

我國證券交易法再次發行之理論基礎

與規範缺失

莊永丞*

目次

- 壹、問題之提出
- 貳、美國再次發行之意義與理論基礎
 - 一、概述
 - 二、美國 1933 年聯邦證券法
 - 三、Rule 144
 - 四、第 4(1 $\frac{1}{2}$)條豁免交易
 - 五、Rule 144A
 - 六、小結
- 參、我國再次發行法制之規範與缺失
 - 一、概述
 - 二、我國證券交易法再次發行之意義及規範目的
 - 三、實務運作及現行法之缺失與衝突
- 肆、結論

關鍵字：再次發行、公開招募、私募、閉鎖期間、申報生效、申請核准、承銷商、私募證券、安全港、發行人、初級市場、發行市場。

投稿日期：九十九年十二月十日；接受刊登日期：一〇〇年六月十三日。

*東吳大學法學院法律學系專任教授，美國印第安那大學布魯明頓分校法學博士 (S.J.D.)。本文承蒙匿名審查委員惠賜諸多寶貴修正意見，獲益良多，謹此致謝。惟一切文責，仍由作者自負。

壹、問題之提出

公開發行公司之董事、監察人、經理人或持有公司股份超過股份總額百分之十之股東，其股票轉讓應依證券交易法第二十二條之二規定辦理，若有違反本條規定者，則應負同法第一七八條之罰責。對於已上市之公開發行公司，前開股票持有人的股票轉讓，並須應依同法第一五〇條規定為之，違反場外交易禁止規定者，則依同法第一七七條規定論處¹。因此，假若某上市公司董事長欲移轉其所持有之股票，是否不論該證券有無轉讓禁止之限制，皆應適用證券交易法第二十二條之二第一項之規定，自申報主管機關生效後，始得轉讓。其次，同條項各款規定均有轉讓前，須向主管機關申報之義務，從而各款申報之性質，是否各有不同之立法目的，抑或均屬相同，誠有探究之必要。按現行證券交易法第二十二條規定，凡對不特定多數人公開募集或「公開招募」，均須事前向金管會申報生效後，始得為之，以確保投資人應募前，有充分之資訊以供其為投資與否之參考。是以，倘公司內部人欲向非特定人轉讓其持股，原則上性質即與公開招募無異，須向金管會申報生效，此即學理上之「再次發行」。以承銷實務為例，承銷商為安定操作，大多要求內部人提供股份供承銷商辦理過額配售（老股承銷），即為再次發行之適例²。值得探究的是，該過額配售再次發行之證券，是否應僅限於未完成公開發行程序之證券，申言之，倘內部人所欲轉讓之老股，業已完成公開發行程序，此是否即無該當

¹ 財政部 77 年 4 月 8 日台財證（二）字第 5580 號函。

² 臺灣證券交易所股份有限公司 95 年 2 月 23 日台證上字第 0950100396 號函釋要旨：公開發行公司內部人提供股份供證券承銷商辦理過額配售者，應依證券交易法第 22 條之 2 第 1 項第 1 款辦理股權轉讓事前申報。

「再次發行」之可能？又我國再次發行規範之理論基礎為何？誠有深入討論之必要。

其次，就證券交易法第二十二條之二第一項第二款規定而言，假設某科技股份有限公司經理人於民國九十六年一月二日及九十八年一月四日在集中交易市場轉讓其經由前開市場所取得之公司股票，共計二十張，主管機關可否以其違反證券交易法第二十二條之二第一項第二款規定，依同法第一七八條第一項第一款規定處以罰鍰？按證券交易法第二十二條之二第一項第二款**持有期間限制係考量發行公司股權安定**，而訂定自內部人（Insider）取得身分之日起六個月³，於期間屆滿後始得轉讓，此與股票取得時間與來源無涉⁴。因此，依據我國現行規定，主管機關對未依規定轉讓持股之內部人科處罰鍰，固然於法有據。然而，就證券交易法保護投資人之立法目的而言，對於已完成公開發行程序，亦即已依據證券交易法所定之資訊公開揭露程序，踐行保護投資人之立法目的所公開發行的證券，其經公開發行後本可於證券交易市場中自由流通與轉讓，然卻有六個月持有期間始得

³ 又公開發行股票公司之董事、監察人、經理人或持有公司股份超過股份總額百分之十之股東，於集中交易市場或證券商營業處所轉讓其持股，其持有期間為各該人員自取得其身分之日起 6 個月，於期間屆滿後始得轉讓，財政部證券暨期貨管理委員會 90 年 6 月 5 日（90）台財證（3）字第 001585 號令釋有案。財政部證券暨期貨管理委員會，已於 93 年 7 月 1 日改隸為金融監督管理委員會證券期貨局。

⁴ 參照行政院 97 年 8 月 20 日院臺訴字第 0970088611 號、行政院 97 年 8 月 11 日院臺訴字第 0970088833 號、行政院 97 年 10 月 3 日院臺訴字第 0970090509 號、行政院 97 年 11 月 12 日院臺訴字第 0970091307 號及行政院 97 年 12 月 31 日院臺訴字第 0970094761 號等。

轉讓之限制，其規範理論基礎是否純為發行公司股權安定考量，抑或係避免「再次發行」所致？最令人好奇的是，對於已完成公開發行程序之證券，倘內部人欲至流通市場轉讓，未向主管機申報竟有該當「再次發行」之疑慮，理由何在？實有討論之必要。

此外，按證券交易法第二十二條之二第一項第三款與第二項規定，「於向主管機關申報之日起三日內，向符合主管機關所定條件之特定人為之。」及「經由前項第三款受讓之股票，受讓人在一年內欲轉讓其股票，仍須依前項各款所列方式之一為之。」既然該條第一項第三款載明「特定人」，吾人即可推知其係屬「私募」證券之再行賣出行為，因而同條第二項之適用前提，亦屬私募證券之轉讓行為。然而問題在於，對於內部人私募取得有價證券之再行轉讓，其轉讓限制行為究係須依證券交易法第二十二條之二第一項第三款與第二項，抑或遵循同法第四十三條之八第一項第三款（三年閉鎖期間）之規定，即成規範難題。由第二十二條之二第二項規定觀之，似乎意謂凡內部人所持私募股票達一年以上者，即可自由轉讓而不再受第二十二條之二之制約。據此，究應以何一法條優先適用？

公司內部人違反第二十二條之二規定移轉持有之股票，不論行為樣態，皆以第一七八加以處罰，且論者多以「證券交易法第二十二條之二規定旨在貫徹該法資訊即時公開原則，使投資大眾及監督機關能了解公司內部人持股異動之情形，並藉以監督，以達到股權管理、健全證券市場機能及保障投資大眾權益之目標，與股票之取得來源、內部人是否獲得任何影響股票價格之重大資訊及有無從事內線交易等情無涉；同法第二十二條之二第三項之規定，亦係為避免股東利用其

他關係人之名義持股，藉以規避股權申報義務」為課罰理由⁵。事實上，該條各款有其不同之規範目的，不但股票取得來源有其必要加以區分，更非單純內部人持股揭露義務違反之問題，蓋以一七八條加以處遇，立法技術有待斟酌。也因如此，更激發本文對第二十二條之二之研究動機。

按證券市場區分為初級市場（Primary Market）與次級市場（Secondary Market），亦可稱為發行市場（Issuing Market）與交易市場（Trading Market）或流通市場。前者係公司為籌措營運所需資金，以向投資公眾發行有價證券或證券交易法第四十三條之六特定人私募的方式，透過印製表彰股東對公司權利之證券換取資金，以取得支持公司運作所需金錢，為發行人與廣大投資人初次交易有價證券之處；後者則係於有價證券發行後，投資人因將其所購買之證券出售賣予他人所形成之交易市場，為投資人間就公開發行有價證券為自由交易、轉讓，公開發行有價證券匯集與流通之處。是以，初級與次級市場乃是兩種截然不同性質之市場，前者發行人與應募人間有嚴重資訊不對稱之問題，後者則無，從而，發行市場規範之力道與密度，自較流通市場來得強烈。因此證券交易法第二十二條之二規定之操作，自有先定性其屬何一市場規範之必要，以免操作時漏洞百出。

依證券交易法第一條規定：「為發展國民經濟，並保障投資，特制定本法」之立法目的，對於發行市場而言，證券交易法規範核心重

⁵ 參照行政院 97 年 8 月 20 日院臺訴字第 0970088611 號、行政院 97 年 8 月 11 日院臺訴字第 0970088833 號、行政院 97 年 10 月 3 日院臺訴字第 0970090509 號、行政院 97 年 11 月 12 日院臺訴字第 0970091307 號及行政院 97 年 12 月 31 日院臺訴字第 0970094761 號等。

點即在於公開發行公司的資訊揭露，藉此降低公開發行公司與投資公眾間資訊不對稱（Asymmetric Information）情形，保障投資大眾，而對於交易市場中，其除著重公開發行公司資訊之持續揭露外，更進一步禁止內線交易與詐欺、操縱市場行為。蓋在發行市場所涉及之交易當事人，乃為發行人與首次承購或認購的投資人，彼此有資訊不對稱之問題，有價證券賣方僅公開發行公司一人或代其為證券銷售的承銷商。交易市場則是投資公眾為投資理財購買有價證券與出售有價證券變現之所在，身為交易當事人的買賣雙方為就同公司同類型證券互為買賣的不同投資人，彼此間並無資訊不對稱之問題，享有資訊優勢之一方，原則上係不得進場交易，否則即有該當不法內線交易之可能。證券發行市場與流通市場，兩者互為依存，唇亡而齒寒。此外，交易市場非如發行市場般為單純僅一位賣方對多位買方的關係，而是凡有意透過集中交易市場為有價證券買賣者均包括在內，所涉及與牽連對象更為廣泛，甚至可遍佈全球，證券交易市場公平公正秩序與完整性的建立與維持，更是促進市場交易流動所不可或缺。

證券交易法第二十二條之二立法理由⁶以：「目前證券交易中最為人所詬病者，不外發行公司董事、監察人或大股東參與股票之買賣，與藉上市轉讓股權，不但影響公司經營，損害投資人權益，並破壞市場穩定，為健全證券市場發展，維持市場秩序，對發行公司董事、監察人、經理人及持有公司股份超過股份總額百分之十之股東股票之轉讓，有必要嚴加管理，於第一項分三款規定各該人員欲轉讓股票之方式；為防止第一項第三款之特定受讓人於受讓股票後再行轉讓，發生

⁶ 參閱立法院網站，網址：<http://lis.ly.gov.tw/lghtml/lawstat/reason2/0154277011200.htm>（2010/03/01，造訪）。

相同流弊，參照公司法第一百六十三條第二項所定發起人之股份非於公司設立登記一年後，不得轉讓之立法例，於第二項規定，經由第一項第三款受讓之股票，受讓人在一年內欲轉讓時，仍須依第一項所列三款之一方式為之；為防第一項股票持有人，藉配偶、未成年子女或他人名義持有股票，規避本條之限制，於第三項明定包括之。至所稱『利用他人名義持有者』不外乎基於資金來源、控制關係、利益或損失之歸屬等情節，擬於本法施行細則明定。」然就證券交易法第二十二條之二立法體系與立法目的而言，本條規定之制定是否真能如實務上所言，僅是藉由讓投資大眾及監督機關知悉瞭解公司內部人持股異動(即轉讓)，達到對公司內部人股權管理之目的⁷，誠有待深入探討。

我國證券交易法多繼受美國法而來，吾人不妨透過美國證券法等相關規範瞭解我國證券交易法第二十二條之二真正規範目的為何。其究屬證券市場何一市場之規範？發行市場或交易市場？另外，公司董事、監察人、經理人或持有公司股份超過股份總額百分之十之股東，其所轉讓股票之性質究為何屬？

本文首先就美國一九三三年聯邦證券法 (Securities Act of 1933)⁸「再次發行」等相關規範為中心出發，說明證券市場發行證券之規範，從而再進一步對照我國證券交易法引進美國立法例之目的及真正意義，最後則是分析與瞭解發行市場中「控制人」(Control Person)與「承銷商」(Underwriter)之角色作用為何，以釐清我國證券交易

⁷ 相同見解，參閱張心悌，公司內部人股權轉讓限制規定之研究－以證券交易法第二十二條之二為中心，政大法學評論，第七十九期，頁 227-232 (2004)。

⁸ 15 U.S.C. §77 (2010).

法第二十二條之二有關「再次發行」(Secondary Offering)的本質與規範目的。換言之，從探究美國再次發行規範理論基礎出發，並基於此等理論基礎之認識，檢視我國證券交易法規範及實務運作，進而檢討規範與運作之缺失，且就未來改正方向提出建言，以期能盡善盡美我國之再次發行制度。

貳、美國再次發行之意義與理論基礎

一、概述

美國於第一次世界大戰戰後，經濟繁榮發展，其國內證券市場不僅發行有為數眾多的股票，股市交易更是熱絡，證券市場內流通之證券價額遠遠超出其價值。孰料一九二九年面臨經濟大恐慌，經濟蕭條嚴重衝擊美國證券市場，上市證券之總市值大幅萎縮至兩成，市場投資人莫不哀鴻遍野，曝屍於一片紅色股海中，眾多投資人畢生積蓄僅換來一文不值、宛如廢紙的股票，致使美國經濟及社會產生相當嚴重的問題⁹。

因發行人與證券市場投資人間存在嚴重的資訊不對稱，使得發行人透過承銷商承銷發行股票時，利用其所擁有之資訊優勢，以虛增(Inflate)發行證券價值等不正當手段，破壞證券市場機制，誘使不知情之投資人購入該有價證券，詐取市場投資人金錢，造成市場投資人蒙受嚴重虧損，使得投資人對證券市場信心大失。從而，為挽救投資人對證券市場之信心及信任，美國聯邦國會先後通過一九三三年聯

⁹ JOEL SELIGMAN, THE TRANSFORMATION OF WALL STREET, 1-3 (2003).

邦證券法與一九三四年證券交易（所）法（Securities Exchange Act of 1934）¹⁰，分別用以規範證券發行及交易市場。

二、美國一九三三年聯邦證券法

美國一九三三年聯邦證券法為解決發行人與投資人間資訊地位不對等之弊端，要求公開發行公司及發行人等應將該公司重要資訊公開揭露予投資大眾知悉，使投資公眾得以在取得正確且充分的資訊之下，做出適當的投資判斷。

一九三三年聯邦證券法中，最能充分表現公開揭露精神規定者，當屬該法第 5 條¹¹規定，其要求任何人不得直接或間接買賣或轉讓未

¹⁰ 15 U.S.C. §78 (2010).

¹¹ 15 U.S.C. § 77e (2010). The full text of the Article reads as follows: (a) Sale or delivery after sale of unregistered securities Unless a registration statement is in effect as to a security, it shall be unlawful for any person, directly or indirectly— (1) to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to sell such security through the use or medium of any prospectus or otherwise; or (2) to carry or cause to be carried through the mails or in interstate commerce, by any means or instruments of transportation, any such security for the purpose of sale or for delivery after sale. (b) Necessity of prospectus meeting requirements of section 10 It shall be unlawful for any person, directly or indirectly—(1) to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to carry or transmit any prospectus relating to any security with respect to which a registration statement has been filed under this title, unless such prospectus meets the requirements of section 10; or (2) to carry or cause to be carried through the mails or in interstate commerce any such security for the purpose of sale or for delivery after sale, unless accompanied or preceded by a prospectus that meets the requirements of subsection (a) of section 10. (c) Necessity of filing registration statement It shall be unlawful for any person,

經事前申報之有價證券，否則將違反證券法之規範，亦即不論係發行證券或買賣證券等行爲，該有價證券均應事前向聯邦證券交易管理委員會（United States Securities and Exchange Commission，簡稱SEC，下稱「美國聯邦證管會」）申報，且由公開發行公司或發行人向證券購買人提供公開說明書後，始得爲之。換言之，一九三三年聯邦證券法透過對公開發行公司資訊強制揭露手段，體現證券法保護投資人的立法目的，使投資人得以取得相關資訊作爲其投資判斷之依據，與證券發行人或出賣人立足於資訊對等之地位。

然而，爲提升證券投資市場交易之便捷性，避免事前申報手續的繁瑣程序阻礙證券交易市場發展，提高投資流動率，創造效率市場經濟，促使投資人得以較低的交易成本兌現其投資¹²等目的，一九三三年聯邦證券法第 3 條¹³乃明文列舉數種免申報之「豁免證券」

directly or indirectly, to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to offer to sell or offer to buy through the use or medium of any prospectus or otherwise any security, unless a registration statement has been filed as to such security, or while the registration statement is the subject of a refusal order or stop order or (prior to the effective date of the registration statement) any public proceeding or examination under section 8.

¹² Rutheford B Campbell, Jr., The SEC's New Resale Rules: A Major Advance in Intelligibility and Sound Policy, <http://ssrn.com/abstract=1543955> (last visited Jan. 28, 2010).

¹³ 15 U.S.C. § 77c (2010). The full text of the Article reads as follows:
(a) Exempted securities Except as hereinafter expressly provided, the provisions of this title shall not apply to any of the following classes of securities: (1) Reserved. (2) Any security issued or guaranteed by the United States or any territory thereof, or by the District of Columbia, or by any State of the United States, or by any political subdivision of a State or territory, or by any public

instrumentality of one or more States or territories, or by any person controlled or supervised by and acting as an instrumentality of the Government of the United States pursuant to authority granted by the Congress of the United States; or any certificate of deposit for any of the foregoing; or any security issued or guaranteed by any bank; or any security issued by or representing an interest in or a direct obligation of a Federal Reserve bank; ...; (3)Any note, draft, bill of exchange, or banker's acceptance which arises out of a current transaction or the proceeds of which have been or are to be used for current transactions, and which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited; (4)Any security issued by a person organized and operated exclusively for religious, educational, benevolent, fraternal, charitable, or reformatory purposes and not for pecuniary profit, and no part of the net earnings of which inures to the benefit of any person, private stockholder, or individual; or any security of a fund that is excluded from the definition of an investment company under section 3(c)(10)(B) of the Investment Company Act of 1940; (5)Any security issued (A) by a savings and loan association, building and loan association, cooperative bank, homestead association, or similar institution, which is supervised and examined by State or Federal authority having supervision over any such institution;...; (6)Any interest in a railroad equipment trust. For purposes of this paragraph "interest in a railroad equipment trust" means any interest in an equipment trust, lease, conditional sales contract, or other similar arrangement entered into, issued, assumed, guaranteed by, or for the benefit of, a common carrier to finance the acquisition of rolling stock, including motive power; (7)Certificates issued by a receiver or by a trustee or debtor in possession in a case under title 11 of the United States Code, with the approval of the court; (8)Any insurance or endowment policy or annuity contract or optional annuity contract, issued by a corporation subject to the supervision of the insurance commissioner, bank commissioner, or any agency or officer performing like functions, of any State or Territory of the United States or the District of Columbia; (9)Except with respect to a security exchanged in a case under title 11 of the United States Code, any security exchanged by the issuer with its existing security holders exclusively where no commission or other remuneration is paid

(Exempted Securities)，本條所規定有價證券之所以得以被豁免事前向美國聯邦證管會申報的主要原因，係出於該證券本身即具有相當的擔保，風險性較低，或另有其他法令予以規範，如貨幣市場的支付證券或信用證券，因而無須依同法第 5 條為申報。同法第 4 條¹⁴則為「豁

or given directly or indirectly for soliciting such exchange; (10)Except with respect to a security exchanged in a case under title 11 of the United States Code, any security which is issued in exchange for one or more bona fide outstanding securities, claims or property interests, or partly in such exchange and partly for cash, where the terms and conditions of such issuance and exchange are approved, after a hearing upon the fairness of such terms and conditions at which all persons to whom it is proposed to issue securities in such exchange shall have the right to appear, by any court, or by any official or agency of the United States, or by any State or Territorial banking or insurance commission or other governmental authority expressly authorized by law to grant such approval; (11)Any security which is a part of an issue offered and sold only to persons resident within a single State or Territory, where the issuer of such security is a person resident and doing business within or, if a corporation, incorporated by and doing business within, such State or Territory. (12)Any equity security issued in connection with the acquisition by a holding company of a bank under section 3(a) of the Bank Holding Company Act of 1956 [12 USCS § 1842(a)] or a savings association under section 10(e) of the Home Owners' Loan Act [12 USCS § 1467a(e)],...; (14)Any security futures product ...

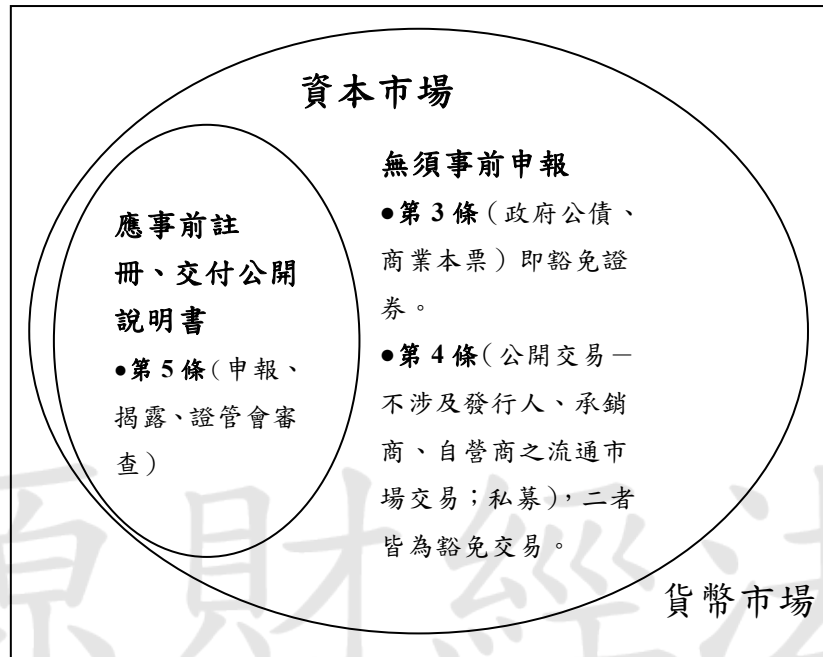
¹⁴ 15 U.S.C. § 77d (2010). The full text of the Article reads as follows: **The provisions of section 5 shall not apply to— (1)transactions by any person other than an issuer, underwriter, or dealer.(2)transactions by an issuer not involving any public offering.(3)transactions by a dealer ... (4)brokers' transactions executed upon customers' orders on any exchange or in the over-the-counter market but not the solicitation of such orders. ... (6)transactions involving offers or sales by an issuer solely to one or more accredited investors, if the aggregate offering price of an issue of securities offered in reliance on this paragraph does not exceed the amount allowed under section 3(b) , if there is no advertising or public solicitation in connection**

免交易」(Exempted Transactions)規範，凡符合該條規定之交易行為，亦無須事先向美國聯邦證管會為申報。亦即，美國對於證券市場有價證券交易行為，無論該交易係屬發行市場或交易市場，原則上均應向美國聯邦證管會申報，始得為之；除非符合上述「豁免證券」、「豁免交易」或其他法規特別規定條件者，否則無法「豁免」向美國聯邦證管會事前申報，交付公開說明書之義務。其中，第4條第1款¹⁵規定：除發行人、承銷商或自營商(Dealer)外，任何人所為之交易行為(Transactions)可豁免第5條事前申報之規定。換言之，除發行人、承銷商與自營商外，任何人在流通市場所為之交易行為原則上無須向美國聯邦證管會申報。此外，同條第2款亦規定：非公開招募(即私募)之行為，私募證券之發行人亦得豁免第5條事前申報之規定。申言之，一九三三年聯邦證券法並未對公司初次發行證券(初次交易)與隨後由購買人再行轉讓證券(再次交易)做出區別，無論前者或後者一律須經事前申報，除非該交易行為有符合本法豁免規定，方可豁免申報義務。

with the transaction by the issuer or anyone acting on the issuer's behalf, and if the issuer files such notice with the Commission as the Commission shall prescribe.

¹⁵ 15 U.S.C. §70d (2010).

圖一：1933 年聯邦證券法第 3、4、5 條法律關係圖



(作者自行繪製)

發行人發行有價證券，除自行認購或銷售證券者外，多仰賴中間之承銷商予以承銷或配銷 (Distribution)，以遂行其至資本市場募集資金之目的。一九三三年聯邦證券法第 2 條第 1 項第 11 款¹⁶對「承

¹⁶ 15 U.S.C. § 77b(a)(11) (2010): The term "underwriter" means any person **who has purchased from an issuer** with a view to, or **offers or sells for an issuer** in connection with, the **distribution** of any security, or **participates or has a direct or indirect participation** in any such undertaking, or **participates or has a participation in the direct or indirect underwriting of any such undertaking**; ... As used in this paragraph the term "issuer" shall include, in

銷商」做了如下的定義，第一、任何人基於配銷之目的，自發行人（或控制人）處承購有價證券；第二、或任何人為發行人（或控制人）配銷證券而對外要約或販售；第三、或任何人直接或間接參與上述第一或第二之行爲；第四、或任何人參與或有參與上述第一或第二之直接或間接的承銷行爲。由此定義可知，「承銷商」之判準在於其向發行人購買證券之意圖，且承銷商不以證券商限，凡出於為發行人承銷或配銷證券意圖者，縱使係其為個人，也可該當「承銷商」，亦即只要直接或間接為發行人配銷股票之人便是「承銷商」。此外，此處所稱之「承銷商」並不僅限於多數人所認知領有執照的承銷商，而應是以經濟實質觀點檢視該人或機構，客觀上是否構成為發行人配銷有價證券之代理人，以免產生規範之漏洞，致生發行人未經公開發行之證券，由投資大眾購入之危險。很可惜我國證券交易法並未引進該條文，致再次發行概念之解釋與操作，並不精準。

從一九三三年聯邦證券法第 2 條第 1 項第 11 款觀察，美國聯邦證券法將「承銷商」分為四類；其一，任何基於配銷目的，而自發行人處購買證券之人，由此定義可規範私募有價證券之再行轉賣行爲；其二，任何為發行人要約或配銷證券之人，即任何協助發行人配銷證券之代理人；其三，任何直接或間接參與前述一或二承銷行爲之人；其四，任何直接或間接參與上述直接或間接承銷行爲之人。舉凡符合上述規定所指行爲之人，均屬一九三三年聯邦證券法所稱之「承銷商」。若以「控制人」置換「發行人」，又可再得四類控制人的承銷商，此一類型承銷商之立法目的，在於控制人與發行人關係密切，大多為

in addition to an issuer, any person directly or indirectly controlling or controlled by the issuer, or any person under direct or indirect common control with the issuer.

公司內部人，享有資訊優勢之地位，因此控制人（內部人）轉讓持股給投資大眾，如同發行人出售持股，應予明文規範，以保障投資大眾¹⁷。

值得注意的是，雖承銷商為發行人承銷或配銷證券，通常多受有報酬給付，然承銷商是否受有報酬，並非構成或認定是否為承銷商之判準要件，此由*SEC v. Chinese Consolidated Benevolent Association, Inc.*¹⁸一案，即可得出此結論。該案事實為：中華華僑商會於一九三七年九月及一九三八年五月，為幫助中華民國政府解決財務困難，向美國紐約區境內之中國僑胞徵集資金，購買中華民國政府所發行之公債，並將徵求所得之所有資金轉交予中國銀行紐約分行，其僅作為發行公債之中華民國政府與購買公債之僑胞的媒介，並未從中獲取任何利益，純粹出於愛國心而無償為中華民國政府發行公債公開勸誘，然美國聯邦證管會認為中華華僑商會承銷中華民國政府未經註冊之證券，違反一九三三年聯邦證券法第5條¹⁹有價證券未經事前申報不得公開發行規定，遂請求法院禁止中華華僑商會繼續公開勸誘，第一審法院拒絕美國聯邦證管會之請求，認定中華華僑商會並非中華民國政府之代理人，故非承銷商²⁰。

然而，美國聯邦第二上訴巡迴法院卻認為中華華僑商會違反一九三三年聯邦證券法第5條第1項規定，並涉及同法第2條第3項，從事出售由中華民國政府所發行而未經註冊之證券給投資人，其間中華

¹⁷ J. William Hicks, *The Concept of Transaction as a Restraint on Resale Limitations*, 49 OHIO. ST. L.J., 425-426 (1988).

¹⁸ 120 F.2d. 738 (1941).

¹⁹ 15 U.S.C. § 77e (2010).

²⁰ 120 F.2d. 738, 741 (1941).

華僑商會與中華民國政府之間雖不存在任何承銷契約或訂有報酬，然中華華僑商會為中華民國政府銷售未經註冊之證券，其徵集購買公債之要約與將販售公債所得款項交給中國銀行紐約分行之行爲，屬一九三三年聯邦證券法所欲規範限制之對象，蓋被告之勸募行爲，若放任不管，恐有致投資大眾取得未經公開發行證券之危險，從而違反證券法保護投資人之立法目的。因此，承銷行爲有無對價、勸募人動機爲何，在所不論。是故，中華華僑商會為中華民國政府之利益所爲之公開勸誘，可認係爲發行人配銷公債，應屬承銷商無疑。換言之，凡直接或間接參與發行人配銷或承銷股票之人，均可視其爲承銷商²¹。

其次，則針對「控制人」（即內部人）之再次發行予以討論。按第2條第1項第11款後段²²之「控制人」（Control Person）爲：「本法所稱『發行人』係指，除發行人以外，包括任何直接或間接控制發行人或受發行人控制之人，或共同受發行人控制之人。」美國聯邦證管會對何謂「控制」（Control）之意義，另於章則C（Regulation C）之Rule 405²³中加以闡明：「本文所稱『控制』（包括控制、受控制或共同控制），指直接或間接擁有指揮或影響管理者或決定者權力之人，不論其係以持有股權、契約或其他類此方式。」是故，「控制人」之判準，係以其實質上影響力作爲界定標準，而公司董事、經理人或

²¹ 120 F.2d. 738, 741 (1941).

²² 15 U.S.C. § 77b(a)(11) (2010).

²³ 17 C.F.R. §230.405 (2010):The term **control** (including the terms controlling, controlled by and under common control with) means the **possession, direct or indirect, of the power to direct or cause the direction of the management and policies of a person, whether through the ownership of voting securities, by contract, or otherwise.**

其他在公司中有類似權力之人，均可被視為「關係人」(Affiliate)²⁴，亦屬「控制人」範疇。因此，控制人再行轉讓有價證券之行爲，如同發行人轉讓有價證券，具資訊優勢地位。因此，控制人(內部人)再行轉讓未公開發行證券至初級市場，即成爲發行人之承銷商，其所爲之再行出售行爲，則屬再次發行。(參圖二之橢圓虛線圖)

須注意的是，任何人居間或代理控制人(內部人或發行人關係人)配銷有價證券，即有可能被定性爲「承銷商」，蓋該居間人或代理人之行爲該當第2條第1項第11款「任何爲發行人要約或配銷證券之人」²⁵。申言之，控制人原則上非第4條所指涉之發行人，若其再行賣出之交易不涉承銷商與自營商，自可享有第4條第1款之豁免；惟若有第三人係基於配銷之目的自控制人購入有價證券，抑或證券經紀商積極地協助控制人轉售有價證券，則該第三人或證券經紀商便成爲第2條第1項第11款之「承銷商」。從而，控制人再行轉讓之有價證券，不論係已公開發行或未公開發行，皆無法於交易市場自由轉讓。然而，令人不解的是，即使是已完成公開發行之證券，控制人的再行賣出爲何也須受到管制？原因在於控制人對於系爭公司，時時刻刻均享有資訊不對稱之優勢，實非一般投資大眾所能企及²⁶，爲避免控制人濫用其資訊不對稱之優勢，於交易市場大量倒貨，造成股價劇烈波

²⁴ 17 C.F.R. § 230.144(a)(1) (2010). The full text of the Article reads as follows: **An affiliate of an issuer is a person that directly, or indirectly through one or more intermediaries, controls, or is controlled by, or is under common control with, such issuer.**

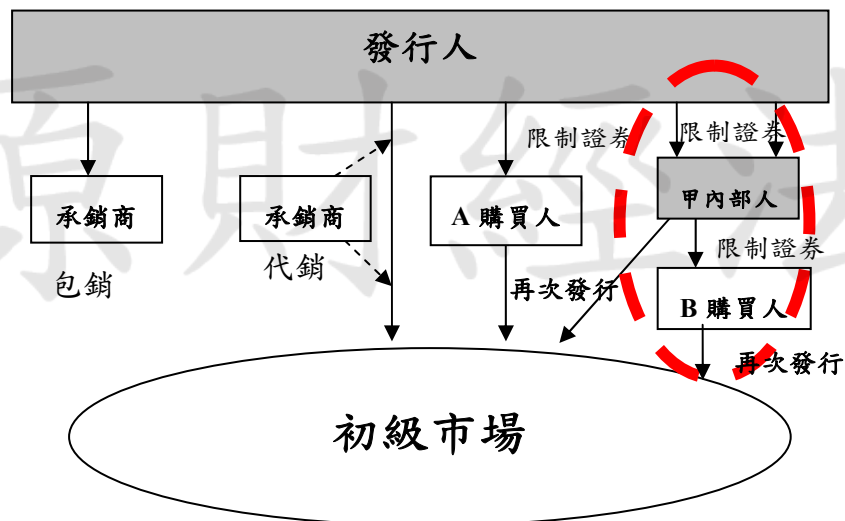
²⁵ Hicks, *supra* note 17, at 425-426.

²⁶ STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: THE ESSENTIALS*, 352 (2008).

動，影響投資人權益，若不加以規範，反而會牴觸第 2 條第 1 項第 11 款承銷商規範之立法目的²⁷。(參圖三之橢圓實線圖)

圖二：再次發行法律關係圖。

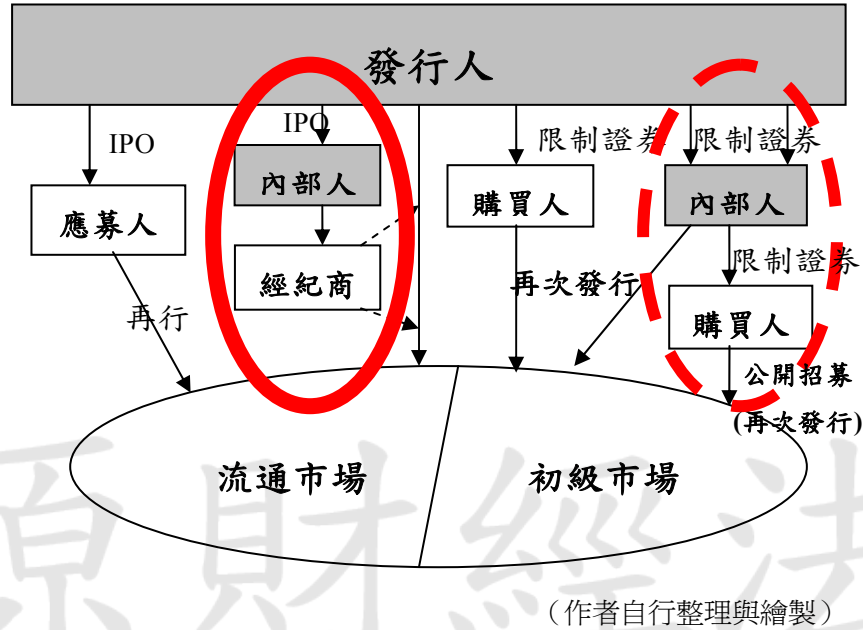
A 與甲為再次發行時，A 與甲均為發行人之「承銷商」；B 為再次發行時，B 為甲內部人之承銷商。



(作者自行整理與繪製)

²⁷ Choi & Pritchard, *supra* note 26, at 352.

圖三：經紀商成爲內部人（控制人）之「承銷商」，故內部人須事前申報，始得轉讓證券。



另外，由於「豁免交易」係在豁免有價證券發行人免依一九三三年聯邦證券法第 5 條爲申報與公開說明書交付之義務，故美國聯邦證管會就該法第 4 條亦發佈有諸多行政命令（Rule）²⁸，以爲相應之要件規範，期能在免除有價證券發行人之申報及交付公開說明書義務後，仍可適度地保障投資人權益。然而，美國聯邦證管會於二〇〇八年修訂Rule 144 與Rule 145，對限制證券持有人再行轉讓（Resale）規

²⁸ 美國聯邦證管會（SEC）針對豁免所制訂之規則甚多，如Rule 145、Rule 147、Regulation A、Regulation D等，本文限於篇幅，討論範圍僅以Rule 144、Rule 144A爲主，其他部分茲不贅述。

定增加適用一致性及透明性，希冀藉由消除複雜與繁瑣的再行轉讓要件，以減少交易成本²⁹。茲討論如下：

三、Rule 144

一九三三年聯邦證券法第 4 條第 1 款及第 2 款分別規定，除發行人、承銷商或自營商外，任何人所為之交易行為不適用第 5 條規範；發行人之交易行為未涉及公開募集者，亦不適用第 5 條申報規定。換言之，如交易行為人具有發行人、承銷商或自營商之身分者，其所為之交易行為，均須向美國聯邦證管會為申報後，始得為之，以避免發行人以外之第三人或發行人利用「白手套」，規避事前揭露之規範，致使投資大眾認購未充分揭露資訊之證券。

由於一九三三年聯邦證券法於第 2 條第 1 項第 11 款就何種行為構成「承銷」，已有清楚的明文，導致具承銷商地位之證券持有人或控制人（內部人）至流通市場轉讓持股之困擾。尤其是持有私募有價證券之投資人，若持有期間甚久，且私募人亦符合繼續公開財報之要求，則其再行賣出之行為，應無該當配銷之可能，自可自由轉讓其持股至流通市場。再者，若「承銷商」主觀無為發行人配銷之意圖，更非以配銷之目的自發行人處購買證券，則行為人應如何證明其並非以承銷商身分再行轉售，實屬困難，往往造成遵法者申報與否之不確定性。為解決上述困境，讓控制人（內部人）與非關係人得在一定條件下，可自由轉售其持有之限制性證券與非限制性證券至流通市場，而

²⁹ Rutheford B Campbell, Jr., The SEC's New Resale Rules: A Major Advance in Intelligibility and Sound Policy, <http://ssrn.com/abstract=1543955> (last visited Jan. 28, 2010).

不會動輒得咎，美國聯邦證管會遂於一九七二年制定 Rule 144 之安全港規定，凡再行賣出之行爲人符合 Rule 144 之要件，即非「承銷商」之交易行爲，得豁免第 5 條事前申報之義務。

Rule 144 開宗明義指出，未被認定爲從事配銷證券者，即非屬承銷商 (Persons Deemed not to be Engaged in a Distribution and therefore not Underwriters)，並於法規序言³⁰中指出，任何人再行賣出非豁免證券予其他人時，除該轉售行爲符合豁免規定，否則均應事前申報；1933 年聯邦證券法第 4 條第 1 款對有價證券交易所提供之豁免，主要適用於非屬發行人、「承銷商」或自營商以外人之交易行爲（即流通市場之證券買賣）。因此，證券出賣人一旦該當承銷商之地位，便無法再援引第 4 條第 1 款規定，以流通市場之交易豁免事前申報之義務。³¹

承前所述，一九三三年聯邦證券法要求所有要約及銷售證券行爲，須經事前申報或符合豁免規定，始可爲之，對於公司初次發行證券或其後由證券買受人再行轉讓之規範並無區別。不論先前的證券銷售係已申報或豁免，凡無豁免之交易行爲，原則均須事前申報，此爲美國證券法第 5 條管制證券交易的特色。舉例來說，S 非 ABC 公司之董事或經理人，其購買 ABC 公司一年前已公開發行之普通股股票 200 股，而欲再行出賣其持股，若無豁免規定之適用（例如流通市場之交易），則 S 賣出前仍須向主管機關申報。同理，若 J 去年自 XYZ 公司處購買豁免申報（即私募）之股票，若 J 打算將其股份出售給 B，

³⁰ Rutheford B Campbell, Jr., The SEC's New Resale Rules: A Major Advance in Intelligibility and Sound Policy, <http://ssrn.com/abstract=1543955> (last visited Jan. 28, 2010).

³¹ WILLIAM J. HICKS, REALES OF RESTRICTED SECURITIES, 4-13 (2001).

除非該賣出符合豁免申報規定，否則仍須向主管機關事前申報，始得轉讓。

首先，Rule 144 將證券持有人分為發行人之關係人（Affiliate）及與發行人無關之非關係人³²；其次，再將證券分為限制證券（私募）與非限制證券（已公開發行）³³，並且要求限制證券之持有人於轉讓證券前，發行人應繼續充分揭露公司財務資訊³⁴，使證券買受人得以取得與發行人發行證券時相同之資訊，透過資訊強制揭露手段，達到證券法保護投資人的立法目的，以實踐發行市場消除投資人與發行人間資訊不對稱之失衡。另外，對於限制證券，復有要求持有人持有期間（Holding Period for Restricted Securities）³⁵之明文，持有期間之限制分別為六個月與一年，以緩和該私募證券直接流入交易（流通）市場之衝擊。前者係指發行公司於出售該限制證券九十日前依一九三四年證券交易（所）法第 13 條或同法第 15 條第 4 項規定申報，則自發行公司或發行人之關係人處取得證券者，至少應持有該限制證券六個月後，始得將該限制證券自由地加以轉讓；後者（一年）則是指發行公司未於出售該限制證券九十日前或未依一九三四年證券交易（所）法第 13 條或第 15 條第 4 項申報公司財務資訊，則自發行公司或發行人之關係人處取得證券者，至少應持有該限制證券一年後，方得自由轉讓。是以，申報公司（Reporting Companies）私募有價證券轉讓前之持有期間為六個月，非申報公司（Non-reporting Companies）則為

³² 17 C.F.R. § 230.144(a)(1) & (b)(1) (2010).

³³ 17 C.F.R. § 230.144(a)(3) (2010).

³⁴ 17 C.F.R. § 230.144(c) (2010).

³⁵ 17 C.F.R. § 230.144(d)(1) (2010).

一年³⁶。至於，如何認定持有期間，原則上以自公開發行公司或發行人之關係人處取得證券後開始計算。另外，若有特殊取得證券原因³⁷，如因股息分配、公司合併換股、質押、贈與、信託、繼承遺產與符合Rule 145(a)規定之交易等原因所取得之限制證券，其持有期間之計算，視情形而有不同計算方式。須注意的是，僅私募證券有持有期間之限制，至於已完成公開發行程序之證券（非限制證券），自無要求持有期間之必要。

此外，除上述揭露義務及持有期間限制外，Rule 144 復針對關係人（公司內部人）（Affiliate）加諸額外的交易限制，包括：（1）轉讓數量的限制；（2）證券轉讓方式之限制；（3）申報義務。分別簡述如下，首先，不論關係人所持有之證券是否已完成公開發行，其合計可轉讓之數量均須受到Rule 144(e)的限制，三個月內得轉讓之股數總額上限為公司已發行股份總數之百分之一或申報日前四週之平均週交易量，擇其高者為其上限。此外，亦針對普通公司債設有發行債務百分之十之轉讓上限³⁸。美國聯邦證管會之所以設定關係人轉讓上限之目的，在於避免享有資訊優勢之關係人，因大量拋售持股所造成次級市場價格之震盪，影響投資人權益³⁹。申言之，關係人大量拋售持股，會有該當證券法第2條第1項第11款之「承銷商」之疑慮，致抵觸第4條第1款非承銷商所為之豁免「交易」，故設此轉讓數量上限之安全港，是以，不論該證券是否已完成公開發行程序，關係人均有轉讓

³⁶ 1997年前原為3年，1997至2008年前則減為2年，以提高私募有價證券之流動性，降低私募有價證券籌資之成本。

³⁷ 17 C.F.R. § 230.144(d)(3) (2010).

³⁸ 17 C.F.R. § 230.144(e) (2010).

³⁹ Choi & Pritchard, *supra* note 26, at 361.

數量之限制。惟本文對此一安全港理由，則持保留立場。蓋已完成公開發行程序之證券，發行人既已交付公開說明書，又繼續公開其財務資訊，應無有再次發行之餘地，即使任何人為關係人居間或代理證券之出售，該代理人亦無可能成為「承銷商」，替關係人「配銷」已完成公開發行之證券。至於私募有價證券，既已經過一年（或六個月）持有期間之要求，投資人得以在該期間持續接收私募人所揭露之財務資訊，故對於流通市場應買之投資大眾，並無資訊不對稱之問題，非關係人當都可不受限制至流通市場轉讓該證券，為何關係人則須受「承銷商」之限制？重點是該證券因持有期間之經過，已與一般公開發行之證券無異，焉有再次發行或承銷商成立之可能？

另外，Rule 144(f)則規範限制證券之轉讓方式（Manner of Sale）⁴⁰，要求須透過證券經紀商為之，以確保資券交割之交易安全，維護證券市場之秩序，關係人不得私下勸誘；且規定在三個月內轉讓持股超過五千股或總計轉讓價格超過五萬美元之限制證券持有關係人，須事前以Form 144 向美國聯邦證管會提出申報⁴¹。須注意的是，Form 144 的申報並非一九三三年聯邦證券法第 5 條之募集發行申報（須交付公開說明書），而是準備至交易市場再行賣出證券的通報。

從以上說明，可將 Rule 144 之適用簡略列表如下：

⁴⁰ 17 C.F.R. § 230.144(f) (2010).

⁴¹ 17 C.F.R. § 230.144(h) (2010).

表一：各類別轉讓限制簡表

	非關係人 (限制證券) *發行公司 於出售該限 制證券 90 日 前已依 1934 年證券交易 (所)法第 13 條或同法第 15 條第 4 項 規定申報。	非關係人 (限制證券) *發行公司 於出售該限 制證券 90 日 前未依 1934 年證券交易 (所)法第 13 條或同法第 15 條第 4 項 規定申報。	關係人 (限制證券)	關係人 (非限制證 券)
發行人繼續 公開資訊	✓	無	✓	✓
閉鎖期間	6 個月以上	1 年以上	6 個月以上;非 申報公司則為 1 年以上	無
證券轉讓 上限	無	無	✓	✓
券商交割	無	無	✓	✓
買賣申報	無	無	✓	✓

(作者自行整理)

綜上所述，Rule 144 對於非關係人再行出售之限制，除私募證券有持有期間限制外，均無任何限制。至於關係人限制證券之轉讓，除要求證券發行人應持續揭露財務資訊，並且須以符合限制證券之轉讓方式、持有期間、轉讓數量等要件為之，以避免該關係人轉賣時，遭美國聯邦證管會認定為承銷商。惟持有期間之限制對於該關係人而

言，不啻使其轉讓證券極不便利性，且若關係人無為發行人承銷或配銷證券之意圖時，關係人可否於限制期間內轉售其所持之限制證券？抑或只能靜待該閉鎖期間過後，方得於公開市場轉讓持有之證券？對此一問題，如無相關對策，則將使得證券買受人失去購買證券之意願，甚至擴大私募證券發行價格之折價空間，最終致使證券市場喪失其流動性，危害證券發行與交易市場的存續與發展。為解決此一困境，美國法院發展出第 4(1^{1/2})條之豁免交易，創造私募證券之次級市場。另外，美國聯邦證管會亦制定Rule 144A⁴²（見後述），容認特定機構投資人所為限制證券之轉讓行為，亦得為豁免事前申報，創設以特定機構投資人為中心的私募證券流通市場。

四、第 4(1^{1/2})條豁免交易

所謂第 4(1^{1/2})條豁免交易，係融合一九三三年聯邦證券法第 4 條第 1 款及第 2 款之規定所建構之概念。由於一九三三年聯邦證券法第 5 條要求有關證券之發行、買賣等交易行為，均須向美國聯邦證管會申報，而同法第 4 條則規定豁免第 5 條申報之例外情事。同法第 4 條第 1 款規定，除發行人、承銷商或自營商外，任何人所為之交易行為，不適用第 5 條規定；第 2 款規定，發行人不涉及公開招募之交易行為，不適用第 5 條規定。由於第 4 條第 2 款僅係對發行人提供豁免，則關係人或非關係人在上述Rule 144 限制持有證券期間內，在無為發行人為配銷證券之意圖下，若欲私下移轉其所持有之限制證券，將產生介於第 4 條第 1 款與第 2 款之情形（由於關係人或非關係人無為發行人配銷證券之意圖，但因其轉讓未符合Rule 144 所定持有期間之要件，

⁴² 17 C.F.R. § 230.144A (2010).

而可能被美國聯邦證管會認定為承銷商，又其係私下移轉持有之限制證券，並不涉及公開招募之情形)。從而，美國法院以規範目的解釋方法，肯認第4(1^{1/2})條豁免交易，成為另一類型之豁免交易。換言之，此種私下再行轉讓(Private Resales)行為，對非發行人之投資人而言，其交易得適用第4條第2款規定之豁免，在於該項豁免規定隱涵兩個基本要件：(1)證券購買人能夠取得有關發行人之最新資訊及(2)證券購買人有能力評價該資訊⁴³。換言之，只要私募證券之買受人具有自己保護自己之能力，而出賣人也非「承銷商」，私募證券亦可建構其獨立於公開交易市場外且封閉之次級市場。

舉例來說，某發行公司欲為私募，此時A與B均具有第4條第2款要約所指私募特定人之資格，然於私募時，A擁有足夠之資金，而B並沒有，A便依第4條第2款購買證券。三個月後，A欲出售其購買之私募持股，並獲悉B手邊目前已有足夠之現金。假設一年的持有期間尚未經過，A出脫持股並無法依據第4條第1款得到豁免，亦即無法取得Rule 144安全港之保障，又A也無法確定自己是否符合第4條第1款規定之豁免要件。假若發行人可繼續公開其財務資訊予B的話，而B又可以自己保護自己，不需要證交法強制揭露財務資訊之保護，據此，似乎便沒有理由要求A須先向美國聯邦證管會申報，始得將證券再行轉讓予B⁴⁴。

當發行人可合法並直接將股票私募予B時，何以A不能享有同樣的豁免方式，以促進私募有價證券之流通市場？此一問題的答案在於一九三三聯邦證券法第4條第2款法條文字規定，僅限定於發行人私

⁴³ THOMAS LEE HAZEN, PRINCIPLES OF SECURITIES REGULATION, 126 (2002).

⁴⁴ *Id.* at 127.

募之豁免。既然如此，由於A並非發行人、自營商，只要A可證明自己並非承銷商，即符合公司法第4條第1款豁免規定之適用⁴⁵。

由於承銷商係指幫助發行人配銷證券，自發行人處取得證券之人，而符合第4條第2款要件之再行賣出並非所謂配銷，因此出賣人並不符合第2條第1項第11款承銷商定義。據此，對再行賣出私募有價證券之出賣人而言，豁免之適當基準在於第4條第1款規定，只要該出賣人非發行人、自營商與承銷商，即符合第4條第1款豁免交易之規範精神，但第4條第1款須以公開交易市場為適用前提，於私募證券之交易市場，有直接適用之困難。其次，私募證券流通市場之交易，之所以成為另一類型之豁免交易，係源自於第4條第2款對發行人私募之豁免⁴⁶，實務遂結合第4條第1款與第4條第2款之規範精神，發展出第4(1^{1/2})條之豁免交易⁴⁷。

美國聯邦最高法院於*SEC v. Ralston Purina Co.*⁴⁸一案，闡明美國一九三三年聯邦證券法及州證券法（Blue Sky Law）所示之「公開」（Public），其要約無須對全世界所有人為之⁴⁹，而「公開發行」與「私募」之區別應就其目的論之，而非以應募人是否為具某一特徵之「特定人」。其次，則是從促進完全「揭露」以保護投資人之觀點出發，由此認定應募投資人是否獲有充分資訊，足以保護自己，而不需證券法保護。最後，聯邦最高法院雖肯認公司對部分員工所為之交易行為可能符合該法第4條規定，如因職務關係而可取得與事前申報說明書

⁴⁵ Hazen, *supra* note 43, at 127.

⁴⁶ Hazen, *supra* note 43, at 127.

⁴⁷ Hicks, *supra* note 31, at 6-3.

⁴⁸ 346 U.S. 119, 73 S.Ct 981, 97 L.Ed. 1494 (1953).

⁴⁹ *Id.* at 123 n 7.

相同資訊之主管級職員，但就其他無此特殊情狀之員工，其表明該員工之處境與一般投資人無異，應獲得證券法之保護，不符合第4條豁免交易規定，而仍適用同法第5條⁵⁰。換言之，從美國聯邦最高法院之判決內容可知，僅以「特定人」來區別「公開發行」或「私募」之立論依據有所不足，仍應視該私募之應募人能否自己保護自己，而判斷其能否保護自己之主要關鍵則在於「是否有管道可取得資訊」⁵¹。

在*Ralston Purina*案後，第二上訴巡迴法院於*Gilligan, Will & Co. v. SEC*⁵²案認為，聯邦最高法院已明確表達一九三三年聯邦證券法第4條第2款之非公開招募，不得僅以應募人數作為依歸，而本案之債券購買人並未取得重大資訊，亦非與發行人有特殊關係而有管道得以取得該公司事務重要資訊之投資人，雖*Gilligan, Will & Co.*主張購買人僅有特定之四人，並非公開招募，不應適用證券法第5條規定，而有同法第4條第1款之豁免，然第二上訴巡迴法院並不採取*Gilligan, Will & Co.*之主張，反而是從保護投資人角度出發，以*Gilligan, Will & Co.*公開招募之轉售並未登記註冊，違反一九三三年聯邦證券法第5條規定⁵³。其最主要之原因，乃在其並未符合任何豁免規定的要件，由於發行人既未提供任何重大資訊予購買人，而其再行轉讓所持有之限制證券，亦不符合Rule 144或其他規則所定之持有期間。證券出售者在取得證券後之再行轉讓，既未予以申報，又未符合持有期間之限制，法院因而認定其係為了配銷而向發行人購買證券，構成承銷商，故無法適用一九三三年聯邦證券法第4條第1款之豁免，蓋該項豁免僅適用

⁵⁰ 346 U.S. 119, 73 S.Ct 981, 97 L.Ed. 1494 (1953), 122-126.

⁵¹ *Id.* at 125-126.

⁵² 361 U.S. 896, 267 F.2d. 461 (1959).

⁵³ *Hicks, supra* note 31, at 6-4, 6-7.

於發行人、承銷商、自營商以外之人⁵⁴。

第八上訴巡迴法院亦於*Ackerberg v. Jonson*⁵⁵案認為，第4(1 $\frac{1}{2}$)條豁免交易主要係奠基於第4條第1款不涉及發行人、承銷商或自營商之流通市場交易，並指出第4條第1款規定的豁免交易，判準在於買賣雙方皆無成為承銷商之疑慮，進而再結合第4條第2款私募豁免之交易概念，自然可演繹出私募證券次級市場之豁免⁵⁶。為該當第4(1 $\frac{1}{2}$)條豁免交易，應買人須具有一定資力及經歷，且有管道可取得足夠資訊，且應買人人數不可太多，以免構成公開招募，而其銷售方式亦有一定限制，不得利用廣告等公開勸誘行為轉售該證券⁵⁷。

五、Rule 144A

除上述由實務判例所發展之第4(1 $\frac{1}{2}$)條豁免外，美國聯邦證管會另於一九九〇年制定Rule 144A，以激發美國證券的私募市場。有鑑於一般私募有閉鎖期間之限制(Rule 144)，致使私募證券價格難逃市場折價之命運，為解決此一難題，美國聯邦證管會透過Rule 144A，允許機構投資人(Qualified Institutional Buyers 簡稱 QIBs)得立即轉讓私募之有價證券，不但無閉鎖期間之轉讓限制，更免除機構投資人轉讓私募證券之通報義務。換言之，Rule 144A鬆綁Rule 144的規範限制，使機構投資人得於證券公開交易市場外，自由交易其持有之限制證券，也無成為證券承銷商或再次發行之疑慮。因此，Rule 144A

⁵⁴ Hicks, *supra* note 31, at 6-8.

⁵⁵ 892 F.2d. 1328 (8th Cir. 1989).

⁵⁶ 892 F.2d. 1328 (8th Cir.1989).

⁵⁷ 參閱易明秋，論證券市場再次發行之管理，東吳法律學報，第十八卷第一期，頁103(2006)。

創造了私募證券之流動性，也大幅降低私募發行人的籌資成本。無疑地，Rule 144A的核心理論，係將第 4(1 $\frac{1}{2}$)條豁免交易的抽象概念予以具體化，進而達成資金需求者與供給者雙贏的局面。Rule 144A雖是針對私募證券之交易行為加以為規範，但仍有一九三三年聯邦證券法及一九三四年聯邦證券交易（所）法反詐欺條款之適用⁵⁸。是故，Rule 144⁵⁹為公開交易市場轉售限制證券之安全港規定，而Rule 144A則是在公開交易市場外，另行創設機構投資人專屬的私募證券交易市

⁵⁸ JOHN C. COFFEE, JR. & JOEL SELIGMAN, SECURITIES REGULATION CASES AND MATERIALS, 393-394 (2003).

⁵⁹ 17 C.F.R. § 230.144A (2010). Preliminary Notes: 1. This section relates solely to the application of section 5 of the Act and not to antifraud or other provisions of the federal securities laws. 2. Attempted compliance with this section does not act as an exclusive election; any seller hereunder may also claim the availability of any other applicable exemption from the registration requirements of the Act. 3. In view of the objective of this section and the policies underlying the Act, this section is not available with respect to any transaction or series of transactions that, although in technical compliance with this section, is part of a plan or scheme to evade the registration provisions of the Act. In such cases, registration under the Act is required. 4. Nothing in this section obviates the need for any issuer or any other person to comply with the securities registration or broker-dealer registration requirements of the Securities Exchange Act of 1934 (the Exchange Act), whenever such requirements are applicable. 5. Nothing in this section obviates the need for any person to comply with any applicable state law relating to the offer or sale of securities. 6. Securities acquired in a transaction made pursuant to the provisions of this section are deemed to be restricted securities within the meaning of Rule 144(a)(3). 7. The fact that purchasers of securities from the issuer thereof may purchase such securities with a view to reselling such securities pursuant to this section will not affect the availability to such issuer of an exemption under section 4(2) of the Act, or Regulation D under the Act, from the registration requirements of the Act.

場。

Rule 144A包含7項⁶⁰說明及5項規定。7項的說明重點在於提醒依本規則再行轉讓證券者，其仍須受證券市場之基本規定所限制，除前述之反詐欺條款、法定賠償責任（民事賠償責任Civil Liability）之適用外，尚有非專屬豁免、不豁免為規避一九三三年聯邦證券法登記註冊所為之交易、未排除應符合一九三四年證券交易（所）法證券及券商之申報要件、州法有關證券之招募或銷售並不受本規則之影響、依本規則所為之交易應為Rule 144(a) (3)⁶¹所指之限制證券，以及發行人雖符合一九三三年聯邦證券法第4條第2款或章則D之豁免，如向發行人購買證券係出於意圖再行轉讓之人，仍應遵循本規則。

Rule 144A 既屬私募市場規定，限制證券在此市場為轉讓流通時，由於此一市場非屬公開市場，限制證券之買受人必須具有一定資格或資力，始可能保護自己，不因資訊不對稱而損及其權益。Rule 144A (a) (1)⁶²即規定為自己或他人累計持有並投資發行人證券至少一億美金以上之資格者，方為合格機構購買人，其中包含：一九三三年聯邦證券法第2條第1項第13款所稱之保險公司、依一九四〇年投資公司法或第2條第1項第48款及第202條第1項第22款所稱之

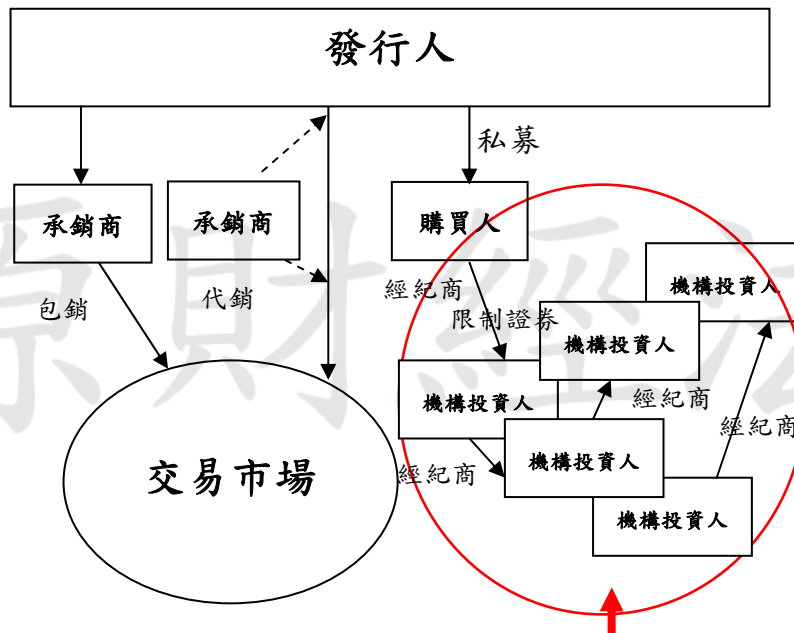
⁶⁰ 17 C.F.R. §230.144A.

⁶¹ 17 C.F.R. §230.144A(a)(3) (2010). The full text of the Article reads as follows: The aggregate value of securities owned and invested on a discretionary basis by an entity shall be the cost of such securities, except where the entity reports its securities holdings in its financial statements on the basis of their market value, and no current information with respect to the cost of those securities has been published. In the latter event, the securities may be valued at market for purposes of this section.

⁶² 17 C.F.R. § 230.144A(a)(1) (2010).

商業發展公司、美國小型企業局依一九五八年小型商業投資法第 301 條C項或D項所特許之小型企業投資公司、退休基金、信託基金及投資顧問等。除此之外，尚有自營商、依一九四〇年投資公司法事前申報之投資顧問或銀行等，此均為Rule 144A所規範之合格機構購買人。

圖四：Rule 144A 法律關係圖



依 Rule 144A 規定轉讓私募有價證券所形成的私募次級市場

(作者自行整理與繪製)

此外，除由發行人或承銷商銷售限制證券外，任何人所為之招募或銷售證券行為符合 Rule 144A(d)要件，亦不會被視為從事證券配銷，不構成一九三三年聯邦證券法第 2 條第 1 項第 11 款及第 4 條第 1 款之承銷商，證券商亦同。換言之，只要符合 Rule 144A(d)規定要件者，即非屬一九三三年聯邦證券法第 4 條第 3 款第 3 目之參與證券配銷，而該證券銷售行為亦不會被視為是同法第 4 條第 3 款第 1 目所指之公開招募（對公眾招募）。

依 Rule 144A(d)規定，若要豁免申報義務，其僅得對機構投資人為證券之招募與銷售，或是對有能力足以保護自己之應募人或購買人為之，且證券出賣人須能合理相信該人為合格機構投資人。另外，在認定未來的購買人是否為合格機構投資人，證券出賣人與其任何代表人可依一定方法作為判準，且證券出賣人與其代表人應採取合理措施，確保購買人知悉證券出賣人可依本規則豁免一九三三年聯邦證券法第 5 條事前申報規定。再者，該限制證券之招募或銷售，不得與一九三四年聯邦證券交易（所）法第 6 條或美國國內證券集中市場或自動交易報價系統（即公開市場）之證券為相同種類，若該證券發行時為可轉換或可進入上市或報價系統，而其實際轉換溢價少於百分之十，則將被視為同一種類之證券；認購權證發行時可認購上市或報價系統之證券，自發行之日起，認購期間少於三年或實際認購溢價少於百分之十，應視為同種類證券。美國聯邦證管會將不時考量當時市場情況，逐一認定 Rule 144A 所發行之證券是否與上市或自動交易報價系統之證券為相同種類。

就資訊揭露而言，Rule 144A (d) (4) (i)⁶³規定證券持有人與未來購買人均有權向發行人要求提供有關再行轉讓之資訊，如發行人之業務性質、產品及服務的提供、近來資產負債表及損益表、近二年會計年度之財務報表等資訊。此外，發行人所提供之相關報表與該證券再行轉讓日，不得相隔太過久遠，以免報表失真，反而提供不真實資訊予證券持有人或未來購買人，確保證券市場資訊公開原則之落實。

由上述說明，美國證券法對證券市場之豁免規範，可整理如下表格所示：

⁶³ 17 C.F.R. §230.144A(d)(4)(i) (2010). The full text of the Article reads as follows: In the case of securities of an issuer that is neither subject to section 13 or 15(d) of the Exchange Act, nor exempt from reporting pursuant to Rule 12g3-2(b) under the Exchange Act, nor a foreign government as defined in Rule 405 eligible to register securities under Schedule B of the Act, the holder and a prospective purchaser designated by the holder have the right to obtain from the issuer, upon request of the holder, and the prospective purchaser has received from the issuer, the seller, or a person acting on either of their behalf, at or prior to the time of sale, upon such prospective purchaser's request to the holder or the issuer, the following information (which shall be reasonably current in relation to the date of resale under this section): a very brief statement of the nature of the business of the issuer and the products and services it offers; and the issuer's most recent balance sheet and profit and loss and retained earnings statements, and similar financial statements for such part of the two preceding fiscal years as the issuer has been in operation (the financial statements should be audited to the extent reasonably available).

表二：美國證券法豁免規範表

豁免		募集後 之次級市場	私募後 之次級市場
發行人之關係 人 (Affiliate)	限制 證券	Rule 144 安全港； 1 年或 6 個月後， 即可自由轉讓至流 通市場。	Rule 144A →對適格機構投資 人為私募。 1933 年聯邦證券法 §4(1 ^{1/2}) →豁免交易。
	非限制 證券	1933 年聯邦證券 法§5→需登記註冊 或申報；按 Rule 144，則非承銷商 (轉讓數量限制)。	無
非關係人 (Nonaffiliate)	限制 證券	Rule 144 安全港； 1 年或 6 個月後， 即可自由轉讓至流 通市場。	Rule 144A →對適格機構投資 人為私募。
	非限制 證券	1933 年聯邦證券 法§4(1) →豁免交易。	無

(本表格為作者自行整理)

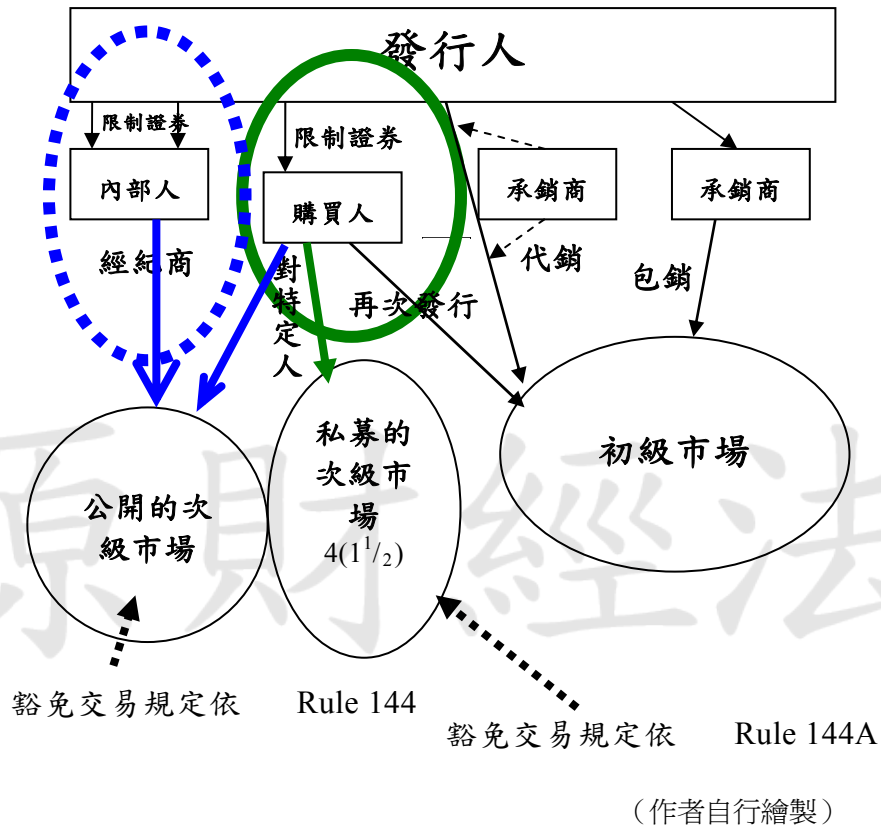
六、小結

自美國證券市場規範可察知，為保護證券市場投資人，美國法以承銷商為中心，建構「再次發行」之規範，限制發行人、關係人及承銷商自由移轉其所持有之證券。原則上，美國證券之募集、發行與買賣，均須向美國聯邦證管會申報後始得為之（證券法第 5 條），除非證券屬於「豁免證券」或該買賣該當豁免註冊之「豁免交易」（私募或流通市場之交易），始例外地無須向美國聯邦證管會為申報。換言

之，美國證券規範，為讓證券投資人在為買入或賣出投資判斷前，有充分的資訊可供參考，且不會陷入資訊不對稱之不利締約地位，特別擴大證券「承銷商」之規範範圍，讓證券發行人、發行人之關係人（控制人）與承銷商三位一體，對於三者所為證券賣出之行爲，予以相同之法律評價，即發行人的公開募集行爲，等於承銷商之承銷行爲，亦等同於發行人關係人（控制人）之再次發行，藉由概念層層堆疊，形成嚴密之安全網，以確保初級市場投資人之權益。對於有能力可以自己保護自己，而不需要證券交易法保護的投資人，美國聯邦證管會則藉第 4(1^{1/2})條豁免交易與Rule 144A，創設私募證券的流通市場，以提高私募證券的流動性，達成資金需求者與供給者雙贏的局面。（請參圖五）

中原財經法學

圖五：第 4(1^{1/2})條豁免交易(私募的次級市場)與Rule 144、Rule 144A



參、我國再次發行法制之規範與缺失

一、概述

在瞭解美國一九三三年聯邦證券法保護投資人立場與轉售證券

之相關規範後，進而著手檢視我國證券交易法相關規定之功過得失。我國對於公司內部人（即美國證券法上所謂控制人或關係人之概念）轉售證券之行爲亦相當重視，原因不外乎基於公司內部人對於公司業務、財務狀況知悉甚稔，相較於證券市場之投資大眾而言，其擁有絕對的資訊優勢。我國爲規範公司內部人證券轉讓行爲，維護證券市場健全發展，強化證券市場之投資信心，遂移植美國一九三三年聯邦證券法及其相關規範之立法例，制定我國證券交易法第二十二條之二。本條規定立意甚佳，惟我國通說見解對於證券交易法第二十二條之二規範的立場或態度，卻與美國有著相當大的落差。

對照我國證券交易法與美國一九三三年聯邦證券法規範之差異，首先，我國證券交易法未如美國一九三三年聯邦證券法第 5 條⁶⁴ 規範，要求所有證券之要約或轉賣，均應向美國聯邦證管會爲申報。也因如此，才有第 4 條豁免申報交易的規範（如流通市場交易或私募）。若無法定豁免事由，第 5 條可阻擋任何未經申報之證券賣出行爲。然而，我國證券交易法第二十二條第一項規定：「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，不得爲之。」此條文雖與美國一九三三年聯邦證券法第 5 條規範精神相同，要求發行人募集或發行有價證券時，須先向主管機關申報，強制公開揭露發行人之財務資訊，以保護投資人。惟我國證券交易法第二十二條之射程範圍，不像美國一九三三年聯邦證券法第 5 條範圍那麼廣，除募集、發行外，尚涵蓋其他賣出證券之行爲。因此，我國便無美國一九三三年聯邦證券法第 4 條所謂「豁免申報交易」明文之必要，但仍能從證券交易法第四十三條之六、第四

⁶⁴ 15 U.S.C. §77e (2010).

十三條之八與第二十二條之二之立法意旨，導出「豁免交易」之所在。

再者，一九三三年聯邦證券法第 2 條第 1 項第 11 款明文對「承銷商」加以定義，大致可將「承銷商」分為四類，加以說明：其一，任何基於配銷目的，而自發行人處購買證券之人，由此定義可推導私募有價證券為何不得再行轉賣之規範理由，即在避免未經完成公開發行程序之證券，透過中間人（白手套）輾轉流至投資公眾手裡；其二，任何為發行人要約或配銷證券之人，即發行人配銷證券之代理人；其三，任何直接或間接參與前述一或二承銷行為之人；其四，任何直接或間接參與上述直接或間接承銷行為之人。舉凡符合上述規定所指行為之人，均屬一九三三年聯邦證券法所稱之「承銷商」。另依同條規定亦可將「控制人」取代「發行人」，又可再得另外四類控制人的承銷商。此一類型承銷商之立法目的，在於規範關係人持股（Control Securities）之再行賣出行為，是故，美國共有八種類型的「承銷商」，以確保投資人投資前，有充分的資訊可供判斷。

我國無此承銷商之明文，僅在第十五、十六條定義證券商中之承銷商，致我國欠缺前述八類承銷商之認識，自然對「再次發行」之意涵，顯得較為陌生，操作起來自然沒有美國來得順暢。反而讓人覺得我國證券交易法再次發行之規定，只是為規定而規定，難以理解其規範之所以然，甚至還可能誤會規範之目的。

二、我國證券交易法再次發行之意義及規範的

由我國證券交易法第二十二條之二立法理由可知，讓投資大眾及監督機關瞭解公司內部人持股在證券市場上的異動（即轉讓）狀況，

可達到對公司內部人股權管理目的，屬證券「交易市場」規範⁶⁵。然亦有學者認為再次發行之規範，係出於控制人與承銷商觀念⁶⁶，並認為傳統對於證券市場的分類（僅區分發行市場及交易市場）不足以應付證券市場的多樣性，而再次發行具有市場雙重性特徵⁶⁷，證券持有人轉讓證券不僅是單純的交易行為，因其身分、轉讓數量與持有期間等，使其擁有發行市場與交易市場雙重管理之重要性⁶⁸，並指出再次發行之立法背景，乃因行政院法規會認為修正證券交易法第五條有關「發行人」之定義，將造成與其他條文發生衝突，在幾經協調之下，反而決定在證券交易法第二十二條增訂第三項，建立再次發行規定，致使實務認為證券交易法第二十二條之二並非再次發行的管理而僅係公司內部人股權轉讓之限制⁶⁹。證券交易法第二十二條第三項屬再次發行規範，此一見解應屬正確，但若認第二十二條之二屬內部人股權轉讓之規定，而與再次發行無關，本文則持較保留的看法。

所謂「再次發行」，亦被稱為「二次公開發行」，係指**未完成公開發行程序之證券**，對不特定多數人公開招募之行為。移轉主體不論其是否為公司內部人、控制人，或是經由控制持有股票之人，並非再次發行所欲規範的重點，規範重點在於證券本身的性質與有無「承銷商」之存在。換言之，判準在於釐清證券出賣人是否為承銷商，以及所欲轉讓之證券，是否已完成公開發行程序。是以，已完成公開發行

⁶⁵ 張心悌，前揭註 7，頁 223-234。

⁶⁶ 易明秋，前揭註 57，頁 105。

⁶⁷ 易明秋，前揭註 57，頁 95。

⁶⁸ 易明秋，前揭註 57，頁 96。

⁶⁹ 易明秋，前揭註 57，頁 107。

程序之證券，原則上持有人可自由在流通市場轉讓。相反地，只要所移轉之證券為未完成公開發行程序之證券，倘無其他私募規定之豁免申報，抑或有「承銷商」中介該證券之賣出，則必落入再次發行規範範疇之中。因此，再次發行的主體，可包括任何人，並非僅限於內部人。從而，自法規範目的解釋，我國證券交易法除第二十二條第三項之公開招募，第二十二條之二第一項第一款，應與美國再次發行概念相同，實屬發行市場之規範。

由於證券發行人與應募人間，存有嚴重的資訊不對稱問題，證券交易法為消弭此一交易成本，遂強制要求發行人應符合公開原則，揭露公司財務資訊，並提出公開說明書予證券市場投資人，以利證券市場投資人可依其所取得資訊做出投資判斷，另對揭露之內容，復以反詐欺條款，減少證券詐欺情事的發生，有助於公司業務、財務資訊透明化，監督公司經營者，減少公司內部人對公司上下其手之情事⁷⁰。因此，在發行市場中，承銷商便如同發行人的代理人，須代理發行人履行發行人強制揭露的義務，以證券承銷商之承銷為例，推薦承銷商有代理發行人交付公開說明書的義務，同時須撰寫有關發行證券本身之評估報告，說明該發行公司營運、財務及潛在風險等事項，以此作為投資人投資之風險預告，保障市場投資人知的權利⁷¹。此外，立法者亦擔心發行人利用非承銷商之人，將未完成公開發行程序之證券，流入證券交易市場，致投資人買入無揭露資訊之證券，故為防止此一弊端，而以再次發行之概念相繩，強制揭露發行人之財務資訊，確保投資人投資前，無資訊不對稱之問題。

⁷⁰ 賴英照，股市遊戲規則－最新證券交易法解析，頁 53，自版，再版(2009)。

⁷¹ 易明秋，前揭註 57，頁 107。

惟有學者指摘我國證券交易法第二十二條之二立法理由中所援引的美國一九三三年聯邦證券法第2條第1項第11款、第4條第1款、第2款及美國聯邦證管會所頒訂之Rule 144、章則D，實與規範內部人股權轉讓規定有所出入⁷²，並認為Rule 144 規範內容，主要係在限制內部人在公開市場上再次銷售其股權，並不包括內部人自行移轉其股份給非特定人或特定人之情形，且從Rule 144 前言所強調之「公開市場」(Public Market)及「公開買賣」(Public Sale)，可知我國證券交易法第二十二條之二第一項將內部人股權轉讓區分為「對非特定人」、「在集中市場或證券商營業處所」與「對特定人」，分別加以規範，即與Rule 144 立法目的與精神不符⁷³。但是本文以為我國證券交易法第二十二條之二第一項各款規定，並不悖離美國Rule 144 立法目的與精神。Rule 144 立法目的與精神在於提供證券出賣人豁免申報之安全港，讓該出賣人免於成為幫發行人配銷證券之「承銷商」，以及讓受行為被評價為「再次發行」之風險。因此，若受讓人為無法自己保護自己之不特定投資大眾，而該證券又屬未完成公開發行程序之「限制證券」，持有人(控制人或內部人)在未經閉鎖期間之轉讓(參圖三、與表一)，即屬再次發行，應受美國一九三三年聯邦證券法第5條或我國證券交易法第二十二條第一項之規範，非向主管機關申報，不得為之。

至於我國證券交易法第二十二條之二第一項第二款規定，屬於Rule 144 關係人(控制人)持有非限制證券再行賣出之情形。由於控制人享有資訊不對稱之優勢地位，對於其再行賣出證券之行為，首

⁷² 張心悌，前揭註 7，頁 228。

⁷³ 張心悌，前揭註 7，頁 230-231。

先，應檢視該控制人是否該當「承銷商」之地位，為發行人配銷證券。或許可從控制人持有該證券之期間或基於何種意圖（配銷或投資）自發行人購入證券，予以判斷；其次，則應審視是否有第三人以「承銷商」地位，在為其配銷證券。例如經紀商之公開勸誘或受讓人係基於配銷證券之目的，自控制人處購入證券。因此，該控制人（內部人）若無第 4(1^{1/2})條豁免交易之適用，其賣出證券之行爲極有可能被定性為「再次公開」，非向主管機關申報，不得爲之。（參圖二與圖三）為避免內部人動輒成爲再次發行的控制人或承銷商，Rule 144 遂提供其賣出證券之安全港，內部人只要符合（1）轉讓數量的限制；（2）證券轉讓方式之限制；（3）通報主管機關義務；（4）發行人繼續公開揭露等Rule 144 所設之交易條件，即可享有公開流通市場交易的申報豁免待遇。同樣地，我國第二十二條之二第一項第二款即依上述Rule 144 規範原理，明文內部人依主管機關所定持有期間及每一交易日得轉讓數量比例，於向主管機關申報之日起三日後，在集中交易市場或證券商營業處所爲之。但每一交易日轉讓股數未超過一萬股者，免予申報。完全吻合Rule 144 立法目的與精神。

此外，學者有謂美國聯邦證管會制定Rule 144 規定，乃在避免持有限制證券者與控制人所爲之銷售證券行爲被認定爲承銷商，特對前述交易所訂之豁免規定，其銷售對象是否爲特定人則非判斷重點，因而認爲我國證券交易法第二十二條之二第一項並無美國立法例可依循，並指出部分章則D亦不適用於內部人轉讓股權情形⁷⁴。對此一指摘，本文亦持不同看法。

⁷⁴ 張心悌，前揭註 7，頁 231-232。

我國證券交易法第二十二條之二第一項第三款規定，公司內部人向主管機關申報之日起三日內，得向符合主管機關所定條件之「特定人」轉讓其持股。本款規定與同條第二款之差別，在於內部人所持有之證券性質不同。第二款為已完成公開發行程序之非限制證券，第三款為私募之限制證券。其他皆可套用Rule 144 之規範加以說明，不論內部人持有之證券是否已公開發行，由於內部人轉讓證券之行爲，極易成爲再次發行之承銷商，或第三人爲其配銷而成爲內部人之承銷商，說明同第 2 款，不再贅述。因此，若內部人欲轉讓其私募之證券，而該受讓之特定人卻無法自己保護自己（非第四十三條之六第一項之應募人），內部人對其轉讓證券之行爲，即等同於對非特定人「再次公開」之行爲，非向主管機關申報，不得爲之。相反地，若受讓之特定人屬第四十三條之六第一項之應募人，是不是可以允許內部人對其轉讓私募之證券，而不會成爲再次發行之承銷商？於此，必須仰賴美國證券法第 4(1 $\frac{1}{2}$)條豁免之法理，創設以特定人爲限之私募證券次級市場，由於是流通市場交易之故，只要私募證券之買受人具有自己保護自己之能力，而內部人也非「承銷商」，內部人自可自由轉讓其私募證券予特定人，證券流通市場之交易行爲，並無事前申報之必要，惟我國法制卻要求內部人申報，恐有違美國證券法第 4(1 $\frac{1}{2}$)條豁免事前申報之法理。

其次，按 Rule 144 之規定，若前述之內部人持續持有該私募證券超過六個月，即可在 Rule 144 所設定之條件下，轉讓該證券予任何人，換言之，該限制證券已因閉銷期間之經過，而成爲非轉讓限制證券，內部人即可依前述第 2 款之法理，利用 Rule 144 之安全港，對外再行出賣其所持有之證券。

由以上說明，得知我國證券交易法第二十二條之二條規定，可藉由美國初級市場規範法理，利用「承銷商」與「再次發行」等概念之操作，可充分說明該規定完全符合美國 Rule 144 之規範精神與目的，並非通說所述只是內部人股權移轉管理之規定而已，更與內線交易之防止無關。換言之，第二十二條之二條規定之立法目的在於建構再次發行之概念，以保護證券投資人，並明文內部人轉讓持股之安全港，以免成爲「再次發行」之「承銷商」。

三、 及 行法之缺失與

(一) 我國

由上述說明可知，現行我國通說對於證券交易法第二十二條之二規範的運作，係將其歸屬「流通市場」關於內部人股權轉讓限制之管理，與美國Rule 144 相差甚遠，既未能深入探討公司內部人所移轉證券本身性質爲何，究係爲限制證券或非限制證券，亦未參酌「再次發行」法理，逐一探究證券交易法第二十二條之二各款規定之立法緣由，致誤認該條立法目的係在貫徹證券交易法之資訊即時公開原則，希冀藉由內部人持股轉讓資訊之事前揭露，以達交易之公平目的，進一步達到股權管理，健全證券交易市場機能及保障投資大眾權益的目標，而與轉讓股數及交易利得多寡、是否獲取重大利益及影響市場交易無涉⁷⁵。甚至，亦有論者主張我國證券交易法第二十二條之二所規範之客體乃爲公開發行公司已發行之股份，包含普通股與特別股，不包括其他權益證券⁷⁶。事實上，透過比較法之觀察，將美國Rule 144

⁷⁵ 行政院 97 年 6 月 20 日院臺訴字第 0970086553 號。

⁷⁶ 許嘉津等，上市公司內部人股權異動管理規範與實務之探討，臺灣證券交

解構，即可窺知證券交易法第二十二條之二之規範目的與美國Rule 144 並無不同，均是以再次發行爲中心，爲內部人轉讓持股所作之安全港規定，得以豁免事前申報之義務。

對發行市場規範而言，其側重於強調資訊的揭露，透過公開說明書的交付，實踐保護證券市場投資人知的權利，其原因在於證券市場買方，即投資大眾，有嚴重締約能力不足的缺陷，其所能獲得之資訊有限。然而，有鑑於公開募集方式涉及發行公司向眾多投資大眾爲資金籌措，須耗費相當時間、金錢及遵法成本，如證券交易法第二十二條之申報生效、第三十一條之交付公開說明書與發行人募集與發行有價證券處理準則等，數項基於投資人保護所訂定之「資訊揭露」規定。若發行公司不願採取籌資成本較高的公開招募，其尚可透過非公開募集公司所需資金，此舉則可免去公開招募所應遵循的許多繁瑣程序及準備，使得公司籌措資金更爲便利及快速。

發行公司循非公開方式募集公司所需資金即是私募，性質上可比附援引爲美國一九三三年聯邦證券法第4條第2款所指發行人所爲不涉及公開招募之交易行爲，屬於豁免交易範疇。換言之，針對「募集」與「私募」而言，其主要區別在於有價證券之應募人是否「特定」與應募「程序」。申言之，就招募對象而言，「募集」係對「非特定人」而爲，即投資大眾，「私募」則是就「特定人」爲之，原則上屬適格投資人，即具有自我保護能力之投資人；再者，就招募之程序而言，「募集」係指「公開招募」，「私募」則爲「非公開招募」。

易所 98 年度專題研究計畫，頁 57 (2009)。

(二) 行法之缺失與

我國證券交易法第二十二條之二規定：「已依本法發行股票公司之董事、監察人、經理人或持有公司股份超過股份總額百分之十之股東，其股票之轉讓，應依左列方式之一為之：一、經主管機關核准或自申報主管機關生效日後，向非特定人為之。二、依主管機關所定持有期間及每一交易日得轉讓數量比例，於向主管機關申報之日起三日後，在集中交易市場或證券商營業處所為之。但每一交易日轉讓股數未超過一萬股者，免予申報。三、於向主管機關申報之日起三日內，向符合主管機關所定條件之特定人為之。經由前項第三款受讓之股票，受讓人在一年內欲轉讓其股票，仍須依前項各款所列方式之一為之。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。」本文已清楚指出該規定，本質上應屬於發行市場範疇之規範，即以內部人之再次發行為前提，並制定一定條件下可能的豁免轉讓行為。惟因實務對該條規範定位之錯誤，以致誤認本條為單純地交易市場規範，因而在適用上衍生諸多問題，本文以下茲就證券交易法第二十二條之二規定相關問題與疑義，分別加以闡明。

首先，就我國證券交易法第二十二條之二第一項第一款，本款問題點在於：我國證券交易法第二十二條第一項規定已於二〇〇六年一月十一日修正公佈後，改採申報生效制，而同法第二十二條之二第一項卻仍保留須先經主管機關核准之規定。核准制與申報生效制本質並不相同，核准制屬於實質審查，而申報制屬形式審查，如對證券交易法第二十二條之二第一項第一款採取實質審查制，則此舉豈不形同國家對公司內部人股票公開發行之擔保，若投資大眾未來因發行人公開說明書有隱匿或不實陳述致投資受損害，未嘗不可主張公務員因過失

未實質審查致核准該證券之發行，致人民受損害，而主張國家賠償。因此，現行證券交易法第二十二條之二第一項第一款之「申請核准」實屬舊法概念，應即予修正。

此外，針對公司內部人向不特定人移轉未經公開發行程序之證券（即私募之證券），性質上屬「再次發行」，規範應與發行人初次公開發行證券情形等同視之，於此該內部人即成為該證券之發行人。因此，再次發行自屬第二十二條第一項有價證券之募集與發行，非向主管機關申報生效後，不得為之。惟實務上認為本款規定目的在於防止發行公司透過內部人轉讓持股方式，規避發行市場的管理，故主張依本款轉讓持股者，應「準用」主管機關所發布「發行人募集與發行有價證券處理準則」中有關「公開招募」之相關規定，在報經證券主管機關申報生效後，即得為之⁷⁷。

本文以為從形式上觀察，主管機關以一紙行政函令方法，闡明第二十二條之二第一項第一款應「準用」公開招募之規定，有無逾越法律之授權範圍，恐有疑義。另從實質面檢視，按「發行人募集與發行有價證券處理準則」第六十一條第二項規定，「未依本法規定辦理公

⁷⁷ 許嘉津等，前揭註 76，頁 58。原財政部證期會 90 年 6 月 5 日（九〇）台財證（三）第 001585 號函。一、公開發行股票公司之董事、監察人、經理人或持有公司股份超過股份總額百分之十之股東，依證券交易法第 22 條之 2 第 1 項第 1 款規定之方式轉讓其持股者，應準用本會發布「發行人募集與發行有價證券處理準則」有關公開招募之規定，於報經本會核准或向本會申報生效後為之；依本會「發行人募集與發行海外有價證券處理準則」申請以所持有股份供發行海外存託憑證者，應於經本會核准發行海外存託憑證後為之。

開發行之有價證券，其持有人擬申報對非特定人公開招募時，應先洽由發行人向本會申報補辦公開發行審核程序，在未經申報生效前，不得為之。」其規範意旨是否意謂我國公開招募之前提，係指該證券已完成公開發行程序後之公開招募，否則即應先請發行人補辦該有價證券之公開發行程序，始得為之。殊不知若該證券已完成公開發行程序，投資人已受發行人初次公開與繼續公開之保護，誠無再規範公開招募之必要，並不該當再次發行之概念。而第二十二條之二第一項第一款「再次發行」之有價證券，本來就是指未完成公開發行程序之有價證券，若該證券已完成公開發行程序，任何人不可能再將該證券「再次發行」才對，因此，實務如何去「準用」前述邏輯顛倒「公開招募」之規定，令人不解。

其次，論者有謂內部人將其持股對非特定人轉讓，屬再次發行，實與第一次發行相類似，故應適用公開招募之相關規定⁷⁸；另有學者直接指出公司內部人股份之轉讓，須經主管機關核准或申報生效後，方得向非特定人為之，此即意味著內部人轉讓持股應循發行市場規範為之，蓋所謂非特定人之意即為公眾之意，故內部人為公開發行主體，而美國一九三三年聯邦證券法第 2 條第 1 項第 4 款之「發行人」定義亦是如此，凡為發行或準備發行證券者即為發行人⁷⁹。本文以為，再次發行屬第二十二條第一項有價證券之募集與發行，雖然證券交易法第二十二條第三項有「公開招募」之規定，然而公開招募之性質與再次發行同，亦屬有價證券之募集與發行，法理上直接「適用」第二十二條第一項即可，應無「準用」第二十二條第一項之問題，導

⁷⁸ 張心悌，前揭註 7，頁 224。

⁷⁹ 易明秋，前揭註 57，頁 113。

致「發行人募集與發行有價證券處理準則」不但分別規範證券發行與公開招募之奇特現象，甚至行政函令還解釋再次發行應「準用」主管機關所發布「發行人募集與發行有價證券處理準則」中有關「公開招募」相關規定的情事。為正本清源，建議第二十二條第三項宜修正為「於出售所持有之公司股票、公司債券或其價款繳納憑證、表明其權利之證書或新股認購權利證書、新股權利證書，而公開招募者，適用第一項之規定。」

另外，第二十二條之二第一項第二款內部人所轉讓之證券，是否包括未公開發行之證券？倘若公司內部人所持有之未經公開發行程序之證券，得以藉本款進入交易市場內為買賣或轉讓，此將使發行人或公司內部人可藉此規避發行市場規範，發行人或公司內部人無須履行發行市場資訊揭露之公開程序，例如向證券市場之投資大眾提供有關該證券之公開說明書等，使得公司內部人轉讓該證券時無須提供對等資訊予發行市場之投資大眾，協助投資大眾作出適當的投資判斷。

換言之，若許可未經公開發行程序之股票直接進入交易市場為轉讓，對於本應於非公開市場中移轉之未經公開發行程序證券，此將使其可與已經公開發行程序之證券，發生可共同在公開交易市場自由轉讓的怪異現象，造成本得自由交易轉讓之證券與應受轉讓限制之未公開發行證券的混亂，反而致使證券市場投資大眾陷於無法依據自證券市場取得之資訊，作出正確的投資判斷與對該等證券做出正確評價的困境。因此，除非該轉讓為再次發行，即二次公開發行，否則不應讓此種轉讓應受限制之股票，僅依主管機關所定持有期間與每一交易日得轉讓數量比例，在向主管機關為申報後即得與其他經公開發行程序股票一般為自由轉讓，反而提供發行人或公司內部人有可規避發行市

場資訊揭露原則規範的誘因與途徑。是故，本款適用之證券，應僅指已完成公開發行程序之證券無疑，合先敘明。

再者，按財政部證券暨期貨管理委員會九十年六月五日（九〇）台財證（三）字第〇〇一五八五號函規定，前揭人員依同法第一項第二款規定之方式在集中交易市場或證券商營業處所轉讓其持股者，其持有期間、每一交易日得轉讓數量比例應依下列規定辦理：

（一）持有期間為各該人員自取得其身分之日起六個月，於期間屆滿後始得轉讓；且據同法第三項及本會七十七年八月二十六日（七七）台財證（二）第〇八九五四號函等規定，其配偶、未成年子女、利用他人名義持有者及法人代表人（含代表人之配偶、未成年子女及利用他人名義持有者）亦適用之。

（二）每一交易日得轉讓之數量比例，除依（三）之規定轉讓，其轉讓數量比例不受此限外，應依下列兩種方式擇一為之：

1. 發行股數在三千萬股以下部分，為千分之二；發行股數超過三千萬股者，其超過部分為千分之一。
2. 申報日之前十個營業日該股票市場平均每日交易量（股數）之百分之五。

（三）不受每一交易日得轉讓數量比例限制之情形：

1. 依「臺灣證券交易所股份有限公司受託辦理上市證券拍賣辦法」辦理者。

2. 依「臺灣證券交易所股份有限公司辦理上市證券標購辦法」、「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心辦理上櫃證券標購辦法」委託證券經紀商參加競賣者。
3. 依「臺灣證券交易所股份有限公司盤後定價交易買賣辦法」、「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心盤後定價交易買賣辦法」進行交易者。

(四) 申報之轉讓期間不得超過一個月，超過者應重行申報。

(五) 每一交易日轉讓股數未超過一萬股者，免予申報。

按此處所指之「持有期間」六個月，對照美國 Rule 144 規定，應限於「限制性證券」，即私募有價證券再行轉讓之閉鎖期間。惟本款所適用之證券為已完成公開發行程序之證券，應無內部人持有期間規定之必要，建議刪除。至於「每一交易日得轉讓之數量比例」計算之規定，美國 Rule 144 規定目的，在於提供內部人（控制人）不會成為「承銷商」的安全港。藉由交易數量的限制，化解內部人配銷發行人有價證券之疑慮。若證券已完成公開發行程序，屬可自由轉讓之證券，一般投資人已因發行人初次公開與繼續公開而獲得充分保障，內部人再行轉讓該證券，應無成為「承銷商」之疑慮，從而，美國內部人交易數量安全港之管制，本文無法接受。若以資訊不對稱為由，正當化交易數量之管制，本文亦無法贊同美國之作法，蓋資訊不對稱之問題，已由內線交易與短線交易相關規定加以規範，實無必要再疊床架屋予以限制，尤其是對已完成公開發行程序之證券，交易數量之限制，對於效率資本市場機制之正常運作，恐弊大於利。畢竟，承銷商規範之目的在於使受讓人投資前有充分之資訊，若該證券已完成公開

發行程序，則內部人便無再次發行之疑慮，既然內部人無再次發行之可能，Rule 144 實無理由再限制其轉讓之數量。是故，第二十二條之二第一項第二款所適用之證券，既然為已完成公開發行之證券，我國卻錯誤移植美國限制性證券（私募證券）之閉鎖期間（六個月），誠屬不當，應予刪除。同理，我國亦無必要依 Rule 144 之規範，限制內部人轉讓之數量。

最後，則就第二十二條之二第一項第三款加以檢討。公司內部人在向主管機關申報之日起三日內，得向符合主管機關所定條件之「特定人」轉讓其持股，該股票基本上為未經公開發行程序之證券，即「私募」之有價證券。此股權轉讓之性質，有論者以為此乃內部人進行不公開之再次發行⁸⁰。惟本文以為本款規定，原則上如同美國聯邦證券法第 4(1 $\frac{1}{2}$)條之豁免交易，屬私募證券流通市場之規範，似與「再次發行」無直接之關聯。除非內部人當初認購時，係基於為發行人配銷之目的而取得，且隨即向不特定多數人公開招募，始有可能構成再次發行。

內部人應如何依本款再行賣出其所持有之私募股票，而不會構成再次發行，依行政院金融監督管理委員會九十七年十二月三十一日金管證三字第○九七○○六九一六九號令：

一、公開發行股票公司之董事、監察人、經理人或持有公司股份超過已發行股份總額百分之十之股東（以下簡稱「內部人」），依證券交易法二十二條之二第一項第三款規定向特定人轉讓所屬公司發行之「私募股票」時，其受讓「特定人」之條件規定如下：

⁸⁰ 易明秋，前揭註 57，頁 122。

- (一) 符合同法第四十三條之八第一項第一款及第二款條件之受讓人。
- (二) 符合同法第四十三條之八第一項第三款規定，自交付日起滿三年，尚未在證券交易所上市或證券商營業處所買賣之「私募股票」，其受讓特定人限定為對公司財務、業務有充分了解，具有資力，且非應公開招募而認購者。
- (三) 符合同法第四十三條之八第一項第四款及第五款規定之受讓人。

二、內部人持有所屬公司發行之「私募股票」異動時，亦應依同法第二十五條規定辦理股權申報。

三、本會九十一年十一月六日台財證三字第○九一○○○五五八七號令，自即日廢止；本令自即日生效。

此函令對於內部人轉讓私募股票與特定人，完全依據私募相關規定之精神為之，洵屬正確。惟本款規定應如何與證券交易法第四十三條之八相互調和，而不產生互斥之現象，值得探討。從上述函釋得知，凡特定人符合證券交易法第四十三條之六第一項第一款之金融業者，或第二款之「富人」，只要內部人向主管機關申報後，即可自由轉讓，並無閉鎖期間之轉讓限制。但是審視第四十三條之八後，發現除非買賣雙方符合證券交易法第四十三條之八第一項第一款之規定，否則同條第二款規定凡上市（櫃）公司私募之有價證券，不論持有人係金融業或富人，其相互間轉讓仍須受第四十三條之八「二年閉鎖期間」之轉讓限制，而同條第三款則有三年閉鎖期間之設置。同樣都是未經公開發行程序有價證券之轉讓，為何其轉讓規定卻有如此重

大差別？本文以為第四十三條之八閉鎖期間規定，係來自於 Rule 144 安全港之概念。內部人在閉鎖期間內之轉讓，若受讓人非屬自己能保護自己之應募人（第四十三條之六第一項之特定人），則該轉讓便等同於內部人向不特定多數人公開招募證券，即該當再次發行，依法內部人未向主管機關申報生效前，是不得為之的。但是，閉鎖期間期滿後之轉讓，該限制性證券會因閉鎖期間之經過，使得原本轉讓受限制之證券，轉換成可自由轉讓之非限制性證券，內部人得在 Rule 144 所設定的條件下，自由轉讓該證券予任何人。

至於第二十二條之二第一項第三款，係移植美國聯邦證券法第 4(1^{1/2})條之豁免交易。若自內部人受讓私募證券之特定人屬四十三條之六第一項之應募人，便允許內部人得自由轉讓私募之證券，而不會成為再次發行之承銷商。此即建構以特定人為限之私募證券次級市場，由於是流通市場交易之故，只要私募證券之買受人具有自己保護自己之能力，而內部人也非「承銷商」，內部人自可自由轉讓其私募證券予特定人。須注意的是，既然屬於證券流通市場之交易行為，並無要求出賣人事前申報之必要，惟我國法制卻要求內部人申報，恐有違第 4(1^{1/2})條豁免之法理，應予刪除。其次，前述函釋之特定人，並未包括四十三條之六第一項第三款的內部人，應予補正。

又證券交易法第二十二條之二第二項復規定：「經由前項第三款受讓之股票，受讓人在一年內欲轉讓其股票，仍須依前項各款所列方式之一為之」，意謂特定人可能（1）公開招募；本款無適用疑義（2）於向主管機關申報之日起三日後，得在集中交易市場或證券商營業處所為之。但每一交易日轉讓股數未超過一萬股者，免予申報。第二款應無適用之可能，蓋特定人轉讓之股票為限制性證券，否則私募之證

券會藉此一管道流入公開的交易市場，不可不慎。(3) 再行出賣予可參與私募之應募人，原則上這亦無適用疑義。因此，第二項規定之「前項各款」應改為「前項第一款或第三款」為宜。

即使如此，仍無法避免證券交易法第二十二條之二第一項第三款與同法第四十三條之八第一項間之衝突。尤其當內部人欲利用私募之次級市場轉讓持股與其他特定人時，是否會受到第四十三條之八第一項第二款要求「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。」很明顯地，第四十三條之八第一項第二款「二年閉鎖」期間之規範，直接牴觸美國第 4(1 $\frac{1}{2}$)條豁免之法理，不但有持有期間之要求，尚有交易數量之限制，等於在私募的次級市場中，仿造Rule 144 設置「承銷商」與「再次發行」的安全港。問題是私募的次級市場中，特定人與特定人間之交易，根本不會有再次發行、公開招募之疑慮，又何須顧慮特定人會成為「承銷商」，而去設置避免成為承銷商的安全港呢？因此，本文建議第四十三條之八第一項第二款之規定，應參酌第二十二條之二第一項第三款之規定，依美國第 4(1 $\frac{1}{2}$)條豁免之法理修改，並刪除有關再次發行安全港之條文，與第四十三條之八第一項第一款之規定，共同架構私募證券次級市場之規範。

此外，該規定是否意謂金融業者或富人自公司內部人受讓之私募有價證券，經過一年後即可自由轉讓？蓋第二十二條之二第二項並未限制受讓人持有滿一年後之轉讓方式。又若公司內部人持有滿三年之私募股票，始轉由金融業者或富人受讓，則金融業者在受讓一年內欲再轉讓其股票，是否仍受限第二十二條之二第二項之規定，僅能依第

二十二條之二第一項規定之方式為轉讓。有學者認為內部人轉讓私募股票予他人時，應適用第四十三條之八第一項各款，而非適用二十二條之二第一項規定，亦即在第四十三條之八第一項第三款之三年限制轉讓期間內，其轉讓方式必須依據第四十三條之八各款規定為之，而在三年期滿後，雖私募股票之轉讓限制已解除，然因其具有內部人身分，故仍須再依循二十二條之二第一項各款方式為轉讓⁸¹，前述函釋似乎也採取相同立場，因而有「自交付日起滿三年，尚未在證券交易所上市或證券商營業處所買賣之「私募股票」，其受讓特定人限定為對公司財務、業務有充分了解，具有資力，且非應公開招募而認購者。」之論述。對此，本文則持不同看法。

參考美國法 Rule 144(d)(1)(i)對於私募證券之再行轉讓（Resale）規範，只要持有人持有超過閉鎖期間（美國為六個月或一年，參表一），即可轉讓予任何人，因閉鎖期間發行人仍要繼續揭露其財務資訊（繼續公開），以提供充分資訊予證券市場之投資大眾，待閉鎖期間經過後，該私募之有價證券即非限制證券，當可自由於交易市場中為轉讓與交易。因此，若該私募之證券已經過三年之閉鎖期間，則證券交易法第四十三條之八自應優先適用，由於閉鎖期間之經過，限制性股票遂轉換成轉讓不受限制之股票，該私募證券之持有人，即可自由轉讓該證券，不論前手是否為內部人，均不受影響。

已有私募證券閉鎖期間之明文，即使金融業者或富人自公司內部人受讓之私募有價證券，已持有超過一年，也無法不受第四十三條之八之限制。據此，可以發現第四十三條之八與二十二條之二第二項

⁸¹ 易明秋，前揭註 57，頁 124-125。

之閉鎖期間並不一致，致適用上產生疑義，建議修法予以統一標準。另外，第四十三條之八長達三年之閉鎖期間，建議考慮比照美國 Rule 144 的六個月或一年，以降低私募發行人籌措資金之成本，同時亦可提高投資人認購私募有價證券之誘因。

本文以為造成第二十二條之二第一項第三款與四十三條之八適用衝突的原因，可能在於當初制定證券交易法第二十二條之二時，我國證券交易法尚無引進全套的私募相關規範，只先移植 Rule 144 有關內部人持股轉讓之安全港規定，雖有觸及部份私募概念，但不周延。既然現行法我國已明文引進美國私募之規定，則對於私募證券再行轉讓之限制與閉鎖期間，法理上應優先適用證券交易法第四十三條之八，始符法制。至於第二十二條之二第一項第三款與同條第二項規定之操作，本文建議應予限縮在閉鎖期間內，內部人與特定人間，私募證券之次級市場規範。

、結論

我國證券交易法第二十二條之二規定，可藉由美國初級市場規範法理，利用「承銷商」與「再次發行」等概念之操作，充分說明該規定完全符合美國Rule 144 之規範精神與目的，並非只是內部人股權移轉管理之規定而已，更與內線交易之防止無關。惟參酌比較美國相關法制後，不難發現我國證券交易法再次發行之規範，仍有若干缺失及矛盾，亟待修法彌補。首先，現行證券交易法第二十二條之二第一項第一款之「申請核准」實屬舊法概念，應予修正。其次，第二十二條之二第一項第二款所適用之證券，既然為已完成公開發行之證券，我

國卻錯誤移植美國限制性證券（私募證券）之閉鎖期間（六個月），誠屬不當，應予刪除。同理，我國亦無必要依Rule 144 之規範，限制內部人轉讓之數量。最後，則建議第四十三條之八第一項第二款之規定應參酌第二十二條之二第一項第三款之規定，並且依美國第 4(1^{1/2}) 條豁免之法理修改，刪除該款有關再次發行安全港—轉讓限制規定內容，與第四十三條之八第一項第一款之規定共同架構私募證券次級市場之規範。

中原財經法學

參

書

賴英照，股市遊戲規則－最新證券交易法解析，自版，再版（2009）。

CHOI, STEPHEN J. & A.C. PRITCHARD, SECURITIES REGULATION: THE ESSENTIALS (ASPEN PUBLISHERS INC., U.S.A., 2008).

COFFEE, JR., JOHN C., & JOEL SELIGMAN, SECURITIES REGULATION CASES AND MATERIALS (FOUNDATION PRESS, New York, 2003).

HAZEN, THOMAS LEE, PRINCIPLES OF SECURITIES REGULATION (WEST, U.S.A., 2002).

HICKS, J. WILLIAM, REALES OF RESTRICTED SECURITIES (WEST, U.S.A., 2001).

SELIGMAN, JOEL, THE TRANSFORMATION OF WALL STREET (ASPEN PUBLISHERS, U.S.A., 2003).

期 論

易明秋，論證券市場再次發行之管理，東吳法律學報，第十八卷第一期，頁 91-127（2006）。

張心悌，公司內部人股權轉讓限制規定之研究－以證券交易法第二十二條之二為中心，政大法學評論，第七十九期，頁 221-256（2004）。

Hicks, J. William, *The Concept of Transaction as a Restraint on Resale Limitations*, 49 OHIO. ST. L.J., 417-472 (1988).

我國證券交易法第二十二條之二規定，可藉由美國初級市場規範法理，利用「承銷商」與「再次發行」等概念之操作，可充分說明該規定完全符合美國Rule 144 之規範精神與目的，並非只是內部人股權移轉管理之規定而已，更與內線交易之防止無關。惟參酌比較美國相關法制後，不難發現我國證券交易法再次發行之規範，仍有若干缺失及矛盾，亟待修法彌補。首先，現行證券交易法第二十二條之二第一項第一款之「申請核准」實屬舊法概念，應予修正。其次，第二十二條之二第一項第二款所適用之證券，既然為已完成公開發行之證券，我國卻錯誤移植美國限制性證券（私募證券）之閉鎖期間（六個月），誠屬不當，應予刪除。同理，我國亦無必要依Rule 144 之規範，限制內部人轉讓之數量。最後則建議第四十三條之八第一項第二款之規定，應參酌第二十二條之二第一項第三款之規定，依美國第 4(1 $\frac{1}{2}$)條豁免之法理修改，並刪除該款有關再次發行安全港—轉讓限制內容規定，與第四十三條之八第一項第一款之規定共同架構私募證券次級市場之規範。

A Critique and a Proposal of Secondary Offering in Taiwan

Yung-Cheng, Chuang

Abstract

In the United States, the 1933 Act requires any person selling securities to either register the securities with the SEC or qualify for an exemption from the registration requirement. Section 4(1) exempts from the registration requirement of Section 5 all sales of securities except sales by “issuers, underwriters or dealers.” A number of transactions, whose informational dangers are comparable to those of a public offering, are subject to registration. For example, distributions to public investors by persons acting as agents for the issuer; persons who previously purchased securities from the issuer in private transaction; and persons in a control position with the issuer and control persons. Hence, control persons who wish to sell without registration will comply with SEC Rule 144. Actually, Section 22-1 of the Securities and Exchange Act in Taiwan, has copied Rule 144. The large majority of resale rules, however, do not comply with the principle of SEC rule-based safe harbors for resale. Consequently, this article has proposed regulatory reforms to improve the viability of Section 22-1. In

any case, the resale rules of control persons should follow Rule 144.

Keywords : secondary offering, underwriter, public offering,
private placements, rule 144, distribution,
exemptions

中原財經法學