

企業集資新寵

公司債發行辦法該修改了

—漫談公司債發行熱潮

聯華電子股份有限公司(以下簡稱「聯電」)於民國八十五年五月成功的發行了新台幣六十億元的國內轉換公司債。聯電轉換公司債的票面利率雖僅為2.5%，但其轉換價格每股僅為新台幣32.1元，因此在認購期間，就已造成搶購的熱潮，而在五月二十三日公司債上市當天，聯電股票的收盤價為39.2元，約為轉換價的1.22倍，其轉換公司債的價格自然也水漲船高，以漲停的107元作收。這次的發行成功，令證券承銷商、有意發行轉換公司債的上市公司及投資機構對國內轉換公司債的發行市場信心大增，頗有掀起另一波發行國內轉換公司債高潮之勢。此外，從今年開年以來，我國普通公司債的發行總額已接近新台幣八百億元，公司債市的熱絡，在資本市場上與銀行貸款業務甚至公債發行業務都形成了競爭的趨勢。本文將就公司債的在公司法立法上的設計目的著手，就目前發行公司債的規定，提出相關法令的改進建議。

公司債的立法設計

公司的經營難免會有資金的需求，一般而言，公司多會和往來銀行建立融資關係，以應付資金需求，不過公司如有特殊的資金需求時，如向銀行借貸，不但要承受較高的利息負擔，且通常需提供足額的擔保品，此皆不利於公司的財務調度。因此，在公司法的制度下，許可公司在有資金需求時，以發行有價證券的方式籌措資金，以應公司營運所需。

目前我國法律許可股份有限公司發行的有價證券又分為兩大類，一是由公司發行股份，讓希望分享公司營運成果的人，以其資金認購公司股份成為公司的股東(股票的發行本文不深入討論)；二是由公司發行公司債，向投資人進行資金借貸。對投資人而言，公司債的利息通常較將資金存入金融機構為高，且由於公司債具有流通性，臨時需變現時利息損失較少，其效益較一般定存為佳，而對公司而言，發行公司債可取得較金融機構條件為佳的長期低利資金，信譽良好的公司發行公司債且無需擔保(如聯電公司債均為無擔保公司債)，財務效益亦較向銀行融資為佳。

此外，就投資人而言，認購股票和認購公司債的差異可顯現在收益及保障兩方面；就收益而言，認購股票的收益完全是看公司經營結果的好壞，公司經營狀況良好時，投資者可依其持股比例分配公司盈餘，認購公司債時無論公司多麼賺錢，其收益並不會因而改變；在保障方面，一旦成為公司的股東，要取回其資金只能將股份賣給別人而取得買賣價金，但是股價高低通常是依公司的

經營績效與股市景氣決定，並無一定的收購價格保障；反之，公司債的持有人在公司債期限屆至時，不論公司盈虧，都可以取回其本金，即使公司因經營不善而破產清算，公司債持有人的債權也優先於投資者的股東權益而受清償。

依上述說明，如果有一種有價證券，可以將股東的收益和公司債持有人的保障兩項優點集合起來，一定會受到資本市場的歡迎。因此，在公司債的設計上，就產生了發行轉換公司債的制度。也就是說，轉換公司債的持有人，在行使其轉換權之前，是公司的債權人，他所受到的保障和公司其他的債權人相同，但是如果公司營運獲利日趨豐碩，轉換公司債的持有人想要享受與公司股東相同的收益權時，持有人就可以依轉換辦法的規定將公司債轉換為公司股票，使自己成為公司股東。換句話說，轉換公司債可說是一種進可攻，退可守的投資利器。

轉換公司債在國外是一種非常普遍的有價證券，尤其在公司進行重大投資或公司前景不十分明確時，此種進退自如的投資工具的確較一般投資工具容易吸引投資人投入資金。此外，由於轉換公司債在持有人行使轉換權後將改變公司的股權結構，因此在國外的發行實務上也有人將其做為進行公司購併的過渡工具。例如甲公司擬進行一項重大投資計畫，因該項投資計畫前景不確定，而使投資人相當遲疑，乙公司有意以資金協助甲公司推動該計畫，並希望甲公司的計畫成功後，乙公司能取得對甲公司的控制權，但乙公司又不願立即成為甲公司的股東以免血本無歸，此時乙公司可以大量認購甲公司轉換公司債，在未轉換前，乙公司可有一定的利息收益，若甲公司的計畫執行狀況符合理想，則乙公司可行使轉換權以取得大量甲公司的股份。國內由於轉換公司債之發行歷史尚不滿十年，資本市場對此項投資工具並不十分熟悉，加上法令上對轉換公司債之發行又有諸多限制，益使轉換公司債的發行空間縮小許多。本文接下來要探討的，就是我國公司法及證交法令中對轉換公司債發行的相關限制。

我國公司法及證券交易法對發行公司債之限制

一、公司發行公司債必須辦理公開發行

公司法第二百四十六條第一項規定，公司經董事會決議後，得募集公司債(包括普通公司債及可轉換公司債)。由於公司法並無對「募集」一詞加以定義，而證券交易法(以下稱「證交法」)第七條規定，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股份或公司債之行為。主管機關於是在法律解釋上，將公司法及證交法上述條文結合，而認為公司債之發行需經「募集」的程序，也就是說，發行公司債應依證交法第二十二條第一項規定，向財政部證券管理委員會(以下稱「證管會」)申請核准或申報生效。

依此，我國的股份有限公司，除非去向證管會辦理公開發行，不然根本沒有發行公司債的權利。

二、公司營運狀況不符標準時不能發行公司債

依公司法第二百四十九條及第二百五十的規定，公司營運狀況不符合一定標準時不得發行公司債(包括普通公司債及轉換公司債)。換言之，公司如在振衰起弊的階段，如果獲利不達到公司法第二百四十九條或第二百五十條的標準，即使有人對公司的前景看好，也不能用轉換公司債這類靈活的投資工具來對公司進行投資。

三、轉換公司債限上市及上櫃公司始得發行

依證管會制訂之發行人募集與發行有價證券處理準則第二十六條規定，上市或上櫃公司得發行轉換公司債。這項限制雖然欠缺法源，但是實務上主管機關卻是依公司是否已上市或上櫃的門檻來審核發行轉換公司債的資格。此一規定可以說不當限制了企業運用轉換公司債進行籌資的機會，換一個角度來看，投資人也少了一個具有選擇特性的投資工具。

對相關法令之修改建議

一、公司債之發行不必經過募集和辦理公開發行之程序

公司法第二百四十六條的立法理由指出，本條規定旨在說明公司債之募集程序與方法。良以公司設立後往往要大量資金，若依通常程序報請股東會核准實難以應急需。是委由董事特別決議募集，並即印發債券、公開召募，按期支息，定期還款，收回債券。此公司利益可得，大眾出資亦可確保受益，促貿易之敏捷，亦保短期投資利益也。

按前開立法理由中，只說明經董事會決議即可進行公司債之募集的理由，卻未說明為公司債為何一定要「公開召募」的理由。從法理而言，股份有限公司發行股票和公司債都是發行具流通性的有價證券，且對公司的資產而言，股票持有人的權利還不如公司債持有人。既然公司發行股票(對投資人保障較差之有價證券)時，可自行選擇是否辦理公開發行，公司法及證券交易法卻反而限制公司債(對投資人的保障較佳)的發行需辦理公開發行向大眾募集，實在毫無道理可言。

綜上所述，經濟部在下次修正公司法時，實應將此項不當的限制除去，讓

公司依其需要自行決定是否向大眾籌資，其修正的方式可將公司法第二百四十六條第一項中「募集」二字改為「發行」，修改後之條文如下：

「公司經董事會決議後，得發行公司債；但須將發行公司債之原因及有關事項報告股東會。」

二、公司營運狀況不佳時更應許可其發行公司債

公司法關於公司發行公司債之財務條件主要規定在第二百四十七條(公司債總額之限制)、第二百四十九條(無擔保公司債發行之禁止)及第二百五十條(公司債發行之禁止)。其中第二百四十七條是發行公司債公司資產應達到的標準，第二百四十九條及第二百五十條是發行公司獲利狀況應達到的標準。筆者以為，從公司資產不應超過負債的角度來看，第二百四十七條以公司現有資產狀況來訂定發行公司債的上限或許有其道理，第二百四十九條及第二百五十條限制公司須達一定獲利水準才可發行公司債，似乎是有點背離了公司現實的須要。試問，公司如果營運良好，辦理增資就可以籌到資金了，又何必發行尚須支付利息的公司債？而公司如果營運不佳，需要資金改善營運狀況，發行股票沒人認購，依法又不能發行公司債，公司要如何籌措資金？

查公司法第二百四十九條及第二百五十條的規定，其立法意旨不外乎保障投資人以免受害。但對於目前營運狀況不佳，但有營運前景的公司而言，發行公司債(尤其是可轉換公司債)一方面可拯救公司的財務，一方面投資人也有較佳的獲利可能，只要發行公司不向社會大眾募集資金，有投資人願意認購營運狀況不佳但前景看好的公司所發行的公司債，法律應無強行禁止發行公司債的必要。

綜上所述，筆者建議公司法第二百四十九條及第二百五十條的規定可用以限制對不特定之投資大眾發行的公司債，未對社會大眾募集資金的公司債，應免受該二條文的拘束。由於該二條文的立法意旨在於保障投資大眾，在法令的修正方式上，似可將該二條文自公司法中刪除，而另行納入規範大眾投資的證券管理法令中，如此亦可使規範投資的法令體系臻於明確。

三、股份有限公司均應有權利發行可轉換公司債

證管會制訂之發行人募集與發行有價證券處理準則第二十六條規定，上市或上櫃公司得發行轉換公司債。由於公司法中並未排除上市及上櫃公司以外的股份有限公司發行轉換公司債，證管會逕行以行政命令限定上市及上櫃公司始得發行可轉換公司債實有不當。且轉換公司債對公司而言，可以在公司前景不

明時以較低的利率籌集到所需資金，對投資人而言係一具有選擇特性的有價證券，無論是從立法理由上或從投資實務上，均無排除非上市上櫃公司或其投資人使用此項靈活投資工具的必要性。茲建議證管會修改其行政命令，除去此一不當的法令限制，讓發行公司及投資人自行選擇其最適合的籌資及投資方式。

結語

隨著我國工商業管理階層的現代化，企業籌資的方式可以說是愈來愈靈活，愈來愈具多樣性，主管機關在進行規範時，應同時考量其訂定規範的必要性。本文所提到的公司債限於公開募集、發行公司債應符合一定的財務標準及轉換公司債限於上市上櫃公司始得發行等三項限制，若企業有向大眾募集資金的行為時或有管制的必要，但如企業僅係與特定的投資人進行投資的安排，在尊重企業自治的前提下，無論是立法者或是主管機關，實在不必對企業的籌資方式做無理由的限制，以免妨礙了企業生存發展的機會。