

～實務新知～

淺談「發行人募集與發行有價證券處理準則」修正條文

韋亭旭（證期會專員）

壹、前言

「發行人募集與發行有價證券處理準則」（以下簡稱「處理準則」）為股票公開發行公司於國內資本市場募集資金之法令依據，該準則自七十七年二月二十六日公布施行迄今，雖歷經七次修正，惟為因應行政程序法自九十年一月一日起實施，並配合八十九年七月十九日證券交易法之修正通過，爰修正「處理準則」，將有價證券募集與發行案件所發布之相關函令、要點及注意事項等規範重點，納入本準則之相關條文中，以利辦理遵循，並符合行政程序法規範；另配合證券交易法修正通過後，開放認股權憑證之募集與發行，增訂員工認股權憑證之發行規範，使發行公司得採用以激勵員工。

本次「處理準則」修正共計增訂十四條條文，修正二十六條條文，茲將其修正重點說明如次。

貳、修正重點

一、因應行政程序法之實施，修訂相關條文

本會針對有價證券募集與發行案件所作之核准、撤銷、廢止、退回等處分均屬行政處分，依行政程序法之規定，行政機關作成行政處分時，以法律有明文規定者為限，惟本會基於行政管理之職權，曾就有價證券募集與發行案件以函令方式發布相關之限制及退件規定，故為符合行政程序法之精神，本會將下列有價證券募集與發行案件所發布之相關函令、要點及注意事項等規範重點，納入「處理準則」之相關條文中：

(一)將本會八十九年一月三日（八九）台財證（一）第一〇〇一一六號函有關上市上櫃公司辦理無償配股應辦理事項之規定及將公開發行公司向關係人購買不動產處理要點對於公開發行公司涉有非常規而辦理募集發行有價證券案件之處理原則納入，增訂第七條第一項第七款。

(二)將本會八十七年二月十八日（八七）台財證（一）第〇〇四九六號函有關公開發行公司從事大陸地區投資處理要點對於公開發行公司轉投資大陸限額之相關規定納入，增訂第七條第一項第八款。

(三)將本會八十七年八月二十一日(八七)台財證(一)第○二一三五號函有關公開發行公司購買農地相關規範納入，增訂第七條第一項第九款。

(四)將本會八十八年十一月二十六日(八八)台財證(一)第○四四○四號函有關第八條第一項第九款所稱「大量」之認定標準納入修正。

(五)將本會八十九年六月二十六日(八九)台財證(一)第○二○八九號公告有關第八條第一項第十四款所稱「股價變化異常」之認定標準納入修正。

(六)將本會八十六年六月二十六日(八六)台財證(一)第○三五三六號函有關上市或上櫃公司有「處理準則」第十二條第一項第三款第九目規定對於經營權發生重大變動之處理要點納入，增訂第八條第一項第二十一款。

(七)將本會八十九年三月二十三日(八九)台財證(一)第○〇八五一號函有關第八條第三項所稱「小額資金募集」之認定標準納入修正。

(八)將本會八十五年一月三十一日(八五)台財證(一)第○〇二九〇號函有關發行人募集與發行有價證券專戶存儲要點之重要內容納入，修正第九條第一項第二款。

(九)將本會八十七年十二月二十二日(八七)台財證(一)第○三六九三號函有關公開發行公司現金增資或發行公司債計畫變更處理要點之重要內容納入，修正第九條第一項第七款。

(十)將本會八十八年十一月二十九日(八八)台財證(一)第○四四三五號函及八十九年三月十四日(八九)台財證(一)第○〇七七〇函有關「公開發行公司以持有其他上市(櫃)公司股票作為擔保品發行有擔保公司債」規定納入，增訂第二十五條。

另行政程序法規定，有關「使合法行政處分失其效力者」之用語以「廢止」表示，自始無效者仍沿用「撤銷」，爰就條文中相關規範作文字修正。

二、配合證券交易法修正通過，修訂相關條文

證券交易法經立法院於八十九年六月三十日三讀通過，並經 總統於七月十九日明令公布實施，對證券市場之健全發展及相關管理規範，有相當程度之進步。其中有關發行市場部分，除擴大資本市場籌資管道外，並放寬公司債發行限額及實施庫藏股制度，茲就前開重點分述如下：

(一)放寬公司債發行限額

證券交易法增訂第二十八條之四規定：「已依本法發行股票之公司，募集與發行有擔保公司債、轉換公司債或附認股權公司債，其發行總額，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二百，不受公司法第二百四十七條規定之限制。」本條之立法精神，主要係參照日本立法例針對部分債券之限額予以放寬，茲因公司債之發行，得以發行條件之差異來彌補債信之差異，且世界各國之規範均朝開放發行限額之潮流而走，故本次證交法修正放寬部分公司債之發行限額，實符合國際趨勢。

依目前日本商法之規定，公司債除特殊行業發行者外，已無發行額度之限制，故轉換公司債及附認股權公司債之發行不論有無擔保，已可將限額放寬；另轉換公司債及附認股權公司債本身除有債之性質外，尚有股權之性質在內，同時在持有人持續轉換之情況下，流通在外之公司債數額將越來越少，對債權人之權益保障也將越來越高，因此轉換公司債及附認股權公司債之發行限額應可透過發行條件之設計而適度放寬。綜上所述，依日本之立法精神及轉換公司債、附認股權公司債本身之性質而言，不論有無擔保，均可放寬發行限額至淨值之百分之二百，以符國際債券市場發展潮流及趨勢。

(二)實施庫藏股制度

證券交易法增訂第二十八條之二第一項規定：「股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司，有左列情事之一者，得經董事會三分之二以上董事之出席及出席董事超過二分之一同意，於有價證券集中交易市場或證券商營業處所或依第四十三條之一第二項規定買回其股份，不受公司法第一百六十七條第一項規定之限制：一、轉讓股份予員工。二、配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權憑證之發行，作為股權轉換之用。三、為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理銷除股份者。」依前開第二款規定，公司所發行之附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權憑證，除以發行新股供認購或轉換外，尚可以庫藏股供認購或轉換，故針對可轉換公司債及新增之員工認股權憑證，均已修正相關條文，以利公司採行。

由於採新股或庫藏股供認購或轉換時，除對每股價值之稀釋程度不一外，交付股票之時點亦不同，對持有人而言，有一定程度之不同，且為避免公司對不同持有人採不同之履約方式履約，故實施初期規定發行公司於發行時應決定以新股或已發行股份（庫藏股）供認購或轉換，且需擇一為之。發行公司如針對已發行之可轉換公司債欲採庫藏股供轉換，因依「處理準則」規定須於發行及轉換辦法中載明，事涉公司債債權人之共同利害關係，故依公司法第二百六十三條規定，應召集同次公司債債權人會議，修正發行及轉換辦法後，始得為之。

(三)擴大資本市場籌資管道

依證券交易法增訂之第二十八條之二及第二十八條之三規定可看出，發行公司已可發行附認股權公司債、附認股權特別股或認股權憑證，其中附認股權公司債及附認股權特別股之發行，因相關規範尚未制定完成，故尚未開放發行公司發行，另認股權憑證部分，因認股權憑證之發行對公司之籌資效果不大，且易造成公司股權稀釋之效果，故目前僅開放由上市上櫃公司發行員工認股權憑證。

按公司經營者為提高生產力並留住優秀人才，多謀採取適當措施以激勵員工，部分企業在本次證券交易法修正通過前，常以員工分紅入股或新股承購權利等作為激勵措施，惟最近曾發生高科技公司股東抗議此將造成股權稀釋結果，以及配股成本計算差異造成對外出口可能構成不法傾銷之爭議。依新修正證券交易法之規定，公開發行公司可以募集、發行認股權憑證，本會並於「處理準則」增訂公司發行員工認股權憑證相關規範。透過該制度的推動，公開發行公司即可發行員工認股權憑證，以留住優秀人才。而員工認股選擇權在國外已行之有年，其目的亦在結合員工與公司利益，當員工努力工作提高公司獲利能力，使公司股票價格上漲，能明確達到獎懲員工之效果，且其亦具有靈活彈性及激勵未來等優點。

依證券交易法規定，發行員工認股權憑證，如以發行新股為執行標的時，須修改公司章程額定資本始得為之，由於本年度公開發行公司股東會已接近完成，故預計明年發行公司召開股東會時才會一併辦理。另財政部已對員工分紅入股課稅方式已作成三年內（至民國九十一年）按面額課稅之決定，且本會亦規定員工認股權之行使至少須滿二年，故員工認股權憑證制度適可配合員工分紅入股課稅作為配套措施。

本次新增員工認股權憑證之相關發行規範如下：

- 1.為避免員工認股權憑證給與之對象過於廣泛，爰參考美國及香港立法例，以發行公司之全職員工為限。
- 2.為保障員工及股東權益，爰訂定限制發行人財務、業務狀況不佳或其他本會為保護公益認為有必要者，得退回或不核准其案件。
- 3.為防止員工認股權憑證發行總額過高，影響股東權益，爰參考美國及香港立法例，限制員工認股權憑證發行總額；另為避免股權有集中於少數經營階層之虞，爰參考美國、日本及香港立法例，限制單一認股權人持有員工認股權憑證數量及金額，即給予單一認股權人之認股權數量，不得超過當次發行員工認股權憑證總數之百分之十五，且單一認股權人每次得認購金額，不得超過新臺幣三千萬元。

4.按員工認股權憑證係以獎勵員工為目的，爰參考美國立法例，限制員工認股權憑證之轉讓，但得為繼承之標的。

5.為確實達到激勵員工效果，員工持有認股權憑證因股票價格上漲之獲利須因員工努力所致，故員工認股權憑證之認股價格不應偏離市場價格，爰參考美國、日本及香港立法例，規範員工認股權憑證認股價格之訂定，不得低於市場之收盤價。

6.為發揮員工認股權之功能，爰參考美國及英國立法例，規定認股權人持有員工認股權憑證滿二年後，除依法暫停過戶期間外，得依發行公司所定之認股辦法請求履約；另為使員工能於合理期間行使其權利，一方面避免員工認股權憑證存續期間過長，使此不確定因素影響發行人之財務規劃，爰參考美國及香港立法例，限制員工認股權憑證存續期間，不得超過十年。

7.申報(請)發行員工認股權憑證之審核，沿用發行股票之申報生效與申請核准。

8.明定發行公司發行員工認股權憑證之內部作業程序及發行與認股辦法之應記載事項內容，並應公告；其主要內容嗣後如有變更，亦同。

9.發行公司履行認股權義務時，不得違反公司法第一百四十四條規定。

10.參照經濟部六十八年七月四日商二〇〇四九號函釋，股東於繳足股款後即取得股東資格。另參照證交法第一百卅九條第二項之規定，員工認股選擇權憑證之標的證券為上市或上櫃公司股票者，於公司或其代理機構交付股款繳納憑證之日起上市或上櫃買賣。

11.明定認股權股款繳納憑證，除未印製實體者外，應依現行簽證規則辦理簽證。

參、補充規定

新修正「處理準則」第八條第一項第五款第二目規定：「本次計畫之重要內容未列入或揭露於申報(請)年度首次公開財務預測，或計畫內容與財務預測之揭露有重大差異，其差異情形達第九條第一項第七款之標準者。但已於提出申報(請)日前一季適時辦理財務預測更新(正)並揭露本次計畫相關資訊者，不在此限。」，本次修正主要係源於本會審查募集與發行有價證券案件時，發現部分公司提出之增資案件，所用募集工具、資金運用計畫及與金額等資訊，並未於財務預測中作充分揭露，或與原財務預測所揭露之內容有重大差異，致透過財務預測公開發行公司募集資金之政策目標未盡落實，亦影響資訊公開之效果，因此配合本次處理準則之修正，明確於處理準則中作詳盡規範，俾利公司遵循。

一、修正原則

(一)資訊充分揭露原則

按「處理準則」修正前僅規定公司應將本次計畫列入或揭露於財務預測中，惟未詳加規範揭露之內容，致部分公司揭露之內容過於簡略，未能使報表使用者獲取必要之資訊，且不符合資訊公開之目的，因此本次修正明確規定，將本次計畫之重要內容（如資金來源、計畫項目、預定進度及預計可能產生效益等）揭露於財務預測中，以利投資人參閱。

(二)長期資金運用計畫之嚴謹性

依修正後之規定，增資計畫內容與財務預測之揭露有重大差異者，應於前一季更新。由於公司募集與發行有價證券所取得之資金多為中長期資金，且用途大多為重要之資本支出或改善財務結構，因此公司實應就計畫內容事先審慎評估，如有變更時，並應於送件前一季辦理財務預測之更新。

二、補充說明

前開條文之修正由於變動幅度較大，且事涉財務預測之修正，對發行公司之影響較大，為避免因法規修正造成發行公司資金募集案件之延宕，本會爰於八十九年九月十九日(八九)台財證（一）字第○三七七九號發布補充說明，俾能使發行公司有所遵循。補充說明之內容如下：

(一)適用於「處理準則」修正後各年度財務預測

1.公司如已於財務預測中揭露本次計畫之重要內容，惟因事後股價下跌，致募集總金額低於原財務預測所揭露之募集總金額時，應如何辦理？

按「處理準則」規範之意旨係要求發行人應事先規劃並揭露長期資金運用計畫，如已事先審慎規劃，所需總資金已可合理確定，故發行人申報(請)籌資計畫時，發行價格如因市場價格變動影響而低於編製財務預測時所預估價格，致依原預定股數募集所募集總金額低於所需資金，並評估不宜採其他資金來源支應，而須減少計畫項目或縮小計畫項目規模，其差異金額達處理準則第九條第一項第七款標準者，應於送件前七日在股市觀測站揭露相關訊息，並於公開說明書就其合理性提出說明及洽承銷商評估表示意見，始得免更新（正）財務預測。

2.公司如已於財務預測中揭露本次計畫之重要內容，惟因事後股價上漲，致募集總金額超過原財務預測所揭露之募集總金額時，應如何辦理？

為免公司多募集之資金閒置，影響股東權益及避免股本過度膨脹，原則上應調降發行股數，使募集總金額及資金運用計畫維持與財務預測所載相同。惟經調整發行股數至公司法第二百七十八條第二項所定最低股數或其他法令規定限額，所募

資金仍超過預計金額者，應評估並調整計畫項目或其金額。其差異達「處理準則」第九條第一項第七款標準者，應於送件前七日在股市觀測站揭露相關訊息，並於公開說明書就其合理性提出說明，洽承銷商評估表示意見，始得免更新（正）財務預測。

3.公司如已於財務預測中揭露本次計畫之重要內容，惟因事後客觀環境變動而變更本次增資計畫之募集資金方式，應如何辦理？

基於發行公司通常係衡酌市場狀況，選擇較有效率及易於成功之募集工具，故本次計畫之籌資方式，如與財務預測揭露有所不同（例如由現金增資改為發行轉換公司債），僅係籌資方式之選擇，尚不影響原資金運用計畫，發行公司應於公開說明書中揭露就更換籌資方式之原因及合理性予以說明及洽承銷商評估表示意見。

4.本規範所稱計畫內容與財務預測之揭露有重大差異，其差異情形達第九條第一項第七款之標準者，其重大差異應如何認定？

本規範所稱重大差異，係指發生下列各款情事之一，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，達所預計募集資金總額之百分之二十以上者：（釋例請詳本會八十七年十二月二十二日（八七）台財證（一）第○三六九三號函附錄）

(1)資金運用與預計可能產生效益表所列計畫項目之變更。但如性質相同或類似，則不視為計畫項目之變更，惟公司應提出說明及洽承銷商評估表示意見，並於公開說明書中揭露。

(2)個別計畫項目所需資金調整。

5.公司如於財務預測中揭露有二種以上資金來源（如上半年辦理可轉換公司債，下半年辦理現金增資等），其計畫項目應如何認定？

公司如預計本年度中有二種以上資金來源且分別送件，則每次送件時，均應評估是否為財務預測所揭露之全年計畫項目之一部或全部，判斷是否達處理準則所定標準，並應就尚未送件部分，明確說明預計辦理時程及可行性。

(二)僅適用於「處理準則」修正前已公開之八十九年度財務預測

1.本次增資計畫未揭露或未完整揭露於八十九年度財務預測時，公司應如何辦理？

(1)前次增資計畫之資金來源或計畫項目未於財務預測中揭露者，應依規定公告申報更新（正）八十九年度財務預測，增資案件並於更新（正）財務預測之次一季始得提出。

(2)本次計畫之資金來源、計畫項目已揭露於財務預測，且八十九年度預計可能產生效益已估計列於八十九年度預計損益中，惟未完整揭露項目內容、預計進度及以後年度預計可能產生效益者，得於送件前七日在股市觀測站中補行揭露相關資訊後，免更新（正）財務預測。

2.處理準則修正前已公開八十九年度財務預測，且已揭露本次計畫之項目、金額，惟事後申報（請）之計畫內容與財務預測之揭露有重大差異，其差異情形達第九條第一項第七款之標準者，應如何辦理？

依「處理準則」規定，公司本應於申報（請）日前一季更新（正）八十九年度財務預測，惟在兼顧資訊公開之原則及簡化程序，公司如已揭露本次計畫之項目，事後因變更各計畫項目金額，而差異達第九條第一項第七款標準者，得於申報（請）日七日前於股市觀測站中揭露相關資訊，其差異發生原因及合理性之說明及洽承銷商評估表示意見，並於公開說明書中揭露。

肆、結 語

為促使證券市場健全發展，並保障投資人權益，「處理準則」已因應市場潮流及法規變動作多次修正，惟證券市場之發展日新月異，新金融商品亦推陳出新，本會針對發行市場之制度與規範，亦需跟隨時代之腳步前進，故未來本會將就附認股權公司債、附認股權特別股之發行作相關規範，亦將針對部分金融商品之發行未見活絡之情形，深入檢討，並修正相關規範，期能使證券市場蓬勃發展，達成金融商品多樣化之目標。