

中華民國證券商業同業公會委託計畫

我國有價證券承銷配售對象規範 之合理性研究

研究計畫主持人：

劉玉珍教授 國立政治大學財務管理學系

李怡宗教授 國立政治大學會計學系

研究員：

光心立 國立政治大學財務管理研究所碩士班

李淑瑜 國立政治大學經營管理碩士學程

研究期間：民國九十六年五月－民國九十六年十一月

目錄

第壹章 研究動機與目的	1
第一節 研究動機.....	1
第二節 研究主題.....	2
第三節 本研究之建議.....	3
第四節 研究架構及章節配置.....	6
第貳章 各國詢價圈購配售對象與數量之規定	8
第一節 台灣配售對象與數量相關法規.....	8
1.1 台灣配售對象相關法規.....	8
1.2 台灣配售數量相關法規.....	10
第二節 香港配售對象與數量相關法規.....	11
2.1 香港配售對象相關法規.....	11
2.2 香港配售數量相關法規.....	15
第三節 新加坡配售對象與數量相關法規.....	15
3.1 新加坡配售對象相關法規.....	16
3.2 新加坡配售數量相關法規.....	17
第四節 中國大陸配售對象與數量相關法規.....	18
4.1 中國大陸配售對象相關法規.....	18
4.2 中國大陸配售數量相關法規.....	20
第五節 日本配售對象與數量相關法規.....	21
5.1 日本配售對象相關法規.....	21
5.2 日本配售數量相關法規.....	22
第六節 美國配售對象與數量相關法規.....	22
6.1 美國配售對象相關法規.....	22
6.2 美國配售數量相關法規.....	25
第參章 各國詢價圈購配售對象與數量之比較	26
第一節 各國規範配售對象之異同比較.....	26
1.1 與發行公司有關之自然人及法人.....	26
1.2 與承銷團有關之自然人及法人.....	31
第二節 各國規範配售數量限制之異同比較.....	38
2.1 依募集規模大小之規範.....	38

2.2 依特定身分之規範.....	39
第三節 我國現行法規對配售對象及數量之限制與各國之比較.....	41
3.1 與發行公司有關之配售對象.....	41
3.2 與承銷團有關之配售對象.....	47
3.3 數量限制之比較.....	52
第四章 詢價圈購制度文獻探討	53
第一節 為何詢價圈購要給予承銷商更多裁量權.....	53
1.1 補償資訊蒐集成本.....	53
1.2 降低折價情形.....	55
第二節 機構法人在詢價圈購過程中的角色.....	57
2.1 機構投資人擁有資訊優勢.....	57
2.2 承銷商與機構投資人之合作關係.....	59
第三節 詢價圈購所衍生的公平性問題.....	61
3.1 以發行公司的角度而言.....	62
3.2 以散戶投資人的角度而言.....	62
第五章 實證研究與結果	64
第一節 資料來源與樣本選取.....	64
第二節 變數定義.....	64
第三節 實證結果.....	66
3.1 IPO 變數	66
3.2 詢價圈購變數.....	67
3.3 法人與自然人在定價與配售上之差異.....	68
第六章 結論與建議	74
第一節 我國目前施行之配售制度所面臨之問題.....	74
第二節 學理建議方向.....	78
第三節 各國趨勢.....	79
第四節 建議方向.....	80
參考文獻.....	85

第壹章 研究動機與目的

第一節 研究動機

為使承銷功能有效發揮以健全資本市場之發展，我國修改承銷制度使得國內發行公司在初次公開上市或現金增資時，除了原先公開申購的配售方式外，增加了競價拍賣和詢價圈購兩種選擇。原先公開申購的配售對象僅以一般投資人為限，在承銷配售方式選擇多元化下，法人與機構投資人得以參與認購。但過去詢價圈購只能用於新股的承銷，基於上市櫃申請的便利性與時效性，大部分公司皆以老股提出公開承銷。

自 93 年 1 月起，主管機關修訂法令，藉由降低強制集中保管股數比例之方式，鼓勵公開發行公司以發行新股之方式，辦理初次上市櫃前之承銷。93 年底金管會通過「承銷制度改革方案」，強制規定初次上市櫃採發行新股承銷，並自 94 年開始實施。隨著法令的修訂，採行詢價圈購制度之承銷案件數日益增加，由我國承銷市場現況可發現，詢價圈購制度逐漸受到重視。由於國內承銷制度的轉變，發行公司與承銷商為了增加承銷的便利與時效性，傾向於降低公開申購之比率，券商亦會傾向找尋經常往來之法人參與認購。

我國現行的「證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」中，規定以公開申購配售方式為輔，搭配競價拍賣或詢價圈購制度進行承銷。針對初次上市櫃承銷，以申購倍數彈性調整公開申購之比率（介於 10% 至 30% 之間）。此外，加強詢價圈購配售對象及數量之規範。根據第 35 條、第 36 條之規定，受理詢價圈購之對象包含：(1) 年滿 20 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、勞工保險基金等。除上述規定外，再行銷售辦法第 43-1 條將承銷商本身所屬金融控股公司及該金融控股公司其他子公司列為禁配對象。第 36 條第 1 項第 3、7、8 款皆提及二親等親屬，第 1 項第 5 款與發行公司、承銷商具實質關係者亦屬於限制對象。上述法規不但限制了詢價圈購程序，增加了承銷過程的複雜度，同時更進一步限制了相關法人在詢價圈購所能扮演的角色。

詢價圈購制度由承銷商訂定發行價格區間後，由承銷商依其配銷通路向潛在投資者詢價，以了解投資人之需求曲線。詢價圈購制度賦予承銷商股價訂定及股票分配的裁量權，可提供投資者一些價格風險及資訊蒐集成本的補償，因此較不易產生認購不足的問題。由於承銷商能主動尋找配售客戶以及自由決定如何分配股份，所以詢價圈購是目前學理上所公認最具配售效率的承銷方式。承銷商可藉由詢價圈購的過程，誘使機構法人提供私有資訊，進而降低 IPO 折價的情形，對於發行公司是有利的。而同時機構法人通常擁有較高的專業知識，能提高公司監督治理機能，有助於公司價值的提升，進而有利於日後公司現金增資的辦理。提高機構法人之認購比率，除能享有上述好處外，亦能使國內承銷商之專業角色與能力得以發揮。¹

本研究目的為詢價圈購過程中，相關的配售限制是否必要？引進機構法人是否有效提升市場效率。亦即探討引進機構法人是否損及散戶投資人的公平性？透過開放式的架構，引進機構法人參與詢價圈購承銷的過程，利用法人所提供的資訊內涵價值，以提升資訊效率，並強化價格發現的功能。期望能在不損及配售及訂價公平性的前提下，藉由詢價圈購制度中法人參與承銷過程之角色分析，來強化我國發行市場的效率性。

第二節 研究主題

本研究有以下幾項研究主題：

- (一) 對世界各國現行詢價圈購承銷方式進行比較。期望藉由探討各國承銷制度的介紹，瞭解機構法人的相關規範。
- (二) 對我國現行承銷配售方式之相關法規進行探討，分析我國目前詢價圈購制度與國外的差異。
- (三) 參考國際配售實務並就各國配售法規及配售對象加以分析，針對我國配售對象及其配售數量限制之公平性、合理性與實際可執行性進行探討，檢視

¹ 江淑貞、劉維琪、張玉山（2004）公司初次上市之承銷方式、股權分配與監督機制。

目前禁止配售對象是否有放寬之必要。包括：

- 承銷商本身所屬金融控股公司及該金融控股公司其他子公司列為禁配對象。比照國際配售慣例，檢視我國目前的配售對象之限制是否有放寬之必要性？關係人可否參予配售？或可研擬放寬後的配套措施？（再行銷售辦法第 43-1 條）
- 二親等親屬禁配對象之訂定是否具有實際可執行性？若不具可執行性應如何修正？（再行銷售辦法第 36 條第 1 項第 3、7、8 款）
- 與發行公司、承銷商具實質關係者，具實質關係者之查核責任屬承銷商或為配售對象本身？何謂實質關係？承銷商或配售對象本身如何判定此款？此款是否具有實際可執行性？若不具可執行性應如何修正？（第 43-1 條第 1 項第 5 款）

（四）透過實證研究分析詢價圈購的績效。並分析引進機構法人與詢價圈購的分散程度，對於詢價圈購績效之影響。

（五）根據上述的結果與發現，提出放寬法令限制之建議。期望藉由機構法人參與詢價圈購之承銷過程，使我國承銷制度更為完善。

第三節 本研究之建議

考量提升我國初次上市新股發行之市場效率，並與國際趨勢接軌，減輕配售對象全面禁止及數量限制之規範對我國發行市場所帶來之影響，本文對我國目前法規提出下列建議：

1. 「再行銷售辦法」第 27 條之一對單一圈購人之配售數量予以限制，對擬引進策略投資伙伴者，在配售作業上較不具彈性。實務上為達到股權分散標準，承銷商亦需適度分配予散戶投資人，並非以機構投資人為主要配售對

象。各國對於配售數量之規範不盡相同，其中新加坡與我國單一配售對象之數量上限規範相類似，而其餘國家則未訂有單一申購對象之認購上限。此外根據學理上之建議，應增加機構法人之參與率。但實證結果顯示，我國承銷商並不會特別傾向將股份配售予機構投資人。故建議應放寬策略性投資人的配售數量限制，以鼓勵其參與承銷案。

- 建議放寬策略性投資人之認購額度得不受百分之十限制，亦即在再行銷售辦法第 27 條中增列除外規定，若承銷商符合特定規範下，得對策略性投資人配售超過百分之十的額度。建議可採事前密件申請的方式揭露欲配售數量、原因及有無損及其他投資者等相關資訊，不但可防弊內線問題，更可避免透露外資會參與認購對於大眾造成的訊息效果，以降低股價巨幅波動的情形。並建議輔以集保規範，以確定其長期持有之目的。
2. 「再行銷售辦法」第 43 條之一第一項第三款，將承銷商所屬金融控股公司及該金融控股公司之子公司列為禁止配售對象。然而國內多家大型券商均隸屬金控轄下，因此也排除了部分具規模之機構投資人參與價格發現之功能。除新加坡及香港有針對承銷商所屬集團規範外，其餘各國之法規並未對金融控股公司及其子公司有不得認購之規範。此外實證結果顯示，我國自然人之圈購比率或配售比率皆比法人來得高，然而自然人較易出現雜訊交易，對價格決定能力較差。因此應設法鼓勵機構投資人參與承銷案，將有利於訂價與配售效率的提升。
- 建議放寬承銷商所屬金融控股公司及該金融控股公司其他子公司不得配售之限制，建議規範除外條款，針對符合規定之銀行、產壽險公司及創投事業，有條件開放認購，以吸引更多對象參與詢圈，並於公開資訊觀測站揭露獲配數量、原因及有無損及其他投資者等相關資訊。
3. 「再行銷售辦法」第 36 條，限制發行公司之董、監、經理人不得為配售對象。但發行公司之董事、監察人不得認購，將不利於發行公司導入長期持股之穩定資金，且稀釋該等人員之原持股比例。內部人持股事實上也是降低代理問題的重要表徵。我國可參酌新加坡與香港採取事前經過核准及揭

露的方式，來保有彈性的空間。

- 建議開放有持股關係身分之發行公司內部人，符合特定條件，如完善之公司治理機制者，得參與初次上市(櫃)股份發行認購，惟應事前經過金管會證期局核准，並於公開資訊觀測站揭露獲配數量、原因及有無損及其他投資者等相關資訊。此外，應加強對承銷商配售名單之查核，並輔以集保規範，以確定其長期持有之目的。
4. 「再行銷售辦法」第 36 條第 1 項第 3、7、8 款禁止配售對象擴及二親等親屬，雖然此規範得以防止內線交易情形，但內線交易對資訊價值的提供亦不容忽視，而且此等規範在實務執行上並不容易落實。此外第 8 款禁止配售予承銷團之董事、監察人、受僱人及其配偶、二親等親屬，在實務上亦不易確實執行。且未能合法認購，常使關係人透過迂迴方式以合法身份參與配售，使認購資訊更不具透明度。和我國法規較為相似之香港及新加坡，對發行公司之內部人或承銷團成員，則分別採有條件開放及以揭露為原則，相較之下，我國之規範甚為嚴謹。
- 建議放寬與二親等親屬相關之配售對象限制，將判定圈購人身分之責任，回歸市場自律。可參考香港之規定，以較為彈性之方式取代強制禁止，讓圈購人事前簽訂聲明書，經交易所核准後該等人士得以參與配售。並對不符合身分之圈購人，處以利益回吐及加倍處罰之罰則。
5. 「再行銷售辦法」第 43 條之一第 1 項第 5 款提及與發行公司、承銷商具實質關係者應列為禁止配售對象。其查核責任若歸屬承銷商，實有其判定之困難，亦或應為配售對象本身，而該配售對象本身應如何判定此款實質關係之認定？在執行上實屬不易。觀察各國之法規，「具實質關係者」並未在其他國家見到類似規定，只有香港與新加坡有「利用他人名義持有」之規範。
- 建議先釐清實質關係人之定義，並對與發行公司、承銷商具實質關係者之配售限制，以參酌前述之建議改採事先簽訂聲明書之方式，取代原先強制禁止之規定。

第四節 研究架構及章節配置

本文之研究架構如下圖：

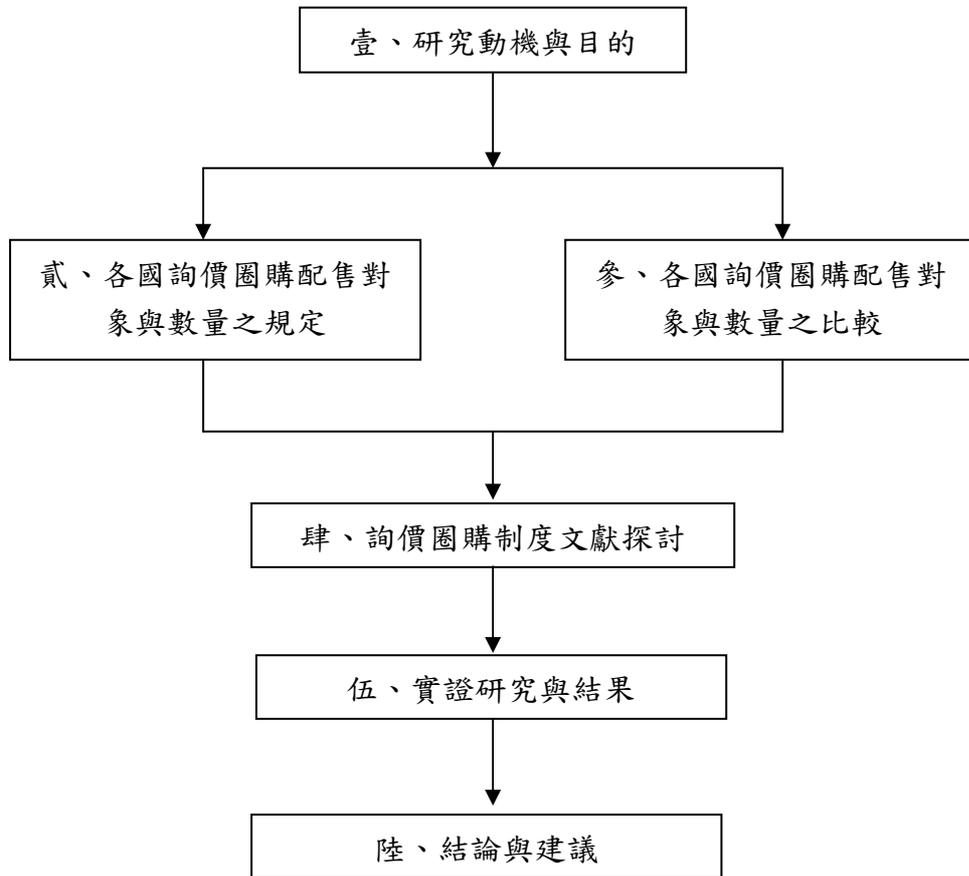


圖 1 研究架構

關於本文各章節之配置，說明如下：

第壹章 研究動機與目的

本章說明研究動機與目的，以陳述為何選擇此一主題，具體歸納本研究所欲進行的問題條陳。復說明研究的方法、架構與章節配置，使本文研究具組織性與邏輯性，讀者可以綜觀本文的骨幹與形成，瞭解全文的思路脈絡。

第貳章 各國詢價圈購配售對象與數量之規定

本章將介紹世界主要交易市場初次上市(櫃)之詢價圈購配售對象與數量之規範，參考香港、新加坡、大陸、美國及日本之規範，以了解國際潮流，並就各國有關配售對象之禁止及配售數量之限制加以說明。

第參章 各國詢價圈購配售對象與數量之比較

本章比較各國配售制度規範配售對象及數量之限制，由發行公司及承銷商兩種對象為大分類，分別以與董事相關身分者、與股東相關身分者及與員工相關身分者，作對象禁止與否之比較。另以募集規模及具特定身份者為類別，比較各國對配售數量之限制。此外，除說明我國目前法規之規範外，並針對法規之禁止及限制內容，與世界各主要國家之規範做一比較。

第肆章 詢價圈購制度文獻探討

本章透過文獻資料之收集，了解擬探討之問題，並由學者對於相關議題的研究，提供學理之見解與看法，提供本文在論述撰寫時之相關支持，並指引未來法規建議研擬的參考方向。

第伍章 實證研究與結果

本章擬透過實證研究分析詢價圈購的績效。並分析引進機構法人與詢價圈購的分散程度，對於詢價圈購績效之影響。

第陸章 結論與建議

歸納上述章節所討論之內容，針對研究問題提出總結，並對我國現行制度提出檢討及建議改善之參考。

第貳章 各國詢價圈購配售對象與數量之規定

本章欲探討目前世界各國關於初次上市（櫃）時配售對象與數量之規定。首先將對於我國現行的詢價圈購配售對象與數量的法規進行說明，之後將分別介紹香港、新加坡、中國大陸、日本、美國等國家現行的相關規定。

第一節 台灣配售對象與數量相關法規

我國現行的「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」），除原先第三十五條、第三十六條、第二十七條之規範外，自民國95年10月1日起，更加強詢價圈購配售對象及數量之規範，除增列禁止配售對象外，亦調整初次上市、上櫃案件單一圈購人之配售數量。

1.1 台灣配售對象相關法規

根據再行銷售辦法第三十五條，證券商承銷商受理詢價圈購之對象，以下列人士為限：

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。

再行銷售辦法第三十六條指出，證券商承銷商受理詢價圈購之對象，應取得應

募人出具非屬下列各款身分且符合第三十五條資格之聲明書，如發現詢價圈購之對象有下列各款之人應募時，應拒絕之：

1. 發行公司（發行機構）採權益法評價之被投資公司。
2. 對發行公司（發行機構）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（發行機構）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（發行機構）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（發行機構）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（發行機構）之董事、監察人、總經理之配偶。
7. 發行公司（發行機構）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. 前各款之人利用他人名義參與應募者（指具證券交易法施行細則第二條規定要件等之實質關係人）。

證券商辦理初次上市、上櫃承銷案件，受理詢價圈購之對象，除準用再行銷售辦法第三十五條、第三十六條之規定外，亦應符合第四十三條之一之規定。如有下列各款之人參與詢價圈購，應拒絕之，證券商並應取得圈購人出具之符合銷售對象規定之聲明書：

1. 發行公司之員工。
2. 與承銷商有承銷業務往來公司之董事、監察人、經理人及其配偶及子女。

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

1.2 台灣配售數量相關法規

上述法規針對詢價圈購配售對象加以規範，而再行銷售辦法第二十七條對於詢價圈購之配售數量加以限制：每一圈購人之實際認購數量，除普通股初次上市、上櫃案件（應依第二十七條之一之規定辦理）、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承銷案件外，不得超過該次對外公開銷售部分之百分之十。

再行銷售辦法第二十七條之一，則針對普通股初次上市、上櫃案件每一圈購人實際認購數量加以規範：

1. 專業投資機構實際認購數量不得超過各該證券承銷商承銷數量之百分之十或十萬股孰高者；但每一圈購人於各承銷商實際認購數量之合計數，不得超過該承銷案件該次對外公開銷售部分之百分之十。此處之「專業投資機構」係指國內機構投資人及外國機構投資人，包括國內外之銀行、保險公司、基金管理公司、政府投資機構、政府基金、共同基金、單位信託、投資信託及信託業。
2. 其他圈購人實際認購數量不得超過各該證券承銷商承銷數量之百分之五或五萬股之孰高者；但每一圈購人於各承銷商實際認購數量之合計數，不得超過該承銷案件該次對外公開銷售部分之百分之五。承銷商依此規定配售於與承銷商有承銷業務往來之公司之數量合計不得超過各

該證券承銷商承銷數量之百分之二十。此處之「有承銷業務往來之公司」係指該初次上市、上櫃案件掛牌前十二個月或預計未來三個月內，主辦該公司之承銷業務者。

此外，承銷商就未足額認購部分或配售後認購人未繳款部分洽特定人認購時，得不受第一項第二款之限制，惟仍不得超過各該證券承銷商承銷數量之百分之十或十萬股孰高者，且該特定人於各承銷商實際認購數量之合計數，不得超過該承銷案件該次對外公開銷售部分之百分之十。

第二節 香港配售對象與數量相關法規

香港交易所於「上市規則」第十章「股本證券一對購買及認購的限制」以及附錄六「股本證券的配售指引」中，對於配售對象以及配售數量予以規範。

2.1 香港配售對象相關法規

申請人如事前未取得香港交易所的書面同意，不得向下列人士分配證券：

1. 牽頭經紀商(lead broker)或任何分銷商的「關連客戶(connected clients)」。

此處之「關連客戶」係指，就交易所參與者而言，指該名交易所參與者的任何客戶，而該客戶是：

- (1) 該名交易所參與者的合夥人；
- (2) 該名交易所參與者的僱員；
- (3) 如該名交易所參與者為一家公司，
 - i. 為該名交易所參與者的主要股東的任何人士；或

ii. 該名交易所參與者的董事；

- (4) 上文(1)至(3)項所述任何個人的配偶或未成年子女或繼子女；
- (5) 在私人或家族信託（退休金計劃除外）中出任受託人職位的人士，而該等信託的受益人包括上文(1)至(4)項所述的任何人士；
- (6) 上文(1)至(4)項所述任何人士的近親，而其帳戶由該名交易所參與者依據一項全權管理投資組合協議管理；或
- (7) 該名交易所參與者所屬集團的成員公司。

前述「主要股東」之定義為有權在該公司股東大會上行使或控制行使10%(含)以上投票權之人士。

前述「公司集團」之定義依香港「公司條例」第2條及附表23之釋義，係指任何兩家或多於兩家的公司，而其中一家公司和其他公司的控股公司(holding company)。此處所稱之兩家或兩家以上之公司，乃指其分別為控股公司及其附屬公司(subsidiary)。定義如下：控股公司(i)可控制附屬公司董事局的組成(委任或罷免該附屬企業的董事局過半數董事的權利)，(ii)可控制附屬公司過半數的表決權，(iii)持有附屬公司的過半數已發行股本，(iv)依章程或控制合約有權對附屬公司發揮支配性影響力者。

2. 申請人的董事或現有股東或其聯繫人(associates)（不論以自己的名義或通過代名人），除非能符合以下條件：

- (1) 發行人的董事及董事的聯繫人，如以自己的名義或通過名義持有人，認購或購買任何尋求上市而正由新申請人或其代表銷售的證券，必須符合下列條件：
 - a. 發行人並無按優惠條件發售證券予該等董事及其聯繫人，而在配發證券時亦無給予他們優惠；及
 - b. 發行人符合公眾股東持有證券的指定最低百分比的規定，

即發行人已發行股本總額必須至少有 25% 由公眾人士持有。

此處之「聯繫人」²係指：

- i. 其配偶；
 - ii. 該名人士或其配偶未滿 18 歲的子女、領養子女或繼子女；(i,ii 合稱為家屬權益)
 - iii. 以其本人或前述(i)(ii)等家屬權益為受益人的任何信託中，具有受託人身份的受託人；以及受託人以其受託人身份直接或間接擁有股權的任何公司（“受託人所控制的公司”），而受託人所擁有的股權足以讓其可在股東大會上行使或控制行使 30%（或《收購守則》不時規定會觸發強制性公開要約所需的其他百分比）或 30% 以上的表決權，或足以讓其控制董事會大部分成員，以及上述公司的任何附屬公司（統稱為“受託人權益”）；
 - iv. 受託人所控制的公司的控股公司，或任何此等控股公司的附屬公司；及
 - v. 其本人、其家屬權益、上述(iii)項所述的受託人以其受託人的身份，及／或任何受託權益直接或間接擁有股本權益的任何公司，而他們所合共擁有的股本權益足以讓他們在股東大會上行使或控制行使 30%（或《收購守則》不時規定會觸發強制性公開要約所需的其他百分比）或 30% 以上的投票權，或足以讓他們控制董事會大部份成員，以及上述公司的任何附屬公司或控股公司或其控股公司的附屬公司。
- (2) 發行人的現有股東，如以自己的名義或通過名義持有人，認購或購買任何尋求上市而正由新申請人或其代表銷售的證券，必須符合《上市規則》中公眾股東持有證券的指定最低百份比的規定。

² 依聯交所「上市規則」第一章總則之釋義篇

3. 代名人公司(nominee companies)，除非能披露最終受益人的姓名。

除上述配售對象限制外，申請人可在符合下列條件下，將不超過配售總額10%的證券，售予申請人的僱員或前僱員；發行人銷售尋求上市之證券，可按優惠條件，將通常不超過其總數10%的證券售予發行人或其附屬公司(subsidiaries)或聯營公司(associated companies)的僱員及其家屬、或前僱員及其家屬「該等人士」，或為該等人士利益而設立的信託基金、公積金或退休金計劃「該等計劃」。任何優惠均須於證券銷售前獲香港交易所批准，而且，香港交易所可要求發行人提供有關該等人士，及任何該等計劃的對象、受益人或成員的詳細資料，以及有關該等人士及該等計劃的認購結果的詳細資料。

前述之「聯營公司」³係指：

- i. 任何其他公司，而該等公司為其附屬公司或控股公司或其控股公司的附屬公司，或該公司及／或上文所指的其他公司（一家或多家）直接或間接擁有股本權益的公司，而他們所合共擁有的股本權益足以讓他們在股東大會上行使或控制行使30%（或《收購守則》不時規定會觸發強制性公開要約所需的其他百分比）或30%以上的投票權，或足以讓他們控制董事會大部份成員；
- ii. 以該公司為受益人（或如屬全權信託，以該公司所知是全權託管的對象）的任何信託中，具有受託人身份的受託人；以及受託人以其受託人身份直接或間接擁有股權的任何公司（“受託人所控制的公司”），而受託人所擁有的股權足以讓其可在股東大會上行使或控制行使30%（或《收購守則》不時規定會觸發強制性公開要約所需的其他百分比）或30%以上的表決權，或足以讓其控制董事會大部分成員，以及上述公司的任何附屬公司（統稱為“受託人權益”）；
- iii. 受託人所控制的公司的控股公司，或任何此等控股公司的附屬公司；及

³ 依聯交所「上市規則」第一章總則之釋義篇

- iv. 該公司、上述(i)項所述任何其他公司、上述(ii)項所述的受託人以其受託人的身份，及／或任何受託權益直接或間接擁有股本權益的任何公司，而他們所合共擁有的股本權益足以讓他們在股東大會上行使或控制行使 30%（或《收購守則》不時規定會觸發強制性公開要約所需的其他百分比）或 30%以上的投票權，或足以讓他們控制董事會大部份成員，以及上述公司的任何附屬公司或控股公司或其控股公司的附屬公司。

2.2 香港配售數量相關法規

和配售數量相關的法規，除了先前提及有關申請人的僱員或前僱員所持有之證券數量需符合不超過配售總額 10%的規定外，將予配售的證券須由足夠數目的人士所持有，而數目須視乎配售的規模而定。根據香港交易所的指引，每配售 100 萬港元的證券，須由不少於 3 名人士持有，而每次配售的證券，至少須由 100 名人士持有。

此外，申請人可將超過配售總額 25%的證券，分配予「全權管理投資組合 (discretionary managed portfolios)」。「全權管理投資組合」係指一筆用於投資的資金，其投資項目由一名交易所參與者監理，或由該名交易所參與者所屬集團的任何成員公司監理，而該名交易所參與者或該成員公司有權行使酌情決定權，以為該筆資金進行或安排交易。

在正常情況下，牽頭經紀商及任何分銷商均不得為其本身保留任何重大數額的配售證券。如公眾人士有所需求，牽頭經紀商或任何分銷商保留的證券，不得超過他們在配售總額中分別所佔份額的 5%。如配售的證券是牽頭經紀商直接供一般公眾人士認購，使公眾人士可以直接向牽頭經紀商申請認購者，而公眾人士對配售證券有需求不足夠的情況出現，則未被接納的配售證券可再分配予牽頭經紀商的客戶。

第三節 新加坡配售對象與數量相關法規

新加坡交易所所在「上市準則」第二章「權益證券」與第八章「資本變動」中，

對於證券發行時可參與配售的人士以及配售數量上予以限制。

3.1 新加坡配售對象相關法規

新加坡上市準則並未對不得參與初次上市證券發行之配售人士提出禁止之規範，而是採行對證券發行認購的揭露提出相關的規範，若以下人士經由證券銷售過程中獲得利益（無論是直接獲得或經由代名人），必須在證券發行者上市前，宣告其個別累積利得，以及可能獲得利益之情形：

- (1) 任一董事與其關連人士(associates);
- (2) 任一主要股東(substantial shareholders)⁴與其關連人士;
- (3) 發行經理人與其相關客戶(connected clients);
- (4) 承銷商與其相關客戶;
- (5) 主辦經紀人與其相關客戶;
- (6) 經銷商與其相關客戶。

上述關連人士⁵(associates)係指：

i. 如董事、主要股東為自然人

指(i)其近親屬(immediate family)⁶；(ii)以其本人或其近親屬為受益人(如屬受託人有決定權之信託，則為可能成為該信託之受益人者)的任何信託中的受託人；和(iii)其本人與其近親屬合計(直接或間接)擁有 30%或以上股份的任何一間公司。

⁴ 依新加坡公司法第 81 條，「主要股東」之定義，持有超過 5%之投票權之股東稱之

⁵ 依新交所「上市規則-定義及解釋篇」之規定

⁶ 依新交所上市規則，「近親屬」之定義為配偶、子女、收養子女、繼子女、兄弟姊妹與父母

ii. 如主要股東為法人

指其子公司(subsidiary)、控股公司(holding company)、該控股公司的其它子公司,或其本身與/或上述公司合計(直接或間接)持有 30%或以上股份的任何公司。

依新加坡公司法第五條之規定,前述「子公司」及「控股公司」之定義,係指控股公司(i) 可控制子公司董事局的組成,(ii) 可控制子公司過半數的表決權,(iii)持有子公司的過半數已發行股本。

相關客戶⁷(connected clients)係指：

- (1) 發行經理人、承銷商、主辦經紀人或經銷商之董事與主要股東;
- (2) (i)前開人士之配偶、未成年子女或繼子女;(ii)在私人或家族信託(退休金計劃除外)中出任受託人職位者,而該等信託的受益人為前開人士;(iii)前開人士之近親,其帳戶由發行經理人、承銷商、主辦經紀人或經銷商進行投資組合管理者;
- (3) 和發行經理人、承銷商、主辦經紀人或經銷商的公司所屬同集團之公司。

前述「集團」之定義,依新加坡上市規則「定義及解釋篇」之規定,係指發行人及其所有子公司。

3.2 新加坡配售數量相關法規

新加坡交易所在主板上市規則中,規定發行人在新加坡交易所主板申請權益證券上市(櫃)時,股份必須符合以下的分配要求⁸：

⁷ 依新交所「上市規則」第 240 條之規定

⁸ 在 SGX Sesdaq 發行權益證券者,與在主板上市者的股份分配規定相同。交易板 SGX Sesdaq 的目的在於使那些不能滿足主板上市資格的公司能夠向公眾募集資金。

- i. 當總發行規模低於 S\$（新加坡幣）7500 萬時，至少 40%的招標股份 (invitation shares)或 1500 萬孰低者必須分配予投資人，每一筆分配的數量不得超過 0.8%的招標股份或價值 30 萬的股份孰低者。
- ii. 當總發行規模為 S\$7500 萬或高於 S\$7500 萬但低於 S\$1 億 2000 萬時，至少 20%的招標股份必須分配予投資人，每一筆分配的數量不得超過 0.4%的招標股份。
- iii. 當總發行規模超過 S\$1 億 2000 萬時，並無適用的規定。

每一位申請人及其關連人士必須加總計算持股，並將持股數量與價值視為單一持有者所擁有。依據上市規則，符合優先保留配股情形者，不在上述法規的規範範圍內。優先配股的情形係指：發行人可保留至多 10%的發行股數（若在 SGX Sesdaq 發行者可保留 25%的發行股數），分配予該公司的員工、董事、顧客、供應商等。

此外，新加坡交易所對於負責發行證券的相關人士，提出分配數量的限制：發行經理人(issue manager)、承銷商、牽頭經紀商、分銷商或前列人士之關聯客戶(connected clients)以及全權管理投資組合(discretionary managed portfolios)，上列人士相關的配售行為皆必須揭露，且各自不得分配超過 25%的發行股數。

第四節 中國大陸配售對象與數量相關法規

上海交易所制訂的「證券發行與承銷管理辦法」第二章與第三章對於配售的對象與數量加以規範，另外，在股票發行審核標準備忘錄第 18 號—「對首次公開發行股票詢價物件條件和行為的監管要求」中，對於參與詢圈以及配售的對象亦有所限制。

4.1 中國大陸配售對象相關法規

《證券發行與承銷管理辦法》中對於可參與配售的對象加以規定，其中股票配售對象限於下列類別：

- (1) 經批准募集的證券投資基金
- (2) 全國社會保障基金
- (3) 證券公司證券自營帳戶
- (4) 經批准設立的證券公司集合資產管理計畫
- (5) 信託投資公司證券自營帳戶
- (6) 信託投資公司設立並已向相關監管部門履行報告程式的集合信託計畫
- (7) 財務公司證券自營帳戶
- (8) 經批准的保險公司或者保險資產管理公司證券投資帳戶
- (9) 合格境外機構投資者管理的證券投資帳戶
- (10) 在相關監管部門備案的企業年金基金
- (11) 經中國證監會認可的其他證券投資產品。

「管理辦法」除了說明可參與配售的對象外，亦對於不得參與配售的對象進行規範：

主承銷商應當對詢價物件和股票配售物件的登記備案情況進行核查。對有下列情形之一的詢價對象不得配售股票：

- (1) 未參與初步詢價；
- (2) 詢價物件或者股票配售物件的名稱、帳戶資料與中國證券業協會登記的不一致；
- (3) 未在規定時間內報價或者足額劃撥申購資金；

(4) 有證據表明在詢價過程中有違法違規或者違反誠信原則的情形。

其他有關配售對象限制之規範如下：

- (1) 「管理辦法」第十八條第一項：主承銷商的證券自營帳戶不得參與本次發行股票的詢價、網下配售和網上發行。⁹
- (2) 「管理辦法」第十八條第二項：與發行人或其主承銷商具有實際控制關係的詢價物件，不得參與本次發行股票的詢價、網下配售，可以參與網上發行。
- (3) 「備忘錄第 18 號」三（四）：與發行人或其保薦機構之間存在控股關係，或存在影響其做出獨立投資決策的其他重大利害關係的詢價物件，不得參與本次首次公開發行股票的詢價和配售。
- (4) 「備忘錄第 18 號」三（五）：本次公開發行股票的保薦機構和承銷商不得參與本次公開發行股票的詢價和配售。

4.2 中國大陸配售數量相關法規

「證券發行與承銷管理辦法」對於配售數量的相關規範：

發行人及其主承銷商應當向參與網下配售的詢價對象配售股票。公開發行股票數量少於 4 億股的，配售數量不超過本次發行總量的 20%；公開發行股票數量在 4 億股以上的，配售數量不超過向戰略投資者¹⁰配售後剩餘發行數量的 50%。詢價對象應當承諾獲得本次網下配售的股票持有期限不少於 3 個月，持有期自本次公開發行的股票上市之日起計算。本次發行的股票向戰略投資者配售的，發行完成後無持有期限限制的股票數量不得低於本次發行股票數量的 25%。

⁹依大陸「證券發行與承銷管理辦法」規定，網上發行，是指通過證券交易所技術系統進行的證券發行。網下配售，是指不通過證券交易所技術系統、由主承銷商組織實施的證券發行。

¹⁰戰略投資者，是指與發行人具有合作關係或合作意向和潛力，並願意按照發行人配售要求與發行人簽署戰略投資配售協議的法人，是與發行公司業務聯繫緊密且欲長期持有發行公司股票的法入。

發行人及其主承銷商通過累計投標詢價確定發行價格的，當發行價格以上的有效申購總量大於網下配售數量時，應當對發行價格以上的全部有效申購進行同比例配售。初步詢價後定價發行的，當網下有效申購總量大於網下配售數量時，應當對全部有效申購進行同比例配售。

第五節 日本配售對象與數量相關法規¹¹

為確保承銷配售過程公平化，日本以證券業協會發布之「有価証券の引受に関する規則」(公正慣習規則第十四号)第九條第三項，及「『有価証券の引受に関する規則』に関する細則」第四條對公司內部人之配售，及其可獲配售比例進行限制。

5.1 日本配售對象相關法規

承銷商辦理承銷配售，除下列所定情形者外，不得對發行公司所指定對象進行配售：

1. 與發行公司間具連結關係，或對發行公司採權益法評價之股東，有維持其持股比率之必要時。
2. 屬同一集團之企業為維持一定持股比率之必要者，該集團企業之範圍認定及其持股比例，及集團之企業各公司間的出資、人事、技術、業務等關係以已公開揭露者為限。
3. 與發行公司具業務提攜關係之股東，有維持其持股比率之必要時；但以策略聯盟關係能明確提出策略聯盟約定，且能證明確實具備策略聯盟關係者為限。
4. 於當次募集總額之 10% 範圍內，對「從業員持股會」¹² 配售時。

¹¹ 此段節錄自證券商業同業公會「針對是否開放配售予策略性投資人及關係人配售限制規定之研議結論」。

5. 若發行公司之發行標的為認股權證¹³，且發行公司以提供認股機會作為董、監、員工之酬勞、薪資或獎勵，而對董、監、員工配售時。

對發行公司所指定對象進行配售時，對於配售對象名稱、配售數量、配售理由及符合本項規定之款次，以及「『有価証券の引受に関する規則』に関する細則(簡稱細則)」所定事項，應予公告揭露。

前述所稱與發行公司間「具連結關係者」，係指須採合併會計處理之股東，另具「業務提攜關係」係指雙方具策略聯盟合作之關係。

5.2 日本配售數量相關法規

日本證券業協會對公司內部人之可獲配售比例進行以下限制：

1. 依「細則」規定，與發行公司間具連結關係，或對發行公司採權益法評價之股東，不論原持股比率多寡，前述股東個別之獲配額度不得逾當次募集金額之 15%。
2. 對「從業員持股會」配售時，獲配額度不得逾當次募集總額之 10%。

第六節 美國配售對象與數量相關法規

6.1 美國配售對象相關法規

在美國證管會之要求下，NYSE 及 NASD 根據 1934 年證券交易法 Rule19b-4 之原則，提出 Rule 2712 之草案，主要係為杜絕部分承銷商及參與者之不當配售情事，對市場及投資人產生之嚴重影響。NYSE 及 NASD 等自律機構於 2002 年 10 月成立 IPO 諮詢委員會，並於 2003 年 5 月提出彙總報告及建議¹⁴，NASD 亦將建議案內容修正為 Rule 2712 之草案，對初次上市發行新股，承

¹² 台灣似無此一持股會制度。

¹³ 台灣尚未開放此種發行公司得對外募集之認股權證。

¹⁴ 施佩岑、楊慧敏，「談公開發行公司於國內辦理籌資之最新修正規定」，2006 年 5 月 18 日，

銷商配售對象予以適當限制。茲說明如下¹⁵：

NASD 會員或與 NASD 會員有關之人，不得將 IPO 股份配售予符合下列條件之公司高階經理人或董事以為酬庸，亦不得配售予上述人士之直接家庭成員 (immediate family)：

- (1) 若該 NASD 會員在過去十二個月內，曾提供予該經理人或董事所任職之公司相關投資銀行服務，並向該公司收取報酬者。
- (2) 若該 NASD 會員預計在未來六個月內，將提供予該經理人或董事所任職之公司相關投資銀行服務，並擬向該公司收取報酬者。
- (3) 若該高階經理人或董事未來將代表公司，主導與該 NASD 會員洽商投資銀行相關事務者。

此外，為確保公開承銷程序被完善執行，NASD 發佈 Rule 2790 以規範其會員之行為，該條之設計乃為確保¹⁶：

- (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；
- (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，除法規另有規定外，NASD 之會員在購買及銷售初次上市之股份時，必須遵守以下之規範：

¹⁵ 以 NASD 於 2004 年 8 月 4 日提出之 Rule 2712 Amendment No.2 為依據

¹⁶ 協合國際法律事務所，「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」，中華民國證券商業同業公會委託計畫，2006 年 12 月，頁 51-52

- (1) NASD 會員或與 NASD 會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；
- (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) 經紀商或交易商之相關人員，包括以下人士：
 - i. 經理人、董事、合夥人、其相關者及員工
 - ii. 該會員或從事投資銀行及證券業務之經紀商、交易商之代理人 (agent)
 - iii. (i)及(ii)所述人員之直接家庭成員(immediate family member)
- (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；
- (4) 投資經理人及其直接家庭成員；與
- (5) 經紀商或交易商之所有人(包含直、間接持股超過 10%之登記股東及其直接家庭成員)。

前述所謂「直接家庭成員」(immediate family member)包含：

- (1) 父母親、岳父岳母、配偶、兄弟姊妹、媳婦與女婿、妯娌連襟等，

- (2) 員工的子女或與 NASD 會員相關人士。
- (3) 若上述人士中，配偶與子女現今並非處在同個家庭、或與 NASD 會員相關人士及其員工並無事業上的合作關係、或無互相提供物質上的支援(material support)者，則不列入其規範。反之，任何人只要與 NASD 會員的員工或相關人士生活在同個家庭，或互相提供物質上的支持，即屬之。
- (4) 前述物質上的支援(material support)，除需以處於同一家庭為前提外，還包括於前一會計年度直接或間接提供該對象超過其 25% 之年收入者。

近年來之初次上市櫃案件，發行公司約在該次發售總數的 5-25% 範圍內執行 directed share programs 或稱 friends and family programs，將股票分配給發行公司經理人、員工及其親友等。一般而言，美國的「證券法」並未對前述參與初次上市配售之對象及可配售之額度作明文限制，然美國證管會已對該種計劃表達關切。在申請上市的登記過程中，主管機關已將取得有關該項計劃之內容及執行計畫列為必備的補充要件。¹⁷

6.2 美國配售數量相關法規

上述法規對美國配售對象進行規範，然並未進一步對單一配售數量與配售比率進行限制。

另針對 NASD 會員或與 NASD 會員有關之人不得購買新發行之有價證券；且 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）。

¹⁷ 此段節錄自證券商業同業公會「針對是否開放配售予策略性投資人及關係人配售限制規定之研議結論」。

第參章 各國詢價圈購配售對象與數量之比較

本章主要說明我國之配售對象及配售數量之限制規範，與世界各國規範之異同之處。將分別針對配售對象與配售數量之異同進行比較，最後將比較整體性之差異。

第一節 各國規範配售對象之異同比較

1.1 與發行公司有關之自然人及法人

1.1.A 與董事相關者之禁止

比較各國之法規，均未將發行公司之董事列為完全禁止配售的對象，以香港為例，如符合其上市規則所訂之放寬條件且事前取得交易所之同意，則得予配售；新加坡及日本係採取揭露為原則；大陸、美國則未有禁止之規定。各國對與發行公司董事身分相關者之範圍略有不同，分別說明如下：

1. 依香港聯交所上市法規所規範：

(1) 不得配售的對象包括董事及其聯繫人(associates)，聯繫人範圍包括：

- i. 其配偶；
- ii. 該名人士或其配偶未滿 18 歲的子女、領養子女或繼子女；(i,ii 合稱為家屬權益)
- iii. 以其本人或前述(i)(ii)等家屬權益為受益人的任何信託中，具有受託人身份的受託人；以及受託人以其受託人身份直接或間接擁有股權的任何公司（“受託人所控制的公司”），而受託人所擁有的股權足以讓其可在股東大會上行使或控制行使 30%（或《收購守則》不時規定會觸發強制性公開要約所需的其他百分比）或 30% 以上的表決權，或足以讓其控制董事會大部分成員，以及上述公司的任何附屬公司（統稱為“受託

人權益”)；

- iv. 受託人所控制的公司的控股公司，或任何此等控股公司的附屬公司；及
- v. 其本人、其家屬權益、上述(iii)項所述的受託人以其受託人的身份，及／或任何受託權益直接或間接擁有股本權益的任何公司，而他們所合共擁有的股本權益足以讓他們在股東大會上行使或控制行使 30%（或《收購守則》不時規定會觸發強制性公開要約所需的其他百分比）或 30%以上的投票權，或足以讓他們控制董事會大部份成員，以及上述公司的任何附屬公司或控股公司或其控股公司的附屬公司。

(2) 如符合以下條件，則可放寬為可配售之對象：

- i. 發行人並無按優惠條件發售證券，而在配發證券時亦無給予其優惠；
- ii. 發行人已發行股本總額必須至少有 25%由公眾人士持有；
- iii. 事前需取得交易所的書面同意。

2. 依新加坡上市準則之規範：

- (1) 任一董事與其關連人士(associates)，經由證券銷售過程中獲得利益，必須在證券發行者上市前，宣告其個別累積利得，以及可能獲得利益之情形。關連人士係指(i)其近親屬(immediate family)¹⁸；(ii)以其本人或其近親屬為受益人(如屬受託人有決定權之信託，則為可能成為該信託之受益人者)的任何信託中的受託人；和(iii)其本人與其近親屬合計(直接或間接)擁有 30%或以上股份的任何一間公司。
- (2) 另發行人可保留至多 10%的發行股數（若在 SGX Sesdaq 發行者，可保留 25%的發行股數），分配予該公司的員工、董事、顧客、供應商及對發行人的成功有貢獻人士。

¹⁸依新交所上市規則，「近親屬」之定義為配偶、子女、收養子女、繼子女、兄弟姊妹與父母

3. 日本之法規，並未對董事做禁止配售之規範，且正面開放若發行公司之發行標的為認股權證¹⁹時，發行公司以提供認股機會作為董事之酬勞、薪資或獎勵者，則董事得列為配售對象，惟對於配售對象名稱、配售數量、配售理由及符合「公正慣習規則第十四號」及其「細則」之規定事項者，應予公告揭露。

1.1.B 與股東相關者之禁止

中國大陸之法規明定與發行公司具控股關係之股東身分者為禁止配售之對象；香港的法規，對於符合其上市規則所訂之放寬條件且事前取得交易所同意之現有股東，則得予配售；新加坡以揭露為原則；而日本則為正面表列同意其可列為配售對象，但仍應遵守揭露之原則；另美國未有禁止之規定。分別說明如下：

1. 大陸之法規明定具控股關係之股東身分者，為禁止配售之對象，其規範列於「備忘錄第 18 號」三(四)：與發行人之間存在控股關係者，不得參與首次公開發行股票的詢價和配售。
2. 依香港聯交所上市法規所規範，不得配售的對象為現有股東，如符合以下條件，則可放寬為可配售之對象：
 - (1) 發行人並無按優惠條件發售證券，而在配發證券時亦無給予其優惠；
 - (2) 發行人已發行股本總額必須至少有 25% 由公眾人士持有；
 - (3) 事前需取得交易所的書面同意。
3. 依新加坡上市準則之規範，任一主要股東與其關連人士(associates)，經由證券銷售過程中獲得利益，必須在證券發行者上市前，宣告其個別累積利得，以及可能獲得利益之情形。關連人士之範圍包括：
 - (1) 如為自然人，係指(i)其近親屬(immediate family)²⁰；(ii)以其本人或其近親屬為受益人(如屬受託人有決定權之信託，則為可能成為該信託之受

¹⁹ 台灣尚未開放此種發行公司得對外募集之認股權證。

²⁰ 依新交所上市規則，「近親屬」之定義為配偶、子女、收養子女、繼子女、兄弟姊妹與父母

益人者)的任何信託中的受託人;和(iii)其本人與其近親屬合計(直接或間接)擁有 30%或以上股份的任何一間公司。

- (2) 如為法人，係指其子公司(subsidiary)、控股公司(holding company)、該控股公司的其它子公司，或其本身與/或上述公司合計(直接或間接)持有 30%或以上股份的任何公司。
4. 日本並未對發行公司具控股身分之股東做禁止配售之規範，且正面開放以下兩類得配售之對象，惟對於配售對象之名稱、配售數量、配售理由及符合「公正慣習規則第十四号」及其「細則」之規定事項者，應予公告揭露：
- (1) 與發行公司間具連結關係，或對發行公司採權益法評價之股東，有維持其關係之必要時。
 - (2) 屬同一集團之企業為維持一定持股比率之必要者，該集團企業之範圍認定及其持股比例，及集團之企業各公司間的出資、人事、技術、業務等關係以已公開揭露者為限。
 - (3) 與發行公司具業務提攜關係的股東，為維持其持股比率；或為形成該業務合作關係者，而需持有該公司一定比率之股權的必要時；但以策略聯盟關係能明確提出策略聯盟約定，且能證明確實具備策略聯盟關係者為限。

1.1.C 與員工相關者之禁止

香港及新加坡之上市法規，對於發行公司之員工均正面保留得配售之額度，惟員工之範圍稍有不同，且得配售之條件亦有不同，日本則以揭露為原則，大陸、美國則未有禁止之規定。分別說明如下：

1. 依香港聯交所上市法規所規範，發行公司可按優惠價格，將不超過配售總額 10%的證券，配售予以下廣義之員工：
 - (1) 發行人或其附屬公司(subsidiaries)或聯營公司(associated companies)的僱員及其家屬；

- (2) 發行人或其附屬公司(subsidiaries)或聯營公司(associated companies)的前僱員及其家屬；
- (3) 為前述(1)、(2)該等人士利益而設立的信託基金、公積金或退休金計劃(稱為“該等計劃”)。

並應遵循以下事前事後之規定：

- (1) 任何優惠均須於證券銷售前獲香港交易所批准；
 - (2) 交易所可要求發行公司提供有關該等人士，及任何該等計劃的對象、受益人或成員的詳細資料，以及有關該等人士及該等計劃的認購結果的詳細資料；
 - (3) 發行公司需自獲得批准日起，保留該等紀錄的資料至少 12 個月，以供交易所查閱。
2. 依新加坡上市法規所規範，發行人可保留至多 10%的發行股數(若在 SGX Sesdaq 發行者，可保留 25%的發行股數)，分配予該公司的員工、董事、顧客、供應商及對發行人的成功有貢獻人士。
 3. 日本之法規，並未對發行公司之員工做禁止配售之規範，且正面開放以下兩類，惟對於配售對象之名稱、配售數量、配售理由及符合「公正慣習規則第十四号」及其「細則」之規定事項者，應予公告揭露：
 - (1) 可配售給「從業員持股會」²¹
 - (2) 若發行公司之發行標的為認股權證時，發行公司以提供認股機會作為員工之酬勞、薪資或獎勵者，則員工得列為配售對象
 4. 美國的「證券法」並未對參與初次上市配售之對象作明文限制，美國證管會對發行公司之經理人、員工及其親友參與認購表達關切。在申請上市的登記過程中，主管機關將取得有關該項計劃之內容及執行計畫列為必備的補充要件。

²¹ 台灣並無此一持股會制度。

1.1.D 其他禁止對象

除前述與董事、股東、員工相關之禁止對象外，尚有其他規定如下：

1. 香港及新加坡均採實質所有權之概念，對「利用他人名義持有」者，做概括性規範。說明如下：
 - (1) 香港對發行人的董事、董事的聯繫人及現有股東，如以自己的名義或「通過名義持有人」，認購或購買初次上市銷售中股票，亦在禁止之列，惟若配發證券時並無給予其優惠，且符合公眾股東持有證券最低百份比(25%)的規定，並事前取得交易所同意，仍得列為配售對象。
 - (2) 香港對「代名人公司(nominee companies)」亦在禁止之列，除非能披露最終受益人的姓名，且事前需經交易所同意者，方可列為配售對象。
 - (3) 新加坡於上市規則 240 條，發行公司之董事、主要股東及其關連人士(associates)，無論是直接獲得或「經由代名人」，若經由證券銷售過程中獲得利益，必須在證券發行者上市前，宣告其個別累積利得，以及可能獲得利益之情形。
2. 大陸亦有概括性原則之規範，「備忘錄第 18 號」三(四)規定，與發行人之間存在影響其做出獨立投資決策的其他重大利害關係者，不得參與首次公開發行股票的詢價和配售。

1.2 與承銷團有關之自然人及法人

本段主要說明與承銷商有關之自然人及法人之限制，其中日本的部分並未找到和承銷團相關之法規，未特別敘述，先予說明之。

1.2.A 與董事相關者之禁止

美國對承銷團成員之董事及其直接家庭成員，係禁止配售之對象。香港及新

加坡對與承銷團董事相關者所定義之範圍相近，香港的法規，對於符合其上市規則所訂之放寬條件且事前取得交易所同意之承銷團之董事，則得予配售，新加坡則針對承銷團之董事認購證券提出相關揭露的規範；大陸則未有禁止之規定。分別說明如下：

1. 美國之規範為：NASD 會員或與 NASD 會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，前述「被限定之人」包括前述會員及經紀商、交易商之董事(如為合夥組織則為合夥人)，及其直接家族成員。前述所謂「直接家庭成員」(immediate family member)包含：
 - (1) 父母親、岳父岳母、配偶、兄弟姊妹、媳婦與女婿、妯娌連襟等，
 - (2) 員工的子女或與 NASD 會員相關人士。
 - (3) 若上述人士中，配偶與子女現今並非處在同個家庭、或與 NASD 會員相關人士及其員工並無事業上的合作關係、或無互相提供物質上的支援(material support)者，則不列入其規範。反之，任何人只要與 NASD 會員的員工或相關人士生活在同個家庭，或互相提供物質上的支持，即屬之。
 - (4) 前述物質上的支援(material support)，除需以處於同一家庭為前提外，還包括於前一會計年度直接或間接提供該對象超過其 25% 之年收入者。
2. 依香港聯交所上市法規所規範，承銷團涵蓋牽頭經紀商(lead broker)或任何分銷商，與董事相關不得配售的對象如下所示，惟事前取得交易所的書面同意者，可放寬為得配售之對象：
 - (1) 如交易所參與者為一家公司，則為其董事、其配偶及其未成年子女或繼子女；
 - (2) 如交易所參與者為合夥事業，則為其合夥人、其配偶及其未成年子女或繼子女；
 - (3) 在私人或家族信託（退休金計劃除外）中出任受託人職位者，而該

等信託的受益人包括上文所述的任何人士；

(4) 上文所述任何人士的近親，其帳戶依據全權管理投資組合協議，由該交易所參與者管理。

3. 依新加坡上市準則之規範，承銷團涵蓋發行經理人(issue manager)、承銷商(underwriter)、主辦經紀商(lead broker)及任何經銷商(distributor)，與董事相關受規範者如下所示。如下述人員經由證券銷售過程中獲得利益，必須在證券發行者上市前，宣告其個別累積利得，以及可能獲得利益之情形。

(1) 董事；

(2) 董事之配偶、未成年子女或繼子女；

(3) 在私人或家族信託（退休金計劃除外）中出任受託人職位者，而該等信託的受益人為董事；

(4) 董事之近親，其帳戶由發行經理人、承銷商、主辦經紀人或經銷商進行投資組合管理者。

1.2.B 與股東相關者之禁止

中國大陸之法規明定與保薦機構具控股關係之股東身分者為禁止配售之對象；美國對承銷團成員之所有者及其直接家庭成員，亦列為禁止配售之對象；香港及新加坡對與承銷團股東相關者範圍之規範，和與承銷團董事相關者範圍之規範相近，其中香港的法規，對於符合其上市規則所訂之放寬條件且事前取得交易所同意之承銷團之股東，則得予配售，新加坡則針對承銷團之股東認購證券提出相關揭露的規範。分別說明如下：

1. 大陸之法規明定與保薦機構具控股關係之股東身分者，為禁止配售之對象，其規範列於「備忘錄第 18 號」三(四)：與保薦機構之間存在控股關係者，不得參與首次公開發行股票的詢價和配售。

2. 美國之規範為：NASD 會員或與 NASD 會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，前述「被限定之人」包括前述會員及經紀商、交易商之所有者(其直、間接持有 10%之股份者)，及其直接家族成員。

3. 依香港聯交所上市法規所規範，與股東相關不得配售的對象如下所示，惟事前取得交易所的書面同意者，可放寬為得配售之對象：

(1) 如交易所參與者為一家公司，則為其主要股東、其配偶及其未成年子女或繼子女；「主要股東」之定義為有權在該公司股東大會上行使或控制行使 10%(含)以上投票權之人士。

(2) 在私人或家族信託（退休金計劃除外）中出任受託人職位者，而該等信託的受益人包括上文所述的任何人士；

(3) 上文所述任何人士的近親，其帳戶依據全權管理投資組合協議，由該交易所參與者管理。

4. 依新加坡上市準則之規範，與承銷團之股東相關受規範者如下所示。如下述人員經由證券銷售過程中獲得利益，必須在證券發行者上市前，宣告其個別累積利得，以及可能獲得利益之情形：

(1) 主要股東(substantial shareholder)；「主要股東」之定義，為持有超過 5%之投票權之股東稱之。

(2) 主要股東之配偶、未成年子女或繼子女；

(3) 在私人或家族信託（退休金計劃除外）中出任受託人職位者，而該等信託的受益人為主要股東；

(4) 主要股東之近親，其帳戶由發行經理人、承銷商、主辦經紀人或經銷商進行投資組合管理者。

1.2.C 與員工相關者之禁止

美國對承銷團成員之員工及其直接家庭成員，係禁止配售之對象；香港對與

承銷團之員工相關者範圍之規範，和與承銷團之董事、主要股東相關者範圍之規範相近，對於符合其上市規則所訂之放寬條件且事前取得交易所同意之承銷團之員工，則得予配售，；新加坡及大陸則未有禁止之規定。說明如下：

1. 美國之規範為：NASD 會員或與 NASD 會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，前述「被限定之人」包括前述會員及經紀商、交易商之員工(含經理人)及其直接家族成員。
2. 依香港聯交所上市法規所規範，與員工相關不得配售的對象如下所示，惟事前取得交易所的書面同意者，可放寬為得配售之對象：
 - (1) 員工、其配偶及其未成年子女或繼子女；
 - (2) 在私人或家族信託（退休金計劃除外）中出任受託人職位者，而該等信託的受益人包括上文所述的任何人士；

上文所述任何人士的近親，其帳戶依據全權管理投資組合協議，由該交易所參與者管理。

1.2.D 其他禁止對象

除前述與董事、股東、員工相關之禁止對象外，尚有其他規定如下：

1. 香港及新加坡分別對承銷團集團公司中之附屬公司或子公司，規範如下：
 - (1) 香港上市規則規範，如事前未取得香港交易所書面同意，不得分配證券予該名交易所參與者所屬集團的成員公司。範圍包括發行公司之控股公司及其附屬公司(subsidiary)。其定義如下：一公司(i) 可控制附屬公司董事局的組成(委任或罷免該附屬企業的董事局過半數董事的權利)，(ii) 可控制附屬公司過半數的表決權，(iii)持有附屬公司的過半數已發行股本，(iv)依章程或控制合約有權對附屬公司發揮支配性影響力者，則該公司稱為控股公司。

(2) 新加坡上市規則規範，和發行經理人、承銷商、主辦經紀人或經銷商的公司所屬同集團之公司，如經由證券銷售過程中獲得利益，必須在證券發行者上市前，宣告其個別累積利得，以及可能獲得利益之情形。範圍包括發行人及其所有子公司(subsidiary)，包括：(i) 可控制一公司董事局的組成，(ii) 可控制一公司過半數的表決權，(iii) 持有一公司的過半數已發行股本，均稱為子公司。

2. 美國之禁止配售對象，包括：

(1) 依 Rule 2712 之草案，NASD 會員或與 NASD 會員有關之人，不得將 IPO 股份配售予符合下列條件之公司高階經理人或董事以為酬庸，亦不得配售予上述人士之直接家庭成員(immediate family)：

- i. 若該 NASD 會員在過去十二個月內，曾提供予該經理人或董事所任職之公司相關投資銀行服務，並向該公司收取報酬者。
- ii. 若該 NASD 會員預計在未來六個月內，將提供予該經理人或董事所任職之公司相關投資銀行服務，並擬向該公司收取報酬者。
- iii. 若該高階經理人或董事未來將代表公司，主導與該 NASD 會員洽商投資銀行相關事務者。

(2) 將範圍擴及與該次初次上市案有關之其他對象，包括：

- i. 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；
- ii. 投資經理人及其直接家庭成員

3. 新加坡上市規則 240 條，無論是直接獲得或「經由代名人」，如發行經理人、承銷商、主辦經紀人或經銷商與其關連客戶(connected clients)，經由證券銷售過程中獲得利益，必須在證券發行者上市前，宣告其個別累積利得，以及可能獲得利益之情形。此亦對「利用他人名義持有」者，做概括性規範。

4. 大陸亦有概括性原則之規範，「備忘錄第 18 號」三(四)規定，與保薦機構之間存在影響其做出獨立投資決策的其他重大利害關係者，不得參與首次公開發行股票的詢價和配售。

5. 我國尚有其他與承銷團相關之規定如下：

(1) 與承銷商有承銷業務往來公司之董事、監察人、經理人及其配偶及子女。另與承銷商有承銷業務往來之公司，可為配售對象，惟數量不得超過各該券商承銷數量之 20%。

(2) 承銷商本身所屬金融控股公司之其他子公司；惟同屬金融控股公司之證券投資信託公司募集之證券投資信託基金則不在此限。

(3) 承銷商本身所屬金融控股公司及該金融控股公司其他子公司之董事、監事、經理人及其配偶及子女。

(4) 與承銷商具實質關係者

(5) 「再行銷售辦法」第三十六條第八款之人利用他人名義參與應募者(指具證券交易法施行細則第二條規定要件等之實質關係人)

我國法規，效法美國 NASD Rule 2712 草案之規範，對與承銷商有承銷業務往來公司之董事、監察人、經理人及其配偶及子女，列為不得配售之對象，以避免為取得承銷相關業務而導致不當之利益連結，惟美國 NASD Rule 2712 仍未成為正式條文，相較其他國家，我國在此項規範之嚴謹度，似更為強化。

另香港、新加坡對與承銷團同屬集團之附屬及子公司，亦列為應限制之對象，香港採有條件之開放，新加坡則以揭露為原則。而我國為避免不當利益連結，乃規範有關金融控股公司之其他子公司及其內部人，不得為配售對象，此規範較香港及新加坡更為嚴謹。由於近年來，政府鼓勵券商應努力朝投資銀行的專業邁進，國內金融機構應朝大型化發展，目前多家大型券商均隸屬金融控股公司轄下，此項禁止，使隸屬大型金融控股公司之機構投資人受到配售限制，對整體配售作業之彈性、價格發現功能，及國內金融機構朝大型化發展之趨勢，均較為不利。另我國對與券商具實質關係者，作概括性禁止之規範，以避免紛爭，惟新加

坡係採揭露之方式，我國之規範與其他國家不同。

第二節 各國規範配售數量限制之異同比較

2.1 依募集規模大小之規範

新加坡與大陸之法規，對募集規模不同之初次上市案件，配售予不特定大眾之總數額有所規範，新加坡並規範單一筆分配數量之上限，分別說明如下：

1. 新加坡交易所在主板上市規則中，規定發行人在新加坡交易所主板申請權益證券上市（櫃）時，股份必須符合以下的分配要求：
 - iv. 當總發行規模低於 S\$（新加坡幣）7500 萬時，至少 40% 的招標股份 (invitation shares) 或 1500 萬孰低者必須分配予投資人，每一筆分配的數量不得超過 0.8% 的招標股份或價值 30 萬的股份孰低者。
 - v. 當總發行規模為 S\$7500 萬或高於 S\$7500 萬但低於 S\$1 億 2000 萬時，至少 20% 的招標股份必須分配予投資人，每一筆分配的數量不得超過 0.4% 的招標股份。
 - vi. 當總發行規模超過 S\$1 億 2000 萬時，無適用的規定。
 - vii. 下表計算時，每一位申請人及其關連人士必須加總計算持股，並將持股數量與價值視為單一持有者所擁有。

總發行規模 ²² (X)	分配予投資人之招標總數	每一筆分配的數量
X < S\$7500 萬	至少 40% 招標股份 或 S\$1500 萬孰低者	不得超過 0.8% 的招標股份或 價值 S\$30 萬的股份孰低者
S\$7500 萬 ≤ X < S\$1.2 億	至少 20% 的招標股份	不得超過 0.4% 的招標股份
X ≥ S\$1.2 億	無適用的規定	無適用的規定

2. 大陸在「管理辦法」對於參與網下配售之對象之配售數量規範如下：

²² S\$ 為新加坡幣

- (1) 發行人及其主承銷商應當向參與網下配售的詢價對象配售股票。
- (2) 公開發行股票數量少於 4 億股的，配售數量不超過本次發行總量的 20%；
- (3) 公開發行股票數量在 4 億股以上的，配售數量不超過向戰略投資者配售後剩餘發行數量的 50%。

公開發行股票總數量 (Y)	參與網下配售者	備註
Y < 4 億股	不超過發行總量的 20%	無
Y > 4 億股	不超過發行數量 ^註 的 50%	減除向戰略投資者配售後計算

2.2 依特定身分之規範

2.2.A 與發行公司相關者

香港、新加坡及日本之法規，均對初次上市案件配售予特定身分者訂有數量之上限，分別說明如下：

1. 香港之上市法規，基於感謝員工對公司之奉獻，並達激勵員工之效果，乃同意可按優惠條件將不超過其總數 10% 的證券售予發行公司之員工，其對象包括發行公司、或其附屬公司、或聯營公司的僱員及其家屬、或前僱員及其家屬等，惟此優惠須事前經交易所批准，並需備齊相關認購結果的詳細資料，供交易所查詢。
2. 新加坡之上市法規亦明訂優先配股的適用情形，發行人可保留至多 10% 的發行股數（若在 SGX Sesdaq 發行者可保留 25% 的發行股數），分配予該公司的員工、董事、顧客、供應商及對公司成功有貢獻之人士。
3. 依日本證券業協會「公證慣習規則第十四號之細則」第四條規定，與發行公司間具連結關係（指須採合併會計處理之股東），或對發行公司採權益法評價之股東，不論原持股比率多寡，前述股東個別之獲配額度不得逾

當次募集金額之 15%。

4. 依日本證券業協會「公證慣習規則第十四號」第九條第三款之規定，對「從業員持股會」配售時，獲配額度不得逾當次募集總額之 10%。
5. 我國目前對初次上市(櫃)之案件係採發行新股方式辦理，並保留新股總額度之 10-15% 給員工認購，因此未如香港、新加坡及日本另正面開放對發行公司僱員之鼓勵，而前述國家亦多在此設有配售數量限額。

2.2.B 與承銷團相關者

各國法規，對初次上市案件配售予具承銷團相關身分者，略有差異，分別說明如下：

1. 香港之上市法規，牽頭經紀商及任何分銷商原則上均不得為其本身保留任何重大數額的配售證券。除外情形為：
 - (1) 如公眾人士有所需求，牽頭經紀商或任何分銷商保留的證券，不得超過他們在配售總額中分別所佔份額的 5%。
 - (2) 如配售的證券是牽頭經紀商直接供一般公眾人士認購，使公眾人士可以直接向牽頭經紀商申請認購者，而公眾人士對配售證券有需求不足夠的情況出現，則未被接納的配售證券可再分配予牽頭經紀商的客戶。
2. 新加坡之上市法規，並未直接禁止承銷團相關身分者保留任何配售證券，惟對於負責發行證券的相關人士，提出分配數量的限制，說明如下：
 - (1) 分配予發行經理人(issue manager)、承銷商、牽頭經紀商、分銷商或前列人士之關連客戶(connected clients)，或其所全權管理之投資組合(discretionary managed portfolios)者，各自不得被分配超過 25% 的可配售總額。
 - (2) 上列人士相關的配售行為皆必須予以揭露。

3. 大陸之上市法規，規範該次公開發行股票的保薦機構和承銷商不得參與該次公開發行股票的詢價和配售；且主承銷商的證券自營帳戶亦不得參與本次發行股票的詢價、網下配售和網上發行。
4. 美國 NASD 則規範，NASD 會員或與 NASD 會員有關之人不得購買新發行之有價證券；且 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）

2.2.C 其他投資者

除前述特定身分外，各國均依其配售環境所需，補強訂定相關投資人之規範，分別說明如下：

1. 根據香港交易所的配售指引，每配售 100 萬港元的證券，須由不少於 3 名人士持有，而每次配售的證券，至少須由 100 名人士持有。
2. 依香港上市規則，申請人可將超過配售總額 25% 的證券，分配予「全權管理投資組合(discretionary managed portfolios)」。「全權管理投資組合」係指一筆用於投資的資金，其投資項目由一名交易所參與者監理，或由該名交易所參與者所屬集團的任何成員公司監理，而該名交易所參與者或該成員公司有權行使酌情決定權，以為該筆資金進行或安排交易。
3. 大陸：詢價對象應當承諾獲得本次網下配售的股票持有期限不少於 3 個月，持有期自本次公開發行的股票上市之日起計算。本次發行的股票向戰略投資者配售的，發行完成後無持有期限限制的股票數量不得低於本次發行股票數量的 25%。

第三節 我國現行法規對配售對象及數量之限制與各國之比較

3.1 與發行公司有關之配售對象

我國對於與發行公司有關之配售對象列有限制規範者，以本章第一節之分類方式，分述如下。

3.1.A 與董事相關者之禁止

我國對於發行公司與董事身分相關者之禁止配售對象，包括：

1. 董事
2. 董事之配偶、二親等親屬
3. 公司之董事長或總經理與發行公司之董事長為同一人，或具有配偶或二親等關係者

將各國法規中，所訂與發行公司之董事身分相關者之範圍，列表說明²³：

與發行公司之董事身分相關者	我國	香港	新加坡	大陸	美國	日本
董事	✓	✓	✓			✓*
董事之配偶	✓	✓	✓			
董事之二親等	✓	✓*	✓*			
公司之董事長或總經理與發行公司之董事長為同一人，或具有配偶或二親等關係者	✓					
董事等相關身分者所直間接持有 30% (含)以上之投票權，或足使其控制董事會大部分成員之控股及其附屬公司		✓	✓			
以董事等為受益人的信託中，具受託人身分之受託人		✓	✓			
各國採行之方式	禁止	有條件放寬	揭露	未予禁止	未予禁止	正面開放

表 1 與發行公司之董事身分相關者之範圍

相較各國之限制，我國對於與董事身分相關者之範疇，和香港、新加坡所規範者接近，主要包含其配偶及二親等；香港之親屬關係範圍為未滿 18 歲的子女、

²³ 此表格主要列示各國法規訂有規範之對象，惟並非指禁止配售，各國仍有限制程度之不同。✓ 指於法規中有所規範，✓* 指於法規中有所規範，但範圍稍有差異。

領養子女或繼子女，新加坡之親屬範圍為其近親屬，包括配偶、子女、收養子女、繼子女、兄弟姊妹與父母。；另香港及新加坡對董事等相關身分者持有超過30%以上之公司，亦列為限制配售之對象，反觀我國，由於以中小企業起家之特性，家族企業快速成長進而申請上市(櫃)者，近年來大幅增加，因此並非以持股關係來認定，而是對於發行公司之董事長(包括其配偶及二親等親屬)身兼其他公司之董事長或總經理職位者，亦廣義認定此類公司為該董事可控制之對象，因此亦在禁止配售之列。

另相較大陸未有相關規定，美國 SEC 高度關切 directed share programs，日本、新加坡以揭露為原則，香港有條件放寬之規範，我國在此項之禁止規範，相較其他國家最為嚴謹，直接採行禁止之列示。此規範之立意，係為免公司內部人因具有較一般投資人更為優勢的配售地位，而優先獲得配售，且避免在自利動機下，導致發行價格扭曲，或有利於公司內部人，因未對外公開揭露之內線消息而獲利，故予以設限。

3.1.B 與股東相關者之禁止

我國對於發行公司與股東身分相關者之禁止配售對象，為以下一項：

1. 對發行公司採權益法評價之投資者

將各國法規中，所訂與發行公司之股東身分相關者之範圍，列表說明如下²⁴：

²⁴ 此表格主要列示各國法規訂有規範之對象，惟並非指禁止配售，各國仍有限制程度之不同。✓ 指於法規中有所規範，✓* 指於法規中有所規範，但範圍稍有差異。

與發行公司之股東身分相關者	我國	香港	新加坡	大陸	美國	日本
對發行公司採權益法評價之投資者	✓					✓
與發行人之間存在控股關係者				✓*		
現有股東		✓				
主要股東(如為自然人)及其近親屬、以其為受益人的信託中的受託人、直間接擁有 30%或以上股份的任一間公司			✓			
主要股東(如為法人)，係指其子公司、控股公司、及直間接持有 30%或以上股份的任何公司			✓*			
屬同一集團為維持一定持股比率之必要						✓
與發行公司具業務提攜關係的股東，或為形成該業務合作關係者，而需持有該公司一定比率之股權的必要時						✓
各國採行之方式	禁止	有條件放寬	揭露	禁止	未予禁止	正面開放

表 2 與發行公司之股東身分相關者之範圍

相較各國之法規，各國對於與股東身分相關者之範疇，規範不盡相同。香港的股東涵蓋現有股東(existing shareholder)之全部，新加坡是指與主要股東(substantial shareholder)相關者，主要股東之定義根據公司法(The Companies Act)第 81 條，係指持股超過 5% 之股東，其限制範圍包括主要股東、其近親屬(immediate family)，及以其本人或其近親屬為受益人的任何信託中的受託人，和直、間接擁有 30% 或以上股份的任何一間公司；如為法人，係指其子公司(subsidiary)、控股公司(holding company)、該控股公司的其它子公司，或其本身與/或上述公司合計(直接或間接)持有 30% 或以上股份的任何公司。日本要求揭露與股東身分相關者，明確認定在權益法評價之公司，其範疇與我國相同，惟日本採揭露方式，而我國係禁止其為配售對象；另並加強屬同一集團之企業為維持一定持股比率之必

要者，及與發行公司具業務提攜關係的股東，為維持其持股比率，或為形成該業務合作關係者，而需持有該公司一定比率之股權的必要時之揭露，大陸則規範具控股關係者，不得為配售對象。

另相較日本正面開放得配售之對象並以揭露為原則，新加坡以揭露為原則，香港有條件放寬之規範，我國在此項之禁止規範，和大陸所規定之具控股關係者一致，直接採行禁止之列示，係較為嚴謹之規範。

3.1.C 與員工相關者之禁止

我國對於發行公司與員工身分相關者之禁止配售對象，包括：

1. 員工(含總經理、副總經理、協理及直屬總經理之部門主管)
2. 總經理之配偶、二親等親屬
3. 公司之董事長或總經理與發行公司之總經理為同一人，或具有配偶或二親等關係者

將各國法規中，所訂與發行公司之員工身分相關者之範圍，列表說明²⁵：

²⁵ 此表格主要列示各國法規訂有規範之對象，惟並非指禁止配售，各國仍有限制程度之不同。✓ 指於法規中有所規範，✓* 指於法規中有所規範，但範圍稍有差異。

與發行公司之員工身分相關者	我國	香港	新加坡	大陸	美國	日本
員工(含總經理、副總經理、協理及直屬總經理之部門主管)	✓		✓*			✓*
總經理之配偶、二親等親屬	✓					
公司之董事長或總經理與發行公司之總經理為同一人，或具有配偶或二親等關係者	✓					
發行人或其附屬公司或聯營公司的僱員、前僱員及其家屬，及其相關之信託基金、公積金或退休計劃		✓				
從業員持股會						✓*
各國採行之方式	禁止	正面開放	正面開放	未予禁止	未予禁止	正面開放

表 3 與發行公司之員工身分相關者之範圍

我國對於發行公司之員工全面採禁止配售為準則。此外，對總經理之配偶、二親等親屬、及前述人員身兼其他公司之董事長、總經理職位者，亦擴大認定此類公司為該經理人可控制之對象，因此亦在禁止配售之列。

比較各國對發行公司之員工，多採用正面表列方式，指定在一定比率內，可配售給其指定之員工，如香港之規定係指在 10% 內，可按優惠價格將股份配售給其廣義之員工，包括發行人本身及其附屬公司(subsidiaries)或聯營公司(associated companies)之僱員、前僱員及其家屬，及為前述人士所成立之基金、計劃等，其規範需事先經過交易所之批准，事後提供詳細之認購計劃供交易所查核，此係鼓勵為該公司貢獻之員工，得在此初次上市售股計畫中取得認購機會。

另新加坡亦有保留一定比率給包含員工在內之特定對象認購之正面規範，該比率在新交所申請上市時得保留 10%，如為申請於二板上市者，則最多得保留 25%。日本亦正面載明配售給「從業員持股會」時，應揭露法規所規範之事項。

而美國未於法規中明訂對配售給發行公司僱員的限制，只有高度關切要求揭露，並在登記過程中，要求提供此等計劃。我國目前對初次上市(櫃)之案件係採發行新股方式辦理，並保留新股總額度之 10-15% 給員工認購，與其他國家之精神一致，惟為避免可配售之額度再配售給發行公司之員工，而造成公平性之爭議，因此將發行公司之員工列為禁止配售對象。

3.1.D 其他禁止對象

除前述與董事、股東、員工相關之禁止對象外，我國尚有其他與發行公司相關規定如下：

1. 發行公司採權益法評價之被投資公司
2. 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
3. 「再行銷售辦法」第三十六條第一到七款之人利用他人名義參與應募者（指具證券交易法施行細則第二條規定要件等之實質關係人）
4. 與發行公司具實質關係者

我國法規中與其他國家較大不同之處，乃訂定發行公司採權益法評價之被投資公司，及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兩項。此乃我國以往對母子公司或集團、關係企業交叉持股未予明確限制，致使子公司或集團、關係企業仍可由市場買入該上市公司之股份，以穩固經營權或炒作股價，為避免此類交叉控制之關係發生，因此對前述兩類配售對象予以限制。另我國對「利用他人名義持有」者，採實質所有權之概念，作概括性禁止之規範，以避免紛爭，惟香港及新加坡分別採行有條件開放及揭露之方式，我國之規範與其他國家不同。

3.2 與承銷團有關之配售對象

我國對於與承銷團有關之配售對象列有限制規範者，以本章第一節之分類方式，分述如下：

3.2.A 與董事相關者之禁止

我國對於承銷團與董事身分相關者之禁止配售對象，包括：

1. 承銷團之董事
2. 承銷團之董事之配偶、二親等親屬

將各國法規中，所訂與承銷團之董事身分相關者之範圍，列表說明²⁶：

與承銷團之董事身分相關者	我國	香港	新加坡	大陸	美國
董事	✓	✓	✓		✓
董事之配偶	✓	✓	✓		✓
董事之二親等	✓	✓*	✓*		✓*
以董事等為受益人的信託中，具受託人身份之受託人		✓	✓*		
董事等之帳戶由承銷團投資組合管理		✓	✓*		
各國採行之方式	禁止	有條件放寬	揭露	未予禁止	禁止

表 4 與承銷團之董事身分相關者之範圍

相較大陸未對承銷團之董事身分相關者有具體之規定，新加坡以揭露為原則，香港為有條件放寬，美國 RULE 2790 則明確訂定董事及其直接家庭成員均為不得配售之對象。相較其他國家，我國在此項規範與美國並列為最嚴謹的做法，直接採行禁止之列示。

²⁶ 此表格主要列示各國法規訂有規範之對象，惟並非指禁止配售，各國仍有限制程度之不同。✓ 指於法規中有所規範，✓* 指於法規中有所規範，但範圍稍有差異。

3.2.B 與股東相關者之禁止

我國對於承銷團與股東身分相關者之禁止配售對象，包括：

1. 承銷商本身所屬金融控股公司

將各國法規中，所訂與承銷團之股東身分相關者之範圍，列表說明²⁷：

與承銷團之股東身分相關者	我國	香港	新加坡	大陸	美國
承銷商本身所屬金融控股公司	✓				
承銷團所屬集團公司之控股股東		✓*			
與保薦機構之間存在控股關係者				✓*	
主要股東、配偶、未成年、繼子女		✓	✓*		✓*
以主要股東等為受益人的信託中，具受託人身分之受託人		✓	✓*		
主要股東等之帳戶由承銷商進行投資組合管理		✓	✓*		
各國採行之方式	禁止	有條件放寬	揭露	禁止	禁止

表 5 與承銷團之股東身分相關者之範圍

新加坡以揭露為原則，香港為有條件放寬，美國 RULE 2790 則明確訂定承銷團成員之所有者及其直接家庭成員均為不得配售之對象，另大陸法規明訂與保

²⁷ 此表格主要列示各國法規訂有規範之對象，惟並非指禁止配售，各國仍有限制程度之不同。✓ 指於法規中有所規範，✓* 指於法規中有所規範，但範圍稍有差異。

薦機構具控股關係之股東身分者為禁止配售之對象。相較其他國家，我國係針對承銷商本身所屬金融控股公司，採行禁止之列示，與香港之承銷團所屬集團之控股股東係採有條件開放方式而言，我國之規範較為嚴謹。

3.2.C 與員工相關者之禁止

我國對於承銷團與員工身分相關者之禁止配售對象，包括：

1. 承銷團之受僱人
2. 承銷團受僱人之配偶、二親等親屬

將各國法規中，所訂與承銷團之員工身分相關者之範圍，列表說明²⁸：

與承銷團之員工身分相關者	我國	香港	新加坡	大陸	美國
員工	✓				
員工之配偶、二親等親屬	✓	✓*			✓*
以員工等為受益人的信託中，具受託人身分之受託人		✓			
員工等之帳戶由承銷商進行投資組合管理		✓			
各國採行之方式	禁止	有條件放寬	未予禁止	未予禁止	禁止

表 6 與承銷團之員工身分相關者之範圍

相較新加坡及大陸未對承銷團之員工身分相關者有具體之規定，香港為有條

²⁸ 此表格主要列示各國法規訂有規範之對象，惟並非指禁止配售，各國仍有限制程度之不同。✓ 指於法規中有所規範，✓* 指於法規中有所規範，但範圍稍有差異。

件放寬，美國 RULE 2790 則明確訂定員工及其直接家庭成員均為不得配售之對象。相較其他國家，我國在此項規範與美國並列為最嚴謹的做法，直接採行禁止之列示。

3.2.D 其他禁止對象

除前述與董事、股東、員工相關之禁止對象外，我國尚有其他與承銷團相關規定如下：

1. 與承銷商有承銷業務往來公司之董事、監察人、經理人及其配偶及子女。另與承銷商有承銷業務往來之公司，可為配售對象，惟數量不得超過各該券商承銷數量之 20%。
2. 承銷商本身所屬金融控股公司之其他子公司；惟同屬金融控股公司之證券投資信託公司募集之證券投資信託基金則不在此限。
3. 承銷商本身所屬金融控股公司及該金融控股公司其他子公司之董事、監事、經理人及其配偶及子女。
4. 與承銷商具實質關係者
5. 「再行銷售辦法」第三十六條第八款之人利用他人名義參與應募者（指具證券交易法施行細則第二條規定要件等之實質關係人）

我國法規，效法美國 NASD Rule 2712 草案之規範，對與承銷商有承銷業務往來公司之董事、監察人、經理人及其配偶及子女，列為不得配售之對象，以避免為取得承銷相關業務而導致不當之利益連結。惟美國 NASD Rule 2712 仍未成為正式條文，相較其他國家，我國在此項規範之嚴謹度，似更為強化。

另香港、新加坡對與承銷團同屬集團之附屬及子公司，亦列為應限制之對象，香港採有條件之開放，新加坡則以揭露為原則。而我國為避免不當利益連結，乃規範有關金融控股公司之其他子公司及其內部人，不得為配售對象，此規範較香港及新加坡更為嚴謹。由於近年來，政府鼓勵券商應努力朝投資銀行的專業邁進，國內金融機構應朝大型化發展，目前多家大型券商均隸屬金融控股公司轄下，此項禁止，使隸屬大型金融控股公司之機構投資人受到配售限制，對整體配

售作業之彈性、價格發現功能，及國內金融機構朝大型化發展之趨勢，均較為不利。另我國對與券商具實質關係者，作概括性禁止之規範，以避免紛爭，惟新加坡係採揭露之方式，我國之規範與其他國家不同。

3.3 數量限制之比較

各國對於配售數量之規範不盡相同，其中新加坡依募集金額大小，對每一筆分配數量之規範，與我國單一配售對象之數量上限規範相類似，惟其發行規模如超過一定金額則不適用，以配合實務之需要，其餘國家則未訂有單一申購對象之認購上限。另我國並未如香港、新加坡及日本正面開放對發行公司僱員之鼓勵，而前述國家亦多在此設有配售數量限額。

原則上，香港、大陸及美國均不允許承銷團為其本身保留配售證券，與我國目前對初次上市(櫃)公司之案件規定相同，而新加坡則可在 25% 內保留，但此項配售行為應盡揭露之義務。

我國在配售數量限制方面與其他國家較大之不同處，乃限制專業投資機構之配售數額上限，並對與承銷商有承銷業務往來之公司，限制其配售數量上限於各承銷商承銷數量之 20%。

第肆章 詢價圈購制度文獻探討

詢價圈購制度賦予承銷商特有的股價訂定及股票分配的裁量權，提供投資者一些價格風險及資訊蒐集成本的補償。承銷商可透過自由裁量權，誘使投資者顯露其擁有的私有資訊，降低折價的情形。

在承銷過程中引進機構投資人，往往能透過機構投資人所提供的資訊，使 IPO 訂價更確實反映市場需求，降低發行公司所需承擔之訂價錯誤成本。引進機構投資人固然能提升市場效率，但其可能延伸的公平性問題亦值得關注。

第一節 為何詢價圈購要給予承銷商更多裁量權

詢價圈購制度賦予承銷商的裁量權，使承銷商得以根據投資人反映資訊的多寡，做出不同的配售決定，承銷商可利用裁量權誘使投資人顯露正確的資訊。

1.1 補償資訊蒐集成本

資訊蒐集是需要成本的，從投資人的角度來看，如果沒有適當的誘因，投資人將沒有動機顯露其所掌握的資訊。承銷商利用裁量權補償投資者蒐集資訊所耗費的成本。

Cornelli and Goldreich(2001)利用 1995 年到 1997 年間 39 個國際性的股票發行案件作為研究樣本，藉以分析詢價圈購制度的圈購與配售行為。作者發現投資銀行的配售行為具有以下特性：

(1) 承銷商會配售較多的股數給報價中富含資訊的圈購者：

歐美國家在詢價圈購時有三種報價的方式：a) 直接報價(strike bid) — 無論發行價格為多少，投資人在圈購時可指定一個特定的數量或金額。b) 限額報價(limit bid) — 圈購者提出所願意支付的金額上限。c) 階段性報價(step bid) — 圈購者可依不同價格建立需求表格，標示在不同價

格下所對應的需求量。上述三種報價方式中，承銷商較偏好限額報價以及階段性報價。因為相較於直接報價，此兩種報價方式能產生較高的資訊價值。

此外，歐美國家的圈購者在詢價圈購過程中可修改報價的金額與數量，甚至可取消先前的報價記錄。相較於圈購後即不再修改的報價，承銷商較偏好圈購後又再修改價量的報價(revised bid)，因為這代表投資人經過一段時間考慮後所做出的決定，越接近發行時點的資訊，越具有參考價值。

對承銷商而言，這些圈購者的報價有較高的資訊價值，將成為訂定發行價格時的重要參考依據，所以承銷商會配售較高比例的股數給這些圈購者，以作為獎勵或補償。

(2) 承銷商會配售較多的股數給頻繁參與承銷案件的投資人：

由於頻繁參與承銷案件的投資人，無論案件好壞時皆願意參與認購，提供類似保險的功能，使承銷商得以避免冷門案件所產生的認購不足問題，所以承銷商往往會配售予這些顧客較多的股數作為補償。特別是當承銷案過熱，嚴重超額認購時，此現象更為明顯。

這些時常參與承銷案的投資人，通常和承銷商有良好的互動，容易讓人質疑是否承銷商試圖圖利這些形同“朋友”的投資人。但實證結果顯示，雖然這些投資人往往能在成功的案件中獲得較多的股數，但卻鮮少有證據顯示這些投資人能因此獲得比其他投資人更高的利潤。這可能代表承銷商所提供的好處，僅彌補了投資人之前所提供的“保險”，亦即這些投資人承擔了「贏家的詛咒」(winner's curse)。

Sherman and Titman(2002)指出 IPO 折價是補償投資人蒐集資訊的成本，而且這些折價存在一個均衡水準。因此雖然競價拍賣的價格發現功能最強，但因無法補償價格風險及資訊成本，容易造成認購不足的問題。相較之下詢價圈購的價格發現功能雖次於競價拍賣，但由於詢價圈購制度賦予承銷商股價訂定及股票分

配的裁量權，可提供投資者一些風險及資訊成本的補償，因此可以解決競價拍賣遇到的困境。

作者延伸早期其他學者所建立的模型，藉由模擬詢價圈購的過程，建立一個新的模型，用以解釋為何投資銀行會限制參與承銷案的投資人數量。這個模型基於兩個前提假設：1) 蒐集資訊相當耗費成本、2) 若能藉由資訊蒐集的過程，提升 IPO 訂價在次級市場的正確性，將會產生經濟上的益處。作者藉由承銷商在投資人人數增加時所必須面臨的取捨，試圖檢視承銷商如何選擇參與承銷案件的投資人。承銷商決定案件的參與率時必須面臨以下的取捨：若參與承銷案件的投資人人數越多，該案件的訂價將更為正確。然而，參與率的提升卻會使折價情形更為嚴重，因此過度分散的投資人參與對 IPO 整體績效不見得有利。

當蒐集資訊不用花費額外的成本時，參與承銷案的投資者的最適人數為無限大，並且折價幅度趨近於零，亦即訂價結果和最終真實發行價格十分相近。但當蒐集資訊必須花費大量成本時，折價的幅度將取決於對資訊的需求程度。若承銷商的利潤主要取決於其是否能正確訂價時，會傾向找尋較多的投資人參與承銷案，並且此時折價的情形會較為嚴重。

在某些情況下，預期的折價水準將恰巧用以補償獲取資訊所耗費的成本，此時無論是否能參加該承銷案，對投資人而言都是沒有差別的。而在另外的情形下，投資人明白參與一個新的承銷案將可能獲得超額報酬，此時便需要採取分配的方式，決定其是否能參與該案件。當投資銀行希望有很多的投资人參與承銷案時便容易發生這樣的情形，可能的原因除了投資銀行希望能獲得更完善的資訊外，亦可能是為了符合法規規範或公司治理等原因。

研究結果顯示，當廠商對於訂價正確性的需求較低時，會徵求相對較少的投資人參與承銷案，折價情形亦相對較輕微，預期的折價金額恰好抵銷投資者取得資訊時所花費的成本。但當廠商對於訂價正確性有強烈需求下，會徵求相對較多具有情報的投資人參與承銷案，預期的折價金額將會超過投資者蒐集資訊時花費的成本，此時具情報的投資人可賺取超額收益(economic rents)。

1.2 降低折價情形

承銷商可利用詢價圈購的裁量權，或是增加折價的幅度誘使投資人顯露私有資訊。然而，承銷商所擁有的裁量權亦可減少認購不足的問題，藉以降低承銷商和投資人的風險，降低折價情形。

Sherman(2002) 在相同的環境假設下，比較分別由詢價圈購與競價拍賣兩種承銷方式所建立的模型。對兩種方法而言，賣方的預期收益都等於預期股票售出價值減去獲取資訊的預期成本。即 IPO 售出股份的折價水準，恰巧足以補償投資人的評估成本。這兩個方法發行者的預期收益均相同，但有以下兩點差異：

- (1) 使用詢價圈購制度，其預期銷售股數比使用競價拍賣者高。因為詢價圈購制度中，承銷商可調整參與配售的投資者人數，並確保會有一定的配額。所以相較於競價拍賣，採用詢價圈購可降低認購不足的風險。由於平均而言，詢價圈購比競價拍賣售出更多股數，若假設取得資訊的成本相同下，採用詢價圈購的 IPO 預期收益亦會高於採用競價拍賣者。整體而言，發行者或投資者都可藉由詢價圈購制度降低其承擔的風險，導致較輕微的折價情形。
- (2) 詢價圈購制度使發行人或承銷商得以控制取得資訊時的支出，此外，由於折價的程度是基於投資人在評估 IPO 案件時的花費，詢價圈購制度使發行者更容易控制該案件的預期收益。此種控制權得以降低折價情形，或誘使投資人更仔細評估該案件的價值，進而產生更為精確的發行價格。

Benveniste and Spindt(1989)認為承銷商使用詢價圈購的方式，利用股份分配的自由裁量權，誘使投資者顯露其資訊，並降低平均的 IPO 折價，提高發行公司的收入。然而，投資銀行的訂價政策，將會影響投資人誠實揭露私有資訊的意願。當投資銀行無法藉由足夠的折價幅度，誘使投資人透露最有價值的資訊時，投資人會傾向保留己身擁有的資訊，最終會為了試圖降低發行的價格而低估 IPO 案件的價值。因此詢價制度中承銷商的裁量權是相當重要的，可以誘導資訊的產生。

Sherman and Titman (2002)指出，部分折價的金額可視為與購買IPO股份有關的報償，特別是處於競爭市場時，報償將會增加。當投資人取得資訊必須花費高

昂成本時，投資人會面臨道德危機的問題。因為他們知道IPO發行的價格將會根據所有蒐集到的資訊決定，若非選擇購買該投資人本身的訊息，投資人將不會顯露其所擁有的資訊，而選擇直接搭便車(free rider)享受別的投資人所提供的資訊。所以IPO必須有足夠的折價空間以解決前述搭便車的問題，並藉由折價誘使投資人透露資訊。

此外，由作者建立的模型，可得知以下的結果：

對於高度講求訂價正確性的廠商而言，會選擇增加參與承銷案的投資人數量，而此時折價情形會較為嚴重。這些廠商包括風險較高的公司、僅有少量股票在市面上交易的小公司、預計未來有大量資金需求的公司。此外，訂價的正確性對於營運情形容易受到IPO後股票價格波動度影響的公司而言，亦相當重要。若IPO後股票價格的波動度過大，將會導致此類型的公司流失顧客或難以吸引頂尖的員工，使公司整體營運情形下滑。這些公司為了要降低IPO後股票價格的波動度，將會願意支付更多的款項，以在IPO過程中獲得較好的價格發現效果。

此外，作者根據文章中的發現，提出他對於詢價圈購制度公平性的看法：部分國家為了保障小額投資人的權利，而增加一些規範—保留部分的股份予小額投資人。然而事實上，卻必須為這樣的限制規範付出代價，在公平性提升的同時，也使折價情形更為嚴重，進而增加了發行公司上市的成本。

第二節 機構法人在詢價圈購過程中的角色

在詢價圈購過程中，機構投資人扮演著相當重要的角色，其擁有私有資訊，能增加詢價圈購過程的資訊價值，進而發揮價格發現以及降低折價情形的功能。

2.1 機構投資人擁有資訊優勢

Chemmanur and Hu (2006)對於機構投資人在IPO過程中的資訊優勢與獲利性進行分析。作者利用1999年1月至2003年12月美國市場的資料，其中含括419個機構投資人所參與的909個IPO案件，作為研究樣本。分別針對機構在IPO配售時的模式與獲利性、機構在IPO之後出售股份的獲利性、以及機構在IPO後

對於長期績效表現的預測能力等構面進行探討。以下為本文之研究結果：

- (1) 機構投資人在IPO結束後一段時間內，仍會持續賣出大量股份，甚至超過IPO後立即售出的股票數。機構投資人在IPO後首兩個交易日出售的股數，僅佔IPO後一年內總售出股數的26.47%。而規模較大的機構投資人，由於背後有投資銀行的企業集團的支持，具有較高的議價能力，其出售股份的速度比規模小的機構投資人來得快。
- (2) 機構投資人意識到，在IPO後一年內出售所分配到的股票時，會”將大部分(96%)的錢留在桌子上”，亦即尚有獲利的空間。
- (3) 機構投資人在IPO後將股份出售的績效，比直接將IPO股份採行買入持有的投資策略(buy-and-hold strategy)的績效來得好，表示機構投資人在IPO過程中確實擁有私有資訊。IPO過程中，當外部人取得資訊的成本很高時，機構投資人比散戶投資人更具有資訊優勢。研究發現當存在高度資訊不對稱時，例如：公司成立期間較短、由名聲較差的投資銀行承銷者等情形下，機構投資人往往能藉由參與IPO獲得可觀的報酬。此外，較大型的機構比相對較小型的機構更能賺取利潤，代表較大型的機構在資訊產出方面享有規模經濟，較具有競爭優勢。
- (4) 機構投資人在IPO後數月內，仍具有預測長期績效的能力，儘管在控制了公開可取得資訊的影響下，仍具有此預測能力。雖然預測力會隨時間而日益降低，但研究顯示在三、四個月內仍具有預測能力，代表機構投資人儘管在IPO後仍享有資訊優勢。資訊產生成本愈高，機構投資人愈具有資訊優勢。但當IPO的公司的資訊有越來越多可經由公開取得時，機構投資人遂失去資訊優勢。

總體而言，機構投資人在IPO過程中確實比散戶投資人擁有顯著的資訊優勢，甚至儘管在IPO之後數個月內仍舊擁有殘餘的資訊價值，使他們得以參與較有獲利機會的IPO案件。此外，機構投資人瞭解售出IPO所配售到的股份可獲得顯著的異常報酬，並且通常可藉由參與IPO的過程獲得可觀的報償。

Ljungqvist and Wilhelm(2002)針對承銷商的自由裁量權對配售效率之影響進行探討，並觀察自由裁量權是否會損及發行公司的權益。作者使用 1990 年至 2000 年，含括 37 個國家，共計 1032 個 IPO 案件作為研究樣本。首先，作者發現平均而言，機構投資人所配售到的股數約略是散戶投資人的兩倍之多。並且無論在美國或世界各國，IPO 配售政策都會給予機構投資人較多好處。

作者透過實證研究得到以下結果：

- (1) 機構投資人藉由提供富含價值的資訊給承銷商，可獲得高於正常水準的配售股數。而機構投資人所配售到的數量，將和資訊產出的價值呈正比。亦即，對承銷商的配售裁量權加以限制，將導致機構投資人的配售數量減少，進而使得資訊產出下降，反而會增加訂價偏誤對發行公司所造成的間接發行成本。
- (2) 機構投資人所配售到的股數愈多，愈會導致發行價格偏離預詢的價格範圍。限制承銷商的裁量權，使得發行價格與由承銷商預先探詢機構投資人的需求所設定之價格區間的差距縮減，價格修正幅度較小。此現象間接表示，對裁量權加以限制的後果，將使得資訊產出減少。
- (3) 發行報酬率和資訊產出有直接的相關性，但和機構投資人配售到的股數呈負相關。由此可知，機構投資人分配到較多的股數，反而可降低折價的情形，進而使得發行報酬率降低。

由上述研究結果可知，承銷商透過自由裁量權誘使機構投資人提供私有資訊，可以使IPO的價格發現功能提升，並為發行公司減少了間接發行成本。

2.2 承銷商與機構投資人之合作關係

由於機構投資人在承銷商的事業版圖上扮演著相當重要的角色，而承銷商的配售決策，可能牽動未來和機構投資人之間的互動關係。承銷商和機構投資人之間的關係，是否會影響承銷商做出不一樣的配售決策，將是值得探討的議題。

首先將探討，為何承銷商與投資者之間的關係在 IPO 配售決策中是重要的因素：

1) 詢價圈購理論 (book-building theories)

詢價圈購利用折價作為投資者誠實顯露其私有資訊的報償。機構投資人藉由富含資訊的圈購價格，使承銷商在訂價與配售上更具效率。在這樣的前提下，承銷商以機構投資人作為經常性的客戶，藉由承諾經常性投資人能參與未來的承銷案件，能誘使其提供資訊，進而使承銷商降低 IPO 折價的情形。根據詢價圈購理論，承銷商和投資人間的合作關係使參與承銷案的各方皆得到好處。較低的折價情形能使發行公司降低發行成本，經常性的投資人可藉由多次參與承銷案獲得利益，而承銷商則可利用較好的資訊做出更準確的評估。不斷重複這樣的過程，使承銷商得以控制經常性的投資人，因為唯有當經常性的投資人過去所提供的資訊確實具有價值的情況下，承銷商才會給予投資人未來可獲得配售的好處。

2) 代理理論 (Agency theories)

IPO 折價的代理理論提出，發行公司和承銷商之間在 IPO 配售時，可能會產生利益上的衝突。因為承銷商透過折價提供好處給購買股份的投資人，但此好處卻使發行公司的發行成本上升。

由以上理論得知，儘管構成詢價圈購理論與代理理論的動機差異甚遠，但兩者都認為在新案件配售時會有特定族群的投資人受惠。

IPO 配售過程通常會給予大眾負面的印象，認為承銷商傾向以不公平的方式回饋特定的客戶，並忽視其他投資人的權益。然而，Benveniste and Spindt (1989) 首度提出，若偏袒的對象是消息靈通的投資人、或對 IPO 有較多見解的投資人之情況時，反而可以藉此提升配售的效率。由於機構投資人往往較具有資訊優勢，並會誠實的揭露其所擁有的資訊予承銷商，讓承銷商可藉由其提供的資訊增加訂價與配售的效率性，折價可視為給予機構投資人資訊蒐集成本的合理補償。

Binay and Pirinsky (2003) 利用1980年至2000年間美國IPO的資料，研究承銷

商和機構投資人在IPO案件中的關係。詢價圈購理論認為將經常參與案件的投資人列為主顧客，將有助於承銷商資訊蒐集的過程，並降低IPO折價的情形。延續詢價圈購理論，作者發現承銷商傾向於給予先前合作過的機構法人較多好處，並且承銷商會透過經常性參與的投資人所形成的廣大網絡，達到降低IPO折價的效果。經常參與案件的投資人提供承銷商訂價與配售上的協助，並會支援IPO後次級市場的銷售情形，所以承銷商會讓這些投資人有較多的機會參與折價較嚴重的案件，使其藉此獲利。而機構投資人與承銷商間的合作關係，能使承銷商訂價更有效率，使得發行公司得以降低折價情形。總體而言，無論是機構投資人、發行公司或承銷商，都可由這樣的合作關係中獲得好處。而當IPO案件為折價發行、規模較大、或是處於較有獲利機會產業時，以”關係”作為基礎的配售行為，更顯重要。

其次，作者將機構投資人分為五大類：銀行、保險公司、共同基金、投資顧問公司、退休基金，並檢視以關係作為配售基礎下，不同類型機構投資人的行為模式與IPO後的交易行為。作者發現機構投資人依類型的不同，在參與IPO案件時，會有不同的參與模式。其中投資顧問公司在新發行案件中，獲得最高比率的股份，其次為共同基金。此結果並不令人訝異，因為大部分的IPO案件都是由較小型、成立時間較短的公司所發行，銀行、保險公司與退休基金會避免將其納入至投資組合中。雖然投資顧問公司是參與率最高的機構投資人，但和承銷商之間的關係卻是最薄弱的，並且在IPO後會強烈地傾向於減少持股。另一方面，共同基金和承銷商之間的關係最為強烈，並在IPO後保持很高的持股穩定性（僅次於退休基金）。

由上述文獻可知，承銷商藉由提供富含資訊的投資人或經常性投資人好處，可增加訂價與配售的效率性，整體而言，對於IPO過程的影響是正面的。

第三節 詢價圈購所衍生的公平性問題

採用詢價圈購制度下，承銷商有絕對的股份裁量權，與承銷商關係友好的投資人自然優先得利，延伸出公平性的問題。其中，IPO折價的代理理論指出，發行公司與承銷商可能在IPO時產生利益衝突的問題。以下將分別從發行公司以及散戶投資人的角度，探討詢價圈購所衍生的公平性問題。

3.1 以發行公司的角度而言

先前所提及之詢價圈購理論，係以折價作為投資人提供資訊的補償方式，亦即認為承銷商所擁有的裁量權對於承銷效率的影響皆是正面的。然而，承銷商卻可能濫用裁量權，而使發行公司遭受損失。

Loughran and Ritter(2002)的承銷商與發行公司利益衝突主張指出，使用詢價圈購制度進行承銷，承銷商通常可能會希望折價高一點，並以之分配股票給對其本身有利的客戶，並不會完全從發行公司的角度去衡量。亦即在詢價圈購過程中，承銷商可能濫用自由裁量權而使發行公司承擔較高的發行成本。

作者以代理問題的角度解釋IPO折價發行的原因。基於決策者和其他IPO之前股東之間的利益衝突，文中提出「賄賂假說(corruption hypothesis)」的概念。此處所謂的決策者，係指有權力決定主辦承銷商者，此決策者通常是發行公司的管理階層，若發行公司是由創投進行集資者，決策者則為創投的主要合夥人。而IPO之前的股東，係指除決策者之外的次要股東，或是創投中其他的合夥人。賄賂假說指出，決策者為了使自己能獲得額外的收益，會傾向於選擇在過去承銷記錄中較常折價發行的承銷商，而罔顧發行公司的整體利益。

除了發行公司決策者可能協同承銷商對公司產生不良的影響外，過去具有良好合作關係或預期未來對承銷商有利的投資人，亦可能誘使承銷商提升折價空間，進而損及發行公司的權益。承銷商為發行公司和投資人之間的媒介，若承銷商能同時獲得由發行公司和投資人所提供的報酬，便使承銷商有誘因建議發行公司採取較低的發行價格，以為自身牟利。承銷商通常依據該投資者過去或者未來所能提供的佣金基礎，選擇配售予對己身有利的投資人。而投資人之所以會願意給予佣金，則是因為他們瞭解在IPO過程中能賺取額外的收益。在這樣的前提下，將會誘使承銷商增加折價的幅度，並優先配售股份予對己身有利的投資人，此舉可能會傷害發行公司的權益。

3.2 以散戶投資人的角度而言

詢價圈購制度較為人詬病之處，除了先前提及可能會對發行公司的權益產生

不良的影響外，是否在顧及市場效率下仍能兼顧散戶投資人的權益，也是值得關注的焦點。

Huyghebaert and Hulle (2006)認為在詢價圈購過程中，機構投資人扮演了相當重要的角色，但機構投資人通常會藉由提供資訊而獲得大量的 IPO 股份。而承銷商會傾向給予身為自己顧客的機構投資人好處，進而忽略了散戶投資人的權益。這樣的情形，將會導致散戶投資人以及目前並非承銷商現有顧客的機構投資人，在 IPO 中的利益逐漸縮減，將使得發行公司公開發行時股東規模縮小。

承銷商可能會利用其在 IPO 過程中的自由裁量權，有效地獲取資訊，但有時他們的配售決策卻是為了鞏固自身的利益。特別是當案件出現超額認購情形時，亦即承銷量的需求大於供給時，承銷商為了公司未來的營運發展，將會傾向於分配股份予未來有合作機會者，此時機構投資人較易受到青睞，而忽略小額散戶投資人的權益。基於公平性的考量，世界各國傾向於限制承銷商的自由裁量權，規定承銷商必須在 IPO 前預先分配部分的股份給散戶投資人，即變相抑止了所能配售予機構投資人的股數。此舉可降低投資銀行和發行公司間的代理問題，並能提高市場公平性、增加 IPO 後股票的流動性。

Aggarwal, Prabhala and Puri (2002)透過實證結果發現，機構投資人對於 IPO 過程的貢獻程度和配售的股數呈正比，代表承銷商確實有藉由分配較多的股數給機構投資人，以獲取具有價值的資訊。但作者也發現機構投資人實際上獲取配售的股數中，並非全部的股數可藉由資訊蒐集的角度解釋之，表示機構投資人仍獲取了超過他們貢獻程度的補償。而這樣的結果，將會壓縮到散戶投資人可被分配到的股數，產生公平性的質疑。

由上可知，詢價圈購過程中引進機構投資人固然能提升市場效率，但其可能延伸的公平性問題值得關注。如何在效率性與公平性中取捨，將是探討詢價圈購制度相當重要的課題。目前詢價圈購搭配公開申購的方式似乎已成為市場的主流，然而法規對專業投資機構不得超過承銷商分配銷售額，不但限制了詢價圈購的比例，同時更進一步限制了機構法人在詢價圈購所能扮演的角色。究竟詢價圈購法規在公平性與效率性的權衡下應如何取捨？實是承銷實務上重要的問題。

第五章 實證研究與結果

為瞭解我國詢價圈購發行價格訂定以及圈購與配售情形，本文將以實際數據進行實證研究。本章共分為三節，第一節是說明本研究的資料來源與樣本選取原則，第二節為變數定義，最後一節為根據前述資料與方法所獲得之研究結果。

第一節 資料來源與樣本選取

本研究以國內數家券商所提供之匿名資料作為研究樣本，選取之樣本為全部採詢價圈購或部分採詢價圈購（搭配公開申購）方式，且發行性質僅限於普通股初次上市（櫃）者。資料的期間為民國 93 年 5 月初至民國 96 年 5 月底，共計 66 個樣本

本研究之資料期間，歷經數次修改承銷法規之過程，故將案件數依法規分界統計之：

- ◆ 自民國 94 年起申請初次上市櫃案件者，採行過額配售機制，共計 44 個案件。
- ◆ 民國 94 年之前申請初次上市櫃案件者，券商得自行認購部分股份，共計 22 個案件。
- ◆ 自民國 93 年起申請初次上市櫃案件者，採行 50% 詢價圈購與 50% 公開申購，共計 22 件；民國 94 年起申請者，可全數採詢價圈購，共計 9 件；民國 95 年起申請者，採彈性公開申購比例，共計 12 件。

第二節 變數定義

本章中所使用之變數定義如表 7 所示，其中 Panel A 為由各案件總和數據求得之 IPO 變數與詢價圈購變數。Panel B 為由 IPO 案件中每一筆投資人的圈購與實際分配到的數量和價格計算而得。

表 7 變數定義

Panel A 由各案件總和數據求得

變數名稱	定義
IPO 金額	發行價格乘以配售股數。
占總發行比率(%)	該案件股票發行張數占所有案件總發行股數之比率。
Range <方法 1>	定價 - [(價格上限 + 價格下限) / 2] 若值為 0，代表發行價格為圈購價格範圍的平均值； 大於 (小於) 0 則代表其發行價格高於 (低於) 平均值。
Range <方法 2>	(定價 - 價格下限) / (價格上限 - 價格下限) 若值為 1，代表發行價格為價格範圍的上限；若值為 0，代表發行價格為價格範圍的下限。
法人圈購比率(%)	總圈購股數中法人圈購之比率。
自然人圈購比率 (%)	總圈購股數中自然人圈購之比率。
法人配售比率(%)	總配售股數中配售予法人之比率。
自然人配售比率 (%)	總配售股數中配售予自然人之比率。
Oversub	總圈購股數 / 總配售股數。
圈購價格標準差	所有圈購價格之標準差。

Panel B 由各案件中之圈購報價求得 (分為總和、法人、自然人三類)

變數名稱	定義
Raw rationing	配售數量 / 圈購數量
Percentage bid	圈購數量 / 總圈購數量
Percentage allocation	配售數量 / 總配售數量
Normalized rationing	Percentage allocation / Percentage bid
Price rationing	配售價格 / 圈購價格
圈購價格於 range 的比率	(圈購價格 - 價格下限) / (價格上限 - 價格下限) 若值為 1，代表圈購價格為價格上限；若值為 0，代表圈購價格為價格下限。

第三節 實證結果

以下將根據上述之資料，進行敘述統計分析，以期能瞭解我國詢價圈購發行價格訂定以及圈購與配售情形。分別將針對 IPO 變數、詢價圈購變數進行分析，並將分析法人與自然人在定價與配售行為上之差異。

3.1 IPO 變數

此部分針對所有案件之 IPO 變數進行敘述統計分析，其結果如表 8 所示，其中 Panel A 為 IPO 基本變數，而 Panel B 則為相關法規限制之變數。

- ◆ 由「占總 IPO 金額比率」與「占總發行比率」窺知研究樣本的案件規模，其中 IPO 金額係指該案件之發行價格乘以配售股數，占總 IPO 金額比率為該案件相對於其他樣本之發行規模；占總發行比率則為該案件股票發行張數占所有案件總發行股數之比率。

由占總 IPO 金額比率可發現，案件的平均規模為 1.52%，中位數為 0.64%，案件規模多在 0.24% 至 3.33% 之間，僅有 5% 的 IPO 金額超過 3.33%，但最大值為 28.76%，代表僅有極少數的案件 IPO 金額較大，其餘案件規模較小。而從占總發行比率亦可獲得相似之結果：整體而言，發行比率的平均數為 1.67%，中位數為 0.90%，表示大部分案件的規模都在 0.47% 至 3.53% 之間。僅有 5% 的公司發行量占總發行比率超過 3.53%，代表除了少數幾間公司發行量較大，其餘案件規模均較小且較為平均。

- ◆ 藉由兩種價格區間(Range)的求算方式，瞭解最終發行價格落於圈購價格範圍的位置。第一種價格區間(Range 1)之定義為： $\text{定價} - [(\text{價格上限} + \text{價格下限}) / 2]$ 。若值為 0，代表發行價格為圈購價格範圍的平均值；大於（小於）0 則代表其發行價格高於（低於）平均值。而第二種價格區間(Range 2)之定義為： $(\text{定價} - \text{價格下限}) / (\text{價格上限} - \text{價格下限})$ 。若值為 1，代表發行價格為價格範圍的上限；若值為 0，代表發行價格為價格範圍的下限。

由第一種計算方式求得之平均值為-0.28，由第二種計算方式求得之平均值為

0.46，表示發行價格皆略低於價格範圍的平均值。兩種不同的計算方式求得之中位數分別為 0.00 與 0.50，代表多數公司最終的發行價格恰為價格範圍的平均值。整體而言由兩種不同的計算方式所求得的结果差異不大。

- ◆ 利用超額認購(Oversubscription)可得知該案件之供需情形，其計算方式為該案件之總圈購股數除以總配售股數，亦即為投資人對該案件股數的需求相對於實際 IPO 發行的比率。

平均而言，超額認購數值為 4.63，中位數為 3.58，代表投資人之圈購股數約略為實際配售股數的四倍之多。最熱門的案件時，超額認購的情形為 29.51，此時多數人的需求無法被滿足；最冷門的案件時，超額認購為 1.00，此時所有投資人皆可獲得其預期的股數。整體而言，投資人實際配售到的股數低於圈購時的需求量。

3.2 詢價圈購變數

此部分針對所有案件之詢價圈購變數進行資料分析，並將資料依投資人類型區分為法人和自然人兩類，以對法人與自然人之圈購和配售情形進行比較。其結果如表 9 所示，其中 Panel A 為圈購相關變數，而 Panel B 則為配售相關變數。

- ◆ 案件的圈購筆數，即為參與該案件的圈購人數，法人之平均值為 28 筆，自然人的平均值為 261 筆；法人之中位數為 15 筆，自然人之中位數為 164 筆；圈購人數最多的案件，法人的圈購筆數為 364 筆，自然人則高達 2879 筆；而參與率最低時，不同案件皆有出現法人或自然人無人參與圈購的情形。由以上結果可知，我國參與詢價圈購 IPO 承銷案之投資人，仍舊以散戶投資人為大宗。

由法人與自然人的圈購比率其配售比率進行比較，發現平均而言，總圈購比率中 28.45% 為法人所圈購，70.57% 為自然人所圈購；然而最終配售總股數中，平均 35.99% 的股份配售予法人，64.56% 配售予自然人。無論由圈購比率或配售比率來看，自然人皆佔較高比率的股數。探其原因，主要為我國之資本市場結構係以散戶投資人為主，自然參與圈購之自然人比率較高，加上

法規對於股權分散之要求，與維護散戶投資人公平性之相關規範下，使得自然人配售比率亦較高。

3.3 法人與自然人在定價與配售上之差異

此部分由 IPO 案件中每一筆投資人的圈購與實際分配到的數量和價格計算而得，主要用來衡量訂價與配售的合理性。並將變數分類為總和、法人、自然人三部分，藉以比較法人與自然人在圈購與配售行為上之差異。其結果如表 10 所示，其中 Panel A 為定價行為上之差異，而 Panel B 則為配售行為上之差異。

3.3.A 定價行為之差異

- ◆ Price rationing 的定義為每一筆配售價格除以每一筆圈購價格，若此比率越接近 1，代表實際配售價格越接近先前圈購的價格，反之則二價格間差異越大。全部樣本的投資人之平均 Price rationing 為 96.47%，法人為 96.65%，自然人為 96.38%。代表平均而言，法人所圈購的價格比自然人接近實際配售價格，但並無明顯的差異。
- ◆ 圈購價格於 range 的比率之計算方式為： $(\text{圈購價格} - \text{價格下限}) / (\text{價格上限} - \text{價格下限})$ 。若值為 1，代表圈購價格為價格範圍的上限；若值為 0，代表圈購價格為價格範圍的下限。以所有投資人做為樣本時，其平均圈購價格於 range 的比率為 72.80%，法人為 71.83%，自然人為 73.94%；三者之中位數分別為 83.54%、85.29%、81.95%。代表整體而言，圈購價格多高於價格範圍的平均值，但低於價格上限。平均而言，自然人圈購的價格較接近價格上限，但法人較容易出現恰為價格上限的圈購價格。
- ◆ 圈購價格標準差為所有圈購價格所求算出之標準差，可用以檢視投資人對於預期價格之分歧度。所有投資人的平均圈購價格標準差為 1.31，法人為 0.98，自然人為 1.32；三者之中位數分別為 0.99、0.67、1.00。由上述結果可知，自然人的圈購價格標準差較大，表示不同的自然人間對未來發行價格的預期較為分歧。代表自然人可能在圈購時擁有較少的定價資訊，且較易出現雜訊交易情形，對價格決定能力較差。

3.3.B 配售行為之差異

- ◆ Percentage bid 的定義為每一筆投資人圈購數量除以 IPO 個案的總圈購數量。Percentage allocation 的定義為每一筆投資人配售數量除以 IPO 個案的總配售數量。這兩個變數可分別用以衡量每一筆圈購或配售的數量佔總圈購或配售數量的比率。實證結果顯示，整體投資人之平均 Percentage bid 為 2.15%、法人為 4.01%、自然人為 1.63%；整體投資人之平均 Percentage allocation 為 2.15%、法人為 4.90%、自然人為 1.56%。平均而言，單一法人的圈購股數與實際配售股數皆比單一自然人來得高。
- ◆ Raw rationing 的定義為每一筆配售數量除以每一筆圈購數量。而 Normalized rationing 則是經過標準化的過程，其定義為 Percentage allocation 除以 Percentage bid。上述二變數皆可衡量配售數量相對於圈購數量的比率。整體投資人之平均 Raw rationing 為 54.51%、法人為 50.85%、自然人為 55.02%；整體投資人之平均 Normalized rationing 為 170.62、法人為 162.30、自然人為 175.04。由上述結果可知，無論是否經過標準化，自然人的配售數量相對於圈購數量比率皆高於法人，代表券商並無分配較高比例股份予法人的傾向。

表 8 IPO 變數

此表針對所有案件之 IPO 變數進行敘述統計分析，以下為變數之定義：

IPO 金額：發行價格乘以配售股數。

Range 1 的計算方式為：定價－[(價格上限－價格下限)／2]。若值為 0，代表發行價格為圈購價格範圍的平均值；大於（小於）0 則代表其發行價格高於（低於）平均值。

Range 2 計算方式為：(定價－價格下限)／(價格上限－價格下限)。若值為 1，代表發行價格為價格範圍的上限；若值為 0，代表發行價格為價格範圍的下限。

Oversub：總圈購股數除以總配售股數。

Panel A IPO 基本變數

	IPO 金額	占總 IPO 金額比率 (%)	發行股數 (仟股)	占總發行 股數比率 (%)	Range <方法 1>	Range <方法 2>	Oversub
Max	8,200,000,000	28.76	200000	34.36	5.00	1.00	29.51
95%	947,953,500	3.33	16490	3.53	2.88	1.00	10.41
75%	400,154,250	1.40	7886	1.45	0.50	0.60	5.73
Mean	431,941,060	1.52	9700.3667	1.67	-0.28	0.46	4.63
25%	105,301,000	0.37	4017	0.68	-1.00	0.26	1.61
5%	67,530,750	0.24	2759.85	0.47	-4.63	0.00	1.09
Min	53,963,000	0.19	2014	0.35	-10.00	-0.13	1.00
Median	183,352,500	0.64	5229	0.90	0.00	0.50	3.58

Panel B 相關法規限制之變數

	自行認購比率 ²⁹ (%)	過額配售比率 ³⁰ (%)	詢價圈購比率 ³¹ (%)
Max	50	15	100
95%	48.75	15	100
75%	25	15	90
Mean	21.18	13.76	75.45
25%	10	15	50
5%	10	10	50
Min	10	4.45	50
Median	22.5	15	90

²⁹自民國 94 年起申請初次上市櫃案件者，採行過額配售機制，共計 44 個案件。

³⁰民國 94 年之前申請初次上市櫃案件者，券商得自行認購部分股份，共計 22 個案件。

³¹自民國 93 年起申請初次上市櫃案件者，採行 50%詢價圈購與 50%公開申購，共計 22 件；民國 94 年起申請者，可全數採詢價圈購，共計 9 件；民國 95 年起申請者，採彈性公開申購比例，共計 12 件。

表 9 詢價圈購變數

此表針對所有案件之詢價圈購變數進行資料分析，並將資料依投資人類型區分為法人和自然人兩類，以對法人與自然人之圈購和配售情形進行比較。

Panel A 圈購相關變數

	法人			自然人		
	圈購金額	圈購筆數	圈購比率 (%)	圈購金額	圈購筆數	圈購比率 (%)
Max	31,682,955,000	364	100.00	27,846,476,000	2879	100.00
95%	2,178,851,750	87	65.42	9,159,236,000	674	100.00
75%	398,221,000	33	38.15	918,840,000	290	87.41
Mean	1,027,949,848	28	28.45	1,668,331,364	261	70.57
25%	22,098,750	3	12.36	88,329,000	52	60.35
5%	0	0	0.00	18,738,000	9	26.30
Min	0	0	0.00	0	0	0.00
Median	104,132,500	15	28.04	253,056,500	164	70.31

Panel B 配售相關變數

	法人		自然人	
	配售金額	配售比率 (%)	配售金額	配售比率 (%)
Max	6,593,661,000	100.00	1,205,064,000	100.00
95%	543,181,500	80.18	473,178,000	100.00
75%	105,897,000	51.32	194,645,500	83.41
Mean	203,286,038	35.99	163,093,533	64.56
25%	14,952,500	16.59	37,453,750	50.93
5%	0	0.00	12,410,000	19.82
Min	0	0.00	0	0.00
Median	43,257,500	36.14	81,613,500	63.86

表 10 法人與自然人在定價與配售上之差異

此表由 IPO 案件中每一筆投資人的圈購與實際分配到數量和價格計算而得，主要用來衡量訂價與配售的合理性。並將變數分類為總和、法人、自然人三部分，藉以比較法人與自然人在圈購與配售行為上之差異。

Panel A 法人與自然人在定價行為上之差異

變數定義

Price rationing：配售價格／圈購價格。

圈購價格於 range 的比率：(圈購價格－價格下限)／(價格上限－價格下限)。若值為 1，代表圈購價格為價格上限；若值為 0，代表圈購價格為價格下限。

圈購價格標準差：所有圈購價格之標準差。

	總和			法人			自然人		
	Price rationing (%)	圈購價格於 range 的比率 (%)	圈購價格標準差	Price rationing (%)	圈購價格於 range 的比率 (%)	圈購價格標準差	Price rationing (%)	圈購價格於 range 的比率 (%)	圈購價格標準差
Max	104.47	99.55	7.46	107.41	100.00	6.65	104.47	99.73	7.52
95%	101.60	97.82	3.93	100.86	100.00	3.48	101.59	97.82	3.85
75%	100.00	91.86	1.47	100.00	94.44	1.23	100.00	91.81	1.47
Mean	96.47	72.80	1.31	96.65	71.83	0.98	96.38	73.94	1.32
25%	93.64	59.73	0.61	94.67	59.38	0.00	93.65	61.64	0.58
5%	89.42	19.38	0.20	89.06	0.00	0.00	89.68	30.61	0.16
Min	77.83	0.00	0.00	76.87	0.00	0.00	77.91	0.00	0.00
Median	97.46	83.54	0.99	97.55	85.29	0.67	97.25	81.95	1.00

Panel B 法人與自然人在配售行為上之差異

變數定義

Raw rationing：配售數量／圈購數量。

Percentage bid：圈購數量／總圈購數量。

Percentage allocation：配售數量／總配售數量。

Normalized rationing：Percentage allocation／Percentage bid。

	總和				法人				自然人			
	Raw rationing (%)	Percentage bid (%)	Percentage allocation (%)	Normalized rationing	Raw rationing (%)	Percentage bid (%)	Percentage allocation (%)	Normalized rationing	Raw rationing (%)	Percentage bid (%)	Percentage allocation (%)	Normalized rationing
Max	100.00	12.50	12.50	408.23	100.00	33.20	33.33	376.84	100.00	12.00	11.14	490.74
95%	94.97	9.77	9.77	331.49	100.00	12.50	17.19	315.02	97.49	8.73	8.51	343.81
75%	75.78	1.87	1.87	212.71	72.23	5.52	6.05	184.31	77.88	1.52	1.37	217.37
Mean	54.51	2.15	2.15	170.62	50.85	4.01	4.90	162.30	55.02	1.63	1.56	175.04
25%	34.29	0.33	0.32	107.23	28.25	0.88	0.89	106.31	34.67	0.25	0.22	104.68
5%	15.41	0.14	0.14	87.68	13.49	0.28	0.39	74.52	14.35	0.13	0.09	82.00
Min	10.11	0.03	0.03	42.52	8.75	0.13	0.20	62.26	8.57	0.02	0.00	35.95
Median	52.10	0.56	0.56	158.80	42.40	1.36	1.88	153.97	52.72	0.44	0.35	160.76

第陸章 結論與建議

承銷制度經過各時期之發展變革，除肩負階段性之市場任務外，並藉由歷次修正，使我國與國際間主要之資本市場差距減小。惟我國目前施行之承銷制度在配售對象之選擇、承銷價格之決定、及大股東利益間，是否能合乎公平公正之市場均衡原則？目前之配售制度能否在兼顧承銷商的專業功能及自律精神之下，使承銷商得以發揮配售自主性？本章首先將探討我國現行配售制度所面臨之問題，爾後擬以學理建議方向並參酌各先進國家之規範，探討如何均衡機構投資人所提供對價格發現之資訊價值與散戶投資人之權益，及如何兼顧市場的效率與公平性，對我國現行制度提出檢討及建議改善之淺見，以供未來修正參考之方向。

第一節 我國目前施行之配售制度所面臨之問題

我國現行的「再行銷售辦法」，嚴加規範發行公司內部人不得為配售對象之限制，期能保障散戶投資人權益、避免內線交易的發生、與維護配售的公平性。然詢價圈購過程中，相關的配售限制是否過於嚴謹？引進機構法人是否在增進效率的同時，亦能兼顧散戶投資人的公平性？現有的法規是否規範了禁止配售之對象，相對也限制了詢價圈購之功能，與機構法人在詢價圈購所能扮演的角色，增加了承銷過程的複雜度。

國外相關文獻曾提出詢價圈購理論，指出當承銷商使用詢價圈購的方式時，可利用股份分配的自由裁量權，誘使投資者顯露其資訊，不但可使承銷商訂價過程更有效率，更能降低 IPO 平均折價幅度，及發行公司所需承擔之訂價錯誤成本，使發行公司的收入增加。以學理的角度來看，引進機構法人參與詢價圈購承銷的過程，乃利用法人所提供的資訊內涵價值，以提升資訊效率，並強化價格發現的功能，期望能在不損及配售及訂價公平性的前提下，藉由詢價圈購制度中法人參與承銷過程之角色，強化發行市場的效率性。

「再行銷售辦法」第 27 條之一、36 條及第 43 條之一之對象及數量之限制，主要為避免配售結果過於集中有欠公允，惟是否能確實對欲規範之行為產生約束力？以下將分別就發行公司及承銷商的角度，探討此法規之影響層面。

1. 初次上市(櫃)公司依前述配售對象及數量之限制，就發行公司之角度，對其

經營所形成的影響因素，包含³²：

- (1) 限制採權益法評價之投資者及發行公司之董事、監察人不得認購，不利於發行公司導入長期持股之穩定資金，且稀釋該等人員之原持股比例，我國證券交易法第 26 條規定，董事及監察人需符合最低持股成數之規範，該等人員若為降低持股比率被稀釋之不利影響，多採取經次級市場以市價買進股份之決策，除需付出較高成本外，且需避開證交法第 157 條有關歸入權之適用。
 - (2) 未能合法於初次上市(櫃)認購新股，常使公司內部人透過迂迴方式以合法身份參與配售，突破配售限制，其認購過程反倒轉向「檯面下」，使認購資訊更不具透明度。
 - (3) 如發行公司擬於該次發行新股引進策略性投資人認購，我國目前施行之單一圈購人數量限制，為不得超過該次對外公開銷售部分之百分之十。以現行海外籌資案件，策略性投資人得以超過百分之十之認購數額，鉅額認購所發行有價證券，而達到純財務性投資、或策略聯盟目的。此點限制，對引進重要投資夥伴，及與國際習慣接軌，沒有任何好處。
2. 初次上市(櫃)案件依前述配售對象及數量之限制，對於承銷商在詢價圈購作業時的影響，包含：

(1) 合理性

我國對於配售對象之規範除正面表列可配售身分者外，如其身分為拒絕配售者，則以法規直接禁止，無其他例外管理方式。相較香港、新加坡對配售予初次上市(櫃)公司之內部人或承銷團成員，均以公開揭露為原則，我國之規範甚為嚴謹。

此外，我國仿效美國 NASD 之草案規範，對與發行公司有承銷業務往來或預計有承銷業務往來之公司得予在 20% 內予以配售，但不得配售給該等公司之董、監及高階主管。此項草案在美國仍未成為正式條文，主要起因於各方不同的意見，部份專業機構認為此項草案對杜絕配售亂象有極

³²此段節錄自證券商業同業公會「針對是否開放配售予策略性投資人及關係人配售限制規定之研議結論」

大的警示效用；亦有部分機構認為，禁止配售給該等公司之董事及高階主管，是刻意忽略這些對象其實具備足夠的專業知識來判別一個好的發行標的，且配售給已取得委託進行投資銀行業務之公司董事及高階經理人，並無任何證據可證明此為一種回饋機制，也沒有任何證據可證明，取得一發行公司之投資銀行業務是因為事前曾配售給該公司董事及高階經理人，由此可見此規範之兩極意見。

(2) 價格發現功能

根據「再行銷售辦法」第 35 條，針對可受理詢價圈購之對象，正面表列得參與者，並鼓勵機構投資人發揮其專業功能。我國初次上市(櫃)案件之承銷配售作業，採取預詢制度，承銷商在辦理詢價圈購前，先行舉辦一至二場小型價格發現座談會，邀請主要法人或專業投資人參與，透過彼此之互動，瞭解其投資意願及對合理投資價格之看法，並填具對價格及數量之需求。其參考因素除與櫃市場之交易價格外，同時參酌市場專業機構之研究報告，經詢價圈購作業後，依收取之圈購結果，由承銷商與發行公司議定掛牌價格。承銷商如能掌握配售通路，並居間建立發行公司與機構投資人之溝通橋樑，經過彼此之良性互動，對訂定合理價格之掌握度較高，此價格亦為一般市場投資大眾之參考指標。

然「再行銷售辦法」第 43 條之一第一項第三款，將承銷商所屬金融控股公司及該金融控股公司之子公司列為禁止配售對象。此法規雖然能減少特定機構投資人圖利的機會，且鞏固了配售之公平性，然而近年來國內金融機構朝大型化發展，多家大型券商均隸屬金控轄下，因此也相對排除了部分具規模之機構投資人參與價格發現之功能。

(3) 公平性

我國現行法規限制發行公司之內部人及承銷商之關係人不得參與初次上市(櫃)之新股配售，係為了避免該等人員利用資訊優勢而對訂價產生扭曲，故禁止其認購對全體投資人較具公平性。惟前述受限制之對象應擴及之範圍，似有討論空間。

初次上市(櫃)採行詢價圈購方式，主要目的乃為引進機構投資人，以提升市場效率，但其可能延伸的公平性問題值得關注。在詢價圈購之實務

運作中，承銷商擁有廣大的配售通路，惟當承銷量的需求大於供給時，如何決定配售客戶與分配股份數量以兼顧公平性，確實造成承銷商之兩難。承銷商傾向於分配 IPO 股份予未來有合作機會者，此時機構投資人較易受到青睞，與承銷商無良好關係的散戶投資人將無法有機會參與認購。實務上，並非所有案件均以分配給機構投資人為主要，部分案件為達到主管機關所訂之股權分散標準，亦需適度分配予散戶投資人。此外，我國目前施行之法規對公眾需求量大之案件，尚仿效香港彈性提高公開申購之比率上限達 30%，已經力求在公允性上取得均衡。

此外由前述章節之實證結果可知，平均而言在參與承銷案件時，散戶投資人無論是圈購比率或是實際配售比率皆比機構投資人來得高。究其原因，主要是我國資本市場結構係以散戶投資人為主，加上欲配合現行法規對股權分散之規定，實務上並不會特別傾向將股份配售予機構投資人。

(4) 配售彈性、配售效率及前瞻性

近年來，政府鼓勵券商應努力朝投資銀行的專業邁進，國內金融機構應朝大型化發展，目前多家大型券商均隸屬金融控股公司轄下，然「再行銷售辦法」第 43 條之一，規範初次上市（櫃）案件不得配售予承銷商本身所屬之金融控股公司及該金融控股公司之其他子公司，此一規範將大幅限制券商配售作業之彈性。

此外，「再行銷售辦法」第 27 條之一條對單一圈購人之數量限制，雖然能減少承銷商圖利特定投資人之機會，但對於擬引進策略投資夥伴者，在配售作業上較不具彈性，且較難與國際趨勢潮流接軌。而前述禁止配售予有承銷業務往來或預計有承銷業務往來公司之董事及高階經理人之規範，亦限制了配售彈性。

(5) 實際可執行性

「再行銷售辦法」第 36 條第 1 項第 3、7、8 款禁止配售對象擴及二親等親屬，雖然此規範得以防止內線交易情形，以鞏固整體投資大眾之權益，但此等禁止配售對象之訂定在實務執行上並不容易落實。此外第 8 款禁止配售予承銷團之董事、監察人、受僱人及其配偶、二親等親屬，在實務上亦不易確實執行。根據先前和國內數家券商訪談的結果，多數券商

已針對此法規建立完整的員工親屬資料庫，但由於承銷團券商受僱員工人數眾多，二親等親屬範圍廣大，員工是否能即時且誠實地揭露二等親屬更新的狀態，實為券商在運行時所遭遇之難題。此外，我國對配售對象是否符合圈購人身分之責任，要求由券商取具聲明書，承銷商進行配售作業時就圈購人身份之查核實屬不易，亦有執行之困難。

再者第 43 條之一第 1 項第 5 款提及與發行公司、承銷商具實質關係者，其查核責任若歸屬承銷商，實有其判定之困難，亦或應為配售對象本身，而該配售對象本身應如何判定此款實質關係之認定？另如前所述，承銷商取具聲明書，對能否確定其符合圈購人身分之查核責任，可執行性實屬不易。

第二節 學理建議方向

詢價圈購相關文獻中，學者針對自由裁量權對配售效率的影響，以及引進機構投資人後對整體市場效率性的影響提出看法，同時也提及其可能延伸的公平性問題：

(1) 詢價圈購賦予承銷商的裁量權能增進配售效率

Cornelli and Goldreich(2001)與 Sherman and Titman(2002)皆認為詢價圈購制度賦予承銷商股價訂定及股票分配的裁量權，提供投資者一些價格風險及資訊蒐集成本的補償，因此較不易產生認購不足的問題。所以詢價圈購是目前學理上公認最具配售效率的承銷方式。Benveniste and Spindt(1989)與 Sherman(2002)提出承銷商可透過自由裁量權，誘使機構投資者顯露其擁有的私有資訊，降低折價的情形。

(2) 機構法人在詢價圈購過程中扮演重要的角色

Chemmanur and Hu (2006)認為在詢價圈購過程中，機構投資人扮演著相當重要的角色，其擁有私有資訊，能增加詢價圈購過程的資訊價值。Binay and Pirinsky (2003)與 Ljungqvist and Wilhelm(2002)指出，在承銷過程中引進機構投資人，往往能透過機構投資人所提供的資訊，使 IPO 訂價更確實反映市場需求，降低發行公司所需承擔之訂價錯誤成本，進而提升市場效率。

(3) 詢價圈購所衍生的公平性問題

Loughran and Ritter(2002)從發行公司的角度探討詢價圈購制度的公平性問題，作者認為承銷商可能會希望折價高一點，並以之分配股票給對其本身有利的客戶，並不會完全從發行公司的角度去衡量。Huyghebaert and Hulle (2006)則以散戶投資人的角度審視詢價圈購制度的公平性問題，文中指出特別是當承銷量的需求大於供給時，承銷商傾向於分配股份予未來有合作機會者，此時機構投資人較易受到青睞。

由上述文獻中可知，縱然詢價圈購制度可能產生公平上的疑慮，但多數文獻仍對於詢價圈購制度能提升整體市場的效益保持正面的評價。有關公平性的疑慮方面，可透過提高公開申購之比率，以盡量考慮散戶的需求，以期在公允性上取得均衡。就學理的角度而言，若能賦予承銷商自由裁量的空間，使其得以落實詢價圈購制度中時價發行與健全配售效率的功能，將可增進市場效率。然我國目前法規對於配售對象與數量上設有諸多限制，限制了承銷商行使自由裁量權的空間，使詢價圈購制度無法確實發揮其所產生之附加價值。而藉由大量引進機構投資人參與承銷案，亦可增進訂價與配售的效率性。然而法規對專業投資機構不得超過承銷商分配銷售額，不但限制了詢價圈購的比例，同時更進一步限制了機構法人在詢價圈購所能扮演的角色。

第三節 各國趨勢

依本文前述章節所簡介各國之配售制度，及與配售實務相關之對象及數量的限制可發現，香港、新加坡與我國之規範架構相近，明確載明擬規範的對象，如發行公司之內部人或承銷團之關係人；而美國、日本及大陸則著重於整體普遍性規範，除著重券商之自律行為，也有較多的行政裁量空間。

(1) 配售規範較具彈性

以香港、新加坡之法規與我國相較，所採取的規範程度存有落差，香港對發行公司之董事或現有股東及其聯繫人，在符合無優惠條件認購擬上市股份且符合公眾最低持股規定，即達到股權分散標準，則可於事前簽訂聲明書並經香港交易所同意後認購。新加坡之上市準則亦針對董事、主要股東及其關係人提出認購之規範，但非採禁止方式，而是要求於證券上市

前，對外公開揭露其認購之事實，及於銷售過程中所獲得之個別累積或預計產生之利益。雖然香港與新加坡相較於我國以外的其他國家而言，對於配售對象設有較嚴格的限制，但在法規上，均採事前經過核准及揭露，來保有彈性的空間。

(2) 以整體性的規範與輔予揭露原則取代負面表列

再以日本為例，其法規並未個別指出禁止配售之對象，但規範承銷商對符合法規之發行公司所指定的對象進行配售時，對於該對象名稱、數量、及配售理由，應予公告揭露，亦是採取較為寬鬆且著重券商自律的規範。而大陸針對可參與詢圈之對象，如為法人，則應登錄為「中國證券業協會」所列冊之可詢價配售對象，反之，對不得參與配售的對象並非採負面表列逐項列出禁止對象，而是作較廣泛的規範，如已存在控股關係、或存在影響其作出獨立投資決策者，不得認購。美國則給予詢價圈購的承銷商更大的自由，使承銷商能發揮裁量權，同時達到價格發現功能，並兼顧配售效率。

在配售數量限制方面，香港所採取的彈性公開申購比率，已為一般投資人保留參與的空間，因此未有對單一投資人設限之規範，與我國之規範不同。

參酌各國對於配售對象及數量之規定，雖不相同，但相較於鄰近市場如香港、新加坡、日本之規範可發現，國內配售限制規定較為嚴謹，但較不利於配售作業之運作。限制配售彈性可能不利於配售效率，而歐美地區國家多賦予券商相當大的空間，我國的法規在實務運行上可能會增加企業籌資的困難度，亦使國內資本市場不易與國際接軌。

第四節 建議方向

觀察各國之規範，可以發現香港、新加坡與我國之規範相近，主要分為發行公司內部人、員工、及承銷團之關係人等。其餘國家之規範較為廣泛，且為非條列式之對象限制。經比較香港、新加坡，雖對於配售對象有較嚴格之限制，但在法規上仍保有較大的彈性空間。如香港對發行公司之董事或現有股東及其聯繫人在符合無優惠條件認購擬上市股份且符合公眾最低持股規定，即達到股權分散標準，則可於事前簽訂聲明書並經香港交易所同意後認購。新加坡之上

市準則亦針對董事、主要股東及其關係人提出認購之規範，但非採禁止方式，而是要求於證券上市前，對外公開揭露其認購之事實，及於銷售過程中所獲得之個別累積或預計產生之利益。雖然香港與新加坡相較於其他國家而言，對於配售對象設有較嚴格的限制，但在法規上，均採事前經過核准及揭露，來保有彈性的空間，這一點我國應得予參考。

從學理的角度而言，詢價圈購賦予承銷商之裁量權確實能提升市場效率，雖然部分學者有提出公平性的質疑，但整體而言，多數文獻仍對於裁量權抱持正面的看法。歐美國家賦予承銷商足夠的自主性，使其得以透過自由裁量權將詢價圈購之好處發揮得淋漓盡致。惟我國對於配售對象與數量之限制，間接拘限了承銷商行使裁量權的空間，若參酌學理上之建議，我國應放寬過於嚴謹的規定或改採較為彈性的規範方式。此外，歐美國家承辦承銷案時，機構投資人參與率遠高於我國，雖然主因為兩地資本市場結構之不同，然實證結果顯示機構投資人參與率較高之案件，無論在訂價或配售效率上都得以提升。然我國對於可參與配售之機構投資人的對象與數量多加限制，將無法妥善運用機構投資人的資訊優勢，故我國應再次審視對機構投資人參與配售之相關限制，若限制過於嚴謹將不利於我國金融市場之健全發展。

為了維護配售的公平性，配售對象與數量限制之相關法規確有其存在的必要性，然過多的限制卻可能對配售績效產生不利影響。若能改為彈性的限制規範，較易在效率性和公平性中取得平衡。為了完善上述均衡點，建議應增加相關控管措施來取代全面禁止之規範。以下從學理探討、實證研究結果及國際潮流等角度，對我國配售制度作出以下建議：

1. 「再行銷售辦法」第 27 條之一對單一圈購人之配售數量予以限制，雖然能減少承銷商圖利特定投資人之機會，但對擬引進策略投資伙伴者，在配售作業上較不具彈性，且較難與國際趨勢潮流接軌，而且也降低法人參與詢價圈購中在訂價過程扮演重要的價格發現功能的誘因。在實務運作上，此項限制使券商遇到規模極大的案件時，容易面臨籌資困難的窘境。特別是案件中的大股東常為外資機構法人，但礙於法規的限制，在實務上外資法人較排斥參與採詢價圈購的案件，若能放寬此限制，將能提升其參與詢價圈購案件的意願。並且實務上，並非所有案件均以分配給機構投資人為主要，為達到主管機關所訂之股權分散標準，承銷商亦需適度分配予散戶投資人。而我國目前施行之法規對公眾需求量大之案件，尚仿效香港彈性提高公開申購之比率上限達 30%，在公允性上取得均衡。

以各國法規趨勢而言，各國對於配售數量之規範不盡相同，其中新加坡依募資金額大小，對每一筆分配數量之規範，與我國單一配售對象之數量上限規範相類似，惟其發行規模如超過一定金額則不適用，以配合實務之需要，其餘國家則未訂有單一申購對象之認購上限。此外根據學理上之建議，由於機構投資人在詢價圈購過程中扮演相當重要的角色，應增加機構法人之參與率。但實證結果顯示，我國平均而言自然人無論是圈購比率或是配售比率皆比法人來得高，承銷商並不會特別傾向將股份配售予機構投資人。故在已符合公平性的前提下，建議應放寬策略性投資人的配售數量限制，以鼓勵其參與承銷案。

- 建議放寬策略性投資人之認購額度得不受百分之十限制，亦即在再行銷售辦法第 27 條中增列除外規定，若承銷商符合特定規範下，得對策略性投資人配售超過百分之十的額度。建議可採事前密件申請的方式揭露欲配售數量、原因及有無損及其他投資者等相關資訊，不但可防弊內線問題，更可避免透露外資會參與認購對於大眾造成的訊息效果，以降低股價巨幅波動的情形。並建議輔以集保規範，以確定其長期持有之目的。
2. 從學理的角度而言，引進機構法人參與詢價圈購承銷的過程，可藉由法人所提供的資訊內涵價值，強化價格發現的功能。然「再行銷售辦法」第 43 條之一第一項第三款，將承銷商所屬金融控股公司及該金融控股公司之子公司列為禁止配售對象。然而近年來國內金融機構朝大型化發展，多家大型券商均隸屬金控轄下，因此也相對排除了部分具規模之機構投資人參與價格發現之功能。縱然係屬同一金控旗下之公司若認購較高比例的股份，可能使得金控公司風險過度集中。有關風險之顧慮宜以金控公司的風險控管制度加以規範，以免產生疊床架屋的現象。

檢視世界各國之相關規定，各國之法規並未對金融控股公司及其子公司有不得認購之規範，僅有新加坡及香港針對承銷商所屬集團，則分別以事前核准有條件式開放、及揭露為原則兩方式來規範。此外實證結果顯示，我國承銷現況無論由圈購比率或配售比率來看，自然人皆佔較高比率的股數，然而自然人的圈購價格標準差較大，代表自然人在圈購時擁有較少的定價資訊，且較易出現雜訊交易情形，對價格決定能力較差。因此應設法鼓勵機構投資人參與承銷案，將有利於訂價與配售效率的提升。

- 除應加強隸屬金融控股公司轄下之各公司間獨立運作之自律精神外，建議放寬承銷商所屬金融控股公司及該金融控股公司其他子公司不得配售之限制，建議規範除外條款，針對符合規定之銀行、產壽險公司及創投事業，有條件開放認購，以吸引更多對象參與詢圈，並於公開資訊觀測站揭露獲配數量、原因及有無損及其他投資者等相關資訊。
3. 「再行銷售辦法」第 36 條，限制發行公司之董、監、經理人不得為配售對象。但發行公司之董事、監察人不得認購，將不利於發行公司導入長期持股之穩定資金，且稀釋該等人員之原持股比例。內部人持股事實上也是降低代理問題的重要表徵。

參酌各國趨勢，香港與新加坡對於發行公司內部人的規範，均採事前經過核准及揭露，來保有彈性的空間。香港對發行公司之董事或現有股東及其聯繫人，在符合特定條件下，則可於事前簽訂聲明書並經香港交易所同意後認購。新加坡則針對董事、主要股東及其關係人提出認購之規範，但非採禁止方式，而是要求事前公開揭露其認購之事實，及於銷售過程中所獲得之個別累積或預計產生之利益。我國可參酌新加坡與香港採取事前經過核准及揭露的方式，來保有彈性的空間。

- 建議開放有持股關係身分之發行公司內部人，符合特定條件，如完善之公司治理機制者，得參與初次上市(櫃)股份發行認購，惟應事前經過金管會證期局核准，並於公開資訊觀測站揭露獲配數量、原因及有無損及其他投資者等相關資訊。為避免公司內部人利用內線消息獲取不當利益，或因此影響訂價之公平性，應加強對承銷商配售名單之查核，避免公司內部人仍以名義人等迂迴方式非法參與詢圈認購有價證券。此外，建議輔以集保規範，以確定其長期持有之目的。
4. 「再行銷售辦法」第 36 條第 1 項第 3、7、8 款禁止配售對象擴及二親等親屬，雖然此規範得以防止內線交易情形，以鞏固整體投資大眾之權益，但內線交易對資訊價值的提供亦不容忽視，而且此等禁止配售對象之訂定在實務執行上並不容易落實。此外第 8 款禁止配售予承銷團之董事、監察人、受僱人及其配偶、二親等親屬，在實務上亦不易確實執行。且未能合法於初次上市(櫃)認購新股，常使關係人透過迂迴方式以合法身份參與配售，突破配售限制，使認購資訊更不具透明度。

參酌各國法規之趨勢，美國對發行公司之內部並未予以限制，但對承銷商之內部人設有規範；大陸對發行公司及承銷商之內部人均未有規範；而和我國法規較為相似之香港及新加坡，對發行公司之內部人或承銷團成員，則分別採有條件開放及以揭露為原則。相較之下，我國之規範甚為嚴謹。

- 建議放寬與二親等親屬相關之配售對象限制，將判定圈購人身分之責任，回歸市場自律。可參考香港之規定，以較為彈性之方式取代強制禁止，讓圈購人事前簽訂聲明書，經交易所核准後該等人士得以參與配售。並對不符合身分之圈購人，處以利益回吐及加倍處罰之罰則。

5. 「再行銷售辦法」第 43 條之一第 1 項第 5 款提及與發行公司、承銷商具實質關係者應列為禁止配售對象。然此法規之查核責任歸屬亦存有探討空間，其查核責任若歸屬承銷商，實有其判定之困難，亦或應為配售對象本身，而該配售對象本身應如何判定此款實質關係之認定？在執行上實屬不易。

觀察各國之法規，「具實質關係者」並未在其他國家見到類似規定，只有香港與新加坡有「利用他人名義持有」之規範：香港對發行人之內部人士，若「通過名義持有人」認購者，以及「代名人公司(nominee companies)」皆列在禁止之列，惟若符合特定條件且事前取得交易所同意，仍得列為配售對象。而新加坡於則規定發行公司與承銷商之內部人士，無論是直接獲得或「經由代名人」，若經由證券銷售過程中獲得利益，必須公開揭露。

- 建議先釐清實質關係人之定義，並對與發行公司、承銷商具實質關係者之配售限制，以參酌前述之建議改採事先簽訂聲明書之方式，取代原先強制禁止之規定。

參考文獻

中文部分

1. 李淑瑜，我國初次上市(櫃)新股承銷配售制度之規範及探討，國立政治大學經營管理碩士學程碩士論文，2007年12月
2. 劉玉珍、陳薇如，為何詢價圈購方式逐漸取代競價拍賣？，證券暨期貨月刊，2004年5月，16-31頁
3. 證券商業同業公會，針對是否開放配售予策略性投資人及關係人配售限制規定之研議結論，2007年

英文部分

1. Arikan, Ilgaz , 2003, “How Should an Entrepreneurial Firm Be Sold? Auctions versus Negotiations,” working paper.
2. Benveniste L, and Spindt P, 1989, “How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues,” *Journal of Financial Economics* 24, 343-361.
3. Binay, Murat M. and Christo A. Pirinsky, 2003, “How Important is Relationship for Underwriters and Institutional Investors,” working paper.
4. Chemmanur, Thomas J. and Hu, Gang, 2006, “Institutional Trading, Allocation Sales, and Private Information in IPOs,” working paper.
5. Cornelli, Francesca. and David Goldreich, 2003, “Bookbuilding: How Informative is the Order Book?” *Journal of Finance* 58, 1415-1444.
6. Cornelli, Francesca. and David Goldreich, 2001, “Bookbuilding and Strategic Allocation” *Journal of Finance* 56, 2337-2369.
7. Derrien, Francois and Kent L. Womack, 2003, “Auctions vs. Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets,” *Review of Financial Studies*, 16, 31-61.

8. Huyghebaert, N. and Van Hulle, C., 2006, "Bookbuilding and share pre-allocation in IPOs," in Gregoriou, G. (ed) *Initial Public Offerings: An International Perspective* (Elsevier Press London, UK).
9. Kiss, Imre and Richard Stehle, 2002, "Underpricing and Long-Term Performance of Initial Public Offerings at Germany's Neuer Markt," working paper.
10. Ljungqvist, Alexander P., and William J. Wilhelm, Jr., 2002, "IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary?," *Journal of Financial Economics* 65, 167-201.
11. Loughran, Tim and Jay R. Ritter, 2004, "Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?" *Financial Management* 33, 5-37.
12. Parlour, Christine A. and Uday Rajan, 2003, "Rationing in IPOs," working paper.
13. Puri, Manju and J. Rocholl, 2005, "Are all retail investors equal? The importance of depositor base in commercial bank underwriting," working paper.
14. Ritter, Jay R., 2003, "Differences between European and American IPO Markets," *European Financial Management*, NO.4, 421-434.
15. Ritter, Jay R., 2003, "Investment Banking and Securities Issuance," *Handbook of the Economics of Finance*, 255-306.
16. Rocholl, J., 2004, "How does the Underwriter match Allocation and Demand in IPO Bookbuilding?" working paper.
17. Sherman, Ann E., 2002, "Global Trends in IPO Methods: Book Building vs. Auctions," working paper.
18. Sherman, Ann E. and Sheridan Titman, 2002, "Building the IPO order Book: Underpricing and Participation Limits with Costly Information," *Journal of Financial Economics*, 65, 3-29.