

【專題一】

資訊揭露—證券市場的防腐劑



李宜雯 (證期局
科 員)

壹、前言

證券市場之管理，係以保護投資人、確保公平效率及透明化的市場及降低系統風險為目標。所謂資訊透明化，係指發行公司 (Issuers) 應充分、正確且及時地揭露公司財務狀況、風險等資訊以作為投資人決策之參考¹，而資訊透明化之目的，係為避免投資人因資訊不透明而曝露在未知的風險中，或有心人士利用資訊不對稱從事價格操縱、證券詐欺或內線交易等不法之行為，同時，亦希望藉由資訊之透明化，降低投資人蒐集資訊之成本，並促進市場之效率性。

以往我國投資人若要取得各公開發行公司之相關資訊，是件非常不便利的事，原因在於公開發行公司揭露之資訊散見於各報章媒體，且公開發行公司之資訊揭露可能不正確、不完整、或不具時效性；又或者平面與電視媒體報導未經查證之重大訊息，甚至可能有不肖業者藉此管道散布不實資訊，使投資人不僅不易取得相關資訊，亦無法確知所取得資訊之來源及可信度，以充分作為投資判斷之參考依據。

有鑑於此，證券主管機關²持續增修相關法規、發布函釋，配合時代之演進，改

¹ 參見“Objectives and Principles of Securities Regulation.”, IOSCO, June, 2010.

² 本文所指之證券主管機關，於民國 70 年前係指經濟部證券管理委員會；於民國 70 年至 86 年係指財政部證券管理委員會；民國 86 年至 93 年係指財政部證券暨期貨管理委員會；民國 93 年之後則為行政院金融監督管理委員會證券期貨局，詳見附錄 1。

善我國資訊揭露制度，以提升公開發行公司重大資訊揭露之品質及其管理機制，俾求維持公平之證券交易秩序，保障投資人權益。

此外，從民國八十年代起，證券主管機關即積極督促周邊單位設立電子申報系統平台，並著手規劃建立「公開資訊電子資料網路申報單軌化」制度，以整合公開發行公司申報及公告之資訊。91年8月「公開資訊觀測站」建置完成後，透過該網站，投資人即可查詢所有公開發行公司揭露之資訊。

至「資訊揭露評鑑系統」，係由台灣證券交易所股份有限公司（以下簡稱「證交所」）及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下簡稱「櫃買中心」）委託財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會（以下簡稱「證基會」）建置，係以全體上市（櫃）公司為評鑑對象，投資人均可於證基會網站查詢上市（櫃）公司資訊揭露評鑑結果，並藉此瞭解各上市（櫃）公司之資訊透明化程度。

貳、資訊揭露制度之源起

資訊揭露制度主要源自於英國及美國，而其相關之立法，也多與證券詐欺所引發的風暴有關，例如英國的南海泡沫（South Sea Bubble）事件，直接影響「泡沫法案（Bubble Act of 1720）」的訂定；美國1929年股市崩盤，亦直接促使美國聯邦政府訂定「證券法（Securities Act of 1933）」及「證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）」，而我國證券交易法（以下簡稱「證交法」）的制定，也與市場的投機操縱行為有關。茲分述如下：

一、英國

1637年的荷蘭鬱金香狂熱（Tulpenmanie；荷蘭文）、1720年的法國密西西比公司（Mississippi Company）事件及同年英國南海泡沫（South Sea Bubble）事件，併稱為歐洲近代歷史的三大泡沫經濟事件。其中，又以南海泡沫事件影響層面最廣，亦直接影響了英國政府的立法。

南海泡沫事件起因源於南海公司（South Sea Company），它表面上是專營英國與南美洲等地貿易的特許公司，但實際上是協助政府融資的私人機構，分擔政府因戰爭而欠下的債務。南海公司在誇大業務前景及進行舞弊的情況下被外界看好，1720年，南海公司的股價由年初約120英鎊急漲到同年7月的1,000英鎊以上；隨著南海公司股價的飆漲，市場上亦出現許多類似的「泡沫公司」。為規管這些不法公司的出現，英國國會在6月通過「泡沫法案」，對公司的設立及證券的發行、買賣，加以嚴格的管制。

「泡沫法案」通過後，炒股熱潮隨之減退，南海公司股價在該公司董事趁最高價出售 500 萬英鎊的股票後，至 1720 年 12 月暴跌回 125 英鎊，投資人血本無歸。該事件中，南海公司股價暴起落的情況，被後人發展出「泡沫經濟」一詞，用來形容經濟過熱而收縮的現象。而著名物理學家牛頓爵士在南海泡沫事件中也是受害者之一，他在第一次進場買入南海股票時曾小賺 7,000 英鎊，但第二次買進時已是股價高峰，結果大賠 20,000 英鎊，因而嘆謂：「我能算準天體的運行，卻無法預測人類的瘋狂。（I can calculate the motions of heavenly bodies, but not the madness of people.）」，可見南海泡沫事件影響之大。³

南海泡沫事件對英國帶來很大震盪，當時的英國民眾對股份公司留有很大陰影，而在該事件中制定的「泡沫法案」一直到 1825 年才予以廢除，反映出英國國民係經過長時間才慢慢對股份公司重拾信心。1844 年英國頒佈「合股公司法（The Joint Stock Companies Act of 1844）」，為現代公司法的前身，其中有關「募股說明書（Prospectus）」之相關規定，則首次確立了有關公司資訊的強制性揭露原則（The Principle of Compulsory Disclosure）。

二、美國

至於目前資訊揭露制度最完善、最成熟之國家，則非美國莫屬。美國早期證券詐欺案件亦層出不窮，因此早在 1885 年即有人提議以聯邦立法管理證券交易活動。自 1900 年起至第一次世界大戰止，歷任總統均曾向國會建議以聯邦立法管制公司之州際貿易及證券發行。第一次世界大戰後，亦曾先後有三種證券管理法案提請國會立法，惟均因時機未成熟而未獲通過。⁴

雖然透過聯邦政府制定證券相關法規未能有所斬獲，但美國各州政府的證券立法運動卻未曾間斷，1911 年堪薩斯州（the State of Kansas）率先頒行證券管理法，為美國資訊揭露要求之最初起源，其後各州紛紛仿效訂定管理證券之相關法令，這些州法一般統稱為「藍天法案（Blue Sky Law）」。1920 年代，美國證券市場交易活絡，投機操縱氣氛濃厚，由於各州證券立法寬嚴不一，跨州交易管理不易，使藍天法案成效不彰。1929 年美國證券市場崩盤，廣大的投資人遭受重大損失，爰以聯邦立法管理證券交易、遏止惡性投機行為，成為市場關注的焦點。⁵

1933 年羅斯福總統就任，證券法的起草工作旋即開始，同年 5 月 27 日參眾兩

³ 參見維基百科-南海泡沫事件 <http://zh.wikipedia.org/wiki/%E5%8D%97%E6%B5%B7%E6%B3%A1%E6%B2%AB%E4%BA%8B%E4%BB%B6>

⁴ 參見賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，頁 3。

⁵ 參見賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，頁 4-5。

院以壓倒性的多數通過「證券法 (Securities Act of 1933) 」，並於 1934 年通過「證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) 」。前揭法令訂定之目的，係為要求公開向大眾募集資金之公司，應向投資人真實反映其營業狀況、股份出售情形及投資風險等，並應公平對待每位股東，以投資人之利益為首要考量。其中，證券法首次規定實施財務公開制度，被認為是世界上最早的資訊揭露制度。

三、我國

我國證券交易法 (以下簡稱「證交法」) 的制定，也與市場的投資操縱行為有關。由於早期證券交易缺乏管理，投機操縱與買賣紛爭層出不窮，故政府乃積極籌建集中交易市場；民國 49 年 (1960 年) 9 月 1 日先成立證券管理委員會⁶，至民國 51 年 (1962 年) 2 月 9 日台灣證券交易所成立後，於同年 7 月以美國 1933 年「證券法」、1934 年「證券交易法」及日本 1948 年「證券交易法」為藍本，開始證交法之起草，歷時 6 年，至民國 57 年 (1968 年) 4 月 30 日正式公布施行證交法。⁷

證交法之實施，首次確立了我國財務公開及資訊揭露制度，包括第 30 及 31 條規範募集有價證券之公開發行公司，有編製及交付公開說明書之義務、第 25 條規範公開發行公司之董事、監察人及經理人應定期申報公告其股權資訊，以及第 36 條規範公開發行公司每年度及每半年度，均應向主管機關申報並公告年度及半年度財務報告等。此外，民國 77 年 1 月 29 日主管機關首次大幅修訂證交法，新增許多資訊揭露之規範，包括年報之編製、重大訊息之揭露及公開收購之相關法規等，使我國資訊揭露規範更加完善。

參、資訊揭露內容之沿革

我國證交法第 1 條即開宗明義揭示其係以「發展國民經濟」及「保障投資」為立法之目的，而綜觀各國證券法規，「保障投資」之規範係以「貫徹公開原則⁸」為核心，其中又以建立資訊揭露制度為貫徹公開原則之最主要方法之一。

資訊揭露制度可大致分為發行公開與繼續公開之資訊揭露，茲分述如下：

一、發行公開

「發行公開」又稱為「初次公開」，係指公開發行公司於募集、發行有價證券時，為提供投資人投資決策之參考資訊，須公開該次發行有價證券之權利義務內

⁶ 詳見附錄 1。

⁷ 參見賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，頁 5-6。

⁸ 詳見附錄 2。

容，及發行公司之財務、業務狀況。⁹而我國「發行公開」之規範確立甚早，民國 57 年證交法發布實施時，即於第 13 條明確定義公開說明書，為發行人為有價證券之募集或出賣，向公眾提出之說明文書，此外，於第 30 條授權主管機關得以命令訂定公開說明書應記載之事項並於第 31 條明訂公開說明書之交付義務。

為明確規範公開說明書之內容，主管機關依證交法第 30 條第 2 項之授權，於民國 73 年 12 月 4 日修訂頒布「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」。然而，考量金融保險業之特殊性，復於民國 80 年 7 月 2 日修訂頒布「金融保險業募集設立公開說明書應行記載事項準則」（原「商業銀行募集設立公開說明書應行記載事項準則」），此外，鑒於金融業與一般商業或製造業行業特性之不同，並為利金融業於募集發行有價證券時，其公開說明書所記載之內容能有一致性之規範以資遵循，爰於民國 82 年 2 月 23 日發布「金融業募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」（以下簡稱「金融業公開說明書準則」），適用於銀行及票券金融公司，其後並於 91 年 9 月 20 日增訂金融控股公司亦須依「金融業公開說明書準則」辦理，同時配合公司法、證交法與企業購併法修正相關規定。

為加強初次上市（櫃）及興櫃公司掛牌前公開說明書之揭露，證券主管機關於民國 91 年修正證交法第 30 條，新增第 3 項，規範公司申請其有價證券在證交所上市或於證券商營業處所買賣者，應編製公開說明書，並將「臺灣證券交易所股份有限公司初次申請有價證券上市用之公開說明書應行記載事項準則」及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心申請有價證券於證券商營業處所買賣之公開說明書應記載事項準則」等規定，提升至法律位階。

二、繼續公開

「繼續公開」係指公開發行公司已發行之有價證券持續在市場上流通者，為提供投資人繼續持有、購入或賣出等投資決策之參考依據，公開發行公司須持續公開其財務及業務狀況。¹⁰繼續公開又可分為定期公開與不定期公開之資訊揭露，前者包括財務報告（含年度、半年度及第 1、3 季）、每月營運情形（含營業收入、開立發票、資金貸與、背書保證、衍生性商品資訊等）、年報及董監大股東持股變動與質權設定情形等；後者則包括影響股東權益或證券價格之事項、公開收購、財務預測、取得或處分資產（含大陸投資、向關係人購買不動產、企業併購等）、資金貸與及背書保證等，茲分述如下：

⁹ 參見莊月清，我國上市公司重大資訊揭露管理之研究期末報告，頁 5。

¹⁰ 參見莊月清，我國上市公司重大資訊揭露管理之研究期末報告，頁 5。

(一) 財務報告及每月營運情形 (證交法第 36 條第 1 項)

民國 57 年證交法第 36 條明訂公開發行公司應向主管機關申報並公告年度及半年度財務報告，為我國財務公開制度之起源。為對我國發行人整體性財務報告編製事務作一致性規範，並考量國內環境及市場發展情形，對企業財務報告之編製維持適度監理，以增進財務透明度，暨對財務報表之表達與揭露及應列示項目進行規範，證券主管機關於民國 57 年 6 月 17 日制定公布「證券發行人財務報告編製準則」，並陸續配合會計準則公報之發布，歷經 15 次修正，且於今 (100) 年更進一步配合我國公開發行公司財務報告編製直接採用國際會計準則 (IFRS)，於 7 月 7 日修正發布全文 29 條，並自 101 年 1 月 1 日起實施。

由於公開發行公司之財務報告為投資人投資有價證券之主要參考依據，除必須符合可靠性、攸關性外，尚須具時效性，使投資人及時瞭解公司之經營現狀與未來發展。由於民國 57 年證交法第 36 條第 1 項規定年度財務報告之申報及公告，須俟提經股東常會承認；而依證交法第 36 條第 3 項規定，股東常會應於營業年度終了後 6 個月內召集，致屢有公開發行公司於營業年度終了後 6 個月，再行申報及公告年度財務報告，顯失其時效性。爰證券主管機關於民國 77 年 1 月 29 日修正證交法第 36 條，將年度財務報告公告及申報期限，提前於營業年度終了後 4 個月內，並僅須經會計師查核簽證，提經董事會通過、監察人承認後，即可公告並向主管機關申報，免再俟提經股東常會承認後申報。民國 99 年，為提昇資訊公開時效，證券主管機關進一步將年度財務報告之公告及申報期限，縮短為「會計年度」¹¹終了後 3 個月內，並自中華民國 101 年 1 月 1 日施行。

除了前述年度財務報告外，民國 77 年修正證交法第 36 條時，同時將申報並公告半營業年度財務報告之期限，改為半營業年度結束後 2 個月內，並新增規範公開發行公司應於每營業年度第 1 季及第 3 季終了後 1 個月內，申報並公告第 1 季、第 3 季季報，同時應於每月 10 日前公告每月營業情形 (包括營業額、背書保證資料等)，使我國財務公開制度更臻完善。¹²

(二) 年報 (證交法第 36 條第 3 項)

民國 57 年證交法訂定時，對於公開發行公司資訊之揭露，較偏重於財務資

¹¹ 民國 99 年修正證交法第 36 條，已將「營業年度」修正為「會計年度」。

¹² 按民國 90 年 10 月 26 日 (90) 台財證 (六) 字第 005841 號函令，股票未在證券交易所上市且未於證券商營業處所買賣之公開發行公司，應公告並申報年度財務報告；其半年度及第一、三季財務報告及每月營運情形，得暫免依證券交易法第三十六條第一項第一款至第二款規定辦理。

訊，雖然公開發行公司在募集與發行有價證券之年度，應依證交法第 30 條規定編製之公開說明書，其內容對公司財務、業務狀況與未來展望已有較詳盡之報導；惟公開發行公司在未辦理增資或發行公司債之年度，僅需於召開股東常會時，備有財務報告及議事手冊或議事錄即可，而其內容除財務資訊外，對公司之業務狀況等其他資訊之報導相對較為簡略，使投資人無法詳細瞭解公司之營運現況及未來發展。

有鑑於此，證券主管機關於民國 77 年修正證交法第 36 條時，新增第 3 項，規範公開發行公司應編製年報，並於股東常會分送股東。此舉不但使公司股東及投資人能藉由年報瞭解公開發行公司之財務、業務狀況及其未來發展，且配合當時推動僑外資投資證券市場，公開發行公司編製內容較詳盡之年報，對於公司本身亦屬有益。此外，為明確規範年報應揭露之內容，證券主管機關依證交法第 36 條第 3 項之授權，於民國 77 年 6 月 7 日訂定頒布「公開發行公司年報應行記載事項準則」（以下簡稱「年報應行記載事項準則」），就年報之編製內容而言，其與公開說明書具有相輔相成之效果。

過去的資訊揭露規範多以財務資訊揭露為主，惟財務資訊所顯示之數據時常與公司之價值產生差距，需要透過非財務資訊之揭露加以彌補，因此，國際間對非財務資訊揭露之要求，近年來已成為主流。而我國有關非財務資訊揭露之法規，係以「年報應行記載事項準則」為主，該準則至今歷經 12 次修正，而近期修正方向，皆與非財務資訊之揭露有關，例如：強化董事、監察人及經理人資訊揭露、公司股權結構透明化、加強公司治理及風險管理資訊揭露，以及產業概況、長短期業務發展與經營成果分析等，使公開發行公司之股東及投資人，可透過前述非財務資訊之揭露，更瞭解公司之價值及風險。

（三）董監大股東持股變動及質權設定情形（證交法第 25 條）

為使內部人的持股變動情形透明化，並藉由申報及公告之方式，抑制內部人將股票設質之行為，民國 57 年訂定證交法時，便於第 25 條規定，公開發行公司應將其董事、監察人、經理人及持有股份達股份總額百分之五以上之股東所持有之股票資訊，向主管機關申報並公告，每月十五日以前應向主管機關申報前揭股數變動情形；前揭股票經設定質權者，公司亦應於其質權設定後五日內，將其出質情形，向主管機關申報並公告之。

民國 77 年修正證交法時，配合第 22 條之 2 之增訂，將大股東持有股份總額，由「達股份總額百分之五以上」修正為「超過股份總額百分之十」，且為避免董事、監察人、經理人及大股東等，藉由配偶、未成年子女或他人名義持有股票，規避本條之規範，爰增訂前揭股票持有人股數之計算，應包括其配偶、未成年子女及

利用他人名義持有者。此外，考量董事、監察人、經理人及大股東等買賣公司股票，若未向公司申報，公司並不知情，不無影響股權申報之績效，爰增列前揭股票持有人應於每月五日以前向公司申報股權變動情形。

（四）影響股東權益或證券價格之事項（證交法第 36 條第 2 項）

鑑於資訊揭露之內容，應非僅提供過去之事實陳述，凡就影響投資人投資判斷之相關事實，均應迅速公開，以達到資訊透明化之目的。故民國 77 年修正證交法時，增訂第 36 條第 2 項，規範(1)股東常會承認之年度財務報告與公告並向主管機關申報之年度財務報告不一致者，及(2)發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項（係指發生偶發之重大事項，即一般所稱之重大訊息），均應於事實發生之日起二日內公告並向主管機關申報。

此外，由於證交法第 36 條第 2 項第 2 款「發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項」之範圍過於廣泛，證券主管機關於民國 77 年 8 月 6 日訂定發布之「證券交易法施行細則」（以下簡稱「證交法施行細則」）第 7 條中，以列舉及概括之方式明確定義「發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項」之範圍。至民國 90 年 6 月 21 日證券主管機關修正「證交法施行細則」時，進一步調整第 7 條之規範，增列保全程序、強制執行事件、重要備忘錄或策略聯盟或其他業務合作計畫之簽訂、變更、終止或解除、試驗之產品開發成功進入量產階段、取得或出讓專利權、商標專用權、著作權或其他智慧財產權之交易等，依實務經驗對公司股東權益或證券價格有重大影響之事項。

（五）公開收購（證交法第 43 條之 1~5）

為使證券主管機關及投資人瞭解公司股權大量變動之原因及其趨向，民國 77 年修正證交法時，參考美國證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）第 13 條第 4 項之規定¹³，增訂第 43 條之 1，規範單獨或共同取得公開發行公司已發行股份總額超過百分之十者，應於取得後十日內向主管機關申報，若不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人公開收購者，應經主管機關核准。由於公開收購涉及之程序較為複雜，為健全公開收購制度，證券主管機關於民國 84 年 9 月 5 日訂定頒布「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」及「證券交易法第四

¹³ 美國證券交易法第十三條第四項之規定，任何人單獨或與他人共同取得某一證券超過發行股數百分之五者，應於取得後十日內向證券交易所、發行公司、證管會等提出說明書，說明其資金、取得證券之目的、取得人之背景等資料，用使主管機關及投資人能了解公司股權大量變動之來由及其趨向，亦是「完全公開」原則之發揮。參見民國 77 年 1 月 29 日證交法第 43-1 條之立法理由。

十三條之一第一項取得股份申報事項要點」等規範，詳細規定公開申購之作業程序及其申報義務等，使公開申購之股權取得及申報有所依循。

民國 91 年併購三法通過，對於現行有礙企業併購之法規多予鬆綁，證券主管機關於民國 91 年 2 月 6 日修正證交法時，爰配合修正公開收購制度相關規範，茲摘述如下：

1. 修正第 43 條之 1：為符合外國立法之趨勢，爰參酌美、日立法，將公開收購制度由核准制改為申報制，並將收購數量不致於影響公司經營權變動者予以豁免；另為避免大量收購有價證券致影響個股市場之價格，爰參酌英國之立法，導入強制公開收購之規定。
2. 增訂第 43 條之 2 至第 43 條之 4：為維護應賣人之權利，明定公開收購人應以同一收購條件為收購、不得為公開收購條件之不利變更、不得於公開收購期間以其他方式購買同種類之公開發行公司有價證券及有交付公開收購說明書義務之規定。
3. 增訂第 43 條之 5：公開收購原則上不得停止，公開收購人所申報及公告之內容有違法情事者，主管機關得命令其變更公開收購申報事項並重行申報及公告；公開收購人未於收購期間完成預定收購數量或經主管機關核准停止公開收購之進行者，除有正當理由並經主管機關核准者外，於一年內不得就同一被收購公司進行公開收購。

（六）財務預測（證交法第 36 條之 1）

為加強公開發行公司預測性資訊之允當公開，以保障投資人之權益，促進證券市場之健全發展，財團法人中華民國會計研究發展基金會率先於民國 78 年及 80 年分別公布財務會計準則公報第 16 號「財務編製預測要點」及第 19 號「財務預測核閱要點」，規範公司應揭露財務預測，並對其預測之範圍及程序等加以規範。此外，民國 77 年 5 月 9 日發布之「發行人募集與發行有價證券處理準則」第 18 條及第 25 條亦規範，上市（櫃）公司於現金增資發行新股，及申請募集與發行可轉換公司債時，均應編製財務預測。

民國 80 年及 81 年，證券主管機關陸續發布相關函令，規範公開發行公司之財務預測應揭露內容，及公告申報程序等。民國 82 年 12 月 30 日更進一步頒布「公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點」（以下簡稱「財務預測要點」），擴大財務預測之適用範圍，並就財務預測之內容、財務預測之更新及其法律責任加以規範。民國 91 年 11 月 14 日，為配合民國 91 年證交法增訂第 36 條之 1，且為加強

公開發行公司財務預測資訊之允當公開，保護投資人權益，證券主管機關爰廢除「財務預測要點」，同時發布「公開發行公司公開財務預測處理準則」（以下簡稱「財務預測處理準則」），將財務預測之規範提升至法律位階。

雖然我國財務預測制度已成為資本市場中相當重要的訊息，然而，隨著我國證券市場規模逐漸擴大，經濟環境日趨複雜，公開發行公司公布財務預測結果後，更新比率偏高，更新次數頻繁，使投資人對於財務預測資訊普遍缺乏信心。此外，財務預測資訊之揭露及其更新，往往影響證券價格之變動，造成部分有心人士藉以操縱股價，或利用內線訊息獲取暴利。爰證券主管機關為符合國際作法及實務需要，於民國 93 年 12 月 9 日修正「財務預測處理準則」，將原本強制性財務預測制度修正為自願公開之方式，並參考國外有關預測性資訊公開之相關規定及實務運作方式，調整財務預測相關規範之內容。

（七）取得或處分資產（證交法第 36 條之 1）

為健全我國資訊揭露制度，證券主管機關於民國 77 年證交法大幅增修資訊揭露相關規範後，陸續頒布資訊揭露相關處理要點，例如：

1. 為保障投資，落實資訊公開，於民國 78 年 4 月 12 日訂定發布「公開發行公司取得或處分資產處理要點」（以下簡稱「取得或處分資產要點」）。
2. 為確保公開發行公司向關係人購買不動產交易條件之合理性，以維護股東及投資人權益，並訂立非常規交易之客觀認定標準，劃一適當處理方式，於民國 83 年 2 月 15 日訂定頒布「公開發行公司向關係人購買不動產處理要點」（以下簡稱「向關係人購買不動產要點」）。
3. 為加強公開發行公司衍生性商品交易資訊之公開，及建立衍生性商品交易之風險管理制度，於民國 85 年 4 月 20 日訂定發布「公開發行公司從事衍生性商品交易處理要點」（以下簡稱「從事衍生性商品交易要點」）。
4. 為促使公開發行公司確實公開其從事大陸地區投資之情形，於民國 87 年 2 月 18 日訂定發布「公開發行公司從事大陸地區投資處理要點」（以下簡稱「從事大陸地區投資要點」）。
5. 為避免企業進行合併或分割時，影響股東及投資人權益，並維持證券交易市場秩序，於民國 89 年 2 月 16 日訂定發布「上市上櫃公司及興櫃股票公司合併或分割應注意事項（原名稱：上市上櫃公司合併應注意事項）」（以下簡稱「合併或分割應注意事項」）。

6. 為避免企業因依公司法第 156 條第 6 項規定股份交換，影響股東權益，於民國 91 年 1 月 22 日訂定發布「公開發行公司發行新股受讓他公司股份應注意事項」（以下簡稱「受讓他公司股份應注意事項」）。

民國 91 年 12 月 10 日，依據 91 年修正之證交法增訂第 36 條之 1 之授權，證券主管機關將先前發布之「取得或處分資產要點」、「向關係人購買不動產要點」、「從事大陸地區投資要點」、「從事衍生性商品交易要點」、「合併或分割應注意事項」及「受讓他公司股份應注意事項」等類似性質之規定予以整合，訂定發布「公開發行公司取得或處分資產處理準則」（以下簡稱「取處準則」），明訂取得或處分資產、從事衍生性商品交易等重大財務業務行為，其適用範圍、作業程序、應公告、申報及其他應遵行事項。

此外，配合 95 年 1 月 11 日公布證交法部分修正條文及 95 年 6 月 12 日內政部發布「不動產估價技術規則」部分修正條文，證券主管機關於 96 年 1 月 19 日修正「取處準則」部分條文，放寬公開發行公司取得或處分具活絡市場之公平報價之有價證券等情形，可免取具標的公司財務報表及洽請會計師表示意見，並強化併購行為之管理，增訂參與合併、分割、收購或股份受讓之上市或股票在證券商營業處所買賣之公司，應將人員基本資料、重要事項日期等資料留存，並辦理資訊申報作業。¹⁴

（八）資金貸與及背書保證（證交法第 36 條之 1）

民國 55 年 7 月 19 日公司法修正，即於第 15 條增訂「公司之資金，不得借貸與其股東或其他個人」，明確對公司資金貸與加以規範。而證券主管機關另於 76 年 9 月 1 日及 10 月 13 日分別訂定發布「上市（櫃）公司資金貸與他人應注意事項」（以下簡稱「資金貸與注意事項」）及「有關上市公司資金貸與他人之補充規定」（以下簡稱「資金貸與補充規定」），以加強規範上市（櫃）公司之資金貸與作業。此外，為保障股東權益，健全上市上櫃公司辦理背書保證之財務管理，證券主管機關於民國 74 年 9 月 6 日訂定發布「上市上櫃公司背書保證處理要點」（以下簡稱「背書保證要點」），另對上市（櫃）公司之背書保證作業加以規範。

民國 91 年 12 月 18 日，配合民國 91 年證交法修正增訂第 36 條之 1，且為健全公開發行公司資金貸與他人及為他人背書或提供保證之管理，減低經營風險，證券主管機關整合「資金貸與注意事項」、「資金貸與補充規定」及「背書保證要點」

¹⁴ 參見許耕維，「公開發行公司取得或處分資產處理準則」相關規範及資訊揭露簡介，證券暨期貨月刊，民國 96 年 3 月 16 日出版，頁 5。

等規定，訂定頒布「公開發行公司資金貸與及背書保證處理準則」。其後，為考量經濟環境變動及公開發行公司實務運作需求等，至今歷經 3 次修正，其中為簡化資訊公開之標準，將資金貸與及背書保證餘額達淨值一定比例之標準，改以公開發行公司及其子公司餘額併計達該公開發行公司淨值一定比例為標準，並刪除資金貸與及背書保證餘額每增加達淨值一定比例應公告申報之規定，改採新增單筆資金貸與或背書保證金額達一定標準時，應辦理公告申報。

三、小結

有於篇幅之限制，前揭介紹僅就部分較主要之資訊揭露規範加以敘明，惟我國資訊揭露制度，尚包含補辦公開發行及初次上市（櫃）時所作之公開、股東會開會資訊、內部稽核各項作業之公開、募集資金及私募案件、上市（櫃）公司買回本公司股份及會計變動之公開等資訊公開規範，看似繁雜，惟為強化資訊揭露透明度及維持資訊揭露品質，證券主管機關透過訂定各式規範以健全我國資訊揭露制度，仍應有其必要性。

此外，由於上市（櫃）公司之股東人數較多、股票交易較為活絡，影響投資人之層面較為廣泛，因此，證券主管機關持續督促證交所及櫃買中心訂定資訊揭露相關規範，例如：有價證券初次上市（櫃）前業績發表會實施要點、上市（櫃）公司重大訊息說明記者會作業程序及有價證券上市（櫃）公司重大訊息之查證暨公開處理程序等規範，使上市（櫃）公司之資訊揭露規範更加完整充分，足見我國證券主管機關對資訊揭露之重視，及貫徹公開原則之努力。

肆、資訊揭露制度之強化

資訊揭露制度除了前述對資訊揭露之量與質的規範外，仍需透過加強資訊揭露管道，使投資大眾能有效率地獲得充分且及時的資訊。此外，公開發行公司之資訊揭露，不應以符合法令規定為限，如何促進公開發行公司自願性揭露相關資訊，亦十分重要。

一、資訊揭露管道之變革

我國資訊揭露之管道，早期主要為紙本（報紙）公告，然而隨著科技的發展、網路的普及，證券主管機關亦積極推動電子化網路申報系統，以使投資人獲取資訊更為便利，並降低公開發行公司公告之成本。我國資訊揭露管道之規範，可概分為紙本公告、紙本及網路公告雙軌並行及以網路申報公告為主之三階段，茲分述如下：

（一）紙本公告階段

民國 55 年公司法修正，訂定第 28 條，規定除主管機關之公告應登載政府公報外，其他之公告應登載於各公司所在之縣（市）或省（市）之日報顯著部分。故早期公開發行公司之資訊揭露，均依公司法之規定刊登於報紙，惟為避免部分公司將資訊刊登於發行量較少之地方報紙，證券主管機關於民國 86 年以（八六）台財證（一）字第 25359 之 1 號函，規範公開發行公司應公告之資訊，應刊登於報紙之全國性版面。

此外，為使投資人能透過較多管道取得相關資訊，除依公司法於報紙公告外，證交法並訂有抄送及交付義務等相關規範。民國 57 年證交法第 31 條即規範募集有價證券，應先向認股人或應募人交付公開說明書，並於第 36 條規範財務報告應抄送證交所或證券商同業公會，以供公眾閱覽。民國 77 年證交法修正第 36 條，更進一步規範財務報告及重大訊息公告申報事項，有價證券已上市買賣者，應抄送證交所及證券商同業公會；有價證券已在證券商營業處所買賣者，應抄送證券商同業公會供公眾閱覽；而公開發行公司編製之年報，除應依前述規定辦理外，另並應於股東常會分送股東。

（二）紙本及網路公告雙軌並行階段

鑑於報紙公告散見於各大日報，投資人資訊取得不易，刊登作業廢時且公告成本高，加以監理困難度高，爰隨著科技之進步，證券主管機關自七〇年代開始，便積極督促證交所開發網路資訊系統。民國 76 年 11 月 11 日「基本市況報導」開發完成，投資人可於證券商營業處所即時取得該系統傳輸之資訊；雖然其內容主要為交易資訊，惟仍有「市場公告」之資訊可供投資人參考。民國 82 年 2 月 22 日「股市觀測站」正式上線，為資訊揭露管道電子化之始，上市公司需將各項財務、業務及重大資訊輸入該系統，以供投資人於證券商營業處所查詢。值得注意的是，前述「基本市況報導」及「股市觀測站」之系統，均屬於內部主機連線，投資人僅能透過證券商營業處所進行查詢，且基於公司法第 28 條之規範，我國法定之公告，仍係以報紙公告為準。

由於電腦及網際網路之普及，民國 88 年 7 月「股市觀測站」之查詢方式轉為開放式的網際網路查詢，投資人可於辦公處所及家中即時查詢上市公司之各項資訊。而證基會建置之「真相王證券專業資料庫」亦於民國 88 年開始提供財務報告、年報及公開說明書等資料電子檔案，惟係採使用者付費之方式提供會員查詢。此外，證券主管機關於民國 90 年 8 月 1 日及 8 月 10 日發布（九〇）台財證（一）字第 138830 號函及（九〇）台財證（六）字第 003888 號函，規範上市（櫃）公司

於 90 年 9 月 1 日起，以規定方式於「股市觀測站」輸入相關資訊後，得簡化報紙公告內容（依「從事大陸地區投資要點」規定應公告大陸投資資訊者，得免除報紙公告），將電子資料網路申報之發展更推進一步。

（三）網路申報公告為主階段

為因應資訊揭露採電子資料網路申報之國際趨勢，並簡化公開發行公司及投資人之資訊申報公告與查詢作業，證券主管機關於民國 90 年 10 月召開「公開資訊電子資料網路申報單軌化」制度相關會議，並成立專案小組，由證交所統籌規劃建置資訊申報系統等相關事宜，並於 91 年 8 月 1 日完成建置「公開資訊觀測站」正式上線，取代以往「股市觀測站」。民國 90 年 11 月 12 日公司法修正第 28 條，就公司之公告，增訂「公開發行股票之公司，證券管理機關另有規定者，不在此限」之但書規定，使資訊揭露之公告更具彈性。證券主管機關遂於 91 年 2 月 19 日以（九一）台財證（一）字第 101652 號函規範，公開發行公司依該函令之規定將應公告資訊揭露於網站後，其公告事項得免登載於報紙，惟除「從事大陸地區投資要點」規定之公告資料外，餘仍應向主管機關辦理申報。

鑑於「公開資訊電子資料網路申報單軌化」制度已趨成熟，且資訊申報系統之建置已近完成，證券主管機關於民國 91 年 6 月 28 日發布台財證一字第 0910003639 號令，規範自 91 年 8 月 1 日起，公開發行公司向證券主管機關指定之資訊申報網站完成相關資訊之傳輸後，即視為已依規定完成公告申報，且除部分項目外，無須再辦理書面申報及抄送相關單位。

然而，「公開資訊觀測站」之建置並非立即符合投資人之需求，為加強「公開資訊觀測站」之功能，證交所於 92 年完成建置「英文版」公開資訊觀測站，使外國投資人更易於瞭解我國上市（櫃）公司財務業務狀況，並與國際接軌。此外，由於依規定需揭露之資訊內容過於繁複，為提升資訊使用效率，證交所彙整重要財務業務資訊，於 93 年 11 月 15 日建置完成「精華版」公開資訊觀測站，並針對各類性質資訊，彙整為各項專區，例如公司治理專區、債信專區、募資專區及財務預測專區等，使我國資訊揭露之即時性及效率性更加提升。

二、資訊揭露評鑑之建立

自 2001 年美國安隆（Enron）、世界通訊（WorldCom Group）等企業陸續爆發弊案以來，公司治理機制又重新受到重視，且經檢視多數弊案發生之原因，均與資訊不透明有關，亦突顯資訊揭露在公司治理之重要性。為降低資訊之不對稱性，世界各國陸續發展出資訊揭露相關之評鑑機制，如美國標準普爾評等公司（Standard

& Poor's Rating Service) 的透明度與資訊揭露調查分析 (Transparency and Information Disclosure Survey)、日本東京證交所的上市公司表揚制度 (上場會社表彰制度) 及香港會計師公會的「最佳公司管治資料批露大獎 (Best Corporate Governance Disclosure Awards) 」等，希望透過外部機制，促使公司在法規要求之外，亦能自願性加強內部資訊之揭露。

為強化市場監督之力量，以提升公司資訊揭露之透明度，證交所及櫃買中心於民國 91 年 7 月，委託證基會以自發性、民間自律方式，並考量我國國情及與國際接軌之原則下，規劃建置「資訊揭露評鑑制度」，期能透過一個獨立、公正、專業之第三者，對全體上市 (櫃) 公司之資訊揭露透明度作系統化之評量。¹⁵民國 91 年 10 月至 92 年 4 月，證基會邀集外資、投信及四大基金等共同研商，以瞭解資訊需求者的實際需要；同時並邀集學者專家籌組資訊揭露評鑑委員會，陸續召開 10 次諮詢委員會，擬訂評鑑指標，並於民國 92 年辦理第 1 次資訊揭露評鑑，為我國首次針對上市 (櫃) 公司資訊揭露情形所作之透明度評比。

資訊揭露評鑑原則係以全體上市 (櫃) 公司為評鑑對象，每年評鑑一次，每屆評鑑以一個完整會計年度 (每年 1 月 1 日至 12 月 31 日) 期間上市 (櫃) 公司所發布之資訊為評鑑依據，評鑑資料範圍—以第 9 屆資訊揭露評鑑為例—係以民國 100 年期間公司輸入公開資訊觀測站或公告於公司網站的資訊為主，包括 99 年度年報、99 年度財務報告及此期間發布的各項定期和不定期資訊。此外，資訊揭露之評鑑標準，包括前述資訊公開之時效與品質，其指標分類如下：¹⁶

指標類別		項目	比率	加分獎勵
(一)	相關法規遵循情形	1~12, 共 12 項	11%	無
(二)	資訊揭露時效性	13~38, 共 26 項	23%	9 項
(三)	預測性財務資訊之揭露	39~43, 共 5 項	4%	5 項
(四)	年報之資訊揭露	44~93, 共 50 項	44%	14 項
(五)	企業網站之資訊揭露	94~114, 共 21 項	18%	21 項
合計		114 項	100%	49 項

然而，資訊揭露評鑑之過程，除蒐集上市 (櫃) 公司所發布之資訊評鑑分析

¹⁵ 參見彭淑菁，淺談「公開發行公司年報應行記載事項準則」強化資訊揭露及相關配套機制推動情形，證券暨期貨月刊，民國 96 年 3 月 16 日出版，頁 26。

¹⁶ 第九屆資訊揭露系統宣導說明會簡報資料，證基會網站 <http://www.sfi.org.tw/E/Plate.aspx?ID=112>

外，亦開放受評公司針對評鑑疑義提出書面意見反應，並經多次覆評會議討論後，始產生評鑑結果，已力求公平、公正、客觀進行評鑑。而近年來相關研究顯示，企業自願性的非財務性揭露已漸成投資人關注的焦點，公司如僅符合法規強制性揭露之要求，已漸不能滿足投資人之需求，國際間蔚然形成鼓勵企業增加自願性揭露之發展趨勢，故我國資訊揭露評鑑系統近年來亦逐漸增加自願性揭露指標，希望能鼓勵並加強我國企業自願性揭露資訊，以提升資訊揭露之透明度，並與國際接軌。

伍、結語

為達成健全市場、保護投資人的目標，各國均以「貫徹公開原則」為證券立法之核心，而「貫徹公開原則」，除了使投資人獲得必要的資訊外，亦具有監督發行公司之效果，美國聯邦最高法院法官 Louis D. Brandeis 1914 年寫下的名言：**Sunlight is said to be the best of disinfectants, electric light the most efficient policeman.**（陽光是最好的防腐劑，燈光是最有效率的警察），即是說明藉由資訊的公開，能發揮嚇阻不法之功效。而我國證券主管機關多年來持續增修資訊揭露相關規範，並積極推動資訊揭露平台單軌化及電子化作業，即是希望透過完善的資訊揭露制度，為投資人提供公開而透明的投資環境，以維護市場交易秩序。

近幾年來，督促公司揭露非財務資訊已成為國際趨勢，而我國證券主管機關亦與時並進，持續修正「年報應行記載事項準則」等規範，加強公開發行公司非財務資訊之揭露；除此之外，亦透過資訊揭露評鑑系統，以外部機制進一步促使上市（櫃）公司自願性揭露更多非財務資訊，讓我國資訊揭露制度，能逐步與國際接軌。更重要的是，藉此能使投資人取得更充分、更即時且正確之資訊，以作為投資決策之參考，達到證券主管機關保護投資人權益，健全資本市場之目標。

附錄 1：

為加速經濟發展，促進資本形成，提高國民就業，政府於民國 47 年曾發布 19 點財經改革方案，其中第 2 點即為籌建證券市場，充分供應建設資金；同年起先後派遣專家，前往美、日等國，研究考察證券市場之業務與管理，民國 48 年 3 月 16 日邀請有關部會代表及專家組成「建立證券市場研究小組」從事研究策劃，建議設置證券管理委員會，並修訂有關各項法律。其後，前美援會復於民國 49 年 1 月間邀請美籍證券市場專家符禮思先生（George M. Ferris）來台，對台灣證券情況及經濟環境作全面考察，對建立證券市場的先決條件、投資環境的改善等均有所建議。政府當局依據證券市場研究小組的研究結論及美籍證券專家的建議，於民國 49 年 8

月 13 日以行政院台四九經字第四四九七號令核定「經濟部證券管理委員會暫行組織規程」，同年 9 月 1 日設置證券管理委員會，隸屬經濟部。民國 62 年 12 月 11 日公布「經濟部證券管理委員會組織條例」，民國 70 年 7 月 1 日則將證券管理委員會改隸財政部。

邇來為因應經濟國際化需要，健全期貨業之管理與發展，民國 81 年 7 月 10 日隨著「國外期貨交易法」之公布，並自公布後 6 個月施行，財政部證券管理委員會自該法施行時，納入期貨交易管理業務。為因應業務需要，於民國八十六年四月完成組織條例修正案立法程序，將名稱改為「財政部證券暨期貨管理委員會」。

我國金融管理制度，主要特點為行政管理權集中於財政部，而金融檢查權則分屬財政部、中央銀行及中央存款保險股份有限公司。在行政管理權方面，我國銀行、證券、期貨及保險業之主管機關雖為財政部，惟囿於法令，實務運作上並未合併監督管理；經統計截至 93 年 6 月 30 日止，財政部已依金融控股公司法核准成立金融控股公司有 14 家，顯示金融集團之發展趨勢於我國已逐漸形成，上述分業監理及分工檢查之管理模式，難以對橫跨銀行、證券、期貨及保險業之金融集團進行有效監理，而金融檢查權與行政管理權分離，亦影響金融監理之效能，因此為採取一元化之跨業合併監理模式，於 93 年 6 月 30 日發布「行政院金融監督管理委員會組織法」，並於 93 年 7 月 1 日將證券暨期貨管理委員會之名稱改為證券期貨局，並改隸行政院金融監督管理委員會。

詳見：行政院金融監督管理委員會證券期貨局簡介 http://www.sfb.gov.tw/Layout/main_ch/AllInOne_Show.aspx?path=620&guid=10cf8549-30c3-4aec-8ac2-2c554f217c1f&lang=zh-tw

附錄 2：

世界各國對於公開發行公司之證券管理採用二種不同制度，一為「公開原則（full disclosure）」或稱「申報制」，一為「實質管理原則」或稱「核准制」。前者以英國公司法及美國聯邦證券關係法規（證券法、證券交易法）為代表，而美國各州制定之藍天法案（Blue Sky Law）之大部分及歐陸公司法則屬於後者。

所謂「公開原則」係指有價證券之發行公司完全公開有關其證券為投資判斷所必要之資訊，而投資決定則由投資人自由判斷，投資損益亦為投資人之責任，即為完全公開主義（Full Disclosure Philosophy）；在公開原則之下，發行人在證券之募集或賣出時，應將據為判斷證券性質與價值之有關資訊完全正確公開，及依規定向

證券主管機關申報，經過一段等待時間（Waiting Period），證券主管機關未提出異議或頒發停止命令（Stop Order）阻止其發行時，即申報生效。

而「實質管理原則」則由主管機關審核公開發行公司是否符合募集與發行有價證券之標準，於主管機關核准後始得進行募集與發行，亦即核准制。實質管理原則及證券之發行不以真相公開為已足，尚需合乎一定之實質條件、法律或排除某種證券，或規定公司成立過程符合股東公平出資之原則，或考慮上述以及其他經濟因素而授與主管機關廣大之裁量權。

我國於民國 57 年訂定證券交易法立法之初，因會計制度尚未健全，公司之財務報表未盡能反映公司之實際狀況，證券商與投資人之專業度亦較缺乏，故仍賦予證券主管機關審查權，係採「實質管理原則」；民國 77 年證交法修正後，採「核准及申報並行制」；民國 95 年後，改採「申報（生效）制」。

參見：陳睿淳，企業資訊揭露問題之研究：以台灣經驗為例，頁 60-61。

參考資料

1. 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，高雄復文圖書出版社，二〇〇六年二月初版。
2. 莊月清，我國上市公司重大資訊揭露管理之研究期末報告，臺灣證券交易所股份有限公司委託研究計畫案，民國 97 年 9 月。
3. 吳壽山，我國證券市場重大訊息及定期性財務業務應揭露內容與公開管道之研究與建議，中華民國證券商業同業公會委託專題研究，民國 89 年 12 月。
4. 臺灣證券交易所，增進公開發公司財務資訊公開涵及管道，民國 92 年 8 月。
5. 張振山、包幸玉，我國資訊公開制度之探討，證券暨期貨月刊，民國 93 年 4 月 16 日出版。
6. 陳曉珮、高儀慧，上市櫃公司資訊揭露評鑑系統之介紹與推動現況，證券暨期貨月刊，民國 93 年 4 月 16 日出版。
7. 許耕維，「公開發行公司取得或處分資產處理準則」相關規範及資訊揭露簡介，證券暨期貨月刊，民國 96 年 3 月 16 日出版。
8. 彭淑菁，淺談「公開發行公司年報應行記載事項準則」強化資訊揭露及相關配套

- 機制推動情形，證券暨期貨月刊，民國 96 年 3 月 16 日出版。
9. 李秀玲，淺談建置資訊公開管道及相關機制推動情形-公開資訊觀測站與公司網站，證券暨期貨月刊，民國 98 年 7 月 16 日出版。
 10. 谷方，資訊揭露與公司治理，淡江大學商學院國際商學碩士在職專班碩士論文，民國 95 年 1 月。
 11. 陳睿淳，企業資訊揭露問題之研究：以台灣經驗為例，朝陽科技大學財務金融系碩士論文，民國 95 年 1 月。
 12. 張珩，論證券交易法之資訊公開原則—以公開說明日之法律責任為中心，政治大學法學院碩士在職專班碩士論文，民國 97 年 6 月。
 13. 馮軒綾，影響揭露盈餘資訊準確性因素之研究—以兩岸上市公司為例，成功大學會計學研究所碩士論文，民國 94 年 6 月。
 14. “Objectives and Principles of Securities Regulation.”, IOSCO, June, 2010.
 15. 行政院金融監督管理委員會證券期貨局網站 <http://www.sfb.gov.tw/>
 16. 法源法律網 <http://db.lawbank.com.tw/>
 17. 維基百科 <http://zh.wikipedia.org/>

