



專題企劃

以詢價圈購辦理現金增資發行新股 初次上市承銷案件配售之弊端 ——以通嘉公司詢價圈購弊案與臺灣證券交易所 承辦專員索賄案件為例

臺灣士林地方法院檢察署檢察官 ◀◀◀◀ 楊淑芬

目次

| | |
|--------------------|--------------------------------|
| 壹、前言 | 一、通嘉公司詢價圈購IPO案背景說明 |
| 貳、有價證券對外公開發行承銷之方式 | 二、台證證券辦理通嘉公司詢價圈購配售予關係人弊端態樣 |
| 一、法源依據 | (一) 台證證券違法配售與不當配售 |
| 二、有價證券公開承銷之方式 | (二) 發行公司經理人與證交所承辦人索賄之違法配售與不當配售 |
| 三、詢價圈購之意義、功能與運作方式 | (三) 證交所審核通嘉公司上市案件主辦專員索賄 |
| (一) 詢價圈購之意義與價格發現功能 | |
| (二) 過額配售與價格穩定功能 | |
| (三) 配售對象之決定 | |
| 參、通嘉公司詢價圈購配售弊端 | 肆、結論 |

壹、前言

實務上有關證券市場不法案件偵辦型態，以上市櫃公司內線交易、操縱股價之不法案件¹等型態為常見，此等不法態樣均屬於已發行之有價證券在交易市場買賣過程中衍生之弊端。至有價證券發行端衍生之弊端，經檢察官偵查終結起訴者並非常見，其中涉及以詢價圈購（bookbuilding）方式辦理初次上市櫃發行股票之弊端，迄今僅有臺灣板橋地方法院檢察署（下稱板橋地檢署）偵辦華南永昌綜合證券

股份有限公司包銷益通光能科技股份有限公司（下稱益通公司）初次上櫃前之股票弊案²，與臺灣士林地方法院檢察署（下稱士林地檢署）偵辦台證綜合證券股份有限公司（下稱台證證券，於民國98年7月24日決議通過併入凱基證券股份有限公司，並已於同年12月19日合併而消滅）包銷通嘉科技股份有限公司（下稱通嘉公司）初次上市公開發行公司股票弊案³。此種有價證券發行端衍生弊端之犯罪，因為隱密性甚高，資金流動不易發覺，未如有價證券在交易市場搓合買賣資料容易取得據以分析，偵

1 不法掏空案件係已公開發行公司（含上市櫃公司）之董事、監察人、監理人對公司為背信或侵占之行為而觸法，該等犯罪態樣則與公司發行之有價證券買賣或發行無關。

2 板橋地檢署偵查華南永昌綜合證券股份有限公司包銷益通光能科技股份有限公司初次上櫃前之股票，其中現金增資發行股數之90%股票，是以詢價圈購方式承銷，本案係關係人涉嫌不法配售詢價圈購股票，經該署於98年8月28日以98年度偵字第17983號案件偵結起訴，並由臺灣板橋地方法院以98年度金重訴字第2號審理中。

3 士林地檢署偵辦台證證券包銷通嘉公司IPO案件，由本文作者於100年6月6日偵結起訴，現由臺灣士林地方法院以100年重訴字第6號案件審理中。



辦甚為不易。然因利益龐大，且以詢價圈購承銷之股票配售對象之資格限制，係採消極限制之規定，僅限制關係人不得獲得配售股票，其餘均聽任證券承銷商裁量決定。對關係人是否違法參加詢價圈購審查乙節，僅要求參加詢價圈購之投資人填具聲明書，聲明未具關係人資格，證券承銷商僅採書面審核，縱有關係人違法參與詢價圈購情事，亦難發覺。本件通嘉公司現金增資發行新股初次上市（Initial Public Offering，以下簡稱IPO）案件發行之際，遇交易市場熱絡而存有鉅額利差之預期時，甚或連審核通嘉公司上市案之臺灣證券交易所（下稱證交所）主辦人員亦無法抗拒誘惑，於審核過程中向發行公司索取賄賂，並以借用人頭參與詢價圈購配售而獲取賄賂。

詢價圈購方式承銷IPO案件之現行制度，利益容易集中於少數關係人，容易誘使相關人員從中上下其手，已高度損害證券發行市場之公平性與秩序，實有介紹與探討現行詢價圈購發生弊端態樣之必要，本文擬介紹詢價圈購之意義、法令與運作方式，再以通嘉公司與證交所專員索賄案件為例，說明現行詢價圈購運作產生弊端態樣，鳥瞰詢價圈購運作方式與弊端現象，冀以提供主管機關作為制度研修之參考與偵查中瞭解資金流向之意義，俾以提高有價證券發行市場之品質與減少詢價圈購配售不法犯罪。

貳、有價證券對外公開承銷之方式

一、法源依據

證券商承銷股票、公司債、金融債券、存託憑證及其他經行政院金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）核定之有價證券之承銷或再行銷售，係依中華民國證券商同業公會承銷

或再行銷售有價證券處理辦法（以下簡稱再行銷售辦法）第3條規定：「證券承銷商對有價證券之承銷案件，應依本辦法之規定辦理」辦理，而再行銷售辦法係依證券商管理規則第28條之規定，授權證券商同業公會制訂再行銷售辦法供證券商辦理承銷有價證券遵循，而證券商管理規則係證券交易法第44條第4項之授權所定之子法。

二、有價證券公開承銷之方式

依再行銷售辦法第5條之規定，有價證券公開承銷之方式有四，計有競價拍賣、公開申購配售、詢價圈購與洽商銷售。承銷價格之決定方式，依再行銷售辦法第4條第1項之規定，則有競價拍賣、詢價圈購、與發行公司、發行機構或有價證券持有人議定三種方式。實務上，早期多採公開申購方式，因主管機關認流弊甚多⁴，因而於94年3月1日起，對初次上市上櫃公司發行之新股，引進詢價圈購之新制，採取詢價圈購與公開申購兩種方式併用發行，並提高詢價圈購發行數量比例，如前述板橋地檢署與士林地檢署承辦益通公司初次上櫃與通嘉公司初次上市之承銷案件，係採詢價圈購公開申購併行，其中詢價圈購之比例均高達發行數量之九成。其餘一成係採公開申購發行。

三、詢價圈購之意義、功能與運作方式

（一）詢價圈購之意義與價格發現功能

發行價格高低對發行公司影響甚大，如果承銷價格訂價過低而折價發行新股，雖可以吸引多數人參與認購而得以成功募資，然對發行公司與原持有股東而言，折價過多的新股發行，造成發行公司權益受損。但如果訂價過高，雖然發行公司在該次募資過程，可以獲取較高資金，然可能影響認購意願，而有對外承銷募資失敗之風險。因此，適當之承銷價格訂定，才能兼顧發行公司權益保障與募資案件成

4 公開申購即俗稱「抽籤」，此種申購手續不便，造成有心人士借用人頭帳戶參與公開申購以提高中籤率之現象盛行，易形成中籤後不繳納股款而惡性違約，造成券商損失且擾亂交易秩序。因此主管機關修定相關規定，並於86年11月1日起實施，主要規定申購時，申購人之銀行帳戶應有申購處理費及認購價款之金額。



功發行。

詢價圈購之目的即在透過對法人與專業投資人之預詢機制與多數投資人對證券商遞交書面圈購單等兩種途徑，使證券承銷商得以探求當時市場對發行之有價證券認定之最適當承銷價格。其中所謂預詢機制，按再行銷售辦法規定內容以觀，係指承銷商透過預詢機制，針對法人與專業投資人對承銷價格與數量而探索當時市場認為最適當之承銷價格，此觀再行銷售辦法第22-2條規定：「主辦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，於正式詢價前先行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，該紀錄應以書面方式保留一年，並以電子媒體方式保留三年備查」內容即可明瞭。

另外一種透過投資人向證券商遞交書面圈購單，表達對願意認購有價證券之承銷價格與數量，此觀再行銷售辦法第28條第1項前段規定：「參加圈購之投資人向證券承銷商遞交圈購單，僅係向證券承銷商表達認購意願，證券承銷商受理圈購，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」。據此，參加詢價圈購之投資人向證券承銷商遞交圈購單⁵，僅係向證券承銷商表達認購意願，證券承銷商受理圈購，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。承銷商彙總多數投資人的圈購意願情況後，藉此發現合理的承銷價格範圍。承銷價格範圍訂定後，承銷商得自主決定受配售之對象而不受前揭表意圈購單之拘束，提出上揭表意圈購單之投資人亦不受該圈購單約束而得自主決定是

否認購。至證券承銷商據此確認承銷價格範圍後，再與發行公司議定實際承銷價格。

(二) 過額配售與價格穩定功能

過額配售係指主辦承銷商於申請上市前，與發行公司簽訂過額配售協議，明訂主辦承銷商應要求發行公司協調原股東提出占發行公司當次現金增資發行新股辦理對外公開銷售股數之百分之十五之數量之已發行股票，供主辦承銷商辦理過額配售，惟主辦承銷商得視詢價圈購或競價拍賣之結果，決定是否過額配售及實際過額配售數量。初次上市普通股股票掛牌首五個交易日，若出現跌破承銷價格者⁶，主辦承銷商得運用過額配售所得之價款，自市場買入股票回補過額配售之部位（發揮價格支撐功能），並於執行穩定價格操作期間屆滿後，將股票返還發行公司。若出現上漲超過承銷價格者，主辦承銷商應將過額配售所得之價款交付發行公司⁷。過額配售之法令規定，可參見再行銷售辦法第4-1條第5項規定：「除上櫃轉上市案件及其他法令另有規定者外，普通股股票初次上市（櫃）前之承銷案件採包銷方式辦理者，主辦承銷商應與發行公司約定，由發行公司協調股東按該次對外公開銷售數量之一定比例，提供已發行普通股股票供主辦承銷商於承銷期間進行過額配售，其相關作業應依本公會『證券承銷商辦理初次上市（櫃）案件承銷作業應行注意事項要點』為之」。

(三) 配售對象之決定

承銷商係決定配售名單之主體，係主導配售之人，而非發行公司，此觀再行銷售辦法第3-1條⁸與第42-1條第6項⁹規定自明。

5 在台證證券包銷通嘉公司IPO案件時，此類用以表達投資人認購意願與願意認購之價格之表意文書，稱為「通嘉公司初次上市現金增資預詢意向書」。

6 94年3月1日起，臺灣證券交易所配合承銷新制實施，為使初次上市公司股票價格能充分反映其合理價格並符合市場需求，故實施初次上市首五個交易日內，股價升降幅度無漲跌幅限制。

7 引自證交所對「初次上市股票首五個交易日無跌幅限制——自94年3月1日實施」之宣導說明。

8 再行銷售辦法第3-1條：主辦承銷商應視案件需要籌組承銷團及辦理配售，不得配合發行公司辦理。

9 再行銷售辦法第42-1條第6項：承銷商於確定詢價圈購配售名單時，得要求獲配售之圈購人全額繳交承銷價款，如圈購人未依規定辦理者，承銷商得取消其配售資格。



得參加詢價圈購而受配售之人，以下列之人為限：年滿二十歲之中華民國國民，本國法人及證券投資信託事業募集之證券投資信託基金，外國專業投資機構，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，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，其他經政府核准之對象¹⁰。證券承銷商對具有上揭資格而參加詢價圈購之投資人，再排除再行銷售辦法所列舉之各種關係人後，承銷商擁有完全的配售決定裁量權，至於證券商基於何種考量，欲配售予何種身分之詢圈人？欲配售予何人多少數量股票？均由證券商自由決定。換言之，設若投資人參與圈購之後，即使願意認購的價格比別人高，但是承銷商不一定就會配售股票給出價較高之的詢圈投資人。

至再行銷售辦法所欲排除之關係人，依承銷有價證券種類不同而有所區分。其中IPO與TDR承銷案件¹¹所欲排除之關係人，係指依該辦法第43-1條所定之關係人，計有六種身分之特定人不得受詢價圈購配售：發行公司之員工、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、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、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、與發行公司、承銷商具實質關係者、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2條¹²規定要件等之實質關係人）。

至於如何排除關係人參與詢價圈購，係由參加詢價圈購之投資人，填具詢價圈購單，並出具圈購人身分適法性聲明書，聲明其本人非上揭特定身分之關係人，並遞送予證券商，由證券商負責以書面審核並拒絕上揭關係人參與詢價圈購。

參、通嘉公司詢價圈購配售弊端

一、通嘉公司詢價圈購IPO案背景說明

台證證券於96年9月間，即擔任通嘉公司輔導上市券商，於98年4月上旬，以新臺幣（下同）500萬元之報酬，受通嘉公司委託，承辦通嘉公司IPO公開承銷案件，並邀請永豐金證券股份有限公司（下稱永豐金證券）、日盛證券股份有限公司（下稱日盛證券）、統一綜合證券股份有限公司（下稱統一證券）、大展綜合證券股份有限公司（下稱大展證券）為協辦證券商，共同組成承銷團承銷通嘉公司上市前初次公開承銷普通股股票之銷售。台證證券於98年4月10日向證交所遞件申請上市，且預定通嘉公司以現金增資發行發行新股之方式，預定發行普通股3,700張（千股，下同），其中10%保留供員工認購之用，其餘90%即3,330張則由台證證券等承銷團對外公開承銷，其中30%即999張採「公開申購配售」方式，其餘則採「詢價圈購配售」方式辦理，另由通嘉公司協調經理人兼股東提供普通股股票300張，供主辦證券商承銷商辦理過額配售之用，承銷團因此得以掌握2,631張詢價圈購配售之權力，主辦承銷商台證證券分得配售額度為2,541張，協辦承銷商永豐金證券與統一證各分得配售額度20張、大展證券與日盛證券各分得配售額度25張。98年7月

10 參見再行銷售辦法第43條之1準用第35條之規定。

11 其他類型有價證券以詢價圈購辦理而限制之關係人之規定，請參閱再行銷售辦法第43條規定。

12 證券交易法施行細則第2條規定：「本法第22條之2第3項所定利用他人名義持有股票，指具備下列要件：一、直接或間接提供股票與他人或提供資金與他人購買股票二、對該他人所持有之股票，具有管理、使用或處分之權益三、該他人所持有股票之利益或損失全部或一部歸屬於本人」。



31日起至同年8月5日止為詢價圈購應募期間，同年8月3日起至8月5日為公開申購應募期間，詢價圈購價格介於80元至88元之間，嗣台證證券副總經理施○○代表台證證券指派業務副總經理冷○○與通嘉公司總經理李○○共同議定承銷價格為每股88元，另由台證證券向詢價圈購配售人另收取處理費每股2元（即詢價圈購配售人認購股票每股成本為90元）。台證證券為發行通嘉公司辦理詢價圈購作業期間，通嘉公司於興櫃實際成交均價格區間為每股202.04元至235.97元，迄98年8月13日即發行公司即通嘉公司掛牌上市前一日止，通嘉公司於興櫃之成交均價為218.96元間，配售所得股票每張約有12餘萬元以上之鉅額價差利潤。

二、台證證券辦理通嘉公司詢價圈購配售予關係人弊端態樣

(一) 台證證券違法配售與不當配售

台證證券包銷通嘉公司現金增資發行新股之IPO案件，按再行銷售辦法規定，台證證券辦理配售時，不得配合發行公司即通嘉公司辦理，已如前述，並已明訂於再行銷售辦法第3-1條。另台證證券內部定有「資本市場處承銷案件之配售辦法」以供經理人辦理詢價圈購配售制定配售名單之準則，其中第4條規定：「資本市場處詢價圈購配售案件之配售原則如下：1.資本市場處配售單位現有通路及具潛力之客戶2.本公司經紀部門現往來及具有潛力之客戶3.有利本公司業務推展及相關業務配合之法人或自然人4.其他法令遵循事項」，是台證證券經理人除遵守再行銷售辦法第43條之1規定不得配售予該條文所列舉之關係人之外，亦應積極遵守台證證券內部所定配售準則。然因本

件IPO案件承銷價格與掛牌前之興櫃市場成交價格利差甚鉅，且此種類型犯罪不易發覺，因此發行公司即通嘉公司總經理即要求台證證券需將其中2,241張交由通嘉公司分配並指定配售對象，其餘300張交由台證證券分配¹³，台證證券業務副總經理冷○○呈報上司施○○核准後，施○○將300張額度，除部分確實依台證證券內部作業準則分配與各部門提供之業務往來或有潛力之客戶外，將所得掌握之配售額度，不當配售予若干政界相關人士¹⁴，並依通嘉公司製作之配售名單配售新股。

(二) 發行公司經理人與證交所承辦人索賄之違法配售與不當配售

通嘉公司掌握2,241張配售權力後，係由通嘉公司總經理李○○決定配售對象，其為犒賞通嘉公司經理人，並補貼如該公司經理人們因配合而提出老股充作本件IPO案件執行過額配售而蒙受低價出售老股之損失，即自行決定分配285張予7名通嘉公司經理人，另分配1,096張予其本人，另分配15張予證交所審核通嘉公司上市案件主辦專員丁○○，再分配100張予台證證券業務副總經理冷○○，其餘則分配予法人股東、長期往來客戶、供應商、券商、投信與基金法人，並依冷○○提議，分配予媒體記者而酬庸之¹⁵。嗣因通嘉公司總經理無力負擔配售股票1,096張之認購股款，遂透過通嘉公司財務經理尋覓金主，由金主提供人頭帳戶與認購股款，並指定該財務經理將各人頭帳戶之名義人年籍資料，統一製作配售名單遞送予台證證券，供台證證券施○○核定配售名單。此等金主均如期支付認購股款而取得通嘉公司發行新股，隨即於掛牌上市大漲後陸續賣出，均依

13 原分配比例係通嘉公司分得2,141張，台證證券分得400張，後因台證證券業務副總經理冷○○私下向通嘉公司承辦人私下索取100張額度後，最後經調整為2,241張與300張，而為台證證券副總經理施○○同意。

14 配售予政界相關人士部分，因非屬再行銷售辦法第43之1條所定之關係人，縱有配售，亦難認有非法，是本案於此部分資金流向並未繼續追查。

15 長期往來客戶、供應商、券商、投信、基金法人與記者，亦非再行銷售辦法第43之1條所定之關係人，縱有配售，亦難認有非法，是本案於此部分資金流向並未繼續追查。另依再行銷售辦法之規定，亦不應由通嘉公司指定配售對象。



實際獲利數額朋分，本案金主取得利潤約為淨利4成，通嘉公司總經理則取得約6成淨利。本案所有淨利分配，均以現金提領當場交付之方式進行，惟於偵查過程中，通嘉公司總經理與其他經理人、金主、台證證券業務副總經理冷○○等人均於偵查自白中，並繳回不法犯罪所得，合計大約1億7千餘萬元。

(三) 證交所審核通嘉公司上市案件主辦專員索賄

通嘉公司現金增資IPO案件承銷價格與上市前興櫃價格差價甚多，潛藏利益甚大，證交所負責主辦本件上市案件實地查核之丁姓專員認有利可圖，利用於98年4月24日起至30日止，前往通嘉公司實地查核期間，私下向通嘉公司財務經理要求通嘉公司支付200萬元之不正利益，即願意在審查過程中協助通嘉公司順利過關，並限期回覆，財務經理即向通嘉公司總經理報告，通嘉公司總經理打聽後，為求順利上市不被刁難而影響上市時程，遂同意交付，惟因現金不足，雙方因此約定由通嘉公司交付現金100萬元，其餘100萬元由通嘉公司配售詢價圈購股票15張抵付，並表示通嘉公司股票掛牌上市後，如股價上漲超過100萬元，亦全歸丁姓專員所有，若股價下跌致不足100萬元，通嘉公司負責補足至100萬元，丁姓專員請求林姓友人提供名義與台證證券帳戶供詢價圈購之用，由通嘉公司財務經理與林姓友人聯繫取得年籍資料而載入配售名單之內而獲得配售，並於掛牌上市首日，以每股245元全數下單賣出，得款367萬5,000元，扣除成本、手續費及交易稅後，合計獲得不法利益達365萬8,738元¹⁶。

肆、結論

詢價圈購是現行IPO案件主要公開發行方

式，旨在透過證券商專業，冀能發現發行有價證券之最適當承銷價格而成功發行有價證券，幫助發行公司完成募資，且搭配過額配售的執行，發揮價格支撐功能，因此證券商在以詢價圈購方式進行配售時，擁有極大的裁量權，如果發行之際，交易市場係處於熱絡而預期有鉅額利差時，以本件通嘉公司IPO案件為例，不但發行公司會要求私下配售予相關員工，證券商員工、媒體從業人員、業界相關人員、甚或有證交所承辦員工而要求配售而取得鉅額獲利。是自實施詢價圈購來配售初次上市上櫃公司新股的制度實施之後，由於配售資訊的不透明，交易市場質疑配售過程不透明，且質疑承銷商可能利用配售的裁量權來向特定人交換利益或人情的聲浪，在此案中，似乎得到某種程度之印證。

此外，詢價圈購制度實施，搭配過額配售制度，係冀求發揮價格穩定功能，惟過額配售係由發行公司原股東提出老股供證券商支配出售，然原股東因提出老股，於發行新股掛牌上市後，如上市後交易價格飆漲，遠高於承銷價格，原股東則蒙受低價售出老股之不利益。本件通嘉公司IPO案件，經理人即因配合過額配售實施，提出老股供證券商實施過額配售，致受有低價出售老股之損失，因此亟欲獲得補償，因此由經理人借用人頭參與詢價圈購而違法獲得配售新股，高價出售新股獲利，致生違法。是從本件通嘉公司IPO案件以觀，過額配售制度之實施，反而誘發、強化發行公司員工違法參加詢價圈購配售之犯罪動機，是原本立意良善的過額配售制度，反而成了發行公司員工違法獲得詢價圈購配售股票之催化劑，足供吾人深思。

透過本件詢價圈購辦理通嘉公司IPO案件呈現之弊端樣態，可以稍窺發行公司、證券商員

¹⁶ 丁姓專員亦於起訴前認罪，並繳回不法犯罪所得200萬元，林姓友人於偵查中始終不認罪，嗣以刑法偽證罪、與丁姓友人共犯證券交易法第172條之罪嫌起訴。



工之犯罪動機與舞弊手法，於偵查中有利解釋
相關涉嫌人資金流向，而有助突破犯罪嫌疑人

之心防，更期待主管機關從制度面減少詢價圈
購之違法配售之機會與可能性。