

【專題一】

淺談承銷制度與改革

黃佩佩 (證期局
科 長)

壹、前言

近年來隨著經濟發展，我國證券市場亦呈現蓬勃發展，過去十年我國上市櫃公司總家數，由 89 年的 831 家，至 99 年底已成長至 1,322 家，總市值亦由 9.2 兆元，上升至 25.8 兆元。而證券市場向為我國企業籌資的重要管道，99 年度公開發行公司申報國內募集資金案件件數，共 398 件，募集金額 4,698 億元，較 98 年度 259 件，金額 3,825 億元，件數增加 53.67%，金額增加 22.82%，顯示國內資本市場隨著景氣回溫及資本市場的國際化與自由化，持續發揮籌資的功能。

證券市場的主要功能之一，係為資金需求者與資金供給者建立橋樑，工商企業透過證券市場得以募集所需資金，藉以充實營資金、提升競爭力，並且藉由企業利潤分配，使投資大眾得以共享企業經營之成果。而承銷制度為證券市場之樞紐，其健全與否，攸關企業籌資效率及投資人權益，故為各界重視之重要課題。

金管會於 93 年 7 月成立後，組成專案小組，並於 94 年完成承銷制度之重大改革，當次主要改進措施包括：初次上市（櫃）案件（IPO）承銷價格訂定合理化、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發揮等，為現行承銷制度架構之基礎。

茲因近期部分初次上市（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。為強化承銷價格訂定之合理性、詢圈配售之公平性，並強化投資人權益之維護，金管會爰邀集證券商公會及櫃買中心共同研議，擬具「初次上市（櫃）承銷制度改進方案」，並於 99 年 12 月 22 日邀集學者專家、證券商、投資人保護中心等各界代表召開公聽會聽取意見，並綜合各界意見，據以訂定本次初次上市（櫃）承銷制度之各項改革措施，期藉由相關承

銷機制之強化，進一步促進資本市場之健全發展。

此外，近年來政府積極推動資本市場國際化，成功吸引臺灣存託憑證（TDR）之發行熱潮，期間臺灣存託憑證承銷制度亦進行部分修正，故以下將就我國承銷制度之沿革、現行承銷制度規範、本次初次上市（櫃）承銷制度改革及近年臺灣存託憑證承銷制度改革簡介之。

貳、承銷制度之沿革

我國承銷制度自 51 年起歷經多次的改革與演變，自早期為求公平全數採用公開申購配售方式，再逐步降低公開申購配售比重，並引進詢價圈購及競價拍賣等配售方式，以縮小國內、外承銷制度之差距，並使承銷價格趨近市場價值。近數十年來，我國承銷制度重大之演進過程，參照黃蘭雲小姐歸類，自 51 年起至 94 年推動承銷新制，可概略分為六個時期¹，而自 94 年推動承銷新制改革後，為配合實務需求，並使相關規範更周延，承銷制度亦持續進行部分修正，茲就歷次沿革摘述如下：

第一時期：全數公開申購配售【自 51 年 2 月起】

自 51 年 2 月臺灣證券交易所開業，於次年報請證管會准許中信局、臺銀、土銀、彰銀、一銀、華銀、合庫及中華開發等證券承銷人之設置，早期之承銷方式無確定包銷方式存在，證券交易法僅有餘額包銷方式之規定，而承銷商為避免包銷之風險，均以代銷（Best Efforts）方式為之，在促進發行人募集效率上，幾無承銷商功能之發揮。直到民國 77 年證券交易法修正公布准許綜合證券商設置後，才有證券確定包銷（Firm Commitmen）法源之出現。

在銷售方式上，制度上雖有公開申購配售及洽商銷售二種，惟仍係以全數公開申購配售為主，而此單一配售方式縱橫市場 30 多年，整體而言雖具有公平、公正、公開之優點，相對也衍生出許多弊病，引發改革聲浪。

第二時期：增訂詢價圈購及競價拍賣【自 84 年 5 月起】

為順應證券發行市場之自由化、國際化，於 84 年導入歐美、日本行之多年的詢價圈購及競價拍賣兩種配售方式，將過去以公開申購配售及洽商銷售方式為主體之承銷制度，改為以競價拍賣、詢價圈購及公開申購配售方式為主體之承銷制度，俾縮小國內外承銷制度之差距，逐步改善籌資效率及發揮承銷商功能。

第三時期：透過經紀商參加申購【自 86 年 11 月起】

¹ 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）

為簡化有價證券公開申購手續，於 86 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，且款券收付採帳簿劃撥，以改善人頭戶問題，並縮短股票上市櫃時間，降低投資人繳款後至可交易的時間風險。

第四時期：部分確定包銷制度範圍擴大【自 88 年 11 月起】

為解決承銷商與發行公司間權利義務不對稱的問題，於 88 年底擴大證券交易法第 71 條第 2 項後段有關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。

第五時期：承銷方式多元化、時價發行及縮短時程再落實【自 93 年起】

為進一步與國際接軌，自 93 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 SPO 籌資案件得以單一配售方式，即全數詢圈、全數競拍、全數申購方式辦理，可縮短詢價圈購時程將訂價至掛牌時間大幅縮短至 11 個營業日，有效降低承銷及繳款風險，此外縮短籌資案件價格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。

第六時期：承銷新制改革【自 94 年起】

為提升證券發行市場之品質及競爭力，金管會於 93 年 7 月成立後，組成「提昇證券發行市場品質專案小組」，並於 94 年起實施承銷新制，其主要改革重點如下²：

（一）初次上市（櫃）(IPO)承銷價格訂定合理化

為避免採老股承銷造成大股東與承銷商間利益衝突，爰規定 IPO 案件，除公營事業、獎勵民間參與國家重大建設事業（BOT）等案件外，原則應以發行新股方式辦理公開承銷；廢除市場沿用多年之承銷價格慣用計算公式，對於 IPO 案件承銷價格之訂定，改由承銷商以專業評價能力評估後，再與發行公司議定；另併取消初次上市（櫃）掛牌首五個營業日之漲跌幅限制，使股票掛牌後股價能迅速反應市場供需及合理價位。

（二）引進初次上市（櫃）案件價格穩定措施

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；特定股東之持股應承諾

² 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 27-32（2005 年 6 月）

掛牌後一定期間內（不得少於 3 個月，長於 6 個月）不得賣出；就承銷商是否發揮功能穩定承銷價格，列入承銷商分級管理之指標。

（三）承銷配售方式自由化

賦予承銷商在配售作業上更自由化之選擇，對 IPO 案件之承銷配售方式，由承銷商自行擇定，但倘兼採公開申購方式配售者，除公營事業 BOT 事業之案件外，其比例不得逾總承銷股數之 20%；另簡化公開申購配售作業，公開申購案件應預扣承銷價款，並調降申購手續費由原每件 30 元調整為 20 元。

（四）加強承銷商專業功能與自律機制

增訂承銷商配售自律規範；詢圈承銷案件結束後應將配售明細表等資料報公會備查；取消 IPO 案件承銷商自行認購規定，並提高承銷手續費上限。

自 94 年起實施承銷新制後，整體而言適用情形尚稱良好，惟部分個案投資人反映中籤率過低，或有配售實務公平性等問題，證券商公會爰於 95 年 10 月修正實施相關規範，規定 IPO 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最高可至 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 IPO 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。

參、現行承銷制度規範

按有價證券之承銷方式，依承銷商負擔風險之不同，可分為包銷及代銷二種；至配售方式，依據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（下稱再行銷售辦法）規定，則包括競價拍賣、詢價圈購、公開申購及洽商銷售等四種配售方式。茲就現行承銷配售方式及初次上市（櫃）承銷規範說明如下：

一、承銷方式

依證券交易法第 71 條及第 72 條規定，承銷商辦理有價證券承銷得以包銷或代銷方式為之，而包銷又可分為確定包銷及餘額包銷：

（一）包銷

1. 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，其剩餘數額之有價證券，應自行認購之。（證券交易法第 71 條第 1 項）
2. 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 71 條第 2 項）

（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，其剩餘數額之有價證券，得退還發行人。（證券交易法第 72 條）

包銷募集資金成敗風險，完全由承銷商承擔，而代銷則係由承銷商代發行人銷售證券，承銷商僅提供分銷服務，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，也由於代銷承銷商負擔之風險較低，一般而言，代銷收取之手續費較包銷為低。

二、配售方式

依據證券商公會再行銷售辦法第 5 條規定，承銷商辦理有價證券之承銷，其配售方式包括詢價圈購、公開申購、競價拍賣及洽商銷售等四種方式：

（一）詢價圈購

主辦承銷商訂定價格區間，探詢市場實際需求，並彙整詢價圈購資料與發行人議定承銷價格，進行配售。詢價圈購之精神乃是透過投資人向證券商表達可能圈購之價格與數量，瞭解市場對該有價證券之需求，進而訂定合理承銷價格，惟投資人參與詢價圈購僅係表達認購意願，承銷商受理詢價圈購亦僅係探求投資人之表達認購意願，雙方均不受詢圈單之內容所拘束。

承銷商受理詢價圈購之對象，依再行銷售辦法第 35 條規定以下列之人為限：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；6. 其他經政府核准之對象。

另依再行銷售辦法第 36 條規定，詢價圈購不得配售予發行公司之關係人、內部人及承銷商之內部人與受僱人等，包括：1. 發行公司採權益法評價之被投資公司；2. 對發行公司之投資採權益法評價之投資者；3. 公司之董事長或總經理與發行公司之董事長或總經理為同一人或具有配偶或二親等關係者；4. 受發行公司捐贈之金額達其實收基金總額三分之一以上之財團法人；5. 發行公司之董事、監察人、總經理、副總經理、協理及直屬總經理之部門主管；6. 發行公司之董事、監察人、總經理之配偶；7. 發行公司之董事、監察人、總經理之二親等親屬；8. 承銷團之董事、監察人、受僱人及其配偶、二親等親屬；9. 前各款之人利用他人名義參與應募者。

此外，依同辦法第 43 條之 1 規定³，就初次上市（櫃）等承銷案件，其詢價圈

³ 證券商公會再行銷售辦法第 43 條之 1 規定：「證券商辦理初次上市、上櫃及臺灣存託憑證初

購之對象，除應符合前述再行銷售辦法第 35 條及第 36 條規定外，更進一步規範，對於發行公司之員工；與承銷商有業務往來公司之董事、監察人、經理人及其配偶及子女；承銷商所屬金控公司、該金控公司其他子公司及其董事、監察人、經理人、其配偶子女；與發行公司、承銷商具實質關係者亦不得配售之。

（二）公開申購

係在發行公司與承銷商議定承銷價格之情況下，由投資人向承銷團申購，如果申購件數大於對外承銷股數時，則透過電腦抽籤的方式決定中籤的投資人。

依據再行銷售辦法第 54 條規定，證券商受理公開申購之配售對象以中華民國之國民為限（法人不得參與），另為提高投資人中籤機率，依同辦法第 56 條規定，每一申購人僅能選擇一家經紀商辦理申購，且每一申購人限申購一銷售單位。

（三）競價拍賣

主辦承銷商應先與發行公司議訂最低承銷價格，投資人在承銷底價事先確認的情況下，以競標方式標購有價證券，再按競標價格的高低，依序決定得標者。而依據投資人得標價格是否相同，又可分為單一價格標（荷蘭標）及複數價格標（美國標）

1. 單一價格標（荷蘭標）

證交所辦理開標時，依投標價格高低順序，由投標價格較高者依序累計投標數量，並以滿足該次提交競價拍賣數量之最後投標價格為單一得標價格；投標價格高於單一得標價格者即為得標人，並一律以單一得標價格為其得標價格（即所有投資人皆依同一價格得標）。如合格標單累計數量超過該次提交競價拍賣數量，則就投標價格等於單一得標價格之投標單，以電子計算機隨機擇定得標者，直至滿足該次提交競價拍賣之數量為止。主要適用於 IPO 以新股發行、及已上市（櫃）公司現金

次發行之承銷案件，受理詢價團購之對象，除準用第三十五條、第三十六條之規定外，如有下列各款之人參與詢價團購，應拒絕之，證券商承銷商並應取得團購人出具之符合銷售對象規定之聲明書：一、發行公司之員工。二、與承銷商有承銷業務往來公司之董事、監察人、經理人及其配偶及子女。三、承銷商本身所屬金融控股公司及該金融控股公司其他子公司；惟同屬金融控股公司之證券投資信託公司募集之證券投資信託基金則不在此限。四、承銷商本身所屬金融控股公司及該金融控股公司其他子公司之董事、監事、經理人及其配偶及子女。五、與發行公司、承銷商具實質關係者。六、前各款之人利用他人名義參與應募者（指具證券交易法施行細則第二條規定要件等之實質關係人）。證券商辦理已上市、上櫃公司現金增資或募集具股權性質之公司債或金融債或分離型附認股權特別股與分離型附認股權公司債其分離後之認股權或臺灣存託憑證再次發行之承銷案件，受理詢價團購之對象準用前項規定，惟得不受前項第一款、第二款之限制。證券商辦理臺灣存託憑證承銷案件受理詢價團購之對象除應符合第一項及第二項之規定外，如有存託機構及存託機構之董事、監察人、經理人、受僱人及其配偶及子女參與詢價團購時，應拒絕之。證券商承銷商就配售後未繳款部分另洽特定人認購之對象，準用第一項至第三項之規定。…」

增資、分離型附認股權特別股與分離型附認股權公司債其分離後之認股權等案件。

2. 複數價格標（美國標）

投標價格高者優先得標，同一價格者以電子計算機隨機擇定得標者，直至滿足該次提交競價拍賣之數量為止，原則上投資人得標價格有所不同，並非單一價格。主要適用於公開招募及 IPO 以老股發行等案件。

至承銷商受理競價拍賣之對象，應符合再行銷售辦法第 35 條資格規定，並應符合第 36 條，不得配售予發行公司及承銷商之關係人、內部人等之規定。

（四）洽商銷售

發行公司委託證券承銷商辦理有價證券配售，由承銷商洽投資人認購。此種配售方式，主要適用於普通公司債、金融債券及受益證券等不具股權性質有價證券之銷售。

至洽商銷售之對象，應符合再行銷售辦法第 73 條規定⁴，以普通公司債為例，因不具股權性質，其應拒絕配售對象限制較少，僅準用再行銷售辦法第 36 條第 8 款及第 9 款部分規定，即不得配售予承銷團之法人董事、法人監察人及持股超過 10% 之法人股東；暨前揭法人利用他人名義參與應募者。

綜觀前揭四種配售方式，實務上以詢價圈購及公開申購為資本市場上最普遍採用之銷售方式，以 98 年度及 99 年度辦理承銷案件為例，該二年度 IPO 案件合計 86 件，均係採部分詢價圈購搭配部分公開申購方式辦理配售；SPO 現金增資合計 162 件，其中超過 8 成，計 142 件採公開申購，20 件採詢價圈購；轉換公司債案件合計 181 件，全數採詢價圈購；另計有 4 件普通公司債（國際債）及 1 件證券化特殊目的信託受益證券採洽商銷售方式辦理。而競價拍賣之案件並不多見，以 94 年實施承銷新制迄今觀之，僅 97 年間台船公司上市釋股案採競價拍賣方式辦理。

⁴ 再行銷售辦法第 73 條規定：「普通公司債、未涉及股權之金融債券及分離型附認股權公司債其分離後之公司債承銷案件，證券承銷商洽商銷售之對象以中華民國國民、第三十五條第二款至第六款之對象為限；並準用第三十六條第八款、第九款之規定，惟其中第八款以承銷團之法人董事、法人監察人及持有公司股份超過百分之十之法人股東為限。受託機構公開招募受益證券或特殊目的公司公開招募資產基礎證券承銷案件，證券承銷商洽商銷售之對象以中華民國國民及第三十五條第二款至第六款之對象為限；並準用第三十六條第八款、第九款之規定，惟其中第八款以承銷團之法人董事、法人監察人及持有公司股份超過百分之十之法人股東為限。不動產資產信託受益證券承銷案件，證券承銷商洽商銷售之對象準用第三十五條、第三十六條之規定，但不受第三十六條第一款至第七款之限制。認購（售）權證承銷案件之銷售對象依「臺灣證券交易所股份有限公司認購（售）權證上市審查準則」及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣認購（售）權證審查準則」之規定辦理。普通股股票初次上市、上櫃案件，其過額配售部分採洽商銷售辦理者，證券承銷商洽商銷售之對象準用第三十五條、第三十六條之規定。」

三、股票初次上市（櫃）承銷規範

為達資本大眾化之目的，依據證交所有價證券上市審查準則（下稱上市審查準則）及櫃買中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則（下稱上櫃審查準則）相關規章規定，均要求申請公司在股票上市、櫃前，應提撥一定比例股份對外公開承銷，另證券商公會對於初次上市櫃案件承銷作業亦訂有規範。茲就相關規範摘述如下：

（一）應辦理初次上市（櫃）承銷之公司

所有申請初次上市（櫃）公司，原則均應提撥一定比例股份對外公開承銷。但上櫃轉上市公司，如其股權流通情形已符合上市股權分散標準，或不足股權分散之數額未達二百萬股或實收資本額百分之一者，基於經濟效益考量，依規定得免辦理公開承銷⁵。（上市審查準則第 11 條、上櫃審查準則第 4 條）

（二）承銷股份種類

原則應全數以現金增資發行新股方式辦理公開承銷，且提撥辦理承銷之股票以募集發行之普通股為限。但公營事業、國家經濟建設重大事業、政府獎勵民間參與國家重大公共建設事業（BOT）及依證交所營業細則第 53 條之 24 由大型公司分割受讓之公司簡易上市等 IPO 案件得採老股承銷。另為穩定價格，承銷商協調原股東提供過額配售股份，亦以老股為之。（上市審查準則第 11 條、上市審查準則補充規定第 17 條之 1、上櫃審查準則第 4 條、櫃買中心對公開發行公司申請股票櫃檯買賣應委託推薦證券商辦理承銷規定第 2 條）

（三）提出承銷比率

應至少提撥擬上市（櫃）股份總額 10% 以上股份辦理承銷，但應提出承銷之股數，申請上市公司超過二千萬股以上者，得以不低於二千萬股之股數辦理公開銷售；申請上櫃公司，依該比率計算之承銷股數如未達一百萬股者，以不低於一百萬股之股數辦理承銷；依該比率計算之承銷股數如超過一千萬股以上者，得以不低於一千萬股之股數辦理承銷。

又前揭應提撥承銷之股份，係以擬掛牌之上市（櫃）股份總數為計算基準，應加計申請上市（櫃）至掛牌日止所新增之股份（含 IPO 現金增資發行新股股份）計算之；另申請上市（櫃）公司開始為興櫃股票櫃檯買賣未滿二年者，所提出承銷之股數，得扣除其前已依法提出供興櫃股票推薦證券商認購之股數，但扣除之股數不

⁵ 證交所上市審查準則第 11 條第 3 項規定：「股票已依櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則第三條規定在櫃檯買賣中心上櫃買賣之申請上市公司，因不符合本準則股權分散規定標準，須將不足股權分散之數額，委託證券商承銷商辦理上市前公開銷售者，不受第一項提撥比率之限制；惟其不足之股數未達二百萬股或實收資本額百分之一者，得免提出公開銷售，並於上市掛牌買賣前，達到股權分散之標準。」

得逾所提出承銷總股數之 30%。(上市審查準則補充規定第 17 條之 1 及櫃買中心對公開發行公司申請股票櫃檯買賣應委託推薦證券商辦理承銷規定第 2 條、第 6 條)

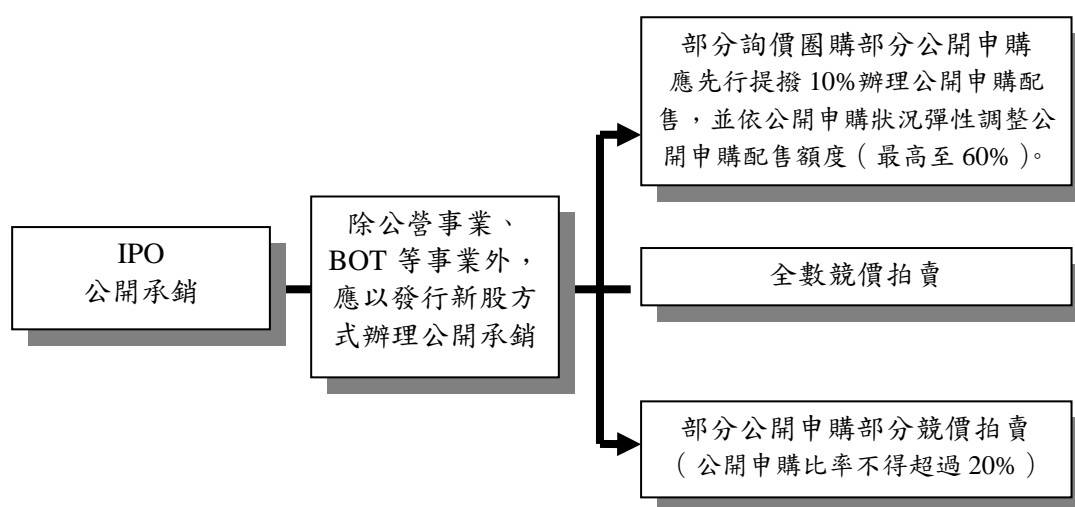
(四) 承銷時點

申請公司應於證交所或櫃買中心函知核准上市(櫃)契約之日起算,在 3 個月內辦理公開承銷並正式上市(櫃)買賣。若申請公司有正當理由無法於 3 個月內完成者,得向證交所或櫃買中心申請展延,經其等同意並報請主管機關核備後,得延長 3 個月,且以 1 次為限。(上市審查準則第 12 條、上櫃審查準則第 12 條)

(五) 承銷配售方式

IPO 案件之承銷配售方式,得採全數競價拍賣、部分競價拍賣部分公開申購、部分詢價圈購部分公開申購等三種方式擇一為之(詳圖一)。

其中如採部分競價拍賣部分公開申購者,其提撥辦理公開申購配售比率不得超過 20%;如採部分詢價圈購部分公開申購者,應先行提撥 10%辦理公開申購配售,並依公開申購狀況彈性調整公開申購配售額度,原公開申購比例最高至 30%,本次承銷制度改革修正後提高至 60%。(再行銷售辦法第 6、7、21、21 條之 1)



圖一 IPO 承銷配售方式

(六) 承銷訂價

IPO 案件承銷價格之決定,原係依據證期局 81 年 2 月 10 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及各計算因子之權值缺乏財務管理理論基礎等缺點⁶，為回歸市場機制，94 年承銷新制改革，爰廢除市場慣用公式，將承銷價格訂定回歸由承銷商專業評估後，再與發行公司議定，使承銷價格訂定更具彈性、合理化，並期發揮承銷商之專業評價功能。

一般 IPO 案件之承銷配售方式，如前所述，可採全數競價拍賣、部分競價拍賣搭配部分公開申購、或部分詢價圈購搭配部分公開申購等三種方式擇一為之。而依據公司法第 156 條第 7 項規定，同次發行之股份，其發行條件相同者，價格應歸一律。故一般 IPO 公開承銷案件，如搭配部分公開申購者，其公開申購部分，係以競價拍賣之得標價格或詢價圈購之配售價格為公開申購之認購價格。茲就再行銷售辦法中有關 IPO 案件競價拍賣及詢價圈購之承銷價格規範摘述之：

1. 採競價拍賣辦理公開承銷者

依據再行銷售辦法第 17 條之 1 及第 18 條規定，以現金增資發行新股辦理初次上市（櫃）案件，應採單一價格標（荷蘭標），即證交所辦理開標時，依投標價格高低順序，由投標價格較高者依序累計投標數量，並以滿足該次提交競價拍賣數量之最後投標價格為單一得標價格；如合格標單累計數量未達該次提交競價拍賣之承銷數量，則應重新辦理競價拍賣，惟同一案件僅限辦理三次競價拍賣。

2. 採詢價圈購辦理公開承銷者

依據再行銷售辦法第 30 條規定，初次上市、上櫃前之承銷案件應充分考量公司最新財務狀況，除參考詢價圈購狀況、一個月內之興櫃市場價格及主、協辦承銷商之研究報告與發行公司議定承銷價格，並應提出合理說明。另依同辦法第 22 條之 2 原規定，主辦承銷商應建立預詢機制，於正式詢圈前先探尋主要法人或專業投資人對價格與數量之需求，並留下紀錄。故實務上，原則係由承銷商參考興櫃價格、相關研究報告及預詢專業機構及專業投資人後，訂定詢圈區間（原規定詢圈範圍下限不得低於上限 75%），再視詢圈狀況與發行人議定最終承銷價格。本次承銷制度改革已另增訂承銷價格尚應與興櫃交易價格適度連結機制，並將原強制應辦理預詢，改為承銷商得選擇是否辦理預詢。

（七）價格穩定措施

94 年承銷新制改革，取消 IPO 案件首五個營業日漲跌幅限制，並參酌國外實務上執行安定操作之精神，引進穩定價格措施。現行 IPO 案件價格穩定措施主要如下：

⁶ 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 28（2005 年 6 月）

1. 過額配售機制

承銷商應與發行公司簽定協議，要求發行公司應協調股東提供承銷發行新股總數一定比例（上限 15%）之老股供承銷商辦理過額配售，惟承銷商得依市場需求決定過額配售數量。

承銷商於掛牌五個營業日無漲跌幅之期間內，倘股價高於承銷價格，應於 IPO 案件掛牌五個營業日結束後，就執行過額配售之款項（即以承銷價格計算之銷售金額）交付予提供老股之股東。

倘掛牌後遇有股價低於承銷價格之情形，承銷商應優先就過額配售額度範圍內，透過在其他證券商開立之穩定價格操作專戶，自交易市場買入發行公司股票，以增加買盤需求並穩定股價下跌之情形。承銷商在過額配售額度執行完畢後，應將購入之股票交回予提供過額配售之股東。

2. 承銷團不得以低於承銷價之價格賣出持股

為穩定 IPO 案件之承銷價格，於掛牌日起五個營業日內，主、協辦承銷商之自營商帳戶或依主管機關所訂「證券承銷商取得包銷有價證券出售辦法」開立之「承銷商取得有價證券出售專戶」，均不得以低於承銷價格賣出同一股票。

3. 特定股東出售股票限制

除董事、監察人及大股東之持股應依證交所及櫃買中心規定強制集保外，依證券商公會「承銷商辦理初次上市（櫃）案件承銷作業應行注意事項要點」規定，主辦承銷商應要求發行公司協助取得該公司之董事、監察人、持股達百分之十之股東等之配偶及其二親等親屬、該公司經理人本人及其配偶及其二親等親屬及其他股東，就其所持有之已發行普通股股票，承諾於掛牌日起一定期間（不得少於 3 個月，長於 6 個月）內，自願送存集保並不得賣出。

肆、本次初次上市（櫃）承銷制度改革重點

茲因部分初次上市（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，金管會經參酌各界意見及實務個案，擬具改進方案，謹就主要改進措施列述如下：

一、承銷價格訂定合理化

IPO 案件承銷價格之訂定，自 94 年承銷新制改革，廢除原市場慣用公式，期盼將承銷價格訂定回歸由承銷商專業評估。惟因近期部分個案承銷價與興櫃價差距過大，有未能合理訂定情事，為增進承銷價格訂定合理化，經配合興櫃交易制度強化，並參酌實證分析資料，本次改革爰增訂承銷價應與興櫃價適當連結機制，規範

IPO 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；另考量過去實務案件，有對一般人進行預詢，及預詢與嗣後實際詢圈配售對象不一致情事，致預詢無法發揮功能，爰廢除 IPO 案原強制預詢規定，改由承銷商得選擇是否辦理預詢，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

(一) 縮小部分詢圈部分公開申購之公開申購比率級距為 10 倍，並提高上限至 60%。

考量 IPO 案件，投資人參與公開申購意願熱烈，尤其熱門個案送件申購數量眾多往往超乎預期，導致中籤率偏低，為提高投資人中籤率及參與機會，爰縮小部分詢圈部分公開申購之公開申購比率級距由原每 25 倍一級距，共 5 個級距，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% (詳表一)。

表一 IPO 公開申購比率級距修正對照表

修正前		修正後	
申購倍數	申購比率	申購倍數	申購比率
未達 25 倍	10%	未達 10 倍	10%
		10 倍至未達 20 倍	15%
25 倍至未達 50 倍	15%	20 倍至未達 30 倍	20%
		30 倍至未達 40 倍	25%
		40 倍至未達 50 倍	30%
50 倍至未達 75 倍	20%	50 倍至未達 60 倍	35%
		60 倍至未達 70 倍	40%
75 倍至未達 100 倍	25%	70 倍至未達 80 倍	45%
		80 倍至未達 90 倍	50%
		90 倍至未達 100 倍	55%
100 倍以上	30%	100 倍以上	60%

(二) 加強配售對象之公平性及合理性

考量以往部分承銷案件，承銷商有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」情形，為強化詢價圈購配售之公平性及合理性，並避免因適用範圍彈性極大，認定上常有模糊空間之爭議，爰請證券商公會就該「潛力客戶」之

定義予以具體規範，並研議對潛力客戶與舊客戶之合理配售比例。

證券商公會並於 100 年 1 月 28 以中證商電字第 1000000218 號函修正「證券承銷商詢價圈購配售辦法」及再行銷售辦法規定如下：

1. 配售對象限於專業投資機構或與證券商有一定往來之客戶，承銷商並應訂定合理配售比例；與證券商有一定往來客戶，係指辦理詢價圈購前與證券商業務往來達六個月（含）以上者，承銷商並應就交易金額、交易次數或貢獻度等訂定相關標準，於配售原則中說明。
2. 承銷商辦理初次上市（櫃）承銷案件，應訂定獲配售圈購人放棄認購配售處理原則。
3. 公開申購額度超過 30% 以上之初次上市（櫃）承銷案件，專業投資機構實際認購數量上限由原 10% 降為 5%、其他圈購人實際認購數量上限由原 5% 降為 2%。

三、強化投資人權益維護

按證交所及櫃買中心原規範發行公司「得」於上市（櫃）前辦理業績發表會，並非強制規範，而一般初次上市（櫃）案件多係依據櫃買中心「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」相關規範召開法人說明會，且多於掛牌前始辦理。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），並由證交所及櫃買中心修正股票初次上市（櫃）前業績發表會實施要點⁷，具體規範業績發表會（或法人說明會）之舉辦方式及加強相關資訊之揭露，其規範內容如下：

（一）業績發表會之範圍

明訂上市（櫃）前業績發表會，包括法人說明會、發行說明會及任何發布有關申請公司財務、業務資訊之集會等均應納入規範，以避免適用上產生混淆或藉更改名稱規避相關規範之情形。

（二）應辦理業績發表會之適用對象及時點

申請股票或臺灣存託憑證初次上市（櫃）之公司適用之（含國內及第一上市櫃之外國公司，不含上櫃轉上市公司）；申請公司收到證交所或櫃檯買賣中心同意函至承銷商向證券商公會申報詢價圈購約定書前，應至少舉辦 1 場業績發表會。

（三）業績發表會應充分說明之事項

業績發表會中應充分說明申請公司產業發展、財務業務狀況、未來風險、上市（櫃）審議委員會詢問重點及要求於公開說明書及評估報告補充揭露事項。

⁷ 證交所 100.3.1 臺證上一字第 1000005238 號函、櫃買中心 100.3.1 證櫃審字第 1000004156 號函。

(四) 資訊揭露

1. 業績發表會 3 個營業日前

應將開會之時間、地點輸入公開資訊觀測站；發函邀請證交所或櫃買中心、證券分析協會、證券暨期貨市場發展基金會、證券商公會、各證券投資信託事業、各證券投資顧問事業、各證券自營商等相關單位指派代表出席；並檢附「承銷價格訂定所採用的方法、原則或計算方式」放置於會場供參。

2. 業績發表會後

業績發表會後當日應將業績發表會完整內容輸入公開資訊觀測站，且應將開會過程全程錄音錄影，並於次一營業日交易時間開始前輸入申請公司、主辦輔導推薦證券商網站及公開資訊觀測站。

(五) 違規之處置措施

申請公司如有未依規定辦理業績發表會者，證券商公會將暫緩其承銷，證交所及櫃買中心並將暫緩其股票或臺灣存託憑證之上市（櫃）買賣。

四、加強查核機制

鑑於原有查核機制，因受限於資料及證券商公會查核人力有限等因素，故未能完全發揮功能。為加強查核機制及強化相關配售資訊之公開，爰由證券商公會依獲配對象屬性（例如屬專業投資機構或一般法人、自然人），於網頁公開詢價圈購相關資料，並由證交所建置「交叉比對系統」以比對各詢圈案件獲配售人名單有無異常，另證交所與櫃買中心並就業管之上市（櫃）承銷案件建立抽查機制。

證券商公會並於 100 年 1 月 28 日以中證商電字第 1000000218 號函修正再行銷售辦法、「承銷商辦理初次上市（櫃）案件承銷作業應行注意事項要點」規定如下：

- (一) 證券商應取得圈購人出具同意將圈購資料（包括匯款銀行及帳戶）提供予證交所、櫃買中心建檔，除供證券交易所、櫃買中心及證券主管機關監管及查核使用外將不對外公開之聲明書。
- (二) 主辦承銷商應於掛牌日起第七個營業日，彙整獲配售人之圈購資料提供予證交所、櫃買中心建檔，並依本（外）國專業投資機構、本（外）國一般法人、本國自然人、華僑及外國自然人之分類，向證券商公會申報獲配售之配售筆數、張數及配售比率，並揭露於該公會網站。

五、適用原則

本次承銷制度改革之相關規章修正，已陸續於 100 年 1 月、2 月及 3 月間發布，除承銷價格下限及辦理業機發表會事宜，因尚無電腦作業須配合調整情事，於

相關規章公告日起實施，餘原則以 100 年度申請上市（櫃）案件者開始適用；另提高公開申購比例部分，為利系統作業一致性及避免外界混淆，99 年度申請上市（櫃）案件，於 100 年 6 月 1 日起向證券商公會申報詢價圈購暨公開申購公告者，亦應適用新制。

伍、臺灣存託憑證承銷制度改革

為因應資本市場國際化潮流，我國於 81 年開放外國發行人來臺發行臺灣存託憑證，惟外國企業來臺籌資情況初期並不活絡，自 87 年第一檔福雷電臺灣存託憑證上市後，嗣至 90 年 4 月後方陸續有東亞科、美德醫、萬宇科及泰金寶等四檔臺灣存託憑證掛牌上市。為擴大我國證券市場規模、促進資本市場國際化及金融商品之多元化，政府於 97 年 7 月陸續採行相關開放措施，包括放寬海外企業來臺上市（櫃）資格限制及籌資限制、取消外國發行人在臺募資不得直接或間接赴大陸地區投資之限制、開放香港及韓國交易所掛牌企業得來臺第二上市暨持續簡化海外企業來臺上市（櫃）相關程序等，另為強化對外國企業之監理，同時亦增訂多項監理措施，以兼顧資本市場發展及保障投資人權益。

在政府及業者積極推動下，自 97 年 7 月相關開放措施實施以來至 100 年 3 月底止，已新增 26 家海外企業完成臺灣存託憑證掛牌，成功帶動了臺灣存託憑證發行熱潮，並使我國資本市場更趨國際化。隨著臺灣存託憑證發行市場之活絡，為配合實務作業需求，並強化相關承銷規範，期間臺灣存託憑證承銷制度亦進行部分修正。以下謹就現行臺灣存託憑證承銷作業規範及近年主要修正重點摘述之：

一、臺灣存託憑證承銷作業規範

臺灣存託憑證因原股已於國外證券交易所上市，其價格尚有原股價格可資參酌，故部分承銷規範與國內有價證券承銷規範尚有不同，謹就臺灣存託憑證（TDR）初次及再次發行之承銷配售方式與訂價規範等摘要如表二。

表二 TDR 承銷規範摘要表

有價證券	承銷配售方式	訂價	備註
TDR 初次發行	部分詢價圈購及部分公開申購：應先提撥 10% 辦理公開申購配售，並依公開申購狀況彈性調整公開申購配售額度（原最高至 35%，100.2.14 修正上限提高至 50%）。	發行價格之訂定應參考該 TDR 所表彰之原有價證券於國外掛牌市場之發行慣例，並考量每單位 TDR 所表彰原有價證券之數額及原有價證券所用於報價之外幣與新台幣間之匯率，溢價高於參考價格百	1.承銷商自行認購 5~15% 2.不適用一般 IPO 案件首 5 日無漲跌幅規定

有價證券	承銷配售方式	訂價	備註
		分之十以上者，於向金管會申報案件、向證券商公會申報詢價圈購公告及承銷契約時，應評估其價格訂定之合理性及分析產生溢價之原因，並於詢價圈購公告、承銷公告及公開說明書揭露。 前項發行價格之訂定方式應列明於申請發行時之公開說明書封面。	
TDR 再次發行	1.全數詢價圈購 2.全數公開申購	1.採詢價圈購者：承銷價格不得低於基準日前1、3、5個營業日擇一計算之 TDR 平均股價之9成。 2.採公開申購者：承銷價格不得低於基準日前1、3、5個營業日擇一計算之 TDR 平均股價之7成。	承銷商自行認購 5~15%

二、臺灣存託憑證近年修正重點⁸

(一) 參照國內初次上市(櫃)案件增訂彈性調整公開申購數量機制，並提高申購比例上限

臺灣存託憑證初次發行之承銷配售方式，原依據證券商公會再行銷售辦法第 22 條規定，可採部分詢價圈購部分公開申購、全數詢價圈購或全數公開申購之方式辦理配售。惟針對部分詢價圈購部分公開申購案件，並未如國內 IPO 案件訂有視投資人申購數量彈性調整公開申購比例之機制。為保障一般投資人參與承銷之權利，爰規定臺灣存託憑證初次發行，如採詢價圈購者，應同時辦理部分詢價圈購部分公開申購，證券商公會並於 98 年 11 月及 99 年 4 月修正再行銷售辦法規定，比照國內 IPO 案件，訂定彈性調整公開申購數量機制，並降低臺灣存託憑證調整申購倍數級距（5 倍為一級距）及提高申購比例上限（最高至 35%）。嗣考量實務情形，爰併

⁸ 鐘韻玲，淺談台灣存託憑證發展與承銷制度之演進，證券公會季刊 99 年第二季，頁 42-46；鐘韻玲，近期承銷制度之興革，證券公會季刊 99 年第三季，頁 49。

本次初次上市（櫃）承銷制度改革於 100 年 2 月 14 日修正再行銷售辦法規定，提高臺灣存託憑證申購比率上限最高至 50%⁹（詳表三），並於 100 年 6 月 1 日起適用。

表三 TDR 公開申購比率級距修正對照表

	申購倍數	申購比率	詢圈比率
修正前 級距	未達 15 倍	10%	90%
	15 倍至未達 20 倍	15%	85%
	20 倍至未達 25 倍	20%	80%
	25 倍至未達 30 倍	25%	75%
	30 倍至未達 35 倍	30%	70%
	35 倍以上	35%	65%
修正後 增加 級距	35 倍至未達 40 倍	35%	65%
	40 倍至未達 45 倍	40%	60%
	45 倍至未達 50 倍	45%	55%
	50 倍以上	50%	50%

註：以往 TDR 案件最高倍數為 44 倍

（二）承銷商出售自行認購部位調節市場供求機制

自 97 年 7 月政府採取相關開放措施後，中國旺旺臺灣存託憑證於 98 年 4 月首先掛牌，市場反應相當熱烈，而緊接著掛牌的巨騰、精熙、新焦點等多檔臺灣存託憑證亦呈現連續數日漲停現象。為強化臺灣存託憑證初次掛牌後價量能合理反映，金管會除開放發行總括申報及非參與型之臺灣存託憑證等措施外，另為落實證券商管理規則第 30 條規定，證券商應視市場情況有效調節市場供求關係之功能，證券商公會於 99 年 2 月 3 日增訂「承銷商辦理外國發行人初次來臺參與發行臺灣存託憑證市場供求調節機制」，其調節標準如下：

1. 首兩營業日維持一定成交量

掛牌後首兩營業日，臺灣存託憑證價格呈現持續漲停者，主辦承銷商應使每交易日之成交量至少達 50 張，以維持市場流動性。

2. 漲幅達一定比例，承銷商釋出部位以調節供需

⁹ 證券商公會 100.2.14 中證商電字第 100000260 號函。

每日最高成交價格如超過承銷價之 20%，承銷團應以不高於承銷價加計 20% 之價格至少售出自有部位 10%，餘類推之（詳表四）。

表四 TDR 承銷商釋出自行認購部位調節機制

每日最高成交價格 達承銷價格之比例	出售自有部位價格 應不超過承銷價之比例	至少應出售 自有部位累計比例
120%	120%	10%
130%	130%	25%
140%	140%	45%
150%	150%	70%
160%	160%	100%

（三）加強配售對象規範

採詢價圈購方式辦理之初次及再次發行臺灣存託憑證案件，其配售對象，除須符合再行銷售辦法第 35 條，年滿 20 歲以上中華民國國民、本國法人及證券投資信託事業募集之證券投資信託基金……等資格外，原規範其應拒絕之配售對象，僅限於承銷團之董事、監察人、受僱人及其配偶、二親等親屬，並未對發行公司之內部人及關係人予以限制。基於配售公平性及監理衡量考量，爰比照國內 IPO 及 SPO 案件，於 98 年 11 月修正再行銷售辦法第 43 條之 1 規定，限制臺灣存託憑證配售對象不得為發行公司之內部人、關係人等，並增訂亦不得配售予存託機構及存託機構之董事、監察人、經理人、受僱人及其配偶及子女等。

（四）強化初次發行臺灣存託憑證訂價資訊揭露

為加強臺灣存託憑證初次發行訂價之相關資訊揭露以保障國內投資人權益，證券商公會於 99 年 7 月及 12 月修正證券商公會輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則第 48 條規定，規範外國發行人初次來臺參與發行臺灣存託憑證者，其承銷價格之訂定除應考量原有價證券國外掛牌市場之發行慣例、表彰原有價證券數額及匯率等影響因素外，若其承銷價格相較原掛牌市場參考價溢價達 10% 以上者，於向金管會申報案件、向證券商公會申報詢價圈購公告及申報承銷契約時，證券商公會應發揮專業評價能力，評估其承銷價格訂定之合理性，詳細分析產生溢價之原因，並於公開說明書中揭露。另亦規範初次來臺參與發行臺灣存託憑證案件於向證券商公會申報辦理詢價圈購公告前三個月，其表彰之股票價格如有異常變化者，應暫緩辦理詢價圈購。

陸、結語

資本市場為國家經濟之櫥窗，健全的承銷制度，更為建置有效率之資本市場的重要基石。我國承銷制度經過數十年演變，期間因應社會環境變遷及實務需求有多次改革，各次改革訴求之重點或有不同，惟其核心目的均係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之擴大及直接金融之快速成長，建置與維持承銷制度之效率、公平與健全，亦為政府與業者持續共同關注與努力之課題。

本次初次上市（櫃）承銷制度改革，經彙整各界意見及參酌實務情形，擬具各項改革措施，期透過相關機制及措施之強化，保障投資人權益及維護發行市場之公平與秩序，並期盼藉由本次改革，得以使承銷制度更加周延、完備，進一步促進資本市場之健全發展。

柒、參考資料

1. 黃蘭囊，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）。
2. 黃蘭囊，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）。
3. 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）。
4. 邱靖博、俞語媚、羅贊興、簡立忠、陳麗卿、謝俊欽、簡淑芬，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，2009 年 6 月二版。
5. 林進富、谷湘儀、陳易聯、高鳳梓、廖婉君、賴衍輔，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，協合國際法律事務所，中華民國證券商業同業公會委託（2006 年 12 月）。
6. 鐘韻玲，淺談臺灣存託憑證發展與承銷制度之演進，證券公會季刊 99 年第二季。
7. 鐘韻玲，近期承銷制度之興革，證券公會季刊 99 年第三季。

買賣有價證券應先至公開資訊觀測站 (<http://mops.twse.com.tw>) 查詢公司財務業務資訊，以維權益。