

國內現行承銷制度檢討與改善方案

研究主持人：

呂東英（中華民國公司組織研究發展協會理事長）

周行一（國立政治大學教授）

委託單位：中華民國證券商同業公會

研究單位：中華民國公司組織研究發展協會

中華民國九十一年七月

目 錄

緒論	1
壹、研究動機、背景	1
貳、研究範圍	4
參、研究方法與流程	4
第一章 各國承銷制度之比較	6
壹、前言	6
貳、發行市場管理機關與原則	6
參、證券承銷時機	8
肆、承銷商之角色功能	16
伍、證券承銷方式	18
陸、我國與各國承銷制度差異分析	54
第二章 國內現行承銷配售方式之檢討	63
壹、國內現行承銷配售方式	63
一、現況分析	66
(一) 初次上市櫃案件	66
(二) 籌資案件	68
二、公開申購	69
(一) 辦理流程	69
(二) 辦理方式	72
(三) 問題檢討	73
三、詢價圈購	76
(一) 辦理流程	76
(二) 辦理方式	78
(三) 問題檢討	80

四、競價拍賣	81
(一) 办理流程	81
(二) 辦理方式	84
(三) 問題檢討	85
貳、徹底改善配售制度之突破方案	86
參、結語	94
第三章 國內初次上市(櫃)案多採現股出售之原因與檢討.....	95
壹、初次上市(櫃)前公開承銷券源之探討	95
一、初次申請上市(櫃)前公開承銷之券源種類	95
二、國內辦理初次上市(櫃)前公開承銷之規定	96
貳、國內初次上市(櫃)案多採現股出售之原因	102
一、主管機關態度	103
二、發行公司之考量	104
參、國內初次上市(櫃)案多採現股出售所衍生之問題探討	105
一、大股東高估財務預測以提高承銷價之動機較高	106
二、發行公司與承銷商間之關係較不易維繫	107
三、經營階層持股比重不高者可能危及經營權	108
肆、各國初次上市(櫃)承銷券源之比較	111
伍、結語	112
第四章 IPO 上市 (櫃) 價格之檢討	114
壹、IPO 首日上市(櫃)之承銷價格決定方式.....	114
一、美國作法	114
二、大陸作法	116
三、我國作法	117
四、集中市場初次上市買賣參考價相關規則	120
貳、IPO 首日開盤「價格發現」制度.....	121

一、現行我國 IPO 首日開盤概況	121
二、日本、美國兩國 IPO 首日開盤制度的比較	127
(一)日本制度	127
(二)美國制度	128
參、各國安定操作制度比較—我國、日本、美國、香港	130
一、台灣證券交易所	131
二、日本的安定操作機制	133
三、美國的安定操作機制	135
四、香港的安定操作機制	138
肆、結語	139
第五章 結論與建議	145
壹、結論	145
貳、建議	146
一、與發行公司諮詢協調階段	146
二、向證期會及交易所申報書件階段	149
三、配銷階段之改進建議	157
四、掛牌階段的改進建議	161
五、掛牌後安定操作階段之改進建議	162
參、對各有關單位之修法建議彙總	164
一、對證期會之修法建議	164
二、對證券交易所及櫃檯買賣中心之修法建議	166
三、對中華民國證券商業同業公會之修法建議	168
參考文獻：	172

表 目 錄

表 1.1.1	各地區發行市場管理架構比較.....	7
表 1.3.1	86~90 年我國證券市場概況.....	10
表 1.3.2	各地區證券承銷時機比較.....	15
表 1.4.1	承銷商主要功能比較.....	17
表 1.5.1	包銷採公開申購方式作業時程.....	22
表 1.5.2	包銷採詢價圈購方式作業時程.....	22
表 1.5.3	我國證券承銷價格訂定方式之比較.....	23
表 1.5.4	我國證券承銷商報酬一覽表.....	24
表 1.5.5	美國初次上市櫃作業時程.....	27
表 1.5.6	作業時程概況.....	29
表 1.5.7	美國承銷商報酬概況表.....	31
表 1.5.8	日本確定包銷作業時程.....	33
表 1.5.9	日本發行公募增資作業時程.....	34
表 1.5.10	香港公開招股作業時程.....	40
表 1.5.11	國際配售與香港公開招股作業時程.....	40
表 1.5.12	香港上市預計費用及開支（若上市發行集資總額為港幣一~二億元）	42
表 1.5.13	中國大陸承銷費用一覽表.....	53
表 1.5.14	各地區證券承銷方式比較.....	53
表 1.6.1	我國與美國承銷制度之主要差異比較.....	55
表 1.6.2	現行承銷方式自價格訂定至可交易日時程比較表.....	60
表 2.1.1	各承銷方式法令依據.....	63
表 2.1.2	88~90 年各承銷方式彙總.....	66
表 2.1.3	公開申購办理流程.....	70
表 2.1.4	公司現金增資辦理對外公開承銷預計時程表.....	75
表 2.1.5	詢價圈購作業流程.....	76
表 2.1.6	詢價圈購特點彙整.....	79
表 3.2.1	最近五年度(86 年~91 年 2 月)老股承銷及新股承銷統計表.....	102
表 3.2.2	86 年至 90 年初次上市(櫃)公司掛牌後辦理現金增資情形.....	104
表 3.3.1	國內現行承銷制度下採行老股承銷及新股承銷之優缺點比較.....	110
表 3.4.1	我國與國際主要證券市場上市(櫃)前公開承銷券源之比較.....	111
表 4.2.1	公開申購配售繳款統計表.....	123
表 4.2.2	繳款未達六成之初次申請上市（櫃）股票首日掛牌統計表.....	124
表 4.2.3	初次申請上市(櫃)股票有蜜月期統計表.....	125
表 4.2.4	蜜月期分佈情況.....	125
表 4.2.5	蜜月期首次漲停打開成交量與承銷總數統計表.....	125
表 4.2.6	促進開盤價準備股與實收資本對照表（東京證券交易所）.....	128

表 4.2.7	網上經紀商對客戶發行後交易(after-market trading)的限制性條款..	130
表 5.2.1	修法建議說明表.....	148
表 5.2.2	修法建議說明表.....	149
表 5.2.3	修法建議說明表.....	151
表 5.2.4	修法建議說明表.....	152
表 5.2.5	不涉及修訂證交法之建議.....	154
表 5.2.6	證交法修訂之建議.....	156
表 5.2.7	兩軌併行配售方式作業時程表.....	160
表 5.2.8	修法建議說明表.....	161
表 5.2.9	修法建議說明表.....	163
表 5.3.1	修法建議說明表.....	164
表 5.3.2	修法建議說明表.....	166
表 5.3.3	修法建議說明表.....	168

國內現行承銷制度檢討與改善方案之研究

緒論

壹、研究動機、背景

我國證券承銷市場發展迄今已歷數十年，此一期間，若以召開全國證券會議的民國八十年為分水嶺，則可分為承銷市場草創階段和發展階段。在民國八十年以前的草創階段，承銷市場運作係以大量的書類、冗長的作業和(全部)抽籤制度為基礎；八十年代以後，承銷制度雖然加進了確定包銷制度，承銷方式也增添了詢價圈購、競價拍賣和洽商銷售等選項，制度作業許多方面也都有所演進，但是，承銷市場的運作仍然離不開以書類作業、抽籤制度為主，更有甚者，業者抱怨：「承銷商做一堆苦工，然後抱一些股票來賭輸贏。」反觀各國承銷市場的設計都賦予承銷商銷售、配售(Distribution)的功能，承銷商也都全力發揮此項角色功能。在我國，市場、制度發展至今，承銷商應該發揮的主要功能卻弱化了，淪為在發行市場做苦工，在交易市場與股民爭利。

對於證券發行市場的市場監理，主管機關秉持「平均社會財富」的最高指導原則，證券發行市場供給者所釋出籌碼，採公開申購抽籤方式處理，正符合「財富分配機會均等」的精神，不易輕言廢棄此種方式，尤其是對於特殊的案例(例如公營事業的釋股)公開抽籤方式有其適用上優點。然而，強調 IPO、現金增資的籌碼分配必須公開抽籤，來符合「平均社會財富」意旨，也就同時彰顯出承銷價格的訂定與上市掛牌價格蜜月期的不合理性。除此之外，公開申購抽籤制度事實上也另外製造了職業抽籤人頭戶和職業道德規範問題，仍然破壞了主管機關所要維護的「平均社會財富」原則。

現行承銷作業程序時程太長，主管機關如何簡化作業程序，不只涉及機關行政效率的提高，而且關係到承銷價格與時價貼近問題，和承銷商、投資人的市場價格風險。另一方面，在現行承銷作業全部流程中，承銷價格單一而僵固，是暴

露投資人、承銷商價格風險的主因，也為市場所詬病。以世界各地市場承銷價確定日(繳款日)至上市掛牌日的間距來比較，美國為三日，英國為二日，日本為八日，我國約為三十日，顯現承銷作業此方面仍有可縮短空間。

現行實務中，TSE 和 O.T.C，對於 IPO 上市櫃首日開盤制度係以承銷價格為基準和一般上市櫃掛牌交易股票平日一樣，設立漲跌停板制度。現行制度對於 IPO 的價格發現並無助益，相反地，漲跌停制度是促成上市蜜月期的市場機制。上市蜜月期既扭曲了投資人的投資心理和市場其他環節，亦反映了「有檢討 IPO 上市櫃掛牌首日有無維持一般漲跌停制度的必要」問題。此外，現行 IPO 案件依『臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則』(以下簡稱「上市審查準則」)第十二條規定：「申請股票上市之發行公司，其上市契約經主管機關核准，並經本公司函知後，應依前條規定辦理公開銷售，如果所申請上市之股票未於本公司函知之日起算三個月內上市買賣者，應報經主管機關核准後，撤銷該上市契約，其有正當理由申請延期，經本公司同意並報請主管機關核備後，得延長三個月，且以一次為限。」觀乎我國證券交易空頭市場常超過一年以上期間，上述規定使部份 IPO 案件中上市櫃公司、承銷商、投資人等都無法避開空頭市場風暴，投資風險太高而無從減輕。

現行承銷實務現象另一可議之處為，IPO 案件大部份由股東釋出股來辦理上市前公開銷售。理論上，企業申請股票上市櫃之宗旨原設定在「可經由社會大眾建立直接金融管道，高效率、低成本籌措資金」，為原股東手上持股取得變現途徑已屬下策，不符成立資本市場的意旨。而且，因為釋出大股東持股，直接切中本身利害權益，上市櫃公司在 IPO 過程中反而缺乏攸關利益，乃至於大股東挺身而出面對承銷商之現象，所在多有。結果使得承銷商倍增困優，在承銷價議定方面容易失去主導權，對於大股東主張高估「承銷價格慣用公式」中的財務預測項目，承銷商往往屈從，而使價格失去合理性。然而，上市櫃公司也常抱怨，承銷價格無法貼近時價發行，SPO 案件以歷史價打太高(7折)的折扣，則傷害了上市櫃公司的權益。

我國承銷制度實施十餘年下來，拜「平均社會財富」精神指導著市場之賜，公開申購抽籤制度曾使許多投資大眾嚐到甜頭，累積的經驗也扭曲了投資人風險報酬對稱的心理，對於投資股票價位失去認識，對市場未抱持理性態度，我國證券發行市場成熟度仍有待加強。

如前所述，承銷商—承銷市場的主要角色，在我國並未發揮配售、銷售功能。然而，大多數承銷商業者則指出，目前制度讓承銷商擔負不對稱的風險負擔(多頭市場時，承銷商確定認購的比例太低；空頭市場時，承銷商承擔著餘額全部認購的風險)。主管機關限定承銷商採用 50%競價拍賣和 50%公開申購方式進行公開承銷 IPO 案件等，不但僵硬缺乏彈性，而且也產生哄抬、操縱價格的不良效果。承銷商期待我國承銷市場回到正確軌道上來，讓承銷商多發揮配銷功能，希望能多爭取到多元化商品業務，建立承銷配售網路，建立承銷市場秩序，承銷團中尊重主辦承銷商主導承銷、分配權等。

綜合上述，我國現行承銷制度、市場在發行人上市櫃公司、投資人、承銷商、市場機制、管理制度、法令規章、行政措施等許多方面都暴露了缺失，尚待改進檢討，以促使國內承銷制度、市場更臻完善。整體而言。在證券發行市場的籌碼配售、銷售效率方面，和 IPO 上市櫃掛牌價格發現和價格安定方面，是世界各地市場衡量其成熟度和領先性的指標，在我國，卻是最弱的環節。

尤其是，時值國內各項客觀環境條件日趨成熟，諸如電子資訊科技發達與電子簽章等法規已燦然大備，以及國內金融控股公司法允許銀行、保險和證券異業結盟…等，均足以促使國內著名投資銀行的誕生。另一方面，台灣加入 WTO 以後國內承銷商必須面對國際頂級投資銀行的競爭，技術升級是業者存活不二法門。在兩岸證券市場競爭上，中國證監會上網發布公開征求「新股發行上網競價方式指導意見」所透露訊息，強烈顯示其「後發先至」決心，我們為保持技術優越性的競爭力，當然必須下一番功夫。

本報告係「中華民國公司組織研究發展協會」(以下簡稱「協會」)受「中華民國證券商同業公會」(以下簡稱「公會」)所託，研究目的有三：

- 一、檢討國內現行承銷制度、方式的利弊得失。
- 二、整合並檢討與上述制度相關之法規。
- 三、建議修訂我國現行承銷制度之相關法規。

貳、研究範圍

- 一、國際主要市場承銷制度暨優缺點。
- 二、國內現行承銷制度的利弊得失
 - (一) .餘額包銷
 - (二) .確定包銷
 - (三) .代銷
- 三、國內現行承銷方式的利弊得失
 - (一) .公開申購
 - (二) .詢價圈購
 - (三) .競價拍賣
- 四、IPO 案採發售新股、現股出售與兩者搭售方式之利弊得失。
- 五、IPO 上市、上櫃開盤價格之擬定。
- 六、建議改善方案及相關法令如何配合修改。

參、研究方法與流程

本報告研究小組成員包括學界教授、市場監理、承銷業界菁英，結合理論、實務、監理各方面，研究流程如下：

- 一、國內外相關文獻回顧。
- 二、比較國內外，主要市場之承銷制度。
- 三、現行承銷制度之檢討。
- 四、實務界(包括上市、櫃公司、會計師與證券商)訪談與座談。
- 五、各項規定、整合架構之擬議。

六、各項規定、整合架構之評估。

七、我國現有法規之修正提議。

第一章 各國承銷制度之比較

壹、前言

證券發行市場是資本市場之關鍵環節之一，也是結合民間資金投注與企業投資營運之核心管道，對提升資金籌用效益暨促進國家經濟發展之作用至大且鉅，由於證券發行市場之健全取決於證券承銷功能之發揮，而證券承銷功能之發揮又端賴完善而整體之承銷制度與法令。完整的承銷制度包括發行承銷之管理架構、制度規範目的之取向；承銷的時機及方式、承銷商之角色定位、承銷作業程序、承銷價格之訂定、安定操作之機制暨承銷資訊之揭露等等。近年來我國證券發行市場在相關單位共同努力規劃下，於證券承銷制度等相關重要事項雖然已較前相對完備，但為使我國制度更趨完備可行，仍宜參考國外重要證券市場之相關制度規定，期收借鏡攻錯之效，爰謹酌就美國、日本、香港與我國等證券發行市場承銷制度相關之發行市場管理架構、證券承銷時機、方式及作業程序、承銷價格之訂定與配售方法等制度現況逐作比較，俾能擇優仿效借鏡，據以為改善及提升我國承銷制度之參考。

貳、發行市場管理機關與原則

一、發行市場之管理機關

在主管機關方面，我國、日本與美國之主管機關均為政府機關，但香港證券主管機關為證監會，係法人團體，與其所認可主司市場運作、監管職責之聯交所則為民營公司，兩者均非屬政府機構，是其較特殊之處。另中國大陸則由國務院授權的中國證監會負責，該會是執行事業單位監管的半官方組織。

二、發行管理的目的與原則

對於發行公司發行有價證券之申請，各國於其相關法令之規範精神暨管理審

核之態度上有其差異，一般而言，我國及中國大陸乃側重實質管理，申請公司必係符合主管機關所規定之實質條件，並提供及公開相關財務資訊文件始准予發行。香港則注重公司資訊之充分揭露暨其證券交易所（會員制）自律規範功能之發揮；日本乃著重證券業之專業角色功能，於承銷公司所發行之證券時，無論是發行之條件、規模或時機，均期能由證券商依其專業導引發行公司為最適切之設計，另美國則強調資本形成之效率暨投資安全之保障。

三、台、美、日、港、中等國發行市場管理之比較

表 1.1.1 各地區發行市場管理架構比較

項目	中華民國	中國大陸	香港	日本	美國
立法精神與管理原則	發行公開與主管機關實質管理並重	同中華民國	發行公開與強調證券機構自律功能	引導業界實現「設定適當發行股數及發行條件」與「適切發行時機」	資本形成效率及投資人保護並重，管理取向為公開揭露及防制人為操縱
主要法令依據	<ul style="list-style-type: none"> • 公司法 • 證交法 • 證交法施行細則 • 發行人募集與發行有價證券處理準則 	<ul style="list-style-type: none"> • 公司法 • 股份有限公司規範意見 • 暫行條例 • 證監會關於上市公司送配股暫行規定 	<ul style="list-style-type: none"> • 公司條例 • 上市規則 • 上市協議 • 證券(公開權益)條例 	<ul style="list-style-type: none"> • 商法 • 證交法 • 證交法施行令 • 有價證券上市規程 • 承銷有價證券規則 	<ul style="list-style-type: none"> • 三三年證券法及其規則 • 三四年證交法及其規則 • 州法 • 全國證券協會規則
主管機關	證期會	<ul style="list-style-type: none"> • 證監會 • 中央、地方政府企業主管部門等 	<ul style="list-style-type: none"> • 證監會 • 聯交所 	<ul style="list-style-type: none"> • 大藏省 • 證交所 • 證券業協會 	<ul style="list-style-type: none"> • 聯邦證管會 • 州證管會 • 全國證券商協會
市場整體發行規模限制	無	有	無	無	無

資料來源：諸葛祺、彭桂星、溫鵬榮、張文毅，「我國與中國大陸、香港、新加坡、日本及美國證券承銷制度比較分析研究」，民國 87 年 11 月。P. 140

參、證券承銷時機

各國發行市場之承銷時機約可分為上市（櫃）前承銷、上市（櫃）後增資發行新股與發售原股東持股。

一、我國

我國近年來上市上櫃公司家數大幅增加，故無論是初次上市前之公開承銷或上市上櫃公司之增資發行新股之承銷亦均隨之增加（如表 1.3.1），就有價證券承銷時機而言，我國可分為公開招募、初次上市(櫃)前承銷（IPO）、發行新股公開承銷等。各承銷作業時機分述如次：

（一）公開招募

公開招募雖係包括公司法第一百三十三條所定公司採募集設立時之公開募股，暨有價證券持有人依「證交法」第二十二條第三項規定對非特定人公開招募所為募集。惟就有價證券承銷機制與實務以觀，則應係以後者為多，按「發行人募集與發行有價證券處理準則」第六十三~六十七條規定，除係已上市（櫃）之有價證券，應委託證券承銷商公開募集外，應委託證券承銷商包銷，並應按「證交法」第七十一條第二項規定，於承銷契約中訂明保留承銷股數百分之五十以上由證券承銷商自行認購。但其未來三年之釋股計畫已經目的事業主管機關核准，並出具會計制度健全之意見書者，得免保留一定比率由證券承銷商自行認購。公開招募價格應由證券承銷商說明其價格決定方式及依據。

（二）初次上市前公開承銷

凡公開發行公司初次申請上市時，除了其於申請上市日半年起，以至股票上市買賣日前，募集發行新股時，已依證期會規定，提出擬上市股份一定比率之股份，對外公開銷售完畢，且符合「有價證券上市審查準則」，所訂股權分散標準者外，應依證交所規定比率委託證券承銷商辦理上市前公開承銷。

（三）初次上櫃前公開承銷

凡公開發行公司初次申請上櫃者，視其是否已達股權分散標準及申請時上櫃

資本額大小決定提出對外公開承銷比率。

(四) 已上市櫃公司辦理現金增資之承銷

依證交法第二十八條之一第二項規定股票已上市上櫃公司，於現金發行新股時，主管機關得規定提撥發行新股總額之一定比率，以時價向外公開發行，不受公司法第二百六十七條第三項關於原股東儘先分認規定之限制。另同條第三項規定其提撥比率定為發行新股總額之百分之十，但股東會另有較高比率之決議者，從其決議。另依「發行人募集與發行有價證券處理準則」第十七條規定亦就上市上櫃公司辦理現金增資發行新股，且未經依證交法第一百三十九條第二項規定限制其上市買賣，應提撥發行新股總額之百分之十，以時價對外公開發行。

(五)、發行新股公開承銷

依證交法第二十八條之一第一項規定股票未上市上櫃公司，其股權分散未達主管機關所定標準者，於現金發行新股時，除主管機關認為無須或不適宜對外公開發行者外，應提撥發行新股總額之一定比率，對外公開發行，不受公司法第二百六十七條第三項關於原股東儘先分認規定之限制；另按「發行人募集與發行有價證券處理準則」第十九條亦配合規定，未上市或未上櫃公司，其持股一千股以上之記名股東人數未達三百人，或其未達目的事業主管機關規定之股權分散標準者，於現金發行新股時，除有例外情形外，應提撥發行新股總額之百分之十，對外公開發行，不受「公司法」第二百六十七條第三項關於原股東儘先分認規定之限制。但股東會另有較高比率之決議者，從其決議。

(六)、我國發行市場概況

我國發行市場近五年來，不論上市(櫃)家數、資本額、市值，皆持續增長，詳如表 1.3.1。

表 1.3.1 86~90 年我國證券市場概況

項目		年度	86	87	88	89	90
上市公司	家數		404	437	462	531	584
	資本額(億元)		21,062.9	27,340.8	30,830.2	36,613.6	40,952.0
	上市面值(億元)		20,663.2	26,966.6	30,565.4	36,301.8	40,627.7
	上市市值(億元)		96,961.1	83,926.1	118,035.2	81,914.7	102,388.1
上櫃公司	家數		114	176	264	300	333
	資本額(億元)		3,148.9	3,813.9	5,137.6	6,771.9	6,816.9
增資	現金增資	家數	209	103	54	40	17
		金額(億元)	1,589.15	1,116.3	592.86	577.2	346.3
	盈餘轉增資	家數	355	293	233	255	265
		金額(億元)	1,925.89	2,414.4	1,604.1	2,239.2	2,527.4
	資本公積轉增資	家數	274	247	200	206	179
		金額(億元)	770.07	1,091.0	883.7	988.1	630.5
	合併增資	家數	0	1	0	8	13
		金額(億元)	0	1.6	0	427.1	240.4
	其他	家數	0	0	0	1	0
		金額(億元)	0	0	0	4.1	0
	增資總額	金額(億元)	4,285.1	4,623.3	3,080.7	4,235.7	3,744.6
	公司債	普通公司債	種數	188	487	907	1,206
淨額(億元)			1,772.1	2,986.1	3,861.7	4,433.4	5,169
轉換公司債		種數	44	70	79	86	97
		淨額(億元)	419	851.8	655	782.8	911.5

資料來源：1. 證券統計資料，台灣證交所編印，91年1月。

2. 證期會網站

3. 證券櫃檯月刊第68期，91年2月出版

二、美國

美國有價證券承銷之時機，可分為公司初次上市櫃前之公開承銷及已上市櫃公司辦理現金增資之公開承銷，茲分述如下：

(一) 初次上市櫃前之公開承銷

係公司欲尋求在證交所或那斯達克店頭 (NASDAQ) 等公開市場上市交易，惟其股權尚未達各該市場所規定之分散標準時，必須在上市、上櫃前先行銷售有價證券，俾能符合規定，而前開上市、上櫃前有價證券之銷售，發行公司可採取由現有股東出售所持有之已發行有價證券；或採取辦理現金增資，以發行之新股銷

售，並均委由承銷商承銷其有價證券。

(二) 已上市櫃公司辦理現金增資之公開承銷

即當上市櫃公司有資金需求時，除得以間接金融方式向銀行融資外，尚可辦理現金增資發行有價證券，藉由直接金融在資本市場上直接向投資大眾籌集資金；而大部分公司以發行有價證券方式向投資大眾籌集資金時，均會借重對資本市場運作及證券發行程序十分熟悉的證券承銷商協助，以達遂其以直接金融籌措資金之目的，此即為證券承銷之時機。

三、日本

日本公開發行公司透過證券市場調度資金之方法不外乎下列兩種，一為資產型財務調度，一為負債型財務調度。其中資產型財務調度可分為按日本「商法」第二百八十條之二規定新股之發行與上市、依日本「商法」第三百四十一條之二規定轉換公司債之發行與上市及按日本「商法」第三百四十一條之八規定附認股權證公司債之發行與上市三種。負債型財務調度可分為普通公司債及商業本票兩種。

依新股發行形態之不同，可分為下列六種不同種類：

(一) 有償增資。

(二) 股票分割（資產及資本均不變，股票數目增加）。

(三) 可轉換股票之轉換（僅為依不同之轉換比率之轉換）。

(四) 可轉換公司債之股票轉換（減少負債增加資本，資產不變，股票數增加）。

(五) 附認股權公司債認股權利之行使（依行使認股數量之多寡產生資產及資本之增加，股票增加，負債不變）。

(六) 吸收合併（存續公司之資產及資本增加，對消滅公司之股東發行新股）。

其中有償增資與企業資金調度息息相關，可細分為以下四種

1. 對原股東增資

其係對現有之股東依其持股數之多寡，給予新股之認購權。

2.對特定第三人增資

係對特定第三人增資，若發行價格大幅低於市價時，必須召開股東會作成特別決議方可執行。

3.公開募集(市價發行增資)

即按日本「商法」第二百八十條之二規定，公司依市價公開發行增資新股，除須經過董事會通過外，尚需對商法上所規範之必要事項作成決議。市價發行增資的結果應該以不能影響現有股東的權益為原則。

4.發行特別股(優先股、後配股)

即由公司發行與一般普通股權利義務不同的優先特別股或後配特別股供認購。

四、香港

香港證券承銷時機，計有新上市公司證券上市和現行上市公司證券發行之承銷，分別說明如下：

(一) 上市前公開承銷

1.發行證券以供認購(即公開招股)

發行證券以供認購，是由發行人發售其證券，以供公眾人士認購，即申請上市之公司以其新發行之證券，按所指定之價格供予公眾申請認購。按聯交所之規定，採用此方式上市者，公司必須刊發上市文件，包括提交一份招股章程(Prospectus)予聯交所，另聯交所亦規定，採此方式上市之證券認購，並須獲全數包銷，故應要有商人銀行(Merchant Bank)負責全面包銷。若發行規模為港幣 4 億元以上，聯交所或可允許部分新股以配售方式發行，而配售部分通常不會超過總集資金額的 50%。

2.發售已發行證券(即公開發售)

即新申請上市公司以其已發行之現有證券辦理上市前之銷售，其發售標的既

是公司已發行之證券，故絕大部分應係股東所有並提出以供銷售之證券，而實務作法上，乃依相關規定，透過聯交所會員向公眾發售；公開發售已發行證券與公開招股之情形頗為類似，二者都是以指定價格向公眾發售證券，並須符合招股章程與所定包銷等規定之要求，但公開招股是出售公司增資發行之新證券，而公開發售則是出售已發行而由大股東提供出讓之證券。此二者均是香港公司上市前公開銷售所採用的主要方式。

3. 配售

係由發行人或中介機構，將證券發售給主要經其挑選或批准之特定人士或由該特定人士予以認購。通常係為了節省開支，而僅就市值較小之證券，才被允許採取配售方式發行證券。但如果公眾人士對其發售之證券可能有重大需求時，聯交所則將不會批准發行人或中介機構以配售方式上市。

(二) 已上市公司增發證券之承銷

1. 供股

供股係公司現有股東按其所持有股份比例得認購之增發新股，按香港公司之股東依規定應享有認購新發行股本證券之機會，從而保護其在股本總額所占之比重，因此除非獲得股東之許可，否則發行人發行股本證券時，應根據現有股東當時之持股數，按比例先將股本證券售予現有股東，此即所謂原股東對發行新股之優先認購權；是以，供股與我國現金增資新股之原股東優先認購新股類似。依聯交所上市規則規定，供股須備有招股章程，並要有商人銀行負責全面包銷。

2. 公開售股

公開售股係發行人賦予現有證券持有人得以認購更多數量證券之權利，其既係屬發行人另行提供認購之證券，故現有證券持有人得認購之數額及權利自與供股不同，而與其原持有證券比例無關。在香港發行實務上以公開售股方式進行承銷之案件非常少見。

五、中國大陸

中國大陸證券承銷時機，計有新上市公司證券發行上市和已上市公司增資發行新股之承銷，分別說明如下：

（一）公開發行

1.依中國「證券法」第十條之規定，必須符合法律、行政法規規定，並依法報國務院證券監督管理機構或國務院授權的部門核准或審批，任何單位和個人不得向社會公開發行證券。

2.同法第十一條則就公開發行股票規定必須依照公司法規定的條件報經證券監管機構核准，且發行人須向該機構提交公司法規定的申請文件，另十三條規定發行人就其提交文件，為同業出具文件之專業機構及人員就其出具文件,均應保證文件之真實性、準確性及完整性。

3.同法第十四條則規定，國務院證監機構設發行審核委員會，依法審核股票發行申請，該條及第十六、十七條，並分就發審會之組成工作程式，審核期限及相關事項具體規範。

（二）增資發行新股

依中國大陸「公司法」第一百三十七條之規定，股份有限公司發行新股，包括現金增資或以盈餘、公積轉增資必須具備下列條件：

1.距前一次發行在一年以上，且前次發行之股份已募足。

2.近三年連續獲利，且可向股東支付股利；但如屬以本年利潤分派新股，則不受此限制。

3.近三年之財務會計文件無虛假記載。

4.公司預期利潤率可達同期銀行存款利率。

另證券法第二十條及就上市公司發行新股加以規範，其中第一項規定：「上市公司發行新股應當符合公司法有關發行新股的條件，可以向社會公開募集，也可以向原股東配售」；第二項則規定上市公司對發行股票所募資金，應按招股說明書所列用途使用，並明定擅自改變用途而未作修正或未經股東大會認可者，不

得發行新股。同法第二十二條規定，公開發行證券的發行人，有權依法自主選擇承銷的證券公司，證券公司不得以不正當的競爭手段招攬證券承銷業務。

六、台、美、日、港、中等國證券承銷時機比較

由表 1.3.2 可知，各地區承銷時機約可分為上市(櫃)前承銷、上市(櫃)後增資發行新股與發售原股東持股。

表 1.3.2 各地區證券承銷時機比較

中華民國	中國大陸	香港	日本	美國
<ul style="list-style-type: none"> • 公開招募 • 上市前 • 上櫃前 • 發行新股 • 發售原股東持股 	<ul style="list-style-type: none"> • 上市前 • 發行新股 	<ul style="list-style-type: none"> • 上市前 • 發行新股 • 發售原股東持股 	<ul style="list-style-type: none"> • 公開募集 • 上市前 • 上櫃前 • 發行新股 • 發售原股東持股 	<ul style="list-style-type: none"> • 上市前 • 上櫃前 • 發行新股 • 發售原股東持股

資料來源：諸葛祺、彭桂星、溫鵬榮、張文毅，「我國與中國大陸、香港、新加坡、日本及美國證券承銷制度比較分析研究」，民國 87 年 11 月。P.142

肆、承銷商之角色功能

各國證券市場由於其發展歷史、政府政策及業界素質各有不同，致其證券承銷制度有關市場參與者之定位及承銷商之角色功能，均各具其特色，彼此間亦存在相當程度之差異。

一、我國

我國證券承銷商之主要功能乃在於協助企業申請公開發行，建立會計、內控、內稽等制度，輔導及評估企業上市（櫃），主辦或參與上市（櫃）前之公開承銷，協助上市（櫃）公司籌資案件之評估及承銷。

二、美國

美國證券承銷商之主要功能在於為公司銷售證券，其工作諸如與公司磋商及議定承銷的條件，並於雙方簽訂意願書後即準備並致力於審查公司所備置之相關文件，並須訪談公司經營階層，尤其就市場對所承銷證券之接受度及需求情形進行實際之探詢，並往往需於國內外舉辦相當規模及足夠場次之說明會。實乃為承銷商贏得承銷案件之主要憑藉與任務所在。

三、日本

日本證券承銷商之主要功能與台灣近似，主要係引導並輔導企業走向上市（櫃）之路，協助企業申請公開發行，並為上市（櫃）公司規劃籌資之進度與計畫。

四、香港

香港證券承銷商之主要功能，係協助公司與投資人接觸，作為公司規劃上市之顧問，並擔任申請上市案之保薦人，依規編製公開說明書，於上市申請前委由其律師驗證上市有關文件，為所承銷之證券向各界投資人巡迴推銷，即舉行招股說明會，並送交招股說明書及受理申請及配發證券予投資人。

五、中國大陸

中國大陸證券承銷分為 A 股和 B 股，而證券承銷商參與程度亦不同；就目前實務作業而言，於 A 股方面，證券承銷商主要扮演分銷和部分顧問功能；至於 B

股，則較 A 股多了餘額包銷之購買功能，且目前中國大陸 B 股並不活絡，此包銷功能之發揮，居 B 股發行成敗之關鍵。

六、台、美、日、港、中等國承銷商角色功能比較

表 1.4.1 承銷商主要功能比較

中華民國、日本		協助發行與輔導企業上市或上櫃
中國大陸	A 股	分銷和部分顧問功能
	B 股	較 A 股多餘額包銷購買功能
香港		顧問與分銷
美國		文件調查、訂價、配售與上市(櫃)後穩定措施

資料來源：諸葛祺、彭桂星、溫鵬榮、張文毅，「我國與中國大陸、香港、新加坡、日本及美國證券承銷制度比較分析研究」，民國 87 年 11 月。P.143

伍、證券承銷方式

一、承銷方式與定義

證券承銷商承銷有價證券，因所負擔風險之程度不同，而有包銷及代銷等二種證券承銷方式其定義分述如下：

(一) 包銷

包銷即承銷團承諾在符合承銷契約之情形下，發行人可在確定時間內取得一定數額之資金。包銷方式又分為「餘額包銷」(stand-by offerings)及「確定包銷」(firm commitment offerings，與「包銷」英文同)，「餘額包銷」係指銷售團於承銷期間未售罄所承銷之全部證券之剩餘部份，由主辦承銷商或承銷團自行認購；而「確定包銷」則指承銷團同意購買有價證券並於承銷期間售罄全部證券。確定包銷之承銷方式為現行美、日等國廣為採用之一種承銷方式，其主要特色為價格之訂定極具彈性，可視市場之供需及反應隨時調整，且其訂價日至可交易日時間甚短，致其所承銷之證券暴露之價格風險相當有限。由於該等國家證券承銷不以持有所承銷之證券俾賺取資本利得為主要目的，而係重視資源之分配效率，發揮證券配銷功能，結合資金需求者與供給者，以擴大股市規模，增加投資標的，為企業募集資金，擴大產業規模，承銷商亦因而取得相對且合理之顧問及配銷報酬。

(二) 代銷

代銷則係指證券商並不向發行公司買進其所發行之證券，僅扮演代理之角色，為發行公司銷售其證券。

二、台、美、日、港、中等國承銷方式之介紹

綜觀各國發行證券之承銷，其方式各有採用一種或兼採多種之情形，如我國計有確定包銷、餘額包銷與代銷，日本有餘額包銷與確定包銷二種，香港則幾乎僅採確定包銷，而美國雖分為餘額包銷、確定包銷、代銷，但仍以確定包銷為主要方式，其相關規定及方式，茲分別略述如下：

(一) 我國證券承銷方式

1. 我國承銷方式

依「證交法」第十條規定，承銷係指依約定包銷或代銷發行人發行之有價證券之行為。故所規定之承銷方式有二種，一為包銷，一為代銷。謹將證券承銷之方式析述如下：

(1) 包銷

包銷可分為餘額包銷與確定包銷兩種，其差別在於確定包銷為先認購再銷售，亦即發行公司可以先行獲得資金。而餘額包銷則為先銷售再認購，亦即發行公司需俟承銷期間屆滿後始獲得資金；惟就發行公司而言，無論採何種方式，均能確定獲得所需之資金。

A. 餘額包銷

按「證交法」第七十一條第一項規定，證券承銷商包銷有價證券，於承銷契約所訂定之承銷期間屆滿後，對於約定包銷之有價證券，未能全數銷售者，其賸餘數額之有價證券，應自行認購之。

B. 確定包銷

證券交易法第七十一條第二項：「證券承銷商包銷有價證券，得先行認購後再行銷售，或於承銷契約訂明保留一部分自行認購。」，由於實務上基於本項規定所為之承銷，常常造成承銷商僅有承購而未予配銷之情形，與國外確定包銷之意涵及實務均有差異，故學者間亦有將此稱之為「確定之承銷」。本項條文係七十七年第三次修正證交法時，為發揮承銷商承銷中介的功能，經參考美國投資銀行制度所增訂准許承銷商得依承銷契約為自己取得或批售包銷之有價證券之規定。

上開規定雖然允許承銷商得先行認購有價證券後再行銷售，或可保留一部分自行認購，並配合證券商管理規則第二十七條第一項「證券商依本法第七十一條第二項前段先行認購之有價證券，應於承銷契約所訂定承銷期間內再行銷售」，及第二十七條第二項「證券商辦理前項再行銷售之公告，準用第二十四條之規定。」

處理。亦即，若承銷商採「先行認購後再行銷售」有價證券，應於承銷期間售畢；若於承銷契約保留「自行認購」有價證券，則應依證交法第七十五條及民國 89 年 12 月 06 日(89)台財證(二)字第 05184 號「證券承銷商取得包銷有價證券出售辦法」。

現行由主管機關所發布之相關規範中，僅就「於承銷契約訂明保留一部分自行認購」部分，於「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」第四條之一中訂定有關辦理之規定。多年以來，或有認為採用確定包銷之承銷方式，承銷商需全數先行認購所包銷之股票，並先行給付資金給發行公司，應於承銷契約所訂定承銷期間內再行銷售，遂對承銷商造成相當大之資金壓力，且對未來市場動向掌握不易，市場風險實無法有效規避，故承銷商亦面臨極大之市場風險，另因承銷商根據法令規定，僅能透過集中市場或證券商營業處所交易出售方式為之，故主管機關對確定包銷之承銷向來均較持保留之態度，致我國現行之證券承銷制度並未完全採行確定包銷之承銷方式。

(2)代銷

按「證交法」第七十二條規定，證券承銷商代銷有價證券，於承銷契約所訂定之承銷期間屆滿後，對於約定代銷之有價證券，未全數銷售者，其賸餘的有價證券，得退還發行人。亦即代銷係由證券承銷商代替發行人銷售證券，承銷商只是提供代為銷售之服務，而不負擔銷售成敗的風險，募資之風險，悉由發行公司自行承擔。發行公司無法於公開承銷時取得所需資金，須待承銷期間屆滿，承銷商將募得之價款扣除銷售手續費之餘額，始為發行公司所籌募之資金。我國目前除了公股釋出或證券業者之公開承銷案件，因證券商不得持有其他券商之股權，故以代銷方式為之，其他案件鮮少採行。

(3)我國承銷方式現況

由於我國承銷制度之設計，較強調投資者分享社會財富之權利平等，顯然較重視投資人權益之公平，故依證券交易法第七十一條及七十二條規定，固可分為餘額包銷、確定包銷及代銷等三種方式，但實務上之證券承銷，則係以餘額包銷為主之證券承銷方式，因目前我國證券承銷案件如初次上市上櫃、現金增資、募

集公司債(含轉換公司債)、臺灣存託憑證公開招募或募集設立等案件，於提出對外公開承銷時，其中除少數公股釋出案件及證券業者之公開承銷案件係採代銷方式外，一般皆採取確定包銷及餘額包銷混合之方式。亦即依「中華民國證券商同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」規定，證券商應就其所承銷證券之種類不同而先行保留對外公開承銷證券總數之10%~25%部分自行認購，待承銷期間屆滿後，始就未能全數銷售之有價證券再予以承購。由於法令明訂證券商承銷商應認購承銷證券總數之10%~25%，性質上應屬「於承銷契約訂明保留一部份自行認購」之證券，故其承銷自符合證交法七十一條第二項後段所定有關確定包銷承銷之定義。惟深究其自行認購之規定意旨，應係主管機關期許證券商承銷商負起「市場創造者」(market maker)之角色責任，故由承銷商自行認購部分之額度，至於自行認購以外之其餘75%~90%數額則仍採餘額包銷方式承銷，可知我國證券承銷制度雖混合了確定包銷及餘額包銷等二種方式，但究實而言，應仍係以餘額包銷為主要之證券承銷方式。而承銷商於此種法定部份確定包銷方式之規範下，僅能就總承銷證券數額之一定比例，有限度地予以確定包銷（公開承銷股數之10%~25%，在立場上較屬於被動之性質，與國外確定包銷制度之精神顯有不同。

2. 證券包銷作業時程

對於需辦理對外公開承銷案件中，由於法令規定，使其前置作業時間各有不同，主要可分為二方面說明，一為初次上市櫃申請案，由於有輔導期之規定，使得評估作業至少需時一年，評估作業完成後，即進入審查期，約耗時2~3個月，通過審查後，才得以準備進入承銷期；另一為募集資金案件，承銷商與發行公司之募資報告及申請案件準備，約需2~3個月，正式向證期會申報後，即進入審查期，審查期間按一般申報生效案件，大部份適用法令規定之12個營業日，申報生效後則與初次上市櫃申請案一樣，準備進入承銷期，進入承銷期之後，由於國內配售方式尚包括競價拍賣、詢價圈購、公開申購及洽商銷售四種方式，且各配售方式適用之案件也略有差異，其中洽商銷售並不適用首次上市櫃及現金增資案

件，競價拍賣也不能單獨使用於前述案件，以下將依目前主要配售方式公開申購及詢價圈購作業時程分別列表說明。

表 1.5.1 包銷採公開申購方式作業時程

時 程	作 業 內 容
X-8 以前	證期會核准公開承銷後，承銷商與發行公司議定承銷價格，及籌組承銷團，準備申請辦理公開承銷文件及辦理競價拍賣作業(採50%公開申購50%競價拍賣案件適用)。
X-8	向公會申報辦理公開承銷。
X-4	取得公會備查函，向交易所申請公開作業時程及刊登承銷公告，至此承銷價格乃告確定。
X~ X+20	依證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法規定，辦理申購、抽籤、繳款、公告等事宜。
X+22	股票或股款繳納憑證劃撥入集保並上市櫃買賣。

註：X 為承銷期間開始日，所需時間之計算多數為營業日

表 1.5.2 包銷採詢價圈購方式作業時程

時 程	作 業 內 容
X-7 以前	向證期會申報現金增資後，承銷商立即籌組承銷團，並向公會申請辦理詢價圈購事宜，圈購手續至遲需於現金增資案生效後第8個營業日完成。
X-7	向公會申報辦理公開承銷。
X-3	取得公會備查函，刊登承銷公告，至此承銷價格乃告確定。
X~ X+10	依證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法規定，辦理配售、繳款、公告等事宜。
X+12	股款繳納憑證劃撥入集保並上市櫃買賣。

註：X 為承銷期間開始日，所需時間之計算多數為營業日

3.證券承銷價格訂定

我國承銷價格之訂定主要採承銷商與發行公司視市場情況及公司未來發展而共同議定，惟主管機關亦有訂定計算公式計算參考價，其訂價模式可分初次申請上市櫃及已上市櫃現金增資二種，並視採用之承銷配售方式而略有不同，茲列表說明如下：

表 1.5.3 我國證券承銷價格訂定方式之比較

項目	配售方式	說明
初次申請上市櫃	券商自行認購10%~25%，其餘全數公開申購	依證期會(八一)台財證(一)第〇〇二四〇號函之訂定之慣用公式計算參考價，惟承銷價格最後訂定，乃由發行公司與承銷商共同議定之。
	券商自行認購10%~25%，其餘50%競價拍賣及50%公開申購	參考價之計算公式同上，惟發行公司與承銷商共同議定之價格為競價拍賣每股底價，承銷價格依競價拍賣得標之價格及數量平均加權結果計算而得，惟最高不得超過底價之1.3倍。
已上市櫃現金增	券商自行認購5%~15%，其餘全數公開申購	依訂價基準日前十、十五、二十個營業日擇一計算平均收盤價扣除無償配股除權後平均股價之70%以上，實際價格仍由發行公司與承銷商在規定範圍內共同議定之。
	券商自行認購不得超過10%，其餘全數詢價圈購	其訂價計算方式同上，惟其訂價範圍為參考價之90%以上，由發行公司與承銷商共同議定之。

4.證券承銷之配售方式

我國證券承銷之配售方法具多元化特色，承銷商可以依據相關法令章則之規定、證券發行市場狀況，以及發行公司意願，彈性選擇單一或搭配詢價圈購、競價拍賣、公開申購配售或洽商特定人銷售等最適當的承銷方式。

5.承銷商之報酬

承銷商主要收入有承銷輔導費、包銷報酬或代銷手續費及申購處理費收入，分別說明如下：

表 1.5.4 我國證券承銷商報酬一覽表

項 目	說 明
承銷輔導費	僅限向初次申請上市櫃之公司收取，由於業務競爭激烈，目前實務上，證券承銷商每月向發行公司收取新台幣 2~5 萬元。
申購處理費	僅限採公開申配售之配售方式所賺取之處理費收入，每一申購人收取手續費 30 元，其中 17.5 元為承銷商之收入，係按主協辦承銷商之承銷比例分配。
包銷報酬或代銷手續費	依據證期會對證券承銷商包銷報酬之規定，最高不得超過包銷總金額之 5% 及代銷手續費不得超過代銷總金額 2%，惟實務上承銷商收取包銷報酬約 0.5%~1.5%，其中主辦承銷商視採用之配售方式不同而收取，以不超過 60% 為原則（依公會會員自律公約第六條）不等之管理報酬，其餘則視配售方式依主協辦承銷商之承銷比例或競價得標金額比例分配。

（二）美國證券承銷方式

1. 證券承銷方式

(1). 承銷方式種類

一般而言，美國有價證券之承銷方式可分為餘額包銷(stand-by underwriting)、確定包銷(firm-commitment underwriting)、代銷(best-efforts underwriting；或稱盡力銷售)，其中以確定包銷為大宗。

(2). 確定包銷

美國有價證券公開承銷方式主要可分為包銷(firm commitment offerings)與代銷(best efforts offerings)兩種方式。其包銷方式即一般所稱之「確定包銷」。依 Matthew Bender & Co., Inc. 所出版的「Securities Law Techniques—transaction and litigation」，將「確定包銷」定義為「承銷商同意向發行公司購買證券並將證券銷售予投資大眾」。在此定義下，承銷商對有價證券之銷售具主導權，除得與發行公司商議於承銷契約保留自行認購股份外，其以完全配售予銷售團及一般投資人為其主要目的，致長期配售通路的建立相當重要。另銷售價格係「發行價格」，發行價格扣除 10% 以下承銷報酬(underwriting discount)即為承銷商(團)的購買價格。

惟「確定」(firm)一詞常遭誤解，因為一個確定包銷的承銷契約通常在簽訂承銷契約時「firm」一詞才成立，在此之前證管會(SEC)已宣布註冊登記表生效，所有的銷售動作幾已完成，公開說明會(road show)已辦理完畢，承銷團亦已彙總客戶承諾認股情形，此時承銷商才與發行公司根據銷售狀況決定最後承銷價格並簽署承銷契約，而承銷商才需負擔所有訂價及所募集資金的風險。

在簽訂承銷契約之前，發行公司常與承銷商簽意願書(engagement letter)，其中對承銷商最重要的條款即是終止公開募集條款(abandonment of the offering)，其係在執行承銷契約前，若發行公司發生財務或業務巨大變動，或基於承銷商專業判斷市場上對發行公司的有價證券接受度不高，賦予承銷商中止承銷的權利。另於承銷契約中亦有「中止條款」(market out clause)的訂定，若基於市場狀況產生重大變動以致承銷商無法順利銷售有價證券時，允許承銷商中止承銷案。而實務上，經訪具美國承銷實務經驗之同業所述，美國之承銷方式多採確定包銷方式，惟常於意願書訂定許多條款以保護承銷商，來降低承銷商的包銷風險。

綜合言之，美國之確定包銷制度對發行公司、承銷商而言，各有其對等的權利義務及應承擔的責任風險，而其制度的設計，亦已有效地降低了承銷商的包銷風險。

(3).美國確定包銷制度特色

A.採確定包銷承銷，發行公司籌資效率高，承銷商之風險有限：

美國有價證券承銷方式採確定包銷承銷方式者，籌資效率高，其制度之設計，強調資訊充分揭露。在此原則之下，發行公司、承銷商及專業人士(如會計師、律師等)間各有其對等之權利義務及所應承擔之責任風險。對承銷商而言，其包銷之責任往往等到註冊登記表生效後決定價格、簽訂承銷契約時才開始，而此時已鮮少不確定的因素，因此承銷商的風險實屬有限。

B.價格訂定具彈性

註冊登記表生效前，承銷價格僅初步訂定一價格區間，並根據市場供需狀況調整，最後承銷價格之訂定則於註冊登記表生效後，再通報證管會即可。

C.承銷商對證券之配售具主導權

在確定包銷制度下，因為承銷商需承擔募集資金是否成功之風險，故而承銷商對有價證券之承銷具主導權，基於「公開承銷」的精神，承銷商除得與發行公司商議於承銷契約保留自行認購股份暨其認購之價格外，承銷商應盡力配售予銷售團及一般投資人，而其配售對象，除保留大部份證券予自己的客戶外，其餘部份則配售予會長期持有而非短期套利之機構投資人客戶。故承銷商為能全部銷售其包銷之有價證券，發行價格必需能充分反應市場的需求，故其對發行價格之訂定亦具主導權。

D.將時間風險及價格風險降至最低

美國不論初次上市櫃或上市櫃公司辦理增資，其發行價格之決定幾與註冊登記表生效同時，並隨即辦理募集作業，第三個營業日迅速結案，且投資人於繳款後即可開始交易，第3~5天後即可拿到股票。對投資人或承銷商而言，時間風險及價格風險均已降至最低。

2.確定包銷作業時程

(1) 股票初次上市櫃

表 1.5.5 美國初次上市櫃作業時程

時程	作業內容	備註
X-約 12 個星期	發行公司與承銷商簽訂意願書(engagement letter) 承銷團及專家團隊開始進行實地審查(due diligence)	
X-約 8 個星期	向證管會提出註冊登記表(registration statement)	
X-約 4 個星期	證管會發出意見函(letter of comments)	
X-約 3 個星期	分送初步公開說明書予承銷團、銷售團及投資人等，並彙 總客戶意願名單	
X-7	辦理公開說明會(road show)，持續至生效日前夕	
X-2	提出生效要求書(acceleration requests)至證管會載明 要求生效日期	生效日前 2 天
X	證管會核准註冊登記 決定發行價格，並簽訂承銷契約	
X~X+3	開始交易 募集期間 投資人繳款	3 個營業日
X+3	結案 承銷商交付購買股票款予發行公司 發行公司交付股票予承銷商 承銷商儘快交付股票予銷售團或投資人	

資料來源：彙總自 Matthew Bender & Co., Inc. 「Securities Law Techniques-transaction and litigation」

美國股票初次上市櫃(Initial Public Offerings)大部份均辦理現金增資承銷，稱之為新股承銷 (Primary Offerings)，一般投資人認為資金挹注能促使公司更加成長及繁榮，而老股承銷(Secondary Offerings)僅係替股票持有者創造股票流通及出售之市場，故初次上市櫃案件大多以辦理現金增資公開承銷，如此不僅較能獲投資人青睞，而且其承銷價格普遍亦較高。

由上表所示，美國初次上市櫃在承銷契約生效前，發行公司及承銷商會先簽訂意願書(engagement letter)，其主要條款包括募集規模、初步決定的承銷價格範圍、其他承銷條件及承銷商報酬等。接著發行公司著手準備註冊登記表(registration statement)，承銷商則準備各項承銷文件，包括承銷契約之擬訂等，同時並與專家團隊(會計師、律師等)開始進行實地審查(due diligence)，查核公司業務、財務之各項文件及向外搜集資料，並訪談公司經營階層，藉以瞭解公司營運情形及財務

狀況。

向證管會提出註冊登記表時，此時初次公開說明書(preliminary prospectus 或稱 red herring prospectus)封面發行價格暫定以價格區間表示。而向證管會提出註冊登記表約 4 個星期左右，會收到證管會的意見函(letter of comments)，經補充修正後，即可分送補正後初次公開說明書給承銷團、銷售團或投資人等，並對表達意願之客戶彙總出意願名單，分送初次公開說明書係註冊登記表生效的要件之一。接著在生效日 1 至 3 個星期前辦理公開說明會(road show)一直持續至生效日前夕。在生效日前至少 2 天前，應提出生效要求書(acceleration requests)至證管會，載明要求生效之日期。

註冊登記表之生效，目前普遍採 1987 年 5 月通過的「430A 條款(Rule 430A)」，因此發行價格可於生效後才決定，惟應於價格決定後 2 個營業日內，最遲不超過生效日後五天內更正公開說明書有關價格部份並呈送證管會。事實上，430A 條款亦允許承銷商得在生效日後 15 個營業日內訂價而毋需另行事後補正(post-effective amendment)。

當發行價格決定後即可開始募集，股票亦可開始交易，募集期間約持續 3~4 個營業日，此時承銷商應儘早寄送最後公開說明書及確認書給當初表達意願的投資者，投資人即開始繳款，於第三或第四個營業日收足股款後辦理結案。結案當天，承銷商交付承銷款扣除承銷報酬後(亦即購買總價款)予發行公司；發行公司則交付股票予承銷商，股票名義則依承銷商指定之客戶名稱或銷售團，以便承銷商於結案後可儘快分送給這些人，實務上，一般於繳款後 3~5 天即可交割股票。

(2) 已上市櫃現金增資

美國已上市上櫃公司辦理現金增資對外公開承銷(additional public offerings)應辦理之事項大致與初次上市櫃相同，惟簡化許多，如初次上市櫃一般，在註冊登記表生效前，承銷商已預售完成。另其採時價發行，應適用「430A 條款」，發行價格需在生效日當天決定，並在 2 個營業日內補正公開說明書並呈送證管會。發行價格決定後立即辦理募集作業，並於第三或第四個營業日迅速結案，其時程大

致與初次上市上櫃相同。

表 1.5.6 作業時程概況

時 程	作業內容
X	註冊登記表生效 決定發行價格 募集開始
X-X+3	募集期間
X+3	結案

3.證券承銷價格訂定

對整個公開銷售案件，尤其是初次公開募集能否成功，適切之承銷價格可能是最重要的關鍵因素，事實上評估一個公司的公平市價所需考量因素不勝其數，在美國一般會採取三種不同的取向。在初步磋商階段，承銷商會利用現金流量折現定價法，求得公司之內含價值；此外，承銷商也會選取產品、業務與發行公司類似之公司，比較這些公司之本益比、股價淨值比等，進而計算出承銷證券的價值，此即所謂的相對定價法。在測試市場階段，承銷商則根據詢價圈購所建立不同投資人之認購意願及數量，來探尋最適承銷價格，直到承銷案件註冊登記表生效後，主辦承銷商才立即與發行公司確定最後承銷價格。至於已上市上櫃現金增資係採時價發行，當市價與發行價格產生重大差異時，應向主管機關說明決定該價格的原因。

4.證券承銷之配售方式

美國除採競價拍賣及上架登記者外，承銷證券的配售幾乎均採詢價圈購；一般案件均於註冊登記表生效後，由主辦承銷商以電報或傳真通知承銷團及銷售團成員有關公開募集案件業已生效之訊息，並將已執行之承銷商間協議及經確認之承銷契約送給各成員，再由參與配售之自營商連絡前已表達認購意願之客戶，並確認其訂單。證券商亦會直接告訴客戶所分配之有價證券數額，並向主辦承銷商回報其所分配之總額業已全部銷售之情形，如全數承銷證券均已回報售畢，則主辦承銷商將立即通知各成員該銷售案業已完成，而該通知乃稱之為「售罄通知」。

遇有銷售團成員回報其所配額度無法全數售畢時，主辦承銷商會嘗試將之售予自己或其他銷售團成員之客戶。

所有認購之訂單通常會在生效日下午或次一營業日以書面確認，並附隨一份最終公開說明書。雖然確認必須在銷售後二十四小時內為之，但亦有在銷售後數天才確認者。為確保在銷售完成時已收足認購價款，主辦承銷商通常會以電報或傳真銷售團成員有關該銷售將於何時、何處完成及應在何時、何處，支付何種型式資金之通知。銷售團成員會常係於扣除銷售費後，將餘款付給主辦承銷商。

5.承銷商之報酬

美國全國證券商協會公平交易規則(NASD'S Rules of Fair Practice)對承銷商之總報酬訂有上限標準，惟許多參與初次公開承銷之承銷商會堅持收取上限標準的報酬。承銷商報酬一般可區分為承銷商折扣、承銷費、認股權、優先議約權、顧問費等，茲分述如下：

表 1.5.7 美國承銷商報酬概況表

項 目	說 明
承銷商折扣 (Underwriting discount)	1. 承銷商折扣為承銷商報酬中最主要部份，通常約為總募集金額的 6% 至 10%，惟實際數額則取決於募集的規模，金額愈大的承銷案，其承銷商折扣率會愈小。 2. 承銷商折扣中，約有 20% 為主辦承銷商的管理報酬(management fee)；60% 為銷售團的銷售報酬(selling concession)；另外 20% 為承銷團的承銷報酬(underwriting fee)
承銷費 (Underwriting expense allowance)	承銷費一般亦係用募集金額百分比來計算，通常為 3% 至 3.5%，通常主辦承銷商並不將所收到的承銷費與其它承銷團成員分享。因此，主辦承銷商可能會採行一較小的承銷折扣，來換取較高的承銷費，尤其是遇有熱門承銷案件，預期組成承銷團不會有困難時。
承銷商的認股權 (Underwriter's warrant)	此種報酬通常僅限於初次上市上櫃，且上漲潛力很大之有價證券。承銷商得用極低的代價(通常多為每一認股權一美分)買進相當於公開招募股份 10% 的認購權，此一認購權的行使期間通常始於註冊登記表生效日的一年後，為期四年，其執行價格通常為對外承銷價格的 120%；而另一種方式則是執行價格逐年提高 7%，如果承銷商的總報酬逾全國證券商協會所訂的上限，其可調高執行價格、延後執行期間或放棄該認股權的轉讓權。由於證管會要求承銷商賣出其承銷商認股權及因履行該認股權所取得的股票時，必須向其登記，因此，在意願書中通常會授予承銷商登記該等有價證券的權利。
優先議約權 (Rights of first refusal)	係指該發行公司日後募集有價證券時，該承銷商有擔任此發行公司投資銀行的優先議約權。此一保護條款的時間，因承銷商而異，但通常多為三至五年，而其所涵蓋的範圍也不一而同，有些僅涵蓋承銷該公司未來公開募集的有價證券，有些則尚涵蓋私募，甚至合併等案件。
顧問費 (Consulting fee)	另一種型式的承銷商報酬則是顧問契約，在承銷案件完成後的數年內，由該發行公司支付一定代價，延聘該承銷商或其員工擔任該公司顧問。

(三) 日本證券承銷方式

1. 證券承銷方式

依日本「證交法」規定，承銷係指依約定包銷發行人發行有價證券之行為。根據台灣證券交易所 87 年 11 月出版之研究報告所述，目前日本之承銷方式有二種，一為確定包銷，一為餘額包銷：

(1) 確定包銷

日本證券承銷商包銷有價證券，在簽訂承銷契約時，承銷商先行認購有價證券，於承銷期間銷售。其申請人為承銷商，申請機構為銀行或信託公司，股票名

義以承銷商名義，股票係交付給承銷商。

(2) 餘額包銷

日本證券承銷商承銷有價證券，在簽訂委託契約時，若募集結果產生餘額則承銷商將餘額自行認購。其申請人為承購人，申請機構為承銷商，股票名義以承購人名義，股票係交付給承購人。不管確定包銷或餘額包銷，證券承銷商均須負擔公開募集之風險，所不同者係確定包銷係承銷商先行認購有價證券，於承銷期間銷售其所持有之證券；而餘額包銷則係承銷商必須認購公開募集後之賸餘數額，但程序上只是代替發行公司銷售股票。

一般而言，由於採確定包銷承銷方式，因股票之名義係承銷商，且直接交付予承銷商，故其作業程序較為簡單。而採餘額包銷之承銷方式者，股票之原始取得人係一般投資人，股票依投資人名義並直接交付給投資人，需要較長時間，其作業程序較為繁瑣。惟初次上市櫃需達股權分散標準才得以掛牌，故發行公司申請上市櫃未達股權分散標準時應採餘額包銷之承銷方式，而只有在已達到股權分散標準時才能以確定包銷方式承銷。

2. 確定包銷作業時程

(1) 新股上市公開募集或銷售時程(含競價拍賣及公募)

表 1.5.8 日本確定包銷作業時程

時 程	作業內容	備 註
X-16	提出有價證券申報書	
X-7	董事會決定投標底價	
X-6	提出有價證券訂正申報書 公布投標底價	生效前三個營業日
X-2	有價證券申報書發生效力 投標申請日	從提出至生效日一般約 15 日
X	投標日 決定公募、出售價格(依得標結果)	生效後第二個營業日
X+1	提出有價證券訂正申報書 提出「實施投標通知書」、「得標者名簿」等	
X+3	有價證券訂正申報書生效	提出後經一個營業日生效
X+3~X+5	公募申請期間	
X+7	提出「實施公募或出售通知書」	即「配售名單」
X+8	大藏大臣(財政部)承認	
X+8	公布上市日期	
X+9	繳納股款	
X+10	開始買賣日期(上市日)	

資料來源：東京證券交易所，關於上市前的公募或出售等的手續

上表係日本新股上市公開募集或銷售之時程，日本自 1989 年 4 月 1 日起對於上市前的公開承銷實施部份投標制度，依時程所示，第一次提出有價證券申報時，投標底價並未決定，而係於生效前三個營業日經董事會決議決定投標底價，並提出訂正申報書，申報生效日後第二營業日即進行投標，並以得標價格(加權平均價格)做為剩餘股數的出售價格，並於次一營業日提出修正申報，俟修正申報生效後，連續 3 天為公募股票之申請期間，第 7 天向東京證券交易所提出公募股票配售名單，第 9 天繳納股款，第 10 天即可上市買賣，總計自決定價格至上市買賣約 11 個營業日左右。

(2) 日本時價發行公募增資時程

表 1.5.9 日本發行公募增資作業時程

時程	作業內容	備註
	董事會決議發行	
	法定公布	董事會決議發行次日
	提出有價證券申報書	董事會決議發行次營業日
X	確定公募價格(發行價格)	生效日前一營業日
X+1	有價證券申報書生效 提出有價證券訂正申報書 (金額確定)	依案件不同，從提出至生效 時間分為 8 天及 16 天兩類
X+2~X+5	募集期間	3 個營業日
X+6	繳款日	
X+7	資本額增加 上市日 股票交付給承銷商(以承銷商 名義)；承銷款付給發行公司	

資料來源：彙整自東京證券交易所「時價發行手續詳細日程案」及野村證券株式會社「財政部證券管理委員會—92 年研討會資料訂正版」

上表係日本時價發行公募增資(即現金增資)日程表，在日本並無新股發行價格需歸一致及原股東及員工有優先認股權之規定。辦理現金增資提出申報時，發行價格係暫定，待有價證券申報書生效之前一營業日才確定，並於生效日之次一營業日起連續 3 個營業日為募集期間，而事實上生效日之前幾已確定配售名單，於募集期間僅做最後之確認，募集期間結束後即進行繳款，繳款結束後第二天即可掛牌交易。一般而言，自確定發行價格至股票上市買賣，約 8 個營業日。

3.承銷價格之訂定

證券承銷價格之訂定，一般說來，係依市價及需求調查後之結果乘上折扣率得之。需求預測之結果，可以提供決定市場銷售條件之資訊，以順利完成承銷作業。

以前日本商法上所謂的發行價格(承銷商之取得價格)和公開募集價格(承銷商對投資人之售價)是相同的。但是在 1995 年以後公開募集價格被視為發行價格加上承銷手續費。

1995 年以前公開募集價格等於發行價格，也等於發行公司預計要調度之金額，但需扣除承銷手續費之後才是發行公司之實得金額。而 1995 年以後，發行價格等於公開募集價格扣除承銷手續費之後之金額，也等於發行公司預計要調度之金額，亦即發行公司之實得金額，這種方法又稱為「直接法」。

「直接法」可以將承銷手續費從公開募集價格扣除，使得發行公司不需要將承銷手續費當營業外費用來沖銷，此舉可以微幅增加發行公司之純資產。在採用「直接法」公開募集有價證券時，日本證券業協會對於資訊公開方面有以下之規定：

(1).公開募集價格和發行價格不同時，必須於有價證券申請書上明確加以說明，其記載方式亦需以「發行價格」記載之。

(2).和以往之公開募集比較起來，因減少承銷手續費而增加公司利益之相關資訊，故發行公司必須在財務報表上加以註明。

(3).公開價格之決定

投標申報日之次日於證券交易所進行投標，投標後決定公開發行銷售之價格。投標的方法為從最高價格之投標申報部分開始依序進行分配至投標股數結束為止，且投標申報時投資人所申報之價格即為得標價格。投標申報股數未滿公開股數之 25%時，視為投標不成立。

投標後之公開發行，銷售價格係以投標而得之價格予以加權平均所得之價格作基準，以下述各項為主要考慮重點：

A.投標之實施情形。

B.投標日至上市日止視股票行情變動所發生之風險。

C.對投標後之公開發行、銷售之需求之預測。

D.至得標價格之加權平均計算方法如下：

$(\text{得標價格} * \text{得標股數})\text{之總和} / \text{總得標股數}$

4.確定包銷之配售方式

日本初次上市櫃採確定包銷之承銷方式者，可採部分競價拍賣及部分公募，

或採全數詢價圈購方式。由於採競價拍賣方式常產生得標價格過高，致掛牌以後股價滑落，而使一般投資人套牢之情形，故目前逐漸以全數詢價圈購為主要之配售方式。另已上市櫃現金增資則以詢價圈購為主要之配售方式。

5.承銷商之報酬

在承銷手續費方面，1994年以前採用定額方式分配。1994年以後，依承銷團間不同工作任務，區分為幹事手續費、承銷手續費、銷售手續費三種，均按工作分量之比率分配。一般而言，承銷費用通常占發行金額的2.5%~3%，承銷難度較高的案例亦有可能高達5%。

其中幹事手續費又稱銷售費用占60%，依幹事銷售比率分配；承銷手續費為20%，由主辦承銷商視承銷風險及爾後安定操作所需之費用予以保留，俟後分配予幹事承銷商；管理報酬為20%，依銷售比率分配。

(四)香港證券承銷方式

1.證券承銷方式

香港有價證券之公開承銷，基於聯交所等相關規定，絕大部份均採確定包銷之方式，僅部分新申請上市公司符合聯交所規定之條件者，始准許採用配售之方式承銷及上市，其證券公開承銷多採確定包銷方式進行。按主管香港公司有價證券發行與上市全般事宜之聯交所，於其上市規則相關規定中，均就證券之承銷方式予以明定應以確定包銷為其上市前承銷之唯一或主要方式，茲列舉分述如下：

(1). 確定包銷

按聯交所「上市規則」中就一般公司或中國企業以H股申請初次上市者，均規定其上市前之承銷，得採用之方式有二種，亦即發行證券以供認購(即公開招股)者，規定其證券之認購必須獲全數包銷。

對於新申請上市案件，其上市前採發售現有證券方式承銷者，亦規定公司應符合招股章程及包銷之相關規定之要求。

另聯交所「上市規則」中亦就「招股機制」有所明定，其中定有下列之規定：

「上市前銷售上市之證券，如屬全球性公開招股，而同時涉及香港認購及國際配售者，香港認購及國際配售部分之多少，應由發行人及包銷商決定，聯交所期望包銷商及發行人在制定切合當時發行股份之機制時，應充分顧及本地散戶投資者之利益。

聯交所「上市規則」中亦就包銷商加以規定，該所保留向發行人查詢任何有關包銷商建議的財務情況之權利，如聯交所未能確信包銷商有履行其包銷責任的能力，則可拒絕發行人之上市申請，而按聯交所「上市規則」3.01 規定，申請上市須由一名聯交所會員、發行商、商人銀行或聯交所接納之其他人士保薦，即申請上市之公司須由保薦人(Sponsors)介紹上市，足見包銷商及其包銷作業於新申請上市案件所占重要性及影響程度。

對於已上市公司所發行證券之承銷，亦於「上市規則」第 7.18 條中就供股部分予以規定供股應備有招股章程，並要有商人銀行負責全面包銷。

綜上所述，香港聯交所無論就初次上市或已上市公司發行證券之承銷，均予以規定為全數包銷或全面包銷，性質上自屬於確定包銷，故並無其他國家所採行之餘額包銷之機制。

(2).配售

如前所述，聯交所就初次上市案件，其上市前銷售證券尚得採用配售之方式，配售乃為使公司或中介機構所洽特定人士得以大量之形式獲得發售之證券，故一經聯交所准予採用配售方式者，一般公眾應即無由予以認購，而通常只有非為投資大眾有顯著需求之證券，且市值規模較小之承銷，並且符合聯交所規定之條件時，始准予採用配售之方式，以節省成本。

2. 證券承銷作業程序

承銷團成員主要工作係正式發行前協助公司與投資者接觸，並推薦公司之賣點，而整個發行上市過程之作業程序，約可分為下列數大階段：

(1).初步討論

公司準備上市時，公司之管理階層會找尋專業人士如會計師、未來扮演公司

上市之保薦人等，評估及研討上市程序。所有細步之討論在上市前 9 個月或 1 年，甚至早在擬上市前兩年都已著手計劃上市及發行方式，並已研擬了上市時間表 (Listing timetable)，且確認保薦人及承銷商。

(2).重整公司架構

公司架構的重整時間一般會在 3 至 4 個月前進行。當公司係屬於集團式母子
公司關係，考量上市要求，重新安排公司之資產及公司組織架構。

(3).準備財務資料及上市文件

在預計上市約五個星期前，保薦人須編製完成公開說明書草稿，會計師須編
製查核報告草稿。

(4).驗證

在發行日(Flotation Date)4 至 7 星期前將上市有關文件交由保薦人律師作驗
證。必要時須在預計上市 4 至 5 個星期前提交估值報告(財產評估報告)給聯交所。

(5).提交上市有關文件給聯交所

A.按聯交所現時上市程序，公司由遞交 A1 表格至掛牌賣買，一般需時
約二至三個月。在預計上市 35 天(不含例假日—clear days)前將發行時間表
及 30%上市保證金交給上市委員會(Listing Committee)，並回答一些問題。
A1 表必須由上市保薦人或聯席保薦人填寫。如果公司更改保薦人或聯席保
薦人，必須重新申請上市及再繳付押金，聯交所會根據該公司原先上市申
請進展，考慮是否豁免於舉行上市公聽會前三十五日提交上市申請的規
定。若公司因某些狀況而須拖延上市日期，原則上聯交所會同意，但若連
續延期三次，時間超過六個月者，交易所將沒收相當於上市費用三成之押
金，並要求有關公司重新再辦理上市手續，另再次繳付一筆占上市費用 30%
之不可退回的押金。

B.在公聽日(Hearing Date)前 21 天，提供如上市有關備忘錄、調整聲明
(草稿)之副本等其他相關資料給聯交所。

C.在預計公聽日前 10 天(不含假日)提供進一步資料，如所有重要合約、

正式通知及申請表格等遞送聯交所上市科(Listing Division)。

D.在公聽日前3個工作天(不含假日)，須提供5份經律師確認之上市文件、3個年度年報及財務報表及發行公司之代表人簽訂上市協議(Listing Agreement)。

E.其他文件提供，如通知書副本、證照。

(6).公聽會

發行公開說明書前一星期，同時須繳清剩餘70%之上市費用，並提交正式通知書、申請格式及有關文件給聯交所，聯交所舉辦公聽會，最後由委員投票決定同意上市，公司並取得「同意信」。

(7).巡迴推銷

向不同團體、機構、基金及個別投資者舉行招股說明會(業績發表會)，並印送公開說明書。

(8).承銷定價與銷售

公司登記員公開及分送上市有關文件，約4至5個工作天接受公眾申請，公眾申請股票時須將所認購之申請股數、申請書連同股款繳交收款銀行。

A 電腦投標，模擬定價，產生最終需求曲線，訂定售價。

B 採用公平分配基準，完成銷售。當投資者未抽中所認購股票時，將退差款給認購者。

C 有關上市前證券銷售之作業，按其香港認購與國際配售之辦理情況而有所差異，其各種作業約略分列如「公開招股作業時程」(表 1.5.10)及「國際配售與香港公開招股作業」(表 1.5.11)。

(9).發行股票

大約在結束登記後12至14天，股票開始在聯交所買賣。

表 1.5.10 香港公開招股作業時程

Day1	開始接受認股申請: 券商接受申購配股, 並可接受申請者達 90% 之融資貸款。
Day5-Day7	截止申請: 結束認購作業, 申請人所繳款項除認購款項, 另加上 1% 券商佣金及 0.011% 交易徵費。
Day9-Day10	公布申請結果及配發基準日: 公布並通知申請人結果。
Day11-Day12	退款及寄出股票: 退還未申購到配售股票之客戶款項並寄出已申請到配售之股票。
Day13-Day14	正式掛牌上市, 開始交易。

資料來源: 香港證券承銷市場介紹, 京華山一國際(香港)公司編印, 1998 年 2 月。

表 1.5.11 國際配售與香港公開招股作業時程

Day1	接受國際機構法人申請配售股: 巡迴說明會(Road Show)及認股申請。
Day5-Day7	截止申請。
Day8-Day9	主辦券商計算超額認購部分。
Day9-Day10	配售額度給機構法人, 但不預收股款。
Day10-Day15	香港公開招股: 接受香港地區一般投資者開始認購申請, 券商並可提供申請者達 90% 之融資貸款。
Day15 中午 12:30	截止申請: 結束全部認購作業, 申請人除繳認購股款, 另加上 1% 券商佣金及 0.011% 交易徵費。
Day15-Day17	公告國際機構法人配售結果名單。
Day18	公告香港公開招股配售名單並退還未獲配售股款及寄發股票。
Day19	國際機構法人匯入款項截止日。
Day20	正式掛牌上市, 開始交易。

資料來源: 京華山一國際(香港)公司編印, 1998 年 2 月。

附註: 當招股集資額超過 4 億港元, 就超過部分考慮舉行國際配售, 否則只在香港公開招股。

2. 證券承銷價格之訂定

(1) 承銷價格訂定

A、投標認購

(A) 電腦投標

每天 24 小時不停地利用電腦系統, 觀察不同價格水平之需求狀況, 保持對投資者判別之充分透明度。

(B) 模擬訂價

承銷團成員通過模擬訂價，將投標競爭信息傳遞給投資者，以鼓勵他們修正報價和認購規模。

B、訂價

一般訂價多使用累積招標方法制定股票發行價，於模擬訂價過程中，產生最終需求曲線，釐訂股票售價。其定價公式如下：

每股發行價=(上市當年預估稅後純益 5 本益比)/預計發行後擴大總股數承銷價訂定係由發行公司、主要股東、保薦人與包銷商共同議定，通常保薦人也會兼任發行新股時的主要包銷商，聯交所不參與任何定價之決定，也不給與任何意見。在決定價格時，各方會考慮多個因素，其中包括：

(A) 公司資產淨值。

(B) 公司過往之盈利紀錄。

(C) 公司管理階層之實力。

(D) 公司之未來前景、盈利預測。

(E) 在上市期間之市場實力及影響市場之其他因素。

(F) 公司於同業間之業界地位(如領導廠商)及其他公司之市盈率。

C、證券承銷之配售方式

香港方面其承銷方式則傾向公開申購抽籤為主，輔以配售方式(即類似我國的洽商銷售制度)，另其分配方式，遇超額認購時，尚有「大額」、「普通」、「小額」認購之區別。

5. 承銷商之報酬

在香港主辦包銷商一般會收取初次公開發行股份總值的百分之二點五作為佣金，但要從中抽取部分作為分銷商的分銷佣金，詳如表 1.5.12。分銷佣金為分銷股份總值的百分之一至百分之一點二五不等。

表 1.5.12 香港上市預計費用及開支（若上市發行集資總額為港幣一～二億元）

項目	預估金額（單位：港幣萬元）	給付對象
財務顧問與文件撰寫費用 （一般收費，可就上市案之難度再做調整）	200 ~ 300	保薦人
會計師費用	150 ~ 250	會計師
律師費用--公司、包銷商、 中國、境外	200 ~ 300	律師
估值師費用	80 ~ 120	估值師
公關費用	80 ~ 150	公關及廣告公司
股票過戶處理費	50 ~ 100	股份登記處
收款銀行費用	30 ~ 60	股款代收銀行
翻譯及印刷費用	120 ~ 200	翻譯及印刷公司
首次上市費(按市值而定)		聯交所
交易徵費用(發行股份之 0.013%)		聯交所
包銷佣金(發行股份之 2.5%)		所有承銷商
上述上市發行集資相關成本，約為籌資總額之 8% ~ 12%（未包含其他代墊費用）		

附註：預估僅供參考用途，並非最終實際價格及上市成本。

資料來源：「香港上市簡介」，元大證券(香港)分公司，1998。

（五）中國大陸承銷方式

1. 大陸承銷方式

依證券法第二十一條第一項規定：「證券公司應當依照法律、行政法規的規定承銷發行人向社會公開發行的證券，證券承銷業務採取代銷或者包銷方式」。故證券經營機構承銷股票，可以包銷方式或代銷方式進行，並應依同法第二十三條規定與發行人簽訂承銷協議。

（1）包銷

按證券法第二十一條第三項規定：「證券包銷是指證券公司將發行人的證券按照協定全部購入或者在承銷期結束時將售後剩餘證券全部自行購入的承銷方式。」足見其包銷應僅為常見之餘額包銷方式。

（2）代銷

依證券法第二十一條第二項規定：「證券代銷是指證券公司代發行人發售證券，在承銷期結束時，將未售出的全部退還給發行人的承銷方式」，故證券公司以代銷方式銷售股票，須在承銷協議所規定的承銷期結束後，應將未售出的股票全部退還給發行企業。

2. 承銷作業流程

中國大陸的股票分為 A 股和 B 股兩大類，因此大陸證券上市承銷作業程序也可分為 A 股和 B 股，相關作業程序陳述如后。

(1) A 股承銷作業程序

按「公司法」與「暫行條例」規定，A 股股票上市程序如下：

A. 國家體制改革委員會批准

經國家體制改革委員會批准，擬上市的公司必須改組為股份有限公司。

B. 政府企業主管部門及證監會審批

在國家下達的發行規模內，經過地方政府或中央企業主管部門審批，以及國家證監會覆審後，公司才可向公眾發行股票，但必須符合「暫行條例」第八條規定的公開發行股票條件。公司在現階段必須公布招股說明書。

C. 證交所核准

經過上海或深圳證券交易所的上市委員會批准，已公開發行的股票才可在有關證交所掛牌買賣，公司必須符合「公司法」第一百五十二條規定的上市條件，該等上市條件比股票公開發行的條件更加嚴格。公司在該現階段必須公布相關資訊，如下：

(A) 招股說明書

按「暫行條例」第十九條規定，在獲准公開發行股票後，公司應該在承銷期開始前二至五個工作日公布招股說明書。招股說明書的有效期限為六個月，自招股書簽署完畢之日起計算。

(B) 上市公告

股票獲准在證交所交易後，公司就必須公布上市公告。依「公開發

行股票公司信息披露實施細則」第十條、「上海證交所業務規則」第三十條和「深圳市證交所業務規則」第十二條均規定公司最遲須於上市日之前三個工作日，向社會公眾公布上市公告書。

D.發行與認購

按「暫行條例」第二十二條第一項規定，公開發行股票面值超過人民幣3,000萬元或預期銷售總金額超過人民幣5,000萬元者，應當由承銷團承銷；至於承銷的作業方式，依「暫行條例」第二十五條對股票發行方法所作的原則性規定，即股票承銷機構或其委託機構向社會發放股票認購申請表，不得收取高於認購申請表印製和發放成本的費用，並不得限制認購申請表發放數量。而在認購數量超過發行數量時，同條第二項中規定承銷機構應按公平原則採用按比例配售、按比例累退配售或抽籤方式銷售股票。而實際發售方式，可分為上網競價發行、上網定價發行與儲蓄掛鉤發行，惟大多數採用上網定價發行發售。

(2) B股承銷作業程序

B股發行與認購的法規主要有上海、深圳兩地的地方性規定，如「上海市人民幣特種股票管理辦法」及其實施細則，「深圳市人民幣特種股票管理暫行辦法」及其實施細則。另B股從發行到上市歷時頗長，往往需要兩個月時間，原因是公司在發行股票後，才開始正式辦理申請上市的手續。其主要承銷作業程序如下：

A.確定發行額度

由於中國大陸對B股發行採取額度管理，因此，取得B股額度係承銷作業開展的前提。

B.確定主辦承銷商

主辦承銷商在股票發行中承擔最終包銷責任，而且在企業改組、策劃、發行、上市過程中扮演總協調的角色。故主辦承銷商選擇的正確與否，直接關係到企業上市過程快慢。確定主辦承銷商一般有下列幾個標準：

(A) .B股發行承銷經驗和業績。

- (B) .組織與協調有關境內外中介機構的能力和經驗。
- (C) .與當地政府和國家有關部門的關係。
- (D) .具有國際銷售網路。

C.選擇中介機構

企業 B 股上市，需多家中介機構配合，諸如國際協調人、律師、會計師等。一般選擇中介機構多考慮下列因素：

- (A) .B 股方面的經驗與國際上的聲譽。
- (B) .相關行業審計和會計方面工作經驗。
- (C) .熟悉中國大陸會計和法律，並有與中國大陸公司合作的經驗。
- (D) .在中國大陸設有辦事處。
- (E) .受雇員中具有流利的中文人才。

D.分工協調會

主辦承銷商負責召集會議，就股票發行的重大問題進行討論，如股本結構、基準日期、大約的發行時間、財務審計、盈利預測、發行價格的範圍，並釐訂發行時間表。

E.審計

境外會計師出具前二年審閱、最近一年審計報告書，且不超過六個月的有效期。

F.調查

由主辦承銷商及中介機構會同公司對企業經營、管理、財務、合約等方面進行調查，確保股票發行時，向投資者提供完整、真實的資料，即調查係製作發行文件的基礎。

G.文件股書

(A) 招股書

招股書係發行的基本文件，將發送到世界各地的投資人手中。此文件內容應正確地介紹公司的歷史、業務、所屬行業基本情況、所募款項用途、

風險因素及未來發展等。

(B) 專業報告

會計師提供審計報告、律師出具法律意見書及資產評估者出具資產評估意見書等。

(C) 發行申報

發行申報係供證券管理部門審查公司是否符合發行條件而製作。

(D) 承銷協議

承銷協議係公司與主辦承銷商就承銷企業B股股票的條件所簽定的協議。

(E) 包銷商協議

包銷商協議係公司、主辦承銷商與其他承銷商間所簽的協議，該協議確定每一承銷商的承銷量。

H. 等候審查

檢送相關申報資料供證券管理部門審查。

I. 巡迴推介

巡迴推介係公司和承銷商一起根據預計發行情況，至美國、歐洲、亞洲主要金融中心向潛在投資人介紹公司的背景、現狀和未來前景。

J. 發售

巡迴推介結束後，境內外主辦承銷商與準上市公司商定承銷價格，向投資者發出配售函，進行發售。

K. 掛牌上市

股票發行完畢，編製並申報相關資料，申請在證交所掛牌上市與交易。

B 股發行到上市，往往需要兩個月時間，惟上市買賣的日期相對較短。另發行公司須於上市前十五日向結算公司提供認購清單，結算公司登記確認後出具「B 股股份存管確認書」，並經結算會員通知投資者。

4、承銷價格訂定

承銷價格的訂定，係由發行者與承銷機構根據市場狀況共同議訂，可採用按照票面金額或貼現金額平價、溢價或折價銷售，並於承銷合約中載明；惟股票不得折價發售。證監會 1997 年 9 月 10 日發布「關於做好 1997 年股票發行工作的通知」，其中對發行訂價加以修改，其計算公式如下：

股票發行價格 = 每股稅後純益 × 本益比

每股稅後純益 = 發行前一年每股稅後純益 ↓ 70% + 發行當年加權流通股份後

之預測每股稅後純益 ↓ 30%

本益比 = 當期設定本益比最大值 - (計算日前 30 天上市公司行業別平均收盤

價最大值 - 計算日前 30 天發行公司所屬行業上市公司平均收盤價) × 調整係數 + 修正值

調整係數 = [當期設定本益比(最大值 - 最小值) ÷ 計算日前 30 天上市公司行

業別平均收盤價(最大值 - 最小值)]

中國大陸為使盈利預測符合實際，要求需由具備證券業從業資格的會計師事務所和註冊會計師出具審核報告，並規定凡年度報告盈利數低於預測數 10%~20%，發行公司及其聘任會計師應在股東大會與指定報刊上公開作出解釋，發行公司並應向投資人公開致歉。如低於預測數 20% 以上，除解釋和致歉外，將停止發行公司兩年內的配股資格，證監會並視情況做事後審查，查有不法，即按相關法規予以處罰，至註冊會計師如違反「獨立審計準則」規定或對盈利預測的基礎數據、應用假設、數據核實有所疏忽、遺漏或虛偽記載，也將依法處罰。

5、配售方式

按「暫行條例」第二十五條對股票的發行方法作原則性規定，股票承銷機構或其委託機構向社會發放股票認購申請表，不得收取高於認購申請表印製和發放成本的費用，並不得限制認購申請表發放數量。如果認購數量超過擬公開發行的

總量時，承銷機構應當按照公平原則，採用按比例配售、按比例累退配售或抽籤等方式銷售股票。至配售方式亦有 A、B 股之分，按證監會 1996 年 12 月 26 日發布「關於股票發行認購方式的暫行規定」A 股主要有上網定價發行。另有全額預繳款、儲蓄存款掛鉤等，目前以上網定價發行為大宗，少部分採用其他方式；而 B 股主要有專業配售、境內、境內外公開發行。

A. A 股配售方式

(A). 上網定價發行

主辦承銷商作為股票唯一賣方，透過證交所電腦系統，供投資人在指定時間內，按一般委託買進股票方式進行申購。其作業程序列陳如下：

a. 上市公司、主辦承銷商通過新聞媒體向社會公眾發布新股上網定價發行的登記託管公告。

b. 證交所通知並公告證券簡稱、證券代號、申報時間、發行價格及注意事項。

c. 證券商於申購日(T 日)接受投資人申購委託，並按證交所規定時間內進行申購報盤。如遇重大突發事件，影響當日發行，得於次日繼續進行申報。

d. 申購日收市後，證交所向證券商發送申購確認和申購資金清算數據。

e. T+1 日，主辦承銷商與證交所根據收到證券商的撥款憑證及授權書核查申購款，並確認申購。對有效之申購，證交所即全額「凍結」該申購款，並計算利息。

f. T+2 日，證交所按申購時間優先原則，進行配號。收市後，把因申購資金不足而不予配號的申購數據發給證券商。

g. T+3 日，證交所將配號、申購款成交數據和實際認購或成交數據發送給證券商。

h. T+4 日，證交所根據成交與結算數據，從「凍結」申購金中扣除實際成交資金撥給主辦承銷商；申購餘款於 T+4 日上午 8:30 分前撥還有關證

券商。

i.T+5 日證交所將股份保管數據通知各地證券商。

j.每季結息日，所「凍結」申購款利息(三個工作日)由證交所通過主辦承銷商撥給發行公司。

(B).全額預繳款方式

全額預繳款方式包括「全額預繳款、比例配售、餘款即退」與「全額預繳款、比率配售、餘款轉存」二種方式，說明如后：

a.全額預繳款、比例配售、餘款即退

投資人在規定申購時間內，將全額申購款存入主辦承銷商收款銀行設立的專戶中，申購結束後轉存凍結銀行專戶進行凍結，並對到帳資金進行驗資和確定有效申購後，根據股票發行量和申購總量計算配售比例，進行股票配售，餘款返還投資人的股票發行方式。發行時間不得超過 8 天(含法定休息日)，每股發行收費不超過 0.10 元，發行收費總額不得超過 500 萬元。

b.全額預繳款、比例配售、餘款轉存

操作程序與「全額預繳款、比例配售、餘額即退」方式相似，所不同者，申購餘款轉為存款，利息按同期銀行存款利率計算，該存款為專項存款，不得提前支領。

(C).與儲蓄存款掛鉤方式

按居民在銀行定期存款的一定比例配售申請表，再依申請表進行公開抽籤；或按專項儲蓄存單上的號碼進行公開搖號抽籤。免除或降低購買申請表成本和投資風險。同時增加銀行存款，惟實務上已很少採用。

B、B 股配售方式

(A).專業配售

專業配售係公司透過承銷商向一些機構投資者進行 B 股的國際性配售。即以私人配售方式售予 B 股投資者(主要是境外投資者)，

(B).在境內公開發行

部分公司採用在深圳或上海市內公開發售的方式發行 B 股，由 B 股承銷商選定一 B 股清算銀行，投資者直接向該銀行提出申請。但境外投資者可以到深圳或上海兩地索取招股書和申請表格，直接認購 B 股。

(C).在境內外公開發行

部分公司除在境內公開發售 B 股外，亦於香港公開發行 B 股。按香港「公司條例」，公司之招股書應於香港公司註冊處登記，B 股始可於香港公開發行。招股書必須包括依國際或香港會計準則編製且經審核之財務報表，並該財務報表之年度年結日期距招股日期不得超過六個月。即公開發售 B 股之方法類似於香港公開發行股票的做法。而 B 股的投資者可以到指定銀行免費索取招股書和申請表，惟在申請認購時就必須繳足全部的款項。

此外，B 股申請認購之特殊規定如后：

(A).申請認購條件

a、投資者必須是境外法人或自然人，包括香港、澳門和台灣的法人和自然人，中國大陸的外商獨資企業也可以認購 B 股。

b、若投資者擬認購在上海或深圳證交所上市的 B 股，必須在上海或深圳證券交易所開立 B 股帳戶，境外投資者可以透過特有的境外經紀代理開立，開立帳戶時，上海或深圳證交所會分配給投資者一個股東編號或帳戶號碼。

(B).申請認購程序

a、開戶

由於 B 股的投資者必須在上海證交所或深圳證交所所登記公司開立 B 股帳戶，才可以進行交易，因此投資者必須先開立 B 股帳戶。如果投資者沒有

B 股帳戶而提出認購申請，則視同向上海證交所和深圳證交所所登記公司提出開戶申請，法人和自然人投資者必須分別按有關規定繳納開戶費(上海證交所支付開戶費為個人 20 美元，法人 200 美元；深圳證交所則為個人 120 港元，法人 580 港元)。如果投資者已開立 B 股帳戶，則必須在申請表填上有關股東編號(適用於上海證交所)或帳戶號碼(適用於深圳證交所)，而無須再繳付開戶費。

b、繳付股款

投資者可用私人支票或銀行本票的形式繳付股款，可認購的股數和應付款項均列於申請表背面之「申請認購股份應繳款項一覽表」。

c、身分證明

個人投資者，必須附上身分證或護照之清楚影印本；若投資者是法人團體，必須附上營業執照的清楚影印本。投資者必須在規定的時間填妥申請表，把支票或銀行本票、身分證(護照)或營業執照影印件釘在申請表上，投入指定銀行的特備收集箱。

d、確認配股或退款

若投資者申請認購將於上海證交所上市之 B 股，並獲得到配發，公司將會按申請表所列地址將配股確認書(confirmation of allotment)寄給投資者，該確認書將載明所配發之新股數目、股東編號並加蓋上海證券中央登記結算公司及上市公司的印章。若投資者申請認購準備在深圳證交所上市的 B 股，並且成功得到配發，公司將會把記載配發之新股數目的股權憑證(shareholder confirmation)寄給投資者。公司同時會把股東名冊資料報給往來銀行(主管機關批准可辦理 B 股清算之銀行)，該銀行會為投資者設立專門 B 股賬戶，記錄有關股票資料。

(C).申請認購期間

公開發行 B 股，從開始接受申請到截止申請大約七至八個工作日，超過規定的截止日期就不能申請。投資者可在這段時間研究招股書的內容，以作出投資決策。在截止申請日以後大約第八個工作日，若投資者的申請全部或部分不獲接納，公司將不計利息退回款項給該等投資者。同時把配發新股確認書(或股權憑證)寄給成功的申請人，有時該等確認書或股權憑證會延遲幾天寄發。

6、承銷商報酬

按「暫行條例」第二十條第三項規定，證券經營機構收取承銷費用的原則，由證監會確定。另按證券經營機構股票承銷業務管理辦法第二十二條規定，包銷商收取的包銷佣金為包銷股票總金額的 1.5%~3%；代銷佣金為實際售出股票總金

額的 0.5~1.5%。另按證監會 1996 年 12 月 16 日發布之「關於股票發行工作若干規定通知」，訂有具體承銷費用標準如表 1.5.13。

表 1.5.13 中國大陸承銷費用一覽表

承銷金額	收費標準
2 億元以內	1.5%~3%
3 億元以內	1.5%~2.5%
4 億元以內	1.5%~2%

三、台、美、日、港、中等國證券承銷方式之比較

按目前我國承銷方式計有確定包銷、餘額包銷與代銷，而中國大陸之包銷，按「暫行條例」規定，僅得餘額包銷，至於香港則大多採用確定包銷，新加坡習慣上皆採用餘額包銷，日本則有餘額與確定包銷，而美國承銷方式可分為餘額包銷、確定包銷、代銷，其中以確定包銷為大宗。相關比較彙整如表 1.5.13。

表 1.5.14 各地區證券承銷方式比較

項 目		中華民國	中國大陸	香港	日本	美國
包 銷	餘額	有	有	無	有	有
	確定	有	無	有	有	有
代銷		有	有	極少數	無	有
其他		無	無	無	無	有

陸、我國與各國承銷制度差異分析

一. 我國與各國承銷制度差異分析

由於我國證券市場承銷制度之理念在使金融市場變成促進財富公平分配之工具，使得我國證券市場之承銷方式、承銷配售方式、發行價格訂定及市場參與投資之族群等方面，皆與國外證券市場之承銷制度有顯著的差異，然在著重保護投資人權益之影響下，使我國在承銷制度下所表現出的特徵如職業抽籤戶、業者風險不對稱、證券折價發行幅度遠大於其他國家、承銷商配售網路未能建立及承銷商在資本市場所應扮演之角色功能不彰等現象，致使股市熱絡時資金募集之功能彰著，股市低迷時則往往無法達成預計募集資金之目標，甚至於喪失其募集資金之功能,嚴重影響證券市場之健全發展。蓋一健全之證券發行市場，其資本形成效率非常重要，而我國為使投資人分享社會財富之權力平等，造成證券發行價格常低於發行公司努力成果所表現出之市場價值，扭曲發行股票之真正需求，導致資金分配無效率之結果，也使投資人及發行公司股東，陷入套利之遊戲。另因證券市場散戶投資人比例大，對於已公開揭露之資訊較不重視，期望主管機關干預並保護投資人之權益，而證券主管機關及證券相關機構也基於裸姆心態而對於證券之承銷機制多所管制及介入,更加造成市場效率之嚴重扭曲。

反觀美、日之證券承銷制度，尤其是美國證券市場，追求的是資源分配之效率，以創造適當之投資環境，主管機關僅在市場出現無效率之狀況下，才予以管制，平常則由市場參與者個別對市場資訊之提供及判斷下決策，承銷商也憑藉其專業能力，發揮其協助籌資之角色功能，如訂定合理之承銷價格，承銷價格之安定操作及證券分銷能力等，使市場機制得以發揮。

二、我國與美國承銷制度之比較

就有價證券上市承銷過程分析，其整體發行流程基本上可依送件申請前發行公司與承銷商之協調諮詢、送件申請時主管機關及證交所涉入、核准（或生效）後之有價證券配銷、有價證券掛牌，以及掛牌後之配銷與安定操作等概分為五階

段。而按現行美國與台灣之承銷制度，於各個階段間，承銷商、發行公司及主管機關之運作方式與介入程度則各有不同，其差異茲列表並說明如下：

表 1.6.1 我國與美國承銷制度之主要差異比較

承銷制度比較	與發行公司諮詢協調階段	向證期會及證交所申報書件階段	配銷階段	掛牌階段	掛牌後安定操作階段
美國制度	承銷以確定包銷為主要方式；價格依市場需求狀況與發行公司協調議定。	有價證券發行時程、籌資額度、價格訂定等較有彈性；相關法令規定較不嚴格。	承銷商對證券的配售具主導權；並以詢價圈購為主要配售方式	承銷活動尚未完成前，股票便已在證券市場掛牌交易；以承銷價格為開盤價格，無漲跌幅限制。	有進行價格安定操作措施，並使用過額配售選擇權降低承銷部位風險。
我國制度	承銷商以餘額包銷為主；價格以競價拍賣或由發行公司與承銷商議定。	有價證券發行時程、籌資額度、價格訂定等較無彈性；相關法令規定較為嚴格。	承銷商對證券之配售主導權低；公開抽籤為主要之配售方式。	承銷商結束承銷活動；掛牌首日開盤價格以集合競價決定，並有漲跌幅限制。	無

(一) 與發行公司諮詢協調階段

在正式向主管機關提出上市或發行有價證券之申請前，為諮詢協調階段。此一階段之主要重點，即在承銷商與發行公司協調擬定承銷方式及形成價格訂定之共識。由於美國有價證券承銷方式採確定包銷方式承銷，籌資效率高，其制度設計則強調資訊充分揭露，以及發行公司、承銷商、會計師、律師等專業人士間各有其對等之權利義務及所應承擔之責任風險；對承銷商而言，其包銷之責任往往等到註冊登記表生效後決定價格、簽訂承銷契約時才開始，而價格亦配合市場需求而訂定，此時因已鮮少不確定因素，承銷商所承擔風險尚屬合理。

反觀我國承銷固可分餘額包銷、確定包銷及代銷等三種方式，但因我國承銷制度較強調投資者分享社會財富之權利平等，故實務上係以餘額包銷為主要承銷方式，即證券承銷商除就所承銷證券先行保留對外公開承銷部份之 10%~25% 自行認購外，須待承銷期間屆滿始就未能全數銷售之有價證券再予包銷，且承銷價格須由競價拍賣或與發行公司議定，承銷商缺乏主導權，其缺點則為承銷商在餘額包銷制度下所取得股票，多係因市場銷售不佳或投資人放棄繳款而取得，且價格之決定亦常脫離合理範圍，而有掛牌後之暴漲暴跌現象，承銷商極可能因所取得股

票部位而虧損，導致承銷商處於權利與義務不對稱，亦無法充分發揮配銷之角色功能。

（二）向證期會及證交所申報書件階段：

在準備向主管機關提出上市或發行有價證券之有關書件及正式提出申報（請）時，即開始主管機關及證交所之介入階段。就美國而言，其制度之立法與管理原則，主要著重於資源分配的效率，以創造適當之投資環境，並以公開揭露與防制人為操縱為管理取向，而因承銷商之工作重點在於合理調查上市公司文件、測試流通市場、訂價、配售及上市後穩定措施，主管機關相對於資金用途、發行額度、價格訂定方式等亦保留予發行公司與承銷商相當之作業彈性，亦即僅在市場出現無效率之狀況下主管機關才出現管制，使市場機制得以發揮。

對照我國的證券主管機關，在法律授權下，對證券的公開發行和相關案件具有實質管理權，因此於受理公開發行公司的申請案件時，不但要求公司公開其財務、業務資訊，同時也規定了一些實質要件，如前一次增資執行狀況良好等，以作為案件准駁的審核依據，對於發行時機與價格訂定等方式，亦較美國缺乏彈性，此外尚有已上市櫃現金增資訂價折扣成數過高之無法落實時價發行情況，導致我國各項法令規範完備，但在相對欠缺彈性下，專家參與承銷作業之深度及廣度除顯不足，證券承銷亦未符合發行市場公平及效率原則。

（三）配銷階段

美國除競價拍賣及上網登記者外，承銷證券的配售幾乎均採詢價圈購，而在確定包銷制度下，因為承銷商須承擔募集資金是否成功之風險，承銷商除得與發行公司商議於承銷契約保留自行認購股份外，承銷商亦應盡力配售予承銷團及一般投資人，而其配售對象，除保留大部份證券予自己的客戶外，其餘部份則配售予會長期持有而非短期套利的客戶，故承銷商對有價證券之承銷具有主導權。而就價格之訂定而言，由於美國之確定包銷制度，在註冊登記表生效前，承銷價格僅初步訂定一價格區間，並根據市場供需狀況調整，最後承銷價格之訂定則於註冊登記表生效後再通報證管會，故其價格具有彈性。此外，由於其發行價格之決

定幾與註冊登記表之生效同時，並隨即辦理募集作業，且由募集、繳款至交付投資人股票時間僅三至五天，故不論對投資人或承銷商而言，時間風險及價格風險均已降至最低，且因承銷商為能全部銷售其包銷之有價證券，發行價格必須能充分反應市場需求，故其對發行價格之訂定亦具主導權。

至於我國的配售雖具有多元化的特色，承銷商可以依據證券發行市場的狀況及發行公司的意願，彈性選擇採公開申購、詢價圈購、競價拍賣或其混合方式辦理承銷，然而因詢價圈購仍有公平性之爭議，且競價拍賣有競拍價格易受人為拉抬、時程過長致保證金成本積壓過久等問題，致目前市場仍以公開申購為主要配售方式，在原股東繳款時間過長，且參與者多為一般投資大眾，法人機構不易取得其想建立之投資部位下，則引伸出脫離時價發行原則、缺乏配售效率、承銷商無價格主導權，以及承銷商之配售功能亦不易發揮等種種問題。

（四）掛牌階段

美國 IPO 首日掛牌價係按承銷商於掛牌前一天所決定之配銷價格掛牌，並作為證券商及投資人掛牌當日買賣之參考，而因美國證券市場並無漲跌幅之限制，故掛牌當日股價之漲跌幅度若過大，將有造成承銷商尚未完成承銷售之有價證券無法銷售的風險，因此促使承銷商於掛牌前即須審慎調查市場需求及以發現合理價位、掛牌後並擔負執行安定操作以避免股價暴起暴落之責任。

而反觀我國現行掛牌後首日開盤制度，雖以上市承銷價為開盤參考價，並以集合競價為優先，即以滿足最大買賣申報數量之單一價格為開盤價格，然實務上，現行 IPO 首日開盤價格則採連續競價方式產生，也因此容易出現發行公司大股東為自己公司作價與套利目的拉抬開盤價格，由於承銷價格係套用承銷參考價計算公式再由承銷商與發行公司協商所得，並非真正反應市場需求，加上國內市場之漲跌幅限制及承銷商已無後續安定操作動機，以致掛牌後遇股市多頭時常有股價超漲之蜜月行情，而股市空頭時，則有買盤退場之連日跌停之超跌現象，實非理想之制度。

（五）掛牌後之安定操作階段

由於按美國之承銷制度，在證券承銷註冊之生效後數日內所發行之有價證券便已在證券市場正式掛牌交易，而因此時承銷活動尚未結束，在承銷商依承銷契約約定須以固定價格出售所承銷之證券情況下，主辦承銷商會在 IPO 上市掛牌後幾個交易日期間內，對承銷價差的股票，進行安定操作措施，以及使用過額配售選擇權來降低庫存承銷部位之風險，在此一安定操作過程，除可維持合理的市場價格，使承銷案件得以順利完成，並可維持整個配售過程之適正性而免除人為操控市場。而台灣現行之承銷制度，由於承銷商之承銷活動，於公司正式掛牌前即已完全結束，因此雖有「安定操作辦法」，但承銷商並不會在掛牌後對承銷價格進行安定操作，亦即承銷商並無義務或動機擔任市場造市者角色。

三、我國承銷制度實施成效之檢討

事實上我國在民國八十年全國證券會議中即針對我國現行有價證券承銷價格決定、承銷方式、承銷商功能、承銷商風險與報酬等諸多問題進行探討，會後並提出若干具體研究方向之建議，如鼓勵資本形成、促進證券市場自由化，發展機構投資人、資產管理人及共同基金，加重承銷商充當資本市場仲介之專業功能等，民國八十七年再將「中華民國證券商同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」承銷或再行銷售有價證券處理辦法之訂定完成，成為目前我國承銷配售之主要依據，爾後雖陸續有相關法令之修訂，惟目前執行上仍有下列缺失：

（一）證券承銷方式未符合發行市場公平及效率原則

依前述各國承銷制度之比較情形中，可了解確定包銷為資本市場較成熟國家如美、日、港所主要採用之承銷方式，然我國承銷制度仍以餘額包銷為主要承銷方式，目前實際上之證券包銷案件，應僅承銷商依規定得保留承銷證券總數 10%~25%先行認購部分較類似於確定包銷性質，與國外承銷主採確定包銷方式之制度仍存有相當之差異，事實上依我國現行證交法第七十一條有關包銷之規定，應已允許承銷商可依承銷案不同而選擇採行確定包銷或餘額包銷之方式，惟因過去

政策上並未開放承銷商從事確定包銷方式之承銷，導致證券發行市場資金募集效率降低，同時主管機關為確使承銷之募資得以成功所訂承銷商需以包銷方式承銷之規定，無形中加重承銷商之募集責任，對承銷商顯較不利，亦不公平，因承銷商於開發到優良案件時，並無法選擇完全確定包銷方式，就公開承銷之證券予以全部包銷，以執行其行銷支配權暨展現其透過自有通路予以銷售之實力，憑以賺取承銷報酬並發揮資金募集效率，而僅能消極地承受因餘額包銷方式之結果，亦即認購投資人認為風險較高而放棄之標的，故承銷商享有包銷之權利，相對於其所承擔之義務，顯不對等。另從我國配售方式之選擇可知，我國無法如國外承銷制度表現出效率市場之精神。蓋依我國目前競價拍賣、詢價圈購、公開申購及洽承銷商配售等四種方式，其中以競價拍賣及詢價圈購二種承銷配售方式，因其價格訂定較接近市場價格，且其承銷期間較短，投資人承擔之不確定風險亦相對較低，故較符合市場效率原則，然因我國承銷市場實務均採用公開申購配售作為主要承銷配售方式，不僅其價格訂定背離時價之情形最為嚴重，且其承銷期間最為冗長，致使投資人承擔之風險最高，甚且使承銷商流於僅係從事文書配合工作，而無法發揮其配銷能力之情境，嚴重影響證券發行市場效率，對健全證券市場發展實為一大阻力，故已然成為我國承銷制度最大之缺失之一。

（二）未落實證券時價發行精神

1、證券發行價格訂定日至可交易日時間過長，造成價格時間風險過高

對資本形成效率而言，使證券發行價格貼近時價，或者最接近市場供需雙方所決定之價格，即為承銷商扮演非常重要之一環，而要達成落實時價發行目的，有效率之承銷配售作業為其關鍵因素，綜觀我國與國外承銷作業最大之差異，即在於國外主辦承銷商在決定承銷證券價格時，便將市場狀況、投資人需求數量納入考量，承銷商自價格訂定後，在極短之時間內投資人繳完款即可進行無實體交易，將投資人及承銷商所承擔之價格風險降至最低。反觀我國現行實務常採用之承銷配售方式，承銷價格訂定至可交易日，依各種配售方式而有不同，惟最短仍需 24 日，最長甚至至少需達 60 日(詳表 1.6.2)，此期間可能產生價格與市價背離之

時間風險，顯示我國承銷配售作業仍未落實時價發行精神，此對發展健全之證券市場，應非屬良益。

表 1.6.2 現行承銷方式自價格訂定至可交易日時程比較表

承銷方式 項目	初次上市櫃		已上市櫃公司現金增資	
	券商自行認購 10%~25% 其餘全數公開 申購	券商自行認購 10%~25%，其餘 50%競價拍賣 50%公開申購	券商自行認購 5%~15%，其餘 全數公開申購	券商自行認購不 得超過10%，其 餘全數詢價圈購
價格訂定(註1)	向證券公會申報公開承銷日	開標日	董事會決定配股基準日	向證券公會申報公開承銷日
配合相關作業時間	—	競價拍賣作業 約需15日	配合原股東繳款 需達一個月以上	詢價圈購作業約 8日
向主管機關申報公開承銷之審查預計作業時間	約10日	約10日	約10日	約10日
承銷公告	2日	2日	2日	2日
股款繳納截止日	(X+13日)(註1)	(X+13日)	(X+13日)	(X+6日)
掛牌交易日	(X+21日)	(X+21日)	(X+21日)	(X+11日)
價格訂定日至可交易日預計所需時間(註2)	約34日	約34日	約60日	約24日

註1：由於不論初次上市櫃或上市櫃現金增資於向證券公會申報公開承銷時，主辦承銷商已與發行公司議定一發行價格並簽訂承銷契約，在證期會核准前，初次上市櫃幾已不再調整價格，而已上市櫃現金增資為接近時價發行多只調升而非調降發行價格，故此價格決定之起算點係為向證券公會申報公開承銷之日。

註2：X為承銷期間開始日，所需時間之計算多數為營業日

資料來源：彙整自「中華民國證券商業同業公會證券商承銷及再行銷售有價證券處理辦法」

2、證券發行時機與價格之訂定缺乏彈性

依美國承銷制度價格訂定係先依市場測試結果，與發行公司議定一價格範圍，待主管機關審核募資案件核准後，才與發行公司商議確定承銷價格，以使發行價格貼近時價，惟我國主管機關為保障投資人及達到市場管理控制機能，使承銷價格之訂定，缺乏因應市場變動之機動性，事實上依我國現行證券發程序，由於主管機關及集保公司有一定作業時間，故無法完全規避價格時間風險，惟可建議採價格範圍審查制，使承銷商能有最大彈性來因應因主管機關審核文件及資

訊公開之作業時間所產生之風險。

3、已上市櫃現金增資訂價折扣成數過高

由於我國承銷制度設計上較重視投資人分享社會財富之權力公平，以致立法多朝保障投資人的方向制度設計。以過去 86 年 11 月前未採用股款繳納憑證交易以前，已上市櫃公司辦理之現金增資承銷案採公開申購配售方式者為例，從訂價至增資新股掛牌交易日為止，需時約長達 3~4 個月時間，為降低投資人之時間風險，遂由主管機關規定其價格可依訂價公式所計算出之參考價至少 60% 為之，此種訂價背離時價之制度，其立意雖在於補償投資大眾之時間風險，惟卻導致投資大眾普遍存有認購現金增資股即必享有價差之錯誤觀念，並經常造成現增股搶購過度之異常現象；同時因我國公司法二百六十七條及證交法二十八條之一之規定，現金增資發行新股，除保留 10%~15% 予員工認購及提撥一定比率對外公開承銷外，其餘原股東享有優先認購權，其中一定比率訂為發行新股總額之 10%，惟股東會另有較高比率之決議者，從其決議。由於原股東在扣除上述提撥比率外，仍享有絕大部份之優先認購權，故若承銷價格訂定較低，其不僅得以較低成本認購新股，並於新股掛牌後逢高出脫，另亦可於其新股認購確認後，即於市場賣出老股以調節籌碼或賺取利潤，致影響證券市場正常供需之平衡。雖我國於民國八十年全國證券會議後即著手進行我國承銷制度興革方案等進行研究，至今已推動完成競價拍賣、詢價圈購之承銷配售方式，現金增資以股款繳納憑證提前進行無實體交易而大幅縮短新股上市交易時間，暨開放機構投資人參與新股投資等方案，確為我健全資本市場自由化與國際化之規劃助益良多，也使目前已上市櫃公司現金增資採公開申購配售者，從訂價至可交易日縮短至約 2 個月時間，其時間風險雖已下降，然因訂價折扣之成數仍高達 30%，故於落實時價發行目標之達成仍有相當之障礙亟待克服。

(三) 承銷商處於風險不對稱之環境

證券發行市場承銷證券之最大精神，乃為尊重市場機能，並在資訊充分揭露下，結合資金需求者及供給者，發揮其配銷證券之功能，故擔任證券發行市場仲

介者角色之承銷商，即占有非常重要之地位。為使承銷商能發揮其於證券發行市場之功能，需能建立健全且效率之資本市場，以創造投資人、發行公司及承銷商三贏的局面。由於我國現行證券之承銷，大都採餘額包銷方式，承銷案於呈送證券公會審核前承銷商已與發行公司議定承銷價格並簽訂承銷契約，直到證期會核准前，初次上市櫃案件幾已不再調整價格，而已上市櫃公司現金增資案之承銷價格則大多調升而非調降，並需報備後才能為之，完全未能反應真正市場需求，而承銷價格議定後至獲配投資人繳款前之風險則完全由承銷商承擔，倘若承銷價格低於市場價值，造成投資人之超額認購時，承銷商既無餘額證券可資承購，亦無由按確定包銷之規定收取包銷報酬，爰僅僅能收受所承銷總金額 0.5%~1.5%之承銷手續費收入，而此比率相對於美、日等國家，皆有偏低現象；且因國內上市櫃申請案，尚有輔導期之規定，承銷商無論於輔導期間或上市櫃審查期間均須投注相當可觀之人事成本，相較於國外承銷商，負擔高出甚多，且因現行輔導上市之報酬微薄，加上業界競爭激烈，甚至於削價競爭之結果，而使承銷商獲利大幅縮水。另若承銷價格已明顯高於市場價值，則因投資人仍擁有放棄認購之權利，而投資人放棄認購部分悉由承銷商承購，造成承銷商包銷股票產生資本損失之風險。因此在市場行情波動大，價格反轉快時往往促使投資人放棄繳款，惟承銷商仍應自行認購投資人放棄繳款之證券。由此觀之，因價格訂定至投資人繳款之間所產生之風險，發行公司及投資人皆不必承擔，全數由承銷商承擔。換言之，承銷商在現行承銷制度下，處於高度風險不對稱之環境下，造成承銷商之生存不易。

第二章 國內現行承銷配售方式之檢討

壹、國內現行承銷配售方式

證券承銷商辦理有價證券之承銷，其承銷價格可以競價拍賣、詢價圈購及與發行公司或有價證券持有人議定之，而證券承銷商包銷有價證券時，除法令另有規定外，應先行保留一定比例自行認購外，其餘部分辦理有價證券之承銷其配售方式可以競價拍賣、詢價圈購、公開申購及洽商銷售為之，僅就目前國內現行承銷方式主要採行之公開申購、詢價圈購及競價拍賣等方式，依適用時機及一般價格訂定原則簡述如下表：

表 2.1.1 各承銷方式法令依據

承銷方式	主要法令依據	適用時機	價格訂定
一、公開申購	1.證券交易法第28-1條 2.發行人募集與發行有價證券處理準則第17、19條 3.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5、52條 4.中華民國證券商業同業公會輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則第6條	1.不依承銷或再行銷售有價證券處理辦法第六條、第七條、第二十一條、第二十二條、第三十一條規定辦理之承銷案件，對外公開銷售部分應 全數 以公開申購配售者。 2.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。 依第六條規定辦理競價拍賣之承銷案件，除公營事業、轉換公司債、附認股權公司債及公開招募案件外，主、協辦承銷商（以下簡稱承銷團）應提出對外公開銷售部分之百分之五十辦理競價拍賣，其餘應由承銷團內各證券承銷商辦理公開申購配售。 3.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。 4.股票初次上市、上櫃(櫃檯買賣第二類股票除外)前之公開銷售如以現金增資發行新股辦理詢價圈購者，承銷團應提出對外公開銷售部份之百分之五十辦理詢價圈購，其餘應由承銷團內各證券承銷商辦理公開申購配	1.初次上市(櫃) (1)按證期會公布之「股票承銷價格訂定使用財務資料注意事項」規定內慣用計算公式，計算出參考價格，並參酌市場狀況及同業情形等，承銷商再與發行人議定之。 2.上市(櫃)公司辦理現金增資發行普通股 (1) 發行價格取其最近十、十五、二十個營業日擇一計算之平均收盤價扣除無償配股除權(或減資除權)後平均股價為參考價格，再由承銷商再與發行人議定之，惟其價格於向證期會申報(請)案件及案件生效(核准)後董事會決議除權基準日之會議當日，均不得低於參考價格之七成，如未達前述所定之成數，應說明訂價之合理性及對股東權益之影響。 3.按「證券公會承銷或再行銷售有價證券處理辦法」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、部份公開申購配售方式辦理之承銷案件，其公開申購部份之承銷價格須與詢價圈購之承銷價格一致。 4.按「證券公會承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第十七、十八條規定，採部份競價拍賣部份公開申購配售方式辦理之承銷方式，如： (1)得標總數量達該次競價拍賣數量，則其餘公

承銷方式	主要法令依據	適用時機	價格訂定
		<p>售。(第二十一條)</p> <p>5.非屬前 1 所定之現金增資案件及募集公司債、募集台灣存託憑證及公開招募等承銷案件，得以對外公開銷售部份全數辦理詢價圈購或部份詢價圈購部分公開申購配售方式辦理。(第二十二條)</p> <p>6.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。</p> <p>7.櫃檯買賣第二類股票之承銷案件。</p>	<p>開申購配售部份及承銷商自行認購部份之承銷價格以下列方式為之：</p> <p>A.若得標價格未全數超過與發行人議定最低承銷價格之一定倍數，則以所定最低承銷價格一定倍數以內部分各得標單之價格及其得標數量加權平均所得之價格(分以下四捨五入)為之。</p> <p>B.若得標價格全數超過與發行人議定最低承銷價格之一定倍數，則以所定最低承銷價格之一定倍數(分以下四捨五入)為之。</p> <p>上述一定倍數由承銷團與發行公司議定之，惟最高不得超過一點三倍。</p> <p>(2)得標數量未達該次競價拍賣總數量，則以與發行人議定最低承銷價格作為其餘公開申購配售部份、承銷商自行認購部份及競價拍賣賸餘部份之承銷價格。</p>
二、詢價圈購	<p>1.中華民國證券商業同業公會證券承銷商詢價圈購配售辦法</p> <p>2.承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則 第 7、8、9、17、18、20、21、26、32、33、49 條</p> <p>3.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 4、4-1、5、21~27、29、35、36、40~43 條</p> <p>4.臺灣證券交易所股份有限公司上市有價證券安定操作交易管</p>	<p>1.初次上市(櫃)前之公開銷售如以現金增資發行新股辦理詢價圈購者，承銷團應提出對外公開銷售部分之百分之五十辦理詢價圈購，其餘應由承銷團內各證券承銷商辦理公開申購配售。</p> <p>2.非初次上市(櫃)前之現金增資、募集公司債(含可轉債)、募集台灣存託憑證及公開招募案件，得以對外公開銷售部分全數辦理詢價圈購或部分詢價圈購部分公開申購配售方式辦理。</p>	<p>1.初次上市(櫃)案件：</p> <p>(1)目前市場上幾乎都以公開申購之方式進行，而承銷價之訂定主要依據證期會發佈之「股票承銷價格訂定使用財務資料注意事項」計算參考價格，並參酌市場狀況及同業情形加以調整制定。</p> <p>2.上市(櫃)後之現金增資案件：</p> <p>(1)上市(櫃)公司辦理現金增資發行普通股如採詢價圈購方式承銷，其發行價格之訂定，於向證期會申報(請)案件及向公會申報承銷契約副本及辦理詢價圈購公告時，均不得低於其前十、十五、二十個營業日擇一計算之平均收盤價扣除無償配股除權(或減資除權)後平均股價之九成，如未達前述所定之成數，應說明訂價之合理性及對股東權益之影響。</p>

承銷方式	主要法令依據	適用時機	價格訂定
	理辦法 第 3、6 條		
三、競價拍賣	<p>1. 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 6~20、33~39、75、84~85 條</p> <p>2. 中華民國證券商業同業公會承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則，第 21、30-5、75、84~85 條</p> <p>3. 中華民國證券商業同業公會證券商申報承銷契約處理程序</p> <p>4. 中華民國證券商業同業公會證券商承銷有價證券承銷公告應行記載事項要點</p>	<p>1. 以已發行股票辦理股票初次上市、上櫃前之承銷案件（櫃檯買賣第二類股票除外）</p> <p>2. 轉換公司債</p> <p>3. 附認股權公司債承銷案件</p> <p>4. 依「證交法」第二十二條第三項規定辦理之公開招募案件得以競價拍賣為之。</p> <p>5. 除公營事業、轉換公司債、附認股權公司債及依「證交法」第二十三條第三項規定辦理之公開招募案件外，承銷團應提出對外公開銷售部分之百分之五十辦理競價拍賣，其餘應由承銷團內各證券商承銷商辦理公開申購配售。</p> <p>6. 前項轉換公司債承銷案件，對外公開銷售部分應全數採競價拍賣方式為之。</p>	<p>1. 全數競價拍賣</p> <p>(1) 按「證券公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第十六條規定，除公開招募案件外，採全數競價拍賣方式辦理之承銷案件，若得標總數量達該次競價拍賣數量，則該有價證券之首日掛牌價格及承銷商自行認購部分之承銷價格，以各得標單之價格及其數量加權平均所得之價格(分以下四捨五入)為之。</p> <p>2. 部分競價拍賣部分公開申購配售</p> <p>(1) 上開辦法第十七條規定，採部分競價拍賣部分公開申購配售方式辦理之承銷案件，如得標總數量達該次競價拍賣數量，則其餘公開申購配售部分及承銷商自行認購部分之承銷價格以下列方式為之：</p> <p>A. 若得標價格未全數超過與發行人議定最低承銷價格之一定倍數，則以所定最低承銷價格一定倍數以內部分各得標單之價格及其得標數量加權平均所得之價格(分以下四捨五入)為之。</p> <p>B. 若得標價格全數超過與發行人議定最低承銷價格之一定倍數，則以所定最低承銷價格之一定倍數(分以下四捨五入)為之。</p> <p>上開所述一定倍數由承銷團與發行公司議定之，惟最高不得超過一點三倍。除公開招募案件外，該有價證券之首日掛牌價格以前述公開申購配售部分之承銷價格為之。</p> <p>(2) 上開辦法第十八條規定，參與競價之投標單，如其得標總數量未達該次競價拍賣之數量，則以與發行人議定之最低承銷價格作為承銷商自行認購部分及競價拍賣贖餘部分之承銷價格，該競價拍賣贖餘部分，如為代銷，係退還發行人或分配與各證券商承銷商辦理公開申購配售；如為包銷，係分配與各證券商承銷商自行認購或分配與各證券商承銷商辦理公開申購配售。該有價證券首日掛牌價格以前項之承銷價格為之。</p>

一、現況分析

為歸納承銷制度在多頭市場與空頭市場發揮之作用，以下分析之統計案例採樣期間前 88 年至 90 年，此段期間台灣股票市場加權股價指數從 6418 上漲至 10393，再下跌至 5551，經歷過一完整之多頭市場與空頭市場，以下先就各案件採用承銷方式做統計分析。

表 2.1.2 88~90 年各承銷方式彙總

年度 承銷方式	88		89		90		
	初次上市櫃	籌資	初次上市櫃	籌資	初次上市櫃	籌資	
公開抽籤	100	99	98	80	110	50	
詢價圈購	1	28	0	S	1	S	CB
				20		22	12
競價拍賣	13	0	2	0	3	0	
總計	114	127	100	122	114	103	

從承銷案件量來看，88 年股市是多頭市場，在初次上市櫃家數與籌資案家數皆為三年內最多，且占上市櫃總家數之比例亦最高，顯見股市榮枯與企業進入資本市場掛牌及籌資案有密切關係。

(一) 初次上市櫃案件

88 年採全數公開申購承銷方式占 88%，50%競價拍賣 50%公開申購承銷方式次之占 12%，一般並無公司採 50%詢價圈購 50%公開申購承銷方式，另僅有 1 件採全數詢價圈購方式為之。(福雷電之台灣存託憑證 TDR，另依規定得全數以詢圈方式辦理。)

89 年初次上市櫃案件採全數公開申購方式占 98%，採 50%競價拍賣 50%公開申購承銷方式次之占 2%，一般並無公司採 50%詢價圈購 50%公開申購承銷方式。

90 年初次上櫃案件採公開申購方式占 96%，採 50%競價拍賣 50%公開申購承銷方式次之占 3%，一般並無公司採 50%詢價圈購 50%公開申購承銷方式，另僅有 1 件為之。(東亞科之台灣存託憑證 TDR，另依規定得以 50%詢圈 50%公開申購

辦理。)

綜合上述，可以發現初次上市櫃案幾乎多採公開申購，理由分析如下：

1.受法令限制初次上市櫃公司皆須辦理對外公開承銷，可採行老股全數公開承銷、老股 50%競拍及 50%公開承銷、現增 50%詢圈及 50%公開承銷，由於後二項承銷方式費時較長，故採用者較少，所以公開申購之比例最高，但台灣存託憑證另依相關法令規定不受此限。

2.考量股東人數不足：目前上市櫃皆有對股權分散作規範，為增加股東人數與股權分散，多採公開申購方式，國內股票市場長久以來皆有蜜月行情，也導致投資人樂於參與抽籤。

3.均等投資機會：為確保投資人皆有均等投資機會，落實資本大眾化的精神，故採公開抽籤隨機分配。

4.若公司辦理競價拍賣配合公開申購，可取得一部份競價拍賣股票較高的價格，尚有公司辦理，為其公開承銷價最高倍數 1.3 倍，溢價空間仍有限，故市場採行者少；詢價圈購配合公開申購，其作業費時且無誘因故無人以此法作業。

5.初次上市櫃採詢價圈購需發行新股且須有現增之用途、效益等計畫，公司資金缺口不一定發生於申請上櫃期間，且尚需配合主管機關核備之時間，另視公司股權分散情形已達主管機關規定與否，方可排除原股東認股權提撥對外承銷，且目前股東會停止過戶期間甚長等問題，此舉往往耗時費力，目前少被採用。

6.初次上市櫃採競價拍賣承銷方式，在 88 年多頭市場案件數較多，89、90 年案件數甚少，不但如此，其絕對數量亦相對少很多，原因分析如下：

(1)競價拍賣耗時較久(因為必須競拍加公開申購同時作業)。

(2)競拍底價不被發行公司認同，即使全數高於 1.3 倍時，以 1.3 倍當作公開申購承銷價，總承銷金額並不一定比採公開申購高。

(二) 籌資案件

88 年公開申購佔 78%，詢價圈購佔 22%；

89 年公開申購佔 66%，詢價圈購佔 34%；

90 年公開申購佔 49%，詢價圈購佔 51%，

綜合上述，可以發現最近三年度籌資案件均未採用競價拍賣方式承銷，採行公開申購佔大多數，但有逐年降低之情形，而 89、90 年空頭市場採詢價圈購比例有提高的現象，主要歸因於發行轉換公司債的案件量增加，轉換公司債承銷方式多採用詢價圈購，其原因歸納如下：

1. 募集轉換公司債採詢價圈購方式可用多種項目來詢價，但如採競價拍賣，則僅限以每張債券價格作為競價項目，難以呈現真實市場價格，所以市場上並無以此方式發行。

2. 募集轉換公司債多採詢價圈購，無須配合股權分散限制且債券價格波動較穩定，其配售對象可較容易掌握。

3. 對投資人來說，配銷原則為隨機取樣，無人為干預，但卻引申人頭戶的問題，現在制度雖然較 80 年代略有改善，但問題仍然存在且卻造成另一問題是承銷商常常相關作業成本遠甚於承銷收入，已無適當利潤可言。對券商來說，無法掌握配售客戶相關資訊，進而建立合作關係。

4. 現行承銷制度無法發揮承銷商配售功能，因為定價與繳款截止之時間間隔距離太久。

5. 對外公開承銷期間為配合現金增資原股東繳款期限一個月，使價格訂定至繳款期間、進而掛牌時間過長，增加市場行情波動對承銷價格之影響。

(參考表 2.1.4)

6. 公開申購時程時程太長，程序上如承銷價格變動需先向證期會報備核准後，需再向公會報備承銷，待核准承銷公告再加上承銷期間 22 天（營業日），實際作業時間超過 1 個月以上，台灣資本市場波動大，對券商風險甚高。

7.限制採行承銷方式比率之法令缺乏彈性，例如部份詢圈、部份公開申購或部份競價、部份公開申購承銷案件之案件，需詢價圈購 50%配合其餘 50%公開申購。

二、公開申購

(一) 辦理流程

1.現金增資發行新股辦理股票初次上市或上櫃、已上市櫃公司辦理現金增資、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以及對外公開銷售部份採部份詢圈部份公開申購、部份競價部份公開申購等之公開申購承銷案件：

表 2.1.3 公開申購辦理流程

日期	作業項目	時間
T-2	承銷公告	前 2 日
T-1	承銷公告	前 1 日
T	申購開始日暨承銷期間開始日	第 1 天
T+3	申購截止日暨申購人申購處理費繳存往來銀行截止日	第 4 天
T+4	申購處理費扣繳日	第 5 天
T+5	申購處理費解交日	第 6 天
T+6	公開抽籤日	第 7 天
T+7	中籤公告及寄發中籤通知書	第 8 天
T+13	中籤人放棄申購聲明書及認購價款繳存銀行截止日	第 14 天
T+14	認購價款扣繳日	第 15 天
T+15	認購價款解交日及特定人繳款開始日	第 16 天
T+16	洽特定人認購及自行認購截止日	第 17 天
T+18	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	第 19 天
T+19	完成股東名冊整理	第 20 天
T+20	有價證券掛牌上市或上櫃公告 發行人將價款繳納憑證送交集保公司	第 21 天
T+21	集保公司劃撥有價證券至認購人集保帳戶 有價證券上市或上櫃	第 22 天

註：上述日期及第 18 天除承銷公告及第 1 天外，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。

2. 以已發行股票辦理初次上市或上櫃之公開申購承銷案件

日期	作業項目	時間
T-2	承銷公告	前 2 日
T-1	承銷公告	前 1 日
T	申購開始日暨承銷期間開始日	第 1 天
T+3	申購截止日暨申購人申購處理費繳存往來銀行截止日	第 4 天
T+4	申購處理費扣繳日	第 5 天
T+5	申購處理費解交日	第 6 天
T+6	公開抽籤日	第 7 天
T+7	中籤公告及寄發中籤通知書	第 8 天

T+13	中籤人放棄申購聲明書及認購價款繳存銀行截止日	第 14 天
T+14	認購價款扣繳日	第 15 天
T+15	認購價款解交日及特定人繳款開始日	第 16 天
T+16	洽特定人認購及自行認購截止日	第 17 天
T+18	申請上市(櫃)公司向證交所或櫃檯中心申請股票掛牌上市或上櫃	第 19 天
T+19	完成股東名冊整理	第 20 天
T+20	股票掛牌上市或上櫃公告 申請上市(櫃)公司將股票送存集保公司	第 21 天
T+21	集保公司劃撥有價證券至認購人集保帳戶 有價證券上市或上櫃	第 22 天

註：上述日期及第 18 天除承銷公告及第 1 天外，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。

3.公開招募案件

日期	作業項目	時間
T-2	承銷公告	前 2 日
T-1	承銷公告	前 1 日
T	申購開始日暨承銷期間開始日	第 1 天
T+3	申購截止日暨申購人申購處理費繳存往來銀行截止日	第 4 天
T+4	申購處理費扣繳日	第 5 天
T+5	申購處理費解交日	第 6 天
T+6	公開抽籤日	第 7 天
T+7	中籤公告及寄發中籤通知書	第 8 天
T+13	中籤人放棄申購聲明書及認購價款繳存銀行截止日	第 14 天
T+14	認購價款扣繳日	第 15 天
T+15	認購價款解交日及特定人繳款開始日	第 16 天
T+16	洽特定人認購及自行認購截止日	第 17 天
T+18	有價證券持有人將承銷有價證券送存集保公司	第 19 天
T+19	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	第 20 天

註：上述日期及第 18 天除承銷公告及第 1 天外，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。

4.未上市(櫃)現金增資之公開申購配售案件

日期	作業項目	時間
T-2	承銷公告	前 2 日
T-1	承銷公告	前 1 日
T	申購開始日暨承銷期間開始日	第 1 天
T+3	申購截止日暨申購人申購處理費繳存往來銀行截止日	第 4 天
T+4	申購處理費扣繳日	第 5 天
T+5	申購處理費解交日	第 6 天
T+6	公開抽籤日	第 7 天
T+7	中籤公告及寄發中籤通知書	第 8 天
T+13	中籤人放棄申購聲明書及認購價款繳存銀行截止日	第 14 天
T+14	認購價款扣繳日	第 15 天
T+15	認購價款解交日及特定人繳款開始日	第 16 天
T+16	洽特定人認購及自行認購	第 17 天
<p>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。</p> <p>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。</p>		

註：上述日期除承銷公告及第 1 天外，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。

(二) 辦理方式

1. 申購數量如未超過銷售數量，合格之申購人均為中籤人。
2. 公開申購配售對象以中華民國國民為限。
3. 申購人需繳處理費，不合格件處理費不退回。
4. 申購數量未超過銷售數量，或中籤人認購不足者，得由承銷商洽特定人認購或由承銷商自行認購。
5. 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。
6. 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。
7. 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

分及中籤人認購不足部分，其總計若未超過該次提出公開申購配售總數之百分之十，應由承銷團全數自行認購之；其總計若超過該次提出公開申購配售總數之百分之十，承銷團應就其未超過公開申購配售總數百分之十部分自行認購，賸餘部分得由承銷團洽特定人認購或承銷團自行認購。

(三) 問題檢討

1、優點

(1)考量股東人數不足：目前上市櫃皆有對股權分散做規範，為增加股東人數與股權分散，多採公開申購方式，國內股票市場長久以來皆有蜜月行情，也導致投資人樂於參與抽籤。

(2)均等投資機會：為確保投資人皆有均等投資機會，落實資本大眾化的精神，故採公開抽籤隨機分配。

2、缺失檢討

(1)對外公開承銷期間為配合現金增資原股東繳款期限至少一個月以上，使價格訂定後至繳款期間、進而至掛牌時間過長，增加市場行情波動對承銷價格之影響。（參考表 2.1.4）

(2)公開申購時程時程太長，程序上如承銷價格變動需先向證期會報備核准後，需再向公會報備承銷，待核准承銷公告再加上承銷期間 22 天（營業日），實際作業時間超過 1 個月以上，台灣資本市場波動大，對券商風險甚高。

(3)現金增資承銷價格採行參考價格之成數折價發行，未達時價發行之目的。

(4)限制採行承銷方式比率之法令缺乏彈性，例如部份詢圈、部份公開申購或部份競價、部份公開申購承銷案件之案件，需詢價圈購 50%配合 50%公開申購。

(5)對投資人來說，配銷原則為隨機取樣，無人為干預，但卻引申人頭戶的問題，現在制度雖然較 80 年代略有改善，但問題仍然存在且卻造成另一問題是承銷商常常相關作業成本遠甚於承銷收入，並無適當利潤可言。對公司而言，無法適時引進法人機構；對券商來說，無法掌握配售客戶相關資訊，進而建立合作關係。

(6)在多頭市場，初次上市櫃案件大部份已被公開申購抽籤戶認購，在空頭市場，出現乏人問津，此時承銷商洽特定人，根本銷售不出去，因為此舉會讓人有賣不出去才洽特定人之不良印象。

(7)初次上市櫃案若公司辦理 50%競價拍賣配合 50%公開申購，可取得一部份競價拍賣股票較高的價格，尚有公司辦理，為其公開承銷價最高倍數 1.3 倍，溢價空間仍有限，故市場採行者少；而 50%詢價圈購配合 50%公開申購，詢圈價格空間不一定且辦理公開承銷費時仍長，並無太多誘因故尚無人以此法作業。

表 2.1.4 公司現金增資辦理對外公開承銷預計時程表

承銷作業

原股東及員工作業

承
銷
期
間

T-53	向證期會申報現金增資案		
T-41	現金增資申報生效		
T-35	取得證期會現增核准函		
T-34	董事會決議認股基準日(價格訂定)		T-34 董事會決議認股基準日(價格訂定)
	上 至		T-33 公告增資發行新股(發行人)
	市 少		函 OTC 及集保公司
	櫃 12		
	公 個		T-21 股票停止過戶日
	司 營		
T-14			T-16 認股基準日
T-8	向券商公會報備承銷契約(主辦承銷商)		T-15 原股東及員工繳款開始日
T-4	取得承銷契約備查核准函		
	傳真 OTC 時程表及公告稿		
	函 OTC,集保中心時程表及公告稿		
T-2	公告承銷案(前二天)		
T	申購開始日(第一天), 公開說明書印製完成		
T+3	申購截止日(第四天)		
T+4	申購處理費扣繳日(第五天)		
T+5	申購處理費解交日(第六天)		
T+6	公開抽籤日(第七天)		
T+7	中籤公告及寄發中籤通知書(第八天)		
T+13	中籤人放棄申購聲明書及認購價款繳 存銀行截止日(第十四天)		
T+14	認購價款扣繳日(第十五天)	T+14 原股東及員工繳款截止日(發行人) 及洽特定人	
T+15	認購價款解交日及特定人繳款開始日(第十六天)		
T+16	特定人繳款截止日(第十七天)	T+16 特定人繳款截止日	
T+17	收足股款解存專戶(第十八天)	T+17 收足股款解存專戶及驗資	
T+18	以價款繳納憑證向 OTC 申請掛牌上櫃(第十九天)	T+18 以價款繳納憑證向 OTC 申請掛牌上櫃	
T+19	完成股東名冊(第二十天)	T+19 完成股東名冊	
T+20	有價證券掛牌上櫃公告(第二十一天)		
T+21	現增股款繳納憑證上櫃掛牌(第二十二天)	T+21 現增股款繳納憑證上櫃掛牌	

三、詢價圈購

(一) 辦理流程

1. 增資案全數詢價圈購作業流程

表 2.1.5 詢價圈購作業流程

日期	作業項目
T-18	· 決定承銷團名單及包銷比例 · 決定圈購價格範圍
T-17	· 現金增資案申報生效
T-16	· 向公會報備詢價圈購約定書及詢圈公告稿
T-15	· 詢圈公告第一天(連續二日) · 公告現金增資發行新股
T-13	· 詢圈公告第二天
T-12	· 詢價圈購第一天
T-11	· 詢價圈購第二天
T-10	· 詢價圈購第三天
T-9	· 詢價圈購截止日
T-8	· 議定承銷價格
T-7	· 承銷契約報公會(報備承銷)
T-3	· 取得公會承銷契約核備函
T-2	· 承銷公告
T-1	· 承銷公告
T	· 寄發認購通知書、公開說明書及繳款書予各認購人(第一天)
	· 圈購人繳款開始日(第三天)
	· 圈購人繳款截止日(第七天)
	· 特定人名單交主辦承銷商(第八天)
	· 洽特定人繳款
	· 向 OTC 申請股款繳納憑證上櫃(第九天)
	· 股款匯入存儲專戶
	· 完成股東名冊整理(第十天)
	· 股款繳納憑證上櫃公告(第十一天)
	· 股款繳納憑證發行並上櫃交易(第十二天)

註：上述第一天、第三天、第七天及第八天依規定需為營業日，若議定之承銷價格與原申報證期會之價格相同，則自議定承銷價格至特定人繳款約需經過 18 天；若議定之承銷價格與原申報證期會之價格不同，則需先將更新後之公開說明書等資料申報證期會，待證期會發函核准後始得向公會報備承銷，自發函證期會至獲知核准函號，約需多花 2~4 個營業日，而自議定承銷價格至特定人繳款約延長為 22 天，承銷商所承擔之時間風險相對較大。

2. 公開招募案件全數以詢價圈購方式辦理之承銷案件

應於取得募集與發行有價證券承銷契約核備函後二日內開始辦理承銷公告，並於次日起辦理下列事項：

第一天：證券承銷商將認購通知書、公開說明書及繳款書寄發各認購人。

第三天：圈購人繳款開始日。第七天：圈購人繳款截止日。

第十五天：發放有價證券。

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，得報經公會核准後變更之。

3. 依第二十一條及第二十二條第二款、第三款、第四款(依前條辦理之承銷案件除外)暨非依第四十條規定辦理之現金增資案件，應於募集與發行有價證券承銷契約申報公會備查後，於詢價圈購配售開始日前二天辦理承銷公告(公開申購承銷公告得併同辦理)，並辦理左列事項：

第一天：證券承銷商將認購通知書、公開說明書及繳款書(格式如附件四)或

應募書暨繳款書或台灣存託憑証繳款書寄發各認購人。

繳款期間：如有公開申購時，繳款截止日應與第五十三條第一項第七款公開

申購中籤人認購價款繳存往來銀行截止日一致；如未有公開申購，則應依前條第一項第二款及第三款繳款期間辦理。

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，得報經公會核准後變更之。

4. 部分採詢價圈購，部分採公開申購者

因作業時程無法縮短且增加作業上之複雜度，故發行市場上鮮少採用。

(二) 辦理方式

1. 詢價圈購之精神

詢價圈購乃承銷商藉由投資人圈購，探求市場需求情形，以訂定承銷價格及投資人認購數量之方法謂之詢價圈購方式。

2. 詢價圈購的運作方式

(1) 預計承銷價格之可能範圍及提交詢價圈購之數量：由發行公司及承銷商議定。

(2) 詢價：承銷團於募集與發行有價證券申報生效後，可召開發行說明會(road show)，投資人應依規定格式填具圈購單向承銷團之承銷商辦理圈購，表達以何種價格購買多少數量股票之意願，惟實際認股時，雙方均不受當初圈購意願之限制。

(3) 價格決定：主辦承銷商彙總圈購情形後與發行公司依投資人表達之意願決定一合乎市場機能之單一價格。

(4) 配售：依前項決定之價格及承銷團各承銷商圈購之情形，決定各承銷商之承銷數量。投資人於規定期限內就該實際承銷價格及認購數量予以確定，則交易方成立，該投資款須依約於期限內繳款。

3.茲就詢價圈購之特點彙整如下：

表 2.1.6 詢價圈購特點彙整

項 目	全數詢價圈購
募集資金	較多
資金取得時間	較快，自增資生效後約 3~4 週
現金增資募集失敗風險	因發行新股採詢價圈購，且由承銷商全數包銷，故募集風險在於承銷商
原股東認股權利	應保留發行新股總額 10%~15%由公司員工認購，餘 85%~90%公開承銷，承銷團應保留公開承銷之 5%~15%自行認購，且每一承銷商自行認購數量不得超過 10%，扣除前述二項後，依詢價圈購配售辦法第五條規定，應保留 50%，按原股東持股比例優先配售予原股東，惟逾期不圈購者，喪失其權利，其餘對外公開配售
認股資金	原股東可視資金狀況決定是否認購新股
經營權之維持	股權稀釋效果較大，故須事前評估對經營權控制有無重大負面影響或作妥善之安排規劃
員工認股權	有，公司法§267 規定，公司發行新股時應保留原發行新股總額 10%~15%之股份由公司員工認購，員工認購價格與繳款期間應與詢價圈購期間配合，若員工認購不足，可洽特定人補足
投資人資格條件	1.年滿二十歲之中華民國國民 2.本國法人及證券投資信託事業募集之證券投資信託基金 3.外國專業投資機構 4.依華僑及外國人投資證券管理辦法規定得投資證券之華僑及外國人 5.行政院開發基金、郵政儲金、公務人員退休撫恤基金、勞工退休基金、勞工保險基金 6.其他經政府核准之對象 (處理辦法第四十三條及三十五條)
投資人資格限制	募集公司債、募集台灣存託憑證、公開招募案件及已上市櫃公司現金增資對外公開銷售部分全數採詢價圈購者，詢價圈購對象不得具有下列身份： 1.承銷團之董事、監察人、受僱人及其配偶、二親等親屬 2.與前述人員具證券交易法施行細則第二條規定要件等之實質關係人(利用他人名義持有者) 惟優先配售予原股東及承銷商就配售後認購人未繳款部分另洽特定人認購時，不受前述二款之限制。 (處理辦法第四十三條及三十六條)
投資人認購數量之限制	每一圈購人之實際認購數量，除普通公司債外，不得超過該次對外公開銷售部分之 10%。(處理辦法第二十七條)

註 1：依證交法§28 之 1 規定，新股發行若有高於 10%比率對外公開銷售，須經股東會決議通過，因此發行公司欲以詢圈方式辦理現金增資時，需先經股東會決議通過。

註 2：處理辦法係指證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法

(三) 問題檢討

1. 優點

(1)價格具市場性：由市場供需決定承銷價格，使價格具市場性。

(2)縮短上市(櫃)期間：若現金增資總額全數採詢價圈購，可將承銷時間縮短為 12 天，使承銷價格更接近時價，可募集更多資金，對發行公司較有利。

(3)強化股東陣容：可藉由詢價圈購辦法引進對發行公司有興趣長期投資之法人投資機構，強化股東結構陣容。

(4)吸引相同理念股東：股權可集中於與公司經營理念相同之法人機構，對經營權安定有正面助益。

(5)降低認購人風險：縮短現金增資認購人股價變化的時間風險。

(6)發揮配銷功能：承銷商配銷、分銷之功能得以充份發揮。

(7)可進行安定性操作：全數詢價圈購，承銷團於繳款期間可進行安定操作。

2. 缺失檢討

(1)自議定價格至特定人繳款之期間仍過長導致價格波動之風險擴大，影響募資成功之機率

如前所述，若議定之承銷價格與原申報證期會之價格相同，則自議定承銷價格至特定人繳款約需經過 18 天；另若議定之承銷價格與原申報證期會之價格不同，則需先將更新後之公開說明書等資料申報證期會，待證期會發函核准後始得向公會報備承銷，自發函證期會至獲知核准函號，約需多花 2~4 個營業日，而自議定承銷價格至特定人繳款約延長為 22 天，承銷商所承擔之時間風險相對較大。

(2)過度限制券商自行認購比例，抑扼券商協助市場銷售與公司議定適當市場價格能力

依證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法第 4-1 條規定，證券商承銷商包銷有價證券，應依左列各款所定之比例先行保留自行認購，但於承銷期間屆滿後，就未能全數銷售之有價證券應自行認購部分，得不受該比例之限制：

A. 公開發行公司股票初次上市、上櫃之承銷案件，應保留承銷總數之百分之十至百分之二十五自行認購，但公營事業及依臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則規定之科技事業初次上市承銷案件不適用之。

B. 已上市、上櫃公司辦理現金增資、可轉換公司債、非採洽商銷售之普通公司債及發行臺灣存託憑證承銷案件，應保留承銷總數之百分之五至百分之十五自行認購。

C. 未上市、未上櫃公司辦理現金增資承銷案件，得自行認購比例上限為承銷總數之百分之十五。

D. 公開發行公司發行特別股、附認股權特別股、附認股權公司債承銷案件，得自行認購比例上限為承銷總數之百分之十五。

E. 承銷總數全數採詢價圈購之承銷案件，每一承銷商先行保留自行認購數量不得超過承銷總數之百分之十。

(3) 詢價圈購訂價有過高折扣成數，與時價發行仍有差距易產生套利空間，使部分投資人存有投機套利之心態，致影響證券市場正常供需平衡。

四、競價拍賣

(一) 办理流程

1. 由主辦承銷商與發行人議定競價拍賣數量、最低每標單位、最低承銷價格、包銷報酬等事項並向證券公會申報及洽定競價拍賣之期日與投標、開標時間。

2. 主辦承銷商應於接受投標開始日前二天內於日報連續辦理二天公告，並向證券公會申報公告內容。

3.於期限內辦理有關投標、競標等事項。

4.由證券公會辦理競標、開標及公告事宜。

5.承銷商對外公開銷售部分非全數採競價拍賣辦理承銷時，應簽訂承銷契約，於承銷契約申報證券公會備查並刊登得標公告後，於期限內辦理寄發得標人得標相關資料、繳款及未得標或不合格標人退款事項暨併同辦理公開申購配售相關事宜。

6.承銷團於期限內辦理投資人繳款(應併同公開申購繳款)、退款作業。

7.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。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。

8.圖示採行競價拍賣之辦理作業流程

(1)全數競價拍賣

日期	作業項目
	· 向公會報備競價拍賣約定書及公告稿
	· 法人說明會
T-2	· 競拍承銷公告第一天
T-1	· 競拍承銷公告第二天
T	· 投標開始日
T+3	· 投標截止日◎
T+4	· 承銷商輸入投標人資料並做成磁帶
T+7	· 開標日並公告得標人清單
T+8	· 刊登得標公告
T+9	· 寄發得標通知書、公開說明書及繳款書予各得標人◎
T+12	· 未得標及不合格人退款日◎
T+14	· 得標人繳款開始日◎
T+18	· 得標人繳款截止日◎
T+19	· 特定人名單交主辦承銷商◎ · 洽特定人繳款及承銷商自行認購

日期	作業項目
	1.有價證券發放（轉換公司債依帳簿劃撥方式辦理）
	2.其餘應於開始日一個月內案件由承銷商自行辦理逾期未領者移由發行公司或股務代理機構辦理
	（上市櫃轉換公司債、附認股權公司債申請掛牌程序以下同詢價圈購）
	· 向 OTC/TSE 申請股款繳納憑證上櫃
	· 股款匯入存儲專戶
	· 完成股東名冊整理
	· 股款繳納憑證上市櫃公告
	· 股款繳納憑證發行並上市櫃交易

註：適用除股票初次上市櫃前之承銷案件外（不含公營事業）

◎所定日期遇星期例假日或金融機構停止營業日得順延一天

(2)部分競價拍賣部分公開申購配售

日期	作業項目
	· 增資案申報（請）生效（核准）
	· 取得證期會核備（核准）函
	· 向公會報備競價拍賣約定書及公告稿
	· 法人說明會
T-2	· 競拍承銷公告第一天
T-1	· 競拍承銷公告第二天
T	· 投標開始日
T+3	· 投標截止日◎
T+4	· 承銷商輸入投標人資料並做成磁帶
T+7	· 開標日並公告得標人清單
T+8	· 1.刊登得標公告 2. 向公會報備承銷契約
T+9	· 寄發得標通知書、公開說明書及繳款書予各得標人◎
T+12	· 未得標及不合格人退款日◎
T+13	· 取得公會承銷契約備查函
	傳真 OTC 或 TSE 時程表及公告稿 函 OTC 或 TSE、集保中心時程表及公告稿
T+14	· 公告承銷案(前二天)
T+16	· 申購開始日(第一天)
T+19	· 申購截止日(第四天) ◎
T+20	· 申購處理費扣繳日（第五天）◎
T+21	· 申購處理費解交日（第六天）◎
T+22	· 公開抽籤日（第七天）◎

日期	作業項目
T+23	中籤公告及寄發中籤通知書暨得標人之公開說明書及繳款書(第八天)
T+26	得標人繳款開始日(第十一天)◎
T+29	中籤人放棄申購聲明書及認購價款繳存銀行截止日(第十四天)◎
T+30	認購價款扣繳日暨得標人繳款截止日(第十五天)◎
T+31	認購價款解交日(第十六天)◎
T+32	洽特定人繳款日(第十七天)◎ 收足股款解交專戶
T+33	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(第十八天)
T+34	完成股東名冊整理(第十九天)
T+35	有價證券掛牌上市或上櫃公告(第二十天) 發行人將價款繳納憑證送交集保公司
T+36	集保公司劃撥有價證券至認購人集保帳戶 有價證券繳納憑證上市或上櫃掛牌(第二十天)

註：◎所定日期遇星期例假日或金融機構停止營業日得順延一天

(二) 辦理方式

1. 競標方式係投標人以不低於最低承銷價格之密封投標單，逕自送達證券承銷商營業處所辦理投標。競標則以價格高者優先得標，同一價格者由證券公會以電子計算機隨機擇定得標者，直至滿足該次提交競價拍賣之數量為止。

2. 承銷商得向投標人收取投標處理費，投標人並應預繳保證金(投標保證金應不低於投標金額百分之二十)，違約可沒收。

3. 得標人不如期履行繳款者，即為違約，證券公會不再受理其參加投標。

4. 每一得標數量不得超過該次對外公開銷售部分之百分之三。但轉換公司債、附認股權公司債採競價拍賣方式辦理之承銷案件，銀行、保險公司證券投資信託事業募集之證券投資信託基金、外國專業投資機構、行政院開發基金、郵政儲金、公務人員退休撫卹基金、勞工退休基金、勞工保險基金等不受此限，惟不得超過該次對外公開銷售部分之百分之十。

5.規定投標資格(包括成年之我國國民、本國法人、投信基金、外國專業投資機構等)及身分限制。

6.規定經競價拍賣後，其配售贖餘部分之分配方式。

7.與公開申購配售部分一併掛牌上市、上櫃。

投資人資格條件	1.年滿二十歲之中華民國國民 2.本國法人及證券投資信託事業募集之證券投資信託基金 3.外國專業投資機構 4.依華僑及外國人投資證券管理辦法規定得投資證券之華僑及外國人 5.行政院開發基金、郵政儲金、公務人員退休撫恤基金、勞工退休基金、勞工保險基金 6.其他經政府核准之對象
投資人資格限制	1.發行公司採權益法評價之被投資公司。 2.對發行公司之投資採權益法評價之投資者。 3.公司之董事長或總經理與發行公司之董事長或總經理為同一人，或具有配偶或二親等關係者。 4.受發行公司捐贈之金額達其實收基金總額三分之一以上之財團法人。 5.發行公司之董事、監察人、總經理、副總經理、協理及直屬總經理之部門主管。 6.發行公司之董事、監察人、總經理之配偶。 7.發行公司之董事、監察人、總經理之二親等親屬。 8.承銷團之董事、監察人、受僱人及其配偶、二親等親屬。 9.具證券交易法施行細則第二條規定要件等之實質關係人。 轉換公司債、附認股權公司債若採競價拍賣方式辦理承銷，證券承銷商受理競價拍賣投標之對象，不受前項第一款至第七款之限制。

(三) 問題檢討

1.優點

(1)充分尊重市場價格機能，價高者得標，可反映市場認定之價格。

(2)較公開申購能避免股權過度分散。

(3)增加法人機構參與有助於公司安定股價，減少因股份過於分散而增加股務作業成本。

2.缺失檢討

(1)初次上市櫃承銷限制 50%競價拍賣，50%公開申購之制度過於僵化，易因拍賣價格拉抬，使得公開申購價格過高，承銷商及投資人面臨不合理承銷價格。

(2)轉換公司債、附認股權公司債若採競價拍賣方式辦理承銷，其所議定之最低承銷價格不得超過面額之規定太過僵化，對投資人而言誘因不大。

(3)承銷期間仍然過長，由其是部分競價拍賣部分公開申購案件，為配合抽籤作業，承銷期間過於冗長，使發行公司、承銷商、投資人所面臨之市場風險過高，以致於會有現行頻頻調升或調降價格之作業發生，再報經主管機關核備公文往返，更使資本募集效率降低。

茲就現行配售方式、承銷價格決定及可能產生的缺失彙總如下表，以便於能在下一節中，提出全新突破新思維。

現行配售方式	承銷價決定	缺 失
一、公開申購	1. 採用所謂「慣用公式」計算 2. 承銷商與發行公司議定價格	1. 慣用公式應在發現參考價格，而非用來議定承銷價 2. 慣用公式中的預測值，易被扭曲 3. 尚無其他定價方法可供採用比較 4. 欠缺價格發現程序
二、詢價圈購	承銷商發行人詢價後議定(屬價格發現過程)	1. 過高折扣與時價仍有投機套利空間 2. 搭配公開申購之作業乏人採用
三、競價拍賣	承銷商發行人競價拍賣後議定(屬價格發現過程)	1. 流程太長 2. 搭配公開申購時，承銷價易被拉抬

貳、徹底改善配售制度之突破方案

在現行配售制度利弊之檢討分析下，除了可從改善現行相關作業流程或研議相關法令編修外，得經參酌國內外相關制度及匯集相關官學意見後，在興利廢弊前提下著手徹底改善現行配售制度。

首先需明確訂定方向及前提，其後方能逐一周延地研議修訂相關法令及各項相關配套措施，經討論彙整重要方向及前提如下：顧及一般投資大眾之投資權益、避免公平投資機會成為人頭戶、建立良好互動之市場機制，讓市場中三方之風險、報酬與責任達成均衡、即時滿足公司長遠發展之資金需求、使承銷商充分發揮承與銷之功能，適當調節資本市場供需，共創共享整體經濟榮景。

其次，結合公開申購之機會均等及競拍過程之市場合理價格發現機制功能之發揮等優點，以及參酌國內外相關制度及匯集相關官學意見初步討論後，建議徹底改善現行配售制度如後，期盼能達成整體共識後，再進一步委請相關單位詳細研議相關完整配套措施，以徹底落實改進制度，達成上述共同預期方向及目標。

再者，推動以詢價圈購為主要承銷配售方式，除可回歸證交法第七十一條第二項原意之適用外，尚需考量在現行餘額包銷制度且以公開申購為主要配售方式之情形下，參與者多為一般之投資大眾，法人機構不易取得其想建立之投資部位，承銷商之配售功能未能發揮。且因自然人參與配售多以短期套利為其投資策略，若僅以投資大眾為銷售對象，實難建立長期有效之配售管道，故建議以詢價圈購為主要之配售方式，使法人機構投資比重上升，俾我國承銷商能發揮其配售之功能，且使承銷制度更臻靈活、周延，使發行公司、承銷商、專業人士及投資者皆能於公平合理的制度下承受合理明確的風險責任並履行應有的權利義務。

美、日兩國確定包銷制度普遍以詢價圈購為主要之配售方式，而我國自 83 年採詢價圈購配售方式以來，確實為發行公司引進不少參與公司長期發展的法人機構，對公司形象之提昇及股價的維持均有正面意義，惟其配售公平性亦引發一些爭議，故本研究建議，為提高配售之公平性及透明度，應制定承銷商自律規範，甚或參考日本成立「內外之監督」，即在證券商內部由法務單位稽核，對外則需每季彙總配售情形至「證券公會」公布，證券協會則視情形稽核之，如此可消弭其分配不公之疑慮，使詢價圈購配售方式步入正軌。

考量現行承銷配售方式失之僵硬，承銷商也未能掌握主導權，另一方面，公開申購、詢價圈購、競價拍賣實為現行三種主要配售方式，分別適用於不同情況，事實上也有簡化合而為一的可能。且為實現上述目標，與各配售方式的優點，並簡化配售方式，茲以下述說明一個徹底改善配售制之全新思維。

一、結合現行三種主要配售方式為一，不再以案例別規定配售方式，亦即，所有 IPO 和現金增資案件均統合為循競價拍賣和詢價圈購方式進行：

承銷配售方式要達成的任務目標有二：價格發現與籌碼分配。首先談價

格發現，以一個典型 IPO 案件而言，價格觀念分三階段而有不同，在承銷商與上市公司議定承銷價前，由承銷商以所謂「慣用公式」計算出來的，應只是承銷參考價格的發現。第二階段為承銷價格的發現，在先進市場係採詢價或競價（上市前的抽樣取價）方式來進行，最後是上市交易由供需決定的掛牌價。

我國大部份 IPO 案件除少數曾採競價拍賣外，承銷價格的決定有下述兩項缺失：

（一）受「慣用公式」決定性之影響，然而，「慣用公式」事實上只是參考價格，因為缺乏價格發現程序（詢價、競價），它不是真正的承銷價。

（二）在議價程序上，幾乎是由承銷商、上市櫃公司兩方進行，無市場代表參加，上市前關係投資大眾權益最深的承銷價，卻不具市場代表性，也因此與正式掛牌交易價間，容易形成斷層，初掛牌交易價格不穩定，也容易為人操縱。

統合後的新制，無論競價拍賣或詢價圈購，均有價格發現功能，至於現行的公開申購（抽籤）制，則保留其分配功能（詳如後述）。其議定承銷價的依據—所謂「慣用公式」則用來發揮發現參考價格之功能。

再就籌碼分配的效率、公平性而言，統合後新制仍保留公開申購抽籤的制度。此外，任何案件均循詢價圈購、競價拍賣兩軌進行，以籌碼分配的效率性、公平性而言，前者的特點是承銷商（或發行公司）主動選擇詢價對象（也就是將來可能成為股東），其對象是特定的；後者則是承銷商（或發行公司）係被動接受社會不特定投資大眾來競價選取股東。至於現行公開申購的抽籤制度則溶入競價拍賣程序的後段進行，也就是當合格的競價量超過應配售量時（詳如後述），即進行抽籤分配。與現行公開申購制（就既定價格的標的參加抽籤）不同的是，投資大眾必須先競價。

二、同一案件，可由承銷商與發行公司議定，同時採詢價圈購、競價拍

賣之比例，主管機關只須規範主辦承銷案件的全年總量比例即可：

承銷商為承銷市場的靈魂，對於所承辦的承銷案件係審酌整體環境條件、市場因素，尤其是已輔導發行公司一段期間，對發行公司已經相當了解，應可以擁有選擇配售方式的主導權。發行公司則係考慮其選擇將來股東、事業夥伴立場，對配售方式的選擇亦有參與磋商的權利，主管機關站在鼓勵國內證券承銷商轉型為投資銀行的立場上，當樂見承銷商推動以詢價圈購為主要承銷配售方式，唯可能考慮漸進改變及仍堅持維護「平均社會財富」精神。故可能採全年總量比例規範主辦承銷案件的競價拍賣比例。

三、最終承銷價格仍由承銷商與發行公司議定，唯須參考無論詢圈或競拍的試價結果，且價格須歸於一致：

以價制量。因為價格須歸於一致，所以無論詢價圈購、競價拍賣雙軌均可以發現量是應變數，故承銷商與發行公司可以找到一個均衡的價，在這個價格（含本數）以上的申報量均屬合格的量。競拍這軌的合格申報量大於應分配量時，即進行抽籤分配；詢價圈購這軌的合格申報量大於應分配量時，由承銷商在透明度、公平性的原則下，並符合利益迴避的精神來進行分配。

所謂「應分配量」計算公式如下：

「詢價圈購」應分配量＝承銷案應配售總數 × 詢圈分配比例

「競價拍賣」應分配量＝承銷案應配售總數 × 競價拍賣分配比例

承銷案應配售總數＝承銷股數 × 1.3

上述公式中 1.3 倍數的由來，係考慮承銷商的過額配售權和安定操作機制，詳如第四章所述。

四、可參採國外制度的競價拍賣法下的申購倍率法、基準價格法或其他方法(詳如第四章所述)，來議定最終承銷價格。

五、統合後新制相關作業流程建議如下：

(一)承銷契約報公會前，承銷商與上市櫃公司議定承銷配售的方式、比例、價格範圍等報核備，若決定併採競價拍賣和詢價圈購方式，

則承銷作業兩軌同時並行，並訂 T 日為價格確定報主管機構核備日。

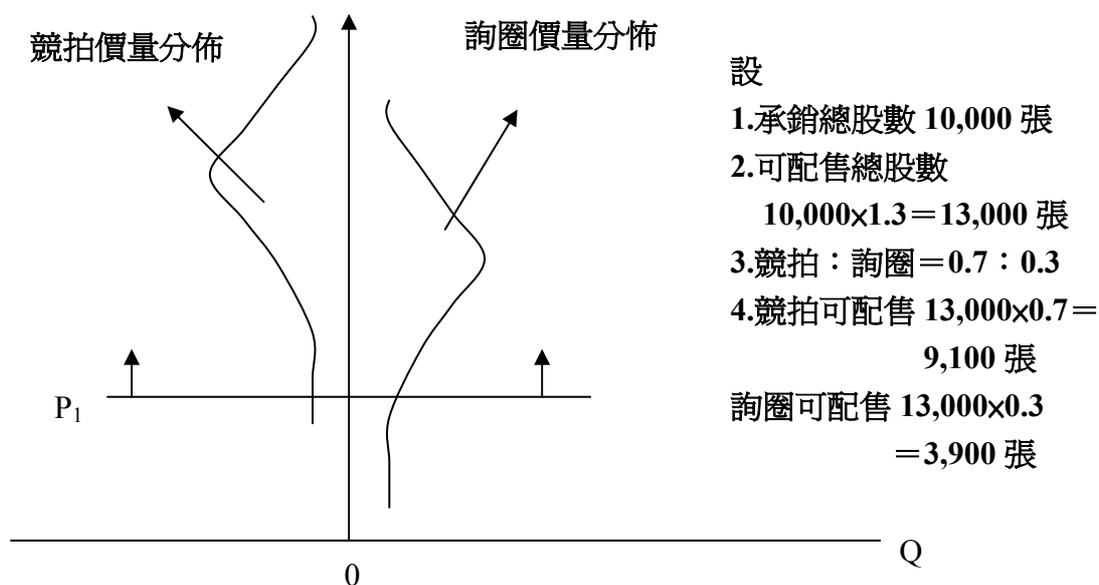
(二)現金增資案件中，未提出辦理公開承銷者，原股東繳款應在 T-1 日截止，若洽特定人認購，亦應在 T+2 日前扣款完畢。

(三)統合後新制公開承銷作業時程表：

IPO、現金增資案件公開承銷作業			現金增資 案件原股 東認購
競價拍賣作業	日期	詢價圈購作業	
· 競價拍賣比例 · 決定價格範圍		· 決定承銷團名單及詢價圈購比例 · 決定價格範圍	
· 同右	T-18	· 承銷契約報公會(報備承銷)	
· 同右	T-17	· 取得公會承銷契約核備函	
· 同右	T-16	· 承銷公告	
· 同右	T-15	· 承銷公告	
· 向公會報備競價拍賣約定書、及公告稿	T-14	· 向公會報備詢價圈購約定書及詢圈公告稿	
· 法人說明會 · 競拍承銷公告第一天	T-13	· 詢圈公告第一天(連續二日)	
· 競拍承銷公告第二天	T-12	· 詢圈公告第二天	
· 投標開始日	T-11	· 詢價圈購第一天	
· 投標截止日◎	T-8	· 詢價圈購第二 ~ 四天	
· 承銷商輸入投標人資料並做成磁帶	T-7	· 詢價圈購第五天	
· 公告揭露投標單分佈	T-4	· 詢價圈購第 6~8 天	
· 開標日並公告得標人清單 · 搖號抽籤	T-3	· 詢價圈購第 9 天	
· 刊登得標公告	T-2	· 詢價圈購截止日	
· 未得標及不合格標退款 · 寄發認購通知書、公開說明書及繳款書予中籤得標人(第一天)	T-1	· 寄發認購通知書、公開說明書及繳款書予各認購人(第一天)	原股東繳款截止
同右	T	· 價格確定(承銷商與發行公司議定) · 公告並通知各證券商轉知申請人	
同右	T+1	· 公告並通知各證券商轉知申請人	
同右	T+2	· 關帳，通知銀行扣款 · 投資人通知放棄或銀行帳戶不足者視為放棄	
同右	T+3	· 扣投資人帳及通知扣款不足，通知特定人繳款，下午五時前造送股東名冊給集保劃撥	
同右	T+4	· 掛牌買賣	掛牌買賣

(四)舉例說明

1.兩軌配售方式合併作業—IPO 情況



在兩軌配售合併作業，競價拍賣應配售張數(含過額配售股數)合計 9,100 張；詢價圈購應配售張數(含過額配售股數)合計 3,900 張。就承銷商的立場，競拍配售方式是屬被動，由投資大眾(法人及自然人)主動參考價格區間揭露及其他攸關書件，以作為投標依據；另一詢價配售方式乃屬主動，承銷商主動尋找有意願的投資人，以培養承銷商建立自己配售管道。是以兩軌並行配售方式乃本研究創舉一。

其次，在兩軌並行配售制度中第二項創舉，即是 P_1 價格決定。在競拍與詢圈配售，承銷商都可以各別蒐集到不同的量價配售分佈情況，為了滿足公司法第 156 條第六項前段「同次發行之股份，其發行條件相同者，價格應歸一律」，同時兼具考慮股權分散標準及公平價格形成， P_1 價格形成是浮動而非僵化固定的，亦即是有效價格在 P_1 以上者均是合格的，而 P_1 價格形成由承銷商與發行公司兩造，在參考試價過程後協議，而非事前兩造片面決定後，再給投資人認購。

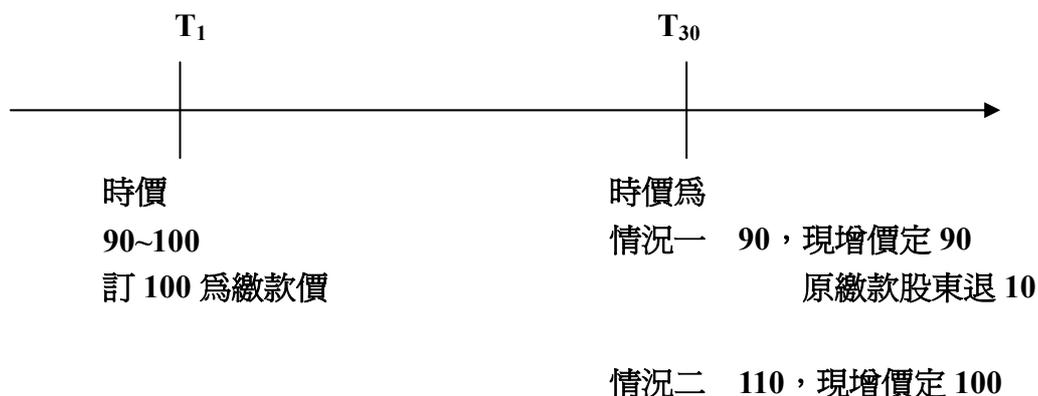
第三項創舉，即競拍配售中本研究融入公開申購—財富公平分配精神。當左軌競拍結果有效投標量 (P_1 價格以上) 大於應配售 9,100 張時，則承銷商在基於股權分散的前題下進行搖號抽籤。

第四項創舉，所有投資人不論是採用競拍或詢價、法人或自然人，其最終成

交價格均以 P_1 價格繳納股款。此與現行競價拍賣配售方式不同。現行競拍作業是採用荷蘭標，即投資人出價多少，待成交後就以出價金額繳納股款。但在本制度中，投資人出價的高低卻可能只是取得參與搖號抽籤的資格，因為價格 P_1 的決定不採計算平均值等方式產生，故不致會有投資人為取得搖號資格而刻意出高價而導致價格發現過程失靈的情形。

而本創舉是配套施用，即整個配售作業到正式掛牌時間僅僅二週左右，故投資人在參與投標時，承銷商有權利要求參與競標投資人，在證券帳戶中至少要有出價金額 8 成以上的餘額，始可准許參與投標，否則即剔除之。因此承銷商查驗投資人帳戶的動作是必要的，且有利於整個配售作業有效縮短，順利逐行。

2. 兩軌配售方式合併作業—SPO 情況，原始股東從高繳款，待承銷價格確定後，採多退少不補的原則辦理。



創舉五，兩軌配售運用在已發行股票現金增資案件(SPO)，原始股東從高繳款，待承銷價格確定後，採多退少不補的原則辦理。

因顧及配合現行公司法第 267 條第三項「公司發行新股，除依前二項保留者外，應公告通知原股東，按照原有股份比例儘先分認.....。」及同法第 276 條第一項規定「發行新股超過股款繳納期限.....，得定一個月以上之期限，.....。」

原始股東在 T_1 時董事會依 10、15、20 天前平均市價熟高者，作為原始股東繳款依據，本例定為每股 100 元。在經過 30 天後來到 T_{30} 位置，由於證券市場及

國際金融局勢的變化甚大，因此在 T_1 點所定的價格可能與在 T_{30} 時點依 10、15、20 天前所計算出平均價格孰低者，二者之間會有相當程度的落差。

故為了讓整個承銷配售作業能迅速縮短，讓原始股東、投資人及承銷商三者承擔市場系統風險能減少，同時發行公司本身亦較以往增加不必要的現金增資折扣，即可以籌措相對較多的資金。本研究建議原始股東從高繳款，待承銷價格確定後，採多退少不補的原則辦理，以避免因催繳股款而延滯了整個配售作業的進行。

參、結語

綜合上述，為改進我國現行承銷價格僵化及承銷價格最後確定之時間點不當及承銷作業時程過長等所衍生之缺失並兼採美國承銷價格及時反映市場之優點，擬建議送呈證期會審查之承銷價格計算書，採一價格範圍，且可視市場狀況調整，俟承銷公告時，即不再變動此一價格範圍，而最後承銷價格之確定則於繳款開始日前通報證期會及投資人，惟該確定之承銷價格須位於承銷公告之價格區間內。其次應盡量縮短價格訂定至繳款期間，以減少市場行情波動對承銷價格之影響，當價格時間風險降低後，價格訂定即可落實貼近市價發行之原則，且因價格貼近市價發行後，套利空間大幅縮小，投資者即需審慎考慮是否值得投資，專業判斷之重要性自然浮現，以往投資人或公司經營階層希望藉著發行股價與市價之差價獲取利益之心態即可自然矯正。如此，投資回歸專業判斷，公司發行股本亦將確實評估股本發行之必要及其最適規模，將可促使整體資源分配更有效率。

第三章 國內初次上市(櫃)案多採現股出售之原因與檢討

壹、初次上市(櫃)前公開承銷券源之探討

一、初次申請上市(櫃)前公開承銷之券源種類

為促進績優公司股權分散，以達資本大眾化，使社會大眾得以共同參與及分享公司之經營成果，並促進公司之股份流通，各國證券法令多規定發行公司於初次上市(櫃)掛牌前，應提撥一定股份對外公開承銷，而其提撥供公開承銷之股份來源包括現有股東已發行股份（即俗稱之現股或老股）、發行新股或兩者併同為之，茲簡述各來源之定義如下：

(一)採發行新股

係由申請上市(櫃)公司辦理現金增資發行新股供社會大眾認購，所獲款項直接歸屬於發行公司，因此發行公司可利用該資金進行營運規畫，例如償還負債、執行投資活動、擴展業務或加強多角化經營等。

(二)採出售現股

係由申請公司之現有股東提供其持有股份供社會大眾認購，所得款項歸於現有股東，而非發行公司所有，意即由現有股東出售手中持股，通常提供出售之現有股東多為董監事或大股東。

(三)採結合發行新股及出售現股

係由發行公司之現有股東提供部分持股，並同時辦理現金增資發行新股供社會大眾認購。

以不同券源辦理初次上市(櫃)前公開承銷各有其適用時機，發行公司與其承銷商除考量公司營運擴展或健全財務結構之資金需求規畫及大股東之權益外，更需評估市場投資大眾對於公司以各種券源辦理承銷之評價，從而選擇最有利於公司之券源辦理承銷。

二、國內辦理初次上市(櫃)前公開承銷之規定

我國證券法規體系中，對於公開發行公司申請股票上市(櫃)之主要規範首推臺灣證券交易所股份有限公司（以下簡稱證交所）訂頒之「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」(以下簡稱上市審查準則)及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下簡稱櫃買中心）訂頒之「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則」(以下簡稱上櫃審查準則)，其中關於申請股票上市(櫃)時須辦理公開承銷之規定，上市案規定於上市審查準則第 11 條及證交所「公開發行公司初次申請股票上市應提出公開承銷之比率規定」，上櫃案則規定於上櫃審查準則第 4 條及櫃買中心「對公開發行公司申請股票櫃檯買賣應委託推薦證券商辦理承銷之比率規定」，其中若擬以現金增資發行新股辦理公開承銷者尚須符合證券交易法（以下簡稱證交法）及財政部證券暨期貨管理委員會（以下簡稱證期會）所頒布之「發行人募集與發行有價證券處理準則」（以下簡稱有價證券處理準則）關於發行新股之規定，至於辦理承銷配售方式及其執行程序則規定於中華民國證券商業同業公會（以下簡稱券商公會）訂定之「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」（以下簡稱再行銷售辦法）中，茲分述如下：

(一)初次申請上市(櫃)應提撥股份公開承銷之規定

1、上市前之公開承銷

依上市審查準則第 11 條規定，發行公司初次申請普通股或各種特別股上市時，應將其擬上市股份，依規定之提撥比率，委託證券商承銷商辦理上市前公開承銷。但若發行公司於申請上市日半年起，以至股票上市買賣日前，募集發行新股時，已經依規定提出擬上市股份一定比率之股份對外公開銷售，且符合股權分散標準者，則可不適用此規定。

所謂達到股權分散標準，依據上市審查準則第 4 條規定，申請股票上市之發行公司，其記名股東人數必須在一千人以上，其中持有股份一千股至五萬股之股東人數不可少於五百人，且其所持股份合計應占發行股份總額百分之二十以上或

滿一千萬股；另依據同準則第 5 條規定，經中央目的事業主管機關出具係屬科技事業之明確意見書者，其記名股東人數必須在一千人以上，且其中持有股份一千股至五萬股之股東人數不可少於五百人；依此，發行公司上市前仍未達股權分散標準者，將提高對外公開承銷之提撥比率，現行證交所「公開發行公司初次申請股票上市應提出公開承銷之比率規定」如下：

(1)未達股權分散標準者

—資本額在 10 億以下的部分，應提撥資本額 20%以上公開銷售。

—資本額在 10 至 20 億的部分，除其中 10 億元部分應提出 20%以上公開銷售外，超過 10 億元部分應提撥 15%以上公開銷售。

—資本額在 20 至 50 億的部分，除其中 10 億元部分應提出 20%以上公開銷售，逾 10 億元至 20 億元部分應提撥 15%以上公開銷售外，超過 20 億元部分，應提出 10%以上公開銷售。

—資本額在 50 至 100 億的部分，除其中 10 億元部分應提出 20%以上公開銷售，逾 10 億元至 20 億元部分應提撥 15%以上公開銷售，逾 20 億元至 50 億元部分應提撥 10%以上公開銷售外，超過 50 億元部分，應提出 5%以上公開銷售。

—資本額超過 100 億的部分，除其中 10 億元部分應提出 20%以上公開銷售，逾 10 億元至 20 億元部分應提撥 15%以上公開銷售，逾 20 億元至 50 億元部分應提撥 10%以上公開銷售，逾 50 億元至 100 億元部分應提撥 5%以上公開銷售外，超過 100 億元部分，應提出 2%以上公開銷售。

(2)已達股權分散標準者

應提出擬申請上市時股數之 10%，其上限為二千萬股或依(1)規定計算之股數。

2、上櫃前之公開承銷

依上櫃審查準則第 4 條規定，公開發行公司初次申請股票櫃檯買賣（係規範申請一般類股票上櫃，至於第二類股票及興櫃股票另規定於其他法令）時，應提

出已發行股份總數一定比率之股份，委託推薦證券商辦理承銷；又依同準則第 3 條規定，持有股份一千股至五萬股之記名股東不可少於三百人，且其所持股份總額合計應占發行股份總額百分之十以上或逾五百萬股。因此公開發行公司申請櫃檯買賣時，應提撥對外公開承銷之比率將依是否達到股權分散標準而不同。現行櫃買中心「對公開發行公司申請股票櫃檯買賣應委託推薦證券商辦理承銷及自行認購比率規定」如下：

(1)未達股權分散標準者：

—實收資本額在 5 億元以下者，應提撥 20%以上公開銷售。

—實收資本額超過 5 億元至 10 億元以下者，除其中 5 億元部分應提出 20%以上外，應提撥 10%以上公開銷售。

—實收資本額超過 10 億元者，除其中 5 億元部分應提出 20%以上，另 5 億元部分，應提撥 10%以上外，超過 10 億元部分，應提出 4%以上公開銷售。

(2)已達股權分散標準者：

申請上櫃時股數之 10%，其上限為一千萬股或依(1)規定計算之股數。

綜上所述，關於上市(櫃)前之公開承銷規定，並無明確規範公開承銷之股份來源。上市審查準則第 11 條明示準上市公司除以已發行之老股辦理公開承銷外，亦得以現金增資發行新股之方式辦理公開承銷。惟上櫃審查準則第 4 條僅規定初次上櫃公司應提出已發行股份總數一定比率之股份公開承銷，並未明訂或限制股份來源，惟實務上公司得採老股或新股辦理承銷。至於老股與新股結合之公開承銷方式，現行國內相關法令尚未開放採用。

(二)以增資發行新股辦理公開承銷時須符合之規定

無論初次上市(櫃)公司擬以已發行股份或現金增資發行新股辦理上市(櫃)前之公開承銷均須依循上述之法令規定辦理，惟若以現金增資發行新股方式辦理公

開承銷者，則另須符合證交法及有價證券處理準則關於發行新股之規定。其中，已依櫃買中心「證券商營業處所買賣第二類股票審查準則」申請並經核准於證券商營業處所買賣之公司（以下簡稱第二類股票公司），因有價證券處理準則第 3 條第 4 項定義其為證交法所稱之上櫃公司，故其辦理現金增資發行新股均應比照已上市(櫃)公司之規定，依證交法第 28-1 條第 2 項及有價證券處理準則第 17 條規定提撥 10%以上比率對外公開承銷，準此，第二類股票申請以一般類股票上櫃或上市，均得採新股承銷。至於一般公司（含依櫃買中心「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」申請掛牌之興櫃股票）申請股票初次上市(櫃)，則應依證交法第 28-1 條第 1 項及有價證券處理準則第 19 條有關未上市(櫃)公司辦理現金增資發行新股之相關規定辦理，茲將相關法令規定條文略述如下：

1、證交法第 28-1 條第 1 項

「股票未在證券交易所上市或未於證券商營業處所買賣之公開發行股票公司，其股權分散未達主管機關依第 22-1 條第 1 項所定標準者，於現金發行新股時，除主管機關認為無須或不適宜對外公開發行者外，應提撥發行新股總額之一定比率，對外公開發行，不受公司法第 267 條第 3 項關於原股東儘先分認規定之限制」，係規範股權分散未達證期會所定標準之公開發行公司，除主管機關認為無須或不適宜者外，應於現金發行新股時提撥發行新股總額之 10%對外公開銷售。而因公開發銷將抵觸公司法規定之原股東認股權，故於條文中明訂排除。

2、有價證券處理準則第 19 條

「未上市或未在證券商營業處所買賣之公司，其持股一千股以上之記名股東人數未達三百人；或未達其目的事業主管機關規定之股權分散標準者，於現金發行新股時，除有下列情形之一者外，應提撥發行新股總額之百分之十，對外公開發行，不受公司法第 267 條第 3 項關於原股東儘先分認規定之限制。但股東會另有較高比率之決議者，從其決議」，明定股權分散標準為持股一千股以上之記名股東達三百人。

3、證交法第 28-1 條第 2 項（第二類股票公司適用）

「股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公開發行股票公司，於現金發行新股時，主管機關得規定提撥發行新股總額之一定比率，以時價向外公開發行，不受公司法第 267 條第 3 項關於原股東儘先分認規定之限制。但股東會另有較高比率之決議者，從其決議」，因第二類股票屬上櫃公司，故其辦理現金增資，均應提撥一定比率股份公開承銷。

4、有價證券處理準則第 17 條（第二類股票公司適用）

「上市或上櫃公司辦理下列案件（現金增資發行普通股…），……，應提撥發行新股總額之百分之十，以時價對外公開發行，不受公司法第 267 條第 3 項關於原股東儘先分認規定之限制。但股東會另有較高比率之決議者，從其決議」

5、有價證券處理準則第 8 條

規範有 24 項主管機關得退回或不核准現金增資申請案之情形，若以增資發行新股辦理公開承銷時亦須符合所列之規範。

依上述規定，除第二類股票公司外，一般初次申請上市(櫃)公司其辦理現金增資發行新股時，若持股一千股以上之記名股東人數未達三百人且未牴觸不宜對外公開發行之除外規定時，必須提撥至少 10%之股份辦理公開銷售。反之，若初次申請上市(櫃)公司持股一千股以上之記名股東人數已達三百人者，則無法依該條之規定排除原股東認股權而提撥發行新股之一定比率對外公開發行。換言之，初次申請上市(櫃)公司（不含第二類股票公司及已上櫃公司轉申請上市），欲採現金增資發行新股方式辦理上市(櫃)前公開承銷，其前提必須公司股權分散未達上述主管機關訂定之標準。

相較上市審查準則之股權分散標準「記名股東人數達一千人以上，其中持有一千股至五萬股之股東人數達五百人以上，且其所持股份合計占發行股份總額未達百分之二十以上或一千萬股」、上櫃審查準則之股權分散標準「持有股份一千股至五萬股之記名股東人數達三百人以上，且其所持有股份總額合計占發行股份總額達百分之十以上或五百萬股者」，證期會之股權分散標準顯較為寬鬆，惟相對卻限制了部分股東人數較多之初次上市(櫃)公司採行現金增資發行新股提撥公

開承銷的可能性。

貳、國內初次上市(櫃)案多採現股出售之原因

證券承銷商辦理發行公司初次上市(櫃)前之公開銷售，依據上一節之規定，自得依發行公司之股權分散情形徵提已發行股份或辦理現金增資發行新股作為公開承銷之券源。惟我國歷年來辦理初次上市(櫃)之承銷案件中，絕大多數案件係以已發行股份作為公開承銷之券源(以下簡稱老股承銷)，僅少數承銷案採用現金增資發行新股作為券源(以下簡稱新股承銷)。茲將最近五年度初次上市(櫃)承銷案件(不含台灣存託憑證)之券源彙整比較如表 3.2.1。

表 3.2.1 最近五年度(86年~91年2月)老股承銷及新股承銷統計表

年度 (註1)	上市承 銷家數	老股承 銷家數	新股承 銷家數	上櫃承 銷家數	老股承 銷家數	新股承 銷家數
86	18	17	1	11	11	0
87	26	25	1	37	37	0
88	20	20	0	92	92	0
89	18	18	0	82	82	0
90	18	18	0	93	93	0
91	12	11	1	35	33	2
小計	112	109	3	350	348	2

資料來源：中華民國證券商業同業公會公開發行案件統計

註：1. 以承銷抽籤日期為基準

2. 資料統計截止日為 91 年 2 月 28 日

3. 以新股承銷之案件分別為 86 年台北銀行、87 年南緯及 91 年輔祥、柏承、宏達等 5 家公司，其中柏承係第二類股票轉申請上櫃。

由表 3.2.1 統計資料顯示，86 年起迄 91 年 2 月底止，初次上市(櫃)公司家數共計 462 家，其中以新股承銷之案件僅 5 件，所占比重僅及 1%，88 年至 90 年間甚至無公司採用新股承銷。依該期間我國有關初次上市(櫃)承銷券源之相關法令規定而言，基本上並無更動，亦未規定初次上市(櫃)之發行公司不得採現金增資發行新股辦理公開銷售，惟觀察該期間發行公司辦理股票初次上市(櫃)前之承銷，絕大

多數係以徵提老股作為券源，而鮮少以新股為券源。探究其可能之原因，可由主管機關態度及發行公司考量兩大層面進行分析：

一、主管機關態度

(一)法規門檻偏高—股權分散未達標準之發行公司方能採用新股承銷

依上市(櫃)審查準則對於提撥承銷之比例規定，未達股權分散標準者，須依擬掛牌實收資本額（上櫃為已發行股份總數）之級距按累退比率計算提撥承銷股份數，最高提撥比率達 20%，相較於股權已達分散標準公司僅須提撥資本額 10%，且提撥上限分別為上市二千萬股，上櫃一千萬股，其提撥承銷數額顯然要高出許多。一般而言，公司申請上市(櫃)時常處於成長階段，在大股東看好公司未來發展前景下，雖然基於資金需求或實現投資報酬而使大股東願意釋出手中持股，惟如因此降低經營權之掌控程度，亦非大股東所樂見。故大多數之發行公司乃於申請上市(櫃)前進行股權分散，以符合上市(櫃)之股權分散標準，降低提撥承銷股份數，惟如此一來，卻形成不符合處理準則第 19 條「持股一千股以上之記名股東人數未達三百人」之規定，而無法以現金增資發行新股方式進行公開承銷。此外，對於部分成立較久，資本額較大或是實施員工入股之公司，亦往往因為小股東人數超過三百人而無法以現金增資發行新股方式進行承銷。

(二)證券主管機關對於新股承銷態度嚴謹

以往證期會基於保護投資人之立場，在擔心發行公司「印股票換鈔票」之疑慮及現金增資稀釋發行公司獲利之考量下，對於初次申請上市(櫃)公司於上市(櫃)前以現金增資發行新股辦理承銷之案件係採較嚴謹之審查態度，增資標的如非擴建廠房、增購設備或轉投資生產事業且為較迫切之資金需求時，增資案通常較不易獲得通過。基於主管機關態度較為保守，為使申請上市(櫃)案能順利進行，承銷商亦甚少建議發行公司採用新股承銷。惟由 91 年前二月已有 3 件新股承銷案（其中柏承因其為第二類股票轉申請一般類股票上櫃，依法令規定其發行新股應提撥公開承銷），相較 88 年至 90 年掛零之情況，近來主管機關對於新股承銷之審查態度或已較為開放。

二、發行公司之考量

(一)發行公司希望降低上市(櫃)申請案之困難度

發行公司現金增資標的如係作為充實營運資金或償還借款之用，依目前主管機關之審查角度觀之，此類增資計畫較不易順利獲得核准。而現金增資案如遭證期會退回自然使發行公司申請上市(櫃)案無法依原訂時程進行，須重新申請增資案抑或改向原股東提撥老股。因重新向證期會申請增資案須於退件後滿 3 個月始得重行申請，而改向原股東徵提老股以供承銷又恐曠日廢時，此外，增資案如遭主管機關退件亦有可能影響公司原已經審核通過之上市(櫃)案。因此，除非資金需求十分迫切且係作為擴廠或購置機器設備，發行公司為避免現金增資案波及上市(櫃)案之順利進行，多傾向採用老股承銷，而嗣日後股票掛牌後再行辦理籌資案，此由表 3.2.2 統計資料亦可看出部分端倪。86 年至 90 年度辦理初次上市(櫃)前公開承銷之 415 家公司中，於掛牌後六個月內辦理現金增資公司之比例將近 20%，其中部分公司應係基於前述原因而選擇於掛牌後再行辦理現金增資。

表 3.2.2 86 年至 90 年初次上市(櫃)公司掛牌後辦理現金增資情形

	上市	上櫃	合計
上市櫃家數	100	315	415
掛牌後半年內辦理現金增資之家數	21	61	82
掛牌後半年內辦理現金增資占上市櫃家數比例	21.0%	19.4%	19.8%

資料來源：證期會 86~91 年申請案件統計及 86~90 年券商公會公開發行案件統計彙整

(二)大股東之需求

新股承銷與老股承銷之最大差異乃在於新股承銷所籌集之資金可歸公司運用，有利於公司未來發展，而老股承銷所籌集之資金則歸提出股份供承銷之大股東所有，有利於大股東之財務規畫及實現投資報酬。一般而言，公司掛牌價格通常高於大股東之持股成本，對於持股比例較高之大股東而言，由於老股承銷不致過度降低持股比例而危及經營權之掌控，故若承銷價格符合大股東之理想，大股

東多傾向採老股承銷之方式進行公開承銷，以實現部分投資報酬。此外，大股東如基於財務規畫有資金需求時，亦可能要求公司採老股承銷以作為股份變現之途徑。

參、國內初次上市(櫃)案多採現股出售所衍生之問題探討

承銷商於證券市場中扮演的角色為資金供給者與需求者間之中介，其提供發行公司證券市場各項資訊，根據發行公司之財務結構、資金需求，以及市場資金供給者（專業投資機構及個人等）對於公司證券之需求及價格之看法，並建議公司於適當時機發行符合市場需求之證券籌集公司所需資金；對於發行公司所發行之證券，承銷商探詢發行公司及資金供給者之需求而與公司議訂三方都能接受之合理價格，再由承銷商先予以承購，發行公司即可取得所需資金，承銷商則將承銷而得之證券，透過承銷團分售予投資大眾。承銷商於銷售新發行證券期間，為建立投資者之信心，有義務穩定該證券之價格，以促進證券之銷售。對投資者言，此作法具有保護的功用，避免買入發行價格偏高的證券。對承銷商而言，此法可便利承銷，並降低包銷股票無法順利分銷之風險。

惟我國目前之承銷制度設計上較為重視投資人分享社會財富之權力公平，致立法方向多朝保障投資人的方向設計，從而亦使得承銷商僅具有顧問之功能，至於價格發現、配售及保護等功能則難以建立。目前國內初次上市(櫃)案件係以公開申購配售為主，另亦可採用半數公開申購配售搭配半數競價拍賣（老股承銷）或半數詢價圈購（新股承銷）。而觀察近期國內初次上市(櫃)公司之承銷概況，自89年起迄91年2月底止，258件初次上市(櫃)承銷案中，採老股承銷者計255件，其中以半數競價拍賣半數公開申購配售之案件僅12件，比率不及5%，至於採用新股承銷的3個案件則都採全數公開申購配售。實際上，自主管機關施行詢價圈購制度以來，初次上市(櫃)案件尚無採行詢價圈購方式者。

由於國內現行承銷制度設計於承銷價訂定過程，缺乏資金供給者的參與，使得承銷商價格發現的功能難以發揮，從而亦可能衍生諸多的問題，而老股與新股

承銷之相關問題往往是一體的兩面。以下謹就我國現行以老股承銷為主之承銷制度下，可能潛藏之問題簡述如下：

一、大股東高估財務預測以提高承銷價之動機較高

我國目前初次上市(櫃)股票之承銷價格係依證期會頒佈之「股票承銷價格訂定使用財務資料注意事項」訂出參考價，而後由承銷商與發行公司議定。而在承銷價格計算公式中及一般實際議定承銷價格時，公司申請上市櫃年度之財務預測(審查期間跨 9 月份者尚須編製次一年度之財務預測)往往攸關承銷價格之高低，且財務預測數額亦是股票市場衡量公司獲利能力之重要參考指標之一，因此部分發行公司乃有高估或至少樂觀估計財務預測以提高承銷價之動機，而在國內現行法令缺乏對於財務預測達成率偏低之公司實質懲罰規範下，該等公司對於高估財務預測更是有恃無恐，此種情況在以老股承銷尤然。由於老股承銷時，提撥的對象多係董監事及大股東，承銷價格的高低直接關乎該些公司最高決策者收入的多寡，因此發行公司往往須兼顧大股東之利益，而有較高動機高估或樂觀估計財務預測之數額。而新股承銷因所得資金歸屬公司，未直接關係大股東之收益，故公司高估財務預測之動機相對較低。

對於決定承銷價的另一方承銷商而言，為維繫自身的利益及信譽，承銷商多希望能尋求合理的承銷價而使發行公司(大股東)、承銷商及參與承銷股票認購之投資大眾三贏，惟在國內現行承銷制度下，參與承銷認購之投資大眾事實上多無評估公司價值的能力，其是否參與公開承銷，端視股票市場之榮枯及對新股蜜月期的期待，公司的實質價值及承銷價格高低則往往在所不論。因此承銷商於訂定承銷價時，在無市場資金供給者對承銷價格看法參考下，只能獨力與公司進行協商。而因發行公司經營階層終究為公司之主導，對公司現況及未來發展暨產業未來前景之了解自然遠較承銷商深入，故當發行公司刻意高估預測數時，承銷商其實多無足夠之判斷能力可推翻發行公司之假設基礎。即使承銷商合理認定公司財測可能過度樂觀，在無市場力量後援下，亦往往必須接受公司之財測，從而造成承銷價訂定偏離公司真正價值，並造成投資大眾之損失。此種情形在採用老股

承銷，發行公司受制於大股東壓力時更形嚴重。而由 89 年度下半年證期會調查 89 年度個別公司股價跌破承銷價之原因，發現其中約 20%確因業績調降，致使股價走低而跌破承銷價，造成投資人權益受損，顯示部分發行公司高估財務預測的情形確實存在。

另 90 年度某初次上市電子公司之案例更可能係公司藉由高估財務預測以達抬高承銷價之最明顯例證：該電子公司於 90 年 3 月 21 日公布修正其於 89 年 11 月 14 日編製之 90 年度財務預測，稅後純益由 18 億元左右增加至近 19 億元，並於 90 年 4 月中旬辦理初次上市前公開承銷，而於 5 月 9 日以每股 65.32 元掛牌上市，惟同年 7 月 19 日該公司旋即公布調降財務預測，稅後純益調降為 4 億元左右，10 月 30 日更進一步調降稅後純益變成大幅虧損 8 億元，每股純益亦由 3 月 21 日財務預測之 4.19 元調降為虧損 1.85 元，而觀察該公司上市掛牌後之股價表現，其於掛牌當日起即連續跌停多日，並持續盤跌至 90 年 10 月 8 日最低收盤價 6.5 元，90 年 12 月 31 日收盤價則為 14.25 元，顯見參與該公司初次上市承銷股份認購及於掛牌初期購買該公司股份之投資大眾，均蒙受嚴重之損失。

二、發行公司與承銷商間之關係較不易維繫

一家發行公司要邁向股票上市(櫃)，必須經歷股票公開發行、承銷商輔導期、送件申請、承銷上市等階段，其中承銷商輔導期間，依現行之法令規定，必須至少一年以上，故每家初次上市(櫃)公司與其主辦承銷商間合作期間，在正式申請上市(櫃)前都至少長達一年以上，在此輔導期間，承銷商藉由定期、不定期輔導工作之執行，對發行公司之歷史背景、財務、業務概況及產業前景等都累積相當程度之了解，並透過評估報告的撰寫提供投資大眾公司相關財業務狀況資訊之合理性說明。由於上市(櫃)目標一致，承銷商與發行公司間存在唇齒相依之關係。而在國內現行制度下，雙方關係可能於承銷價格談判時產生間隙，尤其是採行老股承銷時，由於承銷價格直接攸關大股東利益，公司大股東對於承銷價格之更是錙銖必較，特別是當股市行情大幅反轉之際，承銷商與公司大股東對於承銷價格往往存在相當的歧見，而當承銷商不願輕易妥協時，長期配合以來所建立之關係可能因

此破裂，承銷商於輔導期間所投入大量人力、物力資源亦功虧一簣。而如採行新股承銷，則發行公司受到大股東之價格壓力應可望大幅減輕，有助於發行公司與承銷商間關係之維繫及證券市場之健全發展。

三、經營階層持股比重不高者可能危及經營權

依上市(櫃)審查準則關於股票集保之規定，公司董事、監察人及持股超過已發行股份總額百分之十之股東應將個別持股總額至少百分之五十，且總計不低於資本額之一定比率之股票辦理集中保管。所謂一定比率上市案係依實收資本額級距分別適用百分之三十至百分之五計算應提交集保之股份總額；上櫃案則為已發行股份總額百分之三十或六千萬股。

故初次申請上市(櫃)公司之董、監事及大股東，除須考慮其合計之持股總數是否滿足集保之規定外，尚須考慮公開承銷股份之券源，如採用老股承銷，即使公司已召集股東會決議由原股東依持股比率徵提，惟因實務上欲施行全面性之徵提，難以取得小股東之配合且於法無據。因此對於董、監事及大股東持股成數不高之公司而言，既要湊足董、監事及大股東提交集保之股份總數達規定標準，又要設法協商股東提出股份作為公開承銷，確有其難處，發行公司可能因小部分大股東無法配合而延誤掛牌時程或無法順利上市(櫃)。因此亦造成偶有發行公司採行強迫員工參與集保或徵提，或於辦理無償配股時將股票自行保留供承銷之用而不發放予股東等可能與法令規定相牴觸之情事。

此外，採用老股承銷時，可能導致董、監事因出售持股致股權產生立即性之稀釋而影響經營權之穩定，此對於目前規模較小之高科技產業為然，不少電子業之董、監事或經營階層原本持股成數即不高，其後或因邀集技術人員入股，或以員工紅利配股將利潤分享員工，導致其持股成數更形減少，如採用老股承銷，勢必多由該等人員提撥，將使其持股成數更形見絀，危及公司經營權之穩定性而不利公司之長期發展。

綜上分析，雖然採行老股承銷或新股承銷各有其優缺點，惟因我國現行法令規範及主管機關態度使新股承銷的門檻偏高，以及以公開申購配售為主之承銷銷

售制度設計，使得初次上市(櫃)前之公開承銷幾乎都採老股承銷，採新股承銷者屈指可數，從而可能衍生諸如公司經營團隊股稀釋影響經營權穩定，或大股東高估財務預測導致投資大眾權益受損等相關問題。茲就本節及前節之分析，有關國內現行承銷制度下採行老股承銷及新股承銷之主要優缺點比較彙整如表 3.3.1。

表 3.3.1 國內現行承銷制度下採行老股承銷及新股承銷之優缺點比較

項目	老股承銷	新股承銷	說明
EPS 稀釋	無	可能造成 EPS 稀釋	因現金增資計畫不一定於申請年度即能創造出相當效益，故新股承銷可能造成申請年度 EPS 稀釋。惟長期而言，新股承銷所籌集之資金對於公司健全公司之財務結構及強化營運實力應具正面助益。
大股東股權稀釋程度	較高	較低	1. 老股承銷股份來源多由大股東提撥，故老股承銷可能造成大股東股權稀釋程度通常較高。惟因新股承銷必須提撥較高比率承銷，因此對於大股東股權稀釋程度仍須視大股東持股成數及公司股權分散狀況而定。 2. 經營團隊持股較低之公司，採老股承銷可能大幅稀釋持股比例，危及經營權之穩定性。
財務預測	發行公司大股東高估財務預測藉以提高承銷價之動機較高	發行公司高估財務預測藉以提高承銷價動機較低，可使財務預測之編製趨於保守及合理	老股承銷財務預測過度樂觀之可能性較新股承銷為高，易導致投資人權益受損。
承銷價格議定區間	受制於大股東個別利益考量彈性較小	彈性較大	老股承銷大股東對於承銷價之在意程度通常高於新股承銷，而承銷商與公司對承銷價格認定歧見過大因而產生嫌隙之可能性亦較大。
公開承銷所取得資金流向	資金為被徵提之股東所有，助於股東資金調度	募集之資金可為公司運用	對於持股比率較高之公司，其大股多通常傾向採用老股承銷。
協調承銷股份來源	小股東徵提困難、董監事及大股東間協調尚須考慮集保股數，可能延誤掛牌時程	僅須協調董監事及大股東集保股數，毋須協調承銷股份來源	經營團隊持股比例較低之公司容易發生股票徵提不易或持股遭大幅稀釋而影響經營權穩定之情況。
籌資案	無	須準備申請書件並另向證期會申請	公司必須具明確之增資計畫並向證期會提出增資申請。
公開承銷券源對上市(櫃)案時程之影響	須及時徵提足夠之股數進行公開承銷並掛牌交易	現金增資案如經證期會決議退回，恐無法如期於法令規定期限內掛牌交易	現金增資案如遭退件可能會影響公司之掛牌時程，甚至直接影響到上市(櫃)案之審查。
上市(櫃)案有無不宜情事	無	須考量獲利能力遭稀釋不符上市櫃標準	不宜上市(櫃)條款中規定：「申請上市(櫃)年度已辦理及辦理中之增資發行新股併入各年度(最近一年度)之決算實收資本額計算，不符合上市(櫃)規定條件者。」

肆、各國初次上市(櫃)承銷券源之比較

表 3.4.1 我國與國際主要證券市場上市(櫃)前公開承銷券源之比較

	中華民國	中國大陸	香港	新加坡	日本	美國
新股	較少	全部	較多	可	可	較多
老股	較多	不可	較少	可	可	較少
新股+老股	不可	不可	可	可	可	可

資料來源：1. 諸葛祺、彭桂星、溫鵬榮、張文毅，「我國與中國大陸、香港、新加坡、日本及美國證券承銷制度比較分析研究」，民國 87 年 11 月。

2. 美國、香港以新股承銷為主係訪談國外證券同業而得

由表 3.4.1 資料顯示，美國、香港、日本、新加坡及中國大陸等地之證券市場，除中國大陸規定必須採用新股承銷外，其餘市場均得分別採用老股、新股或老股搭配新股方式承銷，且係以新股承銷為主。在美國及香港等資本市場發展較為健全之國家，其投資者多認為初次上市(櫃)公司新股承銷募集所得之資金有助於公司財務結構健全及營運之擴展，相對老股承銷主要是讓公司大股東得以回收資金、實現獲利並創造其股票之流通管道而已，故投資者通常較偏好公司採用新股承銷，新股承銷之價格亦往往較高，因此，發行公司在權衡大股東需求及自身營運之資金需求規畫暨市場投資者偏好因素下，大多選擇採用新股承銷，或以新股為主並搭配部分老股之方式辦理初次上市(櫃)前公開承銷，此與我國以老股承銷為主之情況大異其趣。而形成此種差異的主要原因除了我國現行有關新股承銷的法令門檻偏高外，我國以配售為主之承銷銷售制度的設計限制了承銷商購買、價格發現、分銷等機能的發揮，亦是重要的因素。發行公司在缺乏具備評估公司承銷價合理性的專業投資者的監督壓力下，基於大股東自利的動機，大多選擇採行老股承銷。

我國證券承銷制度與國外承銷制度顯著不同之處，在於強調投資者分享社會財富之權利平等及資源有效分配，即透過承銷制度促進財富公平分配，而國外則偏重市場機制及募集資金之效率。國外之承銷方式多以新股承銷並採確定包銷為主，採行此制度下，承銷商先行測試市場需求再與發行公司議定一價格範圍，由於此時承銷商面對的多為專業投資機構或是有經驗的投資人，該等投資者較具專

業能力評估發行公司之價值，使承銷價格之訂定較能貼近市場真正之供需，而不易為少數利害關係人所左右，而承銷商配銷對象為透過自己建立之配銷通路，銷售予長久合作之客戶，其必須對這些投資者就所推薦之股票負責，在重視自身之名譽及市場監督力量強大下，使承銷商於訂定承銷價格時更加審慎並公平合理地進行配售，也由於價格貼近時價，可使承銷商之包銷風險大幅降低，而發行公司因價格訂定合理可享受配銷順利、募得資金可快速進行投資及投資人對公司股價之支持，因而亦願意支付承銷商高額之手續費報酬。

而我國現行承銷制度係以老股承銷，並採餘額包銷及公開申購配售制度為主，銷售對象主要係不特定的一般散戶投資人，不僅使承銷商無法探知資金供給者之真正需求，承銷商之配銷功能亦無從建立。由於承銷商對於不特定投資大眾擔負之責任遠較對其自身之配銷客戶為低，致使承銷價格之訂定在缺乏資金供給者之監督力量下，可能受制於大股東之壓力而偏離發行公司真正合理之價格，並使承銷商及投資人曝露於較高之價格風險下，不利於承銷商的生存並可能導致投資大眾的權益受損。而發行公司面對無配銷能力又無價格安定功能之承銷商，自然不願支付高額之承銷手續費用，使承銷商之處境更形雪上加霜。而市場投資人長久處於資訊不對稱之情況，亦往往只能期待公司掛牌後能有蜜月行情或藉由短線操作以圖謀取蠅頭小利。凡此種種皆不利於證券市場之穩定及資金募集之效率。

伍、結語

環諸美國等世界各主要證券市場對於初次上市(櫃)案多以新股承銷為主，惟老股承銷亦仍為多數證券市場所採行，顯見此二種方式俱有其功能。深究企業之所以力謀股票上市、上櫃，除提升公司知名度外，最重要的莫過於藉由上市、上櫃進入資本市場，使籌資管道多樣化，因未來公司成長須不斷挹注資金從事各項投資，推動股票上市櫃正可促進資本之形成並強化財務調度之彈性。以現金增資發行新股作為公開承銷之股份來源，正契合公司申請上市櫃之目的，且以現金增資發行新股所募得資金投入公司營運亦是證券市場發展之重要使命。

惟我國現行法令規範確實限制了部分公司採行新股承銷之可能性，而以公開申購配售為主之承銷配售方式，亦導致證券承銷商配售及價格發現功能無從發揮，而在相關法令限制及缺乏投資大眾形成之市場壓力趨使下，公司與承銷商難以根據公司之實際需求，選擇最適之承銷券源，而多只能遷就大股東實現獲利或資金變現考量選擇以老股方式承銷，此由 88 至 90 年間 323 件初次上市(櫃)承銷案全部採行老股承銷，新股承銷則掛零之情況可探知一、二。從而亦衍生諸如承銷商義務及風險不對稱、公司高估財務預測以抬高承銷價並導致投資大眾權益受損等相關問題。此種情況與國外主要市場以新股承銷為主（中國大陸甚至禁止採用老股承銷）之制度大異其趣，亦為我國特有之問題。

因此，如能放寬初次上市(櫃)新股承銷之相關規定，並配合配售制度等整體承銷制度環境之修正，將可大幅減低目前以老股承銷為主所可能產生之弊端。在兼顧保護投資人、承銷商利益、發行公司利益及大眾公益等前提下，就初次上市(櫃)承銷券源之議題而言，擬建議主管機關儘速放寬新股承銷之相關規定，使公司能更具彈性地選擇最適合其自身及市場投資大眾需求之承銷券源。而未來如能配合確定包銷制度之建立、引進以專業投資者為主之配售制度並有效縮短承銷價訂定至掛牌上市時間等整體承銷制度環境之修訂，將可大幅提升證券市場效率並促進證券市場健全發展，進而創造公司(及其大股東)、承銷商、投資大眾三贏之局面。

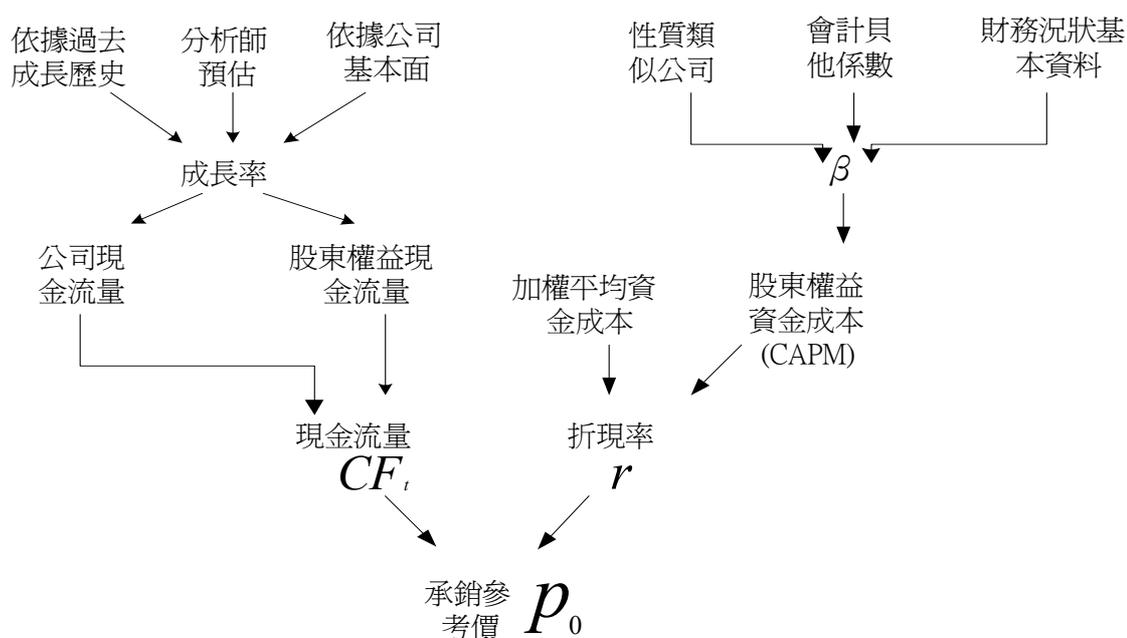
第四章 IPO 上市（櫃）價格之檢討

壹、IPO 首日上市（櫃）之承銷價格決定方式

一、美國作法

美國的主辦承銷商在決定承銷價格時，所採取三種不同的取向。首先，在初步磋商階段，承銷商會利用現金流量折現定價法(discounted cash-flow pricing approach)，求得公司的內含價值(intrinsic value)；此外，承銷商也會選取產品、業務與發行公司類似的公司，利用相對定價法，比較這些公司的本益比(price/earning ratio)、股價淨值比(price/book value ratio)等，進而計算出承銷證券的價值。另外，在測試市場(market testing)階段，承銷商亦會根據詢價圈購(book building)所建立的不同投資人認購的意願及數量，來調整承銷價格。本報告就美國承銷參考價訂定介紹。並將現金流量法公式彙總成圖形化，以幫助讀者了解其全貌。

圖 4.1 現金流量折價法



在圖 4.1 中，美國承銷參考價乃利用現金流量方法計算公司的內含價值，而現

金流量法所考慮的二個因子—現金流量（CF）與折現率（r），又分別取決不同的假設項目，如在決定現金流量方面，則考慮公司未來的成長率，而成長率計算同時又參考分析師的預估、公司目前基本財務狀況及公司過去的經營績效。另外在計算折現率時，則會考量公司本身的加權平均資金成本及股東權益資金成本二部份因子，來定其適當的折現率。以上計算方法不但兼顧歷史財務資料，同時亦顧及公司未來發長的預測性資料，所以採現金流量計算方式，相較我國採『慣用公式』計算方式，相對複雜許多，但所計算出的理論參考價格亦相對較能反應出公司內涵價值。

此外，美國主辦承銷商，也會選取產品、業務與發行公司類似的公司，利用相對定價法，比較這些公司的本益比(price/earning ration)、股價淨值比(price/book value ratio)等，進而計算出承銷證券的價值。所謂的相對定價法，係指運用一些共同的變數，如盈餘、現金流量、帳面價值等，自其它已有公允市場價格的公司股價推衍出一初次公開銷售，而尚未有公開交易市場的公司股票價格。最常用的相對定價法是使用產業的平均本益比，來對承銷證券作評價，而其隱含的假設則是產業中的其他公司與被評價的公司性質相當(comparable)，而且一般而言，市場對這些公司已公開交易股票的評價相當正確。

可是純粹若用相對市價法來評定初次上市（櫃）公司的價值，顯然有其不完美之處。因為此類公司，過去並無相對可靠的公平市價可供參考，另一方面，承銷商在參酌其他相類似的產業或公司時，所選的樣本可能會因公司規模或商譽等其他的因素，很難有關聯性，因此採相對市價法所評的價格可能將市場因素納入，但因選樣誤差而使結果大打折扣。

所以在美國，承銷商在決定初次公開銷售股票承銷價格時，會先行利用現金流量定價法求得公司的內含價值，並利用相對定價法，選取產品、業務類似的公司，比較這些公司的本益比、股價淨值比等、進而計算出承銷證券的價值。此外，承銷商亦會根據詢價圈購、測試市場時所得的投資人認購意願及數量，來調整承銷價格。

二、大陸作法

在上網競價過程中，由主承銷商和發行人根據市場情況，自主選擇以下辦法之一或其他符合要求的辦法確定最終發行價格：

（一）申購倍率改進法

在申購結束後，證券交易所根據發行人和主承銷商事先確定並公告的、不低於 10% 的扣除比例，按申購價格從高到低對申購量累計統計，當累計達到上述確定的扣除比例之後，該比例所在的臨界申購價格（下稱“扣除臨界申購價格”）之上的（不含臨界價格）所有申購視為無效申購。

在作完上述處理之後，證券交易所根據發行人和主承銷商事先選定並公告的超額認購倍率，對投資者高於底價的預約申購按報價由高到低排序。當某一申購價位上的累計申購數量達到超額申購倍率所對應的股票發行數量時，此價位即為新股發行價格。位於該價位以上（含該臨界價位）與扣除臨界申購價格之間的所有申購均視為有效申購。主承銷商對所有有效申購按相同比例配售新股或採用搖號抽籤的方式配售新股。

若按扣除比例扣除後，底價以上累計申購量達不到發行總量時，上述扣除一定比例申購總量的行為自動失效，所有申購者按發行底價參與抽籤或比例配售。

（二）基準價格法

在申購結束後，根據發行人和主承銷商事先確定並公告的方法確定基準價格，以基準價格為中心，以 0.10 元為一個價格變動單位向基準價格上下移動擴大價格區間，直至累計申購量滿足擬發行總量為止，在上下兩個臨界價位（含臨界價位）以內的所有申購均為有效申購，最終發行價格確定為低於基準價格的臨界價格（下臨界價格）。

當臨界價格以內申購量等於擬發行星量時，所有有效申購按其實際申購數量配售新股；

當臨界價格以內申購量大於擬發行星量時，主承銷商可以採用比例配售或者抽籤簽的方式確定每個有效申購實際應配售新股的數量；

當基準價格上的申購量大於或等於擬發行量時，發行價格即為基準價格，主承銷商可以採用比例配售或者抽籤的方式確定每個有效申購實際應配售新股的數量；

當所有申購量累計小於或等於擬發行量時，確定發行底價為發行價，所有申購均按其實際申購數量配售新股，餘額部分由承銷團包銷。

基準價格的確定可選用以下方法的其中之一：

1、中位價格法

根據統計學中位數原理，以中位價格為基準價格。當中位價位為兩個時，以二者算術平均價確定為基準價格。

2、算術平均價格法

即以算術平均價格確定為基準價格。具體公式是：

算術平均價格 = Σ 每筆申購價格 / 總申購筆數。

3、加權平均價格法

即加權平均申購價格所在價位確定為基準價格。具體公式是：

Σ 每筆申購價格 × 每筆申購數量 / 加權平均申購價格 = Σ 每筆申購數量

(三) 完全競價法

在申購結束後，主承銷商對投資者的全部預約申購按報價由高到低排序，當某一申購價位上的累計申購數量達到股票發行數量時，此時的價格即為最終發行價格。該價位之上的投資者按實際申購數量和最終發行價認購新股。

當最終發行價價位上的投資者為一人以上、且該價位上的申購量大於可售量時，主承銷商可採用搖號或同比例配售的辦法分配新股。

三、我國作法

(一) 承銷參考價格的訂定

為使股票承銷價格之訂定充分公開，提供正確之投資判斷，證期會於民國八十一年二月十二日發布「股票承銷價格訂定使用財務資料注意事項」；而證券暨

期貨管理委員會為推動時價發行制度，亦於民國八十六年四月八日發布有關上市(櫃)公司申報現金增資發行價格訂定之計算公式(以下簡稱『市場慣用公式』)，俟計算出價格後，承銷商再與發行者議定，計算公式如后：

上市(櫃)前承銷參考價格之訂定

$$\text{承銷參考價格} = (A \times 40\%) + (B \times 20\%) + (C \times 20\%) + (D \times 20\%)$$

A：三年度平均每股稅後純益×採樣上市公司最近三年度平均本益比，其權值占40%。

B：三年度平均每股股利÷採樣上市公司最近三年度平均每股股利率，其權值占20%。

C：最近期經會計師簽證之每股淨值，其權值占20%。

D：本年度預估每股股利÷金融機構一年期定期存款利率，其權值占20%。

(二) 配售方法與價格之訂定

1、全數競價拍賣方式

按「證券公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第十六條規定除公開招募案件外，採全數競價拍賣方式辦理之承銷案件，若得標總數量達該次競價拍賣數量，則該有價證券之首日掛牌價格及承銷商自行認購部分之承銷價格，以各得標單之價格及其數量加權平均所得之價格(分以下四捨五入)為之。

2、部分競價拍賣部分公開申購配售方式

上開辦法第十七條規定，採部分競價拍賣部分公開申購配售方式辦理之承銷案件，如得標總數量達該次競價拍賣數量，則其餘公開申購配售部分及承銷商自行認購部分之承銷價格以左列方式為之：

若得標價格未全數超過第八條第一項第二款所定最低承銷價格之一定倍數，則以所定最低承銷價格一定倍數以內部分各得標單之價格及其得標數量加權平均所得之價格(分以下四捨五入)為之。

若得標價格全數超過第八條第一項第二款所定最低承銷價格之一定倍數，則

以所定最低承銷價格之一定倍數(分以下四捨五入) 為之。

上開所述一定倍數由承銷團與發行公司議定之，惟最高不得超過一點三倍。除公開招募案件外，該有價證券之首日掛牌價格以第一項公開申購配售部分之承銷價格為之。

上開辦法第十八條規定，參與競價之投標單，如其得標總數量未達該次競價拍賣之數量，則以第八條第一項第二款所定之最低承銷價格作為承銷商自行認購部分及競價拍賣贖餘部分之承銷價格，該競價拍賣贖餘部分並應依第八條第一項第六款所定之分配方式分配之。除公開招募案件外，該有價證券首日掛牌價格以前項之承銷價格為之。

3、詢價圈購價格訂定

按「證券公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第二十八條規定，參加圈購之投資人向證券承銷商遞交圈購單，僅係向證券承銷商表達認購意願，證券承銷商受理圈購，亦僅係探求投資人之認購意願，雙方均不受圈購單之內容所拘束。

主辦承銷商應於彙總圈購情況後，與有價證券持有人或發行公司議定實際承銷價格，其承銷價格應一致。

(三)現行承銷價格決定方式缺失

現行承銷參考價格，乃依上述『市場慣用公式』所計算，並於計算出價格後，承銷商再與發行者議定。而此一慣用公式的缺失有：

1、較著眼過去歷史性財務資料，如本益比、平均股利率多是採類似公司最近三年度的平均數。

2、公式中本年度預估每股股利，雖有著眼未來獲利可能性，但卻易受發行公司所發佈財務預測所影響。

3、此一公式較無法讓主辦承銷商，發揮其專業投資銀行的角色。

4、缺乏其他具財務管理理論支持定價方式，予以佐證，且單一價格決定缺乏彈性，且未導入價格發現的程序

5、承銷參考價格決定方式，逕由承銷商與發行公司兩造方議定後，再由投資人決定接受與否認購，投資人完全處於被動狀態，似與保護投資人的本旨未臻相符。即未執行如美國或大陸價格發現程序。

四、集中市場初次上市買賣參考價相關規則

（一）我國作法

目前初次上市公司股票的參考價格為上市前公開承銷之承銷價格；上櫃轉上市股票依台灣證券交易所營業細則第五十九條規定，其有價證券已於櫃檯買賣，依規定應先提出一定比率辦理上市公開銷售者，按其公開銷售開始日前是否已終止櫃檯買賣者，分別規定採公開銷售價格或終止櫃檯買賣之最近成交營業日最後一筆成交價格為計算升降幅度之參考基準的依據。

該條文主要意旨為參考價格之決定，係採用最接近上市日期的公開市場交易成交價或承銷價格，以期該價格已反映最新的各種市場資訊。上述之承銷價格係依照初次上市公司按台灣證券交易所營業細則第四十三條規定，於洽定之上市買賣開始日期一日前，將上市有關事項刊登報紙公告，前開公告事項中包括承銷價格。

因為國內股票交易市場有漲跌幅度限制時，當股票市場處於多頭時，新上市股票持有者都會惜售，享受新上市蜜月期，往往造成股價超漲，相反地，當市場處於空頭時，投資人操作保守，新上市股票乏人問津，以致可能的潛在買盤退場觀望，往往都是連日跌停，造成股價超跌。

（二）國外作法

在無漲跌幅限制的證券市場，如美國對於初次上市公司股票的上市前公開承銷（IPO）價格，僅可做為專業會員(Specialist)、證券商或投資人買賣的參考；在有漲跌幅限制的證券市場如上海證券交易所（10%）、韓國證券交易所（15%），亦未依據公開承銷價格計算上市買賣首日漲跌停價格，在上海證券交易所初次上市公司股票，其上市買賣首日無漲跌幅限制，僅做為交易系統中的前一日參考價，供執行撮合時決定成交價格參考之用；在韓國證券交易所上市買賣首日的漲跌幅

限制計算基準，係依據上市買賣首日利用集合競價產生的開盤價格為基準計算。

貳、IPO 首日開盤「價格發現」制度

一、現行我國 IPO 首日開盤概況

依「證券商管理規則」第二十八條的規定，證券商承銷或再行銷售有價證券，應依證券商同業公會所訂定之處理辦法處理之。「證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」規定，現行我國 IPO 已發行股票承銷配售方式有全數公開申購配售，或 50% 競價拍賣 50% 公開申購配售方式兩種。相對美國而言，IPO 股票配售方式則大多採詢價圈購，承銷商可以利用此一配售方式建立自己長久配售管道。因此，就我國現行承銷制度下，證券承銷商並無太多自主配售權；且我國承銷商亦無法在這現有制度下建立如美國承銷商那般屬於自己的配售管道。

另外，值得注意的是，美國在整個承銷活動尚未結束時，發行公司的股票便已在證券市場正式掛牌上市交易。而且承銷價格的決定，是在掛牌前一天決定。相對而言，我國正式掛牌上市是在整個承銷結束之翌日。可是承銷價格則必須在承銷活動開始前決定。是以就上述配售規定，我國承銷配售方式在 IPO 已發行股票承銷方面，只能採全數公開申購或部份競拍部份公開申購，而此一承銷方式所費時間相對於採詢價圈購所費時間較長整個承銷作業流程，從競價拍賣公告至正式掛牌為止，所費時間約四~五週或 60 天時間，相較美國僅有一週，顯然我國承銷商在承銷期間所承擔的風險是相對較高的。

而承銷價格的決定，乃以市場慣用公式為主（參見前一節），計算出承銷參考價後，再依據「證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第四條規定：有競價拍賣、詢價圈購及承銷商與發行公司或有價證券持有人議定三種辦理。

實務上，現行整個承銷價的決定機制中，大多由承銷商與發行公司兩造議定，僅有少部份採競價拍賣方式產生。另一方面，由於我國 IPO 承銷券源均來自大股東，已於第三章論述，因此在競價拍賣最終加權平均價格，常與大股東有直接利害關係，是以大股東會有動機拉擡競價拍賣價格，扭曲市場力量，製造假性需求，

致使之後參與公開申購的投資大眾及承銷商餘額包銷，二者均可能受到相當程度的傷害。因此，承銷商不論採行任何一種定價方式，都欠缺讓投資人，尤其是自然人，直接參與的機會，進而使我國 IPO 承銷價格決定過程，並無如美國或大陸有價格發現程序，因此對保護投資人的宗旨顯有不符。

承銷價格由上述方式決定後，必須依法向證期會申報公告。而申報公告的承銷價格是以單一價格為之，是以當市場遇有重大不確定情況發生時，如民國 88 年 5 月至 89 年 10 月，全球經濟陷入一片不景氣中。此一現象不但造成證券市場進入大空頭，同時對已規劃初次掛牌公司之承銷價格訂定可能受到衝擊，一日數變，而必須重新計算，重新向證期會申報。此一申報文書往返不僅顯示我國承銷價格訂定上缺乏彈性，而且更直接延長原承銷期間。

這大空頭時間長達 18 個月之久，影響許多企業規劃籌資擴產或初次申請掛牌的意願，導致企業申請掛牌規劃紛紛延滯。這種現象不但影響我國經濟復甦的速度，更直接影響創造國民就業機會。探究其原因，除了經濟基本面不佳外，尚有現行承銷制度中未能考量特殊事件發生，致掛牌時機受限所致。

根據「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」第十二條規定：申請股票上市之發行公司，其上市契約經主管機關核准，並經本公司函知後，應依前條規定辦理公開銷售，如果所申請上市之股票未於本公司函知之日起算三個月內上市買賣者，應報經主管機關核准後，撤銷該上市契約，其有正當理由申請延期，經本公司同意並報請主管機關核備後，得延長三個月，且以一次為限。

是以在這規定下，若遇有上述大空頭時，顯然承銷商就初次掛牌時機的自由度選擇上，不足以規避大空頭期間，而致使承銷商會主動要求發行公司延後掛牌申請；否則一旦申請通過後，若未能在六個月內順利掛牌，則整個掛牌申請文書作業勢必又重新來過。這本非制度設計的原意，但無形中卻已形成阻礙企業掛牌籌資、創造新就業機會的良意。

而就我國 88、89、90 年，彙整公開申購承銷案件數各為 212 件、180 件、161 件。很明顯地，89 及 90 年初次申請掛牌的承銷案件，較 88 年少了許多。其繳款

率不足六成各占總承銷案件的 39%、43% 及 35%，如表 4.2.1 所示。顯然投資人繳款意願不足也普遍偏高，無形中給承銷商承銷壓力。

因為這些承銷案件均採包銷方式為之，所以在這麼高比率繳款不足案件上，必會造成承銷商庫存增加的壓力。同時，承銷商為了減輕資金成本壓力，必會將先前所餘額包銷之有價證券，於公司正式掛牌後，酌量出脫。而且就台灣現行 IPO 承銷制度，承銷商之承銷活動，於公司正式掛牌前，就已經完全結束。因此我國承銷商並無義務或動機或適當工具，如美國承銷制度中，賦予承銷商擁有過額配售權與股票買入權，在他面臨高庫存及高資金成本壓力下，擔任市場造市者的角色。而且我國證券交易市場是屬委託單趨動市場（order-driven market），故沒有造市者的制度設計。因此，主辦承銷商在現行制度下，並不會在掛牌後市擔任承銷價格安定操作者的角色。

而就 Ellis、Michaely and O'Hara (2000) 研究 IPO 在美國 NASDAQ 市場發現，主辦承銷商會在 IPO 上市掛牌後幾個交易日期間，會扮演市場造市者的角色，此乃與我國證券交易市場制度不同。而且主辦承銷商亦會對承銷較差的 IPO 股票，進行安定操作的措施，以及使用過額配售選擇權（over-allotment option）來降低庫存承銷標的物的風險。

表 4.2.1 公開申購配售繳款統計表

年度	公開申購承銷 案件合計數	現金增資	初次申請 上市(櫃)	繳款率			
				60%以上	60~40%	40~20%	20%以下
88	212	99	113	129	10	16	57
89	180	80	100	102	4	10	64
90	163	50	113	105	6	13	39

資料來源：證券交易所提供，本研究整理

其次，我們進一步追蹤這些初次申請上市（櫃）繳款率不高的承銷案，在首日掛牌的表現，如表 4.2.2 所示。我們發現有將近 50% 的股票，在掛牌首日交易之

收盤價低於承銷價格。而且這類股票會在日後幾個交易日，持續走跌，僅有少數較幸運的股票會有蜜月期的發生。另外值得一提的是，這類股票在首日掛牌時，即有出現較大的成交量，其原因可能市場行情不佳或承銷商包銷太多存貨，而急於在股票掛牌首日出脫持股。當然仍有少數股票依舊有流動性不足的現象，即成交量明顯不大。相反地，繳款成數相對較高的股票，於 IPO 首日掛牌時，均有所謂蜜月期的發生，且普遍呈現成交僅有一張的情況。

表 4.2.2 繳款未達六成之初次申請上市（櫃）股票首日掛牌統計表

項目	年度		
	88	89	90
繳款率未達六成之新上市(櫃)股票	36	48	32
掛牌首日之收盤價小於承銷價	18	24	15
掛牌首日出現流動性不足的股票(成交量<10張)	3	7	3
出現蜜月期現象股票	0	1	2

資料來源：證券交易所提供，本研究整理

另外，就我國現行開盤制度，依台灣證券交易所營業細則第五十八條之三第二款規定開盤以集合競價方式產生，即達到滿足最大買賣申報數量的單一價格。然實務上，現行 IPO 首日掛牌開盤價，均非依上述規定產生，而是依同條第三款規定，在開盤價格未能由集合競價產生時，台灣證券交易所得允許新委託單進來，採連續競價方式產生開盤價。在這樣的開盤制度下，遂可能成為發行公司大股東，為自己公司作價與套利的工具。

由表 4.2.3 及表 4.2.4 所示，我國初次申請上市（櫃）股票，在 88、89 及 90 年的統計資料中，有蜜月期股票各占總承銷案件 46%、49% 及 57%，顯示蜜月期現象的存在相當普遍。而且蜜月期時間分佈在 5 天以上者各占 65%、59% 及 72%，在這麼長的蜜月期間，成交量普遍呈現流動性不足的情況，是以當蜜月期有發生首次漲停打開的情況，成交量便立刻暴增，而且更有當日交易量大於承銷總數，其發生的比率在各年度中各占 29%、29% 及 42%，如表 4.2.5 所示。雖然有

些各股仍有續漲但漲幅已不大，普遍隨之下跌的情況較為多。

投資人在處於資訊不對稱的情況下，只存倖利心態，盲目追價，已無形中成為發行公司大股東的倒貨的對象。這顯示我國現行 IPO 首日掛牌之後交易情況，易受到人為操弄的空間頗大，是以與發展國民經濟及健全資本市場發展方面，顯有相悖之處。

表 4.2.3 初次申請上市(櫃)股票有蜜月期統計表

項目	年度		
	88	89	90
初次申請上市(櫃)案件數	113	100	112
有蜜月期的家數 (%)	52 (46%)	49 (49%)	64 (57%)

資料來源：證券交易所提供，本研究整理

表 4.2.4 蜜月期分佈情況

項目	年度					
	88		89		90	
蜜月期分佈情況	家數	百分比	家數	百分比	家數	百分比
1 - 5 天	18	0.35	20	0.41	18	0.28
6 - 10 天	17	0.33	17	0.35	31	0.48
11 - 15 天	11	0.21	7	0.14	11	0.17
16 - 20 天	3	0.06	4	0.08	4	0.06
21 - 25 天	2	0.04	1	0.02	0	0.00
26 天以上	1	0.02	0	0.00	0	0.00
合計	52		49		64	

資料來源：證券交易所提供，本研究整理

表 4.2.5 蜜月期首次漲停打開成交量與承銷總數統計表

項目	年度		
	88	89	90
有蜜月期的家數	52	49	64
首次漲停打開成交量>承銷總數 家數 (%)	15 (29%)	19 (29%)	27 (42%)
首次漲停打開後連續五日 平均成交量>承銷總數 家數 (%)	2 (3.8%)	3 (6.12%)	4 (6.25%)

資料來源：證券交易所提供，本研究整理

而且根據廖怡禎（2001）研究實證發現，比較我國與美國 IPO 首日掛牌報酬分配情況，我國首日掛牌報酬的平均值約低於 Ruud（1993）所做實證值 1.96%，但中位數卻高於 Ruud 約 4.45%，這是因為台灣的 IPO 報酬率呈左偏，但美國是呈右偏情況。此外，為減少我國 7% 價格漲跌幅限制所產的影響，故以比較一週報酬率差異，最後發現我國的平均數及中位數皆較大，這顯示著我國在承銷訂價方面確存在有價格低估的現象。

這種現象很清楚說明，目前我國承銷制度在承銷價格訂定方面，與市場上對 IPO 股票價格的認知有相當大的落差。亦即顯示出，我國的證券市場對首次發行的股票，未提供有利「價格發現」的機制，以導正承銷商因承銷期間太長，所產生的不確定因素，致對承銷價格扭曲，故應藉由市場的力量予以彌補。

現在，我們將在以下章節中，逐一就日本、美國二國，對此一 IPO 首日開盤時，如何使 IPO 新股首日掛牌改善流動性不佳的情況，相關配套措施如何有效運作，以及安定操作配套施用的時機，作一論述。最後，再就我國現行制度提出改進建議。

二、日本、美國兩國 IPO 首日開盤制度的比較

(一)日本制度

日本在首日開盤時，上櫃與上市開盤方式有些不同，其不同之處在於店頭市場股票之公開為註冊首日，亦即註冊日，同時亦為開始買賣之日，而上市股票，則承銷後另有「開始買賣」（即上市首日）決定開盤價之方法。其中，證券交易所會要求證券公司向發行公司確保一定量，足以促進開盤價形成之「準備股」。我國目前並無此項制度。

日本證券集中市場產生開盤價格的方式為集合競價，亦即為達到滿足最大買賣申報數量的單一價格。集合競價須完全滿足市價委託申報量，同時高於該價格之買進申報及低於該價格之賣出申報須全部滿足。另一與決定價格相同之一方的申報須全部滿足。此一方式與我國台灣證券交易所營業細則第五十八條之三第二款規定開盤得以集合競價方式相同，惟在開盤價格未能由集合競價產生時，台灣證券交易所另允許新委託單進來，採連續競價方式產生開盤價。

日本新上市股票因流通股較少，加上新上市股大多採折價發行，故上市首日通常買進申報多於賣出申報，且數量相差頗大。在集合競價各項條件無法達成時，可能造成當天無法產生開盤價格的情形，日本證券市場並不允許在買賣申報數量大時成交一單位即告漲停的情形發生。此一規定下，新上市首日很難產生開盤價，故在股市上揚時，常須數天始有高於原承銷價格的成交價產生。

為避免上市後難以產生首筆成交價格及順暢上市後的交易，證券交易所要求會員證券公司請股票上市公司提出一定數量的「促進開盤價形成之準備股」，於買方申報數量接近或高於賣方申報數量一半時，在證券交易所要求下即可投進賣方市場，使上市首筆價格順利產生。上市首日開盤規定為滿足買進申報量的半數即可成交，此為上市首日股票買賣在每日開盤價格決定方式。

有關「促進開盤價準備股」為證券承銷公司應證券交易所之要求，在新上市前取得發行公司大股東同意委託賣出之股票，以東京證券交易所為例，如為申請上市，應取得同意委託賣出股票的數量及其資本額多寡的對照表，如表 4.2.6 所示。

前述大股東委託的賣出的價格，以發行價格加上百分之十為限，惟在事先向證券交易所報備的情形下，方可以發行價格上限首日漲停板價格內之價格賣出。

表 4.2.6 促進開盤價準備股與實收資本對照表（東京證券交易所）

實收資本（股數）	同意委託賣出股數
未滿 600 萬股	60 萬股
600 萬股 ~ 未滿 1,000 萬股	80 萬股
1,000 萬股 ~ 未滿 2,000 萬股	100 萬股
2,000 萬股 ~ 未滿 3,000 萬股	120 萬股
3,000 萬股 ~ 未滿 4,000 萬股	150 萬股
4,000 萬股 ~ 未滿 5,000 萬股	170 萬股
6,000 萬股 以上	200 萬股

（二）美國制度

美國證券承銷註冊過程大致可分為三個階段：第一階段註冊書送達前之階段；第二階段等待階段；第三階段生效階段。在第二、三階段承銷商皆能從事證券銷售行為，所不同的是，第二階段乃著重於對市場投資人探詢、口頭要約，並提供投資人初步公開說明書及初步承銷參考價；而在第三個階段中，承銷商便立即由第二階段所建立的基礎，迅速分銷有價證券，並決定其首日掛牌價。

在生效日及其後數日內，所發行之證券已在證券交易所或是店頭市場上交易，這時又稱售後市場。惟除非該公開發行的證券立即售完，否則在投資銀行依承銷契約約定必須以固定價格出售的情形下，市場變動結果可能使證券的市場價格低於承銷價格，造成無法銷售的風險。故常由承銷團賦與承銷經理（或其授權代表人）維持市場價格的權力，其買進價格通常等於或略低於公開發行價格。此一操作即為安定價格操作，其目的在穩定市場價格，以利證券的銷售。

另一承銷經理人所必須解決的問題是熱門股（hot issues）的處理。某些證券

的市場需求量可能高於承銷團所能提供的數量，此一超額需求將在售後市場上表現出來。此時承銷經理人可以二種方式解決此一難題。

其一為在合法範圍內超賣公開發行公司的股票，依美國全國證券商業同業公會之規定，其可超賣至百分之十五以內。若在公開發行後並無取消訂單的情事發生，則承銷經理人可進場在售後市場上買回證券，補足其超賣的部分。因此所遭致的損失，由承銷團成員依比例負擔。另一種方法為公開發行公司可以給予承銷商某種選擇權或認股權，可以低於公開發行價格購買該證券，此方式通稱為『綠鞋』（green shoe）或『過額配售權』（over-allotment option）。承銷經理人可以此方式取得先前賣空的部分，而產生的利潤依承銷比例由各承銷商分享。

在初次公開銷售案件，主辦承銷商會在全部承銷證券銷售完畢時，立即開始對公司證券作雙邊報價的市場創造(market making)。當然，在理想的狀況下，主辦承銷商所接獲的買單會比在公開銷售中賣出的數量多，因此，其可將最初的買進報價(bid)訂得比銷售價格稍高。如果市場的賣單超過買單時，主辦承銷商會想辦法維持一個不低於承銷價格的買進報價，此可能導致承銷團買進相當數量的剛配售證券，因此為了防止此一情況的發生，承銷商會在分銷階段與投資人訂定所謂即時套利條款（flipping rule）。但當賣壓加重時，主辦承銷商仍必須決定要固守或棄守承銷價格。

由於 IPO 市場的變化不定，無疑為個人投資者增加了更大的危險。每個承銷商都會懲罰那些價格一上漲就馬上脫手 IPO 股票的客戶，這種行為稱為即時套現(Flipping)，他們對這種客戶征收特殊費用，推出 60 天的等待期(waiting periods)，如表 4.2.2 所示，甚至拒絕將來出售 IPO 股票給他們。但是，市場瞬息萬變，投資者有時儘快退出或許是一種明知之舉。

個人投資者還應看到，有些承銷商把他們所謂的懲罰性出價加於那些允許自己的客戶即時套現 IPO 股票的經紀商。美國證券交易委員會和 Massachusetts 州都會對這種活動進行監控。

表 4.2.7 網上經紀商對客戶發行後交易(after-market trading)的限制性條款

經紀商	出售限制性條款
DLJ Direct	沒有
E-Trade	30 天內出售 IPO 股票將來不能購買新的 IPO 股票
Fidelity	15 天內出售 IPO 股票將來不能購買新的 IPO 股票
Schwab	如果 30 天內出售 IPO 股票，在未來 6 個月內不能購買新的 IPO 股票
Wit Capital	60 天內出售 IPO 股票將來不能購買新的 IPO 股票

對機構投資者沒有這些限制性條款，承銷商們常常把 IPO 股票賣給那些長線投資者，對隨時可能脫手 IPO 股票的短線投資者(day-traders)，承銷商一般是不賣給他們 IPO 股票的。

參、各國安定操作制度比較—我國、日本、美國、香港

美國、日本兩國承銷制度為降低承銷風險，維持合理的市場股價，及使承銷案件得以順利完成，在其證券相關法規中均明訂安定操作規定。蓋股票市場若於短時間內大量出售證券商承銷之某種證券，勢將影響該證券既存的供需平衡，其股價往往因而驟跌，致使承銷作業遭受困難甚至失敗。為避免投資人卻步，並使承銷工作得以順利進行，惟有允許證券商及其他相關機構酌情介入市場，買進部分該證券，提高該證券的市場需求量，以期股價得以止跌回穩，而使發行公司之發行與承銷商之承銷作業順利完成。因此安定操作不僅對證券商承銷商與發行公司均有益處，對投資人及證券市場亦有其積極意義。美國「法規 M」包括六條規則，除規範承銷團的安定操作外，相反地，尚訂有承銷過程中，防制人為操縱股價的規定，據以規範發行人、售股股東及其關聯購股人、承銷商及其他參與證券配售人的行為。今謹將國內、日本、美國及香港的安定操作機制介紹如下：

一、台灣證券交易所

為順利達成有價證券之募集與發行之目的，證交所於 1995 年 9 月依「證券商管理規則」第二十六條第三項訂定「上市有價證券安定操作交易管理辦法」；（但「證券商管理規則」第二十六條條文規定於 89 年 10 月 5 日經財政部證券暨期貨管理委員會發布調整至第二十八條），謹將其相關規定說明如下：

（一）意義

按「安定操作辦法」第二條規定，安定操作交易係指主、協辦承銷商為順利達成有價證券之募集與發行，於得進行安定操作期間，自有價證券集中交易市場，購買已發行之同一有價證券。

（二）適用承銷案

按「安定操作辦法」第三條規定，現金增資採全數提出承銷與按「證交法」第二十二條第三項規定辦理公開招募案件，採全數辦理詢價圈購配售者。

（三）操作執行主體

按「安定操作辦法」第四條規定，安定操作以主辦承銷商為交易之主體，其無自營部門者，得委託其他證券商執行安定操作。

（四）操作價格

按「安定操作辦法」第四、五條規定，安定操作之買進價格不得高於承銷價。而主、協辦承銷商於可安定操作期間不得賣出所承銷之同一有價證券，但賣出價格高於承銷價者不在此限。

（五）操作期間

按「安定操作辦法」第六條規定，得進行安定操作交易期間如下：

1、現金增資採全數提出承銷且全數辦理詢價圈購配售者，為對外承銷之繳款開始日至股款繳納憑證上市掛牌日前一日截止。

2、按「證交法」第二十二條第三項規定辦理公開招募案件，採全數辦理詢價圈購配售者，為對外承銷之繳款開始日至股票發放日前一營業日截止。

（六）公開義務

按「安定操作辦法」第七、八、九、十條規定，其須公開義務如下：

1、操作期間前一日公開義務

主、協辦承銷商應於得進行安定操作期間前一日，由該主辦承銷商彙總填具申報書，向證交所申報並副知證期會，同時將副本抄送台北市、高雄市證券商業同業公會、財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會及其他證期會指定之機構供公眾閱覽，該閱覽期間不得少於三十日。其申報書內容，應包括下列事項：

（1）執行安定操作之主辦承銷商及其營業所在地。

（2）進行安定操作之有價證券名稱及種類。

（3）進行安定操作之地點。

（4）進行安定操作之時機、預定期間及開始日。

（5）計劃用於安定操作之資金總額。

（6）主、協辦承銷商於得進行安定操作期間開始日之前十日，於有價證券集中交易市場買賣之明細。

（7）其他經證期會規定之事項。

2、操作期間每日操作公開義務

進行安定操作之主辦承銷商應每日逐筆記載安定操作交易情形，並於安定操作期間，由主辦承銷商彙總作成安定操作報告書，向證交所申報並副知證期會，同時將副本抄送台北市、高雄市證券商業同業公會、財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會及其他證期會指定之機構供公眾閱覽，該閱覽期間不得少於三十日。該報告書內容應包括下列事項：

（1）買進成交之有價證券數量及價格。

（2）買進之有價證券數量及價格。

（3）買進而未成交之有價證券數量及價格。

（4）其他經證期會規定事項。

(七) 集中市場通告

證交所於有價證券集中交易市場以基本市況報導方式，揭露前一營業日安定操作交易買進及買進成交之資訊。

二、日本的安定操作機制

(一) 安定操作制度架構如下：

- 1、安定操作僅限於募集或出售時為之。
- 2、必須依規定指定安定操作之負責人及安定操作之期間。
- 3、安定操作之價格設有上限，買入價格不得超過此一上限。
- 4、在執行安定操作期間安定操作之負責人不得為安定操作以外之買賣。在執行安定操作時，必須立即將操作內容公布。
- 5、對國外之募集或出售時亦適用此一制度。

(二) 安定操作制度之主要內容

1、操作執行主體

根據日本「證交法」第二十條二項、三項規定，可從事安定操作交易者乃是依自己計算為可從事安定操作交易者及可委託安定操作交易者。前者為該募集或出售有價證券的原證券承銷公司，後者則為該募集或出售有價證券發行公司之幹部、賣出人、與發行公司有密切關係的公司的幹部及其公司(子公司除外)。

2、適用承銷案

按日本證交法第一百五十九條第三項、四項規定，禁止人為的操作以形成股價，故從事安定操作需要特別准許。一般而言，安定操作係依據日本「證交法」第二十條第一項規定，為使有價證券的募集或出售順利方得執行。

3、操作期間

根據日本「證交法」第二十二條二項、三項規定，可從事安定操作之期間如下：

(1) 對原有股東增資

自股東申請日的兩週前到繳款日止。

(2) 除對原有股東增資及出售以外

自出售期間結束日的 20 日前至該期間結束日為止。但發行價格或出售價格未決定時，安定操作交易之開始時期，則為向證券交易所通知發行價格或出售價格之次日。

(3) 前述承銷併行時

自前述承銷併行之最早日至最遲之日。

4、操作地點

根據日本「證交法」第二十二條第一項規定，若非公開說明書上所記載之證券交易所所述有價證券市場，不得從事安定操作交易(該安定操作交易的有價證券如為店頭買賣證券時，則為該計劃書所記載證券業協會應接受報告之店頭買賣交易)。

5、操作價格

根據日本「證交法」第二十四條規定，從事安定操作的證券公司，應依下列規定價格買賣：

(1) 安定操作開始日的價格限制

以安定操作期間首日之前日的主要有價證券市場的收盤價格(前日若無買賣交易時，則以最近一日的收盤價格)與安定操作開始日的前日收盤價格，兩者較低之價格為上限。若當日第二次以後的安定操作交易時，則以安定操作交易開始價格為上限。

(2) 安定操作開始日後的價格限制

以安定操作開始價格與進行安定操作交易的前日收盤價格，兩者較低之價格為上限。

6、公開義務

根據日本「證交法」第二十五條規定，從事安定操作的證券公司，對

於安定操作交易最初日至安定操作期間最後日之間，該有價證券的買賣交易應向大藏大臣提出安定操作報告書三份，並應向開設該證券市場的證交所(若為店頭有價證券時，則為應接受該安定操作交易報告的證券業協會)提出其影本。根據日本「證交法」第二十六條規定，為了向一般投資者徹底的公開，安定操作申報書應自大藏大臣受理之日起；安定操作報告書則自安定操作期間結束之次日起一個月間供公眾閱覽。

三、美國的安定操作機制

(一) 意義

美國證管會於 1996 年 12 月採行「法規 M」，其主要目的在於防止對承銷證券享有利益之人，以人為方式影響該等證券之市場，俾維持整個配售過程之適正性(integrity)。而其立法本旨則在於證管會體認到在證券承銷過程中，涉有利益之人會有特別的機曾及動機從事操縱，故須特別的法令加以管理。「法規 M」包括六條規則，即規則一〇〇至規則一〇五。其中規則一〇四規範承銷團的安定操作及其相關行為。

(二) 適用範圍

規則一〇四適用於「與銷售有關」對證券價格之安定操作，就實務而言，安定操作通常僅發生於普通股股票之銷售。雖然承銷商有權利對債券、優先股股票或可轉換證券之配售進行安定操作，但實屬罕見。

(三) 操作執行主體

規則一〇四規定安定操作應集中控管，禁止承銷團在同一時間，以同一價格，在任一市場維持一個以上的安定報價；實務上，安定操作係由主辦承銷商單獨執行。在一般的承銷商協議中，主辦承銷商會保留代表承銷團進行安定操作之權利，而承銷商協議通常亦會將自超額分配選擇權及安定操作所取得之淨部位，限制於銷售證券之某一百分比，通常為 15%或 20%，此一限制之目的在於限制承銷商之風險，而與證管會之規定無涉；另發行人及售股股東則不會對承銷證券作安定操

作。

(四) 過額分配選擇權

在承銷案的架構中，一個很重要的部分是承銷商的過額分配選擇權。在初次公開招募時，通常承銷商會要求並獲致一選擇權，得為補回承銷團超賣的部位，以等同於確定包銷的價格向發行人買進額外的有價證券。

在美國的承銷制度中，承銷商間協議會授權主辦承銷商過額分配(overallot)其承銷團帳戶，即藉由接受比承銷證券數量多之訂單，來製造承銷團空頭部位。其亦授權主辦承銷商為承銷團帳戶從事安定報價買進及買進。承銷商間的過額分配及安定操作買進，乃係按渠等所承銷之證券數額之比例分配。承銷商間協議亦規定在每一營業日結束時，承銷商自過額分配或安定操作取得之淨部位，不論是多頭部位或空頭部位，均不得超過其承銷數額之一定比例，通常多為 15% 或 20%。

從事過額分配之目的在於因應認購者未按原先之承諾認購，而其另一更重要之經濟功能則在於增加承銷團護盤之能力。該等超賣部位可在配售期間，藉由安定操作予以回補。在配售完成後，承銷團之放空部位可經由公開市場買進或履行過額分配選擇權(overallotment option)，亦即發行人或售股股東所授予承銷商之選擇權，准許後者為回補過額分配之空頭部位之目的，在一定期間內(通常為 30 天)向發行人或售股股東買進承銷證券。長久以來，證管會非常認可過額分配之作法，認為藉其產生之購買力，可以支撐股價，幫助承銷證券之配售順利進行。

舉例而言，發行人與承銷團簽訂承銷契約，銷售一千萬股普通股股票，另並授予承銷團過額分配選擇權，准許渠等在 30 天內以約定價格(40 元)另向其買進承銷證券二百萬股。承銷商遂在配售期間以每股 41 元(元為承銷團利潤)賣出該普通股股票一千二百萬股。在此狀況下，承銷團有二百萬股之放空部位。當市價下跌(假設為 35 元)，承銷團會在市場進行安定操作，以回補其空頭部位，而不行使過額分配選擇權；當市價上漲時(假設漲至 45 元)，承銷團會行使其過額分配選擇權，以約定價格向發行人買進承銷股票，以回補其空頭部位。

現行法令規定並未約束承銷團之淨部位應侷限於承銷證券總額之某一百分

比，其僅係一合約上的協議，用以限制承銷團的成員之風險。然過額分配選擇權(因係綠鞋公司首先採用，故又稱綠鞋選擇權)之大小，依那斯達克店頭市場(NASDAQ)之規則 2710(C)(6)(B)(IX)所定，則不得超過包銷證券總額之 15%。綠鞋選擇權之設計之目的，在於遇有承銷商過額分配，且價格上漲時，可避免承銷商之損失。

近年來，實務上的作法係過額分配之數額會遠超過綠鞋選擇權之數額，其目的在於建立一巨大的放空部位，用以買回短線套利者(flippers；即避險基金或其它投機者，其買進承銷證券之目的僅在於短線獲利)所拋售之承銷證券。此乃困擾承銷團甚深之問題。為准許建立鉅額空頭部位，合約中所容許之淨部位有逐漸增加之勢，且主辦承銷商對承銷商間協議所定之比例限制，亦將其解釋為承銷證券及過額分配選擇權總額之一定比例。

綠鞋選擇權之標的證券必須是依「三三年證券法」所登記者，俾使承銷商可使用此一選擇權來回補其過額分配。一般的慣例係在銷售的註冊登記表上載明該選擇權之全部數額。若其未全部被履行，則其可藉由生效後之補正(post-effective amendment)來取消未履行部份之註冊登記，而其所生之損失僅係對該等證券之註冊費。當承銷商過額分配之數額遠超過綠鞋選擇權時，渠等當然預期必須在公開市場大量買回承銷證券，且必須面對其所生之風險。

(五) 安定操作價格

規則一〇四規範可以開始及繼續安定操作之報價。一般而言，該規則准依銷售證券之「主要市場」(不論其位於美國境內或國外)之獨立價格，在任何市場進行安定報價。只要其不超過該證券之承銷價格或主要市場之安定報價，即可維持、提高或降低該等安定報價。所稱主要市場指在申報註冊登記的前十二個曆月內，與承銷證券同等級證券之累計成交量最大的單一市場。

(六) 其他

1、資訊揭露

進行安定報價買進時，必須予以揭露。換言之，接單之市場專員或店頭市場專員必須被告知該買進委託乃係安定報價。另規則一〇四亦規定安定報

價應在市場予以揭露。

2、成交順序

當某一證券有安定操作之買進報價時，非安定操作之買進委託應優先成交，而不問該等非安定操作買單之數量。

3、委託限制

不得以市價委託來進行安定操作，而僅能以固定價格為之。

4、除外適用證券

規則一〇四並沒有對交易活絡證券及投資等級證券作例外規定，這表示上開二種證券之安定操作，亦必須遵守規則一〇四之規定，然此一規定並不適用於豁免證券(如市政府債券)。與規則一〇一相同，其亦不適用於本國或外國發行人之規則 144A 證券，只要該證券僅向合格機構投資人或依法規 S 定義，非屬美國人之人士銷售。

四、香港的安定操作機制

香港並無安定操作之明文規定，惟股票上市後主辦承銷商須穩定上市後之價格，其方法如下：

(一) 上市時穩定措施

承銷配售一般都有 10%至 15%的股份增發權，俾便主辦承銷商能更靈活地以超額配售機制(Over-Allotment Option Scheme)或市場回購的方式，穩定剛上市之股票價格。另承銷團訂價時多保留上市後股價上升空間，亦有助上市時價格之穩定。

(二) 長期穩定措施

承銷團成員必須與投資者緊密聯繫，定期對公司狀況作出更新報告，使投資人充分了解公司前景；而公司亦須隨時揭露經營與財務等最新情況，維持盈餘穩定增長，並與股東保持良好關係，確保投資者對公司之支持，如此，自可穩定市場價格。

肆、結語

長久以來，我國投資大眾對 IPO 新股首次掛牌，大都期待有『蜜月行情』發生，而此一現象形成，無形中對投資人正確投資觀念的培養產生阻礙及暴露出我國現行資本市場發展有以下幾點缺失，並分析改進方法：

(一) 承銷價僵化及承銷價格最後確定時間不當

為改進我國現行承銷價格僵化及承銷價格最後確定之時間點不當及承銷作業時程過長等所衍生之缺失並兼採美國承銷價格及時反映市場之優點，送呈證期會審查之承銷價格計算書，宜改採一價格範圍，亦即承銷商得就與發行公司所議定承銷基準價格，以其上下 20% 範圍向證期會申報承銷價格區間，且可視市場狀況調整，俟承銷公告時，即不再變動此一價格範圍，而最後承銷價格之確定則於繳款開始日前通報證期會及投資人，惟該確定之承銷價格須位於承銷公告之價格區間內。

當價格時間風險降低後，價格訂定即可落實貼近市價發行之原則，且因價格貼近市價發行後，套利空間大幅縮小，投資者即需審慎考慮是否值得投資，專業判斷之重要性自然浮現，以往投資人或公司經營階層希望藉著發行股價與市價之差價獲取利益之心態即可自然矯正。如此，投資回歸專業判斷，公司發行股本亦將確實評估股本發行之必要及其最適規模，將可促使整體資源分配更有效率。

(二) 集中交易所或櫃檯買賣中心，允許 IPO 於承銷期間先行掛牌上市

參考美國之承銷制度，IPO 首日正式開盤掛牌交易，是在整個承銷活動尚未結束之前，使承銷商除須對首日掛牌價格與之前所定訂之承銷價之差異負責，並可間接激勵承銷商在決定承銷價格時，能以更專業角色來評量發行公司未來的價值，以更積極的態度接受承銷的挑戰，而非目前承銷商只著重承銷書面文件的撰寫或成為發行公司大股東的附庸，因此亦有必要請交易所或櫃買中心，允許 IPO 於承銷期間先行掛牌上市。

(三) 承銷商就初次申請掛牌時機選擇自由度，不足以規避我國證券市場大空頭期。

根據「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」第十二條規定：申請股票上市之發行公司，其上市契約經主管機關核准，並經本公司函知後，應依前條規定辦理公開銷售，如果所申請上市之股票未於本公司函知之日起算三個月內上市買賣者，應報經主管機關核准後，撤銷該上市契約，其有正當理由申請延期，經本公司同意並報請主管機關核備後，得延長三個月，且以一次為限。

是以在這規定下，若遇有上述大空頭時，顯然承銷商就初次掛牌時機的自由度選擇上，不足以規避大空頭期間，而致使承銷商會主動要求發行公司延後掛牌申請；否則一旦申請通過後，若未能在六個月內順利掛牌，則整個掛牌申請文書作業勢必又重新來過。這本非制度設計的原意，但無形中卻已形成阻礙企業掛牌籌資、創造新就業機會的良意。

(四) IPO 新股首日掛牌交易流動性不足及股價波動過大，為證券市場潛在不穩定的因子

我國 IPO 新股首日開盤交易制度與平日股票開盤制度無異，且股票漲跌幅度同為 7%。另外，我國證券交易市場是屬委託單趨動市場（order-driven market），故沒有造市者的制度設計。

因此，新上市股票常發生漲停一張鎖住或跌停無人問津等流動性不足現象及發行公司大股東利用籌碼優勢作價的情況時有所聞。致新股掛牌流動性不足及新股股票價格波動幅度過大，均為證券市場潛在不穩定的因子。

為導正現行承銷制度下新上市櫃公司 IPO 掛牌交易後之不正常蜜月期現象，以及避免人為操控掛牌價格，IPO 首日掛牌（甚至其後的價格安定操作）制度擬建議加入由承銷商（第一順位）及上市公司（第二順位）擔任造市者角色之造市者機制。

其中讓上市公司擔任造市者，只須就上市公司與 TSE 簽訂之上市契約內

加入在 IPO 上市首日遇股價有鉅幅漲跌情事時，須就一定額度內為相對應之買方或賣方以穩定股價之造市義務條款，即具有約束力。至於要讓承銷商扮演造市者則須具備誘因及工具之兩項條件。本研究建議導入先進市場（如美國）的兩項工具條件予承銷商：一即過額配銷權，限定為不得超過承銷數額之 30%；此外即為股票買入權，其與承銷價格之差額限定不得超過承銷價格 5%。其中過額配銷權即藉由承銷商有權按當時市場需求狀況，決定是否配售比所承銷證券額度為多之數量來製造承銷商之空頭部位，除可預防有認購者屆時不依承諾認購或繳款致配售數量偏低外，主要可增加承銷商於首日掛牌後之安定操作能力。亦即該等超賣部位，如遇掛牌後股價下跌，則承銷商可在配售期間藉由安定操作由市場予以回補，免除股價大幅下挫之危機，而若掛牌後股價漲幅過鉅，承銷商亦可向發行公司主要股東要求按事先約定之價格履行股票買入權以回補承銷商過額配銷之空頭部位。

承銷商因擔任造市者第一順位，故必須利用手上過額配售權來應因，若有不足時，發行公司必須利用開盤準備股來滿足市場買方需求缺口，亦即發行公司手上開盤準備股，乃有強制性特質。而此一措施建立，除了發行公司擔任第二順位造市者，所配套建議外，更是發行公司為發展資本大眾化及健全資本市場目標，共同努力。

除了引進美國造市者制度外，應在配合放寬 IPO 首日上市（櫃）漲跌幅限制，其方式則建議可採 IPO 上市櫃首日無漲跌停限制、上市櫃首日漲跌停幅度放寬至百分之十五、或上市櫃首日漲跌幅放寬至百分之十五，但在當日漲跌幅達百分之七時，加入暫停交易之冷卻措施（circuit breaker）機制之方式訂定。

（五）發行公司大股東持股揭露不足，投資人淪為發行公司大股東財務操作對象

目前有價證券上市契約準則第五條規定「發行公司應於向證券交易所函洽上市買賣日期前，提供函洽日（含）以前五年之董事、監察人、經理人及持

有公司股份超過已發行股份總額百分之十之股東持股異動資料。前項人員持股異動者，包括其配偶、未成年子女、利用他人名義持有者及法人代表人。」

但卻未能詳細規定掛牌後持續揭露股權變動情況，是以發行公司大股東可能利用現行開盤制度，不斷拉高股價並惜售股票，導致有蜜月行情與流動性不足現象發生；一旦蜜月期有發生首次漲停打開的情況，成交量便立刻暴增，而且更有當日交易量大於承銷總數。

投資人在處於資訊不對稱的情況下，只存倖利心態，盲目追價，已無形中成為發行公司大股東的倒貨的對象。這顯示我國現行 IPO 首日掛牌之後交易情況，易受到人為操弄的空間頗大，是以與發展國民經濟及健全資本市場發展方面，顯有相悖之處。同時，嚴重影響承銷商進行安定操作考量，致使發行公司真正市場價格發現功能，更捉襟見肘。故公司於掛牌後。大股東持股變動，應加強持續性揭露。

（六）安定操作制度應擴大適用，於初次申請上市（櫃）已發行股份之承銷案件

我國與日本、美國皆有安定操作之機制，其目的係為順利達成有價證券之募集與發行，香港雖無安定操作機制，但為穩定流通市場價格，訂有超額認購與回購規定；而美國承銷商協議通常將超額分配選擇權及安定操作取得之淨部位限於銷售證券 15% 或 20%。另美國鑑於承銷過程中，受有利益之配售參與人，會有特別的機曾及動機從事操縱；特別以「法規 M」加以管理。

細觀前述，依證交所於 1995 年 9 月依「證券商管理規則」第二十六條第三項訂定「上市有價證券安定操作交易管理辦法」規定。

安定操作適用對象為：現金增資採全數提出承銷且全數辦理詢價圈購配售者；或依證券交易法第二十二條第三項規定辦理公開招募案件採全數理詢價圈購配售者。

安定操作適用時間：現金增資採全數提出承銷且全數辦理詢價圈購配售

者，於對外承銷之繳款開始日至股款繳納憑證上市掛牌日前一日止。

上述規定不但不能達成原先立法的宗旨，反而使「價格發現」機制產生掣肘，因為我國現行 IPO 大都採老股承銷，且股票的配售大都採公開申購方式，或者搭配競拍方式配售，而此一配售方式卻未能適用安定操作辦法。另一方面，就安定操作適用時間上，似乎由於我國 IPO 新股承銷活動於正式掛牌前即告結束，承銷商在掛牌後並無意願且無義務對掛牌後股價負責。

因此鑑於安定操作之目的，乃在於維持承銷證券之價格，俾使募集與發行有價證券之作業能夠順利完成，實無因其承銷方式不同而不准其安定操作之理由，故我國安定操作僅適用於現金增資採全數提出承銷與按「證交法」第二十二條第三項規定辦理公開招募案件，採全數辦理詢價圈購配售者（與「證券公會證券承銷商詢價圈購配售辦法」第四條之一規定，並不相符），似嫌過於窄化。另外就安定操作期間上，若安定操作對象擴大適用於初次申請上市（櫃）已發行股份之承銷案件時，為配合上述第二項建議的施用，應將安定操作期間同步配合增修之。

另我國安定操作辦法係由台灣證券交易所財政部證券暨期貨管理委員會的「證券商管理規則」為法源訂定，不若美國係規定於聯邦法規，日本規定於證交法，均為國家的法律規定，有實質的法律位階。

（七）建立承銷資訊即時揭露的對稱性

上述建議中，承銷商被賦予過額配售權及股票買入權、發行公司之開盤準備股、及安定操作等新制度的擴大適用等，其不論在那一階段，承銷資訊的揭露由其重要。但是在目前我國 IPO 承銷制度中，對資訊揭露這一環節顯然較為薄弱，而且公司大股東所擁有的資訊相對其他投資人更具優勢。

如實務上採公開申購配售方式進行時，中籤之投資人方可於閱讀正式之公開說明書後，再決定是否認繳股款，但是投資人自接獲公開說明書至繳款截止日，往往亦只有短短數天，故是否有足夠之時間讓投資人詳細閱讀，而以之作為投資判斷，實足懷疑。同樣地，發行公司在辦理現金增資發行新股

時，原股東既無法及時取得該公司之公開說明書，亦難以期待其做最為恰當之認購決策。

而且在 IPO 新股掛牌前，投資大眾只能藉由公開說明書得到較完善的資訊，但卻未能得到如已上市（櫃）公司般，可以獲知有關該股即時訊息。是以在目前制度下，IPO 新股顯然並未在即時訊息揭露部份著墨太多。以致於存在資訊不對稱性，進而間接帶給大多投資者存有倖利心態，造成短線投機盛行，導致市場短期波動過巨。對於我國承銷制度的精神—「短期有正常報酬；長期對公司有期待」相悖。是以有必要修正台灣證券交易所「股市觀測站或網際網路資訊作業辦法」相關規定，增修納入準上市（櫃）公司範疇。

第五章 結論與建議

壹、結論

本報告經前面數章檢討我國現行承銷制度、方式，實施績效，及比較各國制度作業差異，得到如下的結論：

一、在承銷商方面：

(一) 承銷商依證券交易法第七十一條規定得發揮的三項功能：餘額包銷、確定包銷、自行認購一定比例中，實務上已經朝自行認購傾斜（10%、25%、乃至於餘額全包），並滋生承銷商風險不對稱問題。相對地，其應發揮之配售、銷售功能卻過度地依靠公開申購、抽籤制度。

(二) 承銷商並未發揮其專業應有功能，包括

- 1、配售功能
- 2、金融商品上市前之價格發現功能
- 3、金融商品初上市之價格安定功能

二、在企業募資活動方面

- (一) 承銷作業不順暢，低效率
- (二) 『時價發行』無法落實，影響資金籌募效率

三、在投資人方面

『上市蜜月期』現象，使投資人忽視投資風險與投資價位之正確認識，也因此妨碍了我國證券市場成熟度的提升，此外，投資人保護也應再加強。

四、在集中交易市場方面：

IPO 首日交易制度未與一般股票平日交易制度區分，是發生『上市蜜月期』的原因之一。此外，現行價格安定操作機制並未被引用，未發生效果。

伍、對整體市場而言：

- (一) 承銷制度著重形式上的「平均社會財富」，犧牲承銷、籌資效率。
- (二) 承銷方式失之僵硬，無法讓承銷商彈性靈活運用，作業流程過長也是

「時價發行」無法落實的主因。

上述各方面我國承銷制度方式作業所暴露之缺失，將導致我國承銷制度無法與國際承銷市場接軌，良有改進必要。以下部份茲分別以有價證券上市承銷過程五個階段：一、送件申請前發行公司與承銷商之協調諮詢二、送件申請階段三、配銷階段四、掛牌階段五、掛牌後之安定操作階段，提出改進方向及修法建議。

貳、建議

一、與發行公司諮詢協調階段

本階段建議引進美國尊重市場機能以及承銷商具有過額配銷功能之承銷制度，以提高承銷商股票配售權。

由於在國內現行以餘額包銷為主之承銷制度下，承銷商對於股票配售之自主權有限，並無法建立有效之長期配售通路；且在餘額包銷制度下，因訂價至掛牌時間過長且無彈性，價格時間風險高，以致股價未能貼近時價發行；而承銷商亦僅能被動取得包銷股票部位，可謂處於高度風險不對稱之環境。故建議證券承銷方式應回歸市場機制，除賦予承銷商過額配售權以視市場供需狀況調節配售數量外，並可藉此穩定配售後之掛牌價格，同時制度上亦應將餘額包銷轉以確定包銷為主：

(一)過額配銷權 (over-allotment option) 及股票買入權 (stock call option) 的導入：

為導正現行承銷制度下新上市櫃公司 IPO 掛牌交易後之不正常蜜月期現象，以及避免人為操控掛牌價格，IPO 首日掛牌（甚至其後的價格安定操作）制度擬建議加入由承銷商（第一順位）及上市公司（第二順位）擔任造市者角色之造市者機制，其中讓上市公司擔任造市者，只須就上市公司與 TSE 簽訂之上市契約內加入在 IPO 上市首日遇股價有鉅幅漲跌情事時，須就一定額度內為相對應之買方或賣方以穩定股價之造市義務條款，即具有約束力。至於要讓承銷商扮演造市者則須具備誘因及工具之兩項條件。本研究

建議導入先進市場（如美國）的兩項工具條件予承銷商：一即過額配銷權，限定為不得超過承銷數額之 30%；此外即為股票買入權，其與承銷價格之差額限定不得超過承銷價格 5%。其中過額配銷權即藉由承銷商有權按當時市場需求狀況，決定是否配售比所承銷證券額度為多之數量來製造承銷商之空頭部位，除可預防有認購者屆時不依承諾認購或繳款致配售數量偏低外，主要可增加承銷商於首日掛牌後之安定操作能力。亦即該等超賣部位，如遇掛牌後股價下跌，則承銷商可在配售期間藉由安定操作由市場予以回補，免除股價大幅下挫之危機，而若掛牌後股價漲幅過鉅，承銷商亦可向發行公司主要股東要求按事先約定之價格履行股票買入權以回補承銷商過額配銷之空頭部位。

(二)承銷商得依案件性質與發行公司議定所採用之承銷制度、配售方式：

建議回歸證交法母法精神，即同意承銷商可依證交法第七十一條第二項規定「證券承銷商包銷有價證券，得先行認購後再行銷售」。

配售方式、比例由承銷商與發行公司議定，詳第二章、貳。

(三)增加承銷商風險承擔及銷售之報酬的設計：

對照現行國內承銷商收入有限，卻需投入大量輔導人力，且承擔高風險包銷部位之承銷制度，美國初次上市櫃採確定包銷，除主辦承銷商可與發行公司單獨議定手續費(最高達 3%~3.5%)，承銷商主要報酬來則自承銷報酬(underwriter's discount，通常佔承銷總金額之 6%~10%)，故建議應允許承銷商得享有銷售報酬，以強化其專業之風險承擔能力及落實配售功能，改進承銷商不再以持有承銷部位賺取資本利得之心態，以合理報酬促使承銷商以專業和高品質服務進行良性競爭。

表 5.2.1 修法建議說明表

法規名稱及條號	修法建議	說 明
台灣證券交易所及櫃買中心之有價證券上市(櫃)契約	加入新上市櫃公司負造市者義務	在 IPO 上市首日遇股價有鉅幅漲跌情事時，上市櫃公司為穩定掛牌後股價須負就一定額度內為相對應之買方或賣方之造市義務。
91.2.27「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」證券商管理規則	賦予主辦承銷商擁有過額配銷權及股票買入權機制	為預防有認購者屆時不依承諾認購或繳款致配售數量偏低，並增加承銷商於首日掛牌後之安定操作能力，建議賦予主辦承銷商擁有過額配銷權及股票買入權機制： 1. 過額配銷權：限定為不得超過承銷數額之 30%，以作為承銷商在擔任造市者第一順位配套措施，及 IPO 已發行新股掛牌日後，維護承銷價格安定動能。 2. 股票買入權：使承銷商因使用過額配售權而暴露於短部位風險套配措施，其與承銷價格之差額限定不得超過承銷價格 5%。
證交法 71 條	回歸母法精神	由承銷商與發行公司共同決定市場最適之承銷方式。
(77)台財證(三)第 09690 號函「證券承銷商包銷之報酬或代銷之手續費最高標準」	允許承銷商得享有銷售報酬	將現行承銷商之包銷報酬區分為承銷手續費及銷售報酬，其中承銷手續費最高不得超過包銷有價證券總金額之百分之五，銷售報酬最高不得超過先行認購後再銷售總金額之百分之五。

(四)延長主管機關核准上市櫃案後三個月內須完成股票公開銷售者之期限：

根據『臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則』第十二條規定：申請股票上市之發行公司，其上市契約經主管機關核准，並經本公司函知後，應依前條規定辦理公開銷售，如果所申請上市之股票未於本公司函知之日起算三個月內上市買賣者，應報經主管機關核准後，撤銷該上市契約，其有正當理由申請延期，經本公司同意並報請主管機關核備後，得延長三個月，且以一次為限。按實務經驗，若遇股市大空頭期間，現行以三個月為限

且可延長一次之規定並不足以應實務之須，故建議可將其期限放寬至六個月，並得延長乙次。

表 5.2.2 修法建議說明表

台灣證券交易所股份有限公司營業細則第四十三條第三項	延長主管機關核准上市櫃案後三個月內須完成股票公開銷售者之期限為六個月，且得延長乙次	<ol style="list-style-type: none"> 1. 賦予承銷商發揮專業判斷，增加承銷商選擇掛牌時機自由度。 2. 輔導企業有更充裕時間事先掛牌籌資計劃、創造新就業機會的良意能落實。
---------------------------	---	--

二、向證期會及交易所申報書件階段

(一)承銷價格訂定彈性化：

為改進我國現行承銷價格僵化，承銷價格最後確定之時間點不當，承銷作業時程過長等所衍生之缺失，並兼採美國承銷價格及時反映市場之優點，送呈證期會審查之承銷價格計算書，宜改採一價格範圍，且可視市場狀況調整，俟承銷公告時，即不再變動此一價格範圍，而最後承銷價格之確定則於繳款開始日前通報證期會及投資人，惟該確定之承銷價格須位於承銷公告之價格區間內。亦即建議主管機關對承銷案採價格區間核備制，亦即承銷商得就與發行公司所議定承銷基準價格，以其上下 20%範圍向證期會申報承銷價格區間，並於繳款時視市場供需狀況確定發行價格，以將承銷價格訂定至掛牌買賣之時間風險降至最低。當價格時間風險降低後，價格訂定即可落實貼近市價發行之原則，且因價格貼近市價發行後，套利空間大幅縮小，投資者即需審慎考慮是否值得投資，專業判斷之重要性自然浮現，以往投資人或公司經營階層希望藉著發行股價與市價之差價獲取利益之心態即可自然矯正。如此，投資回歸專業判斷，公司發行股本亦將確實評估股本發行之必要及其最適規模，將可促使整體資源分配更有效率。

(二)檢討縮短訂價日至掛牌日時程以落實時價發行

1.短期作法：

分析國內現行承銷制度由訂價至掛牌時間之所以過於冗長，除同時採二種承銷配售方式者因各項作業程序未能整合併行外，主要則受公司法第 267 條規定發行公司辦理現金增資原股東享有優先認購權，另證交法第 33 條規定原股東之股款繳納期限須達一個月以上，方可排除公司法第 142 條催告規定之適用，加上其繳款前須停止過戶、郵寄繳款書作業等時程，致使現行公開申購制度下，訂價日至新股掛牌交易日間存有長達二個月以上之時間風險，以致訂價機制不得不嚴重背離時價發行精神；而在折價空間大且原股東享有優先認購權之條件下，原股東則可能藉由辦理現金增資而獲取不當利益，除不符社會公平正義原則，配售效率亦差。故建議短期內除可考慮將訂價日送件前或生效（核准）後之董事會，後移至原股東開始繳款前之可行性，以縮短訂價到掛牌交易之時間風險，以及各項承銷配售方式之時程應予整合外，在未修訂證交法第三十三條關於原股東繳款期限須達一個月以上之期限前，為達時價發行目的，建議公開申購制度可再採以下作法大幅縮短由訂價日至掛牌日之時程：

(1)將原股東繳款之起始時點提前至正式訂定承銷價格前：在發行公司取得證期會之現金增資案申報生效（核准）函後，發行公司即以向證期會申報（請）現金增資案之價格區間上限及當時採樣均價孰低之價格為暫訂承銷價格，向原股東寄發原股東繳款書，並訂定一個月以上之繳款期間由原股東按暫訂承銷價格開始繳款。

(2)承銷商於原股東繳款期間，即與發行公司議定以不低於當時採樣均價之 90%訂定公開申購之承銷價格（貼近時價發行），並同步辦理抽籤（同一申購案件每人可參與抽籤之上限放寬至十次，每次一張）及中籤人繳款事宜（中籤繳款截止日與原股東繳款截止日安排為同一日）。

(3)前述公開申購承銷價格之訂定，應以前所暫訂之原股東繳款價格為上限。

(4)若實際之承銷價格低於前所暫訂之原股東繳款價格，公司於繳款結束後須就原股東之溢繳差額辦理退款，確保符合公司法同次發行股份其發行價格歸於一律之規定。

表 5.2.3 修法建議說明表

法規名稱及條號	修法建議	說 明
<p>「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」 臺灣證券交易所台證(88)交字第14061-1號函</p>	<p>短期內在證交法第三十三條關於現金增資原股東繳款期限須達一個月以上之規定完成立法修訂前，建議上市櫃公司（含初次辦理者）現金增資採公開申購時，正式訂價日可後移至原股東繳款開始日之兩週後，以縮短現金增資公開申購配售制度之訂價日至掛牌交易日時程，並達時價發行目的。</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 向證期會申報(請)現金增資時，承銷價格得以一暫定區間提出申報(請)，而募集金額亦得以採取一彈性區間，由發行公司說明募集資金較所需計畫增加或短少時之調度應變計畫。 2. 取得生效(核准)函後，發行公司召開董事會決定認股基準日、原股東繳款暫訂價格(以發行公司向證期會申報(請)現金增資案之價格區間上限及董事會召開日前所採樣均價取孰低之價格)、正式訂價日(約為原股東繳款開始日後兩週)及正式承銷價格訂定成數(不低於依訂價日所採樣均價之90%)，決議內容並於兩日內公告。 3. 原股東依據公告之原股東暫訂繳款價格、正式訂價日及正式承銷價格訂定成數等因素，決定是否參與現金增資認股除權，發行公司則依據現金增資除權基準日股東名冊向原股東寄發繳款書，並訂定一個月以上之繳款期間由原股東按暫訂承銷價格開始繳款。 4. 約於原股東繳款開始日後兩週之正式訂價日，承銷商與發行公司按事先議定不低於訂價日採樣均價90%之訂價成數，訂定正式承銷價格後，開始辦理公開申購作業(每人可抽籤上限放寬至十張)及中籤繳款事宜(中籤繳款截止日與原股東繳款截止日安排為同一日)。 5. 正式承銷價格亦可考慮採本節「三、(一)、3、步驟二」建議之「具有競價精神之申購制度」方式，以均價九成訂定申購底價，經競價式的公開申購過程，同時決定中籤人及承銷價格，以達社會公平及價格發現功能。 6. 前述正式承銷價格之訂定，應以原股東暫訂繳款

		價格為上限；若正式承銷價格低於原股東暫訂繳款價格，則承銷商於繳款結束後就原股東之溢繳差額對原股東辦理退款。 7. 因正式訂價日後移至原股東繳款開始日後兩週，與現行制度由訂價至掛牌約須兩個月相較，新制因可壓縮至約三週完成並大幅降低時間風險，故承銷價格訂定成數規定可相對提高至九成以上。
--	--	--

2.長期作法：

在初次上市櫃承銷價格之訂定方面，建議承銷商應確實執行市場價格探詢程序，使訂價標準合理化；在已上市櫃公司現金增資方面仍應推動以詢價圈購為主要承銷配售方式，以發揮承銷商配售功能；另證交法三十三條「股款繳納期在一個月以上者」已不符時代所需，建議應配合縮短，則訂價到掛牌交易之時間風險可進一步減少，而以更貼近時價之成數訂定承銷價格。

表 5.2.4 修法建議說明表

法規名稱及條號	修法建議	說明
證交法第 33 條	建議修改上市櫃公司（含初次辦理者）原股東繳款期限。原股東和投資人可以在同一期間繳款，使得承銷配售更具效率。	建議將原股東繳款期間由一個月縮短至低於二週，則由訂價至掛牌交易可確實壓縮於三週以內完成（承銷價格訂定成數之規定亦可相對提高至須達 90% 以上）。

(三)放寬國內初次上市櫃案採新股承銷的限制

由於美國等國外主要證券市場對於初次上市(櫃)案多以新股承銷為主(中國大陸甚至禁止採用老股承銷)，惟我國現行法令規範則限制了部分公司採行新股承銷之可能性，而以公開申購配售為主，除導致發行公司無法以現金增資發行新股所募得資金投入營運所需，證券承銷商之配售及價格發現功能亦難以發揮。在相關法令限制及缺乏投資大眾形成之市場壓力趨使下，公司與承銷商僅能遷就大股

東實現投資利益考量而選擇以老股方式承銷，從而衍生諸如承銷商義務及風險不對稱、公司高估財務預測抬高承銷價並損及投資大眾權益等問題。因此，如能放寬初次上市(櫃)新股承銷之相關規定，並配合配售制度等整體承銷制度環境之修正，將可大幅減低目前以老股承銷為主所可能產生之弊端。

在兼顧保護投資人、承銷商利益、發行公司利益及大眾公益等前提下，就初次上市(櫃)承銷券源之議題而言，建議主管機關儘速放寬新股承銷之相關規定，使公司能更具彈性地選擇最適合其自身及市場投資大眾需求之承銷券源，其相關法令修正重點如下：

1.明訂新股承銷之法源

由於新股承銷牽涉到公司法 267 條原股東優先認股權之排除，而現行證交法第 28-1 條僅規定股權未達分散標準之公司得採行，故應予修正，使所有初次申請上市(櫃)掛牌前之公開承銷案均得採行新股承銷。短期而言，可透過處理準則第 19 條有關股權分散標準之修訂，放寬初次申請上市(櫃)公司採行新股承銷之門檻，使大多數公司均得採行新股承銷。

2.放寬全數提撥供上市(櫃)前公開承銷之現金增資限制，並簡化申請流程

初次申請上市(櫃)並經核准之公司，其財務及業務應係處於良好之情況，故其辦理現金增資如係全數提撥供上市(櫃)承銷者，由於增資額度不高，對公司獲利可能造成之稀釋程度應屬有限，擬建議修訂處理準則、上市(櫃)審查準則等相關法令：

(1)發行公司只要能提出其所募集資金之用途對於公司之財務結構健全或營運發展具正面助益之合理說明，即可准予發行。

(2)此類增資案併同上市(櫃)申請案向交易所或櫃買中提出申請，並由交易所或櫃買中心轉呈證期會核准即可。

(3)長期而言，建議修訂證交法第 28-1 條，排除員工優先認股權。

3.茲臚列相關修法建議如下：

表 5.2.5 不涉及修訂證交法之建議

法規名稱及條號	修法建議	說 明
有價證券處理準則第 19 條	另訂已向證交所或櫃買中心提出上市(櫃)申請公司之股權分散標準，並予提高（例如持股 1 千股至 5 萬股之股東人數在 2 千人以上）	股權分散標準係證期會依證交法第 22-1 條規定授權而訂，故無法直接於本條訂明初次申請上市(櫃)公司辦理增資發行新股均得排除原股東認股權而提撥對外公開承銷，惟可透過提高股權分散標準，使大多數初次上市(櫃)公司均能採行新股承銷。
有價證券處理準則第 8 條	增訂— 發行新股計畫如係全數提撥供初次上市(櫃)前之公開承銷且募集之資金在一定金額以內(金額標準由主管機關另訂)，則公司僅須提出籌募資金之資金用途及對公司營運確有正面助益之合理性說明，即可排除第 8 條退件條款之適用。惟於退件條款則可另增訂相關懲罰性條款。	1. 初次上市(櫃)公司現金增資全數提撥公開承銷案，因其增資比例不高，對公司之獲利可能造成之稀釋程度應屬有限，且該增資募集之資金如對公司之長期營運具正面助益，則主管機關宜准予辦理，以提高公司辦理新股承銷之意願。 2. 為避免公司未能合理運用所募集之資金，主管機關可訂定相關懲罰性規定，作為主管機關審核發行公司掛牌後辦理籌資案否准之依據。
上市(櫃)審查準則不宜上市(櫃)條款	全數提撥承銷之現金增資案應排除上市櫃不宜條款第六款「申請上市(櫃)年度已辦理及辦理中之增資發行新股併入各年度(最近一年度)之決算實收資本額計算，不符合上市櫃規定條件者。」之適用。	降低新股承銷之限制。
上市審查準則第 11 條	「發行公司初次申請普通股或各種特別股上市，-----，最高不得超過百分之二十五。但發行公司其於申請上市日上半年起，以至股票上市買賣日前，募集發行新股時，	1. 審查準則已明訂得採新股承銷。 2. 此款規定使發行公司得於上市前先行辦理現金增資承銷完畢後再行申請上市，其於掛牌前毋須再辦理承銷，此種案件可能造成公

	已依本條規定提出擬上市股份一定比率之股份對外公開銷售，且符合本準則股權分散規定標準者，得不適用之。」	開承銷價格與掛牌價格存在相當大之差距。且未上市前辦理承銷，投資人在資訊不足下，亦可能衍生諸多問題。
證交所「公開發行公司初次申請股票上市應提出公開承銷之比率規定」 櫃買中心「對公開發行公司申請股票買賣應委託推薦證券初辦理承銷之比率規定」	1. 股權分散是否已達標準一律以掛牌資本額為基準，不再區分申請時點及掛牌時點。 2. 訂定掛牌時應達到之股權分散標準及應提撥承銷比率之下限。	1. 現行提撥比率規定對於股權分散已達標準者及未達標準者差異相當大，致多數發行公司為達降低承銷比率，經常安排人頭來達到股權分散。此已失去主管機關鼓勵公司股權分散、利益分享大眾之意，如將股權分散標準修正為以掛牌時之資本額為基準，則可減少公司進行此種名義上之股權分散所浪費之成本。 2. 可降低公司新股承銷所必須發行的股份數額，減少對公司獲利稀釋程度。
券商公會「再行銷售辦法」 證期會「發行人募集與發行有價證券處理準則」	1. 鼓勵上市前辦理現金增資公開承銷、消除審議程序瓶頸。 2. 現金增資案可由證交所、櫃買中心併同上市櫃案轉呈證期會併案審議。 3. 在股權分散及時價發行條件具備下，可排除公司法第 267 條規定。	按在現行上市櫃前公開承銷制度下，實務作法均以提撥老股承銷為主要方式，除導致大股東介入上市櫃案而扭曲上市承銷價，公司亦無法募得資金，故建議宜修改處理準則，同意為上市櫃案前公開承銷所辦理之現金增資案得與上市櫃案併案審議，以消除得否發行新股之不確定性及縮短流程；至於再行銷售辦法於採新股承銷之作法，亦可配合修正。
公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點	對於財測之達成施予公眾監督力量，達成率偏低者應施予制裁，使發行公司更加重視財測編製之合理性及達成可能性	例如：年度終結後稅前盈餘低於原編製之財務預測(以辦理公開承銷時之財務預測版本為準)20%以上者，原董監事大股東股份集保一年之部分延長為兩年。

表 5.2.6 證交法修訂之建議

法規名稱 及條號	現行條文	修法建議	說明
證交法第 28-1 條	股票未在證券交易所上市或未於證券商營業處所買賣之公開發行股票公司，其股權分散未達主管機關依第 22-1 第 1 項所定標準者，於現金發行新股時，除主管機關認為無須或不適宜對外公開發行者外，應提撥發行新股總額之一定比率，對外公開發行，不受公司法第 267 條第 3 項關於原股東儘先分認規定之限制。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 刪除「其股權分散未達主管機關依第二十二條之一第一項所定標準者」，或直接增訂辦理初次上市(櫃)前公開承銷之現金增資案得提撥對外公開承銷，並排除原股東認股權。 2. 現增如係全數提撥供初次上櫃前公開承銷，建議一併排除員工優先認股權。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 公開承銷涉及原股東認股權之排除，須於證交法予以明訂，惟原條文僅准許股權未達分散標準之公司得採行，股權已達分散標準公司則無法據此排除原股東認股權。 2. 配合處理準則第 19 條之修訂，使已達股權分散標準之公司亦得依本條規定排除原股東認股權而提撥新股承銷。 3. 現增如係全數提撥承銷，在時價發行的精神下，員工認股的實質意義並不高，建議可比照排除原股東認股權般予以排除。

(四)整合各項承銷作業之申請及配售時程

1. 對於全數提撥供上市(櫃)前公開承銷之現金增資案，建議簡化其申請流程，併同上市(櫃)申請案向證交所或櫃買中心提出申請並轉呈主管機關。而配合此一流程之修正，應同時修正有價證券處理準則、上市(櫃)審查準則，審查有價證券上市(櫃)作業程序、初次上市(櫃)之承銷商評估報告應行記載事項、初次上市(櫃)公開說明書應行記載事項要點……等相關法令。

2. 目前承銷價格無法貼近時價發行，主要癥結即在繳款日至有價證券掛牌日時程過長，致須以較大之價差彌補投資人時間風險；故除採申購配售之現金增資案可如前述將正式訂價日移至原股東繳款開始日後兩週以縮短時程外，亦應再檢討縮短其他諸如競價拍賣、詢價圈購作業所須時程之可

行性。

三、配銷階段之改進建議

(一) 結合現行三種主要配售方式為一，不再以案例別規定配售方式，亦即，所有 IPO 和現金增資案件均統合為循競價拍賣和詢價圈購方式進行：

承銷配售方式要達成的任務目標有二：價格發現與籌碼分配。首先談價格發現，以一個典型 IPO 案件而言，價格觀念分三階段而有不同，在承銷商與上市公司議定承銷價前，由承銷商以所謂「慣用公式」計算出來的，應只是承銷參考價格的發現。第二階段為承銷價格的發現，在先進市場係採詢價或競價（上市前的抽樣取價）方式來進行，最後是上市交易由供需決定的掛牌價。

我國大部份 IPO 案件除少數曾採競價拍賣外，承銷價格的決定有下述兩項缺失：

1、受「慣用公式」決定性之影響，然而，慣用公式事實上只是參考價格，因為缺乏價格發現程序（詢價、競價），它不是真正的承銷價。

2、在議價程序上，幾乎是由承銷商、上市櫃公司兩方進行，無市場代表參加，上市前關係投資大眾權益最深的承銷價，卻不具市場代表性，也因此與正式掛牌交易價間，容易形成斷層，初掛牌交易價格不穩定，也容易為人操縱。

統合後的新制，無論競價拍賣或詢價圈購，均有價格發現功能，至於現行的公開申購（抽籤）制，則保留其分配功能。其議定承銷價的依據—所謂「慣用公式」則用來發揮發現參考價格之功能。

再就籌碼分配的效率、公平性而言，統合後新制仍保留公開申購抽籤的制度。此外，任何案件均循詢價圈購、競價拍賣兩軌進行，以籌碼分配的效率性、公平性而言，前者的特點是承銷商（或發行公司）主動選擇詢價對象（也就是將來可能成為股東），其對象是特定的；後者則是承銷商（或發行

公司)係被動接受社會不特定投資大眾來競價選取股東。至於現行公開申購的抽籤制度則溶入競價拍賣程序的後段進行，也就是當合格的競價量超過應配售量時，即進行抽籤分配。與現行公開申購制(就既定價格的標的參加抽籤)，不同的是，投資大眾必須先競價。

(二)同一案件，可由承銷商與發行公司議定，同時採詢價圈購、競價拍賣之比例，主管機關只須規範主辦承銷案件的全年總量比例即可。

承銷商為承銷市場的靈魂，對於所承辦的承銷案件係審酌整體環境條件、市場因素，尤其是已輔導發行公司一段期間，對發行公司已經相當了解，應可以擁有選擇配售方式的主導權。發行公司則係考慮其選擇將來股東、事業夥伴立場，對配售方式的選擇亦有參與磋商的權利，主管機關站在鼓勵國內承證券承銷轉型為投資銀行的立場上，當樂見承銷商推動以詢價圈購為主要承銷配售方式，唯可能考慮漸進改變及仍堅持維護「平均社會財富」精神。故可能採全年總量比例規範主辦承銷案件的競價拍賣比例。

(三)最終承銷價格仍由承銷商與發行公司議定，唯須參考無論詢圈或競拍的試價結果，且價格須歸於一致。

以價制量。因為價格須歸於一致，所以無論詢價圈購、競價拍賣雙軌均可以發現量是應變數，故承銷商與發行公司可以找到一個均衡的價，在這個價格(含本數)以上的申報量均屬合格的量。競拍這軌的合格申報量大於應分配量時，即進行抽籤分配；詢價圈購這軌的合格申報量大於應分配量時，由承銷商在透明度、公平性的原則下，並符合利益迴避的精神來進行分配。所謂「應分配量」計算公式如下：

「詢價圈購」應分配量＝承銷案應配售總數 × 詢圈分配比例

「競價拍賣」應分配量＝承銷案應配售總數 × 競價拍賣分配比例

承銷案應配售總數＝承銷股數 × 1.3

上述公式中 1.3 倍數的由來，係考慮承銷商的過額配售權和安定操作機制，詳如第四章所述。

(四) 最後承銷價格的計算公式可參採國外制度的競價拍賣法下的申購倍率法、基準價格法或其他方法，詳如第四章所述。

(五) 統合後新制相關作業流程建議如下：

1.承銷契約報公會前，承銷商與上市櫃公司議定承銷配售的方式、比例、價格範圍等報核備，若決定併採競價拍賣和詢價圈購方式，則承銷作業兩軌同時並行，並訂 T 日為價格確定報主管機構核備日。

2.現金增資案件中，未提出辦理公開承銷者，原股東繳款應在 T-1 日截止，若洽特定人認購，亦應在 T+2 日前扣款完畢。

3.新制公開承銷作業時程表，如表 5.2.7 所示。

4.新制公開承銷作業—SPO 情況下，原始股東應從高繳款，待承銷價格確定後，採多退少不補的原則辦理。

表 5.2.7 兩軌併行配售方式作業時程表

IPO、現金增資案件公開承銷作業			現金增資案件 原股東認購
競價拍賣作業	日期	詢價圈購作業	
· 競價拍賣比例 · 決定價格範圍		· 決定承銷團名單及詢價圈購比例 · 決定價格範圍	
· 同右	T-18	· 承銷契約報公會(報備承銷)	
· 同右	T-17	· 取得公會承銷契約核備函	
· 同右	T-16	· 承銷公告	
· 同右	T-15	· 承銷公告	
· 向公會報備競價拍賣約定書、及公告稿	T-14	· 向公會報備詢價圈購約定書及詢圈公告稿	
· 法人說明會 · 競拍承銷公告第一天	T-13	· 詢圈公告第一天(連續二日)	
· 競拍承銷公告第二天	T-12	· 詢圈公告第二天	
· 投標開始日	T-11	· 詢價圈購第一天	
· 投標截止日◎	T-8	· 詢價圈購第二 ~ 四天	
· 承銷商輸入投標人資料並做成磁帶	T-7	· 詢價圈購第五天	
· 公告揭露投標單分佈	T-4	· 詢價圈購第 6~8 天	
· 開標日並公告得標人清單 · 搖號抽籤	T-3	· 詢價圈購第 9 天	
· 刊登得標公告	T-2	· 詢價圈購截止日	
· 未得標及不合格標退款 · 寄發認購通知書、公開說明書及繳款書予中籤得標人(第一天)	T-1	· 寄發認購通知書、公開說明書及繳款書予各認購人(第一天)	原股東繳款截止
同右	T	· 價格確定(承銷商與發行公司議定) · 公告並通知各證券商轉知申請人	
同右	T+1	· 公告並通知各證券商轉知申請人	
同右	T+2	· 關帳，通知銀行扣款 · 投資人通知放棄或銀行帳戶不足者視為放棄	
同右	T+3	· 扣投資人帳及通知扣款不足，通知特定人繳款，下午五時前造送股東名冊給集保劃撥	
同右	T+4	· 掛牌買賣	同左

四、掛牌階段的改進建議

為防杜大股東可能利用現行開盤制度拉高股價導致有蜜月行情，或是開盤首日即出脫持股貫破承銷價，並在以跌深反彈手法回補所出售持股的現象，對於初次上市(櫃)發行公司已發行之股份，但未列入公開承銷比例部份，應於安定操作期間，強制揭露持股變動。

同時亦應放寬 IPO 首日上市（櫃）漲跌幅限制，其方式則建議可採 IPO 上市櫃首日無漲跌停限制、上市櫃首日漲跌停幅度放寬至百分之十五、或上市櫃首日漲跌幅放寬至百分之十五，但在當日漲跌幅達百分之七時，加入暫停交易之冷卻措施(circuit breaker)機制之方式訂定。同時亦應建立承銷資訊即時揭露的對稱性，以使投資大眾能獲得有關準上市（櫃）公司之即時訊息，降低資訊不對稱所引發投資者之僥倖心態。

表 5.2.8 修法建議說明表

法規名稱及條號	修法建議	說明
股票承銷價格訂定使用財務資料注意事項	增訂：承銷參考價格計算得採用現金流量方法計算揭露。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 讓承銷商發揮其專業投資的角色。 2. 對承銷參考價格評量更具財務管理理論基礎支持的方法。 3. 主管機關能在承銷參考價定價方面，可達成雙重檢驗承銷參考價格的合理性。
證券商管理規則及臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則	增訂開盤首日，主辦承銷商及發行公司同為市場造市者，其辦法另行訂定。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 消彌公司股票承銷期間供需不平衡的現象。 2. 發行公司本身有責任幫助自身公司股票創造流動性。 3. 保護投資人。
臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則	增訂初次申請發行公司有義務於提撥公開承銷比例以外，保留一部份股票於IPO首日開盤使用。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 彌補 IPO 首日開盤前，承銷商配售比例不足以滿足市場需求，而另行於開盤日當日全部或部份滿足之。 2. 發行公司同時擔任市場造市者第二

		順位角色。
臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第六十三條	<p>增訂但書，允許首次上市發行公司，於首日掛牌當日，放寬漲跌幅空間，其方式可採以下方式擇一：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. IPO 首日交易採無漲跌漲限制，並依『營業細則』第五十五條第一項規定撮合，依日本市場制度，在這種情況下，交易所可以找來承銷商、上市公司在開盤後一段時間（例如一小時），彌補委買、賣間差額缺口。 2. 維持漲跌幅限制，唯 IPO 上市首日，其幅度放寬至 15%，韓國、新加坡、上海股市，其平日漲跌幅均超過 10% 以上，交易所盤中找上市公司、承銷商，彌補委買賣缺口做法同一。 3. 維持漲跌幅限制，唯 IPO 上市首日設二段制。依美國市場制度，當價格觸及第一段（7%）時，市場暫停撮合五分鐘，謂之冷卻措施（Circuit breaker），過五分鐘再重新開始撮合，同時，漲跌停幅度放寬至 15%。TSE 盤中彌補缺口時機可在市場暫停撮合時進行作法同一。 	首次上市發行公司，於首日掛牌當日，放寬漲跌幅空間，能讓股價充分反應市場所有資訊，俾使價格現機制更臻完備。
股市觀測站或國際網路資訊作業辦法	增修納入準上市（櫃）公司範疇	提供投資大眾有關準上市（櫃）公司，即時訊息，降低資訊不對稱所引發投資者倖利心態。

五、掛牌後安定操作階段之改進建議

目前我國現行開盤制度中，似有提供發行公司大股東作價的空間，是以為了平衡承銷期間買賣雙方供需不平衡且能更落實集合競價公平的精神，建議可在公

開承銷比例以外，增修授予承銷團過額分配選擇權。而參考美國之承銷制度，IPO 首日正式開盤掛牌交易，是在整個承銷活動尚未結束之前，使承銷商除須對首日掛牌價格與之前所定訂之承銷價之差異負責，並可間接激勵承銷商在決定承銷價格時，能以更專業角色來評量發行公司未來的價值，以更積極的態度接受承銷的挑戰，而非目前承銷商只著重承銷書面文件的撰寫或成為發行公司大股東的附庸，因此亦有必要請交易所或櫃買中心，允許 IPO 於承銷期間先行掛牌上市。此外，安定操作制度亦應擴大適用於初次申請上市（櫃）已發行股份之承銷案件以維持承銷證券之價格，俾使募集與發行有價證券之作業能夠順利完成。

表 5.2.9 修法建議說明表

法規名稱及條號	修法建議	說明
臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則	增訂允許 IPO 初次上市發行公司於承銷期間先行掛牌交易	配合本研究第三章所提供新修建議股權分散標準，排除先行掛牌困難。有利於現行證券市場，提供 IPO 初次上市（櫃）公司，合理價格發現機制。
臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市契約準則	增訂第五條所述之大股東，於 IPO 首日開盤後安定操作結束前，強制揭露出售未提出公開承銷及開盤準備選擇權所保留股數之外的持股。	防止大股東意圖利用持股籌碼優勢，對承銷期間尚未結束的股票價格，有操弄之嫌。
上市有價證券安定操作交易管理辦法	<ol style="list-style-type: none"> 1. 刪除第三條（安定操作對象）：<u>左列承銷案件得進行安定操作交易：現金增資採全數提出承銷且全數辦理詢價圈購配售者。依證券交易法第二十二條第三項規定辦理公開招募案件採全數辦理詢價圈購配售者。</u> 2. 第三條建議修訂為：承銷案件依承銷或再行銷售有價證券處理辦法辦理者，得進行安定操作。 3. 新增訂第六條（安定操作期間）：初次申請上市之發行公司，於首日開盤後，至第五個營業日止，得進行安定操作。 	鑑於安定操作之目的，乃在於維持承銷證券之價格，俾使募集與發行有價證券之作業能夠順利完成，實無因其承銷方式不同而不准其安定操作之理由，故修訂第三條。另，配合安定操作適用對象擴及至初次申請上市已發行股份之承銷案件，所作配套調整，增訂第六條。

參、對各有關單位之修法建議彙總

一、對證期會之修法建議

表 5.3.1 修法建議說明表

法規名稱	修法建議	本文章節對照
證交法第 28-1 條	1. 刪除「其股權分散未達主管機關依第二十二條之一第一項所定標準者」,或直接增訂辦理初次上市(櫃)前公開承銷之現金增資案得提撥對外公開承銷,並排除原股東認股權。 2. 現增如係全數提撥供初次上市(櫃)前公開承銷,建議一併排除員工優先認股權。	第三章
證交法第 33 條	長期目標:將上市櫃公司(含初次辦理者)原股東繳款期間由一個月縮短至低於二週。	第二章
證交法第 71 條	回歸立法原意,發行公司與承銷商得自行決定採餘額包銷或確定包銷方式辦理承銷。	第二章
發行人募集與發行有價證券處理準則	1. 上市櫃前公開承銷採發行新股者,其現金增資案由證交所、櫃買中心併同上市櫃案轉呈證期會併案審議。 2. 在符合股權分散條件及時價發行精神下,可排除公司法第 267 條原股東儘先分認之規定。	第五章
發行人募集與發行有價證券處理準則第 8 條	發行新股計畫如係全數提撥供初次上市櫃前之公開承銷且募集之資金在一定金額以內,則公司僅須提出籌募資金之用途及對公司營運確有正面助益之合理性說明,即可排除第 8 條退件條款之適用。	第三章
發行人募集與發行有價證券處理準則第 19 條	另訂已向證交所或櫃買中心提出上市櫃申請公司之股權分散標準,並予提高。	第三章
公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點	對於財測之達成率偏低者應施予制裁,使發行公司更加重視財測編製之合理性及達成可能性。	第三章

股票承銷價格訂定使用財務資料注意事項	增訂承銷參考價格計算考量現金流量等方法計算揭露。	第四章
(77)台財證(三)第09690號函「證券承銷商包銷之報酬或代銷之手續費最高標準」	授權承銷商得享有銷售報酬，最高不得超過先行認購後再銷售總金額之百分之五。	第二章
證券商管理規則	1. 賦予主辦承銷商擁有過額配銷權及股票買入權機制。 2. 增訂開盤首日，主辦承銷商及發行公司同為市場造市者，其辦法另行訂定。	第四章
股市觀測站或網際網路資訊作業辦法	增修納入準上市櫃公司範疇，以提供投資大眾有關準上市(櫃)公司，即時訊息，降低資訊不對稱所引發投資者倖利心態。	第四章

二、對證券交易所及櫃檯買賣中心之修法建議

表 5.3.2 修法建議說明表

法規名稱	修法建議	本文章節對照
上市(櫃) 審查準則	<ol style="list-style-type: none"> 1. 增訂初次申請發行公司有義務於提撥公開承銷比例以外，保留一部份股票於 IPO 首日開盤使用。 2. 增訂開盤首日，主辦承銷商及發行公司同為市場造市者，其辦法另行訂定。 3. 發行公司初次申請普通股或各種特別股上市，-----，最高不得超過百分之二十五。刪除『但發行公司其於申請上市日前半年起，以至股票上市買賣日前，募集發行新股時，已依本條規定提出擬上市股份一定比率之股份對外公開銷售，且符合本準則股權分散規定標準者，得不適用之。』段。 	<p>第四章</p> <p>第四章</p> <p>第三章</p>
上市有價證券安定操作交易管理辦法	<ol style="list-style-type: none"> 1. 修訂第三條建議：承銷案件依承銷或再行銷售有價證券處理辦法辦理者，得進行安定操作。 2. 增訂第六條：初次申請上市之發行公司，於首日開盤後，至第五個營業日止，得進行安定操作。 	第四章
台灣證券交易所股份有限公司營業細則	<ol style="list-style-type: none"> 1. 延長主管機關核准上市櫃案後三個月內須完成股票公開銷售者之期限為六個月，且得延長乙次。 2. 首次上市發行公司，於首日掛牌當日，放寬漲跌幅空間，能讓股價充分反應市場所有資訊，俾使價格現機制更臻完備。 	<p>第四章</p> <p>第四章</p>
臺灣證券交易所台證(88)交字第 14061-1 號函	<p>短期內在證交法第 33 條關於現金增資原股東繳款期限須達一個月以上之規定完成立法修訂前，建議現金增資採公開申購時，正式訂價日可後移至原股東繳款開始日之兩週後，以縮短現金增資公開申購配售制度之訂價日至掛牌交易日時程，並達時價發行目的。</p>	第二章
上市(櫃) 審查準則不宜上市(櫃) 條款	<p>全數提撥承銷之現金增資案應排除上市櫃不宜條款第六款「申請上市櫃年度已辦理及辦理中之增資發行新股併入各年度(最近一年度)之決算實收資本額計算，不符合上市櫃規定條件者。」之適用。</p>	第三章
證交所有價證券上市契約準則	<p>增訂之大股東於 IPO 首日開盤後安定操作結束前，須強制揭露未提出公開承銷及開盤準備選擇權所保留股數之外的持股。</p>	第四章

有價證券上市(櫃)契約	加入新上市櫃公司負造市者義務，使 IPO 上市首日遇股價有鉅幅漲跌情事時，上市櫃公司須負就一定額度內為相對應之買方或賣方之造市義務。	第四章
證交所「公開發行公司初次申請股票上市應提出公開承銷之比率規定」 櫃買中心「對公開發行公司申請股票櫃檯買賣應委託推薦證券初辦理承銷之比率規定」	1. 股權分散是否已達標準一律以掛牌資本額為基準，不再區分申請時點及掛牌時點。 2. 訂定掛牌時應達到之股權分散標準及應提撥承銷比率之下限。	第三章 第三章

三、對中華民國證券商業同業公會之修法建議

表 5.3.3 修法建議說明表

<p>證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法</p>	<p>(一) 結合現行三種主要配售方式為一，不再以案例別規定配售方式，亦即，所有 IPO 和現金增資案件均統合為循競價拍賣和詢價圈購方式進行：</p> <p>承銷配售方式要達成的任務目標有二：價格發現與籌碼分配。首先談價格發現，以一個典型 IPO 案件而言，價格觀念分三階段而有不同，在承銷商與上市公司議定承銷價前，由承銷商以所謂「慣用公式」計算出來的，應只是承銷參考價格的發現。第二階段為承銷價格的發現，在先進市場係採詢價或競價（上市前的抽樣取價）方式來進行，最後是上市交易由供需決定的掛牌價。</p> <p>我國大部份 IPO 案件除少數曾採競價拍賣外，承銷價格的決定有下述兩項缺失：</p> <p>1、受「慣用公式」決定性之影響，然而，慣用公式事實上只是參考價格，因為缺乏價格發現程序（詢價、競價），它不是真正的承銷價。</p> <p>2、在議價程序上，幾乎是由承銷商、上市櫃公司兩方進行，無市場代表參加，上市前關係投資大眾權益最深的承銷價，卻不具市場代表性，也因此與正式掛牌交易價間，容易形成斷層，初掛牌交易價格不穩定，也容易為人操縱。</p> <p>統合後的新制，無論競價拍賣或詢價圈購，均有價格發現功能，至於現行的公開申購（抽籤）制，則保留其分配功能。其議定承銷價的依據—所謂「慣用公式」則用來發揮發現參考價格之功能。</p> <p>再就籌碼分配的效率、公平性而言，統合後新制仍保留公開申購抽籤的制度。此外，任何案件均循詢價圈購、競價拍賣兩軌進行，以籌碼分配的效率性、公平性而言，前者的特點是承銷商（或發行公司）主動選擇詢價對象（也就是將來可能成為股東），其對象是特定的；後者則是承銷商（或發行公司）係被動接受社會不特定投資大眾來競價選取股東。至於現行公開申購的抽籤制度則融入競價拍賣程序的後段進行，也就是當合格的競價量超過應配售量時，即進行抽籤分配。與現行公開申購制（就既定價格的標的參加抽籤），不同的是，投資大眾必須先競價。</p> <p>(二) 同一案件，可由承銷商與發行公司議定，同時採詢價圈購、競價拍賣之比例，主管機關只須規範主辦承銷案件的全年總量比例即可。承銷商為承銷市場的靈魂，對於所承辦的承銷案件係審酌整體環境條件、市場因素，尤其是已輔導發行公司一段期間，對發行公司已經相當了解，應可以擁有選擇配售方式的主導權。發行公司則係考慮其選擇將來股東、事業夥伴立場，對配售方式的選擇亦有參與磋商的權利，主管機關站在鼓勵國內承證券承銷轉型為投資銀行的立場上，當樂見承銷商推動以詢價圈購為主要承銷配售方式，唯可能考慮漸進改變及仍堅持維護「平均社會財富」精神。故可能採全年總量比例規範主辦承銷案件的競價拍賣比例。</p>	<p>第二章</p>
---------------------------	---	------------

(三) 最終承銷價格仍由承銷商與發行公司議定，唯須參考無論詢圈或競拍的試價結果，且價格須歸於一致。

以價制量。因為價格須歸於一致，所以無論詢價圈購、競價拍賣雙軌均可以發現量是應變數，故承銷商與發行公司可以找到一個均衡的價，在這個價格（含本數）以上的申報量均屬合格的量。競拍這軌的合格申報量大於應分配量時，即進行抽籤分配；詢價圈購這軌的合格申報量大於應分配量時，由承銷商在透明度、公平性的原則下，並符合利益迴避的精神來進行分配。

所謂「應分配量」計算公式如下：

「詢價圈購」應分配量＝承銷案應配售總數 × 詢圈分配比例

「競價拍賣」應分配量＝承銷案應配售總數 × 競價拍賣分配比例

承銷案應配售總數＝承銷股數 × 1.3

上述公式中 1.3 倍數的由來，係考慮承銷商的過額配售權和安定操作機制，詳如第四章所述。

(四) 最後承銷價格的計算公式可參採國外制度的競價拍賣法下的申購倍率法、基準價格法或其他方法，詳如第四章所述。

(五) 統合後新制相關作業流程建議如下：

說明：

1. 承銷契約報公會前，承銷商與上市櫃公司議定承銷配售的方式、比例、價格範圍等報核備，若決定併採競價拍賣和詢價圈購方式，則承銷作業兩軌同時並行，並訂 T 日為價格確定報主管機構核備日。
2. 現金增資案件中，未提出辦理公開承銷者，原股東繳款應在 T-1 日截止，若洽特定人認購，亦應在 T+2 日前扣款完畢。
3. 新制公開承銷作業時程表。
4. 新制公開承銷作業—SPO 情況下，原始股東應從高繳款，待承銷價格確定後，採多退少不補的原則辦理。

3. 新制公開承銷作業時程表

IPO、現金增資案件公開承銷作業			現金增資案件 原股東認購
競價拍賣作業	日期	詢價圈購作業	
· 競價拍賣比例 · 決定價格範圍		· 決定承銷團名單及詢價圈購比例 · 決定價格範圍	
· 同右	T-18	· 承銷契約報公會(報備承銷)	
· 同右	T-17	· 取得公會承銷契約核備函	
· 同右	T-16	· 承銷公告	
· 同右	T-15	· 承銷公告	
· 向公會報備競價拍賣約定書、及公告稿	T-14	· 向公會報備詢價圈購約定書及詢價圈公告稿	
· 法人說明會 · 競拍承銷公告第一天	T-13	· 詢價圈購第一天(連續二日)	
· 競拍承銷公告第二天	T-12	· 詢價圈購第二天	
· 投標開始日	T-11	· 詢價圈購第一天	
· 投標截止日◎	T-8	· 詢價圈購第二 ~ 四天	
· 承銷商輸入投標人資料並做成磁帶	T-7	· 詢價圈購第五天	
· 公告揭露投標單分佈	T-4	· 詢價圈購第 6-8 天	
· 開標日並公告得標人清單 · 搖號抽籤	T-3	· 詢價圈購第 9 天	
· 刊登得標公告	T-2	· 詢價圈購截止日	
· 未得標及不合格標退款 · 寄發認購通知書、公開說明書及繳款書予中籤得標人(第一天)	T-1	· 寄發認購通知書、公開說明書及繳款書予各認購人(第一天)	原股東繳款截止
同右	T	· 價格確定(承銷商與發行公司議定) · 公告並通知各證券商轉知申請人	
同右	T+1	· 公告並通知各證券商轉知申請人	
同右	T+2	· 關帳, 通知銀行扣款 · 投資人通知放棄或銀行帳戶不足者視為放棄	
同右	T+3	· 扣投資人帳及通知扣款不足, 通知特定人繳款, 下午五時前造送股東名冊給集保劃撥	
同右	T+4	· 掛牌買賣	同左

綜合以上的論述，本次研究案若能全套的配合實施，不但可以使我國承銷商之「承銷能力」，在面對國際大型證券公司的競爭時，能與之一較長短。同時對投資人、上市公司、集中交易所或櫃買中心及整個證券承銷市場，能注入一股新流與活力，故本研究是多面向的整體建構，其優缺點彙整如下表。

	現 制 缺 失	建議改進方案
一、對投資人	上市蜜月期	參加公開競價，認識投資價位，降低投資風險
二、對承銷商	在發行市場做苦工，在交易市場與股民爭利	1. 可以賺取承銷報酬 2. 取得過額賣出權，股票買入權 3. 功能由重「承」→「承」「銷」並重 4. 建立配售管道 5. 取得承銷主導權
三、對上市公司	承銷價被低估(打7折) 承銷價離時價太遠	承銷價貼近時價，提高籌資效率，降低資金成本
四、對 TSE、OTC	首日盤價制度，與一般交易無異	建立首日開盤價制度及 1. 安定操作機制 2. 引進先進市場機制 3. 放寬掛牌時機自由度
五、對整體市場	平均社會財富	提高籌資效率，承銷效率
	冗長作業流程 價格悖離時價，市場不穩定	1. 簡化承銷作業流程 2. 同意價格區間制 3. 縮短承銷價貼近掛牌時價
	承銷制度閉鎖 培養不出國際級承銷商	與國際承銷市場接軌； 承銷商向國際級投資銀行邁進； 加強「發展國民經濟，並保障投資」之效果

參考文獻：

1. 李俊德，「承銷制度興利除弊：談我國承銷制度改進方案」，實用稅務，民國 84 年 4 月。
2. 李俊德、邱文昌，「簡介我國有價證券承銷制度之變革」，證券管理月刊第十三卷第十二期，證券管理雜誌社編印
3. 李俊德，「我國有價證券承銷制度」，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，民國 85 年 3 月。
4. 李俊德，我國有價證券承銷制度之研究—承銷制度之改進過程及相關配合措施，民 84 年 6 月。
5. 林克孝、沈文成、彭宗建、張佳明、鄭芳華、陳立國，「確定包銷制度之可行性研究」，民國 88 年 9 月。
6. 張文毅，「美國證券承銷制度」，台灣證券交易所，民國 87 年 11 月。
7. 陳春山，「證券交易法論」，民國 88 年 8 月
8. 諸葛祺、彭桂星、溫鵬榮、張文毅，「我國與中國大陸、香港、新加坡、日本及美國證券承銷制度比較分析研究」，民國 87 年 11 月。
9. 諸葛祺，「兩岸三地證券承銷制度比較分析」上、下，證交資料第 444 期及第 445 期，民國 88 年 4 月、5 月。
10. 賴源河，「證券管理法規」，民國 78 年 4 月
11. 賴英照，「證券交易法逐條釋義—第一冊」，民國 81 年 8 月。
12. 謝劍平、郭美美，「我國現行股票承銷配售制度中，承銷商角色之探討」，華信金融專刊，民國 87 年 3 月。
13. 饒孟友，我國股票市場承銷價格問題之研究，民 81 年財政部研究發展專題報告。
14. 「財證部證券管理委員會 92 年研討會資料訂正版」，野村證券株式會社，民國 81 年。
15. 「關於上市前的公募或出售等的手續」，東京證券交易所，民國 82 年 4 月。
16. 「資金調度概論」，東京證券交易所。
17. 「時價發行手續詳細日程案、承受關係契約書及關係資料」，東京證券交易所，民國 83 年 4 月。
18. 中國大陸證券市場考察報告，台灣證券交易所
19. 各先進國家及東南亞國家對國外企業至其國內募集發行有價證券所訂相關法規、審查

制度、承銷制度、交易制度之研究，台灣證券交易所

20. Matthew Bender & Co. Inc., 1999, Securities Law Techniques—transaction and litigation, Vol. 1, March.
21. Dow Jones & Company Inc., 1990, Capital Raising and Financial Structure, Vol. 2, The Library of Investment Banking.
22. Charles, J., Jr. Johnson, and McLaughlin Joseph, 1997, Corporate Finance and The Securities Laws, May.
23. Ellis, K., Michael R. and O'hara M., 2000, When the Underwriter is the Market maker. An Examination of Trading in the IPO Aftermarket, Journal of Financial 55, p.1039-1074.
24. Chow, Edward H., Kuo Wei-Yu, Lee Yi-Tsung and Liao Yi-Shen, 2001, IPO Underpricing a Result of Deliberate Underpricing or Price Stabilization?, May, Working paper.
25. Ruud, J. S., 1993, Underwriter Price Support and the IPO Underpricing Puzzle, Journal of Financial Economics 34, p.135-151.
26. Korea Stock Exchange Business Regulation