

【專題三】



推動初次上市（櫃）案件優先 採用競價拍賣方式辦理承銷

證期局
陳湘琴（稽核）

壹、前言

資本市場向為我國企業籌資之重要管道。企業透過於證券發行市場上市（櫃）掛牌以提升知名度、強化企業競爭力及籌募營運所需之長期資金，另一方面，提供資金之投資人則藉由企業利潤分配以分享企業經營成果，發展國民經濟。於此證券發行市場中，負責有價證券之推薦、輔導評估與銷售之專業仲介機構--證券承銷商所扮演之角色就至為重要，證券承銷商是否以公平、合理之方式辦理承銷，對發行公司之股權結構與經營、投資人之權益保障與整體資本市場之健全發展等，均有重要的影響。

我國證券承銷制度自 51 年起歷經多次的改革與演變，自早期為求公平而全數採用以一般散戶投資人為主之公開申購配售方式，嗣因產生人頭戶及掛牌後股價大幅波動等問題，為增加法人參與初級市場以健全公司股東結構與發行市場機制，及為改進公開申購無法產生價格發現之功能，爰於 84 年間導入歐美、日本行之多年的競價拍賣與詢價圈購兩種配售方式，以使證券承銷商能發揮專業訂價及配售功能。嗣後因應社會環境變遷及實務需求等，並於參考國際承銷制度以與國際接軌及兼顧我國證券市場投資人結構與投資環境不同之下，我國承銷制度陸續有多次制度面與作業面的改革，歷次改革訴求重點或有不同，惟其核心目的均係以促進資本市場自由化、國際化、提升承銷訂價及配售之公平性與合理性、增進企業籌資效率及保障投資人權益等為主軸。

目前國內有價證券承銷之配售方式包括競價拍賣、詢價圈購、公開申購及洽商銷售等方式。以初次上市(櫃)之股票承銷案件而言，實務上多係採用詢價圈購搭配公開申購配售方式辦理承銷。鑒於現行詢價圈購配售在實務運作上產生較多弊端與問題，且造成證券承銷商從業人員執行業務風險甚大，爰本次承銷制度改革主軸，主要係對詢價圈購配售適用之範圍予以適當限制，並推動自 105 年度起，初次上市(櫃)股票承銷案件，除符合特定條件者外，應優先採用更具公平與公開性之競價拍賣方式辦理承銷。本文以下將就本次承銷制度改革緣起、新競價拍賣制度作業與規範修正重點、對詢價圈購予以適當限制方案、外界關心事項及新制實施日期等酌作說明。

貳、本次承銷制度改革緣起

一、現行股票承銷規定簡介：

依現行「中華民國證券商商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」(下稱承銷或再行銷售辦法)相關規定，初次上市(櫃)股票(IPO 案件)之承銷配售方式包括全數競價拍賣、部分競價拍賣部分公開申購配售、及部分詢價圈購部分公開申購配售等三種方式，惟實務上多係採用部分詢價圈購部分公開申購配售方式辦理承銷。至於上市(櫃)公司辦理現金增資發行新股案件(SPO 案件)，如原股東未放棄認購，非全數提出對外承銷者，對外公開銷售部分應採全數公開申購方式辦理；如為原股東全數放棄認購而全數提出對外公開承銷者，可採全數競價拍賣或全數詢價圈購方式辦理，惟實務上此種全數提出對外公開銷售案件亦多係採用全數詢價圈購方式辦理承銷。

有關承銷價格之規範部分，IPO 案件採詢價圈購配售方式辦理承銷者，承銷價格不得低於向證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；採競價拍賣方式辦理者，最低承銷價格(競拍底價)以向證交所或櫃買中心申報之計算方式所得之結果為其上限。SPO 案件採詢價圈購配售方式辦理承銷者，承銷價格不得低於向證券商公會申報詢價圈購約定書及承銷契約前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股除權(或減資除權)及除息後平均股價之九成；採競價拍賣方式辦理承銷者，最低承銷價格不得低於辦理競價拍賣公告日前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股除權(或減資除權)及除息後之九成；採公開申購方式辦理承銷者，承銷價格不得低於除權交易日前五個營業前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股除權(或減資除權)及除息後之七成。

從前述介紹可以發現，法規上對於承銷配售方式雖保有多元化選擇，惟詢價圈購仍為目前資本市場上 IPO 及 SPO(全數對外公開銷售者)案件最普遍之銷售方式。承銷商偏好以詢價圈購方式辦理承銷，多著眼於其募資較具配售效率，且證券商可藉由詢

價圈購經營投資客戶、建立配售通路及維持與專業機構法人互動，有助證券商業務發展及維持其競爭力，另外因為實際承銷價格係由承銷商與發行公司議定，且透過承銷商之配售裁量權，亦使發行公司可選擇理想的股東結構，故對發行公司而言，亦偏好採用詢價圈購方式辦理承銷。詢價圈購在我國長期運作發展之下，產生了一些弊端及為外界所詬病事項詳後述，爰有進行改革之必要，另考量 SPO 詢價圈購案件因承銷價格已有次級市場普通股價格（受市場監視制度監視）可作參考，且不得低於前一、三、五個營業日普通股收盤價之九成，較無價格操縱、炒作或利益輸送疑慮等問題，爰本次承銷制度改革主要著眼於初次上市（櫃）股票承銷案件。

二、詢價圈購配售產生之弊端與問題

詢價圈購制度係由主辦承銷商訂定價格區間，以圈購單向市場探詢投資人對有價證券價格與數量之需求，彙整詢價圈購資料後與發行人議定承銷價格，進行配售。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，除投資人對參與圈購身分之適法性聲明內容外，雙方均不受詢圈單之內容所拘束，證券承銷商得自主決定銷售對象與銷售數量，被銷售對象亦得自主決定是否認購。詢價圈購為現行國際承銷主要配售方式之一，有利承銷商建立配售通路並提升資本市場籌資效率，惟在我國長期運作發展之下，承銷商所掌控之配售裁量權私有化，詢價圈購產生了承銷商配合發行公司配售、禁止參與詢價圈購配售對象利用人頭戶參與圈購、惡性競爭及違法退佣等弊端，及配售作業不透明、承銷價格訂定不合理等問題。

- （一）承銷商配合發行公司配售：實務案例上發現有發行公司為掌握股權結構或為利益輸送予特定人或其他目的，而勾結承銷商主導配售對象，承銷商因承銷業務競爭激烈，為爭取承銷業務，爰配合發行公司配售予特定人，承銷商配售權私有化，喪失公平與合理性，且恐涉及其他經濟犯罪問題，例如配售予特定法人或基金經理人，請其鎖住籌碼配合炒股等。
- （二）禁止參與詢價圈購配售對象利用人頭戶參與圈購：按現行證券商公會承銷或再行銷售辦法雖已對不得參與詢價圈購之禁止配售對象有所規範，包括發行公司採權益法評價之被投資公司、發行公司之董事、監察人、總經理等內部人及其配偶與二親等親屬、承銷團之內部人、受僱人及其配偶與二親等親屬、會計師及律師等均不得參與詢價圈購，惟實務案例發現，多有發行公司內部人（董事、監察人、經理人等）及承銷商內部人（包括董事長、經理人及受僱人等）為牟取私利，而違規利用人頭參與圈購，並配售予人頭以圖利自己。目前類此違規情事如經查獲，均已經主管機關金融監督管理委員會（下稱金管會）依法行政處分或移送檢調在案。

- (三) 惡性競爭及違法退佣：實務上也發現承銷商為爭取承銷業務而承諾發行公司負責人退還部分承銷手續費，及退還發行公司大股東所引薦之圈購投資人所收取之圈購處理費情事，並進而衍生承銷商為隱匿退佣情事而虛偽編製財務報告、於興櫃市場進行非常規交易以套取現金支付退佣等非常規行為，除影響證券商正常業務之執行，亦影響證券市場健全發展。就此弊端，目前金管會已配合修正相關法令規定，禁止惡性競爭及退佣行為，例如「證券商管理規則」第 5 條規範證券商經營業務收取費用應考量相關營運成本、交易風險、合理利潤及客戶整體貢獻度等因素，不得以不合理之收費招攬或從事業務；同規則第 28 條規範證券商承銷有價證券應以公平、合理之方式為之，承銷手續費之收取不得以其他方式或名目補償，或退還予發行人或其關係人或前二者所指定之人等。
- (四) 承銷商配售作業不透明：證券商公會「證券承銷商詢價圈購配售辦法」雖已規定承銷商辦理詢價圈購配售，宜優先配售專業投資機構或與證券商有一定業務往來客戶（不含靜止戶），並應訂定合理配售比例，惟如為熱門案件，IPO 承銷價通常低於上市（櫃）首日收盤價及首五日平均收盤價，於此情形下獲配售人可於極短時間內獲得利潤，爰承銷商決定配售對象之公平性履遭市場質疑，市場上未獲配售之投資人往往對承銷商之配售決定權有黑箱作業之質疑。
- (五) 承銷商承銷訂價功能無法有效發揮：在承銷價格之訂定部分，承銷商雖多採用國際上慣用之市價法、成本法及現金流量折現法等理論方法，並考量公司最新財務狀況、詢價圈購狀況、一個月內之興櫃市場成交價格及主、協辦承銷商之研究報告等資料，惟外界仍多有興櫃價格疑遭有心人士刻意操控致拉抬承銷價格之質疑，復以最後實際承銷價格仍係由主辦承銷商與發行公司所議定，於股票掛牌後，股票價格如大幅高於承銷價或跌破承銷價，投資人亦多有承銷價格訂定不合理或圖利大股東、特定人之疑慮。

上述詢價圈購之弊端與問題，金管會自 99 年起即不斷聽取及綜合各界意見並擬具各項改革措施，以強化 IPO 案件承銷配售之公平性、承銷價格訂定之合理性，及加強檢核與監督機制以保障投資人權益，惟在人性貪婪驅使下，仍無法阻卻上述弊端繼續發生；復以金管會於 102 年 9 月 9 日召開之證券商負責人聯繫會議中，有證券商負責人認為現行詢價圈購配售制度恐易致從業人員涉有刑事責任，造成承銷人員執行業務風險甚大，而有改回競價拍賣或公開申購制度之建議，金管會爰決議研議修改承銷制度，並請證券商公會彙整業者意見後，提出具體建議。案經證券商公會多次討論，並經金管會於 104 年 2 月 13 日邀集多家證券承銷商業者、證券商公會及證交所與櫃買中

心等周邊單位召開「研商承銷制度修正方案」會議後決議，承銷制度修正方向定調為改善競價拍賣作業效率，以推動證券承銷商優先採用競價拍賣方式辦理有價證券之配售，並研議對詢價圈購配售予以適當限制，以提升承銷商辦理承銷之公平與合理性。

參、新競價拍賣制度作業與規範修正重點

我國自 84 年度引進承銷競價拍賣與詢價圈購制度以來，IPO 承銷案件之配售方式有競價拍賣（可全數競價拍賣或搭配部分公開申購）及詢價圈購方式（需搭配部分公開申購）可供承銷商選擇，惟依證券商公會網站公布之各年度競價拍賣作業統計彙總表（統計如下表）顯示，歷年來採用競價拍賣辦理 IPO 承銷之案件數均不多，自 90 年以來更明顯有採用競拍案件數減少之趨勢，近期甚至自 98 年至 102 年間均無 IPO 案件採用競拍方式辦理承銷。

年度	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	97	103
新上市(櫃) 採用競拍件數	1	11	19	29	15	9	3	2	1	2	1	2

許多文獻 (Biais&Faugrean-Crouzet, 1998; Ruth et al., 1999; Derrien& Womack, 2003; Lee et al., 2007) 認為競價拍賣是所有承銷配售制度中價格發現功能最強的方式，可以讓所有投資人表達對價格與數量的需求，競價拍賣方式產生的 IPO 折價亦為最小，為 IPO 過程中資訊內涵最多的承銷方式。但從上表可知競價拍賣在我國實務上卻不受青睞，近年來承銷案件多以詢價圈購為主流。證券商公會經洽證券承銷商瞭解，主要係因為現行競價拍賣作業辦理期間冗長且以人工作業為主，致承銷商採用競拍方式辦理承銷案件意願較低。例如投資人須填寫書面投標單、到銀行繳交投標保證金後，親赴證券承銷商營業處所辦理投標及繳交投標處理費事宜，承銷商於投標截止日後次一營業日攜帶密封及編列流水號之投標單至證券商公會統一辦理拆封，由證券商公會人員核驗標單並逐一影印留底後，再由承銷商將合格投標單逐一輸入電子媒體製作投標檔，並以磁片方式送交證交所，由證交所於開標日辦理開標；採全數競價拍賣方式辦理者，由刊登競價拍賣公告至有價證券掛牌之作業時程為 14 日、採部分競價拍賣部分公開申購方式辦理者，其作業時程為 19 日，與詢價圈購或公開申購作業時間為 10 天或 11 天相較，競拍作業時間甚長且程序繁瑣。

有鑑於此，本次推動 IPO 案件優先採用競價拍賣方式辦理承銷之改革主軸主要包括以下三大面向：一、建置網路競價拍賣系統，及委由證券經紀商端接受投資人投標與辦理價款繳交事宜，以便利投資人參與競拍投標及提升競價拍賣作業效率；二、檢討修正競價拍賣作業規範，使符合實務需求、增進公平合理及利承銷商採行；三、對詢價圈購配售予以適當限制。

一、便利投資人參與競拍投標及提升競價拍賣作業效率

(一) 由證交所建置網路競價拍賣系統：

金管會為提升競價拍賣作業效率，爰於 103 年 7 月間函請證交所研議競價拍賣作業改進措施並配合修正競價拍賣系統。證交所本於簡化承銷商作業、投標資訊保密、不增加經紀商作業成本等原則下規劃，並已於 104 年 9 月底完成建置「承銷有價證券競價拍賣系統」，並於嗣後陸續進行測試演練，自 105 年 1 月 1 日起採用競價拍賣之案件即可適用。

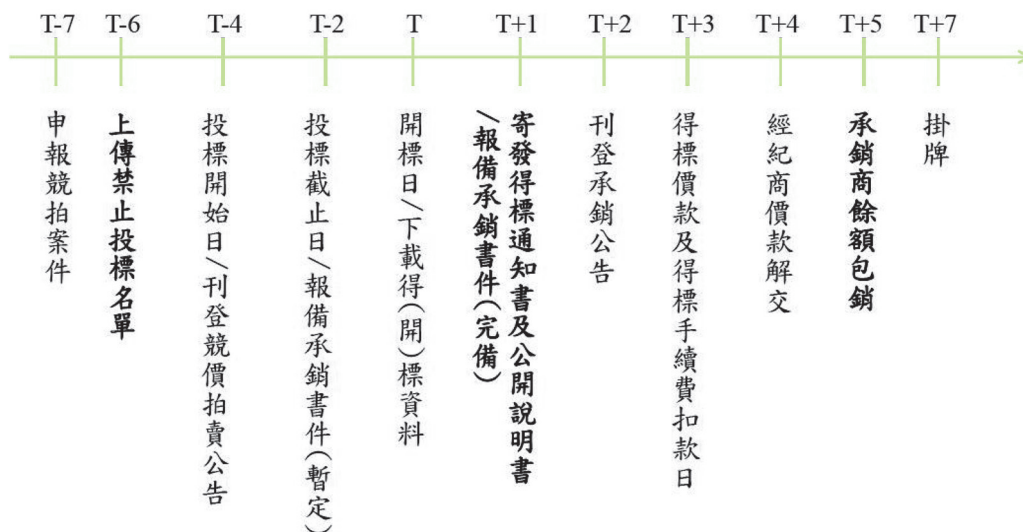
在競拍作業新制之下，投資人投標方式有以下網路投標及臨櫃投標二種，兩種投標方式之投標資料均直接上傳證交所，證券經紀商端不留存投標資訊，以達投標保密原則：

1. 網路投標：投資人得直接上網連結證交所之「承銷有價證券競價拍賣系統」網站 (<https://scas.twse.com.tw>)，以自身有價證券網路下單之帳號、密碼及憑證進行投標。
2. 臨櫃投標：投資人如無電腦設備或未申辦網路下單交易者，得至「開戶證券經紀商」之任一營業據點，使用證券經紀商提供之電腦終端設備及網路連線進行投標，不再只侷限於辦理承銷案之證券承銷商始能接受投標。

(二) 委託證券經紀商端接受投資人投標及辦理價款繳交事宜：除前述證券經紀商端可提供投資人投標之終端設備外，參照公開申購模式，競價拍賣亦委由證券經紀商辦理投資人投(得)標價款繳交事宜。投資人繳款方式由現行需赴銀行匯款，改為由證券經紀商委由銀行自投資人之證券交割銀行帳戶辦理扣款(包括投標處理費及投標保證金)，並由證券經紀商協助辦理後續投資人得標通知及繳款事宜(包括得標價款、得標手續費之扣款及未得標之退款等)，以符實務作業之需，並大幅提升投資人繳款作業之便利性。

競拍新制下改採網際網路投標取代現行書面投標及承銷商人工拆標、輸標等作業，且投標至開標期間由 7 日縮短為 5 日，未得標之投標保證金退款日，由開標日後 3 日提前為開標日後 1 日，暨委由證券經紀商於交割銀行辦理投資人扣(退)款作業，競價拍賣作業效率及投資人參與競拍之便利性已大幅提升。競拍新制作業，自向證券商公會申報競拍案件起至有價證券掛牌日止，採全數競拍之作業時程將由現行 14 日縮短為 12 日，採部分競拍部分公開申購之作業時程由現行 19 日縮短為 15 日，作業時程表如下。

表一：新制下作業時程 -- 全數競價拍賣



作業時程現行競拍作業 14 日縮短為 12 日

表二：新制下作業時程 -- 部分申購部分競拍



作業時程現行競拍申購作業 19 日縮短為 15 日

二、檢討修正競價拍賣作業規範

(一) 核定證券商公會修正與訂定相關競拍作業規範

為利競拍新制之推行，金管會經參酌證券商公會、證交所及櫃買中心等單位意見綜合研議後，已於 104 年 6 月 3 日核定證券商公會所提承銷與

再行銷售辦法部分條文修正案及所訂定之「證券商辦理競價拍賣配售作業處理程序」(下稱競拍處理程序),有關競價拍賣作業規定之修正,自105年1月1日起施行,修正重點如下,修正之目的主要係為期符合實務需求、增進制度之合理性並提升證券承銷商採行之誘因:

1. 競拍底標之訂價適度與興櫃價格相連結:依現行規定,IPO案件之競拍底價係以向證交所或櫃買中心申請IPO時所申報之暫定價格為上限,該暫定價格距離實際辦理競拍承銷之時間差距4個月以上,恐不具攸關及參考性,爰金管會經請證交所調查證券商業者意見,24家承銷商中有16家同意拍賣底價應與興櫃交易價格連結,多數建議以興櫃有成交之前30個營業日均價之6至7成為上限。經研議後規範IPO案件底標之價格,以向證券商公會申報競拍約定書前興櫃有成交之30個營業日其成交均價扣除無償配股除權(或減資除權)及除息後簡單算術平均數之七成為其上限;另如屬未經登錄興櫃交易者,則應由承銷商落實專家職能,由承銷商與發行公司議定合理之拍賣底價。(修正承銷或再行銷售辦法第8條)
2. 放寬現行發行公司與承銷團內部人之二親等親屬不得參與投標之規定:現行承銷或再行銷售辦法第36條規範之禁止參與競拍對象,包括發行公司之董事、監察人、總經理及其配偶、二親等親屬(第6、7款),暨承銷團之董事、監察人、受僱人及其配偶、二親等親屬(第8款)。考量同條第9款已規定發行公司及承銷團內部人等禁配對象本人不得利用他人名義參與應募,連帶廣泛限制二親等為禁配對象未必可達防弊效果,復參酌證券交易法對於內線交易規範主體為內部人本人及其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者(同辦法第35條已規定需年滿20歲之國民始具有參與競拍資格),又二親等名單之提供,實際上較有困難(例如二親等姻親),故綜上考量及為簡化競拍新制採上傳禁配名單供電腦系統進行檢核之作業,爰刪除前開發行公司與承銷團內部人之二親等親屬不得參與競價拍賣之規定,修正為發行公司之董事、監察人、總經理及其配偶,及承銷團之董事、監察人、受僱人及其配偶不得參與競拍。(修正承銷或再行銷售辦法第36條)
3. 增訂發行公司應提供不得參與投標名單予證券商承銷商,承銷商並應上傳禁止投標名單,供證交所辦理投標人身份適法性檢核:為利禁止參與競拍對象之檢核以達法規禁止配售目的,爰參採證交所建議,規定發行公司與承銷商應於競價拍賣約定書中載明,發行公司應提供不得參與投標

之名單予證券承銷商；主、協辦承銷商應於競拍公告前 2 個營業日，各自上傳依承銷或再行銷售辦法第 36 條不得參與投標名單，由證交所據以比對及檢核投標人身分之適法性。(修正承銷或再行銷售辦法第 8 條)

4. 股權分散措施 -- 增訂 IPO 承銷案件採競拍方式辦理者，最低每標單位不得高於 5 仟股，及承銷商得視個案狀況，調降每人得標數量最高上限(現行規定為對外公開銷售數量之 10%)：依現行承銷或再行銷售辦法第 9 條規定，每一得標人最高得標數量不得超過該次對外公開銷售部分之 10%。為利競拍案件之股權分散，爰規範 IPO 案件，主辦承銷商得視案件狀況，調降上限 10% 之限制，且為降低投標門檻以擴大投資人參與，增訂 IPO 案件之最低每標單位(即每張投標單之最低投標數量)以 5 仟股為上限，以利 IPO 案件達成股權分散標準。(修正承銷或再行銷售辦法第 9 條)
5. 規範證券承銷商應收取投標保證金之金額以投標價格之 30%~60% 為限：競拍新制研議期間，曾考量比照公開申購採全額預扣投標價款方式辦理競拍，以避免人頭戶、哄抬股價或大戶圍標等弊端及縮短承銷作業時程，惟考量如採全額預扣價款恐對投資人負擔較大，且資金積壓恐影響市場資金動能，爰經聽取證券承銷商業者意見後，決議仍以保證金制度為主，於兼顧降低棄標風險及避免造成市場資金凍結爭議之下，規定承銷商應收取投標保證金，保證金金額以投標金額之 30% 至 60% 為限。得標人不如期履行繳款義務者，承銷商就該投標保證金應沒入之，並應依該得標人得標價款自行認購。(修正承銷或再行銷售辦法第 9 條、第 33 條)
6. 增訂證券承銷商得向得標人收取得標手續費：現行證券承銷商實務上係收取固定金額之承銷手續費，相較於其他國家有偏低情事且可能有不敷成本之虞，多數業者認為推動競拍將影響承銷商原以詢價圈購為主之收入及獲利模式。為維持承銷案件品質，並建立投資人得標及發行人募資成本觀念，爰增訂證券承銷商得向得標人收取得標手續費，承銷商應嚴守同業自律精神合理收費，以期助於健全國內承銷環境及推動競價拍賣制度。(修正承銷或再行銷售辦法第 12 條)
7. 其他：配合承銷商與經紀商實務作業，及於保護投資人權益及對市場之影響性最小為優先考量等原則下，就相關收費、退費作業之辦理程序、競拍投資人繳足款項之認定標準、得標人得標款項之扣款順序、申購投

資人各種交易款項之扣款順序等作明確規定，以避免爭議。重點包括：

- (1) 考量承銷商辦理競拍作業成本已發生（例如接受投標、投標單檢核、款項扣繳等），爰未得標及不合格件之投標處理費不予退回；惟 IPO 案件如因合格標單數量不足致未開標，為顧及投資人權益，應退回部分投標處理費。（修正承銷或再行銷售辦法第 9 條）
- (2) 為符實務作業，規定由證券經紀商辦理投標保證金、投標處理費、得標價款及得標手續費之扣款及通知得標人繳款等作業。（修正承銷或再行銷售辦法第 11 條）
- (3) 規定投標人如就同一競價拍賣案件填送多筆投標單，或有數個競價拍賣案件於同一天截止投標，當投標人投件參與其中一個以上案件時，投標人銀行存款之扣款應以其所有投標單之投標保證金及投標處理費之合計為準。投標人款項劃撥帳戶之存款餘額，低於所投標有價證券保證金、投標處理費之合計金額者，視為不合格件。（修正承銷或再行銷售辦法第 9 條及第 13 條、訂定競拍處理程序第參點）
- (4) 就同一天有數個競拍案件截止投標或投資人有多筆投標單之情形，訂定投資人得標時得標款項之扣繳順序：以已繳保證金較高者優先扣款，如金額相同者，以得標應繳價款及得標手續費合計總額較高者優先扣款，如金額相同者，以投標單輸入時間先後順序扣款。（訂定競拍處理程序第伍點）
- (5) 明訂投資人銀行存款不足支應交割款、申購款及投（得）標款項時之扣款順序：以交割價款為優先，次為競拍得標價款及得標手續費，再為公開申購處理費、申購認購價款及中籤通知郵寄工本費，最後為競拍投標保證金及投標處理費。（修正證券商公會「證券商辦理公開申購配售作業處理程序」第貳之一點）

（二）研議發行新股承銷案件採競價拍賣方式辦理者改採美國標訂價

依現行承銷或再行銷售辦法規定，IPO 及 SPO 發行「新股」承銷案件採競價拍賣者，應採單一價格標（即荷蘭標），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，投標價格高於（含等於）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；另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。至 IPO 以「老股」發行及公開招募案件等係採用複數價格標（即美國標）訂價，即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，得標人之得標價格為其所出價投標之價格，並非單一價格。

上述規定發行新股案件採競拍辦理者應採荷蘭標訂價，主要係因公司法第 156 條第 11 項規定：「同次發行之股份（指新股），發行條件相同者，價格應歸一律。但公開發行股票之公司，其股票發行價格之決定方法，得由證券主管機關另定之。」暨證券交易法第 28 條之 1 第 1 項規定，未上市（櫃）之公開發行公司於現金發行新股時，如符合一定條件者，應提撥一定比率對外公開發行；同條第 2 項規定已上市或於證券商營業處所買賣之公司於現金發行新股時，提撥一定比率，以時價向外公開發行；同條第 4 項規定前開同次發行之員工及原有股東認購價格，應與對外公開發行之價格相同。

目前發行新股採競價拍賣僅得以荷蘭標訂價，惟證券業者考量以荷蘭標訂價，得標者皆以最低得標價格認購新股，雖較能鼓勵投資人參與出價投標，但易造成投資人不理性投標或以高價方式大量搶標，導致決定得標對象不公平及價格發現功能無法彰顯，倘若得改以美國標訂價，得標者需依其投標價格認購新股，投標者較能審慎評估投標價格，較荷蘭標更具價格發現及配售公平性，爰證券業者建議競價拍賣改採美國標訂價。

金管會經就新股競價拍賣採美國標訂價之下，同次發行新股之認購人將依其投標價格認購之適法性函詢經濟部，經濟部函復表示公司法第 156 條第 11 項但書業規範公開發行股票之公司，其股票發行價格之決定方法，得由證券主管機關另定之，建議金管會得依職權認定處理。金管會復徵詢證交所、櫃買中心及證券商公會之法律意見及洽學者意見，或有認為新股發行價格仍應為一致者，或有認為新股 IPO 案件得採美國標辦理者，惟均認同金管會得依職權函釋處理之。

金管會考量美國標（即複數價格標）所決定之得標人與訂價方式，因價高者得且得標者需依其投標價格認購新股，投標者較能審慎評估投標價格，可強化股票合理價格形成及增進配售分配之公平性，較荷蘭標更具價格發現及公平性，爰已研議開放公開發行公司發行新股應採美國標辦理競價拍賣，並將函釋證券交易法第 28 條之 1 第 4 項有關員工承購或原股東認購價格之決定方式，預計將於 105 年 1 月 1 日起適用。

三、對詢價圈購配售予以適當限制方案

詢價圈購制度於歐美起始於因應大量股票上市或釋股之需而建構之制度，依研

究及實證資料顯示，該種承銷配售方式較符合資本市場效率性，且詢價圈購提供發行人與投資人相互探詢合理訂價之空間，從而降低了上市（櫃）後股價波動的可能，減少資訊不對稱現象。考量承銷商藉由詢圈建立配售通路經營投資客戶及維持與專業機構法人互動，有助券商轉型投資銀行業務之發展及維持證券商國際競爭力，及為因應市況不佳時，競拍恐易流標等情形，爰金管會經綜合各界意見考量結果，承銷制度仍保留詢價圈購制度，以保留承銷商作業彈性、提升企業募集資金效能及兼顧公平公正原則。惟如前所述，鑒於我國詢價圈購制度在長期運作發展下產生弊端，爰金管會於 104 年 2 月 13 日「研商承銷制度修正方案」會議中亦作成決議，嗣後採詢價圈購方式辦理之承銷案件如發現弊端者，將從重議處。

目前承銷配售方式仍維持競價拍賣、詢價圈購及公開申購並存等多元方式，惟以推動競價拍賣為主，並對詢價圈購予以適當限制。經證交所、櫃買中心及證券商公會研議對詢價圈購予以適當限制方案，自 105 年 1 月 1 日起向證交所或櫃買中心申請現金發行新股之初次上市（櫃）案件，除符合特定條件者，仍得採部分詢價圈購部分公開申購方式辦理承銷外，其餘 IPO 案件應優先採用競價拍賣方式辦理承銷，並將先行實施一年，再行檢討有無調整之必要。有關得不優先採用競價拍賣之除外特定條件如下：

- (一) 原採競價拍賣方式辦理，因合格標單數量不足不予開標，而再次辦理承銷者：現行規定 IPO 競價拍賣承銷案件，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 3 次競價拍賣，其用意在於如合格標單數量不足，所拍出之承銷價格恐欠公允合理，故在繼續以相同之競拍方式辦理承銷之前提下，規定承銷商應重新辦理競拍。惟競拍新制下考量多年來承銷案件較少採用競拍方式辦理，承銷商對競拍新制作業程序尚不熟悉，又 IPO 競拍案件如辦理 1 次未能成就時，或有受整體市況景氣因素影響所致，如能改採其他承銷配售方式，例如採詢價圈購方式以利用承銷商配售通路優勢協助發行公司完成募資，或可避免因此造成發行公司募資失敗，爰新制下刪除 IPO 案件合格標單不足時，應重新辦理競價拍賣之規範，亦即發行公司與承銷商如決定再次辦理承銷時，得由發行公司及承銷商自行擇定承銷方式，並於向證券商公會申報案件時聲明。（修正承銷或再行銷售辦法第 18 條）
- (二) 對外籌資金額未達新臺幣 5 億元¹者：考量對外籌資金額較小之 IPO 承銷案件，較易發生承銷價格被市場高估或人為操縱，及掛牌後跌破承銷價之

1 證券商公會已於 104.10 間函報金管會建議，如開放新股 IPO 案件得採美國標訂價，則本項條件之對外籌資金額可下修為新臺幣 4 億元，以提高優先採用競拍案件之數量，金管會已併美國標案研議中。

風險，經證券商公會承銷業務委員會討論後決議，初次上市（櫃）案件對外籌資金額未達新臺幣 5 億元者，得不適用優先採用競拍方式辦理承銷。籌資金額之計算以 105 年 1 月 1 日起向證交所或櫃買中心申報初次上市（櫃）前公開承銷時之暫定價格、對外承銷且不含過額配售之股數為計算基礎。

- （三）發行公司取得中央目的事業主管機關出具其係屬科技²或文化創意事業，且其產品或技術開發成功具有市場性之評估意見者：本項條件係考量此等公司之營運可能尚處虧損階段，對一般投資大眾而言評價較為不易，若採競價拍賣恐有偏離市場合理價格之虞，爰參考證交所及櫃買中心上市（櫃）審查準則規定，申請公司取得中央目的事業主管機關出具其係屬科技或文化創意事業，且其產品或技術開發成功具有市場性之評估意見者，得排除適用優先採用競價拍賣。
- （四）其他法令規定或全民釋股案件。
- （五）經目的事業主管機關核准者。

肆、外界關心事項

本次競價拍賣新制之研議規劃過程中，外界關心事項說明如下：

- （一）有散戶投資人反映，推動優先採用競價拍賣方式辦理承銷，將使公開申購之配售數量比例由 60% 降至 20%，恐不利（小額）投資人認購：

按現行 IPO 案件如採詢價圈購搭配公開申購方式辦理承銷者，詢價圈購與公開申購配售額度之比例，係依投資人參與公開申購之熱烈程度為彈性調整，依承銷或再行銷售辦法第 21 條之 1 規定，公開申購配售額度至少為 10%，最高為 60%（申購數量超過公開申購配售數量達一百倍以上者）。另同辦法第 7 條規定，IPO 承銷如採競價拍賣搭配公開申購方式辦理，公開申購配售部分最高不得超過 20%。近年實務上 IPO 案件多採詢價圈購搭配公開申購方式辦理承銷，且公開申購比例多高達 60%，故有部分散戶投資人反映，如推動採用競價拍賣方式辦理承銷，公開申購數量之比例依規定最高只有 20%，恐不利小額投資人認購。

按我國證券市場投資人結構中，散戶投資人所占比重較高，爰就投資

2 證券商公會已於 104 年 10 月間函報金管會建議，如開放新股 IPO 案件得採美國標訂價，則本項條件可刪除科技事業之適用，以提高優先採用競拍案件之數量，金管會已併美國標案研議中。

人陳情事項，金管會曾洽請證券商公會一併研議採用競價拍賣搭配公開申購配售方式辦理承銷者，公開申購配售額度有無應予調整之必要。證券商公會經考量下列因素決定，採用競價拍賣搭配公開申購方式辦理承銷者，公開申購額度仍維持現行不超過承銷總數 20% 之規定：1. 除發行公司及承銷商內部人等特定禁止參與競拍對象外，一般投資人均可公允合理參與競價拍賣投標，並無損及投資人認購之權利；2. 從實證及學說理論言，均須有充足的數量所決定出的價格方為較具公平合理之公允價格，如提出競價拍賣之數量過低，恐無法充分發揮競價拍賣制度價格發現之功能；3. 競拍結果所得出之價格亦為公開申購之價格（以現行荷蘭標規定而言），故充足的競拍數量以決定合理之承銷價格，亦保障了公開申購投資人之權益，且競價拍賣決定之價格如無法令公開申購投資人接受，承銷商於無法議定價格之基礎下恐需承受餘額包銷或洽特定人之壓力，對承銷商而言亦未盡合理。

- (二) 另有少數投資人建議應廢除詢價圈購制度，全面改採公開申購抽籤方式辦理承銷。金管會經考量公開申購抽籤雖具公平、公開之優點，惟亦存在無法發揮價格發現功能、不利法人參與而影響發行公司股權結構健全及易衍生人頭戶等缺點，且許多研究顯示，公開申購由於訂價過程沒有投資人的參與，因此是最不具資訊內涵之承銷方式，而詢價圈購雖有承銷商訂定承銷價及股票配售裁量權等易衍生弊端之缺點，惟仍為國際配售制度之主流，且募集資金較具效能，於市況不佳時，較能協助發行公司完成募資，爰各種承銷配售方式均各有其利弊，尚不宜偏廢。為保留承銷商作業彈性、提升企業募集資金效能及兼顧公平公正原則，目前承銷配售方式仍宜維持競價拍賣、詢價圈購及公開申購並存等多元方式，惟為促使承銷商以更具公平、合理之方式辦理承銷，爰自 105 年度起推動 IPO 承銷案件應優先採用競價拍賣方式辦理承銷。

伍、競拍新制施行日期

考量承銷方式之調整對於發行公司與承銷商規劃承銷案件之價格訂定、股權結構及作業時程等影響甚鉅，為利證券商承銷商、經紀商與投資大眾等瞭解承銷競拍新制，暨考量證交所建置網路競拍系統及證券經紀商電腦系統及試行測試等時間，爰本次承銷競價拍賣新制改革，競拍作業面之實施日期以 105 年 1 月 1 日起向證券商公會申報之承銷競拍案件即應適用之，至 IPO 承銷案件應優先採用競拍方式辦理者，以自 105 年 1 月 1 日起向證交所或櫃買中心申報初次上市（櫃）前之現金增資承銷案件適用之；證券商公會並已於 104 年 6 月 8 日及 9 月 16 日公告修正該公會相關承銷法規，明定自

105 年 1 月 1 日起施行。另至筆者截稿日，金管會仍研議中之發行新股承銷案件採用競拍辦理者應改採美國標訂價乙案，將儘速辦理發布令釋，及核定證券商公會修正承銷或再行銷售辦法相關規定，預計於本年底前完成，並比照競拍新制作業以自 105 年 1 月 1 日起向證券商公會申報之承銷競拍案件即應適用之。

陸、結語

本次承銷制度修正以推動競價拍賣新制為主軸，包括配合金融電子化環境建置網路競價拍賣系統，及以循序漸進方式推動 IPO 案件應優先採用競拍方式辦理承銷，限縮詢價圈購之適用範圍，以期促進證券承銷商以公平、合理之方式辦理承銷。

競拍新制研議期間，證券承銷商業者或有反面意見，例如擔心改採競拍後承銷商間無顯著差異化反而可能導致惡性競爭、競拍不利證券商經營投資客戶與轉型投資銀行業務發展、小型籌資案件可能發生承銷價格被市場高估或人為操縱（圍標）致掛牌後跌破承銷價格之風險等，惟亦有承銷商業者持贊成意見，例如競拍具公平性與價格發現功能，可回歸市場機制並避免詢圈配售不合理之爭議、減少承銷從業人員執行業務風險及避免發行公司與承銷商議定承銷價格時之對立情形等。按各項制度之訂定均各有利弊，端賴權衡取捨，金管會以促進資本市場健全發展與保障投資人權益為原則，希於公平、合理之基礎下極大化整體市場與社會之利益，競拍新制之改革容或有思慮未周之處，未來仍將視證券市場實際實施情形，持續檢討改善。

未來競拍新制之推動，有賴證券承銷商發揮專業職能及自律精神公允執行，諸如與發行公司議定合理之競拍底價以供投資人出價參考、合理視案件狀況訂定單一投資人競拍數量張數之限制、合理收取投（得）標處理費等，期承銷商能秉諸擴大投資人參與及兼顧發行公司與投資人利益之原則下，公平、合理辦理承銷；至於投資人將由以往慣於參與詢價圈購或公開申購之模式下，改為參與競拍主動出價、投標，投資人應認知競拍之下投資決策之形成與資訊蒐集成本將與以往不同，投資主動權更掌握於自身手中，故投資人於投資前除應蒐集瞭解發行公司之資訊外，亦應瞭解競拍制度之作業規範，於投資前詳閱承銷商競拍公告及發行人之公開說明書資訊，以維自身權益。

～ 證券交易小提醒 ～

投資人可至『公開資訊觀測站』查詢公司最新之財務業務情形及公布之重大訊息，以維護自身權益。（網址：<http://mops.twse.com.tw/>）