及已上市、上櫃公司辦理現金增資非全數提出承銷之承銷案件，對外公開銷售部分應全數以公開申購配售者。  
二、依第七條規定對外公開銷售部分採部分競價拍賣辦理之承銷案件，其餘數應以公開申購配售者。  
三、依第二十一條、第二十二條規定對外公開銷售部分採部分詢價圈購辦理之承銷案件，其餘數應以公開申購配售者。  
四、依第三十一條第一項規定採部分洽商銷售辦理之承銷案件，其餘數應以公開申購配售者。  
五、公營事業及依其他法令規定辦理初次上市、上櫃對外公開銷售未依第六條採競價拍賣或依第二十一條採詢價圈購辦理承銷者。  
六、公營事業及依證交所「有價證券上市審查準則」第六條、第六條之一或櫃檯買賣中心「參與公共建設之民間機構申請股票上櫃之補充規定」，辦理股票初次上市、上櫃採全數公開申購配售之承銷案件，其過額配售部分，未採洽商銷售方式辦理者，應採公開申購配售者。

第 52-1 條 同時以詢價圈購及公開申購配售方式辦理初次上市、上櫃前之承銷案件，主辦承銷商應於受理申購前一營業日於日報辦理公開申購公告，並於受理申購前三營業日，併同依第二十四條規定辦理之詢價公告，以書面及電子

媒體方式向本公會申報，其公告內容，應包括下列事項：

- 一、公開申購期間。
- 二、載明下列申購人之權利及義務應注意事項：
  - (一) 申購人須開立交易戶、集中保管帳戶及銀行帳戶。
  - (二) 申購人須與款項劃撥銀行簽訂契約。
  - (三) 申購人投件時，銀行存款餘額應足以支付申購處理費、中籤通知郵寄工本費及以詢價圈購預計承銷價格可能範圍之上限繳交之認購價款。
  - (四) 公開說明書之揭露方式，並敘明公開說明書係以詢價圈購預計承銷價格之可能範圍揭露承銷價格及後續承銷價格訂定之查詢方式。
  - (五) 如有數個有價證券承銷案於同一天截止申購，當申購人投件參與其中一個以上案件時，銀行存款之扣款應以所申購有價證券處理費、中籤通知郵寄工本費及認購價款之合計總額為準。
- 三、申購人不得重複申購。
- 四、經中籤後不能放棄認購及要求退還價款，申購前應審慎評估。
- 五、未中籤人及實際承銷價格低於詢價圈購價格上限時，中籤人之退款作業。
- 六、申購及中籤名冊之查詢管道。
- 七、申購處理費、中籤通知郵寄工本費及認購價款繳存截止日。
- 八、申購人申購總數量（以公開申購截止日經紀商傳輸證交所之最後確認申購總數量認定之）超過公開申購配售數量達一定倍數時，公開申購數量之調整情形。
- 九、訂定承銷價格之日期。
- 十、有價證券預定上市、上櫃日期。
- 十一、如因圈購數量不足致無法完成訂價時，應重新辦理詢價圈購，證交所將不辦理公開抽籤，經紀商應於申購截止日後次二營業日將申購人之中籤通知郵寄工本費及申購有價證券價款均不加計利息予以退回，惟申購處理費不予退回。

### 第 53 條

除同時以詢價圈購及公開申購配售方式辦理初次上市、上櫃前之承銷案件外，以公開申購配售辦理承銷，應於向本公會申報承銷契約後，並依下列期限辦理有關申購、預扣價款及中籤通知等事項：

- 一、第一天：刊登承銷公告暨申購開始日。
- 二、第三天：申購截止日，暨申購人申購處理費、認購價款及中籤通知郵寄工本費繳存往來銀行截止日。
- 三、第四天：申購處理費、認購價款及中籤通知郵寄工本費扣繳日，暨經紀商之往來銀行辦理申購人申購處理費、認購價款及中籤通知郵寄工本費扣繳事宜。
- 四、第五天：公開抽籤日。由證交所辦理公開抽籤，證交所應做成中籤資料回報各收件經紀商，並彙報主辦承銷商，以供申購人查閱。
- 五、第六天：  
申購處理費、預扣認購價款及郵寄工本費解交日。  
經紀商辦理無息退回未中籤人之預扣認購價款及郵寄工本費，未中籤人之申購處理費不予退回。

承銷商應將中籤通知書及公開說明書（或應募書）以限時掛號寄發各中籤人。

申購人應於申購期間每日上午九時至下午二時至經紀商營業處所填送或以電話委託經紀商代填申購委託書（格式如附件七），或於申購期間內至截止日下午二時止以網際網路方式填送申購委託書。

申購期間每日經紀商應將截至前一日止之申購資料備置於營業廳，以供申購人查詢，或提供語音查詢、或電腦查詢。

第一項第二款、第三款、第四款及第五款所定日期，遇星期例假日或金融機關停止營業日得順延一天，其後續日期得併予順延。

第一項所述日期如有必要時，得報經本公會核准後變更之。

中籤通知郵寄工本費標準，由本公會另訂之。惟因中籤通知書送達等問題對於中籤人所受損害部分，證券商應對該部分負賠償責任，但非屬證券商作業疏失者，不適用之。

第一項有關證券商辦理公開申購配售作業之處理程序，由本公會另訂之。申購數量如未超過銷售數量，所有合格之申購人均視為中籤人，免辦理公開抽籤。

申購人經向經紀商委託申購後，申購委託書不得撤回或更改。

第 54 條 證券商受理公開申購配售之對象以中華民國國民為限。

第 55 條 主辦承銷商應負責承銷公告之辦理，經紀商應於營業處所備置承銷公告及申購委託書免費供投資人索取，其承銷公告得自本公會網站下載或自行於日報影印之；投資人得影印或自行印製規格尺寸相當之申購委託書，辦理申購。

第 56 條 申購人就每一種有價證券之公開申購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。每件處理費新台幣二十元，處理費由接受申購之經紀商通知往來銀行依第四十二條之一或第五十三條所訂日期，自申購人銀行帳戶扣繳。

第 57 條 經紀商辦理申購人委託申購業務應於往來銀行開設專戶，處理申購人之處理費、中籤通知郵寄工本費及認購人之價款，該專戶之款項不得流用。

第 58 條 申購人有下列各款情事之一者，經紀商不得受託申購，已受理者應予剔除：

- 一、於所委託申購之經紀商未開立交易戶、款項劃撥銀行帳戶或集中保管帳戶者。
- 二、未與經紀商指定之往來銀行就公開申購相關款項扣繳事宜簽訂委託契約者。
- 三、未於規定期限內申購者。
- 四、申購委託書應填寫之各項資料未經填妥或資料不實者。
- 五、申購委託書未經簽名或蓋章者，惟以電話或網際網路委託者不在此限。
- 六、申購人款項劃撥銀行帳戶之存款餘額，低於所申購有價證券處理費、認購價款及中籤通知郵寄工本費之合計金額者。
- 七、利用或冒用他人名義申購者。

經紀商應就前項各款所訂事項確實查證。

第 59 條 證券經紀商於受託申購後，應將申購委託書資料逐日以整批檔案傳輸方式或終端機鍵入方式輸入證交所電腦系統。證交所應於抽籤前，將銀行存款不足無法如期扣繳處理費、認購價款、中籤通知郵寄工本費之合計金額及重複申購之資料予以剔除，已扣繳處理費不予退還。

證交所應將前項合格申購人及不合格申購人清冊於公開抽籤日，分別備置於本公會、證交所、主辦承銷商及經紀商（限所受託部分）營業處所供查閱。

第一項所述重複申購者，由證券承銷商於承銷期間截止後一週內以掛號函件通知申購人。

第 60 條 申購數量超過銷售數量者，由證交所以公開方式就合格件辦理電腦抽籤，並由證交所邀請本公會等有關團體代表暨發行公司代表共同監督。證交所辦理公開抽籤時，應請公證人員進行抽籤。

第 61 條 公開申購配售之包銷案件，承銷團就申購數量未達銷售數量之差額部分得由承銷團洽特定人認購或承銷團自行認購。

前項承銷團自行認購部分，其他法令另有禁止規定者，或屬未上市（櫃）承銷案件者，得不適用前項自行認購之規定，並由承銷團洽特定人認購之。

第一項、第二項承銷團洽特定人認購，應以第三十五條所列之人為限及不得有第三十六條、第四十三條之一所列之人為銷售對象。

第 62 條 已上市或上櫃公司辦理現金增資、及以發行公司債或台灣存託憑證方式辦理公開申購承銷案件，於依第五十三條第一項規定完成認購人申購、預扣價款及中籤通知等事宜後，證券商等相關單位應依下列期限辦理上市或上櫃作業：

一、第七天：洽特定人認購。

二、第八天：

（一）承銷商餘額包銷。

（二）發行人以價款繳納憑證向證交所或櫃檯中心申請掛牌上市或上櫃。

三、第九天：

（一）完成股東（或債權人）名冊整理。

（二）發行人將價款繳納憑證送交集保結算所。

四、第十天：有價證券掛牌上市或上櫃公告。

五、第十一天：

（一）集保公司劃撥有價證券至認購人集保帳戶。

（二）有價證券上市或上櫃。

前項所定日期，遇星期例假日或金融機關停止營業日得順延一天，其後續日期得併予順延。

第一項所述日期如有必要時，得報經本公會核准後變更之。

第 63 條 以已發行股票辦理初次上市或初次上櫃之公開申購配售承銷案件，於依第五十三條第一項規定完成認購人申購、預扣價款及中籤通知等事宜後，證券商等相關單位應依下列期限辦理上市或上櫃作業：

一、第七天：洽特定人認購。

二、第八天：

- (一) 承銷商餘額包銷。
- (二) 申請上市(櫃)公司向證交所或櫃檯中心申請掛牌上市或上櫃。

三、第九天：

- (一) 完成股東名冊整理。
- (二) 申請上市(櫃)公司將股票送存集保公司。

四、第十天：股票掛牌上市或上櫃公告。

五、第十一天：

- (一) 集保公司劃撥有價證券至認購人集保帳戶。
- (二) 股票上市或上櫃。

前項所定日期，遇星期例假日或金融機關停止營業日得順延一天，其後續日期得併予順延。

第一項所述日期如有必要時，得報經本公會核准後變更之。

第 64 條 依公開申購配售方式辦理之公開招募案件，於依第五十三條第一項規定完成認購人申購、預扣價款及中籤通知等事宜後，證券商等相關單位應辦理下列事項：

- 一、第七天：洽特定人認購。
- 二、第八天：承銷商餘額包銷。
- 三、第九天：有價證券持有人將承銷有價證券送存集保公司。
- 四、第十天：集保公司劃撥有價證券至認購人集保帳戶；認購人得就所認購承銷有價證券進行交易。

前項所定日期，遇星期例假日或金融機關停止營業日得順延一天，其後續日期得併予順延。

第一項所述日期如有必要時，得報經本公會核准後變更之。

第 65 條 未上市(櫃)現金增資之公開申購配售案件，於依第五十三條第一項規定完成認購人申購、預扣價款及中籤通知等事宜後，證券商應於第八天辦理洽特定人認購或於第九天承銷商餘額包銷，主辦承銷商並應於發行公司有價證券製作完竣後，會同發行公司將有價證券送交集保公司轉撥入認購人集保帳戶，或得準用第七十五條規定辦理有價證券之發放。

第 66 條 抽籤完畢，證交所應即列印承銷日報表公布之，並以電子檔方式傳送證券商承銷商。

第 67 條 中籤後如發現有中籤人未開立或事後註銷交易戶、款項劃撥銀行帳戶或集中保管帳戶情事，致後續作業無法執行者，應取消其中籤資格，該部分有價證券應依第六十一條規定，由承銷商洽特定人或自行認購之。

第 68 條 抽籤當日監督人員監督事項如左：

- 一 抽籤代表是否按規定操作程序進行。
- 二 抽籤現場之秩序。

第 69 條 證交所辦理電腦公開抽籤時，得視合格申購件數或銷售數量之多寡於數部終端機同時辦理之。

第 70 條 一般申購資料證券商應於中籤公布後保存三十天，不合格件或中籤人申購資料應於公布後保存九十天備查。惟金管會及本公會得視需要要求延長保存期限。

證交所應將申購資料保存五年。

第 71 條 第三十七條及第三十八條之規定，於公開申購配售承銷案件準用之。

#### 第四節 洽商銷售配售

第 72 條 證券承銷商洽商銷售有價證券，應於承銷期間內為之。

證券承銷商應要求代收銀行出具認購人之有價證券繳款明細證明資料，並保存五年備查。

證券承銷商應將配售資料保存五年。惟金管會及本公會得視需要要求延長保存期限。

第 73 條 普通公司債、金融債券及附認股權公司債承銷案件，證券承銷商洽商銷售之對象準用第三十五條、第三十六條之規定。

認購(售)權證承銷案件之銷售對象依「台灣證券交易所股份有限公司認購(售)權證上市審查準則」之規定辦理。

不動產資產信託受益證券、受託機構公開招募受益證券或特殊目的公司公開招募資產基礎證券承銷案件，證券承銷商洽商銷售之對象準用第三十五條、第三十六條之規定，但不受第三十六條第一款至第七款之限制。

普通股股票初次上市、上櫃案件，其過額配售部分採洽商銷售辦理者，證券承銷商洽商銷售之對象準用第三十五條、第三十六條之規定。

第 74 條 證券承銷商以洽商銷售辦理承銷，應於認購人認購前交付公開說明書。

#### 第四章 有價證券之發放

##### 第一節 競價拍賣配售

第 75 條 證券承銷商競價拍賣有價證券之發放，除部分競價拍賣部分公開申購配售案件外，應於開始日一個月內由證券承銷商自行辦理，並應於有價證券領取通知單上蓋承辦人及主管印章；逾期未領者移由發行公司或其股務代理機構辦理。其發放依左列方式為之：

- 一 發現得標人之投標書、申購書或繳款書所填寫之姓名(法人為法人名稱)、國民身分證統一編號(法人為稅籍統一編號)與國民身分證正本(法人為公司登記證明文件影本)所記載內容有不符情事時，應取消其得標資格。
- 二 認購人親自或以郵寄領取時，應憑有價證券繳款證明文件、印鑑、本人國民身分證正本(法人為公司登記證明文件影本)；委託他人代領者，應增附委託書及提示代領人國民身分證正本。
- 三 認購人於認購後有價證券發放前死亡者，其繼承人領取時，應憑原認購人死亡證明書、繼承人之國民身分證正本(未滿十四歲之未成年人，得以戶口名簿正本及法定代理人國民身分證正本代之)、繼承系統表、戶籍謄本(全戶及分戶)、繼承人印鑑證明(未成年人應加法定代理人印鑑證明)及遺產稅證明書辦理之；繼承人中有拋棄繼承者應另附經法院備查之有價證券繼承拋棄同意書及其他有關文件辦理。

前項有價證券之發放，如為部分競價拍賣部分公開申購配售案件，應與公開申購配售部分採相同方式同時辦理發放。

轉換公司債競價拍賣案件，應依集保公司業務操作辦法規定採帳簿劃撥方式辦理有價證券發放。

## 第二節 詢價圈購配售

第 76 條 依第四十條規定辦理之全數詢價圈購承銷案件，其有價證券之發放，應依集保公司業務操作辦法規定採帳簿劃撥方式以股款繳納憑證辦理發放。

第 77 條 依第四十一條、第四十二條規定辦理之詢價圈購承銷案件，其有價證券發放，準用第七十五條或第七十六條之規定。

## 第三節 公開申購配售

第 78 條 公開申購配售承銷案件準用第七十六條規定辦理有價證券之發放。

## 第四節 洽商銷售配售

第 79 條 依第三十一條規定辦理之普通公司債、附認股權公司債、金融債券洽商銷售承銷案件，其有價證券之發放，認購人應憑有價證券繳款證明文件、印鑑、本人身分證正本或公司登記證明文件影本向證券承銷商親自領取或委託他人代領，委託他人代領者，應增附委託書及提示代領人國民身分證正本。

採全數洽商銷售之認購（售）權證及依第三十一條第四項辦理洽商銷售承銷案件，其有價證券之發放，應依集保公司業務操作辦法規定之帳簿劃撥方式辦理。

不動產資產信託受益證券、受託機構公開招募受益證券或特殊目的公司公開招募資產基礎證券洽商銷售承銷案件，其有價證券之發放，準用第一項或第二項之規定。

## 第五章 附則

第 80 條 證券承銷商承銷有價證券之過戶應依「公開發行股票公司股務處理準則」之規定辦理。

第 81 條 證券商於接受外國專業投資機構申購時，應依「華僑及外國人投資證券管理辦法」之規定辦理。

第 82 條 依本辦法規定參與有價證券承銷申購之人，不得冒用或利用他人名義或偽編國民身分證字號參與。證券商經發現有冒用、利用他人名義或偽編國民身分證字號參與有價證券申購者，應取消其參與申購資格，處理費用不予退還；已認購者取消其認購資格，其已繳之認購價款及中籤通知郵寄工本費不予退還。

第 83 條 依本辦法規定參與有價證券承銷認購之人，發現有第五十八條第一項第一款至第六款及第七十五條第一項第一款情事，經取消其認購資格者，其已（扣）繳認購有價證券價款應予退還，但已（扣）繳之處理費及中籤通知郵寄工本費不予退還。

前項經取消認購資格之認購人及經取消認購資格之繼承人，欲要求退還已繳款項時，應憑認購人或其繼承人身分證正本（法人為公司登記證明文件影本，未滿十四歲之未成年人，得以戶口名簿正本及法定代理人身分證正本代之）、繳款書收據（應募書暨繳款書，但參加公開申購配售者無繳款書收據）、繳款書（應募書暨繳款書）上所蓋印鑑（參加公開申購配售者以開立交易戶之印鑑），洽原證券承銷商（參加公開申購配售者洽原投件證券經紀商）辦理。

- 第 84 條 本公會及相關單位等得向證券商收取競價拍賣及公開申購處理費，其費率由本公會會同相關單位擬定報請主管機關核定後施行。
- 第 85 條 依第六條辦理競價拍賣之承銷案件，得標人不如期履行繳款者，即為違約，本公會不再受理其參加投標；證券商承銷商應於承銷期間內將違約情形函報本公會，並通知違約人。  
本公會依據前項證券商承銷商函報，即行通函各證券商承銷商，證券商承銷商應拒絕再收受其投標單，已投標者，應取消其投標資格。  
本公會依據前項證券商承銷商函報違約案件經通函各證券商承銷商後，如發生委託人之權益損失或其他糾紛時，應由函報違約之證券商承銷商負責。
- 第 85-1 條 (刪除)
- 第 85-2 條 證券商承銷商辦理承銷案件，於承銷期間結束後應依本公會規定之格式，將有關申購、配售、繳款及特定人等明細資料以電子媒體至少保存五年備查。
- 第 86 條 證券商有違反法令或本處理辦法規定者，本公會應提報紀律委員會議處，情節重大者，經本公會理事會決議後得報金管會。
- 第 87 條 本辦法經本公會理事會議通過，並報經金管會核定後實施，修正時亦同，本辦法相關附件之增刪或修正，經本公會理事會議通過後實施。

## 參考文獻

1. *CBL Customer Handbook*, 2003 edition.
2. Euroclear, *New Issues Distribution: User Guide*, January 1997.
3. 中國全景網，[www.p5w.net](http://www.p5w.net)
4. [臺灣證券集中保管公司提供證券商及保管銀行款券同步交割服務之探討](#)，台灣集中保管結算所，民國 94 年 11 月。
5. [縮短結算交割期之探討](#)，台灣集中保管結算所，民國 91 年 12 月。