

證券市場管理：有價證券之募集、發行、私募

主題一 有價證券之募集

主要涉及條文

●第7條第1項

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。

前情提要

有價證券之「募集」考試上重點在於證交法第7條第1項所謂「非特定人」究竟如何解釋？員工以及股東係特定人還是非特定人？討論相關爭點前，先來介紹一下募集的其他要件吧！

考點直擊

一、募集主體、時點：

- (一)公司成立前：發行人。
- (二)公司成立後：發行公司。

和本法第5條：「本法所稱發行人，謂募集及發行有價證券之公司，或募集有價證券之發起人。」相互呼應。

二、募集客體：有價證券（§6）。

三、規範行為¹：

係指發行人已公開宣傳、廣告、牌告或類似方式，將其所欲出售股票之名稱、種類、價格、銷售期間、承辦單位等事項，使不特定投資大眾（investing public）均得依據該等公開之資訊內容，向發行人或其所指定之人，為購買有價證券之行為。亦即，如以一般性勸誘或公開廣告等方式要約或出售證券，均屬於公開招募。

四、招募對象：非特定人。



證交法未明定下，如何解釋「非特定人」？

1. 文義解釋：

係指「不特定之多數人」。

2. 目的解釋：

從本法第1條立法目的²出發，應以募集對象有無「保護需要性」³為考量，可否接觸「可據為判斷是否值得投資之公司資訊」。亦即，受要約人有無足夠資訊，若無即為「非特定人」，需要證交法加以保護。

○

1 參王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，實用證券交法，2021年10月修訂6版，頁202。

2 美國聯邦最高法院於SEC v. Ralston Purina Co.案中明確表示：有價證券募集之受要約人為員工者，雖屬於特定人，然不代表即屬於非公開發行，應以受要約人有無保護其自身權益之能力、是否有機會可接觸投資判斷所需之資訊而定。若無，該招募即屬於公開發行。參王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，實用證券交法，2021年10月修訂6版，頁201。

3 參劉連煜，現代證券交法實例研習，2023年9月增訂19版，頁290。



發行人之股東、員工是否為「特定人」？

1. 肯定說：

按公司法第268條第1項文義將股東、員工和特定人同列規範，應認為同屬於非公開發行之對象。次按第272條但書文義，原有股東認購亦為非公開發行範圍。綜上，可見證交法上第7條第1項所稱之「非特定人」係指公司原有股東、員工及特定人「以外」之人。



實務怎麼說【最高法院110年台上字第4369號判決】

按證交法第7條第1項所稱「非特定人」，觀諸公司法第267條第3項規定「得公開發行或洽由特定人認購」、同法第268條第1項規定「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……申請證券主管機關核准，公開發行」及同法第272條規定「由原有股東認購或由特定人協議認購，而不公開發行者」，基於法秩序之一致性，證交法第7條第1項所稱「非特定人」，當係指公司原有股東、員工及協議認購股份之特定人以外之人。且證交法既分別規定「募集」與「私募」之定義，二者在邏輯概念上尚非原則與例外規定，自不能謂招募股份未符合「私募」規定，即應落入「募集」範疇，進而推論證交法第7條第1項所稱「非特定人」，係指同條第2項所稱「特定人」以外之人，而將公司原有股東及員工亦包含其在內。

2. 否定說⁴（劉連煜師、曾宛如師）：

從比較法觀點論之，英美法在認定「特定人」範圍，係以有無足夠資訊是否需要保護為核心。據此，應從本法第1條立法目的出發，考量員工和股東是否得以接觸「可據為判斷是否值得投資之公司資



⁴ 參曾宛如，證券交易法原理，2020年1月7版，頁50-51；劉連煜，現代證券交易法實例研習，2023年9月增訂19版，頁294。

訊」，亦即有無「保護需要性」為斷。若一概認為股東和員工為「特定人」，而無涉公開招募，並非妥適。

筆者的話

由上開爭點我們可以觀察到，其實學說的核心思想是一致的，皆透過「保護需要性」來界定是否為「非特定人」！於考試作答上，筆者也是建議採取此說見解，那本文見解應如何著手呢，此時便可以搬出本法第1條立法目的，以招募之受要約者有無接觸資訊之機會、有無保護需要性等為斷，最貼近本法保障投資之立法目的為由充當個人意見。

【第7條第1項】

