

基本觀念

-
- | | |
|----------------------------|---------------------|
| 1.1 前言：證券市場與證券交易法 | 1.4.3 無實體有價證券 |
| 1.1.1 股份有限公司的「股份」及「有限責任」設計 | 1.4.4 特別法上有價證券 |
| 1.1.2 企業籌資手段之改變 | 1.4.5 問題研析 |
| 1.1.3 自願公開發行之原因 | 1.5 證券交易法之規範精神：公開原則 |
| 1.1.4 證交法以保障投資為目的 | 1.5.1 初次公開 |
| 1.2 證券交易法之適用範圍 | 1.5.2 繼續公開 |
| 1.3 證券市場的種類與關係 | 1.5.3 主管機關檢查權 |
| 1.4 規範客體：證交法上有價證券 | 1.6 契約訂立方式 |
| 1.4.1 限定列舉之有價證券 | 1.7 損害賠償請求權之消滅時效 |
| 1.4.2 擬制有價證券 | |
-

1.1 前言：證券市場與證券交易法

1.1.1 股份有限公司的「股份」及「有限責任」設計

「公司」為現代經濟社會中，最主要之企業型態。其中，股份有限公司之制度設計上，其資本係分割為小單位的股份，由投資人出資認購後，將投資大眾的資金轉化、匯聚成公司的資本，投資人則成為股東，基於其股東之身分，對於公司享有種種之權利（主要為盈餘分派請求權及表決權）。股東所負之義務卻僅以其出資額為限，使投資之風險成為可預見及預估，投資人自然較易接受，公司也因此較易匯集營運所需之資金。故於公司法規定之無限公司、有限公司、兩合公司及股份有限公司四種公司型態中，又以股份有限公司最受青睞，組織及資本規模亦最大。證交法所稱

之公司，則僅餘股份有限公司（證 4I）。

1.1.2 企業籌資手段之改變

一公司得否經營得當並進而獲利，其中所涉及之因素頗多，如是否有優秀的人才、公司所經營之事業是否符合當代社會之經濟生活需求等等，但無論有再好的人才、再好的產品，若欠缺營運資金，則根本不可能締造亮麗的營業佳績。公司獲取所需資金之方式，大別有二：一為**間接金融**，透過金融中介機構（銀行），以融資之方式取得資金；一為**直接金融**，直接對市場募集、發行有價證券，取得資金，不必透過金融中介機構。

以往，企業慣用間接金融的方式來獲取營運所需之資金，惟採間接金融的方式，必須透過金融中介機構（其功能在於將資金從剩餘單位引導至資金需求單位），支付較高的利息，增加公司之成本負擔；甚且，對於規模較小的公司而言，由於借貸金額較小，與銀行議價之空間低，付出的利息成本更高；而營運狀況不佳之公司，情況更糟，在銀行眼中，說不定根本連借款資格都沒有。反之，採用直接金融的方式，若是直接對投資大眾發行股票募集資金，則不必負擔利息成本，所獲取之資金轉化為公司之自有資本，無還款壓力；即使是發行公司債，由於不必透過第三方，亦可降低成本。故直接金融已成為企業經常採用之籌資手段。

1.1.3 自願公開發行之原因

雖然，直接金融已漸成為主流，而有取代間接金融的所謂**金融逆中介**的現象。但並非所有的股份有限公司，都可以向公眾募集資金。股份有限公司惟有成為「公開發行公司」之後，始可向公眾募集資金；或者說，只有遵守證交法的嚴格規範，才可以向公眾募集資金。

股份有限公司成為「公開發行公司」之後，其主管機關除經濟部外，金管會亦成為其主管機關，而由其轄下之證券期貨局負責監管；同時，亦必須開始接受證交法的嚴格規範，如資訊揭露（初次公開、繼續公開）、內部人規範（持股申報、轉讓程序、最低持股限制）等規定。

由此可見，股份有限公司成為公開發行公司之後，就法令遵循的密度而論，須遵守的規範大增，弊多於利，為何企業仍願意成為公開發行公司？此乃因本法第 42 條規定：「公司對於未依本法發行之股票，擬在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣者，應先向主管機關申請補辦本法規定之有關發行審核程序」、「未依前項規定補辦發行審核程序之公司股票，不得為本法之買賣，或為買賣該種股票之公開徵求或居間」及第 139 條第 1 項規定：「依本法發行之有價證券，得由發行人向證券交易所申請上市」，故非公開發行公司不得上市（在集中交易市場買賣）、上櫃（在證券商營業處所買賣），而非上市、非上櫃之公司，其流通市場之範圍有限，自然影響其籌資能力；故對於資金需求量的公司而言，雖然成為公開發行公司將帶來種種的限制及不便，但為取得大量的資金，仍願前仆後繼加入公開發行公司的行列。

1.1.4 證交法以保障投資為目的

為何投資人願意將資金交給公司？僅「有限責任」制度設計此一誘因，恐仍顯不足！或者，為何投資人願意將資金交給「某特定公司」？此乃因公司成為公開發行公司之後，受到證交法的規範，有強制揭露其財務、業務資訊之義務，投資人經由公司對外發布之資訊，知悉其營運狀況並評估利弊後，若認有利可圖時，自然願意將資金交給公司，而承擔一定的投資風險（如公司營運不佳致股價下跌之損失）。

而股票只是「一張紙」（無實體化後，連一張紙都沒有），本身其實並沒有任何價值存在，其價格也不見得一定反映公司的淨值或獲利（只是通常如此而已）；真正決定其價格的原因，應該是投資人對公司的信心，市場上的投資人對於公司越信任（信任的表現方式，即為購買或繼續持有股票），公司的股價越高；公司對外發布的財務、業務資訊所表現的獲利狀況越佳，投資人通常對公司的信心越高，股價即可能越高。

從另一個角度來看，由於投資人並不親自參與公司的經營，也只能透過公司對外發布的資訊來獲悉其營運狀況。故公司股價的高低，極可能僅

取決於公司對外發布的資訊；此時，若公司以虛偽、詐欺之方法，使投資人產生誤信，即可能造成投資人莫大的損失。

故，為防止公開發行公司以欺罔的手段詐騙投資人，就有必要以「證券交易法」加以規範。這就是證交法存在的目的。

簡言之，本法所有的規範，都是圍繞著一個目的：「保障投資人」。而它的手段最主要就是「資訊公開」。這就是貫穿整部證交法的精神了。第 1 條明定本法之立法目的為「發展國民經濟，並保障投資」，所謂的「保障投資」，就是指「保障投資人」。至於「發展國民經濟」，宜解為是「發展經濟」，倒不必以憲法第 13 章「基本國策」第 3 節「國民經濟」去詮釋。

1.2 證券交易法之適用範圍

有價證券（證 6）之募集（證 7）、發行（證 8）、買賣（舊證 9；民國 77（1988）年 1 月 29 日刪除），其管理、監督依本法之規定；本法未規定者，適用公司法及其他有關法律之規定（證 2）。由證交法第 2 條的條文「有價證券之……」來看，本法的規範對象及適用範圍是因著「有價證券」而決定的。只要是和「有價證券」有關者，都會成為本法規範的對象。即使是未公開發行公司，倘其涉及有價證券之募集等行為時，其仍屬本法規範的對象。可見，受本法規範的對象並不完全限於公開發行公司，這個觀念不能輕忽。換言之，本法的適用範圍是用「客體」為主，輔以行為方式（募集、發行、買賣）來決定的。

與有價證券相關之行為態樣上，第 2 條的條文中漏了「私募」（證 43-6~43-8；民國 91（2002）年 2 月 6 日增訂）此一類型。而且，仍有其他規範的事項未列入第 2 條之中。【參照：1.4 規範客體：證交法上有價證券】

關於證交法之適用順序，若屬於「有價證券之募集、發行、買賣，其管理、監督」之事項，則本法有優先適用之效力；反之，本法就沒有優先

適用之效力，理應適用第 2 條後段之規定：「本法未規定者，適用公司法及其他有關法律之規定。」可是，由於本條前段規定之法定適用範圍並不精確之緣故，導致實際上有不屬於前段之範圍者，但本法卻對之有所規定，因此也不符合後段「本法未規定者」（例如公開發行公司管理）。使得此種類型是否應有優先效力，產生疑問？表列如下：

有價證券之募集、發行、買賣	本法有所規定	本法優先適用
其他事項	本法未規定	無優先適用效力
	本法有所規定	有無優先適用效力？

以委託書徵求為例（屬於公開發行公司管理之一環），金管會（證交法主管機關）依據第 25 條之 1 授權訂定之委託書規則，經濟部（公司法主管機關）認為此一規則之效力優先於公司法第 177 條，僅於該規則未規定之事項，始適用公司法。¹也就是說，委託書徵求雖非屬「有價證券之募集、發行、買賣」之範疇，但證交法仍對之有所規定，且被認為具有優先適用之效力，甚至發生「特別法之命令優先於普通法」之現象。

1.3 證券市場的種類與關係

證券市場（也可稱為資本市場）可分為發行市場及交易市場。不過，當簡稱證券市場時，則通常係指交易市場之意。

發行市場（初級市場）是一個從無到有的市場，是公司為「藉由發行有價證券之方式向投資人籌集營運所需之資金」所形成的市場。在此一市場中，公司與投資人為契約之當事人。投資人所付出之資金，將直接流入公司。募集、發行、私募與承銷等，都是屬於發行市場之行為樣態。²

交易市場（次級市場、流通市場）則是因應發行市場而存在的市場。在發行市場中所發行之有價證券，必須有一個可以公開流通、交易的市

¹ 經濟部 80.4.18 商字第 208918 號函。

² 投資人在此一市場為取得有價證券所為之行為，不稱為「購買」，而稱為「認購」或「應募」。

場，這就是交易市場。在此一市場中，投資人之交易相對人不再是公司（庫藏股為例外），而是另一投資人（惟仍須處理行紀關係之問題：證 20IV）。買方所付出之價金，不是交給公司，而是交給交易相對人（賣方）。有價證券之買賣通常係透過交易市場進行，場外交易（證 150）則屬例外，公開收購（證 43-1II 以下）本質上屬場外交易亦為例外。

1.4 規範客體：證交法上有價證券

證交法常被解為規範公開發行公司之法制，此一理解雖然也算正確，惟更精確的理解應該是：證交法是圍繞著「有價證券」而存在的一部法典。

從證交法之架構觀之。第 2 章規範之「有價證券之募集、發行、私募及買賣」（證 22~43-8），從章名即知與有價證券關係密切；第 3 章之「證券商」（證 44~88）則是規範提供「有價證券」相關服務為業及以「有價證券」為營利來源之金融業，故連帶著亦有第 4 章「證券商同業公會」（證 89~92）之規範；第 5 章之「證券交易所」（證 93~165）則是提供「有價證券」集中交易市場之法人（證 11）；第 5 章之 1「外國公司」（證 165-1~165-3）則是規範外國公司來台募集、發行、私募及買賣「有價證券」等相關事項；第 6 章之「仲裁」（證 166~170）是規範因「有價證券」交易所生爭議之仲裁事項，及與「有價證券」有關之周邊業者間所生爭議之仲裁事項。

從證交法規範之內容觀之（舉其要者）：

1. 公開發行公司之管理：如內部控制制度（證 14-1）、獨立董事、審計委員會及薪酬委員會等公司治理規範（證 14-2~14-6）、資訊不實（證 20II、20-1）、公開發行公司內部人轉讓股票之程序（證 22-2）、公開發行公司內部人持股申報（證 25）、公開發行公司委託書管理（證 25-1）、公開發行公司董監最低持股成數（證 26）、非常規交易罪（證 171I(2)）、特別背信侵占罪（證

171I(3))等規範，形式上雖均係以「公開發行公司」為規範對象，但是實際上之規範對象仍是「有價證券」，只是因為公開發行公司是「有價證券」之發行主體，才會成為條文中之規範主體。

2. 證券詐欺（證 20I）：涉及「有價證券」之詐欺。
3. 公開說明書（證 13）：募集「有價證券」時所編製之文書。
4. 公開收購（證 43-1~43-5）：涉及「有價證券」之收購。
5. 私募（證 43-6~43-8）：涉及「有價證券」之不公開招募。
6. 操縱市場（證 155）：涉及對上市櫃「有價證券」之操縱行為。
7. 短線交易（證 157、62III）：禁止上市櫃公司內部人對「有價證券」短進短出。
8. 內線交易（證 157-1）：禁止上市櫃公司之相關人士利用內線消息買賣「有價證券」獲取不當利益。

簡言之，證交法上有價證券之範圍是決定能否適用證交法之區分標準，若非與證交法上有價證券相關之事項，則不能適用本法。因此，證交法上有價證券之概念為本法之重要基礎課題。

1.4.1 限定列舉之有價證券

本法所稱有價證券，指政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券（證 6I）。此為限定列舉式立法，凡不在本項列舉之範圍內者，即非屬本項之有價證券類型。民國 77（1988）年 1 月 29 日修法前，本項原規定「依本法」公開募集、發行之公司股票、公司債券，始為本法之有價證券，立法理由指出此易滋誤解為不依本法亦可公開募集、發行有價證券，故將第 1 項中之「依本法」三字刪除。民國 89（2000）年 7 月 19 日則將與有價證券定義無關之「公開募集、發行」字樣刪除。【參照：1.4.5.4 非公開發行公司之有價證券是否為證交法上有價證券？】

1.4.1.1 政府債券

政府債券（又稱政府公債、公債），係各級政府為募集資金，向人民舉債所發行的一種債務憑證。中央政府公債又可分為（中央政府建設公債及借款條例 111）：（1）甲類公債：指支應非自償之建設資金；（2）乙類公債：指支應自償之建設資金。地方政府公債則係由直轄市、縣（市）及鄉（鎮、市）發行之公債（公共債務法 1）。

【法規比較：政府債券】

政府債券雖是證交法上有價證券，但與其他有價證券之地位並不完全相同：

1. 募集及發行政府債券時，可豁免必須向主管機關事前辦理申報生效之程序（證 221），屬於豁免證券（exempted securities）之一種。政府債券的發行主體就是政府自己，即使規定須經政府審核，結果也是變成政府自己審核自己，並無實質意義。
2. 政府發行之債券，其上市由主管機關以命令行之，豁免本法有關上市之規定（證 149）。
3. 政府債券不受上市有價證券禁止場外交易之限制（證 150(1)）。

1.4.1.2 公司股票

公司股票為表彰股東權之要式有價證券，為不完全有價證券，僅為證權證券，而非設權證券。行政法院指出，「未由董事三人以上簽名蓋章，³亦未……簽證」之公司股票，「非有效發行之股票」。⁴本號判決是為了課稅目的所作之解釋，但就保護投資人的觀點，面對不法或有瑕疵的募集、發行，更需要加強保障其權利，若認為股票之格式欠缺或不備，即否定其為證交法上有價證券，將不足以「保障投資」（證交法第 1 條之立

³ 民國 107（2018）年 8 月 1 日公司法第 162 條修法（同年 11 月 1 日施行），已改為僅須由代表公司之董事簽名或蓋章。

⁴ 行政法院 73 年度判字第 1466 號判決。

法意旨）！即使是格式不齊全的股票，仍應認為是證交法上有價證券，若發行主體未遵守本法之募集發程序，則應構成違法。

1.4.1.3 公司債券

公司債係指股份有限公司為籌集長期資金之目的，就其所需資金總額分割為多數、小單位金額，依發行公司債券之方式（但亦得為無實體發行），集團的、大量的負擔之金錢債務。⁵表彰此一金錢債務之文書，即為「公司債券」。公司債又可分為：

1. 有擔保公司債、無擔保公司債（證 29、公 249、250）。
2. 記名公司債、無記名公司債（公 260、261）。
3. 可轉換公司債（公 262I；亦可稱為轉換公司債）。
4. 附認股權公司債（公 262II）。
5. 次順位公司債（公 246-1）。
6. 可交換公司債（募發準則 26；亦可稱為交換公司債）。⁶

1.4.1.4 經主管機關核定之其他有價證券

第 6 條第 1 項規定之內容，除採極為機械、狹窄的「限定列舉式立法」外，為使有價證券之定義不失其彈性，同時又兼採極為概括的立法授權方式，賦予主管機關「核定權」，以補限定列舉式立法之不足。

日本現行金商法第 2 條第 1 項第 21 款規定，除前揭各款規定外，審酌流通性或其他情事，為保護公益或投資人，主管機關認為有必要時，以政令規定之證券或證書，亦為有價證券。平成 4（1992）年修法前之舊條文則僅規定「政令指定之其他證券或證書」，而未明確規定認定之因素。由日本法之立法沿革可得察知，我國證交法第 6 條之條文，極有可能是參

⁵ 林國全，公司債之整體債務性，月旦法學雜誌第 74 期，2001.7，頁 22。

⁶ 募發準則第 26 條第 1 項：「公開發行公司得發行以其持有期限二年以上之其他上市或依櫃買中心審查準則第三條規定在證券商營業處所買賣之公司股票為償還標之交換公司債。」金管會 112.9.12 金管證發字第 11203832202 號（得採私募方式）。