

私立東海大學法律學系研究所  
碩士論文

指導教授：洪秀芬 博士

海外可轉換公司債之研究-以股東權益保護為中心

A Study of Overseas Convertible Bonds: From the  
Perspective of Shareholder Protection



研究生：紀佳佑

中華民國九十九年七月二十八日

## 摘要

海外可轉換公司債因具備海外發行之特點以及債券股份化性質，使得公司得以較靈活且低成本之方式籌集資金，遂成為公司重要籌資工具之一，並且因上述之債券股份化之性質，亦為證券市場上受投資人追捧之金融衍生商品。然則，海外可轉換公司債之發行過程，股東甚少有參與之機會，雖因其本係公司籌資工具，除私募方式發行因影響股東權益甚鉅之情形外，應為公司經營層得以決定之事項，惟因其發行條件以及海外認購人之選擇，均可能造成股東權益受損之情形，是以本文以股東權益保護之立場，就公司發行海外可轉換公司債過程當中，其股東權益保護之措施以及所面臨之問題加以討論。首先就海外可轉換公司債之發行程序以及法律規範加以介紹，並且對於發行海外可轉換公司債過程之資訊揭露規範加以說明以及討論是否尚有改善之餘地。

另外，在海外可轉換公司債發行條件之轉換價格，因其受相關因素之影響，該決定之價格與公司股票價格均形成價差，進而成為可供海外認購人套利之空間，並且因公司發行海外可轉換公司債時，其轉換價格之決定以及海外認購人之選擇，均係由公司經營層與承銷商加以協商並決定，於此種情況下，公司發行海外可轉換公司債即能面臨有內線交易之問題，而內線交易不僅破壞證券市場之公平性，更影響股東之權益甚鉅，是以就我國現行禁止內線交易之規定加以說明，並且討論在以發行海外可轉換公司債為內線交易工具之情形，我國現行規定是否能有效規範以及保護股東權益。而在海外可轉換公司債之發行後，如因套利行為或內線交易之情形，其可能造成公司股價大幅下跌，並且因為套利行為係合法或內線交易難以認定以及求償，而股東亦無法於證券市場上以公平價格出售其持股時，即可能造成股份空洞化之危機，是以本文就該情形針對股東是否有公平脫離權之適用餘地，而以我國相關規定之股份收買請求權適用之可能加以討論，希冀在公司達成籌資目的之同時，亦完善股東權益之保護措施。

## 關鍵字

中文：海外可轉換公司債、資訊揭露、內線交易、股份收買請求權

英文：overseas convertible bonds , information disclosure , insider trading , the appraisal right

## 簡目

第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 研究過程與方法.....	2
第三節 研究範圍與論文架構.....	2
第二章 發行海外可轉換公司債之概述.....	5
第一節 海外可轉換公司債概念.....	5
第二節 發行海外可轉換公司債之法律規範與實務操作.....	9
第三節 發行海外可轉換公司債優、缺點以及發展現狀.....	34
第四節 發行海外可轉換公司債涉及之股東權益保護問題.....	39
第三章 發行海外可轉換公司債時之資訊揭露規範.....	43
第一節 海外發行有價證券資訊揭露的重要性.....	43
第二節 轉換價格訂定之相關規範.....	46
第三節 海外可轉換公司債股東會之資訊揭露.....	56
第四節 發行海外可轉換公司債於決議後之資訊揭露.....	67
第五節 小結.....	82
第四章 發行海外可轉換公司債之內線交易問題.....	84
第一節 內線交易概述.....	85
第二節 內線交易之構成要件.....	89
第三節 發行海外可轉換公司債涉及內線交易之情形.....	98
第四節 小結.....	106
第五章 公平脫離權適用之可能.....	109
第一節 公平脫離權概述.....	109
第二節 股份收買請求權.....	112
第三節 賦與海外可轉換公司債發行公司股東股份收買請求權之可能.....	127
第四節 小結.....	134
第六章 結論.....	137

## 詳目

第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 研究過程與方法.....	2
第三節 研究範圍與論文架構.....	2
第二章 發行海外可轉換公司債之概述.....	5
第一節 海外可轉換公司債概念.....	5
第一項 海外可轉換公司債之意義.....	5
第二項 海外可轉換公司債之法律性質.....	6
第三項 海外可轉換公司債之發行方式.....	6
第四項 海外可轉換公司債與類似籌資工具之比較.....	7
第一款 國內可轉換公司債.....	8
第二款 海外存託憑證.....	8
第二節 發行海外可轉換公司債之法律規範與實務操作.....	9
第一項 我國之法律規範.....	9
第一款 公司發行海外可轉換公司債之前提.....	9
第一目 公司之資格.....	9
第二目 決議之通過.....	9
第三目 發行金額之限制.....	10
第四目 發行公司之債信及營利能力.....	11
第五目 向主管機關申報.....	11
第二款 發行公司應檢附文件及載明或公告事項.....	14
第一目 應檢附文件及載明事項.....	14
第二目 應公告或上傳至公開資訊觀測站之事項.....	15
第三款 關於轉換條件的發行規定.....	18
第一目 轉換期間.....	18
第二目 轉換辦法.....	18
第三目 轉換價格.....	19
第四目 發行條件.....	19
第二項 發行當地國之法律規範.....	20
第一款 美國法律規範及其證券交易所規定簡述.....	20
第一目 公開發行.....	20
第二目 私下招募.....	20
第三目 美國證券交易所規範.....	21
第二款 其他國家法律規範及證券交易所規定.....	24
第一目 法律規範.....	24
第二目 其他外國證券交易所規定.....	25

第三項 實務操作程序.....	30
第一款 發行環境掌握與評估.....	31
第二款 決議之通過.....	32
第三款 主辦承銷商及其相關發行作業.....	32
第四款 取得中央銀行以及主管機關之同意函.....	33
第五款 海外發行作業之相關程序.....	33
第六款 交割.....	34
第三節 發行海外可轉換公司債優、缺點以及發展現狀.....	34
第一項 發行海外可轉換公司債優、缺點.....	34
第一款 對發行公司而言.....	35
第一目 優點.....	35
第二目 缺點.....	35
第二款 對投資人而言.....	36
第一目 優點.....	36
第二目 缺點.....	37
第二項 我國發展現狀.....	37
第四節 發行海外可轉換公司債涉及之股東權益保護問題.....	39
第一項 資訊揭露.....	39
第二項 內線交易問題.....	40
第三項 公平脫離權適用之餘地.....	41
第四項 小結.....	41
第三章 發行海外可轉換公司債時之資訊揭露規範.....	43
第一節 海外發行有價證券資訊揭露的重要性.....	43
第一項 資訊揭露概述.....	43
第二項 海外發行可轉換公司債時資訊揭露與股東權益之關係.....	44
第三項 海外發行有價證券資訊揭露之必要性.....	45
第二節 轉換價格訂定之相關規範.....	46
第一項 發行條件概述.....	46
第二項 轉換價格訂定之本國規範.....	48
第一款 法令規範方面.....	49
第一目 海外募發準則之規定.....	49
第二目 募發準則之規定.....	49
第三目 評估記載要點之規範.....	50
第四目 私募發行之規範.....	50
第五目 小結.....	51
第二款 自律規則方面.....	52
第一目 規範目的.....	52
第二目 可轉換公司債之規範.....	52

第三目 海外可轉換公司債之規範.....	52
第四目 小結.....	54
第三項 轉換價格之訂定與股東權益之關係.....	54
第三節 海外可轉換公司債股東會之資訊揭露.....	56
第一項 未經股東會決議之股東於發行前的聽取權.....	57
第一款 未經股東會決議之情形.....	57
第二款 董事會報告之事項.....	58
第三款 小結.....	59
第二項 股東會召集前之資訊揭露.....	60
第一款 私募之法律規定.....	60
第一目 價格訂定方面.....	60
第二目 特定人之選擇.....	61
第三目 辦理之理由.....	61
第二款 私募以外之法律規定.....	62
第一目 私募以外經股東會決議之可能.....	62
第二目 股東會資訊揭露規範.....	62
第三目 股東會資訊揭露之重大性原則.....	63
第三項 檢討我國股東會之資訊揭露規範.....	67
第四節 發行海外可轉換公司債於決議後之資訊揭露.....	67
第一項 海外可轉換公司債決議發行後之資訊揭露.....	68
第二項 海外可轉換公司債轉換後之資訊揭露.....	71
第一款 我國海外可轉換公司債轉換權之一定期間限制.....	71
第一目 以募集方式發行.....	71
第二目 以私募方式發行.....	72
第二款 我國海外可轉換公司債回流之資訊揭露規定.....	73
第一目 募集方式.....	73
第二目 私募方式.....	73
第三款 小結.....	73
第三項 美國就海外可轉換公司債回流時之資訊揭露.....	75
第一款 Regulation S 概述.....	75
第一目 海外交易.....	75
第二目 無美國國內直接銷售活動.....	76
第二款 Regulation S 制度下之海外可轉換公司債.....	77
第一目 限制證券之地位.....	77
第二目 發行安全港適用之規範.....	78
第三目 權益證券轉讓之限制.....	80
第三款 小結.....	81
第四項 檢討我國當前回流時資訊揭露規範.....	81

第五節 小結.....	82
第四章 發行海外可轉換公司債之內線交易問題.....	84
第一節 內線交易概述.....	85
第一項 內線交易之意義.....	85
第二項 內線交易規範之必要性.....	85
第三項 海外可轉換公司債認購人之相關規定.....	86
第一款 對認購人之資訊揭露規定.....	86
第二款 主管機關對認購人之控管.....	87
第三款 小結.....	88
第二節 內線交易之構成要件.....	89
第一項 內線交易主體之規範.....	89
第一款 董事、監察人及經理人及受指定代表行使職務之自然人.....	90
第二款 持股超過百分之十之股東.....	90
第三款 基於職業或控制關係獲悉消息之人.....	90
第四款 喪失前三款身分後，未滿六個月者.....	91
第五款 從前四款所列之人獲悉消息者.....	91
第二項 受內線交易規範之客體.....	92
第三項 重大消息的認定.....	92
第一款 重大影響其股票價格之消息.....	92
第一目 我國重大消息之規範.....	93
第二目 美國實務見解.....	93
第二款 重大消息之成立時點.....	95
第三款 內線消息之公開.....	96
第四項 實際知悉及交易行為.....	97
第三節 發行海外可轉換公司債涉及內線交易之可能情形.....	98
第一項 發行海外可轉換公司債可能為內線交易工具之情形.....	98
第二項 發行海外可轉換公司債涉及內線交易之其他可能.....	101
第一款 發行海外可轉換公司債之決定.....	101
第二款 提前得知決定之轉換價格.....	102
第三款 海外認購人之決定.....	104
第三項 股東是否為當日善意從事相反買賣之人的認定.....	106
第四節 小結.....	106
第五章 公平脫離權適用之可能.....	109
第一節 公平脫離權概述.....	109
第一項 公平脫離權之概念.....	109
第二項 我國上市公司股權結構現況.....	110
第三項 我國就公平脫離權之相關規定—股份收買請求權.....	111
第二節 股份收買請求權.....	112

第一項 股份收買請求權之理論.....	113
第一款 過去之傳統理論.....	113
第一目 補償功能.....	113
第二目 流動功能.....	113
第三目 促進公司執行重大變動之功能.....	113
第二款 現今之理論.....	114
第一目 事前觀點.....	114
第二目 事後觀點.....	115
第三目 小結.....	116
第二項 我國股份收買請求權實施之時機.....	116
第一款 公司資產之重大變動.....	117
第二款 公司合併之相關規定.....	118
第三款 公司分割之相關規定.....	120
第四款 股份轉換之相關規定.....	123
第五款 其他相關規定.....	124
第三項 小結.....	125
第三節 賦與海外可轉換公司債發行公司股東股份收買請求權之可能.....	127
第一項 實施的時機是否符合相關法律規定.....	128
第二項 公司籌資目的與股份收買請求權之平衡.....	129
第三項 股東主張股份收買請求權之時機.....	129
第四項 得主張股份收買請求權之股東.....	131
第五項 股東主張股份收買請求權之對象.....	132
第四節 小結.....	134
第六章 結論.....	137
附件一.....	143
附件二.....	146
參考文獻.....	148

## 圖表目錄

表 1：募集與私募海外可轉換公司債比較.....	10
表 2：紐約交易所上市應符合之標準.....	22
表 3：NASDAQ 全球市場首次上市要求.....	23
表 4：盧森堡證券交易所對海外可轉換公司債上市之要求.....	26
表 5：香港聯交所主版、創業版上市之要求.....	27
表 6：盧森堡、香港、新加坡三地交易所比較.....	30
表 7：我國公司發行海外可轉換公司債程序.....	30
表 8：2000 年到 2010 年公開發行公司海外公司債發行概況.....	38

# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機與目的

我國一般公司籌措資金之方式，最常見的是向銀行借貸，如果是股票公開發行公司，則可發行有價證券，包括股票或公司債等方式，透過證券市場籌集中長期之資金。近年來，不論是為了籌措公司營運資金，或者是考量資金成本、平衡資本結構及提升企業國際性知名度，我國公司亦有逐漸朝向海外資本市場籌資之趨勢，而取得資金之管道已不單單侷限在我國境內，更擴大籌資範圍，放眼全球資本市場。海外可轉換公司債即為發行海外可轉換公司債之歷史，可追溯自永豐餘紙業於 1989 年赴倫敦交易所發行海外可轉換公司債，隨著台灣企業發展朝向國際化邁進，台灣之企業對於資金之渴望越來越高，僅僅依靠我國之資本市場已逐漸無法滿足台灣企業之需求，且為使公司達到國際化與全球化之目的，我國企業籌集資本之市場漸漸轉移至海外，其在 2003 年達到顛峰，但隨後即爆發一連串上市公司之弊案，當時引起整個社會之關注，而其中大多數之弊案，均有藉發行海外可轉換公司債而掏空公司資產，或者為內線交易行為，使得證券市場上投資人虧損累累，更令公司股東受到莫大之損失，而後主管機關為避免再次發生如此情事致廣大投資人受損，亦有相關措施以求解決問題。

在經主管機關做出改善後，暫且不論主管機關之努力是否切中要害，但我國公司選擇以發行海外可轉換公司債方式籌資之案例，數量上逐年遞減卻是不爭之事實，因為我國資本市場屬於淺碟式，在現今台灣經濟均繫於高度知識密集之產業，本即對資金之要求比其他之產業高出許多，在台灣資本市場並無深挖之潛力時，公司以海外可轉換公司債方式籌資，自有其存在之意義與必要性。

最近我國電子業龍頭企業，鴻海向主管機關申請撤銷的 10 億美元海外可轉換公司債<sup>1</sup>，該公司在 2009 年為了支應海外購料的資金需求，經股東會、董事會決議發行海外無擔保可轉換公司債，但之後國內股價表現不佳，基於股東權益考量，決定撤銷該案申辦。說明了公司發行海外可轉換公司債過程中，公司股東必須面對國內股價影響其認購人對於海外可轉換公司債評價之風險，進而可能造成其權益受損之情形，而不僅涉及可能有公司內部人利用該籌資工具進行不法行為侵害股東權益之情形。

---

<sup>1</sup> 中國電子報，股價不佳，鴻海撤 10 億美元 ECB，2010 年 7 月 20 日，參 <http://money.chinatimes.com/news/news-content.aspx?id=20100720001495&cid=1204>，最後瀏覽日，2010 年 7 月 20 日。

既然海外可轉換公司債對台灣企業有其重要性，但在經過以前發生之案例，說明海外可轉換公司債之發行過程當中，必定在設計上對股東權益可能有不利益或不公平之處，是以在確保海外可轉換公司債之籌資目的下，對於股東權益之保護有必要加以檢討，在「公司經營」與「公司所有」之現代上市公司之權限劃分下，如為公司經營層面之問題時，自然交由公司之經營層自己決定之，但如其有影響到公司股東之權益時，則應由公司股東會加以決定，而在海外可轉換公司債之發行過程當中，如係有影響股東權益之情形者，在確保公司籌資之目的同時，自應同時亦須保護股東之權益，以避免在海外可轉換公司債之發行過程中，股東權益之受損，此即為本文所欲討論之主題。

## 第二節 研究過程與方法

本文之研究方法兼採兩種方式，包含文獻研究法以及歸納分析法。在文獻研究法方面，如欲研究一個法律制度，則首先必須廣泛且深入之了解該制度之意義與內涵，因此以資料之蒐集為研究之開始。是故，在本文之研究盡量將當前海外可轉換公司債發行所須具備之前提，包括海外數個台灣企業經常赴當地籌資之國家，其當地之法律與證券交易所要求之條件，並藉以說明當前海外可轉換公司債發行之現狀，以及其發行過程可能對股東權益造成之影響。

而在其發行過程當中所可能造成之影響，以三個本文認為相對重要之問題點，進行討論，討論之過程當中即採歸納分析法，針對討論之相關問題輔以外國見解之介紹與分析，對於我國相關問題之法制予以檢討，並檢視有無改進之空間。

## 第三節 研究範圍與論文架構

本文之研究範圍，首先係介紹目前海外可轉換公司債之發行過程，以及我國企業在過去發行海外可轉換公司債時經常選擇之發行地，其所應遵循之當地法規以及證券交易所之規則，再者就發行海外可轉換公司債之過程當中，對於發行公司股東權益最為重要之資訊揭露、內線交易、以及有無公平脫離權適用之餘地，分別討論之，並探討我國當前法制有無進步之空間。本論文之安排，共分為六章，說明如下：

### 第一章 緒論

內容包括研究動機與目的、研究方法、研究範圍與論文架構。

## 第二章 發行海外可轉換公司債之概述

本章介紹海外可轉換公司債之意義，並說明我國公司發行海外可轉換公司債應遵循之法律規範，包括發行公司於我國所應遵循之規範以及發行當地應遵循之規範，及其發行之過程。接著說明海外可轉換公司債對於發行公司與投資人之優、缺點以及當前之發展現狀。而在第四節針對海外可轉換公司債在資訊揭露制度對於股東權益之影響簡單介紹，並且就公司發行海外可轉換公司債時面臨的內線交易問題，以及受損害之股東有無公平脫離權之適用，說明股東權益保護之必要性。

## 第三章 發行海外可轉換公司債時之資訊揭露規範

於本章首先即揭示發行海外可轉換公司債時之資訊揭露的重要性，再就海外可轉換公司債發行條件中最複雜之轉換價格加以介紹，以及說明轉換價格之訂定對股東權益之影響，之後即是海外可轉換公司債於召集股東會之資訊揭露部分，並且區分不同之發行方式加以說明，並且以美國法股東會資訊揭露之標準輔以說明。而資訊揭露制度延伸到海外可轉換公司債發行後，本文特別針對在海外可轉換公司債行使轉換權後，因其將進入我國證券市場，對於發行公司股東之影響甚鉅，是以有探討之必要，並且以美國海外有價證券發行之法制之 Regulation S，加以說明海外發行有價證券對於其國內投資者不公平之處，是以有美國法認為必要加以限制，以避免其成為規避該國內規範之漏洞。最後對我國海外可轉換公司債之資訊揭露制度加以檢討。

## 第四章 發行海外可轉換公司債之內線交易問題

首先就內線交易介紹，並說明其對證券市場上之投資人的危害以及禁止之原因。再就海外可轉換公司債避免內線交易之相關規定加以介紹。而後就當前內線交易之構成要件簡要說明，並輔以美國相關認定上之見解，再則就發行海外可轉換公司債時為內線交易之實務上案例，並另外以本文所設想之其他可能發生內線交易的情形，而以現行法之內線交易規定，在除實務上案例外，有無對本文提出內線交易可能之情形加以規範之可能。最後就發行海外可轉換公司債之內線交易問題做一總結說明。

## 第五章 股東公平脫離權適用之可能

首先說明公平脫離權之概念，而我國之股份收買請求權即是基於公平脫離權所設計，並以我國當前之公司股權結構下，股份收買請求權對於股東之意義，而在發行海外可轉換公司債時，實有賦予股份收買請求權之必要。在以美國之理論基礎說明股份收買請求權之功能，並且就現今我國股份收買請求權之規定加以介紹，而後基於股東權益保護之立場，說明我國當前法制之不足，

而認為股份收買請求權應有擴大適用之必要性。最後在法無明文之情形下，衡量發行海外可轉換公司債之籌資目的與股東權益之保護，說明應賦予發行公司股東股份收買請求權，但仍須加以種種限制，以免有違公司之籌資目的。

## 第六章 結論

於本章就海外可轉換公司債對於造成公司股東權益受損之情形以及其救濟之管道加以總結說明。

## 第二章 發行海外可轉換公司債之概述

### 第一節 海外可轉換公司債概念

#### 第一項 海外可轉換公司債之意義

所謂「公司債」，係股份有限公司以籌集長期資金為目的，將所需之資金，分割為多數同單位金額，以發行實體公司債券或無實體發行之方式，向不特定之大眾或特定少數人，集資並負擔之大量金錢債務<sup>2</sup>，並且承諾於將來一定期間給付一定貨幣金額，未到期之前則依約定日期及利率給付利息。

公司債依其發行時是否設定擔保物權以供公司債擔保可分為附擔保公司債與無擔保公司債；發行時是否將表彰債權人之姓名記載於公司債債券上區分為記名公司債與無記名公司債；以公司債是否負有特殊權利可分為普通公司債與特殊公司債；以票面利息是否固定區分為固定利率債券與浮動利率債券；以是否有票面利息區分為付息券公司債與無息券公司債；以是否於國內發行區分為國內公司債與國際公司債等等<sup>3</sup>，而本文所討論者，即是特殊公司債中附有將債券轉換為普通股之權利，是為「可轉換公司債」<sup>4</sup>（Convertible Bonds）。

國際債券（International Bonds）指發行人在外國發行之債券，又可分為外國債券（Foreign Bonds）以及歐洲債券（Euro Bonds）。外國債券是外國發行人在一國之證券市場所發行，並以該國之貨幣計價之國際債券；歐洲債券是外國發行人在一國之證券市場所發行，並以該國以外之貨幣計價之國際債券。由於外國債券係以市場國貨幣計價，其因而必須受到該國註冊與外匯之相關管制。反之，由於歐洲債券非以市場國之貨幣計價，而得以不受相關管制。

臺灣企業在海外發行之債券多為以歐洲美元<sup>5</sup>（Eurodollar）計價之可轉換公司債，為歐洲債券的一種，故一般又稱作歐洲可轉換債券<sup>6</sup>（European

<sup>2</sup> 王文宇，公司法論，2008年，頁402。

<sup>3</sup> 吳東憲，台灣企業海外投資之研究－兼論海外台灣企業回台籌資，國立台灣大學法律學院法律學系碩士論文，2008年，頁12。

<sup>4</sup> 參閱附件一的「文擘科技可轉換公司債」發行案。

<sup>5</sup> 歐洲美元指存放於美國境外銀行之美元存款，其不受美國金融局管理，不須提列存款準備金，不受資本流進流出的限制，幣值和美元相同。歐洲美元發源於歐洲，以倫敦為世界最大及最重要的交易中心，其係因過去冷戰時期時，共產國家擔心其存放美國的資金遭凍結，而大量移存倫敦；而後英國發生英鎊危機，迫使英國實施非居民貿易金融限制措施，嚴格限制英鎊在國際金融市場流通，造成英鎊資金取得不易，資金需求者乃轉向求助於美元資金；而美國聯邦儲備局(FED)限制存款最高利率，更加速美元存款由美國流入西歐各國。

<sup>6</sup> 參閱附件二的「國碩科技海外可轉換公司債」發行案。

Convertible Bonds ) 或 ECB 。而後，隨著 ECB 發行之大增，凡是在境外發行的可轉債，都被市場稱作 ECB 。

因此，所謂「海外可轉換公司債」，指企業在海外發行以外幣計價的可轉換公司債，投資人可於發行後特定期間內，依一定轉換價格或轉換比率將公司債轉換成發行公司之普通股股票或存託憑證，否則發行公司於到期時須依發行條件償還本金及補償利息給投資人<sup>7</sup>。

## 第二項 海外可轉換公司債之法律性質

海外可轉換公司債係其發行地點在於國外之可轉換公司債，其可轉換公司債之法律性質容有爭議，有認為係「選擇之債」<sup>8</sup>，惟本文認為可轉換公司債債權人與發行公司請求給付權利與給付義務非屬單一，而採「選擇權契約說」，係「公司債」加上一個「選擇權契約」(Option Contracts)<sup>9</sup>，係具備「債券」加上「普通股買進轉換權(Equity Call Option)」，其本身具有「債券」及「股票」的雙重特性，投資人在行使轉換權利前，具有債權人的身份，發行公司須依發行時所定的發行條件，定期支付一定的利息給投資人；而在投資人請求轉換後，其身份轉變成公司的股東，擁有的是股東所有相關權利。

## 第三項 海外可轉換公司債之發行方式

在公司發行海外可轉換公司債時，可以依其發行之對象是否為特定人區別為：

一、募集：係指為出售有價證券，對不特定人公開要約發售或其他招募之行為。依照《證券交易法》(以下簡稱證交法)第 22 條第 1 項規定，非向主管機關申報生效後，不得為之，又依照證交法第五章「公開招募」之相關部分，發行人須檢具公開招募說明書，載明公開招募之動機、目的、價格訂定方式與說明，及承銷商評估報告向主管機關申報。但海外可轉換公司債之發行，係向主管機關申報

<sup>7</sup> 歐宏杰，海外可轉換公司債(ESB)面面觀，集保月刊，第 123 期，2004 年，頁 7-9。

<sup>8</sup> 依民法第 208 條規定，選擇之債，其選擇權原則上係屬於債務人，為可轉換公司債，則屬於公司債債權人，實屬特例。由此足徵公司法對公司債債權人之保護，準以此解，轉換公司債係一種「債權人有選擇權之債」。柯芳枝，公司法論(下)，2009 年，頁 392-393。

<sup>9</sup> 「選擇權契約」與民法上的「選擇之債」不同，因為選擇之債中，債務人之給付義務與債權人請求給付之權利均屬單一，為單一之債之關係，係屬廣義之選擇權。而選擇權契約係使一特定要約持續發生效力之契約，即一方有「權利」於一定期間內，在符合約定條件之前提下，向他方購買或出售某一財產權(此一買賣契約稱為標的契約)，故其並非以一定給付為選擇權契約之契約標的，而是以「標的契約之要約」作為標的。王文宇，同前註 2，頁 406。

生效後，而於海外發行地發行，僅須依照當地關於公開發行之規定辦理，國內無須辦理公開發行以及製作公開說明書。

二、**私募**：海外可轉換公司債之私募，係指發行公司不向一般社會大眾公開發行其海外可轉換公司債債券，而僅對特定少數投資人，以直接洽商的方式銷售其債券，依照證交法第 7 條第 2 項，「本法所稱私募，謂以依本法發行股票之公司依第四十三條之六第一項及第二項規定對特定人<sup>10</sup>招募有價證券之行為。」，而在海外之發行當地，亦需因循當地私募之相關規範。

因兩種方式籌資對象不同，就公開募集而言，事涉廣大投資民眾之權益，主管機關勢必對其做較為嚴格之限制，如發行公司必須維持一定獲利水準且營運及財務等資訊必須公開揭露等；而私募對象多是具備專業知識及財力之自然人或是機構投資人，因較具市場之資訊蒐集及專業分析能力，承擔風險能力因其財力而較一般投資人高，其管制較公開募集寬鬆，主要就兩方面來區別：第一，認購投資人是否為特定人；第二，主管機關及法令之管制程度。

#### 第四項 海外可轉換公司債與類似籌資工具之比較

因為海外可轉換公司債，具有「債券」以及「股票」之雙重特性，在未行使轉換權之前，居於債權人之地位而享有債券利息<sup>11</sup>，到期時發行公司須依債券面額付款清償；而在法定或約定之轉換期間<sup>12</sup>內，如因交易市場上之股票價值高於債券價值，債券持有人即可行使轉換權將債券轉換成股票，進而獲得其間差價之利益，基於可轉換公司債之如此之性質，不僅是公司籌資工具，亦成為一種在交易市場上受追捧的金融衍生商品，而在交易市場上之同時為公司籌資工具之金融商品琳琅滿目，本文限於篇幅無法一一介紹，僅就法律性質相同之國內發行可轉換公司債；以及相同於海外發行，並且實務上經常利用其為籌資工具之海外存託憑證，加以介紹。

---

<sup>10</sup> 證券交易法第 43 條之 6 第 1 項、第 2 項：「公開發行股票之公司，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意，對左列之人進行有價證券之私募，不受第二十八條之一、第一百三十九條第二項及公司法第二百六十七條第一項至第三項規定之限制：一、銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或機構。二、符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金。三、該公司或其關係企業之董事、監察人及經理人。前項第二款及第三款之應募人總數，不得超過三十五人。」

<sup>11</sup> 亦有零票面利率條款，目的在於減少付息時之作業成本並方便評估可轉換公司債價值，但發行公司以固定贖回收益率(即所謂之利息補償金，該利息補償金利息會以年利率表示)加以取代，而於發行公司贖回時除了票面面額外，尚須給付固定贖回收益率。劉宗聖等，海外可轉換公司債—應用與實務，2005 年，頁 57。

<sup>12</sup> 發行人募集與發行海外有價證券處理準則第 23 條第 1 項第 2 款、第 3 項，發行人募集與發行有價證券處理準則第 32 條，中華民國證券商業同業公會承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則第 32 條。

## 第一款 國內可轉換公司債

可轉換公司債( Convertible Bond 簡稱 CB )，法律性質已如前述，係在國內發行之可轉換公司債，其發行須依照《公司法》，證交法，《發行人募集與發行有價證券處理準則》(以下簡稱募發準則)等規定辦理發行之相關規定，因為其發行在我國國內，為達保護國內投資者之目的，主管機關之審查較海外可轉換公司債更為嚴格；在於股東權益主要在於股價方面，因為發行地在我國境內，屬於同一交易市場，股價高於債券價值時，在債券持有人行使轉換權後，對於股價影響較直接，不如海外可轉換公司債行使轉換權時尚須受外匯管制之限制，尤其同時有大量債券轉換時，差異更是明顯；就發行公司而言，海外可轉換公司債較於國內可轉換公司債，發行成本相對較高，但其融資空間相對較大；而債權人方面，就票面利率以及利息補償金之稅，海外可轉換公司債通常約定由發行公司承擔一部分<sup>13</sup>，國內可轉換公司債則無此約定。

## 第二款 海外存託憑證

存託憑證為存託機構所簽發，用以表彰他國有價證券之憑證。以我國公司為例，於海外發行存託憑證，須將一定數額之有價證券交付於我國境內之保管機構，並經由發行國之存託機關簽發可轉讓之存託憑證，當發行國人民購買該存託憑證時，則相當於購買該我國公司之有價證券，依照《發行人募集與發行海外有價證券處理準則》(以下簡稱海外募發準則)第 4 條第 4 款規定，「海外存託憑證：指存託機構在中華民國境外，依當地國之證券有關法令發行表彰存放於保管機關之有價證券之憑證」；同準則第 4 條第 2 款，「存託機構：指在中華民國境外，依當地國之證券有關法令行存託憑證之機構」；同準則第 4 條第 3 款，「保管機構：指設於中華民國境內，經行政院金融監督管理委員會核准得經營保管業務之銀行」。

由於持有人取得的是表彰他國有價證券之憑證，是以該憑證具有相同他國有價憑證之權益，在主管機關審核上較海外可轉換公司債嚴格；而對於原股東的股權稀釋，因為海外可轉換公司債持有人可能尚未行使轉換權，或者行使轉換權時間點不同，海外存託憑證於相較下不如海外可轉換公司債和緩；就發行成本而言，因其需把公司之有價證券交付於保管機關，成本更較於海外可轉換公司債為高；但其為表彰他國之有價證券，對存託憑證持有人而言，僅於公司營利得以參加盈

---

<sup>13</sup> 因持有海外可轉換公司債之投資人以外資為主，公司為手續上考量及吸引認購意願，而自行承擔 20%之利息所得稅扣繳稅負，因此投資人之投資成本可減少。

餘分配，不如海外可轉換公司債債權人享有票面利息或者利息補償金固定收益。而又依發行地可以區分為，我國公司於美國市場發行，稱作美國存託憑證(American Depositary Receipts，簡稱 ADR)；我國公司於倫敦或盧森堡交易市場掛牌交易者，稱為歐洲存託憑證(Euro Depositary Receipts，簡稱 EDR)；如果同時在美國以及倫敦(或者盧森堡)發行，則稱為全球存託憑證(Global Depositary Receipts，簡稱 GDR)；亦有於外國登記之公司，於我國發行者，為台灣存託憑證(Taiwan Depositary Receipts，簡稱 TDR)。

## 第二節 發行海外可轉換公司債之法律規範與實務操作

### 第一項 我國之法律規範

我國法就有關發行海外可轉換公司債之相關規定，分別規範在《公司法》、證交法、募發準則、海外募發準則、《中華民國證券商業同業公會承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則》<sup>14</sup>(以下簡稱自律規則)以及《華僑及外國人投資證券管理辦法》等規定，本文將其主要規範說明如下。

#### 第一款 公司發行海外可轉換公司債之前提

##### 第一目 公司之資格

依募發準則第 3 條規定，僅股票上市公司或上櫃公司得申報募集與發行海外公司債於國外交易市場交易。而興櫃股票公司亦得申報募集與發行海外轉換公司債。

##### 第二目 決議之通過

依照公司法第 246 條之規定，發行公司得經由董事會三分之二以上董事之出席，及出席董事過半數之同意，決議募集公司債，但須將募集公司債之原因及有關事項報告股東會；惟發行係採私募方式為之，依照證交法第 43 條之 6 第 1 項，

---

<sup>14</sup> 依證券交易法第 89 條至第 92 條規定，證券商非加入同業公會，不得開業。同業公會之營運並應受主管機關之監督，因此，證券商公會是證券商之自律機構，對於會員從事之證券業務具有監督拘束之權利。證券商公會為推動有價證券之發行，並保障投資，特別制定「承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」，於此規則中，就承銷商輔導發行公司募集與發行海外可轉換公司債之相關發行條件、發行及轉換辦法等約定事項，均作詳細規定。

尚須有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上同意之股東會決議。

### 第三目 發行金額之限制

依照公司法第 247 條規定，公司債總額之限制，公司發行有擔保公司債之總額，不得逾公司現有全部資產減去全部負債及無形資產後之餘額。無擔保公司債之總額，不得逾前述餘額二分之一。但依照證交法第 28 條之 4 規定，已依證券交易法發行股票之公司，募集與發行有擔保公司債、轉換公司債，其發行總額，除經主管機關<sup>15</sup>徵詢目的事業中央主管機關同意者外，不得逾全部資產減去全部負債餘額之 200%，不受公司法第 247 條規定之限制。民國 89 年證交法第 28 條之 4 的修法理由指出，放寬有擔保公司債、轉換公司債等之發行額度，有助於俾利企業藉發行公司債籌措中長期資金，進而擴大債券市場規模，因此排除公司法所定公司債總額之限制，是以公開發行公司發行海外可轉換公司債時，其發債總額之限制，應優先適用證交法之規定。又因證交法第 7 條之規定，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；所稱私募，謂已依本法發行股票之公司依第四十三條之六第一項及第二項規定，對特定人招募有價證券之行為。依條文文義，意旨在於區別出募集與私募之區別，是以證交法第 28 條之 4 規定，於私募時並無適用之餘地，而應適用證交法私募及公司法第 247 條之規定。

而自律規則第 4 條之 6，就發行之下限規定，承銷商輔導發行公司申報發行海外可轉換公司債，其按發行價格計算之發行金額，應高 2000 萬美元。但發行公司確有外幣需求，且發行條件合理者，不受此限。

從上述發行金額限制，本文整理如下表：

表 1：募集與私募海外可轉換公司債比較

	募集海外可轉換公司債	私募海外可轉換公司債
發行有擔保公司債	不得逾全部資產減去全部負債餘額之 200%（除經主管機關徵詢目的事業中央主管機關同意者外）	不得逾公司現有全部資產減去全部負債及無形資產後之餘額
發行無擔保公司債	不得逾全部資產減去全部負債餘額之 200%（除	不得逾公司現有全部資產減去全部負債及無形

<sup>15</sup> 依照民國 95 年修正之證交法第 3 條，現行主管機關為行政院金融監督管理委員會。

	經主管機關徵詢目的事業中央主管機關同意者外)	資產後餘額之二分之一
同時發行有擔保公司債與無擔保公司債	不得逾全部資產減去全部負債餘額之 200 % (除經主管機關徵詢目的事業中央主管機關同意者外)	不得逾公司現有全部資產減去全部負債及無形資產後之餘額加上餘額二分之一

資料來源：本文整理

從上述得知，公司發行海外可轉換公司債，除有經主管機關徵詢目的事業中央主管機關同意者外，並且經主管機關審查有外幣需求，且發行條件合理者，額度下限為 2000 萬美金，上限為全部資產減去全部負債餘額之 200 %。

#### 第四目 發行公司之債信及營利能力

公司法第 249 條規定：「公司有左列情形之一者，不得發行無擔保公司債：一、對於前已發行之公司債或其他債務，曾有違約或遲延支付本息之事實已了結者。二、最近 3 年或開業不及 3 年之開業年度課稅後之平均淨利，未達原定發行之公司債，應負擔年息總額之百分之一百五十者。」，公司法第 250 條規定：「公司有左列情形之一者，不得發行公司債：一、對於前已發行之公司債或其他債務有違約或遲延支付本息之事實，尚在繼續中者。二、最近 3 年或開業不及 3 年之開業年度課稅後之平均淨利，未達原定發行之公司債應負擔年息總額之百分之一百者。但經銀行保證發行之公司債不受限制。」，由上述兩條規定可知，於公司有債信不良或營利能力薄弱之情形，禁止公司發行公司債，並且區分為發行之公司債為有擔保或無擔保公司債而有所不同；另外，海外募發準則第 5 條亦規定<sup>16</sup>，除了符合證交法第 28 條之 4 規定為上市公司且發行方式為募集公司債，亦區分有擔保及無擔保公司債，於有公司法所訂債信不良或營利能力薄弱之情形時，禁止其以募集方式發行公司債。但私募時依照公司法第 248 條第 2 項前段規定，公司債之私募不受第 249 條第 2 款及第 250 條第 2 款之限制。

#### 第五目 向主管機關申報

<sup>16</sup> 發行人募集與發行海外有價證券處理準則第 5 條規定：「發行人有下列情形之一者，不得申報募集與發行海外有價證券：一、違反公司法第 247 條第 2 項規定或有公司法第 249 條所列情形之一者，不得發行無擔保海外公司債。但符合本法第 28 條之 4 規定者，不受公司法第 247 條規定之限制。二、違反公司法第 247 條第 1 項規定或有公司法第 250 條所列情形之一者，不得發行海外公司債。但符合本法第 28 條之 4 規定者，不受公司法第 247 條規定之限制。」

向主管機關申報部分，除了發行前，因申報義務不僅止於申報生效時，為確保原股東及投資人之利益，且及於發行後，本文簡單以發行前後加以區分。另外有須申報且公告規定，另於以下第 2 款之公告或上傳至公開資訊觀測站部分加以說明。

#### 一、發行前：

(一)、公司法規定<sup>17</sup>對於公司發行海外可轉換公司債時，應將相關事項向證券管理機關(行政院金融監督管理委員會，以下簡稱金管會)申報之。若公司債可轉換股份數額加計已發行股份總數等，已超過公司章程所定股份總數時，依照公司法第 248 條第 7 項規定，應先完成變更章程增加資本額後，始得為之。

(二)、我國證交法對有價證券公開發行之管理，由最早的「核准制」演變成「兼採核准制與申報制」，現又改採「申報制」<sup>18、19</sup>。經 2006 年修正後，證交法第 22 條第 1 項規定，海外可轉換公司債之募集與發行，非向主管機關申報生效後，不得為之。其中理由在於，長期實施核准制之結果，將造成投資人誤認通過主管機關之審查之有價證券之公開發行，即代表該公司財務當然健全，其股票必有投資價值；然而，將令投資人於公司發生危機或股價大跌之責任歸咎於主管機關，徒增證券管理之困擾；又我國之證券市場已發展近 40 年，投資人對證券交易市場早已不陌生，知識已逐漸充實，且對因證券市場不法情事發生，而致善意

---

<sup>17</sup> 公司法第 248 條：「公司發行公司債時，應載明左列事項，向證券管理機關辦理之：一、公司名稱。二、公司債總額及債券每張之金額。三、公司債之利率。四、公司債償還方法及期限。五、償還公司債款之籌集計畫及保管方法。六、公司債募得價款之用途及運用計畫。七、前已募集公司債者，其未償還之數額。八、公司債發行價格或最低價格。九、公司股份總數與已發行股份總數及其金額。一〇、公司現有全部資產，減去全部負債及無形資產後之餘額。一一、證券管理機關規定之財務報表。一二、公司債權人之受託人名稱及其約定事項。一三、代收款項之銀行或郵局名稱及地址。一四、有承銷或代銷機構者，其名稱及約定事項。一五、有發行擔保者，其種類、名稱及證明文件。一六、有發行保證人者，其名稱及證明文件。一七、對於前已發行之公司債或其他債務，曾有違約或遲延支付本息之事實或現況。一八、可轉換股份者，其轉換辦法。一九、附認股權者，其認購辦法。二〇、董事會之議事錄。二一、公司債其他發行事項，或證券管理機關規定之其他事項。…第 1 項第 18 款之可轉換股份數額或第 19 款之可認購股份數額加計已發行股份總數、已發行轉換公司債可轉換股份總數、已發行附認股權公司債可認購股份總數、已發行附認股權特別股可認購股份總數及已發行認股權憑證可認購股份總數，如超過公司章程所定股份總數時，應先完成變更章程增加資本額後，始得為之。」

<sup>18</sup> 證交法第 22 條之立法演進如下：(一)民國 57 年規定，「有價證券之募集與發行，除政府債券或經政府核准之其他有價證券外，非經主管機關依公司法及本法核准，不得為之。」；(二)民國 77 年規定，「有價證券之募集與發行，除政府債券或經財政部核定之其他有價證券外，非經主管機關核准或向主管機關申報生效後，不得為之。」；(三)民國 95 年 1 月 11 日規定，「有價證券之募集及發行，除政府債券或經主管機關核定之其他有價證券外，非向主管機關申報生效後，不得為之。」

<sup>19</sup> 所謂「核准制」，係指發行人除公開有關資訊外，其財務、業務必須符合一定的標準，並經主管機關核准後，才能公開發行有價證券，故又稱為實質審查制。所謂「申報制」，係以公開原則之實現為基礎，發行人無須具備一定財務、業務條件，但應依規定申報及公開有關資料，如主管機關於一定期間內未表示異議，即得發行證券。

之有價證券取得人或出賣人所受之損害，證交法均訂有救濟之道，故對有價證券之募集與發行之審核，應予以簡化，可採行美、日等國之申報生效制，以增進募集與發行之時效<sup>20、21</sup>，並且於證券交易法第 22 條第 4 項規定，申報生效所應具備之條件、應檢附之書件、審核程序及其他應遵行事項之準則，應由主管機關定之。金管會遂依此授權，訂立了《發行人募集與發行海外有價證券處理準則》、《發行人募集與發行有價證券處理準則》等規定，對於發行人募集與發行海外可轉換公司債做更細部的規範。

(三)、而海外募發準則根據修改後證券法之授權，刪除了原第 8 條之規定，已取消申請核准制而全面改採申報生效制。發行人募集與發行海外可轉換公司債，應依規定檢齊相關書件，並取具中央銀行同意函後，向金管會申報生效。又申報事項及所列書件內容如有變更，應即向金管會辦理變更。又所謂「申報生效之期間」，係指金管會及其指定之機構於收到申報書即日起屆 12 個營業日<sup>22</sup>生效。但因申報書件不完備或應記載事項不充分，或為保護公益而有必要者，金管會得停止其申報發生效力<sup>23</sup>。

## 二、發行後：

依海外募發準則第 27 條規定，海外公司債(包含普通公司債、海外轉換公司債或海外附認股權公司債)經申報生效，應於海外公司債發行後 10 日內檢附下列書件乙份，向金管會申報：一、依發行當地國證券法令規定所編製之公開說明書；二、發行合約書副本；三、附可轉換或認購海外存託憑證條件者，其存託契約及保管契約副本；四、付款代理人合約書副本；五、承購合約書副本；六、受託合約書副本；七、本國律師出具該海外公司債發行辦法與金管會同意生效或核准內容無重大差異之意見書中文本；八、收足資金款項之存款證明文件；九、認購金額占發行總額 10 %以上者之名單，及其個別認購之價格及數量；十、其他本會規定事項。同條第 2 項，發行人依發行當地國證券相關法令規定，應提供或揭露之任何資料，並應於提供資料 3 日內向本會申報。

<sup>20</sup> 民國 77 年 1 月 29 日，證交法第 22 條修正之立法理由，立法院公報，第 76 卷第 96 期，頁 40；賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，2006 年，頁 29-30。

<sup>21</sup> 有學者批評，證交法雖明文採行申報生效制，但新法既未規定申報制之意義，又授權主管機關訂定申報生效所應具備之條件、應檢附之書件、審核程序及其他應遵行事項，其中當然包括許多財務、業務的實質條件，則申報制與核准制應如何區分，是否僅以是否發給核准函相區別？主管機關是否將繼續以申報制之名，行使實質審查的規範權？詳細討論，賴英照，同上註，頁 28-35。

<sup>22</sup> 依發行人募集與發行海外有價證券處理準則第 4 條第 1 項第 6 款，本準則用詞定義如下，營業日：指證券市場交易日。

<sup>23</sup> 發行人募集與發行海外有價證券處理準則第 6 條、第 7 條。

## 第二款 發行公司應檢附文件及載明或公告事項

### 第一目 應檢附文件及載明事項

#### 一、向金管會申報所應檢附之相關文件

發行公司所應檢附之相關文件包括外匯業務主管機關(中央銀行)之同意函、券商之評估報告<sup>24</sup>及募集海外公司債申報書，其中募集海外公司債申報書依照海外募發準則附表 8 則應附加以下之文件：

- (一) 本申報書暨附件所載事項無虛偽、隱匿之聲明。
- (二) 發行人募集與發行海外有價證券基本資料表。
- (三) 募集與發行海外公司債之董事會或股東會議事錄。
- (四) 海外公司債發行辦法中英文本。
- (五) 主辦證券承銷商出具對發行人募集與發行該海外公司債之評估報告。
- (六) 經會計師複核之有無未償還公司債及其數額暨本次申報募集與發行海外公司債是否符合公司法第 247 條、第 249 條、第 250 條或證券交易法第 28 條之 4 規定之意見 4 (應列示計算式)。
- (七) 償還公司債資金之籌集及保管方法。設有償債基金者，償債基金之籌集及保管方法。
- (八) 擔保機構出具設定擔保或保證之同意函(無擔保者免附)。
- (九) 存託機構名稱、國籍、主要營業所所在地之證明文件(得於債權人可行使轉換或認股權前補送)。
- (十) 發行人與存託機構所簽訂之存託契約約定事項(得於債權人可行使轉換或認股權前補送)。
- (十一) 存託機構與保管機構所簽訂之保管契約事項(得於債權人可行使轉換或認股權前補送)。
- (十二) 最近 2 年度經會計師查核簽證之財務報告及查核報告書。(申報日期已逾年度開始八個月者，應加送上半年度經會計師查核簽證之財務報告及查核報告書)。
- (十三) 證券交易法第 36 條第 2 項第 2 款規定，對股東權益或證券價格有重大影響事項之申報書件及經會計師表示之意見(無者免附)。

---

<sup>24</sup> 為求評估報告的正確詳實，證券商管理規則第 25 條規定，「證券承銷商受託辦理有價證券之募集與發行、上市及上櫃等相關業務，所出具之評估報告及相關資料不得有下列情事：一、內容有虛偽、隱匿或其他足致他人誤信之情事者。二、主要內容有重大遺漏或明顯錯誤足以影響投資判斷者。三、未編製工作底稿或未依規定保存工作底稿者。四、發行人核有發行人募集與發行有價證券處理準則第七條及第八條所定，不予核准或應予退回之情事。但證券承銷商如能證明已盡相當注意義務者，不在此限。五、重要評估事項未採行必要之輔導及評估程序，致評估結論與事實有重大差異者。六、評估報告提出後，於公開說明書刊印日前，受評估公司發生本法第 36 條第 2 項第 2 款規定對股東權益或證券價格有重大影響之事項，未即時予以補充評估並更新報告者。七、其他違反證券管理法令及其他相關法令規定之情事者。」至於證券承銷商之評估報告的應載明或評估事項，詳細內容請參「中華民國證券商業同業公會發行人募集與發行海外有價證券承銷商評估報告應行記載事項要點」及「中華民國證券商業同業公會證券承銷商受託辦理發行人募集與發行海外有價證券承銷商評估報告之評估查核程序。」

- (十四) 中央銀行同意函影本。
- (十五) 最近經濟部變更登記核准函及變更登記表影本。
- (十六) 發行人出具其關係人非為本次海外公司債之認購人或認購之最終資金來源者及應揭露特定人或策略性投資人認購情形之承諾書。
- (十七) 國外承銷商出具承銷本次海外公司債將善盡注意遵守相關規定及配合金管會需要提供配售名單之聲明書。
- (十八) 銀行業應檢附經會計師查核未有「銀行發行金融債券辦法」第 4 條所列情事評估資料表及律師就是否符合銀行法第 72 條之 1 及第 90 條規定之審閱意見書。
- (十九) 其他金管會認為必要之書件。

而募集海外公司債申報書發行人所募集之海外可轉換公司債，如依轉換辦法約定以海外存託憑證供海外公司債轉換者，並應檢具參與發行海外存託憑證申報書，載明其應記載事項，連同應檢附書件，即上述海外募發準則附表 8 所應附加文件之第 9 項、第 10 項、第 11 項部分，向金管會申報生效後，始得為之。如發行公司為興櫃股票公司，金管會為確保其債信能力，在募發準則第 27 條第 1 項、第 4 項規定<sup>25</sup>，興櫃股票公司應檢附經本會核准或認可之信用評等機構出具該發行標的之信用評等報告。

## 二、可轉換公司債發行辦法所應載明之事項

在發行人申報發行海外可轉換公司債，依照海外募發準則第 23 條第 1 項，其規定在可轉換公司債的發行辦法中應載明：一、請求轉換之程序、轉換條件（含轉換價格、轉換期間等）之訂定方式、轉換價格及其調整、轉換年度有關利息、股利之歸屬、轉換時不足一單位金額之處理；二、以參與發行海外存託憑證供轉換者，應載明海外存託憑證所表彰有價證券之種類，每單位海外存託憑證表彰有價證券之數額，存託機構、保管機構名稱、海外存託憑證預定發行計畫及相關約定事項；三、發行方式應敘明係屬全數公開發行或部分洽特定人認購，若有約定部分由特定人認購之情事，應載明洽特定人認購之目的、特定人認購之張數、總金額及特定人與發行人之關係；四、為履行轉換義務，應以發行新股或交付已發行股份，擇一為之。但興櫃股票公司限以發行新股方式履約；五、其他重要約定事項。

## 第二目 應公告或上傳至公開資訊觀測站之事項

---

<sup>25</sup> 發行人募集與發行有價證券處理準則第 27 條第 1 項規定，發行轉換公司債應檢具發行轉換公司債申報書（附表十八、附表十九），載明其應記載事項，連同應檢附書件，向本會申報生效後，始得為之。同條第 4 項前段規定，興櫃股票公司、未上市或未在證券商營業處所買賣之公司依第一項規定提出申報，應檢附經本會核准或認可之信用評等機構出具該發行標的之信用評等報告，於本會 及本會指定之機構收到發行轉換公司債申報書即日起屆滿七個營業日生效。

## 一、於金管會指定之資訊申報網站（即公開資訊觀測站）<sup>26</sup>公告

依海外募發準則第 26 條規定，海外公司債經申報生效後，應於發行訂價日起 2 日內，於金管會指定之資訊申報網站（即公開資訊觀測站）公告下列事項：(一)募集海外公司債總額，債券每張金額、發行價格及預定發行日期；(二)募集海外公司債之利率；(三)募集海外公司債償還方法及期限；(四)有擔保者，擔保之種類名稱；(五)發行辦法中附有轉換條件者，其轉換辦法及重要約定事項；(六)發行辦法中附有認股條件者，其認股辦法及重要約定事項；(七)發行及交易地點；(八)發行方式若有約定部分由特定人認購之情事，應公告洽特定人認購之目的、特定人認購之張數、總金額及特定人與發行人之關係；(九)資金運用計畫及預計可能產生效益；(十)對股東權益之主要影響。且上述應公告事項，於公告後如有變更，應於募集完成日起 2 日內，補正公告變更項目。

## 二、海外公司債異動情形之申報並上傳至公開資訊觀測站

依海外募發準則第 28 條海外可轉換公司債發行後，發行人應於每月 20 日及終了 5 日內，於公開資訊觀測站分別輸入截至當月 15 日止及前 1 個月底止之「海外公司債異動情形報表」。並向中央銀行申報。且發行人受理海外公司債或認股權憑證投資人轉換或認股後，辦理現金增資發行新股後 10 日內，應向經濟部投資審議委員會申報海外投資人認股之情形。

## 三、發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項

依海外募發準則第 8 條規定，發行人申報募集與發行海外可轉換公司債，自所檢附最近期財務報告資產負債表日至申報生效前，發生證交法第 36 條第 2 項第 2 款規定「對股東權益或證券價格有重大影響之事項<sup>27</sup>」，除依規定於事實發生日起 2 日內公告並向金管會申報外，應視事項性質檢附相關專家意見，洽請簽證會計師表示其對財務報告之影響提報金管會。且發行人對外發布任何與申報書件不符之資訊，亦應修正相關資料提報金管會。

<sup>26</sup> 公開資訊觀測站之網址為 <http://newsmops.tse.com.tw/>。

<sup>27</sup> 證交法施行細則第 7 條規定，證交法第 36 條第 2 項第 2 款所定發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項，指下列事項之一：一、存款不足之退票、拒絕往來或其他喪失債信情事者。二、因訴訟、非訟、行政處分、行政爭訟、保全程序或強制執行事件，對公司財務或業務有重大影響者。三、嚴重減產或全部或部分停工、公司廠房或主要設備出租、全部或主要部分資產質押，對公司營業有影響者。四、有公司法第一百八十五條第一項所定各款情事之一者。五、經法院依公司法第二百八十七條第一項第五款規定其股票為禁止轉讓之裁定者。六、董事長、總經理或三分之一以上董事發生變動者。七、變更簽證會計師者。但變更事由係會計師事務所內部調整者，不包括在內。八、重要備忘錄、策略聯盟或其他業務合作計畫或重要契約之簽訂、變更、終止或解除、改變業務計畫之重要內容、完成新產品開發、試驗之產品已開發成功且正式進入量產階段、收購他人企業、取得或出讓專利權、商標專用權、著作權或其他智慧財產權之交易，對公司財務或業務有重大影響者。九、其他足以影響公司繼續營運之重大情事者。

#### 四、依發行當地國證券法令規定所編製之公開說明書

依照海外募發準則第 11 條第 1 項第 1 款，依發行當地國證券法令規定所編製之公開說明書，應上傳至公開資訊觀測站。但發行海外存託憑證供海外公司債轉換或認購者，得免上傳。

#### 五、申報該募得資金之運用計畫執行進度

海外募發準則第 11 條第 1 項第 2 款規定，發行人在其資金運用計畫完成前，應於年報中揭露計畫執行進度；並應於資金募集完成後 2 日內及海外公司債發行期間每月 10 日前，於公開資訊觀測站輸入公司債發行之相關資料。並且每季申報資金運用情形，按海外募發準則第 11 條第 1 項第 3 款及第 4 款規定，為強化發行公司資金計畫執行及未支用資金之控管作業，參酌現行專款專用之作法，發行公司應依金管會規定於每季結束後 10 日內，將資金運用計畫及資金運用情形季報表輸入公開資訊觀測站按季洽請原證券承銷商或簽證會計師對資金執行進度上市或上櫃公司未支用資金用途之合理性及是否涉及計畫變更出具評估意見，並於每季結束後 10 日內，輸入公開資訊觀測站。

#### 六、資金運用計畫變更之申報<sup>28</sup>

依照海外募發準則第 11 條第 1 項第 6 款之規定，資金運用計畫項目變更或個別項目金額調整，而致原個別項目所需資金減少金額合計數或增加金額合計數，達所募集資金總額之 20 % 以上者，應報中央銀行核准後，辦理計畫變更，於董事會決議通過之日起 2 日內將相關資訊於公開資訊觀測站辦理公告，並提報股東會追認。資金運用計畫變更時及嗣後每季結束後 10 日內，應洽請原證券承銷商對資金執行進度及未支用資金用途之合理性出具評估意見，併同上述(五)之資訊輸入。

#### 七、認購對象為特定人或策略性投資人

依照海外募發準則第 11 條第 2 項，為強化海外籌資案件之管理，提高配售之透明度，故規定募集與發行之海外可轉換公司債，如由特定人或策略性投資人認購者，發行公司應將認購名單及其個別認購價格及數量，揭露於公開說明書並輸入公開資訊觀測站。

#### 八、依上市地規定應即時公告或申報之重大情事

---

<sup>28</sup> 發行人募集與發行海外有價證券處理準則第 11 條第 1 項第 6 款。

依照海外募發準則第 11 條第 1 項第 7 款及第 3 項，為使發行人於海外公告或揭露之訊息，能同為國內投資人或主管機關瞭解，故發行公司發生依上市地國政府法令及其證券交易所規章之規定即時公告或申報之重大情事者，應同時輸入公開資訊觀測站。且發行公司如遇有上市地國之證券主管機關函詢之情事時，發行人應於接獲函詢之日起 2 日內及提供資料之同時向本會申報<sup>29</sup>。

### 第三款 關於轉換條件的發行規定

#### 第一目 轉換期間

依照募發準則第 32 條之規定，轉換公司債自發行日後屆滿一定期間起至到期日前十日止，除依法暫停過戶期間外，其持有人得依發行人所定之轉換辦法隨時請求轉換。前項所稱一定期間，應由發行人於轉換辦法中訂定之。而自律規則第 4 條之 3 亦有相關之規定，自發行日後屆滿一定期間至到期日前 10 日止，除依法暫停過戶期間<sup>30</sup>外，持有人得依發行人所定之發行及轉換辦法請求轉換，此處所稱一定期間（凍結期間）不得少於 1 個月，並應由發行人於轉換辦法中訂定之。因此，海外可轉換公司債之債券持有人，自發行日後至少須 1 個月以上之時間，不能行使轉換權而將其轉換為現股，並且在我國證券市場出售。

#### 第二目 轉換辦法

依照海外募發準則第 23 條第 3 項規定，海外可轉換公司債轉換之相關事項除適用國際間之慣例外，並準用募發準則之相關規定。而在持有人請求轉換流程之規範，依照準用募發準則第 34 條規定：「轉換公司債持有人請求轉換者，除本會另有規定外，應填具轉換請求書，並檢同債券或登載債券之存摺，向發行人或其代理機構提出，於送達時生轉換之效力；發行人或其代理機構於受理轉換之請求後，其以已發行股票轉換者，應於次一營業日交付股票，其以發行新股轉換者，除應登載於股東名簿外，並應於 5 個營業日內發給新股或債券換股權利

---

<sup>29</sup> 本規定可謂為「聯電條款」，聯電在 2005 年 9 月 23 日時，先前財務預測報告未符合美國證管會之規定，是以接到美國證管會來函詢問財報編列意見，聯電調整財報後，帳上盈餘少了一百億元。當時聯電並未向金管會通報，也沒有知會證交所，直到 12 月 14 日才在台灣發佈重大訊息，金管會甚至是看到外電報導才知悉上情。事後，金管會在「發行人募集與發行海外有價證券處理準則」修正案中，通過新增發行人海外案件資訊的揭露，必須兩地同步，以保護國內投資人的權益。經濟日報，聯電條款，2006 年 2 月 17 日，A1 版。

<sup>30</sup> 承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則第 4 條之 2 規定，所謂「暫停過戶期間」，指自發行公司向證交所或櫃檯中心洽辦無償配股停止過戶除權公告、現金股息停止過戶除息公告日或現金增資認股停止過戶除權公告日至少前 3 個營業日起，至權利分派基準日止，不得請求轉換。

證書。上市、上櫃或興櫃股票公司依前項所發給之股票或債券換股權利證書，自向股東交付之日起上市或在證券商營業處所買賣。發行人依第 1 項以發行新股交付者，應於當季結束後 15 日內公告前一季新增發行之股票數額。依第 1 項發行新股者，公司法第 162 條第 1 項第 2 款規定發行新股變更登記之年、月、日，得以本會通知生效之年、月、日代之；發行人並應於新股發行後，檢附原發行轉換公司債本會之同意函，每季至少向公司登記之主管機關申請資本額變更登記 1 次。發行人依第 1 項發行債券換股權利證書者，應於每年營業年度結束日前，檢附原發行轉換公司債本會之同意函，向公司登記之主管機關申請資本額變更登記，並換發新股。」

### 第三目 轉換價格

依準用募發準則第 37 條規定，對轉換價格解釋以及公告時點，均加以說明，規定如下：「發行轉換公司債時之轉換價格，發行人應於該轉換公司債銷售前公告之。前項所稱轉換價格，係指轉換公司債轉換為每股股票所需轉換公司債之票面金額。」

另依自律規則第 26 條，並就轉換基準及轉換價格下限加以限制，該條文之內容為「承銷商輔導發行公司申報發行海外可轉換公司債，向金管會申報案件時，用以計算暫定轉換價格之基準價格，應以向金管會申報日前 1、3、5 個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數為準，且暫定轉換價格之訂定應高於基準價格；其實際發行時，用以計算轉換價格之基準價格，應以訂價當日及其前 1、3、5 個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數為準；且轉換價格之訂定應高於基準價格。轉換價格再調整之下限以發行時轉換價格之八成為限。承銷商並應輔導發行公司於實際發行金額確認後，於公開資訊觀測站中公告實際發行計畫，並更新公開說明書之相關內容。」

### 第四目 發行條件

在自律規則第 4 條之 5、第 4 條之 8 及第 27 條，說明承銷商輔導發行公司申請發行海外轉換公司債，其相關發行條件、發行及轉換辦法約定事項之相關義務，即應遵循國外市場慣例及當地國之相關法令規定。並且承銷商應就發行年期、發行價格、贖回時點、轉換溢價率、收益率、賣回時點、擔保狀況、分券狀況等因素，綜合評估其發行條件訂定之合理性，而於公開說明書中載明，更應充分揭露當次發行有價證券之發行條件及該發行條件對股權稀釋、股東權益之影響。

## 第二項 發行當地國之法律規範

我國公司發行海外可轉換公司債時，不僅應遵循我國相關之法律規範，亦應符合發行當地國之證券法令，方得以在行當地國家掛牌發行。以下茲舉數個不同國家或地區以及證券交易所簡單說明：

### 第一款 美國法律規範及其證券交易所規定簡述

#### 第一目 公開發行

我國公司在美國公開發行有價證券，大多係發行存託憑證，公司債尚無先例<sup>31</sup>，但如欲在美國公開發行海外可轉換公司債，如未符合其他豁免規定，仍應依照美國《一九三三年證券法》Section 5 之規定<sup>32</sup>，其發行與出售應向美國證券管理委員會(Securities and Exchange Commission, S.E.C.)申報註冊聲明書為之。我國公司依照《一九三四年證券交易法》Rule 3b-4 規定，是為外國私人發行人(Foreign Private Issuer 簡稱FPI)<sup>33</sup>，依美國《一九三三年證券法》說明書應以表格Form F-1 或 Form F-3 予以註冊登記，前者係外國發行人於美國首次公開發行(Initial Public Offerings, 或IPO)，後者則是符合一定條件<sup>34</sup>之二次公開發行(Secondary Public Offerings)，Form F-1 所要求之揭露包括公開說明書所要求之揭露以及公開說明書所不要求之揭露等兩部分；Form F-3 相較於 Form F-1 則是較簡要之註冊聲明。公開說明書所要求之揭露係規定於《一九三三年證券法》Section 10 的 Schedule A<sup>35</sup> 以外，尚須依美國《一九三四年證券交易法》Form 20-F 規定編製年報時標準而為揭露；且為強化公司治理之內控機制以及外控機制，美國於 2002 年通過《沙賓法》(The Sarbanes-Oxley Act of 2002)，其部分內容如 Section 301 條關於公開發行公司審計委員會之規定，係用以修訂原美國《一九三四年證券交交法》之內容，另外同法 Section 302 則是有關財務報表之企業責任，對於在美國上市之外國企業影響較大，以及 Section 404 管理階層有關內部控制之評估<sup>36</sup>。

#### 第二目 私下招募

<sup>31</sup> 吳東憲，前揭註 3，頁 16。

<sup>32</sup> 15USC §77e.

<sup>33</sup> 17 C.F.R. §§230.405( Rule 405 under the 1933 Act) ; 240 . 3b-4 ( Rule 3b-4 under the 1934 Act ) : 外國私人發行人指除外國政府以外之外國發行人，但符合下列條件者不在此限：1、超過百分之五十之在外流通有表決權股份直接或間接為美國居民所持有且經記載。2、並符合下列任何條件之一：i.過半數之經理人或董事為美國公民或居民；ii.發行人超過百分之五十之資產係位於美國境內；或 iii.發行人之業務主要在美國境內進行。

<sup>34</sup> Form F-3表格使用前提：1、依照1934年證券交易法報備定期報告至少已達12個月；2、全球範圍內的普通股流通量至少達到7500萬美元；3、始終堅持及時進行定期報備。Shearman & Sterling，Legal and regulatory aspects of public offerings of securities in the United States，<http://www.shearman.com/files/Publication/>，最後瀏覽日，2010年7月20日。

<sup>35</sup> 15 USC § 77j.

<sup>36</sup> 吳東憲，前揭註 3，頁 24。

美國證券管理委員會就私募之規範依照《一九三三年證券法》分別制定 Rule 144 及 Rule 506 闡述私下募集之要件，而後為提高私募市場之流通性，依照《一九三三年證券法》以 Rule 144A 就其資訊揭露規定加以改變，相對於公開發行，Rule 144A 提供了發行人進入美國市場較低成本之管道。依美國《一九三三年證券法》Section 4(2) 規定，發行人無關公開發行之交易，不適用同法 Section 5 禁止未經註冊證券出售之規定<sup>37</sup>，Section 4(2) 之具體規定 Rule 144A 即構成 Section 5 之安全港 (Safe Harbor)，使非發行人及發行人之關係人得以向合格機構購買人 (Qualified Institutional Buyer) 要約或出售證券，而無須依照 Section 5 規定並交付說明書。不過，美國《一九三四年證券交易法》Rule 10b-5<sup>38</sup>明定：「任何人不得直接或間接利用州際商務工具或郵件或全國性證券交易所設備，在買賣之過程中，為下列行為：(1)使用任何方法、計畫或計謀從事欺詐行為；(2)對重要事實為不實陳述，或省略某些重要事實之陳述，以致在當時實際情形下產生引人誤導之效果；(3)從事任何行為、業務或商務活動而對他人產生欺詐或欺騙之情事者。」以及向來實務上之慣例<sup>39</sup>，Rule 144A 之發行說明書，仍以 Form F-1 以及 Form 20-F 之規定為主要藍本。

### 第三目 美國證券交易所規範

#### 一、紐約證券交易所：

紐約證券交易所《上市公司手冊》Section 103.01 對外國公司 (FPI) 申請上市與對國內發行人就審查股權分散與規模以及財務標準方式為相同，惟其訂有不同之量化標準，外國私人發行人僅需符合其中之一標準即可，就我國公司而言，仍以全球標準較易滿足，茲比較如下：

表2：紐約交易所上市應符合之標準<sup>40</sup>：

---

<sup>37</sup> 15 USC § 77d (2) .

<sup>38</sup> 美國一九三四年證券交易法 Rule 10b-5 之規定，原文如下：It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (1)To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (2)To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of circumstances under which they were made, not misleading, or (3)To engage in any act, practice or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.

<sup>39</sup> John C. Cocchiarella and Robert S. Risoleo, Private Placements, Resales and Rule 144A and Regulation S Offerings, Corporate Law and Practice Course Handbook Series, PLI Order No. 10852, at 197-204 (2007).參閱吳東憲，前揭註 3，頁 28。

<sup>40</sup> <http://www.nyse.com/regulation/nyse/1147474807398.html>，最後瀏覽日，2010年7月20日；武永生等，海外企業第一、二上市櫃證券承銷商之法律風險研究，中華民國證券商業同業公會委託專題研究，2009年，頁65-66。

標準	條件	外國發行人(全球)	美國境內
股權分散	持有 100 股以上之股東人數	5000 人	適用下列之一： 1、美國股東2000 人 2、股東2200 人且每月交易量達10萬股（最近6個月內） 3、股東500 人且每月交易量達100 萬股（最近12個月內）
	在外流通股數	250 萬股	110 萬股
	公眾持有之市值	1 億	6000 萬
	IPO, 股權割讓&分割上市	無	
	所有其他掛牌	無	1 億
財務標準	獲利		
	最近 3 年累積稅前盈餘	1 億	1000 萬
	最近 2 年任一年之稅前盈餘	2500 萬	2000 萬（3 年必須全為正數）
	估值/營收測試標準 符合 A 或 B 其中之一		
	<b>A.以現金流量衡量的估值</b>		
	全球市值	5 億	5 億
	營收（最近 12 個月）	1 億	1 億
	累積現金流量（過去3年）	1 億	2500 萬（3 年必須全為正數）
	最近 2 年之任一年最低現金流量	2500 萬	無
	<b>B. 淨值測試</b>		
	全球市值	7.5 億	7.5 億
	營收（最近一個會計年度）	7500 萬	7500 萬
	關係企業 新申請掛牌主體之母公司或 關係企業已在本交易所掛牌		
	全球市值	5 億	5 億
	1、營運時間已至少一年以上 2、掛牌關係企業現仍存在 3、掛牌關係企業現對申請主體仍具控制權	是 是 是	是 是 是

資料來源：紐約證券交易所、中華民國證券商業同業公會

除了上表所規定之要求，依照紐約證券交易所《上市公司手冊》Section 303.00，亦對公司治理要求，外國發行人得優先適用所屬國之法律，但須揭露所屬國之規定與紐約證券交易所之差異。

## 二、NASDAQ 證券交易所

NASDAQ 對國內外發行人之上市審查標準並無重大差異，惟就公司治理及財務報告等事項，外國發行人得優先適用所屬國之法律，僅應揭露所屬國之規定與NASDAQ 之差異，與紐約證券交易所規定相若，依上市審查標準嚴格程度區分為：1、NASDAQ 全球精選市場(NASDAQ Global Select Market)，該板塊採用了全球最嚴密的財務審查體系；2、NASDAQ 全球市場(NASDAQ Global Market)，當中包括於納斯達克市場中比較大的其證券成交比較活躍的公司；3、NASDAQ 資本市場(NASDAQ Capital Market)，當中包括許多正在迅速發展的公司等三個板塊。不僅如此，亦在三個板塊就首次上市，以及持續上市規定不同之上市要求，本文限於篇幅有限，僅就 NASDAQ 全球市場首次上市要求簡單介紹：

表3：NASDAQ全球市場首次上市要求<sup>41</sup>：

要件	標準一 市場規則： 5405(a) and 5405(b)(1)	標準二 市場規則： 5405(a) and 5405(b)(2)	標準三 市場規則： 5405(a) and 5405(b)(3)	標準四 市場規則： 5405(a) and 5405(b)(4)
股東權益	0.15億美元	0.3億美元	無	無
上市證券市值	無	無	0.75億美元	無
總資產 或總收益最近 三個會計年度 內的兩個會計 年度)	無	無	無	0.75億美元 或0.75億美元
持續經營的稅 前收入(最近 三個會計年度 內的兩個會計 年度)	0.01億美元	無	無	無

<sup>41</sup> [http://www.nasdaq.com/about/nasdaq\\_listing\\_req\\_fees.pdf](http://www.nasdaq.com/about/nasdaq_listing_req_fees.pdf)，最後瀏覽日，2010年7月20日；武永生等，前揭註40，頁67。

公眾持股數量	0.011 億股	0.011 億股	0.011 億股	0.011 億股
公眾持股市值	0.08億美元	0.18億美元	0.2億美元	0.2億美元
最低買價	4美元	4美元	4美元	4美元
股東(整數股股東)	400人	400人	400人	400人
造市商	3名	3名	4名	4名
經營史	無	2年	無	無
公司治理	是	是	是	是

資料來源：NASDAQ 證券交易所、中華民國證券商業同業公會

## 第二款 其他國家法律規範及證券交易所規定

### 第一目 法律規範

理論上，我國公司發行海外可轉換公司債，不僅在國內須經申報並生效，在海外發行當地亦須符合該地區之法律規定，換言之，即是依發行公司所選擇發行地點而適用不同地區之法律規範。但是當前實務上在進入不同國家時，所遵循之依據仍以 Regulation S 之相關規定為準，有疑問者在於我國公司發行海外可轉換公司債，發行主體為我國公司，如投資人非美國人且非在美國國內發行，美國法律實無置喙之餘地，而應適用發行當地之法律規範。但一方面辦理證券發行之承銷銀行多為美國之投資銀行或美國投資銀行之關係企業，二方面國際上之投資人對於美國之證券法規較為熟悉，使得實務上即使在美國以外之其他國家發行債券，卻仍以美國 Regulation S 之相關規定為準。而 Regulation S 係美國證券管理委員會依《一九三三年證券法》Section 5 所頒佈，目的在於規範海外發行之有價證券，就該有價證券進入美國國內之可能性以及美國投資人所能獲得之資訊分別做三種不同之安全港規範，而我國發行公司在美國以外地區所發行之海外可轉換公司債，因係無「實質美國市場利益」(Substantial U.S. Market Interest)<sup>42</sup>之權益證券，適用第一級安全港而並無《一九三三年證券法》Section 5 之限制，但實務上皆採

<sup>42</sup> 實質美國市場利益係指，1、在權益證券部分，美國市場(包括交易所與店頭市場)為該種證券在發行人之前一會計年度的最大交易市場，或在前一會計年度中，該種證券 20 % 以上之交易在美國進行，同時在其他任一外國市場所進行之交易不足 55 %，原文如下：Substantial U.S. market interest. (1) "Substantial U.S. market interest" with respect to a class of an issuer's equity securities means:(i) The securities exchanges and inter-dealer quotation systems in the United States in the aggregate constituted the single largest market for such class of securities in the shorter of the issuer's prior fiscal year or the period since the issuer's incorporation; or (ii) 20 percent or more of all trading in such class of securities took place in, on or through the facilities of securities exchanges and inter-dealer quotation systems in the United States and less than 55 percent of such trading took place in, on or through the facilities of securities markets of a single foreign country in the shorter of the issuer's prior fiscal year or the period since the issuer's incorporation. 17 C.F.R. §230.902(j)(1)(1998).

取較為保守之作法，選用第二級安全港進行 Regulation S 之配售<sup>43</sup>，在 Regulation S 之發行說明書與本項第一款第二目 Rule 144A 所應採用之發行說明書基於相同之理由，亦是以 Form F-1 以及 Form 20-F 為主要藍本。然則，我國公司雖因為承銷銀行多由美國投資銀行或在亞洲之分支機構進行承銷，且在辦理發行案之過程當中，該承銷商基於營運及聲譽考量一樣遵循美國之 Regulation S 之關於揭露與盡職調查之作業程序，但因為美國證交法無海外適用效力，無法主張美國聯邦證券法律之權利，是以前者關於揭露及調查之程序在深度及廣度肯定不如在直接美國公開發行、Rule 144A 所遵循之規範詳盡。

## 第二目 其他外國證券交易所規定

承上所述，我國公司發行海外可轉換公司債，除了因為承銷商以及國際上投資人之習慣而遵循美國 Regulation S 之相關規定外，尚須符合發行當地國家之證券法令，而我國發行海外可轉換公司債，過去多在倫敦以及盧森堡之證券交易所掛牌，而近年來亦有赴香港以及新加坡等地之證券交易所掛牌，因為倫敦證券交易所與盧森堡證券交易所規定相近，且近年較少赴倫敦證券交易所發行海外可轉換公司債，是以，本文僅就盧森堡、香港以及新加坡三地之證券交易所簡單介紹。

### 一、盧森堡證券交易所

首先，就證券之公開說明書而言，歐盟 2003年公布之《公開說明書指令》(通稱為 Prospectus Directive)對於受管制之交易市場中之證券，就發行人發行採用方式，以其是否大量出售區分為零售發行 (retail offers) 以及躉售發行 (whole offers)，該兩種出售方式則有不同說明書之類型。而對應認購之相對人為一般大眾，以及專業投資人，是以可以區分為公開發行以及私募不同發行方式是用不同之公開說明書。其揭露之內容受 2007 年開始適用之《國際財務報告準則》拘束，零售發行之發行人其財務報告須符合《國際財務報告準則》之要求或是其本國相同之標準；躉售發行之發行人雖然無須製作符合《國際財務報告準則》要求之財務報告，但仍須揭露其使用之本國會計準則與《國際財務報告準則》要求之財務報告其間重要之差異。

由於《公開說明書指令》所規定之躉售發行，其證券之面額須為 5 萬歐元以上，且該證券為可轉換證券者，亦須視情況而揭露作為轉換標的權益證券之資訊。為使面額未滿 5 萬歐元之證券不受零售發行之資訊揭露規定拘束，以及《國際財務報告準則》之高標準要求，盧森堡證券交易所受管制市場以外，建立了不受《公開說明書指令》所拘束之 EuroMTF 市場(EuroMTF Market)，其上市說明書得依照歐盟 Regulation 809/2004 或盧森堡證券交易所《規則與管制附件》(Appendices to the Rules and regulations of the Luxembourg Stock Exchange)。而我國公司欲赴盧森堡證券交易所掛牌，通常依照 Regulation S 規定所編製之公開說明書即符合盧森堡證券交易所之規定。而盧森堡對於上市之要求，以股份或是債券加

<sup>43</sup> 中華映管股份有限公司於 2007 年 9 月所發行之海外可轉換公司債，即依照第二種類證券之規定辦理。中華映管股份有限公司海外可轉換公司債發行說明書，2007 年，頁 155。

以區分其適用之條件，而海外存託憑證係屬於股份範疇，可轉換公司債則屬於債券類，如欲在盧森堡證券交易所發行海外可轉換公司債，尚須符合其他條件，如下圖<sup>44</sup>：

表4：盧森堡證券交易所對海外可轉換公司債上市之要求：

	海外可轉換公司債
投資者之最低數量	無要求
公眾持股最低量	無要求
發行證券之最低市場價值	20萬歐元
轉售證券限制	相同種類債券得自由轉讓和互換
經營歷史	無要求
稅前收入	不適用
公司治理	不適用

資料來源：盧森堡證券交易所

## 二、香港證券交易所

香港之證券交易關於上市之規定，係由證券及期貨事務監察委員會(以下簡稱證監會)授權，交由香港聯合交易所(以下簡稱聯交所)負責審核，除了載明海外發行人與香港發行人一體適用之原則外，亦有附加規定須遵守。而以該發行人是在任何經聯交所認可之資本市場<sup>45</sup>上市且達一定數額者區分為「主要上市」及「第二上市」兩種類型。其中，主要上市係指該發行人尚未在任何經聯交所認可之資本市場上市且達一定數額者。依其定義，主要上市應即屬「第一上市」<sup>46</sup>。是以，我國公司得以發行海外可轉換公司債之資格已經限於上市、上櫃以及興櫃公司，但我國證券交易所並非香港聯交所認可之資本市場，除非藉由修改發行人的組織文件（如：公司章程或相關細則）而達到應有的水準<sup>47</sup>，經過交易所批准之情形以外，仍應依照第一上市之規定辦理上市。而香港聯交所在主版以外尚有創業版，目的在於為有發展潛質企業提供一個籌資的管道，相較於主版要求較低，但並非設計為在主版上市的預備市場，另外國際間具成長潛力的公司也可透過創業板上市，不以香港當地企業為限。

表5：香港聯交所主版、創業版之要求<sup>48</sup>：

<sup>44</sup> [http://www.bourse.lu/contenu/docs/commun/publication/Listing\\_BDL\\_PwC\\_2010.pdf](http://www.bourse.lu/contenu/docs/commun/publication/Listing_BDL_PwC_2010.pdf)，最後瀏覽日，2010年7月20日。

<sup>45</sup> 香港聯合交易所，獲接納的海外司法地區列表，參 [http://www.hkex.com.hk/chi/rulesreg/listrules/listsptop/listoc/list\\_of\\_aoj\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/chi/rulesreg/listrules/listsptop/listoc/list_of_aoj_c.htm)，最後瀏覽日，2010年7月20日。

<sup>46</sup> 武永生等，前揭註40，頁97。

<sup>47</sup> 香港聯合交易所上市規則§36.03(1)附註。

<sup>48</sup> [http://www.pwchk.com/webmedia/doc/633947560636724964\\_goingpublic\\_guide\\_hkgem\\_2009\\_chi.pdf](http://www.pwchk.com/webmedia/doc/633947560636724964_goingpublic_guide_hkgem_2009_chi.pdf)，[http://www.pwchk.com/webmedia/doc/633947561067503457\\_goingpublic\\_guide\\_hkmb\\_2009\\_chi.pdf](http://www.pwchk.com/webmedia/doc/633947561067503457_goingpublic_guide_hkmb_2009_chi.pdf)，[http://www.hkex.com.hk/chi/rulesreg/listrules/rulesandguidelines\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/chi/rulesreg/listrules/rulesandguidelines_c.htm)，最後瀏覽日，2010年7月20日；武永生等，前揭註40，頁97。

比較項目	主板	創業板
雙重上市	允許雙重上市，就第一及第二上市設不同的要求。	允許雙重上市，但不設第二上市。
財務要求	新申請人必須符合以下三項財務準則的其中一項：盈利測試、市值/收入測試、市值/收入/現金流量測試。	上市時至少達 1 億港元；經營業務有淨現金流入，於前兩個財政年度合計至少達 2,000 萬港元
業績紀錄	原則上，須至少有 3 年業績紀錄。	原則上，須至少有 2 年業績紀錄。
管理階層	管理層在最近 3 個財政年度維持不變；及最近一個經審核的財政年度內擁有權和控制權維持不變。	管理層在最近 2 個財政年度維持不變；及最近一個完整的財政年度內擁有權和控制權維持不變。
股東人數	至少 300 名股東（如果符合盈利測試或市值/收入/現金流量測試）或 1,000 名股東（如果符合市值/收入試）。	上市時必須至少有 100 名公眾股東。
保薦人的委任	新申請人必須委任一名保薦人以協助其處理上市申請。	新申請人及其董事必須協助保薦人履行職責。
合規顧問的委任	上市發行人須委任一名合規顧問，任期由發行人上市之日起，至其公布上市後首個完整財政年度的財務業績時為止。	上市發行人必須委任一名合規顧問，任期由發行人上市之日起，至其公布上市後第二個完整財政年度的財政業績之日止。
獨立董事	委任至少三名獨立非執行董事，其中至少一名必須具備適當專業資格或有會計或相關財務管理經驗。	
會計師及審核委員會	均須委任一名資格會計師，以及成立審核委員會（其成員必須全部是非執行董事）。	
最低公眾持股量	公眾不論何時至少持有發行人已發行股本總額的25%，其市值不得少於5,000萬港元。	公眾不論何時至少持有發行人已發行股本總額的25%，其市值不得少於3,000 萬港元。
	就上市時的預期市值超過 100 億港元的發行人而言，聯交所可接受15%至25%之間的較低百分比。	
財務報告	公司股東大會召開日期至少 21 天前，及有關財政年度結束後4個月發布公司年報，另須就每個財政年度的前6個月	財政年度結束後 3 個月內發布公司年報，並於有關期間結束後45 天內發布半年報及季報。

資料來源：香港聯合交易所、中華民國證券商業同業公會

以上為就香港上市之要求之介紹，然則我國公司赴香港行海外可轉換公司債，首先須符合海外發行人發行債券之規定，亦應符合可轉換債券以及債券之相關規定。以下簡單加以介紹，1、上市資格部分，在符合香港發行人應具備之上市資格外，尚須有公眾利益之要求以及該發行人註冊地對股東保障程度，否則香港聯交所得以拒絕該證券上市，為衡諸促進交易市場發展，如前述，得在修改公司組織文件或上市協議確定得以提供股東相當於香港水平之保障，經聯交所審查後，由聯交所批准上市。在財務報告方面，獨立會計師出具之報告，相關帳目應依類似香港所訂之準則加以審計，否則原則上不被接受，且若發行人之財報非依「香港財務匯報準則」或「國際會計準則」(IFRS)加以編製，則須以交易所接納之會計準則編製，並註明所採用之準則與「香港財務匯報準則」或「國際會計準則」任一準則之間的重大差異，以及讓差異所產生的財務影響<sup>49</sup>。又依照香港聯交所上市規則規定，因為海外發行人註冊地與香港有法令上之差異，是以賦予聯交所得以因地制宜就個案為裁量權<sup>50</sup>，如交易所可於任何時候要求發行人揭露其認為適當的資料，亦可參酌發行人註冊地管制的標準、監管的性質和範圍，以及該發行人是否在被交易所承認、受適當管制並正常運作之公開市場取得上市地位、是否依據香港所接納之準則經營業務及揭露資料等因素，允許發行人省略適當資料<sup>51</sup>。又上市文件中，須載明其組織設立文件內所有對股東權益有影響以及與董事權力相關條文的摘要，並且海外發行人在上市文件或財務帳目內提供的資料，均不得少於其註冊地規定須提供之資料<sup>52</sup>。

因為上市時，可轉換公司債如非私人性質，則關係大眾之權利，香港聯交所則另外規定「可轉換債務證券」之規定，加以管理。依其規定，發行前須得聯交所之批准，如果係可轉換成股票或是存託憑證之可轉換公司債，則該轉換後之證券亦須為聯交所之上市證券或聯交所承認之公開證券市場上市、買賣之證券，我國公司之資格如前所述，因非為聯交所承認之公開證券市場，僅得經由聯交所就我國發行人提供之資料評估於該發行公司之股票於我國證券市場上之價值，而獲得聯交所之批准<sup>53</sup>，而發行後如發行條件有所變更，須經聯交所批准<sup>54</sup>。

如係採私募方式，香港聯交所在「選擇性銷售之證券」部分加以規定，不適用上市規定之拘束，亦不受有關海外發行人規定拘束，但仍應遵循可轉換證券之規定，雖條文排除一般證券之規定，然而「選擇性銷售之證券」之規定<sup>55</sup>仍與其他一般證券規定差異不大，是以概略說明如下：1、其對轉售並無限制，須能自

<sup>49</sup> 香港聯合交易所上市規則§36.12-§36.16。

<sup>50</sup> 香港聯合交易所上市規則§36 以下。

<sup>51</sup> 香港聯合交易所上市規則§36.07。

<sup>52</sup> 香港聯合交易所上市規則§36.19。

<sup>53</sup> 香港聯合交易所上市規則§28.03。

<sup>54</sup> 香港聯合交易所上市規則§28.05。

<sup>55</sup> 香港聯合交易所上市規則§37 以下。

由轉讓<sup>56</sup>。2、私募證券於揭露資訊之相關規定，會計師所編製之財務報告，其中上市文件刊發前兩年每年的損益賬，最近資產負債表，並有權向發行人和向擔保人查詢有否採用國際認可的會計準則及獨立會計師在其執業國家內的會計專業地位；而報告會計準則編製採用非屬《香港財務匯報準則》或《國際財務匯報準則》時，由聯交會就財務報告內揭露其所據準則與上述兩準則其一之重大差異，加以考量是否為批准。海外發行人在上市文件或賬目內提供的資料，應不少於海外發行人註冊或成立地方規定須予提供者<sup>57</sup>。

### 三、新加坡證券交易所

新加坡之證券交易所，其對海外公司至新加坡上市，以公司營運情況區分為三種標準，因應海外公司赴新加坡籌資之便利。但在債券方面，新加坡證券交易所針對海外發行人至新加坡發行債券則有特別之規定<sup>58</sup>，在資格上須符合其中之一：1、跨國機構。2、外國政府擔保發行。3、在新加坡證券交易所「股本證券」，上市者，符合(1)、過去3年累計綜合稅750萬新元，每年的稅前利潤均超過100萬新元，或過去最近一年或二年的累計稅前利潤超過1000萬新元，以及上市資本額依照發行價和招股結束後之實收資本額計算之市值至少為8000萬新元等其中之一。4、未在新加坡上市者，(1)過去3年之累計稅前利潤超過5000萬新元，或(2)過去3年中任何一年的累計稅前利潤超過2000萬新元，以及(3)、綜合有形資產超過5000萬新元。5、由前具備4項資格之公司擔保之海外發行人。

依照上述之資格限制，我國公司如無在新加坡就發行股票上市，僅得以第4、第5之資格於新加坡上市。發行債券並須有一投資級別及以上之信貸評級。在對於新加坡當地之人為發行我國可轉換公司債，發行證券中80%則須由新加坡《證券及期貨法》認定之成熟有經驗之投資人或是機構投資者認購，如不符合此一要件，仍得以發行，但關係其適用之財務匯報準則標準，換言之，就是否發行證券中80%由具經驗之投資人或是機構投資者認購，區別出其資訊揭露之程度<sup>59</sup>，因為符合該條件，僅要求在公開說明書揭露該種類投資人對於該公開說明書所能獲得之一般期待，通常依照美國 Regulation S 所為之揭露即可滿足；如不符合該要求，則須依照《新加坡財務報告準則》、《國際報告準則》或《美國一般公認會計準則》編製或調整其財務報告。另外，該海外發行人均須在當地指定一支付代理人，以確保認購人權益不受損。

另外就上述較受我國公司於發行海外可轉換公司債時青睞證券交易所加以比較：

<sup>56</sup> 香港聯合交易所上市規則§37.13(2)。

<sup>57</sup> 香港聯合交易所上市規則§37.30(2)。

<sup>58</sup> Rule 304, Listing Manual, Singapore Exchange Securities Trading Limited.

[http://info.sgx.com/SGXRuleb.nsf/VwCPForm\\_LISTING\\_MANUAL\\_Download/Chapter%203%20-%20Debt%20Securities%20-%20%28071203%29.pdf/\\$File/Chapter%203%20-%20Debt%20Securities%20-%20%28071203%29.pdf](http://info.sgx.com/SGXRuleb.nsf/VwCPForm_LISTING_MANUAL_Download/Chapter%203%20-%20Debt%20Securities%20-%20%28071203%29.pdf/$File/Chapter%203%20-%20Debt%20Securities%20-%20%28071203%29.pdf)，最後瀏覽日，2010年7月5日；武永生等，前揭註40，頁114-118。

<sup>59</sup> Rule 314, Listing Manual, Singapore Exchange Securities Trading Limited.；康榮寶等，我國企業赴海外募集資金案件之發行條件及其發行價格合理性之研究，中華民國證券商業同會工會委託研究，2004年，頁30。

表 6：盧森堡、香港、新加坡三地交易所比較<sup>60</sup>：

	盧森堡交易所	香港交易所	新加坡交易所
特點	1、審核簡便 2、掛牌費用較低 3、約90%以上台灣的海外籌資案件在此掛牌。	1、資訊揭露最嚴苛 2、掛牌費用較高	掛牌條件最嚴苛如： 1、債券需有投資等級及以上的評等。 2、債券部分，80%以上發行額度需安排由具專業投資經驗或機構投資人購。
會計準則應用	國際會計準則標準編製	香港財務匯報準則、國際會計準則標準編製，或得批准之發行人註冊地標準(需揭露與上述2種準則之差異)	除非80%以上發行額度需安排由具專業投資經驗或機構投資人認購，否則須依新加坡財務報告準則、國際報告準則、美國一般公認會計準則等其中之一標準。

資料來源：中華民國證券商業同業公會

由上圖之情形得以了解到，因為盧森堡建立了不受歐盟之《公開說明書指令》拘束之EuroMTF 市場，其資訊揭露程度以及掛牌條件對於發行公司而言，相較其他兩個證券交易所更有優勢；但如我國發行公司採私募發行方式，在新加坡證券交易所，除須取得投資等級及以上之評等外，資訊揭露僅依照 Regulation S 辦理即可，如此之條件亦成為吸引我國發行公司赴該地發行海外可轉換公司債之動機，是以，除了盧森堡以外，新加坡近年已成為我國發行海外可轉換公司債公司之另一選擇。

### 第三項 實務操作程序

我國公司發行海外可轉換公司債程序大致如下<sup>61</sup>，惟除依法令之部分，其他部分可能因為個案性質不同，而會有部分出入，具體程序仍應依實際狀況而定。

表 7：我國公司發行海外可轉換公司債程序：

	工作項目	主導者
--	------	-----

<sup>60</sup> 康榮寶等，同上註，頁 30。

<sup>61</sup> 廖大穎等，企業籌資法務與個案分析，2008 年，頁 227；蔡振宏，有價證券證券籌資法制之個案研究—從財務分析角度觀察，中興大學科技法律研究所碩士論文，2008 年，頁 50；康榮寶等，前揭註 59，頁 27-28。

1	發行環境掌握與評估	發行公司
2	發行公司董事會(或須股東會)決議發行	發行公司
3	選定主辦承銷商及國內、外律師以及會計師等並討論工作計畫(包含承銷商評估報告,募集海外可轉換公司債申報書以及發行辦法)	發行公司, 國外主辦承銷商
4	起始會議並進行實地審查	國內外律師、會計師
5	準備公開說明書、主要法律文件	國內外律師、會計師
6	向中央銀行申請同意函, 並取得中央銀行同意函	國內主辦承銷商
7	向金管會申報發行海外可轉換公司債案, 而後取得金管會申報生效公函	國內主辦承銷商
8	向海外交易所申請掛牌, 並取得海外交易所同意	海外上市代理人
9	展開海外巡迴說明會	國外主辦承銷商
10	定價及分配	國外主辦承銷商
11	於公開資訊觀測站申報公告定價資訊	發行公司
12	印製最終版之公開說明書	發行公司
13	交割並結案	國外主辦承銷商
14	檢附相關文件, 向金管會申報	發行公司

資料來源：本文整理

依照表 7 發行海外可轉換公司債程序以及發行情序之參與者，在以下加以說明：

### 第一款 發行環境掌握與評估

先行評估目前發行海外可轉換公司債環境，是決定發行海外有價證券與否之前提，其評估項目包括：一、公司欲籌資之金額。二、海外發行地市場之環境（如上市要求、銀行利率問題及市場之供需或當地之法令限制等）。三、匯率（如債券計值貨幣之強勢或弱勢）。四、公司之業績情況。五、公司之股價水準（例如在發行轉換公司債之情況）等，依公司具體情況所需，決定是否發行海外可轉換公司債，即是依據發行公司籌資目的之急迫性，另就選擇發行當時環境對海外可轉換公司債之利弊，綜合考量是否有助於公司經營上目的。

## 第二款 決議之通過

如係公開招募，依《公司法》第 246 條之規定，公司得以三分之二以上董事之出席及出席董事過半數之決議募集公司債。不過由於同法第 246 第 1 項但書之明文，董事會有須將募集公司債之原因並有關事項報告股東會之義務。然則海外可轉換公司債之特性具有請求轉換為股份之特性，如僅委由董事會決議而為之，顯非妥當，有學者主張同私募般應經股東會之決議方為妥適<sup>62</sup>；而發行對象如為特定之少數人，因涉及股東權益，故依照證交法第 43 條之 6 第 1 項規定，尚須經股東會特別決議為之。此時，就與承銷商之評估協商後之初步發行辦法、發行條件，向股東通知或是經由股東會決議。而因個案有所不同，是以程序上之順序會有所差異，但若採私募，股東會決議為應向主管機關申報時應檢附之文件，故股東會決議至遲應在向主管機關申報前為之。

## 第三款 主辦承銷商及其相關發行作業

此部份包括表 4 中，程序中第 3、第 4、第 5 之部分，是為承銷商與為其服務之律師、會計師之發行作業中之工作，且就其工作內容與代表發行公司之國內律師及會計師為協商。當公司經過審慎評估海外可轉換公司債之發行環境，並初步決定辦理發行後，即應慎選優良的主辦承銷商，該主辦承銷商則是整個發行作業的中心，其主要工作有 5 項，第一、在律師、會計師<sup>63</sup>之協助下進行實地查證（Due Diligence）。第二、擬定基本發行條件、日程、公開說明書(Prospectus；Offering Circular)及各種契約，並進行與發行人及承銷商集團成員之協商，海外可轉換公司債之發行，主要文件皆包括公開說明書及承銷契約，兩者分別由公司及承銷商之法律顧問負責草擬。債券合約及付款合約則由承銷商之法律顧問草擬。第三、籌組承銷集團<sup>64</sup>(Underwriting Syndicate)，包括主協辦及協辦承銷商(Co-Lead Manager and Manager)，並分配發行額度及各承銷團之成員。第四、進

---

<sup>62</sup> 王文宇，前揭註 2，頁 407。

<sup>63</sup> 律師、會計師代表承銷商進行實地查證，律師提供相關法律意見並草擬公開說明書、認購契約、信託契約等相關文件；會計師審計編製財務報表，復核公開說明書，出具 comfort Letter。康榮寶等，前揭註 59，頁 27-28。

<sup>64</sup> 包括承銷商團(Managers)、債券銷售集團(Selling Group)。所謂承銷商團，即在主辦承銷商以發行人之代理人身份與一群有意願承銷的金融機構簽訂承銷契約後，就成立了承銷商團；而債券銷售團是由數百個專業債券自營商(Dealers)所組成，負責將發行的債券銷售給投資人或自行認購。以上兩種成員加上主辦承銷商組成承銷集團(Underwriting Syndicate)，共同負責債券的發行與銷售。羅立德，論發行海外可轉換公司債資訊揭露不實之民事責任—從迅碟案談起，國立台北大學法學系碩士論文，2007 年，頁 19。

行市場行銷並舉辦海外巡迴說明會（Road Show）。第五、於債券發行後為付款及收款，並利用安定操作（Stabilization）<sup>65</sup>，穩定上市後的證券價格<sup>66、67</sup>。

如上所述，主辦承銷商對於發行海外可轉換公司債之公司而言，蓋因投資人未必熟悉發行公司之資力、債信與聲譽，是以主辦承銷商之聲譽即成為投資人考慮承購證券之重要因素，如承銷績效良好之承銷商亦有助於公司債之推銷。

另外，主辦承銷商亦可能主動促使公司考慮海外有價證券之發行，並協助公司做成財務規劃之分析以及海外發行可轉換公司債之評估等；亦即在前述階段「發行環境之掌握與評估」時，主辦承銷商即已參與公司內部程序之運作，或經委託由其協助為發行條件之擬定。在發行公司及主辦承銷商雙方對於資金籌措方式、發行之可能時間及發行初步條件取得協議後接受委託書後，發行公司即給予主辦承銷商委託書(Mandate)，主辦承銷商於即開始籌組承銷銀行團，惟實務上多至取得海外交易所同意後方開始組織承銷集團。此外，主辦承銷商亦協助發行人選定法律顧問、存託或受託機構等。

#### 第四款 取得中央銀行以及主管機關之同意函

依照海外募發準則第 6 條第 1 項規定，發行人募集與發行海外有價證券，應先取得中央銀行之同意函，再向金管會申報生效。依同條第 2 項，如同前述，應提出由國內承銷商協助發行公司發行海外可轉換公司債之評估報告。依照海外募發準則第 7 條第 1 項規定，於金管會收到申報書即日起屆滿 12 個營業日生效。此階段係關係發行公司之債信能力以及金融監督管理委員會對於評估報告內容實質之審查有無違法以及發行條件之擬定有無理由，是以有賴於國內承銷商之協助。

#### 第五款 海外發行作業之相關程序

在海外實地審查當地之情況後，需將公開說明書、財務報表等基本資料送交至欲掛牌之證券交易所進行審核，且得其同意後方得以在該證券交易所掛牌。此時，由海外主辦承銷商，如同前述，尚須協助發行公司於海外展開巡迴說明會，因為發行公司於海外知名度不高，而由海外承銷商於海外說明會中行銷海外可轉

<sup>65</sup> 大量的有價證券同時流入市場，有可能會造成證券過度供給之情形導致價格下跌，為避免該次募集無法順利完成，立法制度上容許以人為力量進入交易市場穩定股價。羅誌輝，護盤與市場操縱行為之研究，東海大學法律系碩士論文，2009 年，頁 67。

<sup>66</sup> 陳春山，債券國際發行之規範，基層金融，第 34 期，1997 年，頁 29-33。

<sup>67</sup> 謝劍平，現代投資銀行，智勝文化事業有限公司，2001 年，頁 108-113。

換公司債。發行公司與承銷銀行團在正式發行前，尚須就發行條件做最後之交涉與決定，即是定價；而因為發行海外可轉換公司債之數額固定，考量海外承銷商與認購人之意願以及財力，是以尚須就海外可轉換公司債對承銷商為分配。在發行條件決定後，發行人與主辦承銷商即完成公開說明書，並簽署承銷契約及其他法律文件。依照海外募發準則第 26 條之規定，須於發行訂價日起 2 日內，於公開資訊觀測站公告其發行條件相關內容以及對股東權益之主要影響。而於交割之前，亦須確定最終版之公開說明書，以符合發行國家資訊揭露規定。

## 第六款 交割

包括全球存託憑證與海外可轉換公司債一般由 Euroclear 及 Clearstream 兩大清算系統進行清算，該兩系統為兩大國際集中證券存託機構(International Central Securities Depository)。其原本之成立目的係為歐洲之國際市場參與者辦理以美元計價債券之交割。而後為便利國際市場之參與者交易證券，連結其他許多證券存託機構，使得國際集中證券存託機構於鉅額交易量時降低交易成本，更提供國際投資人利用國際集中證券存託機構之標準化簡易自動服務進行清算交割。該清算系統的會員只須以帳簿分錄即可進行清算與移轉兩會員個別持有之現金和證券。

依照海外募發準則第 27 條之規定，於發行海外可轉換公司債後 10 日內，應檢附依發行當地國家法令編製之公開說明書，以及該次發行海外可轉換公司債相關文件向金融監督管理委員會申報，並且，對於依當地法令須向當地主管機關提供或是應揭露之資料，應在發行公司提供或揭露 3 日內，向金融監督管理委員會申報，使主管機關得以即時了解該發行公司於海外發行可轉換公司債之資訊。

## 第三節 發行海外可轉換公司債優、缺點以及發展現狀

### 第一項 發行海外可轉換公司債優、缺點

海外可轉換公司債之發行，因其為發行公司之籌資工具，亦同時為投資人於證券市場上買賣之商品，是以本文以下分別從發行公司與投資人角度，說明海外可轉換公司債之優缺點<sup>68</sup>。

---

<sup>68</sup> 羅立德，前揭註 64，頁 14。劉宗勝等，前揭註 11，頁 36,51-54。

## 第一款 對發行公司而言

### 第一目 優點

一、公司融資管道增加：公司不能完全依靠銀行借款、現金增資來支應，必須要有多種籌資工具，以使公司的資金來源多元化、是以發行公司在銀行借款、現金增資發行新股、發行普通公司債外，尚可利用發行海外可轉換公司債為籌資管道，靈活公司財務調度，尤其對於新設、債信評等不佳，但未來前景看好之公司，發行海外可轉換公司債較能吸引投資人。

二、降低舉債的利息成本，改善資本結構：因海外可轉換公司債附有轉換股票的權利，較一般證券更容易吸引投資人(現今多數發行公司均是以零利率發行)，故能以較優惠的發行條件(如無擔保品或低票面利率)發行，發行公司可取得長期、穩定且低成本之資金，若發行之海外可轉換公司債具有轉換利益，債權人轉換持有普通股後，使得公司股本增加、負債減少，則財務結構改善，換言之，發行公司不僅可降低利息負擔，海外可轉換公司債持有人行使轉換權後，亦可降低償還本金，同時帳面上之負債部分將轉為股本，可降低負債比率，改善財務結構。

三、對股東股權稀釋較小：債權人行使轉換權時，轉換價格多為溢價計值，轉換價格遠高於現金增資發行新股之發行價格，蓋因現今增資行新股通常係低於時價，相較之下，海外可轉換公司債之發行對股權稀釋較小，且債權人購買海外可轉換公司債之動機不盡相同，進行轉換之時點也不一致，公司在發行時亦非立即釋出大量股票，故不易立即造成股價之波動及每股盈餘稀釋，故不會使股數突然驟增，造成公司股價的波動及本益比被稀釋的可能，有助公司股價的穩定。

四、提高國際知名度，進行策略聯盟：在發行過程透過承銷銀行團之評估、承銷、發行程序中，透過其所安排的巡迴說明會(Roadshow)，將自己的產品、業績、未來發展方向直接與當地的投資人溝通，而提高國際知名度可引介發行公司於國際資本市場，進而開拓海外業務市場；更可透過發行海外可轉換公司債引進外資股東或與外國公司進行策略聯盟，達到佈建海外市場及強化股東結構的目的。

### 第二目 缺點

一、發行海外可轉換公司債相對於國內發行可轉換公司債，其尚須負擔國外律師、巡迴說明會、印製英文公開說明書及債權人之利息所得稅 20%等支出，且發行後之後續服務、手續較繁，須每月及每季需向中央銀行及金管會申報資金運用情形或轉換情形，不定期辦理債券轉換為普通股與轉換價格的調整，且在某些

情形下，必須通知國外受託人並公告，發行公司相對要付出相當多的人力與物力。

二、因為海外可轉換公司債持有人轉換時點之不確定，其轉換時點無法掌握，故發行公司對於轉換為普通股之時機及數額無法預測，一切之債息、股利、長期資金計劃將無從訂定；又由於以外幣計價發行，海外可轉換公司債之轉換價格受匯率水準影響可能性增加，不僅造成公司財務結構管理困難度更甚，亦影響債權人決定是否轉換股票。由於以上因素，海外可轉換公司債轉換時機端視持有人之意願，如發行公司股價未盡理想，投資人將即無意願將債券轉換為股票，除非當初發行時設有強制轉換條款<sup>69</sup>，否則公司會有到期還本，只能與債權人協議延長償付期間，而發行公司則面臨再融資的問題。

三、依證交法第 28 條之 1 的規定，上市或上櫃公司，於現金增資發行新股時，必須提撥發行新股總額之 10% 對外公開發行；而海外可轉換公司債則全數在海外公開發行，除非控制股東在海外買進，否則將來海外可轉換公司債轉換成普通股後，影響公司經營控制權的程度較現金增資嚴重。

## 第二款 對投資人而言

### 第一目 優點

一、固定收益之保障：由於海外可轉換公司債性質，在公司股票價格不如投資人預期，其能得享有該債券上之票面利率及為保障債權人利益所設之賣回權，該賣回權即具有賣回收益率(Yield to Put)，使債券持有人得在特定時點下要求發行公司以債券面額加利息補償金，包括當期應付債券票面利息，對於可轉換公司債進行贖回；而於到期時，發行公司將會無條件以期初訂定的贖回價格贖回該債券。

二、資本利得獲利：因海外可轉換公司債為在海外發行，而得以轉換後成為在國內交易市場流通之股票，轉換公司債與股票兩者之間有連動性，即當標的股價上揚時，海外可轉換公司債價格將隨之上漲，此時投資人可選擇賣出海外可轉換公司債或轉換為現股賣出，以享有股價上揚所帶來之獲利。

---

<sup>69</sup> 中華民國證券商業同業公會承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則第 16 條：承銷商輔導發行公司或外國發行人申報發行國內轉換公司債，其發行及轉換辦法中如訂有發行公司或外國發行人得強制轉換或收回條款者，應限於有左列情況者方得適用：一、本次轉換公司債流通在外餘額低於原發行總額之百分之十者。二、發行公司或外國發行人普通股在集中交易市場或證券商營業處所之收盤價連續三十個營業日超過當時轉換價格達百分之三十者。

三、相較股票價格之波動性低：因海外可轉換公司債本為債券，當標的股股價下跌時，海外可轉換公司債價格因其發行條件中所設置之保護債權人利益之條款(如上述之賣回權)，將使其可預期之利益仍大於標的物股價，是以海外可轉換公司債之跌幅相對較低。

四、交易市場上為無風險套利：即是發行海外可轉換公司債後，因債券性質，如標的股股價下跌，其可選擇到期由公司贖回，而享有債券票面利率之保障。但如海外可轉換公司債價格比標的物股價低時(即折價)，投資人可同時於海外買入海外可轉換公司債並在國內放空轉換後之標的股，就兩種有價證券之價差，獲取套利的收益。

## 第二目 缺點

一、由於海外可轉換公司債價值之估算，牽涉公司債之市價與股票之市價，但並不等於兩者之合，如再加上為權衡公司、股東、債權人三方之利益，發行條件中往往擬定可贖回條款<sup>70</sup>、可賣回條款、轉換價格重設條款<sup>71</sup>，事實上已可算是當今世界上最複雜的產品了，所以價格不易估算，影響投資決策的正確性，當然也不易避險了。

二、利息短收的問題，投資者以轉換溢價購買轉換公司債，相較於標的股票，隱含普通股買進選擇權的價值，若股價大幅跌落或長久持續疲軟時，其於轉換時，將無法賺取資本利得。且海外可轉換公司債票面利率較於一般公司債為低，其屬於純粹債券之價值遠比債券面額低，故如無轉換之價值，持有這樣的轉換公司債，除非有投資人提前賣回權，否則將債券持有到期將短收利息收入。

## 第二項 我國發展現狀

我國於 1989 年起開始核准海外公司債之發行，第一件發行海外可轉換公司債是永豐餘紙業於 1989 年至倫敦交易所發行 1 億美元的海外可轉換公司債，因為其對企業之債信評等、主管機關審查態度，相較其他有價證券之發行均較為寬鬆，是以這一不同於傳統籌資管道之融資工具，在其籌資成本相對較低於向銀行借款或發行其他有價證券，況且企業亦因我國內部市場不大，轉而渴求國際市場

---

<sup>70</sup> 海外可轉換公司債發行公司在發行條件中，已擬定可發行公司可強制贖回轉換公司債的權利，其一為當可轉換公司債流通在外餘額過少時；其二係因發行公司股票市價持續上漲至某一程度時。廖大穎等，前揭註 61，頁 235。

<sup>71</sup> 海外可轉換公司債如到期未為轉換者，公司降低到其償還資金之壓力，轉換條件上通常會設計重置條款，使轉換價格於到期日前一段期間內調降下來，目的在於使債權人盡量行使轉換權。張世潔，境外發行實務及法律規範，證券暨期貨月刊第 24 卷第 5 期，2006 年，頁 32-33。

上資金加入之情況下，在短期間企業紛紛赴海外發行可轉換公司債，一路發展下來，於 2003 年達到最高峰，當年核准件數高達 123 件，金額也超過 106 億美元，然而在 2004 年一連串爆發所謂的「地雷股」，諸如博達、訊碟及皇統等弊案發生，造成廣大投資人之損失，是以主管機關對發行海外可轉換公司債之審查態度轉趨嚴格，近年來反而發行件數、金額逐年下降，情況可由下圖台灣公開發行公司辦理海外公司債經主管機關同意之金額與件數統計表了解。

表 8：2000 年到 2010 年公開發行公司海外公司債發行概況<sup>72</sup>：

年 度	海 外 公 司 債	
	核准件數	核准金額(億)美 元
2000	12	17.18
2001	21	28.22
2002	48	75.03
2003	123	106.27
2004	60	67.79
2005	13	22.03
2006	12	19.95
2007	3	3.70
2008	5	9.75
2009	4	2.75
2010	1	10.00
自 1998 年以來,所發行之海外公司債皆為可轉 換公司債		

資料來源：行政院金融監督管理委員會

由上表可以了解，近年來主管機關就海外可轉換公司債同意數量已經急遽下滑，然則就海外可轉換公司債制度而言，目的即在於方便企業籌資，無須具備良好之債信評等，較之海外存託憑證方式，其籌資更為靈活，審查標準方才較其他有價證券寬鬆，況且台灣現今企業當中多以電子工業為台灣經濟發展重心，而該類企業係為資本密集的高科技產業，需要長時間數額巨大資本投入，況且因為我國為淺碟型市場，內部市場並不大，對於海外資金幫助之渴望較高，在近幾年台灣交易市場隨著經濟發展停滯而活絡程度不如以往的情況下，尤其在連串爆發「地雷股」事件後，造成公司於國內籌資更是不易，企業赴海外籌集資金的可能

<sup>72</sup> 相關發行統計資料，請參行政院金融監督管理委員會 <http://dns1.sfb.gov.tw/important/9904/>，最後瀏覽日，2010 年 7 月 20 日。

性將會越來越高，發行海外可轉換公司債勢必在不久將來再度成為我國公司籌資的重要管道。

#### 第四節 發行海外可轉換公司債涉及之股東權益保護問題

發行海外可轉換公司債，誠然有利於公司為達成其營業範圍內目的之一種靈活的籌資方式，政府機關亦樂見國內公司赴海外籌資，以減輕國內公司營運之成本，亦提昇國際競爭力。而公司發行公司債籌集資金，本係企業自治之範圍，在並未對股東權益造成較大影響的前提下，依照公司法第 246 條規定應由公司之管理階層加以衡量及決定即可，然則考量公司債信能力、經營狀況等，為提高投資人購買之誘因，即產生了可轉換公司債與附認股權公司債，由於對於股東權益較一般公司債影響較大，是以為保護原有股東不因公司發行可轉換公司債，致使權益受損，應讓股東有參與之權利<sup>73</sup>。蓋因對於公司股東而言，最直接的即是在於債權人行使轉換權之後，對於原股東盈餘分派影響，又因為其有將來轉換成股份之可能性，具有「公司債股份化」之趨勢<sup>74</sup>，更遑論債權人若以不相當原股東取得公司股份之代價而取得可轉換公司債，並行使轉換權成為公司股東，將對原有股東不公平。故發行海外可轉換公司債此一籌資方式，雖有豐富企業籌資管道之可能，但亦有可能對於公司既有股東權益造成侵害，而如何在確保海外可轉換公司債籌資目的下，加強對公司既有股東權益之保護，實有加以探討之必要。以下先就發行海外可轉換公司債過程中，可能涉及的侵害股東權益部分，先簡單加以說明，詳細內容之分析，則將於以下各章深論。

##### 第一項 資訊揭露

在公司發行海外可轉換公司債，在授權資本制之制度下，於授權之資本額度內，乃公司經營階層為在業務範圍內得自由決定之事項，依法而由公司之董事會決定即可，但因為海外可轉換公司債，因為具有在行使轉換權後而成為公司股東之可能，是以應賦予股東有參與之機會，已如本節引言所述。在發行海外可轉換公司債時，股東得以參與之機會僅在股東會決議時，方得以表達意見，亦或者因為該海外可轉換公司債之發行係以公開招募方式，且其章程中未有就發行可轉換公司債列為應為股東會決議事項，而董事會僅須為報告說明，由上述可以了解，股東至少對公司就海外可轉換公司債之發行有知情權，若是對於公司利用該管道籌資而有不同意見，因發行公司限定於上市、上櫃或興櫃公司，該股東即得以在

---

<sup>73</sup> 王文宇，前揭註 2，頁 407。

<sup>74</sup> 王文宇，前揭註 2，頁 407。

交易市場上出售其股票，而免於因為海外可轉換公司債之債券持有人行使轉換權後，影響該發行公司股價之可能。然則，發行海外可轉換公司債時，關係公司股東權益最重要之部分即是發行條件，而在本章第 2 節第 3 項當中可以得知，其發行條件之訂定，係由國內承銷商輔導發行公司與海外承銷商或其代表之認購人加以協商擬定，可以得知，在發行海外可轉換公司債之程序當中，股東實無參與其中之機會，況且海外可轉換公司債之價值評估受種種因素影響<sup>75</sup>，發行公司之股東是否具備專業知識加以判斷對其是否有利<sup>76</sup>亦有疑問，而在發行之後對於該債券之現實狀況，亦應有讓公司股東了解之機會，對於債券持有人是否行使轉換權，以及該債券於外國交易市場上流通情形，均影響發行公司股東是否繼續持有該發行公司股票之意願，是以資訊揭露對於股東權益之影響，係貫穿整個海外可轉換公司債之發程序。

## 第二項 內線交易問題

由於海外發行有價證券，不僅有資訊揭露因於海外發行而不完備之疑慮，更是因為在其發行海外可轉換公司債時，公司管理階層利用該海外發行之資訊不對稱，而與承銷商就發行條件協商出相對有利於認購人之條件(例如折價發行，通常為誘使認購人就公司債認購，而就海外可轉換公司債價格扣除匯率之影響，定為低於國內交易市場上之股票價格)，而認購人即可能是為公司內部人之關係人，而認購人則在將債券轉換為股票之後，利用債券與股票價差而套取利潤，雖然實務上已因應「博達案」<sup>77</sup>等弊端之發生原因，修正特定人為認購之控管相關機制<sup>78</sup>，加強了發行人、國外承銷商之自律機制<sup>79</sup>，但是否能有效規避內線交易之發生，尚有疑問，而目前我國就內線交易禁止之法律規範<sup>80</sup>已公布實施多年有餘，但對

<sup>75</sup> 評估海外可轉換公司債價值的要素：1、市場利率 2、閉鎖期 3、轉換價格 4、轉換匯率 5 現金股利 6、市場價值 7、附帶權利。王慧文，金控公司發行海外可轉換公司債對公司價值之影響，國立中山大學財務管理學系碩士論文，2004 年，頁 6—7。

<sup>76</sup> 璨圓光電於 2010 年 6 月就私募發行海外可轉換公司債為股東會決議，初步協商之發行條件內容，為折價 5 成，閉鎖期為 3 年，目的在於因應公司長期發展所需引進策略性投資夥伴，並依證券交易法第 43 條之 6 第 6 項規定，揭露獨立專家對私募價格之訂價依據應尚屬合理之意見；而後之股東會決議結果，為折價 7 成，實際之發行價格授權董事會依發行當時之市場狀況訂定之，閉鎖期仍為 3 年，私募價格調高主要是由於金管會規定私募價格不得過低，璨圓是國內第一家為符合規定而率先調升私募價格的公司。經濟日報，璨圓私募 LGD 可能入股，參 <http://udn.com/NEWS/STOCK/STO3/5694484.shtml>，最後瀏覽日，2010 年 7 月 20 日。

<sup>77</sup> 自由電子報，博達案檢方查出葉素菲海外暗槓近 40 億，2006 年 1 月 12 日，參 <http://www.libertytimes.com.tw/2006/new/jan/12/today-fo5.htm>，最後瀏覽日，2010 年 7 月 20 日。

<sup>78</sup> 發行人募集與發行有價證券處理準則第 11 條、第 20 條、第 27 條、第 35 條。

<sup>79</sup> 發行人募集與發行有價證券處理準則第 4 條、第 12 條、第 14 條、第 22 條。

<sup>80</sup> 證券交易法第 157 條之 1：「下列各款之人，實際知悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券，自行或以他人名義買入或賣出：一、該公司之董事、監察人、經理人及依公司法第二十七條第一項規定受指定代表行使職務之自然人。二、持有該公司之股份超過百分之十之股東。三、基於職業或控制關係獲悉消息之人。四、喪失前三款

於以海外可轉換公司債為內線交易工具之情形，其不僅造成證券市場上投資者之損失，更可能使發行公司股東權益因此受損，是以我國現行規範能否有效對上述情形加以規範，亦為發行海外可轉換公司債股東權益保護重心。

### 第三項 公平脫離權適用之餘地

因為經濟發展迅速，公司成立之規模不斷擴大，使得股東人數眾多，並且公司股權分散，造成股東無法有效率的商議公司業務及財務經營方向，公司之決策權由公司所有者移轉至公司之經營者手中，由公司之經營者控制公司之財務與業務，造成「企業所有」與「企業經營」分離之現代公司經營之型態。在發行海外可轉換公司債之公司原本就限制僅上市公司、上櫃公司以及興櫃公司方得發行，是以投資人對於公司經營者於營運、財務方面有相當之信心與期待方可能成為該公司之股東，對於公司發行海外可轉換公司債造成之股價波動，甚至是股價異常下滑等情形，原本即是該股東於交易市場上投資應承受之風險，然則在於特殊情形時，不當之轉換條件的定價，造成海外與國內投資人相同時間取得股票應付出之代價不同，有失公平，或對原有股東權益受到影響等，或發生內線交易情事，使證券市場之公平性受到質疑或破壞，且因內線交易認定之不易，內線交易相反買賣之投資人未必能獲得賠償。另一方面，因可能發生上述有失公平而影響股東權益之情事，而造成市場股價下跌，股東可能無法於證券市場市場上以合理價格賣出股票停止損失，甚至根本賣不出股票，而有股東脫離權空洞化之可能，因此，立於股東權益保護之立場，是否應賦予其公平脫離之權利，藉以增加受損股東填補損害管道之可能，應是頗值得加以探討之議題。

### 第四項 小結

---

身分後，未滿六個月者。五、從前四款所列之人獲悉消息之人。前項各款所定之人，實際知悉發行股票公司有重大影響其支付本息能力之消息時，在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之非股權性質之公司債，自行或以他人名義賣出。違反第一項或前項規定者，對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。第一項第五款之人，對於前項損害賠償，應與第一項第一款至第四款提供消息之人，負連帶賠償責任。但第一項第一款至第四款提供消息之人有正當理由相信消息已公開者，不負賠償責任。第一項所稱有重大影響其股票價格之消息，指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，其具體內容對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息；其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。第二項所定有重大影響其支付本息能力之消息，其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。第二十二條之二第三項規定，於第一項第一款、第二款，準用之；其於身分喪失後未滿六個月者，亦同。第二十條第四項規定，於第三項從事相反買賣之人準用之。」

在上市、上櫃與興櫃公司等得以發行海外可轉換公司債之公司，越來越傾向為「企業所有」與「企業經營」分離之型態，使得企業籌資原屬於公司經營者所得以決定之事項，因為可轉換公司債法律性質，可能對股東權益造成重大影響情況下，應讓股東有參與之機會，以免侵害股東之權益，然則觀諸發行海外可轉換公司債過程當中，股東權益實有受到侵害之種種可能，本文在以下章節，即就上述可能侵害股東權益可能情況，在促進企業發展的前提下，對於股東權益之保護，探討是否有加強之可能性。

### 第三章 發行海外可轉換公司債時之資訊揭露規範

一般而言，有價證券既然在國外發行，對本國證券市場應不會發生影響，故立法上對我國公司至海外募資的規定一向比在國內募資的規定寬鬆許多(例如我國公司至海外發行海外可轉換公司債，依法只要依發行當地國之證券法令編製公開說明書，並向金管會申報及上傳至公開資訊觀測站即可，不用再依我國證交法第 30 條製作公開說明書，即為明證)。但海外發行條件之寬鬆，卻也因此形成證券管理上的漏洞。尤其海外可轉換公司債本身具有「回流」本國市場之特性，在除私募方式發行海外可轉換公司債時，依照證交法第 43 條之 8 第一項第 3 款須受 3 年閉鎖期限制以外，若以公開招募方式，海外可轉換公司債持有人自發行日起算至少 1 個月之凍結期間後，即可依發行及轉換辦法請求轉換為原股<sup>81</sup>，而發行公司或公司負責人利用資訊揭露相對的不完備，於海外利用他人為其認購可轉換公司債，將原股在我國市場出售獲利，可能造成發行公司股東及投資人權益受損，此時為股東及國內投資人之權益保護，就資訊公開而言，一方面除鼓勵公司為自願性揭露相關資訊外，另一方面亦有賴於政府以強制方式介入證券市場<sup>82</sup>加以管理。故本章擬就發行海外可轉換公司債時的資訊揭露規定，從股東權益保護為出發點，以檢討當前法律規範是否妥當。

#### 第一節 海外發行有價證券資訊揭露的重要性

##### 第一項 資訊揭露概述

公司資訊公開之實現，首先，是為廣大投資人用來評估投資與否的標準。資訊揭露，可使證券市場的參與者，有充分而正確的資料，據以做出投資判斷，減少證券詐欺情事之發生，進而達成交易市場的活絡，促進經濟發展的目的。再者，對於政府以及社會大眾則有機會瞭解公司經營狀況，而有監督防腐之作用，以減少公司違法濫權之情事<sup>83</sup>。

---

<sup>81</sup> 中華民國證券商業同業公會承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則第 4 條之 3。

<sup>82</sup> 張珩，論證券交易法之資訊公開原則—以公開說明書之法律責任為中心，國立政治大學法學院碩士論文，2008 年，頁 138。

<sup>83</sup> 賴英照，前揭註 20，頁 36。

資訊不對稱，指的是交易雙方對於交易物所掌握的資訊不對等，簡言之，即是交易一方擁有對方不知道的訊息。資訊不對稱情形可分為二種<sup>84</sup>：一、投資者之間的資訊不對稱：假設證券市場有兩群人：擁有較多資訊者與擁有較少資訊者。擁有較多資訊者有較強的動機與擁有較少資訊者進行交易，以獲取異常報酬。；二、管理階層與投資者之間的資訊不對稱：假設公司的管理者擁有比投資者較多的資訊，於這種情況下，於交易市場上則會產生逆選擇<sup>85</sup>。由於證券交易與一般實體商品交易之不同，在於其交易特性，並非面對面之交易模式。投資人基於對該證券價值之信賴，進入證券市場，購買證券以期獲得合理報酬。然而，其證券之獲利與否只能依賴公司經營之狀況，如果證券市場無法提供充分的資訊給投資人作為投資判斷之依據，在「資訊不對稱」情形充斥交易市場上時，投資人將失去進場投資的意願，最後則將導致「市場失靈」。是以，觀察經濟合作暨發展組織(Organisation for Economic Co-operation and Development，簡稱 OECD)於 2004 年提出公司治理<sup>86</sup>的六大課題，就提昇資訊公開的時效性以及正確性(Disclourse and Transparency)加以提出，說明企業資訊公開與資訊透明度確為公司治理中非常重要之一環，而增加企業資訊透明度、使投資人能充分、即時、正確的得到資訊，及建立完整的資訊公開制度，已成為全球證券交易市場共同追求之目標。

## 第二項 海外發行可轉換公司債時資訊揭露與股東權益之關係

觀察經濟合作暨發展組織所提出公司治理原則，其中包括：1、架構公司治理之基礎，2、股東權利，3、股東的公平待遇，4、董事會的責任，5、利害關係人在公司治理中的角色，6、資訊揭露和企業透明度。其範圍甚為廣泛，而與資訊揭露相關之部分，在於股東權利以及資訊揭露與企業透明度部分，即是股東得以定期且即時的取得公司的相關及重要之資訊，並且透過該資訊據以判斷管理階層之經營成效，而為如何行使表決權以及股東權之基礎。公司治理原則已明白揭示股東行使權利前提乃在於其獲得之資訊是否充足、正確、即時，而在所有權與經營權分離之公司型態下，於英美法體系中，帳簿記錄查閱與強制資訊揭露乃是股東獲取相關公司資訊的兩種最重要管道<sup>87</sup>，前者之查閱權是法律賦予股東的積極權利，並課予公司在股東符合法定要件時提供資訊的消極義務，因此能否獲取需要的資訊，以股東所提出請求是否符合法定要件為判斷，而在強制資訊揭露則是證券法規課予公司積極作為義務，只要公司未依法將資訊公開，則可能面臨無

<sup>84</sup> 陳英儒，我國證券發行人財務資訊揭露相關法規之研究：資訊提供者與使用者看法之比較，台灣大學會計學研究所碩士論文，2000 年，頁 5。

<sup>85</sup> 市場上有供應與需求，在資訊不對等時，導致交易不會發生。張珩，前揭註 82，頁 5-7。

<sup>86</sup> 賴英照，前揭註 20，頁 113。

<sup>87</sup> DOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY 66-84(Rev. ed. 1968)轉引自賴英照，證券交易法逐條釋義第二冊，1996年，頁 169-171。

法在證券市場獲取所需資金的可能，且無需以股東提出請求為前提要件。而在發行海外可轉換公司債時，從發行過程而言，在公司發行方式採募集時，董事會依照公司法第 246 條規定有向股東會報告之義務，或者採私募方式發行時，依照證交法第 43 條之 6 須經股東會決議，是以無論採何種發行方式，股東本即有知情權，而我國查閱權規定在公司法第 210 條以及第 229 條，依照公司法第 210 條規定，查閱權範圍係章程及歷屆股東會議事錄、財務報表，而公司法第 229 條得查閱之表冊係為公司法第 228 條規定之營業報告書、財務報表以及盈餘分派或虧損撥補之議案，但前者須檢具利害關係證明文件，指定範圍，而後者則須限制在股東常會開會十日前，在海外可轉換公司債之發行係由董事會決議，可能涉及董事會議案是否為查閱權涵攝範圍，且行使時尚須檢具利害關係證明文件或者股東常會開會十日前方得主張，不僅有成本過高之嫌，亦須股東即時得知公司有無發行海外可轉換公司債，於此情況下，甚難期待股東查閱權實得以發揮作用，是以對於股東權益之保護，本文係以強制資訊揭露制度為基礎，加以探討股東是否得以現行資訊揭露規定保護其權益。

### 第三項 海外發行有價證券資訊揭露之必要性

海外可轉換公司債，由於無須於本國境內製作公開說明書，僅須依照發行當地國之證券法令製作公開說明書即可，相較於國內發行可轉換公司債本即較為寬鬆，立法者與行政機關之立意在於為促進企業發展，使企業能以較低成本靈活籌集資金的目的。然則其具有可轉換為公司股份之選擇權，有相當可能性回流至我國證券交易市場，若未能建立一有效之資訊公開機制，即有可能發生先前如「博達案」、「訊碟案」<sup>88</sup>、「陞技案」<sup>89</sup>等等交易市場上弊案，其造成公司股東及交易市場上投資者權益受侵害，皆是公司與其負責人利用此一主管機關審查以及資訊不對稱之漏洞，於外國利用與公司管理階層無關係之人頭帳戶，認購該公司發行之海外可轉換債券，而轉換成股票於我國證券交易市場賣出套取利潤，此時該可轉換債券最終認購人實為我國境內投資者；換言之，即是海外可轉換公司債之發行公司或其負責人得以利用寬鬆的審查，以規避在國內發行之製作公開說明書要求，待限制海外可轉換公司債轉換之閉鎖期一過，將其轉換為現股，此時該股票持有人即得於本國市場出售，然而該海外可轉換公司債之資訊揭露不足所可能產生之投資上風險，卻由該發行公司股東及我國投資者承擔。

---

<sup>88</sup> 聯合電子報，博達第二？訊碟 26 億投資疑蒸發，2004 年 9 月 3 日，參 <http://lab.phnvs.cy.edu.tw/work5/work5-3/work5-3-1/%E5%8D%9A%E9%81%94%E7%AC%AC%E4%BA%8C%E8%A8%8A%E7%A2%9F26%E5%84%84%E6%8A%95%E8%B3%87%E7%96%91%E8%92%B8%E7%99%BC.htm>，最後瀏覽日，2010 年 7 月 20 日。

<sup>89</sup> 民視新聞網，陞技掏空案主嫌求刑 20 年，2007 年 5 月 31 日，參 <http://news.ftv.com.tw/?sno=2007531S03M1&type=Class>，最後瀏覽日，2010 年 7 月 20 日。

又因發行海外可轉換公司債時，其發行條件之決定，即如轉換價格、轉換比率抑或其他與債權人、公司股東權益息息相關之內容，因為評估之困難，一般股東或投資人並不具備相同於承銷商或以投資為專業認購人之投資經驗、專業知識等，實難以判斷對股東或投資人是否有利，是以對於發行海外可轉換公司債時之資訊揭露更有嚴格要求之必要，以避免公司內部人利用種種資訊不對稱可能，侵害公司原股東以及投資者權益。

承前述，因為發行海外可轉換公司債時，伴隨著種種危害公司原股東及交易市場投資人權益之可能，是以主管機關近年來頻頻就相關法規、承銷制度加以修訂及改革，然則由前章表 8 可知，近年來發行海外可轉換公司債案例，屈指可數，即可得知在過度保護投資人之前提下，已經影響企業自資本市場籌措資金之靈活性，恐有矯枉過正之嫌；再則，一昧的提高公司得以發行海外可轉換公司債之門檻，對於當公司利益與股東權益一致之情況下，如因為公司為剛公開發行之公司或債信不佳急需資金注入之情形，因未能符合主管機關設定之發行條件，而造成無法於海外發行，恐有違立法機關當初設計發行海外可轉換公司債制度使公司得以靈活籌資之本意。因而，應鼓勵公司可多從海外籌資，惟涉及股東權益之有價證券發行時，應從資訊揭露面多加以管理，以保護國內投資人。

## 第二節 轉換價格訂定之相關規範

海外可轉換公司債之設計當中，對於股東權益之影響最為深刻者，即是發行條件中轉換價格之擬定，因此，在發行海外可轉換公司債時之最重要的資訊揭露之一，即是跟轉換價格有關的發行條件，故本節首先先就海外可轉換公司債對轉換價格的發行條件為一概述，之後章節再就其相關細節的資訊揭露加以說明。

### 第一項 發行條件概述

海外可轉換公司債之設計當中，對於股東權益之影響最為深刻即是發行條件之擬定，由於發行條件係由發行公司與承銷商加以初步協商，經由董事會決議或者於私募時尚須股東會決議，授權在一定範圍(轉換價格)與一定期間內，由董事會得以評估發行當時之相關因素，如利率、外匯、公司股價甚至發行當地國之法令等等相關因素，發行公司則須在其授權範圍內考量對公司最為有利之時間點以及轉換價格，並於私募時與洽定之認購人為發行條件最後之確定，而該發行條件不僅涉及公司利益與債權人利益，更是關係到公司股東之權益，蓋海外可轉換公司債之發行公司並非海外認購人所熟悉，為吸引認購人購買之意願，往往約定有利於認購人之發行條件，即有影響公司股東權益之虞，其中又以轉換價格之訂定

對股東權益影響最大。而公司股東就發行海外可轉換公司債之發行條件僅得於事前獲得之資訊，加以判斷是否對其有利與否，方得以決定是否繼續為該公司股東或者為股東會決議時之判斷基礎。本節首先就發行條件簡單介紹，其後則就我國之轉換價格訂定之規範加以討論是否尚有缺失。

## 一、票面利息

票面利息乃發行公司事先約定，將定期支付予持有人之票面利率。不過因為可轉換公司債具有轉換為普通股的權利，通常票面利率多數低於一般公司債之發行利率。近年來所發行的海外可轉換公司債大多數是採「零票面利率」，而以利息補償金方式加以代替。

## 二、轉換價格

轉換價格係指將可轉換公司債轉為股票時，每股股票所設定的價格，通常在發行條件中會說明其轉換價格。再者，轉換價格亦非於整個公司債存續期間皆是一成不變的，為保障可轉換公司債投資人之權益，通常設有反稀釋條款<sup>90</sup>，得將轉換價格適時並妥當的向下修正。當轉換價格訂的愈高（溢價程度愈高）則對投資人可能越加不利，一般溢價高低取決於證券市場動向、股價水準、預期未來發行公司債績效與股價表現、及發行公司動機等因素。

## 三、轉換匯率

因為海外可轉換公司係以外幣發行，但是得以轉換之標的卻以本國貨幣計價之股票，因此發行時通常會依當時匯率水準設定轉換匯率。

## 四、轉換價格之調整

其轉換價格之調整目的在於投資人投資期間，若有反稀釋條款所規定之事項或因發行公司之股票價格持續低迷，使得投資人無轉換意願時，能將原先所約定之轉換價格向下調整，使新的轉換價格較接近市價，以保障可轉換公司債投資人權利，並增加投資人認購意願及轉換為普通股的機率。

## 五、轉換比率

---

<sup>90</sup> 即是公司採行增資、分配股票股利等方式發行新股時，使得流通在外的股數增加，使得可轉換公司債的轉換價值，直接或間接地受到損害；因此，為了保護可轉換公司債的投資人，在發行公司有發行新股時，轉換價格需要再重新計算，以維護投資人之權益。

每張可轉換公司債可以換得的普通股股數；其公式為：轉換比率＝公司債面額／轉換價格。

## 六、凍結期間

為避免投資人過早轉換，而影響公司財務規劃，在發行後一定期間內，通常會約定投資人不得進行轉換，此一期間為凍結期間。若轉換之標的股票於凍結期間內不發放現金股利但對於股票股利以及現金增資有保護條款，則凍結前間長短並不影響海外可轉換公司債之價值；否則凍結期間越長，該海外可轉換公司債之價值越低<sup>91</sup>。

## 七、賣回權

投資人於持有該債券滿一特定期間後，要求發行公司予以買回（買回價格通常為：面額加計利息），是為一保障海外可轉換公司債投資人權利之機制，在於公司股價遠低於債券面額時，該投資人必定不會行使轉換權利，故在該投資人持有滿一特定時間後，得要求發行公司以面額加計補償金之價格收回該債券<sup>92</sup>。不過並非所有的可轉換公司債均具有賣回權，其完全依照發行時所預設之發行對象，及投資目的而定。

## 八、附條件贖回(轉換)權

發行公司提前贖回或強制轉換可轉換公司債的權利。贖回或轉換的時點通常有二<sup>93</sup>：(1)、當可轉換公司債流通在外餘額過少；(2)、發行公司的股票市價持續上漲至某一程度時，公司得行使贖回權強制贖回可轉換公司債。

## 第二項 轉換價格訂定之本國規範

就海外可轉換公司債之發行條件而言，其中對於公司股東權益影響最深刻者，可謂轉換價格之訂定，蓋其除須考量公司利益、債權人利益以外，還須就股東權益一併考量，但其之訂定又同時受當時發行環境之影響(如市場因素、匯率因素以及其他發行條件等對轉換價格之影響)，是以該轉換價格之訂定難以評估對於

<sup>91</sup> 劉宗聖等，前揭註 11，頁 55-56。

<sup>92</sup> 劉宗聖等，前揭註 11，頁 48。

<sup>93</sup> 中華民國證券商業同業公會承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則第 16 條：承銷商輔導發行公司或外國發行人申報發行國內轉換公司債，其發行及轉換辦法中如訂有發行公司或外國發行人得強制轉換或收回條款者，應限於有左列情況者方得適用：一、本次轉換公司債流通在外餘額低於原發行總額之百分之十者。二、發行公司或外國發行人普通股在集中交易市場或證券商營業處所之收盤價連續三十個營業日超過當時轉換價格達百分之三十者。

發行公司股東是否有利，何況以一般公司股東而言，難謂其具備專業知識技能得以判斷轉換價格對其是否有利，該轉換價格之決定，股東亦甚難有機會得以參與，是以轉換價格之資訊是否揭露完整則影響股東權益甚深。以下則先就我國之轉換價格訂定相關規範區分為法律規範方面（包含行政規則）以及不具有法效性的自律規則加以說明。

## 第一款 法令規範方面

### 第一目 海外募發準則之規定

依照證交法第22條第一項之規定，可以得知就有價證券之募集與發行，須向主管機關申報生效後方得為之，並且就同條第4項規定，申報所須具備之條件、應檢附之書件、審核程序及其他應遵行事項之準則，由主管機關定之。是以我國就海外可轉換公司債之發行，是由金管會依照海外募發準則第22條對發行公司檢附相關書件是否齊備加以審核。

依照海外募發準則第23條第1項第2款規定，海外可轉換公司債發行人申報募集與發行海外公司債，附轉換條件者，其發行辦法，應載明轉換條件（含轉換價格、轉換期間等）之訂定方式。但海外募發準則僅規定於申報時須載明轉換條件（含轉換價格、轉換期間等）之訂定方式，卻未言及其如何訂定之方式。

### 第二目 募發準則之規定

依照海外募發準則第23條第3項規定，海外公司債轉換之相關事項除有適用國際間之慣例者外，準用發行人募集與發行有價證券處理準則第三章第二節有關規定。是以募發準則亦為公司發行海外可轉換公司債時之規範，而在募發準則第6條第2項第5款規定，發行公司債有委託證券承銷商對外公開承銷者，應分別委請主辦證券承銷商評估、律師審核相關法律事項，並依規定分別提出評估報告及法律意見書。

在募集海外公司債申報書即海外募發準則附表8<sup>94</sup>，依據本文第二章第二節第一項第二款其中說明發行公司申報時須檢附之文件(5)亦指出主辦證券承銷商須出具對發行人募集與發行該海外公司債之評估報告，並由金管會審查。依照募發

---

<sup>94</sup> 本表格適用於申報募集與發行海外轉換或附認股權公司債並參與發行海外存託憑證，以供海外公司債轉換或履行認股義務者，  
<http://law.moj.gov.tw/LawClass/LawContent.aspx?PCODE=G0400062>，最後瀏覽日，2010年7月20日。

準則發行轉換公司債申報書<sup>95</sup>其申報時應檢附之文件(8)以及上述海外募發準則附表8均僅論及應提出評估報告之主體，對於轉換價格評估之內容並未深入規範，而相關事項係由《中華民國證券商業同業公會發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告應行記載事項要點》<sup>96</sup>(以下簡稱評估記載要點)加以規範。

### 第三目 評估記載要點之規範

依評估記載要點第5條第1款規定，發行海外可轉換公司債時，承銷商評估報告應說明發行人該次申報募集有價證券之種類、程序、承銷商所採用之輔導及評估程序、法令依據，以及承銷商對於本次發行是否符合法規、計畫之可行性與必要性、資金運用計畫、預計進度及預計效益是否具有合理性所表示之意見等。

又依評估記載要點第5條第8款規定，承銷商並應就本次海外可轉換公司債設算理論價值之轉換價格、轉換價格重設及其他決定發行價格之因素蒐集資料，說明其查核程序及所獲致之結論。

且依評估記載要點第5條第10款規定，針對海外可轉換公司債之發行，並另應載明或評估下列事項：關於該次公司債發行及轉換辦法，就發行價格及轉換價格之訂定方式、轉換價格之調整等事項之合理性，以及對原股東及轉換公司債持有者權益之影響，承銷商應蒐集資料並說明查核程序及所獲致之結論等。

### 第四目 私募發行之規範

公司發行海外可轉換公司債，如係依私募方式為之，其轉換價格不僅須符合上述之規定，並且還須依證交發第43條之6第5項第1款規定，就其轉換價格訂定之依據及合理性，應在股東會召集事由中列舉並說明，不得以臨時動議提出。並且依主管機關所制訂之《公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項》<sup>97</sup>(以下簡稱辦理私募注意事項)，對公開發行公司私募有價證券加以管理，而得以發行海外可轉換公司債之公司僅限於上市、上櫃以及興櫃公司，方有適用之餘地。

而關於私募海外可轉換公司債之轉換價格訂定之規範，係以參考價格為轉換價格訂定之標準，依照私募注意事項第2條第2款規定，參考價格係指：一、上

<sup>95</sup> 發行人募集與發行有價證券處理準則附表十八，轉換公司債申報書，本表格適用於上市(櫃)公司發行轉換公司債，<http://law.moj.gov.tw/LawClass/LawContent.aspx?PCODE=G0400023>，最後瀏覽日，2010年7月20日。

<sup>96</sup> 中華民國證券商業同業公會發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告應行記載事項要點，<http://www.selaw.com.tw/Scripts/Query4A.asp?FullDoc=all&Fcode=G0100964>，最後瀏覽日，2010年7月20日。

<sup>97</sup> 2005年10月11日金管會，金管證一字第0940004469號令訂定發布全文7點；並自發布日施行。

市或上櫃公司以定價日前 1、3 或 5 個營業日擇一計算普通股收盤價簡單算數平均數扣除無償配股除權及配息，並加回減資反除權後之股價；二、興櫃股票公司以下列二基準計算價格較高者定之：（一）定價日前 30 個營業日興櫃股票電腦議價點選系統內該興櫃股票普通股之每一營業日成交金額之總和除以每一營業日成交股數之總和計算，並扣除無償配股除權及配息，暨加回減資反除權後之股價；（二）定價日前最近期經會計師查核簽證或核閱之財務報告顯示之每股淨值。而轉換價格之訂定則規定在辦理私募注意事項第 3 條第 1 款，並說明私募價格訂定之依據及合理性：一、私募普通股或特別股者，應載明私募普通股或特別股每股價格不得低於參考價格之成數、訂價方式之依據及合理性；應募人擬以非現金方式出資，亦應載明出資方式、抵充數額及合理性，併將獨立專家<sup>98</sup>就抵充數額之合理性意見載明於開會通知，以作為股東是否同意之參考；二、私募轉換公司債、附認股權公司債等具股權性質之有價證券者，應載明私募條件、轉換或認股價格不得低於參考價格之成數，並綜合說明其私募條件訂定之合理性；三、所訂私募普通股或特別股每股價格、轉換公司債之轉換價格，或附認股權特別股、附認股權公司債、員工認股權憑證之認股價格可能涉及低於股票面額者，應載明低於股票面額之原因、合理性、訂定方式及對股東權益之影響（如造成累積虧損增加、未來是否可能因累積虧損增加而須辦理減資等）；四、屬上市、上櫃及興櫃股票公司者，所訂私募普通股或特別股每股價格、轉換公司債之轉換價格，或附認股權特別股、附認股權公司債、員工認股權憑證之認股價格低於參考價格之八成者，應併將獨立專家就訂價之依據及合理性意見載明於開會通知，以作為股東是否同意之參考；五、股東會不得將私募訂價成數授權董事會或董事長訂定。

## 第五目 小結

從上述法令規範方面之相關規定可以得知，其雖要求發行人及承銷商應就海外可轉換公司債之發行價格與訂定方式為「訂定、載明或評估」，無論是募集方式或者私募方式(在低於參考價格八成時，另須載明獨立專家之意見)，但並未實際限制或規範價格應如何訂定，其規範重心在要求發行人於發行及轉換辦法、承銷商或者私募時之獨立專家於評估報告中適度揭露其訂價方式，其規範之目的僅在使市場投資人知悉公司財務資訊及決策方式，在資訊透明情況下進而評價是否與該公司進行交易或投資。

而依照海外募發準則第 9 條第 1 項第 2 款，本次募集與發行海外有價證券計畫不具可行性、必要性及合理性者，金管會得退回其案件<sup>99</sup>，不因發行方式係私

<sup>98</sup> 公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項第 2 條第 3 款規定，獨立專家：指會計師、律師或證券承銷商，且不得與公開發行公司或應募人為關係人。

<sup>99</sup> 於私募情形，依照公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項第 7 條規定，違反本注意事項，本會除依證交法第 178 第 1 項及第 179 條規定對公司負責人處以罰鍰外，並得依「發行人募集與

募或募集而有所區別。然而，關於「合理性」之認定，是否尚包括轉換價格之合理性？雖然在證券承銷商評估報告僅需「明確表示」即可<sup>100</sup>，但是在發行人之發行計畫卻似乎不僅僅以「揭露」即可合乎法律要求，尚須具可行性、必要性及合理性，而主管機關似乎可實質判斷包含轉換價格在內之發行計畫的，就是否「合理」加以裁量，並以之為退件與否之依據。若是如此，則就海外募發準則及前述要點之前後文又互相比較，主管機關似仍有實質審查轉換公司價格之可能，而非僅是申報生效而已。因此，對於違反前述規定者之法律效果，主管機關會以要求補正或直接退回之方式使其無法順利募資，甚至有相關之行政或刑事責任。

## 第二款 自律規則方面

### 第一目 規範目的

《中華民國證券商業同業公會承銷商會員輔導發行公司募集與有價證券自律規則》(以下簡稱自律規則)，係中華民國證券商業同業公會(以下簡稱證券公會)為督促會員自律，共謀業務上之改進，乃釐訂及編纂同業間共同性業務規章，但其並不具有法效性之拘束力。

### 第二目 可轉換公司債之規範

而根據該自律規則第4條之5規定，承銷商輔導發行公司申報發行轉換公司債時，應就發行價格、轉換溢價率等因素綜合評估其發行條件訂定之合理性。若該發行條件顯不相當者，承銷商並負有輔導發行公司重新合理訂定發行條件後再行送件之責任。同規則第4條之8規定，承銷商輔導發行公司申報發行轉換公司債，公開說明書中應充分揭露發行條件及該發行條件對股權稀釋、股東權益之影響。以上兩條之規定不區分國內或海外發行均適用之。

### 第三目 海外可轉換公司債之規範

#### 一、轉換價格

依照自律規則第26條第1項第4款規定，向金管會申報案件時，用以計算暫定轉換價格之基準價格，應以向金管會申報日前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數為準，且暫定轉換價格之訂定應高於基準價格；

---

發行有價證券處理準則」及「發行人募集與發行海外有價證券處理準則」規定退回申報案件；違法情節重大者，另依証交法第20條及第171條規定處置。

<sup>100</sup> 發行人募集與發行有價證券處理準則第7條第5款規定，證券承銷商出具之評估報告，未「明確表示」本次募集與發行有價證券計畫之可行性、必要性及合理性者，本會得退回其案件。

其實際發行時，用以計算轉換價格之基準價格，應以訂價當日及其前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數為準；且轉換價格之訂定應高於基準價格。同條項第 6 款亦就興櫃股票公司之轉換價格規定，其不得低於定價日前一段時間普通股加權平均成交價格，且不得低於最近期經會計師查核簽證或核閱之財務報告每股淨值，並應洽推薦證券商對發行價格之合理性表示意見；前揭定價日前一段時間普通股加權平均成交價格，應以定價日前三十個營業日興櫃股票電腦議價點選系統內該興櫃股票普通股之每一營業日成交金額之總和除以每一營業日成交股數之總和計算。但發行時已為上市（櫃）公司時應符合第 4 款之規定。而此規定不論是於國內或海外發行可轉換公司債均有適用。

## 二、轉換價格之調整

依照自律規則第 26 條第 1 項第 5 款規定，轉換價格再調整之下限以發行時轉換價格（可因公司普通股股份總額發生變動而調整）之八成為限，且於發行後六個月內，不得為之。承銷商應輔導發行公司於發行及轉換辦法中訂明其重設時所適用之轉換溢價率，惟再調整後之轉換價格仍應高於辦理重設時採樣之基準價格，且訂明於符合發行及轉換辦法約定之重設條件時，即應辦理重設。此一規定不論是於國內或海外發行可轉換公司債均有適用。

## 三、計價模型之選定

依照自律規則第 26 條第 1 項第 3 款規定，計算海外轉換公司債理論價格所選定之模型<sup>101</sup>，宜整體涵蓋並同時考量發行條件中所包含之各項權利，所選用模型如未能同時考量者，應說明選用該模型之原因及與其他模型理論價格之可能差異。如有未能納入模型中考量之權利，該未考量之權利應自發行條件中剔除。相較於國內轉換公司債之發行，所選用之計價模型若未能同時考量各發行條件，承銷商僅需說明該部分對投資人及股東權益之影響，不需說明選用模型之原因及與其他模型之差異，且無須剔除該未考量之權利<sup>102</sup>。

## 四、流動性貼水之算法

---

<sup>101</sup> 海外可轉換公司債之評價受到股價、利率以及匯率之風險影響，同時考慮此三種因素的評價模型，即是計價模型。李存修等，轉換公司債訂價模式之研究，中華民國證券商業同業公會委託專案研究計畫，2006 年，頁 12。

<sup>102</sup> 自律規則第 20 條第 1 項第 1 款規定，承銷商輔導發行公司或外國發行人申報發行國內轉換公司債，應審慎評估其暫訂發行價格與理論價格之差異，並應依下列規定辦理：一、考量發行條件之各項權利選定適當計價模型，該模型應整體涵蓋並同時考量發行條件中所包含之各項權利；所選用之模型如未能同時考量者，應就其未能涵蓋部分具體說明其對投資人及股東權益之影響。

依照自律規則第26條第1項第2款規定，向金管會申報案件時，暫訂發行價格及實際發行價格皆不得低於理論價格扣除流動性貼水<sup>103</sup>之九成。唯流動性貼水並未如國內轉換公司債之發行限定以一年期定存利率為依據<sup>104</sup>。

#### 第四目 小結

由以上規範方式我們可以知道，雖然募發準則、海外募發準則以及評估記載要點等法規並未明確訂定關於轉換價格或發行價格之規範，僅要求發行人和承銷商應盡力揭露、說明、或評估相關事項，但證券公會對承銷商所制訂之自律規則，卻針對基準價格之選定、轉換價格之調整、發行價格之下限以及承銷方式等事項做了相當仔細之規範。

就違反自律規則之效果而言，因自律規則為券商公會訂定，僅在券商公會內部具有約束力，因其並非法律而在法律上並無拘束力，但仍可能發生金管會將自律規則作為判斷基準，在國內可轉換公司債以募發準則第7條、第8條或者於海外可轉換公司債以海外募發準則第9條第1項第2款，分別就關於「合理性」之抽象認定標準<sup>105</sup>，對違反前述訂價方式之承銷商或發行人予以退件處分之可能。

### 第三項 轉換價格之訂定與股東權益之關係

海外可轉換公司債是公司債加上一個選擇權，因此兼具二者的性質。一般來講，公司若經營績效良好、財務健全，在有一定信用可供擔保的情形下，有長期資金需求時，會偏好以發行債券的方式取得資金，因為公司對債權人僅負有清償本息之義務，對股東權益較無影響。然而當公司債附加一個選擇權，以「標的契約之要約」作為選擇權契約之標的，已如本論文第二章第一節所述，則債券持有人得於一定期間內，在符合約定條件之前提下，向公司要求行使轉換權，成為公司股東。

<sup>103</sup> 由於長期債券的價格波動幅度相較於短期債券來得大，因此如投資者的風險承擔能力較弱或其欲規避風險，會傾向持有短期債券。然而債券發行機構基於節省發行債券的成本或現金流量的規劃，往往偏好發行長期債券。為了吸引投資人購買長期債券解決以上的兩難，發行機構必須提供更高的收益率，以補償購買者對利率風險及信用風險的負擔，在投資學上，此部分的補償收益即稱為流動貼水。

<sup>104</sup> 自律規則第20條第1項第4款規定，承銷商輔導發行公司或外國發行人申報發行國內轉換公司債，應審慎評估其暫訂發行價格與理論價格之差異，並應依下列規定辦理：四、向金管會申報案件時之暫訂發行價格及實際發行價格應達理論價格扣除流動性貼水之九成，其中流動性貼水以一年期定存利率為依據。

<sup>105</sup> 金管會就光群雷射申報發行公司債乙案退件新聞稿指出，核因該公司前次轉換公司債未依法變更償債資金來源而有違反法令情事及本次募集資金不具「合理性」等情事，金管會依「發行人募集與發行有價證券處理準則」第7條第9款及第8條第1項第3款規定，全案予以退回。參 [http://web.fsc.gov.tw/Layout/main\\_ch/News\\_NewsContent.aspx?NewsID=40112&path=1344&LanguageType=1](http://web.fsc.gov.tw/Layout/main_ch/News_NewsContent.aspx?NewsID=40112&path=1344&LanguageType=1)，最後瀏覽日，2010年7月20日。

而依上述轉換價格訂定之規範可以得知，對轉換價格完全不設限的立法模式，其立意則在把價格訂定的主導權交還給發行人與承銷商，再提供市場充分資訊以判斷價格合理與否，以供需法則做為監督機制。而轉換公司債由於具有將來得轉換為股份之可能性，具有「債權股份化」之趨勢，在股權稀釋後，對於原有股東盈餘分派及對公司經營之權利影響頗大。更有甚者，在私募之情形，如海外可轉換公司債之買方若為發行公司或承銷商之關係人<sup>106</sup>，且轉換公司債的發行在價格訂定或契約條款部分有優厚買方的情形，則股東權益將可能受損，特定對象則有不當利益，此時僅依靠金管會以無拘束力之自律規則為標準，加以認定海外可轉換公司債之轉換價格訂定是否具「合理性」，恐尚嫌不足。蓋若對於價格訂定方式完全不加具備法律拘束力之限制，會造成一些嚴重的後果。首先，就轉換價格的訂定而言，發行人或承銷商可能透過壓低轉換價格或是降低基準價格的方式，例如本章節第二項第三目提到的，用以計算轉換的基準價格，其計算方式受到券商公會自律規則的限制，雖然是以之前營業日的收盤價均數為準，但收盤價也可能藉由人為操作而改變。當轉換價格被低估時，之前取得轉換公司債的特定對象，將來就可以較低的價格取得公司股份，在股權稀釋的情況下損及一般股東的權益。此時雖然形式上合法，但實質上卻等於是經由公司經營者之手，低價出售公司財產予利害關係人或自己，對股東權益損害不可謂不深。另外於私募之情形，實務上對其轉換價格低於參考價格之八成時所須一併就獨立專家之意見加以於股東會議揭露之實例<sup>107</sup>，通常該獨立專家對於定價之意見，讓發行公司股東難以判斷是否具有「合理性」，亦未說明以該定價發行是否對公司股價造成影響，僅說明訂定之轉換價格低於參考價格之目的或依據，但尚難謂其得以成為股東參考並以之為決策之資訊，況且該獨立專家依私募注意事項第 2 條第 3 款<sup>108</sup>，僅規定不得與公開發行公司或應募人為關係人之限制，卻未排除該輔導發行公司該次發行海外可轉換公司債之承銷商，如何使該承銷商忽視自己之利益而立於發行公司股東之立場加以考量，均實有疑問。

再者，就發行價格的訂定而言，一般來講，由於市場考量發行公司的信用風險和流動性較低，因此發行價格會低於理論價格（即依照最適財務模型計算出來的價格）<sup>109</sup>。但除此之外，承銷商也有動機壓低承銷價格，例如來自於發行人明示或暗示的壓力，為的是使包括大股東與經營階層在內的公司內部人士得以低價購買可轉換公司債，透過該筆交易及日後的轉換權行使來獲取利益；或者是，當購買對象為公司的外部人士，便宜的發行價格對這些投資人而言當然較具有吸引

<sup>106</sup> 證券交易法第 43 條之 6 第 1 項第 3 款。

<sup>107</sup> 如璨圓光電，股東會應充分說明事項，<http://mops.twse.com.tw/server-java/t116sb01>，最後瀏覽日，2010年7月20日。

<sup>108</sup> 公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項第 2 條第 3 款規定，獨立專家：指會計師、律師或證券承銷商，且不得與公開發行公司或應募人為關係人。

<sup>109</sup> 李存修等，前揭註 101，頁 81。

力，承銷商可順利完成工作並賺取佣金，公司也容易獲得所需資金，而造成易壓低轉換價格的動機。而從本章節論述可以得知，海外可轉換公司債之轉換價格之評估工作，甚難以苛求股東具備相當之專業知識並得以就揭露之資訊加以判斷對其是否有利，在發行價格通常會低於理論價格時，本即可能受到市場因素等之影響，但亦伴隨著上述可能發生之弊端，而發行公司與承銷商則可將轉換價格訂定低於參考價格之各種原因一概歸入其合理性之依據<sup>110</sup>，而無須就各項影響轉換價格之因素分別說明其折價之部分，舉例而言，如發行公司與承銷商初步擬定之轉換價格為折價五成，但其僅須羅列係為尋求海外合作者以及適當之流動性貼水等合理性依據，並且依照該合理性依據應折價五成發行，卻無須就為尋求海外合作者說明應折價幾成方為合理，以及流動性貼水應折價幾成而分別說明，往往成為不肖發行公司操作之空間，而成為股東權益保護之缺口，在現行發行海外可轉換公司債係由金管會加以控管，然則立於股東權益之保護。實有以法令規範方式加以介入之必要，蓋就轉換價格之訂定方式，僅依靠一不具備拘束力之自律規則對發行公司及證券商加以約束，實難充足保障股東之利益。

### 第三節 海外可轉換公司債股東會之資訊揭露

海外可轉換公司債之目的在於使公司得以方便至海外籌集資金，往往為吸引認購人之意願，而於發行條件當中約定有利於認購人之條件，使得認購人得以不相當於股東取得該公司股票之代價而取得該債券<sup>111</sup>，進而行使轉換權成為股東，此可謂係海外可轉換公司債之發行對於股東權益影響最大者。然則發行條件之決定，在海外可轉換公司債之發行過程當中，可以得知係在董事會或股東會中，對董事會與承銷商初步擬定之發行條件加以決議，並授權一定範圍內之發行條件且將來一定時間內某一對公司有利之時點發行，而後於確定認購人時，發行條件方經由最後之協商決定之。在本章亦說明了發行條件對於股東權益之影響，是以在發行前對發行條件之評估，實乃發行公司股東權益保護之第一道防線，而又對發行條件之評估端視發行公司對其之資訊揭露是否充足，本章節主要係針對發行條件之資訊揭露，至於海外可轉換公司債之認購人選擇則常涉及是否有內線交易問題，對此一問題本文將於第四章加以說明。本章節係對海外可轉換公司債發行前，股東獲得發行條件資訊來源加以說明。

---

<sup>110</sup> 私募海外可轉換公司債自交付日起三年內，除依證券交易法第 43 條之 8 規定情事外，有不得再行賣出之流通性限制，因此私募價格應給應募人適當之流動性貼水，即私募股票因流動性受限給予合理之折價。如璨圓光電，獨立專家意見，前揭註 107，最後瀏覽日，2010 年 7 月 20 日。

<sup>111</sup> 廖大穎等，前揭註 61，頁 232。

## 第一項 未經股東會決議之股東於發行前的聽取權

### 第一款 未經股東會決議之情形

依照公司法第 246 條規定，公司經董事會決議後，得募集公司債。但須將募集公司債之原因及有關事項報告股東會。前項決議，應由三分之二以上董事之出席，及出席董事過半數之同意行之。此處於公司發行可轉換公司債時，因股權稀釋之可能，是以有學者有不同之意見，認為應賦予股東有參與機會而應經股東會決議<sup>112</sup>，然則在於法律尚未做出修正之前，該條仍係發行公司債決策權限之基礎依據，故董事會用公開招募方式於發行海外可轉換公司債時，除下列三項情形外，否則僅就募集公司債之原因及有關事項報告股東會即可。

#### 一、章程規定

依照公司法第202條旨趣，在於劃分股東會與董事會職權，不使兩者權責混淆，使得經營者得以發揮最大營運效率，而所有者得以對公司核心事項保有最後之決策權。是以如在章程中規定海外可轉換公司債之募集為應由股東會決議之事項，此時股東會方得就公司發行海外可轉換公司債，有決策權。

#### 二、變更章程

綜觀公司法第 248 條第 1 項第 18 款、公司法第 248 條第 7 項以及公司法第 277 條之規定，在可轉換公司債得以轉換之股份加計已發行股份總數超過公司章程所訂定之授權資本額時，須以股東會決議變更章程，是以於此時股東方有因公司發行海外可轉換公司債而修改章程而為股東會決議之可能。

#### 三、私募之發行方式

在公司法第 246 條之規定，公司經董事會決議後，得「募集」公司債。依其文義即排除以私募方式發行公司債之適用。而私募方式之決策機關，於證交法第 43 條之 6 加以規定，為公開發行股票之公司，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意，方得以對特定人募集資金，蓋可轉換公司債係具有股權性質之有價證券，會影響股東權益，因此，方須股東會決議。然而證交法之規範僅適用於公開發行公司之私募，則非公開發行公司若有私募公司債時，應不適用證交法規定。惟可轉換公司債不論是於國內或海

---

<sup>112</sup> 王文宇，前揭註 82，頁 407。

外發行，均僅得由公開發行公司方得為之，因此，非公開發行公司並不得於海外私募發行可轉換公司債，亦就不存在應由公司何機關決策之問題。

綜合以上所述，募集在發行海外可轉換公司債之場合，除非有上述例外情形，否則股東未能有參與發行決策之可能，此時股東之資訊來源僅得於股東會聽取董事會報告將募集公司債之原因及有關事項報告股東會，不然就是股東須在其後經發行公司申報並公告時，其方能在公開資訊觀測站取得公司發行海外可轉換公司債之資訊，是以基於股東權益之保護立場，對股東資訊取得於此規範下是否充分，實有加以討論之必要。

## 第二款 董事會報告之事項

經由上款之說明，海外可轉換公司債之發行，股東仍有可能未能有參與決策之機會，是以在於董事會報告股東會其募集公司債之原因及有關事項時，即是股東考量是否仍繼續持有該公司股票之基礎，對於股東之權益保護即有相當之影響。但有疑慮的是在於董事會報告事項之範圍應如何解釋，蓋其並非股東會決議事項，而僅為報告事項，其應資訊揭露的程度如何，是否與私募時召集股東會之資訊揭露在揭露程度上應做相同解釋？均有疑義。

依照公司法第 246 條規定，公司經董事會決議後，得募集公司債。但須將募集公司債之原因及有關事項報告於最近一次之股東會。其中字面係為報告「股東會」，可知並非為一通知事項，而為一董事會依法應向股東會報告之事項，股東則有在股東會出席時聽取董事會報告之權限。另外依照《公開發行公司股東會議事手冊應行記載及遵行事項辦法》規定<sup>113</sup>，股東會議事手冊所列議案，其應載明規定之事項，包括董事會依公司法第 246 條規定募集公司債報告股東會時，其募集之原因、數額及有關事項，並作成書面記載於股東會議事手冊當中。說明股東得以在事前即得知董事會就募集發行海外可轉換公司債之原因、數額以及相關事項並且於股東會當中就該書面之記載聽取董事會之報告。

此時該董事會之報告以及股東會議事手冊所揭露之資訊之程度或範圍應該如何解釋，是否就董事會與承銷商所協商之初步發行條件內容為揭露，本文衡諸學者意見，以可轉換公司債應給予股東機會而建議賦予其表決權限之看法，認為可轉換公司債對於股東權益之可能侵害，宜由公司最高決策機關股東會加以決定，方得以發行，以及立於股東權益保護之立場，認為如不就該轉換價格之發行條件於股東會當中就其內容為一併報告，則發行公司之股東如何能判斷對其權益之影響，並如何得因此決定是否繼續持有該公司之股票。且依最近南港輪胎股份有限

<sup>113</sup> 公開發行公司股東會議事手冊應行記載及遵行事項辦法第 4 條第 1 項第 5 款。

公司發行國內可轉換公司債之情形<sup>114</sup>，該公司於2009年11月16日經董事會決議發行國內可轉換公司債，並於2010年1月20日募集完成，因無須經股東會決議，且又受限於發行之時點，該資訊揭露管道對股東而言，僅得至公開資訊觀測站方能得知發行條件之內容，而該公司董事會於後來舉辦之股東會中之報告形同事後通知，如股東於公司發行可轉換公司債當初未能及時了解公司之當時營運狀況，且如以發行海外可轉換公司債方式籌資，其權益往往在未知情形中即可能受到侵害。由於現行發行可轉換公司債時，其對股東權益會有影響，以及董事會對股東資訊揭露亦不充足的情況下，是以為維護股東之權益，因此，宜均應經股東會之決議，而不應區分發行方式係採募集或是私募。況且依照私募規定，於證交法第43條之8，尚有轉讓該有價證券之閉鎖期限限制以保護投資人權益，私募發行公司股東亦得因此受惠於該限制轉讓期間考量是否繼續持有該公司之股票，而得以受到一定程度之保護，反而公開招募時，並無可轉換公司債轉讓閉鎖期限限制，似乎反而對股東更不利，因此即使可轉換公司債係採用募集方式發行，似仍應經股東會決議較為妥適，此較能保護股東知的權益，且應不分是在國內或海外募集，因其權益受侵害之程度並不因發行地區而有所差異。惟我國實務上於發行海外可轉換公司債時，公司大部份係採取私募方式發行，即是依證交法規定，應先經過股東會決議，因此，關於應經股東會決議之私募方式所應為的資訊揭露，則將於下文中私募部分再說明。

### 第三款 小結

依照公司法第 246 條之規定，於其就公司債之募集發行時，僅須董事會決議即可，得以明瞭立法機關就募集發行公司債之立場，認為係公司董事會業務範圍，得經董事會決定即可，但並不區分公司債之種類，均一體適用，然則公司債隨著金融交易市場之演進，逐漸發展出更多得以為達公司籌資目的而吸引投資者之種類，然如可轉換公司債之性質，實影響到股東之權益，但法律規範上卻僅須經由董事會決議，並於事後報告股東會即可，可謂剝奪股東發行前之知情權與決策權，雖得以經由公開資訊觀測站得知公司發行可轉換債券之資訊，但既有股東權益保護終究與對投資人(包括股東及市場上潛在之投資人)保護之資訊揭露不盡相同，如既有股東僅得於公開資訊觀測站事後得知公司發行海外可轉換公司債，如上述南港輪胎之實例，則法律規範之股東聽取權不啻有空洞化之危機，而現行法律之布局，將既有股東權益與一般投資人權益立於同一地位，對於既有股東而言，實有不公之處。

<sup>114</sup> 南港輪胎 98 年股東會議事手冊，參

[http://doc.twse.com.tw/server-java/t57sb01?step=1&colorchg=1&co\\_id=2101&year=98&mtype=F&](http://doc.twse.com.tw/server-java/t57sb01?step=1&colorchg=1&co_id=2101&year=98&mtype=F&)；

南港輪胎 99 年股東會議事手冊，參

[http://doc.twse.com.tw/server-java/t57sb01?step=1&colorchg=1&co\\_id=2101&year=99&mtype=F&](http://doc.twse.com.tw/server-java/t57sb01?step=1&colorchg=1&co_id=2101&year=99&mtype=F&)，最後瀏覽日，2010 年 7 月 10 日。

## 第二項 股東會召集前之資訊揭露

依照公司法第 246 條之規定，公司募集發行海外可轉換公司債時，原則上無須經由股東會決議，但現今海外可轉換公司債之發行，並不單單僅為籌資之目的，因為可轉換公司債得以轉換成公司股份之特性，往往成為發行公司希望與海外投資人進行策略聯盟<sup>115</sup>，而採私募方式發行；或者因為海外發行較國內發行寬鬆，並且債券市場發行成本較股票市場為低之優點，故公司選擇以發行海外可轉換公司債方式來籌措公司資金，但當公司擬發行之海外可轉換公司債的轉換股數加計公司已發行股份數會因此超出公司章程規定之股份總數時，公司此時須先變更章程之股份總數規定，而變更章程須先經過股東會決議；又或者公司章程當中即已規定募集可轉換公司債屬股東會權限等。是以在公司法第 246 條規定以外，公司發行海外可轉換公司債時，尚有許多種情況是股東得以行使決策權者。

依照海外募發準則第9條第 1 項第 4 款規定，發行人有下列情形之一，本會得退回其募集與發行海外有價證券：四、本次募集與發行海外有價證券計畫之重要內容（如發行辦法、資金來源、計畫項目、預定進度及預計可能產生效益等）未經列成議案，依公司法及章程提董事會或股東會討論並決議通過者。可知在我國法律就海外發行有價證券亦有需經股東會決議之情形，在除依照章程之規定將發行海外可轉換公司債由股東會決議之情形，尚有可能因可供轉換之股份加上以發行之股份總額加計超過章程中授權資本額度時須變更章程，或者因採私募發行依法需經股東會決議之情形。

### 第一款 私募之法律規定

依照證交法第43 條之6 規定公開發行股票之公司，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意，對特定之人進行有價證券之私募，不受同法第 28 條之 1、第 139 條第 2 項及公司法第 267 條第 1 項至第 3 項規定之限制，該條第 6 項就股東會召集事由中應列舉並說明以下事項，不得以臨時動議提出。而私募海外可轉換公司債即是應適用此一規定。

#### 第一目 價格訂定方面

---

<sup>115</sup> 天下雜誌，玉山金控與淡馬錫漂亮結盟，2006 年 3 月第 343 期，  
<http://www.cw.com.tw/article/index.jsp?id=1906>，最後瀏覽日，2010 年 7 月 20 日。

關於海外可轉換公司債之轉換價格之依據及合理性，由於海外可轉換公司債之轉換價格係由董事會與承銷商考慮認購人之意願而協商而成，但其關係到是否認購人有以不相當股東取得公司股票之代價<sup>116</sup>，尤其是私募時，市場因素影響更低，是以有必要就其依據以及合理性為資訊揭露，該其為影響發行公司之股東繼續持有該公司股票之意願，以及行使決策權之基礎。另外，由本文內容所述，就轉換價格之訂定亦有辦理私募注意事項加以規範，在其中因為私募方式之轉換價格決定，不僅受公司信用、利率以及匯率等影響，亦受公司籌資目的之影響，更可能受法規<sup>117</sup>之影響，是以往往往以轉換價格低於參考價格而折價發行海外可轉換公司債，辦理私募注意事項第 3 條第 1 款第 4 目規定，在轉換價格低於參考價格之八成時，應併將獨立專家就訂價之依據及合理性意見載明於開會通知，以作為股東是否同意之參考，此一規定可謂增加公司股東得以獲知之資訊，然則是否股東即得以該獨立專家意見為其判斷決策之基礎，尚有疑問，對此，本文於上述內容亦已說明，不再贅述。

## 第二目 特定人之選擇

私募發行方式，其特定人依法為(一)銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或機構；(二)符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金；(三)該公司或其關係企業之董事、監察人及經理人。並且(二)、(三)之應募人總數，不得超過三十五人之限制。立法者以具有專業投資知識者、具有相當財力者以及公司內部人等，規定得為私募人之資格，但公司就特定人之選擇方式則須加以說明，且其如已洽定私募特定人者，並應說明其與公司之關係，因為選擇之方式以及特定人與公司之關係，會影響到公司發行之原因，而該特定人究係為上述三種中之何種類，亦可能影響到公司發行海外可轉換公司債之真正目的何在，其究竟係單純為籌資目的，抑或引進戰略投資者，甚或為拓展公司海外業務，與海外上下游公司形成策略聯盟，或可能是藉此圖利特定人等，都有待透過公司對私募必要性及轉換價格合理性，甚至特定人的選擇說明等，來讓公司既有股東有機會評估對其權益之影響。

## 第三目 辦理之理由

因為有價證券之私募，其對於公司股東而言，依照證交法第 46 條之 6 立法理由說明：「因排除原股東及員工優先認購權利，涉及股東權益，爰明定應經股東會之決議同意並應於股東會之決議通過，並應於股東會召集事由列舉說明相關

---

<sup>116</sup> 廖大穎等，前揭註 61，頁 232。

<sup>117</sup> 證交法第 48 條之 8 之閉鎖期，於海外募發準則第 26 條第 1 項第 2 款設計浮動性貼水對應募人加以補償，亦使得私募發行海外可轉換公司債通常會折價發行。

事項，不得以臨時動議提出<sup>118</sup>。」該立法理由已說明私募對於股東權益之影響，是以有必要經由公司最高決策機關股東會之通過，方得以採私募發行。

## 第二款 私募以外之法律規定

### 第一目 私募以外經股東會決議之可能

依公司法第 277 條<sup>119</sup>以及第 278 條規定<sup>120</sup>，可知在因增資而須變更章程時應經股東會決議，而在因變更章程須為股東會決議時，依照公司法第 172 條規定，其應在召集事由中列舉，不得以臨時動議提出。是以在募集發行海外可轉換公司債時，如因為加計其得轉換之股份，會因此超出公司章程股份總數時，則須先變更章程之股份總數規定，而應經股東會特別決議為之。又或者公司章程已規定，可轉換公司債之發行應先經股東會決議，則公司即使募集發行（海外）可轉換公司債時，亦是須先經股東會決議，方得為之。而在下文所討論者，係指應經股東會決議方得發行海外可轉換公司債之資訊揭露，是以僅就發行前之以增資變更章程股份總數以及章程規定須股東會決議情形，方得發行（海外）可轉換公司債之情形來加以討論。

### 第二目 股東會資訊揭露規範

在章程規定可轉換公司債之發行應先經股東會決議時，公司應依章程規定辦理，而章程在無特別規定此時應揭露何內容時，是否與私募所應揭露事項為相同解釋，則存有疑義。而因增資需經股東會決議者，其決議之議案究係僅對增資與否加以決議，抑或亦就增資之原因即發行海外可轉換公司債並其發行有關事項一併加以決議，亦是規範不清。依照《公開發行公司股東會議事手冊應行記載及遵行事項辦法》第 1 項第 7 款第 8 款，股東會議事手冊所列議案，除其他相關法令另有規定者外，應依下列情形，載明規定事項：七、變更章程時，其變更前後之內容及變更事由。八、增加資本時，其增加之數額、認股率或配股率、發行或私募價格訂定之依據及合理性、資金運用計畫項目、資金運用進度及預計可能產生效益。從上述規定可以認為，立法者在於因增資變更公司章程時，應就其增資之數額、認股率或配股率、發行之有關事項為決議，然則就募集海外可轉換公司債為變更章程原因時之是否與該條第 8 款後段之私募時應列入議案項目做相同解

<sup>118</sup> 立法院公報，第 91 卷第 10 期，2002 年，頁 417。

<sup>119</sup> 公司法第 277 條規定，公司非經股東會決議，不得變更章程。前項股東會之決議，應有代表已發行股份總數三分之二以上之股東出席，以出席股東表決權過半數之同意行之。公開發行股票之公司，出席股東之股份總數不足前項定額者，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意行之。

<sup>120</sup> 公司法第 278 條規定，公司非將已規定之股份總數，全數發行後，不得增加資本。增加資本後之股份總數，得分次發行。

釋，換言之，如變更章程時，其原因係為海外可轉換公司債之募集發行，是否就海外可轉換公司債之轉換價格訂定、辦理海外可轉換公司債之原因等應加以揭露，該規定並不明確。在私募時，係因會影響股東權益，是以有必要就該私募價格之依據以及合理性之資訊為揭露。若是可轉換公司債之募集發行係因章程規定應先經股東會決議，抑或應須先變更章程股份總數方得為之時，則所應揭露之事項存有疑問，故以下就應於股東會所為之資訊揭露標準加以討論。

### 第三目 股東會資訊揭露之重大性原則

在經營所有與經營分離前提下，立法者已經透過公司法第 202 條將大部分之決策權賦予董事會，股東會所保留決議權限正是公司最基礎和最重要事項，沒有充足之資訊所為之作為皆為盲目決策。特別是股東大會之召開，若未給予充足之資訊，實難期待達成公司治理中所強調之加強保障股東權益<sup>121</sup>，此處之資訊揭露可分為三類，一為應定期揭露事項，二為事前給予會議議程及主要內容，三為股東會中股東之詢問權<sup>122</sup>，而此處所討論者係針對第二類之資訊揭露。

所謂股東會資訊揭露之「重大性原則」，係指因資訊揭露為股東得以理性行使股東權並且進行監督之工具，然資訊揭露有其成本，如何在資訊揭露之成本與效益間取得平衡，應以「重大性原則」來判斷。「重大性原則」之討論多於變更章程、公司讓與營業或財產、公司合併分割時等，股東如何就董事會所揭露之資訊加以判斷是否得以為決策之基礎而來使用。茲就上述情形分別就我國與美國實務觀點，來加以說明股東會應為之資訊揭露。

#### 一、我國實務見解

關於公司法第 172 條第 5 項，實務見解<sup>123</sup>認為，為使股東能於會前獲得充分資訊制定理性決策以有效參與公司決策，召開股東會之董事會即有義務於會前就該是次股東會欲討論或提請股東會承認之事項予以說明，並且考量資訊揭露所欲達成之目地，並解釋手段與目的之關連性與比例原則、對於股東會議進行之效率與提出議案之彈性空間，而非高舉揭露大其無限上綱。但就變更章程時之資訊揭露認為僅須載明「變更章程」四字，而無須載明擬修正內容<sup>124</sup>，另於重大營業及財產讓與時應揭露事項，亦有相關之見解，即就公司法第 185 條第 4 項之「行為

<sup>121</sup> 王文字，前揭註 2，頁 575。

<sup>122</sup> 陳彥良，公司組織種類與股東會議程資訊之揭露，月旦裁判時報第三期，2010 年，頁 72。

<sup>123</sup> 如台灣高等法院 97 年度上字第 463 號民事判決。

<sup>124</sup> 不同意見者，朱德芳，論股東會資訊揭露之重大性原則，月旦法學雜誌第 172 期，2009 年，頁 64。

之要領」<sup>125</sup>應記載至何種程度，方能使股東得以預估該重大行為可能對其造成之不利利益，法院看法<sup>126</sup>認為倘股東得以事前知悉該次股東會之議案係屬於該條第 1 項何款規定之事項，即為記載「讓與營業與財產」為已足以保障股東相關權利之行使，由上述之實務見解，可以得知法院判決對於從變更章程至公司處分重大營業與財產，僅需在召集事由記載「變更章程」，以及「讓與營業與財產」，依照實務判決之看法，在公司法已有明定須記載之召集事由，都僅須記載該上述事由即為已足，況且發行海外可轉換公司債僅為變更章程之原因，依實務之一貫見解，僅記載「變更章程」為已足，則更何況發行海外可轉換公司債僅為變更章程之原因或僅為章程所規定之股東會決議事項，因此，如依上述實務之一貫見解，則僅記載「變更章程」或僅記載「發行可轉換公司債」即可能被實務認為已足夠，而無須進一步說明可轉換公司債發行細節，則自然可能發生無須就海外可轉換公司債之轉換條件的發行有關事項於股東會為足夠之資訊揭露。

## 二、美國實務見解

美國就有價證券之資訊揭露於「安隆案」<sup>127</sup>發生前，係依聯邦法與州法之雙軌制<sup>128</sup>，但隨著企業弊案頻傳，美國國會遂訂定「沙賓法案」以擴大聯邦法規在公司治理規範上之範圍與力度，而德拉瓦州公司法亦有所回應，為取回該州於公司治理規範上之主導地位，其以透過大量法院判決加以確定董事資訊是否符合受託義務下資訊揭露義務 (The Fiduciary Duty of Disclosure)<sup>129</sup>，以建構資訊揭露義務之內涵與範疇。以下則就美國德拉瓦州實務見解加以說明。

依德拉瓦州公司法第 141 (a)條明文規定<sup>130</sup>，公司業務係由董事會決定，但也因而對公司與股東負有受託義務(The Fiduciary Duty)。德拉瓦州公司法第 222(a)

---

<sup>125</sup> 公司法第 185 條：「公司為左列行為，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之同意行之：一、締結、變更或終止關於出租全部營業，委託經營或與他人經常共同經營之契約。二、讓與全部或主要部分之營業或財產。三、受讓他人全部營業或財產，對公司營運有重大影響者。公開發行股票之公司，出席股東之股份總數不足前項定額者，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意行之。前二項出席股東股份總數及表決權數，章程有較高之規定者，從其規定。第一項行為之要領，應記載於第一百七十二條所定之通知及公告。第一項之議案，應由有三分之二以上董事出席之董事會，以出席董事過半數之決議提出之。」

<sup>126</sup> 台灣高等法院 95 年度上字第 976 號民事判決。

<sup>127</sup> 安隆案的股鑑，新台灣新聞週刊第 567 期，2007 年 2 月 1 日，見 <http://www.newtaiwan.com.tw/bulletinview.jsp?bulletinid=67506>，最後瀏覽日，2010 年 7 月 20 日。

<sup>128</sup> 美國聯邦證券法規僅涉及公開公司之資訊揭露，以及反證券詐欺予以著墨；關於公司股東會之召集程序與資訊揭露相關規定，以及資訊揭露不實時之救濟等相關問題，則屬於各州公司法規範範疇。朱德芳，前揭註 124，頁 48-49。

<sup>129</sup> 朱德芳，前揭註 124，頁 53-54。

<sup>130</sup> DGCL § 141(a),原文如下：The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation. If any such provision is made in the certificate of incorporation, the powers and duties conferred or imposed upon the board of directors by this chapter shall

條規定<sup>131</sup>，股東會開會時，應寄發開會通知，載明開會地點、日期與時間，倘係召集股東臨時會，則開會通知應載明事由。德拉瓦州公司法第 242(b)(1)條規定<sup>132</sup>，倘股東會有變更章程之決議案時，開會通知應載明擬修正章程內容之全部或摘要。上述規定即是德拉瓦州公司法對於有關股東會之資訊揭露規定，而其判斷標準，應依美國聯邦法於著名的 TSC v. Northway 一案中所確立之「重大性標準」(The Materiality Standard)<sup>133</sup>為依歸，即理性投資人認為相關資訊之揭露將對其資訊之整體判讀有重要影響時，此一資訊即為具有重大性之資訊，董事會應揭露具備「重大性標準」之資訊。而德拉瓦州最高法院在 Stroud v. Grace<sup>134</sup>更揭示開會通知之相關資訊之揭露，包括擬修正之章程議案，必須以清楚且不模糊(Reasonable Clarity and Be Unambiguous)的方式載明之，德拉瓦州公司法對於董事會資訊揭露義務內涵則藉由上述法院判決加以建構。

因為「具重大性之資訊」受限於文義之侷限，其勢必須藉由司法實務之手加以充實及確定內涵，是以德拉瓦州法院分別就 Weinberger v. UOP<sup>135</sup> 以及 Upper Deck. Co. v. Topps Co.<sup>136</sup> 兩案之判決揭示許多具指標性之德拉瓦州公司法判斷標準<sup>137</sup>，就相關資訊揭露方面，前者指出，董事本其受託義務，必須將其所能掌握、

---

be exercised or performed to such extent and by such person or persons as shall be provided in the certificate of incorporation.

<sup>131</sup> DGCL § 222(a),原文如下：Whenever stockholders are required or permitted to take any action at a meeting, a written notice of the meeting shall be given which shall state the place, if any, date and hour of the meeting, the means of remote communications, if any, by which stockholders and proxy holders may be deemed to be present in person and vote at such meeting, the record date for determining the stockholders entitled to vote at the meeting, if such date is different from the record date for determining stockholders entitled to notice of the meeting, and, in the case of a special meeting, the purpose or purposes for which the meeting is called.

<sup>132</sup> DGCL § 242(b)(1),原文如下：If the corporation has capital stock, its board of directors shall adopt a resolution setting forth the amendment proposed, declaring its advisability, and either calling a special meeting of the stockholders entitled to vote in respect thereof for the consideration of such amendment or directing that the amendment proposed be considered at the next annual meeting of the stockholders. Such special or annual meeting shall be called and held upon notice in accordance with § 222 of this title. The notice shall set forth such amendment in full or a brief summary of the changes to be effected thereby, as the directors shall deem advisable.

<sup>133</sup> TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976),判決原文如下：... defining material facts as "all facts which a reasonable shareholder might consider important."... an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote. ... It does not require proof of a substantial likelihood that disclosure of the omitted fact would have caused the reasonable investor to change his vote, but contemplates a showing of a substantial likelihood that, under all the circumstances, the omitted fact would have assumed actual significance in the reasonable shareholder's deliberations.,... "so obviously important to an investor that reasonable minds cannot differ on the question of materiality"...

<sup>134</sup> Stroud v. Grace, 606 A.2d 75 (Del. 1992),判決原文如下：Clearly, for a notice to comply with §§ 222 (a) and 242(b)(1) the information set forth including the proposed action, must be stated with reasonable clarity and be unambiguous...

<sup>135</sup> Weinberger v. UOP, Inc. 457A. 2d 701 (Del.1983).

<sup>136</sup> Upper Deck. Co. v. Topps Co.( In re Topps Co. S'holders Litig.), 926A. 2d 58(2007).

<sup>137</sup> Weinberger v. UOP 一案對德拉瓦州公司法之意義：確認異議股東股份收買請求權之股份公平價值之評價方式，以及如何判定原告股東因資訊揭露不實之賠償金額，尤其是如何透過衡平救濟原則之操作，使股東訴權成為維持市場秩序之重要工具等議題。參閱朱德芳，前揭註 124，頁 58。

對股東表決具有重要性之資訊予以揭露；在後者，則說明在公司欲出售或者進行控制權交易時，公司董事會負有一 Revlon duty，即應採取合理之措施確保公司股東可以獲得最高價格，並且因為公司董事會有操縱股價評價基礎之可能，則公司董事會須完整揭露投資銀行對其合併價格之意見，方才符合公司董事會之揭露義務。

### 三、股東會資訊揭露之重大性原則的適用餘地

就募集發行海外可轉換公司債而言，其本屬於公司經營層於業務範圍內得以自由決定之業務行為，但在以應經股東會決議或變更章程之前提下方得發行海外可轉換公司債時，由於海外可轉換公司債之發行因其發行條件將使得市場對於公司營運狀況做出判斷，進而對公司股價造成影響，而以德拉瓦州法院所揭示之董事會資訊揭露內涵觀之，雖其非就公司發行可轉換公司債之情形下資訊揭露判斷標準，但亦有可以借鏡之處，蓋其相同涉及具備專業知識之獨立專家對於股價(對於海外可轉換公司債即是轉換價格)之評價意見以及章程之修改時須於股東會之召集事由載明之方式，因而以下分別就章程規定發行海外可轉換公司債須經股東會決議，以及應變更章程增加股份總數時，分別說明之。

如在發行海外可轉換公司債規定由股東會決議之情形，如公司係依私募方式發行，其轉換價格之依據及合理性依證交法規定須為揭露無疑，如公司章程僅規定海外可轉換公司債之發行須經股東會決議，但並無就是否揭露轉換價格之依據及合理性為規定，因我國法規未強制採募集發行之公司就其轉換價格為資訊揭露，而該轉換價格訂定之依據以及合理性卻關乎公司股東權益是否可能受損，不僅須考量該海外認購人是否以不相當之代價取得公司股份，更須考量該轉換價格之擬定對於公司股價之影響，是為一「所有與交易有關之訊息」<sup>138</sup>，亦即應屬是一般股東認為對於其做成應賣股票與否之決定有重大性者<sup>139</sup>，蓋轉換價格之擬定是否高於公司股價均可能影響公司股東是否繼續持有該公司股票之意願，亦為是否對於公司發行海外可轉換公司債議案為決策之基礎，因而如不加以揭露完整之資訊，公司股東如何判斷是否贊成公司發行海外可轉換公司債之議案。

在應事先變更章程增加公司股份總數以供足夠可轉換股份之情形者，依照我國實務之見解，對於變更章程之事項或原因，董事會實際上並無須列入召集事由中，僅須記載「變更章程」即為已足，因此，如其原因係因發行海外可轉換公司債而變更章程，股東亦可能無法就發行條件於事先獲得充足之資訊，於此情況下，股東如何就變更章程為判斷。若依照美國聯邦法於 TSC v. Northway 一案中所建構資訊揭露之「重大性標準」，即理性投資人認為相關資訊之揭露將對其資訊之

<sup>138</sup> 如 Weinberger v. UOP, 457 A.2d 701,709(Del.1983)該案中之見解。

<sup>139</sup> 朱德芳，前揭註 124，頁 58。

整體判讀有重要影響時，必須以清楚且不模糊之標準就修正之章程議案加以記載，因此，若是在美國實務上因變更章程係因發行海外可轉換公司債之場合，而該發行條件又會影響到股東決定是否變更章程之意願者，則在通知股東時，亦須就該發行條件揭露完整資訊，以確保股東得以事先獲得充足之資訊，使其得依據該資訊加以判斷而為股東會決議或投資決策。

### **第三項 檢討我國股東會之資訊揭露規範**

股東會之資訊揭露，關係到公司股東獲得之資訊是否足以為決策之基礎，在發行海外可轉換公司債時可能造成股東權益受損之場合尤其重要。本節所論述涉及公司發行海外可轉換公司債時，股東會前包括股東會議當中公司董事會所應為之資訊揭露，由於並非所有發行海外可轉換公司債之場合，均有股東表達意見之權利，在法律就可轉換公司債尚未賦予股東會決議前，仍應使既有股東在公司資訊之取得優先於一般投資者之地位，否則股東之聽取權即有空洞化之嫌，而在於其他須經股東會決議之情形，由於我國僅在私募有價證券規定較為詳盡之規範，使得董事會須就其海外可轉換公司債之發行議案前為說明，但以海外可轉換公司債之發行，無論係採募集或者私募方式，其轉換價格之發行條件如相同，對於公司股東而言，其權益受侵害之程度並不因發行方式而有所區別，而立法者在募集與私募方式採不同態度之立法方式，即可能尚未考量募集海外可轉換公司債之股東權益所受影響，如立法者未能就海外可轉換公司債採一致之態度，該立法上之差異性亦可能成為發行公司以募集之名而為私募之實之漏洞，是以對海外可轉換公司債之發行公司董事會，無論其係以何種方式發行，均需使其負發行前有詳盡之資訊揭露義務，而在私募發行時股東會資訊揭露之規定，在其轉換價格低於參考價格時，須一併附獨立專家之意見，而該獨立專家之意見如本文所述，首先並未排除該輔導發行公司之承銷商為獨立專家之可能，另外該獨立專家之意見亦係就該轉換價格訂定之依據及合理性之意見，可能並未充分揭露其對於股東權益之影響，如衡諸美國法院對資訊揭露內涵所建立之標準，則我國就海外可轉換公司債於股東會之資訊揭露實有改善之餘地，方得以確保股東權益不致受到侵害。

### **第四節 發行海外可轉換公司債於決議後之資訊揭露**

在一連串「地雷股」發生之後，我國對於公司發行海外可轉換公司債之要求，改進最多之部分即是在於主管機關之審查密度，以及對於該海外可轉換公司債之資訊揭露規定，而海外可轉換公司債之資訊公開揭露規範不僅關係一般投資人之權益，亦影響到發行公司股東是否得依相同管道，而藉此獲得足以判斷是否繼續成為該公司股東之資訊。而海外可轉換公司債之申報時應公告之規定，以及發行

後應即時公告之規定已於第二章介紹，本節僅簡單說明。另外在海外可轉換公司債之回流時應遵守之資訊揭露規定以及凍結期間之目的，如同上述，雖其目的在於保護國內投資人，但其所揭露之資訊以及凍結期間亦關係股東權益，本節將就我國目前海外可轉換公司債制度，輔以美國法之相關規範，加以比較我國目前海外可轉換公司債事後資訊揭露是否尚有改善之餘地。

## 第一項 海外可轉換公司債決議發行後之資訊揭露

海外可轉換公司債於決議發行後包括採募集方式經董事會決議，與依照私募方式而經股東會決議之情形，而在其發行之決議做成後之資訊揭露包括：

### 一、海外可轉換公司債訂價日後之資訊揭露

依照海外募發準則第26條規定，發行公司須於訂價日2日內，於公開資訊觀測站公告該次海外可轉換公司債之有關事項，包括該次發行：1、海外可轉換公司債總額、票面金額、發行價格及預定發行日期；2、海外可轉換公司債利率；3、海外可轉換公司債償還方法及期限；4、海外可轉換公司債有擔保者，擔保之種類名稱；5、海外可轉換公司債轉換辦法及重要約定事項；6、海外可轉換公司債發行及交易地點；7、特定人認購之應公告事項，包括認購之目的、認購之張數及總金額、特定人與發行人之關係；8、募得資金運用計畫及預計可能產生效益；9、對股東權益之主要影響。且依同條第2項亦規定前述事項於公告後如有變更，應於發行完成日起二日內，補正公告變更項目。

而轉換價格之決定係說明其已完成發行前之所有發行程序或已洽定認購人，已準備發行，因為在發行公司經過董事會或股東會之決議後，係授權於一定時間內由董事會自由決之，如不規定公司之公告義務，公司股東即無法得知公司是否已發行海外可轉換公司債，以及該次發行海外可轉換公司債最終確定之轉換價格，將使得公司股東無法即時獲得該次海外可轉換公司債發行之資訊，因而可能造成股東欠缺判斷對其權益影響之依據。

### 二、海外可轉換公司債異動情形之即時公告

依照海外募發準則第28條規定，於海外可轉換公司債發行後，每月二十日及終了五日內，應於金管會指定之資訊申報網站分別輸入截至當月十五日止及前一個月底止之「海外公司債異動情形報表」，並向中央銀行申報。本條之規定在於使公司股東得以獲得公司發行之海外可轉換公司債在外流通之定期資訊，及每月份認購人行使轉換權或公司贖回等之情形。

### 三、證交法第 36 條第 2 項第 2 款重大影響之及時公告

依照海外募發準則第 8 條規定，發行人申報募集與發行海外有價證券，自所檢附最近期財務報告資產負債表日至申報生效前，發生證交法第 36 條第 2 項第 2 款規定對股東權益或證券價格有重大影響之事項，除依規定於事實發生日起二日內公告並向金管會申報外，應視事項性質檢附相關專家意見，洽請簽證會計師表示其對財務報告之影響提報金管會。並且就上述事項，限制除依法令發布之資訊外，不得對特定人及不特定人說明或發布財務業務之預測性資訊。又發行人對外發布任何與申報書件不符之資訊，應修正相關資料提報金管會。

上述規定即是在於海外可轉換公司債於申報後至生效前之一段時間內，發生對於證交法第 36 條第 2 項第 2 款之對股東權益及證券價格之重大影響事項，而可能將影響股東持有發行公司股票之意願以及金管會審核發行公司該次海外可轉換公司債之依據，是以有必要加以規範。

### 四、依發行當地法令製作之公開說明書與即時揭露事項

依照海外募發準則第 11 條第 1 項第 1 款，依發行當地國證券法令規定所編製之公開說明書，應上傳至公開資訊觀測站。但發行海外存託憑證供海外公司債轉換或認購者，得免上傳。又依照海外募發準則第 11 條第 1 項第 7 款，依上市地國政府法令及其證券交易所規章之規定即時公告或申報之重大情事者，應同時於國內之公開資訊觀測站公告。

由於海外可轉換公司債於非國內發行，僅須在發行當地國依當地之證券法令製作公開說明書並為相關資訊揭露，由於係於海外發行，其需依照之資訊揭露標準與國內不同，為使發行人於海外公告或揭露之訊息，能同為國內投資人或主管機關瞭解，是以依照當地法令應揭露事項，亦須於國內為公告。又依照現行國際間之資訊揭露標準，除了盧森堡等地較為寬鬆外，其他等地之財務資訊揭露標準均較國內財務資訊揭露之標準為高，對公司股東而言，不僅有助其得以海外資訊揭露標準了解公司之營運狀況外，並得藉由海外之資訊揭露判斷股東持有之股票價值。

### 五、募得資金運用計畫進度及計畫變更

依照海外募發準則第 11 條第 1 項第 2 款、第 3 款、第 4 款、第 6 款，即是對於發行公司募得資金之運用計畫規定，除須對募得資金運用計畫進度定期公告外，並洽請原證券承銷商或者簽證會計師按季評估資金用途之合理性以加強控管

作業，並規定符合資金運用計畫變更時，除須董事會決議並提報股東會追認，依法仍須公告。此一規定在於之前發生之種種弊案當中，部分案例有募得資金遭挪用之情形，因而應讓公司股東亦可從公開資訊觀測站得知公司對於募得資金運用計畫之資訊，藉以判斷公司當前之營運狀況。

## 六、認購人為特定人或策略性投資人

依照海外募發準則第 11 條第 2 項規定，海外有價證券如有特定人或策略性投資人認購者，應將認購名單及其個別認購價格及數量，揭露於公開說明書並輸入本會指定之資訊申報網站。此即為對認購人之資訊揭露，蓋因無論募集或私募發行，均不排除與公司經營階層之關係人認購，此處對於認購人之資訊揭露有助於公司股東對於內線交易之可能，並加以判斷是否繼續持有該公司股票；另外，如係海外之專業投資機構，亦有套利行為之可能性，造成公司股價下跌，使股東權益受損，是以對認購人之資訊揭露有助於該公司股東作為是否繼續持有該公司股票之判斷基礎。

## 七、小結

從之前幾年國內陸續發生之金融弊案，多以海外可轉換公司債為掏空公司資產工具，金管會為避免有發行公司再次利用相同之方式損害公司股東以及交易市場上之投資者，加強於發行公司申報時之審查密度，並且亦在發行公司之資訊揭露有相當程度之修正<sup>140</sup>，但依照近年來發行海外可轉換公司債案件逐年遞減之現象，可以得知主管機關僅是提高海外發行可轉換公司債之門檻，拉高海外籌資案件之要求，似乎未曾考慮其他有需要以較低成本之管道赴海外籌資目的之公司，蓋海外發行可轉換公司債之目的仍係在於使企業得以為達成其營運目的而得以成本較低之方式赴海外籌資，而主管機關對於海外可轉換公司債造成之弊端所為之種種努力，似乎僅在於拉近公司於國內籌資與在國外籌資之標準，而未能在促進公司之發展前提下，同時兼顧保護公司股東以及一般投資人之權益，因為在公司利益與股東利益一致時，如因為主管機關因為該公司之債信能力不佳而退回其海外可轉換公司債之申報，不僅未能達其促進企業發展之前提，對於股東之權益保護亦無正面之幫助，是以本文在以下就海外發行可轉換公司債控管機制對於股東權益之保護，與外國之制度加以比較，以檢討本國規範是否尚有改善之餘地。

---

<sup>140</sup> 發行人募集與發行海外有價證券處理準則第 11 條之現行規定，即是因應博達案之發生，金管會為提升海外可轉換公司債承銷配售透明度而作出修改。沈達，我國海外發行法制之檢討，台北大學法律系碩士論文，2006 年，頁 85。

## 第二項 海外可轉換公司債轉換後之資訊揭露

於公司發行海外可轉換公司債之場合，因為在國內無須製作公開說明書，僅需依照發行當地國之證券法令製作公開說明書，往往成為發行公司利用海外發行可轉換公司債較為寬鬆之審查密度，以規避國內發行可轉換公司債時主管機關之嚴格審查，因其在行使轉換權後而將回流至我國交易市場之特性，更成為不肖發行公司以之為牟利之工具，而造成公司股東以及交易市場上投資者之權益受損，而為保護投資人之以及股東權益，首先，以一定期間之限制，使投資人在時間內獲得充足資訊，並得以之為投資決定之基礎；另外，因該海外可轉換公司債並未在國內以公開說明書為資訊揭露，在其回流至國內之證券市場時，是否須依我國法令製作公開說明書而為資訊揭露呢？有必要加以說明。

經由上述介紹之資訊揭露規定，雖係針對國內投資人之保護，但其係確保投資人得以獲得該海外可轉換公司債充足資訊之手段，包括債券一定期間之轉讓限制以及其公開發行之要求，故上述關於應於公開資訊觀測站所為公告之規定，亦為股東獲得資訊之管道，發行公司之股東得以在轉換條件規定尚未能轉換之該一定期間內獲得該海外可轉換公司債之充足資訊，並藉此評估衡量是否出賣其持有公司之股票(未行使轉換權之前，此時應尚未對股價造成重大之影響)，以及在其轉換後之股票回流至國內證券市場時，是否經由製作公開說明書，並藉由公開說明書所揭露之資訊，將影響到綜合判斷是否繼續持有該公司股票之依據，故關於對國內投資人之資訊揭露規範，亦同時會關係到發行公司既有股東之權益，實有討論之必要。

### 第一款 我國海外可轉換公司債轉換權之一定期間限制

#### 第一目 以募集方式發行

依股份自由轉讓原則，在海外可轉換公司債轉換為股票之後，本即不受任何限制，但海外可轉換公司債於轉換前，通常在發行條件中設計一凍結期間，係為避免持有人過早轉換，而影響發行公司之財務規劃，而持有人須得在該轉換權凍結期間過後，方得將海外可轉換公司債轉換成股票，在海外募發準則並無就海外可轉換公司債轉換權凍結期間有相關之規定，是以依照海外募發準則第 23 條第 3 項規定，海外公司債轉換之相關事項除有適用國際間之慣例者外，準用發行人募集與發行有價證券處理準則第三章第二節有關規定。

而依照募發準則第32條，其對可轉換公司債轉換權凍結期間規定，轉換公司債自發行日後屆滿一定期間起至到期日前十日止，除依法暫停過戶期間外，其持有人得依發行人所定之轉換辦法隨時請求轉換。前項所稱一定期間，應由發行人

於轉換辦法中訂定之。另外該一定期間之約定，依照自律規則第 4 條之 3 第 1 項、第 2 項規定，該一定期間不得少於一個月，並應由發行人或外國發行人於轉換辦法中訂定之。

是以，雖然該自律規則為一不具備法拘束力之規範，但依其規定須於轉換辦法中訂定之，而該自律規則可能為主管機關審查海外可轉換公司債之依據，故如本文之前所述，主管機關可能會因轉換辦法中之轉換權凍結期間少於一個月而退回公司申報之發行海外可轉換公司債案件。惟須注意者，以募集方式所發行之海外可轉換公司債並無轉讓期間之限制，其於轉換權凍結期間內，仍得轉讓之，只不過不得行使轉換權。

## 第二目 以私募方式發行

如係以私募方式發行，對私募認購人之凍結期間，在認購人符合《華僑及外國人投資證券管理辦法》(以下簡稱為華外人投資辦法)第 3 條規定<sup>141</sup>之主體，則依照同法第 24 條第 2 項之規定，華僑及外國人持有國內發行公司私募之海外可轉換公司債，依發行及轉換辦法，請求轉換股票者，自該私募海外公司債交付日起滿三年，始得請求轉換。然則，私募有價證券時不僅有轉換權凍結期間之限制，更有債券轉讓期間之限制，相關規範則依照證交法第 43 條之 8 規定，原則上該私募取得之有價證券後不得轉讓期間為三年<sup>142</sup>，除有：一、第 43 條之 6 第 1 項第 1 款之人持有私募有價證券，該私募有價證券無同種類之有價證券於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣，而轉讓予具相同資格者；二、自該私募有價證券交付日起滿一年以上，且自交付日起第三年期間內，依主管機關所定持有期間及交易數量之限制，轉讓予符合第 43 條之 6 第 1 項第 1 款及第 2 款之人；三、基於法律規定所生效力之移轉；四、私人間之直接讓受，其數量不超過該證券一個交易單位，前後二次之讓受行為，相隔不少於三個月；五、其他經主管機關核准者。證交法第 43 條之 8 第 2 項因此亦規定，有關私募有價證券轉讓之限制，應以明顯文字註記，並於交付應募人或購買人之相關書面文件中載明。

由私募有價證券之規定可以發現，立法者對於私募有價證券時，在其為達成短時間內募得資金之目的，得以洽定特定人認購其發行之有價證券，而不必如同募集方式須經繁瑣之程序以及支出高昂之發行成本，但因私募時為吸引特定人之認購意願，因而該認購價格往往有利於認購人，而有價證券會因公司之營運狀況而有風險存在，故認購人原則上應以是否願意承擔該有價證券之風險來作為投資

<sup>141</sup> 華僑及外國人投資證券管理辦法第 3 條：「本辦法所稱境內華僑及外國人，指居住於中華民國境內領有華僑身分證明書或外僑居留證之自然人或外國機構投資人。本辦法所稱境外華僑及外國人，指在中華民國境外之華僑及外國自然人或外國機構投資人。本辦法所稱外國機構投資人，指在中華民國境外，依當地政府法令設立登記者，或外國法人在中華民國境內設立之分公司。」

<sup>142</sup> 證交法第 43 條之 8 第 1 項第 3 款。

判斷，而非僅為利用以私募較低價格取得之有價證券，與證券市場上之差價來謀取利潤，故立法者即以客觀上一定期間經過的限制轉讓之持有期間，來確定認購人具有承擔該有價證券風險之意願，是以對私募有價證券規定須在一定期間內不得轉讓之限制。

## 第二款 我國海外可轉換公司債回流之資訊揭露規定

### 第一目 募集方式

海外可轉換公司債若以募集方式發行，依照海外募發準則第 6 條之規定應向主管機關為申報生效後方得發行，僅須依照發行當地國之證券法令製作公開說明書，國內無須製作公開說明書，而回流至國內時，依照華外人投資辦法第 24 條第 1 項之規定<sup>143</sup>，在該持有人行使轉換權後，該轉換後之股票自得以在國內之證券市場出售，而無須再辦理公開發行程序，該轉換後之股票於證券市場上自然無須依照公開發行程序製作公開說明書並依此為資訊揭露。

### 第二目 私募方式

依照華外人投資辦法第 24 條第 3 項之規定，在海外可轉換公司債經轉換國內發行公司之有價證券，於該私募海外公司債交付日起滿三年，經國內發行公司申報金管會補辦公開發行後，始得於國內市場出售。另外辦理私募注意事項第 6 條亦規定，應自該私募海外可轉換公司債(包括嗣後轉換之股票)交付日起滿三年後，先取具證交所或櫃檯買賣中心核發符合上市或上櫃標準之同意函，始得向金管會申報補辦公開發行。從上述條文可知於私募海外可轉換公司債時，在限制轉讓期間經過後，其仍須補辦公開發行，始得於國內證券市場出售。而公開發行依證交法第 30 條第 1 項之規定，須另行加具公開說明書，則其即可為私募海外可轉換公司債於回流國內市場時之資訊揭露手段。

## 第三款 小結

### 一、轉換權之限制

---

<sup>143</sup> 華僑及外國人投資證券管理辦法第 24 條第 1 項規定，華僑及外國人得將其持有國內發行公司所發行或私募附轉換或認購股份條件之海外公司債，依發行及轉換或認購辦法，請求轉換為或認購國內發行公司所發行之有價證券。

我國就海外可轉換公司債之發行，得以該認購之對象是否特定，區分為募集方式以及私募方式，但依照上述規定可知，對於公司股東而言，如以募集方式發行，其雖有轉換權凍結期間之限制，但於發行後並不限制其轉讓，亦即該海外認購人於取得海外可轉換公司債之後，如欲回流國內轉換成公司股票，僅須經過凍結期間之限制，但於凍結期間內在海外轉讓或者轉讓回國內，並不受相關規範以及主管機關之限制，即產生兩個疑問，首先，該凍結期間如係以自律規則所訂定之至少一個月，該期間之限制與國內可轉換公司債相同之情況下，該海外可轉換公司債之發行本即未在國內製作公開說明書之資訊相關揭露，且審查密度又低於國內募集所發行之可轉換公司債，則該公司既有股東於此一轉換權凍結期間內是否能獲取充足之資訊以判斷是否繼續成為該公司股東；再者，對於其轉讓不受限制之情形下，恐將難以避免發行公司以募集方式發行，而實際上為私募發行之可能，更有內線交易之疑慮產生。

而在私募發行規定之轉讓期間限制，係因為其對於轉讓之後手具有資訊上之優勢，並且亦有承擔該海外可轉換公司債風險之意願，但如與募集發行之海外可轉換公司債比較之下，在國內同樣未依我國法令製作公開說明書，而依發行當地之法令製作公開說明書，而無論採募集方式或私募方式，該海外可轉換公司債之認購人對於國內之後手，均有資訊上之優勢，如未使募集發行之認購人與依私募發行之認購人，負有相同轉讓期間之限制，如何判定採募集方式時之認購人承擔該海外可轉換證券風險之意願，而未對轉讓期間以法令限制之，更使得採募集發行方式之發行公司股東，因轉換權凍結期間時間過短，因而資訊揭露揭露不完全且難以判斷是否繼續持有該發行公司之股票。

## 二、回流之資訊揭露

由於海外可轉換公司債在行使轉換權後有回流之特性，並且在發行時未於國內依照證交法第 30 條規定製作公開說明書，而公開說明書之製作目的即是在保障國內投資人得以獲得該有價證券發行時之充足資訊，而發行海外可轉換公司債，則國內投資人即無法取得上述資訊揭露之保障，於此之際，該發行公司之股東亦無從就該海外可轉換證券轉換後之股票取得其所需之資訊。若是私募，因其於轉讓限制期間經過而為能於國內證券市場交易，發行公司補辦公開發行。然則，就海外可轉換公司債而言，其本係於海外發行，國內股東以及投資人可以獲得該海外可轉換公司債之資訊僅得由公開資訊觀測站獲得，相較於公開說明書而言，其在資訊揭露上仍有相當之差距，但立法者僅於以私募方式發行時，方有規定應補辦公開發行而提出公開說明書，似乎未曾考慮以募集方式發行之海外可轉換公司債於轉換後，其資訊於國內亦同樣不完備，且國內投資人相較於該海外認購人亦處於資訊上之弱勢地位，故立法者未能就海外可轉換公司債之募集與私募為相同資訊揭露規定，對於公司股東而言，其在募集海外可轉換公司債回流時，仍僅得

依公開資訊觀測站得知該轉換後之有關資訊，從國內股東權益立場而言，將減少其獲得資訊之管道，進而影響其判斷是否繼續持有該公司股票之基礎。

### 第三項 美國就海外可轉換公司債回流時之資訊揭露

#### 第一款 Regulation S 概述

依照美國《一九三三年證券法》(以下簡稱證券法)Section 5 之規定<sup>144</sup>，有價證券之發行與出售，應向主管機關申報登記，該主管機關為美國聯邦證券管理委員會(Securities and Exchange Commission, S. E. C.，以下簡稱證管會)。該條規定以申報時之登記聲明以及對投資人之公開說明書要求為核心，以使得投資人獲得足夠之資訊而得以做自我負責之判斷。美國證管會於 1990 年頒佈 Regulation S 以「領域原則」<sup>145</sup>作為登記規範的管轄基礎，即是須登記之發行行為，限於發生於美國者，換言之，證券法 Section 5 之登記聲明及公開說明書之要求，於符合 Regulation S 規範之海外有價證券發行以及轉讓之行為，並無適用之餘地。

在 Regulation S 以下有 5 個規則，分別是 Rule 901 之一般適用原則(the General statement)，即是對 Regulation S 的一般性陳述；Rule 902 的定義部分(Definitions)，則對 Regulation S 中所用到的一些特定名詞作定義上的闡述；Rule 903 對發行人安全港(Issuer Safe Harbor)之規定，闡明由發行人(Issuer)、銷售者(Distributor)、其各自的成員或代表人所為的證券募集或銷售行為，在何種情況下符合 Rule 901 之要件；Rule 904 對轉售安全港(Resale Safe Harbor)之規定，為闡明有關於上述 Rule 903 之證券於海外轉售時的處理方式；以及 Rule 905 對上述證券之轉售限制(Resale Limitations)。

在適用 Regulation S 之 Rule 903、Rule 904 之發行或轉售安全港條件，均須滿足：一、海外交易(Offshore Transactions)。二、無直接銷售活動(No Directed Selling Efforts)兩共通條件。

#### 第一目 海外交易

---

<sup>144</sup> 15USC §77e.

<sup>145</sup> 「領域原則」，係指若一個行為完全在一國境內發生，或相當程度之部分在該國發生，或某人在一國之內或某物在一國之內，則該國可對之行使管轄權。王文宇，金融市場國際管轄之研究，國立臺灣大學法學論叢，第 25 卷第 1 期，1995 年，頁 100。

海外交易，其定義包括<sup>146</sup>：(一)、出售證券之要約非對「美國國內」之人為之。(二)、銷售行為之完成須符合下列其一：(1)、交易時，購買人在美國國外(或出售人之任何代理人合理地確信購買人在美國海外)。(2)、在發行人安全港的情況，交易係透過任何已確立的外國證券交易所(Established Foreign Securities Exchange)所作成；在轉售情形，交易係位於或透過「經指定的境外證券市場」做成，且不能事先安排國內交易對象。

## 第二目 無美國國內直接銷售活動

必須於美國國內無直接銷售活動，才能適用 Regulation S，而無需遵守證券法 Section 5 之登記聲明及公開說明書的要求。所謂直接銷售活動，係指依 Regulation S 發行之證券，在美國境內創造市場需求的所有行為，這些行為包括在美國有一般流通量<sup>147</sup>之出版品中刊載廣告提及將以 Regulation S 規定發售之證券<sup>148</sup>，但如符合一定條件下，下述將不構成直接銷售活動：(一)依美國或外國法律要求發布的公告或廣告；(二)、符合一定條件之分類廣告(Tombstone Advertisement)和符合 Rule 135<sup>149</sup>規定之聲明，或是外國證券商的報價；(三)、在滿足 Rule 135e 的要件<sup>150</sup>下，允許外國發行人讓新聞工作者參與允許外國發行人讓新聞工作者參與其海外舉行的記者會等<sup>151</sup>。

---

<sup>146</sup> 17 C.F.R. §230.902 (h)(1)(1998),原文如下：Offshore transaction. (1) An offer or sale of securities is made in an “offshore transaction” if:

(i) The offer is not made to a person in the United States; and  
(ii) Either:

(A) At the time the buy order is originated, the buyer is outside the United States, or the seller and any person acting on its behalf reasonably believe that the buyer is outside the United States; or

(B) For purposes of:

( 1 ) Section 230.903, the transaction is executed in, on or through a physical trading floor of an established foreign securities exchange that is located outside the United States; or

( 2 ) Section 230.904, the transaction is executed in, on or through the facilities of a designated offshore securities market described in paragraph (b) of this section, and neither the seller nor any person acting on its behalf knows that the transaction has been pre-arranged with a buyer in the United States.

<sup>147</sup> 17 C.F.R. 230.902 (c)(2)(1998),指出出版品之印製主要是為了美國國內派送，或在過去+二個月於美國國內之平均發行情量達每期一萬五千份以上。如果一印製個別美國版本之出版品除去該美國版本不會構成在美國之一般發行，則僅以其美國版本計算。

<sup>148</sup> 17 C.F.R. §230.902 (c)(1)(1998),原文如下：“Directed selling efforts” means any activity undertaken for the purpose of, or that could reasonably be expected to have the effect of, conditioning the market in the United States for any of the securities being offered in reliance on this Regulation S (§230.901 through §230.905, and Preliminary Notes). Such activity includes placing an advertisement in a publication “with a general circulation in the United States” that refers to the offering of securities being made in reliance upon this Regulation S.

<sup>149</sup> Rule 135 允許發行人在申報之前階段發佈合於 Section 5 目的之訊息。沈達，前揭註 140，頁 110；17 C.F.R. §230.135(a)(1998),原文如下：When notice is not an offer. For purposes of section 5 of the Act (15 U.S.C. 77e) only, an issuer or a selling security holder (and any person acting on behalf of either of them) that publishes through any medium a notice of a proposed offering to be registered under the Act will not be deemed to offer its securities for sale through that notice.

<sup>150</sup> 17 C.F.R. §230.135e(1998),原文如下：

## 第二款 Regulation S 制度下之海外可轉換公司債

### 第一目 限制證券之地位

Rule 905 之規定為本國發行人依 Rule 901 或 Rule 903 所發行之權益證券，將被視為證券法 Rule 144 所定義之限制證券。依此，任何本國發行人發行符合 Rule 144 所定義限制證券之權益證券，依 Rule 901 或 Rule 904 轉讓後，仍將被視為是限制證券<sup>152</sup>。而所謂權益證券(Equity Securities)，所指者為股票、可轉換為股票之

---

a. an issuer that is a foreign private issuer (as defined in Rule 405) or a foreign government issuer, a selling security holder of the securities of such issuers, or their representatives will not be deemed to offer any security for sale by virtue of providing any journalist with access to its press conferences held outside of the United States, to meetings with issuer or selling security holder representatives conducted outside of the United States, or to written press-related materials released outside the United States, at or in which a present or proposed offering of securities is discussed, if:

1. The present or proposed offering is not being, or to be, conducted solely in the United States; Note to Paragraph (a)(1): An offering will be considered not to be made solely in the United States under this paragraph (a)(1) only if there is an intent to make a bona fide offering offshore.

2. Access is provided to both U.S. and foreign journalists; and

3. Any written press-related materials pertaining to transactions in which any of the securities will be or are being offered in the United States satisfy the requirements of paragraph (b) of this section.

b. Any written press-related materials specified in paragraph (a)(3) of this section must:

1. State that the written press-related materials are not an offer of securities for sale in the United States, that securities may not be offered or sold in the United States absent registration or an exemption from registration, that any public offering of securities to be made in the United States will be made by means of a prospectus that may be obtained from the issuer or the selling security holder and that will contain detailed information about the company and management, as well as financial statements;

2. If the issuer or selling security holder intends to register any part of the present or proposed offering in the United States, include a statement regarding this intention; and

3. Not include any purchase order, or coupon that could be returned indicating interest in the offering, as part of, or attached to, the written press-related materials. c. For the purposes of this section, "United States" means the United States of America, its territories and possessions, any State of the United States, and the District of Columbia.

<sup>151</sup> 17 C.F.R. §230.902 (c)(3)(1998), 原文如下：The following are not “directed selling efforts : …Providing any journalist with access to press conferences held outside of the United States, to meetings with the issuer or selling security holder representatives conducted outside the United States, or to written press-related materials released outside the United States, at or in which a present or proposed offering of securities is discussed, if the requirements of §230.135e are satisfied.

<sup>152</sup> 17 C.F.R. § 230.905(1998), 原文如下：Equity securities of domestic issuers acquired from the issuer, a distributor, or any of their respective affiliates in a transaction subject to the conditions of §230.901 or §230.903 are deemed to be “restricted securities” as defined in §230.144. Resales of any of such restricted securities by the offshore purchaser must be made in accordance with this Regulation S (§230.901 through §230.905, and Preliminary Notes), the registration requirements of the Act or an exemption therefrom. Any “restricted securities,” as defined in §230.144, that are equity securities of a domestic issuer will continue to be deemed to be restricted securities, notwithstanding that they were acquired in a resale transaction made pursuant to §230.901 or §230.904.

證券、認股權或選擇權等可以購買股票的權利等<sup>153</sup>。是以可轉換公司債依其法律性質為 Rule 903 規範下之權益證券，而其發行之後則是 Rule 144 定義下之限制證券，轉讓時須受 Rule 144 規範之限制。

## 第二目 發行安全港適用之規範

Rule 903 係為防止海外發行人所發行未經登記或未經豁免之有價證券，經由回流，於美國之證券市場間接地發行，進而損害美國投資人之權益。其係依各種證券，依其種類與發行人之不同，針對回流可能性之高低與資訊公開之程度，區分三級寬嚴不等的限制，作為防衛機制；換言之，該證券越容易回流，其資訊越難取得者，所受的規範將更嚴密。

美國國內發行人發行之海外可轉換公司債可以歸納為已申報之美國發行人於海外所發行之權益證券，被認為具有高度的回流風險，如不對其限制更嚴苛，而使投資人得以取得充分資訊，難免使得發行人利用海外發行規避證券法 Section 5 之登記制度及資訊公開規定。而海外可轉換公司債所適用之高度回流風險限制，可以區分為：

### 一、交易限制(Transactional Restrictions)

海外可轉換公司債之交易限制部分，其所規定之分銷遵守期間<sup>154</sup>(distribution compliance period)為一年，而在除符合上述之海外交易及無美國國內直接銷售活動之共通條件外，尚須符合<sup>155</sup>：1、在期間終止前，不得向美國人或為美國人之

<sup>153</sup> 17 C.F.R. § 230.905, 230.902(a)(1998), §230.405(1982).

<sup>154</sup> 分銷遵守期間，該期間由下列二者中較遲者起算，(1)依本規則發行之證券，首次向分銷者以外之人要約之日；(2) 要約結束日因此在大多數的情形下，該期間之起算，均自要約結束日開始。該期間之長短視 Rule 903 之相關適用條款而有不同。惟分銷者就其所受分配而尚未出售的部分所為之要約或銷售，不論發生在何時，均視為在分銷遵守期間中所為。而在持續性發行(continuous offering)的情形，分銷遵守期間自分銷結束後起算；若為給付實施認股權憑證(warrant)而為的持續性發行，該期間自認股權憑證之分銷終結時起算。該終結日之確定與證明應由主辦承銷商為之。17 C.F.R. §230.902 (f)(1998)。

<sup>155</sup> 17 C.F.R. §230.903 (b)(3)(iii)(1998),原文如下：In the case of equity securities:

(A) The offer or sale, if made prior to the expiration of a one-year distribution compliance period, is not made to a U.S. person or for the account or benefit of a U.S. person (other than a distributor);and  
(B) The offer or sale, if made prior to the expiration of a one-year distribution compliance period, is made pursuant to the following conditions:

(1) The purchaser of the securities(other than a distributor) certifies that it is not a U.S. person and is not acquiring the securities for the account or benefit of any U.S. person or is a U.S. person who purchased securities in a transaction that did not require registration under the Act;

(2) The purchaser of the securities agrees to resell such securities only in accordance with the provisions of this Regulation S (§ 230.901 through § 230.905, and Preliminary Notes), pursuant to registration under the Act, or pursuant to an available exemption from registration;and agrees not to engage in hedging transactions with regard to such securities unless in compliance with the Act;

利益(除該美國人是分銷者以外)，為證券之招募或銷售；2、期間終止前，該證券之買受人(除分銷者外)應證明其非美國人，亦非為美國人之利益而購買該證券，如其為美國人則應證明，此一交易符合證券法之豁免規定而不須登記；3、購買人同意，於轉售該證券時，係依 Regulation S、或依證券法規定辦理登記、或符合相關豁免規定為之，並須同意除非依證券法之規定，不得為同類證券之避險交易；4、本國發行人應註明警語(legend)在其所發行之證券之上說明上述 3 之轉讓限制；5、發行人須於契約、公司章程、或其他類似的文件中明定，不得為任何不符合上述 3 之轉讓限制的轉讓證券，辦理過戶登記，除非該證券屬無記名式，或是具有管轄權之外國法，禁止發行人拒絕為轉讓之過戶登記；6、期間終止前，分銷者對向其購買證券之分銷過程參與者有通知義務，其應述明該後手<sup>156</sup>在要約與出售上亦受到與該分銷者相同之限制<sup>157</sup>。

## 二、募銷限制(Offering Restrictions)

海外可轉換公司債所適用之高度回流風險規範與中度回流風險均須符合之募銷限制<sup>158</sup>之規定，其目的係確保交易限制之程序被遵守<sup>159</sup>，而募銷限制之內容

---

(3) The securities of a domestic issuer contain a legend to the effect that transfer is prohibited except in accordance with the provisions of this Regulation S (§ 230.901 through § 230.905, and Preliminary Notes), pursuant to registration under the Act, or pursuant to an available exemption from registration; and that hedging transactions involving those securities may not be conducted unless in compliance with the Act;

(4) The issuer is required, either by contract or a provision in its bylaws, articles, charter or comparable document, to refuse to register any transfer of the securities not made in accordance with the provisions of this Regulation S (§ 230.901 through § 230.905, and Preliminary Notes), pursuant to registration under the Act, or pursuant to an available exemption from registration; provided, however, that if the securities are in bearer form or foreign law prevents the issuer of the securities from refusing to register securities transfers, other reasonable procedures (such as a legend described in paragraph (b)(3)(iii)(B)(3) of this section) are implemented to prevent any transfer of the securities not made in accordance with the provisions of this Regulation S.

<sup>156</sup> 限於參與該次分銷過程之人，包含其他分銷者(distributor)、自營商(dealer)、或其他受有銷售折讓(selling concession)或是費用以及其他報酬之人，通常為分銷團體(selling group)其中成員。

<sup>157</sup> 17 C.F.R. §230. 903 (b)(3)(iv)(1998),原文如下：Each distributor selling securities to a distributor, a dealer (as defined in section 2(a)(12) of the Act (15 U.S.C. 77b(a)(12)), or a person receiving a selling concession, fee or other remuneration, prior to the expiration of a 40-day distribution compliance period in the case of debt securities, or a one-year distribution compliance period (or six-month distribution compliance period if the issuer is a reporting issuer) in the case of equity securities, sends a confirmation or other notice to the purchaser stating that the purchaser is subject to the same restrictions on offers and sales that apply to a distributor.

<sup>158</sup> 17 C.F.R. §230. 903 (b)(3)(i)(1998),原文如下：The following conditions apply to securities that are not eligible for Category 1 or 2 (paragraph (b)(1) or (b)(2)) of this section:(i) Offering restrictions are implemented...

17 C.F.R. §230. 903(b)(2)(i)(1998),原文如下：The following conditions apply to securities that are not eligible for Category 1 (paragraph (b)(1)) of this section and that are equity securities of a reporting foreign issuer, or debt securities of a reporting issuer or of a non-reporting foreign issuer.(i) Offering restrictions are implemented...

<sup>159</sup> 沈達，前揭註 140，頁 116。

包括<sup>160</sup>：(一)在任一分銷者均做成下述事項之書面同意：1、分銷遵守期間終止前，所為的證券銷售，應依據 Rule 903 作成；或是依證券法的規定為登記；或是依循該法的登記豁免規定；2、就本國發行人所發行權益證券之銷售，不得分銷遵守期間終止前，從事避險（套利）交易(Hedging Transactions)，除非法律另有規定；(二)、關於高度回流風險所規定之分銷遵守期間終止前所為證券銷售之文件(除了新聞稿外)，均應陳明，該證券尚未依本法登記，而且不能在美國銷售，或者是賣給美國人(除了買受人係分銷者外)，除非該證券已依本法登記或受有豁免。

### 第三目 權益證券轉讓之限制

依照 Rule 905 之規定，海外發行權益證券時，該權益證券為 Rule 144 定義下之限制證券，因為 Rule 144 之適用主體與海外認購人均可能成為發行人與投資者兩者間之一中介角色，其因為自發行人取得之有價證券之場合與時機，該有價證券之資訊皆未向投資者完全揭露，而對於投資人相同的處於一資訊優勢地位，並且轉讓該有價證券時，均呈現出與發行人發行證券時具有相同程度之風險，換言之，於海外發行權益證券時，該海外認購人於海外認購以及之後於國內銷售之行為，類同於美國國內之發行行為。

是以依照 Rule 903 於海外發行之權益證券，依 Rule 905 規定，該證券持有人將該證券轉讓回給國內投資人時，須依照證券法 Section 5 之要求辦理。但如符

---

<sup>160</sup> 17 C.F.R. §230.902 (g)(1998),原文如下：Offering restrictions. “Offering restrictions” means:

(1) Each distributor agrees in writing:

(i) That all offers and sales of the securities prior to the expiration of the distribution compliance period specified in Category 2 or 3 (paragraph (b)(2) or (b)(3)) in § 230.903, as applicable, shall be made only in accordance with the provisions of § 230.903 or § 230.904; pursuant to registration of the securities under the Act; or pursuant to an available exemption from the registration requirements of the Act; and

(ii) For offers and sales of equity securities of domestic issuers, not to engage in hedging transactions with regard to such securities prior to the expiration of the distribution compliance period specified in Category 2 or 3(paragraph (b)(2) or (b)(3)) in § 230.903, as applicable, unless in compliance with the Act; and

(2) All offering materials and documents(other than press releases) used in connection with offers and sales of the securities prior to the expiration of the distribution compliance period specified in Category 2 or 3 (paragraph(b)(2) or (b)(3)) in § 230.903, as applicable, shall include statements to the effect that the securities have not been registered under the Act and may not be offered or sold in the United States or to U.S. persons (other than distributors)unless the securities are registered under the Act, or an exemption from the registration requirements of the Act is available. For offers and sales of equity securities of domestic issuers, such offering materials and documents also must state that hedging transactions involving those securities may not be conducted unless in compliance with the Act. Such statements shall appear:

(i) On the cover or inside cover page of any prospectus or offering circular used in connection with the offer or sale of the securities;

(ii) In the underwriting section of any prospectus or offering circular used in connection with the offer or sale of the securities; and

(iii) In any advertisement made or issued by the issuer, any distributor, any of their respective affiliates, or any person acting on behalf of any of the foregoing. Such statements may appear in summary form on prospectus cover pages and in advertisements.

合 Rule 144 的條件，即為資訊公開揭露<sup>161</sup>、一定的持有期間<sup>162</sup>、轉售數量之限制<sup>163</sup>、轉售方式之限制<sup>164</sup>，即得以轉讓該證券，而豁免證券法 Section 5 之要求。

### 第三款 小結

在美國海外發行制度 Regulation S 以下，除了適用須符合海外交易以及無美國國內直接銷售活動之前提，因為海外可轉換公司債之發行人係美國國內發行人，以及發行得以轉換成股票之可轉換債券，認為其有相當可能性回流美國國內，為避免未經登記或未經豁免之海外可轉換公司債，經由回流，於美國之證券市場間接地發行，進而損害美國投資人之權益，因此除有一年分銷遵守期間之交易限制以及募銷限制外，並且另外在 Rule 905 針對如海外可轉換公司債一般之權益證券持有人，其須符合證券法 Section 5 或者符合 Rule 144 的條件時，方得以轉讓於美國國內投資人。是以可以得知依照 Regulation S 發行之權益證券轉讓於美國國內投資人時，係以一定之分銷遵守期間以及該有價證券之資訊揭露為手段加以保護其國內投資人，是以該保護證券市場上投資人之規範，其雖保護對象並非直接針對發行公司之股東，但公司股東之權益亦因其規範之方式(即一定之分銷遵守期間以及回流時之資訊揭露)而得以保護。

### 第四項 檢討我國當前回流時資訊揭露規範

經由美國之 Regulation S 規定相比較我國海外可轉換公司債制度，即可以發現我國之法律布局，對於海外發行之可轉換公司債轉讓至我國國內投資人時，並非以該海外可轉換公司債所揭露之資訊揭露程度為標準，而加以判斷是否對於我國國內投資人加以保護。雖然在私募發行海外可轉換公司債時，課以該認購人一定期間內不得轉讓，以及私募有價證券持有人回流於證券市場上出售時須洽發行公司補辦公開發行，但上述限制係因為私募本質決定之，蓋私募有價證券認購人本係自發行人直接取得該有價證券，相較於其欲轉讓該有價證券之後手，本即有資訊上之優勢，如不使其持有之轉換後股票經公開發行之程序，無異使該私募有

---

<sup>161</sup> 17 C.F.R. § 230.144(c)(1999),原文如下：Current public information.Adequate current public information with respect to the issuer of the securities must be available. Such information will be deemed to be available only if the applicable condition set forth in this paragraph is met: ….

<sup>162</sup> 17 C.F.R. § 230.144(d)(1999),原文如下：Holding period for restricted securities. If the securities sold are restricted securities, the following provisions apply:….

<sup>163</sup> 17 C.F.R. § 230.144(e)(1999),原文如下：Limitation on amount of securities sold. Except as hereinafter provided, the amount of securities sold for the account of an affiliate of the issuer in reliance upon this section shall be determined as follows:….

<sup>164</sup> 17 C.F.R. § 230.144(f)(1999).原文如下：Manner of sale. (1) The securities shall be sold in one of the following manners:… (2) The person selling the securities shall not:…(3) Paragraph (f) of this section shall not apply to: ….

價證券認購人成為發行人規避公開發行要求之工具，是以對私募認購人所持有之有價證券加以限制，使得投資人在取得該有價證券前，得以因為限制轉讓期間之經過以及公開發行之要求，獲得該有價證券充足之資訊。而海外發行可轉換公司債時，該海外認購人同樣對於國內投資人以及股東具有資訊上之優勢，如不使該海外認購人受一定期間之限制，以及轉讓海外可轉換公司債(或轉換後之股票)予國內投資人時，其所持有之有價證券須符合公開發行之要求，該海外認購人不啻成為發行公司藉以逃避國內資訊揭露要求之工具。而以現行法制之規定，形成因採發行方式上之不同，而造成對國內投資人以及股東權益保護上之差異，將使得以募集方式發行海外可轉換公司債之該海外認購人成為發行公司規避國內資訊揭露要求之工具，更成為防止內線交易以及套利行為之漏洞。

## 第五節 小結

公司發行公司債，原則上為董事會業務範圍內得以決定之，但於海外可轉換公司債時，其不僅有稀釋股東股份之可能，更因為其具有「公司債股份化」之特點，以及當前法律並無介入規範其轉換價格之決定，使得股東權益有種種受損之可能，於此之際，股東權益之保護最重要即是在其因公司發行海外可轉換公司債造成損害股東權益之前，股東得以獲得足夠之資訊，並藉以為決策權基礎或者判斷是否繼續為該公司股東之意願。

依照當前就海外可轉換公司債之資訊揭露規定，其係由主管機關規定應由發行公司在公開資訊觀測站公告，然則對於股東而言，因為發行條件中之轉換價格關係到認購人是否以不相當於股東取得公司股票之代價，即是否低於國內公司股票價格之代價取得該海外可轉換公司債，此種情形在提高海外投資人之認購意願情況下，經常發生，目前就該轉換價格僅依靠金管會以無拘束力之自律規則為標準，對轉換價格訂定是否具「合理性」加以審查，恐尚嫌不足。況且，除採私募發行有特別規定外，並非所有發行海外可轉換公司債之公司均經過股東會之決議；或者在股東會決議時對轉換價格訂定為資訊揭露者，並無如同私募般之規定，又因現行制度下就轉換價格之揭露規定，本即難以苛求股東具有相當專業知識得以判斷對其有利與否，即使私募情形，其轉換價格低於參考價格之八成時，須就獨立專家之意見於股東會議揭露，該獨立專家通常即為輔導發行之承銷商，且說明轉換價格之「合理性」依據，並不包括是否對公司股價造成影響，亦未就影響轉換價格之因素分別說明就該因素影響所形成之價差，因此，皆難以謂資訊有充分揭露。在現行法律並無對轉換價格明確規範，而交由市場對該海外可轉換公司債為評價，以現行之相關資訊揭露規定，實難以防堵不肖發行公司藉此圖利特定人，基於股東權益之保護，應以法律介入加以規範，並且加強董事會對於轉換價格訂

定之資訊揭露程度，方得以在轉換價格無論有無人為因素影響下，股東權益方不致於因此受損。

且以目前之法令規範，發行海外可轉換公司債時，往往因為發行方式係採募集或者私募方式，而在對股東權益有關之資訊揭露規定，自發行前之股東會資訊揭露，直到該海外可轉換公司債回流時所應為之資訊揭露規定，形成兩套標準，似乎未曾考量到在相同發行條件下，股東之權益受損之程度並不因其發行方式而有所差異，況且私募發行方式對於海外認購人之限制程度更高，於此不同程度之規範下，即可能發生發行公司以募集方式規避私募之限制而發行海外可轉換公司債，在發行公司成本得以負擔之情形，透過海外之人頭帳戶認購，於認購之後轉讓於真正之認購人，或者無須轉讓，僅須該海外人頭帳戶為真正認購人所控制，此時即可規避私募發行方式之種種限制，更可能利用此以模式進而侵害公司股東之權益，不啻使採募集方式發行之海外可轉換公司債成為股東權益保護之缺口，實有加以改進之必要。

## 第四章 發行海外可轉換公司債之內線交易問題

發行海外可轉換公司債之際，由於前述第三章對於其資訊揭露之介紹，可以了解到其規範制度中所存在之資訊揭露上的差異，將造成股東無法及時有效且充分掌握這些海外可轉換公司債之資訊。同時因為海外可轉換公司債跨越兩個不同國家之證券市場，在兩個市場間的資訊揭露要求之差異所形成之資訊不對稱問題，即有形成特定投資者之套利機會，也因此隱含許多道德危險問題。

由於我國上市、上櫃企業間交叉持股現象普遍，導致所有權與經營權不分。按我國企業董監事的成員經常不是來自大股東，就是大股東所指定的成員，獨立董監事的指定也不例外，導致經營權往往實質掌握在大股東手中。又因為交叉持股現象普遍，可能大股東本身真正的持股其實並不高，因此，即便大股東從事涉及公司業務之道德危險行為，其危及大股東的權益亦可能不高，或是即使大股東持股雖高，但其從道德危險行為中可獲得之利益遠高於其股東權益所受之損害，則其亦可能進行危及公司利益或掏空公司利益之道德危險行為，而這也是我國上市、上櫃公司道德危險行為仍然偏嚴重的原因之一。

因為海外可轉換公司債之轉換價格與發行公司股價原本即有一具備「合理性」（而實際上卻可能是不合理）之價差，因而存在債券持有人利用轉換價格與公司股價其間之價差，在國內放空現股，而在海外買進海外可轉換公司債之行為，在扣除因轉換所損失之債息即相關成本，其仍然可以保有一定之報酬率，該行為即稱為「套利行為」<sup>165</sup>，對於該行為之評價，多半認為係正當之經濟行為，有助於拉近兩個市場間同類有價證券之價差<sup>166</sup>。

而發行海外可轉換公司債之公司若存有重大影響其股票價格或其支付本息能力之未公開消息時，則公司內部人或其關係人亦可能利用此「內線消息」來進行套利行為或減少投資損失，惟其因為係公司內部人利用證券市場上之資訊不對稱，而買賣公司之股票或其他具有股權性質之有價證券，如此將使得證券市場上存在資訊不公平之現象，而影響投資大眾對證券市場之信心，是以證交法規定<sup>167</sup>禁止內線交易。但是因為我國公司結構下，公司經營權多半為控制股東或大股東所掌握，如果公司經營階層欲從事道德危險行為，則發行海外可轉換公司債往往可能成為其擬進行內線交易的方法或工具之一<sup>168</sup>，因而可能造成公司股東以及投

<sup>165</sup> 劉宗聖等，前揭註 11，頁 108。

<sup>166</sup> 沈達，前揭註 140，頁 83-84。

<sup>167</sup> 證券交易法第 157 條之 1。

<sup>168</sup> 士林地檢署，本署起訴陞技公司負責人盧翊存等人涉嫌假交易及掏空等案件新聞稿，2008 年 9 月 15 日，<http://www.slc.moj.gov.tw/ct.asp?xItem=89004&ctNode=5361&mp=010>，最後瀏覽日，2010 年 7 月 15 日。

資人權益受損，並破壞證券市場秩序。是以在本章擬就以海外可轉換公司債為內線交易工具時，我國當前之規範能否有效保護股東權益來進行討論。

## 第一節 內線交易概述

### 第一項 內線交易之意義

內線交易又稱為內部人交易（Insider Trading），多數國家均禁止內線交易行為，但並未明文定義何謂內線交易<sup>169</sup>，我國亦同。從資本市場較為健全的主要國家之立法例以及判例見解得以分析出，內線交易所指乃是公司內部人<sup>170</sup>利用其職務與地位，取得公司尚未公開之內部重大資訊，並利用此一資訊，從事該公司所發行有價證券之買賣，並因此獲利或減少損失<sup>171</sup>。簡言之，凡因某種地位而較容易取得他人所不知之資訊，並利用該資訊先行在市場交易而獲利或減少損失之情形，即為內線交易。依照證交法第157條之1，文中雖未明文使用「內線交易」之文字，但規範之內容即在禁止內線交易行為。故有謂內線交易，即是指證券市場之參與者利用職務或基於特殊關係，獲悉尚未公開而足以影響證券市場行情之資訊，進行證券交易。

### 第二項 內線交易規範之必要性

現今多數國家對內線交易大都採取禁止之措施，其最重要的因素在於，內線交易會影響交易之公平性，造成投資人對證券市場的的不信任，如不加以規範，

---

<sup>169</sup> (1)美國1934年證券交易法並未明文禁止公司內部人從事內線交易，而是將內線交易行為視為股市詐欺行為之一種，於該法第10條b項，授權美國聯邦證券管理委員會（下稱美國證管會）制定相關規定，以為規範內線交易之基本原則，同時透過各級法院之判例，補充內線交易行為之構成要件。美國證管會即依據第10條b項之授權，制定「Rule 10b-5」作為美國規範內線交易的基本準則。(2)日本則以1992年重新制定證券取引法第166條，作為禁止內線交易之一般規範，但法文中亦未就「內線交易」加以定義。(3)德國關於內線交易之規範係規定在該國證券交易法第12條（內線證券之定義）、第13條（內線消息之定義）、第14條（利用內線消息之禁止行為）、第38條（刑事罰則）、第39條（行政罰則）等，其亦未就「內線交易」為定義性之規定。莊嘉蕙，內線交易之實證研究，國立交通大學管理學院科技法律組碩士論文，2009年，頁11。

<sup>170</sup> 依德國證券交易法對內線交易禁止的規範，其並不一定須為公司內部人才有可能違反內線消息禁止行為，而是只要有內線消息者，即有可能違反禁止行為規定，例如因準備或進行犯罪行為而有公司內線消息者，雖非公司內部人，但其若利用犯罪行為所得知之內線消息進行交易，亦是違反內線交易禁止規定而有其刑事責任。洪秀芬，德國證券交易法對內線消息規範之探討，「證券交易刑事規制」學術研討會，社團法人台灣刑事法學會、輔仁大學法律學院刑事法學研究中心、財經法學研究中心合辦，2010年5月22日，頁4。

<sup>171</sup> 呂東英，淺論內部人交易規範，證券管理，2006年，頁2。

任其在證券市場橫行，將阻礙證券、金融市場之健全發展<sup>172</sup>，故因此認為對內線交易乃有加以規範限制之必要。另外，美國證券交易法權威學者羅斯教授 (Prof. Louis Loss) 曾舉例說明內部人交易情形，彷彿玩牌時允許其中一個玩家在牌上作記號一般，如此將無人願意繼續這場牌局<sup>173</sup>。此例不僅淺顯易懂，似乎也同時解釋了大多數國家之證券交易法制均將內線交易納入禁止之列的原因。

而我國在民國77年新增證交法第157條之1的立法理由中也指出：「…利用公司未經公開之重要消息買賣公司股票圖利，未明定列為禁止規定，對證券市場之健全發展，構成妨礙，並形成證券管理的一項漏失。對利用內部消息買賣公司股票圖利之禁止，已成為世界性之趨勢，美、英、澳、加拿大、菲律賓、新加坡…等國均在其公司法或證券法規明定不得為之，違反者須負民、刑責任。為健全我國證券市場發展，爰增訂本條。」故我國於民國 77 年立法新增本條後，亦有內線交易之禁止規範，以填補證券監管法規上之疏漏。

是以為維護證券市場之公平交易，禁止內線交易，將使一般投資人與該具特定身分而得以知悉未公開消息之人能在平等獲取資訊的前提下，於市場公平進行交易<sup>174</sup>。反之，若不禁止內線交易，則證券市場易存有資訊取得不公平的現象，將會影響投資大眾對市場的信心，使投資人不願或不敢將資金投入市場，進而影響證券市場之健全發展。

### 第三項 海外可轉換公司債認購人之相關規定

以海外可轉換公司債作為公司內部人進行內線交易行為之方法或工具時，則該海外認購人之限制或其身分之資訊揭露即成為避免內線交易發生之關鍵。而從事買賣海外可轉換公司債之人，其係為海外認購人，對認購人之相關規範係於海外募發準則及證交法中規定，雖相關規定已部分在先前章節提及，但因分散於不同規定當中，為能更系統的了解相關規範，本文在此一併敘明。

#### 第一款 對認購人之資訊揭露規定

##### 一、特定人認購

<sup>172</sup> 林國全，證券交易法第一百五十七條之一內部人員交易禁止規定之探討，政大法學評論，第45期，1992年6月，頁264。

<sup>173</sup> Louis Loss, Fundamentals Of Securities Regulation, Boston & Toronto: Little, Brown & Co., at 607-608 (1988).

<sup>174</sup> 賴英照，前揭註 20，頁 327-329。

依照海外募發準則第 26 條第 1 項第 8 款規定，若有約定部分由特定人認購之情事，應公告洽特定人認購之目的、特定人認購之張數、總金額及特定人與發行人之關係。另外，依同準則第 11 條第 2 項規定，海外有價證券如有特定人或策略性投資人認購者，應將認購名單及其個別認購價格及數量，揭露於公開說明書並輸入金管會指定之資訊申報網站。

## 二、私募時應募人之資訊揭露

依照證交法第 43 條之 6 第 6 項第 2 款，已洽定應募人者，應在股東會召集事由中列舉並說明應募人與公司之關係。又依照辦理私募注意事項第 3 條第 1 項第 2 款就上述規定做更詳盡之規定：(一)於股東會開會通知寄發前已洽定應募人者，應載明應募人之選擇方式與目的、及應募人與公司之關係。應募人如屬法人者，應註明法人股東名稱及該法人之股東持股比例占前十名之股東名稱及其持股比例；(二)於股東會開會通知寄發後洽定應募人者，應於洽定日起二日內將上開應募人資訊輸入公開資訊觀測站。

## 第二款 主管機關對認購人之控管

### 一、向金管會申報事項

依照海外募發準則第 23 條第 1 項第 7 款規定，發行辦法中發行方式應敘明係屬全數公開發行或部分洽特定人認購，若有約定部分由特定人認購之情事，應載明洽特定人認購之目的、特定人認購之張數、總金額及特定人與發行人之關係。海外募發準則第 27 條第 1 項第 9 款規定，發行後十日內檢附之書件，向金管會申報認購金額占發行總額百分之十以上者之名單，及其個別認購之價格及數量。

### 二、金管會得退回事由

在海外募發準則第 9 條第 1 項第 9 款規定，本次募集與發行海外有價證券之認購人或認購之最終資金來源為發行人之關係人者，金管會得退回該海外可轉換公司債之申報。

而所稱關係人，依財務會計準則公報第六號第二段<sup>175</sup>之規定，凡企業與其他個體（含機構與個人）之間，若一方對於他方具有控制能力或在經營、理財政策上具有重大影響力者，該雙方即互為關係人；受同一個人或企業控制之各企業，亦互為關係人。具有下列情形之一者，通常即為企業之關係人（但能證明不具有

<sup>175</sup> 關係人交易之揭露，<http://dss.ardf.org.tw/ardf/ac06.pdf>，最後瀏覽日，2010 年 7 月 20 日。

控制能力或重大影響力者，不在此限）：(1)企業採權益法評價<sup>176</sup>之被投資公司；(2)對公司之投資採權益法評價之投資者；(3)公司董事長或總經理與他公司之董事長或總經理為同一人，或具有配偶或二親等以內關係之他公司；(4)受企業捐贈之金額達其實收基金總額三分之一以上之財團法人；(5)公司之董事、監察人、總經理、副總經理、協理及直屬總經理之部門主管；(6)公司之董事、監察人、總經理之配偶；(7)公司之董事長、總經理之二親等以內親屬。在判斷是否為關係人時，除注意其法律形式外，仍須考慮其實質關係。

### 三、聲明書及承諾書<sup>177</sup>

於 2004 年 12 月間，當時主管機關金管會，為加強海外籌資案件之管控措施並強化發行人以及承銷商自律機制，通過海外募發準則之修正案，於其附表 18 以及附表 19 為發行人申報須檢附之書件，附表 18 為發行人出具關係人非為認購人或最終資金來源者及揭露特定人認購情形之承諾書；附表 19 為外國承銷商出具將善盡注意遵守規定及配合本會(即金管會)需要提供配售名單之聲明書。內容大致上為承諾或聲明遵守海外募發準則關於特定人認購之規範。惟須注意者，兩者均對配售對象限制不得為《中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法》(以下簡稱承銷辦法)第 36 條各款所列之人。

承銷辦法第 36 條所列之人大致與財務會計準則公報第六號第二段相同，但相較於財務會計準則公報之規定則增加：(1) 承銷團之董事、監察人、受僱人及其配偶、二親等親屬；(2) 前各款之人利用他人名義參與應募者。而所謂利用他人名義即明確說明係指證交法施行細則第 2 條規定要件等之實質關係人，即是指利用他人名義持有股票者，而其須符合下列要件：直接或間接提供股票與他人或提供資金與他人購買股票；對該他人所持有之股票，具有管理、使用或處分之權益；該他人所持有股票之利益或損失全部或一部歸屬於本人。

### 第三款 小結

因為在海外可轉換公司債發行之際，因為發行條件當中轉換成股票之價格與發行公司之股價並不相同，使得海外認購人在轉換價格訂價低於發行公司股價時而有套利之空間，而該套利之機會往往使得公司內部人有從事內線交易行為之道

---

<sup>176</sup> 企業對被投資公司持有股權在 20%以上，採權益法評價。即指被投資公司股東權益發生增減變化，投資公司應依投資比例增減投資之帳面價值，並依其性質作為投資損益或資本公積。當被投資公司發生盈餘時，投資公司按時持股比例認列投資收益或損失。權益法，參 [http://fund.bot.com.tw/z/glossary/glexp\\_4702.asp.htm](http://fund.bot.com.tw/z/glossary/glexp_4702.asp.htm)，最後瀏覽日，2010 年 7 月 20 日。

<sup>177</sup> 發行人募集與發行海外有價證券處理準則附表 18、19，

<http://law.moj.gov.tw/LawClass/LawContent.aspx?PCODE=G0400062>，最後瀏覽日，2010 年 7 月 20 日。

德危險，故如以海外可轉換公司債作為內線交易之工具時，因其行為主體為海外認購人，其是否符合證交法第 157 條之 1 的行為主體之認定，則關係到是否有適用內線交易之禁止規定，因而以公司股東權益保護之立場而言，對於海外認購人之資訊揭露程度以及主管機關之控管是否嚴密即相當重要。而從海外可轉換公司債之發行過程中，因海外可轉換公司債係於海外發行，且轉換價格之確定時點係在發行前一刻，而形成資訊揭露不如於國內發行充分，以及公司內部人得以比市場上之投資人更早獲得最終轉換價格之資訊，或是內部人可能利用海外未被知悉的關係人認購海外可轉換公司債，均讓公司內部人有相當之機會可從事道德危險行為，是以海外認購人之資訊不僅須為揭露，亦須由主管機關加以嚴密控管，以避免公司海外籌資管道成為具有資訊上優勢之公司內部人進行內線交易行為的工具。

## 第二節 內線交易之構成要件

於海外可轉換公司債發行之際，是否得以我國證交法第 157 條之 1 規定加以規範，端視是否符合該條之構成要件，本文重心亦在討論該條內線交易規範之涵攝範圍，而有關內線交易應負之刑事、以及民事責任之則不予討論，合先敘明。

依照證交法第 157 之 1 第 1 項規定，下列各款之人，實際知悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息明確後，未公開前或公開後 18 小時內，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券<sup>178</sup>，自行或以他人名義買入或賣出：一、該公司之董事、監察人、經理人及依公司法第 27 條第 1 項規定受指定代表行使職務之自然人；二、持有該公司之股份超過百分之十之股東；三、基於職業或控制關係獲悉消息之人；四、喪失前三款身分後，未滿 6 個月者；五、從前四款所列之人獲悉消息之人。所規定者，即是內線交易之構成要件，以下將分別簡單說明其受規範之主體、客體、重大消息的認定、實際知悉及交易行為

### 第一項 內線交易主體之規範

我國將內線交易規範之主體以列舉方式規定在證交法第 157 條之 1 第 1 項，受內線交易規範之人，一般泛稱為內部人（Insider）<sup>179</sup>，又同條第 7 項前段另規定，第 22 條之 2 第 3 項規定，於第 1 項第 1 款、第 2 款，準用之；其於身分喪失後未滿 6

<sup>178</sup> 可轉換公司債為具有股權性質之有價證券。

<sup>179</sup> 賴英照，前揭註 20，頁 349。

個月者，亦同。證交法第22條之2第3項之規定，第一項之人持有之股票，包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者，此規定僅是在說明計算第157條之1第1項第1、2款之該二款人的持股情形及數量時，應一併計入其配偶、未成年子女及利用他人名義持有之股份<sup>180</sup>。以下就證交法第157條之1第1項所列舉之內部人加以說明。

### 第一款 董事、監察人及經理人及受指定代表行使職務之自然人

董、監事、經理人分別為決策、監督及執行公司業務之機關，得以從其業務範圍內獲取公司機密資訊，況且對公司而言，係立於受任人之地位，應本於忠實義務執行業務，自不得私自利用內線消息圖謀私利，故將其納入規範。但證交法並未就第157條之1所稱之董事、監察人及經理人以明文加以定義，是以，在董、監事方面依公司法規定，由股東會所選出之董事及監察人均屬之，且不問是否為執行業務之董事抑或董事長、副董事長、常務董事<sup>181</sup>；於經理人部分，依民法第553條第1項規定，稱經理人者，謂由商號之授權，為其管理事務及簽名之人，又依照公司法第8條第2項規定，公司之經理人在執行職務範圍內，亦為公司負責人；又公司董監事如係依公司法第27條第1項當選之法人董監事時，該法人董監事指派執行職務之代表人，解釋上因其代表該法人董監事執行職務，得以獲悉公司重大消息之機會與一般自然人之董監事相同，自當在規範範圍內。

### 第二款 持股超過百分之十之股東

此即所稱之「大股東」，因其持有股份較多，具有相當影響力，且常有機會接觸公司之內部消息<sup>182</sup>，以公司已發行股份為計算基礎，故公司未發行或已收回之股份不算在內，且須股東於取得重大消息時，其股份已超過百分之十始受本法規範，但計算總數時，依準用證交法第22條之2第3項之規定，應將其配偶、未成年子女及利用他人名義持有之股份計算在內<sup>183</sup>。

### 第三款 基於職業或控制關係獲悉消息之人

---

<sup>180</sup> 賴英照，前揭註 20，頁 358-359。

<sup>181</sup> 李開遠，證券交易法第一五七條之一有關股市『內線交易』犯罪行為構成要件及其相關責任之探討，銘傳大學法學論叢第 3 期，2004 年，頁 185。

<sup>182</sup> 美國法院見解，大股東如利用其影響力以控制公司經營決策者，應對公司及其他股東負信賴義務，義務內容與董事相同，Federal Securities Code § 1603 (b)。參閱賴英照，前揭註 20，頁 351。

<sup>183</sup> 李開遠，前揭註 181，頁 168。

基於職業關係，一般係指接受發行公司委任處理事務之人，凡對其交易對手，或消息來源存有信賴義務者，不問職位高低，均受規範，故會計師、律師、財務分析師、證券承銷商等屬之，公司內之員工、經理之秘書等等，亦係內線交易之規範對象<sup>184</sup>。而主管機關之政府官員，應認為其對人民負有忠誠義務，如以其利用公務關係而獲悉之內部消息以從事股票買賣，無異是對政府（消息來源）之欺騙行為，與私取理論<sup>185</sup>所欲規範之對象相合，自該當內線交易之構成要件<sup>186</sup>。

而基於控制關係獲悉消息者，雖然證交法及施行細則均未就「控制關係」加以明定，但仍可參考公司法關係企業專章第369條之1至第369條之3對於控制關係之定義<sup>187</sup>，以及金融控股公司法對於控股公司之定義<sup>188</sup>，作為判斷之依憑。

#### 第四款 喪失前三款身分後，未滿六個月者

考量本項第1款及第2款之人，其於喪失身分後一定期間內，通常仍對公司之財務、業有熟悉度或影響力，為避免上開人等得以先辭去現職後，再買進或賣出發行公司之股票或具有股權性質之有價證券以規避本條規範之情形，是故證交法第157條之1第1項第4款亦對其加以明文加以規範。

#### 第五款 從前四款所列之人獲悉消息者

即所謂之「消息受領人」(Tippee)，但該消息受領人之範圍，除直接從證交法第157條之1第1項前四款之人受領外，是否還包括間接受領人，容有疑問。從規範內線交易之目的而言，係為達禁止內線交易以徹底維護證券市場之公平、公正性之目標，在現行法既未規定「直接」從前四款所列之人獲悉消息者始為消息

<sup>184</sup> 賴英照，前揭註 20，頁 351-352。

<sup>185</sup> 參考美國內線交易之相關理論。私取理論之提出，最早是在Chiarella 一案中，由首席大法官Burger 所表示之不同意見，其認為任何人私自取用未公開之重要消息，應負有與內部人相同之義務，亦即必須公開此等私取（misappropriated）之消息，否則即不應利用此一消息從事證券交易。Jonathan E.A. ten Oever, Insider Trading and the Dual Role of Information, 106 Yale L. J. 1325 (1997).

<sup>186</sup> 賴英照，前揭註 20，頁 352。

<sup>187</sup> 公司法第 369 條之 1：「本法所稱關係企業，指獨立存在而相互間具有下列關係之企業：一、有控制與從屬關係之公司。二、相互投資之公司。」；第 369 條之 2：「公司持有他公司有表決權之股份或出資額，超過他公司已發行之表決權之股份總數或資本總額半數者為控制公司，該他公司為從屬公司。除前項外，公司直接或間接控制他公司之人事、財務或業務經營者亦為控制公司，該他公司為從屬公司。」；第 369 條之 3：「有左列情形之一者，推定為有控制與從屬關係：一、公司與他公司之執行業務股東或董事有半數以上相同者。二、公司與他公司之已發行之表決權之股份總數或資本總額有半數以上為相同之股東持有或出資者。」。

<sup>188</sup> 該法第 4 條第 1 項第 1 款規定：「控制性持股：指持有一銀行、保險公司或證券商已發行之表決權股份總數或資本總額超過百分之二十五，或直接、間接選任或指派一銀行、保險公司或證券商過半數之董事。」。

受領人，應認不論是第幾手消息受領人，如間接獲得公司重大未公開之內線消息，均應屬本款所規範之對象，否則有心人即可透過刻意安排，使第一手消息受領人不為證券交易，改由第二手以下之消息受領人買賣證券，以規避內線交易規範，如此將有欠合理，且亦會產生規範漏洞，自非妥適。

又參酌美國就消息受領人之消息傳遞責任（Tipper/Tippee Liability）理論，即美國最高法院認為消息受領人的責任是自提供消息的內部人傳遞而來，只有當提供消息之內部人因洩露消息給消息受領人而違反其信賴義務<sup>189</sup>，且消息受領人知悉或有理由知悉內部人違反該義務時，消息受領人才須負法律責任<sup>190</sup>。衡諸我國禁止內線交易係參考美國立法例而來，法美國法院實務見解自得引為法理而作為參考對象，而無須受限於直接從前四款獲悉消息者之文義解釋。

## 第二項 受內線交易規範之客體

依照證交法施行細則第11條規定，其中明文解釋了證交法第157條之1第1項所稱具有股權性質之其他有價證券，指可轉換公司債、附認股權公司債、認股權憑證、認購（售）權證、股款繳納憑證、新股認購權利證書、新股權利證書、債券換股權利證書、臺灣存託憑證及其他具有股權性質之有價證券等，其均為內線交易之客體。因此，海外可轉換公司債當然亦為受內線交易規範之客體。

## 第三項 重大消息的認定

### 第一款 重大影響其股票價格之消息

何謂「重大影響其股票價格之消息」（以下簡稱重大消息），依證交法第157條之1第5項規定：「第一項所稱有重大影響其股票價格之消息，指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，其具體內容對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息；其範圍及公開方式等相關事

---

<sup>189</sup> Chiarella v. United States, 445 U.S.222 (1980, 事實概要：被告Chiarella為一家印刷廠之員工，其所工作之印刷廠受委託印製某購併案件之資料，而資料裡對購併之目標公司雖然以代號表示，但Chiarella仍以所印製之資料文件中，拼湊猜出該目標公司之名稱，進而私下購入該目標公司股票而獲利。法院認為被告Chiarella對市場交易人並不負有受任人或信託人義務，或是基於其他類似信賴關係所產生之義務，被告Chiarella之行為並不成罪。

<sup>190</sup> A tippee, therefore, is held liable only when the tipper breaches a fiduciary duty by disclosing information to the tippee, and the tippee knows or has reason to know of the breach of duty. S. Stephen M. Bainbridge, Insider Trading Regulation: The Path Dependent Choice between Property Rights and Securities Fraud, 52 SMU L. Rev.1589, at 1600 (1999).

項之辦法，由主管機關定之。」因此，其具體認定應依照金管會依前項授權制定之「證券交易法第一百五十七條之一第四項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」<sup>191</sup>(以下簡稱重大消息管理辦法)來作為判斷標準。

## 第一目 我國重大消息之規範

在證交法第157條之1規定當中，係以重大消息為抽象、概括之定義，目的在於避免以列舉規定，造成掛一漏萬，並且可收彈性運用之效，但實務運用上，如無可遵循之標準，可能在認定上有所矛盾或是難以判斷之情形，是故於同條第5項授權予金管會訂定重大消息管理辦法，來加以規定「重大消息」的範圍，在涉及公司之財務、業務的重大消息，其係規定在該管理辦法第2條，而涉及證券之市場供求的重大消息，則規定在該管理辦法第3條，惟相關條文所使用之文字大多仍屬抽象不確定之法律概念<sup>192</sup>，故大多仍然未能將「重大消息」之概念予以具體化，是以有論者<sup>193</sup>提出「重大性」、「具體性」與「確實性」等三項基準，作為參考，茲簡介如下：一、重大性：需為對投資人之投資決定造成顯著影響之消息。二、具體性、例如公司內部雖已決定跨進新領域作重大投資，且因此將需大量增資，但是投資方式、增資時期、規模等皆尚未決定，則此消息並不具備具體性。三、確實性：不能僅是單純的想像或推測，已發生之事實固不待言，即使公司預估盈餘之變動，雖為對未來發展之預測，但仍需以已發生之事實為基礎，依一定法則推算出之數字，始足當之。

## 第二目 美國實務見解

美國法對於是否為「重大消息」之認定，係以學說與實務加以建構，因為我國就內線交易規範建構亦主要參考美國法制，是以其建立之標準，亦可供吾人借鑑，試說明如下<sup>194</sup>：

### 一、法定公開項目之重大性

法定公開項目之重大性之測試基準（“Line Item Materiality” Test），意指任何法令規定應加申報或公開之消息，即應被推定（Presumptively）為重大消息。

<sup>191</sup> 原授權依據是在證交法第 157 條之 1 的第 4 項，但於民國 99 年 5 月修法後，改為第 5 項。

<sup>192</sup> 如在重大消息管理辦法第2條規定，第2、3款之「或前開事項有『重大』變更」、第5款「或其他『重大』情事，致造成公司『重大損害』」、第6款「公司之…『主要』債務人…或其他『重大類似』情事」、第7款「公司發生『重大』之內部控制舞弊…」、第8款「公司與『主要』客戶…停止『部分』…業務往來」、第10款「有重大差異者」等均為不確定之法律概念。

<sup>193</sup> 林國全，前揭註 172，頁 289-290。

<sup>194</sup> 劉連煜，內部人交易規範中內部消息『重大性』之認定基準，公司法理論與判決研究（二），2000年，頁 166；賴英照，前揭註 20，頁 362-363。

## 二、質的重大性

質的重大性測試標準（“Qualitative Materiality” Test），有關公司經營階層之道德特質、能力、信賴度的事實，亦應均屬於重大消息之範疇。例如：公司總經理曾在離婚訴訟中，犯有詐欺瞞騙之事實，即屬之。

## 三、TSC v. Northway 一案

在 TSC v. Northway 一案<sup>195</sup>所建立之標準，係關於美國最高法院認為是否為「理性的股東極可能認為是影響投票決定的重要因素」<sup>196</sup>之標準。其認為，一項消息如單獨考量雖未能產生重大影響，但同時如連同其他可獲得的資訊綜合判斷，可能影響理性投資人的決定時，則亦符合重大性質的要件<sup>197</sup>。

## 四、Basic Inc. v. Levinson 一案

在 Basic v. Levinson 一案<sup>198</sup>中，關於系爭公司合併磋商之重大消息判斷，聯邦地方法院原本採取「高度確定性」之標準，認為必須有合理的基礎，確定合併談判足以達成協議，才能成為重大消息。惟第三巡迴法院則採更為嚴格之標準，認為合併契約的重要部分，包括交易的「價格」與合併的「基本架構」（Price and Basic Structure of Transaction），必須經雙方原則同意時（Agreement-In-principle），方屬重大消息<sup>199</sup>。但本件合併案之初步磋商事實，其原本並非屬於重大消息，但因公司對公開消息之不實否認，而使該項事實成為重大消息<sup>200</sup>。然而最高法院認為消息是否具「重大性」，基本上是「個案事實探討」（An Inherently Fact-Specific Finding）之問題，推翻下級巡迴法院見解，認為其見解係機械而缺乏彈性的標準

---

<sup>195</sup> 同前揭註133，該案雖係有關徵求委託書董事會應揭露事項之判決，但所提出之判斷標準，在內線交易案件中亦適用，係美國司法實務上，決定證券法上所謂「重大性」之最重要判決。TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976).

<sup>196</sup> 判決原文如下：...an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote.

<sup>197</sup> 判決原文如下：...there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the "total mix" of information made available.

<sup>198</sup> Basic Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224 (1988), 事實概要：Combustion公司有意併購Basic公司，並且兩家公司於1976年間至1978年間洽商合併事宜，但Basic公司面對合併之市場傳言，於洽商合併過程期間內3次公開否認洽談併購之事。而後Basic董事會於1978年12月間，卻公開宣布接受Combustion 的收購股權要約 (tender offer)。此舉引起許多業已出售Basic 公司股票的投资人不滿，遂以Basic 違反§10(b)和Rule 10b-5 提起損害賠償的團體訴訟 (class action)。

<sup>199</sup> 判決原文如下：...preliminary merger discussions do not become material until

“agreement-in-principle” as to the price and structure of the transaction has been reached between the would-be merger partners.

<sup>200</sup> 判決原文如下：...Once a statement is made denying the existence of any discussions, even discussions that might not have been material in absence of the denial are material because they make the statement made untrue.

(如前述價格與基本架構之測試標準)，無法因應實際需要，並引述著名的 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 一案<sup>201</sup>謂：對於性質上屬於「或許會或許不會發生的」或「推測性的」事件，「重大性」乃是「依一特定時間衡量事件發生之可能性及該事件在整個公司活動中所佔之影響程度，加以斷定」。易言之，如依客觀事實，發生機率高且對公司產生重大影響者，當屬重大消息。惟「高機率+低影響」或「低影響+高機率」亦可能構成重大消息。

## 五、小結

在美國法上，內線交易規範中所謂之「重大消息」係沿用聯邦最高法院在 TSC v. Northway 案與 Basic Inc. v. Levinson 案所表示之見解，而根據 Basic Inc. v. Levinson 案聯邦最高法院所表示之法律見解，尚未確定發生事件之「重大性」，乃斟酌事件發生之可能性與事件影響程度與規模而定，將造成具體案例上因此經常很難預測其結果，使得內線交易規範之主體頗難以適從，但是為確保公平交易與誠實公開消息之目的，以過於狹小、固定的方式解釋「重大性」的含意，恐非妥適<sup>202</sup>。

## 第二款 重大消息之成立時點

在2010年6月2日生效之，對於證交法第157條之1修正案，對於過去「獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時」條文當中，因為該消息是否以「成立」或「確定」為判斷標準所產生適用上之疑義，而修改為「實際知悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息明確後」，條文中可以得知立法者係以「消息明確後」為重大消息時點之判斷依據，但立法理由中並未就何謂「消息明確後」加以說明，僅在過去條文所產生之疑義當中，肯定須以重大消息確定為判斷之標準，但重大消息究竟在何一時點成立或確定之疑問仍在，以出售公司廠房為例<sup>203</sup>：一、公司內部人有出售構想時起，二、公司內部討論，三、洽詢交易對象，四、確定具體之出售對象、價金，五、簽訂協議書（或預約）並支付訂金，六、經雙方董事會決議通過，七、正式簽約，八、完成過戶手續，有一連串之過程及程序，實務上就前開之第四、第五、第六時點，均有認定係此種重大消息之成立或確定時點，由此可見，關於重大消息成立或確定之時點認定，法院本身之歧見頗大，更凸顯此項事實認定之困難性，但系爭重大消息究竟何時成立或確定，則為被告被定罪與否之關鍵。蓋法院認定事實之結果，若認為被告為股票

<sup>201</sup> SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. ,401 F. 2d 849(1971), 判決原文如下：...will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of company activity.

<sup>202</sup> Thomas Lee Hazen, The Law of Securities Regulation, 2<sup>nd</sup> Ed. , at 695(1990).

<sup>203</sup> 莊嘉蕙，前揭註 169，頁 54。

交易時，系爭重大消息尚未成立或確定，自未違反禁止內線交易之規範，而與內線交易罪之構成要件並不該當，然而若認定為交易時，系爭重大消息已成立或確定，則構成內線交易，而內線交易係屬重罪，因此，重大消息究竟何時與是否成立，常成為實務上備受爭議之處。

是以，金管會於所訂定之重大消息管理辦法中規定系爭重大消息成立時點之認定參考標準，依該辦法第4條規定，重大消息之成立時點，為事實發生日、協議日、簽約日、付款日、委託日、成交日、過戶日、審計委員會或董事會決議日或其他足資確定之日，以日期在前者為準。上述條文或可為實務判斷之標準。然而此管理辦法係在2010年修法前即已制定，而現在修正後之證交法第157條之1條文已有所修正。在原本第157條之1第1項「發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息」之文字後已增加「明確後」一詞，並在同條第5項對重大消息認定所規定之「對其股票價格有重大影響」的文字前已加上「其具體內容」，以求對重大消息之形成或成立時點能有更完備的認定標準<sup>204</sup>。然而對重大消息之認定在新增「明確後」、「具體內容」等字眼，是否會造成內線交易的成立時點被「延後認定」，而不利於內線交易行為之防止，及是否會連帶影響檢方未來「延後執法」等，都值得加以重視<sup>205</sup>。且是否會影響金管會所制定之重大消息管理辦法中的重大消息成立時點規定的認定，而有修改規定的可能，都值得後續注意其發展。

### 第三款 內線消息之公開

在新修正之證交法第157條之1規定，以重大消息「未公開」或「公開後十八小時內」為規範期間。修法理由指出，將沈澱時間延長為18個小時，係為避免公司於晚間發佈消息，隔日開盤時投資人可能尚未獲悉該重大消息而無法及時反應之情形。而何謂「公開」，在證交法第157條之1亦無相關規定，但以禁止內線交易之目的而言，係因排除投資人間取得投資情報機會之不平等，進而造成在證券市場上交易之不公平情況。解釋上，應以「凡持有該公司股票之投資人對該項消息均處於可共見共聞之狀，與置於不特定人或特定多數人可共見共聞之狀態」<sup>206</sup>，方符合證交法第157條之1所稱之公開。

<sup>204</sup> 參閱立法院歷年來對證交法第157條之1的修正條文草案之立法理由，其均論及此重大消息之形成或成立時點的爭議，如行政院民國99年4月9日院會通過之修正草案的說明，及無黨團結聯盟立法院黨團、康世儒與顏清標於民國99年4月23日提案之修正草案的說明，均表達對重大消息成立與否的認定時機存有爭議。

<sup>205</sup> 洪秀芬，前揭註170，德國證券交易法對內線消息規範之探討，頁2。

<sup>206</sup> 臺灣高等法院臺中分院88年度上易字第2726號刑事判決。

而依照公司法第28條<sup>207</sup>、《臺灣證券交易所股份有限公司對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序》(以下簡稱公開處理程序)第3條、《財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心對上櫃公司重大訊息之查證暨公開處理程序》第3條規定公示後，以及依《臺灣證券交易所股份有限公司對上市公司重大訊息說明記者會作業程序》、《財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心上櫃公司重大訊息說明記者會作業程序》<sup>208</sup>召開記者會提出說明後，均應認為已經公開<sup>209</sup>；另外依照重大消息管理辦法第5條規定，將重大消息區分為：一、公司的財務、業務消息，必須由公司輸入證交所的公開資訊觀測站才算公開；二、證券之市場供求信息，除輸入公開資訊觀測站外，如經證交所或櫃買中心「基本市況報導」網站上公告，或兩家以上全國性日報「非地方性版面」報導，或全國性電視新聞，或這些報紙、電視所發行的電子報的報導，也算公開。

#### 第四項 實際知悉及交易行為

在新修正之證交法第157條之1規定，將過去「獲悉」修改為「實際知悉」，僅是再次提醒採證上必須更為嚴謹，不能憑空推斷<sup>210</sup>。而在過去因在證交法第157條之1的立法理由中提及：「對於利用公司未經公開之重要消息買賣公司股票圖利，未明文列為禁止規定，對證券市場之健全發展，構成妨礙，…」而產生所謂之「獲悉說」以及「利用說」之爭議，即是行為人在實際知悉重大消息後，是否須有利用該重大消息方符合內線交易規範之構成要件，有所爭議。依照新修正之證交法第157條之1規定的「實際知悉」，顯見立法者已採「獲悉說」，而美國現行實務見解係採「持有說」(獲悉說)<sup>211</sup>，認為是否成立內線交易，以內部人買賣證券時獲悉內線交易為已足，不需有實際利用消息之證明，我國實務亦有相同之見解<sup>212</sup>，認為在「獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息」及「在該消息未公開前，對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票，買入或賣出」即符合證交法第157條之1要件，至於內部人於知悉消息後，並買賣股票，是否有藉該交易獲利或避免損失之主觀意圖，應不影響其犯罪之成立，且該內部人是否因該內線交易而獲利，亦無足問等，均係認為知悉該重大消息且有買賣股票之行為即足以構成證交法第157條之1的要件，是以新修正後之規定於實務操作上應無太大之不同。

<sup>207</sup> 公司法第28條：「公司之公告應登載於本公司所在之直轄市或縣(市)日報之顯著部分。但公開發行股票之公司，證券管理機關另有規定者，不在此限。」

<sup>208</sup> 重大訊息之查證暨公開處理程序、重大訊息說明記者會作業程序之條文內容，參 <http://www.selaw.com.tw/>，最後瀏覽日，2010年7月18日。

<sup>209</sup> 賴英照，前揭註20，頁378。

<sup>210</sup> 劉連煜，內部人獲悉或實際知悉內線消息之認定-評最高法院九十九年台上字第一一五三號刑事判決，月旦裁判時報第3期，2010年，頁86-87。

<sup>211</sup> 賴英照，前揭註20，頁375。

<sup>212</sup> 最高法院91年度台上字第3037號刑事判決。

### 第三節 發行海外可轉換公司債涉及內線交易之可能情形

因為我國公司之結構，多係由大股東或是控制股東控制經營權，在當前公司內控制度修改後，或許能有效抑止公司經營階層從事道德危險行為，但在我國大多數公司之結構未能轉變之前，能否有效改善現今證券市場上投資者權益經常受侵害之問題，仍有待時間之考驗，因為海外可轉換公司債之發行流程當中，其轉換價格之決定，以及認購人之選擇方式，其中是否發生內線交易之行為，經常令外界產生諸多疑慮，且海外可轉換公司債因在海外發行，相較於發行公司於國內證券市場上流通之有價證券，在可能構成內線交易之主體與證券市場上投資人（以及發行公司股東）之間，更容易形成資訊上不公平之現象，因此內線交易規範之主體，其即有相當之可能利用發行海外可轉換公司債為內線交易工具，且其亦有種種不同可能之情形，本文限於篇幅，僅在以下有以實務上之案例以及其他可能之情形，加以分析是否得以內線交易加以規範並且保護公司股東之權益。

#### 第一項 發行海外可轉換公司債可能為內線交易工具之情形

在過去曾發生之陸技公司金融弊案，其中在該公司擔任職務之相關人等，其行為即可能涉及以海外可轉換公司債為內線交易工具之情形，該案雖於 2007 年業已起訴，但直至 2010 年 5 月法院方開始審理，是以在尚無法院見解為依據前，本文則以當前內線交易規範之判斷標準，對以該案相關之刑事裁定以及士林地檢署檢察官之起訴書所建構之事實<sup>213</sup>，加以判斷是否為當前內線交易規定所得以規範，其他有關操縱股價以及虛偽不實行為將不予討論，合先述明。

陸技公司於 2003 年 11 月發行之海外可轉換公司債<sup>214</sup>，該次發行額度為 7500 萬美金，該次海外可轉換公司債之轉換價格為每股新臺幣 15.1 元，甲為公司之董事長，其於 2004 年 5 月間，購入 1910 萬美金之該次發行海外可轉換公司債，而後該公司決定於 2004 年 10 月 10 日起，該次發行海外可轉換公司債之轉換價格調整至每股新臺幣 13.5 元，甲隨即於 2004 年 10 月 11 日將持有之海外可轉換公司債轉換為，轉換約 46 450 仟股之該公司股票，並且在 2004 年 10 月 20 日出

<sup>213</sup> 臺灣士林地方法院 96 年度金重訴字第 2 號刑事裁定；台北士林地院 94 年度偵字第 11209 號、95 年度偵字第 3987 號、95 年度偵字第 5984 號、95 年度偵字第 11112 號、96 年度偵字第 4213 號起訴書。

<sup>214</sup> 陸技公司 93 年財務報告書，參

[http://doc.twse.com.tw/server-java/t57sb01?step=1&colorchg=1&co\\_id=2407&year=93&seamon=&mtype=A&](http://doc.twse.com.tw/server-java/t57sb01?step=1&colorchg=1&co_id=2407&year=93&seamon=&mtype=A&)，最後瀏覽日，2010 年 7 月 20 日。

售其持有之部分股票，但因該公司股票當日之交易情形並不活絡，故當日僅以每股 14.15 元至每股 14.25 元不等價格賣出 12500 仟股，甲惟恐其持有之尚未出售股票無法即時出售，遂以其董事長之職權於 2004 年 10 月 20 日下午召開董事會並決議實施庫藏股，並且在 2004 年 10 月 21、22 日，甲藉由陸技公司實施庫藏股之機會，順利以平均每股價格 14.38 元出售其持有之股票。

從上述案例事實當中，甲係為公司之董事長，是為證券法第 157 條之 1 第 1 項第 1 款所規範之主體，而且海外可轉換公司債依照證交法施行細則第 11 條規定，或者轉換後之股票則依證券法第 157 條之 1 第 1 項規定，其均為內線交易規範之客體。依照案例事實所述，甲可能在 2004 年 5 月時，即已提前得知該公司所發行之海外可轉換公司債之轉換價格，即將調整低於轉換時之公司於證券市場上股票價格，並且購入海外可轉換公司債，而且其以高於海外可轉換公司債轉換價格之股價，而大量出售轉換後之持有之股票，進而造成股東權益受損之情形，即可能涉及違反內線交易之規範。

海外可轉換公司債調整後之轉換價格，是否構成內線交易規範之重大消息，依照重大消息管理辦法第 2 條之規定，應符合該條第 15 款之「涉及公司之財務、業務，對公司股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響者」規定，蓋轉換價格之重設固為保護債權人之權益，但其重設後之價格，與海外可轉換公司債發行時所約定之轉換價格相同，均可能造成公司股價之波動，況且其重設後之價格，如低於重設時之發行公司股票價格，亦影響證券市場上投資人買賣海外可轉換公司債之意願，是以，應認為調整後之轉換價格為內線交易規範之重大消息。

然有所疑問者在於提前得知該轉換價格調整後之價格，該消息是否屬於已成立之重大消息，依照新修正證交法第 157 條之 1 規定，係以「消息明確後」為重大消息時點之判斷依據，以及參照重大消息管理辦法第 4 條規定所列舉之足資確定之日，該消息似非屬已成立之重大消息，惟實務上認為，「獲悉發行股票公司有重大影響股票價格之消息」是指獲悉在某特定時間內必成為事實的重大影響股票價格的消息，並不限於獲悉時該消息已確定成立或為確定事實<sup>215</sup>，此一見解頗值參考，本文亦贊同之，故判斷受內線交易規範之主體是否獲悉公司存有未公開之重大消息，應就相關事件的整體及可能結果觀察。因此，就是否已存有重大消息且為公司內部人士所知悉而論，應以該重大消息之發生可能性<sup>216</sup>及公司內部人士處於可確知的狀態即為已足，是故，縱使該轉換價格調整後之價格尚未決定，

---

<sup>215</sup> 最高法院 94 年度台上字第 1433 號判決。

<sup>216</sup> 依德國證券主管機關之認定，只要將來可能會發生的重大事件，其將來發生機率大過於不會發生的機率，即認為其有足夠發生可能性，而認定該將來才會發生的重大事件為一件已存在的消息。洪秀芬，前揭註 170，德國證券交易法對內線消息規範之探討，頁 12。

但甲如得以事先因其在公司擔任之職務而獲知調整後轉換價格之價位，應可認為該消息是為已成立之重大消息。

又甲係於 2004 年 5 月買入海外可轉換公司債，綜觀該公司當年 8 月所製作之第 2 季財務報告書，以及 10 月底製作之第 3 季財務報告書，可以說明甲於 5 月當時購入海外可轉換公司債，該轉換價格之調整似仍屬於未公開之消息。惟轉換價格之調整，依照自律規則第 26 條第 1 項第 5 款規定，轉換價格再調整之下限以發行時轉換價格之八成為限，而發行時之轉換價格在發行時已經在發行辦法中約定，是以證券市場上投資人應可事先預測該調整後之價格，難謂其尚未公開，但該調整轉換價格消息之認定，應不僅侷限在轉換之價格，尚包括調整轉換價格之時點，因重設後之轉換價格是否利於債券持有人，仍須視重設轉換價格當時公司股價之表現，除可能另外知悉公司重設當時之股價消息(此種內線消息在以下章節另行討論)情形以外，如提前得知重設轉換價格與重設之時點，勢必影響投資人買賣海外可轉換公司債之意願，亦使理性投資人減少其購買海外可轉換公司債之投資風險，實有違內線交易禁止之目的，是以轉換價格重設之消息解釋上應包括重設之時點，如此在案例事實當中，公司董事長甲如係提前得知重設後轉換價格與重設時點之消息，方為內線交易所規範之重大消息。

而甲是否構成內線交易規範之主觀意圖，在新修正證交法第 157 條第 1 項，依照獲悉說之見解，以內部人買賣證券時獲悉內線交易為已足，不需有實際利用消息之證明，即構成內線交易規範之要件，而是否有藉該交易獲利或避免損失之主觀意圖，亦不影響其犯罪之成立，而案例事實當中，檢方以內線交易對甲起訴，則尚須證明甲於買入海外可轉換公司債時，即已獲知該重設後轉換價格即重設時點之內線消息，法院方得對甲以內線交易規定加以規範。

陞技公司有關可能涉及內線交易行為，係於 2004 年間發行，而目前法院仍尚審理過程當中，以上涉及內線交易之種種可能，係本文就法院就該案之裁定以及有關資料加以推測，尚不能據以論斷其構成內線交易，但依照內線交易規範之主觀上認定，本即難以證明該公司負責人在買入海外可轉換公司債當時，其即已得知嗣後重設之轉換價格以及重設之時點，況且，該案涉及內線交易行為之發生距法院開始審理已 6 年有餘，如何就當時行為人之主觀意圖加以證明，亦增添相當之難度，此外，就證券市場上之投資人以及公司股東之權益受損之部分，雖另外於 2006 年 11 月以團體訴訟方式提起獨立民事訴訟加以請求<sup>217</sup>，但該案仍遲至 2009 年 5 月方開始審理，現行實務上之機制能否有效保護股東權益不致受損，仍有相當之疑問。

---

<sup>217</sup> 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心，團體訴訟案件彙總表，參 <http://www.sfipc.org.tw/main.asp>，最後瀏覽日，2010 年 7 月 20 日。

## 第二項 發行海外可轉換公司債涉及內線交易之其他可能

### 第一款 發行海外可轉換公司債之決定

在公司發行海外可轉換公司債之時，依照消息公開辦法第2條第2款規定<sup>218</sup>，為公司辦理重大之募集發行或私募具股權性質之有價證券，是為內線交易所規範之重大消息無疑，且在實務上海外可轉換公司債發行之消息對公司股價亦有影響<sup>219</sup>，是為對投資人之投資決定造成顯著影響之消息無疑。

然則，如何就內線交易受規範之主體確實知悉重大消息之時點判斷，實有困難。在發行海外可轉換公司債一事上，究竟何時為其消息具備「明確」之時點？依照重大消息管理辦法第4條規定，消息之成立時點，為事實發生日、協議日、簽約日、付款日、委託日、成交日、過戶日、審計委員會或董事會決議日或其他足資確定之日，以日期在前者為準。依照本條文義係以日期在前者為消息成立時點，但發行海外可轉換公司債之消息成立時點，究竟應以董事會決議日、股東會決議日，向主管機關申報日抑或係向主管機關申報生效之日為發行海外可轉換公司債消息確定之日呢？如以「重大性」、「具體性」與「確實性」三項基準觀之，且以我國公司所發行之海外可轉換公司債都以私募方式為之來探討的話，則該海外可轉換公司債之發行須於發行前有認購人願意認購方得以確定進行，惟在此之前，須先有董事會之決議發行，且私募尚應經股東會決議通過，故不論是否最後有覓得海外認購人與否，若單純以公司考慮發行海外可轉換公司債即為重大消息者，因此種消息即可能對投資人之投資決定會有影響，且依公開處理程序第3條規定，在董事會決議發行時即須對外公開，及重大消息管理辦法第4條之規定，則因此應在董事會決議發行時，即為公司發行海外可轉換公司債的消息成立時點。在此消息公開前，內線交易受規範之主體不應進行公司之股票或其他具有股權性質之有價證券的買賣，否則即有可能被認定為有內線交易行為，如其欲進行公司

<sup>218</sup> 重大消息管理辦法第2條第2款規定，證交法第157條之1第4項所稱涉及公司之財務、業務，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息，指下列消息之一：二、公司辦理重大之募集發行或私募具股權性質之有價證券、減資、合併、收購、分割、股份交換、轉換或受讓、直接或間接進行之投資計畫，或前開事項有重大變更者。

<sup>219</sup> 國內相關研究之實證結果並不一致，大多顯示宣告發行可轉債會產生負的異常報酬，顯示投資人將公司之宣告作負面的解讀，認為公司可能因發生財務困難且為了降低資金成本，才發行可轉債(陳淑姿 1997；曹育欣 2003；姚智 2003；詹曙銘 2003)，但亦有部分研究發現投資人似乎看好宣告發行公司之未來前景或可轉債利息支出之稅盾效果，使得宣告時之股價影響為正向結果(王或疆 2000；王嘉雯 2003)，對相關實證分析的探討，參閱楊炎杰等，以詢價圈購方式發行可轉換公司債對股東權益之影響，當前會計理論與實務研討會論文集(銘傳大學會計學系)，參 <http://www.mcu.edu.tw/department/management/mcu-acco/academic-discussion/academic-discussion/050528/23.pdf>，2005年，頁3-5。

相關證券的交易，則公司應先公開董事會決議發行海外可轉換公司債的消息後，方得交易，亦即「不公開、不交易」、「要交易、先公開」。

然而承本文之前所述，就海外可轉換公司債之發程序而言，在董事會決議之前本即有相當多之作業程序，從第二章表7可知，在公司決定發行海外可轉換公司債前，大多數發行公司均會對發行環境進行評估，甚至與海外承銷商至實地考察，而此時可能尚未經由董事會決議，若以重大消息管理辦法第4條之規定為標準，是否可對內線交易受規範之主體為公司股票或其他具有股權性質之有價證券禁止交易，恐有疑義。蓋受內線交易規範之主體可能抗辯，公司債之發行應經董事會決議，甚至私募尚應經股東會決議，而決議有可能不通過，至於發行環境之評估或與海外承銷商的實地考察，都尚不足以確定會進行海外公司債發事宜，則其於董事會決議前所進行之股票或其他具有股權性質之有價證券買賣並未構成內線交易，因其仍有董事會決議不通過發行案之可能性。但依照實務上之觀點<sup>220</sup>以及本節前述有關重大消息成立之實務見解與外國立法例，本文認為，判斷受內線交易規範之主體是否獲悉公司存有未公開之重大消息，應就相關事件的整體及可能結果觀察，而應以該重大消息之發生可能性及公司內部人士處於可確知的狀態即為已足，蓋如不依此解釋，對於公司之控制股東或有影響力之董事而言，其本即有相當影響力來左右董事會之決議結果，相較其他或有可能得知公司即將發行海外可轉換公司債之人而言，因其可能尚無法掌握董事會是否通過發行決議，則該海外發行案之消息對其而言，尚非屬已存在之重大消息，則其交易即不符合內線交易之構成要件。但如對董事會結果有相當影響力，甚至可左右決議之控制股東或董事而言，則其在發行環境評估或海外承銷商實地考察後，而董事會尚未決議前，其對於海外發行案將來董事會將決議通過有十足把握，則此尚未經董事會決議之海外發行案對其應屬已足資確定，是以為保護股東以及投資人權益之立場，應將海外發行案之消息的確定日解釋於董事會決議之前，即是在董事會決議發行前的評估結果出來時，若評估結果樂觀而會提案董事會者，即為重大消息之確定時點，否則對那些可左右董事會決議結果之控制股東或有影響力之董事將難以內線交易規範繩之。

## 第二款 提前得知決定之轉換價格

內線交易受規範之主體在海外可轉換公司債發行前，如已事先得知該轉換價格很低，並先在國內市場進行公司股票的賣出，嗣後再向海外承銷商購得海外可轉換公司債，則是否構成內線交易？簡言之，即是在尚未就轉換價格公佈前，即已得知將來轉換價格，並且先在國內賣出股票，之後再買入海外可轉換公司債，則其是否違反內線交易規定？實務上，第一金控在2004年發行全球存託憑證(以

<sup>220</sup> 臺灣高等法院 96 年度上訴字第 5186 號刑事判決。

下簡稱GDR)<sup>221</sup>，即引起外界諸多質疑，其雖非發行海外可轉換公司債，但鑑於其性質與海外可轉換公司債相似，且轉換價格可能提前為人得知之情事，是以本文於此以其作為實例，合先述明。

第一金控在 2004 年發行海外存託憑證，目的在於除了要籌措資金外，並得以藉此引進國際資金，並透過外資監督的市場力量，督促第一金控提升資訊透明度，強化公司治理，推動第一金控向國際級企業邁進。因此發行 GDR 的主要對象乃是針對國外的法人機構不包括國內的機構。但發行前因為資產品質不良，承銷商以及國外法人投資意願並不高，堅持認為合理的發行價格只有市價之 7 成，使得原本與德意志銀行共同承銷之花旗環球銀行退出承銷商行列，而由德意志銀行獨立承銷，而在當第一金控於當年 7 月 10 日海外進行巡迴說明會時，當時主管機關證期會於當年 7 月 16 日，宣佈發行公司增資新股發行海外存託憑證，取消過去三個月閉鎖期之限制，而第一金控發行海外存託憑證計畫於 7 月 23 日正式定價，但根據證券交易所的資料從 7 月 16 日當日起至 7 月 30 日當中 9 個交易日，第一金控該段時間融券<sup>222</sup>增加總計 16 萬張，均價約 21.08 元，而該次海外存託憑證定價價格為 17.72 元，如依此計算，短短 9 個交易日就獲利超過 5 億元，獲利率達 15.79%，該海外認購人即是在我國交易市場上放空股票，而在海外購入存託憑證回補，最後，在開放兌回 14 個工作日內該次發行之海外存託憑證幾乎已全遭兌回，而因海外認購人以不相當之代價取得海外存託憑證，以及短時間在國內放空股票造成股價下跌之後果，為所有持有該公司股票之投資人承擔，侵害公司股東以及市場上投資人之權益甚鉅，引起當時輿論一陣譁然。

依照第一金控發行海外存託憑證之發行過程觀之，其海外認購人似已提前得知存託憑證價格，於此種情形下，若是內線交易受規範之主體有進行前述交易，其能否用內線交易規範相繩，存有疑問。惟若以證交法第 157 條之 1 觀之，存託憑證訂價顯然低於市場股價的消息尚未公開前，內部人若已提前得知其消息，則因存託憑證即是代表被保管之股票，而該保管股票價格被訂價明顯低於其市價者，顯然屬影響市場行情之重大消息無疑，則在存託憑證價格未公開前，內部人已事先知悉並以之為交易行為，即應符合內線交易之構成要件。然而除非能證明海外認購人對於融券期間(即該 9 個交易日)，對該公司之股價評估非出於其投資判斷，而係內線消息，方得以內線交易加以處罰，否則該海外認購人事先雖於國內市場為該公司股票融券交易僅為套利行為，難以內線交易加以規範。

<sup>221</sup> 蒙志強，第一銀行 GDR 圖利記，財團法人國家政策研究基金會國政評論，2004 年，  
<http://old.npf.org.tw/PUBLICATION/FM/093/FM-C-093-160.htm>，最後瀏覽日，2010 年 7 月 20 日。

<sup>222</sup> 融券係指投資人預期未來股票會下跌，但手中沒有該股票，於是繳交部份保證金，向授信機關借股票賣出，之後投資人再於市場上低價買股票償還。融券餘額即為市場上已經借股票賣出的張數也就是截至該日為止，某種證券所有投資人融券賣出未還的淨張數，其計算方式為前一營業日的融券餘額加上該日融券賣出張數，減去該日融券買進與現券償還融券張數。

而在海外可轉換公司債發行過程當中，轉換價格均係在發行前一刻方得以確定而被公開，以此角度而言，若內線交易受規範之主體提前得知確定之轉換價格，並先行在國內賣出股票，之後透過關係人於海外認購可轉換公司債，則其與其他國內投資人亦形成資訊不對稱，進而造成市場上交易不公平之情況，應是有違規範內線交易之目的。然則，在發行海外可轉換公司債的過程中，無論係經董事會決議抑或須經股東會決議之情形，該決議中均會授權在一定轉換價格區間內，得以由董事會在範圍內決定最後之轉換價格，是以對公司股東及投資人而言，該轉換價格在經過決議且決議內容已公開後，應即可以預估並判斷最後可能之轉換價格及其對證券市場行情之影響(類似於提前得知重設後之轉換價格)，故該確定轉換價格雖係可以影響理性投資人投資判斷之重大消息，但其在決策機關決議公開後即為已公開之消息，因此，不宜依此解釋透過海外認購人之受內線交易規範之主體因提前得知確定之轉換價格即為獲知內線消息，故尚難以內線交易加以規範。

雖然轉換價格於發行前得知並無法以內線交易規範，但此時對於重大消息之判斷，應以對將來影響公司股價訊息為準，此即為海外可轉換公司債最可能發生之內線交易情形。即是海外可轉換公司債認購人若依發行公司內部人身分或是從內部人獲得公司未公開之重大消息，並因此依照該消息得以知悉在轉換權約定凍結期間經過後，因該消息於將來才會公開，並將使公司股價上漲而高出轉換價格，則其買進海外可轉換公司債並於將來行使轉換權取得股票後出售，即構成內線交易。換言之，即內線交易受規範之主體知悉內線消息而得以知道消息對公司有利，故將來公司股價可能會上漲，則對公司折價發行之海外可轉換公司債，其可先取得海外可轉換公司債之後再轉換成股票出售，此時其行為應即符合內線交易之構成要件。

### 第三款 海外認購人之決定

在公司發行海外可轉換公司債時，如以該發行為內線交易之工具，最為關鍵即是如何取得該海外可轉換公司債，依照內線交易之構成要件，須行為人為受內線交易規範之主體，其應知悉公司重大消息，並且買賣公司有價證券。而依照海外可轉換公司債之發行方式，往往即已限定可能進行內線交易行為人之範圍，因一般投資人往往無購買之管道，此亦為海外可轉換公司債最被垢病之處。

海外可轉換公司債之發行方式可以區分為募集於私募，就發行公司採募集發行而言，解釋上係對不特定之對象公開招募，然則，在承銷商方面，依照《中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法》第5條規定，辦理有價證券之承銷（以下簡稱對外公開銷售），其配售以下列方式為之：一、

競價拍賣。二、詢價圈購。三、公開申購配售。四、洽商銷售。依照上述規定，其為發行公司募集方式發行時，承銷商之配售方式。而詢價圈購方式，即是承銷商在訂定預計承銷價格的可能範圍後，由投資人表示其對承銷證券承銷價格範圍之內所願意接受的價格與數量，以便承銷商決定最終的承銷價，目的在於了解市場需求狀況，並由承銷商會同發行公司議定出承銷價格<sup>223</sup>。而在海外發行可轉換公司債，若發行公司海外知名度不高，市場上對其並不熟悉，是以海外承銷商大多均採詢價圈購方式，以從詢購對象獲得該轉換價格訂定之資訊，並藉以與發行公司協商出轉換價格。

但詢價圈購方式，於詢價決定價格後，可認購證券之對象係由承銷商決定，換言之，海外承銷商得以自由決定其輔導發行之海外可轉換公司債於詢價後由何人取得，此時該配售方式即類似私募結果，可能由承銷商與發行公司所安排之特定人才能認購。過去爆發之金融弊案<sup>224</sup>，亦係海外可轉換公司債之發行公司往往安排給承銷商將債券賣與特定人，而前述第一金控發行海外存託憑證案亦是如此，該次承銷商在主管機關取消閉鎖期後，表示市場反應熱烈，超額認購達到 2 倍，但當時元大京華公司卻可透過海外子公司取得該次第一金控發行總額度的 26%，令人乍舌，無怪乎引人有內線交易或圖利特定人之嫌疑。

是以主管機關近年來針對特定人資訊揭露之要求，以及對於海外承銷商與發行公司內部人認購海外可轉換公司債之控管部分，均較先前嚴密，蓋因海外可轉換公司債於海外發行，且發行地寬鬆條件(例如盧森堡EuroMTF市場)，大股東或公司內部人擬對股價、轉換權利的實現等上下其手，在資訊不對稱比較嚴重的情況下，無疑會容易許多<sup>225</sup>，如此即產生利用海外可轉換公司債為內線交易工具之誘因。況且即使海外承銷商能遵守自律機制，但其仍無法避免公司內部人利用人頭帳戶取得海外可轉換公司債，尤其是得以左右公司經營權以及決策權之控制股東，其僅須知悉重大未公開消息而確信未來公司股價會(或有極大可能會)高於轉換價格，則無論海外發行案係採募集或者私募方式，亦無論折價或溢價發行，其均有能力得以排除其他股東以及一般投資人取得海外可轉換公司債，進而以此作為進行內線交易的工具。而且其在取得海外可轉換公司債後，因仍須經過一定期間的轉換權凍結期因而仍有投資風險，故實際上該海外認購人是否有內線消息並且對其他投資人形成資訊不對稱之情況更將難以證明，除非認購人出售轉換後之股票伴隨著市場操縱行為，否則內線交易之規範甚難發揮作用。

---

<sup>223</sup> 伍思吟，IPO 承銷價格決定因素與 IPO 折價因素之探討-以詢價圈購案件為例，國立政治大學財務管理學系碩士論文，2007 年，頁 2。

<sup>224</sup> 博達案、訊碟案均是這種問題下的產物。康寶榮等，前揭註 59，頁 118。

<sup>225</sup> 康寶榮等，前揭註 59，頁 124。

### 第三項 股東是否為當日善意從事相反買賣之人的認定

依照證交法第 157 條之 1 第 3 項規定，違反第一項或前項規定者，對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。是為內線交易之民事責任規定，但其以該當內線交易構成要件為前提，因內線交易規範之目的在於銷除證券市場上之資訊不公平現象，並建立資訊公平之證券市場，其所保護者為證券市場上之所有投資者，而並非單純之公司股東，而在公司發行海外可轉換公司債時，即使有構成內線交易行為之情事，對於公司股東而言，其權益受損仍在於公司股價因內線交易行為人賣出股票而導致公司股價下跌，但因內線交易民事責任得請求之人為當日善意從事相反買賣之人，對於發行公司股東而言，除非其乃於海外認購人賣出其轉換後之股票，當日買入發行公司股票而成為公司股東，否則亦難以就內線交易規定為賠償請求。以第一金控 2004 年發行 GDR 為例，即使該次取得 GDR 之人構成內線交易，得以請求之人仍係於該 9 個交易日取得該公司股票之人，而在該時點之前即是發行公司股東之人，因無在該 9 個交易日與內線交易行為人為相反之買賣，即不得依證交法第 157 條之 1 第 3 項規定向內線交易行為人為請求，而使得因內線交易造成公司股價下滑之結果，由其他股東承擔之現象，此一情形對於公司股東甚不公平，如不擴大適用範圍，海外可轉換公司債發行過程當中，如有內線交易發生，公司股東又如何得以內線交易之規定獲得賠償。

### 第四節 小結

在我國目前海外發行可轉換公司債之程序中，公司發行海外可轉換公司債即有相當可能與發行公司控制股東或經營者其個人利益相結合，況且海外可轉換公司債本即存在一套利空間，更使得擁有內部消息之內部人無須付出太大風險；而海外證券交易所仍存在像盧森堡這種管理寬鬆、門檻低、掛牌成本低的交易所，本係為降低籌資成本，吸引各國公司赴當地發行證券籌資，卻形成有利於發行公司大股東或內部人從事道德危險的管道，從而使得發行海外可轉換公司債成為公司內部人內線交易之誘因，況且以目前修正過之內線交易規範，使得檢方對於內線交易之起訴條件趨於嚴格，但仍無擴大內線交易適用範圍之餘地，加上內線交易當前之構成要件「實際知悉」或有無「內線交易之犯意」相較其他構成要件本即不易證明，個案又係千差萬別，亦難期法院提供一定之判斷標準或具體認定準則以資依循，更何況利用資訊較不透明之海外可轉換公司債為內線交易工具，則內部人是否有內線交易之情況，將更難查緝。

是以，只要大股東或內部人得以排除一般投資人而取得海外可轉換公司債，不是選擇股票價格會上漲的時期發行海外可轉換公司債，就是會想辦法操縱公司股票價格，創造實現轉換權利的價值，當實現轉換權利的價值越高，或取得這種價值的風險越低，則公司在發行時，就越可能利用洽特定人，或私募發行的方式而由特定人取得，換言之，海外可轉換公司債之特性，對於從事道德危險之大股東或內部人而言，即是除於國內證券市場上取得公司股票外，其尚能以低於市場行情取得「公司股票」之管道，既有如此管道，又如何能不成為圖利自己及內線交易之溫床，如其取得之內部消息得以排除一定期間內之投資風險，以當前內線交易之規範欲證明行為人主觀意圖之困難，將更容易造成公司股東以及投資人權益在無形中受損。

而在證交法第157條之1第3項、第4項規定<sup>226</sup>，在違反證交法第157條之1第1項、第2項規定者，應負損害賠償責任。但內線交易原本即認定相當困難，定罪率不高，而內線交易之民事責任又常以刑事判決為依歸，如此現象亦造成股東或投資人往往在損害造成後，其損害無法透過內線交易規範加以填補，在如此情形下更提高了大股東以及公司內部人為內線交易之可能，根本之道還是在於認購人資訊揭露上，無論募集方式或是私募方式，皆應提高認購人資訊透明度，雖主管機關加強對於認購人之控管機制，但股東權益如係均由主管機關加以保護，亦恐有不周之處，以第一金控於2004年發行GDR為例，在尚無有法律規範對凍結期間長短加以規定時（僅在自律規則第4條之3第2項規定不得少於1個月），主管機關即可能因為政策而決定凍結期間存在與否，對於股東權益造成之影響不可謂不重大，蓋凍結期間原本為保護公司股東以及投資人得以獲得充分資訊之規定，卻因無法律加以規定，而使得主管機關得以決定存在與否，依此情形，股東權益之保護甚難期待主管機關之控管，況且主管機關內部人亦有道德危險之可能。為求上述問題之解決，不如在發行海外可轉換公司債之際，對於關係人之資訊揭露作更嚴謹的要求，並對於海外可轉換公司債行使轉換權後，不論是募集或私募方式，皆應要求為一定之資訊揭露程序，可將其揭露要求程度類比為如同於國內公開發行時所要求的程度，如此公司股東方能預警國內市場上是否進入大量轉換後之股票並使公司股價下跌之可能。雖然我國對於募集發行之海外可轉債之凍結期間，依照自律規則第4條之3第2項規定至少須約定一個月，目的在於有助於提高海外認購人之投資意願，以達企業籌資之目的，但在籌資目的外，仍須考量公司股東權益不能因此受損。而為保護股東權益，應不僅僅是提高海外可轉換公司債之發行門

---

<sup>226</sup> 證券交易法第 157 條之 1 第 3 項規定：「違反第一項或前項規定者，對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。」同條第 4 項規定：「第一項第五款之人，對於前項損害賠償，應與第一項第一款至第四款提供消息之人，負連帶賠償責任。但第一項第一款至第四款提供消息之人有正當理由相信消息已公開者，不負賠償責任。」

檻，更應該增加股東參與其中決策之機會，以及使資訊揭露更透明，方能真正維護股東權益。

海外可轉換公司債之發行原本即須面臨因海外認購人套利造成公司股東權益受損之挑戰，而以我國公司結構，更是有成為內線交易工具之危險，使股東權益保護岌岌可危，在當前我國公司經營層以及決策層大多為大股東或者控制股東所把持之局面未能扭轉前，發行海外可轉換公司債對於國內股東而言，容易侵害其權益，因此，在內線交易規範尚無法有效抑止大股東或是經營者從事道德危險行為前，仍有賴立法者以及主管機關強化發行海外可轉換公司債之資訊揭露，方為正途。

## 第五章 公平脫離權適用之可能

在現行我國資訊揭露制度以及內線交易規範，尚不能有效保護發行海外可轉換公司債公司股東之權益與填補其損失，尤其在控制股東以及經營者掌控公司經營權與決策權之情況下，股東權益往往在不知情下受到侵害，以致發行海外可轉換公司債之前，因資訊不透明完整造成不足以保護股東權益，而一旦有公司內部人利用發行海外可轉換公司債進行套利或者內線交易，可能導致公司股價下跌，當股東所受損失無法依照內線交易規範對公司內部人求償，亦無法於證券市場賣出其股票者，可能造成股東出脫持股困難之結果，因而於此有必要討論，是否應令公司股東得以其他管道出脫其持有之股份。蓋於海外可轉換公司債發行，原本即相當可能折價發行，使得公司股東首先蒙受一次不公平之對待，如果又有內線交易或套利行為發生，勢必對股東權益再一次之侵害，如果又無法依照內線交易求償，且無法於證券市場以合理價格出售其持有之股票，股東權益之保護又從何談起。或許有論者以為於證券市場交易本即應負擔一定投資風險，投資人應以其個人判斷選擇投資其認為營運狀況良好之公司，並自行承擔投資風險，然而如果證券市場發生詐欺、操縱、內線交易等不法行為，若仍是要求投資人自行承擔投資風險，則並不合理。而在公司發行海外可轉換公司債具有前述可能資訊不透明、轉換價格不合理、存有內線交易風險等問題下，以及其發行過程中，公司股東參與機會不多，如令股東承擔海外發行案所發生之種種可能不利益後果，則將影響股東權益甚鉅。因此，本文以股東權益保護之立場出發，試圖探討是否在特殊情況下，使股東得以公平脫離權之法理，賦予其依公正之條件出售股份並脫離股東身分之權利。

### 第一節 公平脫離權概述

#### 第一項 公平脫離權之概念

股份有限公司之特點之一，就是股東得自由轉讓其股份，且原則上不得以法律及章程限制之<sup>227</sup>，亦即個人可以認購股份成為股東，因此而成為公司之構成員，亦可因公司經營狀況欠佳、股價低迷等種種因素出賣股份，蓋表彰股東權之股份，原不具有個人特性，本即帶有自由轉讓之性質，且公司之經營原則上由董事會為

---

<sup>227</sup> 公司法第 163 條第 1 項規定，公司股份之轉讓，不得以章程禁止或限制之。但非於公司設立登記後，不得轉讓。

之<sup>228</sup>，更有必要讓股東基於自己對於公司經營良窳之判斷，隨時將股份脫手，以收回其投資，藉以避免可能發生之損害<sup>229</sup>，因此各國莫不致力於公司組織體以外，建立一個自由、公開、公平的股票交易市場，使股東可隨時基於任何理由拋售其持股，並經由市場供需的評價作用，取回原投入之資金，脫離股東之身份。但在為少數大股東所把持之公司，公司之少數派股東出脫其持股即有困難，蓋大股東可對公司發揮巨大之影響力，影響公司之經營，在支配成本甚低之情況下，極有可能使公司為不利益之經營，並藉此使其私人獲利，或是藉由掌握多數投票權之優勢，通過使公司為組織上變動決議，這種情況下，勢必影響外人購買其持股之意願，造成公司股份流動性及變現性將大為減低，因而造成少數股東脫離權空洞化之現象。在此種情況下，保護少數股東之最佳方式並非使少數股東對公司之控制權發揮影響，蓋如此將不利於公司整體之經營成效，最佳之方式應係賦予少數股東得依公正之條件出售其股份脫離股東身分之權利。

## 第二項 我國上市公司股權結構現況

美國學者 Berle 與 Means 於 1932 年發表著名的「現代股份公司與私有財產」(Modern Corporation and Private Property)一書，學術界一般將此書視為公司治理探討之始<sup>230</sup>，將公司依照企業所有與企業經營關係概略分為五種<sup>231</sup>：一、全部控制；二、多數控制；三、法律方式的控制；四、少數控制；五、經營者控制等。第一、二種係以經營者持有公司之股權多寡以控制公司，後三者則在持股不多時，透過法律方式匯集為控制公司之力量。而後 Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes 與 Andrei Shleifer 等三人，於 1999 年研究各國大型企業之「最終控制者」(ultimate controller)<sup>232</sup>，即追蹤與分辨擁有表決權之最終控制者的身份，其結果顛覆了過去「世界上大公司之常態為股權分散公司」之看法，其結果顯示在英美兩國之大型公司呈現股權分散結構，而在其他國家之大型公司，則多為集中型之股權結構。

---

<sup>228</sup> 公司法第 202 條規定，公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之。

<sup>229</sup> 柯芳枝，前揭註 8，頁 178。

<sup>230</sup> 易名秋，公司治理方法論的發展-從美國國內法到國際性的學術整合，東海大學法學研究第 22 期，2005 年，頁 63；洪培睿，異議股東股份收買請求權制度之研究，國立台北大學法律學系碩士論文，2009 年，頁 12-13。

<sup>231</sup> Adolf A. Berle, Jr. & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation And Private Property* (1983). 參閱賴英照，企業所有與企業經營，公司法論文集，1994 年，頁 85-109。

<sup>232</sup> La Porta R., F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. FIN., at 471-517 (1999).

而近年來我國學者對我國上市公司亦有相關之研究，其結果顯示我國上市公司之股權型態是股權集中與家族控股之典型<sup>233</sup>，並且普遍存在最大股東成員同時擔任董事與監察人之情況<sup>234</sup>，其掌握公司經營權往往結合透過委託書之徵求、交叉持股、金字塔結構<sup>235</sup>等模式之安排，即得以低持股卻掌握高表決權，形成少數控制之股權結構，是以在經濟利益之誘因下，控制股東對於公司之重要決策，舉凡決議公司解散、決定與他公司合併、以現金為對價逐出少數股東、分割、變更章程、出賣全部或重要的公司資產、甚至選擇公司之營業範疇等，往往主要優先以其個人或家族利益出發，因而可能做出不利於整體股東，卻有利於己的決策。且因在我國少數控制股東結構之公司，其控制股東之控制權與股權可能差距很大，一旦存在此種現象，由於控制股東在公司投入的股本很少，因此即使利用公司資產牟取私利後造成公司所有股東損失，但只要其自利之所得大於其持有之少數股權的損失，即容易產生控制股東濫用控制權之誘因<sup>236</sup>，而造成我國控制股東剝奪小股東權益之問題成為普遍現象。

### 第三項 我國就公平脫離權之相關規定—股份收買請求權

在我國公司之結構下，控制股東在面臨公司買賣主要資產、併購等經營權發生變動之情形，控制股東與公司其他股東之利益衝突將會加劇，即是公司之經營團隊有強烈之動機以犧牲其他利害關係人或集體之利益，為自己打算<sup>237</sup>，且在如併購過程當中，非控制股東不必然對公司真實價值與控制股東有相同之了解，亦產生資訊不對稱，又因內部人於公司經營權變動之際，為竊取公司之財產實難為非控制股東所得以發現，此時更因股東參與公司事務是被動的，若不滿公司之行為，多僅將持股出售，而非質疑控制股東<sup>238</sup>，基於上述種種原因，皆提高控制股東於經營權變動之際侵害股東權益之誘因。

<sup>233</sup> 葉銀華等，從台灣出發公司治理研究報告，健全台灣之公司法治理機制第二冊，2003年，頁6-11。

<sup>234</sup> 葉銀華，台灣公司治理的問題與改革之道，證券暨期貨管理月刊第20卷11期，2002年，頁15。

<sup>235</sup> 金字塔結構，係指控制股東掌握一公司後，再由該公司去控制其他公司，重複數次，使其控制股東的控制力倍數地放大。林威伯，設質股份表決權限制之可行性研究，東吳大學法學院法律學系碩士論文，2008年，頁37-38。

<sup>236</sup> 王文字，從股權結構論公司治法理，月旦民商法第10期，2005年，頁14。

<sup>237</sup> 經濟學上賽局理論(game theory)的囚犯困局(the prisoner's dilemma)正可以說明為何個人的理性未必會導致全體之理性，從而導致個人與群體之利益均受損害。法律經濟分析學者即希望透過法律規範之設計，誘發利害關係人之行為導向在不傷害個人利益下，同時滿足群體利益。大衛·傅利曼著，徐源豐譯，經濟學與法律的對話，2002年，頁136-143。

<sup>238</sup> Te-Fang Chu, Modernizing The Dissenting Shareholder's Appraisal Right In Taiwan, 中原財經法學第10期，2003年，頁337-338。

為避免上述控制股東侵害股東權益情形，我國亦有相關之規範，但並不能有效監控與防範，如公司法第 178 條、第 206 條之規定<sup>239</sup>，在股東會決議以及董事會決議時，有自身利害關係致有害公司利益之虞者，其不得加入表決，姑且不論主張該條之難度<sup>240</sup>，單以我國上市公司當中多充斥人頭股東與人頭董事之情況，即使其表決權被排除，控制股東或董事仍得以人頭股東及董事影響決策結果，況且立法者在企業併購情形，基於提昇公司經營體質、強化公司競爭力，不致發生有害公司利益之情形，以企業併購法第 18 條第 5 項明文規定<sup>241</sup>，排除迴避表決權之行使。除此之外，我國監察人機制與獨立董事設計，實際上依附控制股東及大股東情況嚴重<sup>242</sup>，實難保持其獨立性，又因公司法第 214 條之代表訴訟制度門檻過高<sup>243</sup>，且監察人為控制股東所影響，亦難以發揮作用。

是以在股權結構集中公司之情形，為避免上述之控制股東為己之利益，進而犧牲其他股東之權益情形，我國現行法規範就股東權益保護之思考，應是朝強化個別股東權方向發展<sup>244</sup>，如股份收買請求權，以在於公司經營、決策權為控制股東掌握之情況下，股東得以在公司經營權變動時得以取得其股份之真實價值，並藉由股份收買請求權設計之有利於價值增加之交易、排除價值減少之交易，以達公司價值極大化之目的。

## 第二節 股份收買請求權

由於海外可轉換公司債可使公司之控制股東以及大股東在發行過程當中，上下其手造成公司其他股東權益受損，甚至可能產生內線交易，卻又難以該規範相繩，以致亦無法獲得賠償，如果股東手中持股於此情形下又無法順利於證券市場

---

<sup>239</sup> 公司法第 178 條規定，股東對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞時，不得加入表決，並不得代理他股東行使其表決權。公司法第 206 條第 1 項規定，董事會之決議，除本法另有規定外，應有過半數董事之出席，出席董事過半數之同意行之；第 2 項規定第一百七十八條、第一百八十條第二項之規定，於前項之決議準用之。

<sup>240</sup> 公司法未要求該股東或董事負揭露利害關係之義務，且該條文之適用須證明該股東或董事對該議案有利害關係以及其行使表決權會減損公司利益之虞，主張者即難以證明。洪培睿，前揭註 230，頁 22。

<sup>241</sup> 企業併購法第 18 條第 5 項規定，公司持有其他參加合併公司之股份，或該公司或其指派代表人當選為其他參加合併公司之董事者，就其他參與合併公司之合併事項為決議時，得行使表決權。

<sup>242</sup> 賴英照，前揭註 20，頁 130-131。

<sup>243</sup> 公司法第 214 條第 1 項規定，繼續一年以上，持有已發行股份總數百分之三以上之股東，得以書面請求監察人為公司對董事提起訴訟。前揭「繼續一年以上，持有已發行股份總數百分之三以上之股東」，在我國多數公開發行股份有限公司之股東僅持有極小部分比例，並且交易頻繁，實難以達到得以主張公司法第 214 條之前提。洪培睿，前揭註 230，頁 25-26。

<sup>244</sup> 朱德芳，效率、併購與公司治理-以敵意併購法規範為核心，中原財經法學第 17 期，2006 年，頁 212-213。

上出售時，則似有必要參考股份收買請求權之理論、股份收買請求權實施之時機，探討是否有無可能在如此情況下，賦予股東股份收買請求權之權利。

## 第一項 股份收買請求權之理論

我國公司法於民國 55 年修正時，股份收買請求權係參考美國、日本立法例而制定，而日本亦係昭和 25 年修法時參考美國法而制定<sup>245</sup>。是故我國股份收買請求權制度基本上是以美國法為基礎，因此本文首先就美國法上之有關股份收買請求權之理論基礎加以介紹。

### 第一款 過去之傳統理論

#### 第一目 補償功能

股份收買請求權制度係用來彌補股東被剝奪對公司合併或其他重大變更之否決權的損失<sup>246</sup>。原本公司重大變更行為最好設計應經全體股東同意，惟因此會導致公司經營無效率問題，故立法者遂未採用公司重大變更行為必須取得所有股東一致同意的規範模式，然而同時為了讓反對公司重大變更行為的股東，不致因喪失否決權而受有不利，乃賦予反對股東得取回按其持股之公平價值。

#### 第二目 流動功能

雖然少數反對股東於公司合併時，可接受價格對等的股票以轉換其原公司股票，但被迫加入一個其目的或本質與其原本所參加完全不同的公司，可能使反對股東不願繼續持有公司股票，則其可能選擇出售股票，然而所持有之股票不一定能順利在市場上變現脫售，故為使其免於承擔如此不利後果，乃賦予反對股東股份收買請求權，即使其得以選擇繼續投資或撤資之權利，以滿足反對股東股票流動性之需求。亦即當有造成公司組織基礎性變動之時，反對之少數股東，得請求公司以公平價格收買其所持有股份，使反對股東的權益受到保護<sup>247</sup>。

#### 第三目 促進公司執行重大變動之功能

---

<sup>245</sup> 柯芳枝，公司法論(上)，2009 年，頁 237。

<sup>246</sup> 洪培睿，前揭註 230，頁 33。

<sup>247</sup> Barry M. Wertheimer, The Purpose of the Shareholders' Appraisal Remedy, 65 Tenn. L. Rev. 661, at 667-668 (1998).

如無股份收買請求權之設計，小股東得以訴訟之手段，對多數股東決議通過之某一交易行為，請求法院發出假處分禁止該交易行為，如賦予反對股東適當之救濟，法院會比較不願意准許該假處分之聲請，是以有助於多數股東執行公司重大變動行為<sup>248</sup>。

## 第二款 現今之理論

由於今日公司法均已採多數決原則，僅須大多數股份之股東同意，公司即得以為任何行為，況且在建立證券交易市場以供股票流通之情況下，過去之傳統理論中對於賦予反對股東股份收買請求權之解釋，已失去立論之基礎，惟美國各州就股份收買請求權規範均不一致，對該設計之理論基礎亦眾說紛紜，其在當今美國法之地位仍處於難以捉摸之狀態<sup>249</sup>，而現今美國就股份收買請求權討論，因母子公司之現金逐出合併案例所產生之爭議，引發學者、法院就股份收買請求權之理論基礎，轉移焦點至股份收買請求權監控此類交易行為有無不法<sup>250</sup>。是以，以下介紹依照事前(ex ante)與事後(ex post)觀點<sup>251</sup>，說明股份收買請求權發揮之監控機能。

### 第一目 事前觀點

學者 Daniel R. Fischel，從事前觀點對股份收買請求權加以檢視，因少數股東欠缺談判能力以及於經營者利害衝突時之弱勢地位，認為股份收買請求權得以保護少數股東利益免於侵奪，以下分別說明之<sup>252</sup>：

#### 一、協調能力

在強迫性兩階段式公開收購 (coercive, two-tiered, front-end loaded tender offers) 的情形，收購公司會在第一階段提出較高的現金價以收購目標公司之控制權，目標公司反對股東常會被強迫在第一階段出賣其股票，因為若其不在第一階段賣出，等到第二階段就因其股東間相互協調能力不足之問題，只能獲得較低之補償，而股份收買請求權制度則解決了這樣的困境，因為股東知道他們可以選擇反對而獲

---

<sup>248</sup> Bayless Manning, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 *Yale L. J.* 233, at 228-230(1962).

<sup>249</sup> Barry M. Wertheimer, *The Purpose of the Shareholders' Appraisal Remedy*, supra note 246, at 661-662 (1998).

<sup>250</sup> Robert B. Thompson, *Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal Role's in Corporate Law*, 84 *Geo. L. J.* 1, at 25-26 (1995).

<sup>251</sup> 洪培睿，前揭註 230，頁 36-38。

<sup>252</sup> Daniel R. Fischel, *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, 1983 *Am. B. Found. Res. J.* 875, at 878-881, 896(1983).

得公平的價格，因此股東不會迫使於第一階段出賣他們的持股，並且避免第二階段收購公司較低價格之收購價格。

## 二、底價之確定

如果公司內部人另外有一控制公司，則可能利用合併，出售資產等交易挪用公司價值給該內部人另外之控制公司，進而損害外部股東之利益(outside shareholders)，此類利益衝突交易，是交由司法以忠實義務原則（fiduciary duty principles）進行審查，而股份收買請求權制度則可以在事前訂定一個底價（floor price），使得該內部人不得以低於該底價獲取目標公司資產，否則目標公司其他股東將可能行使股份收買請求權反對該交易，因此目標公司資產之出售價格將不致低於其實際價值，使公司內部人無法進行一個犧牲外部股東而圖利自己的交易。

## 第二目 事後觀點

為了要確定股份收買請求權之目的，Kanda 及 Levmore 研究全美有關股份收買請求權之立法後，以事後觀點歸納出下列功能<sup>253</sup>：

### 一、邊際價值(inframarginality)

在公司進行重大之變動時，該股份於市場上之價值可能因該公司之變動而低於股東對其持有股份估計之價值，即而股份之最低或市場價格（ the marginal, or market, price ）低於他們對所持股份估計之平均價值（ average valuation ）時，股份收買請求權制度將具有保護個別股東取得其股份之邊際價值（ inframarginal valuations ）之功能。

### 二、經營者之評價、判斷

因為公司之營利狀況為判定，多以每一會計年度終了時，股東透過年度報表評估經營者的經營績效，以決定是否出售持股或支持外來之敵意併購，但若公司發生重大變動之時間點，並非均有定期財務報告為判斷依據，況且變動後之公司業務、性質、規模或其他成員等或許非經營者所熟悉、擅長，以致於股東很難就公司的經營績效為正確的評估，而股東行使收買請求權時，為了認定股份之公平價值，必須就公司全部之資產進行估價，即提供一個評價基準點（ serve as a point of reckoning ）之功能，此即等同對經營者的經營績效作評估，並作為日後評估變動後公司經營者的標竿（ benchmark ）。

---

<sup>253</sup> Hideki Kanda & Saul Levmore, The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law, 32 UCLA L. Rev. 429, at 437-444(1985).

### 三、發現不法之功能

因為屬經營團隊內部人與其他股東之間存有利益衝突，股東一定會擔心違反忠實義務、契約責任之行為，特別是公司面臨買賣公司主要資產、併購等重大變動時，公司股東與經營團隊間之利益衝突有加劇現象，經營者有更大誘因從事不法行為。當然，違反受任人義務訴訟（fiduciary suits）可以賠償遭受侵害的股東，並有阻嚇內部人為不法行為之作用，但提起該訴訟的不僅僅代價高昂，另外尚有許多程序及實質的困難要克服，對股東而言並非理想的救濟途徑。而股份收買請求權程序較迅速，無須證明內部人有何不法行為，且可獲得公司財產或計畫等對考慮提起受任人義務訴訟者有益的資訊，雖然該制度亦將造成公司現金流量的損耗，但同時也會阻嚇內部人不法套取公司現有資金的行為，並且有益於公司運作及募集資金。

### 第三目 小結

因過去之傳統理論無法因應現今公司法之制度，以及證券交易所提供之流通功能，使得傳統理論已失去說明股份收買請求權目的之依據，且因為當前美國就母子公司現金逐出引發之爭議，股份收買請求權所具備功能之討論轉而移向監控公司內部人有無不法之功能。就事前觀點而言，得以使股東以股份收買請求權解決其相互間協調能力不足之問題，於利益衝突時避免公司內部人進行一圖利自己之交易，進而犧牲公司其他股東之權益；從事後觀點得以歸納之部分，在於股份收買請求權得以對於公司整體營運狀況評估，以確定股票之公平價值，並且以股東自己評估持有之價值為準，而非以市場上之價值為準，最重要即是在於利益衝突時，有監控、嚇阻內部人為不法行為之作用，並藉以保護股東之權益。

## 第二項 我國股份收買請求權實施之時機

我國公司法第 186 條至第 188 條、第 317 條規定在公司為營業上重大行為（例如營業讓與）及合併時，股東在符合一定要件下，得行使股份收買請求權。而在公司決議分割及簡易合併制度，於第 316 條之 2 第 2 項、第 317 條第 1 項反對股東亦得行使股份收買請求權。另外，金融控股公司法規定營業讓與、股份轉換、簡易合併及公司分割制度為控股公司創設與組織調整之手段，且分別於該法第 24 條第 2 項第 1 款、第 26 條第 2 項第 2 款、第 32 條第 3 項、第 33 條第 3 項規定反對股東得行使股份收買請求權；企業併購法規定公司合併（包括不對稱合併、簡易合併）、營業讓與、股份轉換及公司分割制度作為企業併購之方式，該法第 12 條規定得行使股份收買請求權之情形。以上為我國就股

份收買請求權之規定，亦限制股份收買請求權實施之時機，本文在以下則簡單說明之。

### 第一款 公司資產之重大變動

依照公司法第 185 條、第 186 條之規定，在：一、締結、變更或終止關於出租全部營業，委託經營或與或他人經常共同經營之契約；二、讓與全部或主要部分之營業或財產；三、受讓他人全部營業或財產，對公司營運有重大影響者。在上述三種情況下符合公司法第 186 條要件之股東得以請求公司為股份之收買。

在企業併購法也有相關規定，依企業併購法第 12 條第 1 項第 4 款規定，公司進行該法第 27 條之收購時，公司股東於股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者，得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份；第 27 條之規定為，公司經股東會代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意，概括承受或概括讓與，或依公司法第 185 條第 1 項第 2 款或第 3 款讓與或受讓營業或財產者，其債權讓與之通知，得以公告方式代之，承擔債務時，免經債權人之承認，不適用民法第 297 條及第 301 條規定；同法第 28 條規定，公司之子公司收購公司全部或主要部分之營業或財產，符合下列規定者，得經公司董事會決議行之，不適用公司法第 185 條第 1 項至第 4 項應經讓與公司與受讓公司股東會決議之規定及公司法第 186 條至第 188 條之規定：（一）該子公司為公司百分之百持有。（二）子公司以受讓之營業或財產作價發行新股予該公司。（三）該公司與子公司已依一般公認會計原則編製合併財務報表。公司讓與全部或主要部分之營業或財產予其百分之百持股在中華民國境外設立之子公司者，或外國公司讓與全部或主要部分之營業或財產予其百分之百持股在中華民國境內設立之子公司者，準用上述規定。亦即，公司概括承受或概括讓與，或依公司法第 185 條第 1 項第 2 款或第 3 款讓與或受讓營業或財產者，公司股東於股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者，得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。但如母公司讓與全部或主要部分營業或資產予百分之百持股之已合併製作財務報表之子公司，子公司發行新股予「母公司」作為對價（即所謂「物的分割」），則排除母公司股東之同意權及股份收買請求權。反之，若子公司發行之新股係交付予母公司之股東時（即所謂「人的分割」），則仍須經母公司股東會特別決議同意並賦予其反對股東股份收買請求權。

於金融控股公司法亦有規定，依金融控股公司法第 24 條第 1 項及第 2 項第 1 款規定，金融機構經主管機關許可者，得依營業讓與之方式轉換為金融控股公司。所稱營業讓與，指金融機構經其股東會決議，讓與全部營業及主要資產

負債予「新設之他公司」，以所讓與之資產負債淨值為對價，繳足承購他公司發行新股所需股款，並於取得發行新股時轉換為金融控股公司，同時他公司轉換為其子公司之行為，金融機構股東會決議方法、少數股東收買股份請求權、收買股份之價格及股份收買請求權之失效，準用公司法第 185 條至第 188 條之規定。準此，區分讓與營業之金融機構及受讓營業之金融控股公司分別說明。該法之營業讓與係指讓與全部營業及主要資產負債，因此讓與營業之金融機構須經股東會特別決議授權，其反對股東得行使股份收買請求權。而就受讓之金融控股公司而言，若金融控股公司係既存公司時，是否須經股東會特別決議授權並賦予異議股東股份收買請求權，則視受讓該營業對公司營運有無重大影響而定（準用公司法第 185 條第 1 項第 3 款）。

## 第二款 公司合併之相關規定

### 一、一般合併

依照公司法第 317 條第 1 項，以及企業併購法第 12 條第 1 項第 2 款及第 18 條規定，為公司與他公司進行一般合併時，應經雙方公司股東會特別決議，不論消滅公司或存續公司股東，於決議合併之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者，得行使股份收買請求權。

### 二、不對稱合併

又依照企業併購法第 12 條第 1 項第 2 款及第 18 條第 6 項規定，存續公司為合併發行之新股，未超過存續公司已發行有表決權股份總數之百分之二十，且交付消滅公司股東之現金或財產價值總額未超過存續公司淨值之百分之二者，得作成合併契約，經存續公司董事會以三分之二以上董事出席及出席董事過半數之決議行之，無須經股東會特別決議行之，存續公司之反對股東亦無股份收買請求權。此一合併規定係針對在併購公司（存續公司）很大，被併購公司（消滅公司）很小，即所謂之不對稱合併，因為合併後對存續公司經濟結構並無太大影響，理論上應無賦予存續公司股東同意權及股份收買請求權之必要。

### 三、簡易合併

在公司合併時，如併購公司對於被併購之他方公司持有百分之九十以上之以發行股份，因合併之後對於併購公司經濟結構無影響，即稱為簡易合併，亦賦予被併購公司之股東股份收買請求權，但對於母公司股東是否賦予股份收買請求權，

在公司法與企業併購法為相同之規定，但金融控股公司法則有不同之處，以下分別說明之。

### (一)、公司法與企業併購法

依照公司法第 316 條之 2 第 1 項、第 2 項、第 5 項規定：「控制公司持有從屬公司百分之九十以上已發行股份者，得經控制公司及從屬公司之董事會以董事三分之二以上出席，及出席董事過半數之決議，與其從屬公司合併。其合併之決議，不適用第三百十六條第一項至第三項有關股東會決議之規定。」、「從屬公司董事會為前項決議後，應即通知其股東，並指定三十日以上期限，聲明其股東得於期限內提出書面異議，請求從屬公司按當時公平價格，收買其持有之股份。」、「第三百十七條有關收買異議股東所持股份之規定，於控制公司不適用之。」；企業併購法第 12 條第 1 項第 3 款及第 19 條規定：「公司進行第十九條之簡易合併時，其子公司股東於決議合併之董事會第十九條第二項公告及通知所定期限內以書面向子公司表示異議者，得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。」、「公司合併其持有百分之九十以上已發行股份之子公司時，得作成合併契約，經各公司董事會以三分之二以上董事出席及出席董事過半數之決議行之。子公司董事會為前項決議後，應於十日內公告決議內容及合併契約書應記載事項，並通知子公司股東，得於限定期間內以書面提出異議，請求公司按當時公平價格收買其持有之股份。前項期限，不得少於三十日。公司合併其持有百分之九十以上資本總額之子公司，準用前三項規定。」

公司合併其持有股份百分之九十以上已發行股份或其持有百分之九十以上資本總額之子公司時，依公司法及企業併購法之規定，僅子公司公司反對股東得行使股份收買請求權，因為此時僅子公司少數股東較易受到不公平對待，而對母公司之財務狀況，並無重大改變，並無須給予母公司股東股份收買請求權。

### (二)、金融控股公司法

金融控股公司法第 32 條規定：「金融控股公司之子公司吸收合併其持有百分之九十以上已發行股份之他公司，得作成合併契約，經各公司董事會以三分之二以上董事出席及出席董事過半數之決議行之，不適用公司法第三百十六條股東會決議之規定。董事會為前項決議後，應於十日內公告決議內容及合併契約書應記載事項，並指定三十日以上期限，聲明股東得於期限內提出異議。表示異議之股東，得請求各公司按當時公平價格收買其持有之股份，並應自前項聲明異議期限屆滿之日起二十日內，提出記載股份種類及數額之書面為之。前項異議股東與公司間協議決定股份之價格及股份收買請求權之失效，準用公司法第一百八十七條第二項、第三項及第一百八十八條之規定。」由條文文意解釋，金融控股公司

法於簡易合併場合，並未排除母公司異議股東之股份收買請求權。然而，如前所述，簡易合併對母公司之財務狀況，並無重大改變，實無賦予母公司之少數股東股份收買請求權之必要。因此，現行金融控股公司法第 32 條之規定似有謬誤，使整個法律政策未能一貫，實宜檢討改進，限於子公司之異議股東方得享有股份收買請求權<sup>254</sup>。

### 第三款 公司分割之相關規定

公司將其「得獨立營運」之一部或全部之營業讓與既存或新設之他公司，作為既存公司或新設公司發行新股予該公司或該公司股東對價之行為，即為公司分割。公司法、企業併購法及金融控股公司法均有公司分割之相關規定，但就分割之決策程序及反對股東股份收買請求權之適用範圍，各規範不一致，茲說明如下：

#### 一、公司法與企業併購法之規定

依照公司法第 316 條第 1 項至第 3 項：「股東會對於公司…分割之決議，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之。公開發行股票之公司，出席股東之股份總數不足前項定額者，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意行之。前二項出席股東股份總數及表決權數，章程有較高之規定者，從其規定。」，第 317 條：「公司分割…董事會應就分割…有關事項，作成分割計畫…，提出於股東會；股東在集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄者，得放棄表決權，而請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。他公司為新設公司者，被分割公司之股東會視為他公司之發起人會議，得同時選舉新設公司之董事及監察人。第一百八十七條及第一百八十八條之規定，於前項準用之。」

在企業併購法第 32 條第 1 項至第 4 項：「公司進行分割時，董事會應就分割有關事項，做成分割計畫，提出於股東會。股東會對於公司分割之決議，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之。公開發行股票之公司，出席股東之股份總數不足前項定額者，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意行之。前二項出席股東股份總數及表決權數，章程有較高之規定者，從其規定。」，第 33 條：「前條之分割計畫，應以書面為之，並記載下列事項：（一）、承受營業之既存公司章程需變更事項或新設公司章程。（二）、被分割公司讓與既存公

<sup>254</sup> 劉連煜，公司合併態樣與不同意股東股份收買請求權，月旦法學雜誌第 128 期，2006 年，頁 31。

司或新設公司之營業價值、資產、負債、換股比例及計算依據。(三)、承受營業之既存公司發行新股或新設公司發行股份之總數、種類及數量。(四)、被分割公司或其股東或二者所取得股份之總數、種類及數量。(五)、對被分割公司或其股東配發之股份不滿一股應支付現金者，其有關規定。(六)、既存公司或新設公司承受被分割公司權利義務及其相關事項。(七)、被分割公司之資本減少時，其資本減少有關事項。(八)、被分割公司之股份銷除所應辦理事項。(九)、與他公司共同為公司分割者，分割決議應記載其共同為公司分割有關事項。前項分割計畫書，應於發送分割承認決議股東會之召集通知時，一併發送於股東。公司與外國公司進行公司分割時，準用前條、本條第一項至第二項及第二十一條規定。」，第 12 條第 1 項第 6 款：「公司進行第三十三條之分割時，被分割公司之股東或受讓營業或財產之既存公司之股東於決議分割之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者，得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。」

是以，就被分割公司而言，不論其分割之營業規模大小，均須經其董事會以普通決議<sup>255</sup>提出分割計畫，並經其股東會以特別決議通過，且其不同意股東只要符合「在股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄者，得放棄表決權」之要件者，均賦予股份收買請求權。但從立法論之觀點，在分割之營業非主要營業，或規模甚小，是否應給予公司異議股東股份收買請求權，實有檢討必要<sup>256</sup>。因分割之性質，近似於「營業讓與」，而營業讓與須以讓與「全部或主要部分」之營業為限，始賦予讓與公司之股東同意權及異議股東股份收買請求權，然公司法及企業併購法對分割之規定，不論被分割部分是否為被分割公司之全部或主要營業單位，一律賦予異議股東股份收買請求權，不免有失平衡。對此，金融控股公司法已注意及此，於該法第 33 條第 3 項規定限縮分割部分屬於被分割公司主要部分之營業或財產者，才須經被分割公司股東會特別決議通過，而此時被分割公司之反對股東始得主張股份收買請求權。

而受讓公司方面，在公司法第 316 條規定「股東會對於公司分割…之決議，應有代表已發行股份總數三分之二以上之股東出席，出席股東過半數之同意行之」及第 317 條：「公司分割…；股東在集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄者，得放棄表決權，而請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。」依其文意似僅要求被分割公司應經股東會特別決議並賦予被分割公司之反對股東股份收買請求權，而受讓公司股東則不得依此主張股份收買請求權。而企業併購法第 12 條第 1 項第 6 款則規定：「…被分割公司之股東或受讓營業或財產之既存公司之股東於決議分割之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者，得請求公司按當時公平價

<sup>255</sup> 公司法第 206 條。

<sup>256</sup> 游啟璋，股份收買請求權的股東退場與監控機制，月旦法學雜誌第 128 期，2006 年，頁 62。

格，收買其持有之股份」，顯然不同於公司法規定，於受讓公司皆須經其股東會特別決議通過，並賦予其反對股東股份收買請求權，並不因受讓之營業規模大小有所差異。

但如均賦予異議股東股份收買請求權，而不以受讓營業是否對受讓公司造成重大影響，將使受讓公司承受重大財務負擔，影響分割之結果，是以應參照公司法第 185 條第 1 項第 3 款規定，作法規範體系解釋，以對受讓公司之「營運有重大影響」為限，始須經受讓公司股東會特別決議並賦予其異議股東股份收買請求權較為妥適。

## 二、金融控股公司法之相關規定

依照金融控股公司法於第 33 條第 1 項：「金融控股公司之子公司經股東會決議讓與其部分之營業或財產予既存公司或新設公司，以繳足該子公司（以下稱被分割公司）或其股東承購既存公司發行新股或新設公司發行股份所需股款進行公司分割者…」，第 34 條第 1 項：「被分割公司與他子公司依前條規定辦理公司分割時，他子公司為既存公司者，被分割公司與他子公司之董事會應作成分割契約；他子公司為新設公司者，被分割公司董事會應作成分割決議；並均應提出於股東會。」同條第 3 項：「第一項公司分割屬讓與主要部分之營業或財產者，準用公司法第一百八十五條至第一百八十八條之規定。」

首先，仍舊從被分割公司加以討論，依金融控股公司法第 34 條第 3 項規定，當分割屬讓與「主要部分」之營業或財產者，準用公司法 185 條及第 186 條規定，即應經被分割公司之股東會特別決議及賦予其反對股東股份收買請求權，反之，若被分割公司所讓與者，非屬其「主要部分」之營業或財產，依照金融控股股東司法第 34 條第 1 項後段、公司法第 174 條之規定，則僅須其股東會普通決議授權即可，亦無賦予其反對股東股份收買請求權之必要。

再者，在受讓之既存公司方面，金融控股公司法第 34 條第 3 項所謂「準用」公司法第 185 條至第 188 條之規定，仍應依照受讓者是否為被分割公司之主要部分營業或財產<sup>257</sup>，且受讓是否對受讓之既存公司之營業有重大影響加以區分，即既存公司所受讓者為被分割公司之主要部分營業或財產，且受讓對既存公司之營業有重大影響時，應經既存公司之股東會特別決議，且賦予其反對股東股份收買請求權；若並非被分割公司之主要部分營業或財產，或對既存公司之營業無重大影響時，依照金融控股公司法第 34 條第 1 項後段以及公司法第 174 條，僅須既存公司之股東會以普通決議授權即可，亦無股份收買請求權之適用。

---

<sup>257</sup> 洪培睿，前揭註 230，頁 85-86。

#### 第四款 股份轉換之相關規定

依金融控股公司法第 26 條第 1 項及第 2 項第 1 款、第 2 款規定：「金融機構經主管機關許可者，得依股份轉換之方式轉換為金融控股公司之子公司。前項所稱股份轉換，指金融機構經其股東會決議，讓與全部已發行股份予預定之金融控股公司作為對價，以繳足原金融機構股東承購金融控股公司所發行之新股或發起設立所需股款之行為；其辦理依下列各款之規定：（一）金融機構股東會之決議，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東過半數表決權之同意行之。預定之金融控股公司為既存公司者，亦同。（二）金融機構異議股東之股份收買請求權，準用公司法第三百十七條第一項後段及第二項之規定。」換言之，金融機構經其股東會特別決議授權，得以股份轉讓之方式，讓與全部已發行股份予預定之金融控股公司作為對價，以繳足原金融機構股東承購金融控股公司所發行之新股或發起設立所需股款，若預定之金融控股公司係既存公司，需經董事會三分之二以上董事出席，以出席董事過半數決議行之（公司法第 156 條第 6 項參照），並經股東會以特別決議授權始可（第 26 條第 2 項第 1 款後段參照），又「金融機構」異議股東之股份收買請求權，準用公司法第 317 條第 1 項後段及第 2 項之規定（第 26 條第 2 項第 2 款參照），因為條文將「金融機構」與「金融控股公司」加以區分，且金融控股公司法 26 條第 2 項第 2 款並未規定「金融控股公司」之異議股東，得準用公司法第 317 條第 1 項後段及第 2 項之規定行使股份收買請求權，因此若金融控股公司係既存公司時，其反對股東得否行使股份收買請求權，不無疑問。

而依企業併購法第 29 條第 1 項第 1 款：「公司經股東會決議，得以股份轉換之方式，被他既存或新設公司收購為其百分之百持股之子公司，並依下列各款規定辦理：一、公司股東會之決議，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之。預定之受讓股份之公司為既存公司者，亦同。…」、同條第 2 項：「公開發行股票之公司，出席股東之股份總數不足前項第一款定額者，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意行之。但章程有較高之規定者，從其規定。」、第 12 條第 1 項第 5 款：「公司於進行併購而有下列情形，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份：…五、公司進行第二十九條之股份轉換時，進行轉換股份之公司股東及受讓股份之既存公司股東於決議股份轉換之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者。」是以就轉換股份公司股東而言，需經股東會特別決議，且其反對股東於決議股份轉換之股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者，得行使股份收買請求權；而在受讓股份公司股東方面，依照公司法第 156 條第 6 項，亦需經股東會特別決議，且其反對股東亦得行使股份收買請求權。

就上述兩法相關規定，最大差別在於不論股份轉換後，受讓股份公司增加股份之多寡，金融控股公司法則一律未賦予其異議股東股份收買請求權，而企業併購法則一律賦予其異議股東股份收買請求權，前者顯然忽略受讓股份公司的少數股東之保護，而後者亦未考量如轉換後母公司增加股份不多時，是否仍須賦予母公司之異議股東股份收買請求權，不無斟酌必要<sup>258</sup>。

## 第五款 其他相關規定

### 一、企業併購法

依照企業併購法第 11 條第 1 項及第 2 項規定：「公司進行併購時，得以股東間書面契約或公司與股東間之書面契約合理限制下列事項：一、股東轉讓持股時，應優先轉讓予公司、其他股東或指定之第三人。二、公司、股東或指定之第三人得優先承購其他股東所持有股份。三、股東得請求其他股東一併轉讓所持有股份。四、股東轉讓股份或將股票設質予特定人應經公司董事會或股東會之同意。五、股東轉讓股份或設質股票之對象。六、股東於一定期間內不得將股份轉讓或股票設質予他人。未公開發行股票之公司得以章程記載前項約定事項。」，第 12 條第 1 項第 1 款規定：「公司於進行併購而有下列情形，股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份：一、公司股東對公司依前條規定修改章程記載股份轉讓或股票設質之限制，於股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者。」

在非公開發行股票公司得依照公司法第 277 條規定，股東會得特別決議通過修改章程，記載公司進行併購時股份轉讓或設質之限制，其反對股東於股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者，得行使股份收買請求權。

### 二、終止上市之規定

臺灣證券交易所股份有限公司上市公司申請有價證券終止上市處理程序第 3 條規定：「上市公司申請有價證券終止上市者，應至少由下列人員負連帶責任承諾收購公司股票：（一）經董事會決議通過者：表示同意之董事，但獨立董事不在此限；（二）經股東會決議通過者：於董事會對申請終止上市議案提交股東會討論表示同意之董事，但獨立董事不在此限。前項承諾收購公司股票，應於申請終止上市之議案中列明下列事項：（一）收購起始日；（二）收購價格之計算

---

<sup>258</sup> 游啟璋，前揭註 256，頁 62。

方式；(三)收購期間；(四)寄發董事會或股東會開會通知前一日止，董事、監察人之持股股數暨其占該公司已發行股份總數之比率；(五)就承諾收購負連帶責任之董事個別收購比率，但經董事會決議通過者，得延至股東會之議案中列明或向臺灣證券交易所股份有限公司提出申請時予以補齊。

前項收購起始日為終止上市之日，收購期間應為五十日，且應於收購期間屆滿後辦理交割；收購價格依下列標準訂之，但不得低於該公司最近期經會計師簽證或核閱之財務報告之每股淨值：(一)經董事會決議終止上市者，收購價格不得低於董事會決議日前一個月股票收盤價之簡單算術平均數；(二)經股東會決議終止上市者，收購價格不得低於股東會決議日前一個月股票收盤價之簡單算術平均數。

與前述所有之股份收買請求權不同者，在於其收購義務人非公司，而係表示同意終止上市之董事，目的可能係防範控制股東發現公司市價低於公司真實價值時，藉由終止上市而獨享公司真實價值，但其收購價格仍以公司股票之市價作為唯一基準(決議日前一個月股票收盤價之簡單算術平均數)，依舊無法避免控制股東利用股票市價低於公司真實價值之時機，進行下市而獨享公司真實價值與市價間之價差。

### 三、問題金融機構之例外規定

主管機關於 1999 年因金融機構財務惡化，影響存戶及債權人權益甚鉅，並造成社會秩序脫序之不良後果，遂依銀行法第 62 條及依其授權之「金融機構監管接管辦法」為各種行政處分，其中因強制命令併購時皆剝奪異議股東股份收買請求權(銀行法第 62 條之 4、金融機構合併法第 13 條第 3 項第 1 款、保險法第 149 條之 7 第 1 項第 1 款參照)，其理由應係<sup>259</sup>：一、為迅速處理問題金融機構，儘速回復金融秩序，使利害關係人權益受到保障；二、既為處理問題金融機構，則存續金融機構勢將挹注大量資金於將消滅之問題銀行，故不容不同意併購之股東再請求以現金買回其股份，造成存續金融機構資金緊俏；三、存續金融機構股東如不擬繼續持有股權，自可在證券市場賣出，以換取現金而退出。

### 第三項 小結

由以上之規定可知，我國就股份收買請求權係採取列舉式之立法，僅限於法律列舉之特定情形方賦予股東股份收買請求權，但如本章第一節第二項所言，在我國股權結構多呈現少數股東控制，且股東會未能凸顯其功能，於此應思考股份

---

<sup>259</sup> 劉連煜，前揭註 254，頁 31。

收買請求權之功能，包括得以監控內部人有無不法行為、保障小股東取得其持股之實際價值、降低內部人以低於公司實際價值之對價為併購，進而使投資人更有意願去投資公司，控制股東亦可以用較低的成本募集資金，進而促進經濟效率等功能，且在股份收買請求權程序中，股東無須證明內部人之不法事實，程序較簡便，相較於訴請法院判決禁止或撤銷公司為重大變動之交易，股份收買請求權程序之成本較低，也是干預較小的制衡措施。

是故就股東其權益保護之立場而言，應擴大股份收買請求權之適用範圍，甚至採概括性立法，蓋因在我國多數上市公司之股權結構均為集中型，公司之決策權以及經營權皆由控制股東或大股東所掌控，如不擴大股份收買請求權之適用範圍，且公司內控機制效果又不彰，於此情形下，不僅是法律列舉之場合，甚至董事會得以執行業務範圍內之決議亦有可能犧牲股東之權益，故如不擴大股份收買請求權之適用範圍，甚難期待控制股東與大股東於有圖利自己之機會時，仍會以全體股東之權益為優先考量。而在美國法律協會草擬之公司治理原則<sup>260</sup>，其於第

---

<sup>260</sup> American Law Institute, Principles Of Corporate Governance : Analysis and Recommendations, at 299-301 (1994), §7.21 Corporate Transactions Giving Rise Appraisal Rights An eligible holder of the corporation should be entitled on demand to be paid in cash the fair value of the shares owned by the eligible holder as provided in §§ 7.22 (Standards for Determining Fair Value) and 7.23 (Procedural Standards) in the event of :

(a) A merger, a consolidation, a mandatory share exchange, or an exchange by the corporation of its stock for substantial assets or equity securities of another corporation (hereinafter collectively referred to as a ("business combination"), whether effected directly or by means of a subsidiary, unless those persons who were shareholders of the corporation immediately before the combination own 60 percent or more of the total voting power of the surviving or issuing corporation immediately thereafter, in approximately the same proportions (in relation to the other preexisting shareholders) as before the combination;

(b) Any business combination, amendment of the corporation's charter documents, or other corporate act or transaction that has the effect of involuntarily eliminating the eligible holder's equity interest (other than the elimination of less than a round lot in a publiclytraded corporation or a similar elimination of a comparably insignificant interest in a non-publicly traded corporation);

(c) A sale, lease, exchange, or other disposition of substantial assets by the corporation that  
(1) Falls within § 5.15(a) (Transfer of Control in Which a Director or Principal Senior Executive Is Interested) and the assets so disposed of would account for a majority of the corporation's earnings or total assets as of the end of its most recent fiscal year, unless

(A) the procedures specified in §5.15(b)(1)-(3) are complied with, and

(B) at least one class of equity securities of the corporation is listed on a national securities exchange or is included within NASDAQ's National Market System; or

(2) Leaves the corporation without a significant continuing business, unless the sale

(A) is in the ordinary course of business, or

(B) is for cash or for cash equivalents that are to be liquidated for cash or used to satisfy corporate obligations, and is pursuant to a plan of complete dissolution by which all or substantially all of the net assets will be distributed to the shareholders within one year after the date of such transaction;

(d) An amendment of the charter documents, whether accomplished directly or through a merger or consolidation, whose effect is to

(1) materially and adversely alter or abolish a preferential, preemptive, redemption, or conversion right applicable to the eligible holder's shares,

四章第 7.21 條規定亦建議採概括式立法之見解，對於異議股東得主張股份收買請求權之時機，於下列五種情形得以主張：(一)企業組織結合（business combinations）行為，包括吸收合併、新設合併、強制股份轉換或以股份為對價換取他公司之重大資產或證券等；(二)任何可發生非自願地消滅股東權益的企業組織結合、章程變更或其他交易；(三)公司重大資產的出賣、出租、交換或其他對公司主要資產之處分行為；(四)變更章程，致重大、不利影響股東之權益（例如廢除股東之優先承購權）；(五)其他公司章程規定得適用股份收買請求權之公司行為。

另外，我國亦有學者在描述適用「異議股東股份收買請求權」之實施時機，不同於一般學者對於股份收買請求權主張之時機，而係以公司重大變動為前提，而認應具備有以下要件<sup>261</sup>：(一)、額較大、交易標的評價不易之交易；(二)利益衝突之交易；(三)面臨「終局階段(the final- period problem / end -game theory)」之交易。其雖非對股份收買請求權實施之時機有不同之見解，但就其描述股份收買請求權之要件，仍顯見其不以法律列舉之規定為要，頗值得參考。

### 第三節 賦與海外可轉換公司債發行公司股東股份收買請求權之可能

在我國當前公司結構下，大股東或者控制股東往往把持董事會以及股東會，並對於公司之經營發揮重大之影響力，而公司發行海外可轉換公司債本係便利公司籌資手段之一，但其具有可轉換成公司股份之性質，且資訊揭露程度因海外發行而不如國內發行之充分，於此背景下，大股東或控制股東得以其影響力低價發行，又得以排除他人取得該債券，進而圖利自己，形成與公司其他股東利益衝突情形，而同時又存有內線交易之可能，且其查緝不易，故在現今法律規範下，股東權益實無法獲得充分之保障，是以本文擬就海外可轉換公司債發行過程當中，就股東權益保護之立場，探討有無適用股份收買請求權之餘地，俾使股東在如此利益衝突之情形下，仍有以公平價格出售其持股之機會。

---

(2) reduce the number of shares owned by the eligible holder (other than a holder of less than a round lot in a publicly traded corporation or a similar holder of a comparably insignificant interest in a non-publicly traded corporation) to a fraction of a share or less,

(3) create a right to redeem the eligible holder's shares, or

(4) exclude or limit the voting rights of shares with respect to any matter, other than simply through the authorization of new shares of an existing or new class or the elimination of cumulative voting rights; or

(e) Any corporate action as to which the charter documents, other than the bylaws, provide that eligible holders have applicable appraisal rights.

<sup>261</sup> 朱德芳，論公司法異議股東股份收買請求權-以制度目的與實施時機為研究核心，吉林大學「兩岸公司法研討會」，2006年5月，頁21。參閱洪培睿，前揭註230，頁95。

## 第一項 實施的時機是否符合相關法律規定

在我國法關於股份收買請求權之相關規定，依照第三節第二項所述，係以列舉之方式加以規定，在於公司資產重大變動、公司合併、公司分割、股份轉換等之情形下，分別於公司法、企業併購法以及金融控股公司法加以規定，如非符合上述法律規定之情況，實無主張股份收買請求權之機會。

然則，在大股東或控制股東得以利用發行海外可轉換公司債上下其手之情形，壓低海外可轉換公司債之轉換價格，而發行方式採取私募或者在募集方式利用承銷商之配售方式，排除他人取得海外可轉換公司債之可能，進而圖利自己，此種情況亦為與其他股東有利益上之衝突，如不在其權益受侵害之後，並且無其他救濟管道時，賦予其股份收買請求權，實有對股東不公之處。在我國得以主張股份收買請求權相關情形之法律規定，限縮在公司資產重大變動、公司合併、公司分割、股份轉換等情形，但就其限制在上述情形之原因，則在於因該等情形有可能造成經營階層與股東權益利益衝突，因經營階層佔據主導地位而使股東權益受損，而股東權益受損所顯示之情形，首先就公司資產重大變動而言，即是股東之股份所表彰的公司財產變更情形，而對上市公司股東而言，最直接之影響即為其股價表現以及盈餘分配；而在公司合併時，即是在反對之股東可能因利益衝突致使其持有之股份被低估，而就上市公司股東，除了現金逐出合併有利益衝突情況外，亦表示反對股東對於合併不具信心，該股東評估合併後之公司股價、盈餘分派不如合併前；在公司分割時，其賦予股份收買請求權之前提，實際上在於分割之部分對於公司營業上是否有重大之影響，在上市公司之背景下，公司營業上是否有重大之影響對股東權益之影響亦係表現在股價與盈餘；而股份轉換之情形，亦因轉換之後其所持有之股份因公司不同，而須重新評估，評估之依據仍以股價及盈餘為準，蓋如為上市公司時，股東參與公司決策意願並不強烈，是否行使股份收買請求權均在於股東對公司為上述行為後之股價、盈餘評估，如對公司為上述行為不具信心，為求以公平價格出售持股，方選擇主張股份收買請求權。

而海外可轉換公司債之發行，其最直接之影響即是稀釋股東之盈餘分派，而其轉換價格之決定，亦會影響公司之股價，並不因在海外發行而對公司股價毫無影響，況且，公司選擇籌資工具之種類，市場上均對其有所解讀，如選擇發行海外可轉換公司債，市場上可能認為公司發生財務困難且為了降低資金成本，才發行海外可轉換公司債<sup>262</sup>，亦造成股價下跌之結果，是以在我國現今法規賦予股東股份收買請求權之上述規範情形，在上市公司發生利益衝突時，股東判斷是否行使股份收買請求權之根據，與發行海外可轉換公司債可能造成之結果實為相同（或近似），均是在於公司為該行為後可能造成公司股價下跌，並影響盈餘分派，

---

<sup>262</sup> 楊炎杰等，前揭註 219，頁 4。

因此，就擴大股份收買請求權之角度而言，實有令發行海外可轉換公司債之股東得以適用股份收買請求權之機會。

## 第二項 公司籌資目的與股份收買請求權之平衡

在股份收買請求權法律列舉之規定，其得以主張之前提，除控制公司與從屬公司之簡易合併規定，僅須從屬公司董事會決議並通知，從屬公司股東即可主張之情形，其他莫不以股東於股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經記錄，放棄表決權者，方得以主張，其目的則在於避免股份收買請求權遭到濫用，是故以法律規定提高其門檻，亦降低公司為該行為時之成本支出，有衡平股東之權益與公司之利益功能，合先述明。

而發行海外可轉換公司債時，除以章程規定、或須先變更章程增加股份總數或者發行方式係以私募為之，則無須經股東會決議，究其根本，在於海外可轉換公司債為公司籌資工具之一種，仍屬於經營階層得以董事會決議之業務範圍內事項。

而海外可轉換公司債之發行過程中，在經股東會決議之情形，如賦予發行公司股東股份收買請求權，對於未經股東會決議發行之公司股東而言，因發行造成之結果相同，對其未免有所不公，但如使未經股東會決議之發行公司股東得以主張股份收買請求權，即可能造成股份收買請求權遭到濫用，並增加發行公司之財務負擔，此時衡諸海外可轉換公司債之目的，其係便利公司以低成本方式於海外籌資，在傳統之籌資方式外增加公司籌資之管道，以此角度出發，如在公司籌資時，本即對於營運所需之資金有相當之需求，又惟恐到期無法依債券面額償付債務，方以可轉換股票之方式以降低籌資成本，如於此之際賦予反對股東股份收買請求權，不啻增加公司籌資之成本，反有害公司籌資之目的，使得海外可轉換公司債設計之目的失去意義。

是以為衡平海外可轉換公司債之籌資目的與股份收買請求權之行使，在海外可轉換公司債發行過程如產生公司經營階層與股東利益衝突時，雖得以賦予股東股份收買請求權，但仍須有所限制，不能一概而論的賦予其股份收買請求權，以免股東濫用股份收買請求權，反而影響公司籌資目的。

## 第三項 股東主張股份收買請求權之時機

股份收買請求權之主張對象為公司，其係因公司之經營階層決定進行為法律所允許之特定行為時，經營階層與股東產生利益衝突，為保護股東之利益不被侵

害，方賦予股份收買請求權，使其得以公平價格出售持股之權利，但其係因為股東之權益於該公司進行特定行為後，可能無法在證券市場上以合理之價格出售其持有之股份，是以公司有必要在該公司進行特定行為前，使股東對其股份價值以及公司整體營運狀況為評估後，得依評估結果使其可以公平退場。

而在發行海外可轉換公司債時，如賦予發行公司股東股份收買請求權，恐有害及發行公司籌資之目的，而且發行海外可轉換公司債在決議通過之後，至公司確定發行時，仍有相當之時間，而股東得以在該段時間內以獲得之資訊判斷是否繼續持有公司股票，雖公司海外可轉換公司債發行之決議，即可能造成市場對公司營運狀況有負面之解讀，但最主要之利益衝突仍係在我國公司結構下之大股東以及控制股東與少數股東之間，即控制股東與大股東以發行海外可轉換公司債方式圖利自己，並犧牲公司股東權益之情形，是以就發行海外可轉換公司債之決議對於公司股東而言，並非於公司決議後，隨即一定會造成公司股東權益之受損，況且，即使公司發行行為後，雖轉換價格之決定，以及公司股東被排除於認購人之外，均影響到公司股東之權益，但在海外認購人行使轉換權之前，公司股東之權益是否受損，即公司股票之價格與盈餘分派是否受損，仍繫於海外認購人對於行使轉換權之態度。

綜上所述，由於海外可轉換公司債之發行過程，其決議通過後，公司股東尚有機會因發行行為對公司股價造成影響不大時，得以在證券市場上出售其持股，而在發行行為後，股東權益是否確實受損，且不可彌補，仍須視海外認購人是否行使轉換權，是以，即使賦予海外可轉換公司債發行公司股東股份收買請求權，對於其行使之時機，肯定不能與現行法律規定之公司對前述規範行為之股東會議後即得為之，做相同之解釋。蓋現行法規定之情形，皆在於股東於該公司進行相關行為前，讓公司股東在最後得以公平價格出售持有股份之機會，即公司已為該相關行為後，股東持有之股價即有不能以公平價格出售之虞，方賦予股東股份收買請求權，而海外可轉換公司債如賦予發行公司股東股份收買請求權，則在其主張時機，有必要加以限制。

在發行海外可轉換公司債之過程當中，大股東與控制股東可能將該債券發行與個人利益相結合，其種種得以左右、影響之部分，即在於壓低轉換價格，並且排除他人取得該次發行之海外可轉換公司債，並且藉由其身分得知公司之內部資訊，選擇在對其最有利之時點，行使轉換權並將轉換後之股票於證券市場上交易，該行為可能為合法之套利，亦有可能為不法之內線交易，但結果皆是使得股東權益受損，而受損股東可能無法在證券市場上以合理價格出售其持股，是以，本文以為如將其限縮在公司之大股東與控制股東為套利行為或內線交易行為後，即是股東損失造成時，而使得公司股東得以公平價格出售持股，此雖不同於我國現行法所規範之情形，但立於擴大股份收買請求權適用範圍之立場以保護股東權益、

考量海外可轉換公司債之籌資目的，以及發行公司決議後至海外認購人行使轉換權時，公司股東仍有時間得以公平價格出售持股之機會，是故，本文以為在此時機，股東方有股份收買請求權之適用。

#### 第四項 得主張股份收買請求權之股東

在公司發行海外可轉換公司債，如賦予股東股份收買請求權時機，依照前文所述，應限制在因發行海外可轉換公司債為套利行為以及內線交易行為之後，造成公司股價下跌之結果，使得公司股東無法於證券市場以公平之價格出售其持股之情況下，股東方得主張股份收買請求權。依照本文所論述之股份收買請求權得以主張之時機，係以上述所說明之背景為必要，如此一來，亦同時限制所得以主張股份收買請求權之股東範圍。

在公司股價因套利行為與內線交易行為後，致股東無法以公平價格於證券市場上出售持股，以加強股東權益保護之立場，應賦予股東股份收買請求權。然則，所有股東如均得以主張股份收買請求權，將可能造成過股東權益過度保護之弊病，亦可能使得股份收買請求權遭到濫用，例如主張之股東如於公司股價下跌之時期內買進公司之股票，而且其買進時之股票價格與前述得以主張之背景時的公司股價，其兩者間並無太大之差距，該主張之股東亦無相當經濟上之損失，在此情況下之股東，如使其得以主張股份收買請求權，不僅對於其他蒙受相當損失之股東甚為不公，亦可能使主張股份收買請求權，在並無股東權益保護之必要性時，如其得以主張主體範圍過度擴張解釋而不加以限制，實有違股份收買請求權設計之目的。

綜上所述，對於得以主張股份收買請求權之股東範圍亦應加以限制，本文認為應將該範圍限制在公司發行海外可轉換公司債之前，其即已取得公司股票之股東，蓋因如套利行為或內線交易行為時買進股票而成為股東，首先以套利行為而言，在其股價下跌可能因套利行為造成之結果，本即為於該時點買進股票之投資人所須面臨之投資風險，其如於股價下挫之同時購入股票，亦係因其判斷公司經營狀況後並對公司營運有所信心方購入股票，況且，公司發行海外可轉換公司債係在該套利行為之前，該海外可轉換公司債之轉換價格與當時證券市場上之公司股價是否存在套利空間，是為已揭露之資訊，證券市場上之投資人即可以當時揭露之資訊加以判斷是否成為該公司之股東，是以在此情形下成為公司股東之投資人，並無主張股份收買請求權之餘地；另外，如於該時點因內線交易造成公司股價下滑，並購入公司股票而成為公司股東之投資人，因其即得以內線交易之規定加以規範，並且考量股份收買請求權係針對公司請求，實無令公司對個別公司內

部人之內線交易行為負責，是故在此時機成為公司股東之投資人，即使其權益因此受損，亦不得以股份收買請求權對公司請求以公平價格收買其持股。

此外，在公司發行海外可轉換公司債之後，並於因套利行為或內線交易行為造成股價下挫前，如於該期間購入公司股價並成為股東之投資人，在因套利行為或內線交易造成權益受損之情況下，基於與本文前段所論述相同理由，亦無令其得以主張股份收買請求權之餘地，蓋就海外可轉換公司債發行後，其在轉換價格與公司股價間是否有價差而得以套利，係已揭露之資訊，是否成為該公司之股東，仍視投資人衡量揭露之資訊與公司營運狀況，而形成一理性之判斷，其權益是否因套利行為受損原屬於該投資人須於證券市場上承擔之投資風險，尚不能謂其得以主張股份收買請求權，而如因內線交易行為受損，在現行法規已有內線交易禁止之規定，且公司亦無須就內線交易行為造成之損失，並對該期間內成為股東之投資人加以負責之理，應認其不得對公司主張股份收買請求權。

是以，主張股份收買請求權之股東，其範圍應限縮在海外可轉換公司債發行前之既有股東，並且其得以主張之時機亦限制在公司之大股東與控制股東為套利行為或內線交易行為後並造成該股東權益受損之結果，本文認為在同時符合上述所描述之條件時，方為得以主張股份收買請求權之股東。

## 第五項 股東主張股份收買請求權之對象

發行海外可轉換公司債之決議雖係由公司經營階層共同決定，但海外可轉換公司債之發行，得以低價取得之認購人，並非所有之經營階層，最主要還是從事不法行為可能之人，而並非公司之整個經營階層，如僅因為某公司之大股東或控制股東可能之不法行為，而使公司全體負責，不僅有害及公司籌資目的，亦可能因為賦予股份收買請求權而危及公司其他贊同發行海外可轉換公司債之股東權益。

在本節第三項，討論到因海外可轉換公司債之發行過程，其發行行為產生利益衝突係在公司大股東或控制股東與小股東之間，因其發行之目的係為籌資，且在公司為該發行行為後，公司股東仍有一段猶豫之時間，又須視海外認購人是否行使轉換權，是以應限縮在公司大股東以及控制股東為套利行為或內線交易行為後，即已對公司股東造成損害時，方有股份收買請求權之適用，然則，該公司之大股東以及控制股東之個人行為所造成之股東之損失，是否得以歸咎於發行公司，則有疑問。

蓋發行海外可轉換公司債之利益衝突，主要仍在於公司之大股東與控制股東對於小股東剝奪其利益之行為，假如因該大股東或控制股東之個人牟利，而賦予股東股份收買請求權，卻使得公司整體承受該負擔，對其他公司之成員以及公司利益而言，亦有所不公之處。蓋發行海外可轉換公司債之際，在該大股東或控制股東以外之人，無法判斷上述之人是否刻意壓低轉換價格，因為海外可轉換公司債折價發行已為常態，亦無法確定該海外認購人是否為假外資、大股東或控制股東之人頭戶，或者為大股東或控制股東之人安排予承銷商之認購人，蓋因海外可轉換公司債之發行對公司經營階層而言，其所關注之重點在於是否達到籌資之目的，而非防範公司內部人有無圖利自己之情形，如苛求其應於此時負注意義務，雖尚非謂使公司增加其籌資之成本，但亦將導致公司籌資過程不順利，況且海外募發準則第 10 條第 1 項第 1 款亦規定<sup>263</sup>申報生效後，主管機關得撤銷或廢止事由，包括須在申報生效通知到達之日起，逾三個月尚未募足並收足現金款項者。說明以海外可轉換公司債為籌資工具，亦有其時間上限制，蓋公司選擇以海外發行可轉換公司債籌資，原即考量其低成本以及海外市場資金較國內充裕，如遲遲無法募得資金，有違海外籌資之本意，亦有發生道德危險之可能，更可能危及國內公司股價之表現，在博達案當中，其發行海外可轉換公司債之過程，安排海外子公司認購之情事，亦是因為遲遲無人認購，為避免其美化後之公司形象受損，方有虛偽不實之認購，於此情形可知，發行公司經營階層著重者還是在於可接受之轉換價格前提下，迅速達成籌資之目的，實難以要求大股東或控制股東外之公司經營階層面面俱到，是以對於發行海外可轉換公司債時，賦與股東股份收買請求權不僅應限縮在其損害造成後，對於該請求權主張之對象亦應依個案判斷。

本文以為，以海外可轉換公司債之籌資前提下，為避免發行公司增加發行成本，在利益衝突情形時賦予發行公司股東股份收買請求權，在法無明文規定下，對於主張之對象更應加以限縮，而侵奪發行公司股東之權益者，蓋係以對公司具有巨大影響力之大股東以及控制股東為主，是以侵奪利益之行為人亦為上述之大股東或控制股東，而股份收買請求權主張對象係為發行公司，如發行公司因為大股東或控制股東之行為，而一律使發行公司負責，對發行公司頗為不公，是以應以該上述股東對於發行公司該次發行行為之影響程度加以區別，如影響程度高時，則發行公司股東在損害造成後，即得以股份收買請求權對公司請求；但如其影響程度不高時，說明該次之發行，大股東或控制股東影響力未能達到左右公司經營決策之程度，自無使公司負責之理，股東之股份收買請求權自無主張之餘地，避免一概適用之情況下，反增公司發行成本，有違公司籌資之目的。

---

<sup>263</sup> 發行人募集與發行海外有價證券處理準則第 10 條第 1 項第 1 款規定，發行人募集與發行海外有價證券，於申報生效或申請核准後，經發現有下列情形之一，本會得撤銷或廢止其申報生效或核准：一、自申報生效通知到達之日起，逾三個月尚未募足並收足現金款項者。但其有正當理由申請延期，經本會核准，得再延長三個月，並以一次為限者，不在此限。

## 第四節 小結

海外可轉換公司債，其設計之目的在於使公司得以在傳統企業籌資管道外，提供一得以低成本方式，於海外資金充裕之市場籌得資金之工具，對於我國之公司之重要性不言可喻，但由於我國上市公司之股權型態是股權集中與家族控股之典型，上市公司普遍具有股權集中於少數人手中之情形，出現所謂之「大股東」以及「控制股東」之情形，其透過委託書之徵求、交叉持股或金字塔結構等方式，而對於公司之經營決策往往發揮巨大之影響力，而在海外可轉換公司債之發行，因仍為公司經營階層所得以決定之事項，無論有無經由股東會決議通過，其過程當中股東參與之機會並不多，又因其轉換價格之決定、認購人以及發行時間之選擇往往為董事會所決定，在我國公司結構背景下，即操之在大股東或控制股東手中，是以其往往就該籌資工具與其個人利益相結合之情況，而可能產生內線交易或套利行為以致損及股東權益之情事。

而在當前我國上市公司之經營權與決策權均掌握在公司大股東或是控制股東手中，造成股東會功能不顯，股東權益之保護即應朝向強化個別股東權方向思考，而在股份收買請求權之功能，因其得以監控內部人有無不法行為、保障小股東取得其持股之實際價值、降低內部人以低於公司實際價值之對價為併購，進而使投資人更有意願去投資公司，控制股東亦可以用較低的成本募集資金，進而促進經濟效率等功能，且在股份收買請求權程序中，股東無須證明內部人之不法事實，程序較簡便，相較於訴請法院判決禁止或撤銷公司為重大變動之交易，股份收買請求權程序之成本較低，也是干預較小的制衡措施等等之優點，即應擴大其適用範圍，以避免公司大股東或控制股東在利益衝突時，犧牲股東權益以圖利自己之行為，並有嚇阻大股東或控制股東為公司交易行為時為不法行為之作用。

而因海外可轉換公司債亦在大股東或控制股東與小股東之間產生利益衝突，股東之權益往往無形中受侵害，且內線交易難以證明，套利行為亦非法律規範之對象，股東權益受損又難以透過民事賠償獲得滿足，甚至無法在證券市場以合理價格出售其持有之股票，即有造成股權空洞化之危機，實有必要令公司股東依公平脫離權之法理，以其他管道依公平價格出售其持有之股份，並且脫離股東之身份，是以於此之際有必要探討發行海外可轉換公司債之公司股東，有無股份收買請求權之適用餘地。

如依照我國股份收買請求權規定，海外可轉換公司債之發行公司股東本即無適用之餘地，蓋因我國就股份收買請求權係採列舉之方式，但深究我國就列舉規定之情況，其在上市公司之背景下，股東參與公司經營決策意願並不高，而股東決定是否行使股份轉換請求權之依據，均依照公司股票之價值以及盈餘之分派是

否因公司交易行為而受損，其與海外可轉換公司債之發行公司股東權益受影響有其相同之處，蓋其發行案造成股東權益最直接之影響即是稀釋股東之盈餘分派，是以應有令海外可轉換公司債之發行公司股東有得以主張股份收買請求權之機會。

但如賦予發行海外可轉換公司債之公司股東股份收買請求權，仍應限制其得以主張之時機以及主張股東之範圍，蓋因海外可轉換公司債之目的即在於使公司得以便利籌資，如一律因有利益衝突之可能，即賦予海外可轉換公司債之發行公司股東有股份收買請求權，恐有違海外可轉換公司債之籌資目的，為衡平發行公司之股東權益保護與海外可轉換公司債之籌資目的，即應對其加以限制之，避免公司股東濫用股份收買請求權，反而影響公司籌資目的。又發行海外可轉換公司債所產生之利益衝突，主要係在於大股東或控制股東將該籌資工具與其個人利益相結合，而罔顧發行公司股東之權益，而海外可轉換公司債不同於現行法所規定股份收買請求權之公司為特定行為情形，因海外可轉換公司債發行案並不因發行之決議後，股東隨即喪失於證券市場上合理出售其持有股份之機會，仍須視凍結期間與閉鎖期之長短，並且取決於海外認購人是否行使轉換權，是以應限制在大股東或控制股東於內線交易或套利行為造成股東權益受損時，方賦予股東股份收買請求權。此外，就得以主張股份收買請求權之股東範圍，因海外可轉換公司債之轉換價格在發行時為決定並公告，屬於已揭露之資訊，是否有套利之空間，均得以揭露之資訊加以判斷，是以在海外可轉換公司債發行後成為股東之投資人，其是否因套利行為受損，是為其應承擔之投資風險，而如因內線交易受損之股東，因現行法規即有內線交易禁止規定加以規範，且公司於發行海外可轉換公司債過程當中並無瑕疵，實無使公司對內線交易主體之個別行為加以負責之道理，是以該得以主張股份收買請求權之股東，亦應限制在海外可轉換公司債發行前之股東方得以主張。而在公司籌資時，造成發行公司股東之權益受損者，係大股東以及控制股東於轉換價格之決定、認購人與發行時機之選擇得以其影響力加以左右，並且輔以其可獲得之公司內部資訊，實現其內線交易或套利行為，但其僅係個人行為，不能一概使發行公司對受損之股東負有以公平價格收買其股份之責任。仍應依照該控制股東或大股東對該次發行海外可轉換公司債之影響程度加以區別，如該次影響程度高，則說明該控制股東或大股東與發行公司形同一體之關係，發行公司自應對其受損之股東負有以公平價格收買其股份之責任；反之，公司股東則無主張股份收買請求權之餘地，否則不僅有害公司籌資之目的，更損及公司其他股東之權益。

因我國之上市公司結構下，對於海外可轉換公司債發行時所產生之利益衝突，對於發行公司股東權益保護，應立於擴大股份收買請求權之適用範圍之出發點，使得發行公司之股東得以適用之機會，但海外可轉換公司債設計之目的係為籌資之一工具，是以在使發行公司股東得以主張股份收買請求權之前提下，仍應對其

得以行使之時機、對象為種種限制，方不致濫用而增加公司籌資之成本，更得以在內線交易規範無法發揮作用，民事賠償難以填補受損股東權益之情況下，作為另一有效之救濟管道，而對股東權益之保護具有正面之意義。

## 第六章 結論

我國公司利用發行海外可轉換公司債赴海外籌資之歷史，自永豐餘紙業 1989 年赴倫敦交易所發行至今已超過 20 年，而我國公司在 2003 年的發行件數以及發行總額達到巔峰，然而在 2004 年爆發一連串之地雷股事件，發生弊案之公司大多有發行海外可轉換公司債，更利用其為掏空公司資產或為內線交易行為之工具，造成發行公司股東權益受損，影響頗為深遠，是以主管機關對其審查漸趨嚴格態度，並且對於發行公司加強控管，提高資訊揭露之要求，但近年之發行件數與發行金額反而逐年下降，雖然爆發弊案之公司以發行海外可轉換公司債為圖利公司內部人之工具，實有違海外可轉換公司債設計之目的，然則主管機關避免相同情形再次發生所作出之努力，是否亦偏廢了海外可轉換公司債之功能，就其在弊案發生後所加強之控管以及自律機制，似乎僅係提高得以發行之門檻，卻未能衡量到海外可轉換公司債係因其發行之成本較低，而同樣得以達到籌資目的之管道，方才一度成為到我國公司之主要籌資工具。蓋股東權益並非因主管機關設置發行海外可轉換公司債之障礙而得以獲得保障，在股東權益與公司利益一致之情況下，本即應在海外可轉換公司債得以達成籌資目的之前提下，加強對於股東權益保護之措施，是以本文在公司發行海外可轉換公司債之發行過程中，可能涉及的侵害股東權益部分，就保護股東權益之立場，一一檢討並且提出個人之建議。

### 一、資訊揭露之缺失

在公司發行海外可轉換公司債時，因其不僅有稀釋股東股份之可能，更因為其具有「公司債股份化」之特點，並且發行條件中之轉換價格關係到認購人是否以不相當於股東取得公司股票之代價，以及募集時承銷商配售方式、私募時應募人之選擇，皆可能造成發行公司股東權益受損，但海外可轉換公司債之發行過程當中，股東得以參與其中之機會僅於有股東會決議時，方得就公司發行海外可轉換公司債之議案為決策，但發行公司股東亦有可能尚無股東會決議之機會之情形存在，是以在公司發行海外可轉換公司債之際，對於股東而言，最重要即是資訊充分揭露，方得以就該揭露之資訊加以判斷是否繼續為該發行公司之股東，而保護自己之權益。

在資訊揭露最重要之部分，即是發行條件中轉換價格之決定，蓋其關係海外認購人是否已不相當之代價取得轉換後之公司股票，但其為達募集資金之目的，往往為有利於海外認購人之條件，但計算方式複雜，難以為發行公司股東得以理解是否對其有利，且計算係由承銷商為之，但其僅由一無法效力之自律規則加以規範，或可曰主管機關係依照該自律規則對發行條件加以審查，然則，該自律規

則以及私募之相關規定就揭露部分原本及有諸多漏洞<sup>264</sup>，而形成資訊揭露不充足之情形，在關係股東權益之情形，如法律如不介入加以規範，並且加強董事會對於轉換價格訂定之資訊揭露程度，而僅交由主觀機關之審查，實非保護股東權益之道，雖法律介入恐有依法律干涉市場機制之嫌，但仍可適度介入，以免發行公司藉此無限制的侵害公司股東之權益。

因可轉換公司債之性質，影響股東權益甚鉅，是以有學者認為應賦與其有參與決策之機會<sup>265</sup>，頗值贊同，蓋依照現行公司法第 246 條之規定，對於發行海外可轉換公司債之股東實有不公之處，依照其規定，董事會得決議發行海外可轉換公司債時，僅須事後向股東會報告即可，依此則將造成股東在公司發行海外可轉換公司債時，可能面臨在發行前，其聽取權、決策權皆無之情形，在如此可能造成股東權益受損之情況下，股東之資訊來源僅得以依靠公開資訊觀測站得知，形成既有股東與非股東之潛在投資人在資訊取得上立於相同地位，實有加以改進之必要，根本之道還在於賦與公司股東得以參與決策之機會。

發行海外可轉換公司債時，依照我國現行法之規定，在對股東權益有關之資訊揭露規定，自發行前之股東會資訊揭露，直到該海外可轉換公司債回流時所應為之資訊揭露規定，因發行方式係採募集或者私募方式，而形成兩套標準，股東權益受損程度在相同發行條件下，並不因其發行方式而有所差異，於此不同程度之規範下，即可能發生發行公司以募集方式規避私募之限制而發行海外可轉換公司債，在發行公司內部人成本得以負擔之情形，透過海外之人頭帳戶認購，於認購之後轉讓於真正之認購人，或者無須轉讓，僅須該海外人頭帳戶為真正認購人所控制，此時即可規避私募發行方式之種種限制，更可能利用此以模式進而侵害公司股東之權益，不啻使採募集方式發行之海外可轉換公司債成為股東權益保護之缺口，實有加以改進之必要。

## 二、內線交易問題

在大股東或內部人得以其影響力決定轉換價格，並排除一般投資人而取得海外可轉換公司債，更有依其身分得以取得公司之內部消息，對於從事道德危險之大股東或內部人而言，海外可轉換公司債發行過程種種便利籌資之設計，即形成其為內線交易之誘因，更因海外發行地對發行公司資訊揭露要求不高，更使得公司大股東或內部人得以上下其手，既有如此便利之管道，又如何不成為內線交易之溫床。

---

<sup>264</sup> 詳細討論請參閱第三章第二節第三項。

<sup>265</sup> 同前揭註 62。

我國內線交易之規範，在尚無擴大內線交易適用範圍，以及內線交易當前之構成要件「實際知悉」或有無「內線交易之犯意」相較其他構成要件本即不易證明，而海外可轉換公司債本即因為轉換價格之訂定而存有一套利空間，而套利行為與內線交易往往僅有一線之隔，更增加以內線交易加以規範之難度，實難以期待法院得依當前規定，證明行為人之犯罪行為。

雖證交法設計了內線交易行為人民事責任之制度，以其得以填補因內線交易受損之投資者，但內線交易原本即認定相當困難，定罪率不高，而內線交易之民事責任又常以刑事判決為依歸，何況發行公司之股東亦均難成為請求權之主體，如此現象亦造成股東或投資人往往在損害造成後，其損害無法透過內線交易規範加以填補，因此，根本解決之道還是在於發行案的資訊揭露上，無論募集方式或是私募方式，皆應提高海外認購人之資訊透明度，雖主管機關加強對於認購人之控管機制以因應過去因發行海外可轉換公司債發生之種種弊端，但股東權益如係均由主管機關加以保護，亦恐有不周之處，且主管機關內部人亦有道德危險之可能，不如在發行海外可轉換公司債之際，在未侵害關係人隱私權的前提下，對於該關係人之資訊適度揭露，並對於海外可轉換公司債行使轉換權後進入我國證券市場時，使其適用公開發行之資訊揭露程度，如此公司股東方能預警國內市場上是否進入大量轉換後之股票，進而判斷有無套利行為或內線交易情形，而得以提前於證券市場上出售所持有之公司股票，而免於因海外可轉換公司債發行案造成公司股價下跌致其股東權益受損。

海外可轉換公司債之發行原本即須面臨因海外認購人套利造成公司股東權益受損之挑戰，而以我國公司結構，更是有成為內線交易工具之危機，股東權益保護岌岌可危，在當前我國公司經營層以及決策層大多為大股東或控制股東所把持之局面未能扭轉前，如發行海外可轉換公司債對於股東而言，即形同侵害其權益一般，而未能符合海外可轉換公司債之真正發行目的，且在內線交易規範尚無法有效抑止大股東或是控制股東從事道德危險行為前，仍有賴立法者以及主管機關加強發行海外可轉換公司債之資訊揭露程度，方為正途。

### 三、公平脫離權之適用

由於我國上市公司之股權型態是股權集中與家族控股之典型，上市公司普遍具有股權集中於少數人手中之情形，出現所謂之「大股東」以及「控制股東」之情形，其透過委託書之徵求、交叉持股等方式，而對於公司之經營決策往往發揮巨大之影響力，而在海外可轉換公司債之發行，因仍為公司經營階層所得以決定之事項，無論有無經由股東會決議通過，其過程當中股東參與之機會並不多，又因其轉換價格之決定、認購人以及發行時間之選擇往往為董事會所決定，在我國

公司結構背景下，即操之在大股東或控制股東手中，是以前往往就該籌資工具與其個人利益相結合之情況，而可能產生內線交易或套利行為以致損及股東權益。

而因海外可轉換公司債亦在大股東或控制股東與小股東之間產生利益衝突，股東之權益往往無形中受侵害，且內線交易難以證明，套利行為亦非法律規範之對象，股東權益受損又難以透過民事賠償獲得滿足，甚至可能無法在證券市場以合理價格出售其持有之股票，即有造成股權空洞化之危機，實有必要令公司股東依公平脫離權之法理，以其他管道依公平價格出售其持有之股份，並且脫離股東之身份，是以於此之際有必要探討發行海外可轉換公司債之公司股東，有無股份收買請求權之適用餘地。

如依照我國股份收買請求權規定，海外可轉換公司債之發行公司股東本即無適用之餘地，蓋因我國就股份收買請求權係採列舉之方式，但深究我國就列舉規定之情況，其在上市公司之背景下，股東參與公司經營決策意願並不高，而股東決定是否行使股份收買請求權之依據，均依照公司股票之價值以及盈餘之分派是否因公司行為而受損，其與發行海外可轉換公司債之股東權益受影響之情形有其相同之處，蓋其發行案造成股東權益最直接之影響即是稀釋股東之盈餘分派，是以應有令海外可轉換公司債之發行公司股東有得以主張股份收買請求權之機會。

但因海外可轉換公司債之目的即在於使公司得以便利籌資，如一律因有利益衝突之可能，即賦予海外可轉換公司債之股東有股份收買請求權，恐有違海外可轉換公司債之目的，為衡平發行公司之股東權益保護與海外可轉換公司債之籌資目的，即應對其加以限制之，避免公司股東濫用股份收買請求權，反而影響公司籌資目的。是以不僅僅在其實施之時機應延後至公司股東因大股東或控制股東之不法內線交易或適法之套利行為結果發生後，致公司股東權益受損時，方有主張之餘地，另外在得以主張之股東範圍，因套利行為其是否有套利空間在海外可轉換公司債發行時即可判斷，且內線交易規定即對該不法行為加以規範，公司亦無須對該不法行為人所為之內線交易加以負責之理，是以應限制在海外可轉換公司債發行之前具有股東身分之人方得以主張股份收買請求權；而在請求之對象，亦因股東權益受損之原因係因大股東及控制股東所導致，是以在股份收買請求權主張之對象時，亦不能一律對公司請求，仍應依照大股東以及控制股東對於公司該次發行行為之影響程度，依個案加以區別之，如該次影響程度高，則說明該大股東或控制股東與發行公司形同一體之關係，發行公司自應對其受損之股東負有以公平價格收買其股份之責任；反之，公司股東則無主張股份收買請求權之餘地，否則不僅有害公司籌資之目的，更損及公司其他股東權益。

因為股份收買請求權對於遏制公司之大股東以及控制股東侵害小股東之權益具有相當正面之意義，是以在於海外可轉換公司債發行時所產生之利益衝突，對於發行公司股東權益保護，即應賦與公司股東股份收買請求權，不僅得以使股東得以有公平價格出售持股之保障，更可增加大股東或控制股東為圖利自己行為之成本，但仍須考量海外可轉換公司債之目的，對其在行使之時機、對象為種種限制，方不致濫用而增加公司籌資之成本，更得以在當前其他法規無法約束或救濟之情況下，成為一成本低廉之救濟方式。

綜上所述，海外可轉換公司債本係公司之籌資工具，是以股東參與其中之機會，則因係公司經營階層之事務範圍而無須介入太深，在未有侵害其權益時，應避免干涉公司之營運，但在我國公司結構下之大股東以及控制股東往往利用海外可轉換公司債之特性以及海外發行特點，進而為圖利自己損害公司股東權益之行為，在我國當前之上市公司股權結構未能有所改善之前，僅得以加強股東權益之保護，如增加資訊揭露之程度、擴大股東個別權利之適用，但仍須考量股東權益與公司利益一致時，須以發行海外可轉換公司債方式籌資之需要，是以在強化股東權益保護時，仍須與海外可轉換公司債籌資目的相互衡平，以免有害及公司籌資之目的，以使公司得以發行海外可轉換公司債達成籌資目的，並且完善發行海外可轉換公司債時股東權益保護之機制。



## 附件一

可轉換公司債的定義：

可轉換公司債係公司所發行的有價證券（債券），為直接向投資者籌措長期資金的一種金融工具，發行公司依發行時所訂定的發行條件，定期支付一定的利息予投資者，並附有可轉換為普通股的權利，持有此種公司債券之投資者，得在當轉換為普通股的報酬率高於公司債可領取的利息時，於特定的期間內，依事先約定的轉換比率或轉換價格，將此公司債轉換為發行公司之普通股股票，以獲取更高的報酬率，但若未行使轉換權的投資者，則發行公司於到期時依發行條件償還本金及補償利息。

可轉換公司債的特性：

(1) 結合債權與股權的債券

轉換公司債市價下跌時，投資人仍可領取固定收益及保有本金的好處；若股票市場表現不錯時，可轉換為普通股股票，獲取資本利得。

(2) 債權保障與一般公司債相同，償還本金及債息的順位高於普通股股權。

(3) 擁有轉換為普通股股票的權利，享受股票上漲的資本利得

當發行公司之普通股股價上漲時，投資人可放棄領取固定收益的權利，將轉換公司債轉換為普通股股票，於股票市場上賣出，賺取資本利得。

(4) 轉換價格會隨著公司配股而向下調整，同樣達到參加除權的作用。

(5) 市場流通性較普通股差。

可轉換公司債商品規格：

(1) 票面金額

可轉換公司債每張票面金額為十萬元，是未來依票面利率計算債息收入、到期償還本金或依轉換價格計算每張可轉換公司債可轉換幾股普通股的計算基準。

(2) 票面利率

係投資人每年可領取的利息，因可轉換公司債提供投資人將債權轉換為股票的選擇權，所以投資人必須犧牲部份利息收入，因此可轉換公司債的票面利率都會較普通公司債低，甚至可發行零票面利率的可轉換公司債。

(3) 轉換價格

指投資人在未來一定期間內，可以將可轉換債券轉換為股票的每股價格，當股票市價大於轉換價格時，投資人即可將轉換公司債轉換為普通股股票，賺

取資本利得。

(4) 轉換溢(折)價比率

指公司發行可轉換公司債時，所訂的轉換價格比當時的普通股市價較高(低)之比率。

(5) 保障收益率

1. 公司贖回殖利率

指在一段期間後、特定的條件下，公司有權利以所約定的價格贖回可轉換公司債，而投資人必須接受公司買回可轉換公司債。

2. 投資人賣回收益率

指投資人在一定期間後，有權利以所約定的價格，要求發行公司買回可轉換公司債，而發行公司必須履行約定買回可轉換公司債。

(6) 轉換凍結期

指轉換公司債發行後的一段時期內，債券持有人不得將轉換公司債轉換為普通股，此段期間即稱為「轉換凍結期」，目前證管會規定凍結期間不得少於三個月，長於六個月。

(7) 權利證書股本變更登記次數

即債券持有人將「轉換公司債」轉換為「換股權利證書」後，發行公司於一年內會將「換股權利證書」轉換為「普通股」的次數，通常一年會有二次的股本變更登記，即「無償配股基準日後」及「債息基準日」，發行公司可自行訂定股本變更登記次數，一次、二次、四次均可。

<例>以文曄科技於國內發行第一次可轉換公司債為例：

可轉換公司債名稱	文 曄 一
發行總額	新台幣 3.0 億元
有無擔保	無擔保
票面金額	10.0 萬元
發行期間	5 年
票面利率	0.0 %
轉換價格	以 11/06 為轉換價格訂定基準日，取其前十個營業日、前十五個營業日、前二十個營業日之發行公司普通股收盤價簡單算術平均數之孰低者乘以 101.0%。
轉換價格調整	1. 發行公司普通股股份發生變動。(現金增資、盈餘轉增資、資本公積轉增資等) 2. 有低於每股時價之轉換價格再發行轉換公司債。

	3. 轉換價格重設條款。(向下調整，向上則不予調整)
轉換價格重設條款	分別以民國 90-95 年之本公司召開股東會之董事會日期為基準日，按前述轉換價格之訂定模式向下調整轉換價格(向上則不予調整)，惟不得低於發行時轉換價格之 80.0%
發行公司贖回收益率	1.本轉換公司債發行滿一年起至發行期間屆滿前四十日止，若普通股收盤價連續三十個營業日超過當時轉換價格達 50.0%時，發行公司以下列贖回收益率收回轉換公司債。 2.本轉換公司債發行滿三個月起至發行期間屆滿前四十日止，其尚未轉換之債券總金額低於發行總額之 10.0%(0.3 億元)時，本公司以下列贖回收益率收回轉換公司債。 (1)發行滿三個月至滿三年，以年利率 4.5%贖回。 (2)發行滿三年至滿四年，以年利率 4.75%贖回。 (3)發行滿四年至到期日前四十日，以年利率 5.0%贖回。
債券持有人賣回溢價	(1)發行滿三年，債權人得以 114.12%賣回。(年利率 4.50%) (2)發行滿四年，債權人得以 120.40%賣回。(年利率 4.75%)
股本變更登記次數 (轉換成普通股次數)	一年四次： (1)決定當年度股東常會之董事會開會日(不含當日)之前七日。 (2)當年度本公司無償配股基準日或配息基準日(以日期較晚者為主)，無辦理則改為六月二十七日。 (3)九月二十七日。 (4)十二月二十七日。
轉換凍結期	發行日起三個月
轉換期間	發行日起三個月至到期日前四十日止(除暫停過戶期間外)

資料來源：日盛金控，<http://www.jsun.com/product/personnal/pd004.asp>

## 附件二

### 國碩科技海外可轉換公司債

#### 初級市場/IPO 發行條件

#### 有擔保海外可轉換公司債兼具保本及保息及賣回收益率

##### 一、投資說明

(一)100%本金及利息有擔保之海外可轉換公司債，資本市場評等為穆迪 A-及twA+，相當具有投資價值，除發行公司保證買回外，另外華南銀行提供本債券之票面及票息擔保保證，若發行公司償債違約時，華南銀行將代為償還票面本金100%及票息部份(coupon)，確保投資人最大權益。

(二)投資人可於發行日起第二年及第三年，將本海外可轉換公司債賣回予國碩，以票面金額之 103%~105% (兩年)及 105%~108% (三年)賣回，具有賣回收益(YTP)及本金保本之雙重投資價值。

(三)轉換價格為參考價格之 101%~110%，現暫訂國碩科技公司普通股於台灣證券交易所定價日或定價日前一段期間之平均收盤價為參考價格。

(四)轉換價格重設基準日將訂於發行日起滿半年前 60 天為基準日(即為發行日後滿四個月)，其重設最大幅度不得超過原始轉換價格之 80%，以重設基準日前二十個交易日之收盤均價為調整依據。本海外可轉換公司債亦提供轉換價格特別重設。

##### 二、發行條件

發行額度	發行總額度 2,000 萬美金	
面額	美金 1,000 元	
擔保類型	有擔保轉換公司債 (華南銀行)	
信用評等	Moody A- ; twA+	
發行價格	100%	
賣回價格	103%~105%	106%~108%

賣回日	第二年	第三年
到期價格	100%	
到期日	發行日起五年	
票面利率	0%	
轉換價格	溢價 101% ~ 110%	
轉換匯率	發行日當天收盤匯率	
轉換股數	發行面額×發行匯率÷轉換價格	

資料來源：華南金控，<http://www.entrust.com.tw/international/idb/product03.pdf>。

## 參考文獻

### 一、中文部分(依姓名筆畫排列)

#### (一)、書籍

- 1 王文宇，公司法論，元照，2008年。
- 2 王文宇，新金融法，元照，2004年。
- 3 王文宇、林仁光、林繼恆、林國全、詹庭禎、王志誠、汪信君、黃銘傑、李禮仲、游啟璋、廖大穎、康文彥，金融法，元照，2005年。
- 4 余雪明，證券交易法，證基會，2003年。
- 5 柯芳枝，公司法論(上)，三民，2009年。
- 6 柯芳枝，公司法論(下)，三民，2009年。
- 7 徐源豐譯，大衛·傅利曼，經濟學與法律的對話，先覺，2002年。
- 8 廖大穎，證券交易法導論，三民，2008年。
- 9 廖大穎、谷湘儀、葉仕國、魏慧玲、盧曉彥、曾柏硯、廖婉君、蔡佳真、蔡振宏、羅至玄，企業籌資法務與個案分析，2008年。
- 10 賴英照，證券交易法逐條釋義第二冊，自版，1996年。
- 11 賴英照，股市遊戲規則最新證券交易法解析，元照，2008年。
- 12 謝劍平，現代投資銀行，智勝文化事業有限公司，2001年，頁108-113。
- 13 劉宗聖、陳智勇、林宏欣、歐宏杰、張瀟云，海外可轉換公司債-實務與運用，2005年。

#### (二)、期刊

- 1 王文宇，金融市場國際管轄之研究，國立臺灣大學法學論叢，第25卷第1期1995年。
- 2 王文宇，從股權結構論公司治理法制，月旦民商法第10期，2005年。
- 3 王文宇，認真地對待資訊-論內線交易之判斷標準與預防措施，月旦法學雜誌第155期，2008年。
- 4 朱德芳，論股東會資訊揭露之重大性原則，月旦法學雜誌第172期，2009年。
- 5 朱德芳，效率、併購與公司治理-以敵意併購法規範為核心，中原財經法學第17期，2006年。
- 6 呂東英，淺論內部人交易規範，證券管理，2006年。
- 7 李開遠，「證券交易法第一五七條之一有關股市『內線交易』犯罪行為構成要件及其相關責任之探討」，銘傳大學法學論叢第3期，2004年。
- 8 李智仁，橫看成嶺側成峰-內線消息相關要件之判斷標準與適用爭議，月旦法學雜誌第180期，2010年。

- 9 林國全，證券交易法第一百五十七條之一內部人員交易禁止規定之探討，政大法學評論第45期，1992年。
- 10 易名秋，公司治理方法論的發展-從美國國內法到國際性的學術整合，東海大學法學研究第22期，2005年。
- 11 易名秋，論證券市場再次發行之管理，東吳法學報第18卷第1期，2006年。
- 12 洪秀芬，內線交易之重大消息的判斷-板橋地方法院九五年金訴字第二號刑事判決之簡評，台灣本土法學雜誌第 110 期，2008 年。
- 13 洪秀芬，德國證券交易法對內線消息規範之探討，「證券交易刑事規制」學術研討會，社團法人台灣刑事法學會、輔仁大學法律學院刑事法學研究中心、財經法學研究中心合辦，2010 年。
- 14 張世潔，境外發行實務及法律規範，證券暨期貨月刊第 24 卷第 5 期，2006 年。
- 15 陳春山，債券國際發行之規範，基層金融第 34 期，1997 年。
- 16 陳彥良，公司組織種類與股東會議程資訊之揭露，月旦裁判時報第 3 期。
- 17 游啟璋，股份收買請求權的股東退場與監控機制，月旦法學雜誌第 128 期，2006 年。
- 18 楊炎杰、官月緞、陳念超，以詢價圈購方式發行可轉換公司債對股東權益之影響，當前會計理論與實務研討會論文集(銘傳大學會計學系編纂)，2005 年。
- 19 葉銀華、李存修，從台灣出發-公司治理研究報告，健全台灣之公司法治理機制第二冊，2003 年。
- 20 葉銀華，台灣公司治理的問題與改革之道，證券暨期貨管理月刊第 20 卷 11 期，2002 年。
- 21 賴英照，企業所有與企業經營，公司法論文集，1994年。
- 22 劉連煜，公司合併態樣與不同意股東股份收買請求權，月旦法學雜誌第 128 期，2006 年。
- 23 劉連煜，內部人獲悉或實際知悉內線消息之認定-評最高法院九十九年台上字第一一五三號刑事判決，月旦裁判時報第 3 期，2010 年。
- 24 劉連煜，「內部人交易規範中內部消息『重大性』之認定基準」，公司法理論與判決研究(二)，2000 年。
- 25 Te-Fang Chu，Modernizing The Dissenting Shareholder's Appraisal Right In Taiwan，中原財經法學第 10 期，2003 年。
- 26 武永生、蘇松欽、葉淑玲、陳茵琦、高儀慧海外企業第一、二上市櫃證券承銷商之法律風險研究，中華民國證券商業同業公會委託專題研究，2009 年。
- 27 康榮寶、林仁光、林信助、陳美娥、林家帆，我國企業赴海外募集資金案件之發行條件及其發行價格合理性之研究，中華民國證券商業同業公會委託研究，2004 年。
- 28 李存修、余冠廷、葉隆賢、鄞博萱、任書沁，轉換公司債訂價模式之研究，中華民國證券商業同業公會委託專案研究計畫，2006年。

### (三)、學位論文

- 1 王慧文，金控公司發行海外可轉換公司債對公司價值之影響，國立中山大學財務管理學系碩士論文，2004 年。
- 2 伍思吟，IPO 承銷價格決定因素與 IPO 折價因素之探討-以詢價圈購案件為例，國立政治大學財務管理學系碩士論文，2007 年。
- 3 沈達，我國海外發行之法制之檢討，台北大學法律系碩士論文，2006 年。
- 4 吳東憲，台灣企業海外投資之研究—兼論海外台灣企業回台籌資，國立台灣大學法律學院法律學系碩士論文，2008 年。
- 5 洪培睿，異議股東股份收買請求權制度之研究，國立台北大學法律學系碩士論文，2009 年。
- 6 卓俊雄，由經濟觀點論股份收買請求權，東海大學法律系碩士論文，2003 年。
- 7 張珩，論證券交易法之資訊公開原則—以公開說明書之法律責任為中心，國立政治大學法學院碩士論文，2008 年。
- 8 莊嘉蕙，內線交易之實證研究，國立交通大學管理學院科技法律組碩士論文，2009 年。
- 9 陳英儒，我國證券發行人財務資訊揭露相關法規之研究：資訊提供者與使用者看法之比較，台灣大學會計學研究所碩士論文，2000 年。
- 10 陳柏乾，內線交易重大消息之研究，東海大學法律系碩士論文，2008 年。
- 11 蔡振宏，有價證券證券籌資法制之個案研究—從財務分析角度觀察，中興大學科技法律研究所碩士論文，2008 年。
- 12 薛侑倫，論有價證券私募制度—以股東權益保護為中心，國立成功大學法律學系碩士論文，2008 年。
- 13 羅立德，論發行海外可轉換公司債資訊揭露不實之民事責任—從迅碟案談起，國立台北大學法學系碩士論文，2007 年。
- 14 羅誌輝，護盤與市場操縱行為之研究，東海大學法律系碩士論文，2009 年。

#### (四)、判決

- 1 台灣高等法院臺中分院 88 年度上易字第 2726 號刑事判決。
- 2 最高法院 91 年度台上字第 3037 號刑事判決。
- 3 最高法院 94 年度台上字第 1433 號刑事判決。
- 4 台灣高等法院 95 年度上字第 976 號民事判決。
- 5 台灣高等法院 96 年度上訴字第 5186 號刑事判決。
- 6 台灣士林地方法院 96 年度金重訴字第 2 號刑事裁定。
- 7 台灣高等法院 97 年度上字第 463 號民事判決。

#### 二、外文部分(依字母順序排列)

##### (一)、書籍

- 1 Louis Loss , Fundamentals Of Securites Regulation, (Boston & Toronto : Little , Brown & Co. 1988).

- 2 American Law Institute, Principles Of Corporate Governance : Analysis and Recommendations(1994).
- 3 Adolf A. Berle,Jr. & Gardiner C. Means,The Modern Corporation And Private Property(1983).
- 4 Thomas Lee Hazen, The Law of Securities Regulation, 2nd Ed. (1990).

## (二)、期刊

- 1 Barry M. Wertheimer, The Purpose of the Shareholders' Appraisal Remedy, 65 Tenn. L. Rev. 661 (1998).
- 2 Bayless Manning, The Shareholder' s Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker, 72 Yale L.J. 233. (1962).
- 3 Daniel R. Fischel, The Appraisal Remedy in Corporate Law, 1983 Am. B. Found. Res. J. 875 (1983).
- 4 Hideki Kanda & Saul Levmore, "The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law" , 32 UCLA L. Rev. 429 ( 1985 ) .
- 5 Jonathan E.A., Insider Trading and the Dual Role of Information,06 Yale L.J.1325 (1997).
- 6 John C. Cocchiarella and Robert S. Risoleo, Private Placements, Resales and Rule 144A and Regulation S Offerings, Corporate Law and Practice Course Handbook Series, PLI Order No. 10852 (2007).
- 7 La Porta R. , F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer, Corporate Ownership Around the World , 54 J. FIN. (1999) .
- 8 Robert B. Thompson, Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal Role' s in Corporate Law, 84 Geo.L. J. (1995).
- 9 S. Stephen M. Bainbridge, Insider Trading Regulation-the Path Dependent Choice between Property Rights and Securities Fraud, 52 SMU L. Review 1600(1999).

## (三)、判決

- 1 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. ,401 F.2d 849.(1971).
- 2 TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976).
- 3 Weinberger v. UOP, Inc. ,457 A.2d 701 (Del.1983).
- 4 Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 108 S. Ct. 978, 99 L. Ed. 2d 194 (1988).
- 5 Stroud v. Grace, 606 A.2d 75 ( 1992 ).
- 6 Upper Deck. Co. v. Topps Co.( In re Topps Co. S'holders Litig.), 926 A.2d 58(2007).

## 三、網路資源

### (一)、我國部分

- 1 公開資訊觀測站 <http://newsmops.tse.com.tw/> 。
- 2 全國法規資料庫，<http://law.moj.gov.tw/> 。
- 3 證券暨期貨法令判解查詢系統，<http://www.selaw.com.tw/> 。

- 4 立法院，<http://www.ly.gov.tw/>。
- 5 司法院裁判書檢索系統，<http://jirs.judicial.gov.tw/FJUD/>。
- 6 財團法人國家政策研究基金會國政評論，<http://old.npf.org.tw/>。
- 7 財團法人中華民國會計研究發展基金會，<http://www.ardf.org.tw/>。
- 8 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心  
<http://www.sfipc.org.tw/main.asp>。
- 9 經濟日報，<http://edn.gmg.tw/>。
- 10 自由電子報，<http://www.libertytimes.com.tw/>。
- 11 聯合報，<http://udn.com/NEWS/main.html>。
- 12 民視新聞網，<http://news.ftv.com.tw/>。
- 13 天下雜誌，<http://www.cw.com.tw/>。
- 14 士林地檢署，<http://www.slc.moj.gov.tw/>。
- 15 台灣新聞週刊，<http://www.newtaiwan.com.tw/>。

## (二)、外國部分

- 1 香港聯合交易所，[http://www.hkex.com.hk/chi/index\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/chi/index_c.htm)。
- 2 新加坡交易所，<http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-ch/home>。
- 3 紐約交易所，<http://www.nyse.com/>。
- 4 那斯達克交易所，<http://www.nasdaq.com/>。
- 5 盧森堡證券交易所，<http://www.bourse.lu/Accueil.jsp>。
- 6 Shearman & Sterling，Legal and regulatory aspects of public offerings of securities in the United States，<http://www.shearman.com/files/Publication/>。
- 7 FindLaw for Legal Professionals，<http://lp.findlaw.com/>。
- 8 美國證管會，<http://www.sec.gov/>。
- 9 Lawyer Links, LLc.，<http://content.lawyerlinks.com/>。
- 10 US Supreme Court center，<http://supreme.justia.com/>。
- 11 JSTOR 電子全文過刊資料庫，<http://www.jstor.org/>。
- 12 LexisNexis@Lexis.com 法學檢索系統，<http://www.lexisnexis.com/>。
- 13 Westlaw International 法律線上資料庫，<http://www.westlawinternational.com/>。