

證券投資人及期貨交易人保護中心

委託專案研究

F 股投資人保護所面臨之問題 及具體改善措施與建議



財團法人中華民國

證券暨期貨市場發展基金會

SECURITIES & FUTURES INSTITUTE

2014 年 12 月

F 股投資人保護所面臨之問題 及具體改善措施與建議

計畫主持人：張心悌

協同主持人：吳崇權

研究人員：蘇秀玲

陳茵琦

目 錄

第一章 緒論	
第一節 研究目的.....	1
第二節 研究方法.....	3
第二章 外國企業來臺上市監理概況.....	5
第一節 上市制度.....	5
第二節 涉外不法證券事件規範與責任.....	18
第三章 各國相關制度概況.....	35
第一節 美國.....	35
第二節 英國.....	79
第三節 日本.....	111
第四節 香港.....	124
第五節 新加坡.....	147
第六節 中國大陸.....	163
第四章 來臺上市外國企業投資人保護問題探討.....	173
第一節 各國保護投資人措施之分析.....	174
第二節 各國不法行為訴追與求償之分析.....	181
第五章 結論與建議.....	193
參考文獻.....	201
附錄一、各國對外國公司上市制度比較表.....	207
附錄二、期中諮詢座談會會議紀錄.....	211
附錄三、期末諮詢座談會會議紀錄.....	221

第一章 緒論

第一節 研究目的

2008 年行政院院會通過推動優良外國企業來臺掛牌，同年臺灣證券交易所（以下稱「證交所」）積極推動海外企業來臺上市，迄今來臺第一上市公司（以下稱 F 公司）總家數已達 59 家之多。投資人可輕易地透過本國證券市場購買該外國公司股票，從中賺取買賣價差或成為該公司股東分享企業營收獲利。雖可選擇投資之上市公司增加，惟 F 公司仍屬依外國公司法設立之公司，公司主要營業所在地與財產並非我國管轄權所及，一旦該公司發生財報不實、內線交易，甚至操縱市場等不法行為時，雖投保中心為我國依投保法設立且專職代表投資人對不法行為人或公司進行訴追者，往往囿於投保法乃屬國內法，且跨海訴訟成本高昂等現實因素，對不法行為人（公司）進行求償仍相當困難。

近來發生美國研究機構 Glaucus Research Group California, LLC（下稱「格勞克斯公司」）對 F 公司—亞洲塑膠再生資源控股有限公司（下稱「F-再生公司」）出具研究報告指控該公司財務報告涉有不實，致使 F-再生公司股價連番下跌，依據證交所之查核結果顯示格勞克斯公司恐涉嫌違反我國證交法第 155 條第 1 項第 6 款散布流言或不實資訊之操縱股價禁止規定。針對格勞克斯公司惡意出具不實研究報告影響 F-再生公司股價，造成投資人受有大幅跌價損失乙事，投保中心為保障我國投資人權益已受理投資人求償登記，代表受害投資人對格勞克斯公司等相關涉案人員提起民事團體訴訟求償，為投保中心首

例對外國機構提出訴訟求償案件¹。縱然投保中心於國內依投保法成功提告並獲取勝訴判決，未來如何跨海就其財產為執行及取償，相關程序應如何進行等，於現實執行上恐也相當困難。

有鑒於外國企業來台掛牌上市（櫃）之外國公司日漸增多，且不論本國、外國公司皆可能發生證券詐欺等違法，甚至遭致外國市場研究機構等不法行為人惡意炒作或攪壓股價等違法情事，如何貫徹我國證券交易法保障證券市場投資人之立法目的，針對可能發生證券不法情事之第一上市（櫃）外國公司或外國機構等不法行為人進行訴追與求償，提供我國投資人妥善且適切的保護機制。實有必要對於可能發生之涉外證券不法事件，研議強化投資人權益保護措施與機制，並評估各類保護措施可能面臨之風險與困境，尋求具體方案，俾利辦理相關類似事件之參考。

研究項目與內容包含：

- 一、我國與經檢選國家或地區對外國公司之上市規範，含外國公司之上市條件與審查，上市期間之監理措施、下市機制等，並與我國對 F 公司規範相互比較。各國有無針對上市外國公司特別訂定保障股東或投資人權益措施？
- 二、各國對於在該國上市之外國公司發生證券不法事件，或是外國人對其境內上市公司施以違反證券法規之不法行為時，監理機關對該不法事件之處置，分就刑事、行政及民事面向探究其可能涉及之相關法律責任、責任訴追程序及執行機制。職司刑事、行政及民事責任訴追之單位間之關係為何？有無相關資料提供或流通等方面之互助協定或規定？
- 三、我國 F 公司投資人保護所面臨之問題及具體改善措施與建議，如：F 公司或其他外國機構等涉及不法情事，損及投資人權益

¹ 投保中心已於 103 年 6 月 27 日向台北地院提起獨立民事訴訟，現由台北地院審理中。

時，投保中心就該等證券事件訴訟追償處理機制，考量投保法無法於國外適用，且於國內訴追責任仍有其實益，將優先在國內進行團體訴訟，先行取得勝訴判決，再提出於國內外執行。則各國對於我國法院判決承認與執行規定及要件，有無相關實務案例？若外國予以承認，則後續相關執行流程規定、執行費用，以及被告資產之調查程序為何？倘外國不予承認我國判決時，其他可能追償之途徑及建議，及其他可能之保障投資人權益措施及具體改善方案與建議。

- 四、由於國內勝訴判決於國外執行之效力範圍，仍須仰賴執行國法制對外國法院判決之承認與執行規範。如有進行海外訴訟追償之必要，因涉外證券事件涉及外籍當事人及外國法律適用，恐將面臨管轄權、法律衝突等困難。擬探討於海外訴訟求償之困境，如：管轄權衝突與法律衝突問題，並提出其他可能之替代性紛爭解決管道。

第二節 研究方法

本研究為制度比較研究，先歸納蒐集各國制度資料後，再與我國制度相互比對分析，以瞭解各國在相關案件之判決與執法程序之差異。執行步驟如下：

一、 研究小組討論會議

由計畫主持人視需要召集研究小組討論會議，指導研究人員研究方向與內容重點等，由研究人員蒐集資料並加以研析，進行撰寫。

二、 文獻探討

蒐集外國公司選擇上市之證券市場發展蓬勃國家，如：美國、英國，與來臺上市櫃公司之註冊登記地國家，如：日本、香港、新加坡與中國大陸，討論此議題之相關書籍、期刊、報導與案例等進行比較分析。

三、 徵詢外部專家學者意見

為使本研究報告更臻完善，召開座談會邀請政府機關、業界及學術界人士與會，藉由學者專家提出之分析與建議，俾使本研究案之建議方案更為切實可行。

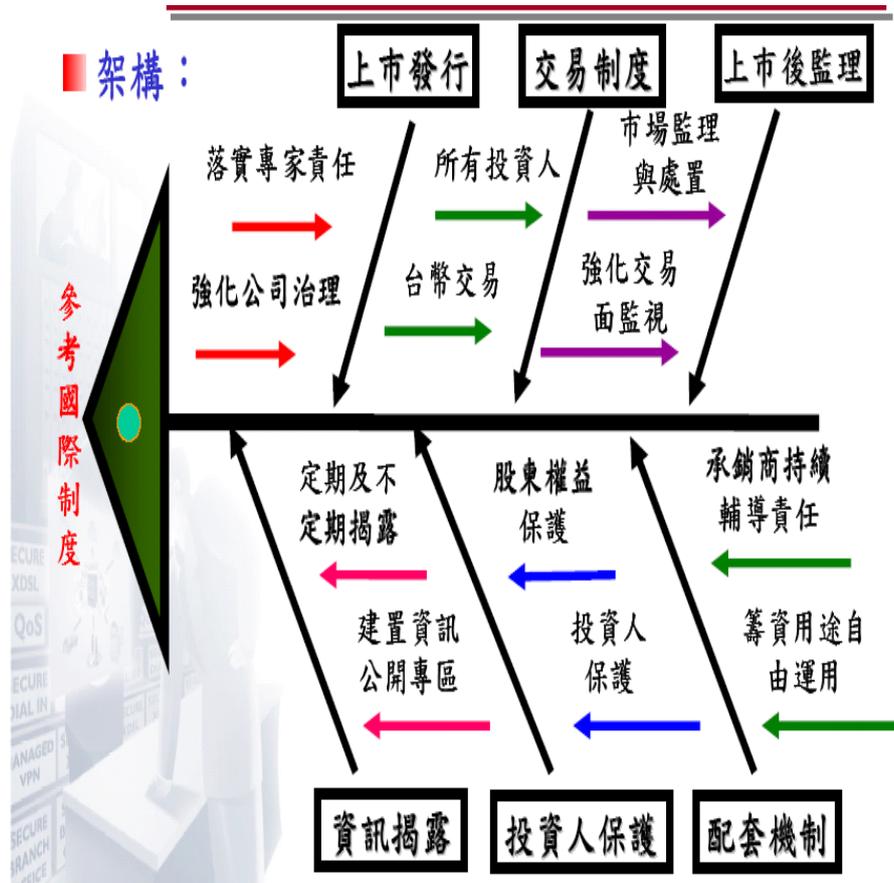
第二章 外國企業來臺上市監理概況

第一節 上市制度

依證券交易法（下稱證交法）第 4 條第 2 項定義，外國公司指以營利為目的，依照外國法律組織登記之公司。外國企業如欲申請其有價證券來台上市，依同法第 165 條之 1、第 165 條之 2 規定可選擇原股第一上市（櫃）或第二上市（櫃）等方式為之，相關權利與義務，以及應負之責任，除有特殊情形外，悉準用證交法對於本國公司之規定。例如：有關獨立董事之專業資格、持股與兼職限制、獨立性之認定、提名方式及其他應遵行事項，外國公司依證交法第 165 條之 1 規定準用同法第 14 條之 2 第 2 項規定，遵循金管會發布之相關法令規定，故外國企業必須配合修改公司章程。

又依金管會發布之外國發行人募集與發行有價證券處理準則第 5 條規定，外國發行人募集與發行有價證券採申報生效制，並應在中華民國境內指定其依證交法之訴訟及非訴訟之代理人，以之為在中華民國境內之負責人（證交法第 165 之 3 條參照）。不論採何種上市（櫃）方式，均應符合臺灣證券交易所或櫃檯買賣中心所訂之上市（櫃）標準，並藉重證券承銷商、會計師及律師等專家職責，以及充分資訊揭露與落實公司治理等以落實對海外企業來台上市（櫃）的監理與保護投資人。

圖 2-1：海外企業來台上市架構圖



資料來源：臺灣證券交易所網站，瀏覽日期：2014 年 9 月 25 日。http://www.twse.com.tw/ch/listed/alien_business/download/plan05.pdf

由圖 2-1 可知，我國對外國上市公司之監理，除內部要求公司強化公司治理外，於外部監理主要透過資訊揭露，於上市過程中要求證券商輔導，及法律、會計等專家負起責任。於投資人保護方面，透過股東權保護，與明訂不法行為及其民、刑事及行政責任方式，作為最後一道防線。因此於上市前首重發行公司是否符合上市條件，要求證券商負起推薦責任，上市後，要求發行公司定期與不定期資訊揭露，以檢視公司是否仍維持其上市條件，及有價證券交易狀況是否正常。若發行公司或市場相關人士，有損害股東（投資人）權利之情形時，除要求其停止交易，甚至下市外，更依法追究相關人士應負之責任。

一、 上市前

外國發行人申請股票第一上市（櫃），原則上同現行本國發行人申請條件，惟配合其係屬外國發行人之特性，在發行面、審查程序、監理面、交易面等各有些許不同的規定，為利說明，以下僅以第一上市為例說明相關規定與流程：

（一） 準備程序

1. 選定主辦承銷商

選定1家主辦承銷商，簽訂上市輔導契約，主辦承銷商需撰寫評估報告，提供申請公司是否符合上市條件、有無不宜上市情事等評估服務。主辦證券承銷商需以書面承諾已履行盡職調查程序，其所出具之評估報告及其他書件暨附件均屬真實，且無隱匿或遺漏外國發行人之重要財務業務資訊。外國發行人及其董事應協助證券承銷商進行盡職調查程序，並提供所需之資料。再由含括主辦承銷商在內的2家以上證券承銷商書面推薦上市。證券承銷商應已登記為中華民國證券商業同業公會之會員，並在中華民國設有營業處所。自上市掛牌日起至其後2個會計年度止，都必須繼續委任主辦承銷商協助遵循中華民國證券法令及上市契約等規章規範。若依科技事業規定申請上市者，則繼續委任期間應不少於3個會計年度。

2. 承銷商輔導或登錄興櫃滿6個月

原則上由主辦承銷商上市輔導屆滿6個月，或申請股票登錄為興櫃交易滿6個月，但有例外規定。

3. 選定專業機構提供專家服務及備妥申請文件

（1） 簽證會計師：申請公司之財務報告應由經主管機關核准簽證公

開發行公司財務報告之2名中華民國會計師出具查核報告，或與上述會計師所屬事務所有合作關係之國際性會計師事務所查核，並由中華民國會計師出具不提及其他會計師查核工作之查核報告。除上述之財務報表查核報告，會計師還需出具內部控制專案審查報告、複核公開說明書中財務資訊等服務。上市年度及其後2個會計年度內必須委任會計師出具內部控制專案審查報告。

- (2) 委請中華民國律師：填製「外國發行人申請股票第一上市法律事項檢查表5」及「外國發行人註冊地股東權益保護事項檢查表」等申請文件，及提供與法律事項相關議題之服務，如評估申請公司及其子公司所屬國公司法制、股東權益保護水平、各項法令遵循、重要契約、出具法律意見書等。
- (3) 洽其他專業機構，如稅務、鑑價機構等提供必要服務。
- (4) 撰寫股票發行計畫及公開說明書。
- (5) 若依科技事業申請上市者，則需另取得經濟部工業局或證交所委託之專業機構出具之意見書。

(二) 上市標準

依外國發行人募集與發行有價證券處理準則第3條規定，指外國發行人（公司）所發行之股票未在國外證券市場掛牌交易，且其股票經證券交易所同意上市買賣者。且限制大陸地區設立登記公司不得申請來台上市，惟得以海外控股公司為上市主體申請來臺上市。大陸地區人民、法人、團體或其他機構投資第三地之公司，且直接或間接持有該第三地公司股份或出資總額逾30%，或對該第三地公司具有控制能力者，應取得主管機關專案許可。

表 2-1 外國發行人第一上市標準簡表	
項目	條件
最低資本額或淨值	<ul style="list-style-type: none"> ● 一般事業實收資本額或淨值達新臺幣 6 億元以上；或上市時市值不少於新臺幣 16 億元。 ● 科技公司實收資本額或淨值達新台幣 3 億元以上；或上市時市值不少於 8 億元。
獲利能力	<ul style="list-style-type: none"> ● 一般事業最近3個會計年度之稅前淨利累計達新臺幣2.5億元以上且最近1個會計年度之稅前淨利達新臺幣1.2億元及無累積虧損。 ● 科技事業申請上市時，經會計師查核簽證之最近期財務報告之淨值不低於股本2/3，且需證明有足供上市掛牌後12個月的營運之營運資金。無面額或每股面額非屬新臺幣10元之外國發行人，其淨值應不低於股本加計資本公積-發行溢價之合計數2/3。
設立年限	<ul style="list-style-type: none"> ● 申請公司或任一從屬公司有3年以上業務紀錄 ● 申請公司為科技事業或係屬科技事業之從屬公司應有 1 個完整會計年度以上業務紀錄。 ● 以投資控股公司申請者，其設立年限得以被控股公司之實際營運年限認定
股權分散	<ul style="list-style-type: none"> ● 一般事業記名股東人數 1,000 人以上，公司內部人及該等內部人持股逾 50%之法人以外之記名股東不少於 500 人，且合計占發行總額 20% 以上或滿 1 千萬股 ● 科技事業記名股東人數在500人以上，且扣除外國發行人內部人及該等內部人持股逾50%之法人以外之記名股東，其所持股份合計占發行股份總額20%以上或滿500萬股。
獨立董事	董事會成員不得少於 5 人，其中至少 2 人為獨立董事（有一人應在中華民國設有戶籍）
功能性委員會	<ul style="list-style-type: none"> ● 審計委員會；由全體獨立董事組成，不得少於 3 人。 ● 監察人不得少於 3 人。（審計委員會與監察人擇一設置） ● 應設置薪資報酬委員會，人數不得少於3人。 ● 獨立董事與審計委員會成員之專業資格、職權之行使及相關事項，準用中華民國證券法令之規定。
會計準則	<ul style="list-style-type: none"> ● 依中華民國財務會計準則、美國一般公認會計原則或國際會計準則 ● 未依中華民國財務會計準則編製者，應揭露重大差異項目及影響金額，暨由中華民國會計師對前述項目所表示之意見
輔導期間	<ul style="list-style-type: none"> ● 經證券承銷商輔導期間滿 6 個月，或 ● 登錄興櫃股票滿 6 個月

資料來源：臺灣證券交易所網站（http://www.twse.com.tw/ch/listed/alien_business/manual.php），

本研究整理。瀏覽日期：2014 年 9 月 25 日。

二、 上市後

(一) 資訊揭露

項目	法令遵循事項
發言人	應在我國委任一位具臺灣戶籍之經理人擔任緊急聯絡人，作為與證交所之主要聯繫管道及函件應受送達人。外國發行人應提供其電話、傳真號碼等資料，遇離境、職務異動或離職時，應事前檢附代理人、繼任人之資料通知本公司。
記者說明會	發言人於事實發生或傳播媒體報導之次一營業日前得以視訊方式或親臨證交所召開記者會提出說明。
重大訊息	<ul style="list-style-type: none">● 應於指定網站定期及不定期公告重大資訊。(依據：對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序)。● 語言：以中文為主，可另加英文。
資訊申報	<ul style="list-style-type: none">● 應於指定網站公告申報各項財務、業務及公司治理相關資訊。(依據：證交所對有價證券上市公司及境外指數股票型基金上市之境外基金機構資訊申報作業辦法)。 語言：以中文為主，可另加英文。

資料來源：臺灣證券交易所網站（http://www.twse.com.tw/ch/listed/alien_business/manual.php），本研究整理。瀏覽日期：2014年9月25日。

為使投資人更瞭解第一上市公司財務業務資訊，證交所於2014年10月2日修訂「外國發行人第一上市後管理作業辦法」、公開資訊觀測站「財務重點專區」資訊揭露處理原則、「證券承銷商辦理股票初次申請上市案之評估查核程序」等辦法，強化F公司資訊揭露及提高資訊透明度。

在強化資訊揭露透明度方面，新修訂作業辦法要求：（1）F公司每年應至少一次在台舉辦或參與交易所等單位辦理之業績發表會；（2）上市後之對外募資案件，其主辦承銷商於辦理年度及其後2年度應協助公司法規遵循與資訊揭露事宜。

此外，修訂新增F股「財務重點專區」三項指標，包括：（1）最近一期財報營收較前一期財報衰退50%以上，且應收帳款週轉率衰退30%以上；或最近一期財報營收較前一期財報衰退50%以上，且存貨週轉率衰退30%；（2）近4期財報營收衰退30%，且稅前淨利衰退50

%，且4季合計稅前淨利低於1.2億元；（3）未依法指定訴訟及非訴訟代理人，只要符合上述三指標，會列入F股財務重點專區被紅色註記，達到示警效果²。

（二）例行業務

項目	法令遵循事項
股務代理機構	在我國委任專業股務代理機構辦理股務事宜。
訴訟及非訴訟代理人	指定我國境內之訴訟及非訴訟代理人，以其為證券交易法在我國境內之負責人。
平時及重大事項	第一上市公司發生重大事件或證交所審閱第一上市公司公告申報之財務報告認為有必要時，得要求第一上市公司、簽證會計師、主辦證券承銷商、在我國之訴訟及非訴訟代理人或獨立董事就相關事項說明，並得要求第一上市公司將說明事項申報於證交所指定的網際網路資訊申報系統，必要時得要求第一上市公司召開記者會。

資料來源：臺灣證券交易所網站（http://www.twse.com.tw/ch/listed/alien_business/manual.php），本研究整理。瀏覽日期：2014年9月25日。

（三）交易面

項目	法令遵循事項
市場參與者	機構法人或自然人均可。
交易方式	與現行交易方式相同。
產業分類	第一上市公司將依行業別歸類並納入本國公司之產業類別交易。原則上產業分類比照本國公司，即依據證交所「上市公司產業類別劃分暨調整要點」辦理，計29類。初次申請股票上市之公司，證交所得就其主要商品之功能、用途及部門別營業損益比率、資產配置比率暨其他相關佐證資料，作為綜合考量之參考。
提高能見度	為提高外國發行人能見度，比照現行本國上市公司，由證交所為各發行人舉辦上市掛牌典禮及業績發表會，以提高市場能見度及知名度。另將強化機構投資人與發行公司間聯繫，

² F股增三指標 監理更嚴了，經濟日報，2014年10月2日，<http://udn.com/NEWS/FINANCE/FIN10/8975083.shtml>，瀏覽日期：2014年10月14日。

表 2-4 交易法令遵循事項簡表	
項目	法令遵循事項
	提升對公司之熟悉度；就一般投資人部分，擬落實投資人教育，強化風險預告及資訊擷取管道。

資料來源：臺灣證券交易所網站 (http://www.twse.com.tw/ch/listed/alien_business/manual.php)，本研究整理。瀏覽日期：2014 年 9 月 25 日。

三、下市

(一) 終止上市原因

我國對外國公司下市（即終止上市）路徑分為強制終止與自願終止兩種情形，前者主要依證交所營業細則（下稱營業細則）第 50 條之 3 規定；後者則依證交所上市公司申請有價證券終止上市處理程序（下稱下市處理程序）辦理。

1. 強制終止上市

依營業細則第 50 條之 3 第 3 項規定，有如下情形者證交所應予終止上市，並報請主管機關備查如下：

- (1) 經註冊地國撤銷組織登記、予以解散者。
- (2) 經註冊地國法院裁定宣告破產已確定者。
- (3) 經註冊地國法院裁定准予重整確定或駁回重整之聲請確定者。
- (4) 其上市股票經依第一項規定予以停止買賣，滿 6 個月後仍有第一項各款規定情事之一者。但依第 1 項第 11 款規定停止買賣者，不適用之。
- (5) 依規定公告並申報之最近期合併財務報告顯示其淨值為負數者。補行公告並申報之合併財務報告顯示其淨值為負數者亦同。

- (6) 證券交易法第 156 條規定情事，經主管機關命令停止全部有價證券買賣達 3 個月以上者。
- (7) 重大違反上市契約規定者。
- (8) 為另一已上市（櫃）之公司（含第一上市（櫃）公司）持有股份逾其已發行股份總數或實收資本額 70% 以上者。但他上市（櫃）公司取得該上市公司股份並進行合併或股份轉換者，適用相關終止上市程序規定。
- (9) 其他有終止有價證券上市必要之情事者。

2. 自願終止上市

依營業細則第 50 條之 3 第 6 項規定，第一上市公司除為進行併購者外，應準用申請下市處理程序辦理。故準用下市處理程序第 2 條規定，上市公司除有例外情形³，應經董事會或股東會決議通過，且表示同意之董事或股東，其持股需達已發行股份總數 2/3 以上，以維護投資人之權益。另依下市處理程序第 3 條第 1 項規定，如經董事會（股東會）決議通過，應由表示同意之一般董事（在董事會對申請終止上市議案提交股東會討論時表示同意之一般董事），負連帶責任承諾收購該公司股票。

（二）下市之投資人保護機制

如同上述，證交所在外國公司終止上市後，係以收購要約提供投資人做為直接保護。若為強制終止上市之情形，於尚未達終止上市標準前，亦設有停止買賣、變更交易方法等方式，作為預警手段。而於上市時，強制要求發行證券應有推薦證券商此一類似保薦人制度，目的係希望透過推薦證券（承銷）商，負擔一定之義務與責任，以擔保

³ 同條但書：如係已上市之可轉換公司債，申請終止上市而轉往櫃檯買賣中心買賣者，得不受此限。

外國公司於我國募集與發行有價證券之行為。雖然我國並未仿效歐美地區部分國家，要求公司應投保董事或高階經理人責任保險，但我國依投保法規定，設有證券投資人及期貨交易人保護中心，並有證券投資團體訴訟機制作為民事求償管道，有助於投資人權益保護。

四、保障股東及投資人權益措施

我國除於上市審查過程中對外國公司訂定與本國公司不同條件與門檻外，另於上市後持續要求其符合各類資訊揭露要求，期使投資人進行投資判斷時，能預為掌握公司財務與業務狀況，據以為正確判斷。但除此之外，對上市外國公司並未特別訂定保障股東或投資人權益措施，而係採準用本國公司應遵守之相關規定方式處理，觀諸證交法第 165 條之 1 與第 165 條之 2 規定可資證明。為瞭解現行法令於外國公司適用上可能發生之問題，依所涉及法律簡述如下：

（一）公司法

我國公司法訂有相關股東權保護措施，例如股東有查閱公司帳簿之權利、訴請撤銷股東會決議之權利、少數股東有召開股東會及股東常會提案權利等。但我國公司法上所稱之公司，係指依我國公司法成立之公司，與證交法對於發行有價證券者，係以「發行人」稱之，而發行人又可分為係依我國公司法成立之公司，或依外國法律組成之公司。因此公司法上之諸多規定，是否得直接適用於證券法令所稱之「發行人」？對於非依我國公司法成立之外國公司時否適用？目前外國第一上市公司係依證交所所定上市契約，要求其在公司章程內明定股東權益保護重要事項，以消除外國公司設立地法令與我國法令間之歧異，確保外國公司股東能獲得不低於我國法令之保障。

（二）證券交易法

證交法要求公開發行公司定期揭露財務、業務資訊，以求資訊公開，並對諸多違法行為設有民、刑事，甚至行政責任，以保護股東與投資大眾權益。外國公司既然選擇我國上市募集資金，自應同受規範。復因公司章程無法創設刑事責任，故證交法上有關短線交易、內線交易，侵占公司資產等以所涉公司係依我國公司法成立前提之罰則，未能涵蓋與外國公司相關人士之行為。我國證交法於 2012 年修正增訂第 165 條之 1 至第 165 條之 3 規定，外國公司於我國上市(櫃)，亦準用與本國公司相同之監理規範要求，包括操縱市場、短線交易與內線交易責任等。同時也要求外國公司應於我國境內指定訴訟與非訴訟代理人，作為於我國境內之負責人。惟外國公司未必均於我國營業，甚至擁有我國資產，為確保股東能獲得不低於我國法令之保障，使外國公司股東於買賣股票時，有充分之資訊得以作成判斷，對外國公司課以資訊揭露之義務相當重要。目前比照證交法對國內公開發行公司之規定，要求外國定期揭露其財務、業務資訊，如遇有偶發之重大事件，亦要求即時公告申報，違反者將受違約金、變更股票交易方法甚至停止股票買賣之不利處分。

相較於事後司法訴追可能面臨困難，若證交所透過上市契約之約定，能對發生異常情事之外國公司立即採取有效處置，實為股東權保護之關鍵機制。然而私法契約行為無法創設刑事責任，而證交法上有關短線交易（歸入權）、內線交易，企業舞弊（侵占公司資產、董事背信）等規範均為依我國公司法成立前提之罰則，此部分即無法利用證交所上市契約作為執法依據。

（三）跨境監理合作

1. 證交法授權主管機關跨境監理合作依據

按證交法第 21 條之 1 第 1 項規定：「為促進我國與其他國家證券市場主管機關之國際合作，政府或其授權之機構依互惠原則，得與外國政府、機構或國際組織，就資訊交換、技術合作、協助調查等事項，簽訂合作條約或協定。」第 2 項規定：「除有妨害國家利益或投資大眾權益者外，主管機關依前項簽訂之條約或協定，得洽請相關機關或要求有關之機構、法人、團體或自然人依該條約或協定提供必要資訊，並基於互惠及保密原則，提供予與我國簽訂條約或協定之外國政府、機構或國際組織。」可知我國採司法互惠原則，以雙邊或多邊方式進行國際合作。然受限於我國邦交國有限、國際地位不明確等政治現實，參與國際組織活動，運用國際組織會員身份，簽訂各類多邊協定與備忘錄方式，以達成與外國司法互助合作目標即為有效模式。

同條第 3 項規定：「為促進證券市場國際合作，對於有違反外國金融管理法律之虞經外國政府調查、追訴或進行司法程序者，於外國政府依第 1 項簽訂之條約或協定請求協助調查時，主管機關得要求與證券交易有關之機構、法人、團體或自然人，提示相關之帳簿、文據或到達辦公處所說明；必要時，並得請該外國政府派員協助調查事宜。前項被要求到達辦公處所說明者，得選任律師、會計師、其他代理人或經主管機關許可偕同輔佐人到場。」惟糾紛產生時，法院管轄權之議題仍有爭議，倘外國公司之股東會召集程序或決議方法違反法令或章程，我國股東得否逕向我國法院起訴，請求撤銷股東會決議？或須前往設立地國尋求司法救濟？證交法僅於第 165 條之 3 規定：「外國公司，應在中華民國境內指定其依本法之訴訟及非訴訟之代理人，並以之為本法在中華民國境內之負責人。」以利投資人得先行於我國行使權利。

2. 其他法律對涉外事件管轄權之規定

另參照我國民事訴訟法第 6 條規定，對於涉有事務所或營業所之人，關於其事務所或營業所之業務涉訟者，得由該事務所或營業所所在地法院管轄。故外國公司如在我國設有營業所，亦得援引此一管轄權規定。其他尚有得援引者另有同法第 12 條因契約涉訟者，以債務履行地之法院管轄。或外國公司在台上市，因該公司有詐欺等之侵害我國投資人權利為由，援引同法第 15 條因侵權行為涉訟者，得由行為地法院管轄之規定。惟是否由當事人舉證有侵權行為發生，於比較法上，有下述三說可供參考⁴。

(1) 管轄原因假定說（證明不要說）

原告之主張具有理性（首尾一貫性），法院應假定管轄原因存在，逕依原告之主張肯定法院之國際裁判管轄權。惟此說對於涉外訴訟上被告之程序權的保護顯有不周，逕依原告之主張即肯定法院之國際裁判管轄權，無法防止原告濫訴（特別在於具有全球性規模與資力之法人，藉由國際多重起訴造成國際訴訟競合，使被告窮於防禦），亦傷害法院篩選不應受理之案件之制度功能。倘法院於本案實體審理之結果，難以認定原告之請求有理由（如：侵權行為存在）而必須駁回原告之請求時，無法說明當初法院之管轄權基礎如何成立。

(2) 管轄原因審理說（證明必要說）

原告對於管轄原因之事實，負有一定程度的證明義務，僅依原告之主張而為管轄判斷，將造成被告實體審理上應訴之負擔，難謂妥當。故應就管轄原因應進行一定程度之證據調查後而為判斷，始為相當。

(3) 客觀事實證明說

被主張為侵權行為之行為或基於此之損害發生的事實（或得連結

⁴蔡華凱，論我國涉外智慧財產案件之國際裁判管轄與準據法，司法院網站 www.judicial.gov.tw/，瀏覽日期：2015 年 1 月 30 日。

至被評價為侵權行為之客觀事項經過，乃至於可能成為侵權行為之事實關係的存在）之證明係屬必要，但不必證明違法性或故意過失等。

我國最高法院曾於 97 年台抗字第 185 號判決指出：「……本件相對人（原告）固主張再抗告人甲（被告）（於臺北市 OO 路）有侵權行為，惟查再抗告人甲為香港籍人，住香港九龍尖沙嘴 XXX 室，而第一審共同被告香港商康樂保有限公司臺灣辦事處雖於臺北市設有辦事處，並以甲為其代表人，然再抗告人於原法院否認於我國有何侵權行為，能否謂如相對人所主張甲在臺北市 OO 路有侵權行為乙節，即遽認類推民事訴訟法第 15 條第 1 項規定我國因而具有國際管轄權，事涉侵權行為地是否為臺北市，自應由原（高等）法院詳細機構調查，以認定台北地院管轄權之有無，乃原審未予調查審認，自有未當。……。」⁵另關於商標侵害案件，如台灣板橋地方法院 94 年度智(一)字第 36 號判決理由謂：「按『關於由侵權行為而生之債，依侵權行為地法。』、『因侵權行為涉訟者，得由行為地之法院管轄。』，涉外民事法律適用法第 9 條第 1 項及民事訴訟法第 15 條第 1 項定有明文。本件原告起訴主張被告英代爾實業股份有限公司（下稱英代爾公司，其法定代理人為被告甲○○）…(中略)，而侵害其商標專用權，爰依侵權行為等法律關係提起本件訴訟，是依上開規定，本院自有管轄權，並應依本國法律予以審判。」涉外民事法律適用法並未就法院之管轄予以規定，惟原告主張侵權行為地在我國，類推適用我國民事訴訟法第 15 條第 1 項規定，由我國法院管轄⁶。

⁵ 另參照最高法院 97 年度台抗字第 185 號民事裁定，最高法院 56 年度台抗字第 369 號判例要旨。

⁶ 智慧財產法院處理之涉外專利侵害案件，幾乎都一貫地採取此方法，例如 98 年度民專上易字第 3 號判決、98 年度民專訴字第 10 號判決、98 年度民專訴字第 30 號判決。但亦有認為應依涉外民事法律適用法定管轄權，但卻又「類推適用」或「利益衡量」民事訴訟法的規定。例如台北地方法院 95 年度智字第 5 號判決：「一、本件原告公司為外國法人，具有涉外因素，其主張被告有侵害其專利權應負擔損害賠償責任，係為一私法爭訟，自應適用涉外民事法律適用法以定涉外事件之管轄及準據法。查：(一)管轄權之判斷：一國法院對一涉外事件有無一般管轄或特別管轄權，原則上均應由受訴法院依其民事訴訟法之規定判斷之。又關於直接

即便我國法院依上市契約為據，認定其對外國公司案件有管轄權，股東在後續強制執行階段，尚有其他問題有待克服。例如，若外國公司之營運所在地不在我國，其資產散布於海外，股東若欲執我國確定判決以實現其權利，勢必得至資產所在地之他國法院聲請強制執行。況且，我國確定判決之效力，是否為他國所承認尚屬未定，倘不被承認，則股東恐怕得跨海再提訴訟。過去雖有建議宜要求外國公司於我國境內召開股東會，但基於實務運作可能，應思考是否進一步要求外國公司揭露其於我國有無設置營業處所，或揭露是否於我國境內之持有相關資產，或可供行使之債權等，俾利我國股東評估日後發生糾紛時評估是否須跨海提訟，抑或可就近於我國法院尋求救濟。

第二節 涉外不法證券事件規範與責任

依證交法規定，涉外不法證券事件可大分為利用募集與發行之詐欺行為、企業財務舞弊、內線交易、操縱市場等類型，隨著資本市場發展，交易行為日趨複雜，也常出現至少出現兩種以上類型行為之複合型案件。限於篇幅，本研究僅舉「內線交易」與「操縱市場」兩類型為例，方便與第三章國外制度進行比較。

一、內線交易

依證交法第 157 條之 1 第 1 項規定，具特定身分之人，實際知悉發行股票公司有「重大影響其股票價格」之消息之一定時間內，不得

一般管轄權之判斷基準，各國立法例與實務見解的看法雖有不同。本件無論採用「類推適用」民事訴訟法之觀點或採取「利益衡量」之見解，因被告中國石油化學工業開發股份有限公司（下稱中石化公司）為我國法人且其主營業所之所在地於我國境內，故我國法院就此涉外私法事件有直接一般管轄權。又因被告之事務所在本院轄區，故依據民事訴訟法第 2 條第 2 項應認本院就此一涉外侵權事件有管轄權」。

對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券，自行或以他人名義買入或賣出。若實際知悉之消息屬於「重大影響其支付本息能力」（第2項），則禁止特定身份之人於一定時間內，不得賣出發行公司之上市或在證券商營業處所買賣之非股權性質之公司債。

（一）構成要件

1. 行為主體

行為主體為內部人與消息受領人，內部人包括：該公司之董事、監察人、經理人及受政府或法人指定代表行使職務之自然人，或持有該公司之股份超過10%之股東，「實際知悉」發行股票公司重大消息。另有「準內部人」之設：

- (1) 基於職業或控制關係獲悉消息之人：如公司職員或接受該公司委任處理事務之律師、會計師等因職業關係獲悉重大消息者，及母公司基於控制關係知悉子公司重大消息者屬之。
- (2) 喪失前述身分後未滿6個月者。
- (3) 消息受領人：由前述所列之人獲悉消息者。

2. 有重大影響股票價格或公司支付本息能力之消息

「重大影響股票價格之消息」是指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息。為使重大消息認定標準更明確，證券交易法第157條之1另設有「有重大影響其支付本息能力之消息」要件，並訂定「證券交易法第157條之1第5項及第6項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」，作為判斷依據。

3. 消息明確後一定時間內為有價證券之買入或賣出

依同條第 1 項規定，重大影響其股票價格之消息，則在消息明確後，未公開前或公開後 18 小時內，不得對該公司發行股票或其他具有股權性質之有價證券，自行或以他人名義買入或賣出。第 2 項規定，則針對發行股票公司有重大影響其支付本息能力之消息，同樣於未公開前或公開後 18 小時內，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之非股權性質之公司債，自行或以他人名義賣出。

4. 行為人具有故意

所謂「故意」，指對於侵害行為的事實，明知並有意使其發生，或預見其發生，而其發生並不違背其本意而言。按 102 年 5 月 21 日 102 金上訴字第 14 號判決要旨⁷：「內線交易罪為危險犯而非結果犯，……屬於抽象危險犯。因此，客觀上，行為只要符合構成要件所描述之事實，即可認定具有此等抽象危險，無待法官就具體案情而作具體危險認定，即不需證明是否發生具體危險；在主觀上，行為人不以認識危險狀態之事實為必要，亦即縱行為人主觀上認無造成不公平交易之風險，亦構成本罪。是以，行為人既已獲悉有重大影響公司股票價格之消息，並在該消息公開前，買入該公司之上市股票，在主觀上顯然具有知及欲，即已該當證券交易法內線交易犯罪之構成要件，縱使行為人主觀上並沒有牟利之意圖，亦無礙本罪之成立。」103 年 2 月 13 日最高法院於 103 年度台上字第 442 號刑事判決指出，成立犯罪之構成要件僅需符合內部人有「實際獲（知）悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息」及「在該消息未公開或公開後某時間以前，買入或賣出該公司股票」之要件，而不以有無「利用」該消息買賣股票牟利之主觀意圖為必要。

5. 民事責任

⁷ 證券暨期貨法令判解查詢系統 <http://www.selaw.com.tw/scripts/Query1B.asp?no=7H102%AA%F7%A4W%B6D++++++14++001>。瀏覽日期：2014 年 10 月 9 日

依證券交易法第 157 條之 1 第 3 項規定，違反內線交易禁止規定之行為人，對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至 3 倍；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。而消息受領人亦同負連帶賠償責任。

（二） 規範探討

1. 舉證責任

目前通說採請求權人無須證明因果關係之見解，只要受規範內部人符合行為構成要件，請求權人於當日從事相反買賣，且為善意者，即可提出損害賠償請求。該條第 4 項但書規定，公司內部人有正當理由相信消息已公開者，不負賠償責任，即提供消息者，得舉證證明在交易或提供消息前，消息已公開，故無內線交易責任。而消息受領人，亦可援引提供消息者之反面證明，主張無庸對善意相反買賣之人負責。

2. 內線交易成立時點難以一概而論

因消息經公開揭露後即可解除內部人保密義務與責任，故「公開揭露時點」亦為內線交易是否成立之判斷依據。主管機關雖發布「重大消息範圍及其公開方式管理辦法」提供明確規範以利上市公司遵循，但於當今企業交易與經營型態快速變遷，新種有價證券不斷推陳出新之時，何種消息為「重大」即難以一概而論。為避免發生上市櫃公司機械性遵守相關規定，而忽略「內線交易」規範宗旨之情形，法院對於「重大」之認定標準，不宜以行政命令之規定一概而論，仍應依個案加以認定。近年來國內各法院紛紛參考學說理論與外國判決的

見解，以較為細膩深入的方式來認定重大消息，並有形成一致看法的趨勢。

3. 「消息受領人」認定不易

內線交易所規範的行為主體，不限於公司內部人，市場內部人也在內線交易規範內，至於間接受領人(即第二手或第三手消息受領人)更是舉證不易。證交法於2006年修訂時，增列董監事(含法人代表)或經理人卸任後6個月內，仍受內線交易規範之限制。

二、操縱市場

依第 155 條第 1 項：集中交易市場禁止操縱有價證券之規範，禁止之態樣列舉如下：

- (1) 不履行交割：第 155 條第 1 項第 1 款。
- (2) 沖洗買賣：第 155 條第 1 項第 2 款（於 2000 年已刪除）。
- (3) 相對委託：第 155 條第 1 項第 3 款。
- (4) 連續交易：第 155 條第 1 項第 4 款。
- (5) 製造活絡假象：第 155 條第 1 項第 5 款。
- (6) 散布流言或不實資料：第 155 條第 1 項第 6 款。
- (7) 概括條款：第 155 條第 1 項第 7 款。

同條第 2 項規定店頭市場準用上開規範，第 3 項則違反第 155 條第 2、3 項之行為人，應負民事責任。觀察上述條文，我國同美、日等國立法例，未就「操縱行為」本身加以定義，而係以列舉加概括等類型化方式（如：不履行交割、沖洗買賣與相對委託、連續交易、製造活絡假象、散布流言或不實資料，以及其他操縱行為）來規範操縱行為之範圍。在操縱意圖及操縱行為的認定上，各款規定並不必然相互排斥，而應具有互補的作用，以下為各項操縱型態認定簡要歸納分

析。

(一) 不履行交割

第 155 條第 1 項第 1 款所規範的類型為「在集中交易市場委託買賣或申報買賣，業經成交而不履行交割，足以影響市場秩序」重點在防止實際上並無買賣成交之意思，利用虛掛買賣單之方式，空報價格，企圖創造市場交易繁榮熱絡的假象，以達操縱市場股價之目的。其行為態樣包括「投資人委託買賣業經成交而不履行交割」及「證券商申報買賣業經成交而不履行交割」兩種，目的為防範惡意投資人不履行交割義務，影響市場交易秩序，至於一般投資人若非屬惡意違約，其違約金額應不致足以影響市場交易秩序，不會受本法相關刑罰規定之處罰。

最高法院近年來見解傾向證交法第 155 條第 1 項第 1 款之「足以影響市場秩序」⁸之犯罪構成要件，不僅需於犯罪事實欄明白認定，且需於判決理由欄內說明所憑認定行為人之行為足以影響市場秩序之證據及理由，否則即有判決不載理由之違誤⁹。本款之行為人主觀上必須對於客觀不法構成要件行為狀態全部都有所認識，始具備故意之認知要素¹⁰，亦即自投資人委託買賣或證券經紀商申報買賣時至整個交易完成時，主觀上均須具有違反本款規定之故意。

(二) 沖洗買賣與製造活絡假象

⁸所謂「足以影響市場秩序」之認定標準，於司法實務案例認定考慮因素包括：1.投資人違約不履行交割之金額多寡。2.投資人違約不履行交割之有價證券數量占該證券當日成交數量之比例。3.投資人違約不履行交割後，對同一有價證券價格之影響。4.臺灣證券交易所對成交價、量之波動分析意見。施東亮，證券集中交易市場反操縱條款之實務運作研究—以證交法第 155 條第 1 項刑事責任為中心，國立高雄大學法律學系碩士論文，2009 年 6 月，頁 98。

⁹ 同上註，頁 97。

¹⁰ 陳錦旋，股價操縱之構成要件解析，證券櫃檯，2008 年 10 月，頁 34。

1. 構成要件

證交法第 155 條第 2 款在 2000 年修訂前原明文禁止沖洗買賣 (Wash sale)，惟 2000 年 7 月 19 日刪除沖洗買賣之規定，卻於 2006 年證交法修正時，重新訂定於第 155 條第 5 款「製造活絡假象」。所謂「沖洗買賣」，通常係由同一人分別在兩家以上之證券經紀商開戶，在分別委託該兩家以上證券經紀商，依一定的價格、一定的數量，為相反方向的買賣，以撮合交易，期藉由連續交易方式，造成某種特定有價證券交易熱絡的假象，以吸引其他投資大眾跟進交易，達到拉抬或壓低股價的目的。

原證交法第 155 條第 2 款謂「不移轉證券所有權」適用上有疑義，因證券買賣係由證券商辦理形式上的交割，沖洗買賣也不例外，此一交割是否為所有權的移轉？究竟在認定上應該採「實質所有權」觀點？或是採「形式所有權」觀點？實務上對此意見分歧，2006 年增訂於同條項第 5 款，已消除第 155 條第 1 項第 2 款刪除後產生的爭議。

本款所謂「交易活絡」應如何認定？有學者從經濟刑法之危險犯罪論觀點認為，應以行為人之行為該當「足以使其他投資人誤解集中交易市場某種有價證券之交易狀況」之危險結果要素為認定基準，該基準包括：(1) 應持續一段期間；(2) 買進、賣出之成交量應占該股當日或當月成交量一定比例以上；(3) 於同一營業日之相近時間，相對成交量應占該股當日成交量一定比例以上，且超過一定之交易單位等三個部分。惟上述基準之三個部分應綜合審查，並須參考個案實際情形加以判斷，不應過度僵化¹¹。除行為人在主觀上須具備「故意」外，本款明定行為人須有「意圖」造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象情形之主觀目的始該當，亦即行為人必須有為扭曲市場

¹¹吳元曜，論沖洗買賣條款之立法形式及適用基準，法令月刊，第 55 卷第 1 期，2004 年 1 月，頁 57-58。

機能，造成某特定之有價證券交易活絡之不真實假象，使投資人對於該證券之價格形成產生誤導之不法意圖，才符合本款之主觀構成要件¹²。

2. 規範探討

本款條文以「連續」委託買賣或申報買賣而相對成交為要件，惟對此種以「左手買進，右手賣出」的虛偽交易行為，條文已明訂需有主觀要件存在，故只要有一次行為，即應認具有可歸責性，「連續」之要件應屬多餘¹³。

本款與第 155 條第 3 款「相對委託」同屬虛偽交易操縱手法，惟於證券市場實際交易上因集中競價、電腦撮合等因素，即使同一人於同一時間就同一數量、價格之某一特定股票為委託買賣，其成交情形難免存在些許差距。故在解釋上沖洗買賣之成立，在時間、價格上仍容許些許差距，我國並未仿效美國法要求交易數量應相近（Substantially the same），學說上認為：「委託買進與賣出的數量雖不相同，但有撮合成交的可能時，亦可達到影響股價的目的，因而亦不能免除本款責任，此等情形與美國法顯有不同。」¹⁴

（三）相對委託

1. 構成要件

證交法第 155 條第 1 項第 3 款規定，「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，與他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為」，一般稱為「相對委託」或「對敲」行為¹⁵。一般常見之手法，係由二

¹²陳錦旋，股價操縱之構成要件解析，證券櫃檯，2008 年 10 月，頁 35。

¹³林國全，操縱行為之案例分析，證券暨期貨月刊，第 22 卷第 12 期，2004 年 12 月，頁 64。

¹⁴賴英照，股市遊戲規則--最新證交法解析，自版，2006 年 3 月，頁 442-443。

¹⁵市場上所謂「對敲」係指兩個以上投資人在兩個以上證券經紀商開戶，相互約定於同一時間，以相同之數量與價格，對某一特定有價證券從事相對買賣行為，協力操作（pool operation），即

個以上當事人共謀預先約定，對某一種特定股票作一個或數個買賣相對委託之行為，其目的在藉此虛假交易，製造交易熱絡的假象，引誘一般投資人盲目跟進或跟出，製造有利於自己所持有之股價趨勢。

2. 規範探討

如同證交法第 155 條第 1 項各款，本款行為人在主觀上須具備故意，且相對委託之成立要件，行為人在主觀上須有「意圖」影響股價。所謂「意圖」，須從具體事實予以認定，如二人在一定期間內重複多次為買賣的相對委託，藉以製造交易熱絡的假象，應可推定有通謀及影響股價的意圖。故本款規範之行為主體應為複數，包括相對委託之買方與賣方當事人。既然是由二人通謀所為，行為人與相對人間須有犯意的聯絡，始能成立¹⁶。

所謂「同時」，學說上認為不必於同一時刻為買賣的委託，實務上投資人的委託在同一營業日均有效，因此買賣雙方委託時間雖有不同，如果有成交的可能，均可解為「同時」¹⁷。

（四）連續交易

證交法第 155 條第 1 項第 4 款規定，「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出」的行為，一般稱為「連續交易」（亦有稱為「不法炒作」、「連續交易」等），其立法意旨乃藉以防止有價證券之不當囤積或賤售而操縱市場。

1. 構成要件

本款之行為主體，無論買方或賣方，其委託證券經紀商買賣，或

形成操縱組織，採取集團操作，可分為「預謀長期組合」及「臨時起意組合」兩種，黃川口，股價操縱行為之法律觀，銘傳學刊，第四期，1993 年 7 月，頁 240。

¹⁶ 廖雅鳳，證券集中交易市場反操縱條款之刑事比較研究，中原大學財經法律學系碩士論文，2000 年 7 月，頁 105。

¹⁷ 賴英照，股市遊戲規則—最新證交法解析，自版，2006 年 2 月，初版，頁 442。

利用他人名義委託證券商為買賣者，若符合本款構成要件皆可構成本罪。故除了行為人本人外，如利用他人名義買賣者亦可構成，行為主體並無身分之限制。另外，若與他人聯合連續抬高或壓低價格之操縱者，為集團操縱型態，亦可構成共同正犯或其他共犯型態。本款於1998年新修訂時，增訂「自行或以他人名義」之文字，而「以他人名義」之用語，主要係仿自證交法第22條之2第3項。依證交法施行細則第2條之規定，具備下列要件，即構成證交法第22條之2第3項之「利用他人名義」：(1)直接或間接提供股票與他人或提供資金與他人購買股票；(2)對該他人所持有之股票，具有管理、使用或處分之權益；(3)該他人所持有股票之利益或損失全部或一部歸屬於本人。

本款以「高價」買入、「低價」賣出為構成要件之立法，為我國證交法特有之規定。依我國現行法，何種價格屬高價或低價，常常是爭議的焦點¹⁸。本款行為人在主觀上須具備故意，且行為人在主觀上應同時具備「意圖抬高或壓低某種有價證券之交易價格」，以及具有「意圖誘使他人從事有價證券之買賣交易」，始有適用。

2. 規範探討

(1) 有關抬高或壓低有價證券之交易價格「意圖」之認定

臺灣證券交易所制定之「臺灣證券交易所股份有限公司公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準之詳細數據及除外情形」，將「異常標準」予以數據化，藉由數據化使其有檢驗事實的標準，並將「除外情形」並列，提供司法實務參考，

¹⁸茲彙整歷年來幾種對「高價」、「低價」之認定標準如下：(1) 早期實務見解：以「漲跌停價」為標準。(2) 最高法院74年台上字第5861號判決：對「最高買價」之認定係採「指於特定期間內，逐日以高於平均買價，接近最高買價、或最高買價買入」的情形。此判決雖未成為判例，惟常為各級法院引用。(3) 近年判決：認為影響股票市場價格之因素甚多，所謂「高價」、「低價」必須綜合判斷之。(4) 學說主張：應繫於某「特定時點」，市場股價之相對高低而言。陳錦旋，股價操縱之構成要件解析，證券櫃檯，2008年10月，頁36-37。

期能針對難以證明之「意圖」主觀構成要件要素加以更嚴謹的認定，使法院判決更具可預測性。查核目標係以標的有價證券累積之「收盤價漲跌百分比」、「成交量」、「週轉率」、「本益比」、「股價淨值比」等異常數據為其分析之依據，其內容標準提供違反本款操縱行為規範較客觀之認定標準，其分析結果主要亦係提供檢警機關偵查及法院審理個案之參考，惟其成效如何，仍待觀察¹⁹。

(2) 如何判斷高價買入或低價賣出

本款規範之目的，實為防範行為人藉由連續買入或賣出，以抬高或壓低某種有價證券價格，或造成其活絡假象進而引誘他人買進或賣出。因此，規範重點應在連續買進或賣出之行為以引誘他人買賣，而非在認定「高價」或「低價」的問題上。蓋何謂「高價」？何謂「低價」？均屬於相對之不確定法律概念，故學者有認為未盡妥適，建議刪除「高價買入或低價賣出」要件，使本款所定犯罪行為著重於行為人是否基於影響市場行情之意圖，而為連續買進或賣出之行為，免除實務上判斷「高價」、「低價」之困擾²⁰。

(五) 散布流言或不實資料

1. 構成要件

為確保資訊正確性，證交法第 155 條第 1 項第 6 款規定禁止「意圖影響集中交易市場有價證券交易價格，而散布流言或不實資料」的行為，防止行為人對投資大眾詐欺。行為主體無任何限制，且不限於行為人直接散布或間接散布。惟以本款規定論處之案件，並不多見，

¹⁹施東亮，證券集中交易市場反操縱條款之實務運作研究—以證交法第 155 條地 1 項刑事責任為中心，國立高雄大學法律學系碩士論文，2009 年 6 月，頁 149-152。

²⁰林國全，操縱行為之案例分析，證券暨期貨月刊，第 22 卷，第 12 期，2004 年 12 月，頁 59-60。

似未能充分發揮其預期之功能²¹。

證交法未針對「散布流言」及「散布不實資料」為明確定義，學說上一般認為就本款「散布流言」及「散布不實資料」之意義，應作與美日相同之解釋²²。蓋基於禁止公眾過度投資而防止詐欺之考量，以防止詐欺為其立法意旨。因此，參照美日法例，「散布流言」之內容是操縱正在或將要進行之真實情況，「散布不實資料」之內容則為不實之表示²³。主觀不法構成要件除有「故意」外，另尚須具備影響集中交易市場有價證券交易價格，而散布流言或不實資訊之「意圖」。惟影響證券市場交易價格的因素眾多，實務上舉證極為困難，因此，如有主觀影響集中交易市場有價證券價格之意圖及客觀行為，應已足以構成不法。

2. 規範探討

本款適用案例多數為投信、投顧公司或股友社提供股市資訊之情形，而此類案例在判斷上最容易發生問題者，在於其所散布之消息，是否屬於流言或不實資料，以及行為人主觀上是否具有影響交易價格意圖之認定。由於行為人所散布之消息是否與客觀事實相符，在判斷上已有一定程度之困難性，再加上語言表達方式之多樣性，使得判斷之複雜性更為增加。對於此種處於無法明確判斷是否屬於流言或不實資料的灰色地帶，往往基於罪疑唯輕原則，對行為人做無罪之推定。為符合本法規範之意旨，針對此類案件是否另構成違反證交法第 155 條第 1 項第 7 款之規定，不無討論空間。

（六） 其他操縱行為

²¹林國全，操縱行為之案例分析，證券暨期貨月刊，第 22 卷第 12 期，93 年 12 月，頁 60。

²²依美、日立法例均區分為：(一) 散布流言(參見美國 1934 年證交法第 9 條 a 項第 3 款、日本金融商品交易法第 159 條第 2 項第 2 款)；(二) 散布不實資料(參見美國 1934 年證交法第 9 條 a 項第 4 款、日本金融商品交易法第 159 條第 2 項第 3 款)兩種不法類型。

²³賴源河，證券法規，元照出版公司，2006 年 5 月，頁 265-266。

1. 構成要件

證交法第 155 條第 1 項第 7 款規定禁止「直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為」。此乃鑒於證券市場之發展日新月異，態樣複雜，為恐上述各款之規定掛一漏萬，特加本款概括規定，以補不足。行為主體無任何限制，包括「直接或間接」從事操縱行為之人，故除直接委託買賣有價證券之投資人與自行或受託買賣之證券商外，即使未參與交易而有操縱行為之人，亦應包括在內。

本款之客觀行為要件為「直接或間接從事其他影響集中交易市場有價證券交易價格之操縱行為」，我國學說及實務上罕見針對本款內容之「直接或間接」之意涵，做出相關之解釋。以概括構成要件規定，使參與證券市場交易之人動輒有違反本款規定之疑慮，其範圍是否過寬，實值深思。本款條文之用語，並無其他各款「意圖」之構成要件，解釋上似僅以行為人具備影響證券價格之故意即可。

2. 規範探討

本款內容含有諸多不確定法律概念，致在實際適用上有相當彈性的空間。從以往案例觀察，法院對如何適用本款規定，意見仍然分歧²⁴。

（七）民事損害賠償責任

證交法第 155 條第 3 項就操縱市場之民事損害賠償責任，規定「違反前二項規定者，對於善意買入或賣出有價證券之人所受之損害，應負賠償責任。」請求權人應為「善意」買入或賣出有價證券受有損害之人。從相關條文觀察，具有於有價證券集中交易市場買賣者資格者限於「證券自營商」或「證券經紀商」。故除證券自營商善意買入或

²⁴ 賴英照，頁 459-463。

賣出有價證券因操縱行為受有損害，得依證交法第 155 條第 3 項請求損害賠償外，另依第 155 條第 4 項規定，第 20 條第 4 項於操縱市場之民事損害賠償責任規定準用之。查第 20 條第 4 項規定「委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，視為前項之取得人或出賣人」，因而，一般投資人亦得主張因操縱市場行為所受之損害賠償請求權。

所謂「賠償義務人」指從事操縱市場行為之人，包括根據證交法第 155 條第 1 項規定的 6 種操縱行為態樣之行為人。同條第 2 項規定，於證券商營業處所買賣有價證券亦不得為操縱行為。

請求權人不必為交易相對人，只需證明「善意」，亦即不須於買賣證券時，已知行為人有操縱行為，請求權人應證明自己遭受損害及損害金額。但證券價格的變化有多少是操縱行為所致？多少是其他因素（如政治、經濟、市場等）所引起？由於條文並未就賠償金額訂定計算標準，實務上有類推適用內線交易的賠償計算方式之案例（臺北地方法院 93 年度金字第 70 號民事判決參照）。

最困難的部分為因果關係認定，請求權人須證明其所受之損害與行為人之操縱行為間，具有因果關係，亦即請求權人所買賣的證券，其價格的變化純因操縱行為而引起，非因經濟、政治或其他市場因素介入所致。但證交法第 155 條並無特別規定，司法實務有參考傳統民事侵權行為訴訟之因果關係，採相當因果關係理論²⁵，證明要求較高，不利於保護投資人。惟近年來已有法院體認到證券交易市場之買賣相對人往往非直接當事人，投資人在相關證券訴訟中的舉證困難，嘗試援用民事訴訟法第 277 條但書：「當事人主張有利於己之事實者，就其事實有舉證之責任。但法律別有規定，或依其情形顯失公平者，不在此限。」²⁶之舉證責任分配原則、舉證責任導致之相關學理，推定

²⁵ 最高法院 23 年上字第 107 號判例、30 年上字第 18 號判例。

²⁶ 參見大中鋼鐵案（台中地方法院 91 年度重訴字第 334 號民事判決）。

因果關係存在，來減輕原告舉證責任，協助投資人進行證交法第 155 條訴訟。

第三章 各國相關制度概況

第一節 美國

壹、 外國公司上市制度

外國公司（Foreign Private Issuer，下稱 FPI）指非依美國法律登記並非屬政府組織之發行人，其所發行之有價證券，可透過直接在美國的證券交易所將其普通股於美國境內首次公開發行之第一上市；或發行美國存託憑證之第二上市兩種方式在美國交易。上市證券受 1933 年證券法（Securities Act of 1933，下稱證券法）與 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934，下稱證交法）規範，為使企業公開揭露資訊，並補償投資人因重大不實資訊誤導所蒙受之損失，證券法要求所有在美國公開發行之證券，皆須事先向美國證管會（Securities and Exchange Commission，下稱 SEC）登記並依規定申報資訊，但符合聯邦法規定義之 FPI，可適用較寬鬆的資訊揭露要求。

但發行人最近 2 個會計季度最後營業日有超過 50% 之表決權股數直接或間接由為美國居民所持有，且有下列情事之一者，將被視為美國公司，須適用美國境內企業資訊揭露規定，排除適用 FPI 之相關特殊待遇²⁷：

²⁷ 17 CFR 240.3b-4 : Definition of "Foreign Government," "Foreign Issuer" and "Foreign Private Issuer" (a) The term foreign government means the government of any foreign country or of any political subdivision of a foreign country. (b) The term foreign issuer means any issuer which is a foreign government, a national of any foreign country or a corporation or other organization incorporated or organized under the laws of any foreign country. (c) The term foreign private issuer means any foreign issuer other than a foreign government except for an issuer meeting the following conditions as of the last business day of its most recently completed second fiscal quarter: (1) More than 50 percent of the issuer's outstanding voting securities are directly or indirectly held of record by residents of the United States; and (2) Any of the following: (i) The majority of the executive officers or directors are United States citizens or residents; (ii) More than 50 percent of the assets of the issuer

- (1) 過半數執行人員或董事為美國公民或居民；
- (2) 該發行人之資產超過 50% 在美國境內；
- (3) 該發行人主要營業處所設於美國境內。

由於美國證券交易所眾多，本文僅介紹最重要的紐約證券交易所（New York Stock Exchange，下稱 NYSE）對 FPI 上市之相關規範。

一、上市前

（一）法律規定

FPI 應遵循 1933 年及 1934 年證券交易法及其相關規定進行在美國募資與交易，執行審核及監管單位為 SEC。一般而言，除適用 Regulation S 及 144A 等私募型態之募資外，所應遵循的法令與美國公司幾近相同，且較為簡化。原則上須向 SEC 申報證券交易法登記表格（Exchange Act registration statement），並須持續申報年度報告。依 1933 年證券法，FPI 各依其門檻條件分別依 F-1，F-2 或 F-3 表格申報，其中最常見之 F1 表格²⁸包括公開說明書及專為 FPI 所設計的 20-F 中的財務資訊²⁹。對於以美國存託憑證（ADRs）形式在美國銷售證券的發行人，則需按表格 F-6 進行註冊登記³⁰，相關重要登記與豁免登記事項彙整如下表。

are located in the United States; or (iii) The business of the issuer is administered principally in the United States.

²⁸US Securities and Exchange Commission, Form F1, Resistration Statement under the Securities Act of 1933. <http://www.sec.gov/about/forms/formf-1.pdf> 瀏覽日期：2014 年 9 月 19 日

²⁹US Securities and Exchange Commission, Form 20-F. <http://www.sec.gov/about/forms/form20-f.pdf> 瀏覽日期：2014 年 9 月 19 日

³⁰US Securities and Exchange Commission, Form F-6, Registration Statement under the Securities Act of 1933 for Depositary Shares Evidenced by American Depositary Receipt, <https://www.sec.gov/about/forms/formf-6.pdf> 瀏覽日期：2014 年 9 月 19 日

表 3-1 外國公司登記與豁免登記事項簡表

<p>登記事項</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 依 1933 年證券交易法 Form F-1, F-2, F-3, F-4 規定申報發行人相關資料（類似美國國內發行人申報的 Form S-1, S -2, S -3, S -4）；發行 ADR 之 FPI 依 Form F-6 規定申報發行人相關資料。 • 應附公開說明書應記載事項； • 依 1933 年證券法規定所要求之財務業務資訊； • 依 1934 年證券交易法 Form 20-F 規定共 19 項資訊； • 得為私募； • 在應公開資訊項目上較美國公司少，主要依其母國規範。
<p>豁免登記事項</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 依 Regulation D, Regulation S 放寬符合規定之 FPI 不須依 1933 年證券法規定申報登記； • Rule 144A 規定，外國發行人不須依上開規定申報者，僅須提供如發行人簡介、所生產產品及服務之簡短聲明，最近一期資產負債表，前兩年與最近一期收入與收益報告等資訊即可。

資料來源：美國 SEC 網頁，本研究整理。

為免 FPI 認為申報透明化反有礙募資順利進行，SEC 允許外國發行人申請採用秘密送件（Confidential submissions）。如果申請人有需要，SEC 也會同意在外國公司正式送件前先行對草案進行覆核（Review draft submissions），俾利針對較為敏感及複雜的問題與發行人討論。但 SEC 一般希望發行人以書面方式詳述公司概况、發行計劃，會計相關事項（如評價期間、與美國會計原則調節之期間）、公司對問題的結論、會計師對公司結論的意見。對於初次公開發行時的審核，除會注意發行公司於申請期間所發布之訊息是否違反緘默期的規範外，原則上在審核公開說明書時，會注意發行公司是否釋出消息試圖影響股票價格（Gun-jumping）、是否有選擇性揭露之情事。

（二）NYSE 對外國發行人之上市審查

NYSE 對外國公司申請上市之審查方式與對國內發行人原則相同，惟訂有不同之量化標準；另就公司治理及財務報告等事項，外國發行人得優先適用所屬國之法律及揭露所屬國規定與 NYSE 規定之差異。此外，外國發行人可選擇採用對己有利之上市條件，故亦可採

用美國境內發行人之上市標準，外國發行人可選擇之上市標準如表 3-2。

表 3-2 NYSE 外國公司上市標準簡表

標準	條件	NYSE Standard 2 限外國發行人	NYSE Standard 1 美國境內與外國發行人均適用
股權分散	持有 100 股以上之股東人數	1. 全球股東 5000 人以上 2. 公眾持有股數達 250 萬， 3. 累積市值達 1 億美元，且 4. 初次上市時每股股價達 4 美元。	1. 股東 400 人以上； 2. 公眾持有股數達 110 萬股； 3. 累積市值達 4000 萬美元，且 4. 初次上市時每股股價達 4 美元
	在外流通股數	250 萬股	110 萬股
	發行公司市值	1.7 億 5000 萬美元 2. 最近一年收入達 7500 萬美元	
財務標準	估值/營收測試標準應符合下列其中一項		
	獲利測試 稅前收入	須於最近 3 個會計年度連續獲利 1 億美元，且近兩年至少達 250 萬美元。	1. 需於最近 3 個會計年度連續獲利 1000 萬美元且於最近兩個會計年度至少達 200 萬美元，且三年來均為正值。或 2. 最近 3 個會計年度達 1200 萬美元，且最近期會計年度達 500 萬美元，且預估下一個最近期會計年度達 200 萬美元。
	價值/收入 測試 以現金流量 衡量	1. 全球市值達 5 億美元 2. 全球營收於最近 12 個月達 1 億美元，且 3. 最近 3 年累積現金流量達 1 億美元，且最近兩年之任一年最低現金流量均達 2500 萬美元。	1. 全球市值達 5 億美元； 2. 全球營收於最近 12 個月達 1 億美元，且 3. 最近 3 年累積現金流量達 2500 萬美元，且 3 年均為正數。
	資產與股權 測試	1. 全球市值 1 億 5000 萬美元 2. 資產總值達 7500 萬美元，其中至少 5000 萬美元為股東股權。	
公司治理		有	有
其他條件		如公司所屬行業的相對穩定性，公司在該行業	

		中之地位、公司產品市場情況、公司之前景、一般大眾對公司股票之興趣。	
--	--	-----------------------------------	--

資料來源：PWC (2012), Listing in the United States, A Guide to a listing of equity securities on NASDAQ and NYSE. http://www.pwc.com/en_ua/ua/services/capital-markets/assets/listing-in-the-us-ua-en.pdf

外國公司應依規定審查所需書件，送至 NYSE 進行資格審查，此資格審查內容與過程均應保密，審查期約需兩週，交易所代表於第三星期與申請公司聯繫，並將資格審查結果通知申請公司。若公司決定提出正式申請，需於 6 個月內提出，交易所將提供申請上市之文件範例與手冊，供申請公司參考。

二、 上市後

(一) 法律規定

SEC 對 FPI 股份之註冊及後續管理，原則上與國內公司一致，主要審核發行公司之揭露是否符合相關規定。FPI 依表格 20-F 規定，在美國公開發行時及發行後為持續定期揭露，但遇有不定期重大事項時，則採用表格 6-K 申報。20-F 是專為外國發行人量身訂作的書件，內容要求發行公司對公司狀況作完整詳細揭露，包括營運及財務報表等相關資訊。另依 6-K 規定揭露之資訊中，如有被認定為重大交易者，須將所有合約內容公開。但涉及商業機密部分，只要檢具相關資料向 SEC 申請，即可免于公開涉機密部分。FPI 與美國公司監理規範上的主要差異如下³¹：

1. 本國公司應依表格 10-K 與 10-Q 提季財務報告，但 FPI 依 20-F 僅須提供年報（會計年度終了後 4 個月內，較本國公司期間長）與

³¹ Jeffery Bell, esq., U.S. Securities Offerings and Exchange Listing, Morrison Foerster New York, 2014. <http://media.mofo.com/files/Uploads/Images/fpi-memo.pdf> 瀏覽日期：2014 年 9 月 19 日

半年報（視其母國有無規定），其他資訊則與本國公司同，以新聞稿方式依表格 6-K 揭露。

2. 本國公司應設有大部分董事具獨立性之董事會，且設置至少 3 位成員之審計委員會。FPI 亦被要求應設置審計委員會³²，但得依其母國法令遵循規範，惟必須公開揭露其母國相關法律與實務，並敘明其與美國一般標準規定之主要差異。
3. 本國公司應設有薪酬委員會或提名委員會，但未強制要求 FPI 設置。除在母國法律許可之情況下，得以總額方式揭露董事酬勞（Executive compensation）外，餘以個別方式揭露。
4. FPI 允許採用美國 GAAP 以外之會計原則，但依 IASB 公布之 IFRS 所製成之財務報告，不須另外說明其與美國會計原則是否一致，但非 IASB 之 IFRS 者必須說明其與美國會計原則之差異。
5. FPI 豁免適用證交法第 16 條禁止短線交易與申報規定。
6. FPI 豁免適用 Regulation FD 規定，其要求發行公司欲對證券專業人士或股東發布非公開重大資訊時，應公開揭露。一般而言 FPI 於其母國即受類似規範之限制，為避免重複適用，故特豁免其揭露義務。但 NYSE 或 NASDAQ 原則上仍會要求 FPI 應依 Regulation FD 適當揭露資訊。

FPI 的募資案件及定期或不定期財務資訊，通常由 SEC 的公司財務部門（Division of Corporate Finance）負責審查。審查主要在瞭解公司揭露是否充分適法，並不在確認所揭露的內容是否與事實相符，因此以書面審核為主，鮮有實地查核，惟若發現涉有違法的可疑事項，則會將案件移送執法部。另 SEC 對 FPI 有關股東會之召集、決議方式及財務報告之編製等事項，得優先適用發行人所屬國之法律。投資人保障準據法原則上也適用發行人所屬國之法律，但 FPI 於 2006

³² Rule 10A-3, Securities Exchange Act of 1934.

年起須適用沙氏法案（SOX）主要規定，包括：

- （1）應設立具獨立性之審計委員會，成員至少為 1 人。
- （2）應遵守 SOX 404 有關內部控制之相關規定。

為鼓勵公司來美國上市，近年來已消除過去法規所要求的過多測試，並減少提供文件之要求，持續降低法遵成本，並降低上市公司負擔。

（二） NYSE 對上市 FPI 之管理

NYSE 訂有量化（Quantitative）與質化（Qualitative）之繼續上市標準，當上市公司有低於繼續上市標準之情事時，NYSE 會給予改善期，最長可達 18 個月，若不符可改至粉紅單板（Pink Sheet，即採店頭市場議價）交易，並被列入下市名單。NYSE 之公司申報及監理系統（eGovDirect）、係為監控上市公司公司治理而設置，於 2005 年 2 月 7 日推出，其內容可分為公開及非公開資訊，附有提供董事獨立性分析、現任董事資料庫及與同業比較功能。NYSE 之上市法遵管理系統（Listing Compliance Administration System）包括上市公司基本資料、SEC filing、委託書、發行證券明細、警訊（Triggers）、Supplemental Listing Application（SLAP；股票選擇權及分割、合併、更名等），並聯結於 eGovDirect 等其他系統。

表 3-3 NYSE 量化標準³³

標準類型	NYSE Standard 2 限外國發行人	NYSE Standard 1 美國境內與外國發行人均適用
股權分散 與市值標 準	以全世界為基準，發行人應維持 (1) 持有 100 股以上股東人達 5000 人； (2) 至少 250 萬公眾持股； (3) 累積市值達 1 億美元；	發行人應維持 (1) 持有 100 股以上 股東人達 400 人；(2) 至少 110 萬 公眾持股；(3) 累積市值達 4000 萬美元；(4) 每股價格於初次上市 時為 4 美元以上

³³ 外國公司得依自身條件，選擇採用 Standard 1 或 Standard 2 上市標準。

標準類型	NYSE Standard 2 限外國發行人	NYSE Standard 1 美國境內與外國發行人均適用
	(4) 每股價格於初次上市時為 4 美元以上，不偏離公開發行價格	
財務標準	<p>發行人應通過下列其中一項測試：</p> <p>(1) 營利測試：</p> <p>a. 連續營業狀態下稅前營收於最近 3 個會計年度達 1 億美元，且</p> <p>b. 最近兩年之任一年最低現金流量達 2500 萬美元。</p> <p>(2) 價值/收入測試</p> <p>發行人應通過下列任一項：</p> <p>a. 發行人現金流量測試: (a) 全球市值達 5 億美元 (b) 2. 全球營收於最近 12 個月達 1 億美元，(c) 最近 3 年累積現金流量達 1 億美元，且最近兩年之任一年最低現金流量均達 2500 萬美元。或</p> <p>b. 純粹價值 (Pure valuation) /收入測試:</p> <p>(a) 全球市值 7 億 5000 萬美元，且 (b) 最近會計年度收入達 7500 萬美元。</p>	<p>發行人應通過下列其中一項測試：</p> <p>(1) 營利測試：</p> <p>a. 連續營業狀態下稅前營收：</p> <p>(a) 於最近 3 個會計年度達 1000 萬美元。</p> <p>(b) 最近兩年之任一年達 200 萬美元。</p> <p>(c) 最近 3 個會計年度任一年度至少 0 美元或</p> <p>b. (a) 最近 3 個會計年度累積達 1200 萬美元 (b) 最近期會計年度達 500 萬美元 (c) 下一個最近期會計年度預估 200 萬美元。</p> <p>(2) 價值/收入測試</p> <p>發行人應通過下列任一項：</p> <p>a. 發行人現金流量測試: (a) 全球市值達 5 億美元 (b) 2. 營收於最近 12 個月達 1 億美元，(c) 最近 3 年累積現金流量達 2500 萬美元，且最近 3 年之任一年最低現金流量達 0 美元。或</p> <p>b. 純粹價值/收入測試:</p> <p>(a) 全球市值 7 億 1500 萬美元，且 (b) 總資產達 4500 萬美元，且 (c) 股東股權至少 5000 萬美元。</p>

資料來源：Jeffery Bell, esq., U.S. Securities Offerings and Exchange Listing, Morrison Foerster New York, 2014. <http://media.mofo.com/files/Uploads/Images/fpi-memo.pdf> 瀏覽日期：2014 年 9 月 19 日

表 3-4 NYSE 質化標準

標準類型	質化標準
股權分散標準	<p>發行人符合下列情形：</p> <p>(a) 持股股東總數少於 400 人</p> <p>(b) 公眾持有股數低於 60 萬股，或</p> <p>(c) (i) 股東總數少於 1200 人且 (ii) 最近 12 個月平均每月交易量低於 100 萬股</p>
價格標準	30 個交易日期間內平均收盤價低於 1 美元。
市值與財務標準	<p>發行人於超過連續 30 天交易期間平均全球市值低於 1500 萬美元。</p> <p>發行人依其初始上市條件，若符合下列標準，將被判定不合標準：</p> <p>a. 獲利測試或資產與股權測試：發行人</p>

標準類型	質化標準
	(a) 平均全球市值超過連續 30 天交易期間低於 5000 萬美元，且 (b) 股東總持股股權低於 5000 萬美元。 b. 價值/收入現金流量測試：發行人 (a) 平均全球市值超過連續 30 天交易期間低於 2500 萬美元，且最近 12 個月總收入低於 2000 萬美元 (b) 平均全球市值超過連續 30 天交易期間低於 7500 萬美元。 c. 純粹價值/收入測試 (a) 平均全球市值超過連續 30 天交易期間低於 3 億 7500 萬美元，且最近 12 個月總收入低於 1500 萬美元；或 (b) 平均全球市值超過連續 30 天交易期間低於 1 億美元。

資料來源：Jeffery Bell, esq., U.S. Securities Offerings and Exchange Listing, Morrison Foerster New York, 2014. <http://media.mofo.com/files/Uploads/Images/fpi-memo.pdf> 瀏覽日期：2014 年 9 月 19 日

三、 下市

公司上市必須符合最低財務與非財務標準，此類標準涵蓋市場價值、股價與公眾交易股份的數量，以及股東人數等。若公司於上市後不符合持續上市標準，就可能被要求下市。依 NYSE 手冊 Rule 804.00 規定，若證交所人員認為一檔股票達不到繼續掛牌標準，即得以書面通知發行人（上市公司），敘明要求其下市決定之理由，以及之後進行之程序。當表 3-5 情形之一發生，NYSE 將考慮啟動暫停交易或下市程序。

表 3-5 NYSE 下市條件

NYSE Rule	Rule 802.01	Rule 802.01B (1)	Rule 802.01B (2)	Rule 802.01B (3)	Rule 802.01B (4)
各條規定	股東結構：下列任一條件不滿足即觸發下市程序	以獲利標準取得上市資格之發行人同時出現下列情形，即觸發下市程序	以市值/收入和現金流量取得上市資格之發行人，發生下列情形之一即觸發下市程序	以純粹市值/收入標準取得上市資格之發行人發生下列情形之一者，即觸發下市程序	以關係企業標準取得上市之發行人(適用於母公司或關係企業在 NYSE 上市之發行人)，下列情形同時出現即觸發下市程序
下市條件	持股股東總數少於 400 人	平均全球市值超過連續 30 天交易期間低於 5000 萬美元	平均全球市值超過連續 30 天交易期間低於 2500 萬美元，且最近 12 個月總收入低於 2000 萬美元	平均全球市值超過連續 30 天交易期間低於 3 億 7500 萬美元，且最近 12 個月總收入低於 1500 萬美元	發行人母公司或關係企業已非其控股公司，或母公司或關係企業不再符合上市條件
	股東總數少於 1200 人，且最近 12 個月平均每月交易量低於 100 萬股	股東總持股股權低於 5000 萬美元	平均全球市值超過連續 30 天交易期間低於 7500 萬美元	平均全球市值超過連續 30 天交易期間低於 1 億美元	平均總市值於過去連續 30 天交易期間低於 7500 萬美元，且股東權益低於 7500 萬美元
	公眾持有股數低於 60 萬股				

資料來源：Listed Company Manual, New York Stock Exchange. <http://nysemanual.nyse.com/LCM/Sections/> 瀏覽日期：2014 年 9 月 22 日。

NYSE 會同時將上述資訊向市場公告，使市場瞭解公司當前狀態。上市公司於接到下市通知書後 10 日內，得以書面請求 NYSE 董事會成立委員會審查上述決定。書面審查請求必須闡明抗辯理由，並明確表明是否願意出席委員會進行口頭說明，且需於審查請求送達時或之前向 NYSE 支付 2 萬美元申訴費。

若上市公司於上述期間內未遞交審查請求書，NYSE 即暫停其股票交易，並向 SEC 遞交文件 Form 25 將該股票下市，同時將副本送達上市公司。NYSE 亦同時發布下市決定新聞公告，並於官網上公布。若上市公司遞交審查請求，NYSE 將於收到審查申請日的 25 個工作天之後召開審查，審查委員會之決定係以上市公司之書面審查請求與現場的口頭答辯為基礎。審查委員會得：

1. 自行決定是否認可下市或不予認可。
2. 退回給 NYSE 人員進一步調查，且於規定截止日期前完成調查並通知委員會調查結果。

由於審查期間，股票處於暫停交易狀態，審查委員會得自行決定程序進度。若審查委員會認為應下市，NYSE 應：(1) 立即暫停該股票交易；(2) 向 SEC 遞交 Form 25 已將該公司股票下市；(3) 同時將副本送達上市公司。NYSE 亦同時發布下市決定新聞公告，並於官網上公布。

四、 責任訴追

基於國會立法授權，SEC 對受害者為美國投資人，或不法行為在美國境內之案件皆有管轄權，故不法行為雖在境外，但受害者為美國投資人，或受害者為外國投資人但不法行為在美國境內之案件，皆得主張具管轄權，並進行相關之調查與處置³⁴。

依據 1934 年證券交易法第 21 條(a)項(2)款規定，SEC 可提供外國證券監理機構之協助，且不以該要求所述之事實有違反美國法律為

³⁴美國法院對涉及外國公司或外國因素之證券事件，向採「行為/效果論」之見解，傾向認定美國具管轄權，以延伸其證券法令對證券投資人之保護。即於美國證券交易所上市、美國公民持有之外國證券，即使於美國境外交易，若其交易行為影響國內證券市場（如市場價格波動等），由於交易行為爭議效果及於美國，依據聯邦證券法之規定，法院有行使管轄權之正當權利。參見 Schoenbaum v. Firstbrook, 268 F. Supp. 385 (1967).

限。並得基於外國證券監理機構之請求，考量機密性、公眾利益及互惠原則酌予提供其認為必要之資訊，包含證據之蒐集及調查。其提供協助之內容包括：

- 1、提供 SEC 保存相關檔案。
- 2、協助調閱證券商資料、銀行帳戶資料、公司資料、通訊紀錄、飯店與航班資料以及網路服務商資料等。
- 3、協助取得證詞。

就證券不法案件與他國進行國際合作之主要內容包含情資交換、凍結資產、匯回不法所得、訴訟文書送達、外國判決承認執行及跨國求償（由 SEC 委託外國律師辦理）等。常見國際合作之案件類型包括證券發行詐欺及內線交易等案件、協助調查發行人或內部人之海外銀行帳號。此外，取得電話通聯紀錄、確認證券交易之最終受益人身份等其他證據之保全及調查取證，皆為可能之合作內容³⁵。

（一） 1933 年證券法

1. 第 11 條-證券發行之虛偽不實責任

對虛偽不實或重要事項不實陳述省略或遺漏者，賦予取得證券之人起訴之權利，簡要說明細項如下：

- （1） 依（a）項規定登記申報書虛偽記載之民事責任，由取得證券者得向下列人員提起訴訟：所有簽署公開說明書之人；在申報公開說明書時擔任發行人之董事、合夥人或履行類似職務者；所有在公開說明書中簽名同意；及可能快成為公司董事、合夥人或履行類似職務者；編製或簽章公開說明書某部分，或其他因職業關係（會計師、工程師或

³⁵許羽呈，參加 APEC 金融監理人員訓練倡議-跨境監理與執行研討會出國報告，金融監督管理委員會證券期貨出國報告，2012 年 10 月。

鑑定人等)於報告中為有證明力之陳述；或與該證券有關之承銷人。

(2) 依 (e) 項規定，賠償金額計算以不超過該證券公開發行之價格與下列各款之一間之差額：(1) 提起訴訟時該證券之價值；(2) 提起訴訟前向市場出售該證券之價格；(3) 如其損害少於已付證券金額(不超過該證券公開發行之價格)與提起訴訟時該證券價值間之差額者，提起訴訟後判決前向市場出售該證券之價格。

(3) 依 (f) 項規定，原則上 (a) 項規定之人應負連帶責任。

2. 第 12 條-公開說明書記載不實責任

除違反第 5 條規定而募集或出售證券者應對向其購買證券之人負責外，募集或出售證券係使用州際商業之運輸或通訊方法或工具，或使用郵件，經由徵募書或口頭說明者，其所記載重要事項不實，或其應記載之重要事項或為避免導致誤解所必須記載事項於當時未予記載，購買人對不實或未予記載不知不負舉證責任。購買人得依法起訴請求賠償其支付該證券之金額及利息，減去從該證券取得之任何收入金額，或不在持有該證券時請求賠償因此所生損害。惟募集或出售證券者證明其損失非基於記載不實或為記載重大事實所導致者，不在此限。

3. 第 17 條-州際交易詐欺責任

任何人經由州際商業之運輸或通訊方法或工具，或經由郵件募集或出售證券者，不得直接或間接 (1) 運用任何方法、計策或手段而為詐欺；或 (2) 重要事項記載不實，或應記載之事項為避免導致誤解所必須記載者，於當時未予記載而取得金錢或財產；或 (3) 從事某項交易、行為或業務之經營，向或將向買受人為詐欺或隱瞞。

(二) 1934 證券交易法

1. 第 10 條 (b) 項及規則 10b-5—反詐欺條款

(1) 任何人直接或間接利用或州際通商方法或工具，或以郵件，或以任何全國性證券交易所設備，有下列之作為者均為非法：

- A. 以全國性證券交易所登記之證券，作為賣空期貨交易，或利用停止虧損委託之交易，違反證管會為維護大眾利益及投資人權益認為必要所制訂之相關法規。
- B. 對全國性證券交易所登記之證券，或未登記之證券，使用操縱及詐欺之手段或籌謀，或違反證管會為維護大眾利益及投資人權益認為必要所制訂之相關法規。

(2) 第 10A 條 (節錄)：依本法審計由會計師所簽證之發行人財務報表，應符合證管會之規定，並得隨時增補一般公認審計原則。審計時發現問題時應進行調查並儘速報告管理階層，發行人董事會之審計委員會或無審計委員會之董事會未採取補救行動，會計師應即解約並通知證管會，簽證會計師不須對其發現、結論或依法通知證管會所作報告之陳述於民事訴訟中負責。

2. 第 18 條--向主管機關申報錯誤或誤導資訊責任

任何人依本法及其行政命令規定應呈送之申請書、報告或其他文件，或依本法第 15 條 (d) 項規定之登記申請書內之承諾，其記載在當時及當時情況下對任何重大事實、或為致使為不實之記載，或做易於導致誤解之記載，該項人員應向因信賴其記載為真實而就在受此項記載所影響之價格下買進證券或賣出證券之他人 (不知為記載不實或易致誤解之人)，基於其信賴而蒙受之損害負賠償之責。但該被訴之人，如能證明其屬善意，且不知該項記載不實或易於導致誤解者，不在此限。此項請求損害賠償之人，得依法或依衡平法向有權管轄法院

以訴訟請求之。法院對該項訴訟，得裁定由雙方當事人之任何一方提供該項訴訟費用之擔保，包括適當之律師費用在內。

（三）1995 年私人證券訴訟改革法

除上述 1933 年證券法、1934 年證券交易法中的民事賠償規定所得提起的私人訴訟外，集體訴訟（Class action）亦為補充公眾執法的重要機制。自 1980 年代起，集體訴訟被成功引用到證券訴訟領域，提供被害人追償的機制，對不肖證券發行人和中介機構從事證券犯罪產生恫嚇效果，因而成為美國保護股東權益的最有效司法程序。

然而證券訴訟在美國由律師主導，受到濫用的情況越益嚴重，為了避免投資人在交易市場遭受損失隨即提起證券求償訴訟，造成濫訴，以維護資本市場的整體健全性與發展，美國國會於 1995 年通過「私人證券訴訟改革法」（Private Securities Litigation Reform Act, PSLRA），提高原告起訴的門檻，期藉由加強機構投資人在訴訟中扮演的角色功能，使其立於原告中的監督者地位，以避免公司動輒必須負擔高額賠償的情事發生³⁶，並監控律師在訴訟中為追求自我利益所造成的弊端。

依 PSLRA 規定，證券詐欺民事訴訟之請求權要件為：「原告對每一個誤導陳述之主張必須特定，且應舉理由說明該陳述如何誤導，或刻意隱匿之資訊導致投資人產生確信，主張必須舉出特定事實，其強度需足以證明被告行為當時為故意³⁷。1934 年證交法為此增訂第 21D 條（e）項³⁸，就得請求之損害賠償範圍的上限加以規

³⁶ 邵慶平，證券訴訟上「交易因果關係」與「損害因果關係」之認定-評析高雄地院九一年重訴字第四四七號判決，台灣本土法學，79 期，2006 年，頁 59。

³⁷ P.L. 104-67,109 Stat.737 (1995).

³⁸ 15 U.S.C. §78u-4(e) Limitation on damages “(1) Except as provided in paragraph (2), in any private action arising under this chapter in which the plaintiff seeks to establish damages by reference to the market price of a security, the award of damages to the plaintiff shall not exceed the difference between

定。以原告買賣證券之價格，與不實陳述或隱匿資訊之更正消息於市場發佈後 90 天之平均價格，兩者之差價作為原告得主張損害賠償之上限³⁹，避免不當擴張被告應負損害賠償責任的範圍。

（四）華爾街改革與消費者保護法

「華爾街改革與消費者保護法」(Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009, Pub.L. 111-203, H.R. 4173)⁴⁰又稱為「Dodd-Frank 法」，於 2010 年 7 月 21 日正式成為法律，被稱為美國大蕭條以來最嚴厲的金融改革法案，法案將金融機構運作、併購、抵押貸款發放，信用評級以及各種衍生工具的交易等都列入監管之列，防範系統性風險，並成立消費者金融保護局，全面保護金融消費者合法權益。SEC 並依本法要求，陸續提出相關法規修正建議，包括：修改上市標準，建立公開銷售「回補機制」(Clawback Policies)；並要求公司揭露公司管理階層與員工薪酬比 (Pay ratio)，公司員工與主管之避險行為，以及管理階層薪酬與公司績效表現間之關聯性說明⁴¹。

由於相關法規繁雜，本文僅臚列與外國發行人證券不法案件有關執法 (Enforcement) 條文簡介如下。

the purchase or sale price paid or received, as appropriate, by the plaintiff for the subject security and the mean trading price of that security during the 90-day period beginning on the date on which the information correcting the misstatement or omission that is the basis for the action is disseminated to the market.”

³⁹ 謝易宏、黃鈞淳，證券求償之訴訟巧門，五南，2006 年 9 月，頁 82。

⁴⁰ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (introduced 12/2/2009, latest Conference Report: [111-517](#) (in Congressional Record [H4977-5202](#)), related Bills: [H.RES.956](#), [H.RES.964](#), [H.RES.1490](#), [H.R.3126](#), [H.R.3818](#), [S.3217](#), July 21, 2010. <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/bdquery/z?d111:H.R.4173>;

⁴¹ 詳情可參見美國證管會發表之 2011 年度工作績效與信賴性報告。U.S. Securities and Exchange Commission, FY 2011 Performance and Accountability Report, pp28,29. <http://www.sec.gov>

表 3-6 Dodd-Frank 法案強化 SEC 執法規定

條文	強化執法規定
Sec. 921. Authority to Restrict Mandatory Pre-Dispute Arbitration	Dodd-Frank 同時修訂 1934 年證交法與 1940 年投資顧問法賦予 SEC 制訂相關法律之權限，已禁止或限制經紀商、自營商、政府債券交易商與投資顧問利用契約要求客戶或消費者同意於雙方對聯邦證券法律、規則與相關自律規則有爭議時交付仲裁。
Sec. 927. Equal Treatment of Self-Regulatory Organization Rules	禁止任何人嘗試豁免自律機構如 NYSE、NASDAQ 或集保公司 (The Depository Trust Company) 所訂定之規則與法律遵循要求。
Sec. 929B. Fair Fund Amendments	Dodd-Frank 修訂沙氏法案第 308 條規定，允許 SEC 得視情況增加違反證券相關法律行為人之民事處罰 (Civil penalties)，並將所得金額設置基金管理，以賠償因證券不法事件受損害之人。此基金與 SEC 因執行短線交易歸入權，自違法者所取得之款項無關。
Sec. 929F. Formerly Associated Persons	Dodd-Frank 修訂 1934 年證交法、投資公司法與沙氏法案，賦予 SEC 調查與強制處分 (.....to investigate and impose sanctions) 被監管機構 (Regulated entity) 指稱有不法行為之人。
Sec. 929J. Expansion of Audit Information to be Produced And Exchanged	<p>SOX 法案第 106 條 (b) 項已允許 SEC 取得向美國登記註冊 (如：向各州 PCAOB 註冊，以取得提供發行審計意見或報告者) 之外國會計師事務所審計工作底稿之權力，不論該外國會計師事務所僅出具意見或另執行其他重要服務 (material services)。本條除增修上開沙氏法案條文，已擴大 SEC 取得外國會計師事務所資訊之能力，包括：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 於下列情形，外國會計師事務所應依主管機關要求提供工作底稿及其他相關文件 (a) 事務所提供重要服務，並出具審計或定期性報告，或 (b) 事務所為在美國註冊之發行人執行審計工作或定期性報告。 ● 聯邦法院基於對外國會計師事務所管轄權，得要求會計師事務所出具工作底稿。 ● 註冊會計師事務所仰賴其於外國合作對象 (Foreign counterpart) 以執行其審計或定期性報告者，應 (a) 出具外國事務所工作底稿與其他基於 SEC 要求之相關文件，與 (b) 保全與外國會計師事務所簽訂合約以出具其意見之相關資訊。 ● 任何外國會計師事務所與本地登記會計師事務所合作業務均應取得各地公認會計事務所主管機關之認可，並依 SEC 要求提供相關文件，並依 SOX 相關條文規定對 SEC 執法進行申訴或出具各種書面。

條文	強化執法規定
<p>Sec. 929L. Enhanced Application of Antifraud Provisions</p>	<p>操縱價格 強化 1934 年證交法第 9 條規定之禁止對證券價格特定操縱行為之規定：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 擴大「於全國交易所註冊證券」之範圍（如：NYSE）到任何非政府發行之證券； • 移除原限於「在全國證券交易所或設施」進行買權、賣權、或跨式部位、選擇權交易範圍；與 • 主要經紀商與交易商為執行賣權、買權跨式部位、選擇權，或其他非政府證券所衍生之權利進行背書保證，由原規範「於全國性證券交易所會員」擴大至所有交易設施與方式。 <p>操縱經紀商-交易商交易 (Manipulative Broker-Dealer Transactions) 本法案修訂 1934 年證交法第 15 條(c)項(1)(A)禁止操縱證券交易或以證券為基礎之交換契約掩護經紀商-交易商在交易所之交易，擴大至店頭市場交易。</p>
<p>Sec. 929O. Aiding And Abetting Standard of Knowledge Satisfied By Recklessness</p>	<p>即使 SEC 欲對不法行為人施以民事責任，但許多法院仍要求應證明幫助或教唆之人「實際知悉」 (...actual knowledge)，本法案重申只要幫助者或教唆者具有「間接故意」 (...recklessness，預見其發生且其發生不違背其本意) 即可成立。</p>
<p>Sec. 929P. Strengthening Enforcement By The Commission</p>	<p>民事金錢處罰 (Civil Money Penalty) 本法案依歷來司法判決結果，統一 SEC 得依 1933 年證券法、1934 年證交法與投資公司法對任何不法行為人施以民事金錢處罰。過去 SEC 必須向聯邦地方法院申請命令，才能對其他非屬 SEC 監理機構（指經紀商、交易商與投資顧問及其他協同人士）之不法行為人施以懲罰。本法案大幅縮短 SEC 向不法行為人取得罰金之程序，SEC 僅須於其行政程序中為有限的證據開示，不需要陪審團，且 SEC 僅須為事實認定 (Factual findings) 即可決定 (Conclusive)，除非有其他實質證據 (Substantial evidence)，否則不可上訴推翻。針對 1933 年證券法停止-終止程序 (Cease-and-desist proceedings)，本法案採用 1934 年證交法的三階段懲罰 (Three-tiered penalty grid)，但增加每一層懲罰金額最高達 50%，自然人從 7 千 5 百美元到 7 萬 5 千美元，其他人則從 7 萬 5 千美元至 37 萬 5 千美元。</p> <p>建立對外國證券交易行為之管轄權 本法案回應近來最高法院在 Morrison v. National Australia Bank Ltd. (2010) 之判決，賦予主管機關 (SEC 與 DOJ) 得於聯邦地方法院對違反 1933 年證券法、1934 年證交法與證券投資公司法反詐欺條款之人提起訴訟，只要其涉及 (a) 於美國之行為係違反相關條文之主要步驟，即使實際證券交易發生於海外，且僅涉及外國投資人，亦得為之；(b) 外國行為於美國境內造成可預見之實質影響 (...a foreseeable substantial effect within the United States)。</p> <p>1934 年證交法控制人責任 (§20) 本法案釐清 SEC 並非僅具有私法訴訟當事人 (private litigants) 之身</p>

條文	強化執法規定
	分，而得為民事處罰（Civil actions）以制止控制人（Controlling persons）個別或共同違反 1934 年證交法規定不得為直接或間接之行為 ⁴² 。
Sec. 929V. Security Investor Protection Act Amendments	修訂證券投資人保護法（Securities Investor Protection Act，SIPA） <ul style="list-style-type: none"> ● 增加罰鍰上限以強化對禁止行為之處罰，如隱匿財產或不動產之行為，由 5 萬美元提高至 25 萬美元； ● 增加一個條文禁止意圖欺騙或造成他人損害，而對投資人保護公司（Securities Investor Protector Corporation，SIPC）會員為不實陳述或對 SIPC 保護之可用性故意為錯誤陳述，違反此新訂條款者應為其所造成之損害負民事賠償責任，並得處以最高 25 萬美元罰鍰，並科 5 年以下有期徒刑。此外，任何依 SIPA 民事處罰（Action）規定有管轄權之法院，可發布禁止令（Injunction）以避免行為人製造不實陳述，此禁止令對全美各地均有效。

⁴² 15 U.S. Code § 78t - Liability of controlling persons and persons who aid and abet violations :

(a) Joint and several liability; good faith defense

Every person who, directly or indirectly, controls any person liable under any provision of this chapter or of any rule or regulation thereunder shall also be liable jointly and severally with and to the same extent as such controlled person to any person to whom such controlled person is liable (including to the Commission in any action brought under paragraph (1) or (3) of section 78u (d) of this title), unless the controlling person acted in good faith and did not directly or indirectly induce the act or acts constituting the violation or cause of action.

(b) Unlawful activity through or by means of any other person

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, to do any act or thing which it would be unlawful for such person to do under the provisions of this chapter or any rule or regulation thereunder through or by means of any other person.

(c) Hindering, delaying, or obstructing the making or filing of any document, report, or information

It shall be unlawful for any director or officer of, or any owner of any securities issued by, any issuer required to file any document, report, or information under this chapter or any rule or regulation thereunder without just cause to hinder, delay, or obstruct the making or filing of any such document, report, or information.

(d) Liability for trading in securities while in possession of material nonpublic information

Wherever communicating, or purchasing or selling a security while in possession of, material nonpublic information would violate, or result in liability to any purchaser or seller of the security under any provisions of this chapter, or any rule or regulation thereunder, such conduct in connection with a purchase or sale of a put, call, straddle, option, privilege or security-based swap agreement with respect to such security or with respect to a group or index of securities including such security, shall also violate and result in comparable liability to any purchaser or seller of that security under such provision, rule, or regulation.

(e) Prosecution of persons who aid and abet violations

For purposes of any action brought by the Commission under paragraph (1) or (3) of section 78u (d) of this title, any person that knowingly or recklessly provides substantial assistance to another person in violation of a provision of this chapter, or of any rule or regulation issued under this chapter, shall be deemed to be in violation of such provision

to the same extent as the person to whom such assistance is provided.

(f) Limitation on Commission authority

The authority of the Commission under this section with respect to security-based swap agreements shall be subject to the restrictions and limitations of section 78c-1 (b) of this title. <http://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/78t> 瀏覽日期：2014 年 9 月 26 日

貳、不法證券事件規範與責任

一、內線交易

美國對內線交易之規範，始於 1934 年證交法第 16 條 (b) 項禁止短線交易之規定，另透過同法 10 條 (b) 項搭配 SEC 為此訂定之 Rule 10b-5 之反詐欺條款，以形成損害賠償請求權之基礎。故意違反 Rule 10b-5 之刑事責任，依證交法第 32 條(a)項之規定，自然人最高可處 20 年有期徒刑，或併科 500 萬美元之罰金，法人則最高可處 2500 萬美元之罰金⁴³。

(一) 1934 年證券交易法第 10 條 (b) 項

依第 10 條 (b) 項規定，任何人直接或間接利用任何州際商務方法、工具，或利用郵件，任何設施或全國性證券交易所設備，進行下列行為者違反法律⁴⁴：

⁴³ 15 U.S.C. § 78ff – Penalties :

(a) Willful violations; false and misleading statements

Any person who willfully violates any provision of this chapter (other than section 78dd-1 of this title), or any rule or regulation thereunder the violation of which is made unlawful or the observance of which is required under the terms of this chapter, or any person who willfully and knowingly makes, or causes to be made, any statement in any application, report, or document required to be filed under this chapter or any rule or regulation thereunder or any undertaking contained in a registration statement as provided in subsection (d) of section 78o of this title, or by any self-regulatory organization in connection with an application for membership or participation therein or to become associated with a member thereof which statement was false or misleading with respect to any material fact, shall upon conviction be fined not more than \$5,000,000, or imprisoned not more than 20 years, or both, except that when such person is a person other than a natural person, a fine not exceeding \$25,000,000 may be imposed; but no person shall be subject to imprisonment under this section for the violation of any rule or regulation if he proves that he had no knowledge of such rule or regulation.

⁴⁴ 15 U.S.C § 78j Manipulative and deceptive devices :

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange—

(a)

1. 對任何政府證券以外之任何證券影響其短線交易，或於買進或賣出時使用或運用任何停損單，違反 SEC 為維護公共利益或保護投資人之必要所公布之規則與規定；惟上開規定不適用於證券期貨商品。
2. 使用或運用任何操縱或欺騙手段或詭計，以買進或賣出全國性證券交易所註冊之任何證券，或任何尚未註冊證券，或任何以基礎證券交換契約，而違反 SEC 為維護公共利益或保護投資人之必要所公布之規則與規定。
3. 影響、接受，或提供設備予證券借貸有關之交易，以欺騙手段違反 SEC 為維護公共利益或保護投資人之必要所公布之規則與規定。但上開規定並不會限制其他法令賦予適當之聯邦銀行監管當局、全國信用機構管理當局，或其他聯邦部門或單位依聯邦法律維護金融機構健全或保護金融體系免於系統性風險之必要所公

(1) To effect a short sale, or to use or employ any stop-loss order in connection with the purchase or sale, of any security other than a government security, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(2) Paragraph (1) of this subsection shall not apply to security futures products.

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(c)

(1) To effect, accept, or facilitate a transaction involving the loan or borrowing of securities in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(2) Nothing in paragraph (1) may be construed to limit the authority of the appropriate Federal banking agency (as defined in section 1813 (q) of title 12), the National Credit Union Administration, or any other Federal department or agency having a responsibility under Federal law to prescribe rules or regulations restricting transactions involving the loan or borrowing of securities in order to protect the safety and soundness of a financial institution or to protect the financial system from systemic risk.

Rules promulgated under subsection (b) of this section that prohibit fraud, manipulation, or insider trading (but not rules imposing or specifying reporting or recordkeeping requirements, procedures, or standards as prophylactic measures against fraud, manipulation, or insider trading), and judicial precedents decided under subsection (b) of this section and rules promulgated thereunder that prohibit fraud, manipulation, or insider trading, shall apply to security-based swap agreements to the same extent as they apply to securities. Judicial precedents decided under section 77q (a) of this title and sections 78i, 78o, 78p, 78t, and 78u-1 of this title, and judicial precedents decided under applicable rules promulgated under such sections, shall apply to security-based swap agreements to the same extent as they apply to securities.

布之對證券借貸交易訂定限制之法律規定所應負之責任。

(二) SEC 規則 (Rule) 10b-5

Rule 10b-5 規定，任何人直接或間接利用州際商務工具，或郵件，或全國性證券交易所設備之人，於買賣上市或非上市有價證券時，不得直接或間接地為下列各款行為：

1. 利用任何方法、手段或詭計從事詐欺行為。
2. 對重要事實作不實陳述，或省略某些重要事實陳述，以致在當時之情境下，能使他人產生誤導之效果。
3. 從事任何會對他人產生詐欺或詐欺之情事的行為、業務、商業活動等⁴⁵。

依 SEC 對本條之立法說明，證交法第 10 條 (b) 項與 SEC Rule 10b-5 所禁止之操縱與詐欺行為 (manipulative and deceptive devices)，必須是行為人依據重要非公開消息進行交易，直接、間接，或傳來地違反其對證券發行人、證券持有人或傳遞重要非公開消息之人的信賴責任，經過歷年來案件判例累積，歸納構成要件如下：

1. 重大事項為不實陳述或省略 (A material misrepresentation)⁴⁶；
2. 行為人須故意 (Scienter)⁴⁷；
3. 與證券買賣相關 (in connection with a purchase or sale of any security)⁴⁸；
4. 信賴關係存在 (Reliance)⁴⁹，此一要件多出現在公開證券市場

⁴⁵ 17 CFR 240.10b-5: Employment of manipulative and deceptive devices :

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person.

⁴⁶ Basic Inc. v. Levinsen, 485 U.S. 224, 231-232(1988).

⁴⁷ Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976), at 197, 199.

⁴⁸ Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores 421 U.S. 723 (1975), at 730-731.

⁴⁹ Basic Inc. v. Levinsen, supra note, at 248-249.

(Public securities market)，作為交易因果關係 (Transaction causation) 之判斷標準；

5. 有經濟上之損失 (Economic loss)⁵⁰；及
6. 重大不實陳述與損失間具有因果關係 (Loss causation)⁵¹。

此外，SEC Rule 10b5-1 訂有抗辯條款，使行為人進行交易被指控為「利用或獲悉內部消息」時，得據以主張其交易行為決定與內線消息並無關係⁵²。

⁵⁰ 15 U. S. C. §78U-4(b)(4)

⁵¹ T Hazen, Law of Securities Regulation, §§12.11(1), (3) (5th ed. 2002)

⁵² 17 CFR 240.10b5-1 - Trading “on the basis of” material nonpublic information in insider trading cases :

This provision defines when a purchase or sale constitutes trading “on the basis of” material nonpublic information in insider trading cases brought under Section 10(b) of the Act and Rule 10b-5 thereunder. The law of insider trading is otherwise defined by judicial opinions construing Rule 10b-5, and Rule 10b5-1 does not modify the scope of insider trading law in any other respect.

(a) General. The “manipulative and deceptive devices” prohibited by Section 10(b) of the Act (15 U.S.C. 78j) and § 240.10b-5 thereunder include, among other things, the purchase or sale of a security of any issuer, on the basis of material nonpublic information about that security or issuer, in breach of a duty of trust or confidence that is owed directly, indirectly, or derivatively, to the issuer of that security or the shareholders of that issuer, or to any other person who is the source of the material nonpublic information.

(b) Definition of “on the basis of.” Subject to the affirmative defenses in paragraph (c) of this section, a purchase or sale of a security of an issuer is “on the basis of” material nonpublic information about that security or issuer if the person making the purchase or sale was aware of the material nonpublic information when the person made the purchase or sale.

(c) Affirmative defenses. (1)(i) Subject to paragraph (c)(1)(ii) of this section, a person’s purchase or sale is not “on the basis of” material nonpublic information if the person making the purchase or sale demonstrates that:

(A) Before becoming aware of the information, the person had:

- (1)** Entered into a binding contract to purchase or sell the security,
- (2)** Instructed another person to purchase or sell the security for the instructing person’s account, or
- (3)** Adopted a written plan for trading securities;

(B) The contract, instruction, or plan described in paragraph (c)(1)(i)(A) of this Section:

- (1)** Specified the amount of securities to be purchased or sold and the price at which and the date on which the securities were to be purchased or sold;
- (2)** Included a written formula or algorithm, or computer program, for determining the amount of securities to be purchased or sold and the price at which and the date on which the securities were to be purchased or sold; or
- (3)** Did not permit the person to exercise any subsequent influence over how, when, or whether to effect purchases or sales; provided, in addition, that any other person who, pursuant to the contract, instruction, or plan, did exercise such influence must not have been aware of the material nonpublic information when doing so; and

(C) The purchase or sale that occurred was pursuant to the contract, instruction, or plan. A purchase or sale is not “pursuant to a contract, instruction, or plan” if, among other things, the person who entered into the contract, instruction, or plan altered or deviated from the contract, instruction, or plan to purchase or sell securities (whether by changing the amount, price, or timing of the purchase or sale), or entered into or altered a corresponding or hedging transaction or position with respect to those securities.

(ii) Paragraph (c)(1)(i) of this section is applicable only when the contract, instruction, or plan to purchase or sell securities was given or entered into in good faith and not as part of a plan or scheme to

而 SEC Rule 10b5-2⁵³則是為了釐清私取理論（Misappropriation Theory）如何適用到特定非業務關係（Non-business relationship）之情形，使在某些特定狀況下可能接收到保密資訊之人士，雖然與發行人或股東間無信賴關係存在，也必須負起內線交易責任⁵⁴。

（三） 法院實務見解

相關條文內容仍有許多待釐清之處，需援引法院實務見解加以補

evade the prohibitions of this section.

(iii) This paragraph (c)(1)(iii) defines certain terms as used in paragraph (c) of this Section.

(A) *Amount*. “Amount” means either a specified number of shares or other securities or a specified dollar value of securities.

(B) *Price*. “Price” means the market price on a particular date or a limit price, or a particular dollar price.

(C) *Date*. “Date” means, in the case of a market order, the specific day of the year on which the order is to be executed (or as soon thereafter as is practicable under ordinary principles of best execution). “Date” means, in the case of a limit order, a day of the year on which the limit order is in force.

(2) A person other than a natural person also may demonstrate that a purchase or sale of securities is not “on the basis of” material nonpublic information if the person demonstrates that:

(i) The individual making the investment decision on behalf of the person to purchase or sell the securities was not aware of the information; and

(ii) The person had implemented reasonable policies and procedures, taking into consideration the nature of the person's business, to ensure that individuals making investment decisions would not violate the laws prohibiting trading on the basis of material nonpublic information. These policies and procedures may include those that restrict any purchase, sale, and causing any purchase or sale of any security as to which the person has material nonpublic information, or those that prevent such individuals from becoming aware of such information.

⁵³ 17 CFR 240.10b5-2 - Duties of trust or confidence in misappropriation insider trading cases :

This section provides a non-exclusive definition of circumstances in which a person has a duty of trust or confidence for purposes of the “misappropriation” theory of insider trading under Section 10(b) of the Act and Rule 10b-5. The law of insider trading is otherwise defined by judicial opinions construing Rule 10b-5, and Rule 10b5-2 does not modify the scope of insider trading law in any other respect.

(a) *Scope of Rule*. This section shall apply to any violation of Section 10(b) of the Act (15 U.S.C. 78j(b)) and § 240.10b-5 thereunder that is based on the purchase or sale of securities on the basis of, or the communication of, material nonpublic information misappropriated in breach of a duty of trust or confidence.

(b) *Enumerated “duties of trust or confidence.”* For purposes of this section, a “duty of trust or confidence” exists in the following circumstances, among others:

(1) Whenever a person agrees to maintain information in confidence;

(2) Whenever the person communicating the material nonpublic information and the person to whom it is communicated have a history, pattern, or practice of sharing confidences, such that the recipient of the information knows or reasonably should know that the person communicating the material nonpublic information expects that the recipient will maintain its confidentiality; or

(3) Whenever a person receives or obtains material nonpublic information from his or her spouse, parent, child, or sibling; *provided*, however, that the person receiving or obtaining the information may demonstrate that no duty of trust or confidence existed with respect to the information, by establishing that he or she neither knew nor reasonably should have known that the person who was the source of the information expected that the person would keep the information confidential, because of the parties' history, pattern, or practice of sharing and maintaining confidences, and because there was no agreement or understanding to maintain the confidentiality of the information.

⁵⁴ SEC, Insider Trading. <http://www.sec.gov/answers/insider.htm> 瀏覽日期：2014年9月23日

充。SEC 於 1961 年 Cady, Roberts & Co. 案⁵⁵首度指出，1934 年證交法第 10 條(b)項（及 Rule 10b-5），以及 1933 年證券法第 17 條(a)項之立法目的並非僅限於防制詐欺行為，另含有修補因證券交易所衍生出來之誤導或欺騙等不法行為的規範漏洞，此類行為已非過去普通法所稱之「詐欺」，或是公司法所能處理之對象，而著重於補強投資人資訊地位之不平等（或稱為「資訊不對稱」）。而資訊不對稱現象來自於內部人之特殊身分，特別是公司高階人員、董（監）事或具控制力之股東，此等人士必須對與他們交易之人公開他們因職位所獲取之主要事實，以免影響交易相對人的投資判斷，反之也可能係為影響取得或賣出交易，而刻意在交易進行前揭露未公開資訊。

本案提出「消息受領人」之觀念後，法院於 Texas Gulf Sulphur 乙案⁵⁶中採用此一觀點。接下來在 Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. 案⁵⁷，以取得資訊之對等性為責任理論之基礎，從而發展出「平等接觸理論」（The Equal Access Theory，又有稱為「資訊平等理論」），要求證券市場交易雙方應具有平等取得他方所占有之重要資訊之機會。Chiarella v. United States 案⁵⁸後又發展出私取理論等，SEC 也為此修改 Rule 10b-5、10b5-1、10b5-2。經過歷來各法院判例累積與見解的演變，確立 5 個適用方向：

1. 1934 年證交法第 10 條（b）項及 SEC 據以公布之 Rule 10b-5 之「公開消息否則禁止買賣原則」（Disclose or abstain rule）適用於傳統公司內部人（公司董事與高階主管）之內線交易行為。
2. 依 1934 年證交法第 10 條(b)項及 SEC 依本項公布之 Rule 10b-5 所發展出來的「私取理論」用來處理公司外部人士之內線交易問

⁵⁵ In re Cady, Roberts & Co., 40 SEC 907 (1961). <http://www.lawschoolcasebriefs.net/2012/10/corporations-law-implicit-civil.html> 瀏覽日期：2014 年 9 月 22 日

⁵⁶ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 446 F.2d 1301 (2d Cir.1971), cert. Denied, 404 U.S. 1005, on remand, 331 F. Supp.671 (S.D.N.Y. 1971).

⁵⁷ Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 495 F.2d 228 (2d Cir. 1974).

⁵⁸ Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980).

題。

3. 1934 年證交法第 14 條 (e) 項、SEC Rule 14e-3 僅適用於與公開收購有關之內線交易案件。
4. 依 1934 年證交法第 16 條 (b)項禁止公司董事、高階主管與持股超過 5%的大股東於 6 個月內為買近或賣出短線交易，違反者應將其短線交易歸入公司。
5. 各州公司法之規範重點限於公司董事與高階主管以私下交易 (face to face transaction) ⁵⁹方式買進自家公司股票。

表 3-7 美國法院對內線交易見解比較

原則	案例	內容	內容節錄
公告消息 否則禁止 買賣 (Disclose or abstain Rule)	In re Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907 (1961)	內部人或那些被認為係暫時或準內部人，其擁有重要非公開消息，必須在交易前揭露之，或戒絕交易直至消息已公開。	Insiders, and those who would come to be known as "temporary" or "constructive" insiders, who possess material nonpublic information, must disclose it before trading or abstain from trading until the information is publicly disseminate.
平等接觸 理論(The Equal Access Theory)	SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 401 F.2d. 833, 862 (CA2 1968)	任何人持有內部消息，被要求去公開地揭露消息或戒絕交易；沒有人應被允許基於內線消息之優勢而交易，因其猶如欺騙市場上其他買賣者。	Anyone in possession of inside information is required either to disclose the information publicly or refrain from trading ; no one should be allowed to trade with the benefit of inside information because it operates as a fraud all other buyers and sellers in the market.

⁵⁹ 早在 1900 年以前，各州公司法以針對公司董事與高階主管運用自身優勢買進或賣出公司股票之行為達成共識，當時股票尚無集中交易，公司內部人可透過私下洽詢買主之面對面轉售 (face to face transaction) 之場外交易模式進行股票進出，由於公司內部人被認為對股東負有「受託人」(trustee) 責任，不宜利用其職務所取得之資訊優勢，損害公司股東權益，此種行為應被視為詐欺。此原則又被稱之為「多數 (majority) 股東規則」或「無揭露責任 (no duty) 規則」。後來在 Oliver v. Oliver, 45 S.E.232 (Ga.1903) 乙案中，法院以反面解釋提出所謂的「為少數股東否則有揭露責任」之原則，亦由此一規則而來。Stephen M. Bainbridge, Securities Law-Insider trading, 2nd Edition, Foundation Press, 2007, 8-9.

原則	案例	內容	內容節錄
忠實義務理論(The Fiduciary Theory)	Chiarella v. United States 445 U.S. 222 (1980)	因為印刷工人對於目標公司之股東未負有信賴義務，雖取得基於重大非公開消息交易，並未違反禁止詐欺條款，因為並沒有欺騙他們。	Trading on material nonpublic information in itself was not enough to trigger liability under the anti-fraud provisions and because the printer owed target shareholders no duty, he did not defraud them.
	Dirks V. SEC 463 U.S. 646 (1983)	最高法院在 Dirks 案，認為：消息受領者負有責任，假如他們知道或有理由相信消息傳遞者透露重要消息係違反一忠實義務，且因此透露而獲有直接或間接之私人利益。	Dirks held that tippees are liable if they knew or had reason to believe that the tipper had breached a fiduciary duty in disclosing the confidential information and the tipper received a direct or indirect personal benefit from the disclosure.
	Dirks v. SEC	準內部人 – 外部律師、顧問、投資銀行業者等 – 其藉由提供服務之過程，合法地從公司獲得秘密消息。假如公司期望準內部人保守消息之秘密，這些準內部人承接了真正內部人之忠實義務。	Constructive insiders" – outside lawyers, consultants, investment bankers or others – who legitimately receive confidential information from a corporation in the course of providing services to the corporation. These constructive insiders acquire the fiduciary duties of the true insider, provided the corporation expected the constructive insider to keep the information confidential.
私取理論 (The Misappropriation Theory) ，又稱對市場詐欺理論	United States v. Carpenter. (1986, Second Circuit)	「私取理論」更廣泛地禁止內部人或其他人於證券買賣上侵占非公開消息。	The misappropriation theory more broadly proscribes the conversion by insiders' or others of material non-public information in connection with the purchase or sale of securities.
	United states V. O'Hagan	「私取理論」認為當一個人為了證券交易的目的濫用重要消息而違背其對消息來源的義務，其犯了證券交易的詐欺，且因此違反了 10(b) 和 Rule 10b-5。在這理論下，受託人未揭露消	The "misappropriation theory" holds that a person commits fraud "in connection with" a securities transaction, and thereby violates 10(b) and Rule 10b-5, when he misappropriates confidential information for securities trading purposes, in breach of a duty owed to the source of the information. Under this theory, a fiduciary's

原則	案例	內容	內容節錄
		息，而自行使用委託人的消息去買賣證券，違反忠實及保密義務，騙取了專屬於委託人之消息使用權。私取理論將責任之前提置於由受信託人轉變之交易人對賦予其接近秘密消息管道之人的欺騙，取代了以公司內部人和公司股票買賣者間委託關係為前提之義務。	undisclosed, self-serving use of a principal's information to purchase or sell securities, in breach of a duty of loyalty and confidentiality, defrauds the principal of the exclusive use of the information. In lieu of premising liability on a fiduciary relationship between company insider and purchaser or seller of the company's stock, the misappropriation theory premises liability on a fiduciary-turned-trader's deception of those who entrusted him with access to confidential information.

資料來源：本研究整理。

二、 操縱市場

(一) 1933 年證券法

第 17 條(a)項規定⁶⁰：「任何人藉由州際商業運輸或通訊方法或工具，或經由郵件，募集或出售證券或基礎證券交換契約者，不得直接或間接：

- (1) 運用人和方法、設計、投資計畫或手段為詐欺行為；或
- (2) 重大事項記載不實，或省略為避免誤解所需記載事項，或對應記載事項為誤導性陳述，以取得金錢或財產；或
- (3) 從事某項交易、行為或業務之經營，而向或將向買進證券之人為詐欺或隱瞞行為。」

同條(b)項規定：「任何人不得經由州際商業之運輸或通訊方法或工具，或經由郵件發行、公布或傳布其通知、通告、廣告、報紙、

⁶⁰15 USC §77Q - FRAUDULENT INTERSTATE TRANSACTIONS, May 27, 1933, ch. 38, title I, §17,48 Stat. 84; Aug. 10, 1954, ch. 667, title I, §10,68 Stat. 686; Pub. L. 106-554, §1(a)(5) [title III, §302(b), (c)], Dec. 21, 2000, 114 Stat. 2763, 2763A-452; Pub. L. 111-203, title VII, §762(c)(2), July 21, 2010, 124 Stat. 1759. 瀏覽日期：2013 年 4 月 30 日。

論著、信件、投資服務或通訊。雖其並非為出售該證券，如於其上載明該證券得直接或間接由發行人、承銷人或證券商獲致或將獲致報酬，但未確實載明獲致該報酬之時間及其金額者皆屬前項規定之情形。」

證券法第 17 條(a)項為證券法反詐欺條款的重要條文，其證交法第 10 條(b)項與規則 10b-5 目的與條文架構類似，但主要差異有二：

1. 第 17 條適用範圍為證券要約與銷售行為，該條(a)項(2)、(3)款更將過失行為納入規範；但規則 10b-5 範圍及於買受 (Purchase)，且須舉證故意存在。
2. 第 17 條訴權範圍較第 10 條(b)項窄，無法提起私權訴訟 (Private rights of action)，需由證管會駐會檢察官發動。但也提供證券銷售詐欺行為處罰之依據，並曾為部分法院援引為私人訴訟之起訴法條，然而在法院對於詐欺行為廣泛使用證交法第 10 條(b)項與規則 10b-5 做為私人訴訟之法條依據後，運用本條請求之案件已大幅減少⁶¹。

(二) 「1934 年證券交易法」

證交法第 9 條(a)項規定⁶²，任何人無論其直接或間接以郵件或其他任何工具，或州際通商之媒介，或以全國性證券交易所之任何設備，或為任何全國性證券交易所之會員，有下列之任一行為均為非法：

⁶¹ Touche Ross & Co. v. Redington, 442 U.S. 560, 568-71 (1979); Finkel v. Stratton Corp., 962 F.2d 169, 174-75 (2d Cir. 1992); e.g., Finkel, 962 F.2d at 174 (explaining that Section 17 also only applies to “the offer or sale of securities,” whereas Section 10(b) and Rule 10b-5 reach the “purchase” of securities as well); see SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 859 (2d Cir. 1968) (noting that Section 10(b) was intended as a “catch-all” enforcement provision directed at both buyers and sellers of securities and was purposefully written in broad language to effect this purpose). Larry Bumgardner, A Brief History of the 1930s Securities Laws in the United States—and the Potential Lesson for Today, 4 J. Global Bus. Mgmt. 39 (2008) (stating that the Roosevelt administration originally drafted legislation that would have combined regulation of the sale and issuance of new securities with regulation of securities exchanges but ultimately decided to separate the two issues into separate statutes).

⁶² Securities Exchange Act of 1934, as amended through P.L. 112-158, Approved August 10, 2012, <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> 瀏覽日期：2013 年 3 月 15 日。

1. 意圖製造任何對任何非政府發行之證券有不真實或足以誤導他人之交易活動，或造成市場上證券之不真實或誤導性外觀，以致：
 - (1) 影響該證券任何交易而不移轉真正所有權；或
 - (2) 輸入買賣單或下單買進某種證券時，明知他人以同樣部位、同一時間與同一價格而對該證券賣出者。
 - (3) 輸入買賣單或下單賣出某種證券，而明知該種證券有人以同樣部位，在同一時間與同一或不同價格而買進者。
2. 個人單獨或與他人同夥對任何非政府發行之證券，或以該證券為基礎之交換契約為連續之交易，以製造該證券交易熱絡情況，故意拉抬或壓低該證券之價格，而誘使他人買進或賣出該項證券。
3. 自營商、經紀商或基礎證券交換契約商，大型股權交換契約參加人，或其他賣出或買進該項證券之人，為誘使他人買進或賣出任何非政府發行之證券、基礎證券交換契約，以經常方式製造不真實或誤導他人之重大事實，至少一人以上因此為散布或傳遞資訊行為，以影響該證券之價格漲跌，以達成其企圖該證券價格上升或下降之目的。
4. 為誘使他人買進或賣出任何非政府發行之證券，從自營商、經紀商，或基礎證券交換契約商，或其他賣出或買進該項證券之人，直接或間接取得對價，散布任何虛偽不實與足以令人誤解之訊息，以影響市場運作，使其價格上升或下降。
5. 為誘使他人買賣任何非政府發行之證券，直接或間接由自營商或經紀商，或其他賣出或買進該項證券之人處散布流言，以影響該證券之價格，如揚言以某人或某等人士之作為在證券市場足以影響其價格，以達成其企圖該證券價格上升或下降之目的。
6. 意圖個人單獨或與他人合夥為一系列交易，買進或賣出任何非政府發行之證券，以標明、固定，或穩定該種證券之價格，而違反

證管會為維護大眾利益及投資人之權益所制訂之各項法則與規定者。」⁶³

同條(j)項規定：「任何人無論其直接或間接以郵件或其他任何工具，或州際通商之媒介，或利用全國性證券交易所之任何設備，意圖影響任何交易，或誘使或嘗試誘使他人買進或賣出任何基礎證券交換契約，而使此類人士介入任何有關詐欺或欺騙，或操縱行為或實

⁶³ SEC. §9 (a) : It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange— (1) For the purpose of creating a false or misleading appearance of active trading in any security other than a government security, or a false or misleading appearance with respect to the market for any such security, (A) to effect any transaction in such security which involves no change in the beneficial ownership thereof, or (B) to enter an order or orders for the purchase of such security with the knowledge that an order or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the sale of any such security, has been or will be entered by or for the same or different parties, or (C) to enter any order or orders for the sale of any such security with the knowledge that an order or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the purchase of such security, has been or will be entered by or for the same or different parties. (2) To effect, alone or with 1 or more other persons, a series of transactions in any security other than a government security, any security not so registered, or in connection with any security based swap or security-based swap agreement with respect to such security creating actual or apparent active trading in such security, or raising or depressing the price of such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others. (3) If a dealer, broker, security-based swap dealer, major security-based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security based swap, or a security-based swap agreement with respect to such security, to induce the purchase or sale of any security other than a government security, any security not so registered, any security-based swap, or any security-based swap agreement with respect to such security by the circulation or dissemination in the ordinary course of business of information to the effect that the price of any such security will or is likely to rise or fall because of market operations of any 1 or more persons conducted for the purpose of raising or depressing the price of such security. (4) If a dealer, broker, security-based swap dealer, major security-based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security based swap, or security-based swap agreement with respect to such security, to make, regarding any security other than a government security, any security not so registered, any security-based swap, or any security-based swap agreement with respect to such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security, such security-based swap, or such security-based swap agreement any statement which was at the time and in the light of the circumstances under which it was made, false or misleading with respect to any material fact, and which that person knew or had reasonable ground to believe was so false or misleading. (5) For a consideration, received directly or indirectly from a broker, dealer, security-based swap dealer, major security-based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security-based swap, or security-based swap agreement with respect to such security, to induce the purchase of any security other than a government security, any security not so registered, any security-based swap, or any security-based swap agreement with respect to such security by the circulation or dissemination of information to the effect that the price of any such security will or is likely to rise or fall because of the market operations of any 1 or more persons conducted for the purpose of raising or depressing the price of such security. (6) To effect either alone or with one or more other persons any series of transactions for the purchase and/or sale of any security other than a government security for the purpose of pegging, fixing, or stabilizing the price of such security in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors

務，製造報價假象，或介入任何利用交易、實務，或商業模式詐欺或欺騙他人均為非法。證管會應基於本項之立法目的，制訂相關法則與規則，定義與描述設計合理方法，以避免上開交易、行為、實務與商業模式作為詐欺、欺騙，或操縱與虛假報價之行為⁶⁴。」

三、 案例

美國自由且蓬勃的證券交易市場，吸引來自世界各國企業的目光，但近年來多家在美國上市之中國企業遭美方提起集體訴訟，甚至因此被勒令下市。美方同時也針對 350 餘家中國公司「借殼上市」展開調查，絕大多數在美國上市股票或 ADR 已跌至 1 美元以下，而大部分的原因來自於「財務報表虛偽不實」。歷來司法實務，基於保護美國本土投資人之立場，只要受害者為美國投資人，即使不法行為發生於外國，法院多採具管轄權之立場。對於外國投資人買進或賣出外國有價證券之損失提起的損害賠償訴訟，通稱為純粹涉外事件（Foreign cubed）⁶⁵的案件，下級法院多以「行為地」（Conduct）及其法律效果（Effects）來建立美國對此類案件擁有司法管轄權，在解釋上也儘量採取延伸管轄權範圍之態度，此即為行為地與效果測試（Conduct and Effect Test）⁶⁶。過去已有多起境外投資人或外國公司股東直接在美國法院起訴，主要原因係考量美國集體訴訟制度誘因

⁶⁴ SEC 9(j) : It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange, to effect any transaction in, or to induce or attempt to induce the purchase or sale of, any security-based swap, in connection with which such person engages in any fraudulent, deceptive, or manipulative act or practice, makes any fictitious quotation, or engages in any transaction, practice, or course of business which operates as a fraud or deceit upon any person. The Commission shall, for the purposes of this subsection, by rules and regulations define, and prescribe means reasonably designed to prevent, such transactions, acts, practices, and courses of business as are fraudulent, deceptive, or manipulative, and such quotations as are fictitious.

⁶⁵“Foreign-cubed” or “f-cubed” securities lawsuits, which involve claims of foreign investors against foreign issuers to recover losses from purchases on foreign securities exchanges.”

⁶⁶Securities and Exchange Commission, Study on the Cross-Border Scope of the Private Right of Action Under Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934, April 2012.

強，成案容易，透過訴訟作為達成和解的成功機率也較大。

涉外事件面臨取證困難、難以追蹤資金以防止脫產或追回不法利得，甚至存在外國政府是否願意提供協助等執法障礙，故欲處理跨境不法案件，仍須仰賴各國證券主管機關與司法互助合作。依 1934 年證交法第 21 條 (a) 項 (2) 款規定，SEC 基於互助與不違反公共利益之前提下，可對外國主管機關要求之調查協助給予幫助並提供資料。為使外國主管機關亦同樣給予美國主管機關相當協助，SEC 除透過雙邊關係簽署合作備忘錄 (Memorandum of Understanding)，另也積極透過國際組織，如：國際證券管理機構組織 (The International Organization of Securities Commissions，IOSCO) 多邊備忘錄 (MMOU)、國際間各國刑事執法機關法律互助協定 (Mutual Legal Assistance，MLAT) 等方式，進行包含監理互助、資訊交換、凍結不法行為人海外資產、建立匯回不法所得管道、司法部門訴訟文書送達，與外國判決承認與執行等跨國求償程序⁶⁷。

(一) Morrison v. Australia Bank⁶⁸

1. 案件事實

Morrison 等 3 名澳洲投資人係於澳洲證券交易所 (ASX) 購買國民銀行股票，但在紐約向國民銀行及其美國子公司 HomeSide 提起訴訟，主張銀行於 1988 年收購一家總部位於美國佛羅里達州的抵押貸款證券化金融機構 HomeSide，而 HomeSide 在會計處理上出現錯誤，導致價值虛增。在問題發生後，2001 年澳大利亞國民銀行被迫為此核銷鉅額呆帳，遂致其股價大跌。本案爭點在於證交法第 10 條 (b)

⁶⁷ Financial Regulation and Supervision, International Organisation of Securities Commissions (IOSCO), May 2002. http://www.financialstabilityboard.org/cos/cos_020501.htm 瀏覽日期：2014 年 10 月 1 日

⁶⁸ Morrison et al. v. National Australia Bank Ltd. et al., Certiorari to the United States Court of Appeals for the Second Circuit, No. 08-1191. Argued March 29, 2010—Decided June 24, 2010, Supreme Court. <http://www.supremecourt.gov/opinions/09pdf/08-1191.pdf>.

項是否適用於外國公司發行之有價證券交易行為？本案歷經地方法院、第二巡迴法院，至最高法院認為，第 10 條 (b) 項僅適用於在美國證交所上市以及在美國買賣的股票，外國公司如果不在美國的證券交易市場發行證券，或者股票購買行為未在美國發生，就不受美國法院管轄，亦難以適用美國法律，這也意味在美國境外上市的外國公司在美國遭遇集體訴訟的規模和可能性降低。

2. 案件爭點

最高法院審理 *Morrison v. Australia Bank* 案的結果，導致 2011 年下半年對外國公司進行集體訴訟之案件大幅減少，原因在於最高法院在該案中認為，依 1934 年證交法第 10 條 (b) 項及證管會依該法所制定之規則第 10b-5 條所提起之訴訟，不得適用於非在交易所進行之交易，最高法院認為，該等條款所「關注」之重點，為「.....在美國境內買進或賣出有價證券之行為，.....僅限於在美國證券交易所掛牌，且在美國境內買進或賣出有價證券者....。」則依本案見解，投資人買進或賣出任何外國有價證券，美國法律與之不具有連繫因素 (No cause)，非美國法院管轄權可及，應予駁回。

本案判決結果等同於宣告外國公司未來不需擔心來自於美國法律與監管規則所帶來的跨國證券訴訟威脅。有學者甚至認為，此一判決對美國經濟而言具有正面意義，因為外國公司不會因為此類訴訟而影響他們在美國擴展事業版圖的決心，而此一判決也可能影響其他領域的聯邦成文法。例如過去下級法院常在「反詐騙和反腐敗組織法案」(Racketeer Influenced and Corrupt Organization Act, 簡稱 RICO) 相關案例中主張跨國組織犯罪案件中，美國法院認為涉及他國之人、事案件，美國法律得域外適用 (Apply extraterritorially)。因此本案判決也對美國各級法院傳遞清晰的訊息：除非國會已在法律中明確授權，

否則美國法律並不能適用於美國境外 (Abroad)⁶⁹。

但法院見解尚待進一步確認與發展，於短短不到 3 個星期的時間，因國會通過「華爾街改革與消費者保護法」(簡稱 Dodd-Frank 法)⁷⁰，依第 929P 條規定，美國法院 (District court) 對 SEC 或美國政府以違反反詐欺條款為由提起之下列行動或程序有管轄權⁷¹：

- (1) 違法行為之重大步驟 (Significant steps) 於美國境內進行，即使證券交易係發生於美國境外，且僅涉及外國投資人者亦同；
或
- (2) 行為雖發生於美國境外，但可預見該行為將對美國境內發生實質效果 (Substantial effect) 者。

換言之，Dodd-Frank 法案之規定推翻 Morrison 案法院之見解，明確指出美國政府或證管會對違反反詐欺條款之案件，只要行為或法律效果影響美國境內者，美國法院對該等案件有管轄權。依該法案之規定，即使案件為純粹涉外事件，只要符合上開規定，美國法院亦得對其進行審理與判決。但由於該法案並未將私人提起之訴訟 (Private litigants) 納入，原則上非由美國政府或 SEC 所提起之證券求償訴訟，即不受該法規範，仍由各法院自行判斷管轄權有無與法律適用性。由於 Dodd-Frank 法案第 929P 條與第 929Y 條規定已清楚明確表明國會允許反詐欺條款訴訟之法律適用延伸至美國領域外案件，但同法第 929Y 條卻要求 SEC 應進行「行為/效果測試」(Conduct / Effect test)

⁶⁹ U.S. Supreme Court Rejects “Foreign Cubed Class Actions”, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, June 25, 2010. <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2010/06/25/u-s-supreme-court-rejects-foreign-cubed-class-actions/>

⁷⁰ Dodd-Frank Act, Pub.L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010).

⁷¹ 15 U.S. CODE § 78AA (Dodd-Frank Act Section 929P(b)(2) (b) Extraterritorial jurisdiction : The district courts of the United States and the United States courts of any Territory shall have jurisdiction of an action or proceeding brought or instituted by the Commission or the United States alleging a violation of the antifraud provisions of this chapter involving—
(1) conduct within the United States that constitutes significant steps in furtherance of the violation, even if the securities transaction occurs outside the United States and involves only foreign investors; or
(2) conduct occurring outside the United States that has a foreseeable substantial effect within the United States.

⁷²，以決定可否適用於私人提起訴訟，並對外向公眾徵詢意見，據此向國會提交報告。

表 3-8 Dodd-Frank 法規適用於案件判斷上的差異

假設案例		美國投資人 C (透過紐約證交所買進 Vroom! 股票)	美國投資人 D(透過東京證交所買進 Vroom! 股票)	外國投資人 E (透過紐約證交所買進 Vroom! 股票)	外國投資人 F (透過東京證交所買進 Vroom! 股票)
Morrison 案發生前 (行為與效果測試)	私人股東提訟	適用	適用	適用	很可能適用
	SEC/政府提訟	適用	適用	適用	很可能適用
Morrison 案 (交易測試)	私人股東提訟	適用	不適用	適用	不適用
	SEC/政府提訟	適用	不適用	適用	不適用
Morrison 案 + Dodd-Frank 法	私人股東提訟	適用	不適用	適用	不適用
	SEC/政府提訟	適用	適用	適用	很可能適用

資料來源：Jennifer Wu, Morrison v. Dodd-Frank: Deciphering the Congressional Rebuttal to the Supreme Court Ruling, U. of Pennsylvania Journal of Business Law, Vol.14:1, 2011, 317, appendix.

(二) ParkCentral Global Hub Ltd. v. Porsche Automobile Holdings

原告 ParkCentral 旗下擁有超過 30 檔國際對沖基金，這些基金從事追蹤德國福斯汽車股價指數之「基礎證券交換契約」(Securities-based swap agreements) 交易，這些交易全數於美國境外交易所進行。原告主張被告 Porsche 汽車為福斯汽車股東，其意圖買進更多福斯股票，為此打壓福斯股價而為不實陳述，波及上開交換契約交易價格。但 Porsche 之陳述主要在德國境內為之，為此原告主張有部分陳述為美國投資人所能接觸之資訊 (…accessible in the United

⁷²Jennifer Mitchell Coupland, Bright Idea: A Bright-Line Test for Extraterritoriality in F-Cubed Securities Fraud Private Causes of Action, 32 Nw. J. Int'l L. & Bus. 541 (2011-2012). <http://scholarlycommons.law.northwestern.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1024&context=njilb>

States...)。但事實上 Porsche 自身並未進場交易，為此原告又主張上開交換契約之性質屬於以其他有價證券於美國本地交易為由，據以主張有 Morrison v. National Australia Bank 案例之適用⁷³。

上訴法院(第二巡迴法院)認為，本地證券交易不涉及外國被告，被告也主張本案所涉詐欺行為發生於美國境外，且只影響非美國證券股價，並非 1934 年證交法第 10 條 (b) 項規定之範圍。上訴法院決定將使美國投資人持有非美國發行人所發行之非美國證券者難以主張有美國管轄權之適用。同時也宣告第 10 條 (b) 項域外 (Extraterritorial) 範圍屬於事實敏感問題 (A fact-sensitive question)，需要依個案仔細分析判斷⁷⁴。而下級法院認為原告之訴應予駁回，主因係下級法院認為「交換契約所追蹤之證券係於外國證券交易所交易」，當然非美國證券法所能管轄。

上訴法院雖然肯認地方法院為本案無域外管轄權適用之判決，但認為證交法第 10 條 (b) 項適用範圍應較地方法院之見解為廣。上訴法院重新審視 Morrison 案，認為最高法院於該案中採「交易測試」之見解，認為第 10 條 (b) 項僅能適用於境內交易 (Domestic trades)，即適用於境內證券交易所上市證券，或其他證券於境內交易者。但上訴法院認為此範圍認定尚有不足之處，以本案為例，本案屬於在境內為交換契約交易，但實際交易行為卻於外國發生，所交易之證券為外國有價證券，且於外國交易所完成交易之情形，則難以證交法第 10 條 (b) 項規範相繩。雖然原告主張「被告不實陳述可能有欺騙全球投資人之意圖」，但原告所主張之「相關陳述主要於德國為之，且係與德國公司所發行證券有關之資訊，而該等證券均於歐洲之交易所進

⁷³ Parkcentral Global Hub. Ltd. v. Porsche Automobile Holdings SE, 763 F.3d 198 (2014).

⁷⁴ White & Case LLP, ParkCentral v. Porsche: the Second Circuit signals new lines of defense to extraterritorial securities fraud claims, Aug. 28, 2014. <http://www.lexology.com/library> 瀏覽日期：2014 年 12 月 29 日。

行交易」，無法強行解釋為有第 10 條 (b) 項之適用。

法院更在結論中表示，以目前證券市場全球化的狀況，財務金融創新已使得交易行為更為簡易且快速的方式在全世界進行，對於此類具涉外因素 (Foreign elements) 之案件，並無最高法院於 Morrison 案中所稱之規範「明確線」(Bright line) 存在。美國實務界解讀本案判決內容後認為，未來此類涉外案件是否有美國證交法規範之適用，仍須由法院針對個案事實個別判斷 (Case by case)⁷⁵。

(三) 中國人壽

1. 案例事實

中國人壽於 2003 年 12 月 17 日在 NYSE 上市 (股票代碼 LFG)，次日並於香港聯合交易所上市。為爭取在海外上市的機會，中國人壽在 2003 年進行公司股份制改革計劃，將總公司分為存續公司及股份制上市公司，對資源進行重新配置，前者以母公司的方式對後者控股。中國人壽在美國上市透過海外企業在第三地設立子公司的模式，而非成立分公司的投資架構⁷⁶，可適當控管母公司經營不善之風險。

2004 年 3 月 16 日美國律師事務所 Milgerg Weiss 對中國人壽提起訴訟，理由為 2004 年 1 月 30 日中國大陸國家審計署官方網站簡短摘錄中國人壽尚未重組前有 54 億人民幣之違法使用保險資金行為，於審計報告揭露後，中國人壽於美國和香港的股價雙雙下跌。原告認為該公司及其部分高階管理人員違反美國 1934 年證交法，主張包括中國人壽及 5 位知情不報之自然人，於中國人壽募集資金期間未揭露已知之不利事實，包括：(1) 母公司中國人壽保險集團涉嫌 6.52 億美元鉅額財務詐欺；(2) 海外上市時，國家審計署應公布對母公司之審

⁷⁵ 同上註。

⁷⁶ 中國人壽股改方案昨敲定，股份制上市公司 4 月掛牌，北京晨報，2003 年 1 月 24 日，<http://www.china.com.cn/chinese/2003/Jan/267082.htm>

計資料；(3) 母公司存在非法代理、超額退保、挪用資金、及私設小金庫違法行為；(4) 違法行為與中國人壽股價有因果關係，因為三分之二被告是中國人壽原有董事長或高階主管。原告主張，管理階層的錯誤經由審計報告揭露後，即造成投資銀行迅速降低中國人壽的評等，並造成股價下跌，使投資人受損失，故要求損害賠償。本案為集體訴訟，代表所有於 2003 年 12 月 22 日至 2004 年 2 月 3 日間購買中國人壽股票之投資人，向該公司尋求損害賠償⁷⁷。

中國人壽主張其已發布澄清公告稱，國家審計署所審計的原中國人壽保險公司是中國人壽股份公司的前身，與上市公司無關。並表示：無論是從審計對象、審計時間，還是注入資產來看，中國國家審計署的例行審計均與股份公司無關（按：中國人壽前身為國企），不影響股份公司的財務狀況。而中國人壽承銷商之一中金公司、中國審計署新聞發言人分別回應指出：「中國人壽所有財務資訊都是採用美國與香港會計準則揭露，而中國國家審計署對原中國人壽保險公司之審計係採行中國大陸的國家審計準則，此與中介機構對上市公司進行審計的依據、標準不同。

美國聯邦法院南紐約分院（U.S. District Court Southern District of New York）法官 Thomas P. Griesa 將起訴合併，展開審理。SEC 也隨即對中國人壽展開了非正式調查，中國人壽也積極配合，從收到非正式調查信函的當月開始，就著手提供相關的文件和資料。2006 年 6 月 9 日 SEC 終止對中國人壽的非正式調查，同時未建議採取任何執法措施⁷⁸。

⁷⁷ 集體訴訟尚未立案，中國人壽否認和解意向，21 世紀經濟報導，2008 年 4 月 24 日。
http://blog.sina.com.cn/s/blog_5938e1c2010124yk.html 瀏覽日期：2014 年 9 月 24 日

⁷⁸ 美國證監會終止調查中國人壽洗冤 利好集體訴訟，中安在線，2006 年 6 月 9 日。
<http://finance.big5.anhuinews.com/system/2006/06/09/001493279.shtml> 瀏覽日期：2014 年 9 月 24 日

原告律師認為，中國人壽早就得到相關部門的報告，卻在準備上市與上市之後隱瞞這些資訊。中國人壽在美國初次公開發行前，宣稱該公司是一個「金礦」，但隨後揭露的審計報告，卻使公司股價下跌，造成原告的損失。但被告中國人壽辯稱，中國人壽上市後一個月，一個虛假報導錯誤的把中國政府對進行分拆的中國人壽之正常審計工作，認為中國人壽挪用資金與財務違規，不正確報導中國人壽有 42 億美元資金被挪用，造成股價波動下跌 2.5 美元。主張審計署報告所提的數據，係指中國人壽成立前母公司的數據，其對中國人壽所做的審計是常規審計。此後股價回升，2004 年 2 月 17 日上升到 30.10 美元。2004 年 4 月 6 日中國人壽公布審計署決定，其母公司受到數額很小的處罰，但與中國人壽並無關連，公布當天中國人壽股價上升了 8%，證明媒體的報導有誤。故被告認為，原告指控係一種「機會主義」的態度，毫無根據且試圖在中國人壽股票低迷時獲得賠償。

被告另指出財政部的檢查是在 2002 年夏天，中國人壽於 2003 年初收到相關報告，報告指出 5 個省的分支機構有財務違規項目，涉及資金計 500 萬美元，並認為問題資金項目占原中國人壽利潤 0.02%，總資產 0.005% 以下，對中國人壽營運無影響。而當時中國人壽集團尚未成立，故並未揭露，且審計署審計也發生於原中國人壽分拆重組之前。重組 6 個月後，中國人壽在香港與美國公開募集股份，當時招股公開說明書已包含原中國人壽應揭露之財務報告，並揭露投資房地產情形，因這些投資不符合保險監管的要求。

原告主張，中國人壽多次援引新公司係從原公司分拆出來為由抗辯，但事實上，原公司三分之二的管理階層人員在新公司任職，且新公司的 IPO 公開說明書與 SEC 申報文件都包含原公司的財務報表。故原告主張原中國人壽的審計與中國人壽公司是有關聯的，投資人於投資時也會一併考慮原中國人壽的財務狀況。

2. 法院判決

2008年9月3日，美國紐約南區聯邦法院做出簡易判決，駁回在紐約證券交易所和美國其它證券交易所購買公司股票的投资人以及在其它地方購買公司股票的美國投資者的訴訟請求，認定原告「各項指控都缺乏根據」。針對在香港聯合交易所購買的中國人壽股票的非美國投資人的指控，法官則以南區法院缺乏管轄權為依據予以駁回。

（四）中國節能案

SEC於2006年以該公司涉嫌操縱市場，進行民事詐欺為由對中國節能科技公司（China Energy Savings Technology）、該公司高階管理人員4人提起訴訟。中國節能係透過反向收購，以借殼方式於美國NASDAQ上市⁷⁹。本案由紐約東區法院審理，雖然被告從未出庭，但法院仍判決他們應負詐欺責任，並交出非法所得與繳交罰金共計3400萬美元。由於該公司在美國開立銀行帳戶尚有一筆390萬美元資產，於起訴前不及撤離而遭法院凍結，法院亦判決這些資產應視為詐欺所得而遭SEC沒入，但此後SEC一直無法取回剩餘金額⁸⁰。

SEC另指控負責中國節能公司審計作業的加州事務所 Moore Stephens Wurth Frazer and Torbet 有違背其專業與操守之不當行為，於該公司進行反向收購時，故意漠視該公司有問題之帳目。上市公司會計監督委員會（PCAOB）也同步進行調查，一般正常調查程序，由SEC依其職權發傳票要求被調查公司、供貨商與其他合作夥伴說明、出具電子郵件、相關文件、證詞與其他紀錄，以證實其財報是否有虛

⁷⁹ SEC Files Fraud Charges Against China Energy Savings Technology, Inc. and Others; Court Orders Asset Freeze, DEC 4, 2006. <http://www.sec.gov/news/press/2006/2006-200.htm> 瀏覽日期：2014年10月2日

⁸⁰ SEC Complaint: CHINA ENERGY SAVINGS TECHNOLOGY, INC., NEW SOLOMON CONSULTANTS, CHIU WING CHIU, LAI FUN SIM a/k/a Stella Sim, SUN LI, JUN TANG ZHAO, 2006. <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2006/comp19933.pdf> 瀏覽日期：2014年10月2日

偽不實，並與 PCAOB 合作，進行實地調查。但調查外國公司時，若無當地監管機構支持，SEC 即無法向境外公司發傳票，檢查人員無法進入中國調查負責該公司業務之會計師事務所，SEC 主委 James Doty 甚至表示：「無法檢查中國註冊審計師事務所的工作，是投資者保護機制的一個漏洞。」⁸¹本案於 2010 年 12 月達成和解，該事務所被處以 12.95 萬美元罰金，且負責審計人員被停業 2 年，需期滿再重新申請。

2009 年 SEC 對亞利桑納州證券承銷商 Jason Genet 起訴，指其幫助中國節能公司操縱市場，被訴承銷商之後同意支付 200 萬美元之歸入利得與罰金（Disgorgement of profits and fines）達成和解，但拒絕承認（但也未否認）有任何不法行為，另同意 5 年內不能執行小額股票（Penny stocks）的承銷業務⁸²。

（五）Pinker v. Roche Holding Ltd.⁸³

羅氏藥廠是一家瑞士股份有限公司，主要從事醫藥品的生產和零售，如維生素等。1992 年，該公司在美國發行了承銷型一級 ADR，並在證管會申報表格 F-6。由於此種 ADR 只進行店頭交易，不能上市，羅氏藥廠即遵照規則第 12g3-2 條（b）項豁免了「1934 年證券交易法」中的登記和資訊揭露要求，但仍要按照該規則的規定向證管會提交年報、與股東聯繫，並且要遵守其所在國瑞士法律中的要求，惟其對本國法的法令遵循無需向證管會登記。在本案中，羅氏藥廠聯合

⁸¹Kara Scannell, China Energy may be template for SEC action, Financial Times, July 4, 2011. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/dc814de8-a65b-11e0-ae9c-00144feabdc0.html#axzz3Ey4vb7tl> 瀏覽日期：2014 年 10 月 2 日

⁸² SEC v. Jason M. Genet, Civil Action No. 09-CV-4215 (E.D.N.Y.) (Seybert, J), Litigation Release No. 21621 / August 6, 2010. <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2010/lr21621.htm> 瀏覽日期：2014 年 10 月 2 日

⁸³ Pinker v. Roche Holdings Ltd, Harold Pinker, individually and on behalf of all others similarly situated v. Roche HoldingsS Ltd., Nos. 00-4318, 01-1562., United States Court of Appeals, Third Circuit, Argued: Nov.7 2001-May 30, 2002. <http://caselaw.findlaw.com/us-3rd-circuit/1355653.html>

其他市場競爭者，操縱市場上維生素的價格，違反了美國聯邦「反托拉斯法」和歐盟「競爭法」。1999年3月12日，明尼亞波利市（明尼蘇達州）的一家律師事務所對羅氏藥廠操縱價格行為提起訴訟。1999年5月20日，羅氏藥廠宣布為其違反上開法令之行為，同意支付美國政府5億美元的罰款。

持有羅氏藥廠發行的ADR股東向美國紐澤西州的聯邦地方法院起訴。訴稱：羅氏藥廠在1996年12月至1999年3月期間，在其依美國「1934年證券交易法」第12條(g)項規定及其「規則」第12g3-2條(b)項向證管會提交的年報和半年報為虛假陳述(Misrepresentation)，違反了同法第10條(b)項規定及其「規則」第10b-5條，構成證券詐欺行為⁸⁴。且羅氏藥廠在1996年至1999年間向新聞界宣稱，市場上維生素的生產和銷售處於一種競爭激烈的狀態，投資人之所以購買這些價格處於高位的ADR，就是因為羅氏藥廠成功的將市場描述「充滿競爭力」⁸⁵，但地方法院以對羅氏藥廠沒有對人管轄權之理由駁回起訴。

第三巡迴上訴法院推翻了地方法院的判決，認為儘管羅氏藥廠發行的ADR沒有在美國上市，毋須依照「1934年證券交易法」進行登記和資訊揭露，但美國法院對羅氏藥廠有對人管轄權⁸⁶。法院首先考慮「羅氏藥廠透過發行ADR，利用其在美國法律中的特權主導其在美国證券市場的活動，並因此建立自己與美國間必要之最低限度聯繫」⁸⁷，因而認為儘管羅氏藥廠沒有在美國證券交易所上市，但其發

⁸⁴ Pinker claims, Roche is liable for securities fraud in violation of Section 78j (b), and Rule 10b-5, 17 10(b) of the Securities Exchange Act, 15 U.S.C. § 240.10b-5, promulgated thereunder by the Securities and Exchange C.F.R. § Commission (SEC).

⁸⁵“Pinker's complaint alleges that at the same time it was engaging in this conspiracy, Roche made material misrepresentations and misleading statements indicating that the vitamin market was competitive.” 同上註。

⁸⁶ “We therefore conclude that the District Court erred in dismissing Pinker's complaint pursuant to Rule 12(b) (2) for failing to adequately allege personal jurisdiction.”

⁸⁷ “In our view, by sponsoring an ADR facility, Roche “purposefully avail[ed] itself of the privilege of conducting activities” in the American securities market, and thereby established the requisite

行的 ADR 在美國進行場外交易並達到了一定的交易額⁸⁸，羅氏藥廠在美國發行承銷型 ADR 足夠表明其與美國有最低限度的聯繫，在「美國投資人中存在有目的控制力」。法院指出羅氏藥廠的行動很明顯，就是透過在美國發行 ADR 直接從美國市場上獲取資金，為此美國法律得要求羅氏藥廠應注意其在美国證券市場上進行詐欺性操縱市場之行為，且主張即使羅氏藥廠是外國公司，亦有可能遭美國投資人起訴。

羅氏藥廠認為，美國法院對其行使管轄權違反了傳統的公平和公正原則，因為其僅需要滿足美國資訊揭露的最低要求，公司不可能按照美國投資人的要求去遵守美國資訊揭露的標準。但巡迴法院否定此一抗辯，堅持即使當事人沒有起訴，羅氏藥廠不實陳述已符合法律要件，且虛偽詐欺之行為也違反包括瑞士在內的任何一國的證券法規。故巡迴法院認為，為了更大程度上保護投資人利益，美國法院必須向諸如羅氏藥廠這樣的外國公司行使管轄權，因為允許羅氏藥廠免受美國證券法懲罰，無異於掠奪那些沒有選擇在外國證券市場購買證券，而購買了 ADR 的投資人的資產⁸⁹。

美國第三巡迴法院的見解無異使非美國發行人（Non-U.S. Issuers）在美國發行承銷型 ADR 時，可能成為美國法律管轄權標的，但該法院建立連繫因素的理由並不十分明確，甚至以羅氏藥廠虛偽不實說明之行為亦違反母國瑞士證券法律為由，而以其損害美國本土投資人之權益建立管轄權之基礎⁹⁰。由上述案例觀察，屬人法在存託憑

minimum contacts with the United States.”

⁸⁸ The mere fact that its ADRs were not listed on an American stock exchange does not demonstrate that Roche did not seek to avail itself of the American securities market, for even though Roche ADRs were not traded on an exchange, the complaint alleges that Roche ADRs were actively traded on the over-the-counter market and that the average daily trading volume of Roche ADRs was about 25,000.”

⁸⁹ “Allowing Roche to escape the personal jurisdiction of the federal courts would in essence nullify the regulatory protection that American investors seek when they purchase ADRs.”

⁹⁰ Non-U.S. Issuers With Company-sponsored ADR Programs Subject to U.S. Jurisdiction, Memorandum from the Worldwide Securities Practice Group, White & Case LLP, June 14, 2002.

證法律適用問題上也凸顯一國為保護其本國投資人而推行其法律域外效力的方式。本案若依 Dodd-Frank 法案 第 929P 條規定，即使證券交易發生於海外，但只要於美國之行為違反美國證交法相關規定之主要步驟，於美國境內造成可預見之實質影響，美國法院亦有管轄權。我國或可借鑒美國經驗，思考管轄權擴展至外國公司法律適用，特別是當本國投資人遭受詐欺、虛偽不實陳述之誤導等侵權行為時，使受害人得提起訴訟，更有利於保障投資人權利。

第二節 英國

壹、 外國公司上市制度

一、 上市前

(一) 有價證券公開發行制度

英國證券市場主要依賴市場本身的自律機制運作，沒有過多的市場干預，長期以來運作良好，也維持了市場的公平、公正和有效運行。公司欲公開發行，僅須向英國貿工部（Department of Trade and Industry）下之公司註冊管理處（Companies House）申請註冊登記即可。公司註冊管理處就相關註冊申請書審閱，若無錯誤，約3-5 個營業日即可審核完畢。另為便於公眾監督，公開發行公司須每年定期向公司註冊管理處送交年度財務報告。

對於股票欲上市的公司言，除在發行階段，需向貿工部公司註冊登記管理處進行註冊登記外，亦須將招股說明書及其他相關文件等提交「上市主管機關」（UK Listing Authority, UKLA）進行審核。上

市審核原由倫敦證券交易所（London Stock Exchange，LSE）負責，而在金融服務管理局（Financial Service Authority，FSA）成立後，依 Official Listing of Securities Regulations, 2000 授權由其自2000年5月1日起審查公司上市。由於FSA改制，上市主管機關即轉為金融行為監理局（Financial Conduct Authority，FCA）⁹¹，FCA負責業務如下：

1. 訂定資訊揭露與透明度規則（FCA Disclosure and Transparency Rules），監控市場資訊揭露。
2. 訂定公開說明書規則（FCA Prospectus Rules），審查並核准證券發行人或銷售人出版之公開說明書。
3. 要求上市發行人依上市規則（FCA Listing Rules）為法令遵循，管理英國境內上市公司，並制訂治理標準要求發行人提供投資人保護⁹²。

表3-9 FCA制訂與上市有關之監理規則

項目	手冊名稱	內容
Listing, Prospectus and Disclosure	Listing Rules (LR)	上市規則
	Prospectus Rules (PR)	公開說明書規則
	Disclosure Rules and Transparency Rules (DTR)	資訊揭露與透明度規則
Market Abuse	Market Conduct (MAR)	對批發與專業投資市場人士訂定行為準則，如價格穩定措施、內部人行為準則、倫敦金融區 CITY 訂定之收購與合併規則、因應歐盟指引 CESR 要求訂定替代性交易系統規則等。

資料來源：本研究整理。

經上市核准後才能在兩家以上的倫敦重要報紙上公開刊登，並抄送一份上市說明書予公司註冊管理處備案。故英國證券上市管理主要為「核准制」，也就是實質管理，其與公開原則不同之處，不僅要公

⁹¹ 2013年4月1日起，英國金融監理改由審慎監理局 PRA 與金融行為監理局 FCA 執行，並透過二者簽署合作備忘錄之方式，共同分享執掌事務所獲之資訊與資料。FCA 著重於業務行為方向之監理，原 FSA 大部分業務轉由 FCA 執行。

⁹² 相關敘述參見 FCA 網頁 <http://www.fca.org.uk/firms/markets/ukla>。瀏覽日期：2014年10月1日

開真實情況，而且必須符合若干實質性條件。這些條件包括發行公司的營業性質與管理人員的資格和能力、發行公司健全的資本結構、發行人合理的所得報酬、各類證券的權利義務及合理的股權結構、公開之資訊充分且真實、所營行業具良好前景等，才能在證券市場進行直接籌資。

2010年UKLA將倫敦證券交易所主板掛牌上市之公司分為兩大類：優質上市（Premium Listing）與標準上市（Standard Listing），取代過去第一上市（Primary Listing）及第二上市（Secondary Listing）之分類。過去僅有非英國公司能申請標準上市（即第二上市），修正分類後開放英國公司亦可申請標準上市，改為申請不同上市分類之公司，其上市條件要求程度有異。發行公司（不限英國或非英國公司）均可視其自身狀況彈性選擇申請優質上市或標準上市：申請優質上市之公司除需遵循歐盟一般認可之上市規定外，尚需符合英國較為嚴格之高規格標準（Super-Equivalent Standards）與公司治理之要求；申請標準上市之公司則僅需符合歐盟一般認可之上市標準（EU Minimum Standards）即可，使投資人更易瞭解不同市場上市公司應具備之條件，而非以國籍區分。

目前在倫敦證券交易所主板（Main Market）掛牌有兩項程序：

1. UKLA負責審查上市文件，查核是否符合「上市規則」（Listing Rules），並且核准有價證券上市。
2. LSE則負責核准與管理在其市場交易之有價證券。

一旦這兩項程序皆完成，申請公司的有價證券才可以在LSE主板上市掛牌。若公司係申請在LSE之AIM市場（Alternative Investment Market）掛牌交易，由於其股票並非上市股票，故無須取得UKLA的

核准，僅須取得LSE的同意即可進行交易⁹³。

(二) 申請上市之程序

1. 一般上市

於LSE主板申請上市，一般需要12至24個星期，時間長短取決於公司的規模、公司組織架構、籌資掛牌的方法及詳細審閱的複雜度等因素。申請公司須先選任輔導券商等顧問公司，並與倫敦證券交易所及UKLA商訂詳細的上市審查時程表；而在向UKLA 遞交申請書件初稿時，須同時與倫敦證券交易所召開初步的協商會議；而在相關文件經UKLA 核准並完成股票承銷事宜後，於掛牌前48小時，正式向UKLA 申請上市及向倫敦證券交易所申請掛牌交易。

2. AIM 上櫃申請程序

申請在AIM板 (Alternative Investment Market) 掛牌首先要選定輔導商 (承銷商) 及經紀商，且在掛牌期間始終要維持有輔導商及經紀商。輔導商之工作在幫助申請公司之董事了解自己的責任義務及市場之規定，以便進行申請程序。輔導商必須是在交易所註冊之會員或依FSMA成立之公司。直到掛牌後輔導商仍應隨時輔導並幫助掛牌公司，責任範疇訂定於「輔導商上櫃規則」 (AIM Rules for Nominated Advisers)。申請上市公司亦須指派一個LSE之會員為其指定經紀商，或者申請公司亦可選擇一家公司同時為輔導商及指定經紀商。投資人想買賣上市公司之股票時，指定經紀商即是交易對象或是扮演交易撮合者之角色。

上市前一個月申請公司需將公開說明書 (Admission document)

⁹³AIM 市場 ((Alternative Investment Market) 於 1995 年 6 月成立，係倫敦交易所為中小型與成長型公司設立之「創業板市場」。AIM 市場上市條件較主板市場寬鬆，且無公司市值或發行股票數量之要求，部分 AIM 上市公司經發展後也會轉向主板市場掛牌。但受到美國公布沙氏法案的影響，有相當多公司基於稅務優惠，及較少監理限制，反而由主板市場轉到另類市場掛牌。

公開揭露予投資大眾；若輔導商確認某些資訊對於該申請公司之資產、負債等財務狀況、損益等並無重大影響，或揭露某些資訊對於申請公司是不利的，且未揭露該資訊並不會誤導投資人，則該等資訊得經交易所核准後，不予揭露。上市前10個營業日，申請公司需提交申請書件（Pre-admission Announcement）予交易所。上市前3個營業日，申請公司須支付申請上市費，並將申請表（Application Form）及公開說明書電子檔，連同輔導商依照「輔導商上櫃規則」所出具之聲明書，一併呈交給交易所，由交易以正式文件通知核准生效。

（三）上市標準

1. 於主板掛牌標準

申請公司欲於LSE主板上市交易，須經UKLA依據「上市規則」審核核准後，再經LSE核准有價證券之交易。申請公司必須符合下述條件，方能順利於主板上市交易：

- （1）申請公司必須是依照相關法令成立之公開發行之有限責任公司（Public Limited Company）。
- （2）申請公司須正式公告或申報最近3年經會計師查核之財務報表，且前述期間截止日不能超過預計掛牌日6個月以上。
- （3）申請公司最近3年的營收及獲利來源未與其他公司共享，此外申請公司必須公開最近3年為募集資金所為之重大交易記錄皆經妥適保存。
- （4）申請公司的董事及高階管理人員必須證明有充份經驗及能力經營公司，且有能避免與公司發生利益衝突。
- （5）申請公司必須有獨立經營公司的能力，而不為任何特定股東的利益受到操控。一般所指特定股東係指掌握申請公司30%以上股份之股東，或能影響公司董事任免之股東而言。

- (6) 申請公司必須有足夠的營運資金以供公司未來至少12個月營運之用。
- (7) 申請公司上市時至少要有25%的股份為社會大眾所持有。
- (8) 申請公司上市時其上市股份金額不得低於70萬英鎊，正常情況下會希望申請公司上市股份金額更多於此金額。

2. 於AIM 上櫃掛牌標準

申請上櫃與上市標準之差異，在於：

- (1) 其股份無需分散至社會大眾；
- (2) 無須公開交易紀錄；
- (3) 交易無須先經股東同意（不包括反向收購）；
- (4) 申請文件多半無須經交易所或UKLA先行檢查；
- (5) 需持續具備輔導商（Nominated Adviser）；
- (6) 沒有最低市值的要求。

上櫃之標準如下：

- (1) 申請公司已指派輔導商及經紀商。
- (2) 申請公司之股票係可轉讓且未受限制的。
- (3) 申請公司必須是合法成立且為公開發行公司。
- (4) 申請公司之財務報表係依美國或英國之公認會計原則或國際會計原則所編製，惟現在LSE鼓勵AIM公司採用國際會計準則。
- (5) 董事會應決議遵守有關握有對股價有重大影響消息時，不得買賣公司股票之規定。
- (6) 對於成立2年以內之公司，除上列條件外，其董事及所有員工需同意至少在掛牌1年內不出售任何股票。

(四) 有價證券上市審查作業規定

1. 主板上市審查作業規定

主要之審查要點包括是否符合上市條件：

- (1) 其證券必須符合有關證交所認為基於保護投資人利益之條件，其條件已清楚告知申請上市者。
- (2) 申請人必須適當地合併股份或有效、合法地在其相關地設立公司，並應符合公司章程、工會法條及相關之法令制度。
- (3) 申請公司必須公布或核備其經查核之會計帳目。
- (4) 企業活動之性質及期間。
- (5) 管理權的永續經營。
- (6) 申請公司之董事必須有事業經營管理之專才及經驗。
- (7) 必須有充足之流動資金，並且必須在上市申請書中包含一份流動資金報表。
- (8) 申請人必須有能力營業並能作出獨立於任何一位控制股東之決定。申請人與控制股東之關係、所有營業交易都必須是基於正常的商業行為。申請人也必須清楚表明董事會係獨立於任何控制股東。若在申請人與控制股東之間有潛在利益衝突時，申請人也必須表明有能力作出避免破壞申請人全體股東的安排。若有潛在衝突時，證交所必須在最早的時間階段內接受諮商。
- (9) 關於有價證券之條件必須符合有效性、可移轉性、市值化、公眾持有股權及所有類股全部上市之相關要求。
- (10) 非現金公司。
- (11) 任何付予申請人的董事、經理人或顧問的費用、酬勞或考慮付予的費用（包含任何贊助人或促成人），只要有關於此項發行或有價證券的上市均不能支付。

2. 上市說明書之訊息是否充分揭露

倫敦證交所審查上市說明書，首先檢查基本資料是否齊備，其中包括：股票性質和發行量、公司股本、業務範圍，財務狀況、董事成

員、公司最近發展和前景預測等是否充分揭露該公司之信息，以使潛在投資人能根據該上市說明書做出正確之判斷。

3. 向倫敦證交所報送備案之文件是否齊全

必須向倫敦證交所遞送之文件包括：

- (1) 申請初期應遞交之文件：上市說明書初稿、承銷商確認週轉資本充足之信函、有關每一位董事及候補董事資料的紀錄卡、該公司主要市場證交所及監管機構同意其在倫敦申請上市的信件等。
- (2) 請聽證會召開前應呈交之文件：由承銷商出具申請公司已符合上市規則中所有規定之聲明、申請公司出具正式申請書、支付上市費用、公司成立證書副本、公司章程副本、三份由董事簽署之上市說明書及董事聲明書等。
- (3) 申請聽證會之後應呈交之文件：由申請公司出具該公司已符合所有要求之聲明。

(二) AIM 審查作業規定

1. 因交易所未實質審查申請書件，並無審查作業規定，僅規定公開說明書應有之內容：

- (1) 對擬在AIM 掛牌交易之有價證券之介紹。
- (2) 對申請公司之介紹，包括主要業務及資本額。
- (3) 公司之財務狀況。
- (4) 公司管理情況與治理結構。
- (5) 最近之發展及未來的展望。

2. 額外要求擬在AIM 掛牌公司須揭露以下資訊：

- (1) 董事的資訊：包括其過去五年來在其他公司出任董事的狀況、在其任職期間或離職12個月內這些公司遭清算及倒閉的狀況，

以及司法機構和監管部門對這些董事的批評。

- (2) 在掛牌前12個月內，任何一方直接或間接收取價值在一萬英鎊以上的費用或其他利益的情況。
- (3) 10%以上大股東之姓名及持股。
- (4) 公司出具營運資金充足聲明書。
- (5) 在公開說明書首頁標明提醒投資人AIM為不同於正式掛牌之市場，而是為小型、成長中公司設立之交易市場。
- (6) 專家評估意見及財務預測並非絕對必要，若要刊登財務預測應檢附會計師之核閱報告，並詳細說明財務預測編製之基本假設。

3. 保薦人制度

由於AIM在集中市場之區隔化，企業較需要特定專業人士進行輔導，因此，公司在加入AIM前，依照1995年證券公開推薦規則（Public Offer of Securities Regulations 1995）規定，尚須覓妥交易所核准之輔導商（Nominated adviser）及指定經紀商（Nominated broker），說明如下：

- (1) 輔導商：由交易所核准之輔導商，負責決定公司是否適合此一市場，引導及協助公司遵循AIM的規範，辦理申請掛牌事宜。一旦掛牌，依照1994年證券交易公開規則（Traded Securities (Disclosure) Regulations 1994）規定，公司仍須保留此輔導商，以辦理後續之資訊揭露等義務，否則會被處以暫停交易。上櫃與上市之差別除了標準不同外，公司須指定並維持輔導商，輔導商之背景有來自證券經紀商，會計或金融界。
- (2) 指定經紀商：指定經紀商必須為交易所的會員券商，其主要作用有二：（a）如該公司無造市商時，以最大努力為買賣雙方尋求撮合管道；（b）透過AIM股票交易之SEATSPLUS提供市場訊息。此外，指定經紀商須透過SEATSPLUS終端機鍵入公司資

料，並須定期予以更新，包括資本額、周轉率、稅後純益、股利、發佈年報或財報之日期以及流通在外股數等。

二、上市後

(一) 資訊揭露

為符合上市規則，每家首次申請上市之公司必須交付上市說明書，內容應符合上市規則之要求，使投資者對公司作評估時能有所依據。上市後相關資訊之持續揭露，主要目標是確保能迅速發布影響上市證券行情之消息。持續揭露並可以分定期與不定期二種揭露形式：

1. 定期

主要是指按時公告財務報告，例如：(1)會計年度結束6個月內應公開會計師查核之年度財務報告；(2)半年度結束後4個月內應公佈未查核之半年度財務報告。(AIM 規定於3個月內公布)

2. 不定期

主要是針對上市公司發生對有價證券之價格敏感性事項時，須對市場公告之事項，例如：

- (1) 公司之董事及大股東持股之變動、董事席位及人員之變動、增資發行新股或股利分配之資訊；
- (2) 指派輔導商或指派經紀商之聘任、辭任及解任均應立即通知交易所；
- (3) 重大之取得或處分資產交易事項；
- (4) 公司因收購倒致反向收購時；
- (5) 任何造成整個接管或合併之交易；
- (6) 重大之關係人交易事項。

（二） 資訊揭露管道

所有應揭露資訊應送至交易所之新聞管理中心（RNS），RNS 確認公告之消息來源以確保不讓錯誤資訊進入市場，並經由簽約資訊廠商之網路將資訊廣泛傳播。公司可經由電腦連線傳送揭露之資訊至交易所之RNS，亦可將磁片送到交易所。資訊在未通知交易所前不可洩漏給其他第三者，但可同時通知交易所及其他新聞媒體。

（三） 違反資訊揭露罰則

為保護投資人、建立投資人對公司之信心及市場之信譽，公司若未能遵守資訊揭露之規定會被處以暫停甚至取消交易，但交易所於處置前會與違規公司討論，並提供申訴程序供公司反駁交易所之決定，依個別案例組成獨立之申訴委員會。若輔導商及經紀商解職而未馬上有其他輔導商及經紀商繼任，公司將被處以暫停交易1個月以尋找新券商。若1個月期滿仍未找到繼任者，公司上市將被取消。

（四） AIM 市場的平時與例外管理

所有上櫃公司應遵循「法令遵循規則」（AIM Rules For Companies）之資訊揭露相關規定，並且需聘輔導商確保公司重大資訊皆及時且適時地公開。上櫃公司應充分公開之重大資訊大體上與上市公司相同，包含對股價有明顯影響之事件、重要交易、非善意收購、營業項目變動等等。若上櫃公司違反資訊揭露之規定，交易所可對其採取下列措施：

1. 發通知警告該公司。
2. 課以罰鍰。
3. 譴責。
4. 終止掛牌。

5. 將違反情事及處罰情形公告投資大眾。

(五) 有價證券暫停交易之規定

1. 主板規定

若事件的發生已危及市場的正常地運作或基於保護投資人之必要時，主管機關可將上市公司之有價證券處以暫停交易，以下是部份可能遭暫停交易之例子：

- (1) 上市公司無法遵守上市的持續性義務；
- (2) 上市公司未依上市規則發佈財務資訊時；
- (3) 上市公司未能正確地評估其財務狀況及通知市場；
- (4) 對於所提出的交易事項，市場上缺乏足夠的資訊；
- (5) 上市公司的有價證券在其他交易市場亦遭暫停交易時；
- (6) 上市公司已指定破產管理人時。

2. AIM 規定

- (1) 有價證券以無秩序的方法交易；
- (2) AIM公司違反AIM 規則；
- (3) 保護投資者的必要；
- (4) 這些有價證券繼續交易將有損市場的正直性與名聲時。
- (5) 公司已無核准之輔導商。

三、下市

(一) LSE 主板

1. 交易所依據上市規則認為該有價證券不適宜繼續交易；
2. 上市公司無法滿足上市之持續性義務，例如：公眾持股低於 25%，且未能於約定時間內改善；

3. 暫停交易已超過 6 個月；
4. 上市公司完成反向收購時。

(二) AIM 市場

1. AIM公司若暫停交易超過6個月以上，將會被交易所終止掛牌。
2. AIM 公司若因無保薦人而未於1個月內改善時，將被終止交易。

公司不論於 LSE 主板市場或 AIM 市場下市後，仍可選擇場外交易。

四、責任訴追

英國對股東權與投資人保護主要依 2006 年公司法與 2000 年 FSMA 及其相關規定，並未針對外國公司訂立特別監理或保障股東（投資人）權益措施。為強化上市公司監理，身為 UKLA 的 FCA 於 2013 年 11 月修訂上市規則，增加對倫敦交易所主板掛牌的優質上市公司（Premium listing company）⁹⁴之少數股東權益保護。受影響的公司，主要為富時 FTSE 100 成分股公司，要求他們與其控股股東簽訂合約正式確定彼此間的權利義務關係，並須調整章程及公司程序，提供少數股東在控制股東出席選任獨立董事時有額外之投票權，以及當控制股東希望取消該公司在主板上市時，應加強少數股東之投票權等。至於其他責任訴追規定，詳如下述。

貳、不法證券事件規範與責任

⁹⁴指「所有符合於倫敦交易所主板發行股票資本額超過七億英鎊且控制股東持股 30% 以上之大型公司」，國際公司治理發展簡訊，臺灣證券交易所、櫃檯買賣中心、證基會、中華公司治理協會彙整發行，103 年 3 月 15 日。www.otc.org.tw/web/regular.../corporate_governance 瀏覽日期：2014 年 1 月 13 日。

英國不法證券事件責任規範主要由普通法(Common law)與 2000 年金融服務與市場法 (Financial Services and Market Act 2000, 下稱 FSMA) 所構成：普通法體系下，賠償責任必須為具有揭露義務之人符合不實陳述 (Misrepresentations) 與省略 (Omissions) 之要件；而 FSMA 條款則提供個案投資人訴因 (Cause of action)，使因任何不實陳述或省略行為受到損失之投資人得提起訴訟，請求賠償。除此之外，FSMA 第 90 條 (不法行為人責任) 規範內容類似美國「詐欺市場理論」，不以受損害之人與行為人間具有信賴關係為必要 (Section 90 does not specify reliance a requirement of reliance)⁹⁵。

英國影響金融市場之不法行為通稱「市場濫用行為」(Market Abuse)，於 FSMA 第 8 章 (Part VIII) 訂定「市場濫用行為」專章 (第 118 條至第 131 條)，規範英國境內市場濫用行為認定條件，依 FSMA 第 118 條與 FSMA 規則 (Regulation) 2005 SI 2005/381 定義，市場濫用包含下列行為⁹⁶：

⁹⁵Brief of the United Kingdom of Great Britain & Northern Ireland as Amicus Curiae Supporting Respondents, 2010 WL 723009, at 7-8. <https://ccrjustice.org/files/2012.02%20UK%20Govt%20et%20al%20Amicus%20Brief%20.pdf> 瀏覽日期：2014 年 9 月 25 日。

⁹⁶ Section 118 : (1)For the purposes of this Act, market abuse is behaviour (whether by one person alone or by two or more persons jointly or in concert) which— (a)occurs in relation to— (i)qualifying investments admitted to trading on a prescribed market, (ii)qualifying investments in respect of which a request for admission to trading on such a market has been made, or (iii)in the case of subsection (2) or (3) behaviour, investments which are related investments in relation to such qualifying investments, and (b)falls within any one or more of the types of behaviour set out in subsections (2) to (8). (2)The first type of behaviour is where an insider deals, or attempts to deal, in a qualifying investment or related investment on the basis of inside information relating to the investment in question. (3)The second is where an insider discloses inside information to another person otherwise than in the proper course of the exercise of his employment, profession or duties. (4)The third is where the behaviour (not falling within subsection (2) or (3))— (a)is based on information which is not generally available to those using the market but which, if available to a regular user of the market, would be, or would be likely to be, regarded by him as relevant when deciding the terms on which transactions in qualifying investments should be effected, and (b)is likely to be regarded by a regular user of the market as a failure on the part of the person concerned to observe the standard of behaviour reasonably expected of a person in his position in relation to the market. (5)The fourth is where the behaviour consists of effecting transactions or orders to trade (otherwise than for legitimate reasons and in conformity with accepted market practices on the relevant market) which— (a)give, or are likely to give, a false or misleading impression as to the supply of, or demand for, or as to the price of, one or more qualifying investments, or (b)secure the price of one or more such investments at an abnormal or artificial level. (6)The fifth is where the behaviour consists of effecting transactions or orders to trade which employ fictitious devices or any other form of deception or contrivance. (7)The sixth is where the behaviour consists of the dissemination of information by any means which gives, or is likely to give, a false or

1. 內線交易；
2. 內部資訊揭露；
3. 未建立監視市場行為適當標準；
4. 提出錯誤或誤導性陳述；
5. 利用虛構設計影響交易或令其交易；
6. 散播誤導性資訊；
7. 扭曲市場運作；
8. 鼓勵其他人為市場濫用行為。

一、記載不實責任

(一) 資訊揭露責任

FSMA 第 80 條與第 87A 條第 (2) 項要求上市特定項目 (Listing particulars) 及公開說明書應揭露投資人及其顧問所需之資訊，目的係提供該等人士評估其資產責任、部位、利得與損失，及證券發行人對未來之期待，及附著於證券上之權利。又依同法第 81 條與第 87G 條之規定，發行人於特定狀況下應印製補充文件，如：任何足以影響發行證券之重大變動，或重要新事實。

而依 FSMA 第 90A 條之規定，任何依上市特定項目與公開說明書負責之人，應對下列之人負損害賠償責任：

1. 取得或依契約買進上市特定項目或提供公開說明書之證券；

misleading impression as to a qualifying investment by a person who knew or could reasonably be expected to have known that the information was false or misleading. (8)The seventh is where the behaviour (not falling within subsection (5), (6) or (7))— (a)is likely to give a regular user of the market a false or misleading impression as to the supply of, demand for or price or value of, qualifying investments, or (b)would be, or would be likely to be, regarded by a regular user of the market as behaviour that would distort, or would be likely to distort, the market in such an investment, and the behaviour is likely to be regarded by a regular user of the market as a failure on the part of the person concerned to observe the standard of behaviour reasonably expected of a person in his position in relation to the market. (9)Subsections (4) and (8) and the definition of “regular user” in section 130A(3) cease to have effect on and subsection (1)(b) is then to be read as no longer referring to those subsections.

2. 因下列二行為結果之一而承受損害者：

- A. 上市特定項目或公開說明書有任何不實或誤導性陳述；
- B. 隱匿（省略）依同法第 80 條、第 81 條與第 82 條規定上市應記載之事項及其補充文件，或依同法第 87A 條、第 87G 條與第 87B 條規定公開說明書及其補充文件應記載之事項。

第 90A 條雖未明文涵蓋發行人於定期性財務報告揭露（例如：年報、半年報與審計報告）之誤導性陳述或隱匿，亦未涵蓋透過經認可資訊服務機構對市場公開資訊管道，但實務上仍認為本條損害賠償範圍仍及於上述兩種情形。

應負賠償責任之人

涉及在上市特定項目與公開說明書文件上為誤導性陳述或隱匿之人，均可能成為應負賠償責任之人。FSMA 並未明確定義何種人士應為此負責，而係依 FSMA 之授權，於 2001 年發布證券上市規則（SI 2001/2956），及公開說明書規則（PR 5.5）規定應負責任之人⁹⁷：

1. 證券發行人，即發行公司。
2. 發行人之董事。
3. 任何人於上市特定項目或公開說明書記載被提名或即將被任命為董事者。
4. 任何人接受，且在上市特定項目或公開說明書中被描述為接受，或為所記載內容負責者。
5. 任何人不屬於上述各項規定範圍，但授權相關內容者。
6. 專業顧問，如投資銀行、律師或會計師，即使符合上述各項之敘述，若能主張其僅純粹提供建議者可免責。

⁹⁷ Paul Davies, DAVIES, Review of Issuer Liability, March 2007. <http://www.treasurers.org/node/3258> 瀏覽日期：2013 年 3 月 6 日。

依 FSMA 第 90A 條規定，發行人應對任何人（包括已為公司之股東及尚未成為股東之人）因誤導性陳述或隱匿資訊，而取得證券且蒙受損失者負責。亦即只要該等人士基於合理性，仰賴這些資訊作為投資判斷即為以足。由於 FSMA 為業法，屬於行政法，故依本條規定之賠償責任，屬於民事處罰（Civil Penalty），投資大眾不須證明發行人之行為有故意或過失，舉證責任較普通法詐欺行為為輕，可獲得賠償金額相對於依普通法（民事侵權行為法）請求獲得之賠償為低⁹⁸。

（二）請求權與抗辯

依第 90 條（1）項（7）款之規定，必須取得上市證券或公開說明書之對象，或基於兩者之原因而有契約關係或利益者，方具有請求權。是以請求權人無須登記為證券所有人，故持有選擇權契約（Option Agreement）得買進證券者亦屬之。請求權人僅需敘明其因誤導性陳述或隱匿資訊，持有或訂立契約以取得證券而受有損害。請求權人不需證明其仰賴誤導性陳述為投資之決定，僅須證明市場價格已受影響而導致其受損即為已足⁹⁹。

FSMA Schedule 10 訂有免責抗辯事由如下：

1. 被告合理相信陳述為真實，且無誤導或隱匿，被告應證明其對陳述是否適當無過失存在。
2. 相關陳述係由「專家」（如：專業顧問）所做成，致使被告合

⁹⁸ “A civil penalty or civil fine is a financial penalty imposed by a government agency as restitution for wrongdoing. The wrongdoing is typically defined by a codification of legislation, regulations, and decrees. The civil fine is not considered to be a criminal punishment, because it is primarily sought in order to compensate the state for harm done to it, rather than to punish the wrongful conduct. As such, a civil penalty, in itself, will not carry jail time or other legal penalties. For example, if a person were to dump toxic waste in a state park, the state would have the same right to seek to recover the cost of cleaning up the mess as would a private landowner, and to bring the complaint to a court of law, if necessary”. Ronald B. Standle, Differences between Civil and Criminal Law in the USA, 1998. <http://www.rbs2.com/cc.htm> 瀏覽日期：2013 年 3 月 10 日。

⁹⁹ Davies Review of Issuer Liability, March 2007, p.p.26-27.

理相信該陳述為恰當，並認為陳述已含法律要求之格式與內容。

3. 被告於請求權人取得證券前已更正不實或誤導性陳述，或發通知予「專家」提醒其注意陳述不適當或未依規定之格式與內容要求，或被告採取一切合理步驟試圖更正已揭露之陳述，且合理相信其更正已對外生效。
4. 若由公司官方人士基於正確與公平性重製相關陳述，或於公開正式文件中陳述。
5. 請求權人明知陳述為錯誤或誤導，或認知隱匿之事實之情形下仍取得證券。

FSMA 第 90A 條雖規定被告應對請求權人因誤導性或隱匿資訊所導致之損失負賠償責任，但並未明文衡量損害之方法，亦未規範任何執行機構 (Direct authority)。論者認為難以認定此一權利究竟屬詐欺侵權？抑或過失誤導行為侵權？前者法律效果為回復原狀，應負擔取得證券人所有損失；後者僅賠償因過失導致錯誤或誤導性陳述所生之損害，由於此為訴訟程序上之攻防重點，故法院適用本條時採用不同見解，將使個案損害賠償範圍差異甚大¹⁰⁰。

二、 內線交易

(一) 1993 年刑事正義法

雖然 FSMA 市場濫用行為即包含內線交易，但 FSMA 內線交易與操縱市場行為之規範屬行政監管之性質。事實上，英國證券交易所與公司訂立之上市契約準則中，即有規範內部人員行為的規則。另外在「上市公司董監事交易規範」(Model Code of Transaction by

¹⁰⁰ 同上註。

Directors of Listed Company) 亦明訂，董監事買賣公司股票之前，須書面通知董事會主席，並須有憑證用以證明該通知已發出且對方已知悉¹⁰¹。但較為特別的是，內線交易同屬「1993 年刑事正義法 (Criminal Justice Act 1993，下稱 CJA 1993)」中之犯罪型態¹⁰²，該法係英國為配合歐盟 MAD 指令前身「內線交易指令」(ID Directive) 所公布，主要規範者為內線交易之刑事責任。依據 CJA 1993 第 57 條規定，內部人係知悉其所持有之消息源自於內部 (.....from a inside source) 之人，包括¹⁰³：

- (1) 為有價證券發行人之董事、受僱人或股東；
- (2) 基於僱傭關係、職務關係或其專業而持有消息者；
- (3) 持有消息係直接或間接來自於前述二項之人。

英國對內線消息之內部人定義，亦及於消息受領人，符合歐盟對規範。又同法第 52 條規定，有價證券之取得或處分係以透過受規範市場之交易，或係透過專業中介人（如證券商），或交易人本身即為專業中介人所進行者；而內線交易禁止之行為共有三類：

1. 對受消息影響價格之有價證券進行交易；
2. 鼓勵他人對受消息影響價格之有價證券進行交易，惟該他人是否知悉交易價格受消息影響並非所問；
3. 持有消息者非因正當執行職務行為洩漏予他人。

CJA 1993 對內線交易之成立仍設有主觀構成要件，行為人必須

¹⁰¹ 朱富春，各國對內幕人員交易之約束規定，證交資料，1985 年 11 月，頁 4。

¹⁰² ISSA Handbook (V)，1996-97，UK76-78.

¹⁰³ “..an individual must have information ‘as an insider’, which is defined in section 57 as follows:

(1) . . .a person has information as an insider if and only if

(a) it is, and he knows that it is, inside information, and

(b) he has it, and knows that he has it, from an inside source.

(2) For the purposes of subsection (1), a person has information from an inside source if and only if –

(a) he has it through

(i) being a director, employee or shareholder of an issuer of securities; or

(ii) having access to the information by virtue of his employment, office or profession; or

(b) the direct or indirect source of his information is a person within paragraph (a).” Kern Alexander, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge December 2001, <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP222.pdf>.

明知其所持有之消息屬於內部消息。但歐盟市場濫用指令（Market Abuse Directive，MAD）則儘量排除主觀構成要件之影響，不以行為人是否故意作為處罰條件，而係以「使用」內線消息作為處罰條件，因此可擴及行為人過失內線交易行為¹⁰⁴。故英國法對於內部人因過失而生之內線交易行為，仍得依 FSMA 為行政處罰，或課與民事責任。

由於「交易」一詞（Dealing）在 CJA 1993 中意義廣泛，依第 55 條規定，除包括自行或透過他人取得或處分之行為，也包含同意取得、締結將因此發行證券之契約，或同意處分及履行發行證券之契約。因此，該法另訂有豁免內線交易處罰之抗辯條件，第 53 條第（1）項將抗辯事由分為 3 類¹⁰⁵：

1. 行為人進行交易時，並未期待該資訊為消息敏感資訊（重大消息）因而獲利；
2. 行為人交易時合理確信該資訊已被廣為揭露，故無人會因此而處於無法取得資訊之不利狀態；
3. 行為人不論有無此一資訊，都會進行交易。

是以，英國法對內線消息之認定並非「持有」（Possess）即成罪，必須「使用」（use）內線消息，使其處於資訊優勢之地位即可。若行為人主觀上並無運用此一優勢之意圖，得豁免內線交易之苛責。

（二）FSMA 相關規定

FSMA 在 CJA 1993 第五章（Part V）內線交易刑事處罰之基礎上，擴大其規範範圍，以「市場濫用行為」統稱內線交易與操縱市場等不法行為。除同時賦予主管機關金融行為監理局（Financial Conduct Authority，FCA）提出民事起訴（Civil Offence）與行政罰執行之權

¹⁰⁴ 曾宛如，建構我國內線交易之規範：從禁止內線交易所欲保護之法益切入，臺灣大學法學論叢，第 38 卷第 1 期，2009 年 3 月，頁 271-272。

¹⁰⁵ 見前註，頁 297。

力。FCA 依 FSMA 第 402 條得對內線交易案件提出刑事訴訟 (Prosecute the Criminal Offence)，該法並減少個人主觀動機之敘述，以填補 CJA 1993 在民事賠償責任規定之不足¹⁰⁶。為使判斷標準更為明確，更授權 FCA 依本法第 119 條規定，發布相關準則以制訂市場濫用行為之認定標準。

三、 操縱市場

對於 CJA 1993 所未提及之「操縱市場」刑事責任部份，英國傳統司法實務認其屬於「詐欺行為」之一種，屬普通法之範疇。為填補 CJA 1993 無法涵蓋民事賠償責任之不足¹⁰⁷，FSMA 第 397 條，賦予 FCA 得對操縱市場行為提起刑事訴訟¹⁰⁸。為使判斷標準更為明確，FSMA 第 119 條更授權主管機關，發布相關準則以制訂市場濫用行為之認定標準¹⁰⁹。分述如下：

(一) 原則性規定

依 FSMA 第 118 條第 (5) 項規定，意圖提供或可能對市場供求或單一投資或多種投資價格造成錯誤或誤導印象，或以不正常或人為之手段，鎖住一種或多種投資價格者，即屬市場濫用行為。當時主管機關 FSA 亦提出相關見解認為，下列行為涉及錯誤或誤導陳述以進行操縱市場之行為¹¹⁰：

¹⁰⁶ Kern Alexander, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge December 2001, <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP222.pdf>.

¹⁰⁷ Kern Alexander, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge December 2001, <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP222.pdf>. 瀏覽日期：2013 年 5 月 31 日。

¹⁰⁸ 違反 FSMA 操縱市場禁止行為者，依同法第 397 條可處以至少 7 年以上有期徒刑。

¹⁰⁹ CJA 1993 所未提及之「操縱市場」刑事責任部分，英國傳統司法實務認其屬於「詐欺行為」之一種，但在 FSMA 公布施行後，違反 FSMA 操縱市場禁止行為者，依該法第 397 條規定，賦予主管機關得對操縱市場行為提起刑事訴訟，可處以至少 7 年以上有期徒刑，惟並未對民事賠償責任有所規範。

¹¹⁰ MAR2, Article 1.6.

1. 無正當理由¹¹¹，企圖以影響收盤價之方式，於收盤時買進或賣出符合條件投資，以誤導投資人。
2. 沖洗買賣 (Wash trades)：於無正當理由之情況下，以不改變受益權 (Beneficial interest) 或市場風險，或受益權或市場風險移轉僅限於共謀 (Collusion) 交易對手之方式，進行買進或賣出符合條件投資。為避免重複借券 (Double lending/Borrowing) 或為此進行之買回證券 (Repo/Reverse repo) 或其他相關交易，並不被認定為沖洗買賣。
3. 製造假象 (Painting the tape)：進行一連串交易，意圖使公開大眾對符合條件之投資產生交易活絡或價格波動之印象；且
4. 利用電子交易系統下單，以高於前次買價或低於前次賣價之方式，於交易執行前取款，意圖製造符合條件投資之供求熱絡印象以誤導大眾。
5. 鎖住下列符合條件投資價格之行為涉及操縱市場：
 - (1) 任何人無正當理由進行交易或買賣，或與他人共謀，買進或賣出可鎖住控制供求之部位 (Dominate collusion)，以直接或間接影響或修正買進或賣出價格，或製造其他不公平交易條件之投資。
 - (2) 交易之買賣雙方為同一人，同時或幾近同時，以相同價格與數量相互買賣，或為不同人共謀，無正當理由進行相互買賣。但遵守法律或交易平台自律規定所進行之合法交易¹¹²者

¹¹¹ 所謂「無正當理由」(no legitimate reasons)，例如：1.任何人意圖於幕後啟動 (actuating) 交易以吸引其他人加入交易，或持有部位，或使價格波動；2.任何人於從事交易背後另存有其他非法之理由；3.意圖製造錯誤或誤導訊息，以特定方式執行交易者。參 MAR 1, 1.6.5, Financial Service Authority, <http://www.FSA.gov.uk>。另 FSA 於 MAR 1, 1.6.6 另舉例說明具「正當理由」之行為：1.基於法律預先規定，對第三人應盡之義務者；2.執行交易係基於市場運作公平與效率之需要；3.一般可由建立新部位對市場曝險程度來觀察，而非結束部位以移除市場風險為考量；4.交易係遵循受規範市場自律規則之要求。

¹¹² 此合法相互交易被稱之為 Crossing trades。

不在此限。

- (3) 無正當理由於電子交易系統下小買賣單 (Small orders)，以高於前次買價或低於前次賣價之方式進行交易，以帶動符合條件投資之價格。
 - (4) 濫用擠壓 (Abusive squeeze)¹¹³：
 - A. 對符合條件投資，相關投資，或發行衍生性商品契約之市場供求或交割機制有顯著影響；
 - B. 直接或間接擁有符合條件投資，相關投資，或待交割之商品部位一定數量；
 - C. 意圖扭曲價格而持有部位，以交割、取得交割單，或延遲交割滿足與符合條件投資有關之義務。
 - (5) 從事符合條件投資之雙方，於交易開始後，共謀取得更多部位，以迫使符合條件投資之價格至人為設定之價格 (Artificial level) 並由投資人處獲利後賣出該符合條件之投資者。
 - (6) 為避免對發行人發生負面結果 (如信用評等降級之情形)，與員工進行交易或買賣單，使價格跌至一定程度。
6. 意圖利用其他市場，以不當影響於其他市場或交易平台交易之符合條件投資之價格。

(二) 影響市場價格

依 FSMA Section 118 (6) 規定，運用虛構設計或任何其他欺騙之方式或設計，意圖影響交易或買賣單以進行交易者為操縱市場行為。主管機關另說明其要件如下：

1. 利用偶而或定期 (Occasional or regular) 藉由傳統或電子媒體對

¹¹³ 濫用擠壓此類交易型態，多發生於期貨交易，香港有稱之為軋空 (多) 交易。

符合資格投資（或間接對發行人）發表意見之機會，於事前即取得符合資格投資一定部位，且因其意見對金融商品價格產生影響力而獲利，卻未同時以適當且有效率之方式對大眾揭露其涉及利益衝突之情形者；

2. 為確保（鎖住）對符合資格條件投資之所有權，進行之一宗或一系列交易，卻未依規定據實揭露對該投資之持股狀況，此類交易因資訊遭誤導，多使市場風險伴隨賣方。
3. 炒作（Pump and dump）：為哄抬股價、逢高賣出之行為，如買入符合資格條件投資之買權後，對外散播誤導他人之假多頭消息（Positive information），再於拉抬價格後賣出獲利。
4. 放空換現（Trash and cash）：買入符合資格條件投資之賣權後，對外散播誤導他人之假空頭消息（negative information），以攪壓商品價格，再執行賣權以原契約條件之較高價格獲利。

（三） 散布不實消息（Dissemination）

依 FSMA Section 118（7）規定：「任何人明知或可得而知（could reasonably be expected to have known）有關符合資格條件之投資的資訊為錯誤或誤導，卻以任何方式加以散播者。」又依 FSMA Section 118A（4）之規定，為達到 Section 118（7）規範之目的，若散播資訊之行為人為記者，除需遵循其職業道德規範外，必須未直接或間接自散播資訊之行為獲利者，方可豁免。而依 FCA 規定，下列行為可能視為「散播不實消息」：

1. 以故意或重大過失，透過媒體散布符合資格條件投資之錯誤或誤導資訊，包括透過經認可資訊服務機構（RIS）或相似之資訊傳播管道。
2. 為提供符合資格條件投資錯誤或誤導印象，而進行之一連串行

為（連續行為）。

故決定「散布」是否為市場濫用之關鍵，在於一個正常與理性之人明知或可得而知，於任何狀況下該資訊居為錯誤或誤導，仍然進行散播行為，即屬於不法。如：於網路布告欄或聊天室張貼含有錯誤或誤導陳述之公司併購資訊，且資訊為錯誤或誤導係行為所明知者。

（四）以誤導行為扭曲市場

依 FSMA Section 118 (8) 規定，行為雖非前述各種市場濫用（不法）行為，但可能提供市場一般使用者錯誤或誤導之印象，影響市場供求或價量；或其投資行為將會，或可能會為市場一般使用者納為考量，致扭曲或將可能扭曲市場現況，亦可能被認定為市場濫用行為。依主管機關¹¹⁴見解，以人為方法引發現貨股票之波動，可能製造市場供求誤導性印象，並使商品期貨契約之價量或交割狀況產生波動即屬之。違反指令之市場操縱行為，需符合觸犯「引進、置換錯誤且誤導資訊與扭曲市場之行為」。

（五）豁免規定

不屬市場濫用之交易行為，如買回計畫（Buy-back programs）與市場穩定措施，必須依 MAR1 與 MAR2 有關條款之規定進行，方可為之。若金融業之投資交易已遵循「商業行為準則 COB」2.4.4R (1) 之中國牆（Chinese walls）¹¹⁵及「揭露規則」（Disclosure Rules）之規

¹¹⁴原主管機關 FSA 已由金融行為監理局（Financial Conduct Authority, FCA）取代，負責消費者保護，以更嚴格的標準規範金融服務業執行業務之行為，制訂強制性規定以提振對金融服務業的信心與透明度。另基於行政與司法分立原則，由司法部另行成立經濟犯罪司（Economic Crime Agency）負責打擊經濟犯罪。A new approach to financial regulation: building a stronger system, HM Treasury, February 2011. http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_newfinancial_regulation_170211.pdf 瀏覽日期：2013 年 5 月 31 日。

¹¹⁵ “Chinese wall is an information barrier implemented within a firm organization to prevent exchanges of information that could cause conflicts of interest. For example, a Chinese wall may be erected to separate and isolate persons who make investment decisions from persons who are privy to undisclosed material information which may influence those decisions. In general, all firms are

範，亦可主張其行為豁免市場濫用禁止條款。

（六）民事責任

依FSMA第168條規定，FCA享有對操縱市場行為進行調查之權限，若FCA發現市場上存有操縱行為之可能，可以對相關行為進行資訊蒐集，並要求受調查之人提供文件¹¹⁶。FCA毋須於是事前告知受調查之人其將進行調查程序，反之，被調查之人有配合調查之義務，且無正當理由不得拒絕提供資料，所提供之資料不得有虛偽或隱匿情事。

如果FCA認定有涉及市場不法行為，有權根據FSMA第123條規定，對不法行為提出民事訴訟，並施以行政罰鍰¹¹⁷。但同條第2項規定行為人抗辯事由，供行為人阻止FCA採取進一步行動。同法第127條第1項至第4項規定，若行為人無法說服FCA決議採納其抗辯，FCA可決定是否進行處罰。行為人不服FCA處罰決定，於收到通知後，於受到通知後28日提交金融服務與市場法庭（Financial Service and Market Tribunal）審查裁罰是否合理，惟此仍屬行政程序與行政罰之範疇¹¹⁸。若行為人對法庭裁定不符，可直接上訴至各地區上訴法院（Court of Appeal）。

required to develop, implement, and enforce reasonable policies and procedures to safeguard insider information and to ensure that no improper trading occurs. Although specific procedures are not mandated, adopted practices must be formalized in writing and be appropriate and sufficient. Procedures should address the following areas: education of employees, containment of inside information, restriction of transactions, and trading surveillance.” English Encyclopedia, <http://www.encyclo.co.uk/define/chinese%20wall> 瀏覽日期：2014年12月11日。

¹¹⁶Section 168 of FSMA, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/section/168> 瀏覽日期：2013年5月31日。

¹¹⁷金融服務暨市場法（FSMA）第123條規定，主管機關認為某人（以下稱行為人）：（1）正在或曾經為市場濫用之行為；或（2）以行為或不行為，要求或促使他人為行為，而該行為若係由市場濫用人所為者，構成市場濫用。主管機關得對市場濫用人處以其認為適當金額之罰鍰。

¹¹⁸ Section 127 of FSMA: Decision notices and right to refer to Tribunal. (1)If the Authority decides to take action against a person under section 123, it must give him a decision notice. (2)A decision notice about the imposition of a penalty must state the amount of the penalty. (3)A decision notice about the publication of a statement must set out the terms of the statement. (4)If the Authority decides to take action against a person under section 123, that person may refer the matter to the Tribunal.

FCA確定有操縱市場情形發生，可採行之裁決如下：

1. 罰款

FCA在操縱市場案件中最常行使之決定，透過行政處分課與行為人負起操縱市場民事責任，雖無金額上限，但受到FSMA第124條第2項規定條件之限制¹¹⁹，包括：該行為是否對市場有不當影響，及其影響之程度；行為人是否出於故意或重大過失；行為人是否為自然人？以免負擔過重。

2. 聲明

僅透過發布聲明使行為人遭受名譽上的不利益，但須考慮：

- (1) 行為人獲有利益或避免損失，則傾向課處罰款；
- (2) 行為越重，越傾向課處罰款；
- (3) 配合FCA調查或自願賠償受損害人者，可採發布聲明之方式；
- (4) 過去是否有類似案件可援引；
- (5) 行為人之守法紀錄；
- (6) 課處罰鍰對行為人之影響。

3. 聲請發布禁制令

- (1) 責令停止違法行為：針對當事人涉嫌操縱市場，或正在從事，或已完成操縱市場行為者，並可連續為責令停止處分。
- (2) 責令採取補救行動：行為人從事操縱市場行為，若其違法行為所造成之破壞有補償之可能（包括減輕損害）時，FCA得請求法院發布命令，要求行為人採取該補救措施。
- (3) 限制處分資產命令：為防止涉案人員處分資產以規避法律責任，經FCA申請，法院可以發布命令，限制涉嫌從事操縱市

¹¹⁹ Section 124 of FSMA, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/section/124> 瀏覽日期：2013年5月31日。

場的行為人處分其資產。

4. 回復原狀命令

命令行為人歸還因操縱市場所受之利益，對因操縱市場而遭受損失之投資人而言，屬於可實際填補損失之方法。申請回復原狀命令應向高等法院為之，但若命令對象為經FCA特許從事金融活動之 Authorized Person，FCA毋須透過法院即可發布此命令。發布要件如下：

- (1) 行為人確定參與操縱市場行為，或行為人透過作為或不作為要求或引誘他人參與操縱市場行為。
- (2) 不法行為人因此獲利或其他主體因此遭受損害。

英國判斷民事案件因果關係之依據為 1995 年民事證據法與 1999 年民事訴訟規則，操縱市場民事責任因果關係之證明亦適用上開法律。證據證明標準 (Standard of proof) 分為刑事和非刑事案件兩種：刑事案件奉行「排除合理懷疑」標準 (Proof beyond reasonable doubt)，非刑事案件奉行「或然率平衡」標準 (Proof on the balance of probabilities)。故與刑事證明標準相比，或然率平衡的要求遠低於「排除合理懷疑」標準的要求，因為排除合理懷疑僅次於「絕對確定」的高標準。以或然率平衡標準來看，原告主張的事實雖然不要求非常可能，但其存在的可能性一定大於不可能，必須有 50% 以上的確信度證明事實存在。故身為執法機構的 FCA，所提出的證據必須比當事人的反證更有說服力或更令人信服 (Convincing)。此外，依「市場行為準則」(Code of Conduct) 規定，證明操縱市場行為違法係由 FCA 承擔證明責任 (Burden of proof)，目前在 FSMA 法律條文與 FCA 相關指引與規則中，尚無舉證責任倒置或轉換的規定。因 FSMA 屬行政法，依本條規定之賠償責任屬於民事處罰 (Civil Penalty)，投資人不須證明發行人之行為有故意或過失，舉證責任較普通法詐欺行為為

輕，可獲得賠償金額亦較依民事侵權行為法請求可獲得之賠償為低¹²⁰。若欲獲得更完整之賠償，即需依傳統侵權行為法之規定請求。

三、案例

(一) Swift Trade 案

Swift Trade (欣富匯投資公司) 為加拿大籍當沖交易商，FSA (金融服務監理局，FCA 前身) 於 2011 年 8 月 31 日依 FSMA 規定發出決定通知 (Decision Notice)，指該公司交易 LSE 上市股票時，除使股價異常大幅波動外，突然取消對交易清淡公司股票之買賣單，違反市場濫用禁止規定，被處以 8 百萬英鎊罰金。本案因 Swift Trade 不服，上訴至倫敦法院 (London tribunal)，FSA 主張該公司使用俗稱 Layering 手法，自 2007 年 1 月至 2008 年 1 月間，以大量投入買賣單或突然取消交易方式控制特定公司股價漲跌，該公司更因此大賺 175 萬英鎊。而當 FSA 接獲與該公司相關之申訴後，該公司立刻轉換合作證券商，試圖迴避 LSE 對此種交易模式之調查¹²¹。倫敦法院認為 FSA 決定為合法，Swift 公司不滿法院之裁決，且主張 FSA 對該公司並無管轄權，因該公司屬加拿大籍，於英國交易則委託美林證券 (Merrill Lynch) 英國分公司與其後之 Penson 證券進行，上訴法院 (Court of Appeal) 認為：

1. Swift 公司並不是只單純交易特定公司股票，更利用與股票有

¹²⁰ “A civil penalty or civil fine is a financial penalty imposed by a government agency as restitution for wrongdoing. The wrongdoing is typically defined by a codification of legislation, regulations, and decrees. The civil fine is not considered to be a criminal punishment, because it is primarily sought in order to compensate the state for harm done to it, rather than to punish the wrongful conduct. As such, a civil penalty, in itself, will not carry jail time or other legal penalties. For example, if a person were to dump toxic waste in a state park, the state would have the same right to seek to recover the cost of cleaning up the mess as would a private land owner, and to bring the complaint to a court of law, if necessary”. Ronald B. Standle, Differences between Civil and Criminal Law in the USA, 1998. <http://www.rbs2.com/cc.htm> 瀏覽日期：2013 年 5 月 31 日。

¹²¹ FCA, Statement regarding Swift Trade Court of Appeal Judgment, Jan.27, 2013. <http://www.fca.org.uk/news/statement-regarding-swift-trade-court-of-appeal-judgment> 瀏覽日期：2014 年 10 月 2 日

關之衍生性商品工具如 CFDs 以達其目的。

2. Swift 公司在 FSA 通知發出後所為之「善後」(Disolutions) 行為無效¹²²。

上訴法院同意 FCA (2013 年已改制) 與倫敦法院認定該公司行為符合 FSMA 市場濫用行為之定義，表示法院認同 FCA 對 FSMA 規範內容之詮釋-即 CFDs 交易為股份之鏡像交易(CFDs will be mirrored automatically in orders in shares)，必然影響股票市場交易與下單情形，違反 FSMA 第 118 條之規定¹²³。上訴法院再次肯認 FCA 基於監理市場職責，對於在英國境內之市場濫用行為具有管轄權，行為人雖於英國境內市場交易各類交換契約或衍生性商品，並未直接交易股權，但此類交易行為已影響股票交易市場價格波動。

(二) ENRC 案

經濟全球化與自由化，越來越多新興國家前往先進國家證券市場募集資金，而 2008 年金融海嘯，更使全球財富重心往東方與南方移動。以富時 500 指數為例，其成分股公司來自巴西、印度中國與俄羅斯等地者，自 2006 年 20 家成長至 2012 年 63 家，而尋求於 LSE 上市之外國公司，主要為能源與資源部門產業。不僅改變了富時 100 成分股屬性，更引發各界對是否因此稀釋英國上市公司治理標準與可靠性之嚴重關切¹²⁴。最近幾年由新興國家富豪控制的企業爆發連串財務爭議，由於外國企業 IPO 佔英國銀行業承銷 IPO 業務費用的一半以

¹²² [2013] EWCA Civ 1662. <http://www.bailii.org/ew/cases/EWCA/Civ/2013/1662.html> 瀏覽日期：2014 年 10 月 2 日

¹²³ “Tracey McDermott, FSA enforcement director, called the Swift Trade case “a particularly cynical case where a business model was based on market abuse . . . layering is abusive. We expect brokers and [direct market access providers] . . . to monitor their clients’ trading activity closely,” Brooke Masters, Swift Trade fined £8m for market abuse, Financial Times, January 28, 2013. <http://www.ft.com/cms/s/0/572e9344-693c-11e2-b254-00144feab49a.html#axzz3EwvL1DQR> 瀏覽日期：2014 年 10 月 2 日

¹²⁴ Will Dawkins, Jorge M. Gouveia de Oliveira, Simon Russell, Foreign Listings in London, A World of Insight, April 2012. <https://www.spencerstuart.com/research-and-insight/foreign-listings-in-london> 瀏覽日期：2014 年 9 月 10 日

上，英國監管機構雖為此提出限制控制股東權力之新措施，但為避免嚇跑外國企業，僅要求若企業股權結構中有掌握公司過半股權的控股股東，必須設立獨立董事，控股股東也不得影響公司日常運作。由於大部分赴倫敦上市之外國公司之主要持股人或控制股東，仍為該公司成立時之創辦人或原始股東，且持股狀況也遠較英國本地公司集中，展現較強控制力。有論者認為如此反而公司治理相對較佳，但外國公司治理文化與觀念與英國本地大相逕庭，也挑戰高度自律監理模式，LSE 更是首當其衝，力求如何維持高標準公司治理與使倫敦交易市場更具吸引力兩大目標之平衡。

近來著名案例為位於哈薩克的 ENRC 礦業公司（Eurasian Natural Resources），富時 100 指數成分股，該公司主要股東為三名俄羅斯創辦人馬什克維奇、伊布拉吉莫夫與蕭帝耶夫和他們的家族成員，共掌控 ENRC 近 44% 股權。2011 年 ENRC 董事會和創辦人間因剛果民主共和國一項備受爭議的採礦計劃而起了衝突，據英國金融時報報導，ENRC 董事長達爾曼可能因「原則問題」與創辦人意見不合而去職，達爾曼當時對涉及 ENRC 哈薩克資產的詐騙案進行內部調查，並發表聲明指出，他將忠於職守。另兩名獨立董事也被逐出董事會，獨立董事歐里薩在被趕出董事會後發表告別信指出：「我們無法符合 FTSE-100 指數成分股預期的治理標準，結果終於真相大白。」另兩名董事隨後也辭職。以 ENRC 於 2007 年 12 月 7 日在 LSE 掛牌價為基礎計算，2012 年 4 月 15 日重挫達 62.2%。由於 ENRC 公司涉嫌詐欺，負責該公司會計審計之普華永道顧問公司（PWC）也受到英國詐欺重案辦公室（The Serious Fraud Office, SFO）調查。報導指稱 PWC 於 2006 年至 2014 年負責審計業務期間收到超過 5,170 萬英鎊之收入，其中有近 1,600 萬英鎊資產與 ENRC 於 2007 年在 LSE 上市行為有關。雖然 ENRC 上市前，PWC 即曾經質疑該公司部分交易證

明可能係偽造，但經過 ENRC 委任之律師事務所調查後，該公司仍於 2007 年 12 月順利進行 IPO。ENRC 更在募集資金之公開說明書表示，調查結果表明，審計師要求提交的交易證明確實曾被偽造，但並無任何證據證明，該公司或管理人員認知相關文件為不真實。此外，2007 至 2012 年間，PWC 在 ENRC 會計審計之財務報告均為無保留意見。

而自 ENRC 於 LSE 上市，非執行董事已從該公司獲得近 170 萬英鎊的董事報酬，且該公司非執行董事包括前保守黨黨魁 Paul Judge、風險投資家 Roderick Thomson 和德勤瑞士前總裁 Gerhard Ammann，分別在 2007 年至 2012 年間獲得 61.3 萬英鎊、54 萬英鎊與 51.2 萬英鎊。ENRC 於 2012 年公布 5.5 億美元稅前虧損，但上述三位非執行董事的年薪卻分別上漲 15.7%、5%與 4.1%，而 2012 年該公司股價累計下跌達 55%¹²⁵。SFO 對 ENRC 啟動刑事偵查程序，並指控哈薩克總公司與其非洲分支機構進行一連串的詐欺、賄賂當地官員與貪腐活動。據路透社報導，負責籌備 ENRC 上市之 4 家投資銀行 ABN Amro Rothschild、德意志銀行、瑞士信貸和摩根士丹利公司共收到 1.18 億美元（約 7,600 萬英鎊）承銷費用。2013 年 ENRC 進行「私有化」，將公司重新註冊為封閉式有限責任公司（Eurasian Natural Resources Corporation Limited），引發市場撻伐，同年 11 月於 LSE 下市，並於同年 12 月 27 日自哈薩克證券交易所（KASE）下市。

¹²⁵ Investor group slams Bumi and ENRC, April 26, 2013. <http://www.proactiveinvestors.co.uk/companies/news/56255/investor-group-slams-bumi-and-enrc-56255.html>

第三節 日本

壹、外國公司上市制度

日本可供外國公司上市的市場，包括有東京證券交易所（TSE）¹²⁶的市場一部、市場二部的境外股票市場、MOTHERS 板（創業板市場）、TOKYO PRO 市場，以及 JASDAQ 市場，本節擬以在東京證券交易所市場一部、市場二部掛牌之外國公司為例，進行相關說明。

一、上市前

（一）申請上市之程序

外國公司申請上市需經證券交易所審查，證券交易所的審查結果如認可該公司申請上市，該外國公司則依金融商品交易法規定，備妥相關文件向主管機關進行申報，經主管機關申報生效後始可在日本境內進行募集及銷售。公開發行公司募集與再次發行，均應向主管機關揭露資訊並製作公開說明書，上市流程參考圖 3-1。

¹²⁶ 在2013年年初，東京證券交易所和大阪証券交易所合併，成立日本交易所GROUP簡稱為(JPX)，並成為日本交易所GROUP的子公司。

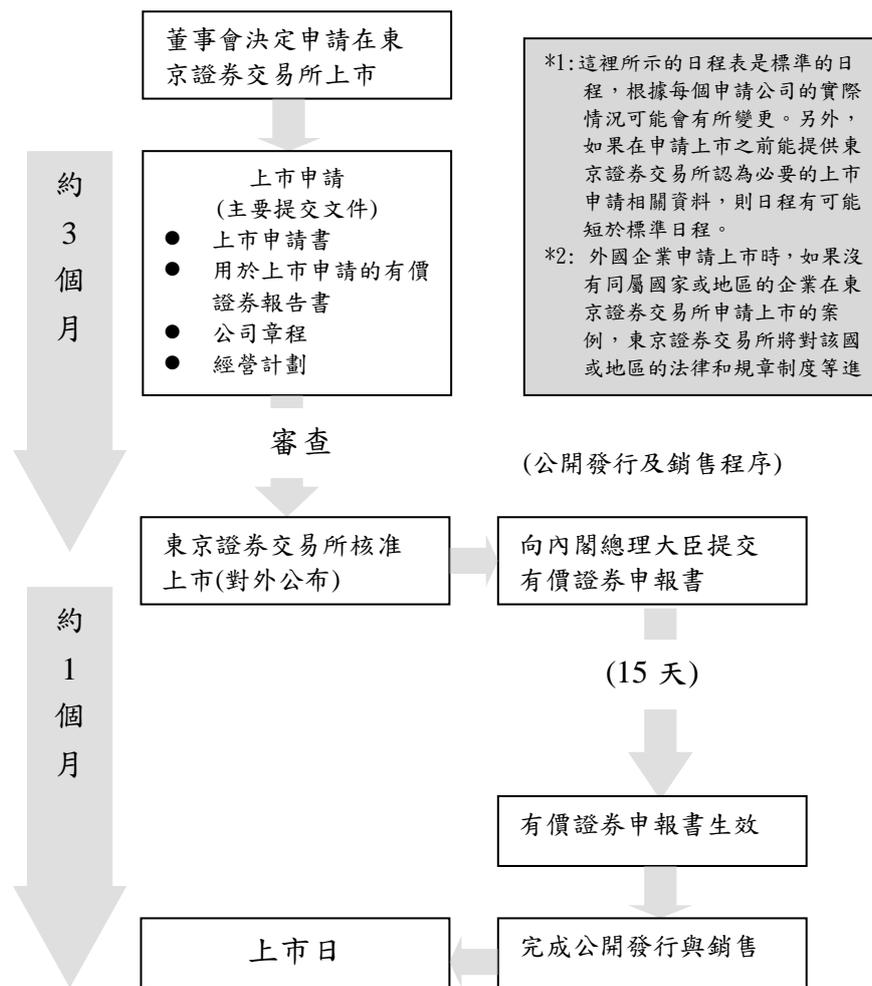


圖 3-1 東京證券交易所外國公司上市流程

資料來源：東京證券交易所網站(www.tse.or.jp)

(三) 上市標準及審查

東京證券交易所目前可提供外國公司掛牌的四個市場中市場一部的上市條件要比市場二部的條件高，新上市股票原則上先在交易所市場二部上市交易，亦可直接在市場一部掛牌。MOTHERS 板與 TOKYO PRO Market 市場皆為係針對高成長或新興產業公司掛牌。

東京證券交易所 (TSE) 對外國公司申請上市之審查方式原則上與對國內發行人相同，審查時將考量企業的可持續性與收益性、企業

經營的健全性、企業公司治理以及內部管理有效性、資訊揭露之正確性，以及其他股東權益保護事項。

對外國公司的審查，東京證券交易所將酌情考慮「新股上市申請公司的本國法律制度和實際工作慣例等」，相對於日本企業的上市審查，採取比較靈活的審查方法¹²⁷，概述主要上市標準如下表。

表 3-10 東京證券交易所市場一部、二部上市標準

	市場一部	市場二部
股東人數	全世界 2200 人以上	全世界 800 人以上
流通股(*)	1.一地上市：符合下列(a)至(c) (a)流通股數：20,000 交易單位以上 (b)流通股市價總值：20 億日圓以上 (從市場二部或 MOTHERS 轉板至市場一部時適用的標準) (c)流通股比例：35%以上 2.多地上市：特定股東或外國存託憑證等的所有者沒有明顯持有大多數股票，同時流通股數 20,000 交易單位以上。	1.一地上市：符合下列(a)至(c) (a)流通股數：4,000 交易單位以上 (b)流通股市價總值：10 億日圓以上 (c)流通股比例：30%以上 2.多地上市：特定股東或外國存託憑證等的所有者沒有明顯持有大多數股票，同時流通股數 4,000 交易單位以上。
市價總值	250 億日圓以上(從市場二部或 MOTHERS 轉板至市場一部時，為 40 億日圓以上)	20 億日圓以上
經營年限	3 年以上	
淨資產額	10 億日圓以上	
利潤額或市價總值	必須符合(a)或(b) (a)最近 2 年的利潤總額（經常利益總額）達 5 億日圓以上 (b)市價總值在 500 億日圓以上且最近 1 年的銷售額在 100 億日圓以上	
虛假陳述或非標準審查意見	(a)最近 2 年無虛假陳述且審計意見為適當 (b)最近 1 年審計意見為適當（從 MOTHERS 或市場二部上市時為最近 5 年無虛假陳述，且審計意見為適當）。	同左

¹²⁷ 東京證券交易所上市指南，瀏覽日期：2014 年 9 月 23 日，<http://www.tse.or.jp/cn/rules/listing/tiqbe8000000072e-att/tiqbe800000008st.pdf>

	市場一部	市場二部
其他	在指定的託管機構進行託管 取消股票轉讓限制 存託契約等	
流通股(*) =上市股票數-(董事等特別關係人持有之股票數+庫存股票數+大股東(持股10%以上)股數)		

資料來源：本研究整理，2014 New Listing Guidebook for Foreign Companies, Tokyo Stock Exchange。

二、上市後

(一) 資訊揭露

為使投資人合理判斷證券投資，外國發行人除依金融商品交易法必須進行企業資訊等相關法定揭露另外，東京證券交易所在其上市規則中針對上市公司資訊揭露的及時性進行詳細規定，俾利投資人獲得正確、公正且及時的有價證券資訊¹²⁸。

表 3-11 上市後法定揭露事項概要表

定期 揭露文件	有價證券報告	有價證券的發行者必須在每個業務年度過後的6個月內，將記載該公司所屬企業集團及該公司的財務狀況、經營狀況等內容的「有價證券報告」提交給日本內閣總理大臣(委任財務局)。
	季報	必須提交有價證券報告的公司應把業務年度以三個月為一個期間進行區分，在該期間過後的45日之內，向日本內閣總理大臣(委任財務局)提交「季報」。「季報」應記載內容包括，該公司所屬企業集團經營情況及從保護公共利益和投資者的觀點上所必要的事項。
不定期 揭露文件	臨時報告	必須提交有價證券報告的公司，如果發生對該公司或合併結算公司的財務狀況及經營業績有重大影響的事項時，必須立刻將記載該內容的「臨時書面報告」提交給日本內閣總理大臣(委任財務局)。

資料來源：東京證券交易所上市指南，東京證券交易網站 (<http://www.tse.or.jp>)

¹²⁸ 2014 New Listing Guidebook for Foreign Companies, Tokyo Stock Exchange

(二) 資訊揭露管道

1. 金融廳 ~EDINET 揭露系統

為使投資者能根據合理的資訊進行證券投資判斷，上市公司有義務將記載財務內容和經營銷售概況的「有價證券報告」及「季報」等，透過電子媒體提交日本內閣總理大臣（實際上係提交給日本各地方財務局），所提交之有價證券報告等，將透過金融廳企業資訊公開系統（Electronic Disclosure for Investors' Network, EDINET），提供投資大眾瀏覽。

圖 3-2 東京證交所 EDINET 網頁



2. 東京證券交易所 TDnet

除金融商品交易法之法定揭露事項外，東京證券交易所所有價證券上市規則規定上市公司在做出對投資者投資判斷有重大影響的決定

後，或發生會產生重大影響的事實時，必須根據迅速揭露該資訊。此等資訊之揭露，將會透過東京證券交易所的即時資訊傳遞系統（Timely Disclosure NETwork, TDnet），向投資大眾及媒體發布。

3.外國公司揭露要求

除上市規則第 402 條至 405 條所要求揭露的事項外，上市規則第 407 條針對外國公司有額外資訊揭露的要求¹²⁹，包括揭露：

- （1）外國公司母國法規或制度的變動造成公司制度變革，對股東或公司業務產生的重大衝擊¹³⁰。
- （2）任何發生在母國的事實對外國公司股票、外國存託憑證之流通造成重大衝擊的情形¹³¹。
- （3）任何對外國公司股票、外國存託憑證之流通造成重大衝擊的情形的事實¹³²。

東京證券交易所針對外國公司在股務事務上處理有較彈性的做法，有些事項要求外國公司與本國公司要一體適用（如上市規則第 442 條禁止內線交易），有些事項則屬僅希望外國公司能夠遵守（上市規則第 445-2 條關於上市企業公司治理原則之適用、第 449 條避免內線交易發生的系統改進措施等等）¹³³。

¹²⁹ 2014 New Listing Guidebook for Foreign Companies, Tokyo Stock Exchange，頁 114-115。

¹³⁰ [Rule 407, Paragraph 1, item 1 of the Regulations]

In the event of any change in laws and regulations, etc. of the home country concerning the company system which have a material impact on the shareholders (including holders of a listed foreign stock depositary receipt, etc.) or the company's business performance, the listed foreign company shall disclose its details immediately.

¹³¹ [Rule 407, Paragraph 1, item 2 of the Regulations]

In cases of any fact which occurs in a foreign country that has a material impact on the circulation of a listed foreign stock certificates, etc. or a foreign stock depositary receipt, etc. which represents a right pertaining to a listed foreign stock certificates, etc., the listed foreign company shall disclose its details immediately.

¹³² [Rule 407, Paragraph 2 of the Regulations]

In cases where an issuer of a listed foreign stock depositary receipt, etc. has made a decision on change in or termination of a deposit agreement, etc. or other matters which have a material impact on rights, etc. related to the listed foreign stock depositary receipt, etc., or where a fact which has a material impact on such rights, etc. has emerged, the issuer shall disclose details immediately.

¹³³ 2014 New Listing Guidebook for Foreign Companies, Tokyo Stock Exchange，頁 116-118。

三、下市規範

(一) 下市標準

依上市規則第 602 條規定，在主板掛牌外國公司的強制下市標準，除在集保機構之處理、股權或股票轉讓之限制、存託契約之終止等項另有規定外，其餘原則上與日本國內發行人相通同。於東京證券交易所市場一部上市之外國公司如有如表 3-12 情形之一者將下市。

表 3-12 東京證交所外國公司主板標準

項目		下市標準
股東人數		股東數目小於 400 人 (1 年寬限期)
流通股	數目	小於 2000 個單位 (1 年寬限期)
	市值	小於 5 億日元 (1 年寬限期)
	占總股本比重	小於 5% (無寬限期)
市值		1.證券市值小於 10 億日元，且在未來的 9 個月內沒有改善。 2.市值小於總發行股本數的 2 倍，且 3 個月內沒有改善。
負債		當上市公司為事業年度最後一日為負債之情形，在一年內仍沒有改善。
成交量		1.過去一年平均月交易量小於 10 個單位，或 2.3 個月沒有交易。
集保機構之處理 股權或股票轉讓 之限制		集保機構將該外國上市股票列為拒絕服務對象時 外國上市公司對所發行股票進行限制轉讓
存託契約之終止		外國上市公司所發行之有價證券為外國存託憑證時，依上市規則第 206 條第 1 項第 4 款終止託管或其他契約時。
其他		1.上市公司在年報或半年報中「不實陳述」，且造成重大影響，或上市公司查核報告中聲明「否定意見」或「保留意見」，且造成重大影響； 2.違反上市契約，延遲提交證券報告及季度報告等。

資料來源：東京證券交易網站 (<http://www.tse.or.jp>)

(二) 下市程序

東京證券交易所對上市公司下市程序採用逐步退出的辦法。依上市規則第 610 條規定，當上市公司的情況在下市邊緣時，其股票會移至「觀察股票類」(Post for stocks under special supervision，日文稱為「監理銘柄」)交易，當符合下市標準時，再移至「即將下市類」(Post for stocks to be delisted，日文稱為「整理銘柄」)交易。一段時間後，再予正式下市。下市亦需報經財務省同意¹³⁴。

四、責任訴追

日本並未針對外國公司上市之投資人保護制度有特別立法，原則上日本法制針對有價證券投資人保護之相關規定，亦適用於外國上市公司，倘外國公司下市之原因涉及不法事由，投資人應透過日本金融商品交易法規範制度之適用，為其紛爭之解決機制。

日本無類似我國有設置專責投資人保護中心之機制，也無證券集體訴訟機制，證券投資人民事求償，實務上多係由小股東委任律師的方式自行處理。為解決民事訴訟曠日費時問題的問題，日本金融商品交易法也參考英國機制導入替代紛爭解決機制 (ADR)。

有鑒於事後跨境求償的複雜，日本針對外國公司上市的投資人保護，主要仍是以強化外國公司之資訊揭露與落實中介機構責任等前端之保護機制為主，包括：

- (一) 為保障投資人之利益，東京證券交易所要求外國公司掛牌上市後仍須為持續之資訊公開，外國公司必須指定位於東京都之法律事務所作為代理人 (Attorney-in-fact) 以隨時注意並補足該外國公司持續公開資訊要求。
- (二) 東京證券交易所亦鼓勵所有公司(包括外國公司在內)指定「專

¹³⁴ 2014 年世界主要證券市場相關制度，臺灣證券交易所彙編，2014 年 7 月，日-57。

職處理公司資訊人員」(Corporate Information Handling Officer)

隨時與交易所聯絡，以便隨時更新相關揭露事項。

- (三) 在東京證券交易所上市之企業，不論是本國企業或外國企業，輔導上市之主辦券商應提出「推薦書」，聲明輔導上市公司符合上市要件，並將持續輔導該公司於上市後之法令遵循等事項。證券商倘未善盡相當注意義務，依金融商品交易法規定應對善意投資人負損害賠償責任。

貳、不法證券市場規範與責任

外國上市公司如有內線交易等不法情事，亦有日本金融商品交易有關內線交易等不法行為相關條文之適用，日本現行有關違反內線交易、操縱市場行為之規範與責任如下：

一、內線交易

金融商品交易法第 166 條規定，禁止公司相關人員在重大消息被揭露前進行股票買賣交易，第 167 條禁止從公司相關人員處獲取重大消息者或利用職務之便獲取重大消息者、或獲知內線消息的所屬法人的其他高階管理人員，在重大消息被揭露前進行該股票買賣交易。

(一) 民事責任

日本對於內線交易行為所造成的損害，並沒有特別訂定民事責任賠償規定，因此，對於因內線交易而受有損害之投資人救濟管道，學者見解不一，通說認為對內線交易行為適用民法第 709 條一般侵權行為的規定，請求責任人承擔民事責任。但原告必須舉證證明被告的故

意或過失、權利的侵害（或者違法性）、責任能力、損害的發生、因果關係等要件。

（二）刑事責任

違反內線交易規定者，依金融商品交易法規定可處 5 年以下有期徒刑並科 5 0 0 萬日圓以下之罰金，另對法人可科以 5 億日圓以下罰金（參照金融商品交易法第 1 9 7 條之 2、第 2 0 7 條第 1 項第 2 款）。

（三）行政責任

相較於刑事罰嚴格證明之要求，日本法制的課徵金制度係行政機關為防止內線交易等不法交易行為並確保相關規範之實效性以達成其行政目的，對於違反證券交易法上特定規定者，課予其金錢負擔的行政上處置。日本政府一直以來皆著重於市場公正性與透明性的確保，但日本證券市場之公平性與透明性並不能說已達到完整的狀態，因此從強化證券市場監理的觀點出發，引進課予行政上金錢負擔的制度，藉以於證明困難之證券犯罪上兼顧制裁實效與彈性。

二、操縱市場

依金融商品交易法第 159 條規定，禁止任何人意圖造成市場活絡表象，或為抬高壓低某種金融商品價格等操縱市場行為。另第 157 條規範包括操縱市場行為在內的「一般詐欺性不正交易行為」。

（一）民事責任

依金融商品交易法第 160 條第 1 項規定¹³⁵，「違反第 159 條第 1 項至第 3 項規定者，對因該違反行為而所受的損害負賠償責任。」明確規定違法行為人應承擔損害賠償責任。因此，因操縱行為而受有損害之投資人，除可以依金融商品交易法第 159 條規定求償，也可以依同法第 157 條規定求償，惟依第 157 條求償者，需根據日本「民法」第 709 條規定負一般違法行為的賠償責任。

（二）刑事責任

依金融商品交易法第 197 條經司法審判處 10 年以下有期徒刑，或併科 1000 萬日圓以下之罰金。

（三）行政責任

依金融商品交易法規定，對違反證券交易法特定要件之行為人（不法操縱市場、違反內線交易之禁止規定者），主管機關得責令課予課徵金，以類似行政罰鍰之方式要求其繳還違法利得。

三、案例~亞洲互動傳媒（Asia Media Company Limited）

（一）案例事實¹³⁶

¹³⁵ 第 160 條第 1 項（相場操縦行為等による賠償責任）

前條の規定に違反した者は、当該違反行為により形成された金融商品、金融指標若しくはオプションに係る価格、約定数値若しくは対価の額により、当該金融商品、金融指標若しくはオプションについて、取引所金融商品市場における有価証券の売買、市場デリバティブ取引、店頭売買有価証券市場における有価証券の売買若しくは取扱有価証券の売買（以下この項において「取引所金融商品市場等における有価証券の売買等」という。）をし、又はその委託をした者が当該取引所金融商品市場等における有価証券の売買等又は委託につき受けた損害を賠償する責任を負う。

¹³⁶ 中國企業亞洲互動傳媒因醜聞遭東京證交所摘牌，<http://soundofhope.org/node/163020/print>，瀏覽日期：2014 年 10 月 3 日。

亞洲互動傳媒有限公司(Asia Media Company Limited，以下簡稱亞洲互動傳媒)於2007年4月26日在東京證交所創業板上市，這是第一家在東京證券交易所創業板市場掛牌的中國內地企業。這家新興公司主要透過有線電視網提供電視節目指南，並經營電視節目的廣告代理業務，該公司的大股東中包括電通、伊藤忠商事、NTT DOCOMO等日本著名企業的投資公司。

2008年6月3日，亞洲互動傳媒在其日文網站上發表公告稱，該公司CEO崔建平在未得到公司董事會同意的情況下，私自挪用全資子公司的資金1億多人民幣，為其個人創辦的另一家公司進行債務擔保。崔建平隨後辭去了CEO職務。亞洲互動傳媒雖然在公告中表示將考慮對崔建平追究民事及刑事責任，但未有任何進展。

亞洲互動傳媒實質上涉及的是公司治理問題，雖然上市時亞洲互動傳媒也簽訂保護投資人的約束條款，然作為亞洲互動傳媒CEO的崔建平在公司上市以後，竟然違反誠信私自挪用公司資產，由於中國目前的法律和制度對敢挑戰法律底線的人沒有足夠的威懾和懲罰，有很多法律真空地帶，中國資本市場又高度資訊不對稱，無法給投資人足夠的保護¹³⁷。

(二) 處置措施

1. 當地主管機關、交易所

此事件對於大力吸引外國企業上市的東京證交所是一個極大的打擊。負責上市審核的主承銷商野村證券和東京證交所均受到日本媒體和股民的質疑和指責。東京證交所、亞洲傳媒上市承銷商野村證券和公司會計事務所AZUSA在記者會上則表示，在亞洲互動傳媒上市

¹³⁷2000年以來中國十大風投失敗案例，<http://wenku.baidu.com/view/da83cf5477232f60ddccal1f5.html>，瀏覽日期：2014年10月9日。

之初進行較日本企業更為嚴格的審查手續，當時沒發現任何問題。東京證交所針對亞洲互動傳媒醜聞相關處置措施如下：

表 3-13 亞洲互動傳媒醜聞處置措施

2008 年 6 月 25 日	因亞洲互動傳媒遲遲未向關東財務局呈報 2007 年度的財報，被東京證券交易所所列為「監理名單」，根據東京證券交易所規定，如若逾期一個月後仍不能揭露，則有被下市的風險。
2008 年 7 月 31 日	亞洲互動傳媒公布去年度財報，但會計師卻對這份財報的正確性不願表示意見。亞洲互動傳媒會計師事務所 AZUSA 監查法人認為，崔建平私自挪用公款造成不能對公司資金周轉的客觀性及實施可能性作出準確判斷，因而無法對其財務報表出具公正的審計意見。
2008 年 8 月 19 日	東京證交所宣布於次日將該企業轉入「整理板塊」。
2008 年 8 月 1 日	東京證交所向北京市公安局舉報，要求追究崔建平的刑事責任。
2008 年 9 月 20 日	由於該公司未能向投資者提供投資判斷的重要資訊，有損投資者對證券市場的信心，根據有價證券上市規則，東京證交所決定將其勒令其下市。

亞洲互動傳媒嚴重損害了日本股民對中國企業的印象，使日本市場認識到投資中國企業的巨大風險。東京證交所也承認，因此事件的影響，已經準備上市的其他中國企業的上市日期已被推遲。

日本金融廳已就崔建平事件，敦促東京證券交易所對中國企業在日本的上市案嚴格把關。

2. 跨境監理合作

日本金融主管機關金融廳為 IOSCO 會員，亦有簽署多邊忘錄備 (MMOU)，為因應有價證券之跨境監理需求，日本金融商品交易法中第 189 條訂有相關規定，作為協助外國主管機關進行行政調查之依據。

針對亞洲互動傳媒個案，東京證交所於 2008 年 8 月 1 日正式宣布已向北京市公安局舉報，要求追究崔建平的民事及刑事責任，以保護股東及投資者的利益，由東京證交所直接出面追究上市公司原經營

者，在東京證交所的歷史上是第一次。然亞洲互動傳媒係由崔建平2004年在英屬百慕達群島設立，一家註冊在海外、沒有實體的公司，於2007年4月1日亞洲互動傳媒上市前夕，日本的「中國經濟新聞」也發表「出乎意外，第一家在東京上市的中國企業的迷亂正體」乙文也指出，一旦這家公司倒閉，由於法人不同，日本投資人甚至無法找到自己真正可以民事求償的公司主體。

第四節 香港

壹、外國公司上市制度

一、上市前

香港規範證券市場的主要法令為「公司條例」、「證券及期貨條例」及香港聯合交易所（以下簡稱聯交所）的「上市規則」。外國公司可申請作主要或第二上市。海外公司亦可選擇在香港作雙重主要上市，其須同時遵守香港及另一主要上市地司法權區的全部規定。本文以下以外國發行人至香港聯交所「主板」申請第一上市進行說明¹³⁸。

（一）上市申請程序

外國公司要在香港申請上市，須經香港聯交所審核，保薦人將代表公司向交易所遞交上市申請表。

聯交所審查招股章程，首先會看基本資料是否齊備，茲概述重要上市文件及上市流程如下：

¹³⁸ 證監會與聯交所「有關海外公司上市的聯合政策聲明」（2013年9月27日更新），http://www.hkex.com.hk/chi/rulesreg/listrules/listsptop/listoc/Documents/new_jps_0927_c.pdf

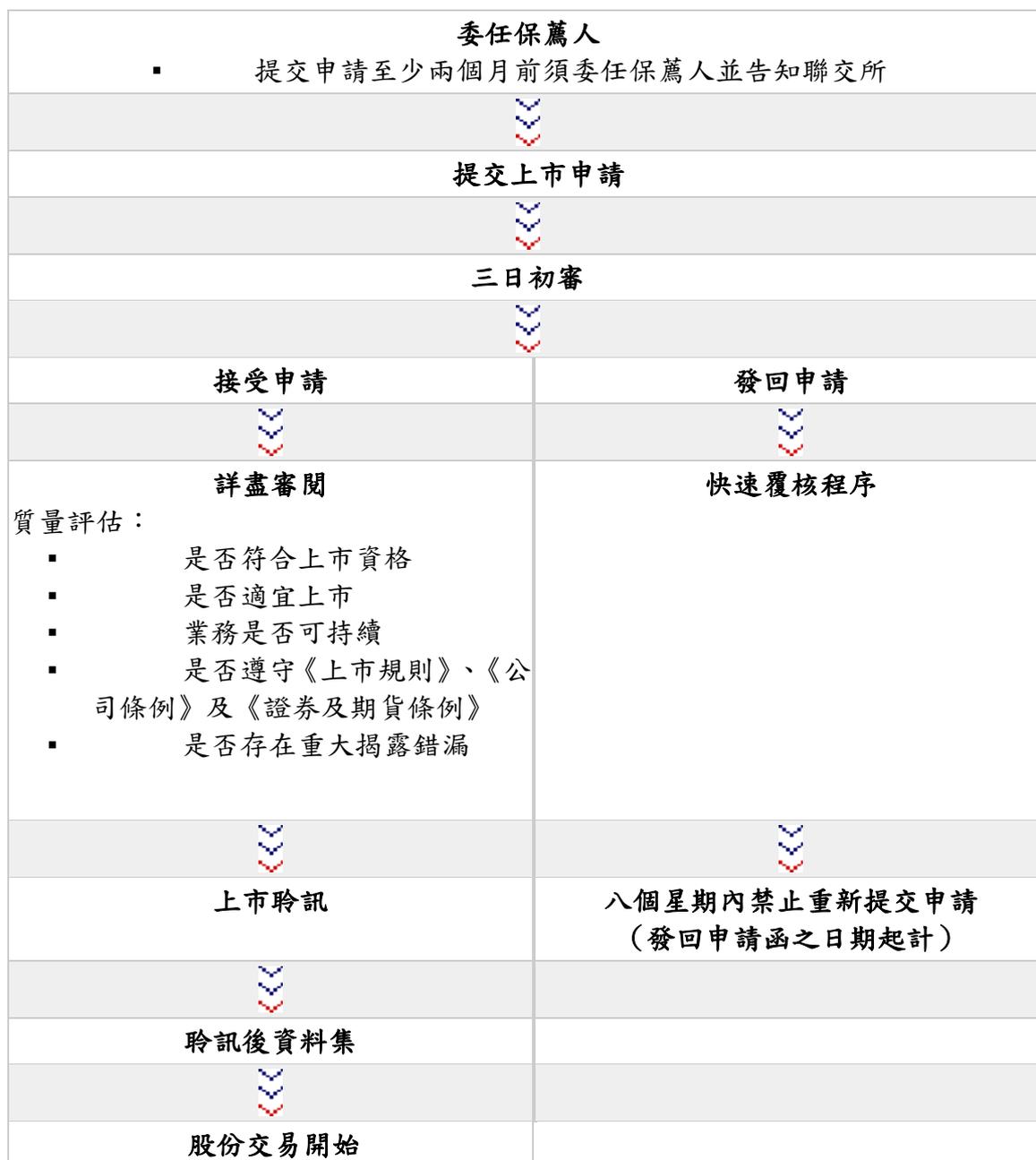


圖 3-3 香港交易所上市流程

資料來源：主板上市程序，香港交易所網站 (<http://www.hkex.com.hk>)

表 3-14：香港上市文件內容

業務目標聲明	新申請人必須提供有關其整體業務趨勢、財政及經營前景的資料
籌資用途	新申請人必須揭露其集資所得的擬定用途的詳情
盈利預測	並非必須載列盈利預測。
會計師報告	1.涵蓋三個財政年度，受豁免公司除外 2.就於聯交所作第一上市的公司而言，可遵照《香港財務彙報準則》或《國際財務彙報準則》編制會計師報告 3.在若干情況下，可遵照《美國公認會計原則》或聯交所接納的其他會計準則編制會計師報告

資料來源：在上港上市，香港交易所網站 (<http://www.hkex.com.hk>)

(二) 上市標準及審查

擬在香港市場上市的公司由聯交所規管，在公司上市後，聯交所持續對其進行監察。聯交所負責訂立「上市規則」，並確保上市公司及其董事遵守上市規則的規定。香港證監會負責監督及監察聯交所履行其與上市事宜有關的職能及職責。為減少與聯交所可能出現的任何利益衝突，及界定聯交所與證監會在雙重存檔制度下分別擔當的角色，避免監管過程出現任何重複或真空的情況，聯交所與證監會就兩者在涉及上市事宜方面的合作簽署多份諒解備忘錄。

對於外國公司申請，上市聯交所的上市規則適用於外國公司，正如其適用於香港公司一樣，但聯交所的上市規則中特別增訂專門章節，針對外國上市公司及中國大陸企業上市於第十九章「海外發行人」及第十九 A 章「在中華人民共和國註冊成立的發行人」附加或修訂上市規則的限制。

再者，聯交所針對來港上市的海外地區也有限制，聯交所上市委員會目前已核准 21 個獲接納的公司註冊成立司法權區¹³⁹，上市規則第 19.05 (1) (b) 條及相關解釋列明海外公司尋求在聯交所作主

¹³⁹ 見「獲接納的海外司法地區列表」網頁：
http://www.hkex.com.hk/chi/rulesreg/listrules/listsptop/listoc/list_of_aoj_c.htm.

要上市時對於股東保護的標準。交易所就每個獲接納的司法權區刊發個別地區指南，在香港或其他已接納的司法地區以外註冊的申請人尋求在主板上市，聯交所將根據每個案例的實際情況來考核，申請人要表明其能為股東提供的保障水平至少相當於香港提供的保障水平¹⁴⁰。茲以現行外國公司至香港交易所主板上市要求說明如表 3-15。

表 3-15 外國公司於香港交易所主板上市條件

項目	主板
雙重上市	允許雙重上市，就第一及第二上市設不同的要求。
財務要求	<p>新申請人必須符合以下三項財務準則的其中一項：</p> <p>一、盈利測試</p> <p>(1) 股東應佔盈利：過去三年盈利達5,000萬港元(最近一年2,000萬港元，其前兩年合計達3,000萬港元)</p> <p>(2) 市值：上市時至少達2億港元</p> <p>二、市值／收入測試</p> <p>(1) 市值：上市時至少達40億港元</p> <p>(2) 收入：最近一個經審核財政年度至少達5億港元</p> <p>三、市值／收入／現金流量測試</p> <p>(1) 市值：上市時至少達20 億港元</p> <p>(2) 收入：最近一個經審核財政年度至少達5億港元</p> <p>(3) 現金流量：經營業務有現金流入，於前3個財政年度合計至少達1億港元。</p>
可接受的司法地區	<p>1. 《主板規則》第十九章規定了海外公司尋求在聯交所作主要上市時的基本要求。</p> <p>2. 《主板規則》第19.05(1)(b)條及相關解釋列明海外公司尋求在聯交所作主要上市時對於股東保護的標準。</p>
營業記錄和管理層	<p>新申請人必須具備不少於3 個財政年度的營業記錄：</p> <p>1. 管理層在最近3 個財政年度維持不變；及</p> <p>2. 最近一個經審核的財政年度內擁有權和控制權維持不變。</p> <p>※豁免</p> <p>在市值／收入測試下的合資格的申請人，聯交所可接納為期較短的營業記錄，及／或修訂或豁免營業記錄和管理層維持不變的要求：</p> <p>1. 如新申請人的董事及管理層在申請人所屬業務及行業中擁有至少3 年及令人滿意的經驗；</p> <p>2. 在最近一個經審核的財政年度內管理層維持不變。</p>
最低市值	新申請人上市時市值至少達 2 億港元。

¹⁴⁰ 投資海外發行人證券的風險概覽，2013年9月27日，http://www.hkex.com.hk/chi/rulesreg/listrules/listsptop/listoc/rioi_c.htm

項目	主板
最低公眾持股量	1. 公眾不論何時至少持有發行人已發行股本總額的 25%，其市值不得少於 5,000 萬港元。 2. 倘若有預託證券，且預託證券可以與其代表的股份之間自由轉換，則公眾持有的在聯交所及其他海外市場上市的全部股份，包括預託證券所代表的股份，均可計入前述 25% 之內。 3. 就上市時的預期市值超過 100 億港元的發行人而言，聯交所可接受 15% 至 25% 之間的較低百分比。 4. 無論何時均必須維持以上釐定的最低公眾持股量。
股東人數	1. 至少 300 名股東。 2. 由持股量最高的 3 名公眾股東實益擁有的百分比，不得超過上市時由公眾人士持有的證券的 50%。
保薦人的委任	新申請人必須委任一名保薦人以協助其處理上市申請。 新申請人及其董事必須協助保薦人履行職責。
委任公司秘書	公司秘書須為一名通常居於香港的人士，具備履行發行人公司秘書職務所需的知識及經驗。一般而言，公司秘書須為香港特許秘書公會的普通會員、《法律執業者條例》所界定的律師或大律師，或專業會計師；或為一名本交易所認為在學術或專業資格或有關經驗方面，足以履行該等職務的個別人士。

資料來源：「在香港上市」，香港交易及結算所有限公司。

(三) 對外國公司之特別規定

除應符合香港發行人須具備之上市資格外，依主板上市規則第十九章規定，外國公司在上市資格、申請程序及規定、上市文件、會計師報告等方面適用下列附加規定：

1. 上市資格

- (1) 若交易所認為(a)該海外發行人所欲發行的證券不符合公眾利益，(b)交易所無法確信該海外發行人的註冊地對股東的保障至少相當於香港的保障水準，交易所可全權決定拒絕該海外發行人之上市申請。
- (2) 授權代表：海外發行人必須在其證券在本交易所上市期間，委任並授權一名人士代其在香港接受向其送達的法律程序文件及通知書。
- (3) 記名／不記名證券特殊定：有些外國公司所在的司法權區可能容許發行不記名股票，(a) 如屬記名證券(可以背書及交付方式

予以轉讓的證券除外)，則必須規定海外發行人須在香港或交易所同意的其他地區設置股東名冊，同時規定轉讓的過戶登記須在香港地區進行，但交易所保留其他的可能性。(b) 如屬不記名證券，則必須規定海外發行人須在香港或交易所同意的其他地區派發股息或利息以及償還資本。

2.申請程序及規定

有鑒於海外發行人所適用之公司組織登記制度與香港的規定或用語不同，可能造成一體適用上市規則時有窒礙難行之情形，上市規則於有一些調整規定，包括：(a)董事一詞，相當於海外發行人決策機關內的成員。(b)上市申請程序所需提交的聲明及承諾，可能因海外發行人受管轄之法律而做出調整。

3.上市文件

海外發行人之上市文件中，必須加入：(a)責任聲明；(b)必須在上市文件內概述海外發行人的組織文件條文及海外發行人註冊或成立司法管轄區的有關管制條文（法定或其他條文）；(c)應載明其組織設立文件內所有對股東權利有影響以及與董事權力相關條文的摘要；(d)海外發行人註冊或成立司法地區的有關管制條文（法定或其他條文）概要，刊載形式由本交易所因應個別情況予以同意及全權決定。如屬在附錄十三訂明有關附加規定的司法地區註冊或成立，則依附錄十三的特別規定。

4.會計師報告

申報會計師必須獨立於海外發行人及任何其他有關的公司，除非有關帳目已按照類似香港所規定的準則予以審計，否則有關會計師報告一般不獲接納。

5.規範程度不低於註冊地

海外發行人在上市或財務帳目內提供的資料，均不得少於其註冊

地規定須提供之資料。

二、上市後

(一) 發行人之持續責任

上市後，上市發行人及其董事均須承擔各種不同的持續責任，簡述上市規則要求責任如表 3-16。

表 3-16 上市規則簡表

持續責任	1.一般揭露責任，包括有關即時發放預期屬股價敏感資料的責任 2.回應聯交所就發行人上市證券價格及交投量的不尋常波動或任何其他事項而向發行人作出的查詢 3.公眾人士持有的上市證券數目無論何時須符合公眾人士最低持股量的規定； 4.優先購買權，據此上市發行人的董事於配發、發行或授予證券前須在股東大會上取得股東的同意。 5.揭露財務資料。
合規顧問的委任	發行人必須委任一名為聯交所接納的合規顧問，任期由發行人上市之日起，至其公布上市後首個完整財政年度的財務業績之日止。發行人在刊發任何受規管的公告、通函或財務報告之前，須諮詢及（如需要）取得其合規顧問的意見。
業務性質出現根本性轉變	在上市後的首12月內，發行人不得進行任何收購或出售，以致招股章程中所述發行人的主要業務活動，出現根本性的轉變。然而，如果情況屬於例外，並取得獨立股東事先批准（控股股東不得參與投票），聯交所或可豁免發行人遵守上述規定。
公司治理	1.獨立非執行董事 (1) 上市發行人須委任至少三名獨立非執行董事。 (2) 其中至少一名獨立非執行董事必須具備適當的專業資格，或具備適當的會計或相關的財務管理專長。 2.審核委員會 (1) 上市發行人必須設立審核委員會，其成員必須全部是非執行董事。 (2) 審核委員會需要有至少三名成員，其中至少一名是獨立非執行董事及具備適當的專業資格或適當的會計或相關的財務管理專長。 (3) 審核委員會的成員必須以獨立非執行董事佔大多數，出任主席者必須是獨立非執行董事
財務報告	發行人須刊發中期報告及年報 1.年度： (1).刊發業績公告的期限為該期間結束後三個月。(2).刊發年報的期限為該期間結束後四個月。 2.半年度：

	刊發業績公告的期限為該期間結束後兩個月，而中期報告則為三個月。
企業管治常規守則	《企業管治常規守則》(《守則》) 訂明聯交所對良好企業管治原則的立場，並列出分兩層的建議：《守則條文》及《建議最佳常規》。發行人應遵守《守則條文》，也可選擇偏離《守則條文》行事。發行人須在其中期報告及年報中註明其於有關會計期間有否遵守《守則全文》。如發行人偏離《守則條文》行事，必須提供經過深思熟慮所得出的理由。
內線消息的揭露	若聯交所認為發行人的證券出現或可能出現虛假市場，發行人經諮詢聯交所後，必須在合理切實可行的情況下盡快公布避免其證券出現虛假市場的所需資料。
董事進行證券交易	董事進行證券交易無論何時，董事如擁有與其所屬上市發行人證券有關的未經公布的內幕消息，或董事以其作為另一上市發行人董事的身份擁有與該等證券有關的未經公布的內幕消息，均不得買賣任何該等證券。 在上市發行人刊發財務業績當天及以下期間，其董事不得買賣其所屬上市發行人的任何證券（除非有特殊情況）： <ul style="list-style-type: none"> • 年度業績刊發日期之前60日內，或有關財政年度結束之日起至業績刊發之日止期（以較短者為準）；及 • 刊發季度業績（如有）及半年業績日期之前30日內，或有關季度或半年度期間結束之日起至業績刊發之日期間（以較短者為準）。 上市發行人必須在每次其董事不得買賣其證券的期間開始前，預先通知聯交所。

資料來源：「在香港上市」，香港交易及結算所有限公司。

（二）對外國公司之特別規定

聯交所主板上市規則第 19 章對海外發行人在持續責任、年度報告及帳目及核數師報告、海外發行人在證券交易所購回本身股份的限制及發出通知規定等方面，分別有下列規定：

1. 持續責任

依上市規則第 19.15 條規定，上市規則第 13 章「持續責任」及附錄 16 同樣適用於海外發行人。在特殊情況下，聯交所可增訂附加的規定，尤其是交易所可增訂其認為必需的附加規定，以確保投資者可得到其在香港可獲提供的相同保障。交易所可按個別情況行使其酌情決定權而決定增加或撤銷、修訂或豁免遵守上述規定。

2. 財務資料的揭露

上市規則第 13.46 條針對外國公司財務資料的揭露，規定海外發

行人須向 (i)發行人的每名股東；及(ii)其上市證券(非屬不記名證券)的每名持有人送交 (A)其年度報告，包括年度帳目及就該等帳目而作出的會計師報告，或 (B) 財務摘要報告。上述文件須於發行人股東周年大會召開日期至少 21 天前，有關財政期間結束後(無論如何不得超過) 4 個月內送交上述人士。發行人可向股東及其上市證券持有人送交財務摘要報告，以代替年度報告及帳目，若此舉符合嚴格程度不下於公司條例第 141 條以及「公司(上市公司的財務摘要報告)規例」(適用於香港註冊成立的上市發行人)所載相關條文的規定。

3.購回證券

海外發行人可根據上市規則第 10.06 條¹⁴¹的規定在香港交易所

¹⁴¹上市規則第 10.06 條：

- (1) (a) 在本交易所作主要上市的發行人，只有在下列的情況下，方可直接或間接在本交易所購回股份：
- (i) 發行人建議購回的股份其股本已經繳足；
 - (ii) 發行人已事先向其股東寄發一份符合《上市規則》第10.06(1)(b)條的「說明函件」；及
 - (iii) 發行人的股東已通過普通決議，給予發行人的董事會特別批准或一般授權，以進行該等購回。該普通決議須符合《上市規則》第10.06(1)(c)條的規定，並在正式召開及舉行的發行人股東大會上通過。
- (b) 發行人須(於發出召開股東大會通知的同時)向其股東寄發一份「說明函件」。「說明函件」內須載有所須的資料，以供股東參閱，使他們在投票贊成或反對批准發行人購回股份的普通決議時，能作出明智的決定。「說明函件」內的資料，須包括下列各項：
- (i) 說明發行人建議購回股份的總數及股份的類別；
 - (ii) 董事說明建議購回股份的理由；
 - (iii) 董事說明建議購回股份所須款項的來源，該等款項須為根據發行人的組織文件，以及發行人註冊或成立所在地司法管轄區的法例可合法作此用途者；
 - (iv) 說明如發行人在建議購回期間的任何時候購回全部有關股份，該等購回對發行人營運資金或資本負債情況(與其最近期公佈的經審計帳目內披露的營運資金或資本負債情況比較)的任何重大不利影響，或對此作出適當的否定聲明；
 - (v) 說明如有關建議獲股東批准，任何擬將股份售予發行人的董事的姓名，以及董事經一切合理查詢，就其所知任何擬將股份售予發行人的董事緊密聯繫人的姓名，或對此作出適當的否定聲明；
 - (vi) 說明董事已向本交易所作出承諾，將根據本交易所《上市規則》及發行人註冊或成立所在地司法管轄區的法例，按照所提呈的有關決議，行使發行人購回股份的授權；
 - (vii) 說明就董事所知，根據《收購守則》購回股份後將會引起的後果(如有)；
 - (viii) 說明發行人在前六個月內購回股份(不論是否在本交易所進行)的詳情，包括每次購回的日期及每股買價，或就購回該等股份所付出的最高價及最低價(如屬適用)；
 - (ix) 說明發行人的任何核心關連人士，是否已通知發行人：如發行人獲授權購回股份，他們擬將其股份售回發行人；或該等核心關連人士是否已承諾：如發行人獲授權購回股份，他們不會將其持有的任何股份售回發行人；
 - (x) 說明有關股份於前12個月內，每個月份內在本交易所買賣的最高價及最低價；及
 - (xi) 於首頁載列聲明如下：

“香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本文件的內容概不負責，對

其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本文件全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。”

向股東寄發「說明函件」時，發行人須一併向本交易所呈交以下文件：(a)發行人發出的確證書，確定「說明函件」載有《上市規則》第10.06(1)(b)條所規定的資料以及「說明函件」及建議的股份購回均無異常之處；及(b)發行人董事按《上市規則》第10.06(1)(b)(vi)條的規定向本交易所作出的承諾聲明。

- (c) 為給予發行人董事會特別批准或一般性授權，以購回股份而向股東提呈的普通決議，須包括下列各項內容：
- (i) 發行人獲授權購回股份的總數及股份的類別，但發行人根據《股份購回守則》獲授權在本交易所，或在證監會及本交易所為此而認可的另一家證券交易所購回的股份數目，不得超過發行人已發行股本的10%，而獲授權購回的、可用以認購或購買股份的認股權證（或其他有關的證券類別）的數目，亦不得超過發行人已發行的認股權證（或該等其他有關的證券類別，視屬何情況而定）的10%，已發行股本及認股權證（或該等其他有關的證券類別），均以一般性授權的決議獲通過當日的總數為準；及
 - (ii) 有關決議所賦予的授權開始及終止生效的日期。該項授權僅可有效至：
 - (A) 決議通過後的第一次股東週年大會完結後，屆時該項授權將告失效，除非該會議通過一項普通決議予以延續（不論有沒有附帶條件）；或
 - (B) 在股東大會上，股東通過普通決議撤銷或修改該項授權，以上述較早發生者為準；及
- (d) 為考慮建議的購回股份而召開的股東大會完結後，發行人須立即將有關結果通知本交易所。
- (2) 買賣限制
- (a) 如購買價較股份之前5個交易日在本交易所的平均收市價高出5%或5%以上，發行人不得在本交易所購回其股份；
 - (b) 發行人不得在本交易所以現金以外的代價購回其股份，亦不得不按本交易所交易規則不時訂定的結算方式購回股份；
 - (c) 發行人在本交易所不得明知而向核心關連人士購回其股份，而核心關連人士在本交易所亦不得明知而將其股份售予發行人；
 - (d) 發行人須敦促其委任購回本身股份的經紀商，在本交易所要求下，向本交易所披露該名經紀商代發行人購回股份的資料；
 - (e) 發行人得悉內幕消息後，不得在本交易所購回其股份，直至有關消息已公開為止。尤其是，發行人不得在以下較早日期之前一個月內在本交易所購回其股份，除非情況特殊：
 - (i) 董事會為通過發行人任何年度、半年度、季度或任何其他中期業績（不論是否《上市規則》所規定者）舉行的會議日期（即發行人根據《上市規則》最先通知本交易所將舉行的董事會會議日期）；及
 - (ii) 發行人根據《上市規則》規定公布其任何年度或半年度業績的限期，或公布其季度或任何其他中期業績公告（不論是否《上市規則》所規定者）的限期；有關的限制截至發行人公布業績當日結束；
 - (f) 在本交易所作主要上市的發行人，如在本交易所購回本身股份後將會導致公眾人士持有其上市證券的數量降至低於有關指定的最低百分比（由本交易所於其上市時根據《上市規則》第8.08條決定），則不得購回本身股份；及
 - (g) 如本交易所認為情況特殊（包括但不限於，發生了政治或經濟事件，而對該發行人或所有上市發行人的股份價格有重大的不利影響），可豁免有關限制，則可對上述限制給予全部或部份豁免。有關豁免可就發行人特定數量的證券作出，或就一般情況作出，或由本交易所加訂條件，並可說明，該豁免於指定期間內有效或直至另行通知為止。
- (3) 日後的股份發行
- 未經本交易所批准，在本交易所作主要上市的發行人，於任何一次購回股份後的30天內，不論該次購回是否在本交易所內進行，均不得發行新股，或公佈發行新股的計劃（但不包括因行使權證、認股期權或發行人須按規定發行證券的類似金融工具而發行的證券，而該等權證、認股期權或類似金融工具在發行人購回股份前尚未行使）。
- (4) 呈報規定
- 發行人必須：
- (a) 於購回股份（不論是否在本交易所內進行）後第一個營業日早市或任何開市前時段開始交

購回其證券。惟若是海外發行人，而其已在或將會在另一家證券交易所作主要上市，則並須受上市規則第 19.43 條有關海外發行人在證券交易所購回本身股份的限制及發出通知的規定¹⁴²。

三、下市

香港交易所並未對外國公司的下市，另作規範，故外國公司的下市適用上市規則第六章相關規定。以下茲就主板強制下市的標準與程序進行說明。

易（以較早者為準）之前至少30分鐘，透過香港交易所電子登載系統向本交易所呈交前一日購回的股份總數、每股買價或就有關購回付出的最高價及最低價（如屬適用），以安排登載，並確認該等在本交易所進行的購回，是根據本交易所《上市規則》進行的。同時，如發行人在本交易所作主要上市，亦須確認「說明函件」所載詳情並無重大更改。至於在另一家證券交易所進行的購回，發行人的報告須確認該等購回，是根據在該證券交易所適用的購回股份規則進行的。該等呈報須以本交易所不時規定的形式及內容作出。如發行人在某日並未購回股份，則毋須向本交易所作出呈報。發行人應與其經紀商作出安排，確保經紀商及時向發行人提供所須資料，以便發行人向本交易所作出呈報；及

- (b) 在其年度報告及帳目內，加入該會計年度內購回股份的每月報告，列明每月購回（不論是否在本交易所內進行）的股份數目、每股買價或就所有有關購回付出的最高價及最低價（如屬適用），以及發行人就該等購回付出的價格總額。董事會報告須載明有關年度內進行的股份購回，以及董事進行該等購回的理由。
- (5) 購回股份的地位
- 發行人（不論是否在本交易所內進行）購回的所有股份，將於購回之時自動失去其上市地位。如發行人再次發行該類股份，則須循正常途徑申請上市。發行人必須確保，在購回股份結算完成後，盡快將購回股份的所有權文件註銷及銷毀。
- (6) 一般事項
- (a) 如本交易所認為發行人已違反適用於該發行人的“本交易所的上市規則”，即使發行人是在另一家證券交易所作主要上市，本交易所保留禁止發行人在本交易所購回股份的權利。如本交易所禁止此類購回，則任何交易所參與者均不得代發行人進行任何此類購回，直至解除禁止為止；
- (b) 無論何時，如本交易所要求發行人提供有關其股份購回的資料時，發行人的授權代表均須即時回應；及
- (c) 就《上市規則》第10.05、10.06、19.16及19.43條而言，“股份”(Shares)指發行人所有類別的股份及附有認購或購買股份權利的證券，惟任何固定參與股份，如本交易所認為它們類似債務證券更甚於股本證券，則可予豁免該等規則的規定。凡提及購回股份之處，包括由代理人或名義持有人代表發行人或其附屬公司（視屬何情況而定）購回股份。

¹⁴² 上市規則第19.43條

- (1) 海外發行人只可根據《上市規則》第10.06條的有關規定在本交易所購回其股份，惟若海外發行人的主要上市交易所已向其實施同等的買賣限制，本交易所將會考慮就其在本交易所購回股份豁免《上市規則》第10.06(2)條所載若干或全部適用的買賣限制。
- (2) 對於主要上市交易所容許庫存股份的海外發行人，本交易所將會考慮豁免註銷及毀滅購回股份的所有權文件的規定，惟該海外發行人必須申請將任何該等再度發行的股份再度上市，而此應被視為該等股份的新發行無異。

(一) 下市標準

香港聯合交易所主板上市規則第 6.01 條規定，交易所在批准發行人上市時必附帶如下條件，即如交易所認為有必要保障投資者或維護一個有秩序的市場，則無論是否應發行人的要求，均可在其認為適當的情況及條件下，隨時暫停任何證券的買賣或將任何證券除牌。在下列情況下，交易所亦可採取上述行動：

- (1) 發行人未能遵守交易所上市規則，而交易所認為情況嚴重者；
- (2) 交易所認為公眾人士所持有的證券數量不足；
- (3) 交易所認為發行人沒有足夠的業務運作或相當價值的資產，以保證其證券可繼續上市
- (4) 交易所認為發行人或其業務不再適合上市。

(二) 下市程序

依上市規則「第 17 項應用指引」3.1，下市程序會依下列四個階段進行：

1. 第一階段，在停牌後首 6 個月的初段時間，交易所會檢查有關情況的發展。在這段時間，發行人須按第 13.09 條的規定，定期就有關發展發出公告，向股東交待進展情況。在這 6 個月期限結束時，交易所會決定有關個案是否適當進入程序的第二階段。
2. 第二階段，如公司仍不符合上市標準，交易所將發出書面通知，要求其在 6 個月內，完成重整並呈交復牌建議，亦即交易所將會致函發行人，使其注意它持續未能符合第 13.24 條的規定，並要求發行人於其後的 6 個月內呈交復牌建議。這段期間內，交易所會繼續監察發行人方面的進展，並要求發行人的董事按月呈交進

度報告。在此限期結束時，交易所會考慮發行人的建議及決定有關個案是否應當進入程序的第三階段。

3. 第三階段，如公司仍不符合上市標準，交易所將刊登通告，聲明公司其資產或業務運作不足以維持其上市地位，並向公司發出最後通牒（一般為6個月），要求其在一定期限內再次提交重整計畫。發行人在此第三階段中亦須按月向交易所呈交進度報告。
4. 第四階段，如公司沒有提供重整計畫，發行人的上市地位將予取消。屆時，交易所及有關發行人均會就此發出公告。

四、責任訴追¹⁴³

香港證券法令就有價證券投資人保護之相關規定，對外國公司亦有適用，證券法令並未針對外國公司之投資人保護有特別立法，因此，一旦外國公司下市之原因涉及不法事由，投資人應透過香港公司條例、證券及期貨條例等規範提供之機制解決紛爭。

香港證監會下雖設有「投資人教育中心」的附屬機構，惟該機構之主要任務在於推廣投資者之教育，功能有別於我國投保中心，且香港目前尚無證券集體訴訟機制，因此，關於證券投資人民事求償，基本上仍回歸一般民事求償機制運作。惟香港設有「市場失當行為審查處」，一旦投資人因內線交易、操縱市場等市場失當行為而蒙受金錢損失，該審查處以較易達到民事舉證原則做出裁決，並得施以多種民事制裁。

香港針對外國公司上市的投資人保護，主要仍是以強化事前投資人保護機制為主，包括增加對外國發行人資訊揭露與持續責任的要

¹⁴³ 證監會與聯交所2013年9月27日《有關海外公司上市的聯合政策聲明》http://www.hkex.com.hk/chi/rulesreg/listrules/listsptop/listoc/documents/new_jps_0927_c.pdf，瀏覽日期：2014年10月6日。

求，並要求落實中介機構職責(如：保薦人制度、合規顧問的委任等)。證監會除強化對保薦人監管制度外，證監會及聯交所亦特別加強宣導海外公司之投資風險揭示，包括發布海外公司上市聯合政策聲明、投資海外發行人證券的風險概覽。

(一) 強化對保薦人監管

有鑒於香港保薦人的工作水準未達到期望，某些個案的保薦人在提出上市申請前，仍有大部分的盡職審查工作尚未完成，亦有一些上市文件草擬本未有就申請人作出相關且有意義的揭露，為加強市場信心及改善保薦人工作整體質素，2012年12月香港證監會發表諮詢總結，決定落實保薦人刑責，建議就現行招股章程刑事法律責任條文的制訂方法進行立法修訂，擬增訂「證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則」第17段，就(i)保薦人操守的監管制度；及(ii)有關保薦人法律責任的立法修訂加以修訂，要求保薦人須就招股章程內的不真實陳述(包括重大遺漏)負上民事和刑事法律責任，改善香港的保薦人監管制度¹⁴⁴。

不過，證監會2014年8月發表補充諮詢總結，表示經過慎重考慮後，認為毋須作出立法修訂，以訂明保薦人屬於批准發出招股章程的獨立類別人士，因保薦人已受「公司條例」下須承擔潛在法律責任的更廣泛類別人士所涵蓋。證監會重申保薦人須對有問題的招股章程承擔現有的法定民事及刑事法律責任¹⁴⁵。

(二) 證監會及聯交所「海外公司上市的聯合政策聲明」

¹⁴⁴ 有關監管首次公開招股保薦人的諮詢總結，2012年12月12日，香港證監會，<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/conclusion?refNo=12CP1>，瀏覽日期：2014年10月2日。

¹⁴⁵ 保薦人刑責突撤立法，東方日報電子報，2014年8月23日，http://orientaldaily.on.cc/cnt/finance/20140823/00202_025.html

上市規則第 19.05(1)(b)條及附註規定，海外公司須證明其註冊成立地的股東保障水平至少相當於香港的相關水平。若未能證明，海外公司可透過修改其組織章程文件以提供相等水平的保障。然香港交易所也認為沒有兩個司法權區具有完全相同的股東保障標準。由於近年來愈來愈多來自認可司法權區以外的海外申請人申請在聯交所上市。聯交所與證監會於 2013 年 9 月修訂「海外公司上市的聯合政策聲明（聯合政策修訂聲明）」，調整要求規定，為計劃申請赴港上市的海外公司提供協助海外公司提供清晰的監管指引，以及維持高標準的監管、投資者保障及企業管治水平。針對海外公司的股東保障標準，聯合政策修訂聲明就須獲得股東批准的事宜有下列規範：

1. 須取得絕大多數票的事宜

下列事項須經股東以絕大多數票批准：(a) 海外公司任何類別股份所附帶權利的變動（由該類別股東投票）；(b) 海外公司組織章程文件的重大變動（不論如何擬定）；及(c) 海外公司自動清盤。

2. 增加個別股東法律責任須經股東本人同意

海外公司不得修訂其組織章程文件以增加現有股東對公司的法律責任，除非該股東書面同意有關修訂。

3. 會計師的委任

會計師的委聘、辭退及薪酬須由海外公司多數股東或獨立於董事會以外的其他組織（譬如兩級董事會制度下的監事會）批准。

4. 股東大會程序

海外公司須每年舉行一次股東周年大會。海外公司兩次股東周年大會的日期一般不得相隔超過 15 個月。海外公司須就舉行股東大會給予股東合理書面通知。股東須有權在股東大會上發言及投票，除非個別股東受上市規則規定須就個別交易或安排放棄投票權（譬如股東

於有關交易或安排中持有重大權益)。必須允許持有海外公司少數權益的股東召開特別股東大會及在會議議程中加入決議案。為召開會議所必須取得的最低股東支持比例不得高於 10%。認可的香港結算所須有權委任代理或公司代表出席股東大會及債權人會議。這些代理／公司代表須享有相當於其他股東享有的法定權利，包括發言及投票的權利。若個別海外司法權區的法律禁止認可結算所委任代理／公司代表，該海外公司須與香港中央結算（代理人）有限公司（「香港中央結算（代理人）」）作出必需安排，確保透過香港中央結算（代理人）持有股票的香港投資者享有投票、出席股東大會（親身或委派代理）及於股東大會上發言的權利。

（三）聯交所--投資海外發行人證券的風險概覽

聯交所於網站揭示「投資海外發行人證券的風險概覽」為投資海外公司證券提供若干基本概要及特點的一般指引。針對投資海外公司的風險，聯交所對投資人的提示如下：

1. 聯交所必定是信賴有關公司所屬司法權區能提供充足的監管、揭露及透明度，足可保障投資者的利益，而後方會批准其上市申請。投資海外公司證券跟投資香港公司證券的風險並不相同：
 - A. 海外公司是受其所屬司法權區的不同公司法例約束，以規管其事務，包括期限、公司架構、監管組織及權力、股份轉讓、股東權利及股東爭議解決事宜。
 - B. 海外公司股東要執行股東權利而對該公司或其董事提出訴訟或存在若干困難，因為取證、法律服務、法院協助均涉及跨境問題，又或該等服務的支出龐大，令事情添加複雜性。

- C. 香港監管機構未必有管轄區以外的調查及執法權。要達到監管目的，須倚仗海外監管機構自身制度對其管轄的發行人執行任何違反企業管治的判決。
 - D. 若海外公司的主要業務及資產所在地是位處其註冊成立地或香港以外，發行人可能要符合當地的法例、準則、限制及風險事宜，該等事宜會跟香港公司面對的存有很大差異。
2. 當海外公司尋求在本所上市，我們會接觸到更多公司採用香港不常見的結構及營運模式。不同的證券監管機構及證券交易所會採用不同的監管機制規管上市公司以確立投資者保障，投資者的保障亦不會只有單一正確的監管做法。就此，我們可能授予或拒絕豁免，又或在授予豁免時附加條款，以確保達致理想的監管效果。

貳、 不法證券市場規範與責任

外國發行人違反規定行為致受投資人有損害時，亦有香港證券法規之適用，不因上市公司為外國公司而有差別。自 2003 年 4 月 1 日起，在「證券及期貨條例」下，證監會可透過民事及刑事雙軌制裁機制更有效地打擊內線交易等的市場失當行為。「市場失當行為審裁處」會處理各種形式的市場失當行為民事個案，包括內線交易、操縱市場、以及散播虛假及誤導性資料等。該審裁處會以民事舉證準則作出裁決，並可施加多種民事制裁，例如下令違規者交出所賺取的利潤、發出「停止及終止令」及「冷淡對待令」，以及撤銷違規者出任公司董事等。

一、內線交易

「證券及期貨條例」第 270~273 條針對內線交易行為進行規範：

(一) 民事責任

「證券及期貨條例」第 281 條規定市場失當行為須負的民事法律責任¹⁴⁶。所謂市場失當行為包括：(a)第 270 條內線交易；(b)第 274

¹⁴⁶第 281 條（就市場失當行為須負的民事法律責任）

- (1) 除第(2)款另有規定外，任何人如作出與市場失當行為有關的作為，則他負有法律責任以損害賠償的方式賠償另一人因該行為而蒙受的金錢損失，不論他是否亦根據本部或其他規定招致任何其他法律責任，亦不論該損失是否由於該另一人曾以受該行為影響的價格訂立交易所引致的。
- (2) 除非就有關個案的情況而言，某人應根據第(1)款作出賠償是公平、公正和合理的，否則該人無須根據該款作出賠償。
- (3) 就本條而言，凡—
 - (a) 某人作出構成市場失當行為的行為；
 - (b) (i) 某屬法團的另一人就(a)段提述的市場失當行為作出有關作為；及
(ii) 某人是該法團的高級人員，而該市場失當行為是在獲該人同意或縱容的情況下發生的；或
 - (c) (i) 另一人就(a)段提述的市場失當行為作出有關作為；及
(ii) 某人協助或縱容該另一人作出構成該市場失當行為的行為，而該人是知道該行為構成或可能構成市場失當行為的，在不抵觸第(4)款的條文下，該人視為已就市場失當行為作出有關作為。
- (4) 就本條而言，如本部任何條文規定不得以某市場失當行為為理由而視某人為曾從事市場失當行為，則不得就該市場失當行為而視該人為曾就市場失當行為作出有關作為。
- (5) 如某人指稱因某市場失當行為蒙受金錢損失，則即使—
 - (a) 另一人的行為不是根據第 252 條就該市場失當行為提起的法律程式的標的或該標的一部分；或
 - (b) 審裁處沒有依據第 252(3)(b)條識辨另一人曾從事該市場失當行為，該人仍可根據第(1)款針對該另一人提出訴訟。
- (6) 為免生疑問，凡任何法院具有司法管轄權裁定根據第(1)款提出的訴訟，如該法院除本條外具有司法管轄權受理強制令的申請，則可按它認為適當的條款及條件批給強制令，以附加於或取代損害賠償。
- (7) 在不損害《證據條例》(第 8 章)第 62 條的原則下，在根據第(1)款提出的訴訟中—
 - (a) 審裁處依據第 252(3)(a)條裁定曾發生市場失當行為此一事實；
 - (b) 審裁處在依據第 252(3)(b)條所作的裁定中識辨某人(不論該人是否訴訟的一方)曾從事市場失當行為此一事實，只要該裁定仍然存在，即可在與該訴訟的任何爭議點有關的情況下獲接納為證明以下事宜的證據—
 - (i) (就(a)段提述的裁定而言)曾發生該市場失當行為；或
 - (ii) (就(b)段提述的裁定而言)該人曾從事該市場失當行為。
- (8) 在根據第(1)款提出的訴訟中，如有第(7)(a)或(b)款提述的裁定存在一事根據第(7)款可獲接納為證據—
 - (a) 則—
 - (i) 就第(7)(a)款提述的裁定而言，除非相反證明成立，否則該裁定針對的市場失當行為須當作曾發生；或
 - (ii) 就第(7)(b)款提述的裁定而言，除非相反證明成立，否則該裁定針對的人須當作曾從事市場失當行為；及 (b) 在不損害為作為該裁定的證據或為識辨該裁定所依據的事實而收取任何其他可獲接納的證據的原則下，根據第 262(2)(b)(i)條發表並載有該裁定的審裁處報告的內容，或根據第(9)款提供並載有該裁定的審裁處報告的文本的內容，亦可為該目的而獲接納為證據。
- (9) 在根據第(1)款提出的訴訟中，如—
 - (a) 有第(7)(a)或(b)款提述的裁定存在一事根據第(7)款可獲接納為證據；及

條虛假交易；(c)第 275 條操控價格的行為；(d)第 276 條揭露關於受禁交易的資料的行為；(e)第 277 條揭露虛假或具誤導性的資料以誘使進行交易的行為；(f)第 278 條操縱證券市場的行為。依證券及期貨條例第 281 條第(1)款規定「任何人如作出與市場失當行為有關的作為，則他負有法律責任以損害賠償的方式賠償另一人因該行為而蒙受的金錢損失」。

(二) 刑事責任

在內線交易自 2003 年被列為刑事罪行，依證券及期貨條例第 270~273 條規定，如果證據充分，犯案者依證券及期貨條例第 291 條規定會受到刑事檢控。一經定罪，進行內線交易的人士可被判最高入獄 10 年及罰款港幣 1,000 萬元。

(三) 行政責任

該審裁處會以民事舉證準則作出裁決，並可施加多種民事制裁。

二、操縱市場

2004 年新修訂的證券及期貨條例，改透過民事及刑事雙軌制裁機制打擊市場失當行為，針對操縱行為等類之市場失當行為，在香港

(b) 載有審裁處裁定的報告沒有根據第 262(2)(b)(i)條發表，則具有司法管轄權就該訴訟作出裁定的法院如認為適當的話，可要求向該法院提供該報告的文本，以供該法院為第(8)(b)款的目的使用；如該法院作出該要求—

(i) 審裁處須安排向該法院提供該報告的文本，以供該法院為第(8)(b)款的目的使用；及
(ii) 該報告的內容可為第(8)(b)款指明的目的獲接納。

(10) 在本條中，提述交易之處，包括提述要約及邀請(不論實際如何稱述)。

(11) 本條並不影響、限制或減免任何人根據普通法或任何其他成文法則而獲授予的權利或可招致的法律責任。

可透過刑事起訴、市場失當行為審裁處、民事訴訟及行政處分等四種方式懲處¹⁴⁷。

（一） 民事責任

證券及期貨條例第 281 條就操縱市場之市場失當行為須負的民事法律責任加以規範，因此，任何人因某市場失當行為蒙受金錢損失，可依證券及期貨條例第 281 條第(1)款規定，向違反證券及期貨條例從事操縱行為之人，請求支付損害賠償，但前提必須該賠償是「公平、公正和合理」。此外，證券及期貨條例第 281 條第(11)款規定，本條並不影響、限制或減免任何人根據普通法或任何其他成文法則而獲授予的權利或可招致的法律責任，因此，這些受損失的當事人還可以提出侵權法下的賠償訴訟，第 281 條並不限制或減輕任何人可能根據普通法而需要承擔的法律責任。

（二） 刑事責任

依證券及期貨條例第 274 ~278 條規定，除透過民事途徑處理違規行為外，亦可以對涉及任何市場失當行為的人士提出刑事檢控。若檢控成功，違規者一經定罪，可被判處更嚴厲的刑罰，包括最高入獄 10 年或罰款 1,000 萬港元。

（三） 行政責任

2004 年新修訂的證券及期貨條例所新成立的「市場失當行為審裁處」負責處理各種形式的市場失當行為民事個案。該審議會會依較易達到的民事舉證準則作出裁決，並可施加多種民事制裁（例如：下

¹⁴⁷林建智、黃邦超，出席國際證券管理機構組織 2012 年亞太區域委員會會議報告，行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書，2013 年 1 月，頁 15-16。

令違規者繳出所賺取的利潤、發出「停止及終止令」、以及撤銷違規者擔任公司董事或管理層的資格等)。

三、案例--歐亞農業

(一) 案例事實

歐亞農業於 2001 年 7 月在香港主板上市，工商東亞融資是歐亞農業唯一的保薦人。在上市招股書中歐亞農業稱其總部在中國瀋陽，在大連、長春、山東、河北等地設有分公司；公司主營業務為溫室培植蝴蝶蘭及大花卉蘭花苗，於 2001 年 7 月頂著「中國現代農業」光環登陸香港證券市場，獲得公眾投資者 78 倍超額認購倍數，最終募集 6.14 億港元，歐亞農業董事長楊斌當年個人財富被估值為 75 億元，名列 2001 年福布斯 (Forbes) 第二位。

2002 年初，投資者、分析員和傳媒紛紛質疑其經營情況，特別是該公司招股書中多項陳述的真實性，2002 年 10 月，歐亞農業自稱 1998~2001 年的 4 個財政年度營業額高達 21 億人民幣，但根據國家稅務局的調查，連同公司董事會主席楊斌的私人企業 (未上市部分) 在內，總收入不足 1 億元人民幣。該公司有約 2 億元人民幣的資金不知去向，現在公司拖欠稅款超過 1000 萬元人民幣。而該公司招股書中的蘭花出口額，在荷蘭註冊的歐亞國際進出口貿易公司應該向在內地註冊的外商投資企業注入 1.6 億美元資本，但實際上此款項從未到帳，懷疑公司偽造驗資報告。2004 年 5 月 10 日香港高等法院對歐亞農業頒布清算命令，2004 年 5 月 20 日歐亞農業下市。

(二) 後續處置

1. 主管機關、交易所之處置

證監會早在事前即根據「證監會條例」中董事涉嫌欺詐的條款，對歐亞農業進行調查。2002年9月中，香港證監會令該公司停牌，解釋有關涉及股價敏感的資料。2002年9月底，歐亞農業再次停牌。隨著事態的發展，監管機構不再僅限於督促歐亞農業揭露相關資料，而開始與中國大陸有關部門合作，展開深入調查，其法規執行部的高層人士並拜訪中國證監會。

香港證監會於2002年10月初，將此一事件轉介給香港警方～商業罪案調查科展開調查。香港警方以該公司董事涉嫌作出虛假陳述以圖欺騙股東、監管機構及公眾，來執行這次搜查行動，依據香港相關法律，最高可判處10年監禁。最後，歐亞實業公司董事長楊斌因：1. 涉嫌虛假出資；2. 涉嫌非法占用農業用地（非法占用耕地）；3. 涉嫌合同詐騙；4. 涉嫌偽造金融票證；5. 涉嫌對單位行賄等罪名，於2002年10月4日被監視居住，一年後被瀋陽中級人民法院判處有期徒刑18年，目前仍在服刑中¹⁴⁸。

針對歐亞農業的上市保薦人～工商東亞融資有限公司，香港證監會於2005年1月作出最後的處分。工商東亞融資在不承認任何責任的基礎上，同意支付3,000萬港元，以作為就該宗證監會個案進行的全面及最終和解。證監會沒有對工商東亞融資有否犯有過失或須承擔任何責任作出裁斷。證監會認為在這個基礎上作出和解是符合公眾利益的。證監會認為在此情況下繼續進行紀律程序是沒有用處的。

證監會指出工商東亞融資並沒有以適當的技能、小心審慎和勤勉盡責地去履行其作為歐亞農業（清算中）的上市保薦人的職務。但考量該公司內負責歐亞農業的上市工作的高級管理人員已不再任職於

¹⁴⁸楊斌謝幕 長達 68 頁刑事判決書上的歐亞農業事件， <http://finance.sina.com.cn/crz/20030725/1348382154.shtml>，瀏覽日期：2014年10月24日。

工商東亞融資；且該公司已加強關於其保薦人職務的內部系統和監控措施，並已承諾委任獨立的會計師事務所，全面檢討其系統和監控措施、同意全面考慮和落實有關會計師事務所提出的建議，以達致證監會的要求，且其現任高層管理人員與證監會積極合作，故作出上述的決定¹⁴⁹。簡述交易所對歐亞農業個案採取措施如表 3-17。

表 3-17 香港交易所對歐亞農業處置措施

2002 年 9 月 30 日	歐亞農業因為股價異常波動，以及公司策略性投資者以重大虧損出售其所購入的股份，2002 年 9 月 19 日被香港證監會勒令停牌，2002 年 9 月 30 日停牌。
2003 年 10 月 31 日	香港聯交所宣布歐亞農業進入除牌程序的第三個階段，若於第三階段結束（2004 年 5 月 1 日）時，聯交所仍未收到有效的復牌建議，歐亞農業上市地位被取消。
2004 年 12 月 24 日	歐亞農業向聯交所提交復牌建議
2004 年 3 月 31 日	歐亞農業公告其復牌建議遭聯交所否決
2004 年 5 月 20 日	公司臨時清算人在 5 月 1 日前也沒有提出有效的復牌建議，歐亞農業上市地位被取消。

歐亞農業案發生後，香港針對法規面進行補強，並追究中介機構的責任，相關措施包括：

- (1) 修訂證券及期貨條例以改善企業揭露資訊的情況。
- (2) 加強證監會的調查力。

2. 跨境監理合作

為促進有效監管與執法合作，香港證監會與大陸及海外重要市場之監理機構透過參與 ISOCO 及與各國或司法管轄區之海外監理機構簽署諒解備忘錄等，建立監管機構互相協助及互換信息的框架。證券及期貨條例第 186 條也針對提供境外主管機關協助予以規範。

歐亞農業案發生後，香港強化與他地區之證券市場監管機構建立良好關係，包括中國證券監督管理委員會，雙方簽訂監管合作備忘錄，定期舉行會議，並研議在中國大陸或海外地區註冊成立的上市發行人若證實違反香港上市規則，各有關方面須承擔之責任。

¹⁴⁹香港證監會 2005.1.27 執法消息，「工商東亞融資支付 3,000 萬港元就證監會的紀律個案達成和解」，<http://www.sfc.hk/sfcPressRelease/TC/sfcOpenDocServlet?docno=05PR17>

第五節 新加坡

壹、外國公司上市規範

外國公司可以在新加坡交易所「主板」和「凱利板」（Catalist）上市，此上市可以是第一上市，也可以是第二上市。在現在的監管體制下，監督管理證券業務的責任由新加坡金融管理局（MAS）擔當，惟 2005 年的「證券及期貨法」修改案通過後，日常的市場監管由新加坡交易所（下稱 SGX）來負責，MAS 對交易所的處罰程序和規則日漸減少關注。SGX 分別交易規則制定「上市指南」及「交易規則」來規範上市標準、上市公司的義務以及證券交易¹⁵⁰。公司一旦上市，即進入 SGX 的管轄範圍，上市公司有義務遵守 SGX 的「公司揭露政策」¹⁵¹。本節以在新加坡交易所主板第一上市之外國公司為例說明。

一、上市前

（一）上市程序與審查

外國公司在新加坡申請上市，應向新交所提出上市申請，並向新交所及新加坡金融管理局（Monetary Authority of Singapore，下稱 MAS）遞交公開說明書草稿或初步發售文件，證券及期貨法第 240 條、第 234 條分別就公開說明書之申報要求及公開說明書應記載事項分別加以規範。

¹⁵⁰ 公司融資與證券監管，新加坡法律參考文章，Singapore Academy of Law，<http://www.singaporelaw.sg/content/CorporateFinanceChi.html#section4>，瀏覽日期：2014 年 10 月 2 日。

¹⁵¹ 參見 SGX「上市手冊」第 7 章和附件 7.1。

新加坡交易所於收到上市申請後，將於 7-8 周內作出答覆，一旦提交的申請獲准後，新交所將簽發一份有效期為 3 個月的附條件上市資格 (ETL) 函。在此階段，申請在主板上市的公司必須在 MAS 網站 OPERA (Offers and Prospectuses Electronic Repository and Access) 上發布公開說明書至少一周時間，在新加坡金融管理局申報生效後，始可開始募集與銷售。

(二) 上市標準

新加坡交易所關於外國公司的上市標準，基本上其處理程序和本國公司是一樣的，只要公司符合列出的三個標準之一，即可在主板上市。

表 3-18 新加坡交易所主板上市標準

標準	標準一	標準二	標準三
量化標準	最新財年的累計稅前利潤至少為新加坡幣 3000 萬元	在最新財年有盈利，基於股票價格和邀請後已發行股本的市值不低於新加坡幣 1.5 億元	最新完整的財年營業收入和基於股票價格和邀請後已發行股本的市值不低於新加坡幣 3 億元。沒有歷史性財務資訊的房地產投資信託和商業信託如果能夠證明他們可以在上市後立即產生營業收入，也可以在這個條件下申請
股權分佈	25% 的已發行股份由至少 500 名股東持有。 (市值少於新加坡幣 30,000 萬元的公司，股權分佈將介於 12-20% 之間不等)。在二次上市的情況下，至少在全球有 500 名股東。如新加坡交易所和主家交易所沒有一個既定的框架和安排來促進股份的流動，該公司在全球至少有 1000 名股東或者在新加坡有 500 名股東。		
業務經營紀錄	少 3 年	至少 3 年	至少 1 年
管理層連續服務年限	至少 3 年	至少 3 年	至少 1 年
持續上市義務	是		
會計準則	新加坡、美國或國際會計準則		
業務經營	對在新加坡的經營沒有要求		

標準	標準一	標準二	標準三
獨立董事	至少有兩名新加坡居民		

資料來源：新加坡交易所網站 (<http://www.sgx.com/>)

(三) 海外發行人之特別規定

除了上述一般性的規範，在新交所第一上市的外國發行人，除必須符合上市規則中的所有規定外，新交所證券上市手冊第 2 章特別針對「外國發行人申請上市必須符合的條件」設置專節加以補充。

依據新交所上市手冊第 2 章權益性證券第 V 部份「外國發行人申請上市必須符合的條件」¹⁵²，外國上市公司除在股票過戶安排、會計準則、常駐董事有特別的規定外，外國發行人還須作出確認，如外國發行人的註冊地法律發生變化，且可能影響或改變其股東對其股份所享有的或承擔的關於下列事項的權利或義務，則外國發行人應儘快透過新交所資訊網發出公告：

1. 參加股東大會、在股東大會上發言投票權利及指定代理人權利；
2. 獲得按股權比例發行的新股的權利及其他收益權；
3. 就其持有的股票須繳納的預提稅；
4. 就其持有的股票須繳納的印花稅；
5. 主要股東持股報告義務；
6. 外國股東持股限制；
7. 對因持有股票而須支付的現金紅利或其他現金分配而採取的資本控制；
8. 就持有股票應進行備案或作出聲明的義務。

針對外國公司在股票過戶安排、會計準則、常駐董事之規定如表 3-19。

¹⁵²新加坡證券上市手冊(主板)，2012 年 11 月 19 日最新修訂版，<http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/b20c665c-c3bc-4480-9f76-93137a383a1d/Mainboard%2BRulebook.pdf?MOD=AJPERES>，瀏覽日期：2014 年 10 月 8 日。

表 3-19 其他對外國公司之特別規定

股票過戶安排	外國發行人必須作出本交易所滿意的各項安排，以便新加坡股東可以即時辦理股票登記手續。
會計準則	與上市申請書一起呈交的各项財務報表，及將來提交的定期財務報告，都必須按照「新加坡會計報表準則」、「國際會計準則」或「美國通用會計準則」制。按照國際會計準則或者美國會計準則編制的帳目，無須按新加坡會計準則進行調整。
常駐董事	外國發行人必須設至少兩名常駐新加坡的獨立董事。

資料來源：新加坡證券上市手冊(主板)，2012年11月19日最新修訂版。

二、上市後

(一) 資訊揭露制度

新加坡的資本市場主要基於揭露制度，該制度的基礎是要求上市發行人及時向市場揭露所有重大資訊。為使投資者在做出投資決策之時能獲得相關資訊，避免在市場上處於不利地位，新交所要求發行人即時揭露所有重大資訊，新加坡證券及期貨法第203條規定發行人有法定義務遵守新交所的持續揭露要求。未遵循持續揭露要求，依證券及期貨法第234條規定應負民事賠償責任，上市手冊中的持續揭露要求自2002年來受到證券及期貨法第203條支持。不揭露行為會導致民事以及刑事責任，具體責任要看揭露義務人當時的主觀意圖狀態。

(二) 持續性義務

一旦公司上市即進入新加坡證券交易所的管轄範圍，及時揭露價格敏感資訊是新交所監管政策的基石，新加坡交易所透過其持續上市要求及公司揭露政策來監督上市公司的活動。惟新交所未對外國上市公司持續揭露有特別規定，新交所關於上市後持續性義務對本國、外

國公司一體適用。

根據新交所上市規則，發行人必須公布其所瞭解的涉及其自身、分公司或關係企業的資訊。除了 SGX「上市手冊」第 7 章及附件 7.1 規定的持續性義務外，上市企業在下述活動中還要遵守其他的持續性要求：資本變化（第 8 章）、關係交易（第 9 章）、收購和出售（第 10 章）、收購（第 11 章）及發行通告和年報（第 12 章）。

手冊上所規定的義務產生於所有上市公司在新交所同意為其證券報價時所簽訂的上市承諾書。新加坡交易所也可根據「證券與期貨法」第 25 條向法院申請來執行這些規則。

新交所上市手冊附件 7.1，上市規則第 703 條要求上市公司向股東和新交所揭露：(1) 避免其證券出現虛假交易所必須的資訊資料。(2) 有可能對發行人證券的價格或價值產生重要影響的資訊資料。下列情況（儘管這些情況並非所有須進行揭露的情況）可能須作即時揭露：

1. 合營、合併或收購；
2. 宣佈派息或者不派息，或確定盈利額；
3. 近期盈利前景將顯著改善或惡化的可靠證據；
4. 股票分拆或以股代息；
5. 取得或者失去重要合約；
6. 收購或脫售重要資產；
7. 開發了重要新產品或者有了新的重大發現；
8. 公開或私下脫售數量較大的發行人增發證券；
9. 實際控制權發生變更或管理人員的構成發生變更；
10. 行使證券贖回權；
11. 借入較大數額的資金；
12. 發生了債務協定或其它擔保協定或者融資或銷售協議項下的違

- 約事件；
13. 重大訴訟；
 14. 資本投資計畫（例如：興建廠房；增加機械設備；增加生產線）的重大變更；
 15. 與分包商、客戶或供應商，或與任何當事人之間產生了嚴重分歧；
 16. 出價收購其它公司的證券；和
 17. 對相關集團的實物資產中對相關集團的財務狀況和/或業績有顯著影響的資產進行了價值評估。自公告之日起，必須于每日正常營業時間內，在發行人的註冊辦事處置備評估報告一份，供公眾查閱，為期3個月。

上市規則第703條中包含兩種不必進行即時揭露的例外情況：(1) 允許在揭露某項資訊即屬違法（規則第703(2)款）的情況下不必進行揭露。(2) 允許發行人暫時不公開揭露行事合理的人預期不會要求被揭露，且處於保密狀態的資訊（規則第703(3)款）。

三、下市

（一）下市條件

新加坡強制下市主要規範在新交所上市手冊第 13 章第 4 節第 1305 條至第 1309 條關於除牌規定，該節未有針對海外發行人有特殊規範，所有規定對於新加坡上市的公司一體適用。

依主板規則第 1305 條規定，於下列情況，交易所得令公司下市，無須發行人同意：

- (1) 發行人無法或者不願意遵守（或者違反）某項上市規則；
- (2) 交易所認為這樣做對保持市場公平有序和高效率屬必要或適宜；
- (3) 交易所認為這樣做是適當的；或者

(4)發行人沒有上市證券。

(二) 下市程序

1. 列入「觀察名單」

依主板規則第 1311 條規定，公司在被強制下市前，新加坡交易所會將上市公司先放置在觀察板 (Watch list) 中，等待公司改善。放入觀察名單的標準如下：

- (1) 最近三個連續的完整財務年度記錄顯示發行人為稅前虧損；及
- (2) 在未被暫停交易或停牌前的最後120個交易日中，每日平均市值少於4000萬新元。

當公司被移入觀察名單時，應立即透過新交所資訊網發表公告。在其被列入觀察名單期間，每季度向市場提供其財務狀況，包括其未來發展方向，或者可能對發行人的財務狀況產生重大影響的其它重要情況。如在每季度更新資訊的間發生任何重要的新情況，必須即時公告。在發行人被列入觀察名單期間，其證券將繼續進行交易，除非發行人被暫停交易或停牌或之前已被暫停交易或停牌。

2. 申請移出「觀察名單」

被列入觀察名單的發行人，如其符合下列任何一項要求，可以向交易所申請，從觀察名單上除名：

- A. 只要公司最近完整的會計年度報表有稅前利潤且在過去120個交易日內沒有短期或長期暫停交易或期一整天的交易被視為是短期或暫停交易，平均每日市場資本額超過4,000 萬元，即可自觀察板移除。
- B. 最近3年度合併累積稅前純益達 7.5 百萬新加坡元且每年稅前純益不得低於1 百萬新加坡元，或最近一或兩年合並累積稅前純益達10 百萬新加坡元。

3. 正式除名

依主板規則第 1315 條規定，如發行人在其被列入觀察名單後 24 個月內，未能根據規則第 1314 條提交申請，交易所可以將發行人從上市公司名錄中除名或以將發行人從上市公司名錄中除名為目的將其上市證券停牌（無須經發行人同意）。

四、責任訴追

新加坡未對外國公司上市之投資人保護制度有特別立法，外國公司下市之原因如有涉及不法事由，投資人適用新加坡原有證券及期貨法相關機制求償。新加坡並無類似我國投資人保護中心之設置，且無證券集體訴訟機制，其對操縱市場等不法行為之責任追究，係以民事罰（Civil penalty）為主軸，輔以刑事制裁與民事賠償之機制運作。

此外，針對外國公司上市的投資人保護，新加坡主要是以加強外國公司之資訊揭露、落實中介機構責任，以及要求對原有股東提供退場收購等事前保護機制為主。

（一）對原有股東提供退場收購（Exit offer）

依新交所主板規則第 1306 條、第 1309 條規定¹⁵³，當公司係被交易所要求強制下市時，公司須委任獨立財務專家出具退場價格（Exit Offer）建議書，由公司或控制股東以現金或其他高流動性有價證券收

¹⁵³ 新交所主板規則第 1306 條、第 1309 條規定如下：

第 1306 條：如本交易所行使其權力將發行人從本交易所上市公司名錄中除名，發行人或其控股股東必須遵守規則第 1309 條的要求。為規則第 1309 條之目的，合理的退股要約可以包括對發行人資產進行自願清算並將現金分配返還給股東。

第 1309 條：發行人尋求從本交易所除牌的：(1) 應主動向(a)發行人的每一位股東和(b)擬除牌的其它任何類別的上市證券的持有人，提議支付一筆合理的退股金(方式可以選擇，一般應為現金)。(2) 通常發行人應聘請獨立財務顧問就提議支付退股金一事提供意見。資料來源：<http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/b20c665c-c3bc-4480-9f76-93137a383a1d/Mainboard%2BRulebook.pdf?MOD=AJPERES>，瀏覽日期：2014 年 12 月 10 日

回股份。例如在新交所上市的中國動物保健公司（China Animal Healthcare），為維持它在香港交易所（HKSE）的主要上市地位，2012年從新加坡交易所（SGX）下市，其下市透過選擇性的股票資本削減方式進行，所有公司股東將能提供部分或全部所持有的股票供註銷，以獲得每股 0.3 新元的現金退場購回（cash exit offer）。至於那些沒有接受現金退場購回計畫的股東所持股票，則將轉移到港交所¹⁵⁴。

（二）保薦人機制

在新加坡，上市申請人必須就其上市事宜委任一名「發行經理」，發行經理的角色等同在香港進行的首次公開招股中保薦人的角色¹⁵⁵。證券及期貨法第 253 及 254 條明訂發行經理須對公開說明書內容負有民事及刑事法律責任。

貳、不法證券市場規範與責任

外國上市公司如有涉及內線交易、操縱市場等不法行為，亦有新加坡證券及期貨法相關條文之適用，茲概要說明新加坡內線交易及操縱市場行為規範如下：

一、內線交易¹⁵⁶

新加坡規範內線交易最重要的條款為證券及期貨法第 219 條，該

¹⁵⁴又一龍籌股—中國動物保健擬從新交所除牌，2012年5月24日，中華人民共和國商務部網站，<http://www.mofcom.gov.cn/aarticle/i/jyjlj/201205/20120508143534.html>，瀏覽日期：2014年12月27日

¹⁵⁵監管保薦人及其他保障投資者的措施，財經事務委員會2013年6月3日會議的跟進事項，香港立法會 <http://www.legco.gov.hk/yr12-13/chinese/panels/fa/papers/fa0603cb1-1429-2-c.pdf>，瀏覽日期：2014年10月14日

¹⁵⁶公司融資與證券監管（17.6.1~17.6.6、17.7.1~17.7.6），新加坡文獻館，瀏覽日期：2014年9月23日，<http://www.sginsight.com/xjp/index.php?id=2454>

條禁止下列行為：

1. 擁有一般不能透過公眾管道獲得的證券的資訊或者重大程度價格敏感的證券的資訊；以及
2. 認購、購買或出售上述證券或招攬他人認購、購買或出售上述證券，或者，如上述證券在證券交易所掛牌而該內部人知道或者應該合理知道資訊接受者可能認購、購買或者出售該證券或招攬他人這樣做這種情況下，傳播此類資訊。

證券及期貨法第 219 條規定必須要證明內部人知道他所擁有的資訊的性質，第 218 條實行舉證責任倒置，據此，原告只須證明內部人擁有內線消息即可。這種情況下，當內部人進行交易時，就推定他們知道該資訊的性質。但如果能證明證券交易的另一方當事人在進入交易之前知道或者應當合理知道該資訊，即可構成對 218 條或 219 條之下的任何指控的抗辯。

（一） 民事責任

證券及期貨法第 234 條許可因在同時段與違法者作對手交易而受到損失（該損失的計算基於有關證券交易時的實際價格與如假設違法行為未發生該證券的可能價格之間的差價）的人申請針對違法方的法庭命令以使其支付民事罰款或賠償。因在同時段與違法者作對手交易而受到損失的人可在 6 年之內以獨立的訴訟理由索賠。按照這項責任，違法人的賠償責任限於所獲得的利潤或避免的損失。

（二） 刑事責任

違反內線交易的刑事處罰規定在證券及期貨法第 221 條。證券及期貨法第 333 條對自然人和公司分別規定處罰。自然人可能被處以最高額為 250,000 新元的罰款，或最長 7 年的監禁。公司可被處以最高

額為 500,000 元的罰款。如果一家公司或非公司組織在犯有證券及期貨法之下的罪行，該公司或組織的董事、執行管理人員、秘書或類似管理人員，如蓄意參與或成為犯罪的一方，也應被認定為有罪。

(三) 行政責任

依第 232 條規定向法院起訴，請求對上述罪行予以民事罰 (Civil Penalties)，民事罰款最多為違法人所獲利潤或所避免的損失的三倍數額。根據第 232 (3) 條的規定，如果利潤或所避免的損失不能被數量化，或者如果沒有任何利潤或損失，可以處以 50,000 新元以上兩百萬新元以下的民事罰款。

二、操縱市場

新加坡操縱證券市場行為，規範在證券與期貨法第 198 條¹⁵⁷規定：「任何人不得進行就一家公司的證券進行兩次或以上的具有影響或維持證券價格效果的交易，該交易的意圖是誘使他人認購、購買或出售該公司或關聯公司的證券」。另針對傳播虛假資訊行為 (§199、

¹⁵⁷ 第 198 條 (Securities market manipulation)

- (1) No person shall effect, take part in, be concerned in or carry out, directly or indirectly, 2 or more transactions in securities of a corporation, being transactions that have, or are likely to have, the effect of raising, lowering, maintaining or stabilising the price of securities of the corporation on a securities market, with intent to induce other persons to subscribe for, purchase or sell securities of the corporation or of a related corporation.
- (1A) No person shall effect, take part in, be concerned in or carry out, directly or indirectly, 2 or more transactions in securities of a business trust, being transactions that have, or are likely to have, the effect of raising, lowering, maintaining or stabilising the price of securities of the business trust on a securities market, with intent to induce other persons to subscribe for, purchase or sell securities of the business trust.
- (2) A reference in subsection (1) or (1A) to transactions in securities of a corporation or securities of a business trust, as the case may be, includes —
 - (a) a reference to the making of an offer to purchase or sell such securities of the corporation or such securities of the business trust, as the case may be; and
 - (b) a reference to the making of an invitation, however expressed, that directly or indirectly invites a person to offer to purchase or sell such securities of the corporation or such securities of the business trust, as the case may be.

§200、§202) 及使用操縱性或欺詐性手段 (§201) 加以規範¹⁵⁸：

1. 第 199 條¹⁵⁹：禁止任何人製造或傳播虛假或誤導性資訊及聲明，可能誘使他人認購、出售或購買證券，或者可能影響證券的市場價格。
2. 第 200 條¹⁶⁰：管制欺詐性誘使他人交易證券這種情形。被告人必須已經做出或者發布了一項聲明、允諾或者預測，這些聲明、允諾或預測或者是魯莽性地作出因而具有誤導性的或者是被告明知其誤導性。
3. 第 202 條¹⁶¹：禁止流通與傳播任何聲明或資訊，如果流通或傳播

¹⁵⁸公司融資與證券監管(17.6.9)，新加坡法律參考文章，Singapore Academy of Law，<http://www.singaporelaw.sg/content/CorporateFinanceChi.html#section4>，瀏覽日期：2013 年 4 月 10 日。

¹⁵⁹第 199 條 (False or misleading statements, etc.)

No person shall make a statement, or disseminate information, that is false or misleading in a material particular and is likely —

- (a) to induce other persons to subscribe for securities;
- (b) to induce the sale or purchase of securities by other persons; or
- (c) to have the effect of raising, lowering, maintaining or stabilising the market price of securities, if, when he makes the statement or disseminates the information —
 - (i) he does not care whether the statement or information is true or false; or
 - (ii) he knows or ought reasonably to have known that the statement or information is false or misleading in a material particular.

¹⁶⁰第 200 條 (Fraudulently inducing persons to deal in securities)

(1) No person shall —

- (a) by making or publishing any statement, promise or forecast that he knows or ought reasonably to have known to be misleading, false or deceptive;
 - (b) by any dishonest concealment of material facts;
 - (c) by the reckless making or publishing of any statement, promise or forecast that is misleading, false or deceptive; or
 - (d) by recording or storing in, or by means of, any mechanical, electronic or other device information that he knows to be false or misleading in a material particular, induce or attempt to induce another person to deal in securities.
- (2) In any proceedings against a person for a contravention of subsection (1) constituted by recording or storing information as mentioned in subsection (1)(d), it is a defence if it is established that, at the time when the defendant so recorded or stored the information, he had no reasonable grounds for expecting that the information would be available to any other person.
- (3) In any proceedings against a person for a contravention of subsection (1), the opinion of any registered or public accountant as to the financial position of any company at any time or during any period in respect of which he has made an audit or examination of the affairs of the company according to recognised audit practice shall be admissible, for any party to the proceedings, as evidence of the financial position of the company at that time or during that period, notwithstanding that the opinion is based in whole or in part on book-entries, documents or vouchers or on written or verbal statements by other persons.

¹⁶¹第 202 條 (Dissemination of information about illegal transactions)

No person shall circulate or disseminate, or authorise or be concerned in the circulation or dissemination of, any statement or information to the effect that the price of any securities of a corporation or any securities of a business trust will, or is likely, to rise or fall or be maintained by

的效果是，因為任何違反「證券與期貨法」第 197 條至 201 條的交易，一家公司的任何證券的價格會上升、下滑或維持不變。

4. 第 201 條¹⁶²：本條為一概括性規定，目的為禁止任何其他形式的、未被其他條款加以具體規範的證券欺詐，其禁止三類行為：
- (1) 利用任何與購買或出售任何證券相關的手段、方案或詭計進行欺詐。
 - (2) 從事與任何購買或出售任何證券相關的行為、做法或者經營方式，構成對任何人的欺詐誘騙。
 - (3) 作出與任何購買或出售任何證券相關的某一重大事項的不實聲明或者遺漏會使該聲明不致為誤導性的必要性資訊。

操縱市場行為在新加坡將會面臨刑事罰與民事罰，一旦決定追究其中之一，即不重複追訴另一責任，民事罰由 MAS 負責追究，大部分民事罰都是以和解收場¹⁶³。

(一) 刑事責任

依證券與期貨法第 204 條規定，新加坡對詐欺、操縱、刊登虛

reason of any transaction entered into or to be entered into or other act or thing done or to be done in relation to securities of that corporation, or of a corporation that is related to that corporation, or securities of that business trust, as the case may be, which to his knowledge, was entered into or done in contravention of section 197, 198, 199, 200 or 201 or if entered into or done would be in contravention of section 197, 198, 199, 200 or 201 if —

- (a) the person, or a person associated with the person, has entered into or purports to enter into any such transaction or has done or purports to do any such act or thing; or
- (b) the person, or a person associated with the person, has received, or expects to receive, directly or indirectly, any consideration or benefit for circulating or disseminating, or authorising or being concerned in the circulation or dissemination, the statement or information.

¹⁶² 第 201 條 (Employment of manipulative and deceptive devices)

No person shall, directly or indirectly, in connection with the subscription, purchase or sale of any securities —

- (a) employ any device, scheme or artifice to defraud;
- (b) engage in any act, practice or course of business which operates as a fraud or deception, or is likely to operate as a fraud or deception, upon any person;
- (c) make any statement he knows to be false in a material particular; or
- (d) omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading.

¹⁶³ 林建智、黃邦超，出席國際證券管理機構組織 2012 年亞太區域委員會會議報告，行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書，102 年 1 月，頁 13。

偽誤導之資訊、在交易中背信及欺騙等行為，可處刑事罰。但如果法庭已經命令對某個違法的人根據第 232 條作出罰款的民事處罰，該人則不應該被置於刑事程序之下。

(二) 行政責任

證券與期貨法第 232 條規定向法院起訴，請求對上述罪行予以民事罰 (Civil Penalties)。

(三) 民事責任

依證券與期貨法第 234 條請求民事損害賠償 (Civil liability)。

三、案例--中國金屬案

(一) 案例事實

中國金屬旗下主體企業為常熟星島新興建材，於 2002 年 3 月在常熟市董濱鎮工業園成立，投資方是台灣地區的雙贏集團。之後還成立多家子公司包括常熟星海新興建材、常熟星宇新興建材、常熟常鋼板材以及泓洋港口。而星島建材主要生產建築用厚型鍍鋅鋼卷，年產量達 30 萬噸，主要銷往中國大陸市場和歐洲、北美等地區。2005 年 5 月 19 日，設立於百慕達的星島建材母公司中國金屬在新加坡交易所掛牌上市。

中國金屬於 2008 年 10 月 9 日公告，公司有一筆約 7.06 億元人民幣的流動資金貸款已經到期，公司無力償還，還可能產生 20.3 億元即將到期的貸款和票據無力支付。導致公司陷入鉅額資金流緊張的主要原因，在於產品價格暴跌且沒有銷路，但原料款仍然要按合約

支付，加上該公司第三條生產線全面上線，中國金屬一直希望引入一家美國戰略投資方，但由於這一戰略合作夥伴始終未注資，最終導致公司全面資金鏈斷裂。

2008年10月，在新加坡主板上市的大陸台資企業～中國金屬(百慕達)公司(Ferro China，新加交易所代碼：35844)因瀕臨破產被停牌，旗下5家位於常熟的子公司已遭當地法院查封資產，各類借款高達52億人民幣。

(二) 處置措施

1. 當地主管機關、交易所

新交所對市場進行即時監控，以發現異常交易活動和可能的市場失當行為。對於任何上市公司涉嫌違反規定的行為，新交所都進行徹底調查。對於違規者，交易所會參考其違規先例、違規的嚴重程度並結合其他因素，決定對違規者進行適當的處罰，紀律處罰的類型包括提醒函、警告信、訓誡、罰款、暫停會員資格、取消會員資格、要求參加教育或守規學習、施以其他限制或條件。

對可能違反證券及期貨法之規定的異常交易行為，則被提交MAS和商業事務部(CAD)，進行調查和實施處罰。針對中國金屬個案，新加坡交易所處理情形如下：

- (1) 2008年10月10日對中國金屬處以暫停交易的處分，並持續發布重大訊息。
- (2) 2010年3月11日被新加坡交易所強制下市。

2. 跨境監理合作

新加坡金融主管機關MAS為IOSCO會員，亦有簽署多邊忘錄備(MMOU)，新加坡交易所為跨市場監視小組(ISG)之會員，兩者在不同平台與世界金融主管機關及證券交易所進行跨境合作。依新

加坡證券暨期貨法規定，在特定情況下，新加坡允許：(1) 外國金融主管機關在新加坡境內查閱資本市場服務提供者之帳簿（第 150B 條、第 150C 條），(2) 由 MAS 協助提供資料（第 170 條、第 172 條）。

就該個案而言，中國常熟市人民法院對所有中國金屬在常熟子公司進行查封，並指定子公司接管人，與海外債權人僱用之資產接管人及該公司進行重整。涉及財務造假的核心管理人員已被常熟市地方法院拘捕，本案未發現有疑似財報不實情事而對中國金屬或其管理階層提出訴訟的資料。因此，該公司被迫下市時，投資人徹底慘賠，自 2012 年 7 月後也沒有中資公司赴新加坡上市。

2013 年 11 月 25 日新交所和中國證監會簽署了一項協議，架構直接上市框架，允許在中國境內註冊的企業赴新加坡直接上市，而無須與海外控股公司合作。新加坡交易所預測，兩年來沒有中資公司赴新上市的情況將結束。新的直接上市框架主要包括以下三方面要求：

- (1) 擬發行人須向中國證監會和新交所提交上市申請。
- (2) 證監會審核申請書，審批通過後將授予擬發行人赴新加坡上市的行政許可。
- (3) 經新交所審核通過後，將授予擬發行人有條件的上市批准信。

申請公司必須同時遵守中國所有相關的法律法規、新加坡監管標準以及新交所上市條例。申請公司的財務報表須由註冊會計師遵照新加坡會計準則、國際會計準則或美國公認會計原則進行審計¹⁶⁴。

為避免問題再次上演，未來一旦發生問題，新交所會要求中國企

¹⁶⁴企業獲證監會許可后可直接在新交所 IPO 上市，中商情報網，2013 年 11 月 26 日，<http://big5.askci.com/news/201311/26/26828556836.shtml>，瀏覽日期：2014 年 10 月 9 日。

業進行檢查和審計，¹⁶⁵透過中國及新加坡兩國的相關監管機構會對有關上市申請進行嚴謹的監管審核及盡職調查，為證券市場提供更大保障。

第六節 中國大陸

中國大陸目前尚未開放外國公司到中國上市。雖然中國政府強烈希望能把上海建成一個國際金融中心，而國際金融中心的標誌之一就是交易市場向國際開放。上海證券交易所制定的「上海證券交易所戰略規劃（2011-2020年）」也明確指出將穩步推進「國際板」建設，引進海外企業上市。儘管市場始終對國際版推出的時間傳言不斷，甚至指稱國際板將借道2013年上海自由貿易試驗區成立時推出，上海證券交易所對此還於2013年10月緊急出面否認。

由於中國股市目前仍不夠成熟，證監會及上海交易所對國際板的推出相當謹慎，表示境外企業在境內上市涉及法律、會計、外匯管理等諸多領域，需要在現有框架的研究基礎上，進一步完善相關制度安排，因此一再重申國際板推出無時間表。本節以下擬就中國大陸目前針對外國企業到中國上市之發展與規劃現況做一概要說明。

壹、發展現況

所謂「國際板」指紅籌股公司及其他境外公司在上海證券市場發行A股，因其具有「境外」性質而被劃分為「國際板」，其將成為繼「創業板」之後中國資本市場的又一個為創新服務的大市場。

國際板市場最初是為了解決在海外上市的中國企業回歸中國境

¹⁶⁵ 外媒：新加坡交易所明年或重新迎來中企 IPO，新浪財經，2014年09月23日，<http://finance.sina.com.cn/world/20140923/103920388577.shtml>，瀏覽日期：2014年10月9日。

內資本市場「紅籌公司」的需要。2009年3月中國人民銀行（大陸央行）公布「2008年國際金融市場報告」表明將研究紅籌企業回歸A股市場以及推進國際板建設的相關問題，此時，國際板的意義已經不再限於紅籌回歸，而是中國資本市場國際化的一個重要組成部分，而對於國際板，無論是投資者還是境外企業都充滿期待。以下彙整中國大陸上海交易所國際板發展歷程如表3-19。

表 3-19 中國大陸國際版發展歷程

2007年5月	中國證監會向部分券商下發「境外中資控股上市公司在境內首次公開發行股票試點辦法（草案）」，為紅籌公司回歸確定了初步的門檻和規範。之後紅籌公司回歸計畫依然裹足不前。
2009年3月	1.大陸央行公布「2008年國際金融市場報告」指出，將進一步研究紅籌企業回歸A股市場以及推進國際板建設的相關問題，增強中國證券市場的影響力，提升中國資本市場的國際競爭力，重啟「國際板」籌備工作。 2.上海建設「兩個中心」（國際金融中心和國際航運中心）的規劃，在2009年3月25日獲得國務院批准，其中設立國際板也在其列。證監會、上交所已經相繼將推動國際板建設納入正式的工作日程。中國證監會專門成立了以副主席姚剛為首的工作小組，研究國際板的籌備工作。
2009年5月	上海對外發佈的「貫徹國務院關於推進“兩個中心”建設實施意見」中表示，積極支持上海證券交易所國際板建設，適時啟動符合條件的境外企業在上證所上市，推進紅籌企業在上海證券市場發行A股。
2009年9月	中國商務部部長表示，中國將允許具備條件的外商投資企業在境內上市。
2010年4月	國務院發布「關於進一步做好利用外資工作的若干意見」，支持符合條件的境外企業境內在中國公開發行股票、企業債券和中期票據。
2011年3月	上交所理事長耿亮：國際板技術準備已接近尾聲，目前，“發行辦法、交易規則、上市規則和結算規則這四個辦法已經有了初稿，正在細化”。
2011年5月	中國證監會辦公廳副主任在「2011陸家嘴論壇新聞發佈會」表示，國際板推出條件快要成熟了，但並無推出的具體時間表，目前各項國際板規則以及技術準備工作均已基本完成，只要高層批准，隨時可推出。
2012年6月	針對國務院辦公廳轉發國家發改委、商務部等八部門出台的「關於加快培育國際合作和競爭新優勢的指導意見」，上交所表示，國際板一直都在研究、籌備中近期沒有實質性啟動計劃。
2012年7月	中國證監會投資者保護局再次重申，國際板目前還處在制度設

	計、方案論證和規則制定階段，何時推出沒有時間表。
2013年10月	市場傳言稱國際板將借道上海自貿區推出，上交所緊急否認，表示上交所至今既未考慮、也未研究利用上海自貿區推出國際板。目前，國際板的推出仍無時間表。
2013年11月	證監會主席表示，國際板的條件還不成熟。

資料來源：本研究整理。

中國大陸在推出國際板具體的準備工作也進行三、四年，然國際板遲遲不能推出的原因，業內認同的觀點之一，即目前中國大陸資本市場的法律法規和會計審計標準尚待修訂，由於A股制度上與國際還有一些差距，公司法、會計法、資訊揭露規則、公司治理方面都存在或多或少的差異，因此，推出國際板條件還不成熟。

貳、外國公司在中國上市之相關問題探討

國際板涉及的公司主要分為兩類：(一)在香港上市的紅籌公司，如中國移動、中國海洋石油總公司等；(二)在中國大陸有大量業務的境外企業並十分看重中國市場的境外公司，如滙豐銀行、紐約證券交易所都已明確表示希望能夠成為登陸國際板的首批企業之一。中國大陸的證券市場還是封閉的，在這種封閉的資本環境下，一個外國公司來中國上市的複雜程度要大得多。因此，雖然加速推進國際板的呼聲頗高，但仍有部分經濟學家對此表示謹慎的態度。認為在具體的制度設計上，國際板應當以吸收國外業績優良、公司治理結構完善的企業為主，可以適當引入一些業績較好、管理水準較高的紅籌股掛牌上市，但是，紅籌股不應當成為國際板的主體，否則就成為H股回歸A股的翻版。

國際板核心規則的起草工作已大致完成，這些準備工作包括制定發行、交易、上市和結算的法規，在技術上進行相關系統的準備與升

級，對有關資訊揭露等監管方面做明確說明。

中國證監會已就國際板的法律適用、市場定位、投資者保護、財務會計等問題進行認真整理和研究，同時與有關部委積極進行溝通協調，研究制定國際板制度設計和相關配套規則，並將持續加強與有關部門溝通協商，做好研究論證、分析評估，穩步推進國際板建設的相關準備工作。

上海證券交易所初步也完成國際板上市、交易等業務規則及技術方面的準備工作，並已深入研究資訊揭露、持續監管、跨境執法、投資者保護等重要問題。

一、上市前

(一) 上市條件

上海證券交易所近年來一直在研究推進國際化問題，目前上海交易所在(1)法規準備：包括發行辦法、交易規則、上市規則以及結算規則；(2)技術；(3)監管三方面積極準備中，希望吸引境外企業上市，從而設立「國際板」。一些大型外資企業對上海國際板關注的問題主要集中在以下四方面：

- (1) 要求公司的盈利多少、成立年限、公司規模、會計、法律、資訊揭露要求、公司治理結構等方面的具體細節問題。證監會和交易所都已就國際板審慎制定諸多規則，兩方面的結合將能使風險降到最低。在上市門檻方面，此前有媒體報導稱(一)公司規模足夠大：國際板草案要求公司市值在人民幣 300 億元以上，在世界 500 強的範疇；(二)公司盈利能力夠強：公司發行前三年淨利潤總計要達到人民幣 30 億元，公司發行前最近一年淨利潤在人民幣 10 億元以上。除對資產規模和行業地位設置一

定門檻，也會考慮對中國經濟建設特別重要的公司。

- (2) 發行 A 股之後，外資企業籌到的錢能否匯往國外。目前有關部門已經確定國際板將以人民幣計價，然上市公司募集的資金是留在中國境內，還是匯出境外？目前紅籌股募集的資金留在境內。未來如果國際板要匯出境外，就要涉及資金跨境流動的問題，這與中國大陸現行外匯管理體制相悖。國際板如何同 B 股相容？在推出國際板前 B 股市場監管問題如何解決？仍有進一步討論空間。
- (3) 股價在 A 股和海外資本市場上同股不同價，這個時候對國內外投資者持有的股票會有什麼影響。
- (4) 如果在上海上市後表現不好，能不能下市。

(二) 上市方式

原則上國際板在上市標準及條件上的制定上，應當遵循從嚴的選擇，並且針對國際板的上市公司制定特殊的上市規範。目前在上市方式以及上市企業的選擇上兩種最可能方式：

1. 直接在 A 股市場 IPO
2. 發行中國存託憑證(CDR)：是指在境外上市公司將部分已發行上市的股票託管在當地保管銀行，由中國境內的存託銀行發行、在境內 A 股市場上市、以人民幣交易結算、供境內投資者買賣的投資憑證。

由於以直接 IPO 還面臨有一些法律上面的問題需要解決，由於中國大陸市場發行制度、監管制度仍不健全，容易引發股市圈錢運動，亟需提高監管水準。因此在國際板上市方式以及上市企業的選擇上，比較可能還先透過純粹的境外企業發行 CDR 上市，之後逐漸過渡到所有境外性質企業的直接 IPO 上市。由於目前國際板細則仍未頒佈，

國際板的發行模式是採用直接上市發行模式還是採用存託憑證（CDR）發行模式尚沒有定論。

（三）上市程序及審查

中國證監會統一監督管理全國的證券期貨市場，維護市場秩序，同時，證監會負責核准股票的發行，對發行人的申請文件依法定條件和程序進行審查，對符合資訊公開要求和法定條件的予以核准。對於境外企業具體的上市規則，仍有待中國證券監管部門出臺相應的部門法規、規章等規範性文件，避免出現衝突和矛盾的上市規則和審核標準，包括國際板法律適用、會計準則等問題。

有關部門初步界定在國際板上市的公司，註冊地在境外，上市地在中國。因此，適用法律為「公司法」，不適用「證券法」，中國監理機關將以「證券法」為基礎，制訂一系列行政法規、規章制度，構建起國際板法律架構，實行審批制度。近期適逢「公司法」和「證券法」的修改契機，若推出國際板，那麼這兩部重要法律中的有關內容也會有所改動。證監會關注點著重於外國公司與本國公司在發行上市條件、規則等方面具體有哪些不同，對外國公司在國際板上市是否有特殊要求。

國際板涉及很多問題，包括交易、法律、會計、監管等問題，這些都需要妥善安排和解決，在公司治理、會計準則、資訊揭露、上市監管協調等方面，證監會也已和人大法工委、人民銀行、財政部、外匯局、上交所、中證登等相關監管機構進行深入的探討，並在法律架構內基本達成共識。

二、上市後

（一）資訊揭露制度

上市公司資訊揭露制度應以保護投資者利益為其核心原則，具體規範必須遵循主動揭露、即時揭露、公平揭露、完全揭露原則。國際板的掛牌公司一般都是來自開發市場的上市公司，其資訊揭露應該能夠滿足中國股市對上市公司資訊揭露的要求，公司掛牌後將實行嚴格的資訊揭露制度，並統一採用國際會計準則進行會計核算。不過，國際板公司在遵循境外資訊揭露制度的同時，也應該同時遵循 A 股市場訊息揭露制度的要求。

此外，為了便於中國境內投資者及時全面瞭解國際板掛牌公司動態，它們必須在中國權威紙質媒體及相關網站同時發佈「中文版」的相關資訊，包括財務報告資訊與非財務報告資訊，其電子文本內容必須保持與紙質文本內容完全一致。

（二）監管規則

國際板將更加傾向於對上市公司行為規範加大監管力度，其中，資訊揭露制度是國際板監理核心。國際板的資訊揭露制度包括一切與資訊揭露相關的法律法規和準則，包括公司法、證券法、資訊揭露內容與格式要求、會計準則、審計準則及內控準則等¹⁶⁶。

三、下市

上交所國際版的發行、上市、交易、結算四個主要的規則的草案已經初步擬定完成，上市公司的下市制度正在研究過程之中，如何進

¹⁶⁶ 董登新，國際板九大猜想，中國證券報，2011年6月15日，http://www.cs.com.cn/xwzx/11/201106/t20110615_2926547.html，瀏覽日期：2014年10月4日。

一步完善退市制度，還在進一步研究¹⁶⁷。對於下市制度，證券法本身就規定，實施技術上也不存在障礙，惟中國大陸監管部門對外國公司下市造成市場的不穩定及投資者利益保護等仍有疑慮。目前仍在積極研究和總結海外國際板市場下市機制，充分考慮中國大陸證券市場對「下市」制度的理解能力和風險承受能力。¹⁶⁸

四、投資人保護

從國際上看，主要有同等保護和最低保護兩種類型。第一種模式是英美模式，強調的是所有股份應受到同等保護，不管股份是在境內還是境外。另一種模式是香港模式，它對在香港發行股票的外國公司做一個評估，只要股東權利保護能力達到香港地區要求就可以，也就是不得低於上市地對股東權利的保護水準。

國際板的投資者範圍應當包括中國國內投資者和境外投資者兩部分，即應當與 A 股市場相同，以中國國內投資者為主，包括機構投資者、證券公司、基金公司、保險公司和個人投資者等，而境外投資者則通過 QFII 方式間接參與。兩類投資者都參與到國際板市場中，可以有效維護中國證券市場的完整性¹⁶⁹。

然由於「國際板」的推出涉及中國大陸金融司法體系，目前仍未能與國際接軌，一位外國投資者如果採用造假、欺詐等違法手段在「國際板」獲利，如何對其繩之以法，也讓中國大陸政府擔憂。中國大陸目前並無針對提供虛假資訊、隱瞞重大事實等不法情事有引入集體訴訟機制，保護中國境內投資者利益。

¹⁶⁷ 上交所：國際板規則已完成 正研究主板退市制度，網易財經，2012 年 3 月 7 日，<http://money.163.com/12/0307/17/7S0SK89200251LIE.html>，瀏覽日期：2014 年 10 月 5 日。

¹⁶⁸ 上交所：國際板規則已完成 正研究主板退市制度，網易財經，2012 年 3 月 7 日，<http://money.163.com/12/0307/17/7S0SK89200251LIE.html>，瀏覽日期：2014 年 10 月 5 日。

¹⁶⁹ 王清華，中國國際板介紹，律師視角，2011 年 8 月 3 日，<http://www.allbrightlaw.com/info/0d9e202fe8514128aa64d9294d33edfb>，瀏覽日期：2014 年 10 月 5 日。

目前中國大陸已建立跨境合作和跨境監管基本架構，截止 2011 年 3 月底，中國證監會已與 45 個國家和地區簽署了 49 個監管合作諒解備忘錄，形成以中國「證券法」為核心，「多邊諒解備忘錄」為主要內容，雙邊監管合作為輔助的跨境監管合作機制。透過進一步加強雙邊的監管合作，為國際板推出後的監管制度提供了保障，從而加強對境外公司的監管，維護境內市場穩定，保護境內投資者合法權益¹⁷⁰。

¹⁷⁰王清華，中國國際板介紹，律師視角，2011 年 8 月 3 日，<http://www.allbrightlaw.com/info/0d9e202fe8514128aa64d9294d33edfb>，瀏覽日期：2014 年 10 月 5 日。

第四章 來臺上市外國企業投資人保護問題探討

投資海外公司證券跟投資國內公司證券的風險並不相同，F股投資人保護要面對的問題如下：

- 一、F公司於申請上市過程中，通常會經過複雜的組織重組程序，且其公司註冊所在地多位於第三國（目前來臺掛牌的F公司註冊地多位於英屬開曼群島、主要營運地多位於中國大陸及東南亞），因此，對F股投資人而言要面對的是公司註冊地、上市地與營運地分處三地，投資架構複雜。
- 二、F公司受註冊地所屬司法管轄權的公司法等相關法律監管，包括公司架構、監管組織及權力、股份轉讓、股東權利及股東爭議解決事宜，與我國監管法律間可能有法律衝突問題。
- 三、F公司股東若要執行股東權利，而對該公司或其董事提出訴訟或存在若干困難，因為證據取得、法律服務、法院協助均涉及跨境問題，或法律服務費用支出龐大等徒增複雜性。
- 四、我國監管機構並無域外調查及執法權，仍須仰賴外國監管或司法機構執法協助或司法互助。

證券投資行為除仰賴公平、公正的機制保障外，投資人本身知識與經驗，以及投資標的相關資訊是否透明，都足以影響投資決定。隨著跨國交易與募資行為越來越普遍，投資人面對的是一個全球化、國際化的投資環境，而各國為吸引資金，莫不兢兢業業，配合全球化策略修改法律規範，以改善國內投資環境。但各國法律體系與政經環境略有不同，所採取的發展策略不盡相同。本章擬就各國對外國企業上市的相關保護投資人措施及各國對外國企業涉及不法行為之訴追與求償作法，探討外國企業來臺上市之投資人保護措施。

第一節 各國保護投資人措施之比較分析

(一) 各國對外國公司監理法制大同小異

彙整本研究所檢選國家/地區對外國公司上市制度與規範後，除中國大陸因國際版尚規劃中，無法列入比較與討論外，其他國家/地區對外國公司監理法源，僅我國於證交法增訂外國發行人專章，但其餘各國多由行政主管機關訂定外國發行人相關規則（Rules）或指引（Guidelines），再交由交易市場監理機構（證券交易所）自行訂定上市規則，部分國家/地區甚至只在上市規則中才對外國公司為專章規定。

表 4-1 各國對外國公司法律監管制度比較

項目	臺灣	美國	英國	日本	香港	新加坡
外國公司定義	準據法主義，非在我國註冊之公司	準據法主義，非於美國境內登記公司	不區分本國公司、外國，經主管機關審核許可即可選擇市場上市	準據法主義	準據法主義	主營業所在地非新加坡
審核	申報生效	申報生效	申請核准	申報生效	申報生效	申報生效
監理法源	1.證券交易法（外國發行人專章） 2.公司法	1. 1933年證券法 2. 1934年證交法（無外國公司專章）	1. 2006年公司法 2. 2000年FSMA（無外國公司專章）	1. 金融商品交易法 2. 公司法（無外國公司專章）	1. 證券及期貨條例 2. 公司條例（無外國公司專章）	證券及期貨法（無外國公司專章）
特殊排除規定	排除中國大陸地區公司或大	排除假外國公司，以外國公司美國股東與股東人	無	無	證監會公告許可地區之外國公司方可上市	無

項目	臺灣	美國	英國	日本	香港	新加坡
	陸控股子公司	數比率，與外國公司美國股東持有股數與總股數比率判斷				

為利經濟發展吸引外資，並基於國際互惠，各國主管機關對外國公司監理，原則上並不會比本國公司嚴格。甚至在部分項目採取尊重各公司母國規範之寬鬆態度，不對外資為過多之限制，如：英國、日本與新加坡，並未對外國公司來源特別限制。但由於各國於外國公司監理所需面對的狀況不同，如我國原則上排除中國大陸地區公司，或大陸控股子公司；美國本即對外國公司採取較為寬鬆之對待，卻因為過去寬鬆法令造成許多發行人為求豁免證券法令規範而虛設外國公司，或以海外控股型態迴避主管機關監管，易生弊端且監督不易，特別於證券法訂定排除假外國公司之規定。為確保註冊地能夠給予股東相當於香港水平的保障，香港對來港上市的海外地區也有限制，目前聯交所接納海外司法地區計有 21 個。日本東京證券交易所對如果沒有同屬國家或地區的企業在申請上市的案例，將對該國或地區的法律和規章制度等進行調查。

(二) 各國外國公司上市制度比較分析

1. 上市申請與條件

各國/地區對外國公司申請上市之發行與募集行為原則上採申報生效制，僅英國採實質管理之審核制。主要原因可能為英國監理法令並未區分外國公司或本國公司，並由監理自律機構 FCA 取代行政機關作為統一監理機構，人力與財力充足，故由其以 UKLA 之地位對

公司進行審核。且英國屬於歐盟會員國，對於公司條件不宜以國籍作為區分標準，而係將歐盟一般認可上市規定作為標準上市，以較為嚴格之條件與公司治理標準作為優質上市條件，規範與其餘各國/地區不同。

表 4-2 各國/地區上市制度比較

項目	臺灣	美國	英國	日本	香港	新加坡
上市前 監理	<ul style="list-style-type: none"> 向證期局申報發行相關表件，由證交所（櫃買）為實質審核。 內部要求強化公司治理，外部監理運用資訊揭露。 	<ul style="list-style-type: none"> 向 SEC 申報登記表，並持續申報年度報告。 符合規定之 FPI 不須依 1933 年證券法規定申報登記。 	<ul style="list-style-type: none"> 將相關表件提交上市主管機關金融行為監理局 FCA 審核。 採實質管理，不僅要公開真實情況，且須符合實質性條件。 	向內閣總理大臣提交上市申請，申報生效後，始可在日本境內進行募集及銷售。	外國公司須經香港聯交所審核，保薦人將代表公司向交易所遞交上市申請表。	向新交所及新加坡金融管理局 MAS 遞交公開說明書草稿或初步發售文件。
交易所 自訂上市標準	O	O	O	O	O	O
保薦人 制度	X	X	O 限 AIM 市場	O 限 Tokoy AIM 市場	O	O 限凱利 板市場
董監責 任保險	O	O	O	O	O	O
代理人	O	O	O	O	O 合規 顧問	O 2 名常駐 獨立董事

我國與美、日、星、港等國家/地區對外國公司所定上市條件，多係參考本國公司上市條件，及自身經濟發展需要加以調整。原則上，上市條件均由各證券交易所自訂，上市條件可大略分為：股權分散標準、財務標準、價格/市值，或是最低設立年限等，其中，以美國 NYSE 上市條件最為複雜，外國公司依不同上市條件申請上市，而觸發強制下市標準也依循其上市條件作為判斷基礎。此外，為確保外

國公司之體質健全，符合主管機關監理標準，各國多要求證券承銷商負起輔導責任，甚至規定保薦人制度，以強化市場信心。如香港要求上市時須委聘（至少）一名保薦人協助辦理首次上市申請，保薦人須向聯交所作出多項聲明，當中包括聲明其經過合理盡職審查查詢後，有合理理由相信並實際上相信有關董事聲明提供的答案為真實完整的資料、新申請人符合基本上市條件、上市文件載有足夠細節及資料，以及上市文件內「專家」部分所依據的基準及假設為公平、合理及完整。無強制要求保薦人制度者，多另搭配董監責任保險制度，以外部機制要求公司董事會負起經營責任。香港的保薦人模式相當周延，但也是成本極高的作法，保薦人負擔重大責任，成本必然轉嫁到上市公司，也引發不利引進外資的爭議，未必適合我國市場複製。

2. 董監責任保險範圍是否及於投資人

英美等國盛行（但非強制）之董監責任保險制度（Directors and Officers Liability Insurance, D&O），承保對象包括董（監）事、高階經理人等自然人，甚至為避免自然人與法人責任分擔之灰色地帶，亦有納入「有價證券賠償請求」及「僱傭行為賠償請求」等附加險，擴大承保法人（公司）之責任。目前雖尚無國家將 D&O 保單列為強制保險，但美國上市櫃公司基於董事與經理人需遵循 1933 年證券法與 1934 年證交法之繁複責任，為避免公司面臨不可預料之法律風險，幾乎超過 97% 上市櫃公司均會代董事與高階經理人投保，同時也保障投資人求償可能。

我國上市上櫃公司治理實務守則第 39 條、第 49 條建議上市上櫃公司得依公司章程或股東會決議，於董事、監察人任期內就其執行業務範圍依法應負之賠償責任為其購買責任保險，以降低並分散董事因錯誤或疏失行為而造成公司及股東重大損害之風險。依我國保險法第

90 條規定：「責任保險人於被保險人對於第三人，依法應負賠償責任，而受賠償之請求時，負賠償之責。」則依我國民法第 28 條與公司法第 23 條規定，公司得就其負責人或管理階層（公司法第 8 條範圍參照）因執行公司職務之不當行為，致第三人發生損失之保險事故投保責任保險。則賠償受益人自然為公司。所謂「第三人」，除公司以外，尚可包括公司之債權人、客戶、股東、員工，乃至於競爭同業、政府機關等，當然投資人或投保中心亦可為保險事故發生受損之第三人¹⁷¹。但投資人是否能於公司獲得理賠時，據以主張對公司所獲之理賠金亦有請求權，尚需視個案如何主張其權利行使而定。另我國公司強制終止上市之原因，多為財務狀況不佳、已不符上市標準、違反證券交易所上市契約等規定，或有虛偽不實或違法情事足以影響證券價格等。並未要求公司發生強制終止上市情形，保險公司即需對公司或董監事補償，甚至補償投資人者。但投保董監事責任險理賠範圍越廣，保費越高，涉及公司財務資源分配。雖近年來我國上市櫃公司投保董監責任險比例增加，但未強制要求揭露保單理賠範圍，投資人欲對理賠金有所主張，未必能掌握其真實狀況。

3. 上市期間之監理措施

(1) 各國對外國公司上市期間監理作法大致相同

一般而言，對外國公司之資訊揭露要求以本國公司應遵循之法令為標準，但為吸引外國公司掛牌，各國多採取寬鬆態度，原則上尊重外國公司註冊地法令。於資訊揭露方面，為提高資訊揭露之品質，必須要有資訊申報內容監督之機制，各國證券市場均已採用電子平台作為輔助工具，透過公司董事會、公司股

¹⁷¹建業法律事務所，外國企業終止上市之投資人保護期末報告，臺灣證券交易所股份有限公司，2013 年 3 月 8 日。

東會、交易所層層揭露要求，由主管機關負監督責任。

表 4-3 各國對上市外國公司之監控制度比較

項目	臺灣	美國	英國	日本	香港	新加坡
上市後監理要求	比照本國公司	原則上適用尊重美國法，但尊重母國較為寬鬆之要求 ¹⁷² 。	非以國籍區分監理措施，而係依申請上市條件區別監理程度。	母國法規制度變革，對股東產生的重要衝擊	上市規則訂有「海外發行人」專章	比照本國公司
資訊揭露平台	O	O	O	O	O	O
資訊揭露要求與本國一致？	X 較寬鬆	X 較寬鬆	O	X 較寬鬆	X 上市規則專章	X ¹⁷³ 較寬鬆
預警手段	<ul style="list-style-type: none"> • 停止買賣 • 變更交易方法 	<ul style="list-style-type: none"> • 暫停交易 • 粉紅單交易（議價交易） 	<ul style="list-style-type: none"> • 警示通知 • 暫停交易 	<ul style="list-style-type: none"> • 監理個股（類似觀察名單） • 暫停交易 	<ul style="list-style-type: none"> • 警示通知 • 暫停交易 • 停止交易 	<ul style="list-style-type: none"> • 觀察名單 • 暫停交易

（2）建議強化外國公司投資人關係

基於外國公司上市，證券承銷商為最初接觸該外國企業且負有撰寫評估報告及協助編製公開說明書之責任，理論上對該上市公司之瞭解應相當深入。推薦承銷商於上市後兩年仍須持續輔

¹⁷² 美國對外國公司監理要求原則上比照本國公司，但外國公司之母國法令較為寬鬆者，尊重其母國法令規定，如：

- A. 針對公司治理及財務報告等事項，外國發行人得優先適用所屬國之法律，並揭露所屬國規定與美國規定之差異。
- B. 雖被要求應設置審計委員會，但得依其母國法令，並敘明其與美國一般標準規定之主要差異。
- C. 未強制要求設置薪酬委員會或提名委員會。
- D. 除在母國法律許可之情況下，得以總額方式揭露董事酬勞外，餘應以個別方式揭露。
- E. 允許採用美國 GAAP 以外之會計原則，但依 IASB 公布之 IFRS 所製成之財務報告，不須另外說明其與美國會計原則是否一致，但非 IASB 之 IFRS 者必須說明其與美國會計原則之差異。
- F. 豁免適用證交法第 16 條禁止短線交易與申報規定。

¹⁷³ 如外國發行人的註冊地法律發生變化，且可能影響或改變其股東其股份所享有或承擔的權利或義務，外國發行人應儘快透過新交所資訊網發出公告，並作出確認。

導，如公司有重大訊息需要揭露亦可代為處理，包括翻譯及上傳至公開資訊觀測站等事宜，與該外國發行人之關係十分密切。基此，欲強化來臺上市外國企業資訊透明度，應借助中介機構之職能，由其與該外國企業投資人關係（Investor Relationship，IR）部門密切合作，定期發布與企業相關之財務業務資訊，甚至是來自國外證券市場之分析報告，期能提升跨國上市企業之資訊透明度。作法包括：

- A. 透過鼓勵外國企業定期發布 IR Newsletter 予臺灣投資人，或是定期舉辦產業別或個別業績發表會、法人說明會等方式，可提高 TDR 上市公司市場能見度，並強化機構投資人與發行公司間聯繫，提升市場投資人對公司之熟悉程度。
- B. 協助外國企業建立投資人關係資料庫，提供完整投資人關係服務，並可尋找國內外知名投資人關係專業諮詢顧問公司，提供上市公司外部奧援，或是透過設立 IR Association，提供上市公司意見交流或經驗分享之平台，進一步提升其投資人關係能力。

4. 下市機制

除美國外，各國為保障股東權，均要求外國公司必須先設有下市購回股票機制，以避免投資人因事發時措手不及，事後又乏交易管道而求償無門。但美國雖無下市購回機制，於 NYSE 下市之有價證券，仍可透過 NASDAQ 或其他店頭市場（Alternative Trading System）交易。此外，各國針對投資人與發行人或金融機構間之糾紛多設有專責保護機構或相關申訴、調（和）解或評議制度，除增強投資人對市場之信心，更有維護市場秩序之功能。值得注意的是，本研究檢選國家中，僅我國未設有授權主管機關得為民事懲罰裁量之制度，不法行為肇致之損失若欲獲得金錢賠償，必須透過民事訴訟請求。

表 4-4 各國外國公司下市制度與配套措施比較

項目	臺灣	美國	英國	日本	香港	新加坡
交易所自訂下市標準	O	O	O	O	O	O
下市購回機制	O	X	O	O	O	O
民事懲罰 Civil Penalty	X	O	O	O	O	O
團體訴訟	O	O	X	X	X	X

第二節 各國不法行為訴追與求償之比較分析

一、外國公司涉及證券不法事件之處置

(一) 監理機關擁有調查權與執法權較能為有效追償

外國公司上市屬募集資金與市場交易行為，與本國公司相同。對於在該國上市之外國公司發生證券不法事件，或是外國人對其境內上市公司施以違反證券法規之不法行為時，監理機關對該不法事件之處置，原則上可大分為刑事、行政及民事責任方向處理。各國公司法對股東權保障程度而各有不同，但公司既然將有價證券於公開市場交易，必須為公司行為對市場上不特定投資人（潛在股東）負責。因此，各國於證券交易法中，均設有反詐欺條款，禁止內線交易與操縱市場等不法行為規定。

表 4-5 各國對證券市場不法行為民事責任主要規範

項目	臺灣	美國	英國	日本	香港	新加坡
記載不實責任	O	O	O	O	O	O
內線交易責任	O	O	O	O	O	O
操縱市場責任	O	O	O	O	O	O

本研究所列舉國家均屬國際證券管理組織（International

Organization of Securities Commissions，IOSCO）會員國，各國法律均符合該組織對監理規範之原則性要求，故監理範圍與強度差異不大。但各國制度設計仍有些許不同，對於證券市場監理之執法（Enforcement）與訴追模式即有若干差異。

以美國為例，證券市場不法行為之執法機構（Enforcement agency）係主管機關 SEC，與我國金管會證期局不同者，在於 SEC 主委係由總統任命，並獲得法律授予得基於監理市場之需要之調查權（Investigation），並對國會負責。SEC 執法部門（Enforcement division）於調查後如認有違反證券法令者，得建議委員會於聯邦法院提起民事訴訟（Civil Actions），或委員會基於行政權自為裁量（Administrative law judge），或由常駐檢察官以委員會名義提起刑事訴訟（Prosecuting these cases on behalf of the Commission）¹⁷⁴。SEC 即使具有調查權與訴訟權，但事實與證據蒐集仍須仰賴其他政府部門（如 SEC 內部其他部門、司法部門）或其轄下自律組織（如：證券交易所、券商公會、FINRA）對市場與從業人員之監控活動（Surveillance activities）、投資人反應與申訴（Investor tips and complaints），甚至是媒體報導（Media reports）。此外，美國之刑事執法機關為司法部（Department of Justice; DOJ），證券法令之民事執法機關為 SEC，因違反證券法令之行為，可能同時涉及民事及刑事責任，刑事責任之舉證門檻較高，故構成民事責任者不全然會成立刑事責任，故司法部與 SEC 之合作採取平行調查程序（Parallel Proceedings）。在法令許可範圍內之證據分享，有助提高調查取證過程之效率，SEC 在調查之過程中亦可以採取較為緊急之救濟手段。

跨國不法案件之特徵在涉案人可能為外國籍或已潛逃出境，涉案

¹⁷⁴ 參見 SEC 官網，SEC, How Investigations Work, <http://www.sec.gov/news/article/detail/article/1356125787012>. 瀏覽日期：2014 年 12 月 1 日。

行為發生在境外或跨多個國家，受害者在境外等。由於政府對此類跨境案件並無管轄權，故可能面臨取證困難、難以追蹤資金並防止脫產、不法獲利無法追回、相關調查或司法程序冗長、外國政府是否提供協助等執法障礙¹⁷⁵。多國（如美國、英國、新加坡等）之法律制度及行政機關權限與我國制度設計不同，這些國家證券監理機關之行政調查權較我國為大，行政調查權效率高，且有助於查明案情，作為執行民事處罰、和解及刑事處分等處置措施之依據。主管機關可要求受調查者提供相關必要之資訊外，亦可對受調查者及相關證人進行面談。部分國家制度允許行政機關與涉案人進行和解，可免去司法訴訟之冗長程序，受害者並可提早獲得補償。

表 4-6 各國證券不法事件訴訟制度與民事懲罰制度比較

項目	臺灣	美國	英國	日本	香港	新加坡
屬於侵權行為	O	O	O	O	O	O
團體訴訟	O	O	X	X	X	X
民事懲罰（課徵金） Civil Penalty	X	O	O	O	O	O

我國目前對於證券市場不法行為，無論在法規制度建立或案件查核處置，尚屬周延，基本上調查程序、調查重點也與先進國家類似，惟國內證券主管機關並無調查權，無自為民事懲罰（課徵金）之權限。證券不法案件之調查須向司法部門告發，由司法部門偵查、起訴及審判，行政部門僅能於監理範圍提供調查所需之證據，或被動接受司法部門提出法令解釋之請求加以反應。我國最為特別者，為投保中心之代投資人提起團體訴訟請求民事賠償制度，但法院審理程序向來冗長，如何強化行政和司法部門聯繫、協調合作及改善效率，或如何在不侵害人民權利前提下，立法授權證券監理機關行使較有效率之行政調查權，均為我國值得思考之課題。

¹⁷⁵行政院金融監督管理委員會證券期貨局，參加美國證管會舉辦之國際證券執法及市場監視研討會報告，民國101年2月4日。

(二) 行政與司法部門應增強橫向聯繫，共同推動跨境監理合作

儘管各國證券相關法令均已規範禁止各類證券市場不法行為，如市場操縱、內線交易、市場詐欺等，惟日新月異的技術及手法，卻不是法律規範所能全盤涵蓋，證券市場先進國家如美、日、英等國法規亦復如是。尤其結合網路科技之多樣性、跨國性的交易，逐漸成為常見之違法新類型，對現有查察及研判不法之傳統作業模式造成衝擊。監理機關針對證券不法案件進行國際合作之主要內容包括：情資交換、凍結資產、匯回不法所得、訴訟文書送達、外國判決承認執行及跨國求償（委託外國律師辦理）等。常見國際合作之案件類型包括證券發行詐欺及內線交易、協助調查發行人或內部人之海外銀行帳號等，故取得電話通聯紀錄、確認證券交易之最終受益人身份等其他證據之保全及調查取證，皆為可能之合作內容。

表 4-7 各國跨境監理合作與投資人保護機制比較

項目	臺灣	美國	英國	日本	香港	新加坡
跨境監理合作	○	○	○	○	○	○
是否為 IOSCO 會員國	○	○	○	○	○	○

金融交易日趨國際化、全球化，為維護市場秩序俾保障投資人權益，國際間民事及刑事執法機關如何相互緊密合作至關重要，故各國法制均訂有資料提供或流通等方面之互助協定或規定，目前國際間合作執法工具有：

1. 合作備忘錄（MOUs）：市場監理機構間正式的互助管道。
2. 司法互助協定（Mutual Legal Assistance，縮寫 MLATs）：為國與國間正式的刑事犯罪監理管道¹⁷⁶。

¹⁷⁶前揭註。

3. 金融情報單位 (Financial Intelligence Units, FIU): 又稱艾格蒙聯盟 (Egmont Group), 由各國負責專門查辦洗錢機構 (金融情報單位) 組成, 為非正式組織, 主要目標係透過情資交換、訓練及專業分享等領域來加強國際洗錢防制之合作, 提供各國洗錢防制及打擊資助恐怖份子之平台, 通常可透過金融情報單位交流獲取即時情報。
4. 國際證券管理組織 (IOSCO) 多邊合作備忘錄 (MMOU): IOSCO 會員間遵循互惠原則, 可分享證券交易紀錄、與證券交易有關的銀行帳戶紀錄、證券交易實際受益之自然人或法人資料, 所交換之資訊得依各國法律規定, 於司法審判中使用。
5. 國際市場相互監理小組 (Intermarkets Surveillance Group, ISG): 成立於 1980 年代, 目前有 50 個成員組織, 主要目的係整合並發展一套偵察跨境詐欺、操縱等不法行為之程序, 且嚴格要求成員間分享資訊。
6. 非正式管道: 未簽署 MOU 之證券監理機構間, 以及證券監理機構與司法機構間, 仍可互相提供調查協助。

為有效解決跨越國境之民商事紛爭, 國際民事司法互助具有一定之重要性。我國目前除了透過代表機構或團體與美國、越南、中國大陸簽有民事或刑事之司法互助協議外, 也對新加坡、英國、美國提供依我國國內法所為之司法協助。2013 年更與英國成功針對個案簽署「臺英關於引渡林克穎瞭解備忘錄 (MOU)」, 創下我國向英國 (歐盟國家) 請求個案引渡首例。由於政府間司法互助協定之簽署不易, 近年來偵辦重大案件即分別透過調查機關聯繫管道與美、日、加、紐、澳、英等國執法單位, 協緝我重大經濟罪犯, 也協助提供國際洗錢、電腦犯罪等情資予美、日、星等國。

二、 優先於國內進行不法訴追與求償程序

(一) 於國內法院提起訴訟

目前於我國上市之外國公司多註冊於金融監理寬鬆地區，如：開曼群島、維京群島等，但其實際業務營運所在地則多位於第三地（如：中國大陸）。若投資人欲進行求償，考量我國投保法適用法域僅限我國，若該外國公司於我國境內仍有實際業務、營運行為或資產，則於國內訴追其責任仍有實益，宜優先考慮於國內進行團體訴訟，先行進行保全程序，並進而取得勝訴判決，若國內資產不足以賠償，再據以確定判決於該公司母國請求執行。然而，我國法院訴訟程序冗長，長久以來即受到國人與外國機構投資人詬病，以過去投保中心提起訴訟之經驗，訴訟程序期間約 2 年至 7 年不等，時間長短取決於案件本身複雜度與被告態度。

(二) 有效運用替代性紛爭解決管道

提起訴訟受限於管轄權有無之認定與程序進行較為複雜與冗長，更遑論集體訴訟不但耗時且所費不貲，團體訴訟制度並非解決集體紛爭的唯一手段。替代性紛爭解決機制（Alternative Dispute Resolution, ADR）發展出創新的解決方式，如：調解、和解程序或仲裁機構等，具有隱密性、非正式性、關係和諧性及合意性等優點。以英國、日本為例，於金融整併時一併建立金融爭議紛爭解決機制，期透過專業、專責機構迅速解決紛爭，並節省一般投資人為取得賠償所需付出之勞力、時間與費用成本。

我國有價證券及期貨交易所生民事爭議之處理與投資人之保

護，雖有「投保法」規範，並由投保中心專責處理，惟對於非屬該中心處理之金融消費民事爭議，過去的機制係分別由相關同業公會或周邊單位處理，缺乏單一專責機構，且無法律依據。為此參考「英國金融服務暨市場法」、「英國金融公評服務機構」(Financial Ombudsman Service Ltd.)與「新加坡金融業調解中心」(Financial Industry Disputes Resolution Centre Ltd.)運作機制及法規，擬定「金融消費者保護法」與相關子法，成立財團法人金融消費評議中心。

表 4-8 是否有投資人專責保護機構或金融評議制度

項目	臺灣	美國	英國	日本	香港	新加坡
投資人保護專責機構	O	O	X	X	X	X
金融評議制度	O 金融評 議機構	O 金融評 議人	O 金融評 議人	O 金融 ADR	O 金融糾紛 調解中心	O FIDReC

註：美國法並無明定評議人制度與機構，而由自律機構金融產業監理機構(FINRA)設評議人，並鼓勵投資人與業者間發生糾紛時，優先採用ADR制度，而非法院訴訟。資料來源：FINRA, Office of the Ombudsman, <http://www.finra.org/aboutfinra/ombudsman/>, 瀏覽日期：2014年12月22日。

涉外法律案件受外國法律因素之影響，較一般國內民事案件更為複雜，尤以我國艱困之國際地位，更增加投資人運用訴訟程序保障權利之難度。反觀ADR已成為現今國際貿易糾紛解決之重要管道，更可運用其迴避國家主權作用之特徵，以及由符合資格之專業人士主持中立調查與協商，有利涉外事件當事人雙方接受最終之判斷。另據歐盟執行委員會(European Commission)研究指出，在歐盟任一個國家之消費者和銷售者皆認為，透過評議人制度或ADR機制，不必透過法院，能更容易地解決糾紛。歐盟執行委員會大力推行法庭外解決爭端機制，其贊助的歐洲金融評議人網絡(FIN-NET)可處理跨境評議案件。歐盟業已規定須就消費者信用、支付服務、電子錢包、集合投資、保險中介、投資及遠距行銷等金融服務業務設立公評人或ADR制

度¹⁷⁷。

三、 涉外事件訴追或求償可能面臨之困難

(一) 國內勝訴判決於國外執行之可能性

目前來臺上市外國公司的上市契約訂有「受管轄權拘束約定條款」之要求，姑不論外國公司在臺是否涉及侵權行為，依上市契約，我國法院對外國上市公司當然有管轄權。由於國內勝訴判決於國外執行之效力範圍，仍須仰賴執行國法制對外國法院判決之承認與執行規範。如進行海外追償，若外國法院予以承認，則後續相關執行流程規定、執行費用，以及被告資產之調查程序即需視當地而定。若外國不予承認我國判決時，因涉外證券事件涉及外籍當事人及外國法律適用，於外國另行起訴，仍將面臨訴訟程序耗日費時，及管轄權、法律衝突等困難。

來臺上市的外國公司多數在開曼群島註冊，如果在臺灣進行訴訟，因開曼證券監理機關已簽署 IOSCO MMoU，我國金管會雖得依此向開曼之證券監理機關請求提供相關資訊或文件，惟該 MMoU 並無引渡相關的規定，故我國無權要求引渡被告回國。再者，我國與開曼亦未簽訂刑事司法互助協定，可能無法請求開曼協助刑事偵查。即使開曼法院承認臺灣判決，由於多數開曼公司為控股公司，如果要進行保全程序，實際擁有資產與業務之子公司可能在中國大陸等其他國家，而開曼判決是否為子公司所在地法院承認？進而為保全程序之執行？尚難定論。換言之，此舉涉及兩個判決要在不同地方被承認，困難度更高。

¹⁷⁷ David Thomas (2011), Resolving disputes between consumers and financial businesses: Current arrangements in central and eastern Europe, World Bank.

(二) 於外國進行訴追或求償所面臨之問題

1. 爾必達案之啟示

2012 年發生的「爾必達」(ELPIDA) 公司在日本申請開始更生(破產)程序，致東京證交所對其股票為下市處置，除造成該公司投資人恐慌，更波及其在臺上市之臺灣存託憑證(TDR)價格。雖然爾必達其於臺灣擁有資產(名下有瑞晶等國內公司股票)，以 TDR 持有人的角度，當然以在國內訴訟，對其在臺資產先行為保全程序最為安全便利。然而爾必達在臺灣資產亦為該公司於日本所有債權人所得執行之資產，依日本「更生法」規定，亦同受凍結。故 TDR 持有人未必可以順利取償。即使取得臺灣法院判決，究否能在日本執行？參考日本民事訴訟法第 118 條規定雖與我國民事訴訟法第 402 條規定類似，但日本法院從未出現承認臺灣法院判決的案例。所幸本案最終以投保中心代投資人以和解收場，免除訴訟之煩¹⁷⁸。雖然提起訴訟不見得可使原告獲得勝訴判決，但會對被告公司造成壓力，增加談判與和(調)解的籌碼。

日本為我國之重要鄰國及貿易夥伴，為了對台日經貿或民間往來

¹⁷⁸爾必達案例並非證券詐欺案例，僅為單純經營不善之破產事件。日本爾必達出現經營破綻之主因，為日本政府透過日本政策銀行投資 300 億日圓所取得之特別股，於 2012 年 3 月 31 日加計利息賣回爾必達，爾必達無法回應日本政府於期限內提出與其他公司(如美光)之具體合作發展計畫之要求，因而出現資金缺口。又依東京證交所「有價證券上市規則」第 601 條規定，提出重整聲請之公司應予下市。爾必達董事長坂本幸雄，不得已才向東京地方法院聲請重整(會社更生)，東京地方法院同意其以 DIP 型(Debtor in possession)企業重建程序開始重整。爾必達在臺灣資產為瑞晶股票，投保中心如以承諾書做為請求權基礎，於臺灣先進行假扣押，再提起訴訟的作法雖可行，但恐涉及爾必達目前在日本進行重整中，日本法院裁定的效力是否及於臺灣，亦即日本境外資產是否受日本法院裁定所及？本案最終由投保中心積極協助投資人以該公司聲請更生前 1 個月之臺灣存託憑證收盤平均價 6.95 元為據(終止上市前 1 日之收盤價僅為 1.6 元)達成和解，並在原受理持有總流通量之 70% 以上之投資人以外，主動爭取其餘於達成和解當時尚未授權之投資人，得授權投保中心以同一條件進行和解；該案最終計持有高達總流通量 98.5% 以上之投資人委託本中心，總計取得共 3.71 億餘元之和解金。

之相關人士提供確實而有效率之司法保護，日本關於承認「外國法院之確定判決」效力之民訴法第118條規定之解釋，通說認為所稱「外國」不以日本外交承認或政府承認之國家為限¹⁷⁹。若爾必達案非採和解，而係以國內判決請求日本法院承認之方式為之，雖未必符合效益，但仍有勝算。若與外國欠缺司法互助關係，我國法院即無法委託外國法院協助調查證據，此時即可能影響法院進行適切審理¹⁸⁰。

2. 訴追跨國企業不法行為難度高，有賴行政與司法機關合作

監理套利是被監理者透過規避監理賺取超額利潤的行為，1980年代後，世界主要證券市場如美、英等國陸續開啟金融改革，放寬金融業務管制，鼓勵跨業銷售金融商品。但由於各國金融體制、證券市場監理態度與社會文化不同，造成各國間或不同證券市場間之監理機構在監理原則、監管政策方面有所差異，進而產生灰色地帶存在監理盲區。被監理者得以透過註冊（登記）地轉換、公司結構調整、業務轉移、合併與分割等途徑，從監理程度較高的市場移轉到監理要求較低的市場，以降低監理成本，規避法律管制。

至於管轄權套利（Jurisdictional arbitrage）指同一行為依不同國家法律，而有程度不一規定與限制，故透過規避管轄權之方式，採用法規對己有利之管轄國準據法。如同監理套利行為，管轄權套利者多著重於不同國家法律服務提供者（如律師所收受之費用）成本高低，但基於自由經濟市場，若一國法律規範較為寬鬆，行政機關登記

¹⁷⁹日本民訴法第118條所稱之「外國」是否限於日本外交承認國家或政府承認之國家，日本法院尚未表示見解。日本學者之壓倒性通說則認為應採否定說。王欽彥、中野俊一郎，外交困境下之我國對外民事司法互助及判決承認之現狀——兼論台日民事司法互助之可能，靜宜法律，2012年5月。http://www.law.pu.edu.tw/files/archive/153_4324d285.pdf瀏覽日期：2014年12月9日

¹⁸⁰我國以行政機關名義或對外代表處等名義與非邦交國之行政機關、代表處或領事機構等締結協定（Agreement）或簽立備忘錄並非罕見，此類不以國家間條約之形式，而以對外代表處等之名義與非邦交國所締結之司法互助協定，首推於2002年締結之「駐美國臺北經濟文化代表處與美國在臺協會間之刑事司法互助協定」，外交部網站 http://no06.mofa.gov.tw/mofatreaty/Upload/00/00549_C.pdf。

費用較低，或有較多優惠補貼，也會吸引管轄權套利者。一般而言，常使用管轄權套利者，主要基於避稅考量，以及不願被追蹤財產來源與去向者，多屬交易犯罪行為（Transnational Criminals），如利用證券市場進行洗錢、隱藏來源不明財產，網路駭客破壞市場公平與公正等。

由於上開套利行為舉證不易，且多涉及不同國家管轄權，故各國向來重視此類行為之調查蒐證與執行效率。以美國為例，若受調查者拒絕配合SEC調查，SEC可向法院申請傳票，以法院的命令強制對方配合，同時允許行政機關與涉案人進行和解，免去司法訴訟之冗長程序，受害者並可提早獲得補償。美國行政與司法制度可提供權利受侵害者迅速、有效的求償管道，或許亦是外國投資人較常於美國提起求償訴訟之原因。

此外，於一般情況下 F 股公司證券不法行為多發生於我國境內，侵權地在國內，即無國際管轄權衝突與準據法適用問題。但若涉及 F 股公司之證券不法行為地發生在海外（如：格勞克斯案或 F 股公司在中國大陸召開記者會發布重大資訊時），除事先得以上市契約約定我國有管轄權外，若為無法事先預料之狀況，可思考於證交法置入「涉外證券事件管轄權」認定條款。

第五章 結論與建議

目前國內證交法及投保法已提供 F 股投資人得向不法行為人請求損害賠償之權利，及投資人授予訴訟實施權給投保中心提起團體訴訟後端保護機制。至於前端保護機制，則以上市資格條件限制、專家責任與資訊揭露等方式，在問題尚未發生前進行篩選、改善，並使投資人瞭解投資風險以防止或降低問題的發生。觀察各國法例可以發現，後端保護機制往往因為證據取得困難，法院訴訟程序延宕，以及不法行為人隱匿或脫產行為，致難以真正或及時填補投資人遭受之損失。透過強化前端保護機制的設計，使投資人能充分瞭解投資風險以及防止或降低問題的發生，反而成為各國設計 F 股投資人保護制度之重點。

一、 前端投資人保護機制

從事投資原即伴隨風險，凡此問題有賴投資人於投資前預先考慮評估，外國公司係國內投資人眾多投資標的之一，投資人不能仰賴主管機關或證交所採取股東權益保護措施，而誤認其投資必定萬無一失。更應謹慎應對外國公司跨國經營之特殊性、法律適用之複雜性，並時時瞭解外國公司經營狀況與其經營者行為是否誠信，才能為最適切之投資決策。

投資外國公司證券與投資國內公司證券的風險並不相同，整理 F 股投資人保護所面臨的問題與前端保護機制建議如表 5-1。

表 5-1 F 公司投資人保護問題與建議措施

項目	問題	法例	建議
上市條件	<p>1.F 股投資人面對公司註冊地、上市地與營運地分處三地，投資架構複雜。</p> <p>2.不同監管機構及交易所會採用不同監理機制規範上市公司，監理落差情形應揭露。</p> <p>3.同一行為依不同國家法律，有程度不一之規定與限制，可透過規避管轄權，採用法律規範對己有利之準據法。</p>	<p>1. 香港</p> <p>上市規則第 19.05(1)(b)條海外公司上市對股東保護水平的保障。</p> <p>2. 日本</p> <p>東京證券交易所針對尚未有同一國家或地區的企業申請於交易所上市之案例，會另行對該國或地區之法律與規章制度進行調查。</p>	<p>1. F 股公司除揭露關係企業組織架構外，另以圖表方式揭露因準備上市被分割營運單位或重組之控股公司，於增資或配發員工股票紅利時，可能受關係企業持股影響產生股權稀釋情形。</p> <p>2. 新增法規監管差異性相關條件：</p> <p>(1) 依 F 公司所屬國家/地區監理寬鬆程度，及與我國是否簽訂跨國監理合作備忘錄，或司法合作協定或判決互相承認等事由做為是否准許上市之條件。</p> <p>(2) F 公司應揭露公司註冊地法律是否有承認外國法院判決，並協助執行之先例與規定，除列於公開說明書外，另須於證交所網頁外國公司上市專區公告。</p> <p>3. 參考香港交易所對外國公司註冊地所屬國家/地區所發布的「個別地區指南」，建議證交所可就目前 F 股所屬國家/地區發布其對個別國家/地區法律及規章制度之調查結果，並列出該調查結果與我國差異，清楚揭示該國家/地區註冊公司應增補提出相關文件與應揭露資訊，以符合我國所要求的股東保障標準。</p>
國際管轄權衝突	<p>1. F 公司若涉及財報不實，詐欺責任涉及刑罰權，刑法採行為地法，有利於管轄權認定。</p> <p>2. 若僅為有價證券發行與交易之契約糾</p>		<p>於上市契約預先考慮公司主業務所在地或資產所在地，雙方合意於契約中約定至少一個以上的管轄權，以利將來選擇於海外訴訟時需符合有效管轄權之規定。</p>

項目	問題	法例	建議
	<p>紛，目前交易無國界狀況極易引發多國均具有管轄權之衝突。</p> <p>3. 海外求償須依個案違反之實體法，方能判斷於何地法院提起訴訟較為有利。</p>		
專家責任	<p>1. 依現行規範，國內承銷商在 F 股公司上市掛牌前的責任主要為輔導及評估，在上市掛牌後責任僅為協助公司遵循法規。惟協助用語模糊，推薦承銷商輔導 F 公司上市後，如何繼續督導發行人履行規範、信守承諾及資訊揭露等義務？</p> <p>2. F 公司所涉法規非僅牽涉一國，實質營運地不在台灣，股東國籍不同致股東稅務規劃困難度高等因素，大幅增加承銷商控管風險及瞭解企業營運狀況的難度。如何確保承銷商所製作之公開說明書內容及文字使用之正確性，降低法律風險。</p>	<p>1. 香港 要求外國公司上市需在港委任保薦人，上市後需在港聘用合規顧問，並為證監會得施以民事懲罰責任之對象。</p> <p>2. 為保護投資人權益，有必要使投資人瞭解所投資公司註冊地法律規範保護之有限性，於投資前先行瞭解評估其法律風險狀況。</p>	<p>1. 明確要求推薦承銷商在 F 股公司上市或增資後一定期間內（如：二年）負起保薦人責任，並繼續輔導法令遵循之責任。</p> <p>2. 保薦人宜具備一定之資格條件，以承擔所保薦外國公司履行上市契約義務之責任。同時就保薦人為確保外國公司品質所付出之成本，應賦予其得收取相當費用之權利。</p> <p>3. 參考國外實務，律師於海外企業上市與發行扮演重要角色，公開說明書內容多由律師撰寫，面對 F 股來自不同的國家，承銷商應更加借重律師專業。</p> <p>(1) 要求 F 公司委任有聲譽之國際律師事務所，進行實地查核，並出具法律意見，分擔承銷商法律風險。</p> <p>(2) 承銷商應另自行委任律師，與 F 公司所委任的律師進行對話，對公司律師查核結果不妥適的部分出具法律意見，提供承銷商第二層防護。</p>
資訊揭露	<p>應如何確保外國公司資訊即時揭露，使我國投資人於適當時間內瞭解公司財務或經營狀況。</p>	<p>美國 市場中介機構與外國企業投資人關係 (IR) 部門，密切合作，定期發布與企業相關之財務業務資訊，甚至是來自</p>	<p>1. 要求推薦承銷商與該 F 公司投資人關係 (Investor Relationship, IR) 部門密切合作，定期、即時發布與企業相關之財務業務資訊，甚至是來自國外證券市場之分析報告，強化外國企業資訊透明度。</p> <p>2. 建議證交所於公司網頁上之 F 公司上市專區，以表列方式列出所</p>

項目	問題	法例	建議
		國外證券市場之分析報告，提升跨國上市企業之資訊透明度。	有上市 F 公司之註冊地、主要營業（資產）所在地，註冊地法律是否承認我國法院判決等資訊，以警示投資人投資 F 公司與投資本國公司間之法律風險差異。
董監責任保險	<p>1.我國保險法已訂有責任保險依據，「上市上櫃公司治理實務守則」第 39 條、第 49 條董監責任保險但非強制性規定，國內上市櫃公司投保率尚低。</p> <p>2.董監責任保險之理賠係以對第三人生損害為前提，故 F 公司終止上市若非基於董監事過失行為，無法運用保險賠償，且 F 公司保單理賠範圍未必涵蓋臺灣投資人。</p> <p>3.保險公司若為外國公司，如欲對保單理賠金有所請求，另涉及外國訴訟程序，須個案判斷。</p>	<p>1.美國 2.英國 3.新加坡 4.香港</p> <p>*投保率以美國達 97% 以上為最高，香港、新加坡均達 75% 以上</p>	<p>1. 要求新申請上市櫃 F 公司強制投保董監責任保險，並揭露投保對象、標的（保險事故）與理賠範圍等資訊，提供投資人參考。</p> <p>2. 持續鼓勵已上市 F 公司投保董監責任保險，並要求已投保之 F 公司為前項之適當揭露；未投保之 F 公司則必須揭露原因。</p>
下市回購制度	<p>1.除自願終止上市定有公司回購機制外，證交所與櫃買中心於上市時即要求公司及獨立董事外之全體董事共同簽署收購承諾書，但未必能順利履約。</p> <p>2.爾必達事件啟示：證交所要求爾必達公司無條件收購在外流通之 TDR，但該公司於日本破產程序已經開始，即便要求公司董事依承諾書收回</p>	<p>1.新加坡</p> <p>新交所主板上市規則第 1306 條、第 1309 條對原股東退場收購機制。</p> <p>2.香港</p> <p>聯交所上市規則第 10.06 條。</p>	由證交所與櫃買中心擬定配套措施，終止上市時，要求 F 公司應於一定期間內履行回購條件，否則不准下市。

項目	問題	法例	建議
	TDR，股東仍須透過日本會社更生法程序方能主張其權利。		
訴追與求償	<ol style="list-style-type: none"> 1. 執行 F 公司股東權利之取證、法律服務、法院協助均涉及跨境問題，與法律服務成本高等問題。 2. F 公司主體多為控股公司，於公司註冊地並無實際業務與資產，訴追或求償面臨另尋第三地法院執行問題。 	跨海訴訟費時且費用高，優先考慮使用其他替代性紛爭解決管道	<ol style="list-style-type: none"> 1. 於上市契約條款中訂定雙方同意優先使用評議制度或其他替代性紛爭解決管道（如：調處、仲裁）條款。 2. 參採涉外法律事務所建議，評估選定對我國投資人較有利保護之作法。

資料來源：本研究整理。

二、後端投資人保護機制

來臺第一上市或發行 TDR 的外國公司，其資產多在海外，一旦出現問題，投資人（投保中心）即面臨程序在國內進行或國外進行兩種選擇，說明如表 5-2。

表 5-2 投保中心選擇求償程序面臨之問題與執行建議

選擇程序		問題	執行建議
國內	海外		
於國內法院起訴，取得勝訴判決	執國內勝訴判決向外國法院請求承認並執行	<ol style="list-style-type: none"> 1. 投保法提供之保全程序僅能於國內執行，F 公司在我國境內未必有業務或資產。我國法院判決需經外國法院承認後方可執行，能否為外國承認，仍屬個案判斷。尚未獲得承認前，可否先保全 F 公司海外資產？ 2. 涉及兩個判決要在不同地方被承認，困難度相當高。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 臺灣非海牙公約會員國，判決要在他國執行，需視各國法規而定。基於訴訟成本效益，訴訟前先瞭解涉訟外國公司之資產存在於哪些國家或地區，再依據資產分佈狀況，及各該國法律是否對原告有利，我國判決是否得以於該地受承認並執行等因素，決定應提起訴訟或另尋求其他紛爭解決管道。 2. 以註冊開曼群島之 F 公司為例，於我國對其提起訴訟，雖開曼法院承認我國判決，但欲行保全程序時，實際資產或子公司可能在第三地（如中國大陸），而開曼判決是否為第三地法院承認並執行保全程序，屬

選擇程序		問題	執行建議
國內	海外		
			個案判斷，可能須同時於兩地進行訴訟程序取得判決，才能為不同法院承認並執行。
X	直接赴外國公司註冊地法院提起訴訟	<ol style="list-style-type: none"> 1. F公司多為控股公司，即使取得勝訴判決，可能無業務資產可供執行。 2. 逕對母公司提訟，判決效力是否及於第三地子公司仍有疑問。是否應同時對實際營業之子公司於子公司所在地一併提起訴訟？ 3. 目前我國F公司實際業務營運地均為中國大陸。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 假設F股母公司位於開曼，真正資產在中國大陸，須先瞭解在註冊國提訟是否有利，應先瞭解公司於何地有可執行之資產與業務，一併對該地子公司提起訴訟，俾利將子公司資產納入執行。 2. 各國法律規定之訴訟成立要件不同，我國投保中心是否於外國仍具備當事人能力與當事人適格地位，仍須視各該國法院對於訴訟主體條件之規定。如：依訴訟地法律規定設計委託書格式，由投資人授權投保中心擔任其訴訟代理人。 3. 兩岸協議納入F公司在臺投資人保護議題。

資料來源：本研究整理。

目前國內上市 F 公司之生產營業多位於中國，註冊國為第三地（如開曼群島）之控股公司，有價證券之持有人多為我國人士。若欲對此類公司為民事求償，最終仍須面臨開曼並無可供執行之資產或債權之現實問題。雖依開曼普通法原則，符合一定條件之外國判決仍為該地法院所承認並執行，但對投資人並無實益。雖然中國大陸現行民事訴訟法，有條件認可我國法院所為之民事判決。且考慮到我國法院之訴訟文件在中國大陸的送達、申請認可和執行等程序於時間和效力上均存在相當不確定性，因此對於我國法院所為之民事確定判決之效力，在中國大陸仍然存在不被認可和無法得到執行的風險。

投保中心不論執國內勝訴判決赴海外請求承認，或直接於外國法院為訴訟請求，必須思考法律服務提供者之法律專業與語言嫻熟度問題。臺灣投資人或許能以英文直接與外國律師溝通，但可能因不熟悉當地文化與商業運作模式，容易產生誤解。建議仍以委任涉外律師為妥。目前在臺涉外法律事務所多屬跨國品牌事務所，或是與各該國當地事務所擁有策略聯盟或合作經驗，擁有美國、中國、日本，甚至澳

洲等地執業資格之律師，也聘有專業外語人員，共同協助處理大型訴訟案件與英文案件。許多律師同時也是中國大陸認可之國際仲裁機構之仲裁人，建議投保中心可擇選跨國律師事務所合作，由本地涉外法律事務所擔任投保中心外部法務長之角色，負責與外國律師間之聯繫溝通、相關法律諮詢服務與協助議價等。

參考文獻

一、中文資料

- 賴英照，股市遊戲規則—最新證交法解析，自版，2006年2月初版。
- 賴源河，證券法規，元照出版公司，2006年5月，頁265-266。
- 施東亮，證券集中交易市場反操縱條款之實務運作研究—以證交法第155條第1項刑事責任為中心，國立高雄大學法律學系碩士論文，2009年6月。
- 陳錦旋，股價操縱之構成要件解析，證券櫃檯，2008年10月。
- 吳元曜，論沖洗買賣條款之立法形式及適用基準，法令月刊，第55卷第1期，2004年1月。
- 林國全，操縱行為之案例分析，證券暨期貨月刊，第22卷第12期，2004年12月。
- 賴英照，股市遊戲規則--最新證交法解析，自版，2006年3月。
- 謝易宏、黃鈞淳，證券求償之訴訟巧門，五南出版，2006年9月，頁82。
- 許羽呈，參加 APEC 金融監理人員訓練倡議-跨境監理與執行研討會出國報告，金融監督管理委員會證券期貨出國報告，2012年10月。
- 邵慶平，證券訴訟上「交易因果關係」與「損害因果關係」之認定-評析高雄地院九一年重訴字第四四七號判決，台灣本土法學，79期，2006，頁59。
- 曾宛如，建構我國內線交易之規範：從禁止內線交易所欲保護之法益切入，臺灣大學法學論叢，第38卷第1期，2009年3月。
- 黃川口，股價操縱行為之法律觀，銘傳學刊，第四期，199年7月。
- 廖雅鳳，證券集中交易市場反操縱條款之刑事比較研究，中原大學財經法律學系碩士論文，2000年7月。
- F 股增三指標 監理更嚴了，經濟日報，2014年10月2日，<http://udn.com/NEWS/FINANCE/FIN10/8975083.shtml>，瀏覽日期：2014年10月14日。
- 中國人壽股改方案昨敲定，股份制上市公司4月掛牌，北京晨報，2003年1月24日，<http://www.china.com.cn/chinese/2003/Jan/267082.htm>
- 集體訴訟尚未立案，中國人壽否認和解意向，21世紀經濟報導，2008年4月24日。http://blog.sina.com.cn/s/blog_5938e1c2010124yk.html 瀏覽日期：2014年9月24日
- 美國證監會終止調查中國人壽洗冤 利好集體訴訟，中安在線，2006年6月9日。<http://finance.big5.anhuinews.com/system/2006/06/09/001493279.shtml> 瀏覽日期：2014年9月24日。
- 國際公司治理發展簡訊，臺灣證券交易所、櫃檯買賣中心、證基會、中華公司治理協會彙整發行，103年3月15日。www.otc.org.tw/web/regular/corporate_governance 瀏覽日期：2014年1月13日。
- 朱富春，各國對內幕人員交易之約束規定，證交資料，1985年11月。
- 2014年世界主要證券市場相關制度，臺灣證券交易所彙編，2014年7月。
- 最高法院97年度台抗字第185號民事裁定。
- 最高法院56年度台抗字第369號判例。

最高法院 23 年上字第 107 號判例。
台中地方法院 91 年度重訴字第 334 號民事判決。
台中地方法院 90 年重訴字第 706 號民事判決、台灣高等法院台中分院 93 年度金上字第 2 號民事判決。
新竹地方法院 90 年重訴字第 162 號民事判決。
新加坡證券上市手冊(主板)，2012 年 11 月 19 日最新修訂版，
<http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/b20c665c-c3bc-4480-9f76-93137a383a1d/Mainboard%2BRulebook.pdf?MOD=AJPERES>，瀏覽日期：2014 年 10 月 8 日。
監管保薦人及其他保障投資者的措施，財經事務委員會 2013 年 6 月 3 日會議的
跟進事項，香港立法會 <http://www.legco.gov.hk/yr12-13/chinese/panels/fa/papers/fa0603cb1-1429-2-c.pdf>，瀏覽日期：2014 年 10 月 14 日
公司融資與證券監管(17.6.1~17.6.6、17.7.1~17.7.6)，新加坡文獻館，瀏覽日期：
2014 年 9 月 23 日，<http://www.sginsight.com/xjp/index.php?id=2454>
公司融資與證券監管(17.6.9)，新加坡法律參考文章，Singapore Academy of Law，
<http://www.singaporelaw.sg/content/CorporateFinanceChi.html#section4>，瀏覽日
期：2013 年 4 月 10 日。
企業獲證監會許可后可直接在新交所 IPO 上市，中商情報網，2013 年 11 月 26
日，<http://big5.askci.com/news/201311/26/26828556836.shtml>，瀏覽日期：2014 年
10 月 9 日。
外媒：新加坡交易所明年或重新迎來中企 IPO，新浪財經，2014 年 09 月 23 日，
<http://finance.sina.com.cn/world/20140923/103920388577.shtml>，瀏覽日期：2014
年 10 月 9 日。
董登新，國際板九大猜想，中國證券報，2011 年 6 月 15 日，http://www.cs.com.cn/xwzx/11/201106/t20110615_2926547.html，瀏覽日期：2014 年 10 月 4 日。
上交所：國際板規則已完成 正研究主板退市制度，網易財經，2012 年 3 月 7 日，
<http://money.163.com/12/0307/17/7S0SK89200251LIE.html>，瀏覽日期：2014 年 10
月 5 日。
王清華，中國國際板介紹，律師視角，2011 年 8 月 3 日，<http://www.allbrightlaw.com/info/0d9e202fe8514128aa64d9294d33edfb>，瀏覽日期：2014 年 10 月 5 日。
建業法律事務所，外國企業終止上市之投資人保護期末報告，臺灣證券交易所股
份有限公司，2013 年 3 月 8 日。
行政院金融監督管理委員會證券期貨局，參加美國證管會舉辦之國際證券執法及
市場監視研討會報告，2012 年 2 月 4 日。
王欽彥、中野俊一郎，外交困境下之我國對外民事司法互助及判決承認之現狀——
兼論台日民事司法互助之可能，靜宜法律，2012 年 5 月。http://www.law.pu.edu.tw/files/archive/153_4324d285.pdf 瀏覽日期：2014 年 12 月 9 日
2002 年「駐美國臺北經濟文化代表處與美國在臺協會間之刑事司法互助協定」，
外交部網站 http://no06.mofa.gov.tw/mofatreaty/Upload/00/00549_C.pdf。
東京證券交易所上市指南，瀏覽日期：2014 年 9 月 23 日，<http://www.tse.or.jp/cn/rules/listing/tiqbe8000000072e-att/tiqbe800000008st.pdf>
中國企業亞洲互動傳媒因醜聞遭東京證交所摘牌，
<http://soundofhope.org/node/163020/print>，瀏覽日期：2014 年 10 月 3 日。
2000 年以來中國十大風投失敗案例，<http://wenku.baidu.com/view/da83cf5477232f60ddcca1f5.html>，瀏覽日期：2014 年 10 月 9 日。
證監會與聯交所「有關海外公司上市的聯合政策聲明」(2013 年 9 月 27 日更新)，

http://www.hkex.com.hk/chi/rulesreg/listrules/listsptop/listoc/Documents/new_jps_0927_c.pdf

獲接納的海外司法地區列表網頁：http://www.hkex.com.hk/chi/rulesreg/listrules/listsptop/listoc/list_of_aoj_c.htm.

投資海外發行人證券的風險概覽，2013年9月27日，http://www.hkex.com.hk/chi/rulesreg/listrules/listsptop/listoc/rioi_c.htm

證監會與聯交所2013年9月27日《有關海外公司上市的聯合政策聲明》http://www.hkex.com.hk/chi/rulesreg/listrules/listsptop/listoc/documents/new_jps_0927_c.pdf，瀏覽日期：2014年10月6日。

有關監管首次公開招股保薦人的諮總結，2012年12月12日，香港證監會，<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/conclusion?refNo=12CP1>，瀏覽日期：2014年10月2日。

林建智、黃邦超，出席國際證券管理機構組織2012年亞太區域委員會會議報告，行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書，2013年1月。

楊斌，謝幕-長達68頁刑事判決書上的歐亞農業事件，<http://finance.sina.com.cn/crz/20030725/1348382154.shtml>，瀏覽日期：2014年10月24日。

香港證監會2005.1.27執法消息，「工商東亞融資支付3,000萬港元就證監會的紀律個案達成和解」，<http://www.sfc.hk/sfcPressRelease/TC/sfcOpenDocServlet?docno=05PR17>

二、英文資料

US Securities and Exchange Commission, Form F1, Resistration Statement under the Securities Act of 1933. <http://www.sec.gov/about/forms/formf-1.pdf> 瀏覽日期：2014年9月19日

¹US Securities and Exchange Commission, Form 20-F. <http://www.sec.gov/about/forms/form20-f.pdf> 瀏覽日期：2014年9月19日

US Securities and Exchange Commission, Form F-6, Registration Statement under the Securities Act of 1933 for Depositary Shares Evidenced by American Depositary Receipt, <https://www.sec.gov/about/forms/formf-6.pdf> 瀏覽日期：2014年9月19日

Jeffery Bell, esq., U.S. Securities Offerings and Exchange Listing, Morrison Foerster New York, 2014. <http://media.mofo.com/files/Uploads/Images/fpi-memo.pdf> 瀏覽日期：2014年9月19日

Schoenbaum v. Firstbrook, 268 F. Supp. 385 (1967).

P.L. 104-67, 109 Stat. 737 (1995).

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (introduced 12/2/2009, latest Conference Report: 111-517 (in Congressional Record H4977-5202), related Bills: H.RES.956, H.RES.964, H.RES.1490, H.R.3126, H.R.3818, S.3217, July 21, 2010. <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/bdquery/z?d111:H.R.4173>:

T Hazen, Law of Securities Regulation, §§12.11(1), (3) (5th ed. 2002)

SEC, Insider Trading. <http://www.sec.gov/answers/insider.htm> 瀏覽日期：2014年9月23日

In re Cady, Roberts & Co., 40 SEC 907 (1961). <http://www.lawschoolcasebriefs.net/2012/10/corporations-law-IMPLIED-civili.html> 瀏覽日期：2014年9月22日

SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 446 F.2d 1301 (2d Cir.1971), cert. Denied, 404 U.S. 1005, on remand, 331 F. Supp.671 (S.D.N.Y. 1971).

Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 495 F.2d 228 (2d Cir. 1974).
Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980).
Stephen M. Bainbridge, Securities Law-Insider trading, 2nd Edition, Foundation Press, 2007, 8-9.
15 USC §77Q - FRAUDULENT INTERSTATE TRANSACTIONS, May 27, 1933, ch. 38, title I, §17,48 Stat. 84; Aug. 10, 1954, ch. 667, title I, §10,68 Stat. 686; Pub. L. 106-554, §1(a)(5) [title III, §302(b), (c)], Dec. 21, 2000, 114 Stat. 2763, 2763A-452; Pub. L. 111-203, title VII, §762(c)(2), July 21, 2010, 124 Stat. 1759. 瀏覽日期：2013年4月30日。

Touche Ross & Co. v. Redington, 442 U.S. 560, 568-71 (1979); Finkel v. Stratton Corp., 962 F.2d 169, 174-75 (2d Cir. 1992).
SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 859 (2d Cir. 1968).
Larry Bumgardner, A Brief History of the 1930s Securities Laws in the United States—and the Potential Lesson for Today, 4 J. Global Bus. Mgmt. 39 (2008).
Securities Exchange Act of 1934, as amended through P.L. 112-158, Approved August 10, 2012, <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> 瀏覽日期：2013年3月15日。

Securities and Exchange Commission, Study on the Cross-Border Scope of the Private Right of Action Under Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934, April 2012.
Financial Regulation and Supervision, International Organisation of Securities Commissions (IOSCO), May 2002. http://www.financialstabilityboard.org/cos/cos_020501.htm 瀏覽日期：2014年10月1日

Morrison et al. v. National Australia Bank Ltd. et al., Certiorari to the United States Court of Appeals for the Second Circuit, No. 08-1191. Argued March 29, 2010—Decided June 24, 2010, Supreme Court. <http://www.supremecourt.gov/opinions/09pdf/08-1191.pdf>.
U.S. Supreme Court Rejects “Foreign Cubed Class Actions”, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, June 25, 2010. <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2010/06/25/u-s-supreme-court-rejects-foreign-cubed-class-actions/>

Dodd-Frank Act, Pub.L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010).
Jennifer Mitchell Coupland, Bright Idea: A Bright-Line Test for Extraterritoriality in F-Cubed Securities Fraud Private Causes of Action, 32 Nw. J. Int'l L. & Bus. 541 (2011-2012).
<http://scholarlycommons.law.northwestern.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1024&context=njilb>

SEC Files Fraud Charges Against China Energy Savings Technology, Inc. and Others; Court Orders Asset Freeze, DEC 4, 2006. <http://www.sec.gov/news/press/2006/2006-200.htm> 瀏覽日期：2014年10月2日

SEC Complaint: CHINA ENERGY SAVINGS TECHNOLOGY, INC., NEW SOLOMON CONSULTANTS, CHIU WING CHIU, LAI FUN SIM a/k/a Stella Sim, SUN LI, JUN TANG ZHAO, 2006. <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2006/comp19933.pdf> 瀏覽日期：2014年10月2日

Kara Scannell, China Energy may be template for SEC action, Financial Times, July 4, 2011. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/dc814de8-a65b-11e0-ae9c-00144feabdc0.html#axzz3Ey4vb7tl> 瀏覽日期：2014年10月2日

SEC v. Jason M. Genet, Civil Action No. 09-CV-4215 (E.D.N.Y.) (Seybert, J), Litigation Release No. 21621 / August 6, 2010. <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2010/lr21621.htm> 瀏覽日期：2014年10月2日

Pinker v. Roche Holdings Ltd, Harold Pinker, individually and on behalf of all others similarly situated v. Roche HoldingsS Ltd., Nos. 00-4318, 01-1562., United States Court of Appeals, Third Circuit, Argued: Nov.7 2001-May 30, 2002. <http://caselaw.findlaw.com/us-3rd-circuit/1355653.html>

Non-U.S. Issuers With Company-sponsored ADR Programs Subject to U.S. Jurisdiction, Memorandum from the Worldwide Securities Practice Group, White & Case LLP, June 14, 2002.

Brief of the United Kingdom of Great Britain & Northern Ireland as Amicus Curiae Supporting Respondents , 2010 WL 723009, at 7-8. <https://ccrjustice.org/files/2012.02%20UK%20Govt%20et%20al%20Amicus%20Brief%20.pdf> 瀏覽日期：2014年9月25日。

Paul Davies, DAVIES, Review of Issuer Liability, March 2007. <http://www.treasurers.org/node/3258> 瀏覽日期：2013年3月6日。

Ronald B. Standle, Differences between Civil and Criminal Law in the USA, 1998. <http://www.rbs2.com/cc.htm> 瀏覽日期：2013年3月10日。

Davies Review of Issuer Liability, March 2007, p.p.26-27.

Kern Alexander, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge December 2001, <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP222.pdf>. 瀏覽日期：2013年5月31日。

A new approach to financial regulation: building a stronger system, HM Treasury, February 2011. http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_newfinancial_regulation170211.pdf 瀏覽日期：2013年5月31日。

Will Dawkins, Jorge M. Gouveia de Oliveira, Simon Russell , Foreign Listings in London, A World of Insight, April 2012. <https://www.spencerstuart.com/research-and-insight/foreign-listings-in-london> 瀏覽日期：2014年9月10日

Investor group slams Bumi and ENRC, April 26, 2013. <http://www.proactiveinvestors.co.uk/companies/news/56255/investor-group-slams-bumi-and-enrc-56255.html>

Singapore Academy of Law , <http://www.singaporelaw.sg/content/CorporateFinanceChi.html#section4> , 瀏覽日期:2014年10月2日。

SEC, How Investigations Work, <http://www.sec.gov/news/article/detail/article/1356125787012>. 瀏覽日期：2014年12月1日。

David Thomas (2011), “Resolving disputes between consumers and financial businesses: Current arrangements in central and eastern Europe”, World Bank.

附錄一 各國對外國公司上市制度比較表

項目	臺灣	美國	英國	日本	香港	新加坡
外國公司定義 (依該公司註冊登記地決定國籍)	○	○	X 不區分本國公司、外國，經主管機關審核許可即可選擇市場上市。	○	○	X 主營業務所在地
上市審核	申報生效	申報生效	申請核准	申報生效	申報生效	申報生效
監理法源	證券交易法 公司法	1933 年證券法 1934 年證券交易法	2006 公司法 2000 金融服務市場法	金融商品交易法 公司法	證券及期貨條例 公司條例	證券及期貨法
排除特別規定	○ 排除中國大陸地區公司或大陸控股子公司	○ 排除假外國公司，以外國公司美國股東比與持股比判斷	X	X	○ 證監會公告許可地區外國公司方可上市	X
保薦人	X 推薦證券商	X	○ (限 AIM 市場)	○ (限 AIM 市場)	○	○ (凱利板)
訴訟/非訴訟代理人	○	○	○	○	○ 合規顧問	○ 2 名常駐獨立董事
董監責任保險	非強制	非強制	非強制	非強制	非強制	非強制
上市有價證券種類與市場	原股上市 TDR	原股上市 ADR	不區分 (僅依上市標準不同區分為標準上市與優質上市)	原股上市 JDR	原股上市 HDR	原股上市 SDR
上市前監理	• 向證期局申	• 向 SEC 申報證券	• 將相關表件提交	備妥相關文	外國公司要在香港申	向新交所及新加

項目	臺灣	美國	英國	日本	香港	新加坡
	報發行相關表件，由證交所（櫃買中心）為實質審核。 • 內部要求強化公司治理，外部監理運用資訊揭露。	交易法登記表格，並須持續申報年度報告。 • 符合規定之 FPI 不須依 1933 年證券法規定申報登記	上市主管機關金融行為監理局 FCA 審核。 • 採實質管理，不僅要公開真實情況，且須符合實質性條件。	件，向內閣總理大臣提交上市申請，有價證券申報生效後，始可在日本境內進行募集及銷售。	請上市，須經香港聯交所審核，保薦人將代表公司向交易所遞交上市申請表。	坡金融管理局（MAS）遞交公開說明書草稿或初步發售文件。
由交易所自訂上市規則與標準	O	O	O	O	O	O
對外國公司上市後監理要求	O 比照本國公司	X ¹⁸¹	O 非以國籍區分監理措施，而係依申請上市條件區別監理程度。	X 外國企業申請上市時，如果沒有同屬國家或地區的企業在	O 上市規則訂有專節	O 比照本國公司

¹⁸¹ 美國對外國公司監理要求原則上比照本國公司，但外國公司之母國法令較為寬鬆者，尊重其母國法令規定，如：

- A. 針對公司治理及財務報告等事項，外國發行人得優先適用所屬國之法律，並揭露所屬國規定與美國規定之差異。
- B. 雖被要求應設置審計委員會，但得依其母國法令，並敘明其與美國一般標準規定之主要差異。
- C. 未強制要求設置薪酬委員會或提名委員會。
- D. 除在母國法律許可之情況下，得以總額方式揭露董事酬勞外，餘應以個別方式揭露。
- E. 允許採用美國 GAAP 以外之會計原則，但依 IASB 公布之 IFRS 所製成之財務報告，不須另外說明其與美國會計原則是否一致，但非 IASB 之 IFRS 者必須說明其與美國會計原則之差異。
- F. 豁免適用證交法第 16 條禁止短線交易與申報規定。

項目	臺灣	美國	英國	日本	香港	新加坡
				東京證券交易所申請上市的案例，東京證券交易所將對該國或地區的法律和規章制度等進行調查。		
設置資訊揭露平台強化透明度	<p>O</p> <ul style="list-style-type: none"> 於公開資訊觀測站設財務重點專區，強化F公司資訊揭露及提高資訊透明度。 每年至少一次業績發表會。 	<p>O</p> <ul style="list-style-type: none"> 設 eGovDirect 申報系統、監控上市公司公司治理，附有提供董事獨立性分析、現任董事資料庫及與同業比較功能。 設上市法遵管理系統揭露一般事項，聯結 eGovDirect 系統。 	<p>O</p> <ul style="list-style-type: none"> UKLA 主管機關網站 LSE RNS 平台，亦為主管機關與市場專業投資人間之重要溝通管道。 	<p>O</p> <ul style="list-style-type: none"> 金融廳 EDINET(法定資訊揭露) 東京證券交易所 TDnet(及時資訊揭露) 	<p>O</p>	<p>O</p> <p>主管機關 MAS 網站 OPERA</p>
對外國公司資訊揭露要求是否與本國一致	X 較寬鬆	X 較寬鬆	O	X 較彈性	X 上市規則專節另訂(第 19 章)	X 上市規則專節另訂(第 2 章第 V 部)
預警手段	警示通知 停止買賣	暫停交易 粉紅單交易	警示通知 暫停交易	監理個股 (類似觀察名單)	警示通知 暫停交易	觀察名單 暫停交易

項目	臺灣	美國	英國	日本	香港	新加坡
	變更交易方法	(議價交易)		暫停交易	停止交易	
下市購回機制	○	X	○	○	○	○
下市	強制終止 自願終止	強制終止 自願終止	強制終止 自願終止	無區分 下市型態	強制終止 自願終止	強制終止 自願終止
跨境監理合作	○	○	○	○	○	○
投資人保護 專責機構 ¹⁸²	○	○	X	X	X	X
金融評議制度	○ 金融評議機構	○ FINRA 金融評議人	○ 金融評議人	○ 金融 ADR 制度	○ 金融糾紛調解中心	○ FIDReC
團體訴訟	○	○	X	X	X	X
記載不實責任	○	○	○	○	○	○
內線交易責任	○	○	○	○	○	○
操縱市場責任	○	○	○	○	○	○
民事懲罰制度 Civil Penalty	X	○	○	○	○	○

資料來源：本研究整理。

¹⁸² 投資人保護專責機構之功能，以我國投資人保護中心業務範圍為界定標準。

附錄二

「F 股投資人保護所面臨之問題及具體改善措施與建議」

期中諮詢座談會會議紀錄

記錄：陳茵琦、蘇秀玲

時間：103 年 12 月 10 日（星期三）下午 2 時 30 分

地點：台北市南海路 3 號 9 樓會議室

主席：臺北大學法律學系張教授心悌

出席：政治大學法律學系林教授國全、臺灣大學法律學院林教授仁光、
臺灣大學法律學院邵教授慶平、長庚大學工商管理學系游教授啟
璋

列席：財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心林副處長俊宏、莊
專員碧鳳、本基金會吳總經理崇權、研究處葉處長淑玲

壹、 主席致詞：(略)

貳、 研究報告簡報：(略)

參、 與會人員發言摘錄

● 林國全教授

一、本研究比較難解決的爭點即在當行為人是外國人、行為地在國外產生的問題該如何處理，這部分預計在研究報告第四章會探討，但也是相當棘手的問題。從日本的案例中不難發現一旦真的發生了，日本也是束手無策，即便研究報告有考慮到引進國外民事

罰、課徵金等行政手段，但當面對行為人在國外，我們的行政罰可否及於國外呢？

二、其他如：第 9 頁欄位有文字誤植、第 21 頁有價證券範圍法規已更新應再修正，第 23 頁關於內線交易內部人的範圍，建議可從法制基礎的差異來說明規範對象主體採列舉方式，以及美國以反詐欺條款為基礎規範對象包括任何人。

三、建議研究報告重點應著重於 F 股發生問題該如何解決，對內線交易、操縱市場等不法行為構成要件撰寫篇幅可再精簡，俾利聚焦。

● 游啟璋教授

一、F 股在目前體制下提起民事訴訟的法院管轄依據為何？是一個相當重要的問題。由於我國採取「以原就被」的原則，對於外國公司在內國起訴，就必須有特別審判籍。研究報告在第 17 頁有提到引用侵權行為地、營業所在地、契約地等，但外國法人依據證交法第 165 條之 3 有訴訟、非訟代理人外，一般多不會設置營業所、事務所，比較有可能的應該是依民事訴訟法第 12 條的侵權行為地來起訴。有關證券詐欺、財報不實等，一般均認為其性質係屬侵權行為，較無問題。因此，建議研究報告在侵權行為地部分可再深入研究如何適用民事訴訟法第 12 條，此部分可參考 56 年台抗 369 號、56 年台抗 162 號、97 年台抗 185 號等被告為外國法人在臺灣起訴的判決提及的管轄權問題，以及司法院 99 年智慧財產權民事訴訟法類座談會第 2 號提案針對外國法人起訴法院受理標準的探討。

二、其他細節如：第 19 頁證交法法規最新修正日期宜再確認，第 10-12 頁引用證交所規範其中「本公司」用語應修正以避免造成

誤解，第 14 頁提到保薦人制度、董監責任保險等內容似與下市之投資人保護機制乙項較無直接關係，建議調整該段內容。

● **林國全教授**

第 14 頁「...做為直接保護...」誤植「...最為直接保護...」，請一併修正。

● **游啟璋教授**

第 16 頁第 5 行漏字，應為「...要求外國公司」，第 21 頁有價證券範圍提到「至於同條第 2 項同條.....可轉換公司債。」與研究報告內容較無關，應可刪除。第 47 頁倒數第 5 行「原告除對發行人起訴不需負舉證責任外，對其他被訴人之行為應負舉證責任」語意不夠明確，宜再釐清。第 51 頁註 35 中誤植「同註 92」。

● **林國全教授**

第 28 頁鎖定價格認定目前判決見解已趨一致，有關「抬高、壓低」屬早期見解應修正。

● **林仁光教授**

一、本研究報告重點應在於 F 股對投資人造成何種損害，內線交易、操縱行為並非針對 F 股特別存在的問題，較相關者一為財報，另一為外國公司負責人在國外造成公司損害的情況下，投保中心是否要到國外（如：德拉瓦州）為投資人提起訴訟，因此應從上市端就開始把關設定範圍及機制，如以保薦人機制而言，應思考保薦人的責任及保薦期間多長？又如責任保險要求，亦應瞭解保單理賠範圍是否涵蓋對臺灣投資人的理賠？

- 二、再者，國內勝訴判決要到國外執行，涉及外國判決的承認，有相當障礙存在。
- 三、建議研究報告可就本國公司與 F 股的上市規範差異進行比較，說明我國現在對 F 股的規範是較嚴格?或較寬鬆?報告有提到美國對外國公司監理較鬆的部分，應該在財報的資訊揭露。

● 邵慶平教授

- 一、研究報告形式內容修正建議如下：報告在英文專有名詞用法可參考一般格式做修正，通常是第一個字英文需大寫，其他字為小寫。第 73 頁應為 Milberg Weiss。第 105 頁註 108 及第 108 頁 Decision Notices 第 109 頁 disolutions 相關註解的處理可統一，另第 108 頁誤植 Descision Notices。
- 二、報告在美國法部分有提到 Morrison 這個案子，這是一個相當經典的涉外案件，建議在案例事實部分可再多加著墨，包括案例中提到的效果測試、交易測試等等，雖國內未必適用，但值得進行更多比較法的探討，如第 68 頁 foreign cubed 涵蓋雙重或三重涉外管轄，美國法在此部分有涉及到域外效力問題，而在臺灣對此馬上就會提到涉外民事訴訟法，而這時適用的法規就未必是臺灣法，當然這是針對純然涉外或三重涉外事件而言。
- 三、格勞克斯這個案例並非純然涉外，雖有涉外因素，但侵權行為地在臺灣，侵權行為地可能被解釋在臺灣，仍可能適用臺灣法，但主管機關可能更關切中國大陸人士對中國大陸公司在大陸地區謠言對 F 股股價產生的影響。
- 四、2014 年 8 月美國 Park Central 案例針對交易測試在美國法上有些延伸，從比較法的角度，有更多值得參考地方，也可以更瞭解美國最新發展趨勢。雖然引進課徵金在執行上的難度還是一

樣的，但可能會更快速解決國內爭議部分，讓不法行為者馬上受到處罰，縱然能不能執行是後半段的問題，但主管機關有不同層次的行政目的需要達成，包括處理輿論問題、滿足受害人賠償問題，因此，引進課徵金在涉外案件應有其功能性意義。

● 林副處長俊宏

一、 本案源自主管機關指示本中心針對 F 股投資人保護可能面臨的問題，提出具體改善措施，為此委託研究此一專題。過去投保中心對涉外證券不法事件之訴追，僅有爾必達（TDR）乙案，當時爾必達公司同意以該公司聲請更生（破產）前一個月之爾必達臺灣存託憑證收盤平均價為據，以每單位爾必達臺灣存託憑證支付新台幣（下同）6.95 元之金額，與投保中心達成和解。至於目前正在辦理的格勞克斯乙案，投保中心以其涉及操縱在台上市公司股價，且造成我國投資人損失，我國法院有管轄權為由起訴，法院也受理投保中心之民事損害賠償訴訟，仍在審理中。若能取得勝訴確定判決，將據此判決向格勞克斯主營業所在地加州法院提起請求承認判決並執行之請求。雖然請求外國承認我國判決並執行並非容易，但為了投資人權益，投保中心即使面臨困難亦會盡力而為。

二、 由於投保中心僅能於事後主張賠償，效果有限，我們也希望可以在事前加以防範，如：外國公司上市時有保薦人制度，保薦人負責的範圍為何？本中心也有興趣瞭解。另外，希望報告內容能就下列兩點予以補充說明：

1. 報告中提到英、美兩國董監保險制度，則此一制度是否對外國公司有特殊之要求？如：是否保險公司必須為臺灣登記公司，投保中心才得以主張，若保險公司亦為英國或美國公司，就算投保中

心欲對保單保障範圍有所請求，涉及外國法院，程序也相當複雜。

2. P.153 提到新加坡對外國公司股東提供退場收購機制，其實我們在爾必達事件中採取類似作法，當時也引發爭議。另外在 P.134 頁也提到香港有相同的作法，如果可能，是否可以蒐集實際發生的案例與作法，如：是否分主動下市或被動下市？收購範圍是否限制？實際上如何執行等供投保中心參考。

● 張教授心悌

一、 謝謝各位發言，我想各位的發言大致尚可分為三部分：

1. 可將各國上市條件、資訊揭露程度，以及是否有保薦人制度及其保薦範圍再列表比較。
2. 上市後若公司發生任何狀況或消息，國內揭露是否同步？或要求其於幾日內即時揭露等持續揭露之問題，讓臺灣投資人可以於適當時間內瞭解公司財務或經營狀況。
3. 投保中心較為關心的問題，就是 F 公司出問題後的訴追機制。

二、另外還有 D&O 與 ADR 的可能性，研究人員另外提到預先提供資產擔保的問題，若大家對此有想法，也歡迎提出。我個人認為提出涉外案件訴訟，與一國國力有關，美國常提到其證券法有域外管轄權。但以我國而言，即使證券交易法詳細規定，是否真的能有域外管轄效力？由於本研究所探討的問題，也涉及涉外民事法律適用法中有關侵權行為地認定，屬於跨法律的研究。美國的 Dodds 法案對域外管轄的態度，於本研究 Morrison 案 P.53-54 中也提及兩個判斷標準，我國法是否可以參採類此法規面的建議？

三、目前投保中心走的是一個較為簡易的路徑，於國內起訴外國公司較為單純，但若為一造辯論判決，則執此判決至外國（如：美國加州）地方法院要求其承認並執行，還是有困難。

● 游教授啟璋

- 一、我認為若強化保薦人責任，第一個要面對的問題是可能找不到保薦人，或是可能引發劣幣驅逐良幣的狀況，擔任保薦人的公司本身資產不大，難以負起擔保責任。
- 二、關於事先防範措施，美國大型公司對高階經理人都有所謂內部人交易限制(Trading windows)規定，公司財報發布前後一段時間，公司內部人不得買賣該公司股票。我的理解是，臉書(Facebook)公司甚至還規定中階經理人同受限制。若我國對F公司也有類似的限制，應可減少弊端，特別是內線交易。但限制太多，是否因此降低對外資的吸引力？

● 林教授仁光

對F公司起訴並無域外管轄的問題，因為F公司於我國交易市場上市，我國當然對其有管轄權。F公司依我國規定必須做資訊揭露，F公司在其母國也需做資訊揭露，若在我國取得判決，欲到F公司母國執行，才遇到判決是否承認的問題。一般而言，在我國一造辯論判決，很難在外國得到承認，屆時即需於外國訴訟。若以在美國訴訟為例，美國有Discovery程序，訴訟成本高，須雇用當地律師，訴訟費用各自負擔，到最後一定趨向和解，投保中心需要仔細計算成本。

● 邵教授慶平

- 一、從研究問題的起始為格勞克斯案來看，似乎與美國有關，但研究到後來的發展，因大部分F公司為台商，來臺上市後所引發的問題似乎與中國有更直接的關係，我認為對研究的目的與範圍，必須再琢磨限縮。如果是F股來臺上市後所衍生的問題，就涉及兩岸之間的關係，甚至可能需透過談判，由具行政權的

主管機關來解決。以格勞克斯案來看，雖然沒有做過實際調查，但我認為也許投資人會比較相信格勞克斯對 F 再生的分析報告，畢竟大部分的投資人對 F 股並沒有很深入的研究，但大家都傾向認為臺灣主管機關對這些公司的監理鞭長莫及，且很難相信中國公司的治理。

- 二、如果 F 公司絕大部分是台商，我認為對 F 公司的監理，應該有更為「臺灣式」的設計，不須因為這些公司位於境外，而去思考香港、新加坡等國制度的問題，事實上這些公司就是臺灣的公司，要求的標準也可以比照臺灣的公司。
- 三、有關管轄權的爭議，我認為 Morrison 那個案子細節可以多著墨，第二巡迴上訴法院是沒有管轄權駁回，上訴法院卻以交易測試認為有管轄權。不管採取何種說法，在一個三重（外國人、外國地、外國物）涉外案件，臺灣有管轄權的機率很小。所以要告一個在我國上市的 F 公司，我國有管轄權；但若是告一個像格勞克斯這樣的外國公司，可能就會有管轄權衝突與準據法適用問題。而美國 Dodds 法第 929Y 條和第 929P 條等規定也是在 Morrison 案後嘗試讓主管機關有更大的權限決定是否提告，這部分也可以連結到是否引進課徵金（民事懲罰 Civil penalty）制度，是否也讓我們行政主管機關在民事賠償決定有更大的權限。

● 蘇副研究員秀玲

- 一、本案研究動機雖源自於格勞克斯案，但實際上研究範圍擴及 F 股在臺上市可能產生投資人權利受損的問題，兩者其實是不同的方向的議題。格勞克斯案的討論偏向如美國 Morrison 案的討論，目前投保中心已在國內法院對格勞克斯提起訴訟，先不論

能否取得勝訴判決，原則上性質相對單純，若獲得勝訴判決，即考慮是否能獲得美國法院承認並執行。但所討論者若為 F 股來臺上市之證券不法行為損害投資人權益，原則上投資人均可於國內法院對 F 公司提起訴訟。然而，這些 F 公司於國內多無資產，即使取得勝訴判決，也無法為投資人取得一定程度的賠償。

- 二、與談者提到是否可將各國上市標準列表比較，事實上我們曾嘗試製作比較表，但效果不佳。主要原因為各國上市標準不盡相同，除上市標準與各國市場狀況有關，如美國 NYSE 最為複雜的，而其餘各國則相對單純。若置於同一張表比較，除分類難以一致外，內容也相當冗長，尤其是難以從其中差異得到標準是寬鬆或嚴格的具體結論。
- 三、本報告最重要的部分是第四章，原設定第一節是各國保護投資人措施分析，涉及主管機關對 F 股監理政策的態度，另外是上市規則有無應改善之處。第二節則關於各國對不法行為訴追的比較分析，目前從各國資料看來，各國訴追管道相當一致，故此部分討論僅涉及我國判決可否取得外國承認之可能性。目前對 F 公司訴追最大的問題，在於其於臺灣無資產可供執行，為此曾思考是否應於上市之初即要求公司申報其在臺有無資產，以免事後追償無門。
- 四、有關建議修法仿照國外課徵金（民事懲罰）制度，此部分也涉及修改證交法，而我國主管機關對不法行為人無調查權，引進此制度勢必須擴大主管機關權限，以目前立法環境而言仍有一定的難度。
- 五、經過討論後，建議限縮第四章範圍，除分析外國相關制度，針對現行上市制度需要調整部分提出建議外，另一個面向則針對

F 公司證券不法行為導致投資人受損之情形，提出可能潛藏與注意的問題。

● **張教授心悌**

透過今日各位的討論，也讓結論更為清楚，格勞克斯案反而不是本案的重點，本報告目的是幫 F 股制度加以體檢，討論是否有改善的空間。各位的建議我們都記下來，再於第四章分析部分適度置入，感謝各位老師、吳總經理與投保中心代表的討論與建議。

散會（下午 4 時 30 分）

附錄三

「F 股投資人保護所面臨之問題及具體改善措施與建議」

期末諮詢座談會會議紀錄

記錄：陳茵琦、蘇秀玲

時間：104 年 1 月 29 日（星期四）下午 2 時 30 分

地點：台北市南海路 3 號 9 樓會議室

主席：臺北大學法律學系張教授心悌

出席：政治大學法律學系朱教授德芳、政治大學法律學系林教授國全、
臺灣大學法律學院林教授仁光、臺灣大學法律學院邵教授慶平、
臺灣大學法律學院蔡教授英欣

列席：財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心趙處長順生、莊專
員碧鳳、本基金會吳總經理崇權、研究處葉處長淑玲

肆、 主席致詞：(略)

伍、 研究報告簡報：(略)

陸、 與會人員發言摘錄

● 蔡英欣教授

- 一、 部分文字修正，如：P.78 註 89 少一個句點，P.109 東京證交所 Mothers 市場，另外東證與 LSE 成立的 AIM 市場，在 2012 年已經被東證吸收合併，成為 Tokyo Pro Market，另外是大阪 Nasdaq 日本市場已於 2002 年 12 月結束，成為 Nippon New Market Hercules，目前成為 New JASDAQ。

- 二、 P.110-111 提到東京證交所市場一部、二部，但有的用語為第一部、第二部，應予統一。P.115 日本證交所對外國公司特別揭露事項：(1) 母國（所屬國）公司法制有變化者對股東有重大影響者應予揭露，如：該公司股份移轉或限制有些變化，如民營企業國有化情形等。(2) 提到該公司於國外發生對該公司發行股票之權利、流通有重大影響之情形，必須揭露。
- 三、 P.117「事實律師」，只是「代理人」，另本報告對「東京證交所」之簡稱宜統一。P.190 提到東京證交所沒有「同屬」國家或地區，用語可以再斟酌調整。P.174 提到我國董監責任保險投保率不高，事實上已有逐步提高，建議修正。
- 四、 針對研究內容提到如何有效資訊揭露以保障投資人，查閱證交所網頁有關外國投資人來臺上市專區，發現宣傳內容著重在好的一面，但證交所有義務，應提供投資人投資此類外國公司之風險資訊。

● 林國全教授

- 一、 以現行法制及我國特殊之處境，對於外國公司來臺上市投資人保護能著墨者不多。尤其大部分公司都註冊於開曼群島等，營運地在第三國，對註冊地是否能為實質之監理相當存疑。
- 二、 贊成外國公司上市採保薦人制度，我國目前對第二上市也設有保管機構管理存入有價證券之要求，另有推薦證券商制度等，但並未課予他們相對應之責任。若能引進保薦人制度，並要求其負相當程度之責任，或許引入外國公司時會更加慎重。

- 三、 外國公司投資風險相對較高，是否有可能比照其他風險性高之商品，施以投資人分級制度？投資人需具備一定程度風險意識、願意承擔風險、相當的投資經驗或一定之資產者，才能投資外國公司股票。這是初步的想法，或許可行性並不高。
- 四、 另文中提到「取證」似指「取得證據」。

● 林仁光教授

- 一、 有關文字修正部分：內文提到「需」者，宜斟酌使用「須」，較為恰當。P.169 提到公司申請上市前通常經過複雜的組織重整程序，究指為何？對國內投資人影響為何？是否再為說明。另提到跨國上市（Cross-listing）越來越普遍，大部分來我國上市者為第一上市，Cross-listing 似指第二上市。
- 二、 P.170 表 4-1 第二列，「外國公司定義採準據法」此欄位之定義，欲比較之差異，其中「英國」又不區分外國或本國公司，宜再於各國欄位說明，不宜過於簡略。同表第四列，提到外國公司特殊規定，是否指各該國針對外國公司來源有特殊限制。
- 三、 P.184 提到 IOSCO 會員國簽訂 MOU 互助議題，我國更為此修訂證交法第 21 條。事實上 MOU 僅限於資訊交換等非強制性要求，無法律拘束力，更無如引渡協定之效力。以目前我國外國公司多在開曼註冊，但主營業所非在開曼，亦無資產，即使取得開曼判決，也難有實質效益。
- 四、 P.189 已建議投資人應瞭解外國公司投資風險，是否可以將第五章建議的事項，將目前的外國公司列表，向投資人一

次揭露外國公司註冊地、可能面臨風險、差異性資訊等，或可公告於投保中心網頁等。

五、表 5-1 第三欄標題為外國法例，但這欄內容為「我國民事訴訟法」並非外國，可將本欄標題改為「法例」。

● 邵慶平教授

四、保薦人制度特別重要，除可強化 F 股公司上市問題，也可間接處理類似連格勞克斯問題，對證券產業在強化查核、加強人員訓練相當有幫助，值得引進。

五、報告第 16-17 頁就管轄權部分的敘述，建議可參考既有學說、參考書做更進一步的整理，有更清楚呈現。

六、修訂部分文字誤植或待釐清部分(如:P.33 直接間接...有贅字、P.39 原文應為 Standard 1 及 Standard 2、釐清外國發行人究竟要符合一個標準或兩個標準、P.48 誤植 enforcement、P.59 以私取理論用語較常見、vs 以小寫表達、P.61 以證管會駐會檢察官稱呼較妥適、P.141 誤植 Forbes 等)。

● 朱教授德芳

一、投保中心相關涉外證券事件可概分為兩類：第一類是 F 股公司不法行為(如：爾必達事件)，第二類是其他外國人涉及不法行為(如：格勞克斯)，以格勞克斯為例，其可能攻擊的不是 F 股，而是其他台灣的公司(例如，在美國發行 ADR 的台灣上市公司)，而涉外證券事件涉及管轄權及準據法的問題。以 F 股公司不法行為來說，理論上不法行為多數發生在國內，侵權地在國內，管轄權及準據法比較沒有問題，但如果 F 股公司不法行為地發生在海外(如：F 股公司在中國大陸召開記者會)，此種

情形或如同研究團隊建議可以上市契約事先約定讓台灣取得管轄權，然而針對第二種其他外國人所涉及的不法行為，因無法事先約定管轄權，此種情形建議可思考從證券交易法增加「涉外證券事件管轄權」條款。

- 二、 事前機制相當重要，尤其涉及涉外因素，F 股制度的管理或可參考現行「境外結構型商品管理規則」中關於總代理制度（如保薦人應為國內有資產的專業機構）、投資人分級制度等規範之精神。尤其可針對保薦人制度做更深入的探討，包括保薦人資格、職權...等，以及香港合規顧問的角色、責任等。
- 三、 請問，格勞克斯是否在台灣有侵權行為？我國法院對格勞克斯案例所採取的態度為何，相當值得關注。

● 趙處長順生

美商研究機構格勞克斯出具告報告直指 F-再生誇大利潤等情事，亦透過國內媒體放消息，所以侵權行為地似有連結到臺灣。

● 朱教授德芳

就此個案例來看，法院所採取的為廣義侵權行為地概念，建議是否可透過修訂證券交易法將此概念做為證券涉外事件處理準則。

● 趙處長順生

- 一、 研究報告有關針對投保中心向格勞克斯提起團體訴訟的時間（p.1）、爾必達案辦理情形（p.185）應再修正。格勞克斯案目前正在法院進行審理中。
- 二、 國內董監責任投保率雖已達 60-70%，但上市櫃公司是否有投保董監責任保險，公司有時不願主動揭露，建議可參考香港聯交

所規定，就沒有投保董監責任保險，應敘明原因未能投保的原因，並鼓勵 F 股公司投保。

● 林教授國全

董監責任保險不應只看投保率，更大的重點應在其承保範圍要能涵蓋可能的風險，但這樣保費一定很高，會是一個兩難的問題。

● 趙處長順生

一、 F 股公司的保單要不要涵蓋台灣投資人？這是一個政策考量的問題。如果承保範圍廣，勢必得提高保費，則外國公司也會考慮到是否要到臺灣來第一上市。

二、 F 股公司目前以在開曼群島註冊最多，且實質資產多數在第三地（如中國大陸），表 5-2（P.194）的執行建議 2.提及「...開曼判決是否為第三地法院承認並執行保全程序，屬個案判斷...」乙項，建議就「開曼群島註冊、實質資產中國大陸」，提出執行建議。

● 吳總經理崇權

本案當初係因格勞克斯對特定 F 股財務分析影響股市的問題引發此研究案，而格勞克斯案涉及的是外資研究機構之管理問題，然主管機關希望藉此研究也能更深入瞭解 F 股公司管理的議題。

● 張教授心悌

如果在 F 股採用投資人分級制度可能產生的問題為何？

● 林教授國全

首先交易所的交易機制要配合投資人分級制度進行調整（如：有些委

託單不能下)。再者，其對籌資對象設限，籌資功能可能會低些，可能會與引進 F 股原意有差，證交所招商恐會較困難。

● 張教授心悌

站在保護投資人的立場，一些相關制度包括引進保薦人、董監責任保險的承保範圍，其實也等於是對 F 股公司有越來越多的要求，台灣資本市場對外國公司的吸引力相對也降低，最終還是要回歸主管機關的政策選擇。站在研究單位的立場，我們提出針對 F 股投資人保護目前在執行上比較可行的建議，包括強化資訊揭露、引進保薦人制度等。

● 朱教授德芳

就此個案例來看，由於法院已經受理，倘格勞克斯涉有在台灣的侵權行為，則台灣具有管轄權當然沒有問題，但倘無，則法院所採取的是較為廣義侵權行為地概念，例如侵權行為地之效果發生在台灣，但這未必是目前法院普遍的見解，建議可透過修訂證券交易法將此概念做為證券涉外事件處理準則。此一問題在大型公司於多個資本市場上市的情況越來越普遍的今日（未來，台灣證交所可能與其他交易所合作，進行交叉上市），將會越來越重要。

● 張教授心悌

董監責任保險也可能從保單應涵蓋的承保項目提出建議。

● 趙處長順生

基於報告提陳有時效性，希望研究單位於過年前完成送達投保中心，俾利於期限內提供主管機關參考。

● 張教授心悌

本研究報告提出多項可行機制，包括保薦人制度、強制董監責任保險等，主管機關可能並非一次全部採用，或可考量逐步採用來強化對F股公司的管理，今天謝謝大家，我們會將各位提供的寶貴意見記下來再做修正。

散會（下午4時）