

【專題二】

淺談初次上市（櫃）承銷制度 改進措施



李宜雯（證期局
科員）

壹、前言

企業的發展過程中，往往需要透過於資本市場掛牌以提高知名度並增加長期資金之籌措來源，同樣地，一個資本市場的發展，亦必須增加掛牌家數以提供投資人更多「商品」，進而提高流動性，並促成資本市場的成熟。因此，初次掛牌對企業及資本市場均十分重要，各國交易所均無不盡其所能提高初次掛牌家數以活絡市場交易，而我國亦在政府提升優良企業上市（櫃）的政策推動下，每年初次上市（櫃）掛牌家數皆不斷成長。

企業於國內辦理初次上市（櫃），除了必須經過相關審查程序外，另一個需要面臨的便是上市（櫃）前公開承銷的過程，因此，初次上市（櫃）承銷制度對於我國資本市場的影響便十分重要。以我國初次上市（櫃）承銷制度而言，早期為求公平全數採用公開申購配售方式，之後為縮小國內外承銷制度差異，初步引進競價拍賣配售方式（同時期亦引進詢價圈購配售方式，惟尚未能用於初次上市（櫃）前之公開承銷），至民國 93 年之後，始將詢價圈購配售方式導入初次上市（櫃）承銷制度中，而民國 94 年承銷新制改革，更開放初次上市（櫃）承銷得採用 100% 詢價圈購配售制度，使我國初次上市（櫃）承銷制度朝國際化邁進一大步。

然而各國證券市場的發展、投資人結構等均有極大差異，因此行政院金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）於 93 年 7 月 1 日成立後，除了參採國際承銷制度外，亦考量我國國情之不同，不斷研議改進承銷制度，以期提高證券承銷商之專業與自律，並達到承銷配售之合理與公平。

貳、改進措施

自民國 94 年承銷新制大幅改革承銷制度以來，雖將我國承銷制度推向國際化，並致力於提高機構投資人在證券市場之投資比率，然而因我國市場結構之不同（如散戶投資人占較高比率等）及承銷制度歷史發展之差異（如公開申購配售方式已行之多年等），使國內證券承銷商之專業角色至今仍未能有效發揮。在初次上市（櫃）承銷制度部分，自開放初次上市（櫃）承銷案件得採詢價圈購配售方式以來，各發行公司及證券承銷商多採取部分詢價圈購部分公開申購之承銷方式，近幾年考量實務運作情形及市場投資人之需求，已逐步提高公開申購比例，並加強詢價圈購配售之查核機制，惟市場上仍迭有反映初次上市（櫃）承銷案件之公開申購比例偏低、詢價圈購配售不具公平性及承銷價格與興櫃價格差距過大等疑慮，爰仍有再進一步檢討修正初次上市（櫃）承銷制度之必要。

為使我國初次上市（櫃）制度在與國際接軌之餘仍能兼顧我國國情及實務需要，金管會爰於 99 年 12 月 22 日邀集多位學者、各家證券承銷商及相關單位代表召開「初次上市（櫃）承銷制度及興櫃交易制度改進方案」公聽會，經會議決議之初次上市（櫃）承銷制度改進措施如下：

一、初次上市（櫃）承銷價格訂定合理化

附表一 初次上市（櫃）承銷價格訂定合理化之改進措施

修正前	修正後
<p>1.初次上市（櫃）預詢制度</p> <p>(1)辦理初次上市（櫃）前承銷案件之詢價圈購作業「應」建立預詢機制。</p> <p>(2)預詢應留下紀錄，以書面方式保留一年，並以電子媒體方式保留三年備查。</p> <p>(3)近期案件發現，預詢機制未能有效發揮。</p>	<p>(1)辦理初次上市（櫃）前承銷案件之詢價圈購作業「得」建立預詢機制。</p> <p>(2)如有辦理預詢作業，仍應留下紀錄，以書面方式保留一年，並以電子媒體方式保留三年備查。</p>
<p>2.初次上市（櫃）承銷價格限制</p> <p>(1)承銷價格可能範圍下限不得低於上限之 75%（指詢價圈購之價格區間）。</p> <p>(2)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、協辦證券承銷商之研究報告訂定承銷價格，並應提出合理說明；若承銷價格與訂價日前一營業日之興櫃價格差距達 50% 時，應具體</p>	<p>(1)取消詢價圈購之價格區間限制。</p> <p>(2)仍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、協辦證券承銷商之研究報告訂定承銷價格，並應提出合理說明；惟承銷價格不得低於向券商公會申報詢價約定書前興櫃有成交之</p>

修正前	修正後
<p>說明訂價之理由。</p> <p>(3)承銷價格與興櫃價格或掛牌首 5 日價格多有大幅差距，致有承銷價格訂定不合理之疑慮。</p>	<p>10 個營業日其成交均價簡單算術平均數之 7 成。</p> <p>(3)公司向本會申報初次上市（櫃）現金增資案件時，證券承銷商亦應檢視其暫定價格應不低於申報日前興櫃股票有成交之 10 個營業日成交均價算術平均數之七成。</p>

（一）取消初次上市（櫃）案件須強制預詢之規定

為使證券承銷商於辦理詢價圈購前，能先探尋主要法人或專業投資人對價格與數量之需求，以訂定合理之詢價圈購區間，爰中華民國證券商業同業公會（下稱證券商公會）規範證券承銷商辦理初次上市、上櫃前承銷案件之詢價圈購作業「應」建立預詢機制，並應以書面及電子媒體方式留下紀錄備查¹。經瞭解證券承銷商之實際運作情形，發現部分個案中，證券承銷商預詢對象與實際詢價圈購配售對象有顯著差別，經分析可能原因如下：

1. 因預詢為強制性質又非實際詢價圈購作業，專業機構或專業投資人多基於證券承銷商之邀約回傳預詢單，其中亦包括部分明知已無意參與詢價圈購之專業機構或專業投資人，致預詢對象與實際詢價圈購對象產生不一致之情形。
2. 部分證券承銷商於詢價圈購配售時，選擇配售予新開戶之圈購人（證券承銷商多稱其為「潛力客戶」），惟因預詢應以法人或專業投資人為對象，而「潛力客戶」多並非符合條件之預詢對象，致實際詢價圈購配售對象與預詢對象有顯著差別。

另部分個案中亦發現，因證券承銷商與發行公司在預詢之前即對詢價圈購價格區間已有共識，故即使部分專業機構或專業投資人回傳之預詢單提供證券承銷商及發行公司預期以外之價格，證券承銷商及發行公司仍未將其列入參考而調整其詢價圈購價格區間，致預詢結果與詢價圈購之價格區間有顯著差距，亦使預詢機制無法有效落實。

綜上，考量部分證券承銷商辦理預詢之結果未能與實際詢價圈購結合，造成預詢機制徒具形式，爰取消強制預詢制度，惟若證券承銷商認為預詢機制對其詢價圈購作業仍具有實益，則仍可選擇辦理預詢作業，惟仍應依規定留下紀錄，以書面方式保留一年，並以電子媒體方式保留三年備查。

¹ 修正前「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第 22 條之 2。

（二）將承銷價格與興櫃價格適度連結

自 94 年承銷新制取消價格計算公式後，證券承銷商多採用國際上慣用之市價法、成本法及現金流量折現法等比較評估，以訂定預詢之區間（通常區間範圍較大），再參考預詢結果訂定詢價圈購價格區間（依規定詢價圈購價格區間之下限不得低於上限之百分之七十五）²，最後，經參考詢價圈購狀況、一個月內之興櫃市場價格及主、協辦證券承銷商之研究報告與發行人議定承銷價格³，依規定並應提出合理說明；另若承銷價格與訂價日前一營業日之興櫃價格差距達百分之五十，亦應具體說明訂價之理由⁴。

惟近年來發現許多個案，其承銷價格與掛牌前一日興櫃成交均價差距過大，又掛牌前五日之收盤價亦大幅高於承銷價格，致投資人多有承銷價格訂定不合理之疑慮，且亦誘使有心人士不當操作以賺取差價，爰本次初次上市（櫃）承銷制度改進方案將承銷價格與興櫃價格作適度連結，規範承銷價格不得低於向券商公會申報詢價約定書前興櫃有成交之十個營業日其成交均價簡單算術平均數之七成。惟考量興櫃市場流動性不足，價格易於炒作，較不具客觀性，如貿然將承銷價格與興櫃價格連結，易造成有心人士刻意操控興櫃價格，致承銷價格扭曲、損及投資人權益，爰本次除修正初次上市（櫃）承銷制度外，亦同步檢討修正興櫃交易制度，以使承銷價格之訂定更加合理化。

二、初次上市（櫃）承銷方式公平化

附表二 初次上市（櫃）承銷方式公平化之改進措施

修正前	修正後
1.公開申購配售比例 (1)部分競價拍賣部分公開申購：公開申購配售比例不得超過承銷總數 20%。 (2)部分詢價圈購部分公開申購：公開申	部分詢價圈購部分公開申購者，公開申購比例至少應為承銷總數之 10%，且公開申購倍數每增加 10 倍，公開申購比例增

² 修正前「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第 24 條第 1 項第 7 款規定。

³ 依「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第 28 條第 2 項規定（本次未修正），主辦承銷商應於彙總圈購情況後，與有價證券持有人或發行公司（發行機構）議定實際承銷價格，其承銷價格應一致。

⁴ 修正前「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第 30 條第 2 項規定。

⁵ 證交所或櫃檯買賣中心規定辦理公開銷售股數，已扣除依相關法令規定保留供發行公司員工認股部分，且不含過額配售部分。

⁶ 公開申購倍數 = 合格申購筆數（以公開申購截止日經紀商傳輸證交所之最後確認申購總數量認定之）÷ 承銷總數之 10%（最低公開申購比例）。

修正前	修正後
<p>購比例至少應為承銷總數⁵之 10%，並依申購數量調整公開申購配售數量（公開申購倍數⁶每增加 25 倍，公開申購比例增加 5%，公開申購比例最高為 30%）。</p> <p>(3)投資人多反映公開申購比例過低。</p>	<p>加 5%，公開申購比例最高為 60%。</p>
<p>2.詢價圈購配售限制</p> <p>(1)對象限制：除應為年滿 20 歲之中華民國國民或為符合相關條件之機構法人或基金外，尚須排除發行公司與證券承銷商之關係人、內部人及員工等。</p> <p>(2)數量限制：配售與專業投資機構⁷之數量不得超過各該證券承銷商承銷數量之 10% 或 10 萬股孰高者；配售與其他圈購人⁸之數量不得超過各該證券承銷商承銷數量之 5% 或五萬股之孰高者。</p>	<p>(1)規範配售對象謹限於專業投資機構或與證券承銷商有「一定往來」之客戶，證券承銷商並應訂定合理配售比例。</p> <p>(2)公開申購比例達 30% 以上者，專業投資機構認購數量上限為 5%、其他圈購人認購數量上限為 2%；公開申購比率未達 30% 者，則維持現行規範（專業投資機構實際認購數量上限為 10%、其他圈購人實際認購數量上限為 5%）。</p>

（一）提高公開申購比例

依「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第七條第一款規定（本次未修正），股票初次上市、上櫃案件，得全數辦理競價拍賣，或部分競價拍賣部分公開申購配售，惟公開申購配售部分不得超過承銷總數百分之二十。

另依修正前「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第二十一條之一第一項規定，現金增資發行新股辦理股票初次上市、上櫃前之承銷案件，且同時以詢價圈購及公開申購配售方式辦理者，應先行就證交所或櫃檯買賣中心規定辦理公開銷售股數（已扣除依相關法令規定保留供發行公司員工認股部分，且不含過額配售部分）之百分之十額度辦理公開申購配售，並依申購數量調整公開申購配售數量，茲整理如下：

⁷ 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。

⁸ 含一般法人、自然人。

申購倍數	申購比例	詢圈比例
25 倍 (不含) 以下	10%	90%
25 倍 (含) 至 50 倍 (不含)	15%	85%
50 倍 (含) 至 75 倍 (不含)	20%	80%
75 倍 (含) 至 100 倍 (不含)	25%	75%
100 倍 (含) 以上	30%	70%

由於詢價圈購制度具有詢價之功能，可透過詢價圈購過程誘使機構投資人提供私有價格資訊，並透過證券承銷商之配售裁量權，使發行公司可選擇理想的股東結構，加以詢價圈購制度可提高配售效率，故發行公司及證券承銷商均偏好採用詢價圈購配售方式，惟依規定初次上市（櫃）案件不得採全數辦理詢價圈購配售方式辦理承銷，故現行皆採部分詢價圈購部分公開申購方式辦理。

由於詢價圈購制度較適用於機構投資者比例較高之市場，故我國於引進詢價圈購制度時，仍保留公開申購配售方式，以提供散戶投資人參與初次上市（櫃）承銷之機會，惟因我國散戶投資人比重偏高，故迭有投資人反應公開申購比例不足之情形。考量我國股市散戶投資人比例大約占六至七成，爰本次將部分詢價圈購部分公開申購之公開申購比例由百分之三十提高至百分之六十，並將公開申購倍數級距由二十五倍調降至十倍，以符合投資人之需求。茲將申購倍數及比例整理如下：

申購倍數	申購比例	詢圈比例
10 倍 (不含) 以下	10%	90%
10 倍 (含) 至 20 倍 (不含)	15%	85%
20 倍 (含) 至 30 倍 (不含)	20%	80%
30 倍 (含) 至 40 倍 (不含)	25%	75%
40 倍 (含) 至 50 倍 (不含)	30%	70%
50 倍 (含) 至 60 倍 (不含)	35%	65%
60 倍 (含) 至 70 倍 (不含)	40%	60%
70 倍 (含) 至 80 倍 (不含)	45%	55%
80 倍 (含) 至 90 倍 (不含)	50%	50%
90 倍 (含) 至 100 倍 (不含)	55%	45%
100 倍 (含) 以上	60%	40%

（二）加強詢價圈購配售之公平性

由於發行公司及證券承銷商多選擇以部分詢價圈購部分公開申購之方式辦理初次上市（櫃）承銷作業，加以詢價圈購制度係給予證券承銷商配售裁量權，故訂定相關規範以維持詢價圈購配售之公平性更顯得重要，茲將我國現行針對詢價圈購配售之相關配售規範整理如下：

1. 配售對象限制

依「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第四十三條之一規定（本次未修正），證券商承銷商辦理初次上市、上櫃之承銷案件，受理詢價圈購之對象，除準用第三十五條、第三十六條之規定外，如有第四十三條之一第一項各款之人參與詢價圈購，應拒絕之。茲將相關條件整理如下：

<p>第 35 條（得配售之人）</p> <p>一、年滿二十歲之中華民國國民。 二、本國法人及證券投資信託事業募集之證券投資信託基金。 三、外國專業投資機構。 四、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。 五、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。 六、其他經政府核准之對象。</p>
<p>第 36 條（不得配售之人）</p> <p>一、發行公司（發行機構）採權益法評價之被投資公司。 二、對發行公司（發行機構）之投資採權益法評價之投資者。 三、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。 四、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。 五、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。 六、發行公司（發行機構）之董事、監察人、總經理之配偶。 七、發行公司（發行機構）之董事、監察人、總經理之二親等親屬。 八、承銷團之董事、監察人、受僱人及其配偶、二親等親屬。 九、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）。</p>
<p>第 43 條之 1 第 1 項（不得配售之人）</p> <p>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）。</p>

2. 配售數量限制

依修正前「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第二十七條之一第一項⁹規定，證券商承銷商於辦理詢價圈購配售時，配售與專業投資機構（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）之數量不得超過各該證券商承銷商承銷數量之百分之十或十萬股孰高者；配售與其他圈購人（含一般法人、自然人）之數量不得超過各該證券商承銷商承銷數量之百分之五或五萬股之孰高者，另與證券商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商承銷商承銷數量之百分之二十。

3. 配售作業規範

證券商承銷商辦理詢價圈購配售作業，均應依「中華民國證券商業同業公會證券商承銷商詢價圈購配售辦法」辦理，依該辦法第二條規定，證券商承銷商辦理詢價圈購配售之分配，應以公平、合理之方式為之，另依修正前「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第二十八條第一項規定，參加圈購之投資人向證券商承銷商遞交圈購單，僅係向證券商承銷商表達認購意願，證券商承銷商受理圈購，亦僅係探求投資人之認購意願，雙方均不受圈購單之內容所拘束。

綜上，證券商承銷商於辦理詢價圈購配售時，除應遵守相關規定不得配售予「不得配售之人」外，因證券商承銷商及圈購人不受圈購單之內容所拘束，故證券商承銷商有擇定詢價圈購配售對象及決定圈購人獲配數量之裁量權，此亦為詢價圈購配售之精神所在。然而實務作業上，證券商承銷商常有配售過於集中於某些圈購人，使投資人產生配售不公平之疑慮，此外證券商承銷商於詢價圈購配售時，亦常有配售不合理之現象：例如配售予自然人之比例高於配售予機構法人之比例，或集中配售予新開戶之客戶（證券商承銷商多稱其為「潛力客戶」，惟並無明確之定義）而非舊有之大客戶等。

為避免證券商承銷商將其配售裁量權私有化，且依過去查核經驗，發現部分不得配售對象較易利用新開戶之圈購人（或稱潛力客戶）作為其人頭戶而參與配售，為杜絕部分不法人士可能利用人頭戶參與配售之風險，爰本次初次上市（櫃）承銷制

⁹ 普通股初次上市、上櫃案件每一圈購人實際認購數量規定如下：

- 一、專業投資機構實際認購數量不得超過各該證券商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。
- 二、其他圈購人實際認購數量不得超過各該證券商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。

另依同條第3項規定，承銷商依第1項第2款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商承銷商承銷數量之百分之二十。

度改進方案增訂詢價圈購配售對象限制，規範詢價圈購配售對象限於專業投資機構或與證券承銷商有「一定往來」之客戶，而所謂「一定往來」客戶，係指辦理詢價圈購前與證券承銷商業務往來達六個月（含）以上者，證券承銷商應就交易金額、交易次數或貢獻度等訂定相關標準，並於配售原則中說明。

此外，為避免證券承銷商於詢價圈購配售有過度集中之情形，本次初次上市（櫃）承銷制度改進方案爰修正相關規範，降低詢價圈購認購數量上限，惟考量市況不佳時，參與詢價圈購及公開申購之投資人較少，若貿然調降詢價圈購認購數量上限，恐影響承銷案件無法順利完成，爰規範公開申購比率達百分之三十以上之初次上市（櫃）承銷案件（即申購情形較為熱烈之承銷案件），專業投資機構實際認購數量上限由百分之十降為百分之五、其他圈購人實際認購數量上限由百分之五降為百分之二，至公開申購比率未達百分之三十者，則維持現行規範（即專業投資機構實際認購數量上限為百分之十、其他圈購人實際認購數量上限為百分之五）。

三、強化投資人權益維護

（一）修正前相關規範

為充分揭露初次申請股票上市（櫃）公司（以下簡稱申請公司）之財務、業務資料，以為投資人投資決策之參考，台灣證券交易所股份有限公司及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心分別訂定「臺灣證券交易所股份有限公司公司股票初次上市前業績發表會實施要點」及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心股票初次上櫃前業績發表會實施要點」，規範初次上市（櫃）公司辦理業績發表會應遵循事項，茲將其規範摘述如下：

1. 申請公司「得」於上市（櫃）前辦理股票初次上市（櫃）前業績發表會。
2. 舉辦期間：應於收到上市（櫃）同意函，並將承銷契約副本報請主管機關備查後一個月內。
3. 舉辦場地：應於台北市舉辦一場，並得視銷售情況，於台中市或高雄市增加舉辦，並應選定至少可容納二百人以上聽眾之場地。
4. 資訊揭露：應於上市（櫃）前業績發表會開會三個營業日前，至少於三家日報顯著部分刊登公告揭露相關事項。

至一般公司召開法人說明會，並無相關規範，台灣證券交易所股份有限公司及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心亦謹規範上市（櫃）及興櫃公司於召開法人說明會時，應遵循相關資訊揭露規範。

（二）實務運作情形

由於業績發表會之相關規定較為繁雜，且現行規範並未強制初次上市（櫃）公司應於上市（櫃）前辦理業績發表會，同時，因國內企業於辦理初次上市（櫃）前皆須掛牌興櫃六個月，故公司於掛牌上市（櫃）前多選擇邀集法人召開法人說明

會，並依「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興櫃股票審查準則」相關規定辦理資訊揭露。

然而，公司辦理初次上市（櫃）前之法人說明會，多係邀集法人參與，一般投資大眾較難知悉法人說明會之詳細內容，造成投資大眾資訊不對等之疑慮。且經統計，公司辦理法人說明會多於訂價日（掛牌前五天）後至掛牌前一天辦理，尤其掛牌前一天辦理者為多，此時公司初次上市（櫃）案件均已承銷完畢，法人說明會之內容僅能提供擬參與次級市場之投資人參考，對於參與初次上市（櫃）承銷案件之投資人而言，於參與詢價圈購或公開申購前並無充分資訊作為參考。

此外，法人說明會之內容亦常被質疑多「報喜不報憂」，公司未於法人說明會中主動揭露相關風險，甚至部分個案公司在法人說明會中有導引股價預期之嫌，造成法人說明會變相成為公司利用之工具，而失去其作為投資人投資決策參考之功能。

（三）本次修正重點

考量前述情形，本次初次上市（櫃）承銷制度改進方案亦同時檢討業績發表會之法規，並大幅修正「臺灣證券交易所股份有限公司公司股票初次上市前業績發表會實施要點」及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心股票初次上櫃前業績發表會實施要點」，將舉辦地點等較繁複之形式規範刪除，並加強資訊揭露之規範，主要修正重點說明如下：

1. 為避免公司利用各種明義變相召開小型法說會，以排除業績說明會相關規範之適用，爰明訂上市（櫃）前業績發表會之範圍，應包括法人說明會、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。
2. 為使投資人於參與詢價圈購或公開申購前，能有充分資訊作為參考，以助於投資人於詢價圈購過程當中充分反映其價格資訊，促使價格訂定更趨合理化，爰規範初次上市（櫃）公司均應於向中華民國證券商同業公會申報詢價圈購約定書前，至少辦理一場上市（櫃）前業績發表會。
3. 為使公司於業績發表會時充分揭露資訊予投資人，避免利用業績發表會導引投資人對公司未來股價之預期，爰規範證交所或櫃買中心應派員出席，且業績發表會內容應包含發行公司產業發展、財務業務狀況、未來風險、有價證券上市（櫃）審議委員會詢問重點暨證交所或櫃買中心要求於公開說明書及評估報告補充揭露事項。
4. 為維持投資大眾資訊之對等，爰規範公司應將上市（櫃）前業績發表會之開會過程全程錄音錄影，並上傳至發行公司、證券承銷商網站及證交所或櫃買中心指定之網際網路資訊申報系統，供投資人閱覽。
5. 為使公司確實遵守相關規定，爰規範公司如未依規定辦理者，證券商公會應暫緩其承銷，證交所或櫃買中心亦應暫緩其股票上市（櫃）買賣。

四、加強檢核機制

依「中華民國證券商業同業公會會員業務查察辦法」之規定，證券商公會對會

員業務之查核作業分為每季例行查核（對會員受託買賣外國有價證券、承銷或再行銷售有價證券及證券商辦理財富管理業務相關事宜進行查核）及選案查核（例行查核以外，因特定事由進行之查核）。另證券商公會為落實專家責任、提昇證券商承銷商輔導案件品質，以確保證券承銷商辦理募集與發行有價證券案件之評估作業已依證券商公會相關規定執行必要之查核並製作工作底稿，爰訂定「中華民國證券商業同業公會承銷商輔導發行公司募集與發行有價證券工作底稿抽核辦法」，規定證券商公會每年均應就前一年度證券商承銷商辦理發行公司募集與發行國內及海外有價證券案件進行抽核，並派員對證券商承銷商評估報告工作底稿辦理查核。

依前述規範，證券商公會現行除每季抽查證券商承銷商辦理承銷業務（如預詢、詢價圈購等）有無缺失，並抽核證券商承銷商之工作底稿外，另有其他專案查核（如投資人檢舉等），平均每年抽查案件約 28 件。惟因證券商承銷商辦理詢價圈購案件提供予證券商公會之資料有限（僅法人與自然人之配售比例）、人頭戶資金流難以追查及證券商公會查核人力有限等因素，故現行查核機制未能完全發揮功能，近年來仍發現諸多承銷相關缺失，爰本次初次上市（櫃）承銷制度改進方案為加強承銷查核機制，增訂相關規範如下：

1. 為建立配售名單資料庫以供相關單位監管及查核使用，爰增訂圈購人應於向證券商承銷商遞交圈購單前，簽署同意證券商將其詢價圈購相關資料（含圈購人姓名、圈購數量及價格、獲配售人姓名、獲配售數量、匯款銀行與帳號、獲配售人與證券商承銷商之關係及獲配售理由等）提供予證交所及櫃買中心建檔之聲明，並由證券商承銷商於申報上市（櫃）案文件中承諾提供證交所或櫃買中心前開詢價圈購之相關資料。
2. 為使資訊適度公開，爰規範在資訊公開暨符合「個人資料保護法」規定之原則下，由證券商公會於網頁公開詢價圈購相關資料，以「去識別化」或「分類」之方式供投資人查閱。
3. 為加強監督機制，爰由證交所建置「交叉比對系統」，以比對各詢價圈購案件獲配售人名單，瞭解有無異常；並由證交所及櫃買中心就所業管之上市（櫃）承銷案件，瞭解證券商承銷商（包括調閱工作底稿等）是否符合證券商相關法令。

本次初次上市（櫃）承銷制度改進措施彙整如下表：

初次上市（櫃）承銷制度改進措施彙總表

初次上市 （櫃）承銷 價格訂定合 理化	健全興櫃 交易制度	新興櫃交易制度業於 100 年 3 月 1 日實施。
	廢除強制 預詢制度	廢除現行初次上市（櫃）承銷案件強制預詢規定，並取消現行詢價圈購範圍下限不得低於上限 75% 之限制。
	承銷價格與 興櫃價格適 度連結	承銷價格不得低於向券商公會申報詢價約定書前興櫃有成交之 10 個營業日其成交均價簡單算術平均數之 7 成。

初次上市 (櫃)承銷 配售方式公 平化	提高公開 申購比例	縮小部分詢價圈購部分公開申購案件之公開申購比率級距為 10 倍，並提高上限至 60%。
	健全詢價圈 購配售規範	<ol style="list-style-type: none"> 1. 詢價圈購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，所謂「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，證券商應就交易金額、交易次數或貢獻度等訂定相關標準，並於配售原則中說明。 2. 公開申購比例達 30% 以上者，專業投資機構認購數量上限為 5%、其他圈購人認購數量上限為 2%；公開申購比率未達 30% 者，則維持現行規範（專業投資機構實際認購數量上限為 10%、其他圈購人實際認購數量上限為 5%）。
強化投資人 權益維護	健全業績 發表會制度	<ol style="list-style-type: none"> 1. 上市（櫃）前業績發表會之範圍，應包括法人說明會、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。 2. 初次上市（櫃）公司均應於向中華民國證券商同業公會申報詢價圈購約定書前，至少辦理一場上市（櫃）前業績發表會。 3. 證交所或櫃買中心應派員出席，且業績發表會內容應包含發行公司產業發展、財務業務狀況、未來風險、有價證券上市（櫃）審議委員會詢問重點暨證交所或櫃買中心要求於公開說明書及評估報告補充揭露事項。 4. 公司應將上市（櫃）前業績發表會之開會過程全程錄音錄影，並上傳至發行公司、證券商承銷商網站及證交所或櫃買中心指定之網際網路資訊申報系統，供投資人閱覽。 5. 公司如未依規定辦理者，證券商公會應暫緩其承銷，證交所或櫃買中心亦應暫緩其股票上市（櫃）買賣。
加強檢核機制		<ol style="list-style-type: none"> 1. 圈購人應於向證券商承銷商遞交圈購單前，簽署同意證券商將其詢價圈購相關資料提供予證交所及櫃買中心建檔之聲明，並由證券商承銷商於申報上市（櫃）案文件中承諾提供證交所或櫃買中心前開詢價圈購之相關資料。 2. 在資訊公開暨符合「個人資料保護法」規定之原則下，由證券商公會於網頁公開詢價圈購相關資料，以「去識別化」或「分類」之方式供投資人查閱。 3. 由證交所建置「交叉比對系統」，以比對各詢價圈購案件獲配售人名單，瞭解有無異常；並由證交所及櫃買中心就所業管之上市（櫃）承銷案件，瞭解證券商承銷商是否符合證券相關法令。

參、施行日期

本次初次上市（櫃）承銷制度改進方案之重要修正規章如下：

一、證券商公會修正「證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」、「承銷商辦理初

次上市（櫃）案件承銷作業應行注意事項要點」及「證券承銷商詢價圈購配售辦法」，並於 100 年 2 月 14 日發布。

二、證交所及櫃買中心分別修正「股票初次上市前業績發表會實施要點」及「股票初次上櫃前業績發表會實施要點」並皆於 100 年 3 月 1 日發布。

為使業界有相當時日適應新制度及輔導發行公司規劃適用，並配合資訊程序作業時間，本次改進措施除承銷價格下限及未依規定辦理業績發表會者應暫緩承銷等節應於相關規章發布後實施外，其餘自本（100）年度起申請上市（櫃）之案件適用。至 99 年度申請上市（櫃）案件，亦請證券承銷商輔導並鼓勵發行公司採用新制，惟自 100 年 6 月 1 日起全面適用新制。

肆、結語

過去承銷制度之改革，主要係為與國際接軌，並希望藉此提昇國內證券承銷商之專業能力及國際競爭力，惟由於我國證券市場結構及承銷制度發展背景與國外市場仍有差距，且國內證券承銷商並未發揮其專業及自律精神，致近年來承銷案件仍發現諸多缺失，投資人亦對承銷制度之公平性及合理性產生疑慮，爰本次提出初次上市（櫃）承銷制度改進方案，應可減少現行承銷制度產生之諸多缺失，亦可符合市場投資人之需求，未來並將視承銷制度適用情形，隨時予以調整，以期能發展更適用於國內證券市場之承銷制度。

