新創事業籌資與公司法制革新：以德國法為借鏡

王照宇*、Albert Rind **、許筱欣***

新創事業在各國的經濟發展當中，一向扮演著相當重要的角色，而新創事業的特徵之一，在於事業發展初期尚未發展成熟，投資之風險較高（即可能的獲利較高），不易透過一般的籌資管道（如銀行貸款或透過股票公開發行）籌集所需資金，因此在此階段，資金主要來源，可能就必須依靠例如創投或類似的事業（如私募股權基金、天使投資人等），而不易依靠其他的籌資管道進行。

而在我國的公司法制當中，由於一些不盡合理的規定（一部分是法律規定本身、一部分則是來自於主管機關的解釋函令），對於新創事業的籌資，產生若干不必要、不合理的障礙，此等障礙不但造成新創事業的籌資困難，影響到台灣的產業升級，更重要的是，這些不合理的法制規定，也無法達成其原本所希望達成的保障某些利害相關者的目的，實值得吾人予以檢討。另外，這些不盡合理或過時的規定，經常被部份論者，誤解為是源自於所謂「大陸法系」規定，致使大陸法系（尤其是德國法）的公司法制或民事法制，在我國也常常被誤解為是某種僵化、不彈

* 執業律師，國立高雄大學及私立東吳大學法學院兼任助理教授。德國法蘭克福大學法學博士。
** 德國執業律師，德通國際法律事務所資深顧問。
*** 德通國際法律事務所主持律師。台大法學士、德國法蘭克福大學法學碩士。

性、限制很多的法律體制淵源。而在我國的法制討論中，「我國法制屬大陸法系，因此……」，也往往成為在法制革新時，部份論者出於對於大陸法系的誤解，而憑空創造出的無謂障礙。

為了使我國新創事業的籌資法制能更為合理可行，以下將以本文作者較熟悉的德國法制為基礎及借鏡，討論我國法制上一些應可考慮進行革新之處。因篇幅所限，將先討論三項議題：（1）股票是否必須具有面額；（2）非公開發行公司是否得發行可轉換公司債；（3）企業上市是否以「無累計虧損」為要件。至於其他相關議題，則擬另行為文討論。

股票面額之規範：無面額股與面額股並行制

於 1998 年修法後，德國法對於股份有限公司的股票面額規範方式，是採取「無面額股」與「面額股」並行的方式。根據德國股份法（Aktiengesetz）第 8 條第 1 項至第 3 項規定：「股票可為有面額，亦可為無面額（第 1 項）。有面額股的面額應至少為 1 歐元，低於此面額之股份無效。對於因發行股票造成之損害，發行人對股票持有人負連帶責任。較高之股票面額，應以整數之歐元為之（第 2 項）。無面額股不記載面額。公司之股本劃分為等額之無面額股。每股無面額所代表之股本不得低於 1 歐元。無面額股準用前項第 2 句與第 3 句之規定（第 3 項）。」由此規定可知，德國法當中，對於股份有限公司之股票，不但沒有強制其應具有面額，即使對於有面額股票，亦僅有規定其需為 1 歐元以上或為 1 歐元之整屬倍數，而無其他限制，十分尊重公司自治。

而此一制度在德國運作的實況如何？是否會產生某些論者所稱「使投資人無所適從」或「公司操縱股數、股價」或「欺騙投資人」、「詐害債權人」的情況出現？從德國法的實施經驗而言，顯然並無此等情況存在。以目前在德國股市上市的幾個國際知名企業為例，例如汽車製造商 BMW AG，就是採取面額股，而每股面額為 1 歐元，而德意志銀行（Deutsche Bank AG）、西門子（Siemens AG）則均發行無面額股。德國各個股票市場的境內或境外投資人，並未因此等公司是否有面額、或面額的多寡，而產生不同的投資意願，而亦未聞有債權人對於此等公司的償債能力評估，會考量股票是否有面額、或面額的多寡，而有不同的處理。

而在德國的交易的實務當中，對於發行無面額股的公司，實務上是透過公示登記資料或公司網站，公布所發行的股數及資本額。透過此一資料公布，任何投資人均可以十分低廉的成本，了解自己所投資的公司，每一股所表彰的公司資本額（例如德意志銀行於 2014 年 8 月時每股表彰之價額為 2.56 歐元，此係由其資本額 3,530,939,215.36 歐元，除以總發行股數 1,379,273,131 股所得出）[1]，而上市公司更會公布股數及資本額的變動歷程，對於投資人而言，並不會有任何相較於我國現狀，更為資訊不全、或更容易遭公司管理者隱匿資訊的可能性。

實際上，即使是我國的投資人，在投資股票時，應該也早已深知面額的無用性，例如，部分價格波動甚大的股票，可能有投資人是以每股數百元、甚至上千元進行投資，而亦有投資人可能是於股價跌破百元、甚或 10 元以下時買進，面額在此並無任何阻止上漲或阻止下跌之作用。實際上，如眾所周知，我國股票市場即使是所謂交易價格低於 10 元之股票，亦仍可交易，而當有投資人以低於 10 元之價格，取得面額 10 元之股票，相信任何有基本常識之投資人，也不會認為自己「賺到」交易價格與面額之間的「差價」。

此外，相信絕大多數有基本常識的投資人，也應該都可以理解，假設有某位投資人，以每股 1,200 元買進某股票，而其後因股價波動，該股票跌至每股 400 元時，該以 1,200 元投資之人，並不會認為自己在股東會中，可以享有相較每股 400 元投資之人 3 倍的表決權或盈餘分配權。另外，現行我國銀行對於企業的貸款實務，原則上亦均會要求企業提供最新的財務報表，做為評估之重要依據，而對於所謂的資本額，則從未成為參考的主要依據。

由前述簡單的道理及市場狀況，筆者相信面額的存在，對於我國的投資人或債權人而言，並不具有任何正面的作用，實際上目前外國企業來台上市，面額已不限於每股 10 元，[2] 也未聞投資人或主管機關有任何投資或執法上的困難。但是面額股及最低面額限制的存在，如果搭配上「每股面額應歸一律」以及「不得折價發行新股」[3] 的規範，就會讓沒有任何正面作用的股票面額制度，反而產生了十分負面的

---

[1] https://www.db.com/ir/en/content/ordinary_share.htm#。

[2] 行政院金融監督管理委員會 100 年 12 月 6 日金管證發字第 1000052371 號函；臺灣證券交易所股份有限公司 100 年 12 月 9 日以臺證上二字第 1000038488 號公告。

[3] 公司法第 140 條規定，僅有公開發行公司得折價發行新股，但新創公司一般而言並非公開發行公司，因此難以適用此一規定。

作用。如同前述，每股的價值是隨著市場狀況及公司營運狀況，有所波動，而與面額或資本額無關，因此當新創事業仍處在虧損階段，或是因整體市場因素，使得每股實際價值不高時，若此時企業需要資金，因尚處在虧損階段，通常不易取得成本合理的債權融資，而必須仰賴需承擔風險的股權投資。但此時進行股權投資時，如果每股的實際合理價值，低於法定最低面額、或低於先前所發行股票的面額，就會產生無法以合理價格發行新股的情況，而致使該企業無法取得資金。如此進行的結果，既無法保護任何投資人或債權人，反而使得新創事業可能夭折、使得股權投資人喪失投資的機會，並進而使該企業先前存在的債權人，因企業無以為繼，而產生無法回收債權的壞帳損失。此一制度到底對哪一方有產生保障，還是只是提供少數人「投資人可因此獲得保障」的感覺，恐怕值得仔細檢討。

對可轉換公司債及附認股權證公司債之規範：非公開發行公司亦可採行

另一值得討論的議題，是關於可轉換公司債及附認股權證公司債，其發行之資格是否應有所限制。就此，我國公司法並無明文限制，但因經濟部函釋之限制[4]，僅能由公開發行公司進行此種籌資活動。

德國法中就此部分，在股份法第 221 條第 1 項及第 2 項明文規定：「對有權轉換為股權或具股權認購權之公司債，以及持有人之權利與股東盈餘分配權相連結之公司債（盈餘公司債），其發行需經股東會之決議。股東會之決議須經股本四分之三之多數決決議，但章程另有規定其他決議比例或要求者，不在此限，並適用本法第 181 條第 2 項之規定（第 1 項）。董事會得於最長五年之授權期間內，發行可轉換公司債。董事會及監事會主席應將發行可轉換公司債之決議及說明於商業登記簿進行登記，並應公告（第 2 項）。 」亦即，德國法制中，明文肯定任何股份有限公司，均可發行可轉換公司債及附認股權證公司債，並非如我國，透過主管機關之函釋（而非法律規定），限於公開發行公司始得發行此類公司債。

---

[4] 經濟部 91 年 1 月 24 日經商字第 09102004470 號函釋。

實際上，可轉換公司債及附認股權證公司債，本係正常之公司籌資工具，可於公司營運前景波動較大時，提供債權人成為股東的工具，增加籌資之誘因，使債權人進可攻（轉換為股權）、退可守（維持為債權）。此種籌資工具之發行主要影響者，主要為發行時之公司股東，其股權可能因債權人行使認股權或轉換權，而遭到稀釋，而對於其他公司的利害相關者，並無太大的影響。因此德國股份法第 221 條，要求發行可轉換公司債及附認股權證公司債時，應透過股東會同意之立法方式，應屬適當。而由於可轉換公司債或是附認股權證公司債，可能涉及例如轉換條件或認股條件之判斷，甚或發行的「時機」，需依照市場及公司運作狀況，彈性處理，因此德國法中對此亦規定可授權董事會處理，但期限最長為 5 年，此兼顧籌資條件的彈性以及對於股東權益的保障，應屬值得參考的做法。

如前所述，透過主管機關的函釋，在我國目前的法制當中，對於可轉換公司債的發行，在公開發行公司之中，反而相對十分寬鬆，並不需要經過股東會之同意，而僅需經過董事會之同意即可。如認為此類籌資工具主要影響者為股東，現行法令已准許對於涉及多數股東權益之公開發行公司，由董事會自行決定發行可能稀釋股權之可轉換公司債，而無須股東會之同意。舉重以明輕，對於涉及股東人數較少的非公開發行公司，准許透過股東決議發行可轉換公司債，無論對於股東或債權人的保護、以及公司的運作而言，應不會構成任何的障礙，德國法對於此一議題的規範，應值參考。

企業上市並不以「無累計虧損」為要件

根據「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」第 4 條、以及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則」第 3 條之規定，在台灣上市或上櫃之公司，需符合無累計虧損之要件，方能准許上市或上櫃。

德國法制中對於准許上市之規定，主要是透過德國交易所法（Boersengesetz）第 34 條，所授權訂立的「許可上市規則」（Boersenzulassungsverordnung）加以規範，在此一規範當中，對於擬上市公司所要求之條件中，並無任何對於獲利能力

之要求，而最為接近之規範，則僅是要求公司成立滿 3 年，且必須公開前 3 年之財務報表（「許可上市規則」第 3 條第 1 項）。亦即，依照德國法之規範，資訊之公開方屬上市之條件，而並無對於公司獲利能力之要求。

德國法的規範方式，實際上也較符合股票市場中，公司應揭露其資訊，並由投資人自行決定其投資之管制理念。一個公司的營運狀態本來就是動態、隨時隨著產業狀況而有變化。一個過去並無累積虧損的公司，並不必然保證未來不會虧損，而一個以往虧錢的公司，也不必然未來也會虧損。事實上，此類透過主管機關或交易所本身，以獲利條件作為准許上市之條件，不但不足以保障任何投資人，反而可能讓投資人誤以為，因主管機關或交易所此類限制，使得所有的上市公司均具備相當程度的獲利能力，反而使得投資人對於市場、產業的變動有所輕忽，以至於往往將虧錢的責任歸咎於政府，使政府或者主管機關，負擔了不必要、也不應負擔的責任。另一方面，此一規定卻也讓許多值得投資、也可能有人願意投資，但仍處於虧損狀態的新創企業，無法真正在公開市場當中，讓投資大眾藉由公開的資訊，而得以共同集資，促成新創事業的進一步發展。最終，這類事業只能在未上市市場中籌資，卻也因資訊不透明及投資管道限制，讓一般投資人的投資意願受限；另一方面，也可能因欠缺適當的管制，而使得有心人士藉此操縱股價，獲取不當利潤，卻可豁免於證券交易法之相關處罰規定。因此，建議可以修正前述證交所及櫃買中心之上市規範，以滿足新創事業及投資人之需求，並避免目前制度上可能產生的缺點。

結語

對於新創事業籌資之法制革新，已成為增加我國產業競爭力的首要工作之一，而本文以我國法制主要來源的德國公司法制為借鏡，檢討了 3 項議題，包括股票可改採無面額股、非公開發行公司可發行可轉換公司債及附認股權公司債、以及股票上市不以「無累計虧損」為許可要件。此等法制修訂，在我國應無採行之障礙，筆者衷心希望，藉由此等法制之革新，使我國新創事業之籌資能更為合理、健全。