

填表人：王美齡

臺灣證券交易所 106 年度研究報告提要表

填表日期：106 年 12 月 25 日

| | | | |
|------------------|----------------------|----------|--------------------------------------|
| 研 究 項 目 | 上市公司重大訊息公開時點及揭露內容之探討 | | |
| 研 究 單 位 及 人 員 | 上市一部 王美齡、江蕙伶、莊健平 | 研究 時間 | 自 106 年 1 月 1 日 至 106 年 12 月 22 日 |
| 報 告 內 容 提 要 | | | |

一、研究內容重點

本研究分為十四章，第一章緒論，敘述本研究之動機與目的，重大訊息為投資人投資決策之重大攸關資訊，惟上市公司重大事件之形成過程多具延續性，如醞釀、磋商階段或作業過程，故何時為重大訊息公開之適當時點，另在及時公開之原則下如何兼顧揭露內容之準確性，容有深入探討之必要。第二章文獻探討，針對東西方相關文獻進行回顧，探討「效率市場假說」之定義與分類，「證券市場效率」、「資訊揭露與資訊不對稱程度」之關聯性，並由行為財務學出發，瞭解「資訊陳述方式與投資人決策結果」，暨「市場參與者類型及其處理資訊特性」等議題之研究結果及其關聯性。第三章我國重大訊息相關制度暨法律文獻判例探討，簡述重大訊息之認定、及時揭露等規範，蒐集整理消息明確或成立時點之國內、國外文獻及判例，暨探討公開收購各階段的細緻化認定。第四章至第八章就香港、美國、日本、中國及德國之重大訊息規定進行簡述，蒐集整理各國之重大訊息公開時點、揭露項目、市場傳言之處理、重大訊息揭露之例外規定暨違反罰則等規範。第九章至第十三章，重大訊息案例研析—主管機關重大裁罰案件（第九章）、重大災害或意外損失案件（第十章）、財務、業務不實案件（第十一章）、解散、營運困難及破產案件（第十二章）、合併及收購案件（第十三章），分就我國及美國、香港、日本、德國及中國等上市公司發生五類重大事件態樣，超過 40 個國內、國外經典案例，透過大量的翻譯研析、蒐集整理該等重大案件之重大訊息發布時點及內容。第十四章總結與建議，分析歸納國內、國外證券市場重大訊息之規定暨案例，探討重大影響上市公司五大類事件態樣之重大訊息公開時點及揭露內容，並與我國法規及案例比較分析，配合我國實務需求，提出相關建議，俾供我國重大訊息揭露管理制度之參考。

二、結論與建議

荀子「正論」：「主道利明不利幽，利宣不利周。」，其意為君主治理之道以公開為有利，隱蔽為不利。賴英照司法院院長著作提及，二手訊息的傳遞，且公司未證實或澄清，投資人難以判斷訊息真偽，而資訊揭露有助緩和資訊不對稱引發的不公平現象。古典心理學家實驗印證以訛傳訛，二手資訊的偏誤效應。反觀現今網路資訊媒體傳播迅速，聳動新聞可以吸睛，投資人難以判斷訊息真偽，凡此皆顯見上市公司資訊揭露及時及正確之重要性。

(一) 案例總結

本研究彙總整理五大事件態樣之重大訊息公開時點、揭露內容及相關建議如下：

1、主管機關重大裁罰案件

(1) 公開時點

上市公司遭主管機關重大裁罰案件，其輸入重大訊息時點為遭裁罰日，且視事件之調查或發展出現重大進展時，持續補充重大訊息內容。若在和解協議或合意處分令簽署前，有相關媒體報導裁罰案件內容，應就報導內容適度回應。

(2) 揭露內容

發生之事件原由；裁罰金額及內容；採行之因應措施及對策；對財報之影響，包含何季認列及提列之金額；持續更新案件進展；和解之內容及金額；回應媒體傳言；未來改善措施。

(3) 建議

德意志銀行因捲入俄羅斯洗錢案，及法國巴黎銀行提供遭美國經濟制裁國家或企業美元結算業務等案，而與美國紐約州金融監理署(DFS)達成和解，與我國兆豐金控之紐約分行受裁罰案相比較，其裁罰之主管機關皆為美國 DFS，而重大訊息之公開時點皆為合意處分令(Consent order)簽署日，前開案例公開時點尚屬一致，上市公司或其子公司受主管機關重大裁罰，原則上應於和解協議或合意處分令簽署日為公開時點，惟當重大事件之市場流言已傳出，且傳言已與事實大致相符(例如德意志銀行銷售 RMBS 事件受美國司法部裁罰乙案)，顯示消息已外洩，為達資訊揭露公平原則，上市公司應就事件內容進行適度說明，若媒體傳言內容有誤，上市公司應就報導內容予以澄清。

2、重大災害或意外損失案件

(1) 公開時點

重大意外或災害發生時，即輸入重大訊息說明，災害發生時倘未能清楚說明財務損失，則應於釐清後再次輸入重大訊息說明帳面損失金額、認列季度及對營運之影響，而於保險公司會勘確認賠償金額後，倘對財報具重大性，則應再次發布重大訊息補充說明保險理賠收入及其認列時點。

(2) 揭露內容

發生之事實及狀況；處理過程；採行措施；意外調查及處理結果；對財務、業務之影響，並更新後續營運狀況；說明相關財務損失，例如帳面損失金額、每日營收損失金額，及其財報認列時點；可獲保險理賠之金額，及其財報認列時點；未來改善或因應措施。

(3) 建議

依我國上市公司 2013 年迄今案例觀之，釐清財務損失約費時 2 天至 1 個多月不等，若涉及保險理賠，因保險公司會勘，需時更久，約費時 5 至 27 個月不等，本研究建議保險理賠收入倘具重大性應補充輸入重大訊息。

3、財務、業務不實案件

(1) 公開時點

事件爆發時，即發布重大訊息說明，並且視事件之調查或發展出現重大進展時，持續補充重大訊息內容，倘媒體傳言，縱使尚未經董事會決議，仍應就事件內容進行說明，例如福斯集團發生之柴油事件，其董事會決議前一日業有媒體報導其和解協議內容，且與事實大致相符，顯示消息已外洩，縱使該和解協議尚未經董事會通過，該公司仍發布重大訊息證實。

(2) 揭露內容

發生之事件原由；涉及之產品、客戶、金額、數量；採行之因應措施及對策；調查進度，且更新事件之重大進展；對財報之影響，包含何季認列及提列之金額；和解之內容及金額；回應媒體傳言；董事或高階主管異動，說明舊任者之辭任原因，及新任者是否為企業現職或新聘員工，暨簡述新任者之學、經歷；未來改善措施。

(3) 建議

從神戶製鋼及福斯集團柴油車之數據造假事件，可看到事件爆發後，該兩企業針對造假產品持續發布重大訊息，包含事件原由、影響產品別、客戶數量、銷售地區、銷售數量、對財務報告之影響性，包含何季認列及其提列之金額，因應採行措施，說明事件釐清之進展、回應媒體傳言暨和解內容及金額等。事件發生後，董事會成員或高階主管異動，則清楚說明異動原因、新任者學歷及經歷，為新聘或現任員工，原任企業何等職務，供投資人判斷是否適格。

4、解散、營運困難及破產案件

(1) 公開時點

財務困難或董事會作成解散、破產及清算等決議時輸入重訊說明。上市公司於債務違約或逾期情形發生時，若未能清楚說明未來因應措施及影響公司營運之情形，則應於管理階層作出相關決議後盡速發布重大訊息補充影響評估，以利投資大眾參考。

(2) 揭露內容

發生之事實及狀況；法院裁定情形；聲請人或重整人；聲請或通知書內容；負債總額；處理過程；風險警示。

(3) 建議

上市公司發生重整、破產、解散及存款不足退票等重大訊息往往令投資人措手不及，經參酌美國皮博迪能源公司、新疆億路萬源實業投資控股及吉林吉恩鎳業，因存在終止上市之風險，故發布風險預警公告提醒投資人。

經參酌國外交易所預先警示之精神及我國案例，台一公司及必翔公司因未依法令期限公告申報財務報告，而經證交所公告停止其有價證券之買賣，後因有價證券經停止買賣連續滿六個月後仍未恢復買賣而終止上市。前開案例之終止上市，有其事件發展之醞釀及延續性，本研究建議上市公司經證交所處有價證券停止買賣者，發布重大訊息說明停止買賣之開始日、緣由、因應措施暨有價證券經停止買賣若未能於六個月內恢復買賣，其有價證券將終止上市之風險警示，以達預先提醒投資人之警示效果。

5、合併及收購案件

(1) 公開時點

於事實發生日，即雙方董事會達成併購協議時輸入重大訊息。如遇市場相關併購傳言時，上市公司應本於事實說明或澄清相關內容，若尚未作成相關決議則不宜發布使投資人有所聯想之言論，可以不予置評回應，以免造成市場波動。後續若雙方已完成相關併購合意時，應即時發布重大訊息說明併購案內容。

(2) 揭露內容

併購種類；參與併購公司名稱；交易相對人；併購目的；併購後預計產生之效益；併購對每股淨值及每股盈餘之影響；換股比例及金額計算依據；預定完成日程；併購股份未來移轉之條件及限制；其他重要約定事項；其他敘明事項。

(3) 建議

各國對於重大訊息揭露規定，主要仍以何時係事實發生日為範疇，惟因併購案涉及決策及協議過程較為冗長及複雜，往往係多階段決策以達成最終併購之結果，併購雙方達成原則性協議之時點，此亦為併購案確立之時，於此時公布重大訊息，較符合資訊及時揭露原則，如香港騰訊公司收購日本軟銀(SoftBank)旗下芬蘭手機遊戲公司 Supercell，併購初期市場傳出該併購案仍有失敗之可能性，惟傳言並未具體，因此併購雙方並未進行回應，直至董事會達成協議時始發布重大訊息，該併購案最終順利完成。

經參酌各國案例，重大訊息揭露內容宜增加併購對未來財務報表之影響，例如：損益認列情形、是否納入合併子公司、及合併後占資產及營收比重等內容，併購預計完成時點，及併購對象之基本資料等，而當併購案完成日期未臻明確時，亦應提醒投資人注意相關風險，例如：騰訊公司收購 Supercell 案例公告「並無保證認購事項及 Supercell 收購事項將會落實完成或於何時落實完成。因此，本公司股東及潛在投資者於買賣本公司證券時應審慎行事。」。

尚待董事會決議之併購案，面對外界報導可以不予置評回應，而當已達原則性共識、有能力完成併購，且外界已有類似傳聞時，證明消息已外洩，已不符合資訊之保密性要求，且事實已處於較為確定狀態，誤導投資人之可能性較低，在資訊公開原則下，市場參與者應平等取得相同之資訊，上市公司應發布重大訊息適度說明。

(二) 建議增列重大訊息揭露項目

1、上市公司或其子公司遭搜索時

證交所對有價證券上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序（下稱重訊處理程序）法源為證券交易法第 36 條第 3 項第 2 款，而內線交易禁止法制之法源為證券交易法第 157 條之 1，本研究第三章業探討內線交易禁止法制與重大事項及時揭露制度之不同，惟經比對「證券交易法第一百五十七條之一第五項及第六項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」其中「依法執行搜索之人員至公司、其控制公司或其符合會計師查核簽證財務報表規則第二條之一第二項所定重要子公司執行搜索者」為重大消息之定義範疇，惟前開資訊非屬現行重訊處理程序所涵蓋之項目，故建議重訊處理程序揭露項目

增列上市公司或其子公司遭依法執行搜索之人員搜索者，應發布重大訊息說明，於重訊處理程序明訂上市公司之揭露義務。

2、董事監察人及持股百分之十以上大股東總持股數設質比率達九成

本研究第十一章財務、業務不實案件，探討我國上市公司必翔公司董事長伍必翔及其配偶直接間接持有必翔公司股份近4成，而將其持股超過6成進行質押，香港上市公司輝山乳業董事長楊凱直接間接持有輝山乳業公司股份達7成，而將其持股超過7成進行質押，上市公司決策經營方針之主要制定者，其持股進行大額質押後，即產生維持股價之壓力，故其質押資訊可視為風險預告資料，可謂「春江水暖鴨先知」，復考量現行我國證交所公開資訊觀測站「財務重點專區」資訊揭露處理原則業將「最近月份全體董事監察人及持股百分之十以上大股東總持股數設質比率達九成以上者」列入指標5，對股東權益或證券價格有重大影響之情事即應屬重大訊息揭露項目之範疇，故建議達到財務重點專區指標5之上市公司應發布重大訊息提醒投資人其股票質押情形。

3.有價證券停止買賣

本研究第十二章解散、營運困難及破產案件探討上市公司發生重整、破產、解散及存款不足退票等重大訊息常令投資人措手不及，經參酌國外交易所預先警示之精神及我國案例，上市公司經證交所處停止買賣有價證券者，投資人大多關心該等公司是否有終止上市可能性，爰本研究建議上市公司經證交所處有價證券停止買賣者，發布重大訊息說明停止買賣開始日、緣由、因應措施暨有價證券經停止買賣若未能於六個月內恢復買賣，其有價證券將終止上市之風險警示，以達預先提醒投資人之警示效果。

(三)嚴重違反重大訊息揭露規定增列裁罰方式

參採日本重大訊息揭露管理制度，建議「嚴重違反重大訊息揭露規定增列裁罰方式」。查我國現行上市公司嚴重違反重訊處理程序，且個案情節出於故意或重大缺失、或對股東權益或證券價格具重大影響者，證交所得處以5萬元至500萬元違約金，證交所並於罰款函中將要求違規公司董事長、總經理除於董事會及股東會報告改善情形外，前開人員及發言人應於文到6個月內至證券專業訓練機構接受證券法規研習課程。

除前開裁罰方式，為使裁罰效果及於制定決策之經營階層，暨加強該等人員及時揭露重大訊息之責任，爰建議上市公司違反重訊處理程序且個案情節嚴重者增列裁罰方式如下：

- 1、上市公司將其經最近一次董事會通過之揭露重大訊息改善計畫(須包含相關管理階層之責任追究情形，倘董事長、總經理及發言人仍繼續擔任該公司相關職務時，應於董事會中報告該等人員續任之原因及合理性)函報證交所，並發布重大訊息；
- 2、於提交前開改善計畫起算六個月內向證交所函報其經董事會通過之執行狀況報告，至改善為止；
- 3、於股東會中報告重大訊息違規緣由及改善情形。

