

【專題二】



淺談初次上市（櫃）承銷制度及價格訂定

陳香吟（證期局科長）

吳怡瑩（證期局副研究員）

壹、前言

在經濟全球化之趨勢下，建構一個自由化及國際化之資本市場實屬重要，企業得透過資本市場從儲蓄者或投資者手中獲取足夠之長期資金，用以擴建生產規模及增強競爭力，投資者則藉由供給資金共享企業經營成果，使企業及投資大眾互蒙其利，發展國民經濟。而一個健全資本市場的發展，需有優良企業參與進入資本市場掛牌交易，投資人得有更多優質投資標的選擇，以為資本市場注入活水，活絡市場交易。

我國為吸引優質企業進入資本市場，除隨環境變遷持續檢討修正相關規範，擴大國內、外籌集資金管道外，對企業辦理初次上市櫃（下稱 IPO）掛牌，需經相關上市（櫃）審查程序，並應辦理公開承銷，以保障國人投資。於此，負責企業上市（櫃）輔導評估與公開承銷功能之承銷商，在企業進入資本市場籌資的過程，著實扮演非常重要的角色，承銷商是否公平合理辦理承銷配售及訂定承銷價格，攸關企業籌資效率及投資人權益保障，而健全之承銷制度，使承銷商得以發揮專業功能，提高資金配置效率。

目前我國承銷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，IPO 承銷案件，則可採詢價圈購搭配公開申購，或全數競價拍賣，或競價拍賣搭配公開

申購，而實務上承銷商基於募資配售之效率，多採詢價圈購搭配公開申購辦理，惟因詢價圈購配售屢遭外界質疑配售對象不公平及承銷訂價功能無法有效發揮，產生較多弊端與問題，爰陸續針對 IPO 承銷採詢價圈購之配售及承銷價格訂價進行相關改革。本文茲就我國 IPO 流程及其公開承銷規範簡介、承銷制度及價格訂定之歷次重大改革演進、IPO 採競價拍賣承銷推動現況酌作說明。

貳、我國 IPO 流程及其公開承銷規範簡介

現行企業辦理 IPO 係向臺灣證券交易所（下稱證交所）及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（下稱櫃買中心）提出申請，於掛牌前，應經承銷商、會計師及律師等專家輔導評估、上市（櫃）審查及股份公開承銷階段，而承銷商在企業 IPO 過程中，肩負上市（櫃）輔導及流程規劃、進度掌控、上市（櫃）標準評估、承銷價格訂定、承銷配售及穩定掛牌後股價等功能，期藉由落實承銷商專家職責，健全市場運作暨保護投資人，本節先就證交所及櫃買中心所訂「有價證券上市審查準則」、「證券商營業處所買賣有價證券審查準則」、「外國有價證券櫃檯買賣審查準則」等規章，有關企業辦理 IPO 流程及掛牌前公開承銷之相關規範簡介如下：

一、輔導評估階段

企業於提出申請 IPO 掛牌前，應先與承銷商簽訂輔導契約，委由承銷商規劃相關事宜，另除公營事業，或外國企業第一上市（櫃）掛牌案件得以申報由承銷商進行上市（櫃）輔導屆滿 6 個月外，均應將股票登錄為興櫃股票櫃檯買賣屆滿 6 個月。承銷商於興櫃股票櫃檯買賣或申報輔導期間，應按月或不定期（發生重大事件時）檢附財務業務重大事件檢查表、第一上市（櫃）輔導紀錄（檢查）表，以利證交所及櫃買中心瞭解申請企業之財務業務、經營狀況及申請進度。

於承銷商輔導期間屆滿後，企業向證交所及櫃買中心提出 IPO 申請文件，應包括承銷商就申請公司所屬產業、財務業務狀況、營運風險、法令遵循、是否無不宜上市（櫃）條款、承銷價格之合理性等出具之評估意見。

二、上市（櫃）審核階段

證交所及櫃買中心於受理企業 IPO 申請後，除須進行相關書面及實地查核¹外，亦

1 依證交所「審查外國有價證券上市作業程序」第 4 條之 1，及櫃買中心「審查外國有價證券櫃檯買賣作業程序」第 19 條規定，外國企業第一上市（櫃）掛牌案件，原則採書面審查，必要時得進行實地查核或指定會計師或專業機構進行專案檢查。現行實務上，證交所及櫃買中心均會至外國企業之主要營運地進行實地瞭解。

應向中央目的事業主管機關、勞動部、公平交易委員會、環境保護署、消費者文教基金會²等辦理上市（櫃）審查意見徵詢，及聘請外部專家諮詢意見，並將相關審查意見及查核結果提報上市（櫃）審議委員會審議，經審議委員會作成同意企業 IPO 之建議，再提報董事會決議。

三、IPO 掛牌前之股份公開承銷階段

經證交所及櫃買中心董事會決議同意企業 IPO 後，為達資本大眾化之目的，在掛牌前原則應提撥一定比例股份對外公開承銷，於公開承銷後，且於股權分散合乎標準時，始得向證交所及櫃買中心洽定上市（櫃）日期，正式掛牌買賣，相關 IPO 股份公開承銷規範摘述如下：

（一）應辦理公開承銷之範圍

申請 IPO 掛牌之企業，除為上櫃轉上市申請案件，且符合股權分散規定，或雖不符股權分散規定，惟未達股權分散標準之股數低於 2 百萬股或實收資本額 1%，並於上市掛牌買賣前已達分散標準者外，均應委託承銷商辦理 IPO 掛牌前之股份公開承銷。另依中華民國證券商業同業公會（下稱證券商公會）所訂「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，承銷商要求發行公司協調原股東，提供已募集發行之股票（老股）予承銷商執行掛牌後價格穩定之過額配售股份，亦應委由承銷商辦理公開承銷。

（二）提撥承銷股數及來源

項目	一般上市股票	一般上櫃股票
承銷股數	1. 應辦理對外公開承銷：初次申請股票上市時，至少應提出擬上市股份總額 10% 之股份，委託承銷商辦理公開銷售。但應提出承銷之股數超過 2 千萬股以上者，得以不低於 2 千萬股之股數辦理公開銷售。	1. 應辦理對外公開承銷：初次申請股票上櫃時，至少應提出擬上櫃股份總額 10% 之股份，委託承銷商辦理公開銷售。但應提出承銷之股數若未達 1 百萬股，不得低於 1 百萬股承銷，惟提出股份總額 10% 若高於 1 千萬股，則以不低於 1 千萬股承銷。

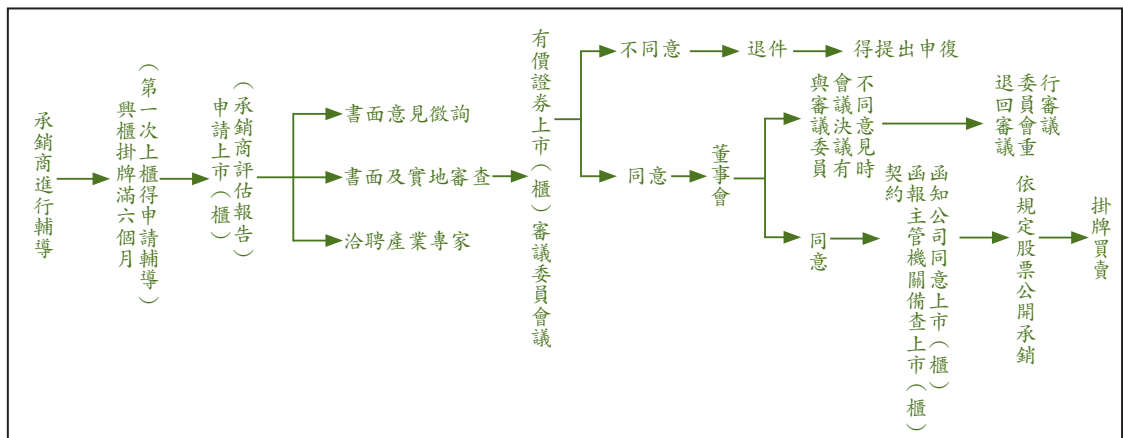
2 證交所及櫃買中心考量外國企業第一上市（櫃）掛牌案件，因外國企業之註冊地及主要營運地多在國外，基於上市（櫃）審查效率及實益，除投審會為審核外國企業之我國國籍股東是否已依規定申報大陸投資或完成相關補正程序，爰請證交所及櫃買中心應逐案書面徵詢該會意見外，無須辦理相關審查意見徵詢。

項目	一般上市股票	一般上櫃股票
承銷股數	<p>2. 興櫃股票櫃檯買賣未滿 2 年者，前提出供興櫃股票推薦證券商認購之股數，得自總承銷股數中扣除，惟以 30% 為限。</p> <p>3. 提撥上市前公開承銷之股份來源，應以新股承銷，現金增資發行之新股，發行公司應於扣除相關法令規定保留供公司員工承購部分之股數後，全數辦理上市前公開銷售。但屬公營事業、國家經濟建設之重大事業、政府獎勵民間參與之國家重大公共建設事業及依證交所營業細則分割受讓公司簡易上市之案件，得以老股辦理承銷。</p> <p>4. 另配合承銷商執行價格穩定過額配售之股份則應協調股東提供老股辦理公開承銷。</p>	<p>2. 同左</p> <p>3. 提撥上櫃前公開承銷之股份來源，應以新股承銷，現金增資發行之新股，發行公司應於扣除相關法令規定保留供公司員工承購部分之股數後，全數辦理上櫃前公開銷售。但屬公營事業、國家經濟建設之重大事業、政府獎勵民間參與之國家重大公共建設事業及依櫃買中心業務規則分割受讓公司簡易上櫃之案件，得以老股辦理承銷。</p> <p>4. 同左</p>

(三) 承銷辦理期限

於證交所或櫃買中心同意，並函知上市（櫃）契約生效之日起算 3 個月內，應辦理公開承銷並正式上市（櫃）掛牌買賣。但若有正當理由無法於 3 個月內完成，經證交所或櫃買中心同意申請延期者，得延長 3 個月，且以 1 次為限。

上市（櫃）審查及掛牌流程



參、承銷制度及價格訂定之歷次重大改革演進

配合民國 51 年證交所之開業及證券承銷商之設立，早期承銷方式雖有公開申購及洽商銷售二種，但仍以公平公開之全數公開申購辦理為主，惟該制度在募集配售效率上，承銷商無法發揮配售管道之功能，且承銷價格係由承銷商與發行公司以議價方式訂定，訂價過程未有投資人參與表達對有價證券價格及數量之需求，無法透過市場訊息達到價格發現功能，金管會爰於 84 年間參酌國際作法引進詢價圈購及競價拍賣兩種配售方式，以縮小國內、外承銷制度之差距，改善籌資效率，並透過市場機能反映有價證券之價值，以使承銷價格趨近市場價值。為平衡企業及投資人於 IPO 資本市場，獲得合理之募集資金及投資機會，我國承銷制度歷經多次改革，本節謹就近年 IPO 承銷制度及承銷價格訂定歷次重大改革演進淺顯說明如下：

一、94 年：承銷訂價及配售方式回歸市場機制

過往 IPO 承銷案件實務多採老股辦理公開承銷，惟時有甫上市（櫃）掛牌後即發生跌破承銷價格之情況，而引發老股承銷所潛在的承銷價格偏高及大股東藉由老股提撥承銷提早實現資本利得等諸多爭議，故為避免採老股承銷造成大股東與承銷商間利益衝突，並與國際接軌，金管會成立之專案小組於 94 年完成下列改革措施，為現行 IPO 承銷制度架構之基礎：

（一）強化承銷價格訂定合理化，引導合理價格之形成

1. 改採新股承銷，並廢除承銷價格計算公式

為使承銷價格合理訂定，避免因老股承銷造成承銷價格偏離之現象，規範 IPO 承銷案件，原則應以發行新股方式辦理公開承銷；另承銷價格決定方式，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³，計算一參考價格後，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，由於該公式較不具彈性，且偏重歷史財務資訊、公式參考因子較易被操縱或易受財務預測等影響，故為使承銷價格訂定符合企業掛牌時之產業、財務現況或市場評價，並兼顧訂價之彈性，乃廢除承銷價格訂價公式，回歸由對證券市場較熟悉之承銷商於專業評估後，再與發行公司議定，且基於資訊

3 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」，有關承銷參考價格計算公式為：每股稅後純益 × 類似公司最近 3 年度平均本益比 × 40% + 每股股利 ÷ 類似公司最近 3 年度平均股利率 × 20% + 最近期之每股淨值 × 20% + 預估股 ÷ 一年期定期存款利率 × 20%。

透明化，承銷商及發行公司須將價格決定方式揭露於公開說明書中供投資人知悉。

2. 強化承銷商價格評估程序

證交所及櫃買中心並配合承銷價格計算公式之廢除，規範承銷商應詳盡說明承銷價格訂定之依據與方式，分別於「股票初次上市之證券承銷商評估報告應行記載事項要點」、「申請股票上櫃之推薦證券商評估報告應行記載事項要點」等規定，明訂承銷商應就承銷價格訂定所採用的方法、原則或計算方式，與國際慣用之市場法、成本法及收益法進行比較、與已上市（櫃）同業之財務狀況、獲利情形及本益比之比較、議定之承銷價參考財務專家意見或鑑價機構之鑑價報告內容及結論、發行公司於興櫃市場掛牌之最近 3 個月各月平均股價及成交量資料、承銷商與發行公司共同議定承銷價格合理性之評估意見。

3. 增訂相關配套措施

(1) 取消 IPO 掛牌首 5 個營業日之漲跌幅限制

為避免承銷價格訂定不合理，掛牌後市場得迅速反應市場供需及合理價位，取消 IPO 掛牌首 5 個營業日之漲跌幅限制，使 IPO 掛牌價格迅速受到市場的檢視與考驗，以導正發行公司及承銷商共同議定出合理的承銷價格。

(2) 引進價格穩定措施

有鑑於我國承銷過程欠缺類似國外安定操作之機制，承銷商責任於 IPO 承銷掛牌後即結束，對掛牌後股價鮮少進行穩定措施，爰為維持掛牌後穩定合理之市場價格，並強化承銷商對上市（櫃）輔導及專家承銷訂價之功能，參考國際作法，引進價格穩定措施，要求承銷商應負掛牌後股價穩定之責，及對未盡價格穩定之承銷商記點處分，俾促使承銷商須更謹慎承接 IPO 案件、控管輔導品質及合理議定承銷價格，進而提升資本市場品質。金管會爰請證券商公會於 93 年 12 月 9 日發布「承銷商辦理初次上市（櫃）案件承銷作業應行注意事項要點」，承銷商價格穩定措施規範如下：

A 承銷商穩定操作

承銷商應與發行公司約定，由原始老股東提撥一定股數（IPO 公開

承銷股數之 15% 額度內) 交由承銷商進行過額配售，承銷商所得款項，如掛牌首 5 個營業日未有跌破承銷價格情形，則將該款項交付予提供老股之股東；惟如遇有跌破承銷價格時，承銷商即應於市場負執行穩定價格操作，自交易市場買入發行公司股票，藉由提供買盤需求方式穩定股價下跌之情形，並要求承銷團不可低於承銷價格出售其所持有股份。

B 限制大股東等特定人出售持股

為有效發揮過額配售的穩定價格效力，避免發行公司董事、監察人、經理人及大股東等，因原始持股成本較承銷價格為低，於 IPO 掛牌後大量賣出持股，導致股票價格不合理下跌，承銷商應與發行公司約定，協調前開特定老股股東於一定期間（至少 3 個月、最多 6 個月）股票自願送交集中保管，不得賣出，藉由流通股票之管控，穩定掛牌後股價。

C 強化資訊公開

於公開說明書及承銷公告稿揭露掛牌後首 5 個營業日採無漲跌幅限制，承銷商並應於掛牌後 5 個營業日內，每日公告其執行過額配售或自營商部門買賣發行公司股票之情況，以提醒投資人注意交易風險及充分獲悉承銷商穩定價格操作執行情形。

(二) 承銷配售方式自由化

IPO 承銷案件原依證券商公會「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，應採取半數詢價圈購搭配半數公開申購，或半數競價拍賣搭配半數公開申購，且公開承銷總數如未達 3 百萬股者得採全數公開申購。因承銷方式皆需搭配作業時程較長之公開申購辦理，較無募資效率，為縮短承銷時程，回歸市場機制，賦予承銷配售選擇更自由，由承銷商自由擇定採全數詢價圈購或全數競價拍賣承銷，並為提高機構投資人參與市場之比重及兼顧自然人認購權益，兼採公開申購之申購比例不得高於 20%；採用全數詢價圈購者，得保留一定比例供配售予自然人。

另對實務公開申購作業，參與申購之投資人於中籤後，可能視市況情形而不會繳款，僅將之視為選擇權買權，致影響承銷時程且易有以人頭戶申購之不當情事，減少真正有意願參與申購之投資人中籤機會。故為簡化公開申購作業及進一步縮短承銷時程，規定承銷商應預扣公開申購承銷價款，

以增進市場效率，並配套調整申購手續費由 30 元調降至 20 元。

（三）承銷商專業功能與自律機制之發揮

原依證券商公會再行銷售辦法規定，承銷商須先自行認購 10%~25% 之 IPO 承銷股份，加以承銷商往往為爭取承銷業務而時有削價競爭之情事，導致承銷商將獲利來源置於賺取上市（櫃）後股票價差之資本利得，而非以賺取承銷手續費為主，並有於惡性競爭下配合發行公司不當配售之惡習。為導正承銷商承銷業務收費來源合理化，回歸承銷輔導配售專業，取消 IPO 承銷案件承銷商得自行認購之規定，並將包銷及代銷手續費上限分別提高至 10% 及 5%；另增訂承銷商配售自律規範，規定詢價圈購案件結束後應將配售明細等資料報證券商公會備查，如有違反相關自律規定，將由該公會記點處分，藉處罰效果達到承銷商自律。

二、95 年間：強化詢價圈購價格及配售公平

因詢價圈購承銷制度，係由承銷商尋找配售客戶完成募集承銷，使承銷商得透過詢圈建立配售通路，經營投資客戶及維持與專業機構互動，有助承銷商業務發展及維持競爭力，發行公司亦可藉由承銷商之配售裁量權，有助形成理想股東結構，有利於承銷商及發行公司發展；另承銷商在辦理圈購配售作業過程中，經由圈購單探尋市場意願，得誘使機構投資人提供對有價證券價格及數量需求之私有化資訊，以與發行公司議定合理價格，而同時達到配售效率化與價格發現之效果，我國爰自 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，並於 94 年承銷新制回歸由承銷商自由擇定辦理，實務運作我國 IPO 承銷亦多偏好採詢價圈購方式辦理。

而於 94 年度承銷新制實施後，雖整體適用情形良好，惟部分承銷個案因興櫃價格波動較大，承銷價格與興櫃價格差異較大，致產生公開申購投資人參與熱烈，申購中籤比率甚低，掛牌後交易價格與承銷價格差距數倍，致詢價圈購未發揮應有之價格發現功能，並有配售實務公平性等疑慮。金管會經參酌外界反映申購中籤率過低，陸續與證券商業者就實際詢價圈購配售作業召開座談會，於 95 年間執行相關強化詢價圈購價格及配售之措施如下：

（一）建立預詢機制

落實詢價圈購價格發現功能，增訂採詢價圈購案件者，承銷商應建立預詢機制，於正式辦理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，以訂定合理之詢價圈購區間；詢價圈購公告價格區間訂定下限不得低於上限之 75%；承銷訂價應參考詢價圈購狀況、1 個月內之興櫃市場價格及主、協辦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 1 營業日之興櫃價格差距達 50% 時，應具體說明訂價之理由並應對定價合理性提出說明，若未盡合理，將由證券商公會依自律規範記點處分。

- (二) 提高配售之公平性及合理性，增訂禁止不得配售對象及單一圈購人配售數量限制。
- (三) 加強監視上市（櫃）掛牌前於興櫃股票交易情形及監視作業。
- (四) 提高投資人參與認購

規範採詢價圈購承銷，應搭配公開申購辦理，並參酌香港制度，提撥公開申購之股數至少為公開承銷股數 10%（申購比例），並依公開申購認購倍數彈性調整申購比例，最高可至 30%，以兼顧散戶參與之權利。

三、99 年：承銷價格應與興櫃價格連結，及提高配售公平性

金管會鑑於採詢價圈購承銷之 IPO 案件，仍迭有發生承銷價格與興櫃價格差距過大之案例，致外界反映承銷價格之訂定顯似不合理、散戶投資人參與認購比例偏低、配售不具公平性等質疑，而有進一步檢討制度之必要，爰於 99 年 12 月 22 日邀集多位學者、證券商業者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，經參酌各界意見及實務個案，採行下列改進措施：

(一) 健全興櫃交易制度、強制承銷價格與興櫃價格連結

自 94 年承銷新制改革，承銷訂價改由承銷商與發行公司合理議定之方式，外界及媒體報導時有對 IPO 採詢價圈購承銷案件，承銷訂價似偏低於興櫃市場行情，以製造價差獲利之質疑，而實務個案亦確存在承銷價格與興櫃價格之價差過大，造成新股掛牌公開申購熱烈，掛牌前後股票價格波動甚鉅之情形，致有承銷訂價不合理或為特定人士操縱股價之疑慮。為縮短承銷價格與興櫃價格之差距，造成投資人不理性追價，或誘使有心人士不當操作股價賺取差價，金管會爰督導櫃買中心擬具「興櫃交易制度改進方案」，強化興櫃股票推薦證券商合理報價功能及對其報價與造市作業之監管，暨建置興櫃股票通知及處置措施等市場監視制度。另配合強化興櫃制度，IPO 採詢價圈購承銷案件，承銷價格應與興櫃價格作適當連結，明訂規範承銷價格不

得低於向證券商公會申報詢圈約定書前與櫃有成交之 10 個營業日其成交均價簡單算術平均數之 7 成，並取消詢圈價格區間下限不得低於上限之 75% 之限制。

另由於詢價圈購預詢機制屬規範應強制建置之性質，且預詢對象限以主要法人或專業投資人等專業機構，惟實務運作上，預詢作業恐包含明知無意參與詢價圈購作業之專業機構預詢結果，或未能向不屬預詢規範對象之潛在圈購認購者辦理預詢，甚或有詢價圈購價格區間未參考預詢結果調整訂定之情事，致產生預詢對象與實際詢圈對象不同，詢圈價格區間與預詢結果有顯著差距情形，為避免造成預詢機制流於形式，取消強制預詢制度，由承銷商自行選擇是否辦理。

（二）提高承銷彈性及配售公平性

我國證券市場有以散戶投資人比例較高之特性，考量實務部分 IPO 承銷案件，投資人參與公開申購意願較熱絡，導致中籤率偏低，為兼顧投資人之認購需求，爰修正 IPO 採詢價圈購承銷，搭配公開申購之申購比例，原依投資人申購倍數彈性調整之比例上限 30%，提高至 60%（公開申購比例至少為 10%，依申購熱絡程度彈性調整最高為 60%），並縮短申購倍數彈性調整級距區間，由 25 倍調降至 10 倍，以擴大散戶投資人參與之機會。

另於詢價圈購承銷作業下，投資人向承銷商遞交圈購單僅係表達認購意願，惟投資人與承銷商均不受該圈購單之內容所拘束，承銷商於受理投資人圈購單後，得自主決定配售對象與數量。由於承銷商持有配售分配之權利，實務有發生配售過於集中於特定圈購對象，甚有個案之承銷商為爭取承銷業務，利用配售裁量權與發行公司進行利益交換，配合發行公司配售予特定對象，喪失配售公平與合理性，屢遭外界質疑詢價圈購制度存在配售作業不具公平透明及合理性。

為避免承銷商將詢圈配售裁量權私有化，防止部分不法人士可能利用人頭戶參與配售之風險，加強詢價圈購配售對象之合理性措施及事後查核機制，包括：

1. 訂定詢價圈購合理配售原則

基於詢價圈購制度應以機構法人及專業投資人協助價格發現為主要精

神，規範承銷商宜優先配售予專業投資機構，或與承銷商有一定往來客戶，並應訂定合理之配售比例，且承銷商應就一定往來客戶之交易金額、次數或貢獻度等訂定相關標準。

2. 調降單一圈購人認購數量上限

對 IPO 承銷採詢價圈購搭配公開申購辦理，屬申購較熱絡之案件（依申購熱絡程度彈性調整公開申購比例至 30% 以上者），為提高詢圈參與對象均有獲配之機會，避免配售有過度集中之情形，有配售圖利特定投資人之疑慮，對專業投資機構詢圈認購數量上限由 10% 降為 5%，其他圈購人詢圈認購數量上限由 5% 降為 2%。

3. 建立採詢價圈購 IPO 承銷案件之抽查機制

參與圈購人應簽署同意將其詢價圈購資料提供予證交所及櫃買中心建檔之聲明，由證交所建置詢價圈購案件交叉比對系統，比對各詢圈案件獲配售人名單有無異常，並由證交所及櫃買中心就所管 IPO 承銷案件建立抽查機制，瞭解承銷商辦理詢價圈購案件是否符合證券相關法令規範。

（三）強化投資人權益維護

證交所及櫃買中心原未強制規範 IPO 公司應於掛牌承銷前辦理業績發表會，而實務運作於 IPO 掛牌前之法人說明會，多於承銷完畢時始辦理，且普遍係邀集法人機構參與，一般投資人較無法取得法人說明會內容，恐有資訊不對稱等疑慮。為使投資人於承銷前得以知悉公司相關資訊，證交所及櫃買中心修正 IPO 前業績發表會實施要點之相關規定，規範應於辦理 IPO 承銷前至少舉辦 1 次業績發表會、檢附承銷價格訂定所採用的方法、原則或計算方式供與會人員取閱、業績發表會應包含發行公司產業、財務經營狀況等資訊內容、發表會過程應全程錄音錄影，並上傳至申請公司、主辦輔導承銷商網站及公開資訊觀測站，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等，進而有助於投資人於參與詢價圈購過程充分反映其價格資訊，增進詢價圈購之價格發現功能。

四、104 年：推動優先使用美國標競價拍賣承銷

我國對詢價圈購承銷制度雖已持續進行多次配售公平性、承銷價格議定合理性及其監理查核機制之檢討改革，惟仍有部分個案發生違規配售等情事，持續引發外界對該制度存有質疑聲浪，又金管會於 102 年度證券商負責人聯繫會議，有證券商業者反映採詢

價圈購配售承銷，禁止參與詢價圈購配售對象多有利用人頭戶參與圈購，增加承銷商執行配售業務陷於違規受罰之風險，建議承銷方式改採競價拍賣或公開申購制度，金管會爰經與證券商公會、證交所及櫃買中心等單位討論，決議進行承銷制度檢討，並於 104 年 2 月 13 日再邀集前開周邊單位及證券商業者召開「研商承銷制度修正方案會議」，會議獲致共識及決議，承銷方式以推動優先採用競價拍賣方式辦理配售，對詢價圈購配售方式予以適當限制，並配合實務作業檢討競價拍賣作業效率，提高承銷商以競價拍賣辦理承銷之意願。

證券商公會等單位經與證券商業者進行多次討論研議，對競價拍賣制度施行下列主要改革措施，以增進承銷商採行競價拍賣承銷之誘因：

(一) 對詢價圈購配售方式予以適當限制

在詢價圈購制度下，因承銷商具有配售裁量權及承銷價格議定，較易產生配合發行公司違規配售、透過人頭戶不法配售獲利、惡性競爭及違法退佣等弊端，惟此制度在市況不佳投資人參與較不熟絡時，透過承銷商配售承銷管道，可有效提高企業籌資之確定性，故對詢價圈購制度之存廢議題，多有正、反兩面意見。金管會於 104 年 2 月 13 日召開「研商承銷制度修正方案會議」中，基於承銷作業之彈性，決議仍保留詢價圈購承銷制度並從重議處其違規情事，承銷方式原則改以優先採用競價拍賣方式辦理。

經證券商公會研議並檢討，規範 IPO 案件自 105 年起予以適當限制採用詢價圈購承銷，除符合定條件，如：對外公開承銷募資金額未達新臺幣 4 億元、辦理 1 次競價拍賣發生流標、以文化創意事業申請 IPO 掛牌、其他法令規定、全民釋股或經目的事業主管機關核准者，屬承銷規模較小、採競價拍賣不易順利募資完成或可能尚屬虧損公司，一般大眾評價較不易之案件外，應優先採用競價拍賣辦理承銷。

(二) 強化競價拍賣價格發現功能

1. 發行新股承銷案件應採美國標競價拍賣承銷

競價拍賣配售制度，是由投資者對其需求的數量及願意承購的價格進行投標認購，透過市場機制決定配售分配及得標價格，具有配售公平性及價格發現之功能。另競價拍賣又可分為複數價格標（美國標）或單一價格標（荷蘭標），於美國標方式下，競價拍賣承銷股數之配售，係由投標價格高者依

序優先得標配售，直至承銷股數配售完畢，得標者須依其投標價格認購，投資人於競價拍賣參與過程中需較審慎評估投標價格，強化承銷價格合理形成及增進配售分配之公平性，惟因投標者需依投標價格認購，投資決策成本及風險較高，提高競價拍賣參與不足失敗風險；在荷蘭標方式下，承銷配售方式與美國標相同，由高價投標者得標，惟以最低之得標價格為每一得標者之承銷認購價格，在此方式下，因得標人皆以最低得標價格認購，可鼓勵投資人參與出價投標，有利發行公司資金募集，惟恐因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。

我國競價拍賣承銷作業，係由承銷商與發行公司議訂最低承銷價格（拍賣底價），投資人依公開之拍賣底價，以競標方式標購，並於滿足競價拍賣承銷股數下，按投標價格高低依序決定得標者。至競價拍賣承銷訂價決定方式，則依承銷案件種類有所不同，對發行新股承銷案件（包括 IPO 發行新股公開承銷及已上市（櫃）現金增資之承銷案件），採用荷蘭標方式；對以老股辦理承銷案件（包括公開招募及得採老股辦理 IPO 之公營事業等承銷案件），則採美國標方式。

依競價拍賣辦理方式對發行市場之影響性，美國標競價拍賣之承銷價格，各得標投資人經評估市場價值出價投標並依得標價格認購，較荷蘭標更為貼近市場價格及配售公平性，而我國發行新股限採荷蘭標競價拍賣承銷，主係基於承銷價格應為相同之規範，避免美國標依各得標人之認購價格，形成不同之承銷價格，致衍生牴觸相關規範情事。我國現金增資發行新股價格規範，依「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 項規範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；依「公司法」第 156 條第 11 項規定，同次發行股份價格應歸一律，但證券主管機關得就公開發行股票公司之股票發行價格之決定方法，另為規定。

惟於初期規劃 IPO 承銷方式，朝以優先採競價拍賣辦理之修正方向，然基於當時「證券交易法」、「公司法」及證券商公會再行銷售辦法規定，僅可採荷蘭標辦理下，多有證券業者及媒體報導，於荷蘭標下，得標人皆以最低得標價格認購 IPO 承銷新股，而提出極易有投資人不理性高價投標或圍標，故對該次改革以增進競價拍賣配售公平性及承銷價格合理形成之目標

存有質疑。故為避免採荷蘭標競價拍賣承銷所產生之上述缺失及質疑，並為提升競價拍賣承銷配售之公平性，與強化價格發現功能，金管會經洽詢經濟部有關競價拍賣採美國標訂價之適法性，經濟部函復表示，公司法第 156 條第 11 項業授權證券主管機關得就公開發行股票公司之股票發行價格，另訂決定方法，建議金管會得依職權認定處理，金管會爰於 105 年 1 月 5 日依證券交易法第 28 條之 1 第 4 項，函釋依同條第 1 項或第 2 項規定提撥向外公開發行新股，如採美國標競價拍賣辦理承銷案件，其同次發行由公司員工承購或原有股東認購價格之決定方式（金管證發字第 1040042207 號）。另證券商公會並配合前開金管會函釋，修正再行銷售辦法，規範發行新股承銷案件應採美國標競價拍賣承銷及其承銷價格訂定方式。

2. 強化拍賣底價訂定之合理性

依證券商公會原再行銷售辦法規定，IPO 承銷案件之拍賣底價係以向證交所或櫃買中心申請 IPO 時之暫定承銷價格為上限，依上市（櫃）申請至實際辦理競價拍賣承銷流程，時間差距至少 4 個月以上，暫定承銷價格已不具攸關及參考價值，又拍賣底價如偏離市場價格，恐影響競價拍賣承銷價格合理形成。經證交所洽證券商業者意見，比照採詢價圈購辦理 IPO 承銷案件，承銷價格應與興櫃價格作適當連結，修訂採競價拍賣 IPO 承銷案件之拍賣底價，應以向證券商公會申報競價拍賣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 7 成為其上限；如屬未經登錄興櫃交易者，承銷商與發行公司應議定合理之拍賣底價。

（三）提高競價拍賣承銷作業效率及便捷性

以往競價拍賣係以人工書面作業為主，投資人僅能親赴證券承銷商處所以書面投標、臨櫃繳交投標處理費事宜，承銷商於投標截止日後將密封之投標單送至證券商公會統一辦理拆標，嗣於開標日再由證交所辦理開標，致承銷作業辦理時間冗長，且投標程序不利投資人便捷參與，承銷商採行辦理承銷意願較低。

金管會爰請證交所修正競價拍賣系統，並由證券商公會配合檢討修正相關競價拍賣作業規範，包括：

1. 由證交所建置網路競價拍賣系統

投資人得透過證交所建置之網路競價拍賣系統，採自行上網或至開戶證券商任一據點臨櫃網路投標，不需透過證券經紀商處理，除增進投資人參與投標之便捷性及兼顧資料保密性外，亦節省人工處理作業成本及縮短承銷時程。

2. 依實務作業需求，明訂投（得）標價款繳納、保證金收取及退費等作業事宜

為增進投資人相關價款繳納作業之便利性，競價拍賣投（得）標價款、投標處理費及保證金繳納，比照公開申購模式，改由證券經紀商協助委由銀行自投資人之證券交割銀行帳戶辦理扣款，並規範相關通知價款繳納及扣款作業、未得標或棄標相關保證金與投標處理費之處理原則等程序，避免爭議。

3. 落實承銷商籌資及輔導功能

在不影響投資人資金運用配置，於兼顧市場資金動能及降低棄標風險考量下，規範承銷商應收取投標保證金之金額以投標價格之 30%~60% 為限，得標人如不履行繳款義務，承銷商應沒入投標保證金，並應依棄標之得標價款由承銷商自行認購，協助企業順利完成募資，發揮承銷商專家風險承擔及籌資功能。另增訂承銷商得依市況向得標人收取合理得標手續費，以藉由合理承銷收入，支應相關輔導成本支出，以維持承銷案件品質。

（四）擴大競價拍賣參與機會及建立檢核配售適法性機制

1. 擴大競價拍賣公平參與配售機會

為減少承銷商利用拍賣制度圖利特定投資人之參與機會，及避免競價拍賣配售過度集中情形，並兼顧達到 IPO 股權分散標準之目的，增訂採競價拍賣辦理 IPO 承銷者，最低每標單位（每一投標單要求最低應達標購數量）不超過 5 仟股，及承銷商得視個案狀況，調降單一得標人最高得標數量上限 10% 之限制。

另發行公司及承銷團之內部人，因對發行公司財務業務情形較具有內部資訊，為避免有資訊不對稱之疑慮，現行證券商公會再行銷售辦法已有規範，該等對象不得參與競價拍賣配售，且不得利用他人名義參與應募，又該等對象之二親等親屬名單實務取得及檢核較困難，基於規範效益及檢核效果，故放寬發行公司及承銷團內部人之二親等親屬得參與競價拍賣，以擴大參與對象。

2. 競價拍賣對象適法性之檢核作業

依證券商公會該次改革擬修正禁止參與競拍對象，包括發行公司之董事、監察人、總經理及其配偶，暨承銷團之董事、監察人、受僱人及其配偶。故為供證交所於辦理競價拍賣開標作業，比對及檢核投標參與對象身分適法性，爰增訂規範發行公司應提供不得參與投標之對象名單予承銷商，及承銷商應傳送禁配名單予證交所檢核。

肆、IPO 採競價拍賣承銷推動現況

為瞭解自 105 年起 IPO 案件採優先使用美國標競價拍賣承銷之推動成效，證券商公會於競價拍賣承銷制度改革實施 1 年後，就制度運作情形及外界建議事項進行檢討，本節茲就 IPO 案件採用競價拍賣承銷情形及制度檢討修正事項說明如下：

一、IPO 案件採用競價拍賣承銷情形

依證券商公會統計，105 年度 IPO 承銷案件數計 55 件，其中採詢價圈購搭配公開申購者計 30 件（占全數 IPO 承銷案件數約 45%），採競價拍賣搭配公開申購者計 25 件（占全數 IPO 承銷案件數約 55%）；又 25 件採競價拍賣搭配公開申購案件，有 11 件為自願採用競價拍賣承銷（募資金額未達新臺幣 4 億元，得採詢價圈購搭配公開申購辦理承銷之案件）。顯見，於推動及檢討改善競價拍賣承銷制度下，已提高承銷商及發行公司採此制度辦理承銷之意願，並於考量承銷個案情形，選擇最適承銷方式辦理。另以近年 IPO 案件所採承銷方式觀之，自 105 年規範應優先採用競價拍賣承銷後，採以競價拍賣承銷之案件比例，已有上升之趨勢，制度推動已有成效。

IPO 案件採用之承銷方式統計

年度	105	106	107 年（註 2）
全部件數（B）	55	43	9
採用競價拍賣件數（A）	25	35	8
比率（A/B）	0	45%	89%

註 1：本表係依證券商公會網站刊登之承銷公告彙整統計

註 2：截至 107 年 2 月底

二、IPO 承銷價格與興櫃價格連結之例外適用規範

原依證券商公會再行銷售辦法規定，IPO 公司如有登錄興櫃交易，並採詢價圈購方

式辦理承銷之案件，承銷價格不得低於向證券商公會申報詢圈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；採競價拍賣方式辦理承銷之案件，拍賣底價不高於向證券商公會申報競價拍賣約定書前興櫃有成交之 30 個營業日其成交均價簡單算術平均數之 7 成。

前開規範主要係為使承銷訂價較有公允之參考依據，避免承銷價格與興櫃價格差距過大，恐易使特定人操作價差獲利，惟若興櫃價格波動較大，承銷價格卻仍參酌興櫃價格訂定，則可能影響合理承銷價格訂定。證券商公會為使 IPO 案件承銷價格訂定更具彈性及合理性，增訂承銷價格與興櫃價格連結之例外適用規範，並規定前開例外訂價之案件，應加強說明承銷價格訂定之依據及合理性（包括興櫃股價變化原因及合理性、採用之訂價方法及評價依據與合理性）、承銷價格與興櫃基準價格差異之原因及合理性，並於承銷公告及公開說明書揭露。有關承銷價格與興櫃價格連結之例外適用規範如下：

- （一）經證交所或櫃買中心於上市（櫃）審查期間綜合判斷興櫃股價波動較大，應強化承銷價格訂定合理性者。
- （二）於向金管會或其委託之機構申報 IPO 公開銷售之現金增資發行新股案件前 3 個月、向證券商公會申報詢價圈購約定書或競價拍賣約定書前 3 個月，有櫃買中心依「興櫃股票公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點」第 4 條規定公告為「興櫃公布注意股票」，或依櫃買中心「興櫃股票買賣辦法」第 11 條之 1 規定暫停交易（啟動興櫃股票市場冷卻機制）者。

另證交所及櫃買中心為落實 IPO 承銷價格之審查，避免承銷商承銷價格評估不合理或未秉專業充分考量發行公司及其產業狀況變化，據以調整承銷價格，已建置相關監理及處置措施，規範承銷商提出 IPO 評估報告及查核程序，應確實評估 IPO 承銷價格之合理性，且於 IPO 公司掛牌後一定期間有股價跌破承銷價格達一定比例之情形者，要求承銷商應說明其合理性，經查承銷商所出具之評估報告如涉有缺失，並得依二單位證券商缺失處理辦法，對承銷商記點處分。

三、競價拍賣之過額配售改採公開申購配售辦理

依證券商公會再行銷售辦法規定，採競價拍賣搭配公開申購辦理 IPO 承銷者，公開申購比例最高不得超過 20%，另採詢價圈購搭配公開申購者，對公開申購較熱絡案件之申購比例最高可調至 60%，兩者之公開申購比例有極大差異，故一般投資人建議提高競價拍賣 IPO 承銷案件之公開申購比例。證券商公會就前開建議研議，基於一般投資人尚可公允合理參與競價拍賣投標，且充足的競價拍賣數量始得有效形成合理之承

銷價格，制度設計尚無損及一般投資人參與認購權利，並兼顧競價拍賣案件承銷價格發現及股權分散之功能，故不為規範之修正調整。

證券商公會為適時提高投資人參與公開申購之機會，修正採競價拍賣搭配公開申購辦理 IPO 承銷之案件，過額配售之承銷方式，由洽商銷售方式改以併入公開申購辦理。另採全數競價拍賣辦理 IPO 承銷案件，因承銷方式即無搭配公開申購額度，如將過額配售改採以公開申購辦理，承銷時程將因增加公開申購承銷作業而延長，爰仍維持現行以洽商銷售方式辦理。

伍、結論

我國承銷制度歷經多次改革與演變，改革方向主軸均以朝向落實時價發行、提高承銷配售效率及公平性為目標，以期透過承銷機制之持續改進，讓承銷商得以充分發揮專家功能，有效協助企業募集資金。近期我國 IPO 承銷制度推動優先以競價拍賣辦理承銷，然綜觀各國承銷制度，仍多以採詢價圈購承銷，我國承銷改革方向與國際主流承銷制度不同，主係詢價圈購在我國長期運作發展下，承銷商未能落實專業配售能力與自律功能，致外界對承銷制度產生質疑，故期藉由競價拍賣具有較強之價格發現功能及配售公允性，導正承銷弊端，提升資本市場品質與國際競爭力，未來金管會仍將持續注意承銷案件之實際辦理情形，並視國內、外經濟環境變化，適時檢討修正，以確保資本市場有效運作。

~ 證券投資小提醒 ~

投資人參與有價證券之認購前，應先至「公開資訊觀測站」下載並詳閱公開說明書。（網址 <http://mops.twse.com.tw/>）。