

# 我國有價證券承銷採行二價式確定包銷制度之可行性研究

委託單位：中華民國證券商業同業公會

執行單位：協合國際法律事務所

主 持 人：林進富

協同主持人：谷湘儀

研究人員：陳易聯、高鳳梓  
廖婉君、賴衍輔

中 華 民 國 九 十 五 年 十 二 月

# 目 錄

第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 研究方法.....	3
第三節 研究架構.....	4
壹、探討我國有價證券承銷制度之現況及衍生之問題.....	4
貳、介紹二價式確定包銷制度之外國實務作法及利弊.....	4
參、探討我國有價證券承銷採行二價式確定包銷制度之適法性與可行性.....	4
肆、研擬我國有價證券承銷採行二價式確定包銷制度之相關法規配套措施.....	5
第二章 我國有價證券承銷制度之現況.....	6
第一節 我國有價證券承銷制度之沿革.....	6
壹、承銷制度之演進.....	6
貳、承銷新制.....	7
參、承銷新制改善措施.....	9
第二節 我國有價證券承銷制度之設計.....	10
壹、承銷時機.....	10
貳、承銷方式.....	11
一、包銷.....	11
(一) 確定包銷.....	11
(二) 餘額包銷.....	12
二、代銷.....	12
參、配售方式.....	12
一、競價拍賣.....	13
(一) 競價拍賣之適用時機.....	13
(二) 競價拍賣之方式.....	13
(三) 競價拍賣作業流程.....	14
二、詢價圈購.....	14
(一) 詢價圈購之適用時機.....	14
(二) 詢價圈購之方式.....	15
(三) 詢價圈購作業流程.....	16
三、公開申購配售.....	16
(一) 公開申購配售之適用時機.....	16
(二) 公開申購配售之方式.....	19
(三) 公開申購作業流程.....	22
(四) 同時辦理詢價圈購及公開申購作業流程.....	23
四、洽商銷售.....	24
(一) 洽商銷售之適用時機.....	25
(二) 洽商銷售之方式.....	25
肆、價格訂定.....	26
一、上市(櫃)前承銷參考價格之訂定.....	27
二、已上市(櫃)承銷參考價格之訂定.....	28
伍、報酬來源.....	29

	一、承銷輔導費.....	29
	二、承銷手續費.....	29
	三、申購處理費.....	29
第三節	我國有價證券承銷制度現況之檢討.....	29
	壹、承銷商間削價競爭.....	29
	貳、風險與報酬不對稱.....	31
	參、承銷訂價偏離市場價格.....	34
	肆、配售方式之公平與效率.....	37
第三章	國外有價證券承銷制度之介紹.....	39
第一節	美國有價證券承銷制度之介紹與分析.....	39
	壹、引論.....	39
	貳、參與者.....	39
	一、發行公司.....	39
	二、承銷商.....	40
	三、專家.....	42
	參、承銷時機與時程.....	42
	肆、承銷方式.....	46
	一、餘額包銷.....	46
	二、代銷.....	46
	三、確定包銷.....	47
	四、暫擱登記 (Shelf registration) .....	50
	伍、配售方式.....	51
	陸、價格訂定.....	52
	柒、報酬來源.....	55
第二節	日本有價證券承銷制度之現況.....	56
	壹、承銷方式.....	56
	一、確定包銷 (全額買取引受) .....	56
	二、餘額包銷 (殘額引受計) .....	57
	貳、配售方式.....	58
	一、部分競價拍賣及部分公募.....	58
	(一) IPO 的進行流程 .....	59
	(二) Second Public Offering (以下簡稱「SPO」) 的進行流 程.....	60
	二、詢價圈購.....	60
	參、價格訂定.....	61
	一、部分競價拍賣與部分公募之證券承銷價格.....	61
	二、詢價圈購之證券承銷價格.....	64
	(一) 證券承銷價格之初步訂定與調查程序.....	64
	(二) 證券承銷價格之決定.....	65
	肆、報酬來源.....	66
第三節	香港有價證券承銷制度之現況.....	66
	壹、承銷時機.....	67
	一、未上市公司上市前公開承銷.....	67
	(一) 發售以供認購 (Offer for Subscription) .....	67
	(二) 發售現有證券 (Offer for Sale) .....	68

	(三) 配售 (Placing) .....	68
	(四) 介紹 (Introduction) .....	69
	二、已上市公司證券發行之承銷.....	69
	(一) 供股 (Rights Issue) .....	69
	(二) 公開招股 (Open offer) .....	69
	貳、承銷方式.....	70
	參、配售方式.....	71
	一、認購不足的情況.....	71
	二、超額認購(Over-Allotment)的情況 .....	71
	肆、價格訂定.....	72
	一、投標認購.....	73
	二、訂價.....	73
	伍、報酬來源.....	74
第四節	新加坡有價證券承銷制度之現況.....	74
	壹、承銷時機.....	74
	貳、配售方式.....	75
	參、價格訂定.....	75
	一、傳統固定價格方式.....	75
	二、複數價格標 (美國標) .....	76
	三、單一價格標 (荷蘭標) .....	76
	肆、報酬來源.....	77
	一、輔導費.....	77
	二、承銷費.....	77
	三、交易佣金.....	77
第五節	小結.....	77
	壹、確定包銷制度之優點.....	78
	貳、確定包銷制度可能存在之缺點.....	79
	參、確定包銷之適合時機.....	79
第四章	我國引進二價式確定包銷制度之適法性與可行性.....	81
第一節	我國引進二價式確定包銷制度之規劃方向與建議架構.....	81
	壹、規劃方向.....	81
	貳、建議架構.....	83
	參、發行價格之訂定.....	85
第二節	我國二價式確定包銷制度之適法性.....	86
	壹、二價式確定包銷制度下之法律關係.....	86
	貳、「發行價格」與「發行價額」不同.....	89
	參、發行公司交付公開說明書給投資人之義務.....	90
第三節	我國二價式確定包銷制度之可行性.....	92
	壹、證券市場之規模與承銷商角色之扮演.....	93
	貳、承銷案件減少及承銷商之競爭.....	95
	參、發行公司之接受度.....	95
	肆、承銷商與投資人所面臨之風險.....	97
第五章	二價式確定包銷制度之相關法規配套措施.....	99
第一節	二價式確定包銷制度之架構.....	99
第二節	相關法規配套措施.....	101

壹、開設證券承銷商專戶之法源.....	101
貳、集保制度之配合.....	102
參、稅賦法規之明文.....	103
肆、證券承銷商財務體質之限制標準.....	104
伍、公司法第一百五十六條之配合修正或發布解釋函令.....	105
第六章 研究結論.....	107
參考文獻.....	110
一、中文部分.....	110
(一) 書籍.....	110
(二) 期刊.....	110
(三) 論文.....	110
(四) 研究報告.....	110
(五) 新聞.....	111
(六) 網站.....	111
(七) 其他.....	111
二、英文部分.....	112
(一) 書籍.....	112
(二) 期刊論文.....	112
(三) 其他.....	112
三、日文部分.....	112

# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機與目的

近年來，隨著我國經濟發展腳步的加快，整體市場對金融服務的需求相對提高，而法令規定也大幅開放國內廠商在國內外募集資金的管道，擴大了國內資本市場的規模，從而造就了直接金融的興盛，也突顯證券市場之重要性。至於證券市場的功能，主要乃係在於溝通儲蓄者與投資者，工商企業得以有效獲取足夠的長期資金，藉以擴充生產設備、改善財務結構、擴大經營規模、增強競爭能力、提高獲利水準。並且，藉著利潤分配，使投資大眾得以共享企業經營的成果。因此，健全發展的證券市場，能使社會大眾與工商企業共蒙其利。

綜觀完善的證券市場，端賴完備的法令規章、良好的發行、流通市場及參與者之配合；而承銷制度則為證券市場之樞紐。我國近年來加強金融改革，改善承銷制度，自九十四年起實施承銷新制，採取之措施包括承銷價格訂定合理化、承銷價格穩定措施、配售方式自由化、發揮專業與自律制度。證券承銷商對承銷價格訂定、配售與掛牌後股價之表現，都將扮演重要之角色，新制實施迄今，偶有搶購之熱潮，尤以今(九十五)年三月上櫃之益通光能科技股份有限公司（下稱「益通光能」），創下掛牌首日漲幅近三倍之紀錄。由於承銷新制著重在籌碼公平釋出與維持自由交易，避免與大股東利益衝突，如何使承銷商之定價更經得起檢驗，現行制度仍有檢討與改善之空間。

舉凡美國、日本等重要國際資本市場，其有價證券之承銷方式主要係採確定包銷（firm-commitment underwriting）方式辦理，其餘少部分案件

則採代銷（best efforts underwriting），其承銷制度設計均迥異於我國現行實務上主要採用的餘額包銷（stand-by underwriting）之承銷方式。然而，由於確定包銷之配售效率高於餘額包銷，亦更有利發行公司及早確保資金順利募集，在國外業已行之有年。而事實上，關於確定包銷之承銷方式在我國現行法規架構底下，我國證券交易法亦訂有相關之法源依據。

按證券交易法第七十一條第二項前段規定：「證券承銷商包銷有價證券，得先行認購後再行銷售」即為「確定包銷」之法源依據，而確定包銷係發行公司將所發行之證券售予證券承銷商（先行認購），再由證券承銷商售予投資大眾（再行銷售），由於發行公司於證券公開發行前已能確定獲得所需之資金，故稱為「確定包銷」，至於證券發行之成敗與風險，則完全由證券承銷商負擔。此種方式亦為美、日最普遍之承銷方式。

查在確定包銷制度下，承銷商簽訂承銷契約時，即會先行向發行公司認購買入其發行之有價證券，然後再於承銷期間內將全部的有價證券銷售予市場投資人。換言之，在此種承銷方式底下，有價證券之直接申購人為承銷商，而有價證券亦係直接交付予承銷商，此後復由承銷商將有價證券銷售予投資人。由於發行人將有價證券銷售予承銷商之發行價額(issue value)（發行額）、與承銷商嗣後再銷售予投資人之發行價格(issue price)（發行價格）\*，二者並不相同，因此，為凸顯前開發行價額與發行價格之差異，如能將確定包銷乙詞理解為二價式確定包銷，似更能明確表達此種

---

\* 按有關國內實際界就「發行價格」與「發行價額」二者之區分，似係參考日本法制而來，而本研究計畫考量前述區分既已業為實務界所接受，故加以援用。惟美國法制上似僅有發行價格(public offering price)與價差(spread)之用語，與發行價額乙詞相類似者則為 Proceeds to issuer before expenses。相關資料，參見野村證券網站，available at：  
<http://www.nomura.co.jp/terms/japan/ha/hakkokagaku.html>；日本平成 18 年（2006 年）公開說明書，available at：  
[http://www.ixi.co.jp/ir\\_data/IXIetc\\_i\\_00069.pdf#search='%E7%9B%AE%E8%AB%96%E8%A6%8B%E6%9B%B8'](http://www.ixi.co.jp/ir_data/IXIetc_i_00069.pdf#search='%E7%9B%AE%E8%AB%96%E8%A6%8B%E6%9B%B8')。U.S. Securities and Exchange Committee, Edgar Company Search, <http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html> (last visited on 2006/12/13)。

承銷方式在實務運作上之特色。

承上所述，為能提昇我國承銷市場之國際能見度，俾順利與國際制度接軌，中華民國證券商業同業公會（下稱「券商公會」）前曾於九十四年七月二十六日向行政院金融監督管理委員會（下稱「金管會」）提議比照國外先進資本市場，開放國內亦得採行二價式確定包銷制度。

本研究計畫旨在藉由探討我國有價證券承銷採行二價式確定包銷制度之適法性及可行性，並進而研擬我國有價證券承銷採行二價式確定包銷制度之相關法規配套措施，以作為主管機關將來擬訂相關規範時之參考。

## 第二節 研究方法

本研究案之進行，除蒐集有關我國現行餘額包銷制度下承銷商所面臨之問題與風險之相關案例，並參酌國內外承銷制度之法令及相關資料，了解承銷制度之發展及問題外，為進一步了解國外有關二價式包銷制度，本所鎖定美國、日本、香港與新加坡等地區，針對不同的市場型態與制度，蒐集各該市場之案例，期能了解各該地區承銷制度之適用情形，並就國內外制度加以分析、比較與檢討，希冀得藉由觀察國外制度實務之運作經驗，以釐清國內承銷制度若採行二價式確定包銷制度可能存在之相關問題。

此外，為能確實切合實務需求，本所業已與實際參與業務之承銷商進行訪談（包括中信證券股份有限公司（下稱「中信證券」）、兆豐證券股份有限公司（下稱「兆豐證券」）以及台証綜合證券股份有限公司（下稱「台証證券」），以了解各界之期待與想法，掌握市場最新趨勢，俾衡量其可行性，研提具體可行之方案，佐以專業之適法性評估，並加以彙總整合後，總結於本研究計畫之中。

### 第三節 研究架構

#### 壹、探討我國有價證券承銷制度之現況及衍生之問題

本研究計畫於第二章中首先針對我國現行法令下有價證券承銷制度之類型及其承銷配售方式進行整理及分析，並探討承銷新制推行以來之成效及衍生之問題。

#### 貳、介紹二價式確定包銷制度之外國實務作法及利弊

其次，有鑑於美國、日本、香港或新加坡等地之證券市場機制及承銷商功能皆非常健全，本研究計畫第三章將另參酌前開法制之規範與實務運作情形，藉以分析比較其利弊得失，並考量國外與我國之國情與市場生態差異，進一步探討制度移植之可能性與移植後可能面臨之問題。

#### 參、探討我國有價證券承銷採行二價式確定包銷制度之適法性與可行性

此外，基於二價式確定包銷制度下，「發行價格」與「發行價額」並不相同，倘若證券商未能於該次承銷過程中配售完畢，則其所持有股票之價格，與投資人認購之價格即有差異，此點是否將因而違反公司法第一百五十六條第七項「同次發行之股份，其發行條件相同者，價格應歸一律」之規定。另因承銷商「先行認購」與「再行銷售」究係初級市場或次級市場之行為，除涉及前開公司法第一百五十六條第七項適用疑義外，亦涉及證券交易法第三十一條公開說明書是否僅須交付承銷商或係交付認購人，及同法第三十二條後續法律責任以及投資人權益保障問題，本研究計

畫於第四章中將併予釐清。

再者，我國自九十四年度承銷新制實施以來，仍有部分承銷商僅收取低廉之承銷費削價競爭，倘若推行此一制度，是否造成擠壓原承銷商費用之收取，本研究計畫於第四章中亦將一併分析其可行性。

#### **肆、研擬我國有價證券承銷採行二價式確定包銷制度之相關法規配套措施**

最後，本研究計畫第五章將綜合上述說明與分析，初步研擬包括開設證券承銷商專戶之法源、集保制度之配合、稅賦法規之明文、證券承銷商財務體質之限制標準、公司法第一百五十六條之配合修正或發布解釋函令等方案，以利主管機關將來擬定相關法制規範之參考。

## 第二章 我國有價證券承銷制度之現況

### 第一節 我國有價證券承銷制度之沿革

#### 壹、承銷制度之演進

自民國（下同）五十一年二月臺灣證券交易所開業，於次年報請證管會准許中信局、台銀、土銀、交銀、彰銀、一銀、華銀、合庫及中華開發等證券承銷商之設置，我國早期之承銷方式並無確定包銷存在，證券交易法僅有餘額包銷之規定，而承銷商為避免包銷之風險，均以代銷方式為之，在促進發行人募資效率上，幾乎無法發揮承銷商功能，直到七十七年證券交易法修正公布，准許綜合證券商設置後始有確定包銷法源之出現<sup>1</sup>。另早期我國有價證券配售方式僅有公開申購配售及洽商銷售兩種，且以公開申購配售為主，整體而言雖具有公平、公正、公開之優點，但相對也衍生出許多弊病，引發許多改革聲浪，並因此於八十四年引進歐美本已行之多年的詢價圈購及競價拍賣兩種配售方式，逐步改善籌資效率及發揮承銷商功能，但新增的配售方式仍有其使用上的限制，是以市場上仍以公開申購案件佔多數。

惟由於整個公開申購配售時程冗長，我國乃於八十六年底將原本需透過承銷商投件的公開申購作業，改為投資人須先行開立證券戶後始能透過經紀商申購股票，除可杜絕人頭戶問題外，更可大幅縮短股票上市櫃時間，降低投資人繳款後至可交易日的時間風險。爾後隨著承銷業務競爭激烈導致承銷商風險相對提高，為解決承銷商與發行公司間權利義務不對稱的問題，乃於八十八年底擴大證券交易法第七十一條第二項後段有關承銷商應保留一部份自行認購之適用，從初次上櫃及科技類股推廣到初次上市一般案件及籌資案件等。另有鑒於我國承銷期間較長，無法與國際接軌，自九十三年起開放承銷配售方式選擇多元化，引進新股採競價拍賣者得採單一價格標（荷蘭標），

使得初次上市櫃得採半數詢圈（競拍）以發現合理價格，且籌資案件得以單一配售方式，即全數詢圈、全數競拍、全數公開申購，可縮短詢價圈購時程將訂價至掛牌時間大幅縮短至十一個營業日，有效降低承銷及繳款風險，此外縮短籌資案件參採天數以落實時價發行精神，並將發行辦法採彈性區間方式訂定，增進企業籌資效率<sup>2</sup>。

## 貳、承銷新制

為提昇證券發行市場品質，金管會成立後參酌國際承銷作業及國內實務，於九十四年間實施承銷新制，包括初次上市（櫃）案件首五個營業日無漲跌幅限制、引進價格穩定措施、承銷配售方式選擇自由化及加強承銷商專業功能與自律機制等。

在初次上市上櫃案件承銷價格訂定合理化部分，初次上市櫃案件原則採新股承銷，但公營事業、BOT 與執行過額配售等可例外；承銷價格廢除慣用公式，由承銷商發揮專業評價功能，與發行公司議定；並配合取消初次上市櫃股票掛牌後 5 個交易日的漲跌幅限制。

在引進價格穩定措施方面，參酌國外安定操作機制，引進過額配售等穩定措施，協調股東提出老股供過額配售，上限為 15%<sup>3</sup>；特定股東則約定一定時間為閉鎖期，不得出售持股，以維市場均衡；並實施承銷商分級管理，將執行價格穩定能力列入分級管理指標，期能使初次上市櫃案件承銷價格之訂定更為合理<sup>4</sup>。

---

<sup>1</sup> 丁克華，〈證券市場（上）-發行實務〉，證券暨期貨市場發展基金會，頁 192（1999 年 7 月）。

<sup>2</sup> 黃蘭雲，〈我國證券承銷制度的演進與沿革〉，《證券暨期貨月刊》，第 22 卷第 5 期，頁 4-15（2004 年 5 月）；黃蘭雲，〈承銷新制對資本市場的影響〉，《證券暨期貨月刊》，第 23 卷第 6 期，頁 4-5（2005 年 6 月）。

<sup>3</sup> 參見中華民國證券商業同業公會承銷商辦理初次上市（櫃）案件承銷作業應行注意事項要點第二條。

<sup>4</sup> 依缺失處理辦法 95 年 4 月 12 日修正前第五條原條文規定：「證券承銷商最近一年內主辦有價證券初次申請上市之承銷案件，有左列缺失之情事者，本公司得視其情節輕重，依下列規定處記缺點：一 所檢附財務預測資訊之稅前純益預測數，與實際數相較，顯有重大差異，且未有

在配售方式自由化部分，則包括承銷商配售自主性，即除公營事業外，公開申購部分不得超過 20%；並簡化公開申購作業，除需預扣價款，並降低申購手續費。

在加強承銷商專業功能與自律機制部分，包括增訂承銷配售規範，規定採全數詢價圈購辦理者，得保留不超過 20% 配售給非承銷團券商之自然人客戶但須收取保證金，使可獲配售對象擴大；為方便日後查核，規定詢價圈購案件結束後應將配售明細等資料報公會備查；取消初次上市櫃承銷案件先行認購，並提高手續費上限，代銷業者手續費由 3% 提高為 5%，承銷手續費則由 5% 提高為 10%。

另外，為加強會員自律，證券承銷商如有違反自律規定者，將由公會紀律委員會以罰款及券商內部對違約人員自行處分之方式懲處，情節重大者，經公會理事會決議後得報主管機關處分。且依臺灣證券交易所股份有限公司就證券承銷商所提出評估報告或其他相關資料缺失處理辦法（下稱「缺失處理辦法」）之規定，若違反者將予以缺失記點，且缺失點數將併同金管會、行政院金融監督管理委員會證券期貨局（下稱「證期局」）、證券交易所股份有限公司（下稱「證交所」）、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（下稱「櫃買中心」）之規定，依不同累計點數分別處以無法申請案件之月份數，並連結到券商分級管理之評分，藉由處罰效果達到券商自律<sup>5</sup>。

---

合理原因者，處記缺點三至五點（第 1 款）；二 於掛牌買賣一個月內「平均收盤價跌破承銷價之跌幅」大於「大盤加權指數及同類股指數跌幅」百分之十者，處記缺點五至十點（第 2 款）；三 主辦承銷商未執行穩定價格措施且掛牌買賣後首五個交易日平均收盤價跌破承銷價者，處記缺點五至十點（第 3 款），惟現行缺失處理辦法第 5 條業已刪除前開第 2 款、及第 3 款之規定。

<sup>5</sup> 依缺失處理辦法第七條規定：「證券承銷商於最近一年內因所提出之評估報告或其他相關資料有缺失而遭處記缺點者，按本條第二項計算之處記總數依下列規定處理之：一 處記之缺點累計達十點者，本公司得拒絕接受其所出具之評估報告三個月（第 1 項第 1 款）；二 處記之缺點累計達十五點者，本公司得拒絕接受其所出具之評估報告六個月（第 1 項第 2 款）；三 處記之缺點累計達二十點者，本公司得拒絕接受其所出具之評估報告九個月（第 1 項第 3 款）；四 處記之缺點累計達二十五點者，本公司得拒絕接受其所出具之評估報告十二個月，並建請主管機關處理（第 1 項第 4 款）；前項所稱「缺點累計」係以最近一年內經主管機關、中華民國證券商業同業

惟承銷新制實施後，部分案件之承銷價與市價之價差較大，投資人反映中籤率過低，或有配售實務公平性等問題。舉例而言，益通光能今（九十五）年三月上櫃時，竟出現高達 600 元以上價差，因此，投資人只要抽中一張，就現賺 60 萬元，結果抽籤張數只有 265 張，卻吸引 65 萬人參與，中籤率僅萬分之四<sup>6</sup>。為此，金管會乃請券商公會儘速就強化詢價圈購價格發現功能、提高定價合理性、是否參酌香港制度彈性調整公開申購比例、調整承銷作業縮短承銷時程、增列禁止配售對象及檢討單一圈購人配售數量等研議改善方案，並修正相關規章<sup>7</sup>。

### 參、承銷新制改善措施

金管會於九十五年六月二十二日原則通過「承銷新制度改善措施」，以解決九十四年間實施承銷新制外界質疑中籤率過低及配售公平性等實務問題。按為提昇證券發行市場品質，自九十四年起實施承銷新制，至九十五年六月二十日止，已有三十家公司掛牌。整體而言，承銷新制適用情形良好，惟部分案件之承銷價與市價價差較大，投資人反映中籤率過低，或有配售實務公平性等問題，為此金管會乃函請券商公會研議具體改善方案。

券商公會提出之改善方案，包括建立預詢機制、規範詢圈定價機制、出具承銷作業符合自律規範聲明書等，以強化詢價圈購價格發現功能及提高定價合理性；另參酌香港制度初次公開發行（Initial Public Offering）（下稱「IPO」）案件依申購倍數彈性調整公開申購比例由 10% 至 30%，以提高投資

---

公會、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心及本公司處記缺失之總合計算之（第 2 項）。本公司就中華民國證券商業同業公會公告有關證券承銷商最近一年內受處記缺點之累計情形，達第一項標準者，應即在集中交易市場公告，並自公告日之次月一日起算本公司拒絕接受其評估報告之期間（第 3 項）」；另請參見同前揭註 2 文，頁 7；廖芝敏，〈承銷新制變革影響及其因應〉，《證券暨期貨月刊》，第 23 卷第 6 期，頁 14（2005 年 6 月）；王方伶、楊慧敏，〈淺談承銷制度改進措施〉，《證券暨期貨月刊》，第 23 卷第 6 期，頁 26-32（2005 年 6 月）；楊明杰，〈承銷新制簡介〉，《證券櫃檯》，第 102 期，頁 19-21。

<sup>6</sup> 薛翔之，〈承銷新制變革 抽籤比率最高 30%〉，蘋果日報，2006 年 6 月 18 日。

<sup>7</sup> 參見金管會 2006 年 5 月 25 日新聞稿。

人參與；承銷作業由現行定價後十三個營業日後掛牌，調整為五營業日後掛牌，以大幅縮短承銷時程；並增列禁止配售對象及合理規範單一圈購人配售數量，以提昇配售公平合理性等四大改革重點，應可解決承銷新制實施以來之實務問題。

金管會強調，券商公會研提之改善措施預期將可使承銷制度更趨完善，除符合國際實務外，更兼顧國內市場特性。金管會並於九十五年六月三十日核備券商公會配合修正之相關法規<sup>8</sup>，於公告修正三個月後之申報承銷案件適用，券商公會並已著手積極進行宣導，以利投資人週知<sup>9</sup>。

## 第二節 我國有價證券承銷制度之設計

目前我國證券發行市場的承銷係以各大型綜合證券商為作業主體。此外根據證券交易法第四十五條規定，金融機構得經主管機關之許可兼營證券業務，因此實際上尚有金融機構包括信託公司（如中聯信託、亞洲信託）及銀行信託部（如臺灣銀行、彰化銀行）<sup>10</sup>兼營證券承銷業務。

### 壹、承銷時機

有價證券承銷作業時機可分為上市（櫃）前之承銷、現金增資、募集公司債（轉換公司債）、臺灣存託憑證、公開招募或募集設立等案件時提出對外公開承銷等。依我國公司法第二百六十七條規定公司於新股發行時，除保留百分之十至十五股份由公司員工承購外，其餘由原股東認購。而證券交易法第二十八條之一規定未上市（櫃）公開發行公司，其股權分散未達標準者，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，應提出發行新股百分之十對外公開發行承銷；上市（櫃）公司於現金發行新股時，應

<sup>8</sup> 參見金管證一字第 0950125937 號函。

<sup>9</sup> 參見金管會 2006 年 6 月 22 日新聞稿。

<sup>10</sup> 參見券商公會網站，available at：<http://www.csa.org.tw/downdoc/add/證券商通訊錄總公司.xls> (last visited on 2006/5/22)。

提出發行新股百分之十對外公開承銷，不受公司法第二百六十七條第三項規定關於原股東儘先分認規定之限制，而提出對外公開承銷之比率，若股東會另有高於百分之十之決議者，從其決議<sup>11</sup>。

## 貳、承銷方式

按證券承銷商承銷有價證券，因所負擔風險之程度不同，而有多種不同之證券承銷方式。依證券交易法第十條規定：「本法所稱承銷，謂依約定包銷或代銷發行人發行有價證券之行為。」可知「包銷」及「代銷」二者均係我國有價證券承銷之方式，茲依證券交易法第七十一條及第七十二條對包銷及代銷之定義，就我國證券承銷之方式說明如后：

### 一、包銷

#### (一) 確定包銷

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（證券交易法第七十一條第二項）。可知確定包銷係發行公司將所發行之證券售予證券承銷商，再由證券承銷商售予投資大眾，由於發行公司於證券公開發行前已能確定獲得所需之資金，故稱為「確定包銷」，而此種方式為美、日最普遍之承銷方式。至於證券發行之成敗與風險，則完全由證券承銷商負擔。

再者，確定包銷尚分為全部確定包銷（證券交易法第七十一條第二項前段）及部分確定包銷（證券交易法第七十一條第二項後段）。倘採全部確定包銷者，依證券商管理規則第二十七條規定，證券商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。

---

<sup>11</sup> 參見前揭註1文，頁6。

## (二) 餘額包銷

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（證券交易法第七十一條第一項）。事實上，不論餘額包銷或確定包銷，均可使發行人確定獲得其所需資金。

故餘額包銷與確定包銷二者之差別，僅在於一為先銷售再認購，另一為先認購再銷售。亦即餘額包銷須俟承銷期間屆滿後始獲得資金；至於確定包銷者，發行公司可於證券公開發行前先行獲得資金，影響發行公司取得資金之效率。

## 二、代銷

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，未能全數銷售者，其賸餘數額之有價證券，得退還發行人（證券交易法第七十二條），亦即代銷係由證券承銷商代發行人銷售證券，承銷商僅提供分銷服務，而不負擔銷售風險，募集資金成敗之風險，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。由於承銷商之責任較輕，一般而言，其所收取之手續費亦較包銷為低。

## 參、配售方式

按證券商管理規則第二十八條第一項規定：「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」；而依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（下稱「承銷或再行銷售辦法」）第五條規定，證券承銷商辦理有價證券之承銷，其配售方式包含「競價拍賣」、「詢價圈購」、「公開申購」及「洽商銷售」共計四類，茲就其適用

時機、適用方式及作業時程列表說明如后：

### 一、競價拍賣

#### (一) 競價拍賣之適用時機

時機	案件類型	法規依據	備註
應競價拍賣	以已發行股票或現金增資發行新股辦理股票初次上市、上櫃前之承銷案件及已上市、上櫃公司辦理現金增資全數提出承銷案件	承銷或再行銷售辦法第六條第一項	左列案件如未採詢價圈購辦理承銷者，應以競價拍賣為之。 但公營事業、依證交所「有價證券上市審查準則」第六條、第六條之一或櫃檯買賣中心「參與公共建設之民間機構申請股票上櫃之補充規定」及其他法令規定申請股票初次上市、上櫃者不在此限。
得競價拍賣	轉換公司債、附認股權公司債承銷案件及依證券交易法第二十二條第三項規定辦理之公開招募案件（以下簡稱公開招募案件）	承銷或再行銷售辦法第六條第二項	

#### (二) 競價拍賣之方式

競價拍賣方式	案件類型	法規依據	備註
全數競價拍賣，或部分競價拍賣部分公開申購配售（公開申購配售部分不超過承銷總數百分之二十）	股票初次上市、上櫃案件	承銷或再行銷售辦法第七條第一款	公營事業及其他法令另有規定者不適用
全數競價拍賣	轉換公司債及已上市、上櫃公司辦理現金增資全數提出承銷案件	承銷或再行銷售辦法第七條第二款	同上
全數競價拍賣，或部分競價拍賣部分公開申	附認股權公司債、公開招募案件	承銷或再行銷售辦法第七條	同上

購配售		第三款	
-----	--	-----	--

### (三) 競價拍賣作業流程

依承銷或再行銷售辦法第三十四條、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（下稱「申報承銷契約處理程序」）第二條規定，承銷商對外公開銷售部分全數採競價拍賣辦理承銷案件，應依下列作業流程辦理：

T-3	向公會申報聲明書、承銷契約申報書、檢查表
T	完成承銷價格訂定
T+1	1. 刊登承銷公告 2. 開始寄發得標通知書、公開說明書及通知繳款
T+2	1. 未得標及不合格標人退款日 2. 繳款日
T+3	1. 特定人繳款 2. 發行人向證交所或櫃檯中心申請有價證券上市或上櫃
T+4	1. 承銷商餘額包銷 2. 完成相關名冊整理
T+5	有價證券上市或上櫃公告
T+6	發放有價證券並上市或上櫃

## 二、詢價圈購

### (一) 詢價圈購之適用時機

時機	案件類型	法規依據	備註
應詢價圈購	以已發行股票或現金增資發行新股辦理股票初次上市、上櫃前之承銷案件	承銷或再行銷售辦法第二十一條	左列案件如未採競價拍賣辦理承銷者，應同時以詢價圈購及公開申購方式辦理承銷。但公營事業、依證交所「有價證券上市審查準則」第六條、第六條之一或櫃檯買賣中心「參與公共建設之民間機構申請股票上櫃之補充規定」及其他法令規定申請股票初次上市、上櫃者不在此限。

	1. 已上市、上櫃公司辦理現金增資 <u>全數</u> 提出承銷案件。 2. 受託機構募集受益證券或特殊目的公司募集資產基礎證券承銷案件。 3. 不動產資產信託受益證券。	承銷或再行銷售辦法第二十二條之一	
得詢價圈購	募集公司債及金融債券、募集台灣存託憑證、公開招募案件	承銷或再行銷售辦法第二十二條	

## (二) 詢價圈購之方式

詢價圈購之方式	案件類型	法規依據	備註
部分詢價圈購 部分公開申購配售	以已發行股票或現金增資發行新股辦理股票初次上市、上櫃前之承銷案件	承銷或再行銷售辦法第二十一條	1. <u>左列案件如未採競價拍賣辦理承銷者，應同時以詢價圈購及公開申購方式辦理承銷。</u> 但公營事業、依證交所「有價證券上市審查準則」第六條、第六條之一或櫃檯買賣中心「參與公共建設之民間機構申請股票上櫃之補充規定」及其他法令規定申請股票初次上市、上櫃者不在此限。 2. 左列案件依申購倍數彈性調整公開申購比例由 10% 至 30%。
全數詢價圈購， 或部分詢價圈購 部分公開申購配售	募集公司債及金融債券、募集台灣存託憑證、公開招募案件	承銷或再行銷售辦法第二十二條	
全數詢價圈購	1. 已上市、上櫃公司辦理現金增資	承銷或再行銷售辦法第二十二條	

	全數提出承銷案 件。 2. 受託機構募集受 益證券或特殊目 的公司募集資產 基礎證券承銷案 件。 3. 不動產資產信託 受益證券。	之一	
--	---	----	--

### (三) 詢價圈購作業流程

依承銷或再行銷售辦法第四十條、申報承銷契約處理程序第二條規定，已上市、上櫃公司現金增資全數提出承銷，且對外公開銷售部分全數辦理詢價圈購配售案，應依下列作業流程辦理：

T-3	向公會申報聲明書、承銷契約申報書、檢查表
T	完成承銷價格訂定
T+1	1. 刊登承銷公告 2. 開始寄發認購通知書、公開說明書及通知繳款
T+2	1. 繳款日 2. 未獲配售之圈購保證金退款日
T+3	1. 特定人繳款 2. 發行人向證交所或櫃檯中心申請有價證券上市或上櫃
T+4	1. 承銷商餘額包銷 2. 完成相關名冊整理
T+5	有價證券上市或上櫃公告
T+6	發放有價證券並上市或上櫃

## 三、公開申購配售

### (一) 公開申購配售之適用時機

時機	案件類型	法規依據	備註
----	------	------	----

時機	案件類型	法規依據	備註
應公開 申購配 售	已上市、上櫃公司辦理現金增資 <u>非全數</u> 提出承銷之承銷案件	承銷或再行銷售辦法第五十二條第一款後段	
	股票初次上市、上櫃案件依第七條規定對外公開銷售部分採部分競價拍賣辦理者，其餘數應以公開申購配售方式辦理。	承銷或再行銷售辦法第五十二條第二款、第七條第一款	公營事業及其他法令另有規定者不適用
	附認股權公司債、公開招募案件依第七條規定對外公開銷售部分採部分競價拍賣辦理者，其餘數應以公開申購配售方式辦理。	承銷或再行銷售辦法第五十二條第二款、第七條第三款	公營事業及其他法令另有規定者不適用
	以已發行股票或現金增資發行新股辦理股票初次上市、上櫃前之承銷案件依第二十一條規定對外公開銷售部分採部分詢價圈購辦理者，其餘數應以公開申購配售方式辦理。	承銷或再行銷售辦法第五十二條第三款、第二十一條	1. 左列案件依申購倍數彈性調整公開申購比例由 10%至 30%。 2. 公營事業、依證交所「有價證券上市審查準則」第六條、第六條之一或櫃檯買賣中心「參與公共建設之民間機構申請股票上櫃之補充規定」及其他法令規定申請股票初次上市、上櫃者不在此限。
	募集公司債、金融債券、台灣存託憑證及公開招募案件依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方式辦理。	承銷或再行銷售辦法第五十二條第三款、第二十二條	

時機	案件類型	法規依據	備註
	募集普通公司債、金融債券、不動產資產信託受益證券、受託機構公開招募受益證券或特殊目的公司公開招募資產基礎證券及附認股權公司債之承銷案件依第三十一條第一項規定採部分洽商銷售辦理者，其餘數應以公開申購配售方式辦理。	承銷或再行銷售辦法第五十二條第四款、第三十一條第一項	
	公營事業及依其他法令規定辦理初次上市、上櫃對外公開銷售未依第六條採競價拍賣或依第二十一條採詢價圈購辦理承銷者。	承銷或再行銷售辦法第五十二條第五款	
	公營事業及依證交所「有價證券上市審查準則」第六條、第六條之一或櫃檯買賣中心「參與公共建設之民間機構申請股票上櫃之補充規定」，辦理股票初次上市、上櫃採全數公開申購配售之承銷案件，其過額配售部分，未採洽商銷售方式辦理者，應以公開申購配售方式辦理。	承銷或再行銷售辦法第五十二條第六款	

時機	案件類型	法規依據	備註
	1. 轉換公司債、附認股權公司債承銷案件及依證券交易法第二十二條第三項規定辦理之公開招募案件(以下簡稱公開招募案件) <u>未以競價拍賣方式辦理者</u> 2. 募集公司債、金融債券、台灣存託憑證及公開招募案件 <u>未以詢價圈購方式辦理者</u> 3. 受託機構募集受益證券或特殊目的公司募集資產基礎證券承銷案件、不動產資產信託受益證券承銷案件 <u>未以詢價圈購方式辦理者</u> 4. 募集普通公司債、金融債券、不動產資產信託受益證券、受託機構公開招募受益證券或特殊目的公司公開招募資產基礎證券及附認股權公司債之承銷案件 <u>未以洽商銷售方式辦理者</u> 5. 公營事業之公開招募承銷案件採 <u>全民釋股者</u> 6. 公營事業及依證交所「有價證券上市審查準則」第六條、第六條之一或櫃檯買賣中心「參與公共建設之民間機構申請股票上櫃之補充規定」，辦理股票初次上市、上櫃採全數公開申購配售之承銷案件，如有辦理過額配售，該過額配售部分，不採洽商銷售方式辦理者	承銷或再行銷 售辦法第 五十二條第 一款前段	左列案件 1 至 6，係指 <u>非</u> 依第六條第二項、第二十二條、第二十二條之一第二款及第三款、第三十一條規定辦理之承銷案件。

## (二) 公開申購配售之方式

公開申購配售之方式	案件類型	法規依據	備註
全數公開申購配售	1. 轉換公司債、附認股權公司債承銷案件及依證券交易法第二十二條第三項規定辦理之公開招募案件	承銷或再行銷 售辦法第 五十二條 第一款	左列案件 1 至 6，係指 <u>非</u> 依第六條第二項、第二十二條、第二十二條之一第二款及第三款、第三十一條規定辦理之承銷案

	<p>(以下簡稱公開招募案件)未以競價拍賣方式辦理者</p> <p>2. 募集公司債、金融債券、台灣存託憑證及公開招募案件未以詢價圈購方式辦理者</p> <p>3. 受託機構募集受益證券或特殊目的公司募集資產基礎證券承銷案件、不動產資產信託受益證券承銷案件未以詢價圈購方式辦理者</p> <p>4. 募集普通公司債、金融債券、不動產資產信託受益證券、受託機構公開招募受益證券或特殊目的公司公開招募資產基礎證券及附認股權公司債之承銷案件未以洽商銷售方式辦理者</p> <p>5. 公營事業之公開招募承銷案件採全民釋股者</p> <p>6. 公營事業及依證交所「有價證券上市審查準則」第六條、第</p>	<p>件</p>
--	---	----------

	六條之一或櫃檯買賣中心「參與公共建設之民間機構申請股票上櫃之補充規定」，辦理股票初次上市、上櫃採全數公開申購配售之承銷案件，如有辦理過額配售， <u>該過額配售部分，不採洽商銷售方式辦理者</u>		
	7. 已上市、上櫃公司辦理現金增資 <u>非全數</u> 提出承銷之承銷案件		
部分競價拍賣、部分公開申購配售（公開申購配售部分不超過承銷總數百分之二十）	股票初次上市、上櫃案件	承銷或再行銷售辦法第五十二條第二款、第七條第一款	公營事業及其他法令另有規定者不適用
部分競價拍賣、部分公開申購配售	附認股權公司債、公開招募案件	承銷或再行銷售辦法第五十二條第二款、第七條第三款	公營事業及其他法令另有規定者不適用
部分詢價圈購、部分公開申購配售（依申購倍數彈性調整公開申購比例由10%至30%）	以已發行股票或現金增資發行新股辦理股票初次上市、上櫃前之承銷案件	承銷或再行銷售辦法第五十二條第三款、第二十一條	公營事業、依證交所「有價證券上市審查準則」第六條、第六條之一或櫃檯買賣中心「參與公共建設之民間機構申請股票上櫃之補充規定」及其他法令規定申請股票初次上市、上櫃者不在此限。

部分詢價圈購、部分公開申購配售	募集公司債及金融債券、募集台灣存託憑證、公開招募案件	承銷或再行銷售辦法第五十二條第三款、第二十二條	
部分洽商銷售、部分公開申購配售	募集普通公司債、金融債券、不動產資產信託受益證券、受託機構公開招募受益證券或特殊目的公司公開招募資產基礎證券及附認股權公司債之承銷案件	承銷或再行銷售辦法第五十二條第四款、第三十一條第一項	
全數公開申購配售	公營事業及依其他法令規定辦理初次上市、上櫃對外公開銷售未依第六條採競價拍賣或依第二十一條採詢價圈購辦理承銷者	承銷或再行銷售辦法第五十二條第五款	
	公營事業及依證交所「有價證券上市審查準則」第六條、第六條之一或櫃檯買賣中心「參與公共建設之民間機構申請股票上櫃之補充規定」，辦理股票初次上市、上櫃採全數公開申購配售之承銷案件，其過額配售部分，未採洽商銷售方式辦理者	承銷或再行銷售辦法第五十二條第六款	

### (三) 公開申購作業流程

依承銷或再行銷售辦法第五十三條、第六十二條、第六十三條、申報承銷契約處理程序第二條規定，已上市或上櫃公司辦理現金增資辦理公開申購承銷案件、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、及以

已發行股票辦理初次上市或初次上櫃之公開申購配售承銷案件，應依下列作業流程辦理：

T-3	向公會申報聲明書、承銷契約申報書、檢查表
T	完成承銷價格訂定
T+1	1. 刊登承銷公告 2. 申購開始日
T+3	1. 申購截止日 2. 申購人申購處理費、認購價款及中籤通知郵寄工本費繳存往來銀行截止日
T+4	1. 申購處理費、認購價款及中籤通知郵寄工本費扣繳日 2. 經紀商之往來銀行辦理申購人申購處理費、認購價款及中籤通知郵寄工本費扣繳事宜
T+5	公開抽籤日
T+6	申購處理費、預扣認購價款及郵寄工本費解交日
T+7	洽特定人認購
T+8	1. 承銷商餘額包銷 2. 發行人向證交所或櫃檯中心申請有價證券上市或上櫃
T+9	1. 完成相關名冊整理 2. 有價證券送存集保
T+10	有價證券掛牌上市或上櫃公告
T+11	1. 集保公司劃撥有價證券至認購人集保帳戶 2. 有價證券上市或上櫃

#### (四) 同時辦理詢價圈購及公開申購作業流程

依承銷或再行銷售辦法第四十二之一條規定，同時以詢價圈購及公開申購配售方式辦理之初次上市、上櫃前之承銷案件，應依下列作業流程辦理：

T-6	向公會申報詢價圈購約定書
T-4	刊登詢價公告（公開申購配售公告應併同辦理）及開始受理詢價圈購
T-3	公開申購開始日
T-1	詢價圈購及公開申購截止日暨申購人申購處理費、認購價款（按詢

	價圈購預計承銷價格可能範圍之上限計算)及中籤通知郵寄工本費繳存往來銀行截止日
T	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 訂定承銷價格，主辦承銷商並應將實際承銷價格，通知證交所及公會</li> <li>2. 依證交所彙整之公開申購數量計算申購倍數，調整詢價圈購及公開申購之數量</li> <li>3. 辦理詢價圈購配售</li> <li>4. 簽訂承銷契約</li> <li>5. 申購處理費、認購價款及中籤通知郵寄工本費扣繳日，暨經紀商之往來銀行辦理申購人申購處理費、認購價款及中籤通知郵寄工本費扣繳事宜</li> </ol>
T+1	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 公開抽籤日</li> <li>2. 向公會報備承銷契約</li> <li>3. 寄發配售通知、公開說明書及通知繳款</li> </ol>
T+2	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 辦理承銷配售公告</li> <li>2. 圈購人繳款</li> <li>3. 經紀商辦理無息退回未中籤人之預扣認購價款及郵寄工本費，未中籤人之申購處理費不予退回</li> <li>4. 主辦承銷商訂定之承銷價格與預扣價款如有價差，經紀商辦理無息退回中籤人之預扣承銷價款與實際承銷價款價差之退款作業</li> <li>5. 承銷商應將中籤通知書及公開說明書(或應募書)以限時掛號寄發各中籤人</li> <li>6. 發行人向證交所或櫃檯中心申請有價證券上市或上櫃</li> </ol>
T+3	特定人繳款(主辦承銷商應於當日中午十二時前確認特定人已繳交價款)或承銷商自行認購
T+4	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 完成股東名冊整理</li> <li>2. 發行人將價款繳納憑證送交集中保管結算所，或申請上市(櫃)公司將股票送存集中保管結算所</li> <li>3. 有價證券掛牌上市或上櫃公告</li> </ol>
T+5	有價證券上市或上櫃

#### 四、洽商銷售

## (一) 洽商銷售之適用時機

時機	案件類型	法規依據	備註
應洽商銷售	1. 發行認購(售)權證之承銷案件 2. 普通股股票辦理股票初次上市、上櫃採競價拍賣方式之承銷案件，如有辦理過額配售，該過額配售部分	承銷或再行銷售辦法第三十一條第二項、第四項	
得洽商銷售	1. 募集普通公司債、金融債券、不動產資產信託受益證券、受託機構公開招募受益證券或特殊目的公司公開招募資產基礎證券及附認股權公司債之承銷案件 2. 公營事業之公開招募承銷案件，如係採全民釋股者 3. 公營事業及依證交所「有價證券上市審查準則」第六條、第六條之一或櫃檯買賣中心「參與公共建設之民間機構申請股票上櫃之補充規定」，辦理股票初次上市、上櫃採全數公開申購配售之承銷案件，如有辦理過額配售，該過額配售部分	承銷或再行銷售辦法第三十一條第一項、第三項、第五項	

## (二) 洽商銷售之方式

洽商銷售之方式	案件類型	法規依據	備註
全數或部分洽商銷售	1. 募集普通公司債、金融債券、不動產資產信託受益證券、受託機構公開招募受益證券或特殊目的公司公開招募資產基礎證券及附認股權公司債	承銷或再行銷售辦法第三十一條第一項及第三項	

	<p>之承銷案件</p> <p>2. 公營事業之公開招募承銷案件，如係採全民釋股者</p>		
全數洽商銷售	<p>1. 發行認購（售）權證之承銷案件</p> <p>2. 普通股股票辦理股票初次上市、上櫃採競價拍賣方式之承銷案件，如有辦理過額配售，該過額配售部分</p> <p>3. 公營事業及依證交所「有價證券上市審查準則」第六條、第六條之一或櫃檯買賣中心「參與公共建設之民間機構申請股票上櫃之補充規定」，辦理股票初次上市、上櫃採全數公開申購配售之承銷案件，如有辦理過額配售，該過額配售部分</p>	承銷或再行銷售辦法第三十一條第二項、第四項及第五項	

#### 肆、價格訂定

按承銷價格之訂定不但關係發行計畫之成敗，且對於發行公司、證券承銷商及投資大眾之利益均有相當影響。如承銷價格偏低，證券固然易於售出，但影響發行公司之利益及證券承銷商之收益，如價格偏高則不易售出證券，

發行公司與證券承銷商均可能因此受損<sup>12</sup>。而依承銷或再行銷售辦法第四條第一項規定：「證券承銷商辦理有價證券之承銷，其承銷價格以左列方式之一為之：一、競價拍賣（第一款）二、詢價圈購（第二款）三、與發行公司、發行機構或有價證券持有人議定（第三款）」可知證券承銷商辦理有價證券之承銷，其承銷價格係以（1）競價拍賣、（2）詢價圈購、及（3）與發行公司、發行機構或有價證券持有人議定價格等三種方式辦理。

茲以現金增資普通股為例，就上市（櫃）前承銷參考價格之訂定及已上市（櫃）承銷參考價格之訂定二者，說明如后。

### 一、上市（櫃）前承銷參考價格之訂定

IPO 案件承銷價格之決定，原係依據證期局於八十一年二月十二日發布之「股票承銷價格訂定使用財務資料注意事項」中所訂定之市場慣用公式，計算一參考價後，由承銷商與發行公司參酌市場行情、未來產業前景及公司經營績效等因素後共同議定。由於承銷價格慣用計算公式訂定已久，且有較注重歷史財務資訊、類似公司之選樣易被操縱、公式中每股稅後純益及每股股利易受財務預測影響、依現行一年期定期存款利率求得之股利還原值造成承銷參考價偏離市場行情及各計算因子之權值缺乏財務管理理論基礎等缺點，為回歸市場機制，金管會乃於九十三年十二月六日以金管證一字第 0930005849 號令廢除股票承銷價格訂定使用財務資料注意事項<sup>13</sup>。

目前承銷商就 IPO 案件承銷價格之訂定，依承銷或再行銷售辦法第三十條第二項規定：「初次上市、上櫃前之承銷案件應參考詢價圈購狀況、一個月內之興櫃市場價格及主、協辦承銷商之研究報告訂定承銷價格，並應提出合理說明；若承銷價格與訂價日前一營業日之興櫃價格差距達百分之五十時，

<sup>12</sup> 賴英照，《證券交易法逐條釋義（二）》，三民書局，頁 597（1990 年 3 月）；朱峻賢，《證券承銷商業務之法律責任》，國立政治大學法律研究所碩士論文，頁 79（2000 年）。

<sup>13</sup> 王方伶、楊慧敏，〈淺談承銷制度改進措施〉，《證券暨期貨專刊》，第 23 卷第 6 期，頁 28（2005 年 6 月）。

應具體說明訂價之理由」此外，依承銷商自律規則第五之二條第一項規定：「承銷商輔導發行公司以現金增資發行普通股申請初次上市（櫃）案件，向金管會申報案件時應以合理之方式訂定暫定價格，並敘明實際發行價格如有變動，導致募集資金不足時之處理或募集資金增加時之資金用途及預計效益，承銷商並應就其適法性及合理性評估」，可知 IPO 案件承銷價格之訂定，係由承銷商以專業評價能力評估後，再與發行公司議定，使承銷價格訂定更具彈性、合理化，並發揮承銷商之專業評價功能。

## 二、已上市（櫃）承銷參考價格之訂定

依承銷商自律規則第六條第一項規定：「承銷商輔導上市（櫃）公司辦理現金增資發行普通股如採公開申購配售辦理承銷，其發行價格之訂定，於向金管會申報（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，皆不得低於其前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價簡單算術平均數扣除無償配股除權（或減資除權）及除息後平均股價之七成。」同規則第七條第一項規定：「承銷商輔導上市（櫃）公司辦理現金增資發行普通股經股東會決議原股東全數放棄優先認股者，如採詢價圈購方式辦理承銷，其發行價格之訂定，於向金管會申報（請）案件、辦理詢價圈購公告及向本公會申報承銷契約時，皆不得低於其前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股除權（或減資除權）及除息後平均股價之九成；如採競價拍賣方式辦理承銷，其發行價格之訂定，於向金管會申報（請）案件、向本公會申報辦理競價拍賣公告時，皆不得低於其前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股除權（或減資除權）及除息後平均股價之九成。」可知已上市（櫃）承銷參考價格之訂定，如採公開申購配售辦理承銷者，不得低於承銷商自律規則第六條第一項所訂平均股價之七成；如採全數詢價圈購案件或全數競價拍賣案件者，不得低於承銷商自律規則第七條第一項所訂平均股價之九成。

## 伍、報酬來源

承銷商主要收入有承銷輔導費、承銷手續費及申購處理費，茲分別說明如下：

### 一、承銷輔導費

目前證券承銷商恰收輔導費用，依其性質為發行公司申請上市（櫃）案、發行公司規劃評估籌資案、及發行公司委託專案研究或評估案而有不同。

### 二、承銷手續費

依證券交易法第八十二條規定：「證券承銷商包銷之報酬或代銷之手續費，其最高標準，由主管機關以命令定之」，而金管會九十三年十二月六日金管證二字第 0930005837 號令規定，為導正承銷配售專業化及承銷業務收費來源合理化，證券承銷商與發行公司議定之包銷報酬或代銷手續費調整為包銷之報酬最高不得超過包銷有價證券總金額之百分之十，代銷之手續費最高不得超過代銷有價證券總金額之百分之五。

### 三、申購處理費

依承銷或再行銷售辦法第五十六條規定，申購人就每一種有價證券之公開申購僅能選擇一家經紀商辦理申購，不得重複申購，且每一申購人限申購一銷售單位。每件處理費新台幣二十元，處理費由接受申購之經紀商通知往來銀行自申購人銀行帳戶扣繳。

## 第三節 我國有價證券承銷制度現況之檢討

### 壹、承銷商間削價競爭

我國承銷市場向來競爭激烈，承銷商間以削價競爭甚而不收取費用之方式爭取客戶，在過去的承銷實務上時有所聞，究其原因，固然與國內承銷商

家數眾多<sup>14</sup>產生供過於求的現象不無相關，惟承銷商為藉由爭取承銷案件以便先行保留一定比例有價證券自行認購後，嗣後再伺機於市場上賣出以賺取資本利得，無寧乃證券承銷商願以前開方式爭取客戶的主要原因之一。

關於現行承銷收費制度，為導正承銷配售專業化及承銷業務收費來源合理化，主管機關除於承銷新制實施之際，強制取消申請初次上市櫃案件承銷商得先行保留一定比例有價證券自行認購之權利外<sup>15</sup>，證券承銷商與發行公司議定之包銷報酬，並已由原訂最高不得超過包銷有價證券總金額之百分之五，調整為最高不得超過包銷有價證券總金額之百分之十<sup>16</sup>。

而經本所向國內承銷商業者洽詢有關目前餘額包銷案件承銷商費用收取情形顯示，由於國內承銷市場競爭激烈，為免承銷商間過度削價競爭，實務上承銷商於洽談承銷報酬時，每一餘額包銷案件收費總額大致均不會低於新台幣五百萬元或承銷金額百分之二點五，惟若承銷商嗣後將其向發行公司收取的承銷報酬全部退回或部分退回發行公司，以利其向發行公司爭取承銷案件，亦有耳聞。

以申請初次上市上櫃承銷案件來看，倘若承銷案件金額不大，縱然承銷商並無前述退回承銷報酬情事，但因承銷商為收取承銷報酬需投入大批人力進行發行公司之輔導及撰寫報告，除承擔專業報告之責任外，並須承擔包銷股票之風險，就經驗上而言，其所需投入之成本似恆大於前開實務現況下承銷商所得收費之數額。倘若在現行餘額包銷制度下，承銷商受限於目前承銷市場的高度競爭生態，致無法與發行公司洽談合理數額的報酬，無形中將使

<sup>14</sup> 截至 95 年 9 月 4 日為止，國內具備承銷商資格的銀行、投資信託公司及證券商共計七十家，而實際承辦案件者約二十家左右，參見證券商業同業公會網站，available at：  
<http://www.csa.org.tw/downdoc/add/證券商通訊錄總公司.xls> (last visited on 2006/9/4)；參見前揭註 2 文，頁 12。

<sup>15</sup> 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。

<sup>16</sup> 參見金管會 93 年 12 月 6 日金管證二字第 0930005837 號令。

申請初次上市上櫃承銷案件流於承銷商為發展其與發行公司間互動關係的「賠錢貨」<sup>17</sup>，並可能進而影響承銷案件應有的服務品質。

## 貳、風險與報酬不對稱

我國現行有價證券承銷制度之實務運作，大部分承銷案件均係採取包銷作為有價證券承銷方式，且若採取包銷方式者又一律須以餘額包銷方式始得為之。在餘額包銷制度下，由於國內承銷市場高度競爭，承銷商為爭取承銷案件，所收取的報酬數額往往偏低。惟就其所承受之風險來看，由於遇有市況熱絡時，承銷商無法參與認購其所承銷之有價證券，而遇有市況不佳時，承銷商在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，未能向投資人全數銷售時，負有自行認購贖餘數額之義務<sup>18</sup>，致使承銷商可能受有之損失數額與在實務現況下所得收取之承銷報酬顯不相稱。

本研究計畫茲為便於後續從實務上所發生之承銷案例，探討承銷商在現行餘額包銷制度下所面臨之風險與報酬不對稱之情形，爰整理國內近三年來投資人參與認購之承銷案件中，中籤率達百分之百者如下：

抽籤日期	證券名稱	發行性質	申購開始日	申購結束日	承銷張數	承銷價(元)	主辦券商	申購張數	總承銷金額(元)	總合格件	繳款件數
93.06.09	佳邦科技	初次上櫃	93.06.01	93.06.04	1,829	38.00	倍利國際	1	69,502,000	561	204
93.06.10	華冠通訊	初次上市	93.06.03	93.06.07	9,599	45.00	富邦證券	1	431,955,000	2,462	272
93.06.24	擎亞國際科技	初次上櫃	93.06.15	93.06.18	3,339	25.00	倍利國際	1	83,475,000	1,333	216
93.06.30	宏億國際	初次上櫃	93.06.21	93.06.25	3,158	26.00	寶來證券	1	82,108,000	2,998	258

<sup>17</sup> 參照下表可知，我國於民國九十四年實施承銷新制後，整體承銷案件數明顯受到影響。

	90年度	91年度	92年度	93年度	94年度
承銷案件數	291	352	317	354	180
上市櫃後現金增資案件數	69	79	41	41	51
初次上市案件數	23	34	22	13	2
初次上櫃案件數	107	98	69	79	39
初次上市櫃案件數	130	132	91	92	41

資料來源：整理自券商公會網站，available at：<http://www.csa.org.tw/B003/B036.asp> (last visited on 2006/9/1)。

<sup>18</sup> 證券交易法第七十一條第一項。

抽籤日期	證券名稱	發行性質	申購開始日	申購結束日	承銷張數	承銷價(元)	主辦券商	申購張數	總承銷金額(元)	總合格件	繳款件數
93.07.05	遠茂光電	初次上市	93.06.25	93.06.30	8,149	63.00	倍利國際	1	513,387,000	273	65
93.07.29	日盛金融控股	上市增資	93.07.20	93.07.23	42,500	10.00	台灣工銀證券	5	425,000,000	4,170	107
93.08.11	致新科技	初次上櫃	93.08.03	93.08.06	1,810	38.00	台証證券	1	68,780,000	91	32
93.08.18	洪氏英科技	上櫃增資	93.08.10	93.08.13	5,315	16.00	富邦證券	1	85,040,000	740	70
93.08.31	凌巨科技	初次上櫃	93.08.23	93.08.26	10,000	16.00	金鼎證券	2	160,000,000	1,442	408
93.09.02	瑞穎公司	初次上櫃	93.08.25	93.08.30	1,760	35.00	元富證券	1	61,600,000	363	110
93.09.13	茂訊電腦	初次上櫃	93.09.03	93.09.08	4,381	27.00	台証證券	1	118,287,000	299	153
93.09.24	弘如洋生技	初次上櫃	93.09.16	93.09.21	971	34.00	元富證券	1	33,014,000	548	280
93.10.21	寶碩財務科技	上市增資	93.10.15	93.10.18	1,400	10.50	富邦綜合證券	1	14,700,000	129	19
93.11.04	元矽光電科技	初次上市	93.10.27	93.11.01	4,049	29.00	建華證券	1	117,421,000	665	1,205
93.11.11	千如電機工業	初次上櫃	93.11.03	93.11.08	1,277	15.60	華南永昌證券	1	19,921,200	676	454
93.11.15	李洲科技	初次上櫃	93.11.07	93.11.10	4,419	16.80	統一綜合證券	1	74,239,200	465	226
93.11.17	冠華科技	上櫃增資	93.11.09	93.11.12	11,541	11.00	中信證券	1	126,951,000	1,464	253
93.11.17	信億科技	初次上櫃	93.11.09	93.11.12	1,967	38.00	元大京華證券	1	74,746,000	236	111
93.11.25	聯瞻科技	上櫃增資	93.11.17	93.11.22	1,900	10.00	台証證券	1	19,000,000	549	64
93.12.01	明泰科技	初次上櫃	93.11.23	93.11.26	9,375	27.00	一銀證券	1	253,125,000	2,951	885
93.12.02	元山科技工業	初次上櫃	93.11.24	93.11.29	2,409	15.00	華南永昌證券	1	36,135,000	1,287	657
93.12.03	福葆電子	初次上櫃	93.11.25	93.11.30	4,745	10.50	建華證券	1	49,822,500	481	289
93.12.08	商丞科技	初次上櫃	93.11.30	93.12.03	1,499	28.00	日盛證券	1	41,972,000	263	109
93.12.09	協禧電機	初次上櫃	93.12.01	93.12.06	2,603	16.00	建華證券	1	41,648,000	2,197	895
94.01.11	光洋應用材料科技	初次上櫃	94.01.03	94.01.06	2,775	45.00	中信證券	1	124,875,000	1,875	268
94.01.13	僑威科	初次	94.01.06	94.01.10	4,607	23.00	日盛	1	105,961,000	1,243	165

抽籤日期	證券名稱	發行性質	申購開始日	申購結束日	承銷張數	承銷價(元)	主辦券商	申購張數	總承銷金額(元)	總合格件	繳款件數
	技	上櫃					證券				
94.01.24	越峯電子材料	初次上櫃	94.01.14	94.01.19	5,124	15.00	元大京華證券	1	76,860,000	1,213	625
94.02.02	金麗科技	初次上櫃	94.01.25	94.01.28	1,579	19.00	建華證券	1	30,001,000	443	297
94.02.14	凱崑電子	上市增資	94.01.28	94.02.01	1,870	11.00	一銀證券	1	20,570,000	792	784
94.04.21	美亞鋼管廠	上市增資	94.04.13	94.04.18	1,275	23.40	群益證券	1	29,835,000	987	79
94.05.30	中國農民銀行	上市增資	94.05.20	94.05.25	64,705	10.00	台灣工銀證券	5	647,050,000	1,658	69
94.05.30	臺灣中小企業銀行	上市增資	94.05.22	94.05.25	176,735	10.00	台灣工銀證券	5	1,767,350,000	10,220	1,811
94.06.02	基泰營造	上市增資	94.05.27	94.06.02	1,800	11.00	群益證券	1	19,800,000	1,048	976
94.09.13	台南區中小企業銀行	上市增資	94.09.05	94.09.08	34,200	10.70	富邦綜合證券	5	365,940,000	1,474	104
94.10.26	泰金寶科技第2台存憑	存託憑證	94.10.18	94.10.21	164,150	4.10	建華證券	2	673,015,000	21,514	17,430
94.12.13	業強科技	上櫃增資	94.12.06	94.12.09	900	45.00	寶來證券	1	40,500,000	199	199
95.03.09	萬旭電業	上櫃增資	95.03.02	95.03.07	850	30.00	日盛證券	1	25,500,000	659	659
95.03.21	安泰商業銀行	上市增資	95.03.14	95.03.17	27,600	10.00	統一綜合證券	3	276,000,000	124	124
95.06.23	日揚科技	上櫃增資	95.06.19	95.06.21	748	35.00	台証綜合證券	1	26,180,000	495	495
95.06.30	聯合骨科器材	上櫃增資	95.06.28	95.06.28	765	11.50	日盛證券	1	8,797,500	459	459
95.07.06	泰金寶科技存託憑證	上市增資	95.06.30	95.07.04	220,000	4.50	建華證券	2	990,000,000	21,675	21,675
95.08.10	廣運機械工程	上櫃增資	95.08.04	95.08.08	1,700	38.00	富邦綜合證券	1	64,600,000	642	642

資料來源：整理自券商公會網站<sup>19</sup>。

<sup>19</sup> available at : <http://www.csa.org.tw/B003/B031.asp> (last visited on 2006/9/25)。

綜觀前開實務案例可知，承銷商倘若未能將有價證券向投資人全數銷售時，由於在現行餘額包銷制度下，承銷商於承銷契約所訂定之承銷期間屆滿後就賸餘數額負有自行認購之義務，復因餘額包銷之有價證券未能向投資人全數銷售之原因殆係因其市況不佳，致使投資人不願參與認購，是以，倘承銷商所認購之前開有價證券數量愈多，損失將愈為慘重。

以遠茂光電股份有限公司（下稱「遠茂光電」）初次上市案為例，其總承銷金額為 513,387,000 元，承銷張數共計 8,149 張，繳款件數卻僅 65 件，承銷商在現行餘額包銷制度下依法必須就投資人繳款件數以外之數量自行認購，惟遠茂光電於九十三年七月三十日掛牌上市後，由於資本市場環境變動，股價跌跌不休<sup>20</sup>，致使主辦承銷商倍利證券損失慘重<sup>21</sup>，損失金額高達八億多元<sup>22</sup>。倘若依此對照前開有關承銷商在現行實務上就餘額包銷案件所得收取之承銷報酬之現況<sup>23</sup>，將益加凸顯承銷商在現行餘額包銷制度下所面臨之風險與報酬並不對稱。

## 參、承銷訂價偏離市場價格

20

93 年遠茂 月成交資訊								
年度	月份	最高價	最低價	加權(A/B)平均價	成交筆數	成交金額仟元(A)	成交股數仟股(B)	成交週轉率(%)
93	7	51.50	51.50	51.50	4	257	5	0.00
93	8	47.90	26.60	30.27	5,397	497,784	16,442	9.78
93	9	34.50	26.40	31.54	6,692	642,752	20,378	9.91
93	10	28.60	18.20	23.55	6,392	427,092	18,129	8.82
93	11	18.50	15.50	17.19	5,677	347,140	20,192	9.82
93	12	18.10	15.60	16.71	5,498	329,238	19,691	9.58

資料來源：摘錄自臺灣證券交易所網站。available at：

[http://www.tse.com.tw/ch/trading/exchange/FMSRFK/genpage/Report200409/2004\\_F3\\_1\\_10\\_3142.php?STK\\_NO=3142&myear=2004](http://www.tse.com.tw/ch/trading/exchange/FMSRFK/genpage/Report200409/2004_F3_1_10_3142.php?STK_NO=3142&myear=2004) (last visited on 2006/9/25)。

<sup>21</sup> 劉家熙，〈遠茂上市後一路跌〉，工商時報，2005 年 10 月 4 日。

<sup>22</sup> 有時股市行情不佳，承銷商所認購的股票還是會賠錢，如一向以承銷業務擅長的倍利國際證券，2004 年光是一檔電子新股就讓倍利大賠了八億多元。參見江妍慧，〈股票承銷新制 承銷商不敢大意〉，新臺灣新聞週刊，第 459 期，2005 年 1 月 10 日。

<sup>23</sup> 參見第二章第三節壹。

對資本形成效率而言，使證券發行價格貼近市價，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，有效率之配售作業亦為其關鍵因素。我國過去實務常採用之配售方式，承銷價格訂定至可交易日，依各種配售方式而有不同，惟最短仍需二十四日，最長甚至達六十日，此期間可能產生價格與市價背離之時間風險，顯示我國過去之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<sup>24</sup>。

近年來，我國為提昇證券發行市場品質，針對前述承銷時程冗長之缺失，承銷制度在幾經演進後，各類承銷配售之作業時程業已大幅縮短<sup>25</sup>，其中，同時以詢價圈購及公開申購配售方式辦理之初次上市、上櫃前之承銷案件，將調整為訂價後 5 個營業日後掛牌；已上市、上櫃公司現金增資全數提出承銷，且對外公開銷售部分全數辦理詢價圈購配售案，將調整為訂價後 6 個營業日後掛牌。由於前開作業時程相較於過去實務之作業時程業已大幅縮短，其因此產生價格與市價背離之時間風險亦將同步趨緩，勢將有利於我國承銷配售作業朝向落實時價發行之目標邁進，俾以進一步健全國內證券發行市場。

惟於九十五年四月十二日前，我國承銷新制依缺失處理辦法規定<sup>26</sup>，主辦承銷商需負責掛牌首五日平均收盤價不得跌破承銷價，且掛牌後一個月之平均收盤價跌幅超過大盤或同類股價指數跌幅的百分之十將依規定處記缺失五至十點，從而影響承銷商管理評分<sup>27</sup>。

在前開情況下，就承銷商而言，為免承擔申請初次上市櫃承銷案件的市價跌破承銷價所帶來的前開風險，當其與發行公司洽訂承銷價時，心態上即不免偏向壓低承銷價格。

<sup>24</sup> 呂東英、周行一，〈國內現行承銷制度檢討與改善方案〉，中華民國公司組織研究發展協會研究，中華民國證券商同業公會委託，頁 59-60 (2002 年 7 月)。

<sup>25</sup> 請參見第二章第二節參有關我國各類配售方式之作業流程。

<sup>26</sup> 請參見缺失處理辦法 95 年 4 月 12 日修正前第五條原條文。

<sup>27</sup> 參見前揭註 2 文，頁 10。

就發行公司而言，一方面，申請初次上市櫃承銷案件於承銷新制實施後，由於承銷標的係以新股承銷為原則，公司經營者並非以老股作為承銷標的，是以承銷商將訂價壓低乙事，較不致嚴重影響經營者自身權益；另一方面，公司經營者為藉由上市櫃後的股價上漲，進而營造市場投資人對發行公司的認同，倘若承銷商基於避免承擔承銷風險的理由而欲壓低承銷價格，公司經營者多半也就不致過於排斥，更有甚者，由於公司經營者抓住承銷商，不想使 IPO 之後股價跌破承銷價的心理，所以故意壓低承銷價，並且強勢主導圈購作業，甚至也有些 IPO 公司的大股東，在進行圈購的同時，利用人頭戶大舉卡位，待上市櫃之後，利用承銷新制前五日無漲跌幅限制，狠狠地撈了一大票<sup>28</sup>。

至於就投資人而言，由於有恃於承銷商負有 IPO 案件之股價跌破承銷價之責任，自然容易導致投資人產生參與認購初次上市櫃承銷案件，縱然股價低於承銷價時承銷商亦會護盤，進而穩賺不賠的心態。

以今(九十五)年三月上櫃之益通光能為例，其承銷價訂為每股 218 元，係經推薦證券商評估訂價時該公司之經營績效、獲利情形、產業前景及參考該公司最近三個月(九十四年九月二十三日至九十四年十二月二十二日)興櫃市場每日均價之平均值 290.96 元，並考量市場可能之流動性貼水予以七五折計算，再依詢價圈購彙總情況，與該發行公司共同議定<sup>29</sup>。惟在承銷價訂定後，股價一路飆漲至 800 元以上，由於價差過大，造成新股掛牌公開申購熱潮，並引來主管機關關切訂價的合理性及是否有人為操控等相關問題，適足以說明承銷商負擔護盤責任，應亦為承銷訂價壓低的主要原因之一。

---

<sup>28</sup> 參見《錢潮雜誌》，第 152 期。available at: <http://fn.yam.com/fninfo/php/article.php/362786/3> (last visited on 2006/9/15)。

<sup>29</sup> 參見「華南永昌綜合證券股份有限公司等共同包銷益通光能科技股份有限公司九十四年度現金增資辦理初次上櫃前公開承銷之普通股股票銷售辦法公告」。

## 肆、配售方式之公平與效率

我國證券承銷制度之理念，向來對於使金融市場變成促進財富公平分配之工具極為重視，從而亦使我國證券市場之承銷方式、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差異，惟在注重保護投資人權益之影響下，使我國在承銷制度所表現出之特徵如全民運動、證券折價發行及承銷商在資本市場所應扮演之角色功能不彰等現象，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利平等，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，而主管機關亦基於裸母心態而更進一步造成市場效率之嚴重扭曲<sup>30</sup>。

再者，前開原因背景亦影響主管機關決定承銷商配售之方式，就我國有價證券之配售方式來看，配售方式雖然包含詢價圈購、公開申購、競價拍賣及洽商銷售等四種，惟實務上向以詢價圈購及公開申購為主。由於詢價圈購之對象以承銷商熟悉之法人及中實戶為主，一般散戶投資人較難參與，而承銷案件採行公開申購者，承銷商與發行公司無法恣意安排參與認購有價證券之對象，相較於詢價圈購而言，公開申購似較能保障散戶投資人參與認購有價證券之權利，因此，縱然詢價圈購為目前最有效率的配售方式，也是承銷商最能建立配售通路之方式，但基於配售公平性之考量，倘若承銷商欲將申請初次上市櫃承銷案件的配售方式限於詢價圈購，自然也就容易遭遇來自散戶投資人方面的反對與阻力<sup>31</sup>。

<sup>30</sup> 林克孝等，〈確定包銷制度之可行性研究〉，台証綜合證券股份有限公司研究，中華民國證券商業同業公會委託，頁13（1999年9月）。

<sup>31</sup> 承銷新制上路後，券商配銷比重與相關規定也跟著修正，除了公開抽籤的比重上限，由五成降低至二成外，部分券商根本沒有將公開抽籤排入配售方式，並把該部分額度全部拿去詢圈，因此多位立法委員均向金管會反應必須進行調整，以維護小額投資人權益。惟承銷商則認為，承銷新制強化承銷商在定價考量與掛牌後維護股價的責任，而公開抽籤多以散戶為主，操作則多以

賺取掛牌後價差居多，相對也增加承銷商的風險，因此，設定公開抽籤二成的上限，的確是有助於承銷商對於客戶持股穩定度掌握提升，未來一旦將公開抽籤比重由二成向上提高，或訂定必須有一成辦理公開抽籤，勢必造成承銷商在掛牌首五日實施護盤的風險，這也是在制度調整上，須一併進行考量的部分。參見張家豪、彭禎伶，〈發行新股 至少一成須公開承銷〉，工商時報，2005 年 12 月 28 日。

## 第三章 國外有價證券承銷制度之介紹

### 第一節 美國有價證券承銷制度之介紹與分析

#### 壹、引論

美國有價證券確定包銷之方式，乃由承銷商自發行公司處買進該次發行之有價證券，然後再轉賣予投資人。承銷商於簽定承銷契約後，即開始承擔無法轉賣或以較低價格轉賣的風險。從形式上來看，承銷商因為買進發行之有價證券而成為該有價證券的所有權人，然而實質上承銷商並非以投資該發行有價證券為其目的，其所著眼者乃是賺取「承銷佣金」或「承銷價額與承銷價格間的價差（spread）」。在包銷制度之實務運作中，由於承銷商在其所收集到的意向書（indication of interests），未達到該次全部發行有價證券之總額加上百分之十五的過額配售(over-allotment)之前，通常不會簽署承銷契約，是故，承銷商所承擔的市場風險並不如其表面上巨大，在理想狀態下，承銷商所需承擔風險的時間可以縮短到一小時左右，而在此一小時中，承銷商又有出場條款（market out clause）的保護，所以包銷式承銷早已成為美國的主要承銷方式。

#### 貳、參與者

針對美國證券承銷制度為進一步之研究，本研究計畫先從一個承銷過程中，各個參與者以及它們的角色著手，此一關係之釐清與瞭解，將有助於瞭解整個承銷過程的走向和各方力量的合作和角力。在美國證券承銷制度底下，其主要參與者的定位與功能，分析如后：

##### 一、發行公司

首先，由於發行公司將從發行有價證券所募集的款項中取得最大的一部

份（通常是整個承銷金額的百分之九十三到九十九<sup>32</sup>），因此發行公司對有價證券承銷之成功與否，有著最緊密的利害關係，故即便相關法令要求發行公司對公開說明書的不完整、錯誤或誤導負無過失責任，發行公司仍對公開說明書的完整性與適法性持比較樂觀的看法，而願意承擔較多因為揭露不完整、錯誤或誤導，而對投資人產生證券法上責任的風險<sup>33</sup>。

此外，發行公司的董事、高階主管和大股東對其公司有價證券之發行亦有高度的利害關係，因為該發行案之成功將能夠為公司注入新的資金<sup>34</sup>，且大股東有時也可順搭公開發行的便車出售其手中持股，因此發行公司的董事、高階主管和大股東，也會對公開說明書的完整性與適法性持較樂觀的看法。為了減低此項道德風險，美國證券法（Securities Act of 1933）對此等會在公開說明書上簽名之人賦予了守門員的責任，使其在特定情形下必須對公開說明書之違法負法律上之責任。然而，發行公司多為董事和高階主管定有補償條款或購有責任保險<sup>35</sup>，在某種程度上，亦增加了董事和高階主管不履行守門員義務的道德風險。此外，除發行公司本身、發行公司的董事、高階主管和大股東外，發行公司的法律顧問也應在承銷中扮演重要的角色，因發行公司的法律顧問通常具有發行有價證券相關之知識與技能<sup>36</sup>。

## 二、承銷商

承銷商在整個承銷作業中，扮演專業機構的重要角色。承銷商必須在美國證券交易管理委員會（U.S. Securities and Exchange Commission，下稱「US SEC」）登記，並成為美國全國證券承銷商公會（National Association of Securities Dealer, Inc.，下稱「NASD」）之一員，方能進行承銷業務。<sup>37</sup>由於

<sup>32</sup> Kenneth J. Bialkin & William J. Grant, Jr., *Securities Underwriting – A Practitioner’s Guide*, p. 38 (Practicing Law Institute 1985).

<sup>33</sup> *Id.*

<sup>34</sup> *Id.*

<sup>35</sup> *Id.*

<sup>36</sup> *Id.*

<sup>37</sup> Jay Chandler, David Kao & Kenneth T. Cote, *US Securities Regulation and Underwriting Practice for Equity - Presentation to Securities & Futures Commission, Ministry of Finance, ROC*, p. 21 (Merrill Lynch and Brown & Wood LLP, 1999).

在確定包銷制度下，承銷商承銷佣金之獲得，乃係以承銷作業的完成為其前提要件，是故在此經濟誘因下，承銷商會有強烈的慾望要成功地完成承銷作業<sup>38</sup>。

此外，承銷商也在發行價格的訂定和公開說明書揭露範圍的決定上扮演重要的角色<sup>39</sup>。美國一九三三年證券法（Securities Act of 1933）將加諸於承銷商的民事責任上限，提高到整個發行案的承銷總額，儘管承銷商的報酬僅止於承銷總額的百分之一到百分之七<sup>40</sup>。而承銷商與發行公司的關係也很微妙，發行公司是承銷商的客戶，然而由於承銷商本身法律責任與經濟誘因等因素，承銷商在發行價格的訂定、公開說明書揭露的範圍與承銷期間發行公司之商業決定，都有意見相左的可能性<sup>41</sup>。於此同時，最終由承銷商處購買發行有價證券之投資人，也是承銷商的客戶。

再者，承銷商的競爭力指標之一，便在於其配售有價證券之能力，而此能力之取得和維持的關鍵之一，即在於承銷商與投資人良好關係之維持，故承銷商是否能夠藉由配售有利益可圖之有價證券（即價格上具競爭力之有價證券）予該等投資人，便成為承銷商必須積極努力的重點，而承銷商這方面的努力，會與承銷商的另一位客戶，即發行公司，欲以市場所能接受之最高價格賣出發行有價證券之利益互相衝突。雖然發行公司經常會為了其往後能夠在資本市場上順利募得資金而做出讓步，然而基本上這兩股利益之間的角力仍是無法避免的。此外，在確定包銷中，承銷商本身也必須承擔該有價證券的市場風險，是故，承銷商和發行公司在許多事務上的決定、考量以及立場的衝突性也就可以預見<sup>42</sup>。

承銷商的法律顧問，因為通常對承銷事務較具有經驗，所以其在承銷過

---

<sup>38</sup> Bialkin, supra n. 32, at 39.

<sup>39</sup> *Id.*

<sup>40</sup> *Id.* at 39-40.

<sup>41</sup> *Id.* at 40.

<sup>42</sup> *Id.*

程中所提出的法律上和商業上的意見，會受到承銷商的高度仰賴。<sup>43</sup>雖然承銷商在委任關係中為該法律顧問的客戶，但因為該法律顧問具律師身分，故美國證券交易相關法規與律師規範已對其賦予了對投資大眾的守門員義務和對法院的誠實義務<sup>44</sup>。

### 三、專家

註冊說明書（registration statement）中最重要的組成部份就是財務報表，所以簽證會計師便在財務報表的正確性與完整性中扮演了極其重要的角色<sup>45</sup>。美國一九三三年證券法（Securities Act of 1933）及其相關法令皆明確要求簽證會計師保持獨立並遵守一般公認會計原則和 US SEC 規則 S-X<sup>46</sup>。專家的身分，為發行公司以外參與有價證券發行之人，建立起了一道保護牆，因為此等人對於專家在公開說明書中所提供陳述之不實或誤導，僅於有理由相信其為不實或誤導時，方必須負法律責任。<sup>47</sup>這種較低的法律責任對於承銷商的責任保護，有著相當大的助益，但是發行公司或許會拒絕某些專家的介入，因為這種介入往往伴隨著對發行公司的查核和額外的費用，且其加入並不減低發行公司本身之責任<sup>48</sup>。

### 參、承銷時機與時程

有價證券上市（櫃）前之承銷、現金增資、募集公司債等，皆為有價證券承銷作業之時機。有價證券的承銷程序通常會歷時二到四個月。<sup>49</sup>在發行公司和承銷商間就交易之基本原則達成合意後，所有相關人士便會召開組織會議（organizational meeting）對相關問題做進一步的討論<sup>50</sup>，然而，此一會議召開的時間點，往往發生在各方律師和會計師尚未來得及審視有關文件以前

<sup>43</sup> *Id.* at 38.

<sup>44</sup> *Id.* at 41.

<sup>45</sup> *Id.* at 42.

<sup>46</sup> *Id.*

<sup>47</sup> *Id.* at 43-44.

<sup>48</sup> *Id.* at 44.

<sup>49</sup> *Id.* at 33.

<sup>50</sup> *Id.*

<sup>51</sup>，故此會議中許多討論的結論將只是暫時性的。在該組織會議中，各相關人等在該次有價證券發行中所扮演的角色將會被決定下來，所有業務上之問題都皆應被提出討論，而財務報表的準備和揭露問題也應在此時一併討論，以避免承銷程序因為溝通不足而有必須延遲的情形<sup>52</sup>。

之後，發行公司的法律顧問便會著手撰擬註冊說明書(包括公開說明書)，承銷團在對發行公司進行商業上和法律上查核(business due diligence and legal due diligence)後，會對該註冊說明書進行進一步的審視和修撰<sup>53</sup>。商業上和法律上查核的主要目的在於瞭解發行公司之營業細節、發現投資人應注意的可能風險與準備及撰寫公開說明書<sup>54</sup>。在註冊說明書第一次草稿完成後，通常經過三到五周的時間，承銷團隊才會向 US SEC 和美國全國證券承銷商公會秘密地提出註冊說明書<sup>55</sup>。

在提出註冊說明書後，承銷商才能針對有價證券進行承銷。暫時公開說明書(preliminary prospectus)在此時會被印製並分送到被邀請加入的承銷商<sup>56</sup>。亦會舉行公開說明會(road show)對可能的投資人進行說明<sup>57</sup>。雖然在註冊說明書正式生效前，買賣該次發行有價證券契約之成立仍是被禁止的，但要約之引誘和要約兩種法律行為則是被准許的，所以承銷商可以在此一期間之內，亦即說明書提出後、生效前，向投資人發出意向書(indication of interests)，並記錄對意向書有正面回應的投資人<sup>58</sup>。承銷商通常會收集相當於其將向發行公司承諾購買有價證券數量百分之一百一十到百分之一百一十五的正面意向書<sup>59</sup>，以測試市場對該將發行有價證券之反應。此超過百分之一百之部份即為將來過額配售的部位。承銷商可藉由此百分之十到百分之十五部

---

<sup>51</sup> *Id.*

<sup>52</sup> *Id.* at 34.

<sup>53</sup> *Id.* at 35.

<sup>54</sup> Chandler, *supra* n. 37, at 28.

<sup>55</sup> Bialkin, *supra* n. 32, at 35.

<sup>56</sup> *Id.*

<sup>57</sup> *Id.* at 35-36.

<sup>58</sup> *Id.* at 35

位的選擇權，於市場價格跌破承銷價格時，在市場上買入發行公司股票以維護承銷價格，或在市場價格超過承銷價格時，執行選擇權買入該次發行公司發行之有價證券，以填補過額配售給投資人的數量<sup>60</sup>。因為在承銷商向投資人寄送確認書前，承銷商與投資人間之買賣契約都尚未成立，所以承銷商在其與發行公司間之承銷契約生效後、但與投資人買賣契約確認書寄出前，必須承擔投資人撤回投資意向書的法律上風險<sup>61</sup>，此一過額配售亦可以提供承銷商一個百分之十到百分之十五的彈性保護區(buffer zone)。

並非所有的註冊說明書都會被 US SEC 審查<sup>62</sup>。如果註冊說明書未被審查，發行公司將會在向 US SEC 提出註冊說明書後約兩天的時間被通知<sup>63</sup>。如果註冊說明書被 US SEC 審查，其審查期間通常為三十日，審查員可能會對該註冊說明書提出意見，而法律顧問會就該意見與審查員進行討論並提出解決方案，財務和其他相關資訊也會於此期間被更新，之後，註冊說明書的補正便會由發行公司向 US SEC 提出<sup>64</sup>。發行價格通常會在註冊說明書生效前一天的收盤後約定。隔天早上，承銷商間會先簽署契約，接著承銷契約也會由主辦承銷商 (managing underwriter) 代表其他承銷商和發行公司簽訂，隨後註冊說明書價格補正書 (pricing amendment) 會向 US SEC 提出<sup>65</sup>。在註冊說明書價格補正書提出當日的早上九點半，US SEC 即會使註冊說明書發生效力。該註冊說明書之生效通常是由 US SEC 經由電話口頭通知發行公司，之後再另以書面確認<sup>66</sup>。承銷契約的約定生效日，則通常會定在註冊說明書生效後<sup>67</sup>。承銷契約生效後，發行公司在法律上正式對承銷商負有在結算日 (通常為承銷契約生效後三到五日內) 出售約定有價證券的義務，承銷商也同樣對

---

<sup>59</sup> *Id.* at 36.

<sup>60</sup> Chandler, *supra* n. 37, at 37.

<sup>61</sup> Bialkin, *supra* n. 32, at 36.

<sup>62</sup> *Id.*

<sup>63</sup> *Id.*

<sup>64</sup> *Id.*

<sup>65</sup> *Id.* at 235.

<sup>66</sup> *Id.* at 134.

<sup>67</sup> *Id.* at 235.

發行公司負有購買該發行之有價證券並交付價金的義務<sup>68</sup>。在註冊說明書生效後，承銷商會向之前表達意向的投資人送出確認書，則承銷商與該投資人間之買賣契約成立，而承銷商並向該等投資人依發行價格收取買賣價款。承銷商收取之買賣價款在扣除承銷佣金後，再將餘額給付給發行公司，而發行公司也將有價證券配發給承銷商，再由承銷商移轉給投資人<sup>69</sup>。

有關美國承銷作業時程表，整理如后：

事項	估計日期
原則討論	第一日
組織會議	第四日
撰寫註冊說明書	第五日
註冊說明書草稿傳閱	第十六日
Due Diligence	第二十六日
第一回修撰註冊說明書草稿	
第二回修撰註冊說明書草稿	第三十四日
第三回修撰註冊說明書草稿	第四十五日
最後一回修撰註冊說明書草稿	第五十一日
向 US SEC 提出註冊說明	第五十二日
收到 US SEC 意見函	第八十二日
與 US SEC 討論與補正	第八十三日
分送暫時公開說明書給受邀承銷團隊	第八十九日
開始意向書收集	
進行公開說明會	第一百一十五日
決定承銷價格	第一百二十一日
簽訂承銷契約	第一百二十二日

<sup>68</sup>Id. at 36.

<sup>69</sup> Id. at 37.

註冊說明書生效	
承銷契約生效	
向投資人寄送確認書	
繳款期間開始	
結算日（承銷商交付發股款予發行公司，發行公司交付股票于承銷商）	第一百二十六日

## 肆、承銷方式

### 一、餘額包銷

所謂餘額包銷(stand-by underwriting)，乃由承銷商「代理」發行公司招募並接受投資人申購<sup>70</sup>。有價證券的所有權在此一時刻，並不會移轉給承銷商。除代理招募之外，承銷商承諾若發行公司該次欲發行之有價證券在一定期限內未被全額認購，承銷商願意購買未被投資人申購部分之有價證券<sup>71</sup>。餘額包銷目前在美國並非主要之承銷方式，此一承銷方式多只用於權利銷售（rights offering）<sup>72</sup>。所謂權利銷售，乃指銷售發行公司股份予擁有優先認股權之股東<sup>73</sup>。

### 二、代銷

在代銷(best efforts underwriting)契約中，承銷商則將扮演發行公司銷售代理人的角色<sup>74</sup>。發行公司在訂定發行價格後，仍須承擔市場風險。承銷商在代銷中所負擔的責任，限於以其最大的努力為發行公司銷售該次發行之有價證券，若該次所欲銷售的有價證券未全部售出，承銷商也沒有購買其未售出部

<sup>70</sup> 參閱諸葛祺、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〉，台灣證券交易所報告，頁 16（1998 年 11 月）。

<sup>71</sup> 同前註，頁 16。

<sup>72</sup> 同前註，頁 16-17。

<sup>73</sup> WebFinance, Inc., Investorwords.com, [http://www.investorwords.com/4288/rights\\_offering.html](http://www.investorwords.com/4288/rights_offering.html) (last updated October 30, 2006).

<sup>74</sup> SECCOUNS § 2:9, ¶2. (依 The Bluebook，第 17 版，第 50 頁，¶應於註解中使用，以其代表 Paragraph。)

位的義務。

在代銷制度下，發行公司與承銷商間承銷契約之簽訂可以發生在整個承銷過程中較早的時點，因為承銷商並不負有如包銷中必須承擔所發行之有價證券市場價格下跌的風險，所以毋須將承銷契約簽約的時點，延遲到與向投資人送出買賣契約確認書盡可能相近的時點。於代銷中，承銷商承銷佣金之來源，乃在於手續費與服務費的賺取，則該次發行之有價證券可否全數售出與投資人及承銷佣金並非有絕對的關係。

### 三、確定包銷

目前美國的兩個主要承銷方式為確定包銷和代銷<sup>75</sup>。在確定包銷中，承銷商向發行公司購買發行公司該次發行有價證券之全部或一部，然後再將其自發行公司處買得之有價證券轉賣給投資大眾<sup>76</sup>。確定包銷對發行公司的好處是確定包銷讓發行公司能早日確定資金來源，並免除銷售價格訂定後的市場風險。當然，伴隨此優點的代價就是，在承銷契約中，發行公司必須給予包銷商優於代銷契約之條件。

因為確定包銷的承銷商必須承擔投資大眾不購買其所購入發行公司有價證券之風險，所以承銷商通常只對市場上具有需求的優質公司有價證券提供確定包銷服務<sup>77</sup>。一般而言，新公司或正在發展中之公司很難找到一家承銷商願意為其提供確定包銷，甚或尋得一家全國級的承銷商為其提供代銷<sup>78</sup>。新公司或在發展中的公司所剩下的選擇多半是由一家相對小的承銷商，為其有價證券提供代銷服務。

依據美國一九三三年證券法（Securities Act of 1933）第五（a）（一）條規

<sup>75</sup> Id.

<sup>76</sup> Id.

<sup>77</sup> Id.

<sup>78</sup> Id. at ¶ 3.

定，除非註冊說明書已生效，任何人不得經由州際方式跨州出售有價證券。第五(a)(二)條規定，除非註冊說明書已生效，任何人不得為出售有價證券或為出售有價證券後之交付有價證券，經由州際方式攜帶或使任何人攜帶有價證券。第五(b)(一)條規定，當註冊說明書已經向主管機關提出，任何攜帶或傳送的公開說明書，必須符合該法第十條的規定。這些法規，基本上禁止了任何人在註冊說明書生效前，與投資人成立買賣契約的可能性。於是，在承銷商無法經由與投資人簽訂買賣契約，以確定其自發行公司處所購買的有價證券之出售，能夠擁有生效的買賣契約作為後盾的情形下，承銷商會盡力把與發行公司簽定承銷契約的時間點，也就是承銷商購入發行公司有價證券的時間點，拉至與註冊說明生效日同一天，以縮短承銷商所需負擔風險的時間。此外，承銷商為了能夠進一步減少和發行公司簽訂承銷契約與和投資人簽訂買賣契約間空窗期的風險，承銷契約多有「出場條款」(market out clause)，讓承銷商在一定條件發生時，可以依據出場條款解除承銷契約，而不須履行其向發行公司承購有價證券的義務。一般的出場條款多使用下列文字：

「本契約簽定並交付後，下列事項不應發生(一)任何對該公司或其子公司業務或財產之改變或與未來改變有關的發展，依擁有佔多數利益承銷商的判斷，會重大影響該有價證券的投資品質者；(二)任何國家級信用評等機構對該公司債券做出降低評等者；(三)任何紐約證券交易所(以下簡稱「紐約證交所」)暫停、限制一般交易、紐約證交所設定任何最低交易金額，或該公司證券在任何交易所或櫃檯停止交易；(四)任何聯邦或紐約有關單位宣布銀行延期清償令，或(五)任何與美國有關的對立情勢上升或宣戰，或任何世界性的災變或緊急事件，如發生前開情事且依擁有佔多數利益承銷商的判斷，將使完成有價證券的買賣和付款不能實際完成或不建議其完成者。」<sup>79</sup>

美國證券交易委員會市場規範小組(Division of Market Regulation, US

<sup>79</sup> SECPUBPRIV § 5:12, ¶ 4.

SEC) 認為，當「出場條款」以影響發行公司或證券市場的非重大事件之發生或無法銷售有價證券為基礎時，該「出場條款」為不適當，因為此種「出場條款」將承銷商無法成功出售有價證券予投資人的風險轉嫁給發行公司，而僅使承銷商負代銷的責任<sup>80</sup>。

而確定包銷的公開說明書則通常都會包含下列文字：

「下列承銷商分別同意依據特定條件購買該公司出售之下列所示普通股股份。本承銷商承諾的性質為，如果任何一部之股份被購買，所有股份必須被購買。」<sup>81</sup>

如果價格訂定發生在美國東岸時間四點半以後，結算通常會發生在買賣契約生效後之第四日；如果價格之訂定發生在東岸時間四點半以前即證券市場結束以前，結算則通常會在買賣契約生效後第三日發生，屆時購買款項將會被給付給發行公司以交換有價證券<sup>82</sup>。

茲就美國近期確定包銷案例分析整理如后<sup>83</sup>：

發行公司	發行股數	發行價格	發行價額	價差	價差占發行價格的百分比	註冊說明書生效日	股票交割日
Acme Packet, Inc.	11,474,528	\$9.500	\$8.835	\$0.665	7%	2006年10月12日	2006年10月18日
SAIC	75,000,000	\$15.00	\$14.4375	\$0.5625	3.75%	2006	2006年

<sup>80</sup> *Id.*

<sup>81</sup> *Id.*

<sup>82</sup> *Id.* at ¶ 5.

<sup>83</sup> U.S. Securities and Exchange Committee, Edgar Company Search, <http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html> (last updated October 21, 2006).

						年 10 月 12 日	10 月 17 日
eHealth	5,000,000	\$14.00	\$13.0004	\$0.9996	7.14%	2006 年 10 月 12 日	2006 年 10 月 18 日
Fortissimo Acquisition Corp.	4,000,000	\$6.00	\$5.52	\$0.48	8%	2006 年 10 月 11 日	2006 年 10 月 17 日
Blackboard Inc.	5,500,000	\$14.00	\$13.02	\$0.98	7%	2004 年 6 月 17 日	2004 年 6 月 23 日

#### 四、暫擱登記 (Shelf registration)

一九三三年證券法(Securities Act of 1933)第六 (a) 條規定，註冊說明書之效力僅及於將被出售的股份。US SEC 曾在一九四一年表示，在註冊說明書中加入相較於現在欲出售的股份更多的股份，基本上是屬於一種公開說明書誤導的行為<sup>84</sup>。然而，市場現實漸漸讓許多經濟上的參與者將開放暫擱登記的壓力，施向於 US SEC<sup>85</sup>。有許多的聲音表示延後銷售的必要性，其理由包括市場利率波動頻繁和給予發行公司更多的談判籌碼<sup>86</sup>。於是在一九八二年，US SEC 公佈了四一五號規則，在某些情形下准許暫擱註冊，延後註冊有價證券之發行時間<sup>87</sup>。

一般而言，暫擱註冊僅限於能使用 S-3 表格之發行人，且須為「優良發

<sup>84</sup> Thomas Lee Hazen, Principles of Securities Regulation, p. 86 (Thomson west 2005).

<sup>85</sup> *Id.* at 87.

<sup>86</sup> *Id.*

<sup>87</sup> *Id.*

行人」(seasoned issuers)，至於僅能使用 S-1 長表格和 S-2 縮短表格的發行人則不能使用暫擱註冊<sup>88</sup>。無論如何，暫擱註冊之有價證券必須在註冊說明書生效後之兩年內賣出<sup>89</sup>。

## 伍、配售方式

配售的方式包括詢價圈購(book building)與競價拍賣(auction)等方式。美國採確定包銷之承銷方式者，則多採詢價圈購，只有少數民營化案件採競價拍賣之方式<sup>90</sup>。再者，詢價圈購之配售方式有助於加快承銷時程。此外，競價拍賣的方式又可分為：競標價得標(pay as bid)及統一價格得標(uniform-price)<sup>91</sup>。在競標價得標的情形下，出賣人會在統整標單後，訂出最低得標價(clearing price)，之後由得標人依其競標價付款<sup>92</sup>。在統一價格得標的情形下，出賣人則會在統整標單後，訂出最低得標價格，所有得標人不論其競標價格為何，皆依最低得標價付款<sup>93</sup>。西元 2004 年著名的 Google IPO 便是採用競價拍賣方式。然而在實務上，只有極少數案件採用此方式為配售方式<sup>94</sup>。

為保護公開承銷程序之完整性，US SEC 於西元 2005 年 8 月 4 日核准了 NASD 所提出之 NASD 規則(NASD Rule)第 2790 條。該條之設計乃為確保：(1) NASD 會員以發行價格真實的(bona fide)將發行之有價證券公開承銷；(2)NASD 會員不於公開承銷時為自我利益而保留其承銷之有價證券或將該等有價證券酬庸予未來可能會為其帶來業務之人；及(3)產業內部人（包括會員及其相關之人）不以其「內部人地位(insider position)」之優勢為自己牟利\*。

NASD 規則第 2790(a)條規定，除另有規定外(1)NASD 會員或與 NASD 會

<sup>88</sup> *Id.*

<sup>89</sup> *Id.*

<sup>90</sup> 林克孝等，前揭註 30 文，頁 22（1999 年）。

<sup>91</sup> Zachary Gentry, IPO Auction: Google Case Study, p. 6.

<sup>92</sup> *Id.*

<sup>93</sup> *Id.*

<sup>94</sup> *Id.* at 8.

\* U.S. Securities and Exchange Committee, Edgar Company Search,

員有關之人不得出售新發行之有價證券予任何與『被限定之人(restricted person)』有利益關係之人；(2)NASD 會員或與 NASD 會員有關之人不得購買新發行之有價證券；及(3) NASD 會員不得繼續持有因為其承銷地位所取得之新發行有價證券（但其無法出售時，則不在此限）\*。

所謂『被限定之人』係指：(1)NASD 會員或其他經紀商或交易商；(2) 經紀商或交易商之人員；(3)主要承銷商就發行之有價證券委託之人，包括但不限於，律師、會計師及金融顧問及其直接家庭成員(immediate family member)；(4)投資經理人；與(5)經紀商或交易商之所有人\*\*。

## 陸、價格訂定

在印製暫時公開說明書前，發行公司與主辦承銷商會就該次發行有價證券之價值進行討論。其討論之目的乃在於決定一個該次發行有價證券的價格範圍（pricing range），以供承銷商於承銷期間有所依據<sup>95</sup>。不同的方式將會被用來決定該發行價格範圍，最常使用的方式為「比較分析（comparable analysis）」方式。在此方式中，首先，類似的公開發行公司有價證券將會被選出做為比較的依據。另外，各種交易比（trading multiples）（如本益比和價格與現金流量比）、成長率和毛利率等都會被納入考量<sup>96</sup>。而「現金流量折現分析（discount cash flow analysis）」的定價方法，則是在發行公司的收入與現金流量不穩定時會被採用。<sup>97</sup>除此之外，發行價格的訂定通常還會考慮下列因素，例如發行公司的資本、客戶可接受的最高價格、未來承銷團隊可接受的最低價格、帳面價值、公開發行的股份數與發行後所有已發行股份數的比例、所發行有價證券的種類、公司種類、市場信心與主要投資人的種類等<sup>98</sup>。

---

<http://www.sec.gov/rules/sro/34-48701.htm> (last updated December 14, 2006).

\* NASD Rule 2790(a).

\*\* NASD Rule 2790(i)(10).

<sup>95</sup> Chandler, supra n. 37, at 30.

<sup>96</sup> *Id.* at 31.

<sup>97</sup> *Id.*

<sup>98</sup> Bialkin, supra n. 32, at 325.

承銷價格的訂定如果低於其應有的價值，發行人便不能獲取其本應可募得的資金。但承銷價格如果定的過高，承銷商便可能無法賣出其所承諾購買的發行人有價證券而遭受損失，甚且，過高的定價也同樣會傷害發行公司，因證券市場若無法長期的支撐該發行價格，進而造成市場價格大幅度跌破承銷價格，這將會損害發行公司的信譽並影響未來的發行<sup>99</sup>，所以承銷價格的訂定將會影響該次承銷甚或未來承銷的成敗與風險分擔。

「價差 (Spread)」是承銷商為了購買新發行之有價證券而給付給發行公司之價額，與承銷商將該新發行之有價證券轉售給投資人價額的價差<sup>100</sup>。一般來說，如果一個新發行有價證券的市場需求很強，那麼價差便會比較小，因為有很多的承銷業者會爭取成為該發行的承銷商；反之，若該新發行有價證券的轉售市場風險較大，那麼價差也就會較大<sup>101</sup>。

在一般情形下，發行價格的訂定可分為兩種方式：一為「議定發行價格」，二為「公式發行價格」。「公式發行價格」此一名詞乃具有誤導嫌疑的名詞，因為在「公式發行價格」的情形中，該公式的採用也是當事人合意的結果。

當發行價格是經由「議定發行價格」的方式議定時，該價格通常是在發行前一日證券交易市場收盤後的下午決定，並於發行當日上午以修改註冊說明書的方式，向 US SEC 提出<sup>102</sup>。

當發行價格是由「公式發行價格」的方式決定時，發行公司與承銷商會約定發行價格應落在發行當日市場價格一定比例的區間範圍之內，而價差則為發行價格的一定比例或一個固定的數字<sup>103</sup>。在公式定價的情形下，發行公

---

<sup>99</sup> *Id.*

<sup>100</sup> *Id.* at 326.

<sup>101</sup> *Id.*

<sup>102</sup> *Id.*

<sup>103</sup> *Id.*

司也會在發行當日上午，將該公式以修改註冊說明書的方式向 US SEC 提出<sup>104</sup>。

議定發行價格對發行公司的好處是發行公司可以在發行前一日的下午便取得一個確定的發行價格<sup>105</sup>，然而伴隨此一優點的代價是發行公司必須以當日市場結算價格打上一點折扣，作為發行價格<sup>106</sup>。而議定發行價格對承銷商的缺點則是，承銷商必須承受隔夜市場價格變動的風險，雖然承銷商在法律上並不需要承擔此風險，因為其尚未與發行公司簽定承銷契約，但承銷商在商業道德上和現實上仍有義務必須以該議定發行價格購買其所承諾數量之有價證券並承擔風險<sup>107</sup>。

公式發行價格對發行公司的好處是，有時發行公司可以因此取得較好的發行價格，因為該發行價格不需要依前一日之收盤價打上折扣，且若發行當日市場價格上漲，因為該公式與市場價格連動，發行公司也可以因此而得到較高的發行價格<sup>108</sup>。而公式發行價格對承銷商的好處是，最終價格的確定發生在註冊說明書生效後，因為有價證券的出售要約在註冊說明書生效後可以被承諾，承銷商可以在發行同時訂確定發行價格<sup>109</sup>。換言之，以此方式定價，發行價格會極貼近市價價格，故承銷商無法轉售所認購該次發行之有價證券之風險也就會大幅的減低。在「公式發行價格」中，發行價格和承銷商佣金也可在註冊說明書生效後，再向 US SEC 提出<sup>110</sup>。

如前所述，議定發行價格的承銷案會有較高的價差，因為在公式發行價格的情形下，發行價格（亦即承銷商售予一般投資人的價格）會較接近發行

<sup>104</sup> *Id.*

<sup>105</sup> *Id.*

<sup>106</sup> *Id.*

<sup>107</sup> *Id.* at 326-27.

<sup>108</sup> *Id.*

<sup>109</sup> *Id.*

<sup>110</sup> *Id.*

價額(亦即發行公司售予承銷商的價格)<sup>111</sup>。採取公式發行價格案件的特徵為：發行公司為上市公司，發行規模在美金一千萬以上，發行價格超過每股二十元，發行由全國一流之承銷商辦理<sup>112</sup>。

綜合以上所述，為了決定一家發行公司的價值，承銷商通常會先審查該公司的財務報表，並去除一些非尋常的因素，以便將其報表和其他類似公司比較。審視完該發行公司的報表後，承銷商會決定所謂「類似公司」的範圍<sup>113</sup>，並計算出適合該發行公司的盈餘倍數(earning multiple)。再將該盈餘倍數適用於該發行公司的調整盈餘後，便可初步得出該公司的市場價格。發行公司和承銷商將以此為發行價格協議的基礎，發行公司通常會提出為何該公司應該享有比類似公司較高的盈餘倍數，然而，雙方必須以達成一個實際並可接受的發行價格為目的。該初步議定的發行價格將構成之後承銷作業的基礎。此初步議定發行價格一般發生在發行之有價證券真正出售前的三到六個月，並且該價格會因為市場的變動而隨之改變。之後承銷商也會測試市場，以瞭解市場對該發行有價證券的反應，作為調整發行價格改定的參考<sup>114</sup>。但當註冊說明書正式生效後，發行價格的決定將落在市場和法人投資人手中。

## 柒、報酬來源

承銷契約的簽定乃發生在整個承銷過程末段的部分，故除非整個交易完成，否則發行公司支付承銷佣金的義務便不會發生。報酬的多少會因為發行公司的性質、承銷商的性質、發行種類和發行金額的大小等因素而有所差異<sup>115</sup>。例如，一個十億美元 AAA 評等債券的承銷佣金，可能落在發行總額的百分之三，而一個三百萬美元新公司有價證券的承銷佣金，則可能高達發行總

<sup>111</sup> *Id.*

<sup>112</sup> *Id.*

<sup>113</sup> 美國承銷商通常也會使用現金流量折現訂價法估算出發行公司的內含價值，然後再以相對訂價法將市場上對類似公司有價證券的評價納入考量以使得的發行價格訂定更貼近市場現實。

<sup>114</sup> 參見前揭註 70 文，頁 48。

<sup>115</sup> Bialkin, *supra* n. 32, at 28.

額的百分之十三並外加任何美國證券商業公會規定許可的收費<sup>116</sup>。

承銷佣金(underwriter's commission)一般被主辦承銷商切割為三個部分：一為出售額度 (sales credit)，二為承銷費(underwriting fee)，三為經理費(management fee)<sup>117</sup>。通常百分之六十的承銷佣金會成為出售額度<sup>118</sup>。出售額度會依據各個承銷商實際售出的股份數按比例分配予承銷商<sup>119</sup>。經理費一般佔整個承銷佣金的百分之二十<sup>120</sup>。經理費只會分配給主辦承銷商，作為發起和籌劃整個承銷作業的報酬<sup>121</sup>。如果有兩個以上的承銷商擔任主辦承銷商，則經理費則由其依約分配<sup>122</sup>。剩下的百分之二十即承銷費，又稱為聯合款項，此為對於承銷商同意參與承銷的報酬，因為參與承銷代表著承銷商承擔所承銷有價證券不能順利轉賣的風險<sup>123</sup>。所有的承銷費用將會從聯合款項中扣除，包括旅費、專家費、顧問費、廣告和穩定措施費用等<sup>124</sup>。通常聯合款項在扣除費用後，所剩不多，但承銷商為了出售額度，還是會勇於參與承銷<sup>125</sup>。

## 第二節 日本有價證券承銷制度之現況

### 壹、承銷方式

依照日本證券交易法（証券取引法）現行之規定，目前日本證券承銷商承銷有價證券之方式主要有兩種，一為「確定包銷」，另一則為「餘額包銷」。本研究計畫謹就此二種承銷方式分別介紹如下：

#### 一、確定包銷（全額買取引受）

日本證券承銷制度中的「確定包銷」，在概念上相當類似於美國實務上的

<sup>116</sup> *Id.*

<sup>117</sup> *Id.* at 29.

<sup>118</sup> *Id.*

<sup>119</sup> *Id.*

<sup>120</sup> *Id.*

<sup>121</sup> *Id.*

<sup>122</sup> *Id.*

<sup>123</sup> *Id.* at 30.

<sup>124</sup> *Id.*

firm-commitment underwriting，亦即，日本證券承銷商若採取此種有價證券的承銷方式，承銷商在簽訂承銷契約時，即會先行向發行公司認購買入其發行之有價證券，然後再於承銷期間直接或間接（透過分銷商），將全部的有價證券銷售予市場投資人（全部確定包銷），或是在承銷契約中訂明保留一部份由承銷商自行認購（部分確定包銷）<sup>126</sup>。在此種承銷方式底下，其申請人為承銷商，換言之，該等有價證券係以「承銷商」作為名義人，而有價證券亦係直接交付予承銷商，是故在作業程序上較為簡單<sup>127</sup>。

## 二、餘額包銷（殘額引受け）

在日本證券承銷制度中「餘額包銷」（類似美國實務上的 stand-by underwriting）的承銷方式底下，日本的證券承銷商在與有價證券發行公司簽定承銷契約時，即會約定募集結果所產生之餘額，將由承銷商就餘額自行認購，是故，除了承銷商自行認購的餘額部分外，有價證券的申請人乃是一般投資人（承購人），亦即，有價證券係以一般投資人（承購人）作為名義人，而有價證券亦係交付予一般投資人（承購人）。一般而言，美國實務上所採用的 stand-by underwriting，主要係用於「股東新股認購權」或可轉換公司債「轉換權」的承銷。然於日本的證券市場實務操作上，證券承銷商承銷有價證券亦可採用此種方式<sup>128</sup>。

相較於「確定包銷」程序簡便，且發行公司可先行自承銷商取得發行有價證券之資金，在餘額包銷的方式底下，因為有價證券的原始取得人乃是一般投資人，有價證券是依投資人之名義直接交付予投資人，故在作業程序上

---

<sup>125</sup> *Id.*

<sup>126</sup> 參閱中塚晴雄，〈投資銀行の引受審査—1920年代前半のニューヨーク外債市場におけるデュール・ディリジェンス〉，available at：  
<http://www.en.kyushu-u.ac.jp/~iwata/JSME/00f-nakatsuka.pdf#search='firm-commitment%20underwriting'> (last visited on July 10th, 2006)

<sup>127</sup> 參閱王齡梓，〈我國有價證券承銷制度及承銷配售方式之研究—以上市上櫃前之承銷配售為中心〉，國立台北大學法律研究所碩士論文，頁32（2003年6月）；周行一、呂東英，前揭註24文，頁24以下。

<sup>128</sup> 參閱賴英照，〈股市遊戲規則-最新證券交易法解析〉，初版，頁304-305（2006年2月）。

較為繁瑣，而發行公司要取得發行有價證券之全部資金也需要較長的時間，須俟承銷期間屆滿後始能取得資金。

總結而言，其實不論是確定包銷或是餘額包銷，證券承銷商均需承擔公開募集之風險，其間的差異僅在於，在確定包銷的承銷方式底下，承銷商須先認購有價證券，而於承銷期間替「自己的持股」銷售有價證券。而餘額包銷的情形之中，於程序上承銷商乃是「代替」發行公司銷售有價證券，僅是必須要認購公開募集後有價證券的剩餘數額而已<sup>129</sup>。雖然如同前開說明，確定包銷對於發行公司取得資金程序上較為便捷，然若該發行公司於 IPO 時，由於必須達到股權分散之法定標準方得以正式掛牌，故為達股權分散之目標，發行公司申請上市櫃未達股權分散之法定標準時，通常均會採取餘額包銷之承銷方式。只有在已達到股權分散標準後，發行公司方可能採取確定包銷之方式進行承銷<sup>130</sup>。

## 貳、配售方式

惟前述之承銷方式，主要所欲處理者乃是發行公司與承銷商之間的關係。至於承銷商如何將股票或其他有價證券售予市場上的投資人，則是「證券配售方式」的問題。依照日本證券承銷的相關制度，若該發行公司 IPO 係採取「確定包銷」之承銷方式者，可採取部分競價拍賣（Partial Auction Method，オークション方式）及部分公募（Partial Public Offering）之方式，或全數詢價圈購（Book Building，ブックビルディング方式）之方式進行配售<sup>131</sup>，本研究計畫以下謹分別針對各種證券配售方式說明如下：

### 一、部分競價拍賣及部分公募

所謂的「競價拍賣」，係由主辦承銷商與發行公司議訂最低承銷價格，於

<sup>129</sup> 參見同前揭註 70 文，頁 69（1998 年 11 月）。

<sup>130</sup> 參閱諸葛祺、彭桂星、溫鵬榮、張文毅，參見同前揭 70 文，頁 32。

<sup>131</sup> 參閱日本野村證券網站，available at: <http://www.nomura.co.jp/terms/english/b/bookbuilding.html> (last

投標前公告；投資人以不低於最低承銷價格遞送投標單參與競標，並以價格高者得標，取得一定數量之證券<sup>132</sup>。至於「公募」與「私募」的區別，依照日本證券交易法第二條第三項之規定，原則上，所謂的「公募」係指發行的對象乃是非特定且為多數投資人的情形，其中關於「多數投資人」的要件，依照日本證券交易法施行細則（証券取引法施行令）第一條之四的規定，係以「五十人」作為區別界線，若於直接投資人未達五十人之情形即屬「私募」<sup>133</sup>。

### （一）IPO 的進行流程

進一步而言，依照日本的證券承銷相關制度，自 1989 年 4 月 1 日起，即對於上市前的公開承銷實施部分競價拍賣及部分公募制度，第一次提出有價證券申報時，其實尚未決定投標底價，而係於生效前的三個營業日，經董事會決議後決定投標底價，並提出訂正申報書，申報生效日後第二個營業日即進行投標，並以得標價格（加權平均價格）作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，連續三天為公募股票之申請期間，第七天向東京證券交易所（東京證券取引所，Tokyo Stock Exchange，以下簡稱「東京證交所」）提出公募股票配售名單，第九天繳納股款，第十天即可上市買賣，自決定價格之日起算，至上市買賣日總計約十一個營業日左右<sup>134</sup>。本研究計畫茲以表格方式將其流程表示如下：

T-3	經董事會決議後決定投標底價，並提出訂正申報書
T	申報生效日
T+2	進行投標，並決定剩餘股數的出售價格
T+3~T+5	開放公募股票之申請
T+7	向東京證交所提出公募股票配售名單

visited on July 10th ,2006)

<sup>132</sup> 參見前揭註 128 文，頁 306。

<sup>133</sup> 同前揭註 131。

<sup>134</sup> 參見前揭註 127 文，頁 33。

T+9	認購人繳納股款
T+10	開放有價證券上市買賣

## (二) Second Public Offering (以下簡稱「SPO」)的進行流程

同樣地，發行公司在辦理現金增資提出申報時，亦僅係暫訂發行價格，最後的發行價格仍須待有價證券申報書生效日之前一營業日方能確定，並於生效日之次一營業日起連續三個營業日作為募集期間，而事實上，在生效日之前幾乎都已確定配售名單，募集期間僅是作為最後確認而已，募集期間結束後即進行繳納股款之動作，繳款結束後第二天即可掛牌交易。一般而言，自決定價格之日起算，至上市買賣日總計約八個營業日左右<sup>135</sup>。

## 二、詢價圈購

所謂的「詢價圈購」，則係先由主辦承銷商與發行公司議定承銷價格的可能範圍並辦理公告，再會同發行公司舉辦說明會，受理投資人遞交圈購單，以瞭解市場上投資人的需求狀況、認購意向與市場動向（但投資人及承銷商均不受圈購單報價之拘束）。主辦承銷商彙整圈購情況後，與發行公司議定承銷價格，並於投資人承諾認購後，由承銷商負責辦理分配。

一般而言，詢價圈購的配售方式，相較於競價拍賣而言，有如下之優點<sup>136</sup>：第一、詢價圈購預先考慮了股票公開後流通市場的情形，進而提高了市場投資人對於股票價格的信賴感；第二、詢價圈購可提高並促進（以長期投資為目的之）法人投資人的市場參與度，而此將有助於市場效率的提升及活絡化；第三、在決定有價證券價格與配售的過程當中，證券承銷商的積極參與，更可有效地發揮「市場妝飾機能」(マーケットメイク機能, The Market Make-up Function)；最後，詢價圈購的配售方式在手續上較為簡便，而得縮短公開發行的時程，並得依據市場上的趨勢與需求，以較具彈性的方式辦理。

<sup>135</sup> 同上。

<sup>136</sup> 同前揭註 131。

總結而言，由於採競價拍賣方式常產生得標價格過高之現象，導致掛牌以後股價跌落，而使得一般市場上的投資人套牢，因此，自 1989 年以降，於 IPO 承銷時，雖然依照目前日本現行的相關規範，公司董事會得以決議之方式決定究以競價拍賣或詢價圈購之方式辦理，但詢價圈購逐漸成為競價拍賣方式之替代品，現在日本所有的發行公司多選擇詢價圈購方式。此外，已上市櫃公司 SPO 亦以詢價圈購為主要的配售方式<sup>137</sup>。

## 參、價格訂定

關於證券承銷價格之訂定方法，其實與前述之證券配售方式息息相關。而依照目前日本證券市場制度中，承前述說明，既然包括部分競價拍賣及部分公募，或全數詢價圈購等配售方式，本研究計畫以下謹針對不同證券配售方式，其證券承銷價格之訂定方式說明如下：

### 一、部分競價拍賣與部分公募之證券承銷價格<sup>138</sup>

若係採取部分競價拍賣及部分公募之配售方式，以 IPO 的情形為例，發行公司即於第一次之董事會中，對公開募集、銷售之股數及其中提供投標之股數進行議決（此時募集價格尚未決定）。

#### （一）決定公開募集銷售股數

公開募集之股數應為銷售股數之 50% 以上，且最低為 100 萬股，其關係如下表：

公開募集、銷售總股數	提供投標之股數 (全體之 50% 以上，且達 100 萬股以上)
------------	-------------------------------------

<sup>137</sup> 參見前揭註 24 文，頁 36。

<sup>138</sup> 參見前揭註 70 文，頁 71-73 (1998 年 11 月)。

	投標後所公開募集、銷售之股數 (全部之 50% 以下)
--	--------------------------------

## (二) 決定投標下限價格

第二次董事會時，發行公司即應決定投標之下限價格。投標時，以同類公司基準價格之 85% 作為投標之下限價格，超過該價格作為投標之申報價格。同類公司基準價格計算公式如下：

$$\text{同類公司基準價格} = \text{同類公司基準價格} \times 0.5 \times (\text{申請上市之公司每股之純益} / \text{同類公司每股之純益} + \text{申請上市之公司每股之淨值} / \text{同類公司每股之淨值})$$

同類公司平均股價：同類公司最近一個月中之收盤價之簡單平均。

每股純益：最近決算期之當期稅後純益除以最近決算期末之已發行股數。

每股淨值：最近決算期之股東權益除以最近決算期末之已發行股數。

同類公司，由證券承銷商選定二家以上在證券交易所上市之公司，且其中一家由東京證交所選定，於有價證券申報書上具體記載該同類公司名稱及理由，並予以公布。同類公司選擇之判斷基準如下：

1. 主要事業部門或主要產品。
2. 部門或產品別之營業額比率。
3. 業績及成長性(每股純益營業額等之成長率等)。
4. 企業規模(營業額、已發行股數等)。
5. 其他(地域性、銷售形態、銷售系列等)

## (三) 投標之申報

有價證券申報書生效後，一般投資人可於國內任何證券公司進行投標之申報，依東京證交所之相關規則，下列人員不得參加：

- 1.申請上市公司之特別利害關係人，包括董監事、其配偶及二親等內之血親（以下簡稱「董事等」）、董事等持有已發行股份總數過半數之公司及其關係企業與其董監事。
- 2.申請上市公司之前十名大股東。
- 3.申請上市公司之員工。
- 4.證券公司（包括外國證券公司）及其董事、人事上的關係企業及資金上的關係企業，投標之申報為每人以單一價格於上限股數內以一千股為單位，並應附上申報保證金進行申報，至於上限股數為承銷證券公司在五千人股之內以一千股為單位所訂出。

#### （四）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，主要考慮重點如后：

- 1.投標之實施情形。
- 2.投標日至上市日止視股票行情變動所發生之風險。
- 3.對投標後之公開發行、銷售之需求之預測。

至於得標價格之加權平均計算方法如下：

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

## 二、詢價圈購之證券承銷價格

### (一) 證券承銷價格之初步訂定與調查程序

「詢價圈購」乃目前日本證券交易市場上IPO或SPO主要的證券配售方式，本研究計畫以下謹針對詢價圈購之證券配售方式，其證券承銷價格之訂定方式說明如下。在發行公司與承銷商決定以詢價圈購之方式辦理的情形之中，依照日本「有價證券交易相關規則」（有価証券の引受けに関する規則，公正慣習規則第14号）第七條之規定，發行公司與承銷商須於「有價證券登記報告書」（有価証券届出書，Securities Registration Statement，以下簡稱SRS）之中，事先決定有價證券之價格範圍與區間，並於其後依照同規則第七條之二的規定，在探詢市場投資人的需求與價格風險之後，由發行公司與承銷商間，會同協商訂定承銷價格<sup>139</sup>。

至於其詳細流程，依照「有價證券交易相關規則施行細則」（「有価証券の引受けに関する規則」に関する細則）第三條之二的規定，在詢價圈購之方式底下，其承銷價格的調查與決定程序主要可分成三大階段<sup>140</sup>：

#### 第一、由承銷商與發行公司決定初步條件（仮条件の決定）

在此一階段之中，承銷商與發行公司於決定有價證券之初步價格與發行條件時，依照該條規則，應參酌之要素大致包括：

1. 股票、優先股權證券或不動產投資信託證券的在初級市場與次級市場的市場價值（market value）與流動性（liquidity）；
2. 發行公司的企業本質、營運成效與財務狀況；
3. 其他相關的有用資料或意見。

<sup>139</sup> See 高橋謙 and Thomas J. Dreves, “Tapping Japan’s retail equity markets with and without listings”, Tokyo Aoyama Aoki Law Offices- Baker & McKenzie, International Financial Law Review (2002)

<sup>140</sup> 參閱日本證券業協會網站，available at：<http://www.jsda.or.jp/html/kisoku/index.html>（last visited on July 11th, 2006）

## 第二、需求調查（需要の調査）

承銷商應針對市場銷售條件等資訊，制訂掌握市場需求的基本政策與方針，並指派、委託其他承銷商辦理詢價圈購之業務。辦理是項業務之承銷商，應依照該等方針與政策實行需求調查，並避免下列情形發生：

- 1.發佈之調查報告並非以投資人之需求為基礎；
- 2.為確保有價證券分配的目的，而於調查報告中揭示了過量的需求；
- 3.針對同一投資人的同一需求進行重複調查。

## 第三、記錄保存（記録の保存）

承銷商於完成需求調查之後，應以書面或電磁記錄之方式保存該等記錄六個月。

### （二）證券承銷價格之決定

基本上，證券承銷價格之訂定，係依照市價與前開需求調查後之結果，乘上折扣率後所決定。依照 1995 年以前日本公司法與證券交易法之規範內容，發行價格（承銷商之取得價格）與公開募集價格（承銷商對投資人之售價）兩者是相同的，而此一金額亦為發行公司預計募集之資金總數/實得金額。但於 1995 年修法之後，「公開募集價格」即等於「發行價格」（等於發行人預計募集之資金總數/實得金額）加上「承銷手續費」，此種公開募集價格的計算方式，一般又稱之為「直接法」。

採用「直接法」的好處即在於，依照此一計價方式，由於可將承銷手續費從公開募集價格中扣除，使得發行公司無須將承銷手續費當作「營業外費用」予以沖銷，此將可微幅增加發行公司的淨資產。關於採用「直接法」公開募集有價證券時，資訊公開的相關問題，日本證券業協會則有下列規定與要求：第一、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說明，其記載方式亦需以「發行價格」記載之；其次，和以往的公開募集比較起來，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<sup>141</sup>。

## 肆、報酬來源

在承銷手續費方面，1994年以前，相關日本證券承銷制度係採用「定額方式」分配。1994年以後，則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，嗣後分配予幹事承銷商；管理報酬為20%，依銷售比率分配<sup>142</sup>。

## 第三節 香港有價證券承銷制度之現況

香港證券期貨市場的運作，係受到證券及期貨事務監察委員會（The Securities and Futures Commission）（“SFC”）（下稱「證監會」）所監管，而香港證監會是根據「證券及期貨事務監察委員會條例」（Securities and Futures Commission Ordinance）（下稱「證監會條例」）所成立的獨立法定組織，負責監管香港證券期貨市場各機構，包括各上市公司及香港交易及結算有限公司<sup>143</sup>（Hong Kong Exchanges and Clearing Limited）（下稱「香港交易所」）等所有交易活動的參與者。

而香港交易所係於2000年3月，由香港聯合交易所有限公司（下稱「聯交所」）與香港期貨交易所有限公司（下稱「期交所」）實行股份化，並與香港中央結算有限公司（下稱「香港結算公司」）進行合併，由單一控股公司香港交易所擁有，再於2000年6月27日以介紹形式在聯交所上市，以重新整

<sup>141</sup> 參見前揭註70文，頁71。

<sup>142</sup> 參見前揭註70文，頁73-74。

<sup>143</sup> 參閱「香港交易所及其市場的發展歷史」香港交易所網頁，available at：  
[http://www.hkex.com.hk/issuer/listhk/Booklet\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/issuer/listhk/Booklet_c.htm)。

合香港證券期貨市場的架構。而香港交易所旗下 100% 控股之聯交所，係「證券及期貨條例」所指的認可交易所，負責營運及維持香港證券市場，是監管聯交所參與者交易事宜的主要監管機關，亦是於聯交所主版（Main Board）及創業版（Growth Enterprise Market）上市公司的主要監管機構<sup>144</sup>。

目前香港證券發行市場的承銷，係以各證券交易商（Securities Dealer）和商人銀行（Merchant Bank）為作業主體。又依「證券及期貨條例」之規定，擬經營證券或期貨相關業務等受規管活動者，須申請牌照並依牌照所許可之業務種類從事活動，此即香港法例所稱之「持牌法團」，故所謂證券交易商原則上即指從事證券或期貨相關業務等受規管活動或發牌之持牌法團<sup>145</sup>。

與其他各國相較，香港證券主管機關為證監會，係一獨立於政府架構外的法人團體，而香港交易所也係一家上市公司，均非政府機構，可見香港證券市場相當仰賴其自律功能。

## 壹、承銷時機

香港有價證券承銷作業時機，計有未上市公司證券上市和已上市公司證券發行之承銷，分別說明如下：

### 一、未上市公司上市前公開承銷

#### （一）發售以供認購（Offer for Subscription）

依「香港聯合交易所有限公司上市規則」（下稱「上市規則」）第 7.02 條規定，指「發行人發售他自己的證券或其代表發售發行人的證券以供公眾人士認購」，亦即由申請上市的公司發行新股，按一指定認購價格予不特定投資人申請認購，申請上市公司除須提交包括招股章程（Prospectus）等上市文件

---

<sup>144</sup> 參見前揭註 70 文，頁 96。

<sup>145</sup> 參見前揭註 70 文，頁 96。

<sup>146</sup> (Listing Document) 予有關當局外，且其認購須獲全數包銷。

## (二) 發售現有證券 (Offer for Sale)

依上市規則第 7.06 條規定，指「已發行證券的持有人或代表，或同意認購並獲分配證券的人或其代表，向公眾人士發售該等證券」，亦即由一名交易所會員，按一指定認購價格，向不特定投資人發售現有已發行證券或該名會員已同意認購的證券，而申請上市公司尚須提交包括招股章程 (Prospectus) 等上市文件 (Listing Document) 予有關當局以供審核。

## (三) 配售 (Placing)

依上市規則第 7.09、7.10 條規定，配售係由「發行人或中介機構向主要經其挑選或批准的人士，發售有關證券以供認購或出售有關證券」，亦即發行公司或中介機構係採行選擇或批准某些人士認購證券，或把證券發售給上開人士之方式。惟不特定投資人對某些證券可能有重大需求，聯交所可能不會批准新申請上市公司以配售的方式上市。通常只有市值較小的證券，為了節省開支，才被允許採取配售方式發行證券。根據聯交所於 1987 年公布的新公司上市配售守則所載，用配售形式上市，須符合以下條件：

1. 在正常情形下，配售的股票市值不得少於 2,000 萬港元，也不得超過 5,000 萬港元，超過上限者，則會就個別情形作出考慮。
2. 配售的股份要占發行股份的 25% 以上，股本面值越低，配售比率越高，以確保市場有足夠的股份流通。
3. 配售事宜於事前要得到證監會專員批准。
4. 須有符合公司註冊用署規定的招股章程。
5. 配售事宜須在報章刊登廣告，讓公眾知悉。
6. 規定分銷途徑及比例，負責包銷的投資銀行要將最少 60% 的配售股份按一定比例分配予聯交所會員，各會員又要將這些股份的 75% 或以上，分

<sup>146</sup> 依「上市規則」之規定，上市文件 (Listing Document)，指有關上市申請而刊發或建議刊發的招股章程、通函及任何同等文件 (包括債務償還安排及/或其他形式的重組安排計畫 (scheme of

售予不特定投資人。各包銷商、分銷商、聯交所及經紀均須提交市場聲明(Marketing Statement)，詳列有關股份分配情況及價格，在上市前呈交予證監會批准，這些資料需保留三年，以便隨時接受查閱。

7. 配售股份的每股售價，可由進行配售公司及其財務顧問決定，但須諮詢聯交所。

#### (四) 介紹 (Introduction)

依上市規則第 7.13 條規定，介紹係已發行證券公司申請上市所採用的方式，由於此方式毋須作任何銷售安排，故本研究計畫對此等方式即不予贅論，並予敘明。

## 二、已上市公司證券發行之承銷<sup>147</sup>

### (一) 供股 (Rights Issue)

依上市規則第 7.18 條規定，供股係「現有證券持有人作出供股要約，使他們可按其現時持有證券的比例認購證券」，亦即現有證券持有人可按其所持有證券比例認購新發行證券，而認購價一般都較市價低，與我國公司法第二百六十七條第三項股東新股認購權之規定相類似。供股原則上需有包銷商負責全數包銷。

### (二) 公開招股 (Open offer)

依上市規則第 7.23 條規定，「公開招股係向現有的證券持有人作出要約，使其可認購證券（不論是否按其現時持有證券的比例認購證券），但該等證券並非以可放棄權利文件分配。公開招股可與配售一併進行，成為附有回補機制的公開招股，其中配售是按現有證券持有人依據其現有權益比例認購部分或全部配售證券的權利進行」，亦即公開招股係發行公司向現有證券持有人提

---

arrangement) 的文件及介紹上市的文件)。

<sup>147</sup> 參閱在香港上市，香港交易所網頁，available at: [http://www.hkex.com.hk/issuer/listhk/Booklet\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/issuer/listhk/Booklet_c.htm)。

出建議得認更多證券數量之權利，而其認購權利與持有證券比例無關。惟公開招股方式非常少見。

## 貳、承銷方式

按前述承銷時機之介紹，可知依上市規則之規定，香港證券承銷方式大多採取「確定包銷」<sup>148</sup>之方式進行，按上市規則 8.22 規定，聯交所保留向發行公司查詢任何有關包銷商建議的財務情況之權利，如聯交所未能確信承銷商有履行其包銷責任的能力，則可拒絕發行公司的上市申請。

又按上市規則 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的其他人士保薦，即申請上市之公司須由保薦人(Sponsors)介紹上市；而所謂「保薦人」，按上市規則第 2.10、2.11 之規定，係指任何根據相關法規持牌或註冊，可就企業融資事宜提供意見，並獲新申請人根據上市規則第 3A.02 條委任為保薦人的公司或認可服務機構。

以近期香港金寶通集團公司<sup>149</sup>公開發售案例，分析承銷時程規劃如后：

T-5 (9/22)	包銷協議訂立
T-2 (9/27)	遞交粉紅色表格截止日期 (17:00) (註：發行公司員工認購用)
T-1 (9/28)	1. 開始辦理申請登記 (11:45) 2. 遞交黃色 (以香港結算代理人名義登記) 及白色 (以自身名義登記) 表格截止日期 (12:00) 3. 電子認購指示截止日期 (12:00)
T (9/29)	定價日 (註：會先公告定價範圍)

<sup>148</sup> 參閱臺灣證券交易所彙編，〈2005 年世界主要證券市場相關制度(香港證券市場相關制度)〉，頁 39-42 (2005 年 7 月)。

<sup>149</sup> 參閱金寶通集團公司 (Computime Group Ltd.) 2006 年 9 月 25 日公開說明書。

T+5 (10/6)	1. 公布發售價、國際反應踴躍程度及香港公開發售申請結果 2. 寄發股票及退款支票
T+6 (10/9)	股份開始在聯交所買賣日期

## 參、配售方式

香港承銷商在投標認購結束後，採用公平的分配基準，完成申購分配。股票分配基準視申請認購股數的多少而不同。

### 一、認購不足的情況

如果申請認購的股數等於或少於公司發行的股數，則所有申請人均會按其申請的股數獲得全數配發。

### 二、超額認購(Over-Allotment)的情況

如申請認購股數多於發行公司公開發行的新股，則由發行公司董事會決定分配原則。由於公司的其中一個上市條件是公開發行的股票最少要為 100 個公眾所持有，並且平均每 100 萬股最少要有 3 個持有人，為了符合該上市條件，並且保障小額申請人的利益以及實現公平合理的原則，發行公司一般都會根據超額認購倍數的多少而訂出一個認購數額，等於或超過這個數額視為「大額認購」，少於這個數額視為「普通認購」和「小額認購」<sup>150</sup>。

(一)「大額認購」的申請人均會根據超額倍數獲得一定比例的配發，即該等申請人不必參加抽籤而視其申請數量按比例分配。

(二)「普通認購」的申請人將視其認購數量獲配發一定數量的股票，部分申請人再抽籤額外配發若干股。一般情況下，普通認購申請人獲配發股票占其申請認購總數的百分率略高於「大額認購」的申請人。

<sup>150</sup> 參閱諸葛祺，〈兩岸三地證券承銷制度比較分析〉，《證交資料》，第 444 期，頁 20-21 (1999 年 4 月)。

(三)「小額認購」的申請人將按其申請認購的數量分成不同檔次，再根據不同檔次通過抽籤方法決定分配數量。由於每個申請人只能填寫一張申請表，所以公司採用隨機方式抽籤。「小額認購」的申請人獲配發股票占其申請認購股票總數的百分率通常大於「普通認購」的申請人。

當然，上開分配於電腦系統完成訂價後數小時內，即產生臨時分配方案，再經承銷團討論決定最終分配，以確保整體認購數量。至投資者獲分配數量取決於下列因素：

- (一) 投標時間。
- (二) 主動性：投標申報價格與股權(數量)。
- (三) 機構的組成：投標者主要投資者、股東等。
- (四) 機構的狀況：營業與財務等狀況。

另香港初次上市承銷之配售具有下列特色：

(一) 作業時間短：

從投資人認購款項扣除至股票上市買賣，僅需一星期時間。

(二) 融資成數高：

投資人可經由證券商融資 5 至 9 成股票款項，達成高槓桿效果。

(三) 申請期間利息收入：

發行公司擁有約一星期左右投資人認購款項之利息收入。

(四) 不會發生未繳款：

由於投資人認購時需全額繳付欲認購股數之款項，因此，不會有中籤者不繳款情形發生，確保承銷成功。

(五) 證券承銷商採確定包銷：

聯交所規定所有公開承銷案件皆需採確定包銷方式進行。

## 肆、價格訂定

## 一、投標認購

### (一) 電腦投標

每天 24 小時不停地利用電腦系統，觀察不同價格水平的需求狀況，保持對投資人判別的充分透明度<sup>151</sup>。

### (二) 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人，以鼓勵他們修正報價和認購規模。

## 二、訂價

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

$$\text{每股發行價格} = (\text{上市當年預估稅後純益} \times \text{本益比}) / \text{預計發行後擴大總股數}$$

當然，承銷價訂定係由發行公司、主要股東、保薦人與承銷商共同議定，通常保薦人也會兼任發行新股時的主要承銷商，聯交所不參與任何定價之決定，也不給與任何意見。上開各方議定價格時，皆對諸多因素審慎評量，包括下列各項因素<sup>152</sup>：

- (一) 公司淨值。
- (二) 公司營運狀況。
- (三) 公司管理階層能力。
- (四) 公司獲利前景。
- (五) 證券市場現況與其他已上市同業市值。
- (六) 公司於同業間之業界地位(如領導廠商)。
- (七) 釋出新股所占比例。

---

<sup>151</sup> 參見前揭註 150，頁 19。

<sup>152</sup> 參見前揭註 150，頁 20。

通常同一行業的已上市公司之本益比，是發行新股時重要的參考值。而發行公司在其行業中若為產品設計或其他方面之領導者，則其發行價格自可再往上調整。此外，另有折價出售的情況，例如考量各項條件後，某公司本益比可訂為 10 倍，但為吸引投資人並使投資人認為股價具成長空間，則可能將本益比向下調整為 8 或 9 倍，以使整個發行能獲致超額認購。若發行公司釋出現有股份的比例太大，則該次發行之投資人將會降低參與意願，因發行現有股份，所得股款屬釋股股東而非發行公司所有，並無俾益發行公司擴張營運或改善財務結構，致使上市承銷價受到影響。一般而言，釋出新股所占比例越高，上市承銷價應越高。另發行公司具有穩定的獲利成長及前景，也可使上市承銷價提高。

## 伍、報酬來源

在香港主辦承銷商一般會收取發行股份總額的百分之二點五至百分之三點五作為承銷佣金（underwriting commission），但要從中抽取部分作為分銷商的分銷佣金。而分銷佣金大約為分銷股份總值的百分之一至百分之一點二五不等<sup>153</sup>。

## 第四節 新加坡有價證券承銷制度之現況

### 壹、承銷時機

新加坡證券交易所並未規定股票承銷必須為包銷，但要求主辦承銷商必須在上市核准後一個月內正式掛牌，籌備不及時可向交易所申請延後半個月掛牌，也就是說承銷商必須在一個半月內負責完成承銷，使至少有 25% 已發行和繳足股本之股票是由新加坡當地超過一千人以上股東所擁有，達股權分數之標準，而實務上幾乎都是不成文的聯合餘額包銷（由一家主辦、多家協辦）。

---

<sup>153</sup> 參見前揭註 148，頁 42-43。

新加坡的主辦承銷商負責股票之承銷、保證承銷成功，主辦承銷商也可邀請其他有照之證券經紀商(如新加坡的證券公司)或豁免交易員(如新加坡的銀行)聯合辦理股票之承銷及配售(協辦承銷商)，亦可邀請海外金融機構擔任股票在海外承銷配售的工作，因為是保證承銷成功，承銷商必須有健全的財力及良好的信譽，一旦股票沒有被全部認購的情況下，能全數自己認購。因此，承銷商承擔了承銷失敗自己認購之風險<sup>154</sup>。

## 貳、配售方式

主辦承銷商在接到新加坡證券交易所之批准後，須在一個月內發出認購邀請。在這一個月內，主辦承銷商將協調律師、會計師、發行公司等，安排上市說明會。在認購開始前，發行公司和主辦承銷商將共同商訂每股認購價格，並簽定承銷協議。

認購期間為時兩個星期(或十個交易日)，在認購期間內主辦承銷商將舉辦業績發表會，推銷供認購的股票。在認購期間內，投資者可以填寫認購表格，與申購款項一併交給有關銀行，或是直接從自動櫃員機上直接轉帳，若沒有抽中籤，屆時中央存託公司會將款項自動撥回申購投資人的銀行帳戶裡<sup>155</sup>。

## 參、價格訂定

新加坡證券交易所認可的訂價方式有三種：至於採那一種方式訂價，新加坡證券交易所不干涉，但求承銷成功及交易活絡。

### 一、傳統固定價格方式

在固定價格方式下，發行股票時即確定一個價格，股價的高低將成為承

---

<sup>154</sup> 參閱 2005 年世界主要證券市場相關制度(新加坡部分)，臺灣證券交易所彙編，頁 31-32 (2005 年 7 月)。

<sup>155</sup> 參見前揭註 154 文，頁 34。

銷成功與否的關鍵因素，如果價格定得太低，對發行公司而言，售股籌募到較少的資金；如果價格定得太高，則會有認購不足之虞。因此，主辦承銷商與發行公司間就必須協商訂定出一個雙方都能接受的價格。承銷價格的訂定，並無固定的公式可資套用，而是主辦承銷商與發行公司協商談判的結果，而主辦承銷商及發行公司都會事先分頭做市場調查，以了解市場對該股票的需求強度及市場與同業的本益比以做為訂價的參考，要確保承銷成功又要賣到最好的價格，價格的訂定就成了協商的藝術。

## 二、複數價格標（美國標）

在這種方式下，股票的分配將根據股票的投標價格而定。分配方法將從最高投標價開始，逐漸往下分配，直到拍賣的股票分配完為止。成功投標人是根據他們的投標價格支付股款，所以每位成功投標人支付的價格不同，比起固定價格系統，複數價格標具備提供更高收入和更高的平均發行價格的潛能。但是，主要缺點是可能令少數以最低價格成功分配到所需要的股票之投標人高興，而令投標價格稍低而未分配到股票的投標者掃興，而成功的標高價者亦感到尷尬，因為買得比別人貴，有當冤大頭的感覺。

## 三、單一價格標（荷蘭標）

成功分配到股票的投標者，將全部按照最低成功標價(strike price)支付股款，而不是按照個別所投標的價格。

在這個系統下，股票的分配方法，將從最高標價開始逐漸往低價分配，直到發售的股票分配完為止，其優點是：可預防投標人事先串通，也更能吸引投資人投標，因為無人會因多付股款而感到不甘心。因為標價越高，獲得配股的機會越大，但是所有的成功分配到股票的人都支付同一最低的成功標價，當市場行情活絡時，這個方法往往導致最高的售股總收入。其缺點是：鼓勵過高的標價，因為投標者不用支付所標的價格，而是支付最低的成功標價，投資人為了確保獲得配股，儘可能提高自己的投標價，因而導致太高的

成功標價，從而令股票隨後在集中市場交易時股價疲軟<sup>156</sup>。

## 肆、報酬來源

### 一、輔導費

發行公司付予主辦承銷商之費用，由發行公司與主辦承銷商協商議定金額，金額的大小取決於承銷股數的多寡及市場一般的行情，實務上此金額不會超過承銷股票總收入的百分之一。

### 二、承銷費

發行公司付予承銷商之費用，由主辦承銷商代表承銷團與發行公司議定，實務上承銷費占承銷股票總收入的 2.5% 至 3% 最為普遍。發行公司付予主辦承銷商，主辦承銷商再依各分銷商分銷股票的比率來分配。

### 三、交易佣金

發行公司付予主辦承銷商，主辦承銷商再按分銷股票的比率分配交易佣金，而代收款項的銀行或利用其自動提款機繳交股款或轉帳的銀行，亦可參與此金額的分配(新加坡證券交易所規定交易佣金為承銷股票總收入的 1%)。

以上費用中，主辦承銷商可獨享輔導費，並參與分配承銷費及交易佣金，有的發行公司還可能提供若干股數(不超過承銷股份 5%)的認購選擇權(以承銷價格執行)給主辦承銷商，只要掛牌後市價高於承銷價加上交易成本(手續費加印花稅)，主辦承銷商就可執行認購選擇權以套利，比起我國的承銷商，新加坡的承銷商其承銷收入顯然豐厚許多<sup>157</sup>。

## 第五節 小結

---

<sup>156</sup> 參見前揭註 154 文，頁 35。

<sup>157</sup> 參見前揭註 154 文，頁 36。

## 壹、確定包銷制度之優點

綜合本章以上各節所述，美國、日本、香港之有價證券承銷方式皆以確定包銷為之，而確定包銷制度的優點包括了：一、承銷時程的縮短；二、發行價格貼近市價；三、發行公司能及早確定資金來源，以及四、承銷商風險承擔與報酬的對稱性。本研究計畫謹針對各項優點分述如下：

### 一、承銷時程的縮短：

在確定包銷中，由於承銷商在承銷契約簽訂後，便負有購買全部發行股份之義務，是故，在承銷契約簽訂後，發行便可稱為成功，後續的承銷流程便可以早日啟動，進而縮短承銷的時程；相反地，在餘額包銷中，若未受認購的股份過多，承銷商尚必須洽特定人認購，可能因而拖延了承銷流程的時間。

### 二、發行價格貼近市價：

其次，發行價格貼近市價是確定包銷的另一項主要優勢，由於在確定包銷的制度下，發行價格的訂定時點會非常接近承銷契約簽訂的時點和發行股份掛牌的時點，此即間接地排除承銷商壓低發行價格的合理性。在餘額包銷的制度下，雖然發行的價格的訂定時點，也可以被拉近到接近承銷契約簽訂和掛牌的時點，但因為在此承銷方式下，承銷商僅僅承擔了市場向下時，發行股份未受完全認購的風險，而在市場向上時，卻不能享受其所帶來的利益，因此，此點亦賦予了承銷商壓低發行價格的合理性。

### 三、發行公司能及早確定資金來源：

此外，在確定包銷的制度下，發行公司能夠及早的確定資金來源，以增加產業競爭力，如前所述，在承銷契約簽定之時，發行公司的資金便已告確定。在美國實務上，發行公司的資金更在發行價格確定之時便已經確定。發行公司便可以早日將此筆資金注入於其營運中。在餘額包銷中，雖然發行公

司也得以確定承銷商將購買未受認購之發行股份，進而確定資金來源，然而，在餘額包銷的制度下，承銷商在某些情況下有洽特定人認購的義務與權利，此即造成了資金來源的不確定性，有別於在確定包銷下，資金的數量與來源都在承銷契約簽訂時便已確定。

#### 四、承銷商風險承擔與報酬的對稱性：

在確定包銷的情形下，因為承銷商在第一時間點，便已經成為其所認購發行股份的所有權人，故其得以在承受市場價格下降的風險同時享受市場價格可能上升所帶來的利益。所以，其風險之承擔與報酬的可能有對稱性，然而在餘額包銷下，當市場反應不佳時，承銷商必須承擔發行股份價格下降的風險；而在市場反應佳時，投資人將認購一空，使得承銷商不能享受發行股份價格上升的利益，加上承銷價格維護的機制，迫使承銷商必須將發行價格壓到遠偏於市價的價位，以降低風險。

### 貳、確定包銷制度可能存在之缺點

相較而言，確定包銷的缺點則在於「配售方式的限制性」。由於發行價格需歸於一律，如果配售之方式不採全數價詢圈購，因為同時進行詢價圈購與抽籤，將造成承銷時程的拖延，而使價格貼近市價此一目標不易達成。而如果採全數詢價圈購，雖然此一問題可獲解決，但全數詢價圈購的缺點在於，參與認購機會的配置，將掌握於承銷商的手中，使得與承銷商無良好關係的投資人將無法有機會參與認購。此即排除了社會一般大眾參與及分擔發行公司經營成敗的機會。關於此一問題解決的配套措施，本研究計畫亦將於下面做進一步的探討與說明。

### 參、確定包銷之適合時機

在確定包銷的機制下，承銷商的配售能力將得以完全發揮，故不具知名度但前景或體質良好的公司，便可經由承銷商的包裝能力與和其客戶良好的

關係，充分發揮其引進資金到體質優良公司的功能。另外，確定包銷也在金額較大的發行案中發揮功能，因為如果一項發行案的金額過大，在餘額包銷下發行公司很難確定發行是否會成功，但如果採確定包銷，如果經承銷商經過商業與法律查核後，確定該發行公司是值得投資之公司，主辦承銷商可以邀請其他承銷商一起組成承銷團，一同認購該發行股份。由於確定包銷的風險結構，此不僅始得使承銷商在為自己的風險把關時，同時為最終投資大眾把關，更能在今日資本密集的產業中，提早為發行公司確定資金之取得。

## 第四章 我國引進二價式確定包銷制度之適法性 與可行性

從我國歷次有價證券承銷制度的演進歷程可知，國內證券主管機關為強化我國資本市場的效率及公平，在現行餘額包銷制度下，完善各種配售方式的努力與用心可謂不遺餘力，惟為利我國資本市場之長遠發展，並考量二價式確定包銷制度在美國及日本等先進資本市場業已行之有年，係其實務上發行有價證券最主要的承銷方式之一，倘若國內尚能開放二價式確定包銷制度，使承銷商發揮其專業配售能力，並得以異於向發行公司承接承銷案件之價格向投資人辦理配售，應不失為進一步健全我國資本市場的可能選項。茲分別就我國引進二價式確定包銷制度之建議架構、適法性及可行性，探討如下。

### 第一節 我國引進二價式確定包銷制度之規劃方向與建議架構

#### 壹、規劃方向

現行餘額包銷之承銷制度下，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（證券交易法第七十一條第一項），由於承銷商對於股票配售之自主權不高，從而未能建立長期有效之配售通路，且因採餘額包銷制，承銷商除依法先行保留自行認購之有價證券外<sup>158</sup>，所包銷之

<sup>158</sup> 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規定：「證券承銷商包銷有價證券，除其他法令另有規定外，應依下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：  
一、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、非採洽商銷售之金融債券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。  
二、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。  
三、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

有價證券皆因銷售不佳而取得，承銷商相對處於風險不對稱之處境。再者價格訂定至掛牌買賣時間過長，且無彈性，以致承銷訂價必須折價以規避時間風險，股價未能貼近時價發行，造成投資人與發行公司用以謀求投資利得，因而股票發行未必考量發行公司之資本最適規模，故資源分配無效率，市場機制未能發揮<sup>159</sup>。

而我國倘若引進二價式確定包銷制度，由於證券承銷商包銷有價證券，得先行認購後再行銷售（證券交易法第七十一條第二項），是以承銷商須於訂價前就發行條件進行市場探詢，承銷商得視市場變動情形調整並決定訂價，待承銷案件向公會申報且彙總客戶承諾認購情形後，承銷商於訂價日與發行公司依銷售狀況決定發行價格（即承銷價格、掛牌價格、投資人繳交價格）與發行價額（發行公司募集金額），同時簽署承銷契約。承銷契約簽訂後，承銷商即有向發行公司包銷買入有價證券之義務，並負擔承銷風險，且於承銷公告中揭露發行價格與發行價額，投資人依發行價格向承銷商認購，兩者價差即為承銷商之配售報酬。待承銷商向公會報備承銷契約、寄發認購通知書、公開說明書及通知繳款後，投資人始向承銷商所指定之銀行帳戶繳款。

就價款之交付方面，若投資人所繳總金額大於發行公司募集金額，銀行應將所收取募集價款中之發行價額部分（即發行公司募集金額）轉入發行公司指定帳戶，剩餘價款即承銷商之配售報酬。但若投資人未全數認購而致繳

---

為承銷總數之百分之十五。

四、受託機構公開招募受益證券及特殊目的公司公開招募資產基礎證券非採洽商銷售之承銷案件，得自行認購比例上限為承銷總數之百分之十五。

五、受託機構募集不動產資產信託受益證券，非採洽商銷售之承銷案件，得自行認購比例上限為承銷總數之百分之十五。

前項承銷案件承銷總數全數採詢價團購方式辦理者，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。

公開發行公司辦理現金增資，遇有屬政府機關之原股東依公司法第二百六十七條第三項規定放棄認購股份，其併入公開承銷部分，於計算第一項第一款之承銷總數時得扣除之。……」

<sup>159</sup> 參見前揭註 30 文，頁 36。

款總金額小於發行公司募集金額，除應由銀行將所收取募集價款轉入發行公司指定帳戶外，承銷商尚需負責補足與發行公司募集金額間之價差。

就證券之交付方面，為明確區分發行公司與承銷商間，以及承銷商與投資人間乃分別成立不同之買賣契約，發行公司股務機構將股票移交至集保機構後，須先由集保機構同日撥入至承銷商後證券帳戶後，嗣再撥入投資人證券帳戶。

由於二價式確定包銷制度之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<sup>160</sup>。倘若我國引進二價式確定包銷制度，對於有效改善現行餘額包銷制度下之前述缺失，使國內之承銷制度回歸市場機制，應能有所助益。

## 貳、建議架構

為利於本研究計畫後續研提我國引進二價式確定包銷制度之建議架構，茲先就近年來國內承銷案件總數及有價證券配售方式之適用現況，列表說明如下：

	90年度	91年度	92年度	93年度	94年度
承銷案件總數	291	352	317	354	180
全部公開申購案件	187	197	128	97	49
全部詢價圈購案件	46	96	122	164	60
部分詢價圈購部分 公開申購案件	1	1	1	26	36
部分競價拍賣部分 公開申購案件	2	2	0	2	0
全部競價拍賣案件	1	0	0	0	0
全部洽商銷售案件	12	6	2	10	13

資料來源：整理自券商公會網站<sup>161</sup>

<sup>160</sup> 參見前揭註 30 文，頁 5。

<sup>161</sup> available at : <http://www.csa.org.tw/B003/B036.asp> (last visited on 2006/9/14)

從前開統計資料可知，詢價圈購及公開申購二者乃現行餘額包銷制度下近年來國內辦理承銷案件最主要之配售方式。而其中公開申購方式雖較能保障散戶投資人參與認購有價證券之權利，惟倘考量在制度設計上，若以公開申購作為我國實施二價式確定包銷制度之配售方式之一，一方面，可能容易致使承銷時程流於冗長而無法進一步縮短，且承銷商無法將有價證券配售予會長期持有而非短期套利之投資人；另一方面，參酌美國、日本確定包銷制度普遍以詢價圈購為主要之配售方式，而我國有價證券配售方式自八十四年納入詢價圈購以來，確實為發行公司引進不少參與公司長期發展之法人機構，對公司形象之提昇及股價之維持均有正面意義<sup>162</sup>，因此，為發揮承銷商在證券發行市場之樞紐、中介角色<sup>163</sup>，進而吸引發行公司採納該制度，並參照美國確定包銷制度採詢價圈購之配售方式，確實有助於加快承銷時程之實效，故倘若我國欲引進二價式確定包銷制度，本所建議原則上應朝以詢價圈購作為配售方式之方向設計。

惟參酌我國現行餘額包銷制度下 IPO 案件為保障散戶投資人參與認購之權利，目前 IPO 案件乃採行詢價圈購搭配公開申購作為配售方式，且 IPO 案件之承銷作業已調整為訂價後五個營業日掛牌，故相較於以往 IPO 案件承銷時程冗長之缺失，現行 IPO 案件承銷時程業已大幅縮短。倘若我國欲引進二價式確定包銷制度，在仍可有效縮短承銷作業時程之前提下，IPO 案件如欲採行詢價圈購搭配公開申購作為配售方式，亦不失為兼顧承銷商發揮配售能力與散戶投資人參與認購之作法。

依前述確定包銷之規劃方向，並參酌現行餘額包銷採詢價圈購方式之時程規劃，茲就我國引進二價式確定包銷制度之建議架構，表列如下。

<sup>162</sup> 參見前揭註 30 文，頁 38。

<sup>163</sup> 按證券發行市場主要係由發行公司、承銷商、與投資人三方面構成，承銷商(Underwriter)，係擔任資金需求者(即發行公司)與資金供給者(即證券購買者)之橋樑，換言之，承銷商乃居於中介地位，可說是發行市場之樞紐，故證券承銷商之角色是否扮演得當，為發行市場發展之重要關鍵。參見前揭註 1 文，頁 6；朱峻賢，前揭註 12 文，頁 15(2000 年)。

T-6	向公會申報詢價圈購約定書
T-4	刊登詢價公告及開始受理詢價圈購
T-1	詢價圈購截止日
T	1. 訂定發行價格及發行價額，主辦承銷商並應通知證交所及公會 2. 簽訂承銷契約
T+1	1. 向公會報備承銷契約 2. 寄發認購通知書、公開說明書及通知繳款
T+2	1. 辦理承銷配售公告 2. 投資人繳款日 3. 承銷商交付承銷價額（發行價額）予發行公司 4. 未獲配售之圈購保證金退款日 5. 發行公司向證交所或櫃檯中心申請有價證券上市或上櫃
T+3	3. 完成相關名冊整理 4. 發行公司交付有價證券予承銷商 5. 承銷商交付有價證券予投資人 6. 有價證券上市或上櫃公告
T+4	有價證券上市或上櫃

依上述規劃，定價日與有價證券掛牌相隔僅四日，將較餘額包銷更為縮短。而投資人繳款日與承銷商交付承銷價額為同一日，承銷商必須準備足夠資金，以支付發行公司。

### 參、發行價格之訂定

由於在二價式確定包銷制度下，承銷商主要係收取發行價格與發行價額之價差，而「價差(Spread)」係指承銷商為了購買發行公司所發行之有價證券而給付給發行公司之價額，與承銷商將該發行之有價證券轉售給投資人價格的價差。由於若該新發行有價證券的市場需求很強，因眾多承銷商將會爭取成為該發行案的承銷商，則價差會比較小，反之，若該新發行有價證券的轉售市場風險較大，則價差也就會較大。

惟發行價格之訂定標準，參酌美國實務可知，其發行價格得採行「議定發行價格」或「公式發行價格」的方式議定，「議定發行價格」係由發行公司與承銷商間議定之，而該價格通常是在發行前一日依市場交易價格打上一點折扣決定，而「公式發行價格」則是由發行公司與承銷商間約定發行價格應落在發行當日市場價格一定比例的區間範圍之內，而價差則為發行價格的一定比例或一個固定的數字。

根據本研究計畫前揭說明，由於議定發行價格的承銷案會有較高的價差，而在採行公式發行價格的情形下，發行價格會較接近發行價額<sup>164</sup>。而參照美國實務採取公式發行價格案件的特徵，包括發行公司為上市公司、發行規模在美金一千萬以上、發行價格超過每股二十元，且發行由大型承銷商辦理，故本研究計畫建議，倘若我國欲引進二價式確定包銷制度，就發行價格之訂定上，可考慮採行「議定發行價格」或「公式發行價格」的方式，並配合發行案之特性供發行公司與承銷商間選擇。

## 第二節 我國二價式確定包銷制度之適法性

### 壹、二價式確定包銷制度下之法律關係

在探究二價式確定包銷制度之適法性問題前，應先釐清二價式確定包銷制度底下各關係人（參與者）間之法律關係，有別於傳統我國實務上常見的代銷或餘額包銷制度，而衍生不同之法律問題。

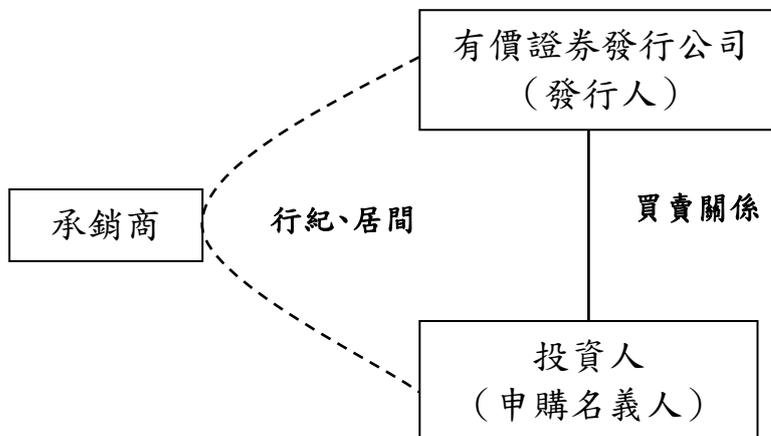
以我國證券交易法第七十二條之代銷制度（類似美國法上之 best-efforts underwriting）為例，蓋因在代銷制度底下，承銷商僅係代銷而未認購證券，主要的（買賣）法律關係係存在於發行公司與投資人之間<sup>165</sup>。另一方面，在

---

<sup>164</sup> Securities Underwriting – A Practitioner’s Guide, Kenneth J. Bialkin et al., p. 327( Practicing Law Institute 1985).

<sup>165</sup> 參見前揭註 128 文，頁 305。

「餘額包銷」（類似美國實務上的 stand-by underwriting）的承銷方式底下，承銷商亦係僅就募集結果所產生之餘額進行認購，是故，除了承銷商自行認購之餘額部分外，有價證券仍係以一般投資人（承購人）作為名義人，而有價證券亦係交付予一般投資人（承購人）。然而無論係採取代銷或餘額包銷制度，此時，承銷商之地位僅係類似於居間人或行紀人，有價證券買賣契約均係成立於發行公司與投資人之間。本研究計畫就此略以簡圖表現其法律關係如下：

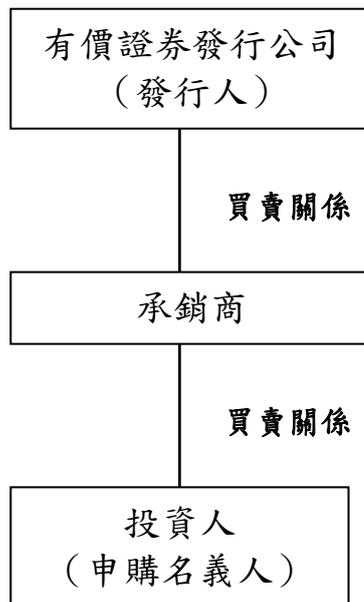


準此，投資人在代銷制度與餘額包銷制度底下，主要請求權基礎之對象應為發行公司，而非作為行紀人或居間人之承銷商。投資人給付價款之對象為發行人，而非承銷商，承銷商之代收股款專戶之性質亦非認為係承銷商之自有財產，而係代理發行人收取之股款。至於承銷商之地位以及其所適用之法律規範，究屬行紀或居間，依我國最高法院之見解<sup>166</sup>，則認為應視其個案情形而定。按「居間」之定義，依民法第五百六五條之規定，係指「當事人約定，一方為他方報告訂約之機會或為約定之媒介，他方給付報酬之契約」；至於「行紀」，依民法第五百七十六條之規定，則係指「以自己之名義，為他人之計算，為動產之買賣或其他商業上之交易，而受報酬之營業」。職是，

<sup>166</sup> 參閱最高法院 89 年台上字第 992 號判決。

承銷商究屬行紀人或居間人，則應依個案之中其究係以「自己名義」抑或以「發行公司」之名義銷售該等有價證券而定。

然而，有別於前開說明，若為二價式確定包銷制度，其下各關係人（參與者）間之法律關係則有所差異。蓋因在確定包銷制度之中，如同本研究計畫先前之說明，承銷商在簽訂承銷契約時，即會先行向發行人認購買入其發行之有價證券，然後再於承銷期間直接或間接（透過分銷商），將全部の有價證券銷售予市場投資人（全部確定包銷），或是在承銷契約中訂明保留一部份由承銷商自行認購（部分確定包銷）。換言之，在此種承銷方式底下，有價證券之直接申購人為承銷商，而有價證券亦係直接交付予承銷商，此後復由承銷商將有價證券銷售予投資人。本研究計畫就此略以簡圖表現其法律關係如下：



質言之，就法律關係上之定性而言，確定包銷制度與前揭代銷或餘額包銷制度之主要差異即在於，確定包銷制度底下乃是兩段買賣法律關係。承銷商一方面做為有價證券之買受人，另一方面再將有價證券轉賣於市場投資人。故投資人依發行價格向承銷商繳款，承銷商係本於自己所有之地位收受

銷售價款，承銷商對發行公司交付發行價額之款項，亦係本於自己為投資人之地位支付，僅金流的設計上，將投資人繳款日與承銷商之繳款日定為同一日，以減輕承銷商之資金壓力。

因此，確定包銷強化了承銷商之地位與整個承銷流程之中的參與程度。當然隨著參與程度的深化，承銷商（對於其他參與者）的責任也將一併地提高。此點所造成最直接的影響即是，傳統上投資人請求權基礎的對象僅有發行公司，但隨著法律關係的轉化，由於投資人之直接交易相對人為承銷商，是故，投資人基於「有價證券買賣關係」的請求權基礎，其對象將轉化成為「承銷商」。

## 貳、「發行價格」與「發行價額」不同

按餘額包銷之架構下，承銷商因包銷所取得之股票，其價格與投資人所取得者相同。惟在二價式確定包銷制度下，承銷商向發行公司買入之發行價額與其嗣後銷售給投資人之之發行價格間並不相同。則此二層法律關係下所取得之股份，是否有初級市場與次級市場之別？是否屬於同次發行之股份？倘認為屬同次發行，依公司法第一百五十六條第七項規定「同次發行之股份，其發行條件相同者，價格應歸一律。但公開發行股票之公司，證券管理機關另有規定者，不在此限」，則需進一步考量有無違反同次發行價格應歸於一律之問題。

依證券交易法第七十一條前段規定：「證券承銷商包銷有價證券，得先行認購後再行銷售」，倘單就「再行銷售」的層面而言，由於承銷商銷售予市場投資人之價格均屬相同，故尚無違反前開公司法本文規定之虞，惟若綜觀「自行認購」與「再行銷售」二者，則有「發行價格」與「發行價額」間價格並不相同之問題。

就發行之定義觀之，依證券交易法第八條規定：「本法所稱發行，謂發行人於募集後製作並交付，或以帳簿劃撥方式交付有價證券之行為。」即公開發行公司所為之公開發行，是指對非特定人公開招募後交付有價證券之行為，自非對特定承銷商所為之交付有價證券行為。依前述規劃，確定包銷中集保公司將有價證券撥入承銷商帳戶再轉入投資人帳戶是同一天，掛牌日亦皆相同，即投資人始為發行人募集之真正對象。再者，對發行公司而言，無論是餘額包銷或確定包銷，皆屬證券交易法第七十一條所規定承銷之方式，發行公司所發行之目的與對投資人之發行之條件並無差異，且採確定包銷應係使承銷時間更形縮短，定價更能接近市價，是否屬同次發行自不應因包銷方式之差別而有不同。故綜上所述理由，確定包銷縱有承銷商取得再銷售之設計，概念上「自行認購」與「再行銷售」應屬同次發行的行為，僅於同次發行中架設二層法律關係。

承上，確定包銷於同次發行中，發行條件相同，但「發行價格」與「發行價額」之價格並不相同，而有不符公司法第一百五十六條第七項本文所稱「價格應歸一律」之問題，倘採行此制度，即有必要依但書規定，由證券管理機關另訂規定，即倘若政策上欲推行二價式確定包銷制度，法制上可由主管機關另行以發布解釋函令之方式，豁免同次發行價格應歸一律之限制，以符合公司法之規定，作為制度推行的授權基礎。然而，確定包銷架構下，發行價格及發行價額皆載明於公開說明書，投資人已習於單一之發行價格，對投資人而言，何以出現發行價格與發行價額不同之情形，是否影響投資人之繳款意願，則有待制度之宣導及承銷商對投資人之教育與配合。

### 參、發行公司交付公開說明書給投資人之義務

依證券交易法第三十一條第一項規定「募集有價證券，應先向認股人或應募人交付公開說明書」，又同法第七十九條規定「證券承銷商出售其所承銷之有價證券，應依第三十一條第一項之規定，代理發行人交付公開說明

書」，就公開說明書之交付義務人而言，解釋上發行公司應負交付之義務，殆無疑問。惟在二價式確定包銷制度下，由於承銷商乃先行從發行公司認購有價證券後再行銷售與投資人，發行公司有無依前開規定交付公開說明書給投資人之必要，值得進一步探討。

就公開說明書之特性言，證券交易法第十三條規定「……公開說明書，謂發行人為有價證券之募集或出賣，依本法之規定，向公眾提出之說明文書」，可知公開說明書於本質上即應係「向公眾提出」之說明文書，而不應僅係交付給單一或少數特定承銷商之說明文書。

就募集行為之定義言，觀諸證券交易法第七條第一項規定「……募集，謂發起人於公司成立前或發行公司於發行前，對非特定人公開招募有價證券之行為」，又同法第三十一條第一項規定「募集有價證券，應先向認股人或應募人交付公開說明書」，可知所謂「募集」應係指發行公司向「非特定人」公開招募有價證券之行為，而發行公司欲募集有價證券者，自應依前開規定向該「非特定人」交付公開說明書。

就承銷商所扮演之角色言，在證券發行市場中，承銷商係居於中介的機構、發行市場的樞紐，承銷商之存在主要即為協助發行公司籌募所需之資金，暢通資金供給者與資金需求者之管道，加速資本形成<sup>167</sup>。由於所謂證券發行市場係指發行人為籌措中長期資金，以發行新證券（股票、公債、公司債、投資信託受益憑證等）方式，向「廣大投資者」「募集」資金之場所<sup>168</sup>。可知在二價式確定包銷制度下，買賣有價證券之流程，形式上雖由承銷商先行從發行公司認購有價證券後嗣再另行銷售與投資人，惟由於承銷商僅係居於發行公司向「廣大投資者」「募集」資金時中介或樞紐之地位，承銷商向發行公司之買入及銷售予投資大眾之行為仍應合併觀察，將二者視為一承銷之行為，始符合法規上「募集發行」、「公開說明書」及「承銷」之意旨。實

<sup>167</sup>朱峻賢，《證券承銷商業務之法律責任》，國立政治大學法律研究所碩士論文，頁15（2000年）。

質上倘發行公司欲發行有價證券時，仍應將嗣後向承銷商購入有價證券者視為投資人，亦即，發行公司募集資金的對象應係欲向承銷商購入有價證券之投資人，而非承銷商本身。

此外，就投資人之保障而言，於同一次發行行為中，投資人所受之保障自不應因採行餘額包銷或確定包銷之不同而有差異，而使發行人因此降低公開說明書之責任。反之，確定包銷乃提供投資人更多一層保障，即投資人除可向發行人請求外，亦可向承銷商主張出賣人之法律責任。參考各國確定包銷之制度，承銷商皆有交付公開說明書之義務，發行人及承銷商皆須付公開說明書之責任。二價式確定包銷制度，除了有加速與便利發行公司募集資金、確立承銷商之報酬來源，藉以提高其承銷動機等優點之外，最重要的一點即在於，其可提高規範上對於市場投資人的保障，多元化市場投資人請求權基礎的請求對象，進而強化市場投資人之信心。

綜上所述，在二價式確定包銷制度下，由於承銷商實際上僅係居於發行公司與投資人間的中介或樞紐之地位，而投資人始為發行公司募集資金之對象，發行公司即有依前開證券交易法相關規定交付公開說明書給投資人之必要。法律關係上雖然承銷商方為銷售之主體，發行公司仍有備置公開說明書之義務，依證券交易法第七十九條，承銷商仍有代理發行人交付公開說明書之義務，始能保障投資人。

### 第三節 我國二價式確定包銷制度之可行性

按各國證券市場由於其發展歷史、法規環境、籌資規模、投資人組成等各有不同，是以確定包銷制度雖於美、日等國行之有年，但受限於前述各國市場之特色或有差異，我國倘若擬引進二價式確定包銷制度，是否適宜為枳。在國內承銷市場之現況下是否可行，爰為以下所欲探討之重點。

<sup>168</sup> 參見前揭註1文，頁6；

## 壹、證券市場之規模與承銷商角色之扮演

有鑒於各國證券市場成交金額之整理有助於釐清我國與其他國家證券市場在規模方面之差異，而國內承銷市場案件數之趨勢分析則有益於明瞭我國承銷商近年來在爭取承銷案件方面之壓力，茲先就前開事項分別列表說明如下：

表一

單位：十億美元

年份	台灣	紐約	那斯達克	東京	倫敦	香港	韓國	新加坡
1996	476.5	4,063.3	3,301.8	932.0	1,178.0	182.5	178.0	60.2
1997	1,308.6	5,777.6	4,481.7	896.0	1,989.5	453.7	170.8	74.1
1998	896.0	7,317.9	5,519.0	750.8	2,888.0	206.2	145.1	58.5
1999	917.3	8,945.2	10,467.4	1,675.7	3,399.4	230.0	733.4	107.4
2000	993.3	11,060.1	19,798.8	2,315.5	4,558.6	376.7	556.1	95.2
2001	546.1	10,489.3	10,934.6	1,660.5	4,550.5	241.0	380.6	71.8
2002	635.2	10,311.2	7,254.4	1,565.8	3,998.5	194.0	592.8	62.8
2003	592.0	9,692.3	7,068.2	2,130.7	3,624.0	296.4	459.2	92.0
2004	717.3	11,618.2	8,767.1	3,220.0	5,176.2	439.6	488.7	107.3
2005	583.0	14,125.3	10,086.7	4,426.6	5,673.9	464.3	1,204.3	116.4

資料來源：摘錄自證期局網站<sup>169</sup>。

表二

	90 年度	91 年度	92 年度	93 年度	94 年度
承銷案件總數	291	352	317	354	180
上市櫃後現金增資案件數	69	79	41	41	51
初次上市案件數	23	34	22	13	2
初次上櫃案件數	107	98	69	79	39
初次上市櫃案件數	130	132	91	92	41

資料來源：整理自券商公會網站<sup>170</sup>。

參照上表一可知，我國歷年證券市場成交金額相較於美國、日本及英國於同一期間之表現來看，我國歷年成交金額不僅相對較小，甚且自一九九七

<sup>169</sup> available at : <http://www.sfb.gov.tw/statistics/point/9501/t30.xls> (last visited on 2006/8/30)。

年起迄今，歷年成交金額更似有下降趨勢。對此，由於證券市場成交金額較大者，理論上恆能吸引承銷金額較大之案件前往該市場募集資金，因此承銷金額較大之案件將較有可能選擇前開資本市場較為活絡之美日等國辦理承銷，而非選擇我國市場。

而在二價式確定包銷制度下，承銷商之配售報酬與其自身配售有價證券能力之強弱可能息息相關，蓋承銷商的配售能力越強，承銷案件之發行價格（即承銷價格、掛牌價格、投資人繳交價格）與發行價額（發行公司募集金額），二者間即有較大價差的想像空間，從而承銷商之配售報酬亦可跟著前開想像空間一同水漲船高。

在前開理解下，可知受限於我國承銷市場之規模，針對承銷金額較大之承銷案件，發行公司不易選擇我國證券市場從事資金募集活動，使得我國發行公司對承銷商配售能力之仰賴程度將不若在美日市場募集資金者來得殷切。

以美國而言，由於許多重要投資機構與特定承銷商熟識並長期配合，發行公司對於金額龐大的籌資案，如需得到重要投資機構之青睞，適需仰賴承銷商之銷售通路才能達成。然而，我國發行公司、承銷商與投資人之生態則與此有別，尤其當發行公司體質良好而發行金額不大時，多數承銷商皆可輕易達成任務。相形之下，承銷商在國內發行市場中所扮演之發行公司與投資人間之樞紐地位具有較高之可替代性。於此情形下，並無法凸顯確定包銷能使承銷商發揮專業配售能力之特色，倘發行公司對於採行確定包銷制興趣缺缺，似難憑承銷商之力量改採確定包銷制度。

準此而論，倘若考量欲在我國籌募資金之發行公司對承銷商配售能力之仰賴程度並不若在美、日市場募集資金者來得殷切，是以我國若欲引進二價

---

<sup>170</sup> available at : <http://www.csa.org.tw/B003/B036.asp> (last visited on 2006/9/1)。

式確定包銷制度，承銷商如何說服發行公司使其信賴並仰賴其配售能力，無疑將有待未來實務運作之檢驗。

## 貳、承銷案件減少及承銷商之競爭

我國證券承銷市場向來競爭激烈<sup>171</sup>，證券商面臨本土券商及外商投資銀行之競爭，實屬不易。承銷商與發行公司洽談承銷報酬乃處於弱勢地位，而參照上表二顯示，我國自九十四年實施承銷新制後，整體承銷案件數明顯受到影響<sup>172</sup>，從而在承銷新制實施後，由於國內承銷市場案件總數明顯銳減，短期內承銷商家數倘又無同步減少跡象，恐將因而更形弱化承銷商與發行公司洽談承銷報酬之地位。於僧多粥少之情形下，承銷商只能落入殺價競爭求生存之窘境。加上長久以來，無論發行公司或投資人殆皆已習於承銷案件採取單一承銷價格且承銷費用低廉之情形下，又應如何說服投資人使其願意接受承銷商將有價證券賣給投資人之發行價格高於承銷商給付發行公司之發行價額之訂價，以支付承銷商較高之報酬，有待觀察。

## 參、發行公司之接受度

二價式確定包銷制度倘要順利引進台灣市場，對承銷商而言，其優點應在於合理之承銷報酬，改變過去以買入證券賺取資本利得之方式，並使承銷商之報酬與風險能對稱，承銷商於現行市場狀況下得否因採用此制而有提高報酬之空間，已探討如上。對發行公司而言，確定包銷之優點應在於籌募資金之效率是否提昇及定價之合理性。

<sup>171</sup> 參見本研究計畫第二章第三節壹。

<sup>172</sup> 其中，倘再就歷年上市櫃後現金增資案件數及初次上市櫃案件數進一步比較可知，前者所受影響屬不大，但後者所受衝擊似非輕微。而針對前開初次上市櫃案件數於承銷新制實施後所受之衝擊，有論者指出，本次承銷新制實施後基於下列理由，使得承銷新制中 IPO 業務看似獲利有限而責任無限，預計承銷商勢必調整其業務結構，將重點放在 IPO 以外之業務：1、承銷商除須對掛牌首五日之價格進行穩定價格操作外，尚需動用自有資金進行為期一個月的護盤，使股價不得同時跌破大盤加權股價指數及同類股價指數平均跌幅之 10%；2、主管機關對未執行穩定承銷價格機制及跌破承銷價之承銷商記點處分，並將之列入證券商分級管理指標中；3、取消承銷商於 IPO 案件自行認購之權利。

按我國若引進二價式確定包銷，承銷方式在現行餘額包銷與二價式確定包銷雙軌並行之情形下，發行公司對二價式確定包銷之接受度如何，似應與現行餘額包銷制度向來在我國承銷市場之適用情況息息相關。

籌募資金是否因採行確定包銷制度而更有效率，在現行餘額包銷制度採全部詢價圈購之情形，為解決定價之合理性問題，各界已努力縮短承銷時間，故在規劃上僅將時程再縮短一天，對發行公司而言，在籌募資金效率上差別似乎不明顯。而發行公司與投資人長久以來均已習於餘額包銷之單一承銷訂價，且發行公司對國內承銷商配售能力之仰賴程度不同於在美、日市場進行籌資者，是發行公司本身在技術、業務、財務、知名度等各方面倘即足以吸引投資人以單一承銷價格向發行公司認購有價證券，則理論上而言，我國於引進二價式確定包銷制度初期，發行公司似仍較有可能依循舊制而選擇餘額包銷，蓋國內承銷市場既然競爭激烈，承銷商向發行公司收取承銷報酬原即居於弱勢，倘在現行餘額包銷制度下，發行公司僅需向承銷商支付數額較少之承銷報酬即可達到在發行市場向投資人籌募資金之目的，則除非採行二價式確定包銷制度之承銷案件，其發行價格與發行價額間價差甚小，發行公司似無必要接受二價式包銷制度而讓承銷商賺取發行價格與發行價額二者間之價差。

反之，於我國引進二價式確定包銷制度初期，倘若發行公司之技術、業務、財務等各方面體質甚為健全，惟受限於本身知名度不高或其他因素致無法吸引發行市場投資人對該承銷案件產生認同之時，發行公司為迅速達成其募集資金之需求，承銷商或可說服發行公司，藉由知名券商採行確定包銷之背書推薦，可增加投資人對發行公司之信心。該承銷案件似較可能採行此制度，從而亦可讓承銷商確實發揮其配售能力，進而賺取發行價格與發行價額間之價差。

## 肆、承銷商與投資人所面臨之風險

對承銷商而言，於確定包銷制度下，承銷商所負擔之資金壓力，相較於餘額包銷制度，應屬有增無減，為貫徹確定包銷籌資效率之優點以及二層法律關係下獨立之請求權，則承銷商需在短期內對發行公司負擔承銷買入之義務，故須面臨資金之壓力。

雖然參考國外制度，依前述第四章第一節貳所述，本研究計畫所研擬之建議架構，承銷商與發行公司簽訂承銷契約後，承銷商於投資人繳款前，並不須先行支付發行價額給發行公司，而是待投資人向承銷商繳款後，承銷商始須將發行價額支付給發行公司。此可減輕引進二價式確定包銷制度承銷商之資金壓力，承銷商可自行評估投資人繳款之情形，當投資人繳款總額小於發行價額時，由承銷商以本身資金向發行公司補足價差，或在投資人繳款總額超過發行價額時由承銷商將發行公司所需之發行價額轉交發行公司，與現行餘額包銷制度差距不大，在定價日與掛牌日縮短於五天之情形下，衡量提昇發行公司籌募資金之效率之影響，與證券商之資金壓力下，僅將證券商之繳款日提前為與投資人繳款同一日，與餘額包銷制度比較，投資人繳款日、特定人繳款日及承銷商餘額包銷，乃為不同之日期，證券商之資金壓力較餘額包銷更大。

對投資人而言，不論投資人之繳款期間或投資人向發行公司請求交付公開說明書之權利，投資人在二價式確定包銷制度下所得主張之權利均與其在現行餘額包銷制度下所得主張者無有重大差異。

惟在餘額包銷制度下，買賣契約僅成立於發行公司與投資人間，承銷商與投資人間並無買賣契約，因此，投資人如欲向承銷商請求損害賠償，僅得於其符合證券交易法第三十二條所規定之要件時，始得向承銷商請求損害賠

償<sup>173</sup>。而在二價式確定包銷下，由於買賣契約分別成立於發行公司與承銷商間、承銷商與投資人間，是以倘發生市場之詐欺行為，投資人除依前開證券交易法之規定向承銷商請求損害賠償外，尚得依其與承銷商間之買賣契約向承銷商主張買賣契約之瑕疵擔保責任或債務不履行責任。因此，就保障投資人之法律層面而言，二價式確定包銷制度相較於現行餘額包銷制度，前者對投資人似更加有利。然而投資人亦須承擔承銷商之破產風險，亦即投資人繳納股款當日，如證券商未能依承銷契約履行買入之義務，造成發行公司未取得股款而無法發行，則投資人之權利如何保障，亦須有配套措施加以規劃

<sup>173</sup> 依證券交易法第三十二條規定：「前條之公開說明書，其應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，左列各款之人，對於善意之相對人，因而所受之損害，應就其所應負責部分與公司負連帶賠償責任：

- 一 發行人及其負責人。
- 二 發行人之職員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部者。
- 三 該有價證券之證券承銷商。
- 四 會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者。

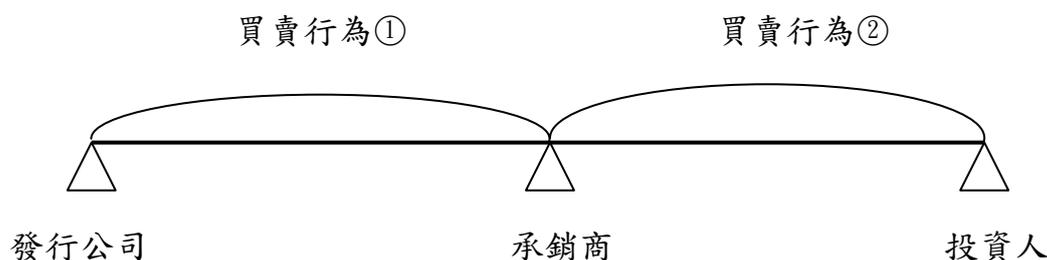
前項第一款至第三款之人，除發行人外，對於未經前項第四款之人簽證部分，如能證明已盡相當之注意，並有正當理由確信其主要內容無虛偽、隱匿情事或對於簽證之意見有正當理由確信其為真實者，免負賠償責任；前項第四款之人，如能證明已經合理調查，並有正當理由確信其簽證或意見為真實者，亦同。」

## 第五章 二價式確定包銷制度之相關法規配套措施

本研究計畫秉持為提昇我國承銷市場之國際能見度，俾順利與國際制度接軌之目標，擬建議開放國內亦得採行二價式確定包銷制度。為順利移植並採行二價式確定包銷制度，除探討我國有價證券承銷採行二價式確定包銷制度之適法性及可行性已如前述外，並進而研擬我國有價證券承銷採行二價式確定包銷制度之相關法規配套措施，俾以為將來金管會擬訂相關制度及規範之參考。

### 第一節 二價式確定包銷制度之架構

按本研究計畫前開說明可知，由於現行餘額包銷之承銷制度造成承銷商未能建立長期有效之配售通路、承銷商相對處於風險不對稱之處境，且發行價格未能貼近時價，以及資源分配無效率、市場機制未能發揮等弊端。故本研究計畫第四章即建議倘若我國引進二價式確定包銷制度可考慮採行之架構，將會由證券承銷商先行認購有價證券後再行銷售，是以承銷商於承銷契約簽署後，即有向發行公司包銷買入有價證券並支付發行公司價款之義務，而發行公司則負有交割有價證券予承銷商之義務，此階段於法律形式而言，可認定為一買賣行為；再者，投資人依發行價格向承銷商認購有價證券，投資人因此負有向承銷商繳納款項之義務，而承銷商則負有交割有價證券予投資人之義務，此階段於法律形式而言，亦可認定為一獨立之買賣行為，故於二價式確定包銷制度之設計上，係採取兩階段各自獨立之買賣行為模式。



(一) 就價款之流向方面：依本研究計畫第四章之建議架構所示，將由投資人把認購款項匯入承銷商開立之銀行帳戶，而承銷商則須將募集金額之款項匯入發行公司之銀行帳戶。此外，若投資人因認購所繳納之總金額（發行價格乘上認購有價證券數之總額）大於發行公司依承銷契約約定可取得之募集金額（發行價額乘上發行總數之總額），則該價差即為承銷商之配售報酬。但若投資人因認購所繳納之總金額小於發行公司之募集金額，則承銷商尚需負責補足與發行公司募集金額間之價差。

(二) 就證券之流向方面：為明確區分發行公司與承銷商間，以及承銷商與投資人間乃分別成立不同之買賣契約，發行公司股務機構將股票移交至集保機構後，須先由集保機構轉交至承銷商證券帳戶後，嗣再轉交投資人個別之證券帳戶。

又依本研究計畫第四章之建議架構可知，由於若採取公開申購亦可作為我國實施二價式確定包銷制度之配售方式之一，則不僅容易致使承銷時程流於冗長而無法縮短，且承銷商亦無法將有價證券配售予會長期持有而非短期套利之投資人，同時參酌美、日確定包銷制度普遍以詢價圈購為主要之配售方式，另一方面，詢價圈購之承銷方式確實能為發行公司引進長期投資發行公司之法人機構，對發行公司形象之提昇及股價之維持均有正面意義，故倘若我國欲引進二價式確定包銷制度，本研究計畫建議原則上應朝以搭配詢價圈購作為配售方式之方向設計。

惟參酌我國現行餘額包銷制度下 IPO 案件為保障散戶投資人參與認購之權利，目前 IPO 案件乃採行詢價圈購搭配公開申購作為配售方式，且 IPO 案件之承銷作業已調整為訂價後五個營業日掛牌，故相較於以往 IPO 案件承銷時程冗長之缺失，現行 IPO 案件承銷時程業已大幅縮短。倘若我國欲引進二價式確定包銷制度，在仍可有效縮短承銷作業時程之前提下，IPO 案件如欲採行詢價圈購搭配公開申購作為配售方式，亦不失為兼顧承銷商發揮配售能

力與散戶投資人參與認購之作法。

而以下則針對前開二價式確定包銷制度之建議架構，擬訂相關法規配套措施如下，俾以為將來主管機關擬訂具體制度及規範之參考。

## 第二節 相關法規配套措施

### 壹、開設證券承銷商專戶之法源

根據本研究計畫前揭之說明，由於二價式確定包銷制度之設計上，係採取兩階段各自獨立買賣行為之架構，故投資人須將認購有價證券之款項全數匯入證券承銷商以自己名義開立之自有帳戶中，而承銷商則須將與發行公司所約定之發行價額乘上發行總數之總額，匯入發行公司之銀行帳戶，而另一方面，交割日之有價證券交割，亦係由發行公司撥付予證券承銷商，再由證券承銷商撥付予認購投資人，迥異於以往承銷制度中，投資人所匯入之承銷商帳戶，僅係承銷商代發行公司收取款項之帳戶，且發行公司亦需透過證券承銷商將發行之有價證券再撥付予投資人之證券帳戶。依證券商管理規則第二十九條規定：「證券商承銷有價證券，除當場交付有價證券外，應委託銀行設立專戶代收款項（第一項）；前項代收之款項，須向認購人交付價款繳納憑證或所銷售之有價證券後始得動支（第二項）」，於二價式確定包銷時，證券承銷商所設立之銀行帳戶即非「代收」款項，故就該條文之適用恐有疑義。

申言之，證券承銷商動支投資人繳付之款項而未支付承銷款予發行公司，或者若有第三人對該證券承銷商自有帳戶內資產（包括投資人所支付之認購款項及發行公司所發行之有價證券）進行假扣押、假處分或假執行等強制執行程序，則發行公司恐有無法取得或延遲取得全額資金之疑慮及風險，同時，投資人亦有支付認購價款卻無法取得有價證券所有權之風險，故本研究計畫建議證券商管理規則第二十九條有關「代收」款項之用語，應修正為

「代收或收取」，再者，擬建議主管機關得參考「證券投資人及期貨交易人保護法」第三十七條之規定，明訂證券承銷商除已撥付與發行公司該次發行總額之資金外，不得自證券承銷商於二價式確定包銷制度下所開立之專戶提取款項，其專戶內之有價證券除撥付予認購投資人外，亦不得轉讓予其他第三人，此外，第三人亦不得對該專戶內資產請求扣押、執行或行使其他權利之法律明文。

本研究計畫建議該法規內容如下，供金管會日後擬定相關法規參考之用：

- 1、第一項：證券承銷商依法令於金融機構或集保機構所開設之有關收取投資人認購有價證券款項或取得發行公司所發行有價證券之專戶，與其自有財產，應分別獨立。
- 2、第二項：證券承銷商除已撥付予發行公司該次發行總額之資金並出具憑證外，不得自前項專戶提取款項。
- 3、第三項：證券承銷商除已將該次發行之有價證券撥付予認購投資人並出具憑證外，不得自第一項專戶轉讓任何有價證券予其他第三人。
- 4、第四項：證券承銷商就其自有財產所負債務，其債權人不得對第一項專戶資產請求扣押、執行或行使其他權利。

## 貳、集保制度之配合

同樣由於二價式確定包銷制度之設計，係採取兩階段各自獨立之買賣行為，故交割日之款券交割，必須透過集保制度之設計，使所發行之有價證券的流向，由發行公司撥付予證券承銷商，再由證券承銷商撥付予認購投資人，同時款項亦係由認購投資人匯入證券承銷商帳戶，再由證券承銷商匯入發行公司帳戶，從而，由於交割時間上之落差，故在法律形式上可能造成個別買賣之法律行為有無法同步履行之困境，亦即當投資人將款項匯入證券承銷商帳戶時，投資人無法同時由證券承銷商處取得有價證券之所有權，而發行公司撥付有價證券予證券承銷商時，亦可能無法同時取得發行資金。

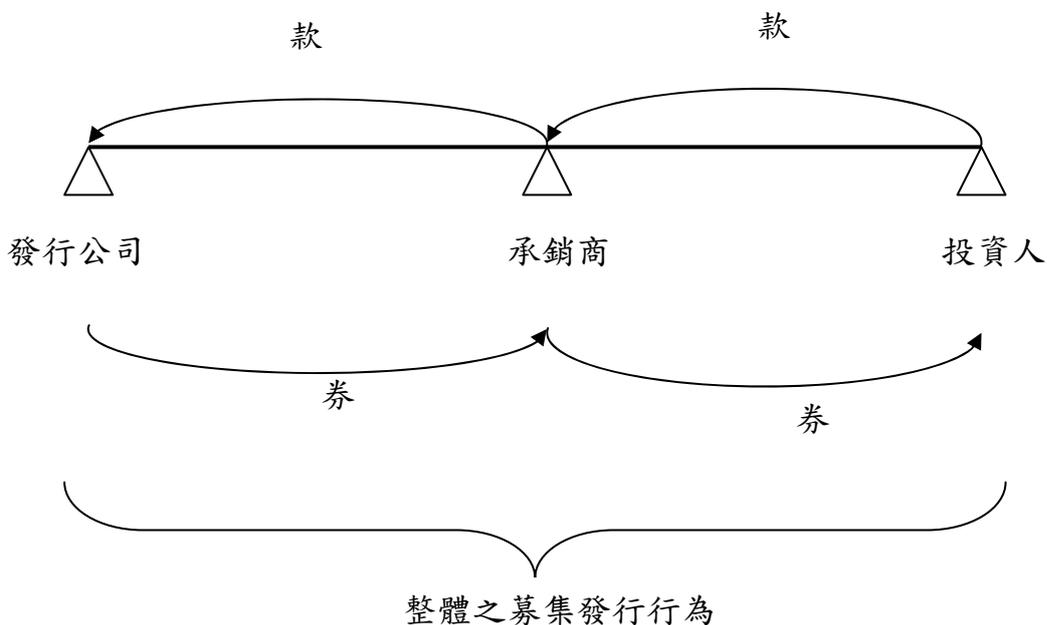
由於為符合二價式確定包銷制度係採取兩階段各自獨立買賣行為之法律形式，雖可能因現實上困境而無法達到各階段款券同步交割之狀態，仍應設法透過集保機構之程式設計，使兩階段之款券交割盡量於同一時段完成，盡可能縮短流程之時間差，並可確實顯示款券之流向及歸屬，以達到兩階段買賣行為之法律形式要求，亦可降低前項所提及有價證券受第三人請求扣押、執行或行使其他權利之風險。

### 參、稅賦法規之明文

為配合我國二價式確定包銷制度之設計，係採取兩階段各自獨立之買賣行為，則發行公司與證券承銷商之間係一發行行為，由於有價證券之初次發行行為不涉及損益之計算，故無課徵所得稅之問題。又依證券交易稅條例第一條之規定：「凡買賣有價證券，除各級政府發行之債券外，悉依本條例之規定，徵收證券交易稅。前項所稱有價證券，係指各級政府發行之債券，公司發行之股票、公司債及經政府核准得公開募銷之其他有價證券。」可知，「買賣」符合證券交易稅條例規定之「有價證券」，始需課徵證券交易稅。惟依證券交易稅條例實施注意事項第二條規定：「公司因創立或增資發生新股票，或經主管署核准募集公司債，不屬於交易之行為，應免徵收證券交易稅，惟公司股東或債權人，將認股之股票或應募之公司債，予以轉讓時，仍應依法課徵。」準此，由於有價證券之初次發行行為，在法律解釋上核非買賣行為，自不受證券交易稅條例之規範，故發行公司與證券承銷商之交易行為毋須課徵所得稅或證券交易稅。惟如此則衍生證券承銷商與投資人間交易行為是否屬買賣有價證券而有課徵證券交易稅之疑慮？

本研究計畫初步認為，確定包銷與餘額包銷皆屬證券交易法第七十一條所規定之包銷方式，於確定包銷中，承銷商再行銷售予投資人，亦在承銷期間內完成，並於完成後首度掛牌，故投資人取得有價證券時仍屬初級市場之發行階段，雖採取二價式確定包銷制度，亦不應增加證券承銷商稅賦之負擔，因衡量發行公司、證券承銷商與投資人之交易行為整體而言仍係一完整之發

行行為，不得因法律外觀上有兩階段買賣行為之形式，即認為應課徵第二次交易行為之證券交易稅，除顯然不符實質課稅原則之外，且因原承銷制度即未課徵所得稅或證券交易稅，故如此亦未損害或使稅捐稽徵機關短收稅賦，又對照餘額包銷或代銷之方式，亦毋須課徵證券交易稅，在無其他正當理由之情況下，似不得於二價式確定包銷制度中作不相同之處理，惟本研究計畫仍建議主管機關與賦稅署應以法令明訂證券承銷商與投資人之交易行為仍視為發行行為之一部分，而不應課徵證券交易稅之明文或行政函釋。



#### 肆、證券承銷商財務體質之限制標準

證券交易法第七十一條第二項及第三項分別規定：「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。」、「證券承銷商辦理前項之包銷，應具備之條件，由主管機關定之。」其立法理由闡明：「為擴大承銷商功能，增訂第二項允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，至其包銷應具之條件，於第三項授權主管機關定之。」即證券交易法對於承銷方式採行承銷商先行認購後再銷售者，已明定授權主管機關得訂定條件限制之法源基礎。

依證券商管理規則第二十三條規定：「證券商辦理本法第七十一條第二項先認購後再行銷售或於承銷契約訂明保留一部分自行認購之包銷有價證券者，應具備下列之條件：一、財務狀況符合法令規定（第一款）；二、最近半年內未曾受主管機關依本法第六十六條所為之停業處分（第二款）」，由於二價式確定包銷制度之設計，係採取由證券承銷商先買斷發行公司該次發行之全部有價證券之模式，且投資人繳款日與承銷商交付發行價額予發行公司之日為同一日，而承銷契約簽訂後之日即有繳款義務，故證券承銷商是否有能力支付該次發行之發行價額，亦即發行公司得否確保可取得該次發行資金，除應交由市場機制決定（亦即由發行公司自行判斷選擇何證券承銷商）外，該證券承銷商之財務體質亦應納入考量之中，故除前述證券商管理規則之規定外，建議主管機關可就證券承銷商之財務體質設定較一般承銷商承作承銷業務更高之限制，使符合財務體質限制標準之證券承銷商始可選擇以二價式確定包銷作為承銷方式，以降低發行公司無法取得該次發行所募資金之風險。

再者，主管機關亦可透過建立定期紀錄或考察機制之方式，定期追蹤證券承銷商以二價式確定包銷承銷之狀況，除可有效監督並輔導證券承銷商運用確定包銷之制度外，亦可提供將來修正確定包銷制度及相關法規之基礎。

## 伍、公司法第一百五十六條之配合修正或發布解釋函令

依公司法第一百五十六條第七項前段規定：「同次發行之股份，其發行條件相同者，價格應歸一律。」惟在二價式確定包銷制度下，承銷商所「先行認購」之價額與其嗣後「再行銷售」給投資人之價格，二者並不相同，故將衍生二價式確定包銷制度是否抵觸現行公司法之規定。

依本研究計畫第四章第二節之說明可知，就「再行銷售」的層面而言，由於承銷商銷售予市場投資人之發行價格均屬一致，故並無違反前開公司法規定之虞，惟若綜觀「先行認購」與「再行銷售」二者，由於「先行認購」之價額與「再行銷售」之價格並不相同，則產生二價式確定包銷制度有不符

前開規定之情事。對此，由於公司法第一百五十六條第七項但書規定：「但公開發行股票之公司，證券管理機關另有規定者，不在此限」準此，倘若政策上欲推行二價式確定包銷制度，則必須經由主管機關另行發布解釋函令之方式，明文將二價式確定包銷制度「先行認購」價額與「再行銷售」價格不同之處，排除於公司法第一百五十六條第七項前段規定之範疇，以作為二價式確定包銷制度推行的授權基礎。

## 第六章 研究結論

在現行餘額包銷制度下，透過本研究計畫對國內現行承銷制度之分析，可知我國承銷市場因競爭激烈，迫使承銷商間以削價競爭甚或不收取費用之方式爭取客戶，而承銷商受限於目前承銷市場的高度競爭生態，致無法與發行公司洽談合理數額的報酬，無形中亦影響承銷案件應有的品質，且就承銷商所承受之風險來看，亦與所收取之承銷報酬顯不相稱。再者，由於承銷商負擔護盤責任，造成承銷訂價偏離市場價格之現象，加上我國證券承銷制度之理念，向來對於使金融市場變成促進財富公平分配之工具極為重視，從而亦使我國證券市場之承銷方式、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差異，惟在注重保護投資人權益之影響下，使我國在承銷制度所表現出之特徵如全民運動、證券折價發行及承銷商在資本市場所應扮演之角色功能不彰等現象，嚴重影響證券市場之健全發展。

經本研究計畫探討美國、日本、香港及新加坡等國之承銷制度後，得歸納出外國採行確定包銷制度的優點，包括承銷時程的縮短、發行價格貼近市價、發行公司能及早確定資金來源以及承銷商風險承擔與報酬的對稱性。但另一方面，確定包銷制度仍存在有「配售方式限制性」之缺點，由於發行價格必須歸於一律，若配售之方式無法採取全數詢價圈購，而採取詢價圈購同時搭配公開申購之方式時，將造成承銷時程的拖延，並迫使發行價格貼近市價之目標不易達成；若採全數詢價圈購之方式，雖可解決此一問題，但仍然存有與承銷商無良好關係的投資人將無法參與認購的缺點，而排除社會大眾參與及分擔發行公司經營成敗的機會。此外，在確定包銷的機制下，由於相當仰賴承銷商的配售能力，故不具知名度但前景或體質良好的公司，便可經由承銷商的包裝能力與其和客戶良好的關係，充分發

揮引進資金到體質優良公司的功能，而針對金額較大的發行案，由於承銷商經過商業與法律查核後可確定該發行公司是值得投資之公司，則主辦承銷商可邀請其他承銷商組成承銷團，一同認購該發行股份，則該金額較大的發行案成功的機會亦較大。由於確定包銷的風險結構，不僅使得承銷商為自己的風險把關，同時亦在為最終投資大眾把關，且在今日資本密集的產業中，能提早為發行公司確定資金之取得。

由於在國內現行餘額包銷之承銷制度下，有前開承銷商削價競爭、風險與報酬不對稱、承銷訂價偏離市場價格以及配售方式公平性與效率難兩全等弊端，而我國倘若引進二價式確定包銷制度，由於二價式確定包銷制度之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，對於有效改善現行餘額包銷制度下之前述缺失，使國內之承銷制度回歸市場機制，應能有所助益。

根據本研究計畫所建議二價式確定包銷制度之架構，因考量公開申購方式容易致使承銷時程流於冗長，且承銷商無法將有價證券配售予會長期持有而非短期套利之投資人，並參酌美、日確定包銷制度普遍以詢價圈購為主要之配售方式，故本研究計畫建議倘若我國欲引進二價式確定包銷制度，原則上應朝以詢價圈購作為配售方式之方向設計，並已規劃詳細之時程表如本研究計畫第四章所示。惟倘若我國欲引進二價式確定包銷制度，在仍可有效縮短承銷作業時程之前提下，IPO 案件如欲採行詢價圈購搭配公開申購作為配售方式，亦不失為兼顧承銷商發揮配售能力與散戶投資人參與認購之作法。

再者，經過本研究計畫就引進二價式確定包銷制度之適法性及可行性之探討，於適法性方面，有關二價式確定包銷制度底下各關係人（參與者）間之法律關係為何，又因承銷商向發行公司買入（「先行認購」）之價額與其嗣後

「再行銷售」給投資人之價格並不相同，則衍生是否抵觸公司法第一百五十六條第七項規定「同次發行之股份，其發行條件相同者，價格應歸一律。但公開發行股票之公司，證券管理機關另有規定者，不在此限」之問題，此外，尚有發行公司是否仍有依法交付公開說明書給投資人之必要之疑慮。另在可行性方面，亦需考量證券市場規模與承銷商角色扮演、承銷案件減少及承銷商之競爭、發行公司之接受度以及承銷商與投資人所面臨之風險等面向。倘若我國欲引進二價式確定包銷制度，尚應配合現有法規及國內現狀規劃配套措施，以利推行，故於本研究計畫即已建議包括開設證券承銷商專戶之法源、集保制度之配合、制訂稅賦法規之明文、證券承銷商財務體質之限制標準以及公司法第一百六十五條之配合發布解釋函令等相關配套措施，俾以為將來金管會擬訂相關制度及規範之參考。

綜上所述，本研究計畫先從國內承銷現狀之分析著手，並參酌美國、日本、香港及新加坡等國之承銷制度，歸納確定包銷之優劣，再考量我國法規及市場特性，除分析二價式確定包銷制度於我國運用之適法性及可行性外，並已研擬具體之配套措施，俾以為將來金管會擬訂相關制度及規範之參考，期望於現行承銷制度外，可開放確定包銷之制度，供承銷商、發行公司與市場選擇，達到改善國內承銷現狀弊端之目標。

## 參考文獻

### 一、中文部分

#### (一) 書籍

丁克華，《證券市場（上）-發行實務》，證券暨期貨市場發展基金會（1999年7月）。

賴英照，《股市遊戲規則-最新證券交易法解析》，初版（2006年2月）。

#### (二) 期刊

王方伶、楊慧敏，〈淺談承銷制度改進措施〉，《證券暨期貨月刊》，第23卷第6期（2005年6月）。

江妍慧，〈股票承銷新制 承銷商不敢大意〉，《新臺灣新聞週刊》，第459期，（2005年1月10日）。

黃蘭震，〈我國證券承銷制度的演進與沿革〉，《證券暨期貨月刊》，第22卷第5期（2004年5月）。

黃蘭震，〈承銷新制對資本市場的影響〉，《證券暨期貨月刊》，第23卷第6期（2005年6月）。

楊明杰，〈承銷新制簡介〉，《證券櫃檯》，第102期。

廖芝敏，〈承銷新制變革影響及其因應〉，《證券暨期貨月刊》，第23卷第6期（2005年6月）。

諸葛祺，〈兩岸三地證券承銷制度比較分析〉，《證交資料》，第444期（1999年4月）。

#### (三) 論文

王齡梓，《我國有價證券承銷制度及承銷配售方式之研究—以上市上櫃前之承銷配售為中心》國立台

北大學法律研究所碩士論文（2003年6月）。

朱峻賢，《證券承銷商業務之法律責任》，國立政治大學法律研究所碩士論文（2000年）。

#### (四) 研究報告

呂東英、周行一，〈國內現行承銷制度檢討與改善方案〉，中華民國公司組織研究發展協會研究，中

華民國證券商同業公會委託（2002年7月）。

林克孝等，〈確定包銷制度之可行性研究〉，台証綜合證券股份有限公司研究，中華民國證券商業同

業公會委託 (1999 年 9 月)。

臺灣證券交易所彙編，〈2005 年世界主要證券市場相關制度〉(2005 年 7 月)。

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〉，台灣證券交易所報告 (1998 年 11 月)。

## (五) 新聞

金管會 2006 年 5 月 25 日新聞稿。

金管會 2006 年 6 月 22 日新聞稿。

張家豪、彭禎伶，〈發行新股 至少一成須公開承銷〉，工商時報，2005 年 12 月 28 日。

劉家熙，〈遠茂上市後一路跌〉，工商時報，2005 年 10 月 4 日。

薛翔之，〈承銷新制變革 抽籤比率最高 30%〉，蘋果日報，2006 年 6 月 18 日。

## (六) 網站

券商公會網站，available at：<http://www.csa.org.tw>。

香港交易所網頁，available at：[http://www.hkex.com.hk/issuer/listhk/Booklet\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/issuer/listhk/Booklet_c.htm)

證期局網站，available at：[http://www.sfb.gov.tw/intro\\_index.asp](http://www.sfb.gov.tw/intro_index.asp)

臺灣證券交易所網站。available at：

[http://www.tse.com.tw/ch/trading/exchange/FMSRFK/genpage/Report200409/2004\\_F3\\_1\\_10\\_3142.php?STK\\_NO=3142&myear=2004](http://www.tse.com.tw/ch/trading/exchange/FMSRFK/genpage/Report200409/2004_F3_1_10_3142.php?STK_NO=3142&myear=2004) (last visited on 2006/9/25)。

## (七) 其他

金管證一字第 0950125937 號函。

金管會 93 年 12 月 6 日金管證二字第 0930005837 號令。

金寶通集團公司 (Computime Group Ltd.) 2006 年 9 月 25 日公開說明書。

〈壓低 IPO 承銷價為哪樁〉，《錢潮雜誌》，第 152 期。

## 二、英文部分

### (一) 書籍

Kenneth J. Bialkin & William J. Grant, Jr., Securities Underwriting – A Practitioner’s Guide (Practicing Law Institute 1985).

Thomas Lee Hazen , Principles of Securities Regulation(Thomson west 2005).

### (二) 期刊論文

Jay Chandler, David Kao & Kenneth T. Cote, US Securities Regulation and Underwriting Practice for Equity - Presentation to Securities & Futures Commission, Ministry of Finance, ROC (Merrill Lynch and Brown & Wood LLP, 1999).

SECCOUNS § 2:9.

SECPUBPRIV § 5:12.

Zachary Gentry, IPO Auction: Google Case Study

高橋謙 and Thomas J. Dreves, “Tapping Japan’s retail equity markets with and without listings”, Tokyo

Aoyama Aoki Law Offices- Baker & McKenzie, International Financial Law Review (2002)

### (三) 其他

U.S. Securities and Exchange Committee, Edgar Company Search,

<http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html>.

WebFinance, Inc., Investorwords.com, [http://www.investorwords.com/4288/rights\\_offering.html](http://www.investorwords.com/4288/rights_offering.html).

Singapore Exchange, available at:

<http://info.sgx.com/listprosp.nsf/new+circulars+to+shareholders+by+type?OpenView>

## 三、日文部分

中塚晴雄，〈投資銀行の引受審査－1920年代前半のニューヨーク外債市場におけるデュー・デリ  
リジェンス〉，available at：

<http://www.en.kyushu-u.ac.jp/~iwata/JSME/00f-nakatsuka.pdf#search='firm-commitment%20underwriting'>

日本野村證券網站，available at：<http://www.nomura.co.jp/terms/search/koubo.html>

日本證券業協會網站，available at：<http://www.jsda.or.jp/html/kisoku/index.html>