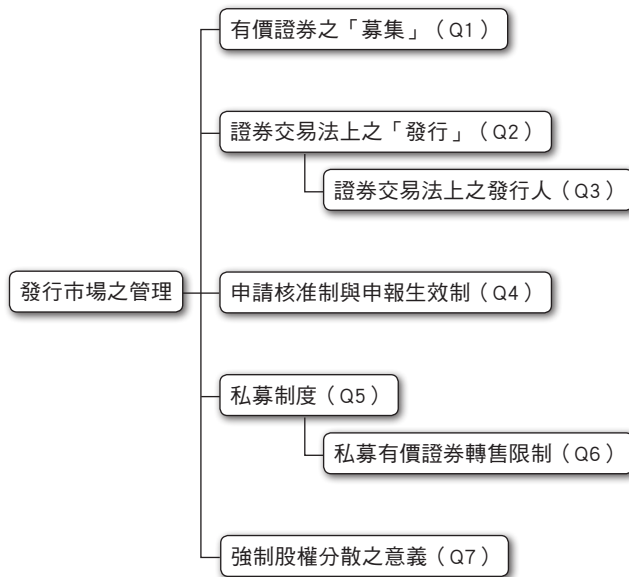


Chapter 2

發行市場之管理—— 有價證券之募集、發行與私募



證券市場可細分為發行市場與交易市場，企業於發行市場中，以募集、發行股票及公司債等有價證券之方式，透過證券承銷商¹，直接向投資人取得資金，性質上為「直接金融」²。因此，藉由在證券市場發行有價證券，向投資人發行以募集或私募方式籌措資金，應屬證券市場上重要功能之一。此外，為避免投資人因投資企業所發行有價證券而受到不當損失，證交法對於有價證券之募集、發行及私募採取相當的管制措施。

本章論述方式，係先敘明證交法上有關「募集行為」及「特定人」認定方式（Q1）、證交法上「發行」的定義及「再次發行」的問題（Q2）、發行人（Q3），以及證券主管機關對於募集、發行的管制措施（Q4），方有較完整的理解。最後說明私募制度（Q5）、私募轉售限制（Q6）以及強制股權分散（Q7）等問題。

1 證期會 88 年 9 月 23 日（88）台財證（三）字第 03584 號函釋：「各公司不得委託非證券商辦理有價證券之募集或發行、上市或上櫃等相關事務，且公司股東亦不得有以『股票銷售代理權』授予非證券商或轉讓持股以協助非法招募股份之行為。」

2 相較於企業以發行股票以取得資金，該資金成為公司之資本，則無到期還本即付息之償債壓力，此一方式稱為「直接金融」；反之，企業如向金融機構等債權人貸與資金之行為，稱為「間接金融」。

Q1. 何謂有價證券「募集」之行為？公司對其股東或員工發行有價證券，是否屬於募集之行為？

1-1 證交法第 7 條第 1 項之分析

1-2 股東或員工是否為特定人，應從保護需要性為著眼

Q2. 「發行」之定義於證券交易法與公司法中是否相同？證券交易法上發行之定義是否能涵蓋「再次發行」？

2-1 「發行」於證交法與公司法中概念非完全相同，建議刪除證交法第 8 條第 1 項規定

2-2 證交法第 8 條之「發行」雖無法涵蓋「再次發行」，惟證交法第 22 條第 3 項仍納入管制

Q3. 何謂發行人？證券交易法第 22 條第 3 項之公開招募者是否屬於證券交易法中第 5 條之發行人？

3-1 發行人之意義及證交法第 5 條之缺失

3-2 再次發行之行為主體非屬證交法第 5 條之發行人

Q4. 何謂申請核准制與申報生效制？現行規定主管機關對於有價證券之募集與發行採取何種審查原則？

4-1 申請核准制及申報生效制之意義與優缺點比較

4-2 現行法的申報制

Q5. 何謂有價證券之私募？私募有價證券是否構成內線交易？

5-1 私募制度之分析

5-2 私募與內線交易

Q6. 私募有價證券之轉售限制規定為何？
違反轉售限制之法律效果為何？我國
私募制度有何缺失？

6-1 證交法第 43 條之 8 —— 特定人
轉售限制之規定

6-2 違反轉售限制之法律效果

6-3 我國現行私募制度之缺失

Q7. 證券交易法第 28 條之 1 強制股權分散
之規定有何內容？該規定是否妥適？

7-1 強制股權分散相關規定之分析

7-2 強制股權分散之檢討



01 何謂有價證券「募集」之行為？公司對其股東或員工發行有價證券，是否屬於募集之行為？

1-1 證交法第 7 條第 1 項之分析

1-2 股東或員工是否為特定人，應從保護需要性為著眼

證券交易法（以下稱證交法）主要規範對象並非有價證券本身，而係有價證券之募集、發行與私募的行為。因此，若屬於有價證券的募集行為時，發行人應依證交法第 22 條規定事前向主管機關申報生效。而有關「募集」之定義，證交法第 7 條第 1 項已定有明文，本題涉及該條項中「非特定人」應如何解釋及股東或員工是否屬於特定人等爭議問題，說明如下：

1-1 證交法第 7 條第 1 項之分析

證交法第 7 條第 1 項規定：「本法所稱募集，謂發起人於公司成立前或發行公司於發行前，對非特定人公開招募有價證券之行為。」

一、「募集」之要件

1. 行為主體

- (1) 發起人專指以公司法第 132 條第 1 項募集設立之發起人。
- (2) 發行公司係指已公開發行股份之股份有限公司。

2. 行為客體

證交法上之有價證券。

3. 行為時點

「於公司成立前」係指採募集設立方式時，在未認足第一次發行股份而對外公開招募股份，故必於公司成立前為之；「於發行前」則指公司設立後，為增加資本之目的而公開發行有價證券之前。

4. 行為對象：非特定人。

二、募集行為之對象及性質

1. 募集之對象

(1) 對「非特定人」之文義解釋：

證交法及公司法均未有明文定義，因此賴源河老師認為「非特定人」應解為「多數之不特定人」。故發行人對特定人招募，不問對象為何人，其人數多寡，其數量多少，均非屬募集之對象³。

(2) 認定「非特定人」應從證交法之立法目的出發：

① 該等人是否特定的問題，應從證交法第 1 條之立法目的出發，不能僅以招募對象是否有共同利益或特徵為斷，而應以受要約之對象是否須以證交法加以保護為判斷。

② 因此劉連煜老師認為，宜以「保護之需要性」為考量，以該等人可否接觸「可據為判斷是否值得投資之公司資訊」認定是否為「特定人」⁴。

2. 募集之性質

(1) 事實上，證交法第 7 條第 1 項有關「公開」一詞，即意指對非特定人所為之行為，而在解釋募集為「公開招募之行為」時，因募集與私募為相反的制度，故可採反面解釋，凡不符合私募者即為募集。如受要約者，屬於無法取得相關且足夠機會，瞭解投資資訊時，而應透過證交法加以保護，此時應認為公開招募（募集），而非私募之行為。

(2) 而依證交法第 22 條第 1 項規定，發行人於募集前未事先向主管機關申報生效，依法不得公開招募。針對公開招募之行為，如透過報章雜誌、電傳視訊等媒體刊登廣告或舉辦說明會預做銷售準備等方式，是否一律禁止？賴英照老師認為，還是要回歸立法目的，以投資人保護的必要性為判斷，例如：某項銷售行為，並未令投資人負法律義務，亦不致損害投資人權益時，無須以證交法第 174 條第 2 項第 3 款之刑事責任相繩⁵。

3 參閱賴源河，證券法規，2014 年 9 月 8 版，頁 65-66。

4 參閱劉連煜，現代證券交易法實例研習，2023 年 9 月增訂 19 版，頁 294。

5 參閱賴英照，股市遊戲規則——最新證券交易法解析，2017 年 9 月三版 2 刷，頁 37。

台灣高等法院 93 年度上易字第 1284 號刑事判決：

極佳公司曾於該公司網頁上登載「為因應快速成長的市場，我們基於整體性策略考量，希望邀集各方合作夥伴，充實股東陣容，於近期辦理現金增資。」等語，……，既未提及極佳公司已經委由何人辦理現金增資或現有股票銷售，亦未提及出售股票之種類、價格、銷售期間或承辦單位等事項，充其量不過對外表示極佳公司有辦理現金增資之計劃而已，……，故亦難認為係對於不特定之社會大眾所為之公開招募行為。

1-2 股東或員工是否為特定人，應從保護需要性為著眼

一、公司法上之規定

1. 公司法第 267 條第 3 項規定：「公司發行新股時，除依前二項保留者外，應公告及通知原有股東，按照原有股份比例儘先分認，並聲明逾期不認購者，喪失其權利；……；原有股東未認購者，得公開發行或洽由特定人認購。」
2. 公司法第 268 條第 1 項規定：「公司發行新股時，除由原有股東及員工全部認足或由特定人協議認購而不公開發行者外，應將下列事項，申請證券主管機關核准，公開發行：……。」
3. 公司法第 272 條規定：「公司公開發行新股時，應以現金為股款，但由原有股東認購或由特定人協議認購，而不公開發行者，得以公司事業所需之財產為出資。」
4. 依上開公司法條文，可先從公司法第 267 條第 3 項後段反面解釋可知，股份有限公司在一般發行新股時，由原有股東以及員工先行認購，此非屬公開發行之行為；復觀公司法第 268 條第 1 項條文內容可知，該條項將原有股東、員工與「特定人」同列，應屬於不公開發行之對象。最後，公司法第 272 條但書規定，亦可知公開發行新股前由原股東認購時，相當於向特定人招募而不屬於公開招募之範圍。如此觀察公司法條文，即可知證交法上的「非特定人」似屬公司股東、員工及特定人以外之人，故對其發行有價證券自非屬募集之行為。

二、證交法上之規定

1. 從證交法第 22 條第 2 項⁶ 規定可知，公開發行公司發行新股時，除依證交法第 43 條之 6 第 1、2 項私募規定辦理外，須事先向主管機關申報生效。而證交法第 43 條之 6 第 1 項有關私募之規定，並未明確將公司股東、員工列為私募之對象。因此，公開發行公司對其股東、員工招募之行為，仍為證交法上募集之行為，自應踐行公開發行程序；反之，對於條文列舉之特定人為私募時，則無須辦理事前申報及公開發行程序。
2. 此外，依證交法第 28 條之 1 第 1 項⁷ 規定為強制公開發行之明文，公開發行公司於現金發行新股（即一般發行新股）時，應提撥至少百分之十之股份對外公開發行，因而使該次發行新股成為對外募集之行為，即有必要經公開發行程序；至於，盈餘轉增資、公積轉增資所發行新股，屬於無償依股東持股比例配發，非屬一般發行新股之情形，並無保護必要性，故無須經公開發行程序而受管制之必要。

三、學說上皆以「保護需要性」為判斷

1. 詳觀上開條文對於「特定人」是否屬於募集行為，似有不同。而英美法在認定「特定人」範圍，係以有無「可據為判斷是否值得投資之公司資訊」等「保護需要性」為判斷基礎。如一律將公司股東及員工一律視為「特定人」而未經公開發行程序，透過主管機關加以保護，並不妥適。因此，應從證交法第 1 條之立法目的出發，對於一般股東或員工在不具有私募對象資格時，應可認渠等無法接觸「可據為判斷是否值得投資之公司資訊」，而屬不特定人範圍，故對其招募有價證券之行為有必要經證交法第 22 條之公開發行程序，透過主管機關加以管制，保障投資人之權益⁸。
2. 賴英照老師更進一步歸納，公司發行新股是否應履行公開發行程序可區

6 證交法第 22 條第 2 項規定：「已依本法發行股票之公司，於依公司法之規定發行新股時，除依第四十三條之六第一項及第二項規定辦理者外，仍應依前項規定辦理。」

7 依證交法第 28 條之 1 第 1 項規定：「股票未在證券交易所上市或未於證券商營業處所買賣之公開發行股票公司，其股權分散未達主管機關依第二十二條之一第一項所定標準者，於現金發行新股時，除主管機關認為無須或不適宜對外公開發行者外，應提撥發行新股總額之一定比率，對外公開發行，不受公司法第二百六十七條第三項關於原股東儘先分認規定之限制。」

8 參閱曾宛如，證券交易法原理，2012 年 8 月 6 版，頁 50-51；劉連煜，前揭註 4 書，頁 269；賴英照，前揭註 5 書，頁 35。

分為公開發行公司及非公開發行公司⁹：

(1) 公開發行公司：

從證交法規範對象而言，強制公開發行公司應履行公開發行程序，不論係對不特定人或原有股東、員工認足，或洽特定人認購，除私募以外，應依證交法第 22 條第 2 項規定辦理公開發行。

(2) 非公開發行公司：

如新股對外公開承銷時，應踐行公開發行程序；但如僅由股東、員工或特定人認購，依公司法第 268 條第 1 項規定，僅屬非公開發行之行為，則無須依證交法第 22 條第 2 項向主管機關申報生效。

即時
演練

節錄自 98 年檢察事務官

請依證券交易法規定說明下列用語之立法定義：

募集

即時
演練

94 年政大

A 上市公司係一 DRAM 之專業製造廠商，本年為私募一批股票，以該公司之全部原有股東與員工（含專職清潔工）做為私募對象，問是否合法？

即時
演練

94 年東吳

證券之募集與私募之意義有何不同？A 發行公司以全部 A 公司之原股東一萬人與員工五百人作為其私募股票之對象，是否適法？請一併分析之。

note

以「保護需要性」、以及「是否有接觸足以判斷的投資判斷資訊」作為判斷證券主管機關是否須介入之因素，主要都是為保護處於資訊弱勢之一般投資大眾，目的當然是證交法第 1 條立法目的之維持，因此概念上都是相通的，所以建議讀者可以把保障投資作為出發點，應可融會貫通。

⁹ 參閱賴英照，前揭註 5 書，頁 36。

另外，從考古題觀察可知，多半在考對股東、員工發行有價證券是否為私募行為？或者是否要事前向主管機關申報？如何認定公開招募的行為？講白了都是在問股東、員工是否為特定人？雖然有不同的問法，但一樣是「換湯不換藥」的在問你「特定跟不特定如何認定標準」，因為證交法上只有對不特定人公開招募，才屬募集的行為，而認定募集後，才需要踐行公開發行程序，至於對特定人發行有價證券係屬於證交法上私募的範圍。至於有關私募的問題，留到本章 Q5 再為說明。



02 「發行」之定義於證券交易法與公司法中是否相同？ 證券交易法上發行之定義是否能涵蓋「再次發行」？

- 2-1 「發行」於證交法與公司法中概念非完全相同，建議刪除證交法第 8 條第 1 項規定
- 2-2 證交法第 8 條之「發行」雖無法涵蓋「再次發行」，惟證交法第 22 條第 3 項仍納入管制

「發行」一詞於證券交易法（以下稱證交法）第 8 條第 1 項定有明文，惟公司法上亦見「發行」之用語，卻未如證交法對「發行」出現定義性條文，因此「發行」一詞在證交法與公司法上是否有著相同意義，在解釋上有其爭議；而「發行」又是否涵蓋「再次發行」等爭議問題，說明如下：

2-1 「發行」於證交法與公司法中概念非完全相同，建議刪除證交法第 8 條第 1 項規定

一、公司法上之規定¹⁰

1. 現行公司法中，對於「公開發行」一詞，在不同條文，有其不同意義。如：
 - (1) 有指「公開發行」或「不公開發行」之「行為」意義
依其字面而言，係以發行股份或公司債之行為，如：

¹⁰ 以下參閱林國全，公司法上之「發行」，月旦法學教室第 5 期，2003 年 3 月，頁 34；曾宛如，前揭註 8 書，頁 73-74。

① 公開發行之行為：

公司法第 132 條第 1 項（募集設立）、第 156 條之 2（得申請辦理公開發行¹¹）、第 267 條第 3 項（股東及員工認購新股後之公開發行）、第 268 條第 1 項（公開發行新股之申請核准）；其他發行行為，如公司法第 269、270、271、272、273 條第 1、3 項、第 274 條第 1 項等均屬之，故「發行」為公開招募之行為。

② 非公開發行之行為：

公司法第 131 條第 1 項（發起設立）、第 268 條第 1 項除書等，「發行」係為非公開發行的行為。

(2) 有指公司型態為公開發行公司之「狀態或地位」意義

公司法第 13 條第 2 項（轉投資限制）、第 185 條第 2 項（公司重大行為）、第 209 條第 3 項（董事競業禁止）、第 240 條第 2 項（盈餘轉增資）、第 277 條第 3 項（變更章程）、第 316 條第 2 項（公司解散、合併或分割）等股東會特別決議事項，如公司型態屬於「公開發行公司」，得將出席數改為二分之一，表決權數改為三分之二為特別決議。因此，此處的「公開發行」係指成為證交法規範對象公司之「狀態」，或謂取得公開發行公司之「地位」。

2. 從上開公司法條文可知，「發行」有形容公司狀態及地位者，亦有指行為。就行為而言，非僅限於對不特定人所為募集後之行為，亦有對特定人招募之行為，故公司法上「發行」僅屬中性用語，其意義為何，須視前揭用語而有其不同意義。
3. 林國全老師進一步認為，現行公司法條文用語使用不妥當，應修正公司法上公開發行用語（如：表示狀態或地位之「公開發行」，改稱「公開公司」、「公開」程序；而與表示行為之「公開發行」有所區別）。否則，同屬公司相關法制之公司法及證交法對於相同用語卻有不同解釋，實屬有所不當¹²。

11 首次辦理公開發行程序，須依證交法第 22 條第 4 項授權主管機關訂定之「發行人募集與發行有價證券處理準則」第 6 章第 66 條至第 71 條之規定補辦公開發行。

12 參閱林國全，前揭註 10 文，頁 34。另曾宛如老師認為，應將「強制公開發行」一詞改為如「公開資訊公司」、「財務公開公司」用來與公開發行行為區隔，參閱曾宛如，從亞太固網檢視公開發行法制規範，月旦法學雜誌第 146 期，2007 年 7 月，頁 178-179。