國立臺灣大學法律學院法律學系

碩士論文

Department of Law

College of Law

National Taiwan University

Master Thesis

以債籌資與公司治理

Debt Financing and Corporate Governance

李美燕

Mei-Yen Lee

指導教授：王文宇 博士

Advisor: Wen-Yeu Wang, Ph.D.

中華民國 104 年 7 月

July 2015

謝辭

入學以來，時光匆匆飛過，除了法律實務工作的歷練外，也展開生命中一些重要歷程，於工作、家庭的忙碌之中，曾不確定此論文能否完成，很開心終於努力到了撰寫謝辭的階段，總算是能給自己在學生涯一個交代。

這本論文能夠順利完成，最要感謝王文宇老師對學生的指導，給予學生不少研究上的協助與提醒，因為王老師的鼓勵，學生才能下定決心將延宕許久的學業完成，深深感謝王老師長久以來對學生的許多包容與幫助。謝謝邵慶平老師、李存修老師、張心悌老師於百忙中撥冗為學生口試，先前修習邵老師的企業金融專題，感受到老師嚴謹又活潑的思路，提供學生更寬廣的思考角度，李老師、張老師分別就財務金融、商法領域均提供學生許多珍貴的意見，使學生獲益良多。

謝謝台北地院同事兼好友們的關照與鼓勵，讓我有一個溫馨的工作環境。謝謝親愛的爸爸、媽媽，總是尊重我的選擇並給予最大的支持，以及伴我成長的弟弟、妹妹，真幸運能在這麼幸福的家庭長大。謝謝志中媽媽給維維最棒的照顧，讓我在工作及撰寫論文時可以全然放心。謝謝親愛的老公志中，有你的陪伴與照顧真好，還有我的寶貝維維，每天都好愛看到你的笑容，可愛的你們是我最溫暖而堅強的依靠。

摘要

負債為公司籌措資金的重要方式之一，籌資決策關係著公司治理的運作。本文由公司籌資決策的考量因素為出發，分析公司以債籌資的利益、成本、所受規制程度及對公司治理的影響。第二章討論公司資本結構，公司以股權或負債籌資的差異與效果，第三章討論公司以債籌資的兩大主要途徑，發行公司債及融資借款，各於法制、契約上有何重要規範及債權人保護機制，第四章以台灣高速鐵路股份有限公司為案例，探討其以債籌資型態及對公司產生的作用。

如何運用負債以使公司利益最大化尚無普遍公認的標準，因股東與債權人間存在利益衝突，公司利益最大化的概念也依其資產是否有足夠的清償能力而有流動，須注意負債相關代理成本的防免，才能充分發揮舉債籌資的益處。以我國現行法制及公司債契約通常型態，公司債債權人對公司的干涉程度尚屬有限；考量公司資金成本，發行公司債為長期、穩定的籌措資金途徑。銀行通常為公司借款最重要的債權人，具有監控優勢，其反應會釋放訊息予其他投資人，有助於矯正公司管理上的鬆懈，對公司治理具有正面效用，而融資契約中若干為保護債權人而設的條款，足以影響公司日後經營決策。

關鍵字：負債、公司治理、代理成本、公司債、融資契約

Abstract

Debt financing is one of the important ways for companies to raise fund. Funding decisions are highly related to the function of corporate governance. This thesis begins with the factors of the decision of financing in a company, and analyzes the benefits, the costs, the extent of regulation and the impact on corporate governance. The second chapter discusses capital structure, also with the difference between stock equity and debt financing. The third chapter talks about the main two approaches of debt financing: corporate bond and loan financing, and goes into the important regulation and mechanism of protecting creditors in both legal and contractual system of each approach. The fourth chapter gives an example of Taiwan High Speed Rail Corporation, looks into its ways of debt financing and the effects on this company.

There is no common standard for how to use debt to maximize the interest of companies. Because there are conflicts of interest between shareholders and creditors, the concept of maximizing the interest of companies depends on whether the company is in a state of insolvent. To exert the benefit of debt financing, it is necessary to prevent the agency costs of debt. According to the legal regulation and contract pattern of corporate bond in our country, it is very limited for bondholders to interfere the function of company. Considering the cost of financing, issuing corporate bond is a long-term and steady way of financing. Banks are usually the most important creditors of companies. Banks have advantage to monitor debtors. Their reactions release signals to other stakeholders. It is helpful to correct managerial slack of the debtor, and is also helpful to corporate governance. Some clauses meant to protect creditors in the debt covenants could influence the company's future decision making.

Key words: debt, corporate governance, agency cost, corporate bond, debt covenant

目錄

第一章、緒論 1
第一節、研究動機與目的 1
第二節、研究範圍與方法 2
第三節、論文架構 3
第二章、公司以負債或股權籌資之探討 5
第一節、公司籌措資金途徑 5
第一項、金融市場 5
第二項、直接金融與間接金融 5
第三項、股東權益與負債 8
第二節、債權與股權 10
第一項、債權與股權之性質差異 10
第二項、債權人與股東之利益衝突 12
第三節、公司籌資決策之形成—利益與成本 14
第一項、資本結構理論 14
第二項、代理理論 20
第三項、公司以債籌資的理由 29
第四項、自由現金流量理論 30
第四節、我國企業籌資狀況 32
第五節、公司最適籌資方式之討論 35
第一項、公司制定資本結構的因素 35
第二項、使公司利益最大的資本結構 38
第三項、以債籌資的利與弊 46
第三章、公司以債籌資之探討 48

第一節、近代公司以債籌資的發展 48
第一項、傳統借貸關係 48
第二項、債權市場流動性的增加 48
第三項、次級貸款風暴的發生 50
第四項、債權人控管風險方式的變革 51
第五項、小結 55
第二節、債權人與公司治理 56
第一項、保護債權人的理由 58
第二項、資本原則與債權人保護 59
第三項、董事對債權人之責任 63
第四項、股東對債權人之責任 67
第五項、負債對公司治理的正面效用 68
第三節、公司以債籌資重要方式之一：發行公司債 69
第一項、公司債市場發展概況 71
第二項、具有股權性質的公司債 76
第三項、公司債規範內容與債權人保護機制 80
第四項、小結 98
第四節、公司以債籌資重要方式之二：融資借款 99
第一項、我國企業融資借款狀況 100
第二項、公司融資借款的主要債權人—銀行 102
第三項、銀行授信簡介 109
第四項、融資契約內容與債權人保護機制 113
第五項、小結 129
第五節、公司以債籌資方式之探討 130
第一項、舉債方式之考量因素 130

第二項、公司以債籌資方式之比較 132
第四章、案例研究—台灣高速鐵路股份有限公司 134
第一節、公司概況 134
第一項、高鐵公司大事記 134
第二項、財務狀況 136
第二節、聯合貸款 139
第一項、聯合授信契約重要內容與債權人保護機制 139
第二項、聯合授信契約對高鐵公司之影響 143
第三節、特別股 145
第一項、高鐵公司所發行之特別股 145
第二項、具負債性質之特別股 148
第三項、特別股爭議問題及訴訟情形 152
第四項、後續發展與影響 161
第四節、小結 164
第五章、結論 167
參考文獻 170

圖表目錄

圖表 1：我國直接金融與間接金融存量統計資料 7
圖表 2：公司重要籌資方式之特性比較 9
圖表 3：我國民營企業主要資金來源表 33
圖表 4：公司以外部股權、負債籌資與代理成本之關係圖 45
圖表 5：我國各類債券流通餘額圖 74
圖表 6：我國公司債近年度統計資料 74
圖表 7：2013 年底我國全體民營企業負債結構圖 101
圖表 8：高鐵公司近十年重要財務數據 136
圖表 9：高鐵公司近三年度財務比率 138
圖表 10 :高鐵公司特別股發行及流通在外（至 2014 年底）資料 146
圖表 11：高鐵公司股權結構資料（2014 年底） 148
圖表 12：高鐵公司特別股股本與股東權益資料 152
圖表 13：高鐵公司近年度財務資料 164

第一章、緒論

第一節、研究動機與目的

公司資金為其發展經濟活動的基礎，健全的籌資制度是公司治理運作的前提，尤其是在資合公司，所重視者為公司的財產而非股東個人條件，而公司選擇以何方式籌資，除所受法令規範程度、成本、效益各有不同外，也影響了公司經營者、股東、債權人等相關角色的動機與作為，更直接關係到公司的財務狀況與經營風險，亦可能影響公司本身的價值。在現代公司常採取有限責任制度下，公司財產獨立於股東財產，股東就公司債務所負責任以其出資額為限，對債權人不負有直接清償義務，有限責任固然有易於公司集資、活絡經濟發展的益處，然亦可能受到不當運用，而損及其他關係人如債權人之權益，公司各該關係人之間往往存在利益衝突，是故如何在有限責任下儘可能平衡股東與債權人的利益，已是現代公司法制常被關注研究的議題。

公司藉由舉債，於自有資本之外獲得更多資金挹注，擴大其經營能量與規模，有助於提高股東投資報酬率，也因為有債務的存在，公司除了依約負有還本付息的義務外，亦可能受到於相關法令、契約條款的規制、營運及財務風險的改變，使其經營決策與未負債時有所不同。公司舉債籌資之債權人均係自願債權人，為尊重公司營業自由與彈性，除足以影響投資大眾權益及金融市場的秩序與穩定者外，原則上法律對公司舉債模式並無過多的限制與干涉，使公司得以享有充分的融資自由以追求最大利益、發展經濟活動，故公司與債權人間的權利義務主要由雙方契約來規範。債權人為求債務人依約還本付息，降低債務人違約風險，有動機採取一定的作為保護自己，然而其是否有足夠的談判能力、執行能力，實際上又能發揮多大的影響力，端視公司負債籌資的型態、各該債權人本身的地位、條件而有所差異。

負債比率係公司資產中由負債作為資金來源的比率，為衡量公司資本結構的重要指標，公司負債比率偏高，普遍而言並非象徵公司財務狀況穩健的正面指標，然而運用相當數額的負債籌資是否即表示公司涉險經營？如何運用負債以有效達成公司籌資目的並使公司利益最大？如果沒有一個普遍性的標準，是否有可以參考的規則或於市場機制運作下的型態，有助於發揮負債為公司帶來的價值，並降低負債造成的負面效果？又債權人為公司重要利害關係人，其地位可能因公司是否陷入財務困難而有所差異，與公司治理具有一定之關聯，且在公司採用不同的負債籌資途徑下，公司與債權人間的權利義務內容亦有所不同，這些內容對公司的影響為何？對債權人又是否足以形成充分的保護？以上與公司負債籌資相關問題，即為本文所要關注的議題，也是本文寫作之目的。

本文希望藉由國內外相關文獻的研究整理、法令制度、契約及個案的討論，從公司籌資的開始，係以選擇股權或負債籌資為起點，如決定以負債籌資，其重要途徑包含發行公司債、融資借款等，各該負債籌資方式的特色、法律規定或常見的重要契約條款為何，其中有何保護債權人的機制及對公司所造成的效果，對照我國公司概況與相關案例，提出公司以負債、股權籌資的相對利弊、公司以債籌資對公司治理的影響、各該負債籌資方式的相對利弊、風險及研究心得。

第二節、研究範圍與方法

本文以公司負債籌資為主要研究主題，範圍包括公司籌資決策之選擇，以股權或負債籌資之利益、成本、考量因素，公司以債籌資的發展與主要途徑，負債、債權人與公司治理的關聯，發行公司債及融資借款之相關法制、契約內容、債權人作為對公司的影響，與負債各部份法制、契約相關之實務案例，及與各該法制、契約相關之國外制度介紹等。本文係以有限責任型態之公司為主要討論對象，惟不限於此，就國內相關統計資料的整理分析則包含獨資、合夥等商業型態之全體

民營企業。

本文研究方法主要採「文獻分析法」，將與本文研究主題相關之國內外書籍、期刊、論文等資料作有系統的介紹、整理、分析，並兼採「比較研究法」，於我國規範或有不足，而國外有更完備之法制，或與我國不同而值得參考的法令制度時，加以介紹比較。此外，本文於討論法令制度、重要契約條款時，亦援引相關實務案例、統計資料或實證研究結果為對照資料，並以國內負債籌資比例甚高的台灣高速鐵路股份有限公司為案例，專章為較深入之探討。

本文採取分章重新編註之方式，即每章節之註解重新開始編碼，各章中首次出現之文獻，即使前章已出現過，於次一章節的註解中仍會記載該文獻之完整資料，以便於分章閱讀與查找，附此敘明。

第三節、論文架構

本文共分為五章，各章內容大綱如下：

第一章「緒論」：說明本文研究動機、目的、範圍、方法及架構。

第二章「公司以負債或股權籌資之探討」：本章以公司籌資途徑的選擇為出發，分別就公司及投資人的角度討論公司以負債或股權籌資的差異性，及整理我國統計資料介紹國內企業籌資概況，並由資本結構、代理問題等重要理論及相關研究結果，分析公司以負債或股權籌資之利益、風險、考量因素，提出公司以負債、股權籌資之相對益處。

第三章「公司以債籌資之探討」：本章先由近代公司以債籌資之發展趨勢、負債籌資、債權人與公司治理的關聯及重要性開始，討論公司法制就債權人保護之相關規範、董事對債權人的責任，並整理我國統計資料，介紹國內公司以負債籌資之概況，再就公司以債籌資之主要途徑，即發行公司債及融資借款，其相關法令、

契約分別對公司的規制程度及債權人保護機制為整理分析，提出上開兩種負債籌資方式對公司治理的影響以及相對益處。

第四章「案例研究—台灣高速鐵路股份有限公司」：該公司採取相當比例之負債籌資，其重要途徑包含聯合貸款及具負債性質之特別股，本章分析其各該負債籌資模式的形成過程、結果、訴訟爭議、所面臨的問題及處理方式，對照本文先前提出公司以債籌資的利益、風險，探討該公司籌資決策的利弊影響。

第五章「結論」：回顧前述章節，提出研究心得，總結全文。

第二章、公司以負債或股權籌資之探討

第一節、公司籌措資金途徑

第一項、金融市場

由資金需求者與供給者共同存在的經濟環境中，形成「金融市場」(Financial Market)，金融市場是資金需求者與供給者間的橋樑，以經濟學的角度而言，金融市場具有降低交易成本、提供金融資訊、促進經濟效率等功能。金融市場中包括貨幣市場、資本市場、借貸市場、外匯市場、衍生性金融商品市場。以期間來區分，「貨幣市場」(Money Market)是指提供 1 年期以下短期金融工具交易的市場，例如國庫券、商業本票、可轉讓定存單、銀行承兌匯票等短期票券，以及附買回或附賣回交易、金融業拆款市場等，貨幣市場通常沒有集中交易場所，須透過電話或店頭市場進行交易；而「資本市場」(Capital Market)則是指提供 1 年以上或無限期金融工具交易的市場，資金需求者依其需要，發行不同的中、長期金融商品供投資大眾投資，主要包含普通股、特別股、存託憑證等權益證券，以及政府公債、金融債券、公司債等債券，資本市場的金融工具大多有各自的集中交易場所與店頭市場[1]。

第二項、直接金融與間接金融

資金需求者取得資金的方式分為直接金融與間接金融。直接金融是指資金需求者發行有價證券，自金融市場籌措資金，由其他經濟單位如個人、一般企業、

[1] 謝劍平，現代投資學—分析與管理，頁 26 至 28，2006 年 1 月三版。

金融機構等對象購買，持有這些證券的利得與風險由投資人直接承受的融資方式，即資金需求者所發行的各式有價證券，直接銷售給資金供給者以取得資金。間接金融是由金融中介者介入資金的供需鏈中扮演資金媒介的角色，金融機構吸收資金後，再貸放給資金需求者的方式，此放款的利得與風險由金融機構承受，而非由最終資金提供者直接承受[2]。

企業透過直接金融募集資金的方法，例如在資本市場發行股票、公司債，而透過間接金融募集資金的方式，主要是向金融機構取得貸款。隨著各種籌資法制的建立，企業籌資管道越益多樣化，企業利用直接金融籌資的比重也逐漸提高，又因為資金市場存放款利率長期處於低點，投資人難滿足於低利率的存款利息，轉而投向證券市場期望獲取較高報酬[3]。但因為金融機構仍較一般投資人更有能力篩選及監督資金需求者，故一般國家資金需求者透過間接金融融資的比例仍高於直接金融[4]，以全球整體金融市場發展而言，間接金融占大半數以上，因直接金融的參與者一般以公開發行、大型公司為主，廣大的中小企業仍需仰賴間接金融體系。直接金融的主要參與者是證券商、投資銀行，在歐系的金融機構中，直接金融與間接金融經常是混業經營，稱為「綜合銀行」(universal banking)，美國則多採分業經營，但也逐漸有合體的趨勢，例如控股公司下設有銀行、證券子公司，我國也是以金融控股公司的方式以達到跨業經營目的[5]。

由中央銀行所公布之直接金融與間接金融存量統計資料[6]來看，於 1980、1990 年代，我國間接金融占資金總額的比例約為百分之八十多接近九十，自 1990 年代末期起間接金融的比例逐漸降至百分之七十多，顯示長期而言直接金融籌資方式

---

[2] 李存修、葉銀華，台灣資本市場之發展，頁 1-3，2014 年 9 月初版；黃志典，如何衡量間接金融與直接金融，收錄於其個人網頁「金融案例評析」系列文章中（網址：http://www.ib.ntu.edu.tw/jdhwang/files2/如何衡量間接金融與直接金融.pdf）。

[3] 廖大穎、谷湘儀、葉仕國主編，企業籌資法務與個案分析，頁 7，2008 年 11 月初版。

[4] 黃志典，前揭註 2。

[5] 李存修、葉銀華，前揭註 2，頁 1-3。

[6] 參照中央銀行網站之金融統計資料「直接金融—間接金融存量/流量」（網址：http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=1077&CtNode=524&mp=1）。

比重已有所提升。下表為近年來我國直接金融、間接金融存量統計資料，近年來間接金融比重又有逐步提升的趨勢，約接近百分之八十，或許是近年來的金融危機，使投資人採取較保守的投資方式，相對的資金需求者要由資本市場直接籌得資金的比重也隨之下降了。

圖表 1：我國直接金融與間接金融存量統計資料

（單位：新台幣億元、%）

年度	間接金融		直接金融		合計
	金額	百分比	金額	百分比	
2002 年	209,517	76.37	64,817	23.63	274,334
2003 年	216,677	73.82	76,844	26.18	293,521
2004 年	234,836	74.06	82,265	25.94	317,101
2005 年	252,638	74.35	87,156	25.65	339,794
2006 年	266,215	75.4	86,878	24.6	353,093
2007 年	275,871	75.75	88,334	24.25	364,205
2008 年	287,993	77	86,031	23	374,024
2009 年	291,916	76.87	87,845	23.13	379,761
2010 年	308,680	77.69	88,662	22.31	397,342
2011 年	326,519	78.3	90,482	21.7	417,001
2012 年	343,420	78.9	91,828	21.1	435,248
2013 年	361,526	79.35	94,110	20.65	455,636
2014 年	376,182	79.37	97,792	20.63	473,974

（資料來源：中央銀行金融統計資料）

第三項、股東權益與負債

公司的資產為其負債與股東權益的總和，意即公司資產來源之一為股東的出資，另一則為舉債而來。以股份有限公司為例，透過直接金融籌資的主要管道為發行新股與公司債，透過間接金融籌資最主要的管道為向銀行借款。其中公司債與融資借款均屬公司的負債，公司股份則屬公司自有資本，性質上有所不同。以公司的角度而論，構成其資產之資金來源分為資本與負債；以出資者的角度而論，其出資所享權利分為股權與債權。

「股東權益」於財務報表的定義，乃指公司股東所享有之權利，即公司之資產總額減去負債總額後之淨值，公司股東權益的來源有二，「投入資本」為股東繳納或外人提供的資本，「保留盈餘」為公司盈餘尚未分配給股東的部分[7]，本文主要探討之權益為股東所投入於公司的資本。資本是資合公司最重要的構成基礎，是各股東資金的結合，從事經濟活動的企業型態，其中以股份有限公司為最具代表之組織[8]。股份有限公司的資本依公司法第 156 條第 1 項規定，應分為股份，每股金額歸於一律，一部分得為特別股。公司發行新股最主要的目的在於集資，屬通常的發行新股，在此目的下必然要求資金的注入，使公司資產、資本有所增加，公司法第 266 條第 1 項所規定的「發行新股」，屬通常所稱的發行新股，其定義為在授權資本制下，發行公司章程所載股份總數中未於設立時發行的股份，或公司已將規定的股份總數全部發行完畢，欲增加資本而修改章程後所發行的新股，為募集資金而第二次發行股份。另外，公司亦可能因為股份交換、盈餘或公積轉增資、履行契約或與他公司合併或分割而發行新股[9]，上開情形屬特殊的發行

[7] 幸世間（審定）、林蕙真，中級會計學新論（上冊），頁 634，2007 年 3 月增訂四版。

[8] 廖大穎，公司法原論，頁 16，2012 年 8 月增訂六版。「資合公司」指公司的信用基礎在於資本，即企業信用的判斷，取決於公司財產的總擔保，所重視者為公司的雄厚資力，而不在乎股東個人條件。

[9] 參酌公司法第 156 條第 4 項、第 240 條第 1 項、第 4 項、第 167 條之 2、第 262 條、第 268 條之 1 第 1 項、第 317 條之 1、第 317 條之 2。

新股，不當然增加公司的資產[10]。公司依其需求，亦得向證券機關申請核准公開發行[11]，受證券交易法的規範，將股票出售給不特定投資大眾，使公司透過股票募集資金更加容易，股票也成為現代投資人最普遍的投資工具。

「負債」於財務報表的定義，係指企業現有義務，該義務係由過去交易事項所產生，且預期未來清償時將產生經濟資源的流出者[12]。公司負債包含因交易所產生的負債如應付帳款、應付工程款等，因融資所產生的負債如應付公司債、借款等，及其他負債如應付員工紅利、退休金等。本文主要探討者為融資性負債，公司負擔該等債務係以取得營運所需資金為目的，而公司以債籌資的主要途徑為發行公司債及融資借款，其詳細內容將於本文第三章論述。關於公司以股權籌資及負債籌資的幾種重要方式，其特性比較如下表所示[13]。

圖表 2：公司重要籌資方式之特性比較

性質	股東權益	負債		
項目	現金增資	銀行貸款	普通公司債	轉換公司債
股東會通過	需要[14]	法律未要求	法律未要求	法律未要求
董事會通過	需要[15]	需要[16]	需要[17]	需要[18]

[10] 王文宇，公司法論，頁 431，2008 年 9 月四版。
[11] 是否屬於公開發行公司，係以有無向證券機關辦理公開發行程序為判別標準，公司一旦有公開發行行為即屬公開發行公司。又公司法上的公開發行有募集設立、公開發行新股、發行公司債三種型態。
[12] 幸世間（審定）、林蕙真，前揭註 7，頁 22。
[13] 資料來源為：邱智謀，企業如何善用公司債籌資以強化財務結構，證券暨期貨月刊第 29 卷第 4 期，2011 年 4 月；「債券市場資訊」簡報資料，證券櫃檯買賣中心，2012 年 12 月（網址：http://www.gretai.org.tw/storage/bond_download/債券市場彙總簡報.pptx）。本表係依上開資料之原表格修改整理而成。
[14] 增資發行新股，因超過公司章程所定股份總數，須由股東會依公司法第 277 條規定變更章程後，董事會始得決定發行新股。此與分次發行新股（在授權資本範圍內發行，章程所定資本並未變動）僅需董事會特別決議不同。
[15] 依公司法第 266 條第 2 項規定，應經董事會特別決議。
[16] 就此法律固未具體規範，惟董事會為公司意思決定機關，公司業務之執行除法律或章程規定應由股東會決議之事項外，原則上由董事會決議行之（公司法第 202 條），故公司向銀行借款之決定原則上應由董事會決議。
[17] 依公司法第 246 條規定，應經董事會特別決議。
[18] 同前註 17。

性質	直接融資	間接融資	直接融資	直接融資
流通性	極佳	無	不佳	普通
利率形式	無利息（股東所享權利為盈餘分配請求權）	多為浮動利率	多為固定利率	低利率或零利率（轉換價格多為溢價）
申請需時	12 個營業日	不一定	7 個營業日	12 個營業日
資金到位需時	約 1 個月	視銀行而定	約 2 週	約 1 個月
盈餘稀釋	大	無	無	延緩
負債比率	降低	提高	提高	提高
發行額度限制	無	無	有 [19]	有 [20]
利息費用	無	中	低	極低
保留員工認股	有	無	無	無

第二節、債權與股權

第一項、債權與股權之性質差異

債權與股權性質不同，債權人與股東之權利義務亦有下列顯著差異 [21]：

(1) 參與經營權的有無：學理上股東權區分為共益權與自益權 [22]，其中共益權即指

[19] 公司法第 247 條。
[20] 同前註 19。
[21] 黃銘傑，公司治理與企業金融法制之挑戰與興革，頁 143、144，2006 年 9 月初版；黃拓華，公司組織再造對債權人之保護，國立政治大學法學院碩士在職專班碩士論文，頁 18 至 21，2008 年 1 月。
[22] 自益權、共益權之區別為股東行使權利目的不同。若股東權之行使專為股東個人利益者為自益權，例如盈餘分派請求權、剩餘財產分配請求權；若股東權之行使非專為股東個人利益，而兼有為公司之共同目的者，尤其是股東參與公司管理之權限，或為防止公司不當經營而謀求法律上救濟，

得參與公司經營、管理的權限。於股權分散、經營與所有分離的公司，股東不必然擔任公司經營團隊，然而在公司需要作某些重大決策時，法律即規定應經過相當比例股東的同意。在股份有限公司，須經股東會普通或特別決議通過始得為之的事項，例如公司要為他公司無限責任股東或合夥事業的合夥人[23]、公司經理人及董事的委任、解任及報酬[24]、變更章程[25]、關於出租全部營業的契約、讓與全部或主要部分營業或財產[26]、解散、合併、分割等等對公司影響重大的決策，且公司的營業報告書、財務報表、盈餘分派或虧損撥補議案等重要表冊，也必須提請股東同意[27]，而有定期獲得資訊的途徑，並可利用違法行為停止請求權[28]、股東代表訴訟[29]等制度，對董事業務執行進行監督。公司債債權人則未享有上開參與公司經營的權限，各國公司法多未賦予債權人干預公司經營的法律上權利[30]，惟部分資訊、監控能力佳之債權人如金融機構，可能藉由債權契約而影響公司決策，於某程度具有實質上的參與權能。

(2) 發放股利或利息的不同：依公司法第 232 條之規定，公司必須於彌補虧損、依依法提出法定盈餘公積後，始得分派股利，故公司股東僅能於公司有盈餘的年度，方能分派盈餘，且分派金額因公司營運狀況而有變動，並無固定收益，且每一普通股所能分派的股利均相同。公司債權人則不論公司有無盈餘，均可依其約定請求公司給付利息，個別債權人因其議價能力、債權契約條件之不同，可收取的利息也不同。

(3) 公司有無償還義務：股份有限公司除非公司有解散、清算等情事，否則股東不

為自益權。參見廖大穎，前揭註 8，頁 126。

[23] 公司法第 13 條。

[24] 公司法第 29 條、第 192 條、第 196 條、第 199 條。

[25] 公司法第 277 條。

[26] 公司法第 185 條。

[27] 公司法第 20 條、第 230 條。

[28] 公司法第 194 條。

[29] 公司法第 214 條。

[30] 池美佳，公司法下的利益衝突與規範策略—以股東、經理人與債權人間的利益衝突為中心，國立台灣大學國家發展研究所碩士論文，頁 9，2006 年 7 月。

得要求公司返還其出資，對公司而言屬於無期限、無需償還的資金，但股東原則上得於市場上自由轉讓其股份；而負債於清償期屆至時，公司即負有對債權人償還本金之義務，係有固定期限的資金。

(4) 對公司請求權不同：債權人對公司享有者為固定收益的請求權，得依約定請求公司還本付息，當公司解散、清算時，公司債權人有優先於股東就公司財產受償的權利，而股東僅能於公司清償債務後，就剩餘財產進行分派，對公司享有剩餘財產請求權。

(5) 權利調整的可能性：公司每一股份所表彰之股東權利受有法律規範，且依股東平等原則均歸一律，具體內涵大致固定，股東事後難有磋商調整之餘地；債權人則可事先透過契約條款與公司約定各項借貸條件，事後亦可能與公司協商調整權利義務內容。

第二項、債權人與股東之利益衝突

因債權與股權本質上有重大不同，債權人與股東的利益及風險也有所不同。資合公司為企業常見的型態，我國現行法律設計重視資合公司財產總擔保機制，資合公司雖為股東所組成，但股東個人條件不重要，股東的出資才是公司對外信用基礎所在。在股東有限責任之下，股東對於公司之責任以其出資額或繳清股份的金額為限[31]，股東藉由投入資金，期待能夠獲得公司分派盈餘、股利，但仍須待公司依法彌補虧損、完納稅捐、提撥盈餘公積後尚有剩餘，股東始得分配；而債權人則是依其公司間的債權債務契約，領取固定的收益，公司無論獲利與否，均負有依約履行的義務。

以對公司出資的角度而言，債權人義務亦是有限的，僅負有繳納其承諾借給

[31] 公司法第 99 條、第 154 條。

公司本金數額的有限義務，雖然債權人與股東都繳納固定數額的金錢，區別在於，只有股東希望在投資方面獲得開放性的資本收益[32]。在償債能力正常的公司，債權人可取得約定利息收益及屆期取回借款，但僅止於此，無法獲得更多好處，公司清償所有債務後，剩餘財產的權利人為股東[33]。然而，在資產不足清償負債的公司，其清償次序為擔保債權人、無擔保債權人、股東，依此順序股東收回其投資的機會最小，但在有限責任的保護下，股東也無須以自有資產彌補公司的不足。故公司處於虧損的情況下，如果仍進行盈餘分派，實質上有可能以債權人的資產為分派來源[34]。而股東透過經營階層，可能不當利用公司資產，例如未考慮公司償債能力即發放現金股利，導致公司資產減少而侵害債權人受償權利[35]。

因股利發放與公司獲利與否有直接關聯，股東也是公司剩餘財產的權利人，故股東為了希望公司有更多盈餘，傾向讓公司從事風險性較高的經營，畢竟高風險才有高報酬，此可提高公司潛在獲利的可能性，而股東的損失僅以出資額為限，在獲利無限、風險有限的情形下，股東自然較有影響經營階層為風險性經營的誘因，此情形即使在於專業經理人經營之公司，經理人亦有與大股東掛勾之可能性。而債權人較關心的是公司的償債能力，即公司是否能夠支付利息及於債務到期時如數還本，故債權人對於公司經營的看法通常是採取風險規避的角度，與股東較關心者為公司獲利能力，通常是風險偏好者有所不同。如果企業營運狀況良好，運用舉債資金賺取的利潤大於所需支付的利息，則對股東來說，運用負債可增加其投資報酬率，但公司一旦投資失利，整體價值下降，將影響債權人受償機會。債權人通常並無干預公司經營的權限，卻須承擔投資失利的風險，股東即因而享

---

[32] Eilis Ferran（著：Principles of Corporate Finance Law, 2008），羅培新（譯），公司金融法律原理，頁 18，2012 年 3 月初版。

[33] 依公司法第 90 條規定，清算人非清償公司債務後，不得將公司財產分派於各股東（無限公司、有限公司依第 113 條規定準用之）；同法第 330 條規定，清償債務後，賸餘之財產應按各股東股份比例分派（股份有限公司）。

[34] 曾宛如，論董事與監察人對公司債權人之責任：以公司面臨財務困難為核心，台大法學論叢第 37 卷第 1 期，2008 年 3 月。

[35] 王文宇，前揭註 10，頁 46、47。

有與其所承擔風險不對等之利益[36]。

第三節、公司籌資決策之形成—利益與成本

公司治理的本質不外是將公司對外籌資所得，於股東利益或公司價值最大化的目標下，經由健全的公司治理機制予以管理、營運，並將結果所得利益以盈餘分派方式回饋予股東，意即先有股東投資、借款等資金的流入，方有公司治理機制的啟動，故公司融資相關規範不僅是公司治理制度運作的前提，也是運用、分配治理結果實應遵循的法則[37]。公司有多種籌資方式可選擇，其中的效益、利弊各有不同，各該籌資方式受到不同程度的法制規範，亦有不同態樣的利害關係人權益需兼顧，公司如何選用籌資方式以有效率地達成該次募集資金之目的，追求更高的公司價值，亦是公司經營者的重要課題。本文以下先介紹與公司籌資選擇相關之重要理論及研究發展，以探討公司選擇以「負債」方式籌資的利弊及考量因素。

第一項、資本結構理論

資本結構(Capital Structure)係指公司資金的組成來源，包括負債及股東權益。公司因為使用資金來源中包含負債，而使每股盈餘或股東權益報酬率變動放大的效果，稱為槓桿作用(Leverage)[38]，負債比率越高，槓桿作用就越大。公司透過借入資金並加以運用，報酬率高於借款成本時，可使股東獲得優於未舉債情形下的報酬，達到以小搏大的效果，但也可能發生運用借入資金報酬低於預期的情況，而產生負面效果。不同的資本結構是否對公司價值有影響，公司最適資本結構為何、資本結構的決定因素為何，是在財務領域一直很值得探討的議題。本文以下

[36] 王文宇，同前註 35。
[37] 黃銘傑，前揭註 21，頁 141。
[38] 王文宇，前揭註 10，頁 38。

介紹討論資本結構較重要的理論發展。

第一款、資本結構無關論

企業無論透過股份或舉債來取得資金，都有其成本，企業取得資金並規劃運用，使成本最小、產生的效益、價值最大，是企業經營的目標，故資金成本及報酬率是企業決定以何種方式籌資的考量因素，資本結構也影響企業的價值有所關聯。

資本結構基礎理論中，最著名的就是由 Franco Modigliani 與 Merton H. Miller 於 1985 年所發表的資本結構無關論 （也被稱為 MM 理論）[39]，其假設：所有個體對未來投資、利潤、股利的看法一致，都有相同預期(Homogeneous Expectations)，所有公司的風險等級都相同(Homogeneous Business Risk Classes)，公司股票為零成長股票 [40]，企業規模維持不變，現金流量都可以用永久年金的方式折現(Perpetual Cash Flows)，企業舉債沒有倒帳風險，因此債權人要求的報酬也就是債務利率為無風險利率 [41]，以及完全資本市場 [42](Perfect Capital Markets)等 [43]，在符合上開假設下，該理論認為公司價值不受資本結構的影響，公司價值由其營運能力決定，與資本結構如何組成無關。

在沒有公司及個人所得稅的情況下，MM 理論提出兩大命題。第一個命題，公司價值是由其營運能力所決定，取決於稅前息前利潤的大小，與其資本結構如何組成無關，也就是只要公司資產價值成長，公司價值就會增加。而資產價值增

[39] Franco Modigliani and Merton H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, the American Economics Review vol.48 no.3, 1958.
[40] 即公司每年產生的盈餘固定不變，且全部盈餘均作為股利發放予股東，股票為零成長而具有永續年金的性質。
[41] 即個人與公司均可毫無限制地發行無風險債券以籌資。
[42] 即投資人買賣股票或債券無須支付交易成本，並可免費獲得各種所需資訊。
[43] 邱麗娟，資本結構評價：MM 資本結構理論，證券櫃檯雙月刊第 136 期，2008 年 8 月；謝劍平，財務管理：新觀念與本土化，頁 361、362，2008 年 2 月四版。

加必須透過有效率的投資活動來達成，因此 MM 理論認為公司價值取決於其所創造出來的利潤多寡。在 MM 理論的基本假設及無稅負假設下，資本結構並不會影響公司的價值，意即，舉債公司與無債公司的價值相等。第二個命題，有負債公司的普通股必要報酬率（投資人願意投資的最低報酬），是無負債公司的普通股必要報酬率加上舉債帶來的風險溢酬(risk premium)，即投資人預期報酬率會受到公司籌資方式之影響而有不同。雖然負債的資金成本較低，但當公司使用負債時，所承擔的風險變大，股東即會要求較高報酬率作為補償，這個承擔風險的回報也就是風險溢酬，這使權益資金的成本上升，因而抵銷負債的利益，最後整體資金成本維持不變[44]。此理論認為，公司的市場價值不受資本結構的影響。

第二款、資本結構有關論

因前述無公司所得稅的理論與現實世界有相當落差，Franco Modigliani 與 Merton H. Miller 於 1963 年提出修正，將公司所得稅因素列入考慮。原本在不考慮公司所得稅的理論中，公司所得的流向為股東或債權人，但加入公司所得稅的因素後，公司所得流向增加了繳稅給政府這個部分，此對公司並無好處，會造成公司市場價值的下降，然而，負債所產生的利息費用可使公司所得減少，而有抵稅的好處，即稅盾效果(tax subsidy)，因此隨著負債增加，公司價值也隨之增加。新的 MM 理論意味者舉債越多，越能降低資金成本，提高公司價值，在極端情形下，即認為完全由負債組成的公司價值最大，公司的最適資本結構為百分之百的負債。此理論亦提出兩個命題，第一個命題，處於相同風險等級之下，有負債公司的價值，等於無負債公司的價值加上負債的節稅利益[45]。第二個命題，有負債公司的普通股必要報酬率，等於無負債公司的普通股必要報酬率加上舉債帶來的風

[44] 劉明衢，兩稅合一對公司資本結構決定因素之影響，國立政治大學會計學系碩士論文，第 2 章頁 6 至 8，2004 年 7 月；郭雅燕，股權結構對資本結構與負債期限之影響，國立台灣科技大學財務金融研究所碩士論文，頁 13、14，2010 年 6 月。

[45] 負債的節稅利益為公司所得稅率乘以負債總額。

險溢酬，風險溢酬的多寡視公司所得稅率與負債程度而定[46]。

Merton H. Miller 在 1977 年針對 MM 理論再加上公司所得稅與個人所得稅的觀點。在考慮個人所得稅之下，若債券利息的稅率高於股利稅率，債券持有人會要求較高的利息以彌補稅賦負擔，公司舉債的資金成本就會提高。此理論亦提出破產成本的概念，因無限制舉債導致破產成本提高，必須尋求破產成本與稅盾利益間的平衡才能達到最適資本結構。

第三款、靜態抵換理論

MM 理論雖認為舉債的稅盾利益可以增加公司價值，然而許多研究發現，舉債的財務槓桿提高也會帶來其他「槓桿關聯成本」(leverage related cost)，例如財務危機成本（或破產成本）[47]、代理成本[48]，而抵銷舉債的利益。財務危機成本包含：處理法律行政程序時所花費的時間、公司破產時支付給律師及會計師的費用、臨時處分資產的讓價損失等直接成本，以及客戶與供應商因對公司喪失信心所造成的訂單流失、公司必須放棄無法立即產生現金流入的可行投資計畫、重要員工離去或管理當局處理破產事宜所形成的無效率、限制條款使公司失去財務操作的彈性等間接成本；此外，隨著負債比例提高，債權人風險意識會增加，衍生的代理成本問題也就增加，公司內部人可能會有從事高風險投資或投資不足的傾向，甚至有剝削掏空公司資產的疑慮，債權人為了避免代理問題發生，會在債權契約上訂定各種限制條款與監督機制，因而衍生費用與管理上的缺乏效益，導致公司價值降低[49]。不同的資本結構下，處理財務危機的成本不同，對公司市場價值的影

---

[46] 劉明衢，前揭註 44，第 2 章頁 6 至 8；郭雅燕，前揭註 44，頁 13、14。

[47] E. Han Kim, *a Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity*, the Journal of Finance, vol.33, 1978. 此文探討破產成本對公司舉債政策與最適資本結構的關係，認為負債比重增加雖可以享有稅盾利益，但公司財務風險也增加，抵銷舉債帶來的稅盾利益。

[48] Michael C. Jensen and William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Oct. 1976, vol.3, no.4. 此文提出代理關係與代理問題。

[49] 謝劍平，財務管理原理，頁 227、228，2010 年 9 月三版。

響亦不同。

在衡量公司舉債的稅盾利益、財務危機成本與代理成本後，存在一個使公司價值達到最大即資金成本最小的最適資本結構，此為靜態抵換理論(static tradeoff theory)的概念。當公司資本結構偏離此水準時，公司會調整負債比例使資本結構回復最適水準，此理論是在負債的利益與損害間兩相權衡的折衷。

第四款、訊息理論

投資人與公司管理者間存在「資訊不對稱」問題，公司管理者籌資時優先選擇其獲取資訊最容易、代理成本最低的方式，而投資人認為公司內部人擁有內部資訊，則會對公司決策產生疑慮，認為資本結構隱含了某些透露公司未來前景的資訊，資本市場會以企業舉債程度作為公司經理人對其公司價值、未來盈餘的訊息。在這個理論下，投資人認為公司發行債券以支應新投資需求，係因公司未來前景看好，管理者有信心未來會有足夠的獲利能力以支付利息，反之，公司如降低舉債程度，即顯示其對未來盈餘無信心，又公司如發行權益證券，相較之下亦被視為負面訊息，可能被投資人解讀為股價已高估的訊息，投資人因而會想壓低公司股份的價格，公司只好折價發行。因為這種股份價格被低估的現象存在，使公司管理者較偏好以負債融資方式募集資金，且發行權益證券的程序較複雜，成本較高，也是造成公司偏好以融資方式募集資金的原因[50]。

第五款、融資順位理論

Stewart C. Myers 與 Nicolas Majluf 在 1984 年以訊息理論為基礎，而提出融資順位理論(Pecking Order Theory)，係以資訊不對稱的觀點來討論融資決策[51]，以管

[50] 參酌劉明衢，前揭註 44，第 2 章頁 17、18。
[51] 最早係由 Gordon Donaldson 研究提出(詳細內容參酌 Gordon Donaldson, Corporate Debt Capacity:

理者對公司資產及投資機會價值所掌握的資訊優於外部投資人，且管理者的行為有利於既有股東為前提。因公司經營者與投資人間資訊不對稱而帶來定價偏差的風險，即帳面價值與市場價值間之落差，而各種金融工具的訊息敏感度不同，股權證券的敏感度高於債權證券，故股權證券所面臨的定價偏差風險也較高，盡責的公司經營者會努力使證券的定價偏差最小化，以求最大化公司價值，因而會選擇受資訊不對稱影響較小的籌資型態，也就是內部資金優於外部資金[52]。故此理論認為，公司有資金需求時，其優先順序依序為：企業內部保留盈餘、發行新債、發行新股。優先使用自有資金如累積之保留盈餘，可以省去發行成本與外部人士的監督控制，且於新投資案有利可圖時，可快速執行並保持機密，亦可將價值保留給現有股東[53]。公司於自有資金不足時，才對外籌資，並考量資金成本與風險，公司對外籌資時會優先考慮向銀行借款，接下來依序是發行風險較低債券、發行風險較高債券，最後才是發行股份。融資順位理論中不存在公司最適負債比率，管理者由資金成本與風險來決定資金來源，負債比率只是投資決策、股利政策、融資決策等相互影響的結果。

造成融資順位的現象，主因為資訊不對稱，同於訊息理論，認為發行新股常會被投資人解讀為股價已高估，使投資人拋售股票而造成股價下跌、股東財富減少，為避免此一弊端，公司管理者傾向不以發行新股方式籌資。再者，外部融資需負擔發行成本，如承銷費用、聘僱律師、會計師的費用等，其中發行股票的成本又大於發行公司債，故公司管理者傾向先使用內部資金，如有外部籌資需求，發行公司債也會優先於發行新股。此外，外部融資於發行股票的情形下，可能造成控制權外流，若選擇對外舉債，也可能因債權人透過借貸契約訂定限制條款，致公司管理人經營的自由度受限，由上開原因而有融資順位理論所提出的籌資偏

A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity, 1961.），公司為了減少資訊不對稱對籌資的影響，會優先考慮使用自有資金。

[52] Eilis Ferran（著），羅培新（譯）羅培新譯，前揭註 32，頁 63。

[53] 陳明賢，「財務管理」課程講義：資本結構理論與財務危機之解決，台大開放式課程網站（網址：http://ocw.aca.ntu.edu.tw/ntu-ocw/index.php/ocw/cou/101S110/11）。

好次序。

第二項、代理理論

第一款、代理理論的提出

投資大眾將資金交給公司經營管理，形成了代理關係，因實際上難以全部股東一起管理公司，故選出董事形成管理階層，以致經營與所有分離，於代理理論(agency theory)中，股東被視為本人，經營者即是代理人，由本人授予代理人在一定權限內，以本人利益為依歸，執行特定事務，但因代理人與本人利益不一致，可能發生利益衝突之代理問題。關於公司經營與所有分離或合一的利弊，有研究認為經營與所有分離的好處在於，若專業性知識集中於少數人，那麼讓這些人同時擁有經營權與所有權會是最有效率的方式，且在經營與所有合一之下當然不會有前述代理問題發生，然而，隨著公司規模、所需專業知識層面擴大，若仍僅由公司所有者主控公司經營權，將使公司喪失引進專業人才以提升公司競爭力的機會；相反地，若公司經營與所有分離，其優點在於可以引進專業經理人以提升公司競爭力，且公司盈虧分離負責，經理人對於風險較高的投資方案較不會不敢採取，有助於公司的發展潛力[54]，然而公司經營與所有分離最主要的弊端也就是代理問題。代理成本可分以下為三部分[55]：

(1)「監督成本」(the monitoring expenditures by the principal)，為本人為避免代理人做出減損本人利益的行為，而採取監督控制手段所支出的成本，也包括了評估衡量代理人行為，及以如預算限制、獎酬制度、工作規則等方式控管代理人，

[54] 彭凱璐，從全球金融海嘯中重新檢視企業經營之代理問題－看「肥貓」的養成，司法新聲第 81 期月刊，2009 年 5 月。此部分關於公司經營與所有合一、分離之利弊分析及對公司經營績效的影響，詳請參照該文註解之 Eugene F. Fama and Michael. C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, Journal of Law and Economics, Jun. 1983, v.26, no.2.

[55] Michael C. Jensen and William H. Meckling, *supra* note 48.

使代理人為本人的利益而努力，所需支出的成本。

(2)「擔保成本」(the bonding expenditures by the agent)，或稱為「約束成本」，即代理人向本人保證不會損害本人利益的成本，或在代理人採取次佳決策時用以彌補本人的成本。

(3)「剩餘損失」(the residual loss)，即本人如具有與代理人相同的資訊與能力下所自行採取的效用最大化決策，相較於委託代理人所採取的決策，其間的差異稱為剩餘損失，在代理關係中，儘管本人支出了監督控制成本，代理人也自律地支出擔保成本，然而代理人所採取的決策與使本人利益最大的決策之間，難以避免地仍會存在相當落差，即剩餘損失。

因組織成員目標不一致，於彼此間存在著風險偏好程度不同、資訊不對稱的假設下，代理關係隱含了兩個問題[56]:

(1) 過量的非薪資好處：如管理者僅擁有一小部份股權，其工作熱忱較低，且支出更多特權消費，例如豪華的辦公室、配車、非必要的出差等等，這些稱為「非薪資好處」(non-pecuniary benefit)，由於公司經營成本多由全數股東共同支出，更甚者，在股權非常分散的情形下，單一股東沒有動機耗費精力來監督管理者的行為、公司的績效，因為這麼做所獲得之利益將由其他股東共同分享。

(2) 過度投資(overinvestment)：當公司閒置現金過多時，經營者可能從事較不謹慎的投資，甚至從事高風險但預期報酬率不一定高的過度投資，使公司價值下降。美國學者 Michael C. Jensen 在 1986 年所提出的「自由現金流量理論」就此有所探討，本文於後論述。

為避免經營者犧牲公司整體利益，解決代理成本問題，身為股東的本人為控管經營者行為，可能採取的方法包含：一、適當的股權誘因，例如賦予認股選擇

[56] 彭凱璐，前揭註 54。

權，促使經營者與所有者結合；二、監督機制的強化，如獨立董事的引進；三、要求代理人提供一定的擔保，如將代理人的待遇與公司表現連結[57]。

第二款、與負債相關的代理成本

公司經營與所有分離的結果，會導致前述代理成本的存在，如果非屬經營者的股東都將股份賣給有能力避免代理成本的管理階層，使得公司持有人即為公司經營者，經營與所有合一，公司資金來源僅剩下經營者自行出資及對外舉債，這樣一來就不會有代理成本的問題。然而，股權分散的公司是規模較大公司普遍盛行的組織型態，大型公司的單一管理階層通常僅持有一小部分的股權，也就是說大多數公司經營者對外籌資的方式並不會只有舉債一途。一般常稱的代理關係是指股東與經營階層之間，股東為本人，經營者為代理人；另一種代理關係則是存在於債權人與股東之間，因債權人對公司投入資金，但其並非公司所有人，無法介入公司經營，只能藉由公司股東選出經營階層以執行公司業務，在此角度也可認為債權人為本人，股東為代理人[58]，而債權人與股東、經營者間因利益、目標不一致，亦有利益衝突與代理問題產生。

與負債相關代理問題之討論，多著重於股東是否會透過經營階層，運用其決策權而投入具高風險的投資計劃，以致危害債權人的權利，因為現實上公司掌權的經營者通常也持有公司股份而兼具股東身分，其與債權人之間，本來就存有通常通常股東與債權人間的利益衝突；另一個問題，則是舉債經營的公司於負債水準增加時，公司財務狀況是否容易陷於週轉不靈、破產等風險。Michael C. Jensen 與 William H. Meckling 曾探討「負債代理成本」(the agency cost of debt)，係因公司有負債的存在，經營者因而調整其某些行為決策，除了可能減損債權人利益外，

[57] 王文宇，前揭註 10，頁 20。
[58] 黃拓華，公司組織再造對債權人之保護，政治大學法學院碩士在職專班碩士論文，頁 18，2008 年 1 月。

亦產生對公司整體利益上的減損，也因為以債籌資會帶來相關成本，故現實中公司籌資大多不會僅仰賴借款一途[59]。以下為公司以債籌資時可能產生之負債代理成本：

(1) 股東、經營者的自利動機 (incentive effect)

公司有發生財務危機的可能性時，只要公司仍有尚未償還的負債，經營者的決策可能會有所改變，其關鍵在於，某項投資計畫所創造的營運現金流量依資本結構由股東及債權人共享。公司財務狀況良好時，股東可依公司資本結構分配到投資計畫所創造的營運現金流量，但公司財務狀況狀態不佳時，若某項投資計畫所創造的營運現金流量大部分甚至全部為債權人所取得，公司股東就不會同意該項投資計畫，而有下列負債代理成本的產生[60]。

a.從事風險性投資[61]

在一個經營者僅出資小部分、負債佔大部分的公司，經營者有較強烈的動機從事風險性投資，因該投資獲利時經營者可以獲得大部分好處，投資失利時由債權人承擔大部分損失。因此，潛在的債權人較不願意將款項借給股東出資比例過少的公司，故以負債為主要財務來源的公司並非多數。

Michael C. Jensen 與 William H. Meckling 提出對此提出了模型，解釋在公司以債籌資的情況下，因為兼具股東身分的經營者，或與大股東通常有關聯的經營者，會有前述傾向從事風險性投資的誘因，結果會導致公司整體利益的減損。假設在一間由經營者持有的公司，有兩種投資機會可選擇，這兩種投資方式成本相同，總獲利的期望值也相同，唯一的差別只有在於第二種投資方式的變異數大於第一

[59] Michael C. Jensen and William H. Meckling, *supra* note 48.
[60] 林向愷，「財務管理」課程講義（2009 年秋季）：CH12.企業資本結構的決定因素，頁 405 至 410（網址：http://homepage.ntu.edu.tw/~kslin/course/ch12.pdf）。
[61] Michael C. Jensen and William H. Meckling, *supra* note 48.

種，也就是採取第二種投資機會的風險較高[62]，此時，若具股東身分的經營者是先決定投資策略，其後再決定要採用何種籌資方式，則這兩種投資方式並無差別；然而，如果具股東身分的經營者是先借入債務再決定投資策略，這兩種投資方式就會不一樣了，因為公司經營者若在借款、發行債券時先承諾採取低風險的投資方式，款項借到手後再改採較高風險的投資方式，將會使利益從債權人處移轉至經營者處。債權人所享有的權利是固定收益，當公司投資利得大於債權額時，債權人的利益至多等於債權額，當公司投資利得小於債權額時，債權人可能面臨無法順利受償的困境，其利益就只能等於公司投資利得。於投資機會的變異性越大時，股權的價值會提高，負債價值較低[63]，因此經營者有動機改採第二種投資機會以增加自己的利益，造成利益重分配，使利益從債權人處移轉至經營者。

債權人固然無法阻止具股東身分的經營者有前述更改投資決策之動機及行為，然而，債權人如能察覺經營者為使自己利益最大化，有動機改而採取第二種投資機會時，在公司以同一面額發行債券的情形下，債權人僅願意以較低價格購買債券[64]，即公司僅能取得較低價值的借款，這樣一來就不會有前述的經營者、債權人之間財富重分配問題，乍看之下也好像沒有福利的損失。但實情並非如此，上述的動機效果事實上是有成本的。因為公司借入款項的價值較預期少，所產生

---

[62] 此模型的全部假設為：由經營者持有的公司，尚無已發行在外之負債，無稅負，兩種投資機會的成本相同，設公司存續期間為 0 至 T，期間內對公司的權利可以自由在市場處分，於該期間內公司投入生產及監控活動，在存續期間結束後公司將不再有生產力，故公司產出包含了所有剩餘資產。這兩種投資機會的總產出均呈現常態分配，總產出期望值相同，僅變異數是第二種投資機會較大。公司資產價格按照「資本資產定價模型(capital asset pricing model，簡稱 CAPM)」決定，於該模型下，兩種投資機會的系統風險（即整體環境因素造成的風險，如政治、經濟、社會等整體因素所造成，無法透過投資組合來分散此種風險）亦相同。

[63] 採取變異數較高投資機會（前述第二種投資機會）的股權價值（設為 S2），會大於採取風險較低的投資機會（前述第一種投資機會）的股權價值（設為 S1），而公司的總價值由負債與股東權益組成，也就是採取變異數較高投資機會時，負債的價值會較低，設採取第一種、第二種投資機會下的負債價值分別為 B1、B2，依上開說明，B1 會大於 B2。此模型將具股東身分的經營者視為類似歐式選擇權中之「買權」(European call option)擁有者，經營者有權可以將公司從債權人手中買回，也就是在公司已發行的債券到期時，經營者可用該負債的帳面價值作為買權的執行價格，藉由清償這些負債而將公司收回來。假設公司係以一定的面額發行債券，於潛在債權人認為公司會採取第一種投資機會的情形下，會以 B1 價格購買債券，即公司會取得 B1 價值的借款，具股東身分的經營者其股權價值為 S1；若採取較高變異的第二種投資機會時，股東的股權價值較高（即 S2>S1）。

[64] 即債權人不會願意支付大於 B2 的錢來購買債券。

現金流量的期望值也較低，總市場價值較低，是故，如前所述經營者從債權人處掠取利益、造成利益重分配的動機，將導致公司整體利益的降低。債權人因為預期經營者有上開行為，會提高債權的價格，故不會真正承受上開利益損失，公司價值減損的利益損失最終會由具股東身分的經營者所承受。如果經營者可以不自私地追求私利，則在第一、二種投資機會的產出均相同的情形下，採取第一種投資方式才是使公司市場價值較大的選擇，其間的公司利益的損失係「剩餘損失」，此為公司以債籌資時，因經營者即股東之自私動機所產生的代理成本。

因上述推論係是公司只有存續一期為前提，於真實世界中公司期能永續經營的情況下，經營者必須對未來籌資需求加以考量，故經營者若為求自己利益最大而過於自私地掠奪債權人利益，使公司名聲不佳，恐造成公司未來籌資成本提高，此一未來性的考量會降低前述因經營者自利動機所產生的代理成本。但因為未來的籌資成本可能也是由未來的經營者承擔，現任股東、經營者仍有自利的動機，故不可能將此部分代理成本縮減至零。

另有學者提出「資產替代」(asset substitution)問題，亦稱為「風險移轉假說」(risk-shifting hypothesis)[65]，此看法指出，股東、經營者有選擇較高風險投資機會的誘因，即使某項投資方案的淨現值為負值，仍可能進行該項投資以搏取高利潤的機會，假如投資成功，大部分的好處會由股東享有，若不幸投資失敗，債權人本金、利息債權均難以實現，而承受莫大的損失，此看法亦與前述股東多為風險性偏好者有關。

b.低度投資(underinvestment)

在負債比率較高的公司，經營者可能會放棄某些對公司而言淨現值為正值的投資機會，而壓縮公司的獲利空間，此為學者 Stewart C. Myers 所提出的「低度投

[65] Richard C. Green, *Investment incentives, debt, and warrants*, Journal of Financial Economics, Mar. 1984, vol.13(1).

資」問題[66]。由於股東與債權人間存在利益衝突，一旦公司破產，債權人有第一順位的求償權，且淨現值較小的投資計畫，必須對公司債權人先償還本息後，股東才有分配盈餘的機會，故有些投資機會雖然淨現值為正值，然而股東礙於投資所產生之投資利得會先被公司債權人拿走，以致於具有股東身分的經營者，就某些投資計畫可能採取較為消極的態度[67]。簡而言之，如果某投資機會能夠賺取的利潤額並不高，意味著清償負債後，股東所能分配到的報酬所剩無幾，對股東而言，因為賺得少與投資失敗之間的差異並不是太大，還不如將資金拿去投資高風險、高報酬的投資方案，可能有機會獲得更多好處，而債權人能夠獲得的數額為固定，意即多出來的部分越多，該部分利益也就歸由股東享有。以上是因為決策權掌握在經營階層的手中，其通常也具有股東的身分，而債權人與股東又並非依照出資比例來分配投資報酬的緣故，然而這樣一來，某些淨現值為正但是數額不太高的投資機會，可能就會被經營者放棄了。

學者 Stewart C. Myers 也認為，當投資方案的報酬波動率上升後，低度投資的代理問題將會較緩和，而報酬波動率越大的投資方案，因高報酬通常伴隨著高風險，其風險也較高，此時以債籌資時較不會有低度投資的成本，故認為最適負債水準與公司風險間存有正向關係。國內有研究指出，假設風險轉移與低度投資動機具相互影響效果，若未來現金流量的波動性將隨公司投資規模上升而增加，則當投資規模上升，舉債公司的風險增加，而低度投資動機又會造成投資規模降低，使前述風險降低，此一風險轉移效果，與低度投資所造成的負債代理成本將有抵銷效果，故此項負債相關成本將視風險轉移效果與低度投資動機何者影響較大而決定[68]。

---

[66] Stewart C. Myers, *Determinants of corporate borrowing*, Journal of Financial Economics, Nov. 1977, v.5.

[67] 彭凱璐，前揭註 54。

[68] 段昌文主持，負債代理問題交互作用下之投資與融資決策，行政院國家科學委員會專題研究計畫，2005 年 10 月 30 日，執行單位：淡江大學財務金融學系（網址：http://tkuir.lib.tku.edu.tw/dspace/bitstream/987654321/4930/1/932416H032020.pdf）。

上開因股東自利動機而採取從事風險性投資或投資不足的代理成本問題，主要於公司面臨財務危機時才會產生，亦屬公司財務危機成本的一部分。當公司財務狀況正常時，股東為公司剩餘財產請求權人，有追求公司利益最大的誘因，然而當公司發生財務危機後，股東與債權人的利益衝突加劇，通常亦具股東身分或受大股東操控的公司經營階層，會傾向執行風險較大的投資與營運策略，寄望創造較多營運現金流量，讓公司有機會脫離財務危機的困境，且公司財務危機時，縱使面對淨現值為正的投資計畫，只要該投資計畫對債權人而非股東較為有利，基於股東自利心態，為減少公司現金支出，往往不會選擇此項計畫[69]。

(2)監控成本[70]

債權人可能藉由債權契約條款來限制經營者行為，例如分配股利、未來發行債權或借款、資本的維持等等與債權人權益相關的事項。為了防堵經營者如前段所述有減損債權人利益的動機，勢必得在契約條款上訂得更為精密、全面，於是產生制訂與執行契約的成本，也使得經營者採取某些最適決策的能力受到限縮，此將減損公司的整體利益，此即 Michael C. Jensen 與 William H. Meckling 所稱的「監控成本」(monitoring cost)。在邊際成本不大於邊際利益的情形下，債權人有動機去制訂上開契約條款並監控經營者行為，然而債權人並不真正需要承擔此一成本，因為債權人在貸與款項時，即會將此部分成本反應於債之價格內，例如較低的債券價格、較高的借款利率，並轉由借款人來承擔。借貸契約條款所生成本可能會影響公司未來現金流量，並影響公司價值及經營者權利，經營者有動機將此成本列入考量，因為內部或外部的監控成本最終會加諸於公司本身，故經營者會希望以最低成本的方式執行之。舉例而言，債權人希望能夠獲得充分的公司財務資訊，而公司經營者可能有較低成本的方式，因為經營者日常決策中即可蒐集這些財務資訊，故經營者會支出製作資料再請可靠的獨立機構驗證這些資料的相

[69] 林向愷，前揭註 60，頁 405 至 410。
[70] Michael C. Jensen and William H. Meckling, *supra* note 48.

關成本，此為「約束成本」，意指管理階層為了向債權人擔保其行為不會偏離其所承諾者所支出的成本。

(3)破產與重整成本

當公司無法支付當期負債所產生之義務時，即面臨財務危機，而公司負債越多，發生財務危機的可能性就越大。依我國民法第 35 條規定，法人的財產不能清償負債時，其董事應向法院聲請破產，公司法第 211 條第 2 項亦有類似規定，係採取強制聲請宣告破產義務，課予公司董事於公司資產不足清償負債時負有聲請破產的義務。公司負債越多，無法依約清償債務的違約風險當然越高，直接提高了破產的機率。

Michael C. Jensen 與 William H. Meckling 認為[71]，若公司發生破產情事，公司財產已無法清償負債，公司剩餘財產的權利人即股東，實已無剩餘財產可分配，而此時債權人會承擔其債權帳面價值與市場價值的落差，也就是「剩餘損失」。公司未來現金流量的市場價值小於資產出售價值時，資產的變現性會出問題，然而許多債券條款是不允許公司隨意變賣資產償債的。因破產有其成本，債權人必須訂定相關契約條款以防止公司未來出現可能導致破產的狀況，因此制定及執行這些條款的成本，也會降低債籌資的好處；再者，破產所涉及的法律程序本身亦會消耗掉公司資產的剩餘價值。當破產機率增加時，公司的營運成本與利潤均受影響，例如公司可能需付出更多薪資來聘僱願意承擔失業風險的管理人及員工，尤其是在客戶較重視售後服務及研發更新（諸如設備或軟硬體的維護、升級、技術支援）的產業，這些公司能否持續營運下去，對於客戶而言就是可以繼續享有較低成本之服務的利益，此與債權人希望公司繼續營運下去，以求其利息與本金得以受償的利益，沒有什麼不同，因此當公司面臨可能導致破產的財務危機時，也會影響到其產品在市場上的需求。此外，公司股東在面臨公司清算或重整的抉

[71] Michael C. Jensen and William H. Meckling, *supra* note 48.

擇時，有動機選擇重整作為最後一搏的機會，因為一旦重整成功則有東山再起機會，失敗則由債權人承擔風險，若進行清算時，債權人有優先受償權，股東可能無法收回資金[72]。

第三項、公司以債籌資的理由

負債可能對公司造成資本弱化效果，高負債公司在市場走勢逆轉時的調適度較低，一旦大環境發生變動可能受到較大的衝擊，影響其他股東、基金投資人、銀行等債權人等權益，甚至可能危害公司所在國金融之穩定，高度槓桿不但使公司難以避免系統風險，亦可能創造下一波系統風險[73]。且上述與負債相關的代理成本，均會減損公司的整體利益，而一併分受此等不利益的股東，會有壓低上開代理成本的動機，則對於具股東身分的經營者而言，讓公司減少使用負債這樣的籌資管道，即是減低與負債相關代理成本的直接方法，然而，實務上少見完全不以負債籌資的公司。

因此，Michael C. Jensen 與 William H. Meckling 同時也探討有那些因素鼓勵了公司使用負債作為籌資方式[74]，其一即是前述 MM 理論中所提及的稅盾效果，此外，公司所有者本身資金有限的情形下，可能會損失一些潛在有利的投資機會，若能藉由舉債增加公司資金，便可增加公司的投資機會、減少機會損失，此亦係公司運用財務槓桿擴大其經營、有助提升股東投資報酬率的效果。公司以債籌資其他可能的理由，例如因債權人享有固定收益，一般而言所承受的風險較股東低，願意接受較低的報酬率，故公司以債籌資或能取得較低成本的資金；又債權人並無參與公司經營的權限，干預經營的可能較低，以債籌資對現有股東而言，亦可

[72] 陳姿廷，股權結構對公司公開舉債與銀行借款影響之研究，國立政治大學財務管理研究所碩士論文，第二章頁 11，2001 年 6 月。
[73] 李佳芳，管制私募股權基金之研究—以投資人保護及資本市場管理為中心，國立臺灣大學法律學院法律系碩士論文，頁 34，2008 年 2 月。
[74] Michael C. Jensen and William H. Meckling, *supra* note 48.

避免股權稀釋；且公司發行新股需於授權資本範圍為之，以股份有限公司而言，需保留一定比例予員工承購，如係公開發行手續將更繁複，而一般融資借款則無特殊限制，程序上較為簡便，此均是公司選擇以債籌資可能的理由。

第四項、自由現金流量理論

Michael C. Jensen 由代理理論再引申出「自由現金流量理論」(Free Cash Flow)[75]，所謂「自由現金流量」係指公司從營業活動創造出的現金流量，扣除為維繫其企業競爭力所為之必要投資後所剩餘之資金。自由現金流量理論的背景是 1960 至 1980 年代美國石油業所經歷的榮衰轉折，美國石油業於 20 世紀的 60、70 年代繁榮興盛，公司有大量的現金流量可供作投資，然也因經營者追求己利的自私動機，導致投資活動的失敗及企業的虧損，而於 1980 至 1990 年間美國石油業出現大併購熱潮，石油危機伴隨經濟衰退，使多數石油公司經濟狀況普遍惡化。在此背景下，Michael C. Jensen 所提出之自由現金流量理論，即探討公司自由現金流量與公司價值的關聯，以及舉債如何對公司代理問題產生正面的影響。

企業產生的自由現金如何運用，可能引發公司經營者與股東間的利益衝突。在經營與所有分離之下，經營者不見得會以股東的最佳利益為決策依歸，當公司有過多閒置資金時，經營者可能會從事較不謹慎、風險較高而不一定具有相當報酬率的投資，即「過度投資」的弊端。依股東的立場，當公司已無其他更適當的投資標的，仍有自由現金流量時，公司應將其發還股東，使股東得自行用以從事更有效率的消費或投資。且公司過多的現金若能還給股東，公司其後再有資金需求時，經營者必須再透過適當的籌資管道募集資金，也因此會受到資本市場、法令等約束，經營者的權限將受到若干控制。然而對於同樣追求自己利益最大化的公司經營者而言，公司規模擴大、其可自由裁量運用的現金增加，經營者將享有

[75] Michael C. Jensen, *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, American Economic Review, May 1986, v.76, no.2.

更多資源及更大的權力，且公司規模與經營者可獲得的報酬通常為正比關係，使經營者有誘因擴大企業規模，甚至遠超過該企業本身之最適規模，而在企業產生大量的現金流量時，管理者也更有誘因從事特權、浪費行為以及較無效率的使用。上述現象，在快速發展、有大量投資獲利計畫但自由現金流量少的公司較不顯著，因為此類公司頻繁至資本市場取得資金，資本市場有機會對其妥為評估；然而，在低成長性、有大量自由現金流量的公司較為顯著，甚至對於衰退中的公司更加明顯，因為這類公司將現金浪費於不經濟投資的問題更加嚴重[76]。

國內有研究關於我國上市公司現金增資後之長期經營績效與增資前的差異[77]，其結果顯示，現金增資前 1 年起至增資後 3 年，公司資產營業報酬率[78]有逐年下降的趨勢，下降幅度頗為顯著且逐年擴大，增資前 2 年與增資後 3 年之平均差異，資產營業報酬率下降 2.36%。進一步探討上開原因發現，增資前的自由現金流量對營業報酬率有顯著影響，自由現金流量佔資產比率越高的公司，其現金增資後績效下降的幅度也越大，此一研究結果支持自由現金流量理論。

公司如保有過多的現金流量，容易造成嚴重的代理問題，故公司擁有許多自由現金，不代表公司價值會因此增加，反而顯示出公司並未有效利用其資金，使其價值較預期為低[79]，是故減少自由現金流量，亦為降低代理問題、提升公司價值的方法之一。負債使得公司必須定期支付利息、到期償還本金，可約束公司的自由現金流量，也因而降低管理階層的控制權，且經營者擔心未來無法償還負債，也必須更努力及謹慎地經營。此外，公司資本結構中有適度的負債，受到債務契約條款、法令、破產機制的監管下，經營者利用自由現金流量從事過度投資或投

[76] Michael C. Jensen 舉例，如先前曾成功研發藥品而獲得大量自由現金流量，卻未能再繼續研發而欠缺成長性的藥廠。

[77] 王克陸、黃思瑋、陳建偉，現金增資前後營業績效變化與自由現金流量假說，交大管理學報第 26 卷第 1 期，2006 年 6 月。該研究樣本為 1988 年至 2000 年間曾於臺灣證券交易所辦理現金增資的上市公司，為避免盈餘轉增資、資本轉增資所造成的影響，樣本採用只辦理現金增資而無轉增資者，有效樣本共計 176 個公司，資料期間為 1986 年至 2003 年。

[78] 該研究以「資產營業報酬率」作為營業績效的衡量指標，「資產營業報酬率」為公司稅前息前的營業淨利除以平均總資產，採用稅前資料係為避免稅負上的差異造成研究結果偏差。

[79] 黃銘傑，前揭註 21，頁 148 至 150。

資不足等行為會受到限制，也就是說舉債可以抑制經營者過度投資，也可因債權人加入而增加監督的力量。我國學者亦提及「負債之誘因效果」，因大型股份有限公司中，股東數量眾多，力量難以集結，越來越難有效控制公司經營者不當經營行為，而負債具有導正經營者行為的誘因，經營者若經營不善致公司破產，不僅喪失或移轉經營權，亦可能在社會上蒙羞，因此產生戮力經營的誘因，提升公司價值並避免財務危機[80]。綜上可知，公司適度舉債可降低其代理成本，因而提升公司價值。

第四節、我國企業籌資狀況

我國民營企業最主要資金來源為金融機構放款及股權，民營企業於 2011 年自國內正式金融體系（包含金融機構放款、短期票券及附條件交易、債券、公司債與共同基金、上市櫃公司股權）共籌得 10,630 億元資金，佔民營企業總投資金額的 49.2%[81]。

欲了解我國特定期間各經濟部門的資金來源及資金用途，最重要的參考資料即是中央銀行所公布的資金流量統計資料[82]。該統計資料中的「民營企業」部門係指由民間控制或所有，經營金融以外業務之公司、合夥或獨資行號，包括農會供銷部及黨營事業，尚無法僅將公司的數據單獨顯示，即下表的資料不僅只於公司組織；又企業以負債籌資的方式尚有短期票券、附條件交易等項目，因相對數額微小故於下表先省略之。依中央銀行公布的數據，整理我國近年來整體民營企業於股東權益、負債方面的主要資金來源如下：

---

[80] 黃銘傑，前揭註 21，頁 147，附註 5。

[81] 楊雅惠、許嘉棟，台灣金融體系之變遷綜觀，頁 4-8 至 4-9，2014 年 9 月初版。

[82] 該統計資料為每年年底各經濟部門的金融性資產及負債存量，將國內全體經濟體系劃分為家庭及非營利團體、民營企業、公營事業、政府部門、金融機構及國外等經濟部門，在各部門下分設「資金用途」（資產）與「資金來源」（負債）兩欄。詳見中央銀行「資金流量統計」網頁（網址：http://www.cbc.gov.tw/np.asp?ctNode=540&mp=1）。

圖表 3：我國民營企業主要資金來源表

（單位：新臺幣百萬元）

年度	以權益籌資			以負債籌資				b/(a+b)[83]
	上市上櫃公司股權	非公司企業權益[84]	小計 (a)	金融機構放款	非金融部門放款[85]	國內公司債	小計 (b)	
2001	9,206,567	5,439,287	14,645,854	5,819,599	534,432	665,020	7,019,051	0.32
2006	18,201,446	6,639,174	24,840,620	6,374,227	509,347	733,116	7,616,690	0.23
2011	17,784,775	8,327,691	26,112,466	8,032,398	918,527	669,976	9,620,901	0.27
2012	19,701,393	8,865,696	28,567,089	8,286,782	876,485	875,621	10,038,888	0.26
2013	22,533,659	9,843,134	32,376,793	8,539,097	808,395	1,116,442	10,463,934	0.24

（資料來源：中央銀行資金流量統計[86]）

由上開數據可知，股權為國內民營企業資金的最主要來源，而以負債方式籌得資金的比率約佔企業資金來源的百分之 20 至 30。

依中央銀行公布的企業資金狀況調查結果報告的數據，2013 年底國內民營企業負債總額為 24.72 兆元，負債結構以融資性負債及交易性負債為大宗，分別占負債總額之 50.32%及 47.83%，合計比重逾 98%。以行業分析，營造業因預收工程款較多，偏重交易性負債，比重達 66.97%；而運輸及倉儲業、用水供應及污染整治業、電力及燃氣供應業、住宿及餐飲業、不動產業則因設備或不動產投資大，高度倚賴融資，其融資性負債比重均逾 6 成；其餘各業則融資性負債及交易性負債並重。以企業規模[87]分析，2013 年底大、中、小型企業的負債結構均集中於金融

[83] 此數值為本表所列示權益、負債籌資項目總額中，以負債籌資所占的比率。本表僅列出融資性負債中較主要的項目，而企業負債除融資性負債外，尚有相當數額的交易性負債（如營業產生的應付帳款）及其他負債項目，故此欄的比率數值並非財務領域的負債比率（負債比率係以資產負債表中的總負債為計算基準）。

[84] 係指非「公司」型態的企業資本額。

[85] 如民間借款、政府機關貸款。

[86] 各項數據來源為中央銀行資金流量統計網頁之「民國 89 年底至 102 年底金融性資產負債項目表」（網址：http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=45413&ctNode=728&mp=1）。

[87] 中央銀行統計資料將企業分為大、中、小型企業，資產合計未滿 2,500 萬元者為小型企業，2,500

機構借款及交易性負債，兩者合計占負債總額比重，大型企業為 87.68%，中、小型企業則在 98%以上。因發行公司債等有價證券須符合一定條件並遵循相關發行程序，大多數中小企業不具備相關條件，在資本市場籌資上受到較多限制，大型企業則較能運用直接金融管道籌資，以各別籌資項目比例來看，金融機構借款占大、中、小型企業負債之比率分別為 39.86%、51.16%、47.67%，公司債則占大型企業負債的 5.06%[88]。

國內整體民營企業的融資性負債中，以金融機構借款之 42.12%為主，其次為票券及債券發行餘額 6.59%，其中國內公司債為 3.99%。由行業分析，電力及燃氣供應業、運輸及倉儲業、製造業因大型企業較多，較易自資本市場籌資，其票券及債券發行比重分別為 13.13%、10.08%及 8.91%，高於其他行業；國內公司債發行方面，以電力及燃氣供應業最為積極，比重達 10.31%。

2013 年底國內全體民營企業的負債比率為 52.73%，由行業比較，以礦業及土石採取業之 34.46%最低，其次為資訊及通訊傳播業之 39.61%，電力及燃氣供應業與製造業則為 4 成多，其餘各業均超過 50%，尤以不動產業最高；由企業規模比較，以中型企業 67.79%最高，其次為小型企業 57.61%，大型企業之負債比率相對較低，為 50.07%[89]。

萬至 3 億元者為中型企業，3 億元及以上者為大型企業。

[88] 中小型企業因較少發行公司債籌資，此部分占負債之比例未於中央銀行大、中、小企業負債結構之統計資料中顯示。

[89] 參見中央銀行網頁之「中華民國公民營企業資金狀況調查結果報告」（網址: http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=45340&ctNode=727&mp=1）。

第五節、公司最適籌資方式之討論

第一項、公司制定資本結構的因素

實務上不同產業的公司資本結構通常存在顯著之差異，於 MM 理論加入稅賦的考量後，仍遺漏了某些重要因素，如公司發生財務危機後的處理成本，縱使公司最終並未破產，但財務危機發生後，公司為取得足夠資金以維持營運的成本很高，此因素可能使公司不願過度依賴舉債，又股東、經營者和債權人間因利益衝突，影響公司資本預算決策及營運，產生代理成本，此外，發行新股或舉債會向市場投資人揭露不同的訊息，均足以影響公司籌資決策[90]。

由於稅負、財務危機成本、代理成本等問題，資本結構的選擇直接影響公司成本，公司選擇資本結構的因素可能包括公司的成長性、獲利能力、營運風險、管理階層的持股比例、負債所帶來的稅盾、盈餘是否穩定、資產性質是否較容易取得擔保、成本較低的借款、資本市場榮枯、公司規模等[91]。公司資產與負債的最適比率也取決於許多變數，如公司年齡、資產規模、業務性質等，公司註冊地點也是相關變數，因不同國家、地區所適用的法律、稅制等制度有所差異。亦有認為資本結構是市場不斷調節的結果，當市場價值走高時發行股份，市場價值較低時購回股份，而公司融資決策取決於以股權或以負債籌資相對成本，並隨時間變化,任何時點所觀察到的公司資本結構,均係各次證券發行決定所造成的結果[92]。

---

[90] 林向愷，前揭註 60，頁 394。

[91] 謝劍平，財務管理原理，頁 230、231，2010 年 9 月三版。

[92] Eilis Ferran（著），羅培新（譯），前揭註 32，頁 63、64。關於公司資本結構為市場調節結果的理論，可參酌 Malcolm Baker and Jeffrey Wurgler, *Market Timing and Capital Structure*, The Journal of Finance, v.57, issue 1, Feb. 2002.

第一款、公司籌資決定因素之實證研究

國內財務金融領域的學者[93]曾以代理理論文獻建立有關資本決定因素（負債比率與自由現金流量、資產擔保價值、清算價值、公司規模、管理者持股比率、債券收益率成正相關，而與公司成長機會、獲利性、股利發放率成負相關[94]）、股權結構決定因素[95]的數個可驗證性假說，及資本、股權結構對公司價值的影響，文中經由實證方法得出研究結論[96]，其實證結果支持負債可降低自由現金流量，而適度發揮紓緩股東與管理者間利益衝突的功能，又負債比率與管理者持股比率亦是正相關，驗證舉債可以避免管理者持股比率的稀釋。

- 關於影響負債代理成本的決定因素，該實證結果認為對負債比率有負向影響的因素有：

a.成長機會：成長機會越佳的公司，低度投資問題越嚴重，負債比率因而下降。

b.獲利性：有認為獲利能力越高的管理者，舉債傾向越低，再者，增加負債會產生資產替代誘因，而降低公司獲利能力。

c.股利發放率：股利發放為股東與債權人的利益衝突點之一，股利發放越多，代理問題就越嚴重。

---

[93] 參見葉銀華、邱顯比，資本結構、股權結構與公司價值關聯性之實證研究：代理成本理論，台大管理論叢第 7 卷第 2 期，1996 年 8 月。

[94] 關於「資本結構」決定因素所建立的假說包括：1.成長機會越大，負債比率越小；2.獲利性越高，負債比率越低；3.自由現金流量越大，負債比率越大；4.資產擔保價值越大，長期負債比率越大；5.清算價值越大，負債比率越大；6.公司規模越大，負債比率越大；7.管理者持股比率越大，負債比率越大；8.股利發放率越大，負債比率越小；9.債券收益率越大，負債比率越大；10.現金流量風險性越大，負債比率越大（如國外學者 Maksimovic、Zechner、Myers 等所持見解），或負債比率越小（如國外學者 Jensen、Meckling、Stulz 等所持見解），此部分正反見解均有相關文獻提出。

[95] 關於「股權結構」決定因素所建立的假說包括：1.公司規模越大，管理者持股比率越小；2.管理者持股比率越大，支出偏好越小；3.無法分散風險溢酬越小，管理者持股比率越大；4.公司所處環境的不確定性（風險性）越大，管理者持股比率越大；5.管理者持股比率越大，股利發放率越小；6.管理者持股比率越大，關係人資金往來越大。

[96] 該文以 1987 年至 1991 年間台灣經濟新報社的資料，選取 5 年財務資料完整的 137 家上市公司為樣本。

➢ 該實證結果認為對負債比率有正向影響的因素有：

a.擔保價值：公司固定資產比例高，能夠提供擔保品舉債，防止資產替代誘因，降低負債的代理成本，使負債比率提高

b.清算價值：公司清算價值越高，投資人越願意採行清算決策，負債所提供公司管理良窳的訊息就越有價值。

c.公司規模：公司規模越大，越可能從事多角化經營來降低事業風險，可降低資產替代誘因，降低負債的代理成本，使負債水準提高。

此外，此一實證結果支持「負債比率」與「公司價值」的負相關假說，也就是負債比率提高，會降低公司的價值，原因可能是國內借貸市場信譽、管理人力、融資契約訂定等可降低負債代理問題的機能功效不彰所致，使負債的代理成本大於負債帶來的利益。

第二款、公司資產規模與負債比率

由上開學者實證研究資料可知，資產雄厚、規模較大的公司，較有能力舉債及尋求降低代理成本之道，而具有運用負債籌資的能力，惟此類公司可能有著更多經營者有動機想去掠取的資源，在使用負債籌資後，經營者有動機從債權人處獲得利益，因而更容易存在經營者享有過量的非薪資好處、公司自由現金流量過多而過度投資等問題，使公司價值下降。

問題在於，此類公司是否因此就會運用較多的負債？在經營者越容易從公司掠取資源的企業中，審酌經營者有動機從債權人處取得利益，這樣的企業理論上應該要使用更多的負債，並盡量避免使用外部股權以減少外部干預，然而實際情形相反，事實上，經營者可輕易重分配利益以從債權人身上取得好處的企業，較少使用負債籌資，反而是公司經營者對風險性投資方案的決定權限較受限制時，

例如受管制的公共設施相關行業，傾向使用較多的負債籌資[97]。其原因或許是經營者有動機掠取債權人利益的公司，即資產規模較大的公司，除有運用多樣籌資管道的能力，亦具有一定程度可防免負債代理成本的機制，如公司治理的成效，使該類公司不至於深陷於股東自利動機而招致公司整體利益大幅減損的苦果；而經營者對風險性投資權限受限之企業，此項特質給予債權人較穩妥的保障，使該類公司較易籌措負債資金，故負債比率反而較高。若以我國 2013 年底國內全體民營企業的負債比率來看，中型企業(67.79%)、小型企業(57.61%)均高於大型企業(50.07%)，顯示企業規模不見得與負債比率有正比關係，大型企業固擁有較多的籌資選擇及能力，不見得會因其有較能夠運用負債即加重仰賴負債，而中小企業負債比率較高的理由，可能是其以直接金融籌措資金的能力較弱，多仰賴銀行借款所致。

又於英國實務上，擁有穩定現金流或可變現資產的公司，例如公用事業公司，通常使用較多負債而有較高的槓桿率，反之，擁有相對較少的當期有形資產，但未來成長預期較可觀的公司，例如科技創新公司，有較低的槓桿率[98]，此可能係資產雄厚的公司具有較佳的償債能力，能吸引期待固定收益的投資人，而仰賴資產規模較小的創新型公司，須以其股份價值的未來成長性吸引投資人，故使用負債較少。

第二項、使公司利益最大的資本結構

使公司利益最大的資本結構如何決定，是個值得探討的問題。資本結構相關理論所探討之最適資本結構，為使公司市場價值最大的資本結構，而公司投資與營運所創造的營運現金流量決定公司的市場價值，也就是公司為了籌措購置固定資產所需財源而發行的各種金融性資產市場價值的總和，追求公司價值最大的資

[97] Michael C. Jensen and William H. Meckling, *supra* note 48.
[98] Eilis Ferran（著），羅培新（譯），前揭註 32，頁 62。

本結構，即是讓公司股價最高的資本結構[99]。因稅盾利益與財務危機成本對公司價值分別有正面、負面的影響，為公司決定資本結構時必須考量的重要因素，當公司負債餘額不高時，發生財務危機的機率較低且處理財務危機須支付的成本也較低，此時增加債務餘額所帶來稅盾利益大於處理財務危機所付出的成本，債務增加會提升公司價值；當負債餘額愈來愈大後，公司發生財務危機的機率增加且處理財務危機須付出的成本也增加，於稅盾利益小於處理財務危機的成本時，將導致負債與公司價值呈反向變動關係，可推導出公司價值的最高點，即公司最適資本結構。公司最適資本結構固然取決於稅盾利益與財務危機成本間的抵換關係，然因處理財務危機成本的公式難以決定，上開模型仍無法直接點出公司最適資本結構為何；又由於每個產業稅盾利益與處理財務危機的成本不同，不同產業本會呈現不同的資本結構[100]，而每個公司依其產業、規模、型態等因素之差異，最適資本結構也有所不同。

使公司利益最大化的概念，依英美法學者的角度，基於公司是由股東所組成的社團，公司利益實則全體股東之權益，我國對於公司利益的解讀也大致與英美法學者相同，然這是指公司正常營運的狀況下，公司最大利益指的是股東的最大利益，但當公司面臨破產邊緣，或資產不足清償負債而已經破產時，因公司資產清償負債後已無任何剩餘財產可供股東分配，此時公司利益應轉而指向債權人的利益，公司董監事若欲盡其忠實義務，須以全體債權人之利益為依歸，故經營者經營公司時所應考量的利益不再侷限於股東利益，乃現代公司治理的發展趨勢[101]。公司利益最大的概念可能是變動的，使既有股東利益最大的資本結構，可能對債權人的保障不足，例如負債遠高於自有資本的情形，債權人會承受較高風

[99] 林向愷，「財務管理」課程講義（2009 年秋季）：CH11.M-M 定理與公司價值，頁 357、378（網址：http://homepage.ntu.edu.tw/~kslin/course/ch11.pdf）。
[100] 林向愷，前揭註 60，頁 412、413。
[101] 曾宛如，董事忠實義務之內涵及適用疑義—評析新修正公司法第二十三條第一項，台灣本土法學雜誌第 38 期，2002 年 9 月；曾宛如，論董事與監察人對公司債權人之責任：以公司面臨財務困難為核心，台大法學論叢第 37 卷第 1 期，2008 年 3 月。

險，必須以提高價格或設法介入公司經營來保護自己，而使公司籌資成本提高，股東利益因而降低；再者，高風險、不穩定的資本結構下，公司承受較大的破產風險，公司一旦破產，公司利益最大轉而指向債權人利益最大，然而先前使股東利益最大的資本結構，可能是高風險而不利債權人的，這樣的公司假如破產，其債權人利益可能不如其他公司，又使公司整體利益較小。是以，同時能兼顧股東及債權人利益的籌資選擇，應是對公司不管是承平時期或是非常時期之長久利益最大的方式。

第一款、財務分析之角度

財務會計領域所稱資產負債表之「負債」，係指企業的現有義務，該義務係由過去交易事項所產生，且預期未來清償時將產生經濟資源的流出者，又分為以下 3 種類型[102]：

(1) 流動負債：指符合以下條件之一者：a.因營業而發生的債務，預期將於企業正常營運週期中清償者；b.主要為交易目的而發生者；c.須於資產負債表日後 12 個月內清償者；d.不能無條件延期至資產負債表日後逾 12 個月清償的負債。流動負債可分為以下 3 個類型：

a. 在正常營業中為取得商品或服務而產生的義務，例如應付帳款、應付票據、應付薪資、應付稅捐等。

b. 運出商品或提供服務之前向客戶預收的款項，例如預收貨款、預收佣金等。

c. 其他將於 1 年或 1 個營業週期內必須清償的負債，例如短期借款、購買固定資產等非營業原因產生的應付票據、應付股利等，或長期負債中即將於 1 年或 1 個營業週期內到期的部分[103]。

[102] 幸世間（審定）、林蕙真，前揭註 7，頁 22、117、121 至 122。

[103] 如違反借款合約特定條件，致使長期負債依約須即時予以清償，則該負債應列為流動負債。而在 1 年或 1 個營業週期內將到期，但將以非流動資產中的償付基金清償之應付公司債，或可再融資

(2) 長期負債：係指不需於 1 年或 1 個營業週期內動用流動資產或另產生流動負債償還的負債，通常按現值評價。分為以下 3 個類型：

a. 因某種融資行為而產生者：例如長期應付票據、應付公司債、應付抵押借款、應付租賃款等。

b. 由正常營業活動產生者：例如應計退休金負債、遞延所得稅負債等預期在 1 年或 1 個營業週期內不必支付的部分。

c. 估計負債：付款日、金額、受款人尚未確定，但很可能發生且金額可合理估計的長期負債，例如長期產品保證負債。

(3) 其他負債：凡不屬於流動負債及長期負債的負債即為其他負債，例如遞延收益、長期預收款、存入保證金等。

在財務報表分析中，與「負債」相關的評估數值包括以下幾種[104]：

- **資本結構分析**：由整體觀點探討公司籌措資金型態，及不同來源資金的相對比例，如「負債比率」（負債總額/資產總額）。
- **資產結構及資金運用適合度分析**：探討公司資產係基於如何的資金來源，以評估公司的長期安定性並進一步評估長期償債能力，如「固定資產對權益比率」（固定資產淨額/權益淨額）。
- **盈餘支付利息能力**：評估企業以盈餘支付利息及本金的能力，以了解公司在正常營運狀況下可用於還本付息的資金是否充裕，對債權人是否有充分的保障，如「利息保障倍數」（可用於支付利息的盈餘(即稅前淨利+利息費用)/利息費用）、「到期債務本息受償比率」（營業活動淨現金流量/(當年度到期債務本金＋利息付現數)），顯然前揭比率越高，公司償債能力較強，對債務人保障越大。但就各期盈餘或現金流量波動劇烈的公司，此一比率應該需較盈

成為長期負債或轉列為資本的負債，則不得列為流動負債。

[104] 李宗黎、林蕙真，財務報表分析—理論與應用，頁 350 至 355、387 至 389，2012 年 6 月三版。

餘型態穩定、持久的公司來的更高，債權人始可獲得相同的保障[105]。

- **財務槓桿**：公司以自有資本為基礎，運用舉債來擴大盈餘，並以還本付息後的盈餘歸於股東，來達成增加權益資本報酬之目的。評估運用財務槓桿對股東的影響，如「財務槓桿指數」（權益報酬率/總資產報酬率）、「財務槓桿比率」（資產總額/股東權益總額）。

就財務報表前開比率的分析，會計領域的學者認為「負債比率」越高，對長期債權人越不利，較穩定的資本結構應是權益大於長期負債大於流動負債；又當「固定資產對權益比率」大於 100%時，表示購置固定資產的部分資金係由債權人提供，而企業對固定資產投資所需資金，以自有資金為來源較為穩妥，因固定資產投資回收所需時間較長、型態不定，若以舉債方式購置固定資產，一旦公司經營狀況不佳，則可能影響負債之還本付息，因此長期資產最適當的資金來源為權益資金，有助於營運的安定性，長期負債則為其次可行的財源[106]。而財務槓桿具有雙面刃的效果，若舉債擴充經營所增加的淨利不足以清償利息費用，則反而使股東原可享有的盈餘遭受侵蝕，公司若高度運用財務槓桿，即自有資金比率下降，雙面刃的作用力越強。當「財務槓桿指數」大於 1，運用財務槓桿對股東是有利的，又「財務槓桿比率」越大，表示自有資金比率越低，財務風險較高。營運活動風險較低的企業，禁得起冒較高的風險，可以藉由舉債操作擴大資金以取代現金增資，使現有股東享較高報酬率，而不危及企業的安定[107]。

以上財務比率分析的看法一再顯示著，自有資金大於負債的公司，財務狀況較穩定、風險較低，以自有資金為基礎，使公司資產更為穩固、安定，反之，舉債越多，公司財務風險、破產可能性越大，且舉債從事投資活動，一旦失敗反而更加侵蝕股東原有的報酬。然而資產負債表中的「負債」，不僅包含公司為融資

[105] 幸世間（審定）、林蕙真，中級會計學新論（下冊），頁 588，2006 年 9 月四版。
[106] 同前註 105，頁 585。
[107] 李宗黎、林蕙真，前揭註 104，頁 350 至 353、387 至 389、394。

籌款而負債，亦包含了大量於正常營運狀況下的交易性負債、準備性負債等，例如尚未付清的貨款、人事薪酬，而這些與籌資無直接關係的負債項目，佔公司負債之比例不低，其原因雖有可能是公司無能力按期支付貨款，但亦有可能是公司具有商業談判上優勢而總是可取得遞延付款的利益，故如何解讀負債數額、負債占資產比例對公司的意義，實不可一概而論。再者，公司以債籌資除顯示於資產負債表中的負債以外，亦可能透過資產負債表外融資，即企業透過契約或交易安排取得資金，避免負債列示於資產負債表的融資方式，例如將實質上的資本租賃以營業租賃方式呈現、成立特殊目的個體以辦理專案融資契約、利用不合併之子公司貸款等，又公司如發行具有負債性質之特別股，在我國財務會計準則公報第 36 號於 2006 年修正前係列在股東權益之下[108]，這些實質上的負債均未能於公司資產負債表中以負債的方式呈現。公司採取資產負債表外融資的動機，可能是為降低負債比例以提升信用等級、獲得較佳舉債條件，避免違反既有貸款合約中的財務比率限制，避免資產低估等[109]，這些因素亦使單純由負債比率等數值來研判公司以股權或負債籌資的結構、影響效果上更失其準確性。又即便是公司以籌資為目的所產生的融資性負債，然負債雖有其風險，亦可為公司帶來若干好處，適度運用負債對公司可能是利大於弊的效果。

第二款、權益與負債籌資的權衡

即使負債有前開財務分析上略顯負面的評價，然而，為了追求公司財務狀況穩定而避免舉債，完全採風險趨避的態度，全數仰賴股東自有資金，實在是矯枉過正的作法。Michael C. Jensen 與 William H. Meckling 亦有探討公司對外籌資時，

[108] 負債性質之特別股依財務會計準則公報第 36 號「金融商品之表達與揭露」第 125 段規定，於 2006 年 1 月 1 日第 36 號公報生效日前已發行者，無須適用該公報規定，得繼續列為權益，未來採用 IFRSs（國際會計準則）時，金管會將維持上開現行規範，未因實施 IFRSs 而有變動。此部分細節本文將於第五章案例討論中介紹。

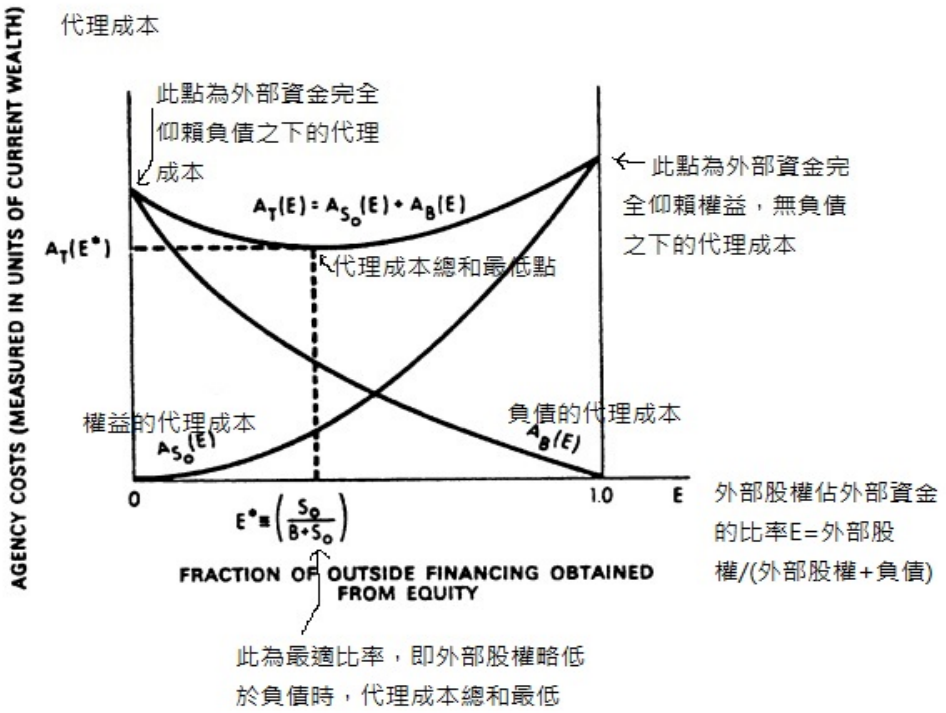
[109] 幸世間（審定）、林蕙真，前揭註 105，頁 590、591。

外部股權（指非屬經營者所持有的股權[110]）與負債的最適比率為何之問題。假設公司規模固定，公司實際價值取決於代理成本的高低，在效率市場下，資產價值無偏差的反映監控成本與代理關係帶來的利益重分配，並依其先前之理論，具有股東身分之經營者最後終將承擔這些代理成本，故對經營者來說，最適對外籌資比例即是使代理成本最小的比率。負債的主要代理成本，包含如前文所述原因所造成公司整體價值的下降，以及債權人為防範股東有將利益重分配、掠奪債權人利益之動機所支出的監控成本，要降低這些成本的方式，其一是公司減少以負債籌資，如此一來，股東即難以透過掠奪債權人利益而取得利益重分配的好處，其二則是經營階層的自有資金比率降低，也就是股權大部分由不具經營權限的外來資金所組成時，經營者即便將債權人的利益重分配至股權，其自身所能取得的好處有限，故經營者如此行為的動機也就下降。在這樣的架構下，Michael C. Jensen 與 William H. Meckling 認為，由於權益與負債的邊際代理成本都是遞增的，且外部資金全部採用股權（無負債）時的代理成本，高於外部資金全部採用負債（無外部股權）時的代理成本，因此使公司代理成本總和最低的外部資金比率，也就是外部股權與負債的最適比率，應為負債略高於外部股權的情形[111]（如下圖所示）。因 Michael C. Jensen 與 William H. Meckling 上開研究係在探討外部資金來源的配置，其結論非可直接指向一般所稱之負債比率（總負債占總資產的比例），惟依其探究公司對外以權益或負債籌資的成本，可知運用相當比例的負債有助於降低公司整體代理成本。

[110] 在 Michael C. Jensen 與 William H. Meckling 該研究中對外部股權的設定均為無投票權，這些股東無法直接影響其在公司的利益。

[111] Michael C. Jensen and William H. Meckling, *supra* note 48.

圖表 4：公司以外部股權、負債籌資與代理成本之關係圖



（資料來源：此圖為 Michael C. Jensen 與 William H. Meckling 在 Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure 文中所繪製之圖形，僅中文註記為本文所加。）

負債固然為公司帶來前述相關代理成本與風險，然而，提高公司負債水準，可避免管理者無效率的使用自由現金流量，舒緩股東與管理者間的利益衝突，而資本結構及股權結構對公司價值的影響，也端視解決負債及權益代理問題的機制是否存在。舉債的優點是可使公司的資本結構配置更有效率，避免公司經營者浪費公司資源，促使經營者在負債壓力下更積極追求公司價值，同時亦有節省稅負的效果。且負債對公司股價為正面的訊息，公司舉債意味著其能夠達到債權人的審核標準而得以取得資金，並顯示經營者對未來營運足以還本付息有信心，故公司舉債係使股價上漲的訊息。此外，銀行常是公司融資借款的主要債權人，具有較優越的監控能力與動機，且其對公司運作不良時的反應，可帶給其他投資人訊

號，促使有效率的投資人及時介入，避免公司陷入更深的財務困境（此部分於本文第三章論述）。就財務分析的角度，擬採用財務槓桿的企業應以業務穩定、盈餘變動不大、平均獲利率高於利率水準的企業為宜，並可享有以下益處：快速成長公司可藉此累積盈餘，避免股權擴充太快而稀釋盈餘；利率看漲時，採固定利率舉債的公司將在未來享有較低資金成本的優勢；通貨膨脹時舉債較有利；盈餘波動較大的企業，利用順境時舉債，可避免將來情勢逆轉時舉債困難，有助於度過波動的低潮期；利息可作為節稅工具；如利用槓桿進行併購，即融資併購，可迅速籌資達成購併目的[112]。故本文肯認公司適度以負債籌資對公司的正面影響力，如於良好的公司治理下，監控股東、經營者掠奪債權人利益的動機，以減少公司整體利益因而下降的弊端，並隨時注意公司償債能力，使公司免於破產威脅，俾使負債發揮正面功能，有助公司追求最大利益。

第三項、以債籌資的利與弊

綜合前述權益與負債籌資的差異、資本結構理論、代理理論、自由現金流量理論等，大致可歸納出公司以債籌資有下列利弊：

➢ **以債籌資的益處：**

1. 稅盾效果，利息費用可降低淨利而節省稅賦。
2. 運用財務槓桿增加公司資金，可擴充經營規模並提升獲利機會，有助提升股東投資報酬率。
3. 以債籌資無論借款或發行公司債均無須經股東會通過，相較於發行股份而言，程序上較簡便。
4. 債權風險較低，要求的報酬率較股權低，使公司資金成本較低。
5. 對既有股東而言，公司以債籌資不會有股權稀釋、盈餘稀釋效果。

[112] 幸世間（審定）、林蕙真，前揭註 105，頁 583。

6. 公司舉債可能釋放出經營者對公司未來盈餘有信心的資訊（訊息理論），且表示公司可達到該債權人的審核標準，為使公司股價上漲的正面訊息。
7. 舉債可約束公司自由現金流量，避免經營者浪費公司資源，降低代理成本。
8. 銀行通常為融資借款之主要債權人，有較優的監控能力，於公司管理出現問題時介入決策或釋放訊號讓其他投資人採取因應措施，使公司有及時改善管理缺失的機會。

➢ **以債籌資的缺點：**

1. 舉債使公司財務風險及破產風險提高。
2. 公司負債比率提高，於財務分析的角度通常會解讀為負面訊息。
3. 無論公司盈虧均有依約還本付息的義務，對當期營運虧損的公司而言財務負擔較大。
4. 公司有負債時，兼具股東身分的經營者因自利而有掠取債權人利益的動機，趨向採高風險投資，亦可能有低度投資問題，而降低公司整體利益。
5. 債權人為轉嫁監控成本所造成資金成本上升，以及公司為向債權人擔保其行為所付出的約束成本。
6. 融資契約的限制條款可能干預公司經營的自由度（然相對而言，股東可藉由股東會、進入公司經營階層等方式直接影響公司營運）。

第三章、公司以債籌資之探討

第一節、近代公司以債籌資的發展

第一項、傳統借貸關係

公司以負債籌資多為向私經濟體融資，其最重要的債權人為銀行。傳統架構下，銀行使用契約來管理信用風險，使其能夠在評估借款人財務狀況衰退時，重新協商並調整貸款內容，銀行也有能力以較低成本監督債務人是否遵循契約，並執行與公司治理相關的契約內容。因銀行以外的第三人較不具備相當的監控能力，可能低估債權的價值，或意圖引進其自己較高成本的監控方式，而使債權的價格降低，這情形也使銀行相對較難將債權移轉予第三人，進而造成銀行更仰賴契約及監督。債權人如果難以獲知債務人的資訊，會傾向訂定較嚴苛的契約，以便監督控制債務人將來的活動。而銀行有能力以較低的成本獲得債務人的資訊，並監督其履約狀況，銀行也因而較其他債權人具有競爭優勢。當債權的流動性不佳，債權人更依賴契約及監控，也進一步使流動性更受侷限。借貸市場的參與者則仰賴銀行中介與借款者的聲譽以控制信用風險[1]。

第二項、債權市場流動性的增加

從 1970、1980 年代開始，金融機構之間的競爭程度提高，金融商品亦有所創新，加上資本市場的新規範與限制，使銀行從事貸放的成本提高，不如發展新金融商品較有利潤，銀行開始發展投資組合以降低風險，科技的發展也帶來更多衡

[1] Charles K. Whitehead, *The Evolution of Debt: Covenants, the Credit Market, and Corporate Governance*, The Journal of Corporation Law, Vol. 34, No. 3, 2009.

量風險、分散風險的工具。此時銀行對於將債權持有至到期日已較無興趣，因出售債權可以提高獲利，這使銀行與借款人維持傳統長期關係的重要性下降。債權交易市場主要包含聯貸市場與次級市場，相應且有規模地發展。「融資收購」(leveraged buyout, LBO)於 1980 年代開始後急遽加速，1980 年代中期已蔚為風潮[2]，當時財務操作盛行，此類交易於 1980 年代末期因陸續發生垃圾債券、違約、借款人破產等事件，以致交易急遽下降，然於 1990 年代開始，銀行環境已有所改變，除了因應巴塞爾協定達到對資本適足率的要求外，銀行本身越來越重視市場上借款人的信用情形及每項交易的信貸結構，且各家銀行資金儲量都非常高，也促使了聯貸成長[3]，作為一種成本較低的募集貸款資金方式，並開創了次級市場以供債權交易。隨著資本市場愈益發展完全，信用風險的可轉移性可以預期，並由其他市場參與者共同分擔。近二十多年以來，因為聯貸成長及新投資人的加入，私貸市場的流動性增加。銀行開始買賣債權，從債權交易組合中獲取利潤。債權市場流動性的提高，使銀行有較多元化的分散風險管道，因而降低其貸放成本，此外，債權人可以藉由轉讓債權而獲利，這些好處一部分也會以放寬借款限制、降低利率等方式移轉給債務人。銀行有能力以較低成本管理及分散風險，其放款能力也因而提升[4]。

債權流動性提高固有上開好處，但因市場投資人對債務人所能獲得的資訊受侷限、債權人趨於分散等原因，而隨之增加的代理成本，又會使上述好處有所減損。在 1990 年代中期，公司取得貸款的能力提升，當時美國大型銀行在高風險聯貸方面呈現侵略性地成長，以及其他像是利率下降、投資人尋求更高報酬的投資

[2] 「融資收購」(LBO)為常見的私募股權投資類型，私募股權基金先設立一個特殊目的公司，由此特殊目的公司收購被投資公司（即目標公司），最終以此目標公司的資產擔保該特殊目的公司所舉之債；與創業投資相較，融資收購採用較高比例的槓桿，而股權佔整個交易比例較低。參見李佳芳，管制私募股權基金之研究─以投資人保護及資本市場管理為中心，國立臺灣大學法律學院法律系碩士論文，頁 16、17，2008 年 2 月。

[3] 許鈞傑，銀行聯合貸款契約─以主辦銀行與參貸銀行之法律關係為中心，國立臺灣大學法律學院法律學研究所碩士論文，頁 11 至 13，2012 年 6 月。

[4] Charles K. Whitehead, *supra* note 1.

方式等因素，都使債務人得以較低成本取得資金。1990 年代後半段開始，世界景氣擺脫了一波短期衰退而轉趨活絡，市場利率低落，帶動股票市場的欣欣向榮以及其他投資行為大興其道[5]。因債權人對債權交易市場的仰賴，使其透過傳統借貸契約規制及監控債務人的動機減低，於 2001、2002 年美國經濟較衰退時，借貸契約雖有較趨於嚴謹，惟其後至 2007 年次級房貸危機爆發前，借貸契約又轉為寬鬆，且債權人之債權既可於市場上交易，其透過債權市場避險的能力提升，則其監控債務人的動機也就降低了。

第三項、次級貸款風暴的發生

新金融商品增加後，評價新投資工具的困難性，也成為造成 2007 年爆發「次級房貸危機」[6]的原因之一。「次級貸款」係指金融機構向信用評級較差、無法以正常管道取得貸款之人所提供的貸款，名目以房屋貸款為主，由於該等借貸者違約風險相當高，貸款銀行所承擔的信用風險亦相當高。又自 1999 年以來，美國聯準會以降息來因應可能發生的經濟衰退，低利率使得房貸成本極為低廉，助長美國的房價[7]。因為過去美國利率極為低廉，甚至曾經低至 1%，造成市場上金融機構為達增加放款之目的，將次級貸款以各種金融商品的方式發行，並在次級市場

---

[5] 王文宇，日無私照—論私募股權基金的蛻變，台灣法學雜誌 128 期，2009 年 5 月。

[6] 次級房貸危機(Subprime Mortgage Crisis)，是伴隨著大約於 2005、2006 年的美國房地產泡沫破滅，以及「次級貸款」與可調整利率貸款（Adjustable Rate Mortgage, ARM）的高違約率而開始的。次級貸款的主要形式是將購買住宅時的抵押貸款，以最低的借貸市場利率貸給不符一般貸款標準的借款人。自 1999 年以來，美國聯準會以降息來因應可能發生的經濟衰退，低利率使房貸成本較為低廉，政府政策和金融機構間競爭壓力助長了高風險貸款的實施，此外，例如輕鬆的頭期款及房價長期上漲的趨勢，讓借款人相信償還房貸抵押的艱苦只是暫時性，他們能夠在未來迅速的找到更有利的融資條件，然而，一旦利率開始回升，房地產價格於 2006、2007 年在美國許多地區開始適度下降，再融資變得更加困難，違約與法拍活動在輕鬆頭期過後急劇增加，房屋價格並沒有如預期般上升，以及 ARM 利率再創新高，在 2006 年年底美國法拍步調加速，引發後續的環球金融危機。查閱自維基百科—次貸危機（網址：http://zh.wikipedia.org/wiki/%E6%AC%A1%E8%B2%B8%E5%8D%B1%E6%A9%9F）。

[7] 李佳芳，前揭註 2，頁 35。另參見曾宛如，金融海嘯下金融監理之反思，月旦法學雜誌第 168 期，2009 年 5 月，該文提到有論者認為，事實上有 4 個主要原因推升美國房價，包括大量新增之房貸機構、大量增加之次貸、擔保債權憑證(Collateralized Debt Obligations,CDOs)的增加、惡化的貸款標準。

上販售，然而隨著美國聯準會擔心景氣過熱而連續 17 次調升利率，市場利率由 1% 暴增至 5.25%，加上國際原油價格飆漲，許多次級貸款者無法支付本金及利息，造成金融機構大量壞帳的產生，並由於利率調高、金融機構信用緊縮、法拍屋大量增加，造成房地產價格暴跌，更將金融機構壞帳問題推入惡性循環，此風暴所造成的嚴重信用緊縮延伸至 2008 年，並於該年第三季許多公司發生了接管、破產、財務困難等困境[8]。

次級房貸危機為先前美國房價高漲現象所導致，此種貸款因債權人過於仰賴擔保品價值，並以之作為是否延展債權的考量因素，契約已非債權人控制信用風險的主要方式，債權人已較不在意債務人的信用評價、實際還款能力，亦較少因應債務人信用品質改變而調整貸款條件，認為可藉由出售抵押品而消除債務人違約的信用風險。房價的提高不僅造成更多次級貸款，擔保品價值提高更遮蔽了債務人困窘的信用品質，問題債務人可輕易重新整理債務。信用市場的改變影響資金供給，槓桿貸款(leveraged loan)[9]的價格下跌，造成債權交易市場停滯，投資人在既有貸款投資下跌的情況下，除非有大幅度折扣，否則也較無意願再購買新貸款，然而銀行不見得有意願將其債權資產賤價出售，結果就是更多資產顯示在銀行的資產負債表上，銀行間愈益緊張，更深化了債權交易市場的危機[10]。信用市場的改變影響了資金供給，因債權市場的買賣價格下跌、交易趨緩，導致債務人想申辦新貸款變得較為不易。

第四項、債權人控管風險方式的變革

20 世紀後期開始，債權人控管風險的方式已有所不同。於傳統借貸關係中債

[8] 王文宇，前揭註 5。

[9] 槓桿貸款的債務人多已有相當數額的負債，欲運用貸款進行更多高風險投資，此通常為信用評等較差公司的籌資方式，也常被用於收購，此類槓桿貸款為數家金融機構所發行並出售予投資人，相對地，投資人會要求較高的報酬以彌補較高的違約風險。

[10] Liz Rappaport and Peter Lattman, *'Anyone for Some Used Corporate Debt?' - Why Leveraged Loans That Financed Buyouts Are Causing Bottleneck*, the Wall Street Journal, Feb. 6, 2008.

權人仰賴債權契約及監控的情形已然改變，債權契約及監控對債權人而言，可能不見得是最低成本的信用風險控制方式，且因債權人更加具備移轉、分散信用風險的能力，透過債權契約去限制債務人不見得是較有效率的，這也使債權人變得更無動機去監督債務人。

市場透明度的提高，取代了債權人傳統上對契約與監控的依賴，市場的高流動性、債權人低成本移轉風險的能力，促成了私貸市場的興盛。公司的借款策略需考量信用市場的變化，上開改變使公司選擇資本結構的因素，除了負債與權益間衝突、代理問題外，也增加了具流動性私貸市場的成本與利益考量。信用市場的改變、債權商品化，反映了信用風險得以移轉的利益以及流動性增加帶來的衝擊。承受這些信用風險的一方，也就是債權交易的購買者，相較於銀行可能更沒有能力去監督債務人，無法向銀行一樣以較低成本、較有效率的方式監督債務人，於整體資本市場上，對債務人的監控因而減少、成本也提高。銀行有動機將不良債權出售，故對於這些更需要由債權人監督的債務人，反而受到更少監督。於債務人資訊揭露有限的情形下，此資訊不對稱所造成的道德危險，銀行亦有動機透過出售債權以解決潛在代理問題，此舉將使銀行更有能力以低成本移轉債權並增加獲利。

借貸市場變得更有流動性、債權更結構化，借貸關係因而調整以求降低代理成本。金融機構的信用風險固得以移轉，然而移轉後所剩餘的信用風險，就更仰賴例如聲譽、嚴謹的債權契約，來抵銷前述因信用風險可移轉所造成的監督弱化。因信用市場流動性提升，在市場較健全的情形下，公司信用品質將反映於貸款或其他信用工具價格的改變，而影響公司借款的成本。同時，因債權契約及債權人監控程度的降低，改變了負債的信用風險，促成其他治理債權的手段。私貸市場提供了較低成本的選擇，資金提供者除傳統的銀行以外，亦加入了非銀行投資

人[11]。信用市場更具流通性之下，出現了相關新興商品，例如「擔保債務憑證」(Collateralized Debt Obligation, CDO)，為以債權為基礎資產的資產證券化商品，其中包括「企業貸款債權證券」(Collateralized Loan Obligation, CLO)，乃是以金融機構所擁有的債款債權為證券化標的，另則是「債券資產證券」(Collateralized Bond Obligation, CBO)，標的資產以債券債權為主[12]。在 2007 年美國爆發金融海嘯後，此類債權為標的之證券化商品均受到波及而發行量減少，近年來又逐步回溫，於 2014 年美國 CLO 發行量已可媲美金融海嘯前的高點[13]。

隨著債權交易市場的發展與成長，市場流動性提高固為債權人帶來了移轉信用風險的便利性，但也出現如前述監控動機下降之弊端，與市場上其他不利條件相互配合下，最終可能導致嚴重的信用危機、金融風暴，整體投資人同受其害，進而影響債務人取得資金的成本。市場投資人會記取教訓，並有所調整，對於債權交易市場流動性提高後因而提升之風險、所衍生之代理成本問題，市場上發展出一些因應之道如下[14]:

(1) 聯合貸款

自從銀行聯貸契約始於 1960 年，於 1970 年已廣泛出現在國際市場，並成為國際金融的重要資金來源，於 2004 年已佔不下於 1/3 的全球債權、股權發行量[15]。聯貸契約的設計上通常會注意降低代理成本，例如，可能會限制參貸行可出售其債權的家數，以鼓勵參貸行直接監控債務人，並鼓勵其於債務人違約時重啟談判，因為原始參貸行與債務人、聯貸主辦行的接觸均較深，有能力以較低成本取得債務人的資訊，此外，當聯貸債權有債權轉讓情事時，買方也可能要求主辦行繼續

[11] Charles K. Whitehead, *supra* note 1.
[12] 廖大穎、谷湘儀、葉仕國編輯，企業籌資法務與個案分析，頁 48 至 52，2008 年 11 月初版。
[13] 參考新聞：「貸評山下：結構產品怎樣才得寵」（黃元山），蘋果日報，2014 年 9 月 16 日。該則新聞指出，根據標準普爾旗下的 Capital IQ 數據顯示，2014 年首 8 個月美國 CLO 的發行量已達到 854 億美元，超越 2013 全年的 826 億美元，並推測 2014 年總發行規模應會超過 2006 年的 970 億美元歷史高位。
[14] Charles K. Whitehead, *supra* note 1.
[15] 許鈞傑，前揭註 3，頁 13。

持有部分債權至到期日，使主辦行繼續監督債務人並執行契約，且主辦銀行為了避免喪失信譽，也較不會採取以降低對債務人監控的方式移轉信用風險。因聯貸為企業籌資的重要方式，於整體借貸總額中佔有相當的份量，藉由聯貸契約較嚴謹的設計，將使此部分債權即便日後有所移轉，亦不至於導致債權人監控不足，而造成嚴重的信用風險。

(2) 債權契約與監控

債權契約與對債務人的監控，為傳統借貸關係的重點，其重要性雖於債權市場流動性提高後有所弱化，然因市場信用危機的不斷發生，又會再重新受到檢討與重視。1999 至 2004 年間，較高風險且非聯貸之債權買賣，對債權契約的要求已較為提高，主要是關於資訊揭露、債務人違約時可加速債權到期等條件，一般而言，取得債務人的資訊越困難，債權人對於債權契約的要求程度也較高，以彌補監控的成本。

對債務人而言，雖受有契約條款較嚴格的不利益，但也因而獲得以較低成本取得資金的益處。另外，非銀行債權人通常與債務人接觸不多，透過嚴謹的契約取得資訊，可降低其直接監控成本，有助於債權人控管信用風險，使其未來願意於借貸市場上繼續提供更多資金；債權買賣市場的投資人，也得以藉由債權契約得知公司管理上的資訊，亦有助於信用市場流通性更健全的發展。

(3) 重視金融機構及債務人的信譽

債權人本身的信譽亦有助於降低代理成本。債權市場的購買者無法於買賣之初即熟知銀行貸款的建構與如何監控債務人，通常是仰賴銀行先前交易中的信譽，若銀行將債權買賣視為其重要業務，便會持續監控債務人，甚至直到債權出售後。又就聯貸契約而言，主辦行的信譽對債權買賣契約也有重要影響。如金融機構僅是默默將信用風險移轉出去，可能損及其信譽與其日後出售債權的能力。

另一方面，債務人本身的信譽亦很重要，尤其當投資人取得債務人資訊的能力有限或所費不貲時，有良好信譽的債務人通常可獲得限制較少、成本較低的貸款，故債務人為決策時，將會考量債權人利益以求獲得良好信譽，調查顯示債務人經信用評等為信譽良好者，該筆債權要在信用市場上出售也較容易。

(4) 信用交易市場所透露之訊息

如同公司股價可反映公司良窳，債權交易價格也可使公司經營階層知悉信用市場對其公司表現的評估。現代財務理論認為公司股、債的價格會相繼反映與公司信用相關的新訊息，而信用衍生性商品的價格，會在股、債價格之前及新訊息公開之前，先反映出債務人信用品質的改變。在資訊私有的情況下，市場也許無法準確掌握債務人的信用品質，但信用商品的價格會即時反應市場對該債務人信用風險的看法，債權人仰賴信用商品的價格以了解債務人信用品質，並決定避險成本，故債務人若採取會使其信用風險升高的作為，將導致債務人資金成本提高。

第五項、小結

綜上可知，債權交易流動性增加為現代金融市場的趨勢，而流動性提升所帶來的弊端，也經由市場機制逐步調整因應，且信用市場於現代財務工具、資訊流動性均更加先進便利之情形下，投資人將會採取更有效率的契約及監控債務人方式，由債務人角度來看，債權契約於公司治理中再度扮演重要角色，使債權人得以直接監控債務人、快速取得資訊並對債務人可能害及債權的行為即時反應，僅是現代信用市場更具流通性，債權人對債權契約的依賴已非如先前傳統借貸關係中的程度，但仍是借貸關係中重要的一環。是故，債權市場流動性的提升，不僅使債權人可藉由買賣債權移轉信用風險，並使其運用債權資產上更有彈性，可降低其貸放資金成本，提高放款意願，最終有利於債務人籌措資金，且於市場經過信用危機而逐步因應調整之下，市場流動性提高對於信用品質的負面影響將會受

到控制，對公司籌資、資本市場發展應是具有正面的價值。

第二節、債權人與公司治理

在 1934 年美國證券管理委員會成立前，公司股票在交易所上市或對外募資全是經營階級的自主行為，無任何聯邦法令的約束，美國企業發展主要是從證券市場取得資金，其次才是向銀行融資[16]。因公司的股東眾多，單一股東持股相對少，於股權分散的情形下，為了避免經營無效率，公司所有者即股東須將經營決策權賦予少數人，大企業的經營權與所有權已相當分離，遂有「代理理論」的提出[17]，因而產生的代理成本，又可分為監督成本、擔保成本、剩餘損失三個部分，已如前述。

美國於 1930 年代開始探討有關公司治理之課題，亞洲國家在 1997 年金融風暴以後亦逐漸重視公司治理制度。所謂「公司治理」，主要內涵在於使企業體透過法律的制衡管控與設計，在企業所有與企業經營分離的組織體系中，有效監督其組織活動、健全其組織運作，以防止脫法行為的經營弊端[18]。國際經濟合作暨發展組織(Organization For Economic Co-operation and Development, OECD)於 1999 年頒布公司治理原則[19]，於歐美各國相繼發生企業醜聞後，OECE 公司治理原則又於 2004 年 4 月通過新修正內容[20]，健全公司治理的內涵有以下五個主要議題：股

---

[16] 易明秋，公司治理方法論的發展─從美國國內法到國際法的學術整合，東海大學法學研究第 22 期，頁 62，2005 年 6 月。

[17] Michael C. Jensen and William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Oct. 1976, v.3, no.4.

[18] 查閱自臺灣證券交易所網站（網址：http://www.twse.com.tw/ch/listed/governance/cg_01.php）。

[19] 當時提出的五項公司治理原則為:1.公司治理架構應保護股東的基本權利和決策參與權。2.公司治理架構應確保公平對待所有的大小股東及外國股東。3.公司治理架構應鼓勵公司，就利害關係人之法定權益與角色在創造財富、工作及健全財務等方面積極合作。4.公司治理架構應能確保有關公司財務狀況、績效、所有權及其他重大資訊之正確揭露及透明性。5.公司治理架構應確保公司董事會的策略性指導及有效性監督（查閱自臺灣證券交易所網站）。

[20] 2004 年修正後所提出六項公司治理原則為:1.公司治理架構應與法令規章一致，並明確規範不同監督單位、立法單位及執行單位之權責，以促使市場更透明更有效率。2.公司治理架構應保障股東權益並有利於股東權益之行使。3.公司治理架構應確保能公平對待所有股東，包括小股東及外國股東。所有股東於其權益受侵害時應能獲得有效救濟方式。4.公司治理架構應藉由法律或透過共同協

東權益、公平對待股東、利害關係人權益、資訊公開與透明化、董事會職責[21]，其中關於如何保障債權人權益的議題，即包含於利害關係人權益事項中，且公司以債籌資時如何降低相關代理成本、防止弊端，均為公司治理的課題。

美國公司治理制度係以董事會作為股東代表，監督經理人的經營活動，公司內部治理主要由董事會為之，無監察人的設置，而獨立董事即外部董事為公司治理的核心，並在董事會下設置不同功能的委員會以代董事會行使各項職權，英國亦是以獨立董事為公司治理的關鍵。英美制度的公司治理模式是以直接金融市場為外部控制的代表，以獨立董事、機構投資人作為內部控制代表，兩者相輔相成，由於英美等國股權結構較分散，於代理理論中董事會運作與功能發揮，為確保股東及利害關係人權益的重要環節。我國企業普遍存在經營、所有不分的情況，家族企業盛行，監察人制度成效不彰，故於 2006 年修法引進英美制度下的獨立董事、審計委員會制度，以求分離經營與監督職能[22]。

當公司以債籌資時，債權人即是公司重要的利害關係人，可能透過借貸契約某程度干預公司營運，以及若干法令的保護而影響公司治理，且當公司資產不足以清償負債時，債權人更是事實上取代了股東而成為公司剩餘資產請求權人，進入公司治理的核心範圍。以經濟學角度而言，合理的經濟人(homo economicus)追求自己利益最大化之觀點為基礎，當公司陷入財務危機甚至有破產之虞時，由於僅剩少量的剩餘財產，股東鑑於可再失去者不多，乃會要求公司進行風險高、收益大但可能成功機率較低的事業活動，常對公司價值及財務造成更大危害；而債權人為確保債權獲償，當不會作出危害公司價值之舉，為調和公司利害關係人間

議以確立利害關係人的權利，並鼓勵公司和利害關係人間在在創造財富、工作及健全財務等方面積極合作。5.公司治理架構應確保即時且正確地揭露任何攸關公司的重大資訊，包括財務狀況、經營績效、股權概況及公司治理等。6.公司治理架構應確保公司董事會的策略性指導、董事會對管理階層有效的監督以及董事會對公司及股東應負的責任（查閱自臺灣證券交易所網站）。

[21] 廖大穎，從公司治理觀點解析 2011 年 4 次公司法修正對企業法制之影響，月旦法學雜誌第 216 卷，2013 年 5 月。

[22] 王文宇，公司法論，頁 403，2008 年 9 月四版。

的利害衝突，此時轉而採取債權人利益最大化，更符合公司利益[23]。

第一項、保護債權人的理由

有限責任為現代公司發展之利基，在有限責任下，股東不負有出資額以外之清償責任，無須擔憂如無限責任下所須承擔超過預期的損失，也不必就超過其出資範圍部分付出額外監控成本，使其資金可分散投注多家公司；投資人亦無需於監控公司經營狀況下，再支出監控股東個人信用狀況之額外成本，交易成本降低使得股份流動性提高，有助自由交易市場的形成，故有限責任有降低監控成本、促進商業活動更加活絡的功能。然而股東有限責任亦有其外部性(externality)，當公司陷於財務不良、資產不足清償負債之困境時，債權無法獲得清償的風險由債權人自行承擔，有限責任亦有遭到濫用之隱憂[24]。實務上多有自然人以小型公司名義借款後即未依約還本付息之案件，惟銀行借款之債權人通常會要求負責人擔任連帶保證人，以避免其利用公司有限責任來規避償債責任。

又公司股東、債權人間存有資訊不對稱的情形，公司具有控制力之股東或經營者對公司資訊極為了解，即便是少數股東，公司法亦賦予取得資訊、其於重要事項參與公司決策等權限，而債權人多須藉由契約才能取得公司資訊，亦無直接參與公司經營之權限，使其與股東、經營者間存在資訊不對稱問題，仍有必要就足以影響債權人重要權益之事項，要求公司負有揭露資訊之義務[25]。

公司股東及債權人間存在利益衝突，公司股東及經營者可能以增加公司風險性投資、不當利用公司資產等方式，侵害債權人的權利，已如本文第二章所述。

---

[23] 黃銘傑，公司法七十二變—下一階段公司法修正方向之芻議，月旦法學教室試刊號，2002 年 10 月。

[24] 黃拓華，公司組織再造對債權人之保護，國立政治大學法學院碩士在職專班碩士論文，頁 27 至 31，2008 年 1 月；林思沛，公司財務惡化狀態下董事對公司債權人之責任，國立台灣大學法律學院法律學研究所碩士論文，頁 4、5，2014 年 6 月。

[25] 黃拓華，前揭註 24，頁 32 至 33

股東為公司剩餘財產請求權人，直接受到公司邊際損失、邊際利益之影響，係與公司經營決策最密切牽連之利害關係人[26]，是故在一般情形下，公司利益最大化意味著股東利益的最大化，然而，當公司資產不足以清償負債時，於償債後已無剩餘財產可供股東分配，此時公司債權人即為與公司利益最密切相關之人，公司利益最大化的概念應有所調整，轉而指債權人利益之最大化。

因公司有限責任對債權人形成潛在威脅，及資訊不對稱下債權人可能受有不利益，又於公司資產不足清償負債時，債權人躍居公司最密切之關係人，自有予以保護之必要，就整體債權人保護之相關機制與規範內容，本文將於本節中為簡要之論述。而本文所要探討者之債權人，重點仍在於公司負債融資之債權人，屬自願性債權人，係自願與公司締結契約，相較其他非自願債權人（如公司侵權行為之受害人、薪資債權人）而言，融資債權人得於事前考量投資風險，於締約過程中藉由契約條款降低風險，部分具有談判能力的債權人更有能力取得更多資訊、監控、相當之擔保甚至介入公司經營之權限，屬於債權人中對風險較具有預期可能性者，也可能於事前將風險藉由債權價格轉嫁由公司承擔，因此就其保護機制方面，似不宜以法令施加過多規範，以免影響公司籌資彈性與效率，阻礙企業經濟活動之發展。而公司各該重要舉債籌資途徑中，就法制、契約所涉保護債權人機制，則於本章次節之後逐一論述。

第二項、資本原則與債權人保護

第一款、資本三原則的內涵

公司具有確實穩固的責任財產，可使債權人有較佳的受償機會。我國法受歐陸法系之影響而有資本三原則，並以此作為保障債權人的主要方式之一。資本三

[26] 林思沛，前揭註 24，頁 4、5。

原則包括資本確定原則、資本維持原則、資本不變原則，其主要內涵如下[27]：

(1) 資本確定原則：係指股份有限公司設立之際，應依章程所記載的公司資本總額，予以全部認足或募足，此原則乃採歐陸法系的「法定資本制」，重視公司從事經濟活動所需的財產基礎。此原則有妨害公司迅速成立、易生閒置資金、妨害資金調度彈性等缺點。

(2) 資本維持原則：係指公司存續中應維持相當於資本的現實財產，除保護債權人外，更在制止股東要求超額的盈餘分派，具體規範如原則上禁止股份回籠[28]、股票原則上禁止折價發行[29]、公司無盈餘時不得分派股息及紅利[30]、分派盈餘時應先彌補虧損及提出法定盈餘公積[31]等。

(3) 資本不變原則：係指公司非依法定程序，不得任意變更其資本總額，意義在維持公司資本的一定，防止資本無端減少，損及公司財務狀況及債權人權益，具體規範如對公司減資設有繁複的程序[32]，此原則有輔助資本維持原則的效果。

資本原則固然有保護債權人的意涵，惟過多規制恐削弱公司運用資本籌措金的自由與靈活度，且對債權人更關心者為公司的實質資本及清償能力，資本所對應的具體財產內容、資產流動性等亦屬重點，此恐無法於資本原則中充分顯現。

---

[27] 王文宇，前揭註 22，頁 225 至 227；廖大穎，公司法原論，頁 108 至 114，2012 年 8 月增訂六版；曾宛如，有限責任與債權人之保護，台大法學論叢第 35 卷第 5 期，2006 年 9 月。

[28] 公司法第 167 條。

[29] 公司法第 140 條。該條於 2001 年 11 月 12 日修正，讓公開發行股票之公司於證券管理機關另有規定時得折價發行股票。而依發行人募集與發行有價證券處理準則第 19 條規定，發行人辦理現金發行新股、合併發行新股、受讓他公司股份發行新股、依法律規定進行收購發行新股或分割發行新股時，不受公司法第 140 條關於股票發行價格不得低於票面金額規定之限制。

[30] 公司法第 232 條第 2 項。

[31] 公司法第 237 條第 1 項。

[32] 公司法第 168 條、第 279 條。

第二款、資本原則的發展與債權人保護

資本三原則的立意雖在保護債權人，然卻有僵固欠缺彈性的缺點，若干規範對公司的靈活運作形成障礙，是否能夠發揮保護債權人的功能亦頗受質疑，因此向來常受檢討，相關制度也有所修正改進。

就資本確定原則方面，我國於 1966 年公司法修正時已改以折衷式授權資本制，於 2005 年 6 月公司法修正時再改採完全授權資本制，公司設立時無須就章程所定股份總數全數發行，授權公司於章程中為分次發行股份之記載 [33]，其修正理由係為使公司易於迅速成立，便於公司籌措資金，亦無須閒置超過其營運所需之巨額資金，於完全授權資本制下，公司章程上載明的股份總數對債權人已無意義，財務報表所載實際發行的股份才是公司實收資本。又我國原有公司最低資本額的規定，於 2009 年 4 月公司法修正後已廢除 [34]，因資本僅為一計算上不變之數額，與公司之現實財產並無必然等同之關係，且資本額為公示資訊，交易相對人可於主管機關網站查知而作為交易時之判斷，公司資本額應以經會計師查核簽證認定資本額足敷設立成本即可。既然公司資本額與現實財產並無絕對關聯，對債權人本不足以提供穩固的保障，上開修法可增加公司資金籌措的彈性，亦不至於損及對債權人之權益。

於資本維持原則下，為使公司維持相當於資本額的現實財產，公司法對於盈餘分派、資產發還等事項均受有限制。股票不得折價發行係確保法定資本名實相符的手段之一，股票不得折價發行原則繫之於面額制，面額乘以已發行股份總數形成公司法定資本，且非經特殊程序不得發還股東，藉以形成對債權人清償的基

[33] 公司法第 130 條第 1 項第 2 款、第 156 條第 2 項。

[34] 公司法第 156 條第 3 項原規定公司最低資本總額由中央主管機關以命令定之，2009 年 4 月 29 日修正後已廢除該項規定。

本防護，然而當公司市況不佳，若發生市價低於面額時，將造成公司籌資困難[35]。我國公司法第 140 條修正前規定股票發行價格不得低於票面金額，於 2001 年 11 月 12 日修正後增訂但書，讓公開發行股票之公司於證券管理機關另有規定時，得以折價發行股票之方式籌資；而公開發行股票公司股務處理準則第 14 條修正前定有股票每股金額均為新台幣 10 元之規定，於 2013 年 12 月 23 日修正為「公司發行之股份，每股金額應歸一律」，理由係為鼓勵國內新創事業之發展，將每股固定面額 10 元修正為彈性面額，修正後我國公開發行公司已不受面額 10 元之限制。如採低面額股，大多數股東出資將流向資本公積，而我國公司法第 241 條前於 2012 年 1 月 4 日修正時已放寬資本公積發還股東之方式，除發行新股外亦得以現金發放予股東[36]；公司法第 241 條發放資本公積之規定又與第 232 條發放股息與紅利之規定有所區分，學者認為上開規定既均屬公司對股東之分派，尚無用語區分之必要。公司法修正方向彰顯我國對於股東分派已逐漸放寬，在低面額股下，若資本公積得自由運用並以現金方式發還股東，則面額股的功能甚微，甚至有誤導債權人的可能，所謂實收資本不受侵害之資本原則將更面臨挑戰[37]。

公司法第 232 條固賦予債權人對於違法分得股息、紅利者之股利退還請求權（退還對象為公司）及損害賠償請求權，為債權人得據以直接主張的少數條文之一，並於第 232 條對違法分派股息、紅利之公司負責人課予刑事責任，惟我國股利分派政策著重以資產負債表為依歸，較未考量到現金流量、長短期償債能力的問題，公司若於股利分派後發生周轉不靈，以致無法清償債務，對債權人之保障即有不足[38]。於資本原則相關規範的發展下，資本制度是否能發揮其初始目的，

[35] 曾宛如，低面額股與無面額股對臺灣公司資本制度之衝擊與影響，月旦法學雜誌第 236 期，2015 年 1 月。

[36] 該條修正理由為：鑒於部分公司於過去年度已累積大量法定盈餘公積及資本公積，如能讓公司彈性運用，除發行新股外，亦得以現金發放與股東，當有助於吸引投資。

[37] 曾宛如，前揭註 35。

[38] 王文宇，前揭註 22，頁 392 至 395；王文宇，新公司與企業法，頁 224 至 229，2003 年 1 月初版。上開著作中提到，美國法之股利政策，有採取「雙重無償債能力準則」者，即公司必須符合兩個清償能力的測試標準（第一為現金流量或股權無償債能力準則，第二為資產負債表或破產無償債能力準則），始得分派股利或分配財產給股東，亦有採「資產負債表公積金判斷法則」者，即公司

達到保護債權人的功能，實有再為檢視之必要。

第三項、董事對債權人之責任

第一款、責任範圍

董事經營行為係其與公司內部問題，債權人為公司外部人，並無如同股東代位請求權般的權利，如董事行為不構成侵權責任，與債權人間又無契約關係，原則上債權人應無法直接對公司董事求償[39]。

於代理理論下，公司受任人例如董事，實乃公司所有者之代理人，處於受他人託付與信賴的地位，而對公司負有義務與責任。董事所負「受託義務」(fiduciary duty)，下位概念包含「注意義務」(duty of care)、「忠實義務」(duty of loyalty)[40]等，其對象是否及於債權人，一般認為，董事受託義務之對象僅限於公司、全體股東，並不及於債權人。基於公司為股東所組成之社團，公司利益實則股東全體之權益，公司利益最大化傳統上即指全體股東利益最大化，惟於公司法發展過程中，其他非股東之人包括債權人的利益是否得在董事考量範圍內，漸有不同看法，尤其當公司面臨破產邊緣或已經破產時，公司債權人將取代股東成為公司利益之具體化身，董事若欲盡其義務須以全體債權人之利益為依歸[41]。美國實務上判決曾以債權人透過契約關係、商業法律和其他有關債權人權利來保護自身，法院傳統以來不願擴張既存受託人義務範圍為由，認為董事對債權人所負義務僅在相關契約所定範圍內，並認為就無資力而即將破產的公司而言，所需要者為有效並積

得否分派股利取決於資產負債表中是否有盈餘公積或資本公積，亦可附加其他限制，如現金流量測試，另有「便捷股利條款」、「修法模範公司法」等立法例，可作為判斷公司是否具有足夠償債能力以發放股利的參考比較模式。

[39] 林思沛，前揭註 24，頁 12。

[40] “Fiduciary duty”亦有譯為「忠實義務」、「受任人義務」者，”duty of loyalty”亦有譯為「忠誠義務」者。

[41] 曾宛如，董事忠實義務之內涵及適用疑義—評析新修正公司法第二十三條第一項，台灣本土法學雜誌第 38 期，2002 年 9 月。

極主動的領導者，有能力並基於善意與債權人協商，尚無必要賦予債權人可以違反受託義務為訴因之直接訴權[42]。上開見解雖對於賦予債權人契約外之額外權利採取保守的態度，但當公司陷於無清償能力時，美國實務上亦有採肯認此時因公司債權人取代股東成為公司剩餘財產請求權人，公司董事應轉向全體債權人負受託義務之見解者，認為此並不改變董事應追求公司最大利益的目標，僅是代表公司利益者由全體股東轉向全體債權人[43]。

於公司正常營運時，公司董事對債權人的義務與責任多隱藏於資本原則中，資本原則所設欲保護債權人之意旨，包括不得任意將資產發還股東、盈餘分派的限制等，而公司法第 233 條關於公司違法分派股息、紅利時之退還請求權及損害賠償請求權，為債權人得據以主張的少數條文之一，惟因請求對象眾多、退還範圍不一、退還對象為公司等不利因素，債權人對該條權利欠缺誘因而實務上少見使用[44]。於公司處於財務困難時，董事對債權人之責任則於後論述。

第二款、公司財務困難時董事對債權人之責任

於公司財務困難時，以英國法而言，探究董事對於公司債權人所負之責任，最重要者為「詐欺交易」(fraudulent trading)、「不法交易」(wrongful trading)。依詐欺交易之規範，公司清算過程中如發現公司經營行為係出於詐欺債權人之意圖或詐欺目的，法院得依清算人或破產管理人之聲請，命參與、知悉上述經營者對公司資產支付適當之數額，並設有刑事責任[45]，詐欺交易的適用以行為人主觀上

---

[42] Justice Randy J. Holland（著），陳春山（譯），美國公司法—德拉瓦州公司法基點案例選輯，2011 年初版。該案例為：Norch American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. (NACEPF) v. Gheewalla 930 A. 2d 92 (Del. 2007)。

[43] 林思沛，前揭註 24，頁 145 至 154。該案例為：美國德拉瓦州之 Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc. (Del. Ch., 2004)以及前揭註中之 NACEPF v. Gheewalla (Del. 2007)。

[44] 曾宛如，論董事與監察人對公司債權人之責任：以公司面臨財務困難為核心，台大法學論叢第 37 卷第 1 期，2008 年 3 月。

[45] 民事責任部分定於英國 1986 年破產法第 213 條(The Insolvency Act 1986 s.213)，刑事責任部分定於英國 2006 年公司法第 993 條(Company Act 2006 s.993)。

具有詐欺意圖為前提。而不法交易則不以行為人之故意為必要，法律效果僅有民事責任，其具體規範為於公司進入解散清算之際，法院得依破產管理人之聲請，命現任或曾任公司董事之人對公司資產支付適當之數額；上開「現任或曾任董事之人」之要件為：公司已進入破產程序，其於公司解散清算前某一時點，明知或可得而知公司已無任何合理的前景得免於進入破產程序，且當時其為公司之董事者；若該董事於知悉上述情事時採取每一步驟意圖減少債權人潛在損失，則不適用該規定[46]。此規定的聲請權人限於破產管理人，債權人僅為被動之受益者，且依實務見解，得受賠償金額之分配者限於無擔保債權人。我國學者認為，不法交易規範目的在使公司董事與債權人之利益一致化，當公司處於破產或破產邊緣時，如董事明知或可得而知公司已無任何生機、破產將是無法避免之後果時，應為一定之行為以避免公司債務不當惡化或增加，藉此規範實質上要求董事於公司處於財務困難時進更大的監控義務、應為更積極的行為以避免公司財務持續惡化，若董事不為任何積極避免公司損害加劇之行為時，董事必須對公司賠償，公司債權人則因該賠償而受惠[47]。

我國法就詐欺交易之民事責任部分尚得以侵權行為規範來因應，惟我國並無如英國不法交易之制度設計，我國所採取者為「強制聲請宣告破產制度」，相關法律如民法第 35 條第 1 項規定「法人之財產不能清償債務時，董事應即向法院聲請破產」，第 2 項規定若不為聲請致債權人受損害時，有過失之董事應負賠償責任，債權人主張此項請求權需證明若董事即時聲請其債權受償之可能性較大，有過失之董事才應負賠償責任[48]。民法第 35 條適用於所有法人類型，其立法理由可追溯自大清民律草案第 115 條之理由，謂社團法人既無資力，若任其存在，實有害於公益，此時董事會即須聲請破產，使之解散。另外，公司法第 211 條第 2 項

[46] 英國 1986 年破產法第 214 條(The Insolvency Act 1986 s.214)
[47] 曾宛如，前揭註 44。
[48] 最高法院 62 台上字第 524 號判例：法人之債權人，主張法人之財產不能清償債務，其董事未即聲請宣告法人破產，致其債權受損害，而對董事請求賠償損害者，應就董事如即時為此聲請，其債權較有受償可能之事實，負舉證證明之責，此就民法第 35 條規定之旨趣推之自明。

亦規定「公司資產顯有不足抵償其所負債務時，除得依第 282 條（重整規定）辦理者外，董事會應即聲請宣告破產」，此條係針對股份有限公司，並依同法第 108 條第 4 項準用於有限公司。

上開民法第 35 條第 1 項、公司法第 211 條第 2 項所規定董事負有宣告破產義務之時點，分別為「法人之財產不能清償債務時」、「公司資產顯有不足抵償其所負債務時」，學說及實務上多認為此係指法人或公司負債大於資產的情形，亦稱為「債務超過」，係以資產負債表上之項目為判斷準則（或稱為資產負債表之測試標準）；另一概念則為「支付不能」，係指債務人欠缺清償能力而言，尚不以資產負債表上負債大於資產為必要。

於各該規範下董事應起負責的時點，涉及公司「無清償能力」(insolvent)的認定，英國破產法係採取「債務超過」標準，美國則併以「債務超過」與「支付不能」為認定標準[49]。美國德拉瓦州法院判決亦曾提出「瀕臨無清償能力」(the vicinity of insolvency)的概念，認為當公司瀕臨無清償能力時，董事對於包含債權人在內之公司利害關係人團體負有受任人義務，惟「瀕臨無清償能力」為恐使公司董事無所適從，為一極具爭議的概念[50]。我國破產法第 1 條第 1 項、第 57 條所規定破產原因為「債務人不能清償債務者」，應係指「支付不能」而言，此與我國民法及公司法前揭關於強制聲請宣告破產義務之標準（債務超過）有所差異。參酌我國債務清理法草案[51]第 134 條就破產要件之規定為「債務人不能清償債務或有不能清償之虞時，在法院裁定開始債務清理程序前，得向法院聲請破產。債務人為法人或非法人團體者，其資產不足抵償所負債務時，亦同」，第 2 條第 2 項規定「債

[49] 此部分英美法之具體規定或實務見解，參見曾宛如，前揭註 44；林思沛，前揭註 24，頁 42 至 44。。

[50] 該案例為：Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications, Corp., No. 12150, 1991 WL 277613 (Del. Ch. Dec. 30, 1991)，相關討論參見林思沛，前揭註 24，頁 139 至 144、154、155。

[51] 本文所指「債務清理法草案」，為 2015 年 6 月 2 日司法院第 157 次院會討論通過之「破產法（更名為債務清理法）修正草案」（網址：http://jirs.judicial.gov.tw/GNNWS/NNWSS002.aspid=193160&flag=1&regi=1&key=&MuchInfo=&courtid=）。該修正草案就「重建型債務清理程序」（和解、重整）及「清算型債務清理程序」（破產）均有所規範。

務人停止支付者，推定其為不能清償」；另於第 135 條規定「債務人有前條不能清償債務或資產不足抵償所負債務之情形，在法院裁定開始債務清理程序前，債權人亦得向法院聲請破產。債權人聲請破產時，債務人違反法院命令，拒絕提出關係文書或為財產及業務變動狀況之報告者，推定有前項破產原因」。依修正理由所載，該草案中所稱「不能清償」，指債務人因欠缺清償能力，對已屆期之債務，全盤繼續處於不能清償之客觀經濟狀態者；所稱「不能清償之虞」，係指依債務人之清償能力，就現在或即將到期之債務，有不能清償之蓋然性或可能性。由此可知，自然人以外之債務人（例如公司），於債務清理法草案所定破產原因包含「不能清償債務」、「有不能清償債務之虞」、「資產不足抵償所負債務」三種情形，「支付不能」或「債務超過」均得為破產之原因，此對債權人的保障應較為周延，則就強制董事宣告破產義務部分，僅採「債務超過」標準可能有所不足且制度間有不一致的問題。

如就英國不法交易制度與我國法強制聲請宣告破產制度相較，英國不法交易制度並不認同聲請宣告破產為解決公司財務困難的唯一方式，而應由董事採取一定作為來處理應變，採相類制度者如愛爾蘭、澳洲、南非、紐西蘭等，亦賦予債權人（通常較破產管理人更有聲請誘因）具有聲請權限；我國所採強制宣告破產制度則認為公司應立即停止營運才是避免損害的唯一手段 [52]，就董事責任而言固較具體而易於遵循，惟是否屬對債權人最有利的方式則有待商榷，例如銀行債權人可能會希望公司繼續經營以提供更多金融服務，在制度選擇上或有討論空間。

第四項、股東對債權人之責任

股東對債權人之責任，應討論者為「揭穿公司面紗原則」(Piercing the Corporate Veil)。公司為獨立於其構成員以外之權利主體，具有獨立法人格，當此獨立性被

[52] 曾宛如，前揭註 44。

濫用時，例外否認公司獨立人格，而將責任歸屬於公司之構成員，使股東不再受到有限責任的保護。美國法院於決定應否適用此原則時，常將被害人分為自願與非自願性，自願債權人多為契約關係相對人，於損害發生前多已與公司有所接觸、評估才決定交易，對損害之發生有可預見性，使其自行承擔風險尚屬合理，不得轉嫁予公司及股東，故於許多契約案例中法院並未輕易適用揭穿公司面紗原則[53]，而美國實務上適用此原則的常見態樣，如資本不足、公司為股東之分身或道具等情事[54]。

我國公司法原僅於關係企業章就揭穿公司面紗原則設有規範[55]，嗣於 2013 年 1 月 30 日修正之公司法第 154 條第 2 項增訂「股東濫用公司之法人地位，致公司負擔特定債務且清償顯有困難，其情節重大而有必要者，該股東應負清償之責」，其立法目的即在防免股東濫用公司之法人地位而脫免責任，導致債權人權利落空、求償無門[56]，並賦予法院就個案中情節重大、必要性等要件之裁量判斷空間，而該項因新增未久，實務上適用情形及功效尚有待觀察。

第五項、負債對公司治理的正面效用

誠如本文前章討論自由現金流量理論中所述，負債使公司必須按期付息還本，得約束公司自由現金流量，降低經營者的控制權，經營者必須更謹慎努力地經營，以避免財務危機或破產，且公司因有負債也增加了相關法制、契約之規制及債權人的監控，有導正經營者行為的效用，尤其在股權分散、股東力量難以有

[53] 王文宇，前揭註 22，頁 653 至 656。
[54] 林思沛，前揭註 24，頁 11。
[55] 公司法第 369 條之 4、第 369 條之 5。
[56] 立法理由為：揭穿公司面紗之原則，係源於英、美等國判例法，其目的在防免股東濫用公司之法人地位而脫免責任導致債權人之權利落空，求償無門。為保障債權人權益，我國亦有引進揭穿公司面紗原則之必要。爰明定倘股東有濫用公司之法人地位之情形，導致公司負擔特定債務而清償有顯著困難，且其情節重大而有必要者，該股東仍應負擔清償債務之責任。法院適用揭穿公司面紗之原則時，其審酌之因素，例如該公司之股東人數與股權集中程度；系爭債務是否係源於該股東之詐欺行為；公司資本是否顯不足承擔其所營事業可能生成之債務等情形。

效集結的公司，債權人的監控更具意義。

國外學者有研究關於公司經營者的「管理鬆懈」(managerial slack)問題[57]，指出當公司內部力量不足以為有效的監控時，需仰賴有能力且具有動機的投資人對經營階層施加力道，而公司向中介機構借款可解讀為一種「監控的委託」(delegated monitoring)，公司各個債權人的監控行為創造了正面的外部性，使其他投資人及股東均能受惠，公司負債所釋放的訊息，使股東及潛在投資人知悉公司信用品質與評價，借款帶來的固定負擔，也可使經營者不至於將資金恣意用於與管理鬆懈相關的行為，為了未來投資計畫而在較嚴格的資本市場募集資金，更使公司經營者受到更多規制。以互動治理的角度來看，治理分為「監控」與「反應」，反應又分為「離場」(exit)與「發聲」(voice)，離場是指在察覺到經營者管理鬆懈時與之終結關係，發聲指的是積極去矯治管理鬆懈行為，假設所有股份均以「使經營者管理鬆懈最小化」為目標，且股東間會互相傳遞訊息（即股東於蒐集分析有用的訊息後，會傳遞給能夠採取行動解決問題的股東），則公司以債籌資時，尤其是向銀行借款時，債權人將在矯治公司經營者管理鬆懈部分扮演重要角色，而有助於公司治理，此部分於後詳述。

第三節、公司以債籌資重要方式之一：發行公司債

發行公司債是公司以直接金融方式作為取得資金管道的一種，係指公司以籌措長期資金為目的，將所需資金分割為多數同單位金額，以發行實體公司債或無實體發行之方式，直接向不特定大眾（公開募集）或向少數特定人（私募）集資

[57] George G. Triantis and Ronald J. Daniels, *The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*, California Law Review, vol.83, no.4, Jul. 1995.

並負擔之大量金錢債務[58]。

公司債的發行主體需為股份有限公司，而公司發行公司債時，應載明一定事項，向證券管理機關辦理之[59]，是以，公開發行股票的公司始可公開募集公司債[60]，否則需採私募的方式。依我國公司法規定，公司募集公司債需經董事會特別決議始得為之，雖不須經股東會同意，但須將募集公司債的原因及有關事項報告股東會[61]，該法規定發行公司債由董事會決議的原意，乃在考量董事會能隨時斟酌公司資金條件及當時金融市場狀況，有效率地做成決策，完成籌措公司所需之營運資金[62]。

公司亦可私募公司債，決定機關也是由公司董事會以特別決議行之，私募公司債不以公開發行公司或上市、上櫃公司為限，且採發行後向證券機關報備制度，亦不受公司法第 249 條第 2 款、第 250 條第 2 款關於近年度平均淨利未達一定標準不得發行公司債或無擔保公司債的限制，所受發行總額之限制也較公司法第 247 條規定為寬鬆[63]。「私募」是以私人洽購的方式向特定對象募集，並非以一般不特定大眾為對象，因私募的應募者只限於少數之特定人（依公司法第 248 條第 3 項規定，私募對象不得超過 35 人，但金融機構應募者不在此限），不若公開承銷涉及層面之廣大，又公司法第 156 條已修正將公司股票是否公開發行歸屬於企業自治事項，故私募的發行公司不必受限於上市、上櫃或公開發行公司。且私募公司債之特點在於公司得以較簡便迅速的方式、較低的成本來獲取資金，對急需資金之公司，可使資金即時挹注，為符合創設私募制度使企業以較簡便程序及較低成本便利迅速籌資之初衷，對於不涉及公開募集、以特定人為對象的私募公司債，也毋須受託人制度之介入。又我國公司法於 2015 年 7 月 1 日修正增訂「閉鎖性股

[58] 王文宇，前揭註 22，頁 53 至 57。
[59] 發行公司債應載明事項，詳公司法第 248 條第 1 項各款規定。
[60] 經濟部 2004 年 11 月 1 日經商字第 09300189290 號函。
[61] 公司法第 246 條。
[62] 廖大穎，公司債發行之三角關係—發行公司、公司債債權人與股東間之利益調整，月旦民商法雜誌創刊號，2003 年 9 月。
[63] 證券交易法第 43 條之 6 第 3 項。

份有限公司」[64]（股東人數在 50 人以下，有股份轉讓限制之非公開發行股票公司），此種公司可發行無面額股票、允許複數表決權特別股，並可私募普通公司債、轉換公司債及附認股權公司債[65]，以增加此種小規模公司籌資上的彈性。

因公司債制度本質為企業對外長期、大額地舉債，發行公司與公司債債權人間，從公司債發行起至本息全數清償為止，存在著長期的債權債務關係，這期間可能因為發行公司財務狀況及債信的變化，而涉及利害關係人間的利益調整，或公司債契約內容的事後變更，債權人可能於發行公司違約時行使契約相關權利以保全債權，亦可能為顧全發行公司不至於破產而有所讓步及犧牲。如何發揮發行公司以公司債調度資金的機制，使發行公司能更便利、有效益地善用此一資金籌措方式，同時兼顧保護公司債債權人權益，是公司債制度的重要課題。

第一項、公司債市場發展概況

對投資人而言，持有債券之風險較持有權益商品低，故在全球資本市場中，債券市場規模普遍大於股票市場，此市場係以政府發行的主權債券為主力商品。以公司債而言，於 2005 年底，英國公司發行在外之國際債權證券金額為 2,039 億美元、國內債權證券金額為 242 億美元，美國公司發行在外之國際債權證券金額為 274 億美元、國內債權證券金額為 26,957 億美元，兩者差異可由美國國內資本市場廣大、美元於國際金融貨幣體系中的重要地位獲得解釋。在歷史上，歐洲大陸的債券市場並未發揮重要功能，然此狀況於 1990 年代起因政治、經濟發展及歐元的引入而有所改變，雖然在歐盟，銀行借款仍是公司外部融資最主要的來源，但歐元區越來越多發行公司透過債券擴張資金來源，據研究於 1994 年至 2004 年間，歐元區的債券市場增長幅度為 283%，大大超越美國於同期間市場增長率 35%，

[64] 公司法於 2015 年 7 月 1 日修正增訂第十三節「閉鎖性股份有限公司」（第 356 條之 1 至 356 條之 14），施行日期由行政院定之（未定）。
[65] 公司法第 356 條之 11（修正時尚未施行）。

於 1994 年至 1998 年間歐元區私營機構債券發行金額從 1,240 億美元提升至 2,730 億美元，於 2004 年已達 5,500 億美元；歐元面額的債券市場出現，也是歐洲公司融資環境變化的重要關鍵，於 1998 年底至 2003 年底，發行在外的歐元公司債券增長 95%，美國銀行於 1995 年至 2001 年的六年間將其在歐元面額債券市場的份額從 2%提高至 32%，並大幅降低承銷費用，使歐洲債券市場於公司融資地位日益增加[66]。

我國公司債每年發行金額為數千億元，其中以普通公司債為大宗，金融債券次之。學者將我國債券市場分為下列三個時期[67]：

(1) **草創期（1949 年至 1990 年）**： 我國債券市場肇始於 1949 年愛國公債之發行，1962 年臺灣證券交易所成立後，政府公債同步在交易所上市交易，形成場內競價交易與場外店頭市場議價交易併行，於 1974 年石油危機導致利率飆升、物價飛漲，主管機關關閉場外交易，一律改以交易所集中競價交易，迄 1982 年始重新開放債券店頭市場。

(2) **萌芽期（1991 年至 1999 年）**：政府推行六年國家建設計劃，採擴張性財政政策，大量發行公債籌措公共建設財源，加上直接金融觀念漸行普及，民間企業開始發行公司債籌資，債券市場流動性也隨之提升。

(3) **成長期（2000 年迄今）**：債券電子交易系統問世，交易資訊揭露的正確性、即時性、效率及透明度均大幅提升，加上各項交易機制與完善結算交割制度相繼建立，債券交易量倍數成長，進入電子交易時代。

我國債券初級市場主要的債券種類包括政府公債[68]、金融債券[69]、普通公司

---

[66] Eilis Ferran（著：Principles of Corporate Finance Law, 2008），羅培新（譯），公司金融法律原理，頁 511 至 514，2012 年 3 月初版。

[67] 李存修、葉銀華，台灣資本市場之發展，頁 6-3，2014 年 9 月初版。

[68] 「公債」為各級政府所發行，流動性最佳，信用風險最低。無論是中央政府公債或地方政府公債，舉債額度均需符合「公共債務法」的規範，未償還的餘額合計不得超過前三年度名目國內生產毛額平均數之一定百分比。

債、轉換公司債、外國債券等，債券市場中以政府公債的發行量最大，公債也是交易市場最活絡的債券，佔債券流通餘額半數以上，其次則是公司債，各類主要債券流通在外餘額於 2014 年底的數據如下圖所示。從 1996 年以後市場利率走低，開啟民間企業發行公司債的熱潮，於 2000 年起中央銀行連續降息，公司債發行規模更加擴大[70]。

我國債券交易市場以店頭市場交易為主，實務上各種類債券幾乎全在證券櫃檯買賣中心掛牌上櫃，加上證券商營業處所議價買賣債券的交易與結算交割法規均係由證券櫃檯買賣中心所制定，故債券店頭市場即指證券櫃檯買賣中心的市場。至於公司債雖亦可在臺灣證券交易所上市，惟實務上公司債鮮少上市，依臺灣證券交易所網站之統計資料可知，從 2005 年起至 2013 年底止，查無任何公司債新債上市的紀錄，且上市公司債於 2007 年以前尚有餘額，但 2008 年以後即無任何餘額[71]；另外可轉換公司債於 2004 年尚有 1 億 9,200 萬元的當期上市紀錄，但從 2005 年起至 2013 年底止即查無任何上市紀錄，其累計上市金額計算至 2007 年止僅餘 700 萬元，其後各年度因並無新發行的可轉換公司債上市，其累計金額資料均為零[72]。

---

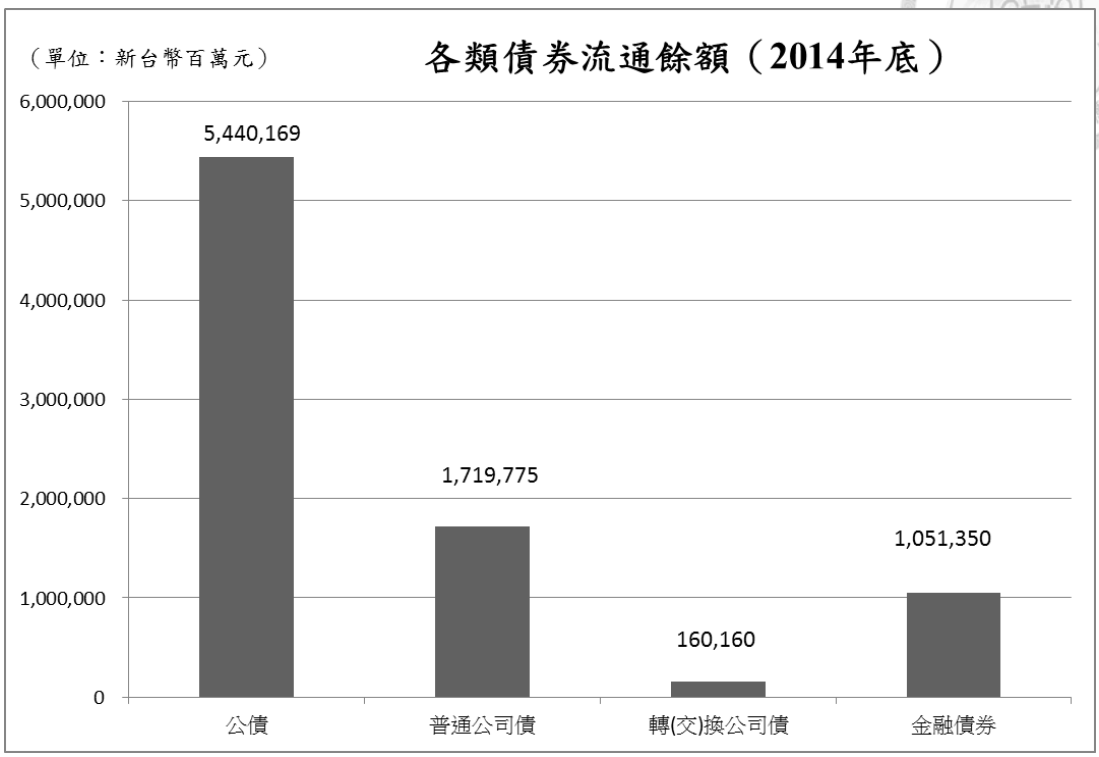
[69] 「金融債券」即銀行所發行的債券，歐美國家將之歸類為公司債，我國則另稱為金融債券。依「銀行發行金融債券辦法」規定，金融債券係指銀行依照銀行法有關規定，為供給中期或長期信用，報經主管機關核准發行之債券，開始還本期限不得低於 2 年，該法並設有銀行金融債券的發行上限，發行金額加計前已發行流通在外之餘額，不得超過發行前 1 年度決算後淨值之 2 倍。

[70] 我國 1995 年之普通公司債淨額僅有 417.9 億元，1996 年淨額則為 1,083.4 億元，至 2000 年淨額已達 5,169 億元，詳見謝劍平，現代投資學—分析與管理，頁 485、486，2006 年 1 月三版。

[71] 資料詳見臺灣證券交易所網站統計報表資料中之「年度上市證券量值變動統計」（網址：http://www.twse.com.tw/ch/statistics/statistics_list.php?tm=07&stm=017）。

[72] 資料詳見臺灣證券交易所網站統計報表資料中之「上市證券概況月報表」（網址：http://www.twse.com.tw/ch/statistics/statistics_list.php?tm=04&stm=004）。

圖表 5：我國各類債券流通餘額圖



（資料來源：證券櫃檯買賣中心網站）

圖表 6：我國公司債近年度統計資料

（單位：新台幣百萬元）

年度	公司債發行額	上櫃公司債流通在外餘額（計算至各該年底）		公司債交易金額
		普通公司債	轉(交)換公司債	
2009 年	203,880	933,487	157,485	1,341,467
2010 年	329,721	999,710	161,211	9,561,121
2011 年	396,617	1,124,255	123,813	14,822,285
2012 年	482,478	1,364,120	144,284	15,592,939
2013 年	466,001	1,577,605	147,885	15,670,408
2014 年	360,353	1,719,775	160,160	15,050,779

（資料來源：中央銀行網站、證券櫃檯買賣中心網站[73]）

我國普通公司債於 1988 年開始發行上櫃，流通在外期數為 22 期、餘額 384.6 億元，餘額逐步成長，至 2011 年 2 月已達 516 期、餘額 10,033.1 億元；轉換公司債首度於 1997 年發行上櫃，流通在外期數為 2 期、餘額 9 億元，至 2007 年底已成長至 273 期、餘額 2,057.2 億元的高峰，隨後因金融海嘯影響公司新增發行，直至 2010 年股票市場回溫，總餘額開始止跌回升[74]。至 2013 年 12 月底，我國普通公司債流通在外期數為 468 期、金額新臺幣 15,776 億元，若依發行條件分析，其中有擔保公司債有 160 期、金額 3,639 億元，約占 23%，無擔保公司債有 308 期、金額 12,137 元，約占 77%；以主次順位區分，主順位普通公司債有 412 期、次順位有 21 期[75]。如就國內上市、上櫃、興櫃公司而言，2013 年度發行普通公司債的公司有 85 家，發行總金額為 3,111 億元，至 2013 年底淨額為 15,776 億元；發行可轉換公司債的公司有 107 家，發行總金額為 1,017 億元，至 2013 年底淨額為 1,542 億元[76]。我國整體民營企業資產負債表中，「應付國內公司債」於 2012 年底總額為 8,131 億元，占負債總額之 3.59%；於 2013 年底總額為 9,888 億元，占負債總額之 3.99%[77]。

櫃檯買賣中心為活絡公司債交易市場，於 2003 年 8 月建立「固定收益證券交易系統」，提供小額投資人、法人、外國專業法人機構及債券自營商類似股票的交易系統，以價格優先及匿名撮合方式交易公司債及金融債券，投資人及證券商可利用現行證券市場帳戶辦理公司債交割，毋須另行開戶，並可透過全國證券經

[73] 發行總額數據來源為中央銀行網站之金融統計月報資料，流通在外餘額來源為證券櫃檯買賣中心網站之上櫃債券流通在外餘額月報表、轉(交)換公司債歷年統計要覽，

[74] 邱智謀，企業如何善用公司債籌資以強化財務結構，證券暨期貨月刊第 29 卷第 4 期，2011 年 4 月。

[75] 李存修、葉銀華，前揭註 67，頁 6-20。

[76] 金融監督管理委員會證券期貨局網站之「證券暨期貨市場重要指標」（網址：http://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=622&parentpath=0,4,109），其中之「證券發行概況表」、「上市（櫃）公司籌資情形統計表」。

[77] 參見中央銀行網頁之「中華民國公民營企業資金狀況調查結果報告」（網址: http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=45340&ctNode=727&mp=1）。

紀商下單買賣，使用集保之帳簿劃撥作業進行債券之交割，提升債券市場流動性；對發行公司而言，債券無實體化作業，也可簡化債券過戶、還本付息等相關作業，有助其運用公司債籌資。

公司債契約中，最重要的資訊為面額、利率、到期日等項，這些均由發行公司依其資金需求而為彈性設計，由於公司債發行條件為發行公司決定後讓投資大眾自行選擇是否購買，債權人人數眾多且分散，並無事前或締約過程中參與議約談判之可能，公司能依其最適需求設計定型化契約。公司債採固定利率的情形非常普遍，英國於 2003 年新發行之歐元公司債中即有 80%係採固定利率[78]，我國亦然，以我國 2014 年 12 月份新發行之上櫃普通公司債為例，其中 105 件為固定利率，僅 1 件為浮動利率，發行年期多於 3 年至 10 年間不等[79]，又我國大部分普通公司債的票面利率多在百分之 1 點多至 2 點多之間，以 2013 年新發行公司債之加權平均利率來看，3 年期、5 年期、10 年期的公司債利率分別為 1.34%、1.37%、1.69%[80]，可轉換公司債利率更低，票面利率零者為普遍之現象，公司債為公司長期資金籌措之重要途徑，於低利率時期發行公司債籌資，得以固定利率鎖住長期固定資金成本，不受日後市場利率提高的影響。

第二項、具有股權性質的公司債

公司以債籌資與以權益籌資，本有迥然不同的特性與優缺點，然亦存在兼具債權與股權性質的公司債，使債券持有人擁有債券外亦擁有股票選擇權，賦予投資人更大的彈性並有助於公司籌措資金。公司債本於發行公司與債權人間的契約，實務上因應公司融資需求而有許多種類變化，較常見者為以下兼具股權性質

[78] Eilis Ferran（著），羅培新（譯），前揭註 66，頁 517。

[79] 參見證券櫃檯買賣中心之上櫃債券發行年期與票面利率統計資訊（網址：http://www.tpex.org.tw/web/bond/publish/publish_download/download_05.php?l=zh-tw）。

[80] 參見中央銀行金融統計月報之資本市場利率資料（網址：http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=26178&CtNode=532&mp=1），此統計資料不含金融債券、可轉換公司債。

的公司債:

(1)可轉換公司債

可轉換公司債的債權人享有轉換公司債為發行公司股份的權利，債權人可視公司經營狀況決定是否行使轉換權，轉換型的性質為形成權，債權人行使轉換權後，公司應依轉換辦法發給股份，故轉換後債權人就成為公司股東，同時喪失公司債債權人的地位[81]。

(2)附認股權公司債

附認股權公司債為公司債與認股權證相結合的金融商品，該認股權證提供公司債債權人得以特定價格向公司購買特定股數的選擇權，債權人享有依認購辦法購買股份的權利。與可轉換公司債不同的是，附認股權公司債於債權人行使認購權後，公司債本身仍然存續，可轉換公司債於債權人行使轉換權後公司債已轉換成股票而不復存在；又附認股權公司債於債權人行使認購權時需支付對價，可轉換公司債則無任何對價之支付[82]。

因上開具股權性質之特殊公司債的特色，在於公司債債權人得依轉換辦法或認購辦法，請求轉換為股份或認購股份，而有直接取得股東地位的特殊效果，兼具權益證券之性質，且發行此類公司債時，公司財務報表上亦同時有負債（應付公司債）、權益（資本公積—認股權）的產生。此類公司債債權人權利行使與否對股東有潛在的實質影響，發行此類特殊公司債時即可能影響公司股價，將來於公司債債權人行使權利時勢必再影響公司股東盈餘分配及對公司經營權之控制[83]。又由此類公司債債權人的角度，轉換或認股條件的明確性為其權益的重要事項，故轉換條件（含轉換價格、轉換期間及轉換股份之種類等）、認股條件（含

[81] 王文宇，前揭註 22，頁 405、406。
[82] 王文宇，前揭註 22，頁 408。
[83] 廖大穎，公司債法理之研究—論公司債制度之基礎思維與調整，頁 141、142，2003 年 7 月初版。

認股價格、認股期間、認購股份之種類及每單位認股權可認購之股數等）之決定方式、轉換（認股）價格之調整、轉換（認股）年度有關利息、股利之歸屬、轉換後之權利義務等事項，均應明訂於發行及轉換（認股）辦法中[84]。

我國公司常見發行的具股權性質公司債，以可轉換公司債為主，於 2014 年底的上櫃轉（交）[85]換公司債發行餘額約為 1,601 億元[86]，占全部上櫃公司債的比例約 8.5%[87]；至於我國公司較少發行附認股權公司債，於 2006 年以前尚有發行紀錄，2006 年底發行淨額為 9,000 萬元，於 2007 年起迄今則未再有發行紀錄[88]。轉換公司債相對於普通公司債利息負擔較輕，我國常見可轉換公司債的票面利率為零，且若經投資人轉換成股票後，負債轉為股權即可降低公司負債比率、改善資本結構，相較於現金增資，發行轉換公司債可避免獲利立即遭到稀釋，並有轉換價格較市價高、募集成本較為低廉、不需股東會同意等優點，且具有高度的發行條件彈性，可依公司及投資人需求設定折溢價發行價格，轉換價格溢價率、利息、買回權、賣回權等條件[89]。

依國內財金學者的觀察，我國轉（交）換公司債近年來的發行條件有以下特性[90]：a.凍結期間[91]以 1 個月為主。 b.票面利率以 0%為主流：於投資人轉換後，發行人不需支付利息，也可減省作業手續。c.發行年期有逐漸縮短趨勢：依據發行人募集與發行有價證券處理準則第 30 條規定，轉換公司債償還期限不得超過 10

---

[84] 發行人募集與發行有價證券處理準則第 29 條、第 41 條。

[85] 「可交換公司債」(exchangeable bonds) ，是債權人享有將公司債交換為發行公司所持有的「其他公司股份」之權利。我國主管機關統計資料常將可轉換公司債與可交換公司債一併列計。

[86] 參見證券櫃檯買賣中心網站公布之「轉（交）換債年統計報表」（網址：http://www.tpex.org.tw/web/bond/tradeinfo/cb/CBYearly.php?l=zh-tw#）。

[87] 依證券櫃檯買賣中心公布之數據，我國 2014 年底上櫃公司債流通在外餘額，普通公司債為 17,197 億元、轉（交）換公司債為 1,601 億元，轉（交）換公司債占全部公司債的比例約為 8.5%。

[88] 詳見金融監督管理委員會證券期貨局網站之「證券暨期貨市場重要指標」，依債券發行概況表所示，自 2007 年至 2014 年間附股權公司債的期數及餘額均為零。

[89] 邱智謀，前揭註 74。

[90] 李存修、葉銀華，前揭註 67，頁 6-24 至 6-26。

[91] 「凍結期間」係指轉換公司債發行後的一段時期內，債券持有人不得將轉換公司債轉換為普通股，依目前「中華民國證券商業同業公會承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」第 4 條之 3 規定，不得少於 1 個月。

年，先前一般轉換公司債發行期間主要集中在 5 年，但近年來有逐步縮短趨勢，至 2011、2012 年，3 年期的發行件數、金額已遠大於 5 年期的案件，發行年限短的好處，是可降低利率風險、提升投資人購買意願。d.無擔保平均發行規模大於有擔保者：因中小企業需要銀行擔保以利債券順利銷售，近年來有擔保案件發行數量雖逐漸增加，但無擔保發行總金額仍大於有擔保的發行總金額，轉換債為我國中小型企業發行無擔保債券的主要管道之一。e.流通在外年期佔發行年期的比率逐年提升：2007 年以後發行的轉換債，流通在外年期多在 40%以下，代表多數為提前賣回、贖回或全數轉換，惟 2009 年以後到期還本的情形逐漸增加，流通在外年期亦向 100%接近，可能係因發行條件近年來受會計制度影響、主管機關管理較先前嚴格，降低了提前轉換的誘因。轉（交）換公司債與普通公司債市場發行動機考量不同，發行主體與規模也有明顯差異，普通公司債發行人主要集中在債信良好的大型機構，平均發行規模較大，而轉（交）換公司債發行人多為中小型企業，平均發行規模較小[92]。

有實證研究結果認為，我國 2001 年至 2010 年間曾發行可轉換公司債與現金增資的公司，其產業風險值高於發行普通公司債者，顯示發行含有股權性質的公司，所處產業為高風險產業的機率較高，且資產規模及成立年數也明顯小於發行普通公司債的公司，意味著年輕企業發行含股權募資工具的機會較高[93]，此可能是因為股權含有對未來成長性的期待，而債權為固定收益，較注重公司穩固的償債能力。

[92] 李存修、葉銀華，前揭註 67，頁 6-23。文中記載，以近 5 年統計數據，2009 至 2013 年的普通公司債平均發行規模為新臺幣 37 億、32 億、35 億、41 億、39 億元，轉（交）換公司債平均發行規模則為 6.8 億、5.56 億、7.32 億、5.91 億、6.53 億元。

[93] 沈建佑，台灣上市櫃公司融資決策之分析—普通公司債、可轉換公司債及現金增資，國立台灣大學管理學院財務金融研究所碩士論文，頁 26，2012 年 2 月。

第三項、公司債規範內容與債權人保護機制

第一款、發行條件的限制

公司債債權人為不特定多數人，未必關心公司債條款細節，或不具備足夠的事前蒐集資訊能力，締約時通常欠缺與公司或承銷商談判磋商的能力，只能接受公司、承銷商已決定的契約條款。我國法採取在事前限制不合規定的公司不得發行公司債之方式，違反規定的公司並應負賠償責任。依現行法規，公司發行公司債須受到下列規範的限制：

(1)發行總額限制：

公司債之總額，不得逾公司現有全部資產減去全部負債及無形資產後之餘額；無擔保公司債之總額，不得逾前項餘額 1/2（公司法第 247 條）。但已依證券交易法發行股票之公司，募集與發行有擔保公司債、轉換公司債或附認股權公司債，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 200%，不受公司法第 247 條規定之限制（證券交易法第 28 條之 4）。另外，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 400%，亦不受公司法第 247 條規定之限制（證券交易法第 43 條之 6）。

由上開規定可知，公司法規定的公司債發行總額，不得超過公司淨值再扣掉無形資產後的餘額，則公司有形資產價額扣除現有負債後，尚能大於或等於公司債總額，對於無擔保公司債之發行數量更限制為上開數量的半數，此為使發行公司有穩固的財務基礎得以償債，是對公司債債權人的一定保障。證券交易法為擴大債券市場規模，以利企業藉發行公司債籌措中長期資金，而放寬有擔保公司債、

轉換公司債及附認股權公司債之發行額度限制為公司淨值的 2 倍，如經目的事業中央主管機關同意者，發行額度可以更高，排除了公司法上開較嚴格的發行總額限制規定。另外，公司債的私募因不涉及一般不特定大眾權益，發行總額限制更為寬鬆，不超逾公司淨值的 4 倍即可。

公司債發行總額的限制規定，是為了防止公司過度舉債，導致未來無法按時償還本息。參酌 1993 年日本商法關於公司債總額限制的規定修正前，第 297 條第 1 項規定「公司債之募集，以不逾現存公司之純資產額為限」，且當時的「公司債發行限額暫行條例（社債發行限度暫定措置法）」第 1 條規定「公司募集發行有擔保公司債、可轉換公司債、附認股權公司債，以及在國外募集發行的公司債，暫時不受商法第 297 條的限制，但該公司債的發行總額不得逾越現存公司純資產額的 2 倍」，另「電力事業公司債發行限額特別條例」第 2 條規定「電力事業公司，暫時不受電氣事業法第 39 條但書的規定，得募集發行公司債，但該公司債的發行總額不得逾越電力事業公司現存純資產額的 6 倍」等規定，與我國公司法第 247 條、證券交易法第 28 條之 4 等規定意旨類似。但 1993 年日本修正上開制度，將商法第 297 條發行公司債總額限制制度完全鬆綁，廢除該條文，亦廢止「公司債發行限額暫行條例」與「電力事業公司債發行限額特別條例」之 2 部特別法，以解決企業發行公司債籌措資金的需要。日本於 1993 年商法修正公司債發行限額後，一般企業公司債發行數額大幅提高，債券市場擴大，成為企業資金調動的主力[94]。

我國亦有研究認為，公司法第 247 條發行總額的限制並無必要，理由之一為此方式對資產評價錯誤，公司債價值在於公司未來現金流量的現值，而非既有資產的帳面成本，股票市值應較會計上淨值更具參考價值，另一理由為該條規定無法確保公司財產在發行後不減少，公司違約風險仍可能於日後增加，而認為該條

[94] 廖大穎，公司制度與企業金融之法理，頁 275 至 277，2003 年 3 月初版。

總額限制的規定功能不彰，應以刪除為宜[95]。考量債券價值的評估重點在於各期預期現金流入，以及投資人要求的殖利率[96]即持有債券期望獲得的報酬率，投資人關心的是公司未來按時付息及到期還本的能力，而公司債發行時之帳面上資產數額僅是當時資料，難保公司未來仍有足夠現金或其他具高流動性資產可用以償債，且公司以債籌資不僅發行公司債一途，公司財務狀況亦可能發生變動導致資產減少。再者，公司法第 247 條規定之總額限制雖嚴格，但於證券交易法關於有擔保公司債、轉換公司債或附認股權公司債的總額限制規定，已較公司法的規定放寬許多，實務上公司債的公開發行又須遵照證券交易法的規範，排除公司法第 247 條的適用，僅於發行無擔保公司債時才受到公司法第 247 條限制，使該條規定在整體法規範中適用範圍有限，實效亦令人質疑。故有學者認為，公司藉由發行公司債向大眾募集資金，本質與向銀行貸款不同，公司債應募人應本於公司所揭露之資訊形成自己的合理判斷，與其將保護投資人的課題重點置於公司債發行總額，不如回歸證券市場運作，致力於建立發行公司資訊內容公開與公司債的信用評等制度[97]，本文贊同公司債發行制度應回歸尊重市場機能，減少人為行政干預的看法，使公司保有籌資的彈性並發揮其效能。

(2)不得發行公司債的情形：

依公司法第 250 條的規定，公司有下列情形之一者，不得發行公司債：a.對於前已發行之公司債或其他債務，有違約或遲延支付本息之事實，尚在繼續中者。b.最近 3 年或開業不及 3 年之開業年度課稅後之平均淨利，未達原定發行之公司債應負擔年息總額之 100%者；但經銀行保證發行之公司債不受限制。又依公司法第 249 條規定，公司有下列情形之一者，不得發行無擔保公司債：a.對於前已發行之

[95] 涂欣成，公司債債權人保護法制之研究─從經濟觀點論證券市場公司債違約風險之管控，成功大學法律系碩士論文，頁 102 至 104，2005 年 7 月。

[96] 殖利率(Yield to Maturity, YTM)，係指購買債券後一直持有至到期日預期所能獲得的年報酬率，是使「債券未來所有收益折現值的總和」等於「債券買進價格」的折現率，債券價格與殖利率存有反向關係，而與票面利率呈現正向關係。

[97] 廖大穎，前揭註 94，頁 277 至 279。

公司債或其他債務，曾有違約或遲延支付本息之事實已了結，自了結之日起 3 年內，不得發行無擔保公司債。b.最近 3 年或開業不及 3 年之開業年度課稅後之平均淨利，未達原定發行之公司債應負擔年息總額之 150%者。

前揭不得發行公司債、無擔保公司債的規定，係以公司債信、營利能力為評斷基礎，認為債信或營利能力不佳的公司不宜發行公司債。而公司債私募因未涉及不特定多數人，故依公司法第 248 條第 2 項規定，公司債私募不受上開規定的限制。此外，若發行公司以前所發行且流通在外的公司債，以及本次擬發行的公司債，票面利率及實質利率均為零，即便該公司已連續 3 年虧損，未能達到公司法第 249、250 條第 1 項第 2 款的標準，仍不違反上開規定，而得發行公司債[98]。此規定限制營運、償債能力不佳的公司發行公司債，以保障既有債權人的權益，避免公司違約風險繼續增加。

第二款、資訊揭露義務

(1)應申報事項及提供資訊義務

依公司法第 248 條規定：「公司發行公司債時，應載明下列事項，向證券管理機關辦理之：1.公司名稱。2.公司債總額及債券每張之金額。3.公司債之利率。4.公司債償還方法及期限。5.償還公司債款之籌集計畫及保管方法。6.公司債募得價款之用途及運用計畫。7.前已募集公司債者，其未償還之數額。8.公司債發行價格或最低價格。9.公司股份總數與已發行股份總數及其金額。10.公司現有全部資產，減去全部負債及無形資產後之餘額。11.證券管理機關規定之財務報表。12.公司債權人之受託人名稱及其約定事項。公司債之私募不在此限。13.代收款項之銀行或郵局名稱及地址。14.有承銷或代銷機構者，其名稱及約定事項。15.有發行擔保者，其種類、名稱及證明文件。16.有發行保證人者，其名稱及證明文件。17.對

[98] 經濟部 2004 年 3 月 22 日經商字第 0930106819 號函釋。

於前已發行之公司債或其他債務，曾有違約或遲延支付本息之事實或現況。18.可轉換股份者，其轉換辦法。19.附認股權者，其認購辦法。20.董事會之議事錄。21.公司債其他發行事項，或證券管理機關規定之其他事項」。其中關於已募集公司債未償還之數額、股份總數與已發行股份總數及其金額、全部資產減全部負債及無形資產後之餘額、財務報表等項目，應由會計師查核簽證，另外，關於公司債權人受託人名稱及約定事項、代收款項之銀行或郵局名稱及地址、承銷或代銷機構名稱及約定事項、有發行擔保或保證人者其種類、名稱及證明文件等項目，則應由律師查核簽證。

此外，依證券交易法第 30 條規定，公開發行公司於發行公司債時，除上開公司法所規定記載事項外，應另行加具公開說明書，公開說明書的細節另以子法「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」訂之，其應記載事項包括公司概況、營運概況、發行計畫及執行情形、財務概況、特別決議事項、重要決議等內容[99]；又依證券交易法第 36 條規定，已依該法發行有價證券的公司，應定期公告並申報其財務報告及重要營運事項[100]。再者，發行普通公司債有「委託證券承銷商對外公開承銷」，且「銷售對象非限於金融消費者保護法第 4 條第 2 項所定之專業投資機構」者，應分別委請主辦證券承銷商評估、律師審核相關法律事項，並依規定分別提出評估報告及法律意見書[101]，如發行普通公司債未委託證券

[99] 詳細內容見公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則第 6 條。

[100] 依證券交易法第 36 條第 1 至 5 項規定，「已依本法發行有價證券之公司，除情形特殊，經主管機關另予規定者外，應依下列規定公告並向主管機關申報：一、於每會計年度終了後 3 個月內，公告並申報經會計師查核簽證、董事會通過及監察人承認之年度財務報告。二、於每會計年度第 1 季、第 2 季及第 3 季終了後 45 日內，公告並申報經會計師核閱及提報董事會之財務報告。三、於每月 10 日以前，公告並申報上月份營運情形」、「前項所定情形特殊之適用範圍、公告、申報期限及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之」、「第一項之公司有下列情事之一者，應於事實發生之日起 2 日內公告並向主管機關申報：一、股東常會承認之年度財務報告與公告並向主管機關申報之年度財務報告不一致。二、發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項」、「第 1 項之公司，應編製年報，於股東常會分送股東；其應記載事項、編製原則及其他應遵行事項之準則，由主管機關定之」、「第 1 項至第 3 項公告、申報事項及前項年報，有價證券已在證券交易所上市買賣者，應以抄本送證券交易所；有價證券已在證券商營業處所買賣者，應以抄本送主管機關指定之機構供公眾閱覽」。

[101] 發行人募集與發行有價證券處理準則第 6 條第 2 項第 6 款。

商對外公開承銷者[102]，或銷售對象僅限專業投資機構者，則無需提出上開意見書。因應發行人募集與發行有價證券處理準則於 2013 年 8 月 27 日修正公布，為推動債券市場發展，債券市場將依投資人區分為專業投資機構與非專業投資機構進行分級管理，使普通公司債發行後銷售對象趨為一致，並保護投資人，增訂如發行人申報發行普通公司債如銷售對象「僅限於專業投資機構」，申報時所檢送的公開說明書得以簡化，除須載明發行人基本資料、發行辦法及資金用途外，得免依公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則規定編製，並應登錄為櫃檯買賣[103]，也可用簡式公開說明書交付給投資人[104]。

由上述規定可知，公司欲以發行公司債籌資，需遵循一定程序事項，提出文件供主管機關審核，揭露相關資訊供投資人作為購買決策之判斷依據，發行後亦有須定期揭露資訊的義務，以保障公司債債權人獲得資訊之權利。而近期法令修正將投資人區分為僅限於專業投資機構與否，並進行分級管制，於發行對象限於專業投資機構，投資人並非一般不特定多數人時，減輕發行公司提出評估報告、法律意見書及製作繁瑣公開說明書的義務，有助於公司更簡便地以公司債籌措資金。

又公司私募公司債時，對象如包括主管機關所定條件之自然人、法人或基金之人，經其等合理請求，公司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，為證券交易法第 43 條之 6 第 4 項所明定，使私募對象亦能取得足夠資訊。

(2)信用評等

債券信用評等乃指債券發行人信用狀況或償債能力的評等，係由獨立第三者

[102] 目前我國公司發行普通公司債通常採取未委任證券承銷商對外公開承銷的方式，故可無需提出證券承銷商評估報告及律師審核意見書。
[103] 發行人募集與發行有價證券處理準則第 20 條、第 22 條第 5 項。
[104] 參照公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則第 34 條第 2 項，及該準則於 2013 年 12 月 31 日修正公布之立法總說明。

之信用評等機構，運用統計方法擬定評等或評分標準，將債券發行人各項信用屬性予以量化，再計算其評分與等級所得的評比。信用評等觀念與制度源起於美國，早於 1909 年開始運作，於 1930 年美國爆發經濟大蕭條，許多金融機構倒閉或違約， 信用評等觀念才逐漸獲市場參與者的重視，有助於降低債券發行人與投資人間的資訊不對稱情形[105]。

發行人募集與發行有價證券處理準則於 2013 年 8 月 27 日修正前，第 20 條原規定公開發行公司發行無擔保公司債、以資產為擔保品的有擔保公司債、經金融機構保證的有擔保公司債時，對於各該發行標的，應依規定檢附「經金融監督管理委員會核准或認可之信用評等機構出具之信用評等報告」。該條規定公開發行公司發行上開公司債應檢附信用評等報告，立法意旨係為建立公司債交易市場之評價標準，健全債券市場之發展，分階段推動發行公司債案件應接受信用評等之制度，第一階段於 1999 年 1 月起，規定發行無擔保公司債須接受信用評等，第二階段再納入有擔保公司債或擔任其保證人之金融機構，亦須強制接受信用評等，自 2001 年 7 月 1 日開始適用。另考量債券市場之參與者多為法人機構，發行人之信用評等等級已反應於所發行債券之發行條件，市場機能應能自行運作，故無必要強制規定公司債發行時之最低評等等級[106]，只有所發行的公司債係以外幣計價者，才規定信用評等報告須達到一定等級以上。

惟發行人募集與發行有價證券處理準則於 2013 年 8 月 27 日修正公布後，第 20 條已刪除上開發行公司債應檢附信用評等報告的要求，其修正理由為，因金融海嘯以來，國際間普遍降低法規對信用評等依賴之潮流，回歸由發行公司自行視需求考量是否取具信用評等報告，參酌我國鄰近各國均未以信用評等等級為發行債券的申請條件，並期望進一步降低發行人債券發行成本，提高發行意願，擴大

[105] 李存修、葉銀華，前揭註 67，頁 6-15。
[106] 參酌財政部證券暨期貨管理委員會 2000 年 3 月 31 日(89)台財證(一)字第 00931 號函釋，對於發行人募集與發行有價證券處理準則部分第 7 條、第 20 條部分之說明。

債券市場，故刪除及修正現行取具信用評等報告的相關規定及申報書件[107]。

檢附信用評等報告雖已非發行公司債必要事項，但發行公司為取得投資人的信賴，使公司債的發行更為順利，仍可自行於公開說明書中檢附發行標的之信用評等報告[108]。

(3)揭露不實之責任

依公司法第 251 條規定：「公司發行公司債經核准後，如發現其申請事項，有違反法令或虛偽情形時，證券管理機關得撤銷核准。為前項撤銷核准時，未發行者，停止募集；已發行者，即時清償。其因此所發生之損害，公司負責人對公司及應募人負連帶賠償責任」。又依證券交易法第 20 條第 1 至 3 項規定：「有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。發行人依本法規定申報或公告之財務報告及財務業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。違反第 1 項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任」；對於違反第 20 條第 1、2 項規定者，於證券交易法第 171 條第 1 項第 1 款並定有刑事責任，違者處 3 年以上 10 年以下有期徒刑，得併科新臺幣 1,000 萬元以上 2 億元以下罰金。

(4)募集公司債後用於規定事項以外之責任

發行公司債所募得款項的用途，為法定應申報事項之一，也是公司債債權人用以評估所貸出款項是否為債務人所妥當運用、公司未來是否能有足夠償債能力的重要參考事項。依現行主管機關規定，發行公司債的計畫用途有： a.新建、擴建、汰舊換新廠房設備；b.償還債務；c.充實營運資金；d.轉投資國內或海外事業；

[107] 參酌該次發行人募集與發行有價證券處理準則發布修正（2013 年 8 月 27 日金融監督管理委員會金管證發字第 1020029369 號令）之立法總說明。

[108] 例如陽明海運公司於 2013 年 11 月發行的無擔保普通公司債、台電公司於 2013 年 12 月發行的無擔保普通公司債等，均附有中華信評公司對債券所為之評等，詳見公開資訊觀測站網站中之債券綜合訊息查詢。

e.購併他公司；f.其他[109]。

依公司法第 259 條規定：「公司募集公司債款後，未經申請核准變更，而用於規定事項以外者，處公司負責人 1 年以下有期徒刑、拘役或科或併科新臺幣 6 萬元以下罰金，如公司因此受有損害時，對於公司並負賠償責任」，對於公司負責人將公司債募得款項運用於原申報事項外的情形，定有民刑事責任。

實務上的案例，如宏傳電子股份有限公司於 2003 年 3 月間向財政部證券暨期貨管理委員會申請公開發行國內第一次無擔保可轉換公司債，發行總額 1 億 8,000 萬元，係預計「償還銀行欠款」使用，惟除以募得款項中 98,688,167 元、40,031,473 元分別償還中信商業銀行板新分行借款外預計償還銀行欠款使用外，另以帳戶內款項 44,342,760 元、33,524,940 元用於「支付貨款」之規定事項以外用途；該公司於 2004 年 4 月 30 日再向財政部證券暨期貨管理委員會申請公開發行國內第二次無擔保可轉換公司債，發行總額 2 億 3,000 萬元，係預計用於「償還銀行借款」及「購置機器設備」使用，惟除以募得款項中 5,000 萬元依規定償還華南商銀積穗分行借款、以 80,114,109 元償還臺灣土地銀行中和分行借款本息外，另以帳戶內款項共計 95,868,416 元用於「匯款予他公司、購買股票、基金、償還商業本票」等規定事項以外之用途，經法院認定宏傳電子股份有限公司負責人依公司法第 259 條規定應負刑事責任[110]。

第三款、公司債債權人會議

公司債債權人為公司債借貸契約的當事人，在法律上與發行公司屬於當事人平等的地位，惟因公司債債權人為不特定社會公眾，人數多且分散，與發行公司間的經濟地位與實力懸殊，難以憑一己之力與發行公司抗衡，實際上無法與發行

[109] 台灣金融研訓院編輯委員會，銀行授信實務，頁 206，2013 年 1 月初版。
[110] 臺灣臺北地方法院 94 年度重訴字第 51 號、臺灣高等法院刑事判決 99 年度金上重訴字第 32 號判決。

公司有對等的談判地位。公司債為集團、大量的契約關係，有異於一般債權債務關係的特殊性，其中重要者為公司債的「整體債務性」，即公司並非與個別債權人分別成立各自獨立的債權債務關係，而是對多數債權人負一借款總額的整體債務，在此特性下衍生出其他特性如「定型性」、「附從性」等，公司債債權人無法決定公司債契約的內容，為定型化的內容，債權人只能附從發行公司已設定好的發行條件，無法與發行公司個別協商[111]，如何確保發行公司按時償還本息，保障債權人權益，是公司債管理的重要課題[112]，而承認公司債債權人的集團性，亦是保護公司債債權人的方式之一。

各國立法例多承認公司債債權人團體的存在，一種方式為直接承認，即直接承認公司債債權人團體的主體性，而以公司債債人會議為其意思決定機關，例如法國、瑞士，另一種方式為間接承認，即不直接承認公司債債權人團體的主體性，而採「受託人」制，或公司債債權人會議方式，達到承認公司債債權人團體之目的，例如英國、美國[113]。我國公司法於 1966 年修正時，仿照日本立法例，明文承認公司債債權人團體而創設公司債債權人會議制度，同時亦採行公司債債權人之受託人制度。前者之公司債債權人會議制度，係歐陸法系國家採行，以公司債債權人自治管理為前提，透過公司債債權人會議制度，直接承認公司債債權人團體之存在；後者之公司債受託人制度，係英美法系國家，雖不直接承認債權人團體之主體性，而利用信託法理，採受託人制度，管理公司債事務[114]。

公司法第 263 條第 1 項規定「發行公司債之公司，公司債債權人之受託人，或有同次公司債總數百分之 5 以上之公司債債權人，得為公司債債權人之共同利害關係事項，召集同次公司債債權人會議」，第 264 條規定「前條債權人會議之

---

[111] 林國全，公司債之整體債務性，月旦法學雜誌第 74 期，2001 年 7 月。
[112] 柯芳枝，公司法專題研究，頁 161，1976 年 4 月初版；廖大穎，公司債受託人與公司債信託契約，月旦法學雜誌第 81 期，2002 年 2 月。
[113] 王文宇，前揭註 22，頁 425。
[114] 廖大穎，公司制度與企業金融之法理，頁 284，2003 年 3 月初版。

決議，應製成議事錄，由主席簽名，經申報公司所在地之法院認可並公告後，對全體公司債債權人發生效力，由公司債債權人之受託人執行之。但債權人會議另有指定者，從其指定」。公司債債權人會議的概念，乃在於同次公司債債人所組成，就有關公司債債權人共同利害關係事項而集會決議之會議體，有權召集者包含公司、公司債受託人、同次公司債總數5%以上公司債債權人，債權人會議決議經法院認可並公告後，對同次全體公司債債權人發生法律上拘束力。但公司債債權人會議並非企業內部組織的法定機關，其決議事項僅以同次公司債債權人共同利害關係為限，且公司債債權人利害關係往往與發行公司處於對立地位，故公司債債權人會議對發行公司不生任何法律效果，程序上須先由公司債受託人（或債權人會議指定之人）先向法院申報及聲請認可[115]，法院除有公司法第 265 條[116]所定不予認可事由外，原則上應認可該會議決議[117]，其後則仰賴受託人的有效執行，始足以保障全體公司債債權人之權益[118]。

公司法雖係為保障公司債債權人之權益而承認債權人團體存在，但承認公司債債權人會議制度，對於發行公司也有所益處，其機能在於當發行公司遇有財務危機時，事實上需要公司債債權人為某程度之犧牲，例如允許發行公司緩期清償、降低利率、解除一部分擔保或暫停行使其權利等，藉由公司債債權人會議之多數決機制，調整發行公司與該債權人內部利害關係，避免公司破產，乃足以確保全體公司債債權人權益的大前提，或謂公司債債權人會議的機能，較類似於公司重

[115] 依非訟事件法第 184 條第 1 項規定，「公司法第 264 條所定公司債債權人會議決議認可事件，由公司債債權人之受託人或債權人會議指定之人向法院申報」。實務上有公司自行向法院聲請認可公司債債權人會議決議，而經法院其非法律所規定之聲請人為由駁回的案例（見臺灣臺北地方法院 102 年度聲字第 203 號裁定）。

[116] 依公司法第 265 條規定法院不予認可之事由為「一、召集公司債債權人會議之手續或其決議方法，違反法令或應募書之記載者。二、決議不依正當之方法達成者。三、決議顯失公正者。四、決議違反債權人一般利益者」。

[117] 除公司法第 265 條規事由外，有學者認為基於債權人會議自主精神，法院僅處於備位角色，不宜以法律規定以外之其他理由不予認可，見王文宇，前揭註 22，頁 430。

[118] 廖大穎，前揭註 114，頁 285、286。

整時的關係人會議、特別清算時的債權人會議，或破產時之債權人會議[119]。

因公司債債權人人數多且分散，亦無應定期召集會議的法令規定，通常是在公司有重大事項攸關公司債債權人利益時，或希望能取得債權人妥協以共體時艱才會召開，我國實務上的案例，如 2003 年間台灣茂矽電子股份有限公司爆發財務危機，47 億元之無擔保公司債即將於 4 月份到期而無法清償，由公司債受託人中國信託銀行召開公司債債權人會議，提出分期清償、加計利息延緩清償之計畫，其間經數次協商後，取得債權人同意其清償方案[120]；2005 年間矽成積體電路股份有限公司擬與芯盛科技股份有限公司合併，由公司債受託人中國信託銀行召開可轉換公司債債權人會議，取得公司債債權人同意合併案，並同意公司債提前到期；又台灣高鐵公司於 2000 年召開有擔保指定用途公司債債權人會議，經債權人同意修正公司債發行辦法原訂之保證銀行，將之替換為新聯合授信案之保證銀行，及免除原有保證銀行於原訂發行辦法下之保證債務，再由公司債受託人元大商業銀行向法院聲請認可[121]，均係公司財務、營運上需要公司債債權人有所調整、配合時，由受託人依法召開公司債債權人會議取得同意的案例。

我國公司法對於公司債債權人會議相關程序運作僅有第 263 條至 265 條規定，許多細節均無明文規範，也造成實務運用上的困擾，例如關於會議主席由何人擔任、委託代理人時表決權如何代理行使、債權人如有自身利害關係致生公司損害之虞時能否加入表決等等事項，依經濟部函釋，均類推適用股東會相關規定，個案爭議則應循司法途徑解決[122]。

---

[119] 柯芳枝，前揭註 112，頁 167。

[120] 經公司債債權人會議同意，茂矽於 2003 年 6 月 2 日前先行償還 35%，其餘分 10 期每月償還，另需支付年利率 5.7%的利息，茂矽的償債問題暫時獲得解決。參見陳銘仁，論公司債管理制度—以公司債受託人為中心，國立臺北大學法學系碩士論文，頁 5 至 9，2004 年 6 月；新聞：「茂矽債權人聲請拍賣茂德」（范中興），蘋果日報，2003 年 5 月 14 日；「茂矽償債計劃，債權人點頭」（李靚慧、梁世煌），自由時報，2003 年 5 月 29 日。

[121] 詳見臺灣士林地方法院 99 年度司字第 98 號認可公司債債權人會議決議之裁定。

[122] 參見經濟部 2005 年 2 月 15 日經商字第 09402403110 號函釋。

第四款、公司債受託人制度

依我國公司法規定，「公司債權人之受託人名稱及其約定事項」係公司發行公司債時須載明向證券機關辦理之事項（私募公司債除外），此「公司債受託人」的資格，依法應以金融或信託事業為限，可知係期望能側重受託人的專業能力，有效監督發行公司的還本付息義務。

(1)公司債受託人契約的性質

受託人雖名為「公司債債權人之受託人」，但並非受公司債債權人之委託，而是受公司債發行公司之委託，由發行公司申請募集公司債時，先與金融或信託事業訂立信託契約約定之。而公司債債人與受託人間的關係，原則上係基於發行公司與受託人間的受託契約，受託人為同次公司債債權人全體之利益，依約執行職責、履行義務，是公司債受託契約的本質，乃以公司債債權人為受益人的利他契約[123]。

於發行公司發行有擔保公司債的情形，所設定的抵押權、質權或擔保品由受託人取得，受託人並負有保全、實行的義務，而信託兼具物權及債權的性質，故學者多認為僅於發行有擔保公司債時，才有適用信託法理的可能。發行公司如係發行無擔保公司債時，屬性應為委任關係的一種，雖亦是以公司債債權人為受益人的利他契約，但並非基於信託契約法理。故公司債受託契約的法律性質，會因為發行有擔保或無擔保公司債而有差異[124]。我國公司法於 1966 年增訂公司債受託人制度，係仿照日本立法例而制定，參照日本公司債受託人的屬性，亦因所發行的公司債有無負擔保而有所不同，於發行有擔保公司債時，發行公司與受託人訂立信託契約[125]，由受託人為債權人的利益管理公司債事務，於發行無擔保公司債

[123] 廖大穎，前揭註 112。
[124] 王文宇，前揭註 22，頁 425；廖大穎，前揭註 112。
[125] 日本「担保付社債信託法」(即「附擔保公司債信託法」)第 2 條規定。

時，發行公司應委託公司債管理公司處理公司債受償、保全債權及其他管理公司債事務[126]。

(2)公司債受託人之職責

依據我國法律規定，公司債受託人有以下職責：

a. **公司債發行之查核與監督權**：依公司法第 255 條第 2 項規定：「受託人，為應募人之利益，有查核及監督公司履行公司債發行事項之權」，此為受託人的主要權限。

b. **公司債債權人會議召集權及執行機關**：依公司法第 263 條第 1 項規定，公司債債權人之受託人得為公司債債權人之共同利害關係事項，召集同次公司債債權人會議，於公司債債權人會議決議後，由受託人（或債權人會議指定之人）向法院申報並聲請認可，又依公司法第 264 條規定，債權人會議之決議經法院認可並公告後，對全體公司債債權人發生效力，原則上由受託人執行。

c. **取得擔保及實行、保管擔保品**：於有擔保公司債的情形，公司法第 256 條規定：「公司為發行公司債所設定之抵押權或質權，得由受託人為債權人取得，並得於公司債發行前先行設定。受託人對於前項之抵押權或質權或其擔保品，應負責實行或保管之」。受託人於公司債未屆清償期前，應保管擔保品，於清償期屆至而發行公司不為公司債償還時，應實行擔保權。

d. **信託法上之義務**：公司債受託機構之法律關係既屬信託關係，受託人應負信託法上之義務，尤其現行公司法對於公司債受託人制度規定尚不完備，則與公司法不衝突之範圍內，學說上認為受託人制度應有信託法之適用[127]。我國信託法對委託人、受託人、受益人之權利義務有相當詳盡的規定，例如委託人提起異

[126] 廖大穎，前揭註 114，頁 292。

[127] 王文宇，信託法運用於金融市場的幾個爭議問題，證券暨期貨管理期刊第 19:8 期，2001 年 8 月；另參酌陳銘仁，前揭註 120，頁 124 至 133，討論公司債受託人其他應有之義務。

議之訴之權、聲請變更管理方法之權、損害賠償請求權、終止信託之權、受託人注意義務、忠實義務、報酬請求權、費用補償請求權等[128]，於有擔保公司債中，受託人權利義務應適用信託法規定，而於無擔保公司債，受託人之行為規範亦應類推適用之[129]。

(3)現行公司債受託人制度之討論

公司債受託人制度固然是保護公司債債權人的制度，然而公司債債權人會議自主管理的機制下，受託人僅能依公司法第 264 條規定被動執行公司債債權人會議之決議，對於阻止公司不正行為之時效性上，或公司違約甚至有重整、清算、破產等特別程序時，受託人是否能有效擔任保護公司債債權人的角色，實屬有疑。我國公司法對於公司債受託人的權責規定甚為簡略，學說上即有關於是否應強化受託人對發行公司的查核監督權，不僅限於公司法第 255 條第 2 項所規定之公司債發行事項，而應賦予受託人對發行公司財務、業務狀況之調查權限，並積極賦予受託人就實現公司債債權一切必要之訴訟上、訴訟外權利，使其得充分發揮專業及資訊上的優勢，而不僅是居於被動執行公司債債權人會議決議的地位，以及受託人依信託關係、民法委任關係所負資訊揭露義務，於發行公司發生特定情事時亦應對公司債債權人提供資訊等討論[130]。

美國學者曾提出公司債「超級受託人」之建議[131]，基於公開募集公司債具有流動性、多樣性、易於分散風險等特質，相較於私募公司債之代理成本較高，而存在共同行動問題（因所有權之分散）、保證問題（因所有權之流動性）等高成本困境，由發行公司於發行時公司債時選任超級受託人，超級受託人的主要職權包括積極要求關於發行公司之資訊、監督債券契約之執行、與公司磋商有關債券

[128] 信託法第 12、16、23、24、25、63、64、22、23、34、35、36、38、39、40 條。
[129] 王文宇，前揭註 22，頁 426、427。
[130] 廖大穎，前揭註 83，頁 163；廖大穎，前揭註 112；陳銘仁，前揭註 120，頁 111 至 113、117 至 120。
[131] 關於超級受託人制度之詳細討論，參見 Yakov Amihud, Kenneth Garbade and Marcel Kahan, *A New Governance Structure for Corporate Bonds*, Stanford Law Review, Vol.51, No.3, Feb. 1999.

契約修改之問題，及當公司違約時，決定是否採取行動及採取何種行動，扮演「債券持有人忠實代表」與「發行公司的合理債權人」的角色，而有更大的職權，以發揮降低代理成本之經濟效益[132]。此超級受託人之提案並非強行規定，而是由發行公司自行權衡，就超級受託人報酬較高，但具強大監督、再協商的權能，得配合較嚴格的契約條款約束發行公司以降低違約風險，或可能降低發行公司債之利率成本等事項，決定是否採用[133]，此亦為發行公司可藉由強化公司債受託契約內容以改善現行法制規範不足之途徑。

再者，且受託人係基於與發行公司間之信託契約，依公司指示委任管理公司債之職責，於發行公司利益與債權人利益相對立的情形下，不無犧牲債權人的利益之可能性，又或受託人自己亦為公司債債權人，於公司財務困難時，亦有先確保自己債權回收為首要考量之動機，而存在利益衝突問題[134]。觀諸日本所採取之「特別代理人」制度，明文規定當公司債管理公司與公司債債權人之間存在利害衝突，而有為債權人為訴訟上或訴訟外行為之必要時，法院應依公司債債權人之聲請，選任特別代理人，代理執行公司債管理之職務，以免損及公司債債權人之利益[135]，或有助於解決公司債受託人與債權人間的利益衝突問題。

公司債債權人因人數眾多且分散，通常而言對公司較不具有監控能力，其權利行使必須仰賴公司債受託人，故此部分公司治理的重點應在於公司債受託人，如何讓公司債受託人有充分的權限、動機來達到保護公司債債權人之目的，降低前述利害衝突情事，於法律制度、契約設計上均有討論的空間。

---

[132] 王文宇，前揭註 127。
[133] 涂欣成，前揭註 95，頁 156 至 163。
[134] 廖大穎，前揭註 83，頁 163、164。
[135] 廖大穎，前揭註 83，頁 66、67；陳銘仁，前揭註 120，頁 136、137。

第五款、擔保與保證

有擔保公司債係指公司債之募集設有擔保物權者，有擔保公司債於公司法所規定之發行數額與發行條件之限制[136]均較無擔保公司債為寬鬆，因擔保品可以給與債權人較強的保障；且在其他條件相同之下，有擔保債券對投資人而言風險較低，需要給付之利率也較低。而因公司債債權人眾多，難以一一設定擔保，故公司法第 256 條規定抵押權或質權得由受託人為債權人取得，並負責實行與保管。又依證券交易法第 29 條規定，公開發行公司公司債之發行如由金融機構擔任保證人者，得視為有擔保之發行。

以我國上櫃公司債之擔保情形，普通公司債部分，2013 年發行有擔保公司債 11 件（金額共計新台幣 108 億元）、無擔保公司債 95 件（金額共 3,947 億元），2014 年發行有擔保公司債 17 件（金額共 115 億元）、無擔保公司債 89 件（金額共 2,838 億元）；轉（交）換公司債部分，2013 年發行有擔保公司債 44 件（金額共 159 億元）、無擔保公司債 53 件（金額共 474 億元），2014 年發行有擔保公司債 44 件（金額共 125 億元）、無擔保公司債 58 件（金額共 547 億元）[137]，可見普通公司債顯係以無擔保者為大宗，發行金額為有擔保公司債之數十倍，可轉換公司債亦以無擔保者發行金額較多。再就擔保的方式而言，我國於 2013 至 2014 年間所發行之有擔保公司債多係由金融機構擔任保證人之方式，甚少以資產擔保者[138]。

---

[136] 公司法第 247 條、第 249 條、第 250 條。

[137] 參見證券櫃檯買賣中心網站之債券發行資料「上櫃債券擔保情形統計資訊」（網址：http://www.tpex.org.tw/web/bond/publish/publish_download/download_06.php?l=zh-tw）。

[138] 依公開資訊觀測站之債券發行資訊查詢系統（網址：http://mops.twse.com.tw/mops/web/t120sb02_q2）資料，查詢 2013、2014 年以資產擔保之公司債僅有 3 筆資料（分別為華映、松懋工業私募之普通公司債及光鼎電子發行之轉換公司債，均係以不動產為擔保品），由金融機構擔任保證人之有擔保公司債則有 115 筆，另有以其他公司股票為擔保品之公司債 4 筆（均為敬得科技所發行之普通公司債，以 GATECH HOLDING LTD 之股票為擔保品）。

第六款、公司債契約對債權人之保護條款

公司債係由公司擬定發行條件後，以定型化契約方式徵得投資人同意後自行決定購買，債權人並無就各該契約條款事先與發行公司議約磋商之餘地，且債權人人數眾多且分散，日後與公司協商變更契約條款之困難度高，故公司債約定條款往往不像金融機構貸款契約般繁複。除了私募公司債的情形，因私募對象較一般公司債債權人而言擁有較多知識與資訊，可增加談判磋商能力，且與發行公司對等，對契約內容之決定具有較強的影響力外[139]，普通公司債債權人通常不具有影響公司債契約條款的能力。於美國公開市場中，公司債契約保護性約定常見類型如限制負債、限制支付股息、限制出售資產、限制投資、限制收購、消極保證、限制關係人交易等項，日本亦有以公司債契約附加條款方式，為限制財務、投資行為、處分行為、盈餘分派等特約，英鎊、歐元債券之保護性約定則相對較少[140]；然而這些公司債特約條款，在金融自由化的趨勢下，均有日益緩和的傾向[141]。

我國公司債發行時，通常僅於「發行辦法」中公告債券名稱、發行總額、票面金額、發行期間、發行價格、票面利率、還本方式、計付息方式、擔保方式、債券形式、受託人、還本付息代理機構、通知方式等重要事項，並受託人事項欄併予記載「凡持有本公司債之債權人，不論係於發行時認購或中途買受者，對於本公司與受託人間受託契約規定受託人之權利義務及本公司債發行辦法均予同意承認，並授與有關受託事項之全權代理，此項授權並不得中途撤銷。至於受託契約內容，債權人得在規定營業時間內隨時至本公司或受託人營業處所查閱」等文字[142]，其餘權利義務條款則於發行公司與公司債受託人所簽訂之受託契約中規

---

[139] 王文宇，前揭註 38（新公司與企業法），頁 206。

[140] Eilis Ferran（著），羅培新（譯），前揭註 66，頁 179 至 182、520，文中提到歐洲債券保護性約定較少的理由，或許是歐洲歷史上存在強制性法定資本規則，對於向股東支付股本、分配股利有嚴格的限制之故。

[141] 廖大穎，前揭註 83，頁 180 至 186、194 至 196。

[142] 參見公開資訊觀測站之債券發行資料查詢（網址：http://mops.twse.com.tw/mops/web/t120sb02_q

範。以國內公司債受託人契約為例[143]，契約中約定構成發行公司違約之事由，例如公司無法依期還本付息、未交付（可轉換債）債權人請求轉換之股票、停止正常營業、合併、出售重要部分或全部資產致無法清償債務、破產或重整等，並訂有公司債視為全部到期之違約效果，以及發行公司遇有重大影響事項時通知受託人之義務，如發行公司無法清償債務時，公司債受託人應依債權人會議決議向公司追償之細節等，而對保障債權人權利事項有基本的約定。

公司債債權人相關契約權利之維護，雖得透過公司債債權人會議決議、經法院認可後，由公司債受託人依法執行之，惟對於眾多分散之債權人而言，主動聚集多數債權人發動會議而與發行公司協商改善其契約條件，或積極主張契約中權利之機率甚低，實務上均係公司發生足以損害或影響債權人權益之事項時，才由公司主動或由公司債受託人召集開會，故公司債契約條款實質上可提供予債權人之保護程度有限，僅止於一般性定型化契約通常具備之條款，實行上亦有所不便。

第四項、小結

我國公司債法律制度的發展，例如依照發行對象類型而設有不同的發行程序規範密度、新修訂的閉鎖性公司得以私募公司債籌資、刪除強制要求信用評等，以及交易制度更加電子化、發行程序的簡化等趨勢，均有希望公司得以更便利地以公司債籌措資金之意義。而公司債具有流通性，我國公司債多為上櫃證券，債權人固可透過交易市場移轉其風險，惟普通公司債之市場流動性非佳，可轉換公司債之流通性尚可。

公司債債權人通常較多且分散，實力多未必能與公司抗衡，公司法制及契約

1#），可查得各該時期所發行之普通公司債發行條件。

[143] 公司債受託契約案例文件參見：廖大穎，前揭註 83，附錄三：○○○○股份有限公司國內第一次無擔保轉換公司債受託契約，頁 264 至 269；涂欣成，前揭註 95，附錄 2-1 至 2-3：無擔保可轉換公司債受託契約、有擔保公司債受託契約，頁 230 至 245。

對於公司以公司債籌資的規範及債權人保護機制，尚非充分且全面，尤其是關於債權人會議及受託人制度的規範甚為簡略，就公司治理事項中之債權人保護，或債權人藉由其監控權能對公司形成正面影響力的程度均屬有限。然因公司債債權人通常無須與發行公司磋商契約條款之訂定，亦不期待往後付出監督成本來監控債務人，可轉換公司債債權人更得於公司前景看好時將債權轉換為股權，對債權人而言投資成本較低，可接受較低的價格即報酬率，故公司債普遍利率較其他融資借款為低，亦多採固定利率得以鎖住長期資金成本，且多無擔保品，對公司而言為資金成本較低，此有助於公司籌資型態的彈性運用。

第四節、公司以債籌資重要方式之二：融資借款

公司融資借款屬於消費借貸契約，依民法第 474 條規定，消費借貸謂當事人一方移轉金錢或其他代替物之所有權於他方，而約定他方以種類、品質、數量相同之物返還之契約。公司融資借貸條款取決於雙方的契約，只要契約不違法，即由雙方自由談判其構成內容，故公司融資借貸契約條款有相當大的彈性與變動空間。在英美國家的銀行貸款市場中，確定貸款契約內容的談判過程可能充滿爭辯，由債務人的具體情形（如公司規模、內部治理結構、所有權結構、經營者聲望、營業風險等）及該次借款型態（如貸款期限、規模等）決定契約條款[144]。貸款契約最重要的條款為規範本金、利息的約定，傳統金融機構借款型態會約定一定之期間，於貸款額度內，債務人得動支借款金額，並透過契約條款約定事項，使債務人承諾達成一定的目標或不違反若干事項，且讓債權人能夠掌握債務人的資訊並及時做出因應。因為借貸契約的存在，債務人會受到某些契約條款的規制，使

[144] Eilis Ferran（著），羅培新（譯），前揭註 66，頁 312。

其需負擔一定的資訊提供義務並遵守某些事項，而可能影響其經營決策。

第一項、我國企業融資借款狀況

我國民營企業中之負債項目中，最主要者為因交易所產生的相關負債，於 2013 年底「商業受信」[145]占全部民營企業整體負債（指資產負債表上的全部負債）的 47.83%之多，其次才為融資借款性質的負債，各比例如下圖所示。依據中央銀行所公布我國全體民營企業以借款方式籌資的最近一期統計資料，2013 年底民營企業借款總金額為新台幣 108,250 億元，來源包含國內金融機構、政府、企業及個人、國外等，其中由「國內金融機構」[146]所借得的款項共計 104,259 億元，占全部借款金額的 96%，並占民營企業整體負債數額的 42.12%[147]；而向國內金融機構借款其中，向「銀行」借得的款項共計 89,032 億元[148]，經換算占民營企業整體負債數額約 36%，故向金融機構借款可謂我國民營企業以負債籌資最重要的管道，並以銀行為最主要的債權人。

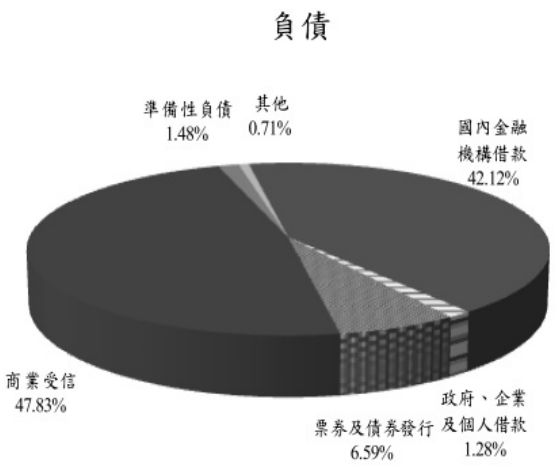
[145] 商業信用為國內各非金融部門相互間因商業交易行為（不包括融資性借貸）而產生之應收應付或預收預付等款項，包括「商業授信」及「商業受信」兩部分，「商業授信」為資產面之應收及預付等款項，「商業受信」則為負債面之應付及預收等款項。參見中央銀行網頁之「資金流量統計編製說明」文件（網址：http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=45413&ctNode=728&mp=1）。

[146] 該統計資料中的「國內金融機構」，包含中央銀行、其他貨幣機構（如銀行）、保險公司及退休基金、其他金融機構等。

[147] 數據參見中央銀行網頁之「中華民國公民營企業資金狀況調查結果報告」（網址: http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=45340&ctNode=727&mp=1）。

[148] 數據參見中央銀行網站之金融統計月報「全體銀行放款餘額」（網址: http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=26178&CtNode=532）。

圖表 7：2013 年底我國全體民營企業負債結構圖



（圖表來源：中央銀行網站公布之中華民國公民營企業資金狀況調查結果報告）

依我國金融體系的發展，銀行於 1980 年代以前限定公營，公營銀行尚不以最高獲利為原則，降低呆帳比率尤為重要考量，故貸款時對抵押品的要求甚高，於實務運作上，一般中小企業因較欠缺完善健全的財務報表與會計制度，不易提供足夠的抵押品，而較不受銀行青睞，大企業較易成為銀行的優先核貸對象；於 1987 年實施利率自由化，於 1990 年以後開放民營銀行新設，銀行間競爭程度提高，對中小企業放款態度有所改變，增加中小企業的融資機會 [149]。如以企業規模來看，國內大、中、小型企業於 2013 年底向金融機構借款的金額分別為 77,887 億元、22,152 億元、4,220 億元，占各該規模企業資產負債表中負債總額的比例分別為 39.86%、51.16%、47.67%[150]，由此可知中小型企業以向金融機構借款為其主要負債籌資管道，相較於資金較多元化、有能力以直接金融方式籌措資金的大型企業而言，中小型企業依賴間接金融籌資的程度更深。

[149] 楊雅惠、許嘉棟，台灣金融體制之變遷綜觀，頁 5-5，2014 年 9 月初版。
[150] 數據參見中央銀行網頁之「中華民國公民營企業資金狀況調查結果報告」（網址: http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=45340&ctNode=727&mp=1）。

第二項、公司融資借款的主要債權人─銀行

於我國，銀行為企業融資借款最主要的債權人，由 2013 年底我國民營企業向銀行借款總額占整體負債近 36%之比率，可見一斑。在德國與日本，銀行以債權人及大股東的雙重身分直接、積極參與公司治理 [151]。其中德國實施「綜合銀行制度」(universal bank system, 亦有翻譯為「全能銀行」)，其特色即為以銀行主導的公司治理制度，銀行與保險公司可成立與經營投資基金，故可持有公司股份，一方面可為股東利益行使股東寄存在銀行的股票表決權，另一方面又在與公司間的資金借貸關係上產生利益衝突現象，銀行同時是提供貸款的債權人、股東、表決權代理人等；惟此模式下，亦常出現銀行代表把持公司監事會 [152]運作，致德國公司治理監事會無法發揮監督義務的弊端，於公司治理之角度，德國銀行有以減少參與其他公司經營為原則之趨勢 [153]。相對於我國公司通常會向多家銀行借款，日本公司則多以單一銀行為主要借款對象，公司與銀行間具有更密切的關係。在英國，絕大多數中小企業融資是由銀行所提供，因小型公司受制於規模，難以進入債券市場；而大型公司則擁有較廣泛的融資選擇，且其負債的稅收優勢會隨著利潤增加而增加 [154]。

第一款、銀行於公司治理中的角色

銀行作為公司借款之主要債權人，美國學者 George G. Triantis and Ronald J.

---

[151] 劉迎霜，論公司債權人對公司治理的參與，財經理論與實踐（中國），第 163 期，第 31 卷，2010 年 1 月。

[152] 德國公司治理結構為雙軌制，即「董事會」、「監事會」(Asfsichtsrat)共同參與公司經營管理，依法監事會應選舉一定比例的員工做為代表監事。詳見陳麗娟，從德國「公司治理規約」看該國公司治理之改革，東海大學法學研究，第 26 期，2007 年 6 月。

[153] 陳麗娟，全球化公司治理法律制度研究─當大陸法遇到英美法：兩岸公司治理的危機與轉機，中原財經法學，第 20 期，2008 年 6 月。

[154] Eilis Ferran（著），羅培新（譯），前揭註 66，頁 66、67。

Daniels 認為其在監控債務人方面具有以下優勢[155]：(1)銀行貸放資金予相當數量的同產業公司，有廣泛的標準去評估債務人；(2)銀行常貸放中、短期借款，週期性更新，易於掌握公司狀況的最新資訊；(3)銀行也提供借款公司其他金融交易及資金管理服務，在監控上可利用規模經濟的優勢，降低成本；(4)銀行通常會要求債務人按時提供資訊，債務人如有任何違反契約或攸關信用風險變動的事項，通常依約會負有通知銀行的義務，這通常比證券交易法的資訊揭露規定更為及時，且因銀行負有保密義務，債務人不必擔心機密訊息會洩漏給其競爭者，相較之下債務人較不願提供這些資訊給一般債權人或股東，因為難以控制這些資訊的對外散播。銀行除上開學者所提出的規模上、資訊上優勢外，亦因銀行有大量金融、徵授信等相關專業人才，於獲取公司內部經營、財務狀況等訊息後，解讀分析訊息的能力較一般債權人優，且銀行於貸放大量資金後，可藉由多樣化、分散於不同風險等級的投資來降低風險，又由於現代銀行常發展為金融控股公司方式綜合經營各項金融業務，於多方面提供金融服務下，更能迅速且充分地掌握訊息。

誠如前部分所述，投資人對於公司「管理鬆懈」的反應分為「離場」(exit)，意即與該公司終結關係，或是「發聲」(voice)，意即積極去矯治公司的管理鬆懈。銀行具有前述監控上的優勢，學者 George G. Triantis and Ronald J. Daniels 進一步提出了銀行在矯治公司「管理鬆懈」上所扮演之重要角色[156]，本文此部分介紹債權人於互動治理下矯正公司管理鬆懈，即以該論著為基礎。

雖然於股東結構複雜的大型公開發行公司，銀行作為債權人來監控公司的功能可能有所稀釋，然而銀行的離場將為公司治理提供重要貢獻。銀行不僅是監控者，也利用其獲取資訊的能力表達行動，其中一個行動就是「離場」，例如：減少對債務人的投資、拒絕對債務人提供額外財務協助、債務加速到期、不願意展期，甚至強制執行債務人的財產，這些行動將造成投資人的危機意識，促使其他

[155] George G. Triantis and Ronald J. Daniels, *supra* note 57.
[156] George G. Triantis and Ronald J. Daniels, *supra* note 57.

投資人離場，則公司可能在經營階層者有機會改善之前面臨倒閉風險。然而，公司亦有降低上述倒閉風險的途徑：(1)多樣化財源，以弱化銀行離場對公司財務的影響力；(2)部分法令政策本即鼓勵投資人早期離場，例如「可撤銷的優先權」(voidable preference)[157]；(3)以貸款給問題企業或購買不良債權為主的投資人增加；(4)破產程序提供經營者一個在債權人及法院監督下先行矯正管理怠惰的管道，上述幾項均是使公司在銀行離場時能夠繼續撐住的因素。

儘管「離場」對部分股東是低成本的選擇，然並非所有投資人（即公司資金提供者）均會選擇離場或有能力離場，對某些有特別投資關係的投資人而言，離場的成本較高，但因為還是會有部分投資人選擇離場，將促使留下來或新加入的投資人「發聲」；而債權人離場，可能是促使公司機構投資人介入公司治理的因素，其他投資人亦可能提供財務支援讓公司可以繼續營運。故銀行的離場通常是公司管理鬆懈的顯著訊號，可促使離場有困難的股東更加關注公司，使投入規模較大的機構投資人積極介入公司治理，並讓離場成本較小的股東意識到該賣掉股份離場，而既有投資人的離場，也提供新機會給有能力介入並矯治公司管理鬆懈的新投資人，例如專以整頓復興惡化中企業並自其中獲利的資金貸與者，銀行離場不僅直接影響公司經營者，亦間接促使其他投資人「發聲」。再者，於債務人公司財務困窘時，銀行也未必都會選擇離場，亦可能選擇暫緩離場作為介入公司決策的籌碼，故銀行離場與否取決於其利益評估，選擇離場的銀行，屬於較偏好確定資金可收回的投資人，但也因而承擔了離場成本，例如收回資金後必須安排

[157] 「可撤銷的優先權」係指由破產人在破產程序開始前的最近某一段時期內向債權人所作的優先轉讓(preferential transfer)，可根據破產法而被撤銷，從而允許破產財產受託人將該被轉讓的財產收回。根據美國「破產法」(Bankruptcy Act)，可撤銷的優先轉讓發生於破產申請提交前 90 天之內或破產申請提交後 1 年內。（查詢自元照出版社網站之「元照英美法詞典」，網址：http://www.angle.com.tw/dic/DictionaryDetail.aspx?iDT=81716）。另英國 1986 年破產法第 239 條（可撤銷優先權）、第 245 條（浮動抵押之無效）亦有類似規定，於公司破產開始前最長 2 年期間追溯審查擔保效力，在一定要件下法院會認該項擔保係可撤銷的優先權而無效（參見 Eilis Ferran（著），羅培新（譯），前揭註 66，頁 351、352。）。我國類似規定可見破產法第 79 條：「債務人在破產宣告六個月內所為之左列行為，破產管理人得撤銷之：一、對於現有債務提供擔保。但債務人對於該項債務已於破產宣告六個月前承諾提供擔保者，不在此限。二、對於未到期之債務為清償」。

新貸款，以及放棄債務人財務復甦的機會[158]。

第二款、銀行與其他投資人之利害關係

銀行在監控能力與反應有助於矯正公司的管理鬆懈，或是間接的藉由離場提供訊息予其他有能力介入公司經營的投資人，已如前述。在此互動治理的型態下，銀行上開功能可能會受其他投資人所依賴，例如公司債債權人。

因公司債為集團、大量的契約關係，並由受託人為全體債權人利益執行職責，儘管公司財務困窘時對於公司債債權人與銀行所帶來的違約風險並無二致，但傳統債權契約對公司債債權人的保護程度顯然不及對銀行，公司債受託人復未必會盡最大努力積極維護公司債債權人利益。假設公司債權人有銀行及以受託人為代表的公司債債權人，只要有一方債權人透過契約規制及監控債務人，其他債權人同受其利，則最終均衡點銀行與公司債債權人會只有一方去監控債務人，而銀行與公司債受託人的監控成本有別，銀行通常是較低成本的監控者，故最終會由銀行擔負起監控債務人的角色；再者，因債權人會將監控成本藉由利息、手續費轉嫁給債務人負擔，故債務人也會希望確認是由銀行擔任債權人中的監控者，並以此為目標來建構與銀行間的借貸契約，亦會於公司債契約中縮減受託人此部分的負擔，而銀行本於知悉公司債受託人監控權能及動機均有限的情況下，便會擔負起監控者的職責。銀行債權人的存在，可使其他投資人知悉有較嚴格的借貸契約條款在規制著債務人，且債務人行為是受到監控的，其他投資人因而較願意投資資金於契約條款保護不那麼足夠的債權商品[159]。

儘管銀行作為公司主要債權人，其監控、離場、發聲等行為，有助於改善公司管理鬆懈，並有利於公司其他資金提供者，然而對其他投資人而言，銀行也並

[158] George G. Triantis and Ronald J. Daniels, *supra* note 57.
[159] George G. Triantis and Ronald J. Daniels, *supra* note 57.

非是那麼完美的代理人，可能有動機藉由其監控優勢影響債務人決策，以提升其相對於其他投資人間的地位。學者 George G. Triantis and Ronald J. Daniels 指出，銀行與其他投資人間存在以下面向的利益衝突[160]：

(1)銀行可能因與管理懈怠無關之原因提早離場。

銀行通常不能僅是隨意轉售債權予第三人即離場，而係基於與債務人間之契約條款，允許銀行於某些條件下離場，但銀行也可能因具有談判優勢，而於契約中就離場與否取得無條件之裁量權限，於此情形下，銀行之離場可能僅是對其與債務人間的契約條款不夠滿意，例如當市場利率上升時，原本固定利率的債權契約將顯得無利可圖，故銀行對該類契約關係有動機提早離場。然而，市場機制與法令對於借款債權人的投機動機有所規制，銀行所收取的利息通常較其他債權人為高，因為其他投資人可仰賴銀行對債務人之監控、離場、發聲，故其他投資人之監控成本較低，而銀行作為持續的資金市場參與者，若基於投機心態恣意濫用其權限，其聲譽將受影響，然這取決於市場區辨銀行離場究係基於投機心態或是反應債務人管理鬆懈之能力。此外，法院的事後審查相當程度規制了銀行的離場選擇，其離場必須基於善意且遵循約定事先通知債務人，這減低了銀行投機行為，儘管法院通常尊重債權人的裁量判斷。然而，關於區辨債權人的作為究竟是基於投機心態，或是對債務人管理鬆懈等不當行為的因應，法院的區辨能力通常較市場機制為劣，故法院干預的結果可能阻礙銀行因應債務人不當行為的能力，提高銀行的貸放成本，進而使市場資金成本提高。

為了降低銀行的投機動機，債務人通常會將銀行可加速負債到期的條件即債務人違約情事（如無法清償債務或違反某些契約條款）訂入契約中，而非將離場選擇權限交由銀行裁量。債權契約也是規制債務人，阻止股東從債權人處掠取利益的工具。當銀行發覺債務人財務困頓時，可能於債務人破產前做出有正面外部

[160] Id.

性的因應，例如行使加速條款，離場，而帶給其他投資人警訊，但此為銀行的權利而非義務，銀行亦可能選擇給予債務人寬貸、重新調整契約，故契約僅能降低而不能完全消除銀行以投機心態離場之可能性。

(2)銀行的監控也可能有懈怠而反應過慢的時候。

如同其他投資人，銀行亦有仰賴他人對債務人之監控、反應行為以搭便車的動機，以至於無法及早發現債務人的管理鬆懈，此時就無擔保放款而言，似乎就落入了先到先償的狀況，而銀行只要運用其資訊優勢，確保自己比其他投資人先提出求償即可，無須去管債務人公司管理不當行為，以至其他投資人發現債務人管理鬆懈時，為時已晚。然而，因為有破產法的存在，投資人於債務人破產後均無法離場，甚至銀行若於公司破產前相當期間內受償，該筆清償可能會被撤銷而收回（可撤銷的優先權），這又鼓勵了債權人應及早監控並於公司有破產威脅以前離場，即該法制促使債權人及早注意債務人相關訊息並及早反應，否則將共同承擔因公司管理鬆懈的惡果。如銀行於察覺公司財務惡化時及時反應，其他投資人或許來得及解決公司問題，銀行所釋放的訊息將使更有能力、效率的監督者介入以改善公司狀況。

(3)銀行於債務人財務惡化時藉以改善其債權條件，不見得有利其他投資人。

當銀行察覺債務人財務惡化時，可能以離場威脅債務人，重啟談判，藉以改善其本身的債權契約條款，提升其於債權人中的地位，而這些重新談判的內容不見得有利其他投資人。債權人重啟契約協商時，若過於激進，可能加重債務人陷於破產的風險，故一般於此情形下，債權人較少運用讓債務人付出金錢或固定負擔加重的方式，而是運用非金錢方面的調整，例如取得轉換權利、保證、更加嚴格的契約條款等，取得額外的擔保利益以改善其債權條件，這些契約條件的變更，對債務人如具有相當程度的影響，可能構成依法或依其他契約應揭露的事項，給予其他投資人訊息。

然而，於債務人財務惡化時，債權人越是干預債務人狀況、介入其決策、提升自己於投資人間的地位者，越可能於債務人破產時喪失優勢，因為依美國法律相關規定，有控制權、具內部人身分之債權人，於債務人破產時其可撤銷優先權的期間將延長為 1 年（一般債權人僅為 90 天）[161]，破產法令亦使法院有權讓藉由控制權獲得優勢的債權人其權利劣後於其他債權人。在債務人尚未陷於資產不足清償負債的困境時，債權人固可對財務惡化之債務人施加壓力以提升其債權地位，且及早採取行動與及早離場均有其好處，並均能釋放訊息提醒其他投資人注意，但選擇介入債務人決策者，如最後仍決定離場，將可能受有如前揭破產法規對於具控制權限債權人之不利益，故銀行於初察覺債務人管理鬆懈時即須審慎採取因應方式，如欠缺把握則選擇離場，讓其他更有能力之投資人來介入公司決策，也是較有效率的結果。

(4)銀行介入矯正債務人管理懈怠時，可能依其偏好影響債務人經營決策，這些決策方向亦未必有利其他投資人。

當債權人選擇於債務人財務惡化時介入其經營決策，例如撤換經營階層、修改投資、財務策略等，固然有助於矯正債務人管理鬆懈，然也同時升高了投資人間的利益衝突，尤其在公司瀕臨破產邊緣時，投資人間的衝突緊張關係更加劇烈，由銀行債權人介入影響公司經營決策時，股東可能會擔憂公司決策變得太過保守、以避免虧損為主要目的而降低了獲利的機會。但其實不論債務人狀況好壞，要取得投資人間之利益一致本有困難，將決策權授予剩餘財產請求權人似乎是最適方式，當公司資產不足清償負債時，決策權應由股東移轉為無擔保債權人，當銀行為無擔保債權人時，即是最適代表投資人為決策者；即便銀行為有擔保債權人，然於債務人財務困難時，股東有更強的風險偏好動機，其他無擔保債權人又

[161] U.S.C. (United States Code, 2011 Edition) §547(b)(4)(B). (Preferences: Except as provided in subsections (c) and (i) of this section, the trustee may avoid any transfer of an interest of the debtor in property—made (A) on or within 90 days before the date of the filing of the petition; or (B) between ninety days and one year before the date of the filing of the petition, if such creditor at the time of such transfer was an insider.)

可能欠缺專業或效率性，由具有資訊及專業能力的銀行代表投資人來介入債務人決策，亦不見得是較差的做法，況且實際上銀行有選擇離場的誘因，不見得有意願介入債務人經營。再者，法院對公司經營者商業經營的事後審查有商業判斷原則之尊重，即便債權人曾對債務人決策施加影響力，實務上鮮少有要求債權人負責者，然介入債務人經營的潛在責任風險仍會使銀行有所節制，降低基於不當因素介入債務人經營的動機，亦使銀行於債務人財務困難時就離場或介入的選擇上更有效率。

雖然銀行與其他投資人間有以上幾個面向的利益衝突，而產生代理成本，然於市場機制、法制的規範運作下，減低了利益衝突的負面影響，這些保護機制阻止了銀行無效率的離場或介入，並提升銀行於互動公司治理所帶來的淨利益。

第三項、銀行授信簡介

貸款可分為「定期貸款」(term loan)與「不定期貸款」(on-demand facility)，定期貸款可能有固定的還款時間表，亦可能是無固定還款時間表的循環性貸款，不論何者均有短中長期的區分，短中長期的定義依各國規定而略有不同，其中「循環性貸款」提供借款人在該貸款期限中，於某一約定額度內有不斷借款與還款的彈性。一般而言，定期貸款簽訂後，借款人於銀行承諾期間內可隨時向銀行提款，有時提款亦可分期為之，通常契約中會約定借款人須於提款數天前通知銀行，以便銀行籌足款項，於承諾期間終了時銀行的撥款義務消滅。不定期貸款為即時貸款，係指一旦銀行提出還款請求，借款人即應還款者，在英國法並不賦予借款人一段合理期間以準備還款，因此借款人必須立即還款，理由在於銀行之所以會請求還款，通常是因為借款人已陷入財務困難或瀕臨破產，因此時效的爭取非常重要；美國、加拿大等國家則會認為銀行在請求還款後應給借款人一段合理時間以

準備還款[162]。又因為英國法於債務人違約時，提供銀行絕對的權利主張債權加速到期，且嗣後法院不會就此加以干預，故國際性聯合貸款合約常選擇以英國法作為準據法[163]。

在我國，「授信」的定義是指銀行辦理放款、透支、貼現、保證、承兌及其他經中央主管機關指定的業務項目，其期限在 1 年以內者為短期信用；超過 1 年而在 7 年以內者，為中期信用；超過 7 年者，為長期信用[164]。銀行授信包括「直接授信」與「間接授信」，直接授信係指銀行以直接撥貸資金之方式，貸放予借款人之融資業務[165]，為公司以借款債務籌措資金之主要途徑，就債務人為法人的授信類型，直接授信例如企業貸款，包含週轉資金貸款、資本支出貸款；間接授信則是指銀行以受託擔任客戶之債務保證人、匯票承兌人、開發國內外信用狀或其他方式，授予信用，承擔風險，而不直接撥貸資金之授信行為[166]，例如保證（商業本票、公司債、工程等保證）、承兌、開發國內外信用狀等。依銀行公會授信準則，企業貸款中直接授信之類別如下[167]：

- **週轉資金貸款**：

為銀行以協助企業在其經常營業活動中，維持商品及勞務之流程運轉所需之週轉資金為目的，而辦理之融資業務。短期寄望以企業之營業收入或流動資產變現，作為其償還來源；中長期寄望以企業之盈餘、營業收入或其他適當資金，作為其償還來源。其類型例如一般營運週轉金貸款、墊付國內、外應收款項、有追索權應收帳款承購業務、貼現、透支、押匯等。於一般營運週轉金貸款，銀行需了解債務人業務性質、產銷程序、財務狀況等，若是墊付應收款項之貸款，銀行除需了解債務人產銷近況外，更要了解賒銷金額、賒欠天數等細節。

---

[162] 許忠信，國際金融上國際聯合貸款契約之觀察，月旦法學雜誌，第 146 期，2007 年 7 月。
[163] 許鈞傑，前揭註 3，頁 88。
[164] 銀行法第 5 條、第 5 條之 2。
[165] 中華民國銀行公會會員授信準則第 11 條。
[166] 中華民國銀行公會會員授信準則第 15 條。
[167] 中華民國銀行公會會員授信準則第 12、13 條

➢ **資本支出貸款**：

為銀行以協助企業購置、更新、擴充或改良其營運所需之土地、廠房、機器等，或協助企業從事重大之投資開發計畫為目的，而辦理之融資業務。寄望以企業經營所產生之現金流量、所獲之利潤、提列之折舊、現金增資、發行公司債或其他適當資金，作為其償還來源。

企業貸款除了一般短、中、長期授信外，亦有較特殊的大型貸款如下：

➢ **聯合貸款** (Syndicated Loan)：

係指聯合兩家以上金融機構，依照相同承作條件共同貸放予一個或數個借款人之貸款，聯合貸款為分散銀行風險、滿足借款人鉅額需求的重要融資方式，對借款人而言有減低洽貸成本、有效籌足鉅額資金[168]、保持抵押品完整性、提高在同業間地位、擴大金融市場接觸面以增加新借款機會的利益，對貸款銀行而言也有避免重複融資、建立銀行間密切合作關係、提高資金運用效率、增加客戶層面、增加收益等利益[169]。聯貸案通常由借款人先行委任一家或數家銀行，安排組成聯貸銀行團，受委任的銀行稱為安排銀行(arranging bank)或主辦銀行(lead bank)，負責架構融資方式、定價、查核借款人資訊，與借款人共同製作聯貸說明書(information memorandum)，說明借款人、借款總額、用途、利費率、還款情形等主要承作條件(term sheet)，向其他銀行推銷該授信案，並提供資訊與參貸銀行，主辦銀行往往亦為參貸銀行，甚至於訂約後擔任管理銀行(agent bank)[170]。

➢ **專案融資**(Project Finance)：

係指以專案未來產生之現金流量為還款來源，並以專案中所屬資產及權利（例

[168] 當公司所需資金數額龐大時，對單一銀行而言風險過大，且銀行對同一法人、同一關係企業的授信總額亦受有法令限制（詳細內容參酌銀行法第 33 條之 3、銀行法第 33 條之 3 授權規定事項辦法，規定銀行授信總餘額不得超過其淨值之一定比例）。

[169] 台灣金融研訓院編輯委員會，前揭註 109，頁 209、210。

[170] 許鈞傑，前揭註 3，頁 61。

如特許權、地上權等）作為擔保，向融資機構取得特定用途之融資，且融資機構對於專案股東僅擁有有限追索權(limited recourse)或甚至無追索權(no-recourse)的融資模式（追索權係指銀行除得對借款人即專案公司請求償還借款外，對專案發起人是否有具體求償權而定）。專案融資為特定經濟實體安排之融資，用以募集經濟上可分之投資專案所需資金，多以銀行聯合貸款的方式融資，因專案計畫風險龐大，通常由發起人另設一專案公司專營該計畫，由發起人投資並控制該專案公司，故此龐大融資不會直接列記於發起人公司負債項下，而屬資產負債表外融資的一種[171]；又由於法令及風險考量，專案公司通常被限制僅能從事單一業務[172]。專案計畫之初，專案公司本身資力及所能提出的擔保可能極為有限，銀行重視者為專案計劃本身可行性之評估。專案融資最大特色為銀行對專案融資案的授信評估在於該專案未來所能產生的現金流量與相關的商業契約結構，而不在於擔保品的內容來評估授信風險，以借款人順利營運所產生的收入作為還款的來源與擔保，由銀行對該專案提供融資並承擔專案成敗大部分的風險，常用於全新事業之開發案中，特別是高資本密集的投資計畫，例如能源、礦業、化學及冶煉、運輸等，現今許多公共建設多採行 BOT 專案融資模式，如台灣南北高速鐵路建設計畫[173]、高雄捷運計畫均屬之，其內容會隨個案需求為調整，為相當具有彈性之融資方式。如專案公司已確定無法償付融資本息時，融資銀行依約可處分專案項下的擔保品（專案項下取得之資產、權利），於專案所屬資產不具擔保價值或合約限制而無法處分時，亦可能約定融資機構可行使介入權，將專案項下擔保之資產及權力委託其他公司接管營運，以繼續產生現金流量回收債權[174]。

---

[171] 惟仍應於財務報表附註中揭露，如發起人對專案公司有相當控制力者，可能須依關係企業規定編製合併報表。

[172] 以 BOT 架構下的專案融資為例，為降低專案經營風險，主辦機關通常要求得標廠商成立一專案公司，特許合約內要求專案公司僅能經營特許合約規定之業務，其他業務及轉投資活動則不被允許或有所限制，因此倘若專案之現金流入不如預期，專案公司將無其他收入來源可償還負債，故專案之預估現金流入是否足以償債付息，即為融資機構之主要評估重點。

[173] 台灣南北高速鐵路建設計畫之專案計畫發起人為大陸工程、太電集團、東元集團、長榮集團、富邦集團，共同成立台灣高速鐵路股份有限公司作為負責經營計畫之專案公司。

[174] 謝劍平，現代投資銀行，頁 224 至 226，2006 年 9 月；周佑倫，專案融資擔保機制之探討，國

銀行公會對於銀行辦理授信業務提供了一些指導原則，例如辦理授信業務應本安全性、流動性、公益性、收益性及成長性等基本原則，並依借款戶、資金用途、償還來源、債權保障及授信展望等五項審核原則核貸，於辦理專案融資審核時，宜審酌借款戶是否善盡環境保護、企業誠信經營及社會責任，對擔保品的估價應參照時值、折舊率及銷售性。此外，辦理授信業務時，應瞭解行業消長趨勢，配合經濟發展需要，將資金作合理分配，注意風險管理，應避免惡性削價競爭，其實際貸放利率，宜考量市場利率、本身資金成本、營運成本、預期風險損失成本及合理利潤等，訂定合理之放款定價，考量市場競爭因素，得將授信客戶整體貢獻度，作為放款定價減項評估之因素，並注意評估企業與其同一關係企業暨相關自然人等資產、負債與營運狀況，並應徵提同一關企業資料表及公開發行公司之關係企業三書表，以瞭解同一關係企業整體之財務資訊，俾綜合評估其實際資金需求等[175]，為銀行授信時應注意的許多面向，於不同風險程度、規模的貸款中，銀行透過借貸契約要求公司提供相關資訊、遵守某些條件，並於一定情況下有離場或介入的權利。

第四項、融資契約內容與債權人保護機制

融資借貸契約最核心的約定內容為本金、利息、還款期間等事項，企業貸款通常會約定授信額度，為該客戶可動用的最高貸款限度，銀行對同一法人、同一關係企業之授信總額度並受有法令之限制[176]，期間較長的貸款利息通常採浮動利

立成功大學法律學研究所碩士論文，頁 18 至 24、30，2009 年 8 月；台灣金融研訓院編輯委員會，前揭註 109，頁 229。

[175] 中華民國銀行公會會員授信準則第 20、23、25、26、28 條

[176] 依銀行法第 33 條之 3、銀行法第 33 條之 3 授權規定事項辦法之規定，原則上銀行對同一法人（不含公營事業）授信總餘額不得超過該銀行淨值 15%，其中無擔保授信總餘額不得超過該銀行淨值 5%，對同一關係企業授信總餘額不得超過該銀行淨值 40%，其中無擔保授信總餘額不得超過該銀行淨值 15%。惟配合政府政策而經主管機關專案核准之專案授信不予併計，使此類專案融資在額度上有較大的彈性。

率計息，即以基準利率[177]加計一定成數來計息，將利率變動的風險歸由債務人承擔。就貸款提領而言，債款可以一次性發給借款人，或約定借款人得於一定期間內連續提領款項，亦可約定借款人於提領貸款前須滿足一些前提要件，例如聯合貸款契約通常會約定「動撥先決條件」(conditions precedent)，可能涉及用款項目的核准情形、資金需求真實性、借款人自身財務、經營、存續狀況、協力單位（如會計師、律師）等事項之確認，要求借款人提供某些資料、為一定承諾後始得動用授信額度[178]。就本金償還而言，契約可約定某時間償還全部本金，或一定期間內分期償還，分期償還可減少債務人現金流的壓力，亦含有使債權人得以早期察覺債務人財務困境的機制。於市場利率趨勢上漲時，採浮動利率計息的債務人如已賺得充足資金，可能有提前還款以降低後續利息支出的誘因，或固定利率的債務人於市場利率趨勢下跌時，亦有另借取較低息貸款以提前清償舊貸款的誘因，我國民法第 315 條固規定「定有清償期者，債權人不得於期前請求清償，如無反對之意思表示時，債務人得於期前為清償」，法令上並未限制債務人提前清償，惟實務上期間較長之貸款，基於銀行辦理貸款純利潤有限、作業成本尚未收回、於市場利率降低之下需重新貸放資金等理由[179]，契約中對於債務人提前清償可能訂有違約金之約定；又於債務人違約時，契約條款通常會約定未到期之債務視為全部到期之效果，使債務人喪失期限利益。

除此之外，契約中通常還包括若干約定條款，使借款人承諾實現一定的目標、不為某些可能有害債權人利益的行為、提供資訊等等，使債權人得以監督債務人

---

[177] 國際間重要的基準利率如倫敦銀行同業拆放利率(LIBOR)、美國聯邦基金利率(Federal Fund rate)等，我國銀行常用的基準利率如金融業隔夜拆款利率、主要行庫的定期儲金利率等。以台灣銀行為例，其基準利率為指標利率（自 2007 年 1 月 2 日起按中央銀行揭示五大銀行於本行基準利率調整前 1 個月最後一個銀行營業日之 1 年期定期儲蓄存款動利率計算之平均利率，五大銀行包括合庫、一銀、華銀、土銀及台灣銀行）加一定比率（依據該行貸款之作業成本如營運成本、合理利潤計算之比率）。於 2011 年起至今我國五大銀行基準利率約在 2.8%至接近 2.9%間，於 2014 年底我國整體銀行業基準放款利率（未特別區分企業貸款）為 2.883%，資料來源參見中央銀行網頁之金融統計資料「重要金融指標」（網址：http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=975&ctNode=523&mp=1）。

[178] 許鈞傑，前揭註 3，頁 70 至 72。

[179] 同前註 178，頁 77。

的償債能力，並於債務人違反約定條款時有權終止借貸關係或採取某些措施。本文以下討論者，為融資契約中常見且對債權人具有保護作用的約定條款。

第一款、借款目的、用途之限制

公司借得款項的運用計畫，為債權人決定是否貸與款項的重要因素，「資金用途」為銀行授信五大主要評估因素之一[180]。尤其是銀行要承作中長期授信業務時，計畫可行性評估為其作業流程為重要之一環，也就是評估資金需求者所提出投資計畫的可行性及其還款能力，以決定是否融資，並將授信用途記載於貸款契約中。一般授信案件的資金用途大致上分為購買資產、償還既存債務、替代股權等三大類別，就銀行所承受的風險高低而言，資金用途為購買資產者最佳、替代股權者最差[181]。又銀行對公司之授信總額度下，往往會依資金用途為「分項額度」，資金用途不同，則授信期限、可否循環動用等約定均有不同，以此控管借款人對借款的運用[182]。

對於借款用途的法律規制，中國法律對於借款人於銀行所貸得之資金用途有明確的限制，借款人必須依約定用途使用貸款，且於法律明定貸款不能用於證券、期貨、股權投資及房地產開發、套取貸款牟取非法收入等用途[183]。我國法令對於借款人資金用途並無嚴格的規範，實務上借貸雙方通常會於借貸契約中約定貸款用途，若以專案融資此種強調融資目的之授信類型，借款人是否將借款用於約定

---

[180] 銀行信用評估五 P 原則包括：借款戶(People)、資金用途(Purpose)、還款財源(Payment)、債權保障(Protection)、授信展望(Perspective)等因素。

[181] 台灣金融研訓院編輯委員會，前揭註 109，頁 72、174 至 176。

[182] 游啟璋，聯貸契約的法律分析，月旦法學雜誌，第 146 期，2007 年 7 月。

[183] 依中國「貸款通則」第 19 條第 3 項規定：借款人的義務包括「應當按借款合同約定用途使用貸款」。又同法第 71 條規定：「借款人有下列情形之一，由貸款人（定義為在中國境內依法設立，經營貸款業務的中資金融機構）對其部分或全部貸款加收利息；情節特別嚴重的，由貸款人停止支付借款人尚未使用的貸款，並提前收回部分或全部貸款：一、不按借款合同規定用途使用貸款的。二、用貸款進行股本權益性投資的。三、用貸款在有價證券、期貨等方面從事投機經營的。四、未依法取得經營房地產資格的借款人用貸款經營房地產業務的；依法取得經營房地產資格的借款人，用貸款從事房地產投機的。五、不按借款合同規定清償貸款本息的。六、套取貸款相互借貸牟取非法收入的」。

之專案用途更顯重要。依中華民國銀行公會會員授信條例第 31 條第 1、2 款及第 32 條之規定，「授信覆審追蹤工作，除承辦授信人員所提出應予追蹤管理之事項外，並循下列各款實施：直接授信應查核其資金實際用途是否與申貸用途相符。對中、長期放款或經核准轉期之授信戶，應責成其就財務、業務及原計畫之進度按期填報並作必要之查核；配合交易行為之週轉資金貸款應追蹤查核其交易行為是否實在」、「覆審人員發現授信戶有未依申貸用途或計畫使用放款、執行申貸計畫有偏差不實情事、有違約異常徵兆，或其他有礙債權確保之虞等情形時，應即追查原因，提出檢討，必要時應研議債權保全措施」。一般借貸契約中通常會會約定銀行對於借款人資金用途有查核監督的權利，但實際上銀行應不會對借款人如何運用借款為逐筆審查，若借款人未依約定用途使用借款，固可能構成契約所訂違約事由，然而銀行會視違約情形是否嚴重而定，未必會主張違約之效果。

第二款、徵提擔保品

(1)擔保之債

當銀行將資金債予借款人時，常會要求借款人提供擔保以提高其債權獲償機會，擔保之意義是銀行對於借款人或第三人所提供的財產有財產權益或占有之權，可藉由實行擔保而獲償，故對世效力常是擔保的要素之一，於此定義下，許多在實際上亦具有擔保還款效用之制度，若僅具有債權效力之制度，例如約定抵銷、劣後債權協議、反面承諾條款等則無法被視為擔保[184]。擔保是補救借款人信用不足、預防債權人未來債權未能順利回收的保障，並使債權人於債務人破產時處於較有利的地位，提供擔保可能使公司取得原本債權人不願核貸的借款，或取得比未擔保情形下更低的利率，由於擔保降低了債權人的監督成本，使債權人較無須透過契約對債務人整體財務營運狀況進行監督，僅需特別著重作為擔保品的

[184] 周佑倫，前揭註 174，頁 43、44。

資產狀況，故債權人會調整貸款價格作為債務人將其資產抵押而無法充分利用之彌補，然而債權人是否能夠充分區辨有無擔保債權之風險而為最適價格調整，即擔保之債的效率性尚有許多爭論，再者，提供擔保固可能是傳遞公司擁有良好信譽、有能力提供債權人較穩妥保障的訊息，然也有可能是公司於無法獲得無擔保借款時才會提供擔保，即規模較小、風險較高、違約可能性較大的債務人以提供擔保借款的情形更為普遍，故其所傳遞的訊息亦可能負面大於正面[185]。

a.我國法擔保之債相關規範

依我國銀行法第 12 條之規定，擔保之債係指對銀行之授信提供下列之一為擔保者：1.不動產或動產抵押權；2.動產或權利質權；3.借款人營業交易所發生之應收票據；4.各級政府公庫主管機關、銀行或經政府核准設立之信用保證機構之保證[186]。

抵押權依標的物可區分為不動產抵押權及動產抵押權，不動產抵押權可依擔保債權範圍分為普通抵押權與最高限額抵押權。普通抵押權之定義，依民法第 860 條規定為「債權人對於債務人或第三人不移轉占有而供其債權擔保之不動產，得就該不動產賣得價金優先受償之權」，最高限額抵押權之定義，依民法第 881 條之 1 第 1 項規定為「債務人或第三人提供其不動產為擔保，就債權人對債務人一定範圍內之不特定債權，在最高限額內設定之抵押權」，所擔保之債權以由一定法律關係所生之債權或基於票據所生之權利為限，並依民法第 758 條規定以書面登記為成立要件；動產抵押，則依動產擔保交易法第 15 條之規定為「抵押權人對債務人或第三人不移轉占有而就供擔保債權之動產設定動產抵押權，於債務人不履行契約時，抵押權人得占有抵押物，並得出賣，就其賣得價金優先於其他債權

[185] Eilis Ferran（著），羅培新（譯），前揭註 66，頁 347 至 350。

[186] 依銀行法施行細則第 2 條第 2 項規定，銀行之保證，係指授信銀行以外之本國銀行、信託投資公司、外國銀行在華分行或經財政部認可之其他國內外金融機構之保證；經政府核准設立之信用保證機構，係指財團法人中小企業信用保證基金、財團法人農業信用保證基金、財團法人華僑貸款信用保證基金或其他經財政部核准設立或認可之信用保證機構。

而受清償之交易」，依同法第 5 條之規定，動產擔保交易應訂立書面契約，但登記並非成立要件，而係為對抗善意第三人之要件。抵押權設立後，抵押人之行為如有足使抵押物價值減少者，抵押權人得請求停止其行為，如抵押人對抵押物價值減少具有可歸責事由，抵押權人並得定相當期限請求其回復抵押物之原狀，或提出與減少價額相當之擔保；如債權已屆清償期而未受清償者，抵押權人得聲請法院拍賣抵押物，就其賣得價金而受清償，並得以契約約定於債權已屆清償期而未為清償時，抵押物之所有權移屬於抵押權人（即流抵契約），並於登記後有對抗第三人之效力，再就抵押物價值與擔保債權之落差為清算找補[187]，惟動產抵押權不得以契約為流抵之約定，仍需透過拍賣實行抵押權[188]。

質權依標的物可區分為動產質權及權利質權，動產質權之定義，依民法第 884 條規定為「債權人對於債務人或第三人移轉占有而供其債權擔保之動產，得就該動產賣得價金優先受償之權」，動產質權之設定僅需出質人將動產移轉占有予質權人即可；權利質權之定義，依民法第 900 條規定為「以可讓與之債權或其他權利為標的物之質權」，權利質權之設定則依其權利讓與規定為之。質權人於債權已屆清償期而未受清償者，得拍賣質物，就其賣得價金而受清償，權利質權之實行，則就標的物債權給付方式不同而異[189]。因動產質權需將動產交由銀行占有，對銀行而言需負保管責任，對抵押人而言亦喪失收益該動產之利益，且隨著動產擔保交易法實施後，動產得以設定抵押權方式作為擔保，故動產質權於擔保授信中之重要性日漸式微；然權利質權只要性質上可轉讓之權利均得作為質權標的，一般銀行可接受的權利質權標的物包括股份、公債、國庫券、公司債、存單、倉單等[190]，使用上較具彈性，在大型貸款如專案融資中亦是重要的擔保機制[191]。

---

[187] 民法第 871 條、第 872 條、第 873 條、第 873 條之 1。
[188] 動產擔保交易法第 23 條，流抵約定為無效。
[189] 民法第 905 條、第 906 條、第 906 條之 1、第 906 條之 2。
[190] 台灣金融研訓院編輯委員會，前揭註 109，頁 77。
[191] 周佑倫，前揭註 174，頁 152。

公司向銀行借款時除依約以上開方式提供擔保品，而屬擔保之債外，銀行就無擔保債權亦可能要求借款人提供保證人，實務上中小企業借款常由負責人擔任連帶保證人，因一般公司設立、變更負責人均非難事，為避免股東蓄意濫用公司有限責任向銀行借款後規避清償責任，由公司負責人擔任連帶保證人可提高銀行債權受償的機會。

b.浮動擔保(Floating Charge)制度

浮動擔保為英國衡平法院創設之制度，於英國 1986 年破產法(Insolvency Act)第 251 條[192]、1985 年公司法(Companies Act)第 462 條[193]中雖有規範，但並無清楚的定義；關於浮動擔保的討論，常引用英國上訴審法院法官 Romer 在 Re Youkshire Woolcombers Lte.一案中所提「如擔保權具備下列三項特徵，則為浮動擔保：(1)該擔保必須包含債務人公司中特定類型的財產，可包含現在和將來的財產；(2)該財產與債務人公司通常營業活動相關，且經常呈現變動狀態；(3)在擔保權人或其代表人採取相當步驟使擔保權確定前，債務人仍可於其通常營業中處分該供抵押之標的物」，這些特徵並不等同於對浮動擔保的精確定義，前兩項僅為浮動擔保之常見特徵，僅有第三項為不可或缺，使公司能自由處分作為抵押標的物之資產，而無須取得債權人之同意[194]。

浮動擔保係必須登記之擔保權，其內涵大致可理解為：以債務人現存及將來之財產為標的所成立之擔保，例如原料、半成品、機器設備、存貨、應收帳款等，於特定事由（例如公司停止營業、重整、破產、清算等）或其他約定事由發生前處於浮動狀態，債務人得於日常營業活動中自由處分，於事由發生後確定

[192] “Floating charge” means a charge which, as created, was a floating charge an includes a floating charge within section 462 of the Companies Act (Scottish floating charges).

[193] Power of incorporated company to create floating charge. (1)It is competent under the law of Scotland for an incorporated company (whether a company within the meaning of this Act or not), for the purpose of securing any debt or other obligation (including a cautionary obligation) incurred or to be incurred by, or binding upon, the company or any other person, to create in favour of the creditor in the debt or obligation a charge, in this Part referred to as a floating charge, over all or any part of the property (including uncalled capital) which may from time to time be comprised in its property and undertaking.

[194] 周佑倫，前揭註 174，頁 50。

(crystallization)，附著於特定標的物上成為固定擔保。英國浮動擔保制度另一重要特色在於，當債務人營運出現困難時，浮動擔保權人可委派接管人接管債務人公司，權利範圍依契約約定，得使債務人繼續營運以產生足夠收益來清償債務，亦得拍賣擔保標的物而受償；然而依英國破產法近期的變革，大幅剝奪了浮動擔保權人在接管方面的權利，於 2003 年 9 月 15 日前浮動擔保權人得委派行政接管人，主要以確保自己債權獲償為目的，於 2003 年 9 月 15 日以後僅能委派管理人，係為全體債權人利益所設置，賦予其監督破產財產管理整體過程之權利，惟設有例外，例如專案融資的情形，浮動擔保權人仍保有委派行政接管人接管專案公司以保障其債權之權利[195]。我國促進民間參與公共建設條例第 52 條定有債務人重大違失、經營不善情事未能改善時，融資機構得接管之規定，亦屬銀行就專案融資對債務人介入權之規範，係銀行保障其債權之重要機制。

依世界銀行近年發布之「經商環境評比」（Doing Business），我國關於「獲得貸款」項下「法定權利指數」[196]項目排名表現並不佳，未設有浮動擔保制度為重要原因之一，國內向來即有是否就此修法的討論，惟先前並未達成共識，金管會預計於 2015 年 9 月提出之動產擔保交易法修正草案可能會引進此一制度[197]，期能改善我國融資環境。

(2)反面承諾條款 (Negative Pledge Clause)

依銀行法第 30 條第 1 項規定：「銀行辦理放款、開發信用狀或提供保證，其借款人、委任人或被保證人為股份有限公司之企業，如經董事會決議，向銀行出

[195] Eilis Ferran（著），羅培新（譯），前揭註 66，頁 346 至 378；周佑倫，前揭註 174，頁 49 至 101。

[196] 世界銀行在「獲得貸款」此項評比目的分析，主要建構在兩大指標，旨在衡量資金取得之難易與資金之分配，第一是保護債權人及債務人並且便利借貸的破產和擔保制度，佔比重 62.5%的「法律權利指數」，第二是透過公、私機關取得信用資訊的系統，佔比重 37.5%的「信用資訊指數」。參見蔡明誠主持，如何提升世界銀行對我國經商環境評比－獲得貸款之法定權利指數，金融研究發展基金管理委員會 101 年度委託研究報告，2012 年 9 月，執行單位：國立臺灣大學（網址：http://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=227&parentpath=0,9,55）。

[197] 參見新聞：「拚金融競爭力，擬建浮動擔保機制」（吳靜君），中央社，2015 年 1 月 4 日。「動產擔保交易大鬆綁」（余佳穎），聯合報 2015 年 5 月 21 日。

具書面承諾，以一定財產提供擔保，及不再以該項財產提供其他債權人設定質權或抵押權者，得免辦或緩辦不動產或動產抵押權登記或質物之移轉占有。但銀行認有必要時，債務人仍應於銀行指定之期限內補辦之」。

對於某些無法提供擔保品的借款人，若銀行又希望能承作該筆放款時，銀行可能退而求其次，於融資契約中加入「反面承諾條款」[198]，限制借款人設定擔保權給第三人之權利，以求若借款人日後陷於財務困難、破產時，其可取得較佳的受償機會。反面承諾條款的好處在於：對無法提供擔保之優質企業，銀行仍能承作放款並取得利息收入；節省設定擔保的時間、費用；第三人因而難以獲得擔保權，通常就較不願對該債務人提供其他貸款，而有避免債務人過度借款的功能[199]。

債務人違反反面承諾條款時，銀行可主張債務人違約，而適用契約中違約條款如終止繼續放貸、債務加速到期等，亦可請求損害賠償。依我國銀行法第 30 條第 2 項規定：「借款人、委任人或被保證人違反前項承諾者，其參與決定此項違反承諾行為之董事及行為人應負連帶賠償責任」，又同法第 126 條規定：「股份有限公司違反其依第 30 條所為之承諾者，其參與決定此項違反承諾行為之董事及行為人，處 3 年以下有期徒刑、拘役或科或併科新臺幣 180 萬元以下罰金」，明文規定違反者之民刑事責任。在英國法上，債務人違反反面承諾條款時，銀行於法律上可能有以下救濟途徑[200]：

a. 禁止令：銀行若事先知悉債務人將違反反面承諾條款，銀行可向法院申請禁止令，禁止債務人作為違背之行為；又銀行亦得申請禁止令以禁止該第三人行使或實施擔保權，使該第三人成為無擔保債權人，依衍生該禁止令原則的判決見解[201]，可知以申請禁止令之方式取消第三人之擔保權，應以第三人明知為原

[198] “the Negative Pledge Clause”亦有譯為「負面出質條款」者，如許忠信，前揭註 162；周佑倫，前揭註 174。
[199] 許忠信，前揭註 162。
[200] 同前註 199。
[201] 參見英國 De Mattos v. Gibson 案件，Knight Bruce 法官指出，當某人經贈與或買賣自他人獲得一

則。此類似於我國撤銷詐害債權時，有償行為的受益人於受益時必須明知有撤銷原因時，債權人始得為撤銷，以保護交易安全及善意第三人之權益。

b. 干擾契約關係：為侵權行為損害賠償請求權的態樣之一，如第三人不正當地引誘債務人違背反面承諾條款，銀行得對第三人請求損害賠償，賠償其因第三人享有擔保權所遭受之損失，行使此項請求權以第三人知悉該條款存在、有擾亂銀行與債務人間借貸契約之意圖、具有因果關係為要件。

c. 衡平擔保權：銀行可向第三人主張其一開始簽訂反面承諾條款時即享有一衡平擔保權，優先於嗣後由債務人提供給第三人之擔保權。

債務人違反反面承諾條款時，銀行雖於可能於法律上尋求救濟途徑，然這些請求權基礎通常設有嚴格的要件，且債權契約若有訂定該條款時，通常於債務人違反時會構成違約事由，銀行直接以契約關係請求即可，於我國實務上少見有引用銀行法第 30 條第 2 項為請求權基礎的案例；刑事責任之案例，如騰輝股份有限公司公司董事因參與違反不得設定擔保予其他債權人約定之行為，遭法院處有期徒刑 1 年確定[202]。

第三款、債務人資訊提供義務

向債權人揭露資訊為融資契約中的重要條款，使債權人得以及時了解債務人狀況，判斷其償債能力而有所因應。契約中關於資訊提供之條款，可能以承諾事項的方式訂定，要求債務人定期提供財務報表、一定文件，如所提供之資料不實，即構成違約事由；於聯合貸款契約可能於動撥先決條件即要求債務人揭露某些資訊，如要求債務人提供公司文件、財務報告、法律意見書之後始得提取所借資金；

財產權，若明知已有一先前存在的合法且具約因之契約存在於該他人與第三人間，且該契約要求須依一定方法、為特定目的運用該財產，則該財產取得人不應以該財產讓與人所不被允許的方式，違反該契約地運用該財產以至於嚴重損害該第三人之權益。

[202] 臺灣高等法院 94 年度上易字第 1180 號判決。

亦常見約定債務人願意隨時接受債權人對授信用途之監督、擔保品之檢查、監管及有關文件之查閱（但債權人無義務監督、稽核、檢查、監管及查閱的義務），使債權人有主動查核取得資訊的權限；又契約中可能約定某些情事發生時，債務人負有通知債權人之義務。

第四款、限制條款、承諾事項

貸款契約中，借款人常被要求對其本身地位、簽訂契約的合法性、無任何違約情形、財務狀況並無重大惡化、無足使財務狀況重大惡化的法律糾紛、關係企業的情況等事項為陳述(representation)，甚至要求借款人於每次提款時重複這些陳述，使債務人就這些陳述的內容正確性為保證(warranties)，陳述的內容主要是與債務人財務狀況、契約法律效率有關的既存事實。而承諾(covenants)，則是針對債務人未來作為的要求，如遵守一定程序、維持一定財務比率、若干可能影響營運、財務狀況行為之限制等[203]，此種承諾性質的特約條款可區分為以下三類[204]：

(1) 肯定條款(Affirmative Covenant)：如要求債務人於授信期間維持一定金額以上之週轉金、按期提供各種財務報表、維持銀行認為滿意的原經營負責人（如需更換應事先經銀行同意）等。

(2) 反面承諾條款：除前文所述禁止債務人設定擔保予其他債權人之承諾外，亦有例如禁止債務人借入超過一定期限或金額以上的新借款、禁止合併、固定資產出售或出租、禁止債務保證、出售應收帳款、投資或保證等。

(3) 限制條款：如對債務人盈餘分派、減資、償還其他長期債務及增加固定資產之限制、維持一定財務比率及債務總額之限制等。

這些約定條款部分具有調查的功能，於契約中課予債務人於現況與陳述、保

[203] 許忠信，前揭註 162；游啟璋，前揭註 182。
[204] 台灣金融研訓院編輯委員會，前揭註 109，頁 177 至 178

證事項不一致時，負有揭露訊息的義務，有助債權人及時掌握債務人的狀況；部分條款具有制約債務人商事行為的功能，賦予債權人對債務人有一定的控制權，以確保債務人有能力履行契約義務，且不會從事損及該能力的行為。其中對於維持一定財務比率，如對於流動比率、負債比率、利息保障倍數、最低有形淨值等約定，為聯合貸款契約中常見之條款，理由可能因債權人將債務比率作為公司財務健全與否的前哨站，藉此判定是否需進行防範準備工作，又如債務人能持續經常符合約定財務比率，可增加債權人之信任，作為日後調高貸款額度或降低利率的談判利基，但因公司財務比率常受到大環境、產業、政策等多面向影響，也成為債務人容易構成違約的事由之一[205]。融資契約之約定條款安排，取決於許多因素，包括借方公司之談判能力、貸款金額（提供資金較少的債權人對約定重視程度較低）、利率（高利率可彌補債權人約定條款保障不足的風險）、有無擔保等，限制性約定可能帶來風險，過多限制會阻礙債務人追求有價值的投資機會，有害債務人公司的成長性[206]。

當陳述或承諾包含於貸款契約的違約條款中時，借款人陳述如有不實，或是對其承諾有所違反，銀行有權可取消其繼續放款的義務，或使借款人的還款義務加速到期，亦可能約定損害賠償責任。在英國法不論陳述、承諾有無訂定於違約條款中，債務人如有違反，銀行可依普通法主張其救濟方法，例如請求損害賠償，或當該承諾為契約重要事項時主張終止契約，此救濟途徑在銀行不願對債務人動用違約條款時，即有其重要性[207]。

除了制定授信契約時即有的承諾事項外，於借貸雙方日後重啟協商時，亦可能加入新的約定條款，如債務人未能按期履行還款義務而需與債權人協商延期清償時。國內案例如力晶科技股份有限公司（下稱力晶公司）先前因財務困難，於

[205] 盧孟函，聯貸契約之違約條款及豁免機制，國立政治大學法學院碩士在職專班碩士論文，頁 91，2013 年 9 月。
[206] Eilis Ferran（著），羅培新（譯），前揭註 66，頁 325 至 329。
[207] 許忠信，前揭註 162。

2010 年起有多次與聯貸銀行團協商展延還款期限以紓困之情事，以力晶公司 2013 年的債務展延為例，展延期間力晶公司對債權銀行之主要承諾事項多達 21 項，包括將 P3 廠處分權交由銀行團主導、不得申請破產或重整、更換負責人需事先徵得一定比例債權銀行同意、董監事不得領取酬勞、配合進行資金、財產項目監控並提供一定資料、新增擔保品、不得將資產新設負擔予第三人、處分資產之限制、對子公司增資金額的限制、對關係人及關係企業清償之限制、出售持股之限制、營業及投資事項之限制（如應專注本業營運、不得從事本業以外之投資、自 P3 廠處分第一次公開標售決標日後不再繼續於該廠投片生產 PC DRAM）、一定金額以上之資本資出需事先徵得一定比例債權銀行同意等內容[208]，可知力晶公司於債務展延期間，其營運、投資、負責人薪酬、資產處分等涉及經營核心權限之事項均多受限制，此類承諾條款對公司的影響可謂重大。

第五款、違約條款

(1)違約事件

融資契約中通常會賦予債權人於違約事件發生時，有採取如加速貸款到期等違約效果的權利。融資契約中常見的違約事件如下[209]：

a. 債務人未能按期支付應付款項。

b. 債務人違反契約應履行之義務、承諾。

c. 債務人任何陳述、保證被證明為不正確。

d. 債務人依約提供之資料、財務報表為不實。

e. 交叉違約：債務人未能支付或履行任何已到期之其他債務。

f. 債務人停止營業、破產、重整、清算等。

---

[208] 詳見力晶公司 2012 年年報第 74 至 77 頁、2013 年年報第 85、86 頁。

[209] Eilis Ferran（著），羅培新（譯），前揭註 66，頁 325 至 329；許鈞傑，前揭註 3，頁 86、87；盧孟函，前揭註 205，頁 49 至 54。

g. 債務人資產遭扣押或執行。

h. 債務人發生重大訴訟。

i. 資金用途與約定不符。

j. 有任何重大不利事件，使債務人公司財務狀況、營業或履行契約有不利影響。

k. 債務人發生重大訴訟、仲裁、行政程序或其他爭議程序，而對其履行契約、擔保或其他義務之能力有重大不力影響。

l. 債務人所簽發支票據經退票尚未註銷，或遭票據交換所通報拒絕往來。

m. 債務人所提供之擔保文件因任何原因而無效、被撤銷、解除或失效，使債務人原應履行的義務成為不能或不法，未能在合理期間內完成補正者。

n. 債務人為履行契約義務或營運所需之登記、政府許可或證照等，因失效、被撤銷或無法取得，或有違約情事經主管機關要求改善而不能改善者。

o. 債務人發生其他嚴重影響其履行契約義務的情事。

於大型借貸如聯合貸款契約，債務人違約與否，可能會由數家銀行決議認定，並經由書面通知等一定程序向債務人宣告違約；而於一般企業貸款中，亦可能約定如違約時無待債權人通知，債權人即得對債務人採取違約之效果[210]。我國實務上常見的違約事由，以債務人無法支付借款本息，或違反財務比率為多[211]。債務人因無法按期支付借款本息，債權人依約將借款視為全部到期並起訴請求清償全部債務者，為法院常見的案例，如九昇金屬股份有限公司貸款到期未能清償，債權人臺灣銀行對該公司及連帶保證人提起清償借款之訴，主張依約債務視為全部到期，請求連帶給付本金、約定利息及違約金等，經法院判決債務人應如數給付[212]。債務人違反約定財務比率的案例，如明碁材料股份有限公司訂有合作金庫銀行、玉山銀行主辦之聯貸契約，均對於負債比率、流動比率、最低有形淨值均

[210] 例如約定：債務人對債權人所付任何一宗債務不依約清償或攤還本金時，無需由債權人通知，債權人得就本契約隨時減少對債務人核給之授信額度、或縮短循環動用期限、或視為全部到期並（或）停止債務人依個別約款所定方式動用（此為台灣銀行綜合授信契約一般條款之內容）。

[211] 盧孟函，前揭註 205，頁 59、61。

[212] 臺灣臺北地方法院 103 年度重訴字第 1307 號判決。

有維持一定比率之約定，其中負債比率不得高於 250%，而該公司 2011 年 12 月 31 日之負債比率未能符合上開約定，依約應於期間內改善，否則即構成違約，且改善期間之利息因而增加[213]。

(2)交叉違約條款 (Cross Default Clause)

於借貸契約中約定，如債務人對其他貸款契約有所違約時，亦構成對本契約中之違約事件，此約定稱為「交叉違約」。根據此一條款，即便債務人滿足了其對特定債權人的所有義務，能可能構成違約。交叉違約條款存在的理由在於，債務人對其他貸款契約之違約可能是其本身財務困難的徵兆，為免其他債權人獲得優先保障或清償，有必要將對其他貸款契約之違約當作本契約之違約[214]。交叉違約條款有保護債權人不至於處於較其他債權人不利地位的功能，假如債務人對某一債權人違約，該債權人可能經由協商、談判而取得債務人一些讓步，例如增加擔保、先為部分清償等，其他債權人同樣承受債務人清償能力惡化的風險，然因尚未違約而無再啟談判的理由亦無法發動違約條款，故交叉違約條款提供債權人均享有相同談判條件的機會。

交叉違約條款的存在，讓各筆貸款間均有連帶關係，可能使原本僅是一時週轉不靈的債務人，突然陷於巨大的財務困境，而具有骨牌效應，結果恐導致債務人破產，對全體債權人均無益處，因此是常見但使用上必須非常謹慎的條款。

(3)違約效果

加速條款為銀行授信契約中最常見的違約效果。公司融資契約通常訂有清償期，原則上債權人不得請求提前清償，我國民法第 316 條前段規定「定有清償期

[213] 詳見明基材料股份有限公司 2011 年第 4 季財務報告書（第 22 頁），其財務報表附註中揭露上開負債比率未符約定之情形，並提及依約若該公司之財務比率未符合約定，應於該會計年度結束後 9 個月內調整之，若調整後經會計師核閱之財務比率符合約定者，即不視為違約，惟自管理銀行通知後之次一付息日起至符合約定之次一付息日止，合約各項授信之貸款利率加碼幅度均應增加 0.125%。

[214] 許忠信，前揭註 162。

者，債權人不得於期前請求清償」，此為債務人之期限利益。加速條款之約定使債務人在一定情形下喪失期限利益，未到期之債視為全部到期，債權人得請求債務人立即清償全部債務。除約定債權人於債務人構成違約事件時，宣告債務人違約並有債務加速到期之效果外，我國銀行授信實務上，亦有對加速條款構成事由另行約定者，一般授信契約中常見構成債務加速到期的事由如下[215]：

a. 任何一宗債務不依約清償本金時。
b. 依破產法聲請和解、聲請宣告破產、聲請公司債重整或經票據交換所通知拒絕往來，或停止營業、清理債務時。
c. 依約定原負有提供擔保之義務而不提供者。
d. 任何一宗債務不依約付息時。
e. 擔保物被查封或擔保物滅失、價值減少或不敷擔保債權時。
f. 立約人對銀行所負債務，其實際資金用途與銀行核定之用途不符時。
g. 受強制執行或假扣押、假處分或其他保全處分，致銀行有不能受償之虞時。

除將債務視為全部到期外，常見的違約效果亦包含暫停額度動用、減少所核給之額度、縮短借款期限，嚴重時甚至可能構成終止契約事由，如債務人未能支付款項，債權人可能依約請求遲延利息及違約金，有擔保之債則可能就擔保品行使權利，通常亦會約定就債權人行使相關權利所生之費用均由債務人負擔，例如為行使或保全債權所支出之徵信費、倉儲費、運輸費、律師費及其他必要費用。銀行實務上，違約條款雖賦予銀行廣泛的權利，但實際上是嚇阻作用居多，銀行除非萬不得已否則不會動用違約條款，主要原因為，違約條款很容易在其他貸款契約中被複製成交叉違約條款，銀行一動用違約條款，債務人同時亦構成其他貸款契約之違反，結果往往是債務人無力清償所有債務，迫使所有債權人進入重新

[215] 台灣金融研訓院編輯委員會，前揭註 109，頁 519 至 520。其中以自然人為授信對象，與企業授信較無關的條款則省略。這些條款亦是「行政院公平交易委員會對於金融業經營行為之規範說明」第 5 條第 3 項所定，金融業者於借款人發生債信不足，而有加速債務期限到期等確保債權之必要者，應事先與借款人議定債信不足之事由。

協商程序；銀行以放款賺取利息為主要財源，若債務人尚有清償能力，貸款關係仍有價值，且銀行若於債務人一有違約情形時即主張違約，代表彼此業務往來關係的終止，若違約情況不嚴重，銀行可能會選擇對該違約狀況加以棄權(waiver)，甚至於違約嚴重的情形，銀行亦有可能與債務人重新協商出一個較有利銀行的結果[216]。債務加速到期、終止契約等違約效果，均意味著債權人與債務人間關係的終結，對債權人而言即損失了與該債務人繼續金融服務業務以獲利的機會，並承擔了資金提前收回後重新貸放的作業成本與利率下跌時之損失，故銀行依約雖可選擇離場，亦可能經權衡利弊後，選擇繼續授信契約關係，而採取更緊密的監控甚至介入債務人經營。

第五項、小結

公司以融資借款方式籌措資金時，銀行常是最主要的債權人，銀行具有資訊及監控上的優勢，其對公司管理鬆懈時所採取的反應，無論是採取終結關係或介入債務人的方式，均可釋放訊息給其他投資人，最終能讓有效率的投資人有機會及時介入以矯正公司經營不當行為，而對公司治理有正面的效益。

融資借款的利率不一，由借貸雙方自行議定，一般而言利率較公司債為高，惟借款較無如發行公司債般繁複的法定程序，是公司可以較簡便借得大量款項的籌資途徑。公司採融資借款所受的法令規範較少，相關權利義務主要於雙方契約中訂定，日後亦可能有再啟協商的空間，而銀行通常為具有談判能力的債權人，會於契約中約定若干條款保護其債權，例如承諾事項、違約條款等，於債務人陷於財務困境、需請求緩期清償時，甚至可能經協商增加更多對債務人公司營運、財務事項的承諾或限制條款，而對公司經營具有較大的影響力。

[216] 許忠信，前揭註 162。

第五節、公司以債籌資方式之探討

第一項、舉債方式之考量因素

公司舉債包含公開舉債及非公開舉債，發行公司債、向金融機構借款，分別為公開舉債、非公開舉債最主要的途徑。關於公司選擇舉債方式的考量因素，包含成本、程序上的便利性、對公司其他影響等，而公司舉債成本不僅有利息支出，尚有發行成本、負債相關之代理成本、資訊揭露成本等，復有所受法令規制程度、契約彈性不同等面向需一併考量。國內有研究提出如清算決策的效率（如銀行借款執行清算的效率較高）、債務人的動機（是否擔心聲譽受損的程度）等，亦是公司舉債決策之考量因素[217]。

綜合本文就公司以公司債、融資借款籌資之探討，就影響公司舉債決策的重要考量因素分析如下：

(1)利息成本：

負債的價格為利息，就利息高低而言，通常銀行借款的利率大於公司債利率。各家銀行企業貸款利率不同，期限較長的貸款通常使用浮動利率，以即時反應市場狀況並降低風險；而我國大部分公司債的票面利率及殖利率多在百分之 1 點多至 2 點多之間，採固定利率者為多[218]，可轉換公司債利率更低，零利率為普遍之現象。故一般而言，公司向銀行借款的利息成本高於發行公司債，此可能與公司債債權人並未參與契約擬定，事後無協商調整契約空間，而無締約相關成本，又

[217] 陳姿廷，股權結構對公司公開舉債與銀行借款影響之研究，國立政治大學財務管理研究所碩士論文，第二章頁 24 至 28，2001 年 6 月。

[218] 參見證券櫃檯買賣中心之上櫃債券發行年期與票面利率統計資訊（網址：http://www.tpex.org.tw/web/bond/publish/publish_download/download_05.php?l=zh-tw）、中央銀行金融統計月報之資本市場利率資料（網址：http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=26178&CtNode=532&mp=1）。

公司債債權人人數較多且分散，監控債務人之能力較弱，亦有搭便車問題（仰賴其他投資人例如銀行來監控債務人），故預期需支出的監控成本不多，整體投資成本較低，公司債亦可於流通市場上轉讓，可轉換公司甚至可於公司前景看好時轉換為股權，故公司債債權人所要求的價格較低，反應於公司資金成本上，使公司以發行公司債籌資之利息成本較低。

(2)發行成本：

非公開舉債的成本通常為法律、會計師等專業意見及信託、登記等費用，因債權人較少，項目也較單純；公開舉債時，除法律、會計師等專業意見外，需準備發行債券之申請文件、取得主管機關核准、信用評等、委託承銷等費用，項目較繁浩。因公開舉債的固定成本比例較高，規模經濟效果較強，需籌資達到一定金額以上才有規模經濟的效益，故規模較小或舉債數額較低的公司，會傾向非公開舉債即向銀行借款之方式[219]。此外，規模較小的公司可能較沒有能力採用直接金融的方式籌資，這也是中小企業多以銀行為主要借款資金來源之理由。

(3)負債代理成本：

與負債相關代理成本主要來自債權人與股東間的利益衝突，包括債權人監控成本、於公司財務困難時股東有動機透過經營者採取風險性經營、低度投資，及破產成本等。公司如向銀行融資借款，銀行有能力取得充分資訊與公司磋商擬定契約條款，事後亦有較強的監控能力及動機，較能夠避免負債代理成本的產生；如發行公司債，債權人人數較多且分散，與公司磋商撰擬契約的可能性低，再協商變更契約內容的機會也低，且各該債權人不見得有能力或意願監控債務人。故負債代理成本可能較高的公司，例如有較多資源足以引發股東、經營者自利動機者，若採取向銀行借款籌資之方式，有助於降低負債代理成本所造成公司整體利益之減損。

[219] 陳姿廷，前揭註 217，第二章頁 24、25。

(4)法令、契約之規制程度：

公司以公司債籌資時，除公司法對公司發行條件設有一定限制外，並會受到資本市場法規之規範，受規制程度則視公司係公開發行或私募、發行對象是否有限制而定，發行對象越廣、不特定者，所受規制較多，而公司債契約則為公司預先擬定之定型化契約，對債權人可提供之保護有限，公司經營決策通常也不會受到該契約所影響。相對之下，公司向銀行借款籌資時，受到法令干預甚少，雙方權利義務概依契約條款而定，銀行為具有談判能力的契約相對人，契約中可能有若干保護債權人的條款，足以影響公司營運作為，甚至於一定情形下可能介入公司經營，且銀行事後亦有能力監控契約之執行。整體而言，如融資借款的主要債權人為具有談判優勢的銀行，公司受到規制影響的程度應會較發行公司債為大，故公司採取融資借款的方式，可能對其經營決策的影響程度較為深遠。

第二項、公司以債籌資方式之比較

綜合前述理論及公司舉債時各項考量因素，以發行公司債及向銀行借款兩種主要負債籌資方式而言，對公司之優劣比較如下：

➢ **發行公司債有下列相對好處：**

1. 利率較低。
2. 相較於銀行貸款通常採浮動利率而會隨著市場利率上升而提高，公司債多採固定利率，可鎖定長期固定資金成本。
3. 公司債為公司擬定發行條件，以定型化契約供投資人購買，公司無須就契約內容與債權人磋商談判，得依其籌資需求制訂契約內容，經營上受債權契約的干涉影響程度也較低。
4. 將較於銀行貸款通常須徵提擔保品，發行公司債則不見得需提供擔保，國內大

多公司債為無擔保公司債。

5. 可發行具股權性質的公司債，於權益或負債籌資之間有彈性，可藉由轉換為股份而降低公司負債比率。
6. 債權人多而分散，監控能力低，對公司經營權之干預可能性較低。
7. 屬長期穩定資金，較不用擔心如銀行可能雨天收傘之問題。

➢ **向金融機構借款有下列相對好處：**

1. 程序較簡便、程序成本較低。
2. 相較於發行公司債於法令上受有發行總額之限制，公司向銀行借款額度依雙方約定，並無法律上限制[220]。
3. 相較於公司債募集後未經申請核准變更即用於規定外之用途，會有民刑事責任問題（我國公司法第 259 條），銀行借款僅會於契約中約定用途，相對而言較有彈性。
4. 一定期間限制下，借款人可貸款取得的金額（如聯合貸款、專案貸款等大型計畫）已漸漸超過可由債券市場或證券市場募集的資金[221]。
5. 可因應特定交易（如併購案）為迅速謹慎之安排[222]。
6. 對契約中承諾的調整、取消較不至於損及投資大眾的信心。
7. 重啟協商契約條款的可能性較高，較具彈性。
8. 債權人人數少，且通常較有能力及動機監控債務人，降低負債相關代理成本，並可能及時介入公司經營決策而改善其財務困境，對公司治理有正面效益。

[220] 我國銀行法就銀行對同一對象之授信總額度有所規範（銀行法第 33 條之 3），係限制不得超過銀行淨值一定比例而言，並未就借款人角度限制其額度。
[221] 許鈞傑，前揭註 3，頁 33。
[222] 同前註 221。

第四章、案例研究—台灣高速鐵路股份有限公司

第一節、公司概況

台灣高速鐵路股份有限公司（下稱高鐵公司）成立於 1998 年 5 月 11 日，於 2001 年 4 月 30 日公開發行，2003 年 9 月 5 日興櫃，章程所定資本總額為新台幣 1,200 億元，實收資本額為 105,322,243,070 元，有普通股 6,513,232,647 股，（可轉換）特別股 4,018,991,660 股。高鐵公司依 2014 年報之資料，持股較多之股東為中國鋼鐵股份有限公司（下稱中鋼公司）、財團法人中華航空事業發展基金會（下稱航發會）、東元電機股份有限公司（下稱東元電機公司）、台灣糖業股份有限公司（下稱台糖公司）、行政院國家發展基金管理會（下稱國發基金）、財團法人中技社（下稱中技社）等。現任董事長劉維琪為 2015 年 2 月 6 日就任，為航發會所派代表人，董事則包括法人股東如台橡股份有限公司、太合投資股份有限公司、長榮國際股份有限公司、東元電機公司、台北富邦銀行、台糖公司、東和鋼鐵企業股份有限公司、中鋼公司、中技社、國發基金等指定之代表人。

第一項、高鐵公司大事記[1]

【創立期：1996 年~2000 年】

- 1996 年 11 月 -「台灣高速鐵路企業聯盟」成立。
- 1997 年 09 月 - 交通部高鐵民間投資案甄審委員會評定台灣高速鐵路企業聯

[1] 資料來源為高鐵公司網頁之「大事紀要/里程碑」（網址：http://www.thsrc.com.tw/tw/Article/ArticleContent/b792e45d-5416-469b-82fd-ed383bef4691），本文僅擷取與財務相關及重大營運資訊。

盟為最優申請案件申請人。

- 1998 年 05 月 - 「台灣高速鐵路股份有限公司」正式成立
- 1998 年 07 月 - 高鐵公司與交通部簽訂「台灣南北高速鐵路興建營運合約」、「台灣南北高速鐵路站區開發合約」、「政府應辦事項備忘錄」、「合約執行備忘錄」。
- 2000 年 02 月 - 高鐵公司與 25 家聯貸銀行團簽署聯合授信契約，授信額度為新台幣 3,233 億元。高鐵公司、聯貸銀行團與交通部並同時簽署三方契約。

【興建期：2000 年~2006 年】

- 2000 年 03 月 - 高鐵土建工程開工，高鐵計畫正式進入興建階段。
- 2001 年 04 月 - 證期局核准高鐵公司股票公開發行。
- 2003 年 09 月 - 高鐵公司申請登錄興櫃市場。
- 2006 年 07 月 - 高鐵公司與國內 7 家民營銀行簽署第二聯合授信契約，授信金額為新台幣 407 億元。

【營運期：2007 年起】

- 2007 年 01 月 - 台灣高鐵開始試營運（板橋站至左營站）。
- 2007 年 03 月 - 台灣高鐵全線正式通車營運（台北站至左營站)。
- 2007 年 05 月 - 高鐵公司與美國雷曼亞洲投資公司及第二聯合授信銀行團共同簽訂第二聯合授信增修契約，總授信額度增加至新台幣 655 億元。
- 2010 年 01 月 - 高鐵公司與 8 家聯貸銀行團簽署新聯貸案聯合授信契約，授信額度為 3,820 億元。高鐵公司、聯貸銀行與交通部並同時簽署新三方契約。
- 2010 年 05 月 - 高鐵公司於 2010 年 5 月 4 日動用「台灣南北高速鐵路興建營運計畫新臺幣 3,820 億元聯合授信案」甲、乙、丙項授信額度，期前清償「台灣南北高速鐵路興建營運計畫新臺幣 3,233 億元聯合授信案」之借款及「台灣南北高速鐵路計畫第二聯合授信案」之甲、乙、丙項授信之借款。

➢ 2011 年 01 月 - 高鐵公司提前贖回並註銷「九十六年度第一次海外無擔保可轉換公司債」合計美金 26,318,000 元，經註銷後流通在外本金餘額為 0。

第二項、財務狀況

依高鐵各年度公布之年報、財務報表，其近十年之資產、負債、股東權益及損益、每股盈餘等情形[2]，以表格整理如下：

圖表 8：高鐵公司近十年重要財務數據

（單位：新台幣千元）

年度	2014	2013	2012	2011	2010
資產	501,719,426	500,606,616	418,030,072	425,035,855	417,899,175
負債	456,670,394 (91%)	457,477,886 (91%)	385,645,780 (92%)	396,229,200 (93%)	394,322,560 (94%)
股東權益	45,049,032 (9%)	43,128,730 (9%)	32,384,292 (8%)	28,806,655 (7%)	23,576,615 (6%)
年度損益	5,514,768	3,346,385	3,576,836	5,783,747	-1,210,041
每股盈餘	0.55	0.21	0.25	0.59	-0.48

年度	2009	2008	2007	2006	2005
資產	414,076,480	425,025,771	439,843,190	427,508,279	376,610,556
負債	389,290,080 (94%)	395,450,375 (93%)	385,436,719 (88%)	345,091,944 (81%)	287,541,245 (76%)

[2] 本表中資產、負債、股東權益均為各該年度 12 月 31 日之數據（資產負債表），括號之百分比係以資產總額為 100%，計算負債、股東權益所占比率；損益、每股盈餘則為各該年度 1 月 1 日起至 12 月 31 日止之數據（損益表），其中 2013、2014 年損益、每股盈餘係採用國際會計準則後所編制「綜合損益表」之綜合損益數字。

股東權益	24,786,400 (6%)	29,575,396 (7%)	54,406,471 (12%)	82,416,335 (19%)	89,069,311 (24%)
年度損益	-4,789,455	-25,009,697	-29,398,478	-3,426,425	-2,075,447
每股盈餘	-1.03	-4.58	-6.1	-1.32	-1.03

（資料來源：高鐵公司各年度年報、財務報告）

由高鐵公司歷年財務報表資料可知，高鐵公司負債比率於近年度常大於 90%，其資金多係以債籌得，大部分資產來源均非來自於股東自有資金。於 2007 年起營運後，初兩年營業收入有限，然營業成本（其中尤以折舊、攤銷[3]為多）龐大，於 2007、2008 年虧損嚴重，自 2011 年開始有淨利產生，惟因歷年來高額的營運成本及利息費用等支出，至 2014 年底累計虧損仍高達 466 億餘元。

由高鐵公司負債的內容來看，其主要比例的負債均為非流動負債（大於 1 年以上之債務），以債籌資之途徑包括發行公司債、金額甚鉅的聯合貸款，以及列計於權益項下具負債性質之特別股（本文於後論述）。依 2014 年底資產負債表，「長期借款」科目之餘額約 3,591 億元，占總負債額 78.6%，相當於總資產數額的 72%，「長期應付利息」科目之餘額為 74.99 億元，2014 年度利息費用高達 95.56 億元。高鐵公司於 2010 年度以前陸續有發行國內有擔保指定用途公司債，惟於 2014 年底已無應付公司債負債餘額[4]；長期借款部分，高鐵公司於 2000 年先訂有額度 3,233 億元之聯合貸款契約，於 2006、2007 年間復訂有額度 655 億元之聯合貸款契約，2010 年以借新還舊方式，降低利息成本，又訂定額度 3,820 億元之聯合貸款契約，為我國金融史上額度最高的聯貸契約。

[3] 即固定資產之折舊費用、無形資產之攤銷費用。高鐵公司依照興建營運合約從事高速鐵路之興建，及取得特許期間向搭乘高速鐵路乘客收費之權利，適用無形資產模式（認列無形資產－營運特許權資產），其原始取得特許權直接相關之成本，主要為與高速鐵路營運活動直接相關而於特許權期間屆滿時需無償移轉之高速鐵路興建工程（營運資產及未完工程），及依照興建營運合約於營運期間以利益分享方式支付回饋金予交通部。營運特許權資產後續以成本模式衡量，並於特許期間按運量百分比法攤銷，高鐵公司主要的攤銷費用即是營運特許權資產的攤銷。

[4] 係因動用授信額度為公司債保證及陸續清償已到期公司債，故列計為長期負債。

圖表 9：高鐵公司近三年度財務比率

項目 / 年度		2012	2013	2014
財務結構(%)	負債比率	92.11	91.38	91.02
	長期資金占不動產、廠房、設備比率	566,597.1	538,394.3	651,588
償債能力	流動比率[5](%)	496.61	531.02	521.35
	速動比率[6](%)	451.73	489.55	491.66
	利息保障倍數[7]	1.18	1.28	1.28

（資料來源：高鐵公司 2014 年年報）

再由高鐵公司近 3 年度之財務比率來看，這些年度的負債比率均高達 90%以上，業如前述；而其長期資金佔不動產、廠房、設備等固定資產的比率甚高，表示固定資產之投資多係以長期資金支應，固不至於有短期資金用於固定資產（支出較大、獲得效益需要較久時間）之報酬無法償還短期負債的弊端，原係對債權人有利，但因高鐵公司的長期資金多為長期負債、具負債性質之特別股所構成，負債過於龐大使得債權人承擔較高的債務人違約、破產等風險；又流動比率、速動比率均在衡量企業的短期償債能力，即企業取得現金或將資產變賣以償還短期債務的能力，高鐵公司此 2 數值均佳，應可由其負債中的流動負債甚少，絕大部分均為長期負債一事獲得解釋，固可知其尚無短期負債難以清償的問題，然從利息保障倍數均略高於 1 即可看出，高鐵公司可用於支付利息的盈餘與利息費用相差不遠，一有狀況恐無法按期付息，而存在相當的違約風險。

[5] 流動比率＝流動資產／流動負債。
[6] 速動比率＝（流動資產－存貨－預付費用）／流動負債。
[7] 利息保障倍數＝所得稅及利息費用前純益／本期利息支出。

第二節、聯合貸款

高鐵公司於 1998 年與交通部簽約展開 BOT 案，因興建成本高昂，先於 2000 年與 25 家聯貸銀行團簽署聯合授信契約（下稱第一聯合授信契約），授信額度為 3,233 億元，並與聯貸銀行、交通部同時簽署三方契約；嗣於 2006 年與國內 7 家民營銀行簽署第二聯合授信契約，授信金額 407 億元，於 2007 年簽訂第二聯合授信增修契約，總授信額度增加至 655 億元；於 2010 年再與 8 家聯貸銀行團（臺灣銀行、兆豐銀行、合作金庫、土地銀行、第一銀行、臺灣中小企業銀行、彰化銀行、華南銀行）簽署新聯貸案聯合授信契約，授信額度為 3,820 億元，並與聯貸銀行、交通部同時簽署新三方契約。高鐵公司於 2010 年再融資主要目的為借新還舊，重點在於延長還本期間，採前低後高之付息方式降低營運初期還本付息的資金壓力[8]，故借得款項後已陸續提前清償第一、第二聯合授信契約債務及公司債債務。於 2014 年底高鐵公司資產負債表中「長期借款」科目餘額約為 3,591 億元，相當於總資產數額的 72%，全數均為 2010 年所簽訂聯合授信案之借款債務。

第一項、聯合授信契約重要內容與債權人保護機制

高鐵公司 2010 年所訂聯合授信契約之重要內容，與保護債權人相關者如下[9]：

1.借款用途

2010 年聯合授信契約總額度 3,820 億元，包含甲、乙、丙、丁 4 項借款，甲項授信額度 3,083 億元，用以償還原第一聯合授信契約之借款；乙項授信額度 45 億元，用以開具高鐵公司依高鐵興建營運合約對交通部提交之營運期履約保證金

[8] 台灣南北高速鐵路興建營運計畫 3,820 億元聯合授信契約暨三方契約之簽署，高速鐵路簡訊月刊第 169 期，頁 6，2010 年 3 月。

[9] 因本文未能取得該份聯合授信契約全文，此部分資料主要來源為高鐵公司公告揭露之資訊，並參酌相關研究資料，不代表係該份契約全部足以保障債權人權益之重要內容。

保證書；丙項授信額度 497 億元，用以償還第二聯合授信契約借款（不包含其中由亞洲雷曼兄弟公司所提供之借款）；丁項授信額度 195 億元，用以支應未來營運週轉所需資金[10]。各項額度均有其約定用途，為控制聯合授信案的資金流向，確保資金專款專用，依聯合授信契約規定，高鐵公司應於管理銀行臺灣銀行開設相關計畫專戶，包括興建專戶、收入專戶、零用金專戶、營運專戶、備償專戶、資產增置及汰換準備金專戶及保險賠償金專戶等，授權臺灣銀行依約管理，計畫專戶之款項以存款及金融工具之形式提撥，運用受限制[11]並須設定質權予債權人[12]。

2.擔保

2010 所訂聯合授信契約中，甲項授信延續原本第一聯合授信契約，由政府提供保證，乙、丙、丁項授信則由高鐵公司資產提供擔保。高鐵公司係以「高鐵資產」（係指高鐵公司依興建營運合約規定應移轉予交通部之移轉標的）及「站區附屬事業用地地上權」作為該授信契約之擔保，惟高鐵資產無須設定負擔，擔保價值如有不足，高鐵公司、交通部及臺灣銀行應協商處理，如未能於臺灣銀行依約發出協商通知之日起 45 日內達成處理之合意，就其不足之金額，視為授信契約本金於等額範圍內提前於前開協商期間屆滿時到期，並應即時清償[13]，故高鐵公司就擔保價值如有不足又未能於期限內處理，將發生債務加速到期的效果。

該聯合授信契約中有以下與擔保相關之確保債權機制[14]：

(1) 政府債務承擔：該授信契約之甲項授信為政府所擔保，甲項授信為契約中額度

---

[10] 前揭註 8，頁 6。

[11] 高鐵公司為解決收回特別股之資金問題，所提「全民認股方案」中即有擬與聯合授信銀行團協商，取得其同意修訂聯合授信契約，廢除專戶及解除相關資金運用限制，將相關資金優先用以收回特別股，並延長聯合授信還本期程等計畫。

[12] 高鐵公司 2014 年年報之財務報表附註十五；涂耀清，專案融資銀行債權確保之探討—以台灣高速鐵路案為例，中華技術期刊第 86 期，2010 年 4 月。

[13] 高鐵公司 2014 年年報之財務報告附註十五。

[14] 涂耀清，前揭註 12。

最高者，於 2014 年底在甲 1、甲 2 項額度下之長期借款餘額合計高達 3,062 億餘元。政府與高鐵公司依「興建營運合約」，與融資機構共同簽訂三方契約，約定債務承擔的時點、條件及金額計算等事項，政府承擔金額的計算依高鐵公司處於興建期或營運期而有不同[15]，當高鐵公司發生違約事宜時，可經由政府強制收買接管並承擔債務的方法，以保障聯合授信債權人之權益。

(2) 權利質權：高鐵公司與聯貸銀行團簽訂權利質權設定契約，將高鐵公司基於興建營運合約得向交通部以金錢請求之權利，設定權利質權予銀行團，並將高鐵公司依承包契約得對相關承包商以金錢請求之權利或利益，及高鐵公司各項保險下之保險權益、定期存款、公債、國庫券及票券等其他金融商品，設定質權予聯貸銀行團。於 2014 年底，高鐵公司為聯合授信專戶控管之質押資產包括：（流動資產）定期存款 5,555 千元、活期存款 367,153 千元、附賣回債券 51,205,100 千元、（非流動資產）定期存款 8,000 千元[16]，共計近 516 億元，為高鐵公司設質資產中比例最高的擔保目的。

(3) 抵押權：高鐵公司依特許權利，於興建或營運過程所取得或製造如土地及建築物所有權、地上權、設施及機器設備等，須設定抵押權予聯貸銀行團。於 2014 年底，高鐵公司已提供五站站區附屬事業用地（面積約 30 公頃）之地上權，設定抵押權予聯合授信案借款之連帶債權人[17]。

(4) 反面承諾條款：高鐵公司須依銀行法第 30 條出具反面承諾書，承諾於授信案存續期間不得將高鐵資產及其他資產設定質權、抵押權或其他擔保利益予聯貸銀行團以外之第三人。

---

[15] 以興建期而言，係依「工程成本」（含可資本化之財務成本）及「工程完工程度」之百分比定之，以控制政府承擔金額於興建營運合約約定之上限內。以營運期而言，係以高鐵資產（以高鐵資產帳面價值及暫定資產價值孰低而定）及站區附屬事業用地地上權（由鑑價機構之鑑價決定）作為融資契約之擔保，擔保價值為上述價值總和扣除興建營運合約履約保證金後之餘額。此參酌涂耀清，前揭註 12。

[16] 高鐵公司 2014 年年報之財務報告附註二十七。

[17] 同前註 16。

(5) 信用保證機構之保證。

3.財務限制條款

高鐵公司先前所定第一聯合授信契約第 17 次增修契約、第二聯合授信契約第 2 次增修契約，對財務比率均有所約定，依約高鐵公司應於每年年底維持一定水準之負債權益比率及本金利息保障倍數如下：負債權益比率部分，2011 至 2012 年為 400%、2013 至 2014 年為 300%、2015 至 2016 年為 200%、2017 年以後為 150%；本金利息保障倍數部分，2011 年至 2014 年為 1.0 倍、2015 年以後為 1.3 倍[18]。惟上開第一、第二聯合授信契約嗣後均已提前清償完畢，故高鐵公司現已不受上開契約之限制。

而高鐵公司於 2010 年所訂聯合貸款契約之財務限制條款，似未於高鐵公司公告之年報或財務報告中揭露，本文查詢相關研究資料中提及該契約之財務限制為：高鐵公司於轉虧為盈之次一會計年度起，各會計年度終了時之股東權益占總資產比率不得低於 25%，此外，各年度年底本金利息保障倍數[19]不得低於下列標準：2012 年以前不適用、2013 年至 2019 年為 1.0 倍、2020 年以後為 1.2 倍[20]。查高鐵公司近年來股東權益占總資產比率均低於 10%，顯未能達到上開股東權益占總資產比率之標準，惟高鐵公司迄今尚未轉虧為盈，故並未違反此項財務限制，又由本文所查得之現有資料，尚無法得知違反前揭財務限制條款之約定效果為何。

4.違約事項

2010 年所訂聯合授信契約之「重大違約情事」包括以下[21]：

(1) 高鐵公司未依聯合授信契約規定按期向銀行團償還本金、利息或保證費。

---

[18] 詳見高鐵公司 2007 年財務報告附註(四)重要會計科目之說明、8.長期借款。
[19] 本金利息保障倍數＝（稅後純益＋折舊攤銷＋財務費用）／（財務費用＋償還中長期債務）。
[20] 盧孟函，聯貸契約之違約條款及豁免機制，國立政治大學法學院碩士在職專班碩士論文，頁 81，2013 年 9 月。
[21] 高鐵公司 2014 年年報之財務報告附註十五。

(2) 高鐵公司自行聲請緊急處分、重整、和解或破產程序；或受他人聲請開始進行緊急處分、重整、和解或破產程序，且該等程序自高鐵公司知悉時起已逾 3 個月而未撤回或終止。

(3) 高鐵公司有被票據交換所宣告拒絕往來之情事。

(4) 高鐵公司為興建、營運高速鐵路所取得之資產、設備被銀行團以外之第三人強制執行或沒收，致有重大不利影響高鐵公司履行興建營運合約或聯合授信契約能力之虞，且高鐵公司未於知悉時起 1 個月內解除強制執行或沒收。

(5) 高鐵公司經占參加比例或授信風險分擔比例達 2/3 以上之銀行團經其合法召開之董事會或常務董事會認定有重大不利影響高鐵公司履行聯合授信契約能力之虞者。

高鐵公司若發生重大違約情事，而未於 80 日內經銀行團認定已改善，則興建營運合約 [22]於應行改善期間屆滿日之翌日逕行終止，聯合授信案甲項授信額度下未清償債務由交通部承擔，其餘聯合授信案未清償債務視為全部到期，高鐵資產依興建營運合約計價之資產價金，由交通部扣除其承擔之聯合授信案甲項債務餘額後之金額，依三方契約規定順序優先給付予銀行團清償聯合授信案未清償債務。此外，於高鐵公司所提供之擔保價值不足時應協商處理，如未能於臺灣銀行通知起 45 日內達成處理合意，亦構成授信契約本金於等額範圍內提前到期之效果。

第二項、聯合授信契約對高鐵公司之影響

高鐵公司由聯合授信契約借得大量款項，是其多年負債比率均偏高的主因，於 2014 年底因聯合授信所借得之長期借款餘額仍有 3,591 億元，相當於總資產 72% 資金來源均為聯合授信中所借得之款項，顯係高鐵公司最主要的資金來源。該件

[22] 即高鐵公司與交通部於 1998 年所簽訂之「台灣南北高速鐵路興建營運合約」。依高鐵公司於 2010 年與交通部、聯合授信銀行所簽訂之三方契約及聯合授信契約，如啟動重大違約程序，將致該興建營運合約逕行終止。

2010 年所訂聯合授信契約中以甲項授信額度 3,083 億元為最高，此乃政府所擔保，約定於一定條件下由政府承擔高鐵公司之債務，使聯貸契約債權人可獲得穩妥的保障，應係聯貸銀行團願意將鉅額資金貸放予高鐵公司的重要原因。而政府除直接、間接投資高鐵外，更擔任高鐵公司上開聯合授信案大部分借款之擔保人，實與銀行辦理專案融資通常僅享有有限追索權之精神不符[23]，向來亦有悖離 BOT 精神的批評[24]，且銀行無須就專案成敗承擔相當之風險，可能弱化銀行債權人監控債務人的動機；再由聯貸銀行團的構成員來看，其中多屬公股銀行，如係經政府政策指示安排、在政府擔保下而為本案貸款決定，則難以期待其等能夠充分發揮債權人監控、治理之機能。又高鐵公司發起人、民間股東出資有限，責任亦輕，此均可能為高鐵公司往後陷入財務困境的原因。

高額借款也伴隨著高額的利息費用，高鐵公司於 2014 年度利息費用即高達 9,556,030 千元，占該年度營業收入 25%之多，其長期借款之利息以未折現現金流量計算，2015 至 2019 年分別約為 58 億元、83 億元、92 億、100 億元、96 億元，於 2010 年以後約為 719 億元[25]，對於目前年度營業淨利約 119 億元的高鐵公司而言，實屬龐大之財務負擔。

再者，融資契約通常因限制條款、違約條款等約定，對公司有一定的規制作用，如本件聯合授信契約，除所借款項用途有一定限制，無法於高鐵公司面臨收回特別股資金壓力時自由運用外，就重大違約情事的約定亦對高鐵公司營運有所影響。近年因高鐵公司面臨特別股訴訟的財務困境，有認為高鐵公司可藉由重整脫困的聲音[26]，惟高鐵公司對於聲請重整建議之回應[27]，即表明其自 2010 年起，

---

[23] 參酌新聞：「葉銀華：政府擔保，不算專案融資」（彭禎伶），工商時報，2013 年 9 月 25 日。

[24] 可參酌監察院 2009 年度專案調查研究報告「高鐵 BOT 策略與執行成效」（網址：http://www.cy.gov.tw/sp.asp?xdURL=./di/Message/message_1.asp&ctNode=903&msg_id=2768）。

[25] 高鐵公司 2014 年年報之財務報告附註二十五。

[26] 參酌新聞：「高鐵重整才是全民之福」（李復甸），中國時報，2015 年 1 月 12 日；「為台灣高鐵財務改革把脈」（吳統雄），工商時報，2015 年 5 月 19 日。

[27] 見高鐵公司網站於 2015 年 5 月 19 日公告之最新消息：「針對有關『財務改革把脈』意見，台灣高鐵公司說明」（網址：http://www.thsrc.com.tw/tw/News/Detail/e91167ec-49b3-4a3c-983f-ad0822

無論第一聯貸案、第二聯貸案或借新還舊之新聯貸案，各相關契約均已將聲請重整列為「重大違約情事」，一旦高鐵公司聲請重整即涉違約，除非於 80 天內改善完畢，否則政府將提前終止高鐵興建營運合約，高鐵營運特許權亦同時廢止，故聲請重整並非可行之路。再觀諸高鐵公司 2014 年底財務報告之會計師查核報告之記載，因特別股股東向法院請求高鐵公司收回特別股股本之訴訟案，可能發生聯合授信案重大違約及興建營運合約於特許期屆滿前終止之情事，繼續經營能力存有重大疑慮，而出具繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見。此均係因高鐵公司與聯合授信銀行間契約所訂契約條款，使高鐵公司決策上因而受有限制，或因其他情事導致其經營上面臨更大的危機。

第三節、特別股

第一項、高鐵公司所發行之特別股

高鐵公司於 2003 年至 2005 年間陸續發行甲、乙、丙種特別股籌資，均係以私募方式發行記名可轉換特別股，各該特別股相關事項分別訂於公司章程第 7 條之 1、第 7 條之 2，其權利義務及重要事項如下：

(1) 甲種、乙種特別股以面額（即每股 10 元）發行，股息均為年利率 5%，依面額計算，每年以現金一次發放，若某一年度無盈餘或盈餘不足分派特別股股息時，應累積於以後有盈餘年度優先補足；於發行期滿時，高鐵公司應於當年度或以後之各年度優先全數將累積未分派之股息補足之。甲種、乙種特別股之發行期間均為 6 年，但高鐵公司得於到期日 3 個月以前行使延展權延展 13 個月，高鐵公司於到期日將依面額一次全部收回，若屆期因法令規定未能收回特別股全部或一部時，未收回之特別股權利義務，仍依原發行條件延續至收回為止。

ac6ff8/22）。

(2) 丙種特別股之每股發行價格為 9.3 元，股息為前 2 年年利率 9.5%、後 2 年年利率 0%，依發行價格計算，每年以現金一次發放，若某一年度無盈餘或盈餘不足分派特別股股息時，應累積於以後有盈餘年度優先補足；於發行期滿時，高鐵公司應於當年度或以後之各年度優先全數將累積未分派之股息補足之。丙種特別股發行期間為 4 年，高鐵公司於到期日將依發行價格一次全部收回，若屆期因法令規定未能收回特別股全部或一部時，未收回之特別股之股息應按年利率 4.71%計算，其餘之特別股權利義務，仍依原發行條件延續至收回為止。

(3) 上開甲、乙、丙種特別股，除領取前述股息外，均不得參加普通股關於盈餘及資本公積之分派；分派公司賸餘財產之順序優先於普通股，但以不超過特別股票面金額為限；特別股股東於普通股股東會無表決權，亦無選舉董事、監察人之權利，但得被選舉為董事、監察人；高鐵公司以現金發行新股時，特別股股東與普通股股東有相同之優先認股權；高鐵公司發行可轉換特別股時，得依其發行及轉換辦法轉換為普通股，所轉換之普通股，權利義務除法令另有限制外，與原發行之普通股相同。

圖表 10 :高鐵公司特別股發行及流通在外（至 2014 年底）資料

項目		甲種特別股	乙種特別股	丙種特別股（丙一至丙九）		
				丙(一)	丙(二)	丙(三)
發行事項	發行期間	6 年	6 年	4 年		
		2003/01/27 至 2009/01/26，經延展至 2010/02/26	2003/09/09 至 2009/09/08，經延展至 2010/10/08	2004/01/20 至 2008/01/19	2004/02/27 至 2008/02/26	2004/03/24 至 2008/03/23
	股數(千股)	2,690,000	134,249.5	161,300	151,400	74,600
	總額(千元)	26,900,000	1,342,495	1,613,000	1,514,000	746,000
	面額	每股 10 元	每股 10 元	每股 10 元		

	發行價格	每股 10 元	每股 10 元	每股 9.3 元		
權利義務[28]	股息分派	年利率 5%，按面額計算	年利率 5%，按面額計算	前 2 年年利率 9.5%，後 2 年年利率 0%，依發行價格計算。		
	剩餘財產分派	優先於普通股，但以不超過特別股票面金額為限。				
	表決權之行使	無表決權				
流通在外情形	未收回或轉換餘額(千股)	2,601,000	34,049.5	35,400	47,300	4,600
	收回或轉換數額(千股)	89,000	100,200	125,900	104,100	70,000

項目		丙種特別股					
		丙(四)	丙(五)	丙(六)	丙(七)	丙(八)	丙(九)
發行事項	發行期間	4 年					
		2004/04/23 至 2008/04/22	2004/08/18 至 2008/08/17	2004/09/07 至 2008/09/06	2004/11/17 至 2008/11/16	2005/04/28 至 2009/04/27	2005/09/30 至 2009/09/29
	股數(千股)	107,620	637,077	64,500	37,010	645,900	806,500
	總額(千元)	1,076,200	6,370,770	645,000	370,100	6,459,000	8,065,000
	面額	每股 10 元					
	發行價格	每股 9.3 元					
權利義務	股息分派	前 2 年年利率 9.5%，後 2 年年利率 0%，依發行價格計算。					
	剩餘財產分派	優先於普通股，但以不超過特別股票面金額為限。					
	表決權	無表決權					

[28] 其餘權利義務事項如前述章程所載。

	之行使						
流通在外情形（千股）	未收回或轉換餘額	35,700	248,466	--	930	205,047	806,500
	收回或轉換數額	71,920	388,611	64,500	36,080	440,853	0

（資料來源：高鐵公司 2014 年年報及網站公布資料）

圖表 11：高鐵公司股權結構資料（2014 年底）

（單位：人、千股）

股東結構	政府機構	金融機構		其他法人	個人	外國機構及法人	合計
		公營事業機構	法人				
人數	0	2	28	20	17	27	94
持有股數	0	450,000	2,047,426	1,393,502	35,600	92,464	418,992
持股比例	0%	11.20%	50.95%	34.67%	0.88%	2.30%	100%

（資料來源：高鐵公司 2014 年年報）

由上開股權結構資料表可知，高鐵公司所私募發行之甲、乙、丙種特別股共計 55 億餘股，逾半數股份為金融機構所持有，至 2014 年底所有特別股均已屆期，然流通在外之特別股尚有甲種 26.01 億股、乙種 3,400 萬餘股、丙種 13 億餘股，合計共 4,018,992 千股，依面額列計於資產負債表上之特別股股本共計 40,189,917 千元。

第二項、具負債性質之特別股

特別股係指股份所表彰之股東權所具有之盈餘分配請求權、賸餘財產分配請求權或表決權等權利內容不同於普通股者，我國公司法僅規定就特別股的種類、權利、義務應於公司章程中定之，並未特別限制其種類或內容。所謂具負債性質的特別股，係指法律上或名目上雖稱之為特別股，但因有到期日，且必須按固定

或可決定之金額償還，其本質與負債無異之特別股，例如發行強制贖回特別股，有到期日，且到期時發行人有交付現金或其他金融資產之合約義務，名目上雖稱之為特別股，本質上則與負債無異[29]。

因應全球化時代之來臨，我國會計研究發展基金會近年來陸續參酌國際會計準則[30]研修相關財務會計準則公報，其中財務會計準則公報第 36 號「金融商品之表達與揭露」，即係參酌國際會計準則第 32 號「金融工具：表達」所制定，業於 2005 年 6 月 23 日發布，自 2006 年 1 月 1 日開始實施。依財務會計準則公報第 36 號規定：「發行人區分金融負債與權益之關鍵條件在於其是否有交付現金或其他金融資產予持有人，或按潛在不利於己之條件與持有人交換金融資產或金融負債之合約義務，發行人如具有該等合約義務，則宜分類為金融負債。權益商品發行人並無交付現金或其他金融資產予持有人之合約義務，故權益商品持有人雖可能享有按持股比例收取股利及分配其他權益之權利，惟權益商品發行人並不具有分配之合約義務，因此不宜分類為金融負債」（第 14 段）、「企業宜依經濟實質而非僅依法律形式決定金融商品於資產負債表中之分類。經濟實質與法律形式通常一致，但亦有例外情形。某些金融商品，其法律形式上為權益但經濟實質上則具有負債之性質，或同時具有權益及金融負債二者之特性，例如：發行人必須於固定或可決定之未來日期按固定或可決定之金額強制贖回之強制贖回特別股，或持有人有權要求發行人於特定日期當日或之後按固定或可決定金額贖回之附賣回權特別股，宜列為金融負債」（第 15 段第 1 項）。依此定義檢視高鐵公司所發行之前揭甲、乙、丙種特別股，高鐵公司需依一定利率支付股息，盈餘狀況未能分派

[29] 發行債務性特別股之會計處理，95 年度健全商業會計制度非公開發行公司治理輔導計畫，2006 年 11 月，委託單位：經濟部商業司，執行單位：中華民國證券暨期貨市場發展基金會（網址：http://www.gcis.nat.gov.tw/main/matterAction.do?method=showFile&fileNo=t70316）。

[30] 國際會計準則理事會(International Accounting Standards Board, 簡稱 IASB)目前是國際財務報導準則之發布機構，其前身為國際會計準則委員會。該機構所發布之公報及解釋一般常以「國際財務報導準則」(International Financial Reporting Standard(s)，IFRSs)統稱，其中包含「國際會計準則」(International Accounting Standard(s),IAS)。公報內容詳見金管會證期局之國際財務報導準則下載網頁（網址：http://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=528&parentpath=0,2）、財團法人會計研究發展基金會之 IFRS 正體中文版網頁（網址：http://www.ardf.org.tw/tifrs5.html）。

時亦應於往後年度補足，而負有支付固定金額股利之合約義務，又各該特別股均訂有到期日，高鐵公司將於到期後依面額或發行價格收回，而負有於未來日期按固定金額贖回之義務，實質上均符合金融負債的定義，依上開準則，高鐵公司所發行之特別股於財務報表中均應列為負債而非權益。

惟上開第 36 號公報亦規定：「法律形式上為權益惟依其經濟實質應重分類為負債之金融商品（如強制贖回之特別股等），於本公報生效日前已發行者，無須適用本公報。但生效日後重大修改原發行條件者，視為新發行，仍須適用本公報」（第 125 段），使高鐵於該公報適用前所發行之前揭甲、乙、丙種特別股，均無須改列為負債，而免於從權益改列為負債的財務上窘境。

又因國際會計準則已成為全球資本市場之單一準則，直接採用(adoption)國際會計準則已為國際資本市場之趨勢，我國企業自 2013 年起應分階段改以國際會計準則作為企業編製財務報告之依據[31]，高鐵公司屬於第一階段實施應自 2013 年起依國際會計準則編制報表之公司。而依主管機關函令，具負債性質之特別股於 2006 年 1 月 1 日第 36 號公報生效日前已發行者，得繼續列為權益，於採用國際會計準則後，亦維持相同之現行規範，未因實施國際會計準則而有變動，僅需於財務報表附註中揭露[32]，故高鐵公司先前所發行之前揭特別股，於其適用國際會計編制財務報表後，仍無須改列為負債，現於資產負債表中仍繼續列為權益，淨值不受

[31] 依我國主管機關公布之適用時程如下：(1)第一階段：上市上櫃公司、興櫃公司及金管會主管之金融業（不含信用合作社、信用卡公司、保險經紀人及代理人）應自 2013 年開始依國際會計準則編製財務報告，並應於 2011 年度、2012 年期中及年度財務報告附註揭露採用 IFRSs 之計畫及影響等事項；已發行或已向金管會申報發行海外有價證券，或總市值大於新臺幣 100 億元之公司，於報經金管會核准後，得自 2012 年開始提前適用 IFRSs。(2)第二階段：非上市上櫃及興櫃之公開發行公司、信用合作社及信用卡公司，應自 2015 年開始依國際會計準則編製財務報告，得自 2013 年開始提前適用，並應於採用前 2 年開始於財務報告附註揭露採用 IFRSs 之計畫及影響。詳見臺灣證券交易所之「國際財務報導準則 IFRSs」（網址：http://www.twse.com.tw/ch/listed/IFRS/aboutIFRS.php）。

[32] 參酌 2011 年 7 月 7 日金管證審字第 10000322083 號令：公開發行公司前已依財務會計準則公報第 36 號「金融商品之表達與揭露」第 125 段規定，就公司於 2006 年 1 月 1 日前發行具負債性質之特別股仍列為股東權益者，得免依國際會計準則第 32 號「金融工具：表達」，將法律形式為權益，經濟實質為負債之金融工具分類為負債，但應於各期財務報告附註揭露上開金融工具之金額、性質（包含影響未來現金流量之金額、時點及不確定性之重大合約條款及合約條件）、所採用之會計政策及方法、因持有上開金融工具而暴露於潛在重大財務風險之相關合約條款及合約條件。

影響，並於財務報表附註欄中揭露「2006 年 1 月 1 日前已發行法律形式上為權益惟依經濟實質具負債性質之特別股，採用國際會計準則後得列於權益項下，並不區分為金融負債及權益要素」[33]之內容。

再者，銀行法第 74 條之 1 就商業銀行得投資有價證券的種類及限制，授權由主管機關訂定「商業銀行投資有價證券之種類及限額規定」，該規定第 1 條第 1 項之「投資種類」前於 2002 年 12 月 12 日修正新增「固定收益特別股」一款，各公私營銀行因而得以挹注資金於高鐵公司特別股，金融機構並成為高鐵公司特別股中持有股份比例最高之股東；嗣於上開會計處理準則變更後，該條再於 2012 年 10 月 26 日修正，已無「固定收益特別股」一款之規定[34]。事實上公司既已無法藉由此種商品將實質上之負債改列於權益項下，實已無發行此類特別股籌資的誘因，而成為歷史性商品。

綜上可知，高鐵公司所發行之特別股，法律上、名目上雖為權益，惟實質上應為負債，具有公司以債籌資時需負擔類似利息之固定支出、債務到期時應償還本金等特質，依現行會計處理方式亦應列於負債項下，然因各該特別股均為 2006 年 1 月 1 日之前所發行，主管機關許其無須適用新的會計準則重為分類，仍得列於權益項下。假設高鐵公司之特別股於 2006 年起必須列於負債而非股東權益項下，依其各年度之財務報表資料可知，自 2008 年起至 2012 年止各年底股東權益扣除特別股股本後均為負值（如下表所示）[35]，即高鐵公司會因特別股依其經濟實質重分類為負債，導致資產不足以清償負債的結果。

---

[33] 見高鐵公司 2014 年度財務報告附註「四、重大會計政策之彙總說明」中第 20 項。

[34] 2012 年 10 月 26 日修正理由為：依財務會計準則第 36 號公報規定，2006 年 1 月 1 日後所發行具負債性質之固定收益特別股，於財務報表應列為金融負債，削弱國內發行人發行此商品之誘因，目前市場上已少有固定收益特別股之發行。為衡酌金融市場發展現況暨強化商業銀行投資有價證券之流動性及安全性管理，爰將第 1 項第 6 款固定收益特別股，修正納入第 1 項第 5 款集中交易市場或店頭市場交易之特別股，並增訂本次修正前，已投資未於集中交易市場與店頭市場交易之固定收益特別股，不在此限。

[35] 為簡化討論，暫不考慮丙種特別股低於面額發行（發行價格每股 9.3 元）而有計入資本公積減項（即特別股股本係依面額 10 元計算，會略大於實際收到的股款，如轉換為負債的概念，債務本金應會略小於特別股股本的總額）、股息或利息等會計處理差異問題。

圖表 12：高鐵公司特別股股本與股東權益資料

（單位：新台幣千元）

年度	2006	2007	2008	2009	2010
股東權益	82,416,335	54,406,471	29,575,396	24,786,400	23,576,615
特別股股本	54,591,565	48,375,731	46,343,617	40,289,917	40,189,917

年度	2011	2012	2013	2014
股東權益	28,806,655	32,384,292	43,128,730	45,049,032
特別股股本	40,189,917	40,189,917	40,189,917	40,189,917

（資料來源：高鐵公司各年度財務報告）

第三項、特別股爭議問題及訴訟情形

第一款、特別股股息發放問題

依高鐵公司章程規定，甲種、乙種特別股股息年利率 5%，依面額計算，丙種特別股股息前 2 年年利率 9.5%、後 2 年年利率 0%，依發行價格（每股 9.3 元）計算，每年以現金一次發放，若該年度無盈餘或盈餘不足分派，應累積於以後有盈餘年度優先補足，於發行期滿時應於當年度或以後之各年度優先全數將累積未分派之股息補足。

依公司法第 232 條第 1 項、第 2 項分別規定「公司非彌補虧損及依本法規定提出法定盈餘公積後，不得分派股息及紅利」、「公司無盈餘時，不得分派股息及紅利」；同法第 234 條第 1 項規定「公司依其業務之性質，自設立登記後，如需 2 年以上之準備，始能開始營業者，經主管機關之許可，得依章程之規定，於開始營業前分派股息」。又依高鐵公司章程第 36 條第 1 項、第 3 項規定「本公司

年度決算如有盈餘，依下列順序分派之：一、完納稅捐。二、彌補虧損。三、提列 10%為法定盈餘公積。四、必要時得酌提特別盈餘公積。五、支付特別股股息」、「本公司經主管機關許可，於開始營業前分派特別股股息，不受上述盈餘分派之限制，但應以預付特別股股息列入資產負債表之股東權益項下，公司開始營業後，每屆分派股息及紅利超過實收資本額 6%時，應以其超過之金額扣抵沖銷之」。由上可知，高鐵公司除於開始營業前得發放建設（建業）股息外，如已開始營業後，必須依法彌補虧損、提列公積後始得發放特別股股息，無盈餘得不得發放。

高鐵公司以 2007 年 1 月 5 日作為其開始營業日，迄今仍在彌補虧損，尚無盈餘可分派，除已發放 2007 年 1 月 4 日以前之建設股息外，自 2007 年 1 月 5 日起即未發放特別股股息，而依章程規定持續累積之，至 2014 年底「預付特別股股息」科目餘額為 10,064,499 千元，為股東權益之減項，累計尚未分派之特別股股息為 14,012,096 千元[36]。因高鐵公司於 2007 年 1 月 5 日起未再發放特別股股息，若干特別股股東起訴請求給付 2007 年 1 月 5 日以後之特別股股息，目前訴訟情形以駁回原告之訴者為多[37]，僅少數案件准許原告之訴，會有不同的結論，主要是因為對高鐵開始營業時點之認定不同所致。正反見解之判決所採主要理由分別如下：

- **判決高鐵公司無須給付 2007 年 1 月 5 日以後之股息者（駁回原告之訴）：**

(1) 「開始營業」時點之認定：

多數判決認為高鐵公司開始營業之時點，應以目的事業主管機關之認定為準，而高鐵公司自 2007 年 1 月 5 日起於板橋至左營站間已正式向旅客售票並獲取營業收入，經交通部同意以 2007 年 1 月 5 日為高鐵公司開始通車之營運日，並予備查[38]，且高鐵公司係以該日為開始營業日而據以辦理會計業務、

[36] 見高鐵公司 2014 年年報資產負債表、募資情形之「最近二年度每股市價、淨值、盈餘、股利及相關資料」附註 5。

[37] 如臺灣高等法院 103 年度重上字第 1039 號、103 年度重上字第 482 號、104 年度上字第 59 號、103 年度上字第 572 號、104 年度重上字第 34 號判決等。

[38] 交通部 2007 年 1 月 5 日交路(一)字第 0960000292 號函：「有關貴公司（即高鐵公司）函報自

申報營利事業所得稅及繳納稅捐，故認定 2007 年 1 月 5 日為高鐵公司實際開始營運日。至於高鐵全線為分段通車營運，「台北站至板橋站間」自 2007 年 3 月 2 日正式售票提供旅客上、下車，2007 年 3 月 2 日係「全線通車營運日」[39]，兩者並不衝突。分派建設股息為公司法第 232 條第 1 項、第 2 項之例外規定，本於例外規定應從嚴解釋之原則，應從嚴認定以正式售票並獲致營業收入之 2007 年 1 月 5 日為「開始營業」時點。

因高鐵尚無盈餘，特別股股東為求能符合建設股息的發放規定，因此希望高鐵公司開始營業的時點越晚越好，故有原告主張高鐵公司須完成苗栗、彰化、雲林等車站工程後全線通車才屬開始營業者，此時點亦為最高法院 100 年台上字第 665 號（原告為財團法人中技社）給付特別股（丙(九)種）股息事件所採見解 [40]。惟多數判決認為，相關建設計畫早已預定於苗栗、彰化、雲林 3 站完工前即先完成高鐵全線通車營運或甚至分段營運，再以營運所得支應後期工程所需，高鐵公司既屬可分期興建、分段通車營運之狀態，自難認為須待上開 3 車站興建完工、全線通車營運後才屬已開始營業。而最高法院 100 年台上字第 665 號之案例雖以苗栗、彰化、雲林等各車站工程竣工完成為開始營業日，惟因該案原告中技社於認購時曾詢問高鐵公司有關公司法第 234 條所定「開始營業」之資訊，經高鐵公司引用主管機關函文予以函覆（如後述），其後法院多數判決均以上開案件係因高鐵公司與中技社間針對開始營業時點於彼此往來書信文件中已有具體約定，而為不同於實際營業日之認

2007 年 1 月 5 日起於板橋站至左營站間開始通車營運 1 案，同意備查」；交通部 2007 年 5 月 2 日交會(一)字第 0960004255 號函覆高速鐵路工程局稱：「高鐵公司係自 2007 年 1 月 5 日起於高鐵板橋站至左營站間開始通車營運，正式向旅客售票並獲取營業收入，故以 2007 年 1 月 5 日作為該公司實際開始營運之日」。

[39] 實務上亦有採以 2007 年 3 月 2 日為開始營運日之見解，如臺灣高等法院 103 年度重上字第 292 號判決，判決高鐵公司應給付原告國泰人壽、國泰世華銀行自 2007 年 1 月 5 日至 2007 年 3 月 1 日止之特別股股息分別為 7,918,722 元、3,167,489 元，該案現於最高法院上訴中（查詢日：2015 年 6 月 26 日）。

[40] 見臺灣士林地方法院 98 年度金字第 6 號、臺灣高等法院 99 年金上字 3 號、最高法院 100 年台上字 665 號判決，該案判決高鐵公司應給付原告財團法人中技社特別股股息 212,383,136 元及遲延利息確定。

定，以及高鐵公司所私募的各種特別股權利義務有所不同，此部分歧異並不違反股東平等原則等理由，認為上開中技社案件僅為個案見解，並不拘束其他判決，多數判決仍採以 2007 年 1 月 5 日為高鐵公司開始營運日之見解。

(2) 開始營業前發放者為建設（建業）股息：

公司開始營業後，應先彌補虧損及提列法定盈餘公積，始得分派股息、紅利，惟如鋼鐵、造船、礦業、水電、鐵路等事業之經營，需鉅額資金及較長之創業準備期間，始能開始營業，若嚴守公司法第 232 條規定，股東投資長時間無分派股息機會，將降低大眾投資意願，影響股份招募，長遠而言，影響經濟發展，弊多於利，故公司法第 234 條乃例外規定，公司經主管機關許可，得於章程規定於公司開始營業前發放建設股息以獎勵投資。又建設股息之分派，依公司法第 234 條第 1 項規定，係指公司在開始營業前，依公司章程規定分派股息予股東，故公司一旦開始營業，即須嚴守資本維持原則，回歸公司法第 232 條盈餘分配之規定，不得再發放建業股息。

依高鐵公司章程第 36 條第 3 項規定，經主管機關許可，於「開始營業前」分派特別股股息，不受章程第 36 條第 1 項盈餘分配之限制。故高鐵公司於開始營業前得發放建設股息，開始營業後即受應公司法第 232 條盈餘分配規定之限制。

(3) 高鐵公司開始營業後尚無盈餘可分派特別股股息：

高鐵公司於 2007 年 1 月 5 日開始營業後，尚處於虧損狀態，不符合公司法第 232 條第 1 項、第 2 項規定得分派股息之條件，故駁回特別股股東此項請求。

- **判決高鐵公司應給付 2007 年 1 月 5 日以後之股息者（准許原告之訴）：**

實務上准許原告請求之案例，最重要者為最高法院 100 年台上字第 665

號（原告中技社）之案例[41]，為同類判決中少數經最高法院判決確定者。該案准許原告股利請求，主要理由在於：中技社於認購特別股（丙(九)種）前，已詢問高鐵公司有關公司法第 234 條所規定「開始營業」之相關資訊，高鐵公司函覆內容引述經濟部、交通部函文[42]，並強調依經濟部函釋，將於開始營業前依公司法第 234 條規定發放特別股股息，並無適法疑義，雖上開經濟部所檢附之交通部函釋所指「2009 年 7 月」係預估日期，有不確定性，惟解釋兩造之真意在於究係以「高鐵主線通車營運」或「完成苗栗、彰化、雲林等車站工程後，全線通車開始營業」作為公司法第 234 條所規定「開始營業日」之認定，而高鐵公司公司引用經濟部、交通部函文回覆中技社，該函亦屬兩造認購特別股契約內容之一部分，高鐵公司有認同「完成苗栗、彰化、雲林等車站工程後，全線通車為開始營業」之意，故判決高鐵公司應給付中技社自 2007 年 1 月 1 日至 2007 年 9 月 29 日之特別股股及遲延利息確定。

本文贊同實務上多數見解，以 2007 年 1 月 5 日為高鐵公司開始營業日，較符合現況，若認為苗栗、彰化、雲林三站均通車後始屬開始營業，則高鐵公司目前仍未開始營業，實與一般對營業之概念不甚相符；且本於無盈餘則不得分派股息之原則，建設股息為例外規定，應從嚴認定，以維護債權人之權益，故不宜太過擴張公司發放建設股息的期間。中技社的案例，較特殊的是雙方曾就公司法第 234

[41] 見臺灣士林地方法院 98 年度金字第 6 號、臺灣高等法院 99 年金上字 3 號、最高法院 100 年台上字 665 號判決，該案判決高鐵公司應給付原告財團法人中技社特別股股息 212,383,136 元及遲延利息確定。

[42] 經濟部以 2005 年 4 月 13 日經商字第 09402048410 號函轉目的事業主管機關交通部，詢問關於高鐵公司「開始營業前」之認定疑義，經交通部以 2005 年 4 月 15 日交路(一)字第 09400003694 號函回覆「關於函詢高鐵公司開始營業日乙案，本部預估該公司將於 2009 年 7 月全線通車並開始營業」、「依據本部與高鐵公司所簽訂之台灣南北高速鐵路興建營運合約之規定，高鐵公司除預定以 2005 年 10 月底全線通車外，並於全線通車後接續辦理新增苗栗、彰化及雲林等 3 站之規劃、設計及施工；依該公司於甄審階段所提供投資計畫書所列，該 3 站完工時預估為 2009 年 7 月，並開始所有車站全面營業」；經濟部復於 2005 年 4 月 19 日以經商字第 09400536510 號函請交通部釐清回函主旨所敘「本部預估該公司將於 2009 年 7 月全線通車並開始全面營業」是否即係指公司法第 234 條之「開始營業日」，經交通部 2005 年 4 月 19 日交路(一)字第 0940003842 號再函復「關於函詢高鐵公司開始營業日乙案，本部預估該公司將於 2009 年 7 月完成各車站工程後，全線通車開始營業」。經濟部於 2005 年 4 月 20 日經商字第 09400537490 號函檢附交通部 2005 年 4 月 19 日交路(一)字第 0940003842 號回覆高鐵公司「貴公司開始營業之時點，應以目的事業主管機關依事實認定」。

條所規定「開始營業」時點經詢答後足認已有所合意，該案又因高鐵公司開始營業時點經主管機關函釋，解釋上較有空間；若是公司與股東所合意的時點顯與實際情形不符的情況，可能會造成寬認公司發放建設股息期間之結果，而與無盈餘不得分派股息之立法意旨有違，然公司與股東間之約定不應優先於上開法規適用[43]，此時仍應以實際開始營業時點認定建設股息之發放期間為宜。

第二款、特別股收回問題

公司法 158 條修正前係規定「公司發行之特別股，得以盈餘或發行新股所得之股款收回之。但不得損害特別股股東按照章程應有之權利」，於 2011 年 6 月 29 日修正為「公司發行之特別股，得收回之。但不得損害特別股股東按照章程應有之權利」，自 2011 年 7 月 1 日起施行，審酌該條文修正理由，係公司收回發行之特別股，依原規定僅得以盈餘或發行新股所得股款收回，尚不得以法條所列舉者以外之其他款項收回，此種限制，對企業之財務運用，欠缺彈性；又公司以何種財源收回特別股，允屬公司內部自治事項，宜由公司自行決定，毋庸以法律限制之，以利公司彈性運用，爰刪除「以盈餘或發行新股所得之股款」等文字；至於特別股應收回之條件、期限與公司應給付對價之種類及數額等事項，仍應依公司法第 157 條第 4 款規定於章程中訂定之，公司並應據以辦理。

高鐵公司之甲種、乙種特別股發行期間為 6 年，經展期 13 個月後，分別於 2010 年 2 月 26 日、2010 年 10 月 8 日屆期，丙種特別股發行期間為 4 年，亦陸續於 2008 年、2009 年間屆期。依高鐵公司章程第 7 條之 1、第 7 條之 2 規定，高鐵公司於到期日將依面額（甲種、乙種）、發行價格（丙種）一次全部收回，若屆期因法

[43] 另一個可能的待解決問題是，若認為公司與特別股股東已就公司法第 234 條「開始營業」時點已有所合意，作為特別股契約內容的一部分，卻因約定時點與實際不符，須採實際開始營業時點認定建設股息發放範圍，導致該特別股股東依約原可預期領取之建設股息與實際有所落差時，如該特別股股東得向公司請求未依約履行之損害賠償，則公司所負損害賠償義務亦同額減損公司資產，而與採取另一見解(以雙方約定開始營業時點為準)時所造成寬認公司發放建設股息期間之結果無異。

令規定未能收回特別股全部或一部時，未收回之特別股權利義務，甲種、乙種特別股仍依原條件延續至收回為止，丙種特別股股息應按年利率 4.71%計算，其餘之特別股權利義務仍依原條件延續至收回為止；高鐵公司甲種、乙種、丙種記名式可轉換特別股發行及轉換辦法（下稱轉換辦法）第 18 條中亦規定，若各該特別股股東未於轉換期間辦理轉換，高鐵公司將於到期日以面額（甲種、乙種）、發行價格（丙種）贖回本特別股[44]。

高鐵公司共計發行特別股 55 億餘股，除部分已轉換為普通股外，尚有 4,018,992 千股仍流通在外，若干特別股股東於發行期限屆滿後，起訴請求高鐵公司依約收回特別股，目前法院判決均准許股東之收回請求[45]。就此爭議所持正反見解之主要理由如下：

- **認為高鐵應收回特別股之見解（准許原告請求）：**

(1) 特別股股東有請求高鐵公司收回特別股之權利：

於公司章程中規定或與特別股股東約定收回特別股之期限及條件，並非專屬公司之權利，特別股股東亦有請求權利。而高鐵公司於章程、轉換辦法中均明定特別股之發行期間、到期收回股價、如因法令限制未能收回時之權利義務等細節，有拘束雙方之意思，特別股發行期屆滿後，除有因法令規定未能收回之情形外，高鐵公司有主動收回之權利，特別股股東亦有請求收回之權利。故高鐵公司抗辯收回特別股是其權利而非義務一節，未為法院所採。

(2) 於公司法第 158 條修正後，不得再以舊法限制而拒絕收回特別股：

公司法第 158 條於 2011 年 6 月 29 日修正後，已解除僅得以盈餘或發行新股所得股款收回之限制，公司可以盈餘或發行新股所得股款以外之資產收

[44] 各該特別股可轉換特別股發行及轉換辦法，詳見高鐵公司發行特別股後各年度年報之附錄。
[45] 如臺灣高等法院 103 年度重上字第 1039 號、103 年度重上字第 294 號判決、103 年度重上字第 636 號、103 年度重上字第 189 號判決、臺灣士林地方法院 104 年度訴字第 270 號、104 年度重訴字第 114 號判決等。

回特別股，此無溯及既往之問題。倘解釋公司對於公司法第 158 條修正前已發行或已屆期之特別股，仍須受舊法僅以盈餘或發行新股所得股款收回之資金來源限制，將使該等特別股仍受不合時宜之法律所限制，無法達到促使公司彈性運用資金之修正目的。公司法第 158 條既經修正，已無收回財源之限制規定，高鐵公司不得再以公司無盈餘或未發行新股等由拒絕收回特別股；且高鐵公司章程規定「屆期因法令規定未能收回」，已明示以特別股發行屆期後之有效法令規定作為例外不收回特別股的依據，並預期發行屆期時雖受限於法令無法收回，然該限制於日後經排除後仍應辦理收回，故已屆期特別股之股東，得請求高鐵公司收回特別股[46]。

(3) 遲延利息之認定：

因高鐵公司章程及轉換辦法所指「屆期因法令規定未能收回」之限制何時會排除，於雙方約定當時並未確定，且特別股股東自 2011 年 7 月 1 日起雖得請求高鐵公司收回系爭特別股，然雙方如願繼續保持特別股股東關係，高鐵公司即無給付股款之義務，仍須於特別股股東請求收回後始負給付股款義務，故認高鐵公司收回特別股屬不確定期限之債務，依民法第 233 條第 1 項前段、第 203 條、第 229 條第 2 項規定，自受催告時起負遲延責任，得請求依年息 5%計算之法定遲延利息[47]。

➢ **認為高鐵公司無須收回特別股之見解[48]：**

依高鐵公司於相關訴訟之答辯，認為係公司得收回特別股，而股東並無

[46] 近期因高鐵公司答辯中有提出同時履行抗辯，臺灣高等法院判決有採對待給付判決之方式准許原告請求，判命高鐵公司應於特別股股東將特別股返還同時履行給付收回特別股股款之義務，如臺灣高等法院 103 年度重上字第 1039 號、103 年度重上字第 294 號判決。

[47] 亦有採遲延利息應自 2011 年 7 月 1 日起算之見解者，見臺灣高等法院 103 年度重上字第 869 號判決，其理由為：公司法第 158 條於 2011 年 7 月 1 日修正施行，高鐵公司不再受以盈餘或發行新股所得股款收回系爭特別股之限制，自 2011 年 7 月 1 日公司法第 158 條修正施行日起，應負收回系爭特別股之責任，故認高鐵公司就遲未收回系爭特別股而應負擔之法定遲延利息應自 2011 年 7 月 1 日起算。

[48] 目前實務上判決尚查無採此見解者。

請求公司收回之權利，即高鐵公司不負有收回之義務。再者，高鐵公司章程訂有特別股「若屆期因法令規定未能收回...」之內容，則特別股收回之限制條件應視「屆期之法令」而定，而各該請求之股東所持特別股於「屆期」時之法令乃公司法第 158 條於 2011 年 6 月 29 日修法前之規定，仍受收回特別股財源之限制，且股東於認購時已知悉修正前公司法第 158 條之規定，應受當時之法令拘束，該條文修正並無溯及既往之效力，如採此見解，則此類訴訟因高鐵公司並無盈餘或發行新股所得之股款，應駁回原告之請求。

本文認為，特別股之收回事項應依當事人之約定，觀諸高鐵公司章程第 7 條之 1、第 7 條之 2 均載有「本公司於到期日將依面額（或發行價格）一次全部收回。若屆期本公司因法令規定未能收回...」等內容，「於到期日『將』一次全部收回」應指未來可預期的作為，僅因法令規定未能收回時才無法實現，故認為除高鐵公司得主動收回外，特別股股東亦有請求高鐵收回之權利，應較符合雙方之約定。

另外，公司法第 158 條於 2011 年 6 月 29 日修正後，解除僅得以盈餘或發行新股之股款收回特別股的財源限制，該修正方向對公司財務靈活運用具有正面效益；惟從另一個角度來看，若原本限制收回特別股財源之法律具有保護公司其他投資人的意涵，則在舊法時期原已屆期、因法令規定而無法收回之特別股，在修法後卻得適用直接新法請求公司收回，則可能損及公司其他股東、債權人權益，亦讓舊法時期已屆期之特別股股東因法律修正而取得締約時並未預期的利益，是否妥適尚有探討的餘地。然而，若認為原已屆期之特別股仍受舊法之限制，僅得由公司以盈餘或發行新股所得股款收回，若以公司已與特別股股東約定於屆期收回特別股為前提，公司盈餘雖非公司可掌控，然而發行新股卻是公司董事、股東可決定之事項，則尚無盈餘卻又負有收回特別股義務的公司，特別股股東是否得轉而請求公司發行新股以收回特別股，亦是問題，若如此解釋將更不利於公司財務運用的靈活性。是以，實務上對於高鐵收回特別股爭議均採取適用修正後公司

法第 158 條規定的見解，准許原告之請求，此對其他投資人之保障或許未必充足，但以高鐵公司個案而言，其所發行之特別股本具有相當之負債特徵，約定股息亦顯較一般公司債利息為高，屆期還債（收回特別股）本係高鐵公司以此方式籌資時所預期者，遲遲無法收回反而與雙方原先之期待不符，而高鐵公司最主要投資人即 2010 年聯合授信契約之債權銀行，其債權成立是在上開特別股發行甚至屆期之後，對上述情形尚非難以預期，故本文仍贊同實務上採取高鐵公司應收回特別股之見解，應是解決此爭議較適合的作法。

第四項、後續發展與影響

由特別股相關訴訟情形可知，因高鐵公司所發行之特別股均已屆期，公司法亦已於 2011 年 7 月 1 日起不再限制收回特別股資金來源，且高鐵公司於章程、轉換辦法對於發行期間、收回辦法及相關權利義務設有明確規定，經法院認定高鐵公司於已屆期特別股股東請求收回時，均負有收回之義務（部分判決上訴中尚未確定），這些不利之訴訟結果均於高鐵公司財務報表附註中揭露，並公告於重大訊息中，而依相同理由，事實上所有在外流通之 4,018,992 千股特別股股東無論是否已經提告，採相同見解之下，應均有請求高鐵公司收回之權利。如以高鐵公司最近一期即 2014 年第 4 季財務報表之數據，其流動資產共計 573 億餘元，其中現金與約當現金僅有 13 億餘元，則收回全部特別股所需 392 億餘元[49]已佔流動資產約 68%，如何拿出收回特別股的資金實屬考驗。此外，特別股於期滿後雖未收回，其股息依約如高鐵公司無盈餘時，累積於以後有盈餘之年度再補足即可，但高鐵公司因於特別股屆期後經股東請求收回後迄未收回，經法院判決多以高鐵公司應自受催告時起依法定利率負遲延責任，此遲延利息即非如約定股息般得於有盈餘

[49] 高鐵公司特別股股本 40,189,917 千元，收回價格甲種、乙種依面額 10 元、丙種依發行價格 9.3 元計算，共需 39,221,157,088 元，此數據係高鐵公司 2015 年 6 月 25 日重大訊息公告中所載收回全部特別股之減資金額。

時再支付，而涉訟特別股金額非低，此亦係沉重的支出。

上開訴訟結果固令人擔憂高鐵公司因此面臨財務困境，甚至因而構成聯合貸款契約中之重大違約事由，而導致興建營運合約於特許期屆滿前終止，而影響其繼續經營的能力。然而若以高鐵公司當初發行特別股籌資的特性來看，各該特別股發行條件為給付約定利率之股息，於發行期間屆滿後依預定價格收回等性質，經濟實質上本屬負債而非權益，這些負債既分別已於 2008、2009、2010 年間屆清償期，高鐵公司卻遲至 2015 年尚未清償，且約定利息又因高鐵公司尚無盈餘而自 2007 年 1 月 5 日起迄今未再給付，幸因這些負債係以特別股的方式發行，屆期後是否收回尚因股東有無選擇請求收回、高鐵公司是否負有收回義務之訴訟爭議延宕至今，又應付股息亦因無盈餘時得累積於未來再補足之約定，特別股股東只好忍受長期無法取得相當利息之固定收益。若當初高鐵公司是以發行公司債、融資借款等負債形式籌資，高鐵公司因無法按期支付利息、屆期又未能清償本金，其實早就應陷於違約，故特別股相關財務問題應是高鐵公司本來即要面對，也應該早有預知，反而因係以特別股方式籌資而得以拖延多年，至多件訴訟陸續遭法院判決應收回特別股才面臨此等財務壓力。

為解決收回特別股所帶來的財務困境，高鐵公司前於 2014 年 10 月 23 日經董事會決議通過「財務改革方案」[50]，惟該案於 2015 年 1 月 7 日立法院審議未通過，高鐵公司董事會嗣於 2015 年 3 月 26 日將該方案修正為「全民認股方案」[51]，該案經交通部酌予修改後更名為「高鐵財務解決方案」，同時提出建議方案 A 與方案

[50] 「財務改革方案」具體改善措施包括特別股全數收回、減資及增資、變更特許期間為 75 年、返還站區開發事業發展用地地上權折抵回饋金、高鐵協調委員會三案之處理、費率機制調整、建置平穩機制暨其專戶。

[51] 「全民認股方案」之重點包括普通股減資 6 成、普通股增資以「全民認股、泛公股主導」為原則、特許期延長年限自 40 年縮短為 35 年、票價調整機制維持不變。該方案具體措施包括：辦理收回已發行之全部特別股股本並辦理減資、變更特許期間為 70 年、辦理普通股減資彌補虧損、辦理增資 300 億元、與交通部合意終止站區開發合約、修訂聯合授信契約（廢除專戶及解除相關資金運用限制、塗銷地上權抵押設定、延長聯合授信還本期程）、撤回仲裁三案（與交通部進行仲裁之「運量重大不利變化」、「法定優待票差額補貼」、「921 大地震之不可抗力及除外情事損害補償」案）、調整費率及票價、建置平穩機制暨其專戶。

B[52]送立法院審議，於 2015 年 5 月 27 日經立法院交通委員會決議採建議方案 B，並經高鐵公司 2015 年 6 月 25 日董事會決議同意該案，其主要內容為普通股股東減資六成，增資 300 億元，其中政府基金投資 242 億元、政府得以掌握董監事席次優勢之公司或法人(泛公股)投資 58 億元，增資後(泛)公股持股比例約 63.9%。高鐵公司董事會為執行「高鐵財務解決方案」，決議辦理收回已發行之全部特別股股本減資案，將主動依章程及各轉換辦法規定收回已發行之全部特別股股本，消除特別股股份 4,018,991,660 股，減資金額 39,221,157,088 元，收回特別股減資基準日暫訂為 2015 年 7 月 18 日，特別股減資註銷基準日暫定為 2015 年 8 月 7 日[53]。

由此可知，高鐵公司即將收回全部特別股應是近期可預期之事，儘速收回實為負債之特別股，可避免特別股相關債務如累積股息、遲延利息等日益擴大，並增加權益資金，以期能改善高鐵公司財務結構，收回特別股資金來源部分，「高鐵財務解決方案」建議方案 B 亦維持「全民認股方案」中與聯貸銀行團協商授信契約條件、解除借款資金用途限制的決策，此部分成果尚待觀察。又因高鐵公司目前尚未有盈餘，恐無法於收回特別股時一併支付累計未付之特別股股息，而依公司法第 158 條但書規定，收回特別股不得損害特別股股東依章程應有之權利，故所累積積欠之股息仍應於高鐵公司未來有盈餘時發放，以符合公司章程規定及誠信原則，然原股東於特別股經收回後已不具股東身分，未來於高鐵公司有盈餘時即無法以股東身分參與盈餘分派，可能影響其相關權益，是特別股收回後仍需要解決的問題。

---

[52] 「高鐵財務解決方案」建議方案 A：1.洽政府基金（高鐵相關建設基金）募資 180 億元、員工認股 12 億元、全民認股 108 億元。2.員工及全民認股不足額，由原股東依持股比例認購；如仍不足，則洽原持有特別股之泛公股認購。3.提高（泛）公股持股比例至 42.4%以上，確保政府主導」；建議方案 B：1.洽政府基金募資 242 億元、泛公股增資 58 億元。2.（泛）公股持股比例約 63.9%，未來俟高鐵財務問題獲得改善，公司體質健全後，視市場條件再辦理全民釋股。建議方案係以公股持股不超過 50%以避免成為國營事業為基本條件，以維持民營企業型態，其餘財務改善措施，包括贖回特別股、減資、延長特許期、票價調整及站區開發地上權返還、平穩機制、聯貸授信契約條件之調整機制等，均與全民認股方案相同。詳見交通部 2015 年 5 月 11 日新聞稿：交通部建議修正高鐵財務改善方案之增資規劃（網址：http://www.motc.gov.tw/ch/home.jspid=14&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201505110009&toolsflag=Y）。

[53] 參公開資訊觀測站之高鐵公司（代號 2633）重大訊息公告。

第四節、小結

高鐵公司自有資金比例甚低，近年來負債比率均高於 90%以上，對照我國 2013 年底全體民營企業的負債比率為 52.73%，高鐵公司高出甚多，且其權益資金中有部分係具負債性質之特別股，實質上負債比率又更高，係公司以債籌資的顯著案例。財務槓桿具有雙面刃的本質[54]，公司以權益資本作為舉債基礎，運用固定支出的負債以擴大經營能量，使付息後的盈餘歸於股東，固可增加權益資本的報酬率，惟若舉債擴充經濟所增加的淨利不及於利息費用，則反而使股東原可享有的盈餘遭到侵蝕，財務槓桿的運用本有一定風險。

圖表 13：高鐵公司近年度財務資料

（單位：新台幣千元）

年度	2014	2013	2012	2011
營業淨利(損)	11,875,808	11,394,464	12,095,229	12,058,405
利息費用	9,556,030	9,709,866	8,737,156	8,854,892
每股盈餘	0.55	0.21	0.25	0.59

年度	2010	2009	2008
營業淨利(損)	9,071,545	5,564,846	-6,238,553
利息費用	8,612,483	10,778,335	10,778,335
每股盈餘	-0.48	-1.03	-4.58

（資料來源：高鐵公司各年度財務報告）

上表為高鐵公司近幾年度的營業利益、利息費用等數據，先不論其先前尚未

[54] 財務槓桿的作用及影響，參酌幸世間（審定）、林蕙真，中級會計學新論（下冊），頁 583，2006 年 9 月四版。

開始營運或甫開始而尚未取得正營業利益之年度，僅從其開始有淨利的 2009 年以後來看，每年利息費用均占營業利益相當大比例，也就是扣除利息費用後，所剩利潤已屬有限，堪認係處於財務槓桿雙面刃的邊緣危險地帶。高鐵公司從 2011 年起開始有淨利，每股盈餘已為正值（但由於先前累積虧損甚多，短期內股東應無法獲得盈餘分配），如將特別股依其經濟實質分類為負債，每股盈餘將更高，此固為公司舉債籌資，對股東而言係以小博大之益處。然而，負債比率高意味著財務風險高、破產可能性亦高，高鐵公司係因特別股於會計處理準則更動後仍無須重分類為負債，特別股訴訟所導致之財務困難又有政府出面善後處理，而得以驚險挺過破產危機至今，整體而言其資本結構仍是風險極高的經營方式。且因具股東身分之經營階層出資有限，大部分資金來源為借款，又由政府擔保，經營者更有從事風險性經營之動機及管理鬆懈的可能。

高鐵公司籌資的另一特色，在於發行具負債性質之特別股，高鐵公司負有如同支付利息般按期支付固定利率股息之義務，惟得累積於有盈餘時再行補足，於屆期時高鐵公司及特別股股東雖均有權利請求收回，亦可能未受請求或已有部分轉換為普通股，此對於建設成本龐大、初期難有盈餘的高鐵公司而言，無須立即面對定期付息、到期必然須償付本金的壓力，且在過去會計處理方式之下，此種特別股依其法律形式分類於權益項下，不會讓高鐵公司負債比率顯得更高，或為適宜高鐵公司該階段之籌資方式。然而此種特別股在經濟實質上畢竟屬於負債，且其約定利率非低，高於一般公司債之利率水準（我國普通公司債利率通常為百分之 1 點多、2 點多，可轉換公司債多為零利率），更與無盈餘則無需分派股息的普通股顯然有別，高鐵公司雖藉由發行此種特別股取得拖延付息還本期限之利益，但終無法免除高鐵公司上開義務，而高鐵公司就此欠缺資金準備，未正視這些特別股的負債實質，以至於後來承擔了以債籌資所帶來的破產風險升高之苦果。

再者，一般而言，負債比率甚高的公司，因債權人債權獲得保障的可能性較

低，除提高對價外，亦可能藉由嚴密的契約條款，採取更嚴謹的監控措施，甚至相當程度介入債務人之經營，以控制債務人違約之風險。但高鐵公司多數借款債務因有政府作為強而有力的擔保者，而有其特殊性，即便近 2 年來因收回特別股訴訟而危機不斷，債權人仍無須對高鐵公司之財務狀況過於擔憂。是故高鐵公司雖然自創始之初即有聯合貸款銀行作為其主要債權人，如本文前章所述，銀行係最具監控能力並具有動機的債權人，高鐵公司之聯合授信契約條款固然對其營運自由有一定的規制效果，然並未見債權人銀行對高鐵公司資本結構發展、財務比率的控制、本可預期之特別股相關債務其資金支應方式、面臨財務困難後之解決方式等事項有何具體重大的監控、介入及影響，後續發展方向亦係由政府籌資來改善高鐵公司財務體質。

以尊重公司籌資之自由、彈性的角度而言，尤其負債籌資多係以契約而非法律作為雙方權利義務的準則，固不應增加過多管制，以免阻礙公司的經濟發展。高鐵公司為高度以債籌資之案例，於自有資本有限之下，享有以大量外部資金擴大經營規模的利益，惟其籌資過程或許因為有政府後援作為重要根基，公司、股東及債權人對於籌資型態、還款計畫考量的審慎程度、長遠規劃均有所不足，難認係正常市場機制下使公司價值最大的方式，實際運作的結果，並未充分發揮主要債權人監控之正面影響力，復承受了以債籌資所帶來利息壓力龐大、破產風險升高等典型缺點，其籌資決策實有檢討改善之空間。

第五章、結論

股東權益與負債為公司資產的兩大來源，債權人與股東權利義務之性質存有顯著差異，如參與經營權的有無、發放股利或利息、公司有無償還之義務、對公司有無剩餘財產請求權、權利調整的可能性均不同，股東所享有的盈餘分配權利與公司獲利與否具有直接關聯，股東亦是公司剩餘財產權利人，其損失僅以出資額為限，在獲利無限、風險有限的情形下，有影響經營階層從事風險性經營的誘因。公司運用負債籌資，可於自有資本外擴充經營規模，提升獲利機會，且利息費用具有稅盾利益，程序上亦較發行新股自由簡便，亦有降低公司自由現金流量以降低代理成本的好處；然而，公司有負債資金時，債權人與股東間存在利益衝突，而有負債相關代理成本產生，尤以公司財務困難時更為顯著，因股東、經營者之自利動機，可能採取風險性投資或低度投資，最終導致公司整體利益減少，債權人亦會將相關監控成本轉嫁予公司負擔，又公司負債增加意味著其財務困難及破產風險提高。

由資本結構理論的發展及相關研究，就公司籌資決策提出諸多考量因素之分析，最適資本結構依各公司條件不同而有差異，尚無以特定方式籌措資金即能使公司利益最大化的普遍標準，且公司利益最大化的內涵，是否即為股東利益的最大化，係依公司處於承平時期或破產狀態而有所流動，當公司資產不足以清償負債時，債權人取代股東成為與公司利害關係最深者，故僅以有利股東的角度為籌資決策，不見得符合公司利益最大化的意旨，況因股東自私動機、股東與債權人間利益衝突所造成的成本，反而會使公司整體利益下降。公司最適籌資方式的選擇決策，端視公司運用負債的能力及公司治理的成效，是否能夠充分發揮負債益處並防免相關代理成本。

傳統公司借貸關係下的債權人仰賴契約與監控，近代債權市場流動性大幅增

加後，固為債權人帶來了移轉信用風險的便利性，惟亦使債權人對債務人監控動機下降，與市場上其他不利條件相互配合下，最終導致嚴重的信用危機。債權契約與監控的重要性因而再度受到重視，嚴謹的債權契約有助於債權人降低直接監控成本、控管信用風險，使債權市場流通性更健全發展，也讓債務人更易於籌措資金。

發行公司債及向銀行借款為公司最主要的舉債途徑。發行公司債所受法令規制程度，視公司發行對象範圍大小而定，此外我國兼採公司債債權人會議及受託人制度，債權人會議決議事項全仰賴受託人的有效執行，然公司法對於受託人的權責規定甚為簡略，受託人又為發行公司所委任，有潛在利益衝突的可能性，對公司債債權人之保護可能未必周延，實務上債權人會議常用於公司為取得公司債債權人有所通融讓步的情形。公司債契約由發行公司預先擬定，債權人通常無法參與議約，公司得依其最適需求設計定型化契約，實難期待契約給予債權人高度之保障。公司債於市場上具有流通性，可轉換公司債得於公司前景看好時轉換為股權，使公司債債權人不見得全然仰賴債權契約的保護；另一方面，公司債債權人通常人數眾多、分散且並無強大的契約給予公司規制，對公司經營決策的介入及影響程度較低。又因公司債債權人所付出之締約、監控等投資相關成本均低，反應於公司資金成本亦較低，通常公司債利率低於一般借款，採固定利率計息、無擔保者均多，是利於公司籌措長期、穩定、固定成本資金之途徑。

公司融資借款最主要的債權人為銀行，銀行具有資訊優勢並有監控債務人的能力與動機，於發覺公司財務困難時，無論採取介入或離場的反應，可釋放訊息予其他投資人，最終由最有效率的投資人來矯正公司管理鬆懈，有助於公司治理。公司以借款籌資時，所受法令規範不多，公司與債權人間權利義務多以契約約定，具有談判能力的債權人如銀行，於契約條款中通常會加入許多保護債權人之約定，如限制條款、承諾事項、違約條款等，足以影響公司日後的經營決策，債權

人甚至可能依約取得介入公司經營的權利。向銀行借款為公司得以相對簡便之程序籌得大量資金的途徑，並有助公司降低負債相關代理成本。而融資債權人為自願債權人，其預期風險本會反應於資金對價，法令對公司融資活動原則上以尊重市場、不宜設有過多限制為佳，以免減損公司籌資彈性與效益。

參考文獻

一、　中文文獻

（一）　專書

1. 王文宇，公司法論，2008 年 9 月四版。
2. 王文宇，新公司與企業法，2003 年 1 月初版。
3. 李存修、葉銀華，台灣資本市場之發展，2014 年 9 月初版。
4. 李宗黎、林蕙真，財務報表分析—理論與應用，2012 年 6 月三版。
5. 幸世間（審定）、林蕙真，中級會計學新論（上冊），2007 年 3 月增訂四版。
6. 幸世間（審定）、林蕙真，中級會計學新論（下冊），2006 年 9 月四版。
7. 柯芳枝，論公司債債權人會議，公司法專題研究，1976 年 4 月初版。
8. 黃銘傑，公司治理與企業金融法制之挑戰與興革，2006 年 9 月初版。
9. 楊雅惠、許嘉棟，台灣金融體系之變遷綜觀，2014 年 9 月初版。
10. 廖大穎，公司法原論，2012 年 8 月增訂六版。
11. 廖大穎，公司制度與企業金融之法理，2003 年 3 月初版。
12. 廖大穎，公司債法理之研究—論公司債制度之基礎思維與調整，2003 年 7 月初版。
13. 廖大穎、谷湘儀、葉仕國主編，企業籌資法務與個案分析，2008 年 11 月初版。
14. 謝劍平，財務管理原理，2010 年 9 月三版。
15. 謝劍平，財務管理：新觀念與本土化，2008 年 2 月四版。
16. 謝劍平，現代投資銀行，2006 年 9 月二版。
17. 謝劍平，現代投資學—分析與管理，2006 年 1 月三版。
18. 台灣金融研訓院編輯委員會，銀行授信實務，2013 年 1 月初版。
19. Eilis Ferran（著：Principles of Corporate Finance Law, 2008），羅培新（譯），

公司金融法律原理，2012 年 3 月初版。

20. Justice Randy J. Holland（著），陳春山（譯），美國公司法—德拉瓦州公司法基點案例選輯，2011 年初版。

（二） 學位論文

1. 池美佳，公司法下的利益衝突與規範策略—以股東、經理人與債權人間的利益衝突為中心，國立台灣大學國家發展研究所碩士論文，2006 年 7 月。
2. 林思沛，公司財務惡化狀態下董事對公司債權人之責任，國立台灣大學法律學院法律學研究所碩士論文，2014 年 6 月。
3. 李佳芳，管制私募股權基金之研究—以投資人保護及資本市場管理為中心，國立臺灣大學法律學院法律系碩士論文，2008 年 2 月。
4. 沈建佑，台灣上市櫃公司融資決策之分析—普通公司債、可轉換公司債及現金增資，國立台灣大學管理學院財務金融研究所碩士論文，2012 年 2 月。
5. 周佑倫，專案融資擔保機制之探討，國立成功大學法律學研究所碩士論文，2009 年 8 月。
6. 涂欣成，公司債債權人保護法制之研究—從經濟觀點論證券市場公司債違約風險之管控，國立成功大學法律系碩士班碩士論文，2005 年 7 月。
7. 陳姿廷，股權結構對公司公開舉債與銀行借款影響之研究，國立政治大學財務管理研究所碩士論文，2001 年 6 月。
8. 陳銘仁，論公司債管理制度—以公司債受託人為中心，國立臺北大學法學系碩士論文，2004 年 6 月。
9. 許鈞傑，銀行聯合貸款契約—以主辦銀行與參貸銀行之法律關係為中心，國立臺灣大學法律學院法律學研究所碩士論文，2012 年 6 月。
10. 郭雅燕，股權結構對資本結構與負債期限之影響，國立台灣科技大學財務金融研究所碩士論文，2010 年 6 月。

11. 黃拓華，公司組織再造對債權人之保護，國立政治大學法學院碩士在職專班碩士論文，2008 年 1 月。
12. 劉明衢，兩稅合一對公司資本結構決定因素之影響，國立政治大學會計系碩士論文，2004 年 7 月。
13. 盧孟函，聯貸契約之違約條款及豁免機制，國立政治大學法學院碩士在職專班碩士論文，2013 年 9 月。

（三） 期刊論文

1. 王文宇，日無私照—論私募股權基金的蛻變，台灣法學雜誌 128 期，2009 年 5 月。
2. 王文宇，信託法運用於金融市場的幾個爭議問題，證券暨期貨管理期刊第 19:8 期，2001 年 8 月。
3. 王克陸、黃思瑋、陳建偉，現金增資前後營業績效變化與自由現金流量假說，交大管理學報第 26 卷第 1 期，2006 年 6 月。
4. 邱智謀，企業如何善用公司債籌資以強化財務結構，證券暨期貨月刊第 29 卷第 4 期，2011 年 4 月。
5. 邱麗娟，資本結構評價：MM 資本結構理論，證券櫃檯雙月刊第 136 期，2008 年 8 月。
6. 易明秋，公司治理方法論的發展—從美國國內法到國際法的學術整合，東海大學法學研究第 22 期，2005 年 6 月。
7. 林國全，公司債之整體債務性，月旦法學雜誌第 74 期，2001 年 7 月。
8. 涂耀清，專案融資銀行債權確保之探討—以台灣高速鐵路案為例，中華技術期刊第 86 期，2010 年 4 月。
9. 許忠信，國際金融上國際聯合貸款契約之觀察，月旦法學雜誌第 146 期，2007 年 7 月。

10. 陳麗娟，從德國「公司治理規約」看該國公司治理之改革，東海大學法學研究第 26 期，2007 年 6 月。
11. 陳麗娟，全球化公司治理法律制度研究—當大陸法遇到英美法：兩岸公司治理的危機與轉機，中原財經法學第 20 期，2008 年 6 月。
12. 曾宛如，董事忠實義務之內涵及適用疑義—評析新修正公司法第二十三條第一項，台灣本土法學雜誌第 38 期，2002 年 9 月。
13. 曾宛如，有限責任與債權人之保護，台大法學論叢第 35 卷第 5 期，2006 年 9 月。
14. 曾宛如，論董事與監察人對公司債權人之責任：以公司面臨財務困難為核心，台大法學論叢第 37 卷第 1 期，2008 年 3 月。
15. 曾宛如，金融海嘯下金融監理之反思，月旦法學雜誌第 168 期，2009 年 5 月。
16. 曾宛如，低面額股與無面額股對臺灣公司資本制度之衝擊與影響，月旦法學雜誌第 236 期，2015 年 1 月。
17. 游啟璋，聯貸契約的法律分析，月旦法學雜誌第 146 期，2007 年 7 月。
18. 黃銘傑，公司法七十二變—下一階段公司法修正方向之芻議，月旦法學教室試刊號，2002 年 10 月。
19. 彭凱璐，從全球金融海嘯中重新檢視企業經營之代理問題－看「肥貓」的養成，司法新聲第 81 期，2009 年 5 月。
20. 葉銀華、邱顯比，資本結構、股權結構與公司價值關聯性之實證研究：代理成本理論，台大管理論叢第 7 卷第 2 期，1996 年 8 月。
21. 廖大穎，公司債發行之三角關係—發行公司、公司債債權人與股東間之利益調整，月旦民商法雜誌創刊號，2003 年 9 月。
22. 廖大穎，公司債受託人與公司債信託契約，月旦法學雜誌第 81 期，2002 年 2 月。
23. 廖大穎，從公司治理觀點解析 2011 年 4 次公司法修正對企業法制之影響，月

旦法學雜誌第 216 期，2013 年 5 月。

24. 劉迎霜，論公司債權人對公司治理的參與，財經理論與實踐第 163 期第 31 卷，2010 年 1 月。

（四） 其他文獻

1. 林向愷，「財務管理」課程講義（2009 年秋季）：CH11.M-M 定理與公司價值（網址：http://homepage.ntu.edu.tw/~kslin/course/ch11.pdf）。
2. 林向愷，「財務管理」課程講義（2009 年秋季）：CH12.企業資本結構的決定因素（網址：http://homepage.ntu.edu.tw/~kslin/course/ch12.pdf）。
3. 陳明賢，「財務管理」課程講義：資本結構理論與財務危機之解決，台大開放式課程網站（網址：http://ocw.aca.ntu.edu.tw/ntu-ocw/index.php/ocw/cou/101S110/11）。
4. 黃志典，如何衡量間接金融與直接金融，收錄於其個人網頁「金融案例評析」系列文章中（網址：http://www.ib.ntu.edu.tw/jdhwang/files2/如何衡量間接金融與直接金融.pdf）。
5. 段昌文主持，負債代理問題交互作用下之投資與融資決策，行政院國家科學委員會專題研究計畫，2005 年 10 月 30 日，執行單位：淡江大學財務金融學系（網址：http://tkuir.lib.tku.edu.tw/dspace/bitstream/987654321/4930/1/932416H032020.pdf）。
6. 蔡明誠主持，如何提升世界銀行對我國經商環境評比－獲得貸款之法定權利指數，金融研究發展基金管理委員會 101 年度委託研究報告，2012 年 9 月，執行單位：國立臺灣大學（網址：http://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=227&parentpath=0,9,55）。
7. 「債券市場資訊」簡報資料，證券櫃檯買賣中心，2012 年 12 月（網址：http://www.gretai.org.tw/storage/bond_download/債券市場彙總簡報.pptx）。

8. 台灣南北高速鐵路興建營運計畫 3,820 億元聯合授信契約暨三方契約之簽署，高速鐵路簡訊月刊第 169 期，2010 年 3 月。
9. 發行債務性特別股之會計處理，95 年度健全商業會計制度非公開發行公司治理輔導計畫，2006 年 11 月，委託單位：經濟部商業司，執行單位：中華民國證券暨期貨市場發展基金會（網址：http://www.gcis.nat.gov.tw/main/matterAction.do?method=showFile&fileNo=t70316）。
10. 監察院 2009 年度專案調查研究報告「高鐵 BOT 策略與執行成效」（網址：http://www.cy.gov.tw/sp.asp?xdURL=./di/Message/message_1.asp&ctNode=903&msg_id=2768）。

（五） 新聞資料

1. 「貸評山下：結構產品怎樣才得寵」（黃元山），蘋果日報，2014 年 9 月 16 日。
2. 「茂矽債權人聲請拍賣茂德」（范中興），蘋果日報，2003 年 5 月 14 日。
3. 「茂矽償債計劃，債權人點頭」（李靚慧、梁世煌），自由時報，2003 年 5 月 29 日。
4. 「拚金融競爭力，擬建浮動擔保機制」（吳靜君），中央社，2015 年 1 月 4 日。
5. 「動產擔保交易大鬆綁」（余佳穎），聯合報 2015 年 5 月 21 日。
6. 「葉銀華：政府擔保，不算專案融資」（彭禎伶），工商時報，2013 年 9 月 25 日。
7. 「高鐵重整才是全民之福」（李復甸），中國時報，2015 年 1 月 12 日。
8. 「為台灣高鐵財務改革把脈」（吳統雄），工商時報，2015 年 5 月 19 日。

二、 外文文獻 (Articles)

1. Charles K. Whitehead, *The Evolution of Debt: Covenants, the Credit Market, and Corporate Governance*, The Journal of Corporation Law, Vol. 34, No. 3, 2009.

2. E. Han Kim, *A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity*, the Journal of Finance, vol.33, 1978.
3. Franco Modigliani and Merton H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, the American Economics Review vol.48 no.3, 1958.
4. George G. Triantis and Ronald J. Daniels, *The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*, California Law Review, vol.83, no.4, Jul. 1995.
5. Liz Rappaport and Peter Lattman, *'Anyone for Some Used Corporate Debt?' - Why Leveraged Loans That Financed Buyouts Are Causing Bottleneck*, the Wall Street Journal, Feb. 6, 2008.
6. Michael C. Jensen, *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, American Economic Review, May 1986, v.76, no.2.
7. Michael C. Jensen and William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Oct. 1976, vol.3, no.4.
8. Richard C. Green, *Investment incentives, debt, and warrants*, Journal of Financial Economics, Mar. 1984, vol.13 (1).
9. Stewart C. Myers, *Determinants of corporate borrowing*, Journal of Financial Economics, Nov. 1977, v.5.