

填表人：李柏宏

填表日期：103/12/22

財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心 103 年度專題研究報告提要表	
研究題目	國外主要交易所與我國上櫃公司股票發行面停止及終止買賣制度之比較研究
研究單位及人員	王志誠教授、魏妸瑩律師、郭彥均律師、蔡文萱律師、沈佩霖律師、吳光禾律師、林郁絜律師、黃沛頌律師
研究時間	自 103 年 3 月 1 日至 103 年 10 月 31 日
報 告 內 容 提 要	
<b>壹、研究背景</b> <p>(一) 本案係金融監督管理委員會以 102 年 12 月 17 日金管證期字第 10200501782 號函文核准本中心提報之本(103)年度研究計畫案。</p> <p>(二) 櫃買中心買賣有價證券業務規則第 12-1 條臚列，得處以有價證券停止買賣之事由，並定有恢復交易之相關規範；另櫃買中心業務規則第 12-2 條臚列，得公告有價證券終止櫃檯買賣之事由，並定有公告免除其有價證券終止櫃檯買賣之相關規範。</p> <p>(三) 本研究聚焦於櫃買中心依業務規則上開規定所為之強制處置，其發行面各事由間是否有未周延、不合時宜或處置邏輯不適當等處，又國外交易所相關規定中是否有可供比較參考之處而可使之更加完備者，進行探討。</p>	
<b>貳、研究重點</b> <p>(一) 本研究目的擬研究美國、香港、新加坡及日本等國主要交易所就於主板市場交易之國內公司有價證券，關於發行面之停止及終止買賣制度，透過國內外文獻、法規制度等資料之整理、分析、比較，供我國上櫃公司股票相關機制比較檢討之參考。研究步驟如下：</p>	

- 一、國外相關交易所資料蒐集；
- 二、國外與我國制度比較分析（含我國制度本身從停止到終止事由是否有未周延、不合時宜或處置邏輯不適當等）；
- 三、期中研究報告：研議初步意見及建議（國外有何較適合我國參考之事由及我國制度自身現況有何可改良之意見）；
- 四、期末研究報告：就上開適宜參考及改良機制進一步研究其詳細內容及具體建議。

### 參、結論及建議事項

本研究蒐集、整理、分析美國 NYSE、NASDAQ、香港聯交所、新加坡交易所、日本交易所等國際主要證券交易市場就於主板市場交易之國內公司有價證券，關於發行面之停止買賣及終止買賣制度，可為我國相關制度之比較、參考。惟各國證券市場掛牌交易之公司組成不同、參與之投資人結構不同，導致各該證券交易市場之環境不同，故對市場管理之手段、方法及細節亦未必相同。對我國現行規定之檢討與建議如下：

#### （一）有關停止或終止買賣之事由

1. 未達股權分散標準：按要求股權分散之本旨，在於落實資本大眾化，經營成果為社會共享之理念，並確保股票一定程度之流動性，為發行股票公司申請上櫃之審查條件之一，故如上櫃公司股權過於集中，即顯然不符前開規範意旨，且易形成市場操縱，危害市場交易秩序。惟本研究報告認為，基於證券市場股份自由買賣原則及市場供需運作機制下，股權分散隨時會有變化，如將此列為停止或終止買賣之事由，執行上恐有困難，就現階段而言，櫃買中心有關股權分散之相關規範，應已足夠。
2. 市值或營收偏低：經查於不同交易所上市（櫃）之發行公司，規模

本不相同；縱使係於同一交易所上市（櫃）之發行公司，因產業不同，市值及營收亦會有所不同。況且，發行公司可能因業務調整或社會整體經濟因素，導致一時之市值或營收不佳，如因此即停止或終止該發行公司之股票買賣，反而不利於投資人。本研究報告認為，依我國目前之經濟及社會發展實情，現階段似無須將市值或營收偏低等情，列為停止或終止買賣之事由。

3. 現金資產公司：如有發生現金資產公司之情事，櫃買中心現行規範已可檢視是否符合上開規定，以此作為終止發行公司有價證券櫃檯買賣之依據。現階段尚無將成為現金資產公司增列為終止其有價證券櫃檯買賣之事由。
4. 內部監控嚴重不足：為有效落實發行公司內部控制制度之執行，本研究報告建議，櫃買中心可於業務規則第 12、12-1、12-2 條等條增訂相關規定，如受查公司委託會計師專案審查內部控制制度所出具之審查報告為否定意見，可列為變更交易方法、停止或終止買賣之事由。
5. 不適當之合併：有關借殼上市乙節，櫃買中心業務規則第 12-1 條第 1 項第 17 款、第 2 項第 3 款已有規範相關監理制度，櫃買中心得停止其有價證券櫃檯買賣，發行公司須於六個月內出具承銷商評估報告並符合第 2 項第 3 款所規定之各項情事。本研究報告認為，該規定尚屬妥適，現階段應無修改之必要。
6. 反社會勢力之排除：本研究報告認為，本條排黑款條因具有較濃厚之歷史因素及文化背景，如日後可能參採為停止或終止買賣之事由，仍有再深入研析其實證案例之必要。
7. 其他：經查香港聯交所上市規則及新交所主板規則中所規範之停止或終止買賣事由較為抽象，其優點在於交易所得分別依個案事實認

定，避免因制式之標準反而讓上市公司得規避監理，缺點在於上市公司缺乏明確遵循之依據。本研究報告認為，櫃買中心業務規則之規範較為具體明確，且概括條款亦保有彈性，故目前櫃買中心業務規則之規範方式，較為妥適。

(二) 終止買賣之救濟程序：本研究報告認為，目前櫃買中心已有前述之類似救濟程序，且實務上運作尚稱順暢，故現階段應尚無參照 NYSE、NASDAQ 或香港之救濟程序，由委員會就櫃買中心所為之終止買賣處置進行審議之必要性。

(三) 有關「公開譴責信」之機制：本研究報告認為，目前上櫃公司因違反資訊申報、重大訊息及說明記者會規定而經中心處以違約金處置者，櫃買中心除以新聞稿發布外，並會於公開資訊觀測站中之「投資專區」「金管會證券期貨局裁罰案件專區」「違反資訊申報、重大訊息及說明記者會專區」中予以揭露，另公司治理專區亦可查詢及揭露上(市)櫃公司違規及交易面異常等相關資訊(<http://cgc.twse.com.tw/OTCViolation/chPage>)，上開方式亦可達到資訊揭露之目的，某程度上類似於公開譴責信之制度，故現階段似尚無特別建立類似 NYSE、NASDAQ 公開譴責信之制度。

(四) 相關資訊之公開揭露制度：建議櫃買中心或可於櫃買中心網站「市場公告」下之「變更交易方法有價證券」、「停止有價證券櫃檯買賣」二項公告中，進一步揭露此類公司現行階段為何及其重大訊息，以利投資人查詢。另，櫃買中心現行業務規則第 12 條有關變更交易制度及公開資訊觀測站之財務重點專區等之設置，某程度上亦可具有類似日本上開制度對投資人預警之效果。