

登錄興櫃公司證交法相關問題整理

編目：證券交易法



主筆人：伊台大 碩士、律師資格

強調有系統、有效率的理解和記憶。在教學理念上，採用單點記憶後串聯的系統，屏除不會考不用念的部分，就法理的架構做整理，理解後操作而記憶，以最少的記憶空間換取最多的分數。

◎最新課程請點閱高點法律網 lawyer.get.com.tw

壹、興櫃市場概說

一、定位：作為上市櫃的預備市場

興櫃交易市場在有價定位上作為上市櫃之預備市場，如發行公司欲以股票上市發行為目標，則通常會先申請於上櫃或興櫃市場交易，以使公司適應證交法所要求之資訊揭露或公司治理等相關規定，作為上市櫃之暖身。發行公司之有價證券如欲於興櫃市場登錄交易，依照興櫃股票審查準則規定，須符合：「一、為公開發行公司，或同時依「發行人募集與發行有價證券處理準則」規定申報補辦股票公開發行者。二、已與證券商簽訂輔導契約。三、經二家以上輔導推薦證券商書面推薦，惟應指定其中一家證券商係主辦輔導推薦證券商，餘係協辦輔導推薦證券商，並由主辦輔導推薦證券商檢送最近一個月對該公司之『財務業務重大事件檢查表』。四、應委任專業股務代理機構辦理股務。五、募集發行、私募之股票及債券，皆應為全面無實體發行。六、應依證券交易法第十四條之六及其相關規定設置薪資報酬委員會」等條件，並依照同法第 16 條規定，「發行人初次申請其股票登錄為櫃檯買賣者，應填具『興櫃股票櫃檯買賣申請書』」。申請登錄興櫃交易並不像申請上市、上櫃般，對公司有設立年限、資本額、獲利能力等條件限制，僅需齊備相關書件，向櫃檯買賣中心申請登錄興櫃買賣，櫃檯買賣中心並不進行實質審查，僅就書件等進行形式審查，可看作是要求公司揭露資訊之具體規範，為「公開原則之體現」。審查通過後發行公司有價證券即可進行

版權所有，重製必究！

興櫃交易。

二、規範興櫃公司適用證交法

依照前述審查準則規定，一般非公開發行公司登錄為興櫃公司之程序，首先須依證交法第 42 條規定：「公司對於未依本法發行之股票，擬在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣者，應先向主管機關申請補辦本法規定之有關發行審核程序。」且依照發行人募集發行有價證券處理準則第 66 條規定，採申報生效制，於金管會或指定之機構收到申報書即日起屆滿十二個營業日生效。於此，因公司補辦公開發行或登錄興櫃程序並未實際發行股票，故解釋上應無需依照公司法或發行人募集發行有價證券處理準則相關規定，進行實質審查。

而公司在向金管會申請補辦公開發行之後，即成為公開發行公司，此時即有證交法上關於公開發行公司規定之適用（如證交法相關條文有「已依本法發行股票之公司…」等規定），而待公司申請登錄興櫃交易生效後，即有本法針對上市櫃、興櫃公司相關規定之適用（如證交法相關條文有「股票已在證券商營業處所買賣…」解釋上股票於「證券商營業處所買賣」之公司包括上櫃公司與興櫃公司，但過往有少數規定並未一體適用，如證交法第 28-1 條），在法規適用時點上有時有區分必要，考生也需注意證交法並非所有規定均適用於各種公開發行公司。

貳、申請登錄興櫃之「公開說明書」與「登錄申請書」相關問題

一、興櫃公司有發行公開說明書之義務

依證交法第 30 條規定：「（第一項）公司募集、發行有價證券，於申請審核時，除依公司法所規定記載事項外，應另行加具公開說明書。（第三項）公司申請其有價證券在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣者，準用第一項之規定。」公開發行公司申請登錄興櫃，自應依法向主管機關提出公開說明書。而公開說明書內容，依照櫃買中心訂定之公開說明書應記載事項準則（櫃買中心管理規則）規定：「本國發行人申請有價證券於證券商營業處所買賣者，其所檢送之公開說明書應記載事項，除依本準則規定辦理外，應準用『公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則』（金管會法規命令）」。

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！

二、有學者認為編制登錄興櫃公開說明書之內容無需如募集發行有價證券公開說明書般詳盡

對此，有學者認為，一般而言，公開說明書基於公開原則透過資訊揭露，使政府及社會大眾瞭解公司經營狀況，裨減少公司在募集、發行、出賣有價證券可能發生的詐欺情形，然而「登錄興櫃」之目的係為取得有價證券在市場掛牌買賣之資格，並「非募集發行」有價證券，本質上與第30條規範之本質與目的略有不同，且編制公開說明書內容複雜龐大，需一定時間人力，除非未來有規劃上市櫃，否則對中小企業來說，可能會因編列公開說明書所負擔之龐雜成本而卻步，因此建議主管機關將申請登錄興櫃所需交付之公開說明書內容要求加以簡化，以尋求促進興櫃市場活絡與投資保護間之平衡點。^{註1}

三、興櫃公司現金增資發行新股

(一)股權分散（非強制股權分散）

公司登錄興櫃交易後欲現金增資發行新股，首先須注意股權分散規定，早期興櫃公司係依證交法第28-1條第1項規定，如其持股一千股以上之記名股東人數未達三百人，則須強制股權分散，而若已符合股權分散標準，則無需強制提撥。然配合募集發行有價證券處理準則之修正，現行興櫃公司依照證交法第28-1條第2項規定，由主管機關規定提撥一定比例之股權分散，而依募集發行有價證券處理準則第17條第1、2項規定，應提撥發行新股總額之百分之十，以時價對外公開發行，不受公司法第267條第3項關於原股東儘先分認規定之限制。雖處理準則第一項條文用語是「應」提撥，然第2項興櫃公司適用是「得」準用，所以解釋上除了辦理現金增資發行新股為初次上市櫃公開銷售者外，並非強制提撥。

(二)申報生效、交付公開說明書

依證交法第22條第1項規定，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。興櫃公司現金增資發行新股，自當依本條規定

^{註1}王志誠，〈登錄興櫃公司公開說明書之編製與責任〉，《月旦法學教室》，2014年9月，頁60-61。

申報後，方得為之。

如為募集發行有價證券，依照證交法第 30 條、第 31 條規定，需交付公開說明書。並需注意，現金增資發行新股除了適用股權分散規定外，亦需適用公司法第 267 條，若此次興櫃公司發行新股以公司原股東或員工為對象，或協議由特定人認購時，似未對外公開發行，是否仍需製作交付公開說明書？由於公司股份已在興櫃市場流通，股東已非少數人，故即便僅洽由公司相關人員或特定人認購，仍屬證交法所規定之募集行為^{註2}，仍須依照證交法第 22 條規定申報生效，並依同法第 30 條規定檢附公開說明書。^{註3}

四、興櫃登錄申請書

另應區分者，為興櫃公司製作交付公開說明書，與前述「興櫃股票櫃檯買賣申請書」有所不同，興櫃登錄申請書為發行公司登錄興櫃交易時向櫃檯買賣中心所提交之相關文件，其記載內容可能會與公開說明書有重疊，但性質上並不相同，如未提交、或提交書件內容有虛偽隱匿時，所負擔之法律責任亦有所不同。而二者之區分，尤其在於內容不實之案例時，如公開說明書內容不實，則民事責任依照證交法第 32 條規定認定，而如為櫃檯買賣申請書內容不實，則民事責任可能依照證交法第 20 條 2 項、第 20-1 條認定。

參、「公開說明書」與「登錄申請書」內容不實之責任

一、登錄興櫃公開說明書不實

公開說明書種類於證交法規範中不一而足，然依照證交法第 32 條所規範者：「前條之公開說明書…」又依第 31 條規定，「募集有價證券，應先向認股人或應募人交付公開說明書」，故似將第 32 條規範之客體限縮於募集有價證券之公開說明書，而文意上未包含申請登錄興櫃後募集發行有價證券之公開說明書，是否得以類推適用第 32 條規定，則有疑義。學說上對此一問題見解分歧，惟有力見解認為申請上市、上櫃所提交之公開說明書，解釋上仍有證交法第 32 條民事賠

^{註2}進一步區分，如「非公開發行公司」依照公司法第 267 條規定，對員工、原股東、或特定人發行新股，並非證交法上所稱募集或發行行為。但如「公開發行公司」依照同條規定發行新股，就算並未對外公開發行，仍屬證交法上的募集或發行行為。參照賴英照，《最新證券交易法解析》，2011 年 2 月，頁 717。

^{註3}同前註 1，頁 64。

償責任的適用，其規定限於「前條之公開說明書」，應屬法律漏洞，宜以類推適用方式做為法律的補充^{註4}。

司法實務則區分民事責任與刑事責任而有不同見解，就刑事責任而言，如高等法院高雄分院95年重金上更（三）字第1號刑事判決，認為老股承銷之公開說明書非屬本法第32條規範之公開說明書客體，不適用本法第174條第1項第3款規定。然而，同一事實，高等法院96年金上字第1號民事判決卻認為本法第32條規定屬於法律漏洞，就老股承銷提出之公開說明書應類推適用本法第32條規定。

(一)登錄興櫃公開說明書不實之民事責任--有類推適用第32條之必要
依照前述學說實務見解觀點，登錄興櫃公開說明書雖不涉及有價證券之募集發行，但其向投資人說明公司營運概況、營業及資金運用、財務狀況等影響投資人交易判斷之事項，與一般公開說明書無異，因其內容不實致投資人閱覽後做出錯誤投資判斷而受損害，本質上與募集發行有價證券公開說明書並無二致，故無論從體系解釋或公開說明書功能、本質，以及本法立法目的而言，均有必要類推適用本法第32條規定於登錄興櫃公開說明書，避免投資人保護發生缺漏。^{註5}

另值一提者，與上市櫃交易不同者，興櫃有價證券交易乃採議價方式進行，因非效率市場，故無詐欺市場理論之適用。如台北地院99年金字第37號見解：「投資人於興櫃股票及上市櫃股票之交易制度亦不相同，而臺灣興櫃市場素有『價格發現功能低』、『推薦券商積極造市意願不足』之問題，亦即臺灣興櫃市場之推薦證券商雖有報價義務，但其報價數量及報價大多以法令規範之最低標準為之，而不願積極造市促進交易，且證券商之報價有偏離之現象，堪認國內之興櫃市場尚非所謂之效率市場，不具適用市場詐欺理論之前提要件，自難貿然引用。」

(二)登錄興櫃公開說明書不實之刑事責任—可能構成第174條第1項第1款

觀諸司法實務見解，對於類推適用證交法第32條於募集發行有價證券以外之公開說明書，採取較為保守之立場，而支持類推適

^{註4}劉連煜，《新證券交易法實例研習》，2014年9月，頁327。

^{註5}同前註1，頁62-63。

用的學說見解，亦多將類推適用之範圍限縮於民事責任，並未一併提及刑事責任認定問題，尤其涉及證交法第 174 條第 1 項第 3 款規定「發行人或其負責人、職員有第三十二條第一項之情事，而無同條第二項免責事由。」似將本款刑事責任與第 32 條構成與否牽連，但由於罪刑法定主義，應不適宜擴張本款適用範圍，故雖學說見解贊同第 32 條類推適用於其他公開說明書，惟涉及刑事責任，則恐需切割認定。

惟申請登錄興櫃交易之公開說明書，雖不適宜適用第 174 條第 1 項第 3 款規定，仍可適用同項第一款規定：「於依第三十條、第四十四條第一項至第三項、第九十三條、第一百六十五條之一或第一百六十五條之二準用第三十條規定之申請事項為虛偽之記載。」申請興櫃登錄向主管機關提交之公開說明書，屬本法第 30 條規範範圍，應屬無疑。而至於是否能同時適用同項第 4 款、第 5 款規定，有學者認為，雖第 4 款、第 5 款規定於文意上能包含所有公開說明書，但從立法歷程及體系解釋觀點，其所稱之「對於主管機關命令提出之帳簿、表冊、文件或其他參考或報告資料」或「依法或主管機關基於法律所發布之命令規定之帳簿、表冊、傳票、財務報告或其他有關業務文件」，均不應擴張解釋為包含公開說明書，故應不構成第 4 款、第 5 款之罪責。

二、興櫃股票櫃檯買賣申請書不實

(一)登錄興櫃公司並非「發行人」，應不適用第 20 條第 2 項規定

依證交法第 20 條第 2 項規定，發行人依本法規定申報或公告之財務報告及財務業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。適用上，公司登錄興櫃股票提交之申請書中記載，如有虛偽隱匿之情形，是否有本條之適用？興櫃股票櫃檯買賣申請書乃證交法授權櫃檯買賣中心規定登錄興櫃公司應提交之財務業務文件，應無疑問，然而，登錄興櫃公司是否屬於本條所稱「發行人」？則有爭議。依照證交法第 5 條規定，發行人，謂募集及發行有價證券之公司，或募集有價證券之發起人。又依同法第 7 條規定，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。亦即，是否屬本法所稱發行人，重點應在於是否有募集發行有價證券之行為，發行人向不特定人招募發行有價證券、取得資金，則可能產生資訊地位不對等，有依照本法揭

【高點法律學社】
版權所有，重製必究！

露資訊、保護投資人之必要性，而應適用相關證交法規定。然而，公司登錄興櫃交易並無募集發行有價證券之行為，僅單純取得登錄興櫃交易之資格，其登錄提交之書件並未與募集發行有價證券之行為結合，亦無製作並交付有價證券之行為，故此時公司並不符合證交法上對「發行人」之定義。準此，學說見解認為，申請登錄興櫃之申請書內容有不實時，解釋上應不得課予證交法第 20 條第 2 項之責任^{註6}。

另外，興櫃股票審查準則中要求公司檢送之「財務業務重大事件檢查表」，係可認屬本條所規定之「財務業務文件」，但財務業務重大事件檢查表係由主辦輔導推薦證券商負責製作，申請登錄公司無從介入，故投資人應不得據以主張公司負損害賠償責任。^{註7}

(二)學說認為不適用第 20 條第 1 項規定，但依實務見解標準則可能構成

依證交法第 20 條第 1 項規定，有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。本條適用以「有價證券之募集、發行、私募、買賣」為要件，其中募集、發行、私募，本法均有定義，而買賣則須依民法規定決定其意涵^{註8}，有學者認為，依此標準，登錄興櫃並未涉及有價證券買賣，僅與買賣密切相關而已，故登錄興櫃申請書中雖有虛偽不實記載，然並未涉及募集、發行、私募、買賣行為，故不適用第 20 條第 1 項證券詐欺之規定^{註9}。

然依照最高法院九十六年度台上字第三二一八號刑事判決之見解，「上訴人以虛偽之財務報表等資料，申請正義公司之股票上櫃，經核准而於八十四年五月二十二日正式掛牌公開買賣，藉以籌措資金，維持公司之營運等情，…，原判決論上訴人以違反有價證券之買賣，不得有虛偽之行為之規定罪，核與採證違背法則之違法情形並不相當，執此指摘，並非正當之第三審上訴理由。」易言之，本案上訴人（被告）主張其虛偽財務報表係「申請上櫃」

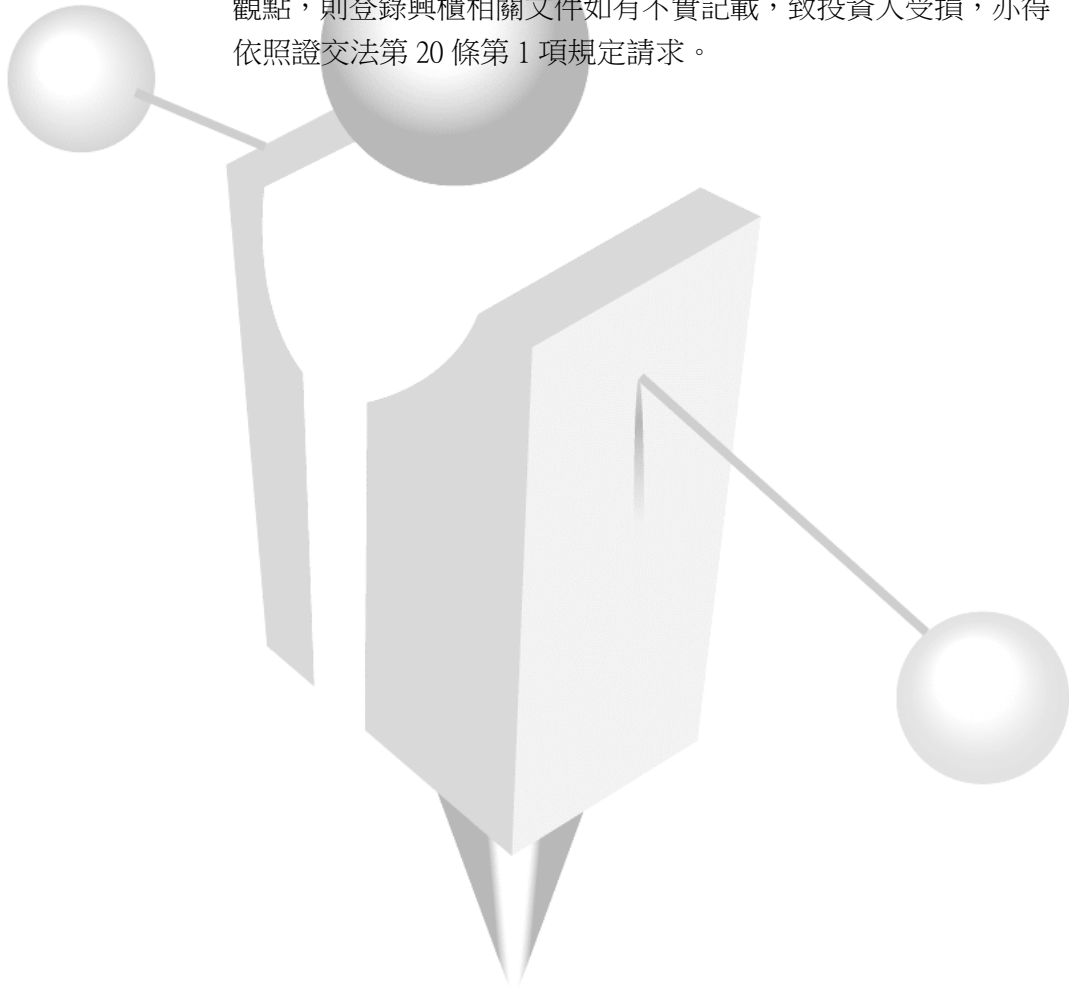
^{註6}王志誠，〈股票登錄興櫃公司之意義與興櫃股票櫃檯買賣申請書不實之責任〉，《月旦法學教室》，2014 年 7 月，頁 59。

^{註7}同前註，頁 60。

^{註8}賴英照，〈最新證券交易法解析〉，2011 年 2 月，頁 716。

^{註9}同前註 4，頁 61。

所引用，並非證交法上所稱之「買賣」，但最高法院並不認同，是足認定實務見解似將有價證券之「買賣」概念延伸到申請上櫃，沿襲過往實務見解一貫對於本條所稱之有價證券之募集、發行、私募、買賣從寬解釋的立場，殊值注意。故如依實務見解之觀點，則登錄興櫃相關文件如有不實記載，致投資人受損，亦得依照證交法第 20 條第 1 項規定請求。



【高點法律專班】

版權所有，重製必究！