

【論著】

# 我國證券交易法私募制度相關規範與現況之探討



黃劭彥 ( 中正大學 )  
副 教 授

鍾宇軒 ( 政大會計 )  
系 博 士 生

江佳欣 ( 逢甲商學 )  
博 士 生

## 壹、前言

從亞洲金融風暴的發生所造成的全球性金融與信用危機開始，除了使得許多企業遭受損失而產生連年虧損外亦導致股市呈現低迷，且許多金融機構施行緊縮貸放政策，更造成許多企業在市場上無法達成辦理現金增資或發行公司債的條件而難以籌措資金，導致公司面臨財務與營運上的困境。故我國主管機關為使企業在資金的獲取與調度上能夠於短期內取得，讓企業能夠渡過經營困難或在投資擴展上有所幫助，因而於民國 91 年引進私募制度。私募是一種企業經由非公開的方式向符合法規資格之特定人進募集資金的行為，且在我國修訂後證券交易法第 43 條之 6 之規定後，欲進行私募活動的公司，可先行設定私募標的物及找出符合條件的投資人，透過公司股東會通過及董事會決議後，待私募的股款或價款繳納完成日起於 15 日內向主管機關備查即可，讓公司在私募資金上能夠更佳具有彈性，亦讓公司大幅降低相關募集程序及獲取資金的時間。

此外，公司私募除可能為上述面臨財務問題<sup>1</sup>而發生之行為外，另一種可能即為

<sup>1</sup> 公司財務業務發生重大危機，會較不易循公開募集發行管道順利完成募集資金，透過私募管

公司具有未來發展前景或想要與其他公司進行策略聯盟。由於當公司未來的成長性較佳或預計要進行公司股票上市（櫃）時，會較需要資金來擴充產能或進行其他投資，可是當公司規模尚未成熟前，亦可能無法受到資本市場投資人的信賴，因而透過私募的方式較能夠立即達成獲取資金的需求。若公司要與其他公司進行策略聯盟時，透過私募的方式較不會影響原有股東的權益<sup>2</sup>，且可以檢視私募投資公司的信念<sup>3</sup>。私募制度提供給予公司除在公開資本市場獲取資金的另一項合法的籌資管道，而在近年來我國進行私募資金的公司有愈來愈多的趨勢下，故本文將對於我國私募法規進行整合說明，再經由我國施行私募制度後公司家數及類別之統計來瞭解我國公司進行私募之情況。

## 貳、私募及私募對象之定義

依據我國證券交易法第 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」，而私募則是依據證券交易法第 43 條 6 之規定：向「特定人招募有價證券之行為」（圖一）。其中特定人可區分為三類，(1)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、(2)符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金、(3)公司或其關係企業之董事、監察人及經理人。其中金融保險產業與法人機構視為專業型投資人，而公司董事會及管理當局屬於公司之內部投資人與經理人，對於公司之營運情形與財務狀況較外部投資人為瞭解，故該兩類的投資人在對於投資公司私募上應具有相當程度的專業辨別能力。而在第二類別中的自然人（淨資產超過新臺幣一千萬元或與其配偶淨資產合計超過新臺幣一千五百萬元；或近兩年度平均所得超過新臺幣一百五十萬元，或與其配偶之年度平均所得合計超過新臺幣二百萬元。）、法人或基金（近期經會計師查核簽證之財務報表總資產超過新臺幣五千萬元之法人或基金，或依信託業法簽訂信託契約之信託財產超過新臺幣五千萬元者。），則需符合我國金融監督管理委員會證券期貨局（過去為財政部證券暨期貨管理委員會）於民國 91 年 6 月 13 日所發佈的台財證一字第 0910003455 號行政函釋之規範，而其資格應由

---

道，公司無須經主管機關申報生效或申請核准，公司得洽詢對公司財務業務充分瞭解、有意願且具財力之應募人，取得資金挹注公司（黃超邦，2008，從實證觀點檢討我國證券私募法制，證交資料，第 551 期，29-48）。

<sup>2</sup> 利用私募增資，除可以用以迅速補足帳上不足之資金外，亦是少數公司用來策略聯盟的方式。由於在多頭氣勢較強時，辦理私募增資的上市（櫃）公司可以拉高股價，以募得更多資金，亦可在吸收足夠資金下，不要稀釋太多原股東的權益（陳永吉，上市櫃私募題材-股價鼓漲，自由時報，2009/3/19）。

<sup>3</sup> 公司因業務考量而與其他公司進行策略聯盟，會以私募方式發行新股，持有對方公司之股票，可以降低合夥關係之契約成本與監督成本，聯盟企業間要求相互投資且不得賣出股票，私募股權可以達成企業聯盟間無法輕易出脫持股之要求（台灣工銀證券投顧承銷部，2005，私募有價證券之相關規定及市場現況分析，台灣工業銀行專題研究資料庫）。

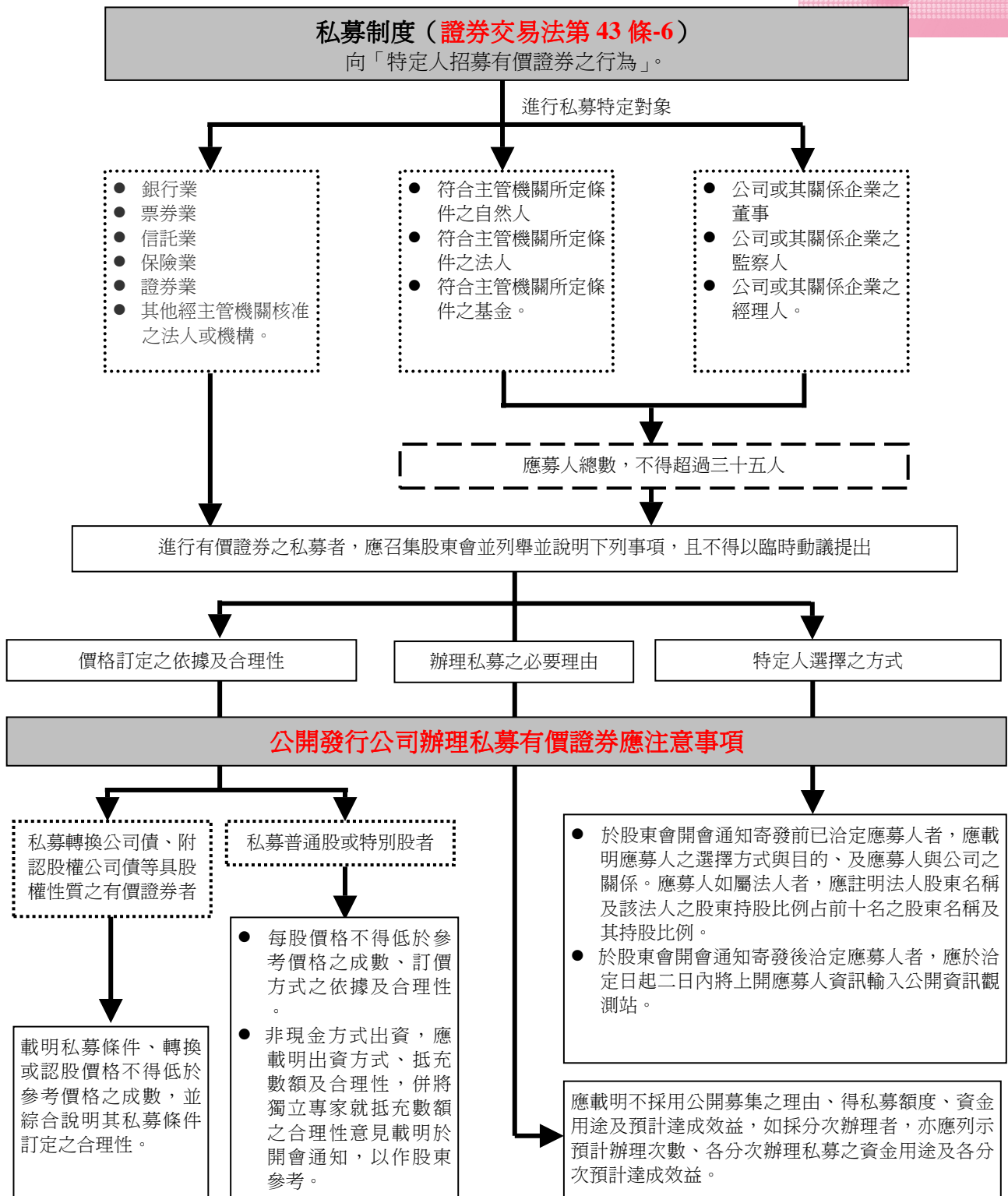
私募公司盡合理調查責任，並向取得合理可信的佐證依據。此外，第二類與第三類之私募特定人對象則不得超過三十五人（圖一）。

### 參、我國私募制度流程之相關規範

依據我國證券交易法修正後第 22 條規定，發行股票之公司，於依公司法之規定發行新股時，除依第 43 條之 6 第 1 項及第 2 項規定辦理者外，對於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。其中公司法乃依據其第 268 條之規定：「公司發行新股時，除由原有股東及員工全部認足或由特定人協議認購而不公開發行者外，應申請證券管理機關核准，公開發行」。經由上述之兩項法規之修正，對於私募程序的簡化上提供了法源基礎。而其他與我國私募有關之法規條文將彙整說明如下：

#### 1. 證券交易法

我國私募制度最主要的法源依據為證券交易法第 43 條之 6 之規定，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，而對特定人進行私募。然而，當公司從事有價證券的私募活動時，應在股東會召集事由中說明(1)私募價格訂定之依據及合理性、(2)特定人選擇之方式、及(3)辦理私募之必要理由（圖一），爾後，經由股東會表決同意後，再交由公司董事會進行討論與決議（公開發行公司董事會議事辦法第 7 條）。在董事會決議的過程中，依據證券交易法第 14 條之 3（上市上櫃公司治理實務守則第 25 條）之規定，當公司有選任獨立董事，且其有募集、發行或私募具有股權性質之有價證券時，應提董事會決議通過，當獨立董事如有反對意見或保留意見，應於董事會議事錄載明。當公司設有設置審計委員會時，證券交易法第 14 條之 5（上市上櫃公司治理實務守則第 28 條）亦規定，公司募集、發行或私募具有股權性質之有價證券事項應經審計委員會全體成員二分之一以上同意，並提董事會決議。此外，公司在進行私募的過程中，根據證券交易法第 20 條之規定，當公司進行有價證券之募集、發行、私募或買賣時，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為，如果有因此造成善意取得人或出賣人受到損害，則應負賠償責任，且證券交易法第 43 條之 7 亦規定，有價證券之私募不得為一般性廣告或公開勸誘之行為，否則將會視為是對「非特定人」進行公開招募。



圖一 我國私募制度規範之流程圖

## 2. 公開發行公司辦理私募有價證券注意事項

依據證券交易法第 43 條之 6 之規定辦理私募的公司，根據公開發行公司辦理私募有價證券注意事項之規範，其應在股東會召集開會說明書中充分表達及載明公司私募價格之制定、特定人的選擇與辦理之理由（表一與圖一）。此外，依據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與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之規定，將董事會決議之「私募有價證券」的行為視為公司的重大訊息，並配合公開發行公司辦理私募有價證券注意事項應將公司私募有價證券資訊輸入公開資訊觀測站之要求，其中對於上市、上櫃與興櫃公司可區分為 3 項資訊公開時點，(1)公司辦理私募並召集股東會，於寄發股東會開會通知日起二日內將私募有價證券資訊輸入公開資訊觀測站。(2)經股東會表決同意公司進行辦理私募後，並交由董事會進行私募實際定價日起二日內，應將相關資訊輸入公開資訊觀測站、與(3)公司私募股款或價款完成後，每季結束後十日內，亦應公開私募資金運用情形季報表並輸入公開資訊觀測站，其中依據證券交易法第 43 條之 6 當公司於股款或公司債等有價證券之價款繳納完成日起十五日內，則應檢附相關書件，報請主管機關備查；而公開發行公司資訊的揭露，則依據公開發行公司辦理私募有價證券注意事項，應於股款或價款繳納完成日起十五日內，將私募有價證券資訊輸入公開資訊觀測站並配合證券交易法第 43 條之 6 將相關書件報請主管機關備查，且應在年報中對於私募相關事項進行載明與揭露。

表一 公司辦理私募應載明事項與相關法規要件

私募標的物	普通股或特別股	普通公司債 交換公司債	轉換公司債 附認股權公司債 具股權性質之有價證券
法源	「證券交易法第 43 條之 6」與「公開發行公司辦理私募有價證券注意事項」		
私募價格之制定	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 私募普通股或特別股每股價格不得低於參考價格之成數。</li> <li>● 訂價方式之依據及合理性。</li> <li>● 非現金方式出資，亦應載明出資方式、抵充數額及合理性，並輔以獨立專家之合理性意見，以作為股東參考。</li> </ul>	發行公司普通公司債之總額，除經主管機關徵詢目的事業中央主管機關同意者外，不得逾全部資產減去全部負債餘額之百分之四百，不受公司法第二百四十七條規定（公司債之	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 私募條件轉換或認股價格不得低於參考價格之成數。</li> <li>● 綜合說明私募條件訂定之合理性。</li> <li>● 認股價格（轉換價格）可能涉及低於股票面額者，應載明低於股票面額之原因、合</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>●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。</li> <li>●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。</li> </ul>	<p>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。）之限制。並得於董事會決議之日起一年內分次辦理。</p>	<p>理性、訂定方式及對股東權益之影響。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●認股價格（轉換價格）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。</li> </ul>
<p>私募之特定人</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●應募人之選擇方式與目的</li> <li>●應募人與公司之關係</li> <li>●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。</li> </ul>		
<p>辦理私募之必要理由</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●載明不採用公開募集之理由、得私募額度</li> <li>●資金用途及預計達成效益</li> <li>●採分次辦理私募者，應列示預計辦理次數、各分次辦理私募之資金用途及各分次預計達成效益。</li> </ul>		
<p>其他法規</p>	<p>依據公司法第 248 條之規定：公司債之私募於發行後十五日內檢附發行相關資料，向證券管理機關報備；私募之發行公司不以上市、上櫃、公開發行股票之公司為限。</p>		

#### 肆、我國私募轉售與公開發行之相關規範

依據證券交易法第 43 條之 8 的規定，除非為(1)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所持有私募有價證券，且該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、(2)自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，則轉讓予銀行業、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，或是符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金、(3)私募有價證券交付日起滿三年、(4)基於法律規定所生效力之移轉、(5)私人間之直接讓受，但數量不超過該證券一個交易單位，且前後二次之讓受行為，相隔不少於三個月、(6)其他經主管機關核准者等外，私募有價證券不得再行轉售賣出。若公司符合上述之轉售或讓與條件，則需依據公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項，對於私募有價證券及嗣後所配發、轉換或認購之有

價證券，自私募有價證券交付日起滿三年後，先取具臺灣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，再向金融監督管理委員會證期局申報，並補辦公開發行。發行人募集與發行有價證券處理準則第 66 條亦規定，若公司為首次辦理股票公開發行，其先前私募的有價證券（普通公司債），自該私募有價證券（普通公司債）交付日起滿三年後，得併同股票辦理首次公開發行。其中，臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第 12 條之 1 與財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則第 15 條亦配合有相關準則規範，要求公開發行公司辦理私募有價證券及嗣後所配發、轉換或認購之有價證券，在限制轉讓期間內不得上市（上櫃）。限制轉讓期滿，則應先向臺灣證券交易所（櫃檯買賣中心）申請核發同意函，並於據以向主管機關（金管會證期局）完成補辦發行審核程序後始得提出上市（上櫃）申請。最後，依據發行人募集與發行有價證券處理準則第 71 條，公開發行公司之私募有價證券，經主管機關同意辦理公開發行後，應在申報生效通知到達之日起三十日內換發有價證券，並於資訊申報網站辦理公告。

## 伍、我國私募有價證券實施現況

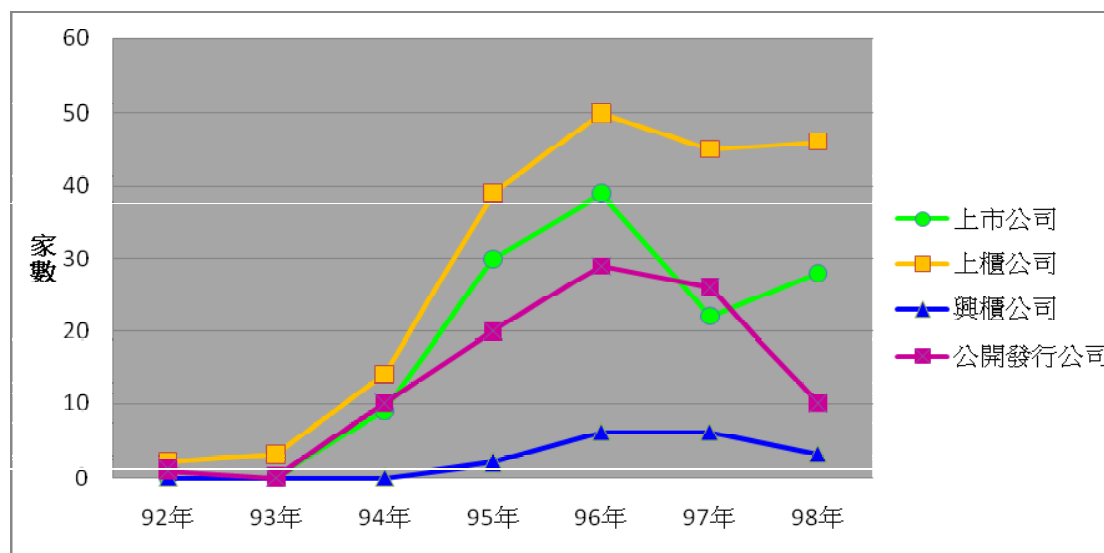
我國分別對於「公司法」及「證券交易法」進行修正後，引進「私募」制度以來至今已 9 年的時間，該制度對於公司而言，除開啟一個彈性的籌資管道，對於公司在財務困難或策略聯盟上都均有所效益，因而使得我國公開發行公司產生一股私募風潮，至民國 92 年至去（98）年 9 月 30 日止，我國已有近 440 家（表二）之上市櫃、興櫃與公開發行公司辦理私募有價證券（92 年度為 3 家；93 年度為 3 家，94 年度為 33 家，94 年度為 91 家，96 年度為 124 家，97 年為 99 家，98 年至 9 月 30 日止為 87 家）。且圖二中顯示從開始實施私募制度至今，每年辦理私募公司家數有逐年成長的趨勢，而在發生全球性金融海嘯的 96 年度更達到辦理私募有價證券的高峰，共計 124 家之上市櫃、興櫃與公開發行公司辦理私募有價證券。爾後，進一步可觀察到 97 年度辦理私募之公司家數開始有下降的趨勢，可能原因是金融危機逐漸趨於合緩且景氣開始回升，而各國政府與主管機關亦相繼提出有關配套措施下，讓公司在資本市場或信用貸款市場能夠獲取資金，因而私募公司有開始減少之傾向。

另一方面，由於我國公開發行公司在辦理私募有價證券證時可依據公司之情況，發行不同的有價證券，本文依據我國證券交易法第 43 條之 6 與公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項對於相關事項載明及需在公開資訊觀測站揭露之規範，對於民國 92 年至 98 年 9 月 30 日止公開發行公司私募有價證券的類別進行分析（表二），其中發現發行普通股為 378 家、特別股為 28 家，國內普通公司債為 33 家、國內轉換公司債為 16 家、海外普通公司債為 2 家、海外轉換公司債為 1 家，附認股權特別股 1 家，其中亦包含於同一年度分別發行不同私募有價證券的公司，而

大部份公開發行公司皆採行以發行普通股作為私募有價證券的標的物。在圖三至圖六則為分別對上市、上櫃、興櫃與公開發行公司在發行私募有價證券的情形進行檢視，亦發現不論位於何種市場，公司將私募均傾向透過發行普通股作為其有價證券的標的。

表二 92-98年公開發行公司辦理私募之家數統計表

年度 公司類型	92年	93年	94年	95年	96年	97年	98年
上市公司	0	0	9	30	39	22	28
上櫃公司	2	3	14	39	50	45	46
興櫃公司	0	0	0	2	6	6	3
公開發行公司	1	0	10	20	29	26	10
家數合計	3	3	33	91	124	99	87
總計	440						
*整理自公開資訊觀測站（私募專區）							



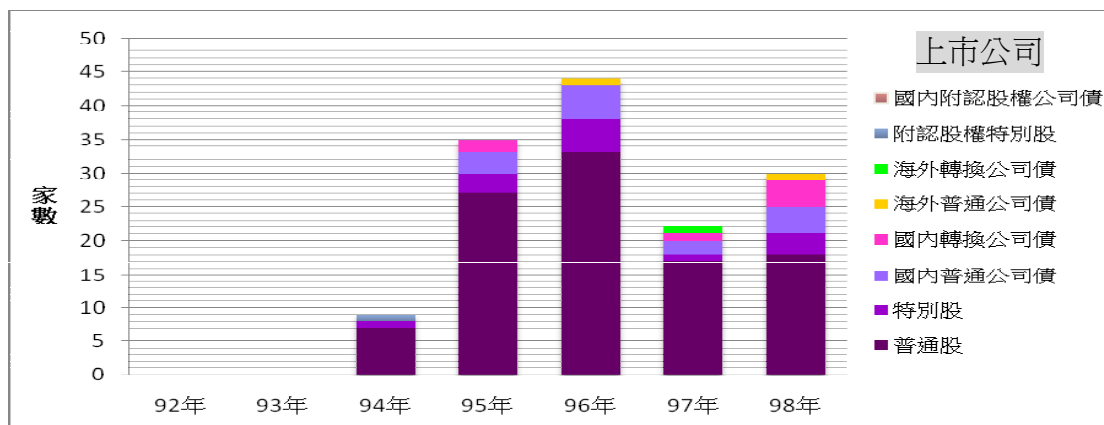
圖二 92-98年公開發行公司辦理私募之家數趨勢圖



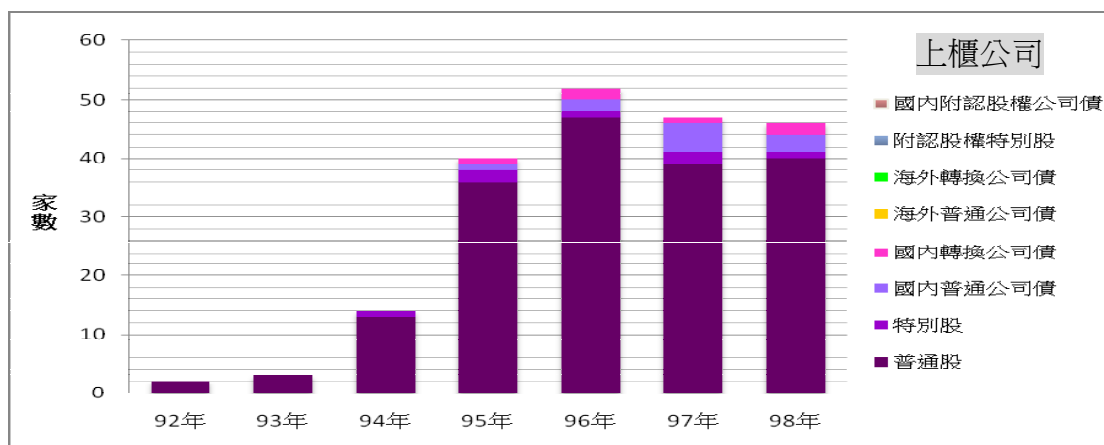
表三 92-98年公開發行公司私募有價證券類別統計表

發行方式 \ 年度	92年	93年	94年	95年	96年	97年	98年	合計
普通股	3	3	25	82	113	85	67	378
特別股	0	0	4	6	8	5	5	28
國內普通公司債	0	0	2	6	8	9	8	33
國內轉換公司債	0	0	1	3	2	2	8	16
海外普通公司債	0	0	0	0	1	0	1	2
海外轉換公司債	0	0	0	0	0	1	0	1
附認股權特別股	0	0	1	0	0	0	0	1
國內附認股權公司債	0	0	0	0	0	0	0	0

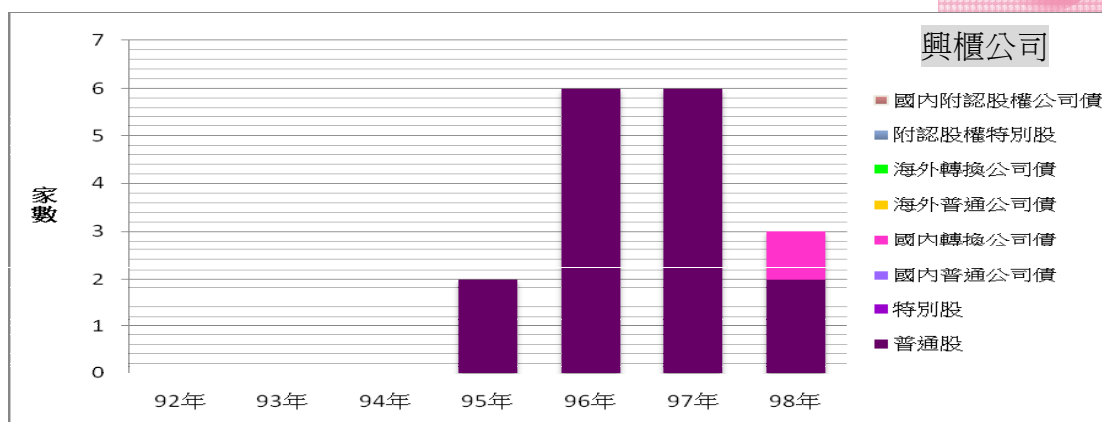
\*整理自公開資訊觀測站（私募專區）



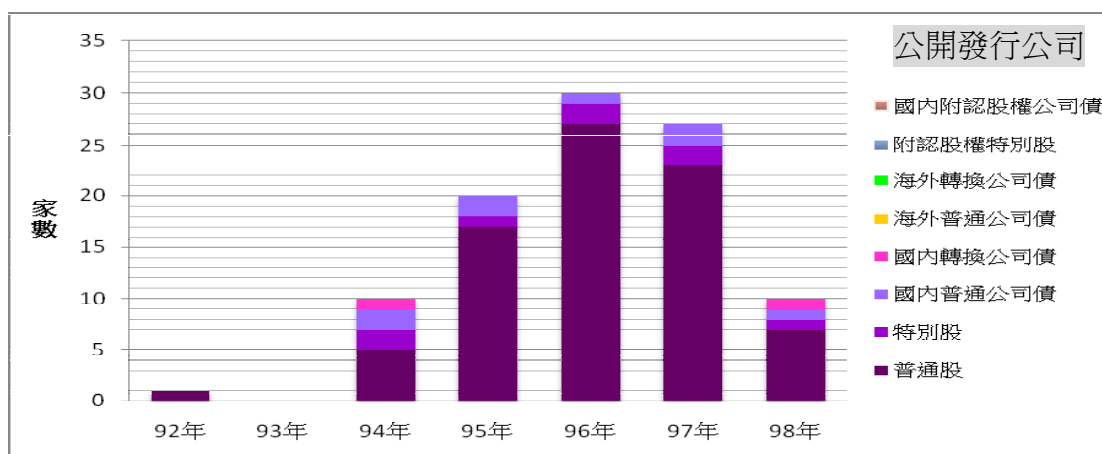
圖三 92-98年上市公司私募有價證券類別圖



圖四 92-98年上櫃公司私募有價證券類別圖



圖五 92-98 年興櫃公司私募有價證券類別圖



圖六 92-98 年公開發行公司私募有價證券類別圖

## 陸、結論

在私募有價證券辦法未通過前，凡於市場上發行有價證券募集資金之公司，皆需符合證券交易法第 22 條之規定，應公開對外募集且需交付公開說明書給應募人，並委請會計師、律師審核該權益證券的發行、檢齊相關文件等，然此申請審核程序所需之時間對於有急迫資金需求的公司，較無法透過資本市場即時募集資金。但經證券交易法第 43 條之 6 對於私募相關法規進行修正後，私募有價證券則僅需將召開股東會討論私募有價證券之資訊、董事會決議之定價並在價款繳納完成日起十五日內，檢附相關書件報請主管機關備查。因此對於有立即財務資金需求的公司，提供了一個較簡便的籌資管道。私募制度在法律門檻寬鬆且程序簡化，而募集標的物與特定人亦具有選擇的彈性的情形下，對於公司資金獲得與調度、改善財務結構等都能帶來效益。

私募除了可以幫助公司快速募集資金外，亦可以加強公司治理，乃因私募投資人多為具有專業知識之投資者，相對於一般散戶，較有能力監督公司，但亦必需避免對於內部投資人進行私募時，其可能有自利動機而對於公司財富產生掠奪的可能<sup>4</sup>。其中，證券交易法第 43 條之 8 即規定私募有價證券自交付之日起三年內才得以轉讓的限制，因此若公司經營不善則會對私募的投資人權利造成損害，故較有誘因使其對公司進行監督。但也因此規範使得私募有價證券較不具有流動性，且除非向臺灣證券交易所及櫃檯買賣中心申請核發同意，並向金融監督管理委員會證期局完成補辦發行審核程序後而提出上市（上櫃）申請辦理公開外，否則私募的有價證券不能夠於公開資本市場上掛牌買賣，類似未上市櫃公司之股票，僅能私下轉讓給其它人，因此導致其投資風險相對較高，會容易降低投資者的認購意願。

最後，由於私募有價證券在發行時多以折價方式發行，藉以提高投資人之購買意願<sup>5</sup>，且當公司存在財務危機與困難時，亦會較容易透過折價方式發行公司的私募有價證券，以吸引特定人的投資。然而，若私募之有價證券爾後有公開發行，則會因私募股東先前是以折價方式購入有價證券，其是以較低成本參與發行公司，將會對於原有股東及有價證券價值產生影響。故未來除要求公司在私募進行過程中，將訂價方式的合理性與特定人的選擇及相關進度提報董事會外，亦要加強相關的後續監督機制。另一方面，公司在辦理私募有價證時，常會以公司內部人作為私募對象，除了可能是吸引策略合作夥伴外，亦有可能是透過私募有價證券三年內不得任意轉讓的特性，而有間接自利的道德危險，因此，公司對於私募的特定人亦應加強瞭解並揭露為何選擇由公司內部人作為應募對象的理由及必要性。

綜觀一項制度的發展與延革，其本身必然會存在優缺點，在我國私募制度中，雖然在對於私募有價證券的發行上給予寬鬆認定，但對於其後續的轉售或公開發行亦給予較為嚴格的限制，其中需考量的是私募對於公司而言是否具有效益，故如何兼顧私募制度之彈性與保障股東之權益，實為相當重要之課題。最後，我國私募制度實施至今已趨近成熟，也有愈來愈多的公司透過私募方式來進行公司資金的募集，未來對於私募公司動機與成果效益上仍值得重視，以便將來對於我國私募制度有更進一步的革新與發展。

<sup>4</sup> 陳俊合、羅國華與王馨晨，2009，內部人認購、公司治理結構與私募股權折價，證券市場發展季刊，21:2，119-150。

<sup>5</sup> 黃超邦，2008，從實證觀點檢討我國證券私募法制，證交資料，第 551 期，29-48。