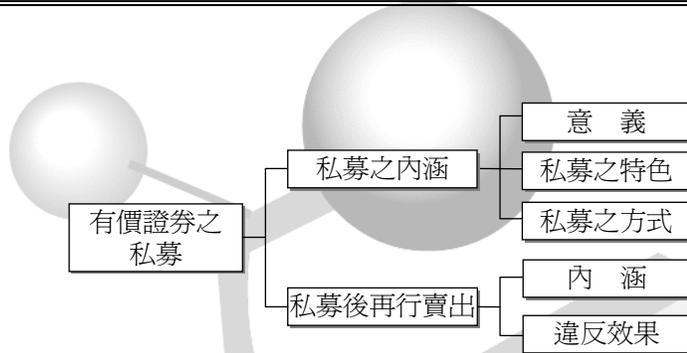


## 有價證券之私募

振騰編著《證券交易法關聯推定書》波斯納出版



### 第一節 私募之內涵

#### 證券交易法

#### 第7條

I 本法所稱募集，謂發起人於公司成立前或發行公司於發行前，對非特定人公開招募有價證券之行為。

II 本法所稱私募，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。

#### 第43條之6

I 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。

II 前項第二款及第三款之應募人總數，不得超過三十五人。

III 普通公司債之私募，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四百，不受公司法第二百四十七條規定之限制。並得於董事會決議之日起一年內分次辦理。

IV 該公司應第一項第二款之人之合理請求，於私募完成前負有提供與本次有價證券私募有關之公司財務、業務或其他資訊之義務。

V 該公司應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，檢附相關書件，報請主管

機關備查。

VI依第一項規定進行有價證券之私募者，應在股東會召集事由中列舉並說明左列事項，不得以臨時動議提出：

- 一、價格訂定之依據及合理性。
- 二、特定人選擇之方式。其已洽定應募人者，並說明應募人與公司之關係。
- 三、辦理私募之必要理由。

VII依第一項規定進行有價證券私募，並依前項各款規定於該次股東會議案中列舉及說明分次私募相關事項者，得於該股東會決議之日起一年內，分次辦理。

#### 第43條之7

- I 有價證券之私募及再行賣出，不得為一般性廣告或公開勸誘之行為。
- II 違反前項規定者，視為對非特定人公開招募之行為。

### 證券交易法施行細則

#### 第8條之1

本法第四十三條之七所定一般性廣告或公開勸誘之行為，係指以公告、廣告、廣播、電傳視訊、網際網路、信函、電話、拜訪、詢問、發表會、說明會或其他方式，向本法第四十三條之六第一項以外之非特定人為要約或勸誘之行為。

## 焦點1 私募的意義

前面大家也看到公開發行公司要割韭菜……，阿不是，是對大眾吸金真的好麻煩，又要編製公開說明書，又要跟金管會申報生效，又要請律師會計師簽證。拋開前面那些行政程序所需要面對的金錢成本不說，光是時間成本就把那些公開發行公司搞得夠嗆。一位民事訴訟法的大師曾說：「阿程序利益不是利益逆？蛤？」（不要瞎掰好嗎），立法者透過鬆綁申報生效，改以事後備查這種比較快速而簡便的方式，提供公司另一個籌錢方式，分類上又叫做「豁免交易」（來，忘記的自己舉手）。

但前面那些繁複的程序本質是為保障廣大的投資人大眾，當減少其中的程序時，勢必會減損對於投資人的保障。所以說白了，私募的法制其實很大程度就是投資人保障與公司募資成本間之拉扯，請大家謹記這個問題意識去理解私募法制內的問題。

## 焦點2 私募之特色

對照上面證交法第43條之6的條文，大致可以整理出以下幾個特色：

- (一)股東會特別決議（1/2出席、2/3出席同意）。
- (二)第1項第2與3款之人合計不可超過35人。
- (三)私募普通公司債不可超過公司淨值的四倍。

(四)價款繳納完成15日內向主管機關備查。

(五)第1項第3款資格限制。

(六)第1項第2款之人之資訊請求權。

(二)、(三)、(四)通常大家都不太覺得有甚麼問題，而(一)很直觀的會覺得，確實你發行股票就是會稀釋到原有股東的股權，你當然需要他同意。但莊永丞老師認為私募是為了快速籌措資金，屬商業經營判斷，對原有的股東尚得透過公司法上董事的忠實義務與外部市場機制的監控來得到保障，強求公司經過股東會同意只不過是徒增交易成本<sup>1</sup>。

再來是資格限制，其中財政部針對第2款曾做出函釋<sup>2</sup>，內容落落長，有意瞭解者可以參閱註釋。筆者記憶上會把三款分別記成「金融業」、「有錢人」、「內部人」。

### ■ 筆者小碎念

說到資格限制，就必須連結證交法第7條第2項的「特定人」的定義，從文義上理解，就是公司有沒有劃定一定範圍的人。有的話，就是特定人。但大家仔細想一下前面筆者提到的利益拉扯，如果我今天要私募股票，限定只有我家公司打掃的阿桑才可以應募，是不是特定？是阿，但阿桑跟公司間是不是有巨大的資訊落差？而且還很有可能被萬惡的資本家欺負？是阿。所以對於阿桑我們就不應該讓他跑出證交法的保護網外。

對此學者就提出所謂的「特定人」，應該是區分有無「保護必要性」，從美國法上的SEC v. Ralston Purina Co.案來看，也就是「fend for themselves（自我保護）」的要件。當今天應募者可以靠自己就取得足夠的資訊並做出判斷時，他跟公司間的資訊不對等就應該不會太大，這時候就可以允許考量公司募資成本做出放寬；反之，如同我們前面提到的阿桑，他顯然就無法自我保護而有保護必要性（ㄟ我們說的是真的掃地阿桑喔，扮豬吃老虎的不算），這個時候即使公司限制只有他可以買也不算是對特定人為私募。

總而言之，「金融業」、「有錢人」、「內部人」背起來，如果不是這些人就不可能是私募的對象，94這麼簡單。

1 莊永丞（2009），我國證券交易法私募有價證券之理論基礎與規範缺失，企業金融法制——余雪明大法官榮退論文集，頁335，元照。

2 財政部91台財證(一)字第0910003455號函：「證券交易法第四十三條之六第一項第二款所稱符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金，係指符合下列條件之自然人、法人或基金：

(一)對該公司財務業務有充分瞭解之國內外自然人，且於應募或受讓時符合下列情形之一者：

- 1.本人淨資產超過新臺幣一千萬元或本人與配偶淨資產合計超過新臺幣一千五百萬元。
- 2.最近兩年度，本人年度平均所得超過新臺幣一百五十萬元，或本人與配偶之年度平均所得合計超過新臺幣二百萬元。

(二)最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。」

**焦點3** 私募之方式

前面說到私募考量因為對象限於特定人，保護必要性較低，因此立法者允許某種程度的妥協。但因為怕某些母湯的公司就把腦筋動到了這上頭，假私募之名而行募集之實，因此立法者特別在證交法第43條之7強調一旦公司選擇以私募籌資，就不應該為一般性的廣告或公開勸誘之行爲，並再於施行細則第8條之1定義何謂一般性的廣告或公開勸誘之行爲。

**1** 有練有保庇

【節錄自100司法官第二試第5題】

股票已在證券交易所上市之A股份有限公司（以下簡稱A公司），為擴大營運需要考慮現金增資，A公司股票在集中市場表現不錯，最近半年以來每股股價都維持在新臺幣30元以上，鑑於現金增資公開募股程序較為繁複，於是擬採私募之方式，在章程所定資本額範圍內，經董事會決議後由董事長甲安排法人董事C、D、E投資公司、董事長之朋友乙、丙、丁、戊等符合私募應募人資格條件之人認股，每股股價新臺幣10元，每人認購五千萬，共籌集三億五千萬，並依規定時間程序向主管機關申報備查。試請檢具理由說明下列問題：A公司董事長甲，於私募之過程中違反證券交易法何種規定？（10分）

**爭點審題**

看到本題的第一反應應該是：欸不是，看起來好像沒啥問題啊。但再看第二眼會發現：欸不是，你股東會呢。看到第三眼會想到：欸不是，你價格是不是有點太便宜啊。再看第四一乃……（是要看幾眼），本題當初配分是10分，以國家考試而言找到兩個考點就差不多了。

**答題架構**

- (一)A公司未經股東會特別決議為應屬違法：  
條文+簡單涵攝。
- (二)A公司未附專家意見應屬違法：  
1.按【證交法第43條之6+注意事項第4條<sup>3</sup>】。  
2.涵攝（可以直接假定A沒有附專家意見為前題作答）。

3 公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項第4條：屬上市、上櫃及興櫃股票公司者，所訂私募普通股每股價格低於參考價格之八成，或特別股、轉換公司債、附認股權特別股、附認股權公司債、員工認股權憑證之發行價格低於理論價格之八成者，應併將獨立專家就訂價之依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。

 有練有保庇 **2**

【109司律一試第40題】

已發行普通股600萬股之A公開發行股票公司於股東會議決可轉換公司債之私募案，在本次股東會，出席股東之表決權數合計為510萬，則最少應有多少表決權同意，本私募案方決議通過？

- (A)255萬
- (B)255萬零1
- (C)340萬
- (D)340萬零1

答案：C

 POINT

簡單的計算題，已發行1/2出席，已出席2/3同意。510萬乘以2/3等於340萬。

 有練有保庇 **3**

【106司律一試第43題】

下列對有價證券私募之敘述，何者正確？

- (A)公開發行股票之公司不得於股東會以臨時動議提出新股私募之議案
- (B)公開發行股票之公司就所發行之新股擬採用私募方式者，應經股東會普通決議
- (C)公開發行股票之公司對銀行業、信託業、證券業等進行新股私募者，其應募人總數不得超過35人
- (D)公開發行股票之公司進行普通公司債之私募者，其發行總額上限不得高於公開招募時之總額上限

答案：A

 POINT

參第43條之6第6項。

 有練有保庇 **4**

【105司律一試第43題】

A上市公司（下稱A公司）私募普通股一億股，並由B保險公司、C銀行、A公司董事甲、A公司非經理人之員工乙應募。問下列何人非屬合法之應募人？

- (A) B
- (B) C
- (C) 甲
- (D) 乙

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！

答案：D

## 第二節 私募後再行賣出

### 第43條之8

I 有價證券私募之應募人及購買人除有左列情形外，不得再行賣出：

- 一、第四十三條之六第一項第一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，轉讓予符合第四十三條之六第一項第一款及第二款之人。
- 三、自該私募有價證券交付日起滿三年。
- 四、基於法律規定所生效力之移轉。
- 五、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。
- 六、其他經主管機關核准者。

II 前項有關私募有價證券轉讓之限制，應於公司股票以明顯文字註記，並於交付應募人或購買人之相關書面文件中載明。

### 焦點1 內 涵

爲了不要讓那些母湯的資本家利用私募低價取得股票，轉手就高價賣出去。條文就說原則上就禁止私募的應募人賣出私募所得之股票，但也設計了一些例外。因爲例外的內容較多，故本文挑出前四項討論度較高的款項跟各位介紹。

#### (一)第1款：金融業者間可以交易沒有在市場上流通的私募股票。

1. 大家試想如果嚴格貫徹私募的股票不准交易，應募來的股票根本賣不出去，也就是花錢買了一個無法變現的東西，對於該股票的價值會不會有極大的影響？會吧。如果繼續推下去，公司要籌措一筆資金勢必就要私募更多的股票，造成原有的股權被稀釋，這時候原有的股東勢必就更不願意通過私募的議案。

說了這麼多希望大家可以理解「流動性」的對一個東西價值認定的影響到底有多大。這也是本條最重要的目的之一：提供一定程度的流動性。

2. 本條的要件大約有二：「金融業者」和「市場上沒有」。主體要件很簡單，沒啥好說的。後者則是考試上的一個陷阱，舉例來說：台積電的股票顯然不會符合本條的要件，但是假設市場上流通的都是台積電的普通股，這時候台積電私募的無表決權特別股就可以符合本條的客體，因爲市場上沒有。

(二)第2款：有錢人跟金融業者可以在交付滿2年後互相轉讓。

本條的文字相當拗口，必須持股滿1年以上，且必須是交付的第3年。白話一點就是交付滿2年的意思。主體上則是限制「有錢人」跟「金融業者」。

(三)第3款：滿3年後可以自由轉讓。

本款需要特別注意的是就算法條允許自由轉讓，但請大家一併注意證交法第42條的規定，這一批私募且未經公開發行的股票必須由發行公司補上市櫃才可以對交易所中的不特定投資人倒貨喔，切記切記。

(四)第4款：基於法律規定所生效力之移轉。

根據財政部的函釋<sup>4</sup>會適用本條的情形通常會是繼承、強制執行、贈與等。

## 焦點2 違反之效果

按照最高法院97年台上字第2729號判決，法院認為證交法第43條之8轉售限制係一取締規定（來，忘記甚麼是取締規定的人自己跟民法老師道歉），故違反轉售限制出售之交易仍有效。惟劉連煜老師覺得基於保護投資人的立場，應該認為系爭轉售限制屬於效力規定，違反者應為無效。

簡單來說，如果違反轉售限制的交易仍為有效的話，很容易導致一堆私募的應募人以私募之名行公開招募之實。再往前連接到證交法的立法目的，既然以投資人保護為立法目的，那解釋上將證交法第43條之8解釋為效力規定毋寧是較為符合立法目的選擇。

### 有練有保庇 1

【節錄自100司法官第二試第5題】

股票已在證券交易所上市之A股份有限公司（以下簡稱A公司），為擴大營運需要考慮現金增資，A公司股票在集中市場表現不錯，最近半年以來每股股價都維持在新臺幣30元以上，鑑於現金增資公開募股程序較為繁複，於是擬採私募之方式，在章程所定資本額範圍內，經董事會決議後由董事長甲安排法人董事C、D、E投資公司、董事長之朋友乙、丙、丁、戊等符合私募應募人資格條件之人認股，每股股價新臺幣10元，每人認購五千萬元，共籌集三億五千萬元，並依規定時間程序向主管機關申報備查。乙、丙、丁、戊自然人部分於取得持股後之隔日即以每股股價20元將所認股票出售與己、庚獲利。試請檢具理由說明下列問題：乙、丙、丁、戊於取得持股後出售與己、庚，其法律效力如何？

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！

<sup>4</sup> 財政部證期會台財證一字第0910006007號函釋。

### 爭點審題

我知道大家看到題目的問題後現在內心情緒激動想直接把實務見解噴上去然後用劉老師的見解批鬥他，如果這題配分5分的話我當然覺得沒有問題。但是如果本題配分10分或15分的話，我們論述上就要稍微多一些。

### 答題架構

(一)本次私募應屬合法：  
直接涵攝事實即可。

(二)乙丙丁戊之轉讓應屬違法而無效：

- 1.【完整一點的寫法會是挑幾個第43條之8的例外涵攝一下，告訴老師都不符合，再來才討論效力的問題。但因為本題配分只有10分，加上節省時間的需求，我們可以用「依題意，本件乙丙丁戊之轉讓似與證交法第43條之8之例外情形有關，故本件之轉讓應屬違法」來很偷懶的帶過。】
- 2.按違反第43條之8之後果，實務見解多以為【說明實務見解】。然而本文以為【劉老師的見解】。

### 有練有保庇 ②

【103司律一試第39題】

A銀行參與B上市公司之甲種特別股私募，認購數量為1千萬股，依證券交易法規定，問以下有關轉售之說明，何者正確？

- (A)若該甲種特別股未在集中交易市場上市交易者，則A銀行得將該1千萬股甲種特別股，於取得後轉讓予其他符合認購資格之自然人
- (B)若A銀行因與C銀行合併而消滅，該原由A銀行持有之甲種特別股1千萬股，亦不得由C銀行持有，而必須予以出售，否則將違反私募有價證券轉售之限制規定
- (C)若A銀行違法轉售該私募有價證券者，依我國目前最高法院實務見解，該轉讓行為仍為有效
- (D)A銀行得於取得該私募甲種特別股3個月後，每日賣出1萬股予符合認購私募有價證券之法人

答案：C

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！



波斯納

POSNER  
PUBLISHING CO., LTD.

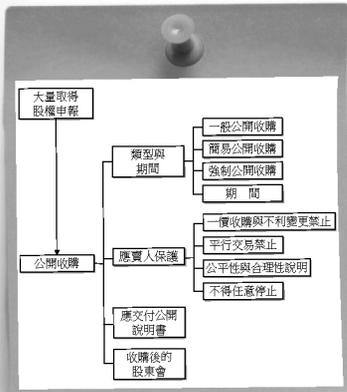
# 證券交易法 關聯推定書

2021  
新書上市

囊括高頻法條、爭點，  
一、二試穩過關！

## 【體系架構圖】

提供讀者框架性的認識，  
加速閱覽效率。



## 【法條關聯】

附上各章重點法條，  
關鍵字句特別標註。

**證券交易法**

**第43條之1**

1 任何人單獨或與他人共同取得任一公開發行公司已發行股份總額超過百分之十之股份者，應向主管機關申報及公告；申報事項如有變動時，亦同。

2 有關申報取得股份之股數、目的、資金來源、變動事項、公告、期限及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。

**公開收購公開發行公司有價證券管理辦法（下稱「管理辦法」）**

**第12條**

前條所稱與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份，係指預定取得人間共同之目的，以契約、協議或其他方式之合意，取得公開發行公司已發行股份。

## 【焦點羅列】

以白話口吻整理考試  
細節及重要考點。

**焦點2 內線交易犯罪所得之計算**

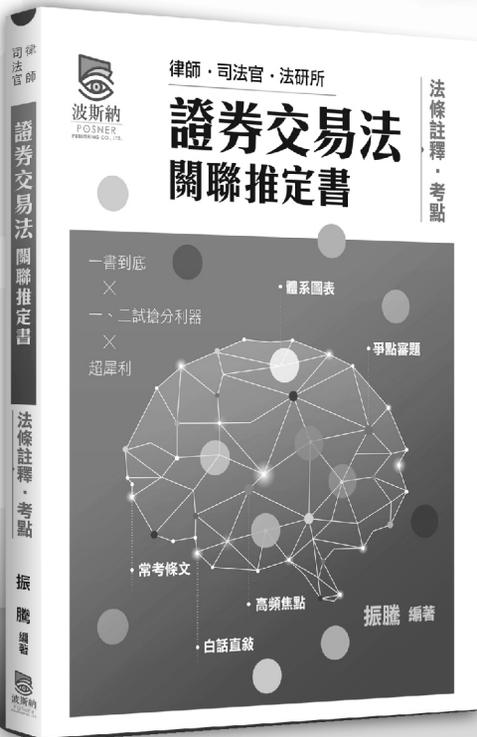
(一)是否須扣除成本？

應審酌的理論其實與刑法的討論非常類似，肯否二說分別為「差額說」與「總額說」。前者代表肯定說之立場，後者則代表否定說之立場。總額說多半主張參照刑法的規定，於證券法選擇罪名的解釋方式，況且，為充分流入犯罪所得並發揮制度的功能，應依適用刑法解釋準則。

但本條的立法理由中已釐明確的採取差額說，大家考試上甚至可以直接略過爭點的討論，直接採差額說也沒問題。

(二)犯罪所得的計算方法：

- 1 最高法院於98年台上字第480號判決指出所謂之犯罪所得，即犯罪所得之計算必須扣除股票價格之變動與證券大消息之公開，其二者間具有相當因果關係為必要。  
是不是不知道最高法院說到底到底最後怎麼算？恭喜，這也是學者們跟下級法官們的想法，所以結論就是，犯罪所得法就是一種只有最高法院知道怎麼操作的鬼解。考試上記得講到名字就好。
- 2 比較有提出售價算法的是：擬制所得法與實際所得法，前者係指假設15%之1的算法，將消息公布後十個營業日的平均得出合理價格，扣除個人的價格與實際成本，即為本條所稱之犯罪所得；後者則顧名思義，用實際的賣出價與進價扣除供給扣除其成本作為犯罪所得。  
主張擬制所得法者多認為此說雖屬明確而實際所得法則對特別買賣進出時點與價格的計算上過於複雜，反之，主張實際所得法者則多批評前說欠缺法條上之依據。



作者 **振騰**

◆ 台大法研所商法組碩士  
◆ 應屆律師高考及格

## 【有練有保庇】

收錄經典題型，強化思維、建立「題感」。

**有練有保庇**

【從親自訓練題，到經典題型的實戰】

某人股份有限公司董事長甲，為籌措公司資金，在報紙上刊登XX觀光旅館投資廣告，該公司與建中的大廈持分出售，每一持分售價30萬元，報上並宣稱，大廈建畢後，將委託XX公司統一經營，開設觀光旅館。此外，廣告中也宣稱持分所有人可以分享經營利益。乙、丙、丁等投資人認為此為考慮進場投資，遂利用可謂「進分券」與A公司董事長甲簽定「預定XX大廈、地產及附屬權買賣契約書」乙紙，紙間：請從我國證券交易法之規定分析系爭買賣契約書是否屬於有價證券。

**2 爭點留題**

這是一題但典型的有價證券判斷題型，審題時我們可以發現從單純實際的角度來看本件的買賣契約並不會構成證券法4條所稱的三種有價證券中之任何一種，這種時候就可以嘗試用Howey Test出來解答。

**3 百鍊架構**

系爭買賣契約書是否屬有價證券？

- (一) 實務見解。
- (二) 學說及本文見解<sup>11</sup>。

◀ 定價 380 元

波斯納書系

