

## 【專題二】

# 我國發行市場制度及演變



高啓仁 ( 證期局  
秘書 )

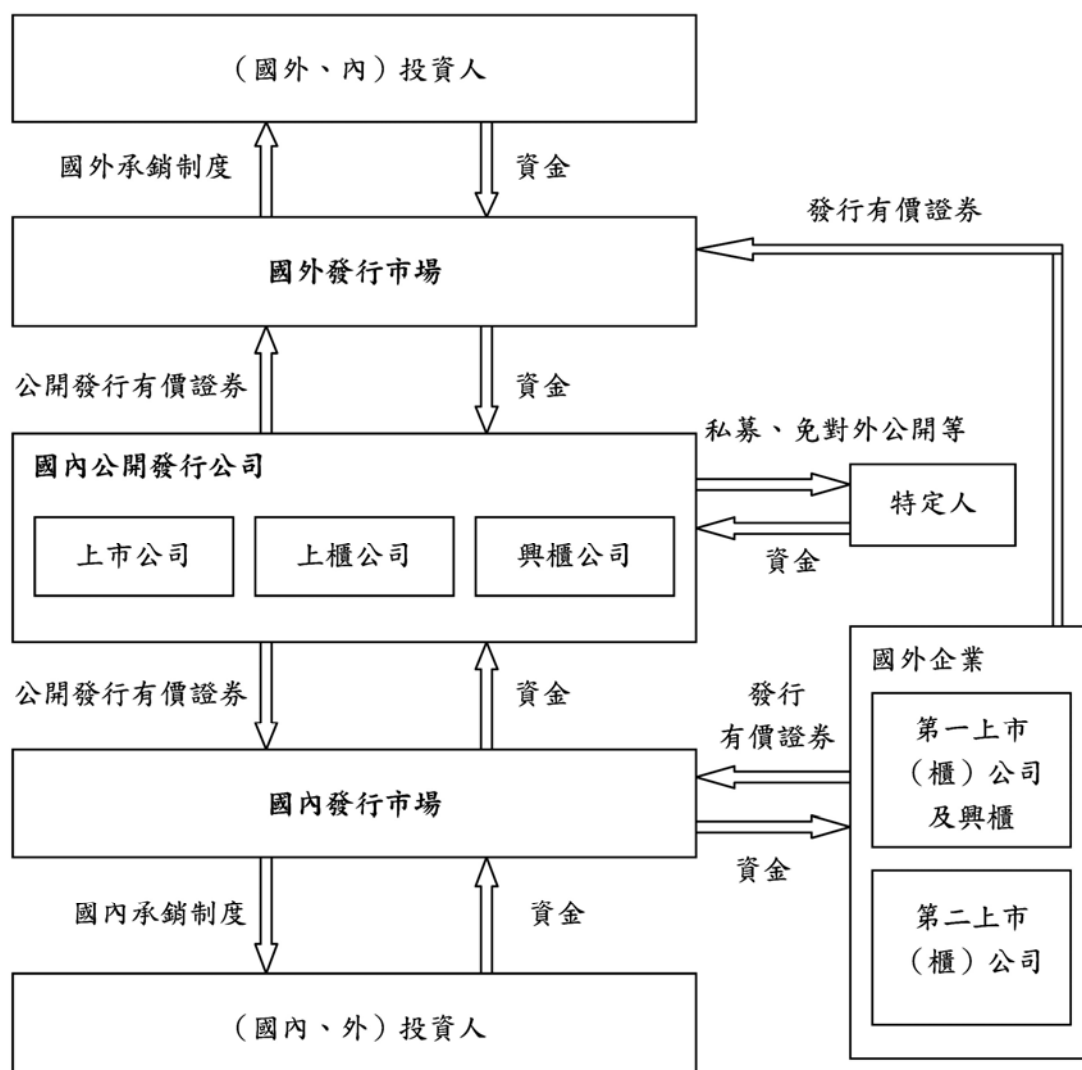
## 壹、前言

時序進入建國百年，百年來經濟環境的變化，牽動著證券市場的發展趨勢，因此見證了我國證券市場之發展歷程。而健全的證券市場，可供作社會上資金供給者與需求者的重要橋樑，公平且有效率地運用社會上的長、短期資金。其中，證券發行又扮演了證券市場上供給者的重要角色，本文將就我國證券發行市場制度及演變予以簡要介紹。

我國證券發行市場的參與者及其制度，可略如下頁圖，其所涉及的相關規定，除規範證券市場遊戲規則之「證券交易法」外，尚包括國內公開發行公司在國內發行市場之「發行人募集與發行有價證券處理準則」及在海外發行市場之「發行人募集與發行海外有價證券處理準則」、國外企業在國內外發行市場之「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」及國內之證券承銷制度，爰本文將就渠等法規與制度分別介紹。

## 貳、證券交易法之沿革

建國之初，延續清末在上海眾業公所買賣外國股票之風氣，於民國 3 年制定「證券交易辦法」，並成立上海股票商業公會買賣國內股票，繼於民國 7 年成立北京證券交易所買賣公債。另為規範於民國 9 年成立，專作外國股票買賣之上海華商證券交易所之相關規定，復於民國 18 年制定「交易所法」。



而臺灣之證券市場源於日據時代，在股票方面，主要為電力、製糖等公司，而該等行業均由日本人獨占經營，其資金之籌集，仍透過日本證券市場取得，而在臺灣本地並無設置證券市場<sup>1</sup>。

政府遷臺後，於民國 38 年發行愛國公債，為光復後證券交易之始。民國 42 年初為配合在臺實施土地改革，將臺灣水泥、臺灣紙業、臺灣工礦、臺灣農林等 4 大公司開放民營，以其股票作為補償地主價款之一部分。由於地主對於股票價值不甚

<sup>1</sup> 惟從事證券買賣之號子仍然甚多，直到民國 31 年，日本始准許號子組成「臺灣有價證券組合」，再由會員認股，另設「臺灣有價證券株式會社」，惟實為日本證券交易所之經紀人。

瞭解，急於脫手求現，爰此具有資金人士組成證券行號，收購股票。因此，此類土地債券、股票及愛國公債逐漸在市面流通，代客買賣證券之商號亦陸續出現，臺灣初期零散的證券店頭市場就此形成，而為規範證券商號之行為，乃於民國 43 年頒布「臺灣省證券商管理辦法」，並自隔年 7 月起實施。

民國 47 年，為應當時財經情勢，加速經濟發展，政府公布 19 點財經改革方案，其中第 2 點乃為籌建證券市場，以充分供應建設資金及促進企業資本形成。民國 48 年，經濟部成立「經濟部建立證券市場研究小組」，並於民國 49 年 9 月於經濟部設置「證券管理委員會」（即行政院金融監督管理委員會證券期貨局之最初前身，以下簡稱證管會），並積極研訂證券相關法令。

民國 50 年，依據國家總動員法第 18 條規定，制定「證券商管理辦法」，臺灣證券交易所之創立即根據此項辦法，於同年成立，並於民國 51 年 2 月 29 日正式營業。因前揭辦法屬臨時性法規，其內容較為狹隘，因此證管會參酌美國及日本證券交易法規，於民國 52 年 12 月草擬完成「證券交易法」，本法於立法院審議時，適逢民國 54 年臺灣糖業股價大跌致證券市場休市 10 天，行政院遂撤回原草案，嗣於民國 55 年 8 月提出第 2 次草案，並於民國 57 年 4 月經立法院三讀通過，4 月 30 日經總統公布實施。

證券交易法自公布施行迄今，曾修訂 16 次，其中與證券發行有關之修正情形，要點說明如下：

### 一、民國 77 年 1 月 29 日（第 3 次修正）

- （一）簡化有價證券募集與發行之審核程序：為簡化已公開發行有價證券公司再發行有價證券之手續及改進發行時效，及減輕主管機關之人力負荷，爰將第 22 條規定有價證券募集與發行之規定，由原採之「申請核准」制修正為兼採「申請核准」制及「申報生效」制。
- （二）擴大發行市場之規模：公司法於民國 69 年修正時，增訂第 156 條第 4 項關於強制股票公開發行之規定，惟其實施對於績優之公司未能使股權分散，致投資大眾無法參與投資，爰本法增訂第 22 條之 1，明定已依本法發行股票之公司，於增資發行新股時，主管機關得規定其股權分散標準。又公司法第 267 條第 1 項規定，公司發行新股應由原股東儘先分認，致股權無法分散於投資大眾，爰亦增訂第 28 條之 1，明定已依本法發行股票之公司，再發行新股時，主管機關得規定其應提撥發行新股總額之一定比率，以時價向外公開

發行。

- (三) 健全公開發行公司財務結構：對績優公司而言，如以時價發行新股，將可增加公司營運資金，減低資金成本，爰本法增訂第 28 條之 1，明定已依本法發行股票之公司，再發行新股時，以時價向外公開發行。
- (四) 證券承銷商得為自己取得或批售包銷之有價證券：公開發行公司募集與發行有價證券時，證券承銷商之功能為銷售其新發行之證券，惟修正前規定，證券承銷商僅辦理代為銷售之業務，致未能確實使發行公司獲取該次增資之資金來源，而未能充分發揮承銷之中介功能，爰參照美國制度，准許證券承銷商依承銷契約，為自己取得或批售包銷之有價證券。

## 二、民國 89 年 7 月 19 日（第 5 次修正）

### （一）擴大證券市場規模，促進金融商品多樣化

1. 認股權：增訂本法第 28 條之 3，排除公司法關於公司發行認股權憑證、附認股權特別股或附認股權公司債之限制，除便利公司有更多籌集資金之管道，並可使公司得發行認股權憑證酬勞員工提高向心力，亦可使證券商品種類多樣化，擴大證券市場規模，讓投資人有更多種投資商品可供選擇。
2. 放寬公司債之發行額度：為便利公司發行公司債籌集中長期資金，並增加新債券商品以擴大市場規模，爰本法增訂第 28 條之 4，放寬公開發行公司發行公司債之額度，對於有擔保公司債、可轉換公司債或附認股權公司債之發行額度，可為全部資產減負債之百分之二百，有利擴大債券市場規模。

### （二）無實體有價證券之發行

擴大有價證券定義之範圍，增訂本法第 6 條第 3 項，對於未印製表示其權利之實體有價證券者，亦視為有價證券，即有價證券無實體發行之法源依據；並配合修正本法第 8 條，將發行人於募集後以帳簿劃撥方式交付有價證券之行為，亦納為發行行為，及以帳簿劃撥方式交付有價證券之發行，得不印製實體有價證券，破除傳統民商法有價證券必須具有書面實體之理論<sup>2</sup>。

### （三）放寬承銷制度

<sup>2</sup> 此項變革，使發行人得以帳簿劃撥方式無實體發行有價證券，可減少印製及交付實體有價證券之相關成本費用，對投資人亦可省去領取、保管等手續，並避免遺失、竊盜或滅失之風險。

為暢通證券承銷商對所承銷有價證券之銷售管道，而非僅侷限於透過集中市場或店頭市場，活絡發行市場及提高證券承銷商之包銷意願，爰配合修正本法第 75 條及刪除第 80 條，得由主管機關視市場需要彈性運用，並對於未上市、未上櫃公司股票之流通管道，亦由主管機關訂定管理之依據。

### 三、民國 90 年 11 月 14 日（第 6 次修正）

配合公司法維持股票票面金額，惟同意可以折價發行之制度，爰修正本法第 27 條，明定公開發行公司更改其每股發行價格，應向主管機關申報。

### 四、民國 91 年 2 月 6 日（第 7 次修正）

為使企業籌集資金之方式更具彈性，並配合企業併購法推動企業併購政策，參酌美國及日本對於私募之法例，本次修正引進私募有價證券之制度，其重點如下：

- （一）修正本法第 7 條，明定私募有價證券之定義，並配合修正募集之定義，將募集標的由股份或公司債，修正為有價證券。
- （二）參考美國及日本私募之規定，修正本法第 22 條，明定有價證券之私募排除適用應先經主管機關核准或申報生效之規定。
- （三）有價證券之私募，因排除原股東及員工優先認購權利，涉及股東權益，爰增訂本法第 43 條之 6，除普通公司債應經董事會決議同意外，明定公司辦理私募應經股東會之決議同意，於股東會召集事由列舉說明相關事項，不得以臨時動議提出；另參考美國及日本立法例，明定私募之對象及人數之限制，並增訂公司負有提供資訊之義務及事後報備主管機關之規定。
- （四）為保障投資人權益，爰增訂本法第 43 條之 7，明定有價證券之私募及再行賣出不得為一般性廣告或公開勸誘之行為。另為避免私募之有價證券透過轉讓以規避公開招募程序之適用，爰參酌美國制度，增訂本法第 43 條之 8，明定私募有價證券得再轉讓之條件。
- （五）為健全私募制度，避免流弊，修訂本法第 175 條及第 177 條，就有價證券之私募，違反私募應經股東會決議及對象之規定，以及違反私募有價證券再行賣出規定者，明定其相關刑責。又為保障投資大眾權益，修訂本法第 178 條，對於有價證券之私募未依規定報請主管機關備查及未於股東會召集事由中列舉並說明相關事項等，明定其相關行政罰責。

## 五、民國 95 年 1 月 11 日 ( 第 11 次修正 )

- (一) 刪除強制公開發行之規定：公司法第 156 條第 4 項已刪除公司資本額達一定數額者，其股票應公開發行之規定；另特定事業如須規定發起人應認足股份數額之一定限度，得於各目的事業主管機關相關法令規範，而無於本法規定之必要，爰刪除本法第 17 條及第 28 條規定。
- (二) 簡化有價證券募集與發行之程序：有價證券之募集與發行，本法於民國 77 年修正後，兼採「申請核准」制及「申報生效」制，本次修正第 22 條，改採「申報生效」制，除政府債券或經主管機關核定之其他有價證券外，非向主管機關申報生效後，不得為之。
- (三) 強化證券承銷功能及簡化承銷實務作業：為強化證券承銷之功能，縮短承銷期間，降低證券承銷商及投資人風險，爰刪除本法第 73 條、第 76 條至第 78 條關於承銷期間不得少於 10 日等規定，以簡化承銷之相關程序事項。

由歷次證券交易法修正過程可以看出臺灣證券發行市場多年來積極推動金融自由化、國際化、制度化，以強化我國資本市場之競爭力，使我國已逐漸發展成為頗具競爭力的市場。

## 參、發行人募集與發行有價證券處理準則之沿革

國內公開發行公司於國內發行市場募集與發行有價證券，如：發行股票、發行公司債、發行員工認股權憑證、公開招募、補辦公開發行、無償配發新股與減少資本等，除應依證券交易法之規定辦理外，並應依證券交易法第 22 條授權主管機關訂定之「發行人募集與發行有價證券處理準則」（以下簡稱募發準則）之規定辦理。募發準則係於民國 77 年 7 月 26 日訂定發布，迄今歷經修訂 25 次<sup>3</sup>，以下將介紹近 10 年來重要之修正情形。

民國 89 年 8 月 21 日第 10 次修正，乃配合證券交易法於 89 年第 5 次修訂第 28 條之 3，開放認股權憑證之募集與發行，參考美國、日本、香港及英國立法例，增訂員工認股權憑證之發行規範<sup>4</sup>，使發行公司得發行員工認股權憑證，以留住人才及激勵員工。配合證券交易法第 8 條增訂有關募集與發行得採帳簿劃撥方式交付，並

<sup>3</sup> 主要修訂多係配合證券交易法及公司法等相關法令之修正，暨發行市場之實務需求及經濟環境之變動等。

<sup>4</sup> 如：限制發行人之發行條件、發行總額及單一認股權人持有數量及金額、轉讓之限制、認股價格不應偏離市場價格、得行使之期間等。



得不印製實體有價證券，爰配合修正相關條文。另因應行政程序法之實施，將有價證券募集與發行案件所發布之相關函令、要點及注意事項等規範重點，納入募發準則之相關條文中，以利辦理發行。

民國 90 年 3 月 27 日第 11 次修正，乃為促進金融商品種類多樣化，擴大證券市場規模，使公開發行公司有更多籌措資金管道，爰參考國外之立法例，增訂附認股權公司債及附認股權特別股之發行規範。為配合「全國經濟發展會議」並鼓勵公司採用總括申報制發行公司債，簡化發行程序及降低社會成本，爰放寬發行人之資格條件，例如：上市（櫃）年限、獲利能力等，又前揭會議決議放寬櫃檯買賣第二類股票發行公司現金增資對外公開承銷之限制，開放該等公司現金增資時，應提撥一定比例對外公開承銷。另為避免申報生效期間之計算產生疑義，爰明定以金管會指定之機構收到申報書件之日起算申報生效期間。此外，基於普通公司債之投資人多為法人機構且配合 90 年 7 月 1 日起實施信用評等制度，將普通公司債及交換公司債之申報生效期間縮短為 7 個營業日。

民國 90 年 10 月 26 日第 12 次修正，乃為落實行政院經濟發展諮詢委員會議所達成之共同意見，放寬員工認股權憑證發行之限制<sup>5</sup>，及簡化發行普通公司債之申報書件。另為配合興櫃股票制度之建立，予以修正上櫃公司之定義，並加強興櫃公司相關資訊之公開揭露，及限制其現金增資發行新股不得對外公開承銷且不得發行轉換公司債、附認股權公司債及附認股權特別股。

民國 90 年 12 月 26 日第 13 次修正，乃配合公司法之修正予以配合修正相關規定，如：增訂公開發行公司得以低於票面金額辦理現金發行新股、增訂發行人發行新股受讓他公司股份之相關規範、放寬未上市且未在證券商營業處所買賣之公司得發行員工認股權憑證、為便利上市或上櫃公司進行分割而辦理減少資本者排除適用申請核准制等。另為健全發行市場之資訊揭露以促使發行公司能揭露正確的資訊以保障投資人及股東權益，爰修訂相關資訊揭露規定，強化資訊公開制度。

民國 91 年 5 月 22 日第 14 次修正，配合證券交易法修正予以修正相關規定，如：證券交易法引進私募有價證券制度，爰明確區分募集發行與非募集發行案件及審查程序暨私募有價證券補辦公開發行之審查程序，募集發行有價證券案件應依證券交易法第 30 條規定加具公開說明書，募集發行有價證券原則上均應辦理專戶存儲，並增訂首次補辦公開發行案件之規定<sup>6</sup>。另配合企業併購法修正及公司法施行暨

<sup>5</sup> 如：刪除員工每次得認購金額之限制，並調降單一認股權人得認購股數之比例。

<sup>6</sup> 如：應加具公開說明書、內部控制制度應有效設計及執行、員工認股權憑證及私募公司債應

因應當前經濟環境之變化，亦配合修正相關規定，如公開發行公司辦理現金增資時，除以現金出資外，得以對公司之貨幣債權及公司所需之技術出資等規定。

民國 92 年 5 月 20 日第 15 次修正，配合開放第二類股、管理股票、興櫃公司及未上市或未在證券商營業處所買賣之公司得募集發行附認股權特別股、附認股權公司債及轉換公司債，及其私募等有價證券於嗣後上市（櫃）後之補辦公開發行，爰修正相關規定。復於同年 12 月 31 日第 16 次修正，為簡化行政作業，縮短興櫃公司上市（櫃）時程，刪除其適用申請核准制之規定，及鼓勵興櫃公司以現金發行新股方式辦理初次上市（櫃）前之公開銷售作業，以充分發揮價格發現之功能，爰縮短其申報生效期間為 7 個營業日。

民國 93 年 2 月 2 日第 17 次修正，乃為使我國資本市場與國際接軌，降低國內外籌資條件之差異，以促進資本市場健全發展，刪除轉換公司債持有人不得於發行後 3 個月內請求轉換之規定。復於同年 12 月 9 日第 18 次修正，配合金管會機關改制（隸）一元化金融監理作業，簡化金融、保險等事業申報（請）募資案之程序<sup>7</sup>，俾大幅縮短審查時程。另為強化我國資本市場之管理機制，以提昇我國證券發行市場之品質，刪除強制財務預測之規定，強化緘默其之規範，衡平國內外募資之退件條款，檢討適用申請核准制之標準，強化上市（櫃）公司資金執行計畫之控管機制，並增訂上市（櫃）公司員工紅利總額不得高於本期稅後純益或可分配盈餘之 50%，且不得全數分派股票紅利予員工，而僅分派現金股利予股東，以維股東權益。

民國 95 年 3 月 3 日第 19 次修正，配合證券交易法修正發行人申辦有價證券募集與發行作業，取消申請核准制，全面改採申報生效制，將原適用申請核准制之案件除改為申報生效制外，並明定其申報生效期間為 30 個營業日。又為減少實體證券流通所產生之偽、變造風險，明定自民國 95 年 7 月 1 日起，上市（櫃）及興櫃公司發行股票及公司債應採無實體方式。另開放公開發行公司得發行以外幣計價之公司債，多元化我國證券商品，以利企業籌資。

民國 96 年 3 月 6 日第 20 次修正，乃為配合商業會計法修正，將員工分紅列為費用，為使企業能彈性運用獎酬工具，達到激勵員工目的，爰放寬員工認股權憑證之相關發行規定。復於同年 11 月 9 日第 21 次修正，為提高我國資本市場之籌資效率，俾利企業籌資，簡化發行人申報募集與發行有價證券之作業，發行人申報募集

---

併同補辦等規定。

<sup>7</sup> 簡化為依募發準則提出申報（請）之一階段審理及單一窗口受理方式辦理。



設立、上市（櫃）公司財務業務符合法定情事申報對外募資案件，其申報生效期間縮短為 20 個營業日，上市（櫃）公司減少資本案件，縮短為 12 個營業日，上櫃公司申請轉上市或上市公司申請轉上櫃，為達股權分散標準所為之現金增資發行新股案件，縮短為 7 個營業日。另為提高公司債發行品質，明定興櫃公司發行具股權性質之公司債其轉換價格之限制，及發行人申報公司債案件，應檢送信用評等報告之規定。

民國 97 年 5 月 2 日及同年 7 月 30 日分別為第 22 次及第 23 次修正，分別為修正開放興櫃公司於現金發行新股時，應於符合一定條件下，對外公開發行，及參酌經濟部放寬企業赴大陸地區投資金額上限之規定，修正發行人申報現金增資或發行公司債，得於募資金額一定比例用於直接或間接赴大陸地區投資。

民國 98 年 5 月 27 日第 24 次修正，茲為配合員工分紅費用化實施，將發放員工紅利限制之計算予以修正，並開放上市（櫃）公司及興櫃公司募集發行國內附認股權公司債及附認股權特別股，得將認股權與公司債或特別股分離發行，及強化私募有價證券補辦公開發行之規定。民國 99 年 9 月 29 日第 25 次修正，亦係為強化私募有價證券之管理，予以配合修正。

募發準則之歷次修正，促進金融商品種類多樣化，擴大證券市場規模，使國內企業有更多籌措資金管道，並有效提高國內企業籌資之效率及資金運用方式，亦藉由無實體有價證券之推動、強化私募制度之管理、強化資訊揭露及緘默期之規定，並改進承銷制度等控管機制，亦有效保障投資人及股東之權益，以完善我國資本市場之管理，並促進我國經濟之發展。

#### 肆、外國發行人募集與發行有價證券處理準則之沿革

為推動我國證券市場國際化，於民國 81 年 6 月 20 日訂定「募集與發行臺灣存託憑證處理準則」，並於民國 85 年 2 月 6 日修正為「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」，先後開放外國發行人得參與發行臺灣存託憑證（Taiwan Depositary Receipts, TDR）以及發行股票、普通公司債、轉換公司債及附認股權公司債等有價證券。外國發行人募集與發行有價證券處理準則自 81 年 6 月發布施行後，迄今經 13 次修正，以下將就近期重要修正予以說明。

配合民國 95 年 1 月證券交易法之修正，除就外國企業在臺籌資案件之許可，於民國 95 年 4 月 4 日第 7 次修正，全面採行申報制外，並為吸引外國優良企業來臺募集資金，簡化普通公司債等案件之審查流程及書件。

為進一步擴大證券市場規模，導引海外臺商回臺上市，並鼓勵企業在臺投資，民國 97 年 5 月 2 日第 10 次修正，開放第一上市（櫃）及興櫃公司得在臺募集與發行有價證券；為配合政府兩岸政策之開放進程，於民國 97 年 8 月 14 日第 11 次修正，取消外國企業在臺募集資金直接或間接用於大陸地區投資之限制，並於民國 97 年 12 月 18 日第 12 次修正，將部分募資案件之申報生效期間縮短為 7 個營業日。

為增加臺灣存託憑證發行管道之多元化及衡平國內企業與外國企業之管理，經參酌國際主要證券市場規範及國內企業之相關管理規定，爰於民國 99 年 5 月 19 日第 13 次修正，其重點如下：

- 一、增加臺灣存託憑證發行管道，開放第二上市（櫃）公司之股東得以持有之已發行股份委託存託機構於國內發行臺灣存託憑證<sup>8</sup>；另開放第二上市（櫃）公司得總括申報臺灣存託憑證並分次發行。
- 二、將第一上市（櫃）公司及興櫃公司於海外募集與發行有價證券納入管理<sup>9</sup>；另放寬外國發行人表彰股票之有價證券於海外經核定證券市場掛牌者，得來台第二上市（櫃）。
- 三、考量外國發行人應受證券交易法之規範，爰規定其於登錄興櫃或第一上市（櫃）前，應先向申報辦理股票公開發行及相關規定。
- 四、為因應外國發行人鼓勵優秀人才之需求，爰增訂第一上市（櫃）公司及興櫃公司得發行員工認股權憑證暨其相關規定。
- 五、比照國內企業募資案件之管理，增訂緘默期及發行計畫與資金運用情形之公告等規定；另增訂有價證券無實體發行之相關規定。
- 六、為強化第一上市（櫃）公司及興櫃公司之公開說明書及年報應記載事項，爰增訂該等應記載事項之規定<sup>10</sup>，並修正第二上市（櫃）公司發行臺灣存託憑證之公開說明書應記載事項內容。

隨著國內企業逐步邁向國際化，企業紛紛至海外資本市場尋求募資管道，臺灣

<sup>8</sup> 並增訂須委託證券承銷商包銷並交付公開說明書、其存託機構及保管機構應與第二上市（櫃）公司參與發行臺灣存託憑證委託之存託機構與保管機構相同，且其權利義務應與參與型臺灣存託憑證相同。

<sup>9</sup> 並增訂渠等公司辦理減少資本之相關申報書件、申報生效期限、得撤銷或廢止情形及退件條款等規定。

<sup>10</sup> 準用公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則及公開發行公司年報應行記載事項準則。

證券市場與國際接軌，已是必然的趨勢。因此，持續吸引外國優良企業來臺募集與發行有價證券，提供多元化之金融商品，進而擴大我國證券市場之規模，亦為我國經濟發展之重點。

## 伍、發行人募集與發行海外有價證券處理準則之沿革

為促進資本市場國際化、自由化，便利我國企業赴海外募集資金，自民國 83 年 12 月 28 日發布實施「發行人募集與發行海外有價證券處理要點」以來，先後開放股票上市（櫃）公司得申請發行海外公司債、海外存託憑證及赴國外證券市場發行股票。嗣為配合行政程序法之實施，於民國 89 年 11 月 4 日訂定「發行人募集與發行海外有價證券處理準則」，以取代「發行人募集與發行海外有價證券處理要點」。

發行人募集與發行海外有價證券處理準則自民國 89 年 11 月發布施行後，迄今歷經 8 次修正，其中，民國 95 年 4 月 4 日第 6 次修正，配合證券交易法取消申請核准制，而全面改採 12 個營業日申報生效制，以簡化企業海外籌資作業外，彙整各次修正之重點方向為：一、增加公開發行公司籌資管道；二、放寬募集資金投資大陸地區額度；三、配合公司法修正股票折價發行制度；四、衡平國內外籌資規定，加強海外募集資金計畫之審查；五、刪除閉鎖期規定；六、強化資訊充分及時揭露，以保障投資人權益；七、強化特定人認購控管機制；八、強化海外籌資案件之後續管理；九、加強發行人、國外承銷商之自律機制；十、強化緘默期之規範；十一、強化對發行人私募有價證券之控管機制等。

隨著企業走向全球化佈局的需求，企業經營者除了積極發展國際多角化投資、從事國外併購、企業資源整合之外，企業籌資管道也正走向國際化。國內企業基於降低籌資成本，提高國際知名度等考量，選擇赴海外籌資，透國持續檢討修正海外籌資規定，將可強化海外籌資案件之控管，減少弊案之發生及保障投資人權益，讓國內外資本市場順利接軌。

## 陸、我國證券承銷制度之沿革

為因應我國資本市場各時期發展，以發揮階段性的功能與任務，我國承銷制度自民國 51 年起歷經多次的改革與演變，以下將介紹其重要之沿革情形。

民國 51 年 2 月，臺灣證券交易所正式營業，遂於民國 52 年報請證管會准許證券承銷人之成立。當時因證券交易法僅有餘額包銷方式，且承銷商為避免包銷之風

險，均採代銷方式，致無法發揮承銷商之功能以提升發行人之籌資效率。另銷售方式雖有公開申購配售及洽商銷售二種，惟以全數公開申購配售為主，初期係以人工抽籤方式辦理，為求作業之公正、公開及提高效率，於民國 78 年 4 月改由證券商公會採用電腦抽籤方式<sup>11</sup>。而此單一配售方式實施 30 餘年，雖其具有公平、公正、公開之優點，但仍有部分缺點，諸如無法發揮價格發現功能，承銷價格與市場價格常有落差，折價問題嚴重，部分投資人為賺取價差利益，衍生以人頭戶參加抽籤等問題。

民國 84 年，為順應證券發行市場之自由化、國際化，增加法人參與初級市場，及改進公開申購無法產生價格發現之功能，引進歐美、日本行之有年的詢價圈購及競價拍賣配售方式，爰國內銷售方式採以競價拍賣、詢價圈購及公開申購配售方式為主之承銷制度，使承銷價格更具市場性，縮短投資人繳款至可交易時間以降低投資風險，提高法人參與初級市場比重，逐步改善發行人籌資效率及發揮承銷商功能。

民國 86 年底，為簡化公開申購手續，改採投資人先開立交易戶、銀行戶及集保戶後，始能透過經紀商申購股票，且款券收付採帳簿劃撥，以改善人頭戶問題，並大幅縮短承銷作業時間，加速發行公司取得資金。

民國 88 年底，為強化承銷商對於承銷有價證券之議價能力，並平衡承銷商與發行公司間風險之對稱性，爰擴大承銷商應保留一部分自行認購之適用，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，將部分確定包銷制度範圍擴大，並促使承銷商積極扮演投資銀行功能。

民國 93 年起，為進一步與國際接軌，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），使初次上市（櫃）得採半數詢圈（競拍）以發現合理價格，且非初次上市（櫃）籌資案件得以單一配售方式辦理，可大幅縮短詢價圈購時程，有效降低承銷及繳款風險。又為提高價格訂定合理性，初次上市櫃案件由過去徵提老股承銷改採鼓勵新股承銷，以避免訂價時承銷商與大股東之利益衝突。另為縮短承銷作業時程以落實時價發行之精神，現金增資及轉換公司債案件訂價參採之基準日予以縮短，並將發行辦法採彈性區間方式訂定，增進發行人籌資效率。

民國 94 年 1 月起，為提升證券發行市場之品質及競爭力，實施承銷新制，其

<sup>11</sup> 首宗利用電腦抽籤之上市公司為中和羊毛工業股份有限公司。

改革重點為：初次上市（櫃）承銷價格訂定合理化、初次上市（櫃）穩定價格措施、配售方式自由化等。為與國際證券市場接軌，增加國內證券市場競爭力，發揮承銷商專業評價功能，廢除承銷價格慣用計算公式，改由承銷商以專業評價能力評估後，再與發行公司議定，使初次上市（櫃）承銷價格訂定合理化，並取消掛牌首五日之漲跌幅，使股價充分反應市場需求；並參酌國外安定操作機制，引進過額配售穩定價格機制<sup>12</sup>。另承銷配售選擇更自由化，賦予承銷商配售自主化，對初次上市（櫃）案件之承銷配售方式，由承銷商自行擇定<sup>13</sup>。同年 12 月起，為縮短辦理公開申購配售作業時程及杜絕人頭戶問題，公開申購配售作業改採預扣價款，股票掛牌時間從第 22 天縮短為第 12 天，有效降低投資人之認購風險，且投資人中籤後不得放棄認購，以提升企業募集資金效能。

民國 95 年 10 月，證券商公會修正相關規範，規定初次上市（櫃）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；同時參酌香港制度，依申購倍數彈性調整申購比例，由承銷總額度 10% 最高可調整至 30%，以提高投資人參與機會；另為強化詢價圈購價格發現功能，增訂初次上市（櫃）案件採詢價圈購者，主辦承銷商應辦理預詢、詢圈公告價格區間訂定下限不得低於上限之 75% 等規範；並增列禁止配售對象及合理規範單一圈購人配售數量，以提升配售之公平合理性。

民國 100 年初，因部分初次上市（櫃）個案，外界就承銷作業迭有反映中籤率偏低、配售不具公平性及承銷價與興櫃價差距過大等疑慮，為強化初次上市（櫃）承銷制度規範，爰提出改進措施，其重點如下：

### 一、承銷價格訂定合理化

為增進承銷價格訂定合理化，配合興櫃交易制度強化，爰規範初次上市（櫃）案件承銷價不得低於「向證券商公會申報詢圈約定書」前興櫃股票有成交之 10 個營業日成交均價簡單算術平均數之七成，俾與興櫃價適當連結；另實務上有預詢與嗣後實際詢圈配售對象不一致等情事，致預詢無法發揮功能，爰廢除初次上市（櫃）案件強制預詢規定，並取消詢圈價格區間下限不得低於上限 75% 之限制。

### 二、承銷方式公平化

<sup>12</sup> 協調股東提供承銷發行新股總數一定比例（上限 15%）之老股，供承銷商過額配售。

<sup>13</sup> 但倘兼採公開申購方式配售者，除公營事業獎勵民間參與國家重大建設事業之案件外，其比例不得逾總承銷股數之 20%，以促進承銷商專業功能與自律機制之發揮。



考量初次上市（櫃）案件，投資人參與公開申購意願熱烈，為提高投資人參與機會，爰縮小部分詢圈部分公開申購之公開申購比率級距<sup>14</sup>。另為強化詢價圈購配售之公平性及合理性，爰請證券商公會就「潛力客戶」之定義予以具體規範<sup>15</sup>，及合理之配售比例。

### 三、強化投資人權益維護及查核機制

為利投資人知悉公司相關資訊，作為其是否參與詢圈或公開申購之參考，爰規範初次上市（櫃）案件均應於承銷前至少舉辦一次業績發表會（或法人說明會）。另證券商公會將依獲配對象之屬性，於網頁公開詢價圈購相關資料，並由證券交易所建置之「交叉比對系統」比對獲配售人名單有無異常，及建立案件抽查機制。

因應社會環境變遷及實務需求，我國承銷制度有多次改革，其核心目的均以促進資本市場之自由化、國際化、增進企業籌資效率及投資人權益之保障為主軸。隨著我國資本市場規模擴大及直接金融快速成長，建置與維持承銷制度之效率、公平與健全，亦為持續努力之目標。

## 柒、結論

在證券市場中種種活動正不斷向前發展中，證券法令也必須針對保護投資人、確保證券市場資訊之公平、透明，效率及降低系統性風險等目標提供最適切之規範，主管機關也將隨時代進步及市場之需要檢討證券相關法令，以達證券市場健全發展之機制。

推動資本市場國際化、自由化一直是政府發展經濟、健全資本市場的目標，主管機關配合國內及國際發展趨勢，多年來推動多項改革措施，如：建構具有吸引力與競爭力的資本市場，提供良好與多元的金融商品滿足投資人投資需求，及吸引企業來臺發行有價證券等，已大幅改善我國資本市場之體質。期望未來，政府與民眾繼續共同努力，掌握經濟先機及持續創造競爭優勢，將臺灣資本市場建構為全球最具競爭力的資本市場。

### 參考資料：


1. 李開遠，2004，證券管理法規新論，五南圖書出版股份有限公司。

<sup>14</sup> 調整為每 10 倍一級距，共 11 個級距，並將公開申購比率上限由 30% 提高至 60%。

<sup>15</sup> 以避免承銷商配售予於圈購期間新開戶之「對公司業務未來具助益潛力客戶」適用範圍彈性極大之爭議。



2. 李啓賢，2001，89 年度證券發行情法規之變動，實用稅務月刊，314 期，pp.22-34。
3. 林文政，2006，淺談「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」歷次修正與規範重點，證券暨期貨月刊，第 24 卷第 5 期，pp.19-24。
4. 邱靖博等，2009，證券市場—理論與實務，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會。
5. 施岑佩、楊慧敏，2006，談公開發行公司於國內辦理籌資之最新修正規定，證券暨期貨月刊，第 24 卷第 5 期，pp.4-12。
6. 黃仲豪、黃超邦，2011，淺談「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」修正重點，證券暨期貨月刊，第 28 卷第 8 期，pp.34-43。
7. 黃佩佩，2011，淺談承銷制度與改革，證券暨期貨月刊，第 28 卷第 8 期，pp.5-23。
8. 蕭巧玲，2008，國內募集與發行及私募有價證券新修正規範，證券暨期貨月刊，第 26 卷第 2 期，pp.36-43。
9. 賴源河，2008，證券法規，元照出版有限公司。
10. 謝佳珍，2006，淺談「發行人募集與發行海外有價證券處理準則」重點規定，證券暨期貨月刊，第 24 卷第 5 期，pp.13-18。



買賣第一上市櫃公司股票前應先評估風險並  
簽署風險預告書。