

調 查 意 見

櫃檯買賣中心監控上櫃公司承銷價出現大漏洞，九十三年新掛牌之四十六家上櫃公司，有三十二家一度跌破承銷價，甚有七家至五月中旬從未回到承銷價，其中不乏掛牌後不久即調降財務預測，股價隨即狂跌。惟在目前寬鬆之承銷制度法規下，投資人權益無法獲得保障，證券主管機關讓承銷市場問題一再重演，涉有管理疏失乙案，業經調查竣事，臚陳調查意見如次：

一、股票初次上櫃後短期間內跌破承銷價之比率偏高，顯示承銷價訂定之機制不當，承銷商與公司議定之承銷價格普遍過高，影響一般投資人權益甚鉅；證期局應積極落實「承銷制度改革方案」各項促進承銷價格訂定合理化之新措施，以改善過去上櫃後股價頻頻跌破承銷價格之現象。

(一)初次上櫃公司之股票之承銷價格，因較缺乏客觀市價資訊可資參考，發行公司於向櫃買中心遞件申請櫃檯買賣時，係由推薦證券商與發行公司依行政院金融監督管理委員會（下稱金管會）證券期貨局（下稱證期局，改制前為財政部證券暨期貨管理委員會）八十一年二月十二日（八一）台財證（一）第○○二四〇號函示之「股票承銷價格訂定使用財務資料注意事項」共同議定暫訂之承銷價格；其考量因素包括公司之經營績效、獲利能力、未來發展條件、興櫃市場交易行情、當期集中市場走勢及一般上市（櫃）公司本益比等因素。主管機關所建議之市場慣用承銷價格計算，係

依據下列四項要素加權計算而得：一、每股稅後純益×類似上市(櫃)公司最近三年度平均本益比，其權值佔四〇%。二、每股股利÷類似上市(櫃)公司最近三年度平均股利率，其權值佔二〇%。三、該公司最近期經會計師查核簽證之每股淨值，其權值佔二〇%。四、當年度預估每股股利÷金融機構一年期定期存款利率，其權值佔二〇%。而實際上櫃承銷價格之訂定，尚須視當時市場狀況、景氣因素等予以適度調整，並依承銷方式而異，原則上係由主辦承銷商與發行公司共同議定之。公司申請上櫃時，檢附承銷參考價格計算方式及申請時依市場慣用計算方式訂定承銷價格之說明書，櫃買中心對於上櫃之審議主要著重於檢視承銷參考價計算之合理性，包括：就發行公司所提出資料，檢視其計算承銷參考價之方式、所使用之財務資料與類似公司之採樣是否符合市場慣用計算方式；如採用其他方式計算參考價者，有無充分說明理由，並比較其與市場慣用公式所算價格差異之原因；發行公司與推薦證券商議定之承銷價與依市場慣用計算方式計算所得之參考價如有重大差異時，櫃買中心將要求推薦證券商應具體說明訂價之理由及比較分析其與參考價格差異之原因。但基本上只要承銷商與擬上櫃公司提出合理說明，主管機關大多會尊重承銷商與公司所協調的承銷價格。

(二)依據中華民國證券櫃檯買賣中心(下稱櫃買中心)委託吳中書博士研究之「改善現行股票承銷價格訂定模式之研議」，其研究結果顯示，在九十一年一月至九十二年十二月新上櫃的一八六家公司中，出現七十四家公司(即三九·七八%)於上櫃後

一個月內股票平均價跌破承銷價。本院調查發現，九十三年上半年新上櫃股票掛牌後一個月即跌破承銷價之比率為二八·八%，掛牌三個月後跌破承銷價之比率為五二·二%，掛牌六個月後跌破承銷價之比率竟高達七三·三%，股票初次上櫃後短期間內跌破承銷價之比率偏高，顯示承銷價訂定之機制不當，承銷商與公司議定之承銷價格普遍過高，投資人購買初次上櫃股票多數處於虧本狀態，顯示現行初次上櫃公司股票承銷價格之議價方式有待改善。

(三)承銷制度與議價方式較為完善與合理的美國，其證管會或交易所對股票承銷價格之訂定並未強制規範，惟其訂價方式非常注重市場供需，且對於承銷商與擬上市公司的自律要求頗高，承銷商除運用不同模式定價外，常透過巡迴說明會尋求瞭解市場所需要的數量與價格，以期發現較接近投資人觀點之股票市場價格。另為穩定上市（櫃）後股價，金管會於九十三年八月二十六日討論通過「承銷制度改革方案」（預定於九十四年度起，對申請股票初次上市（櫃）之案件開始適用），除對於承銷價格將廢除慣用公式，讓承銷商發揮專業評價功能與發行公司議定承銷價格，以及掛牌前五個營業日將取消漲跌幅限制，以提醒投資人應考量投資風險並自負盈虧外，另將倣效美國「Green Shoe」的機制，即主辦承銷商有權於公開銷售後三十天內，視股價變動情形，決定是否向發行人或在股票市場上於公開銷售額度百分之十五的範圍內買入該公司股票；在此機制下，當股價表現不如預期時，主辦承銷商可在公開市場上買入該股票，使該公司股票之股價獲得支撐；相對的，若股票表現優於預

期，主辦承銷商可於相關額度內向發行公司要求以公開銷售價格增加股票額度，藉以增加獲利。上櫃均為先進國家行之有年之制度，且對於初次上市（櫃）股票之價格發現具有積極作用之措施，預期新制對於初次上市（櫃）股票承銷價格訂定之合理性具有正面功能。

（四）過高比率的股價跌破承銷價的現象，可能歸因於公司上櫃的時點恰逢股市低迷期、上櫃後營運環境轉差、市場浮額過多等，但由跌破承銷價之比率隨著上櫃時間加長而增加，且此非僅為單一年度之現象，顯示我國上櫃承銷價格並未合理反映新上櫃公司的市場價值，承銷價訂定之相關機制確有檢討改進之必要，由承銷商與公司議定之承銷價格普遍過高，且欠缺其他配套措施，未責令承銷商發揮專業評價功能，亦未定有股價穩定措施，允應積極落實「承銷制度改革方案」各項促進承銷價格訂定合理化之新措施，以改善過去上櫃後股價頻頻跌破承銷價格之現象。

二、櫃買中心查核人力有限，對於初次上櫃案件之實地檢查或平時管理機制，宜以異常事項為管理稽查之重點；集中人力於若干具有關鍵性、且易於造假舞弊項目之查核，以增進審查之實效。

（一）公司申請股票初次上櫃，須由櫃買中心上櫃部審閱申請公司相關資料，包括：會計師查核報告、財務報告內容、內部控制制度及其聲明書與專案審查報告、推薦證券商評估報告、公開說明書、審查申請公司是否涉有上櫃審查準則第十條第一項各款不宜上櫃之規定，俟查明符合相關規定後，再指派承辦人員（二人或二人以上之專

案小組) 實際參觀公司運作情形，訪談公司負責人以瞭解歷年之經營實績及理念，櫃買中心執行實地審查，一般約需六個工作天。實地審查項目除聽取公司簡報瞭解公司負責人歷年經營之實績及理念、抽點其實際持股、財務結構與管理政策、生產流程、銷貨收入與成本分析、同業競爭情形，並實地參觀廠房注意機器設備運轉情形之外，查核重點尚包括：財務報表會計科目性質特殊者，注意其產生原因、會計處理及財報揭露情形；資金管理情形及相關制度與執行狀況；銷貨及應收帳款管理情形；進貨及存貨管理情形；轉投資事業現況及對其轉投資事業之管理政策；固定資產之管理狀況；關係人交易之揭露及抽核有無異常情事；內部控制及內部稽核制度之設計與執行等。辦理上櫃審查人員之進用，係委託財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會(下稱證基會)辦理公開招考，應考資格為年齡在三十二歲以下，大學商學相關科系畢業，並具二年以上證券承銷或上市(櫃)審查或會計師事務所查帳經驗者；目前審查人員共有三十三名，其中二十七名具有六年以上工作經驗，且除定期辦理人員工作輪調外，九十三年度迄今尚無審查人員離職，顯示審查人員素質尚佳，且工作穩定性甚高。惟目前上櫃公司高達四五六家，九十一年一月迄及九十三年六月底，新上櫃公司高達二八三家，審查人員數量相對有所不足，而實地審查時僅有六個工作天，而待審項目包括財務業務平時及例外管理，以及實地訪談及勘察現場等，可謂鉅細靡遺，或有可能造成查核人員因時間限制而在檢查上流於形式。況除初次上櫃案件之實地審查外，櫃買中心有限之審查人力尚須審閱已上櫃

公司之財務報告、內控制度之查核及定期管理性報告等，過多的選案指標及待查事項，繁瑣的文書作業，均易使查核人員失去專業判斷之空間，無法集中心力投注於異常事項之查稽。

- (二)申請上櫃公司於申請過程中，承銷商及會計師均扮演著重要角色，主管機關對承銷商訂有相關輔導作業規範，會計師更須依相關會計及審計準則公報之規範執行其業務；是以提昇會計師及承銷商等中介機構之素質並加重其簽報及事前輔導之責，應更有助於申請公司財務、業務資料之完整性及真實性。按現行規範，申請公司於預計正式送件前二個月，須由其輔導承銷商提交承銷商評估報告予櫃買中心（上市則為證交所），並於期限屆至即可送件申請股票上櫃（上市），惟櫃買中心（或證交所）對正式送件前初稿之審閱僅係形式審閱，未能減輕正式受理送件後審查工作之負荷，如能倣效美國紐約證券交易所或日本東京證券交易所的預審制度，於提出上市申請前先進行初步審查，以確定申請公司符合上市條件且無不受理之事項後，始接受其申請。我國亦可於承銷商檢送評估報告初稿時，即擴大其應檢送書件，先行由櫃買中心（或證交所）審查人員行初步審查，符合上市條件且無不受理之事項後，始受理其申請案，而於正式受理後著重於重要性、例外性或新增事項之查核，將有助於審查效率之增進。我國集中交易市場向來採取嚴選嚴審之原則，相較於美國、香港等係採充分公開為主、實質審查為輔之原則，我國之審查方式不僅費時較久，亦不具彈性；而櫃買中心（或證交所）儘管對申請公司之各項資料進行書面及實地

審查，惟並不能確保所有上市櫃公司均未存有詐欺或不實報導之行為，復因採實質審查原則，易遭投資人誤認為既經嚴審通過，其證券價值較有保障，而忽略投資人應自負之風險意識，一旦公司傳有不法，主管機關即成為投資人指責之對象。在現今資訊傳遞迅捷之時代，我國宜以增加上市櫃資訊透明度之充分公開原則，作為主要之審查原則，而將有限的審查人力，用於重要性或例外性之實質審查，增列必要受查指標項目，例如：針對兩岸及海外公司之會計處理、關係人交易、海外公司存貨及應收帳款之真實性等具關鍵性、易於造假舞弊項目深入查核，以節省實地審查之人力。

(三)綜上，因櫃買中心查核人力有限，對於初次上櫃案件之實地檢查或平時管理機制，宜以異常事項為管理稽查之重點，增列必要受查指標項目，並建立預審制度，將有限的審查人力，用於重要性或例外性之實質審查，以增進審查之實效。

三、上櫃後公司調降財測之比率雖有逐年下降之趨勢，惟家數及比率仍屬偏高，證期局研議「財務預測制度改採自願公開」之新制，應訂定完善之評估檢討機制，並確實嚴格執行，以有效遏止公司藉發布財測及更新財測而炒作股價。

(一)對於初次上櫃調降財務預測之公司，櫃買中心於收到發行公司申報資料後即先執行形式審查，如有初次上櫃掛牌三個月內更新財務預測，較原編製財務預測之稅前純益衰退幅度達三〇%且金額逾一億元者（其金額項標準自九十一年九月十八日提高至二億元），櫃買中心即依「審閱上櫃公司財務報告作業程序」第四條第三項第四

款規定，將該公司列為實質審閱財務預測之受查公司。由初次上櫃公司新掛牌年度更新財務預測統計顯示，調降財務預測之家數，九十年度至九十二年度分別為三十六家、二十八家、二十二家；調降財務預測之家數占該年度初次上櫃公司比例，九十年度至九十二年度分別為三六·三〇%、二五·六九%、二六·八三%。另依櫃買中心「審閱上櫃公司財務報告作業程序」規定，定期性報告（財務報告）之實質審閱，係按上櫃公司家數之比例抽查，於年度、半年度財務報告各選定五%，季財務報告選定三%列為受查公司，而非定期性報告（財務預測）之實質審閱，係有相關異常情形者，即列為必要受查公司。對上櫃公司財務預測之實質審閱，以整體上櫃公司觀察，最近三年度（九十年度至九十二年度）更新財務預測之家數分別為一九五家、一六八家及一六五家，更新家數占公開財務預測之家數比例則為六一·三二%、五五·〇八%及四七·一四%；不論初次上櫃公司或整體上櫃公司，其更新財務預測之比例雖略有改善，惟仍有偏高現象。

(二)證期局雖規定公司須逐月公佈自己結算的月營收、財務預測執行進度等，於網路上「公開資訊觀測站」公告，但此等資訊均為公司自行發布，相關財務資訊之真實性相當可疑；例如許多高科技公司利用海外子公司塞貨，即為業界慣用手法之一，許多會計師查核時也不以為意，簽證會計師看到公司有出貨就好，根本不管貨物是否運到海外子公司，並非真正銷貨，亦未查證有無現金流入。又某些公司每個月營收自結數屢創新高，甚至每年前三季營收、獲利皆甚可觀，惟一到年底，母公司遭銷

貨退回或子公司打銷存貨之情形即屢見不鮮，紛紛調降全年度財測目標。公司利用「公開資訊觀測站」自行發布真實性可疑的營運訊息，俟炒作完股價後即編製理由調降財測，上述不合理的現象久為投資大眾所詬病。為避免公司利用財務預測炒作股價，金管會依據行政程序法第一百五十一條第二項準用第一百五十四條第一項，於九十三年十一月一日以金管證六字第 0930005257 號函，公告「公開發行公司財務預測資訊處理準則」部分條文修正草案、總說明及條文對照表，修正重點為「財務預測制度改採自願公開，並得以簡式或完整式方式擇一為之，並明定簡式或完整式財務預測之定義」、「公司依本準則規定公開財務預測者，得於公司網站公告，並應同時以電子檔案方式傳至金管會指定之資訊申報網站」，預定自九十四年度起實施。上開「財務預測制度改採自願公開」之新制，雖符合國際作法，並有助於強化公司管理當局之責任，但新制欲導正以往公司恣意調降財測之歪風，關鍵不在於寄望公司之誠實自律，而在於主管機關能否訂定完善之評估檢討機制，並確實嚴格執行，以提高會計師核閱財務預測之真實性，督促公司落實新制之相關規定。

(三)綜上，上櫃後公司調降財測之比率雖有逐年下降之趨勢，但家數及比率仍屬偏高，金管會雖已決定「財務預測制度改採自願公開」之新制，惟能否有效遏阻不肖公司藉發布財測及更新財測而炒作股價等情，尚有待主管機關訂定完善之評估檢討機制，並確實嚴格執行。

四、為使承銷商權責相符，培養具國際競爭力之承銷商，承銷商分級管理制度確具積極之

正面意義，惟暫不公布評比結果之權應措施宜定期加以檢討，期能儘速訂出公布評比結果之時間表。

- (一)按承銷商對於申請股票初次上市（櫃）公司之輔導，及簽證會計師對上市（櫃）公司財務業務之查核，均扮演重要角色，承銷商除依輔導上市（櫃）計畫確實執行外，並應落實評估、協助強化受輔導公司之內部控制與內部稽核，建立董監事、關係人交易及公司財務業務等相關事項之透明化機制，而會計師更是牽制財報品質的重要依據；惟我國券商承銷實務上，因金融機構林立，眾多承銷商爭食有限業務，造成承銷利潤微薄，在與上櫃公司議價或輔導上市（櫃）的過程中，常處於劣勢，是以罕見承銷商對於專業之堅持，更難以期待承銷商擔負檢視財務報表真實性的工作，甚至會計師為公司進行財務業務之簽證，亦面臨類似情形。有關初次上櫃公司簽證會計師、推薦承銷商責任之查處，櫃買中心分別訂有「對上櫃輔導暨申請股票上櫃案簽證會計師查核缺失處理辦法」及「就推薦證券商所提出輔導作業、評估報告或相關資料缺失處理辦法」，對於簽證會計師及推薦承銷商於辦理上櫃案件涉有缺失之情形，及承銷商評估或會計師核閱財務預測之缺失處置，訂有相關規範。如承銷商於最近一年內遭處記缺點累計達五點者，櫃買中心得拒絕接受其申報新受委託之輔導上櫃案一個月，並拒絕接受其所出具之評估報告一週。對於會計師最近一年內被記缺失次數達二件者，櫃買中心得拒絕接受其簽證（核閱）申請股票上櫃公司之財務報告六個月。若因公開之財測經證期局糾正達二次，或任一年度更正財測超過

二次，該公司申請案件將由「申報生效制」改為「核准制」。惟上開懲罰措施對公司而言，並不生遏阻作用，上櫃公司跌破承銷價及調降財測狀況雖略有改善跡象，惟家數及比例仍屬偏高。且以九十二年下半年至九十三年上半年期間觀察，計有三家證券商因最近一年內累計遭櫃買中心處記缺失達五點以上，而經櫃買中心公告拒絕接受其新受委託輔導上櫃案一個月，及拒絕接受其所出具之上櫃評估報告一週；另有十家承銷商亦受處記缺失之處分，簽證會計師部分，因核閱財務預測而經櫃買中心處記缺失者，計一件次；受處分之比例似有偏低之現象。

(二)為落實專家職能與差異化管理部分，金管會研擬之「上市(櫃)制度及上市(櫃)後管理制度改革方案」中，將從九十五年開始實施證券承銷商分級管理制度，按基本面、品質面、懲處面等建立分級指標，指標公開，並將所有券商依所訂指標進行分級，上市(櫃)承銷案之審議時效與審查深度視券商級別而定。A級承銷商所送件的初次上市或上櫃的申請承銷案，可免予實地審核，申請案過關的時程約可縮短八至十個工作日，若A級承銷商送件申請的增資案，亦享有只要備齊書件，即可送件待申報生效日期滿即可生效。排名B級的承銷商，就承辦的初次上櫃或上市承銷案件而言，則和現行流程一樣，但是對於B級承銷商所送件的增資申請案，要求一定比例的案件做實質審查。至於C級承銷商，不僅會增加抽核項目，也會提高抽樣樣本，還會延長審查期間，而對於C級承銷商送件的增資案，主管機關也會從嚴審查。上開「證券承銷商分級管理制度」，係以九十四年一整年為評鑑承銷商表現的時期，

九十四年年底前金管會將組成專案小組，進行一年來所有指標之檢視，並針對每家券商的表現分別區分為A、B、C等三級，但為考量評鑑承銷商表現的時期僅有一年，而評比結果對於券商能否永續經營攸關重大，故金管會僅將評比結果作為內部參考，暫時不會對外公布。

(三)金管會暫定不公開承銷商分級名單，評鑑出來的結果僅供審查用，此種作法固有其現實考量，惟該新制之預期效果即為「使承銷商權責相符，培養具國際競爭力之承銷商」，若不公布承銷商等級，則公司要如何去選擇優質之承銷商？優質承銷商又如何透過公平評比提昇商譽、擴大營運規模而逐漸培養國際競爭力？且公司選擇的承銷商等級實攸關公司誠信的表現，投資人亦可據以評價從事投資之對象，既已進行分級管理之新制，理應公布評比結果以求制度之完整；故不公布評比結果僅能作為過渡時期之權宜措施，金管會宜定期加以檢討，期能儘速訂出公布評比結果之時間表。

五、投資人保護措施於若干個案上雖有突破性進展，惟對投資人實質效益有限，證期局應與相關單位共同研擬加強相關措施，擴大求償對象，落實證券交易法第二十條及第三十二條之立法意旨，並提高對投資人保護之實效。

(一)為落實我國證券市場投資人保護機制法制化，證期局推動「證券投資人及期貨交易人保護法」（下稱投保法）之立法，於九十一年七月十七日經總統公布，九十二年一月一日開始施行。「證券投資人及期貨交易人保護中心」（下稱投資人保護中心）

於九十二年二月二十日成立（其前身為隸屬證券發展基金會之投資人服務中心，投保法立法後，現為獨立運作之財團法人），設立時之保護基金為十億三千一百萬元，由證券及期貨市場相關機構捐助，除上開捐助財產外，依投保法第十八條之規定，各證券商應於每月十日前按其前月份受託買賣證券成交金額提撥萬分之零點零二八五，各期貨商按其前月受託買賣成交契約數各提撥一·八八元，證交所、期交所及櫃買中心按其前月份經手費收入提撥百分之五之款項作為投資人保護基金之財源，以九十二年度為例，投資人保護中心共收受撥保護基金金額約計四億四、七八八萬元，截至九十二年底，連同創立基金、其他受贈及孳息，基金計約十四億八千三百餘萬元。該中心負責提供投資人證券及期貨相關法令之諮詢及申訴服務、買賣有價證券或期貨交易因民事爭議之調處，亦得為投資人提起團體訴訟或仲裁求償，另針對證券商或期貨商因財務困難無法償付之問題，明定設置保護基金辦理償付善意投資之作業辦法。自九十二年三月迄九十三年十月二十五日止，已受理華夏租賃、紐新企業、訊碟、皇旗資訊等十餘件求償案件，其中順大裕、大中鋼鐵公司（該兩案為證基會所屬投資人服務中心所提出）之求償案已有具體成果。

（二）投保中心處理順大裕公司投資人求償案，針對財務報告及公開說明書不實造成投資損害部分，台中地方法院於九十三年二月十日宣判，順大裕公司及曾○○等人部分，投資人勝訴（對其餘刑事被告、董監事、會計師部分則被駁回，尚在高等法院台中分院續行審理中），本案受理人數共計五一九人，請求金額二億零二百餘萬元，經

判決後可全額獲得賠償。目前投保中心已就一審勝訴部分協助投資人對被告財產聲請假執行，現由台中地方法院民事執行處處理中；曾○○部分已由法院裁定宣告破產，並協助投資人就損害賠償額向破產管理人申報破產債權。投保中心另代投資人向大中公司求償案，台中地方法院針對該公司財務報告不實造成投資損害部分，於九十三年七月三十日宣判，投資人勝訴（但被告董監事、會計師部分被駁回，尚在高等法院台中分院續行審理中）。另就一審勝訴部分協助投資人對劉○○財產聲請假執行，現由台中地方法院民事執行處處理中，目前大中公司表達願意以法院判決金額之百分之十二賠償投資人，投資人如願意和解，大中公司願於九十四年八月三十一日以匯款方式給付賠償金額。民事法官審理案件，一般都會根據刑事判決結果，惟因曠日廢時，被告往往得以從容脫產，以順大裕案為例，曾○○於八十五年底借殼上市，成為廣○集團子公司，八十七年底爆發違約交割後，檢調單位進行偵辦，九十年經檢察官起訴後，最後投資人雖然勝訴，請求金額二億零二百餘萬元可全額獲得賠償，但因為該公司原董事長曾○○已宣告破產，而公司在問題發生之後，營運亦已陷於停擺，投資人面臨求償無門之窘境。為防止被告脫產，應先行假扣押其資產，依據投資人保護法第三十四條規定，投資人保護中心為投資人求償得免提供擔保品，以往證基會所屬之投資服務中心（投資人保護中心之前身）處理求償案件，常因無力提供假扣押之擔保款項，而坐視被告從容脫產。在投資人保護法立法通過後，相關單位於進行求償程序時，宜訂定一套作業機制，於案發後即能迅速對相關

人士之財產進行假扣押，以爭取時效及保障投資人權益。

(三)另在求償對象方面，依證券交易法第二十條第一項至第三項規定：「有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。發行人申報或公告之財務報告及其他有關業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。違反前二項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償之責。」及同法第三十二條規定，公開說明書應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，證券承銷商及曾於公開說明書簽章以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者（如會計師、律師等），其應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，對於善意之相對人，因而所受之損害，應就其所應負責部分與公司負連帶賠償責任。為加強投資人保護之實質效果，並落實證券交易法第二十條及三十二條規定之立法旨意，應可擴大求償對象，及於證券承銷商及簽證會計師等。

(四)綜上，投資人保護措施於若干個案上雖有突破性進展，惟對投資人實質效益有限，每每因為關係人脫產而導致求償結果難收實效，證期局應與相關單位共同研擬加強相關措施，克服技術上之問題，擴大求償對象，落實證券交易法第二十條及第三十二條之立法意旨，並提高對投資人保護之實效。

六、上市（櫃）審議委員之遴聘，宜明定一定比例由熟悉產業概況人士擔任，且視審查需要彈性聘任，不受二年一任之限制，以符審議之需要；目前四級四審之審議流程過於繁複，證期局允宜督促證交所及櫃買中心，檢討上市（櫃）審議制度之功能定位及其

運作方式，以兼顧審查案件之獨立性及審查之效率。

(一)在上櫃審查制度中，上櫃審議委員會設置之功能及目的，乃借重各產業專家、學者之專長，以發揮相當程度之把關作用，依據櫃買中心「有價證券上櫃審議委員會組織細則」規定，上櫃審議委員會設審議委員十五人，除櫃買中心經理部門成員三人（總經理、督導上櫃業務副總經理及上櫃部經理），及聘任委員十二人共同組成；審議委員係由總經理薦請董事長提名公正之學者專家擔任，另依「有價證券上市(櫃)審議委員會聘任審議委員遴選要點」規定，聘任委員應具有會計審計、財務金融、產業經濟、企業管理或證券法律、工程或技術等任一專長之學者、專家擔任，具有專業性及獨立性，惟該委員會實際運作及功能仍有下列問題有待探討：

- 1、目前十二位上櫃審議委員中，有十一位為學界人士，固符合相關資格條件且各有專精，惟多有偏重理論之現象，而較缺乏證券市場及公司財務業務監督管理之實務經驗，似可明定一定比例由熟悉產業概況人士擔任，且視審查需要彈性聘任，不受二年一任之限制。以香港聯合交易所有關上市委員會的組織為例，明定委員會由二十五名委員組成，其成員包括交易所參與者或其董事六人、上市公司代表六人、市場從業人士及參與者（包括基金管理業務人員、銀行行政人員或高級職員、執業律師、會計師、對證券監管富有經驗人士等類，每類最多四人）十二人，其組織成員多著重於具有實務經驗人士，此種成員結構較能符合審議之需要。
- 2、審議會前準備期間過短：依櫃買中心「審查有價證券上櫃作業程序」第十六條第

三項規定，審議委員會開會十日前（實務作業上為七日前）將待審之審查報告、提案資料及會計師查核報告書送請各審議委員閱覽，並就審查意見表所列各項表示意見，且具體敘明所詢問題，於審議會開會前二日送交上櫃部。上揭規範係期望各審議委員發揮專長並兼顧審議流程之時效性而設，然因審議委員多屬各領域菁英，擔任審議委員僅為兼職，而待審案件眾多、相關資料繁雜，是以「就審查意見表所列各項表示意見，且具體敘明所詢問題」之規範尚無法具體落實，致使原期待各專家學者發揮所長加以把關之立意不易達成。

3、四級四審之審議流程過於繁複：目前制度設計上，初次上櫃申請案件經櫃買中心經理部門審查後，即交由上櫃審議委員會審議，經審議通過後即提報櫃買中心當月份董事會核議（若未及則提報次月份董事會），經董事會討論通過者，除有補正事項先函請公司於期限內補正外，即於三日內報請證券主管機關備查。此即所謂「四級四審」（經理部門會議—上櫃審議委員會—櫃買中心董事會—證期會），在強調效率之前提下，似可調整簡化，以符實效。

（二）證期局於八十七年以八七台財證（一）第○二三一五號函令櫃買中心，對於初次股票上櫃案件，櫃買中心負有實質審查責任，亦即將有價證券上櫃審查權轉移至櫃買中心（上市審查權早於八十二年五月由證期局以八二台財證一字第○一一三二號函，轉移至證交所），故櫃買中心對於初次股票上櫃案件之審查，自收受公司申請、書面審查、辦理上櫃審查意見之徵詢、專案小組實地審查、提交櫃買中心內部審查

會議討論等相關流程，均已具有相當之實質審查經驗，而櫃買中心董事會，實為具准駁權力之決議機構，經提報董事會之案件若有不同於審議委員會之決議者，得退回審議委員會重新審議；若再提報董事會經作成不同意上櫃之決議時，可簽請總經理核可後予以退件；是以上櫃審議委員會之功能定位，僅為諮詢性質，而非決策性質。故初次股票上櫃案件實無須逐案陳送上櫃審議委員會審議（初次股票上市案件亦同），僅對於有不宜上櫃情事或專業諮詢之案件，始行召開上櫃審議委員會議進行審議，並將審議意見及結論，供證交所及櫃買中心董事會審核相關文件之參考，不僅可簡化審查作業流程，亦與證交所及櫃買中心實際上負實質審查責任之現況相符。

（三）綜上，上櫃審議委員會審議委員似有偏重理論而較欠缺實務經驗之現象，上市（櫃）審議委員之遴聘，似可明定由一定比例之熟悉產業概況人士擔任，且視審查需要彈性聘任，不受二年一任之限制，以符審議之需要；而審議委員多為兼職性質，難以投注過多心力於逐案審議之上，目前四級四審之審議流程過於繁複，證期局允宜督促證交所及櫃買中心，檢討上市（櫃）審議制度之功能定位及其運作方式，使審議之權責明確，以兼顧審查案件之獨立性及審查之效率。

七、科技類股之上櫃條件較為寬鬆，係為追求高報酬而願承擔高風險的投資人提供適當之投資標的，惟該類股上櫃後股價表現與承銷價普遍存有明顯差距，允宜重新檢討相關規範之妥適性，並研擬相關配套措施，以保障投資人之權益。

- (一)九十二年七月二十二日以二十六元申請上櫃獲准的榮睿生物科技公司，係八十七年成立，前三年沒有任何營收，上櫃後每年都是淨虧損，九十三年八月十九日爆發以假買賣虛增營業額並炒作股票案（九十年及九十一年大部分的營收皆為虛開發票之假交易），檢調單位刻正偵辦中。該公司財務報表於八十八年度、八十九年度及九十二年度，經會計師出具「無保留意見」，九十年及九十一年度則出具「修正式無保留意見」；因該公司上櫃前皆處虧損狀態，既無配發股利，且淨值（八·五三元）又低於票面，故依一般慣用公式計算出來之上櫃承銷價格僅為一·七一元，惟承銷商（復華證券公司）以「其產品除研發時間較長外，產品上市銷售前尚需通過臨床實驗及向主管機關申請證照，故其產品成功上市前，其營運多因研發之投入而產生虧損，…實為生物科技產業之特性，故一般承銷價格計算公式以歷史性之獲利能力、股利分配情形及每股淨值為評價標準所計算之承銷參考價格，未能充分反應該公司未來產品之市場價值」為由，另採調整承銷價格之計算公式，乃與榮睿公司共同議定每股承銷價格為二十六元，迄九十三年十二月六日，該公司收盤股價只剩二·四五元。
- (二)按現行上櫃規範，一般公司於股票初次上櫃須符合之形式條件，在「獲利能力」方面，該公司之營業利益及稅前純益占實收資本額比率，應符合下列兩種條件之一：一、最近年度達四％以上，且最近年度無累積虧損。二、最近二年度均達二％以上；或最近二年度平均達二％以上，且最近一年較佳。另依「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有價證券審查準則」第三條第五項規定，公開發行公司取得中央目的事業主管機關出具其係屬科技事業且其產品或技術開發成功具有市場性之評估意見者，申請股票在櫃檯買賣者得不受上櫃申請獲利能力規定之限制。榮睿公司因符合經濟部工業局（中央目的主管事業機關）認定之「科技事業」，而可適用特別規範，亦即在「獲利能力」方面並無任何限制。另查九十二年一月一日至九十三年六月三十日止，共有九家以「科技事業」類股掛牌上櫃公司，以九十三年十二月六日為觀察股價之基準日，僅有元太科技一家之收盤價（二六·三元）接近承銷價（還原權息後為二八·三元），其餘八家公司上櫃收盤價均遠低於承銷價，其中有三家（系微、榮睿、晶宇生技）即使還原除權息之權值，九十三年十二月六日之收盤價仍不及上櫃承銷價之半數，例如：系微為三一·五五％、榮睿為九·四二％、晶宇生技為四五％，而該八家公司（元太科技除外）之收盤價僅為承銷價（還原權息後）之五四％，投資人投資該八家公司之平均投資損失將近五成，相對於O T C大盤指數同期間漲幅卻有十五、二六％（由九四、九八漲至一〇九、四七），顯示科技類股上櫃後股價表現與承銷價普遍存有明顯差距，此與該類股之上櫃條件較為寬鬆或有關聯；而負責認定是否符合「科技事業」之經濟部工業局，其審查過程是否嚴謹？會計師及承銷商是否做出合於規範之評估？證期局應深入瞭解以求檢討改善。

（三）綜上，現行上櫃規範對於科技類股之上櫃條件較為寬鬆，係為追求高報酬而願承擔

高風險的投資人提供適當之投資標的，惟該類股上櫃後股價表現與承銷價普遍存有明顯差距，允宜重新檢討相關規範之妥適性。對於經濟部工業局認定「科技事業」審查過程之嚴謹性之專業性，證期局應深入瞭解以求檢討改善；如認為成立初期普遍虧損乃生物科技產業之特性，未來獲利潛力乃為該產業主要投資誘因，亦宜於「經營預期」及「風險預告」上加強相關訊息之揭露，並研擬相關配套措施，以保障投資人之權益。