

【論著】



淺談外國企業以實際營運主體 來臺掛牌——以日本公司為例

證期局
李岳霖（專員）

壹、前言

金融監督管理委員會（下稱金管會）自 101 年起開放擬來臺第一上市（櫃）或登錄興櫃之外國發行人，其股票得為無面額或每股面額不限新臺幣 10 元後，外國企業已無須為符合過去每股面額 10 元限制而於第三地（如開曼群島）設立控股公司，而得選擇逕以其實際營運主體作為來臺掛牌主體，有助於降低外國企業整體籌資成本，且使投資人更容易認識發行公司，並提升資訊透明度。惟過去實務上仍面臨因我國與該外國公司實際營運地國之兩地法令差異，所衍生股東權益保護事項，而須修訂公司章程及揭露兩地法令重大差異對股東權益之影響等配套措施。

日本於 2001 年就日本公司已全面改採無面額股票制度，自我國開放外國企業每股面額限制後，陸續有註冊地為日本之外國企業表達來臺第一上市（櫃）掛牌之意願，金管會於 101 年起陸續與臺灣證券交易所股份有限公司（下稱證交所）及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（下稱櫃買中心）研議前開議題之通案處理方式，並制定相關規範以資遵循，首家日本企業（Auto Server Co., Ltd.）業於 103 年 1 月 14 日在臺上櫃，爰擬就外國企業以實際營運主體來臺掛牌衍生股東權益保護之議題加以探討。

貳、現行外國企業來臺第一上市（櫃）掛牌之股東權益保障機制

一、證券交易法之外國公司定義及專章

（一）訂定緣由：證券交易法（下稱證交法）中有關以「發行人」、「公司」為刑事、民事責任或行政義務要件之規定，受限於罪刑法定主義及法律保留原則，如擬適用於外國公司須有明確規範。金管會為促進證券市場國際化，俾使依外國法律組織登記之公司來臺募集、發行、買賣及私募有價證券之規範明確，以強化相關監理機制運作與保障投資人權益，於證交法明定外國公司定義，並增訂外國公司專章及相關民刑事及行政責任規範，相關修正條文前經立法院於 100 年 12 月 12 日通過後，嗣經總統於 101 年 1 月 4 日公布施行。

（二）證交法之外國公司專章規範重點：

1. 增訂外國公司定義：證交法第 4 條規範所稱外國公司，謂「以營利為目的，依照外國法律組織登記之公司」。
2. 訂定第一上市（櫃）公司準用證交法相關管理及監督規定：證交法第 165 條之 1 明定第一上市（櫃）公司其有價證券在我國募集、發行、私募及買賣之管理、監督等，準用證交法相關規定，例如補辦相關發行審查程序、建立內部控制制度、設立獨立董事、審計委員會之組成、國內外募集及發行有價證券之申報、定期公告申報財務報告、公開說明書應記載事項及證券市場交易秩序等。
3. 增訂訴訟及非訴訟代理人：為便於對外國公司之行政管理，爰增訂第 165 條之 3 條文，規範外國公司應在我國境內指定其依本法之訴訟及非訴訟之代理人，並以之為外國公司依證交法在我國境內之負責人。
4. 行政及刑事處罰：針對第一上市（櫃）公司或其所屬人員違反依證交法第 165 條之 1 所準用同法之相關規定者，依證交法罰則章各條之規定處罰其為行為之負責人。而所謂為行為之負責人，係指實際負責人，包括依同法第 165 條之 3 規定在我國境內指定之訴訟及非訴訟代理人。至外國公司違反證交法規定所涉行政及刑事責任，其為行為之負責人為誰，則由金管會及司法機關依個案事實認定之。（參照證交法第 171 條、第 174 條至第 179 條）

二、股東權益保護事項檢查表及相關強化措施：

（一）法源依據：依證交所「有價證券上市審查準則」第 28 條之 7 及櫃買中心「外國有價證券買賣審查準則」第 4 條、「證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則」第 7 條

規定，外國企業申請第一上市（櫃）或登錄興櫃時，須檢附我國律師填製之「股東權益保護事項檢查表」，其內容係參酌我國公司法及證交法關於股東權益保護之重要規定而訂定，律師須逐項檢查確認外國企業在不牴觸註冊地國法令之前提下，是否已將該等股東權益保護重要事項納入公司章程或其組織文件。

（二）重要內容：該檢查表納入我國公司法、證交法內有關股東權益保護之重要規定，包括公司之資本形成及變動、股東會之召集程序與決議方式、董事之權限與責任、監理合作及司法互助等。律師應逐項比較檢查表所列「股東權益保護重要事項」與外國公司註冊地法令規定，及說明外國公司註冊地法令相關規定之內容，並依下列方式提供覆核意見：

1. 規範無差異：如「股東權益保護重要事項」與外國發行人註冊地公司法令之相關規定無差異，而外國發行人無修正章程或組織文件¹之必要者，應敘明無差異。
2. 規範有差異：如「股東權益保護重要事項」與外國發行人註冊地公司法令之相關規定有差異，或註冊地無明文規定者，應說明外國發行人是否已依「股東權益保護重要事項」修正其章程或組織文件；如兩地法令之相關規定有差異，但該註冊地公司法令不容許外國發行人依「股東權益保護重要事項」修正其章程或組織文件者，應說明外國發行人不修正章程或組織文件之理由。
3. 資訊揭露：外國發行人未依「股東權益保護重要事項」修正章程或組織文件者，外國發行人是否已於公開說明書內敘明外國發行人註冊地公司法令之相關規定，及與「股東權益保護重要事項」之差異內容。

（三）證交所及櫃買中心審查：外國企業申請股票第一上市（櫃）或登錄興櫃時，證交所及櫃買中心將核閱律師填製之「股東權益保護事項檢查表」，確認外國企業在不牴觸註冊地國法令之前提下，是否已將「股東權益保護重要事項」內容訂入公司章程，以保障我國股東權益。若未將「股東權益保護重要事項」訂入公司章程者，應評估其原因是否合理、註冊地國規定內容與對我國股東權益之影響等，及該等差異事項是否有重大損及股東權益保護之虞，另並檢閱該外國企業之公開說明書是否已揭露相關事項，以保障我國股東權益。

（四）其他：外國企業於申請第一上市（櫃）時，應承諾配合證交所、櫃買中心或其委託之機構進行專案檢查，另外國發行人註冊地國法令就股東權益保護重要事項有法院專屬管轄之強制規定，而排除我國法院管轄權者，應強制投保董事責任險，且於上市（櫃）掛牌期間應持續投保，另其在我國設有戶籍之董事（含獨立

1 除公司章程外另有「組織文件」之規定，主係考量各國法制不同，上述「組織文件」係指其效力實質等同於公司章程者。

董事)，應提高為至少有二名。

參、首家外國企業（日本公司）以實際營運主體來臺掛牌案例分析

一、臺、日兩地公司及證券法規之重要內容比對：

因應首家日本企業來臺申請第一上市（櫃），涉及我國與日本證券及公司法令差異衍生公司章程修訂之股東權益保護問題，須依據上述「股東權益保護事項檢查表」逐一檢視所列項目之兩地法令重大差異事項，及研議應採取之配套措施。

二、公司章程或內部規則應訂定事項之分析：

- （一）依據日本會社法第 29 條² 規定，除日本會社法下規定之章程應記載事項（絕對記載事項）及未於章程中規定即不生效力之事項（相對記載事項），日本公司之章程尚可納入其他不違反日本會社法強制規定之事項（任意記載事項），例如其他法院之管轄權、訴訟及非訴訟代理人之設置等。
- （二）實務上日本企業大多僅將日本會社法明文規定應記載於章程之事項（絕對或相對記載事項），及實務上認為應記載於章程中的公司基本規定等事項（如董事、監察人、經理人之人數及會計年度等）訂入章程中，惟日本企業仍得訂定各種「內部規則」（如董事會規則、股票處理規則、職務權限規則等），以規範公司內部之相關營運事項。
- （三）日本企業訂定之「內部規則」效力：
 1. 日本企業之「內部規則」係限制公司董事會之作為，股東就董事會執行職務違反「內部規則」者，僅能以公司名義主張董事會違反忠實義務，並訴請解任董事或請求賠償。另日本公司於日本會社法下違反章程或違反內部規則之行為，於法律上均非當然無效，而係使董事須負擔違反忠實義務及善良管理人注意義務之相關法律責任，即章程與內部規則於拘束力及違反效果上並無重大差異。
 2. 當日本企業之董事違反章程時，股東得依日本會社法第 854 條規定訴請解任董事；倘日本企業之董事違反「內部規則」時，股東得主張董事違反日本會社法第 330 條、日本民法第 644 條善良管理人注意義務規定，及日本會社法第 355 條忠實義務規定，訴請解任董事，但股東訴請解任董事有先程序之要求，即股東須先請求公司召開股東會解任董事，並於公司拒絕為之或股東會決議未解任董事時，始得向法院起訴請求解任董事。

2 本文有關日本會社法之介紹及引用條文，均以 2006 年 7 月所公布之日本會社法為準。

3. 如日本企業有違反章程或「內部規則」所定股東權益保護事項，因該等事項為來臺申請第一上市（櫃）之承諾事項，證交所或櫃買中心得要求其限期改善，並得視情節輕重依其營業細則或業務規則規定，予以必要之處置。

（四）處理原則：考量於不牴觸日本會社法規定之原則下，如我國「股東權益保護事項檢查表」所列舉規定與日本會社法之規定有異，惟依日本會社法或相關解釋可由章程另行規定者，或實務上可於公司章程中約定之事項，始納入公司章程，其餘項目則不宜修正其章程，並採行相關配套措施。另就日本企業「無法訂入章程」之項目，區分為「得訂於公司內部規則者」或「不得訂入內部規則者」，分述如下：

1. 類型一（不宜訂入公司章程，但訂於公司「內部規則」）：「股東權益保護事項檢查表」所列事項（下稱股東權益事項）與日本會社法規定雖有差異，但日本會社法或實務見解並未規定是否可由公司章程另行規範；且此等差異未達「違反」日本會社法之程度。因其他日本公司章程未有此等規定，基於一致性之謹慎保守考量，故不宜訂入公司章程，但訂於公司「內部規則」，惟須於章程載明該等事項另依「內部規則」辦理，且該「內部規則」之修正程序與章程相同（應提報股東會特別決議通過）。
2. 類型二（不得訂入章程或「內部規則」）：股東權益事項違反日本會社法之規定，不得訂入公司章程或「內部規則」，僅得以日本會社法為依循，並加強相關資訊揭露。
3. 類型三（可訂入公司章程，且仍同步訂於「內部規則」）：部分股東權益事項雖可訂入公司章程，惟仍同步訂於「內部規則」，主係上開股東權益事項雖未違反日本法令，惟日本學術界部分見解認為，日本企業僅能於其章程內納入日本會社法明文允許其記載之事項。因此前述章程之該等任意記載事項仍宜同步納入「內部規則」中，即使未來該等於章程規定之內容經日本法院宣布為無效，惟尚能透過「內部規則」之規定對公司董事會產生拘束力。

三、臺、日兩地法令重大差異項目及配套措施：

（一）董事、監察人當然解任規定：

1. 依證交法第 14 條之 2 及第 26 條之 3、第 36 條第 8 項及公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法（下稱獨董辦法）第 2 條等規定，公司之董事、監察人不符前開規定之資格條件者，應當然解任。
2. 我國證交所規範董事、監察人資格為日本會社法所無，且日本會社法並無當然

解任規定，日本會社法強制規定之董事、監察人解任方式係須經股東會決議或法院裁判，日本公司適用我國證交法將有窒礙難行之處，宜豁免準用。惟就此豁免準用項目宜採行配套措施（包括董事、監察人應承諾不符資格時自行辭任；或規範董事會應於股東會提案解任不適格之董事、監察人），以保障股東權益。

（二）獨立董事提名及選任制度：

1. 依我國獨董辦法第 5 條規定，公開發行公司獨立董事選舉應依公司法第 192 條之 1 規定採候選人提名制度，且可由董事會或持有已發行股份總數 1% 以上股東提出獨立董事候選人名單，而提供上開推薦名單者應檢附被提名人姓名、學歷、經歷、當選後願任獨立董事之承諾書及無公司法第 30 條規定情事之聲明書等證明文件。
2. 另依日本會社法第 303 條規定，繼續 6 個月以上持有公司已發行股份總數 1%（章程得定較短時限或較低比例）或 300 個表決權以上之股東，得載明股東會議題內容及理由（例如「選任董事及監察人」議題），請求董事會將其列為股東會議題。另依日本會社法第 304 條規定，股東可在股東大會上，就股東會議題提出議案（例如「選任○○○為董事」議案，並無提名人應提交獨立董事學經歷背景等文件之要求），且未就提出議案之股東資格設限。
3. 觀諸日本會社法第 303 條之規定，其對少數股東提名資格之限制及議題受理期間之規定，均較我國公司法之少數股東提案權或董事候選人提名制度（參照我國公司法第 172 條之 1 及第 192 條之 1）寬鬆，從擴大少數股東參與公司治理之角度觀之，對股東權益保障其實更有助益。且日本會社法第 303 條規定，並未禁止或限制日本企業依我國獨董辦法規定另行設置獨立董事候選人提名制度，故應不致於對股東權益造成重大不利影響。
4. 來臺申請第一上市（櫃）之日本企業雖得以「內部規則」訂定與我國制度相同之獨立董事提名制度，但股東仍可依日本會社法第 303 條及第 304 條之股東提案權規定，提出董事選舉之議題及董事候選人之議案，無法限制股東僅得依我國獨董辦法第 5 條規定提出選舉董事之股東會議題或董事候選人議案，而須訂定特別豁免規定。

（三）審計委員會之設置及職權：

1. 依我國證交法第 14 條之 4 規定：「公開發行公司應擇一設置審計委員會或監察人，但主管機關得視公司規模、業務性質及其他必要情況，命令設置審計委員會替代監察人」，金管會並發布令規範應設置審計委員會之對象。

2. 依據日本會社法第 326 條規定，不論公司規模大小，允許公司得自行選擇採委員會設置公司（必須同時設立監查、報酬及指名委員會，不設監察人）或監察役（會）設置公司（與我國公司法之監察人類似），且應於公司章程明定。惟研究指出，大多數日本公司並未採委員會設置制度，仍以循舊有制度採監察人者均多。
3. 因日本「委員會」設置公司與我國法制差異甚大，擬來臺上市（櫃）之日本企業採「監察役（會）」設置公司較能遵循我國證交法規範，宜豁免其準用證交法第 14 條之 4 有關審計委員會之相關規定，原因分別詳述如下：
 - (1) 「監察役（會）」設置公司：日本公司可修正其公司章程明定於其取締役會（即我國之董事會）下成立符合我國證交法規定之審計委員會（下稱「我國審計委員會」），而行使我國證交法第 14 條之 5 審計委員會之職權，惟不得排除或代替監察役執行其於日本會社法下所賦予之法定職權。
 - (2) 「委員會」設置公司：日本會社法下之「委員會設置公司」須同時設置監查委員會、指名委員會及報酬委員會，由於日本法下之「委員會設置公司」之各委員會行使法定職權時無須再經董事會或股東會之決議通過，其制度與我國證交法之規定有重大差異，且日本「委員會設置公司」之董事會實際上不從事決策與業務執行，而交由代表執行役或執行役（相當於總經理）從事執行業務之工作，而與我國公司法制亦有重大差異。
- (四) 股東撤銷前以書面或電子方式行使表決權之規定：依公開發行股票公司股務處理準則（下稱股務處理準則）第 44 條之 3 規定，有意親自出席股東會之股東，應於開會 2 日前，撤銷先前以書面或電子方式行使之表決權。惟日本會社法下若股東以書面或電子方式行使表決權後，再行親自出席者，係以親自出席行使之表決權為準，考量前揭日本公司股東親自出席股東會毋須先撤銷原以書面或電子方式行使之表決權屬強制規定，須訂定特別豁免規定。
- (五) 來臺第一上市（櫃）日本公司採行「擬制性股東」架構：
 1. 依日本會社法規定，日本公司有依法作成股東名簿之義務，持股人移轉公司股份時，買賣雙方須共同向公司請求變更股東名簿記載。我國證券交易市場因採集中撮合成交制度，特定股份出售時無法確切指明配對成功之出賣人及買受人分別為何人，實際上並無股份出賣人及買受人可共同向日本公司請求變更股東名簿記載。
 2. 為解決上述問題，來臺第一上市（櫃）日本公司須採用「擬制性股東」架構，即

在我國證券交易市場上流通之日本公司股份，於日本公司依據日本會社法編製之股東名簿上，係以臺灣集保結算所股份有限公司（下稱集保結算所）擔任擬制性股東，並為該股份之持有名義人。

3. 臺灣證券市場之實質股東（下稱實質股東）若有意對日本公司直接行使其股東權利，得申請將實質股東保管劃撥帳戶內之日本公司股票轉帳至日本公司之登錄專戶，而取得名義上股東地位。實質股東於日本公司股東權利基準日（例如股東會表決權行使及取得股息之基準日）前一日，自集保結算所受讓名義上股東地位，基準日當日再將該名義上股東地位移轉回集保結算所，據此各實質股東得直接擁有股東權基準日之相關股東權利。

肆、外國企業來臺掛牌通案原則及日本公司免準用部分證交法規定

一、擬來臺掛牌之外國企業如準用我國證交法，而與其註冊地國法令規定相衝突時之通案處理方式：

- （一）證交所及櫃買中心分別於 102 年 9 月及 7 月間修正其上市（櫃）及興櫃審查相關規範，增訂外國發行人排除我國證交法準用之原則，並訂定受理外國發行人申請豁免適用證交法部分規定之專案許可申請書及法規比對表。
- （二）來臺上市（櫃）之外國企業，如因依證交法第 165 條之 1 準用我國證交法規定，而有抵觸當地國法律之虞或於適用上確有窒礙之處，外國公司得提供兩地法規比對及律師意見，並在提供我國投資人相當保障之前提下，載明具體理由向證交所或櫃買中心申請排除準用證交法之特定規範，經證交所或櫃買中心審查後轉送金管會，由金管會公告該註冊地國別之外國發行人得豁免適用證交法之特定項目範圍。
- （三）未來如有同屬同一註冊地區之其他公司來臺申請上市（櫃）者，因其嗣後該註冊地國法令變動，致申請豁免準用項目與金管會已公告得豁免之內容有差異者，仍應依前開原則辦理後轉送金管會，並由金管會公告修正之。

二、金管會釋示日本公司來臺掛牌免準用部分證交法規定：

櫃買中心於 102 年 9 月函報金管會有關擬來臺第一上櫃之首家日本公司 Auto Server Co. Ltd. 申請專案許可豁免準用我國證交法部分規定之審查意見，經金管會於 102 年 11 月 6 日金管證發字第 1020040173 號令釋註冊地國為日本之外國公司來臺第一上市（櫃）或登錄興櫃免準用部分證交法規定如下所列示，該日本企業業於 103 年 1 月 14 日在臺上櫃：

- (一) 證交法及相關子法之當然解任規定：日本會社法並無當然解任規定，解任董監事係須經股東會決議或法院裁判，若強制適用證交法規定有窒礙之處，且採行櫃買中心所擬配套措施（包括董監事應承諾不符資格時自行辭任；規範董事會於股東會提案解任不適格之董監事）可達近似效果。
- (二) 獨董辦法第 5 條之獨立董事候選人提名及選任制度、證交法第 14 條之 4 及第 14 條之 5 關於審計委員會之相關規定：
 1. 獨立董事提名及選任：日本會社法所賦予股東提案權較我國規定為寬鬆，另亦無法依我國規定將獨立董事與非獨立董事合併選舉，並分別計算當選名額。
 2. 審計委員會設置：日本公司之機關與我國有異，採監察役會（監察人會議）之公司，即使設置證交法下之審計委員會，仍不得排除或代替監察役會執行法定職權。
- (三) 股務處理準則第 44 條之 3「親自出席股東會之股東，應於開會 2 日前，撤銷先前以書面或電子方式行使之表決權」規定：日本會社法下若股東以書面或電子方式行使表決權後，再行親自出席者，係以親自出席行使之表決權為準，毋須先撤銷原以書面或電子方式行使之表決權。
- (四) 有價證券集中保管帳簿劃撥作業辦法及股務處理準則等相關法令之「停止過戶」概念：日本會社法並無我國「過戶閉鎖期」（即停止過戶期間）概念，而採用股東權利「基準日」概念，爰令釋日本會社法所訂「指定基準日」與我國之「停止變更股東名簿記載日」相當。

伍、結語

企業赴海外上市掛牌交易原則應遵守掛牌地國之證券交易法令，係屬國際資本市場運作實務及慣例，依據證交法 165 條之 1 規定，外國企業來臺第一上市（櫃）原則上應準用我國證交法就其有價證券在我國募集、發行、私募及買賣之管理、監督等相關規範，前開規範除涉及證券發行及交易面外，尚就公司之內部組織、業務執行及股東權行使有若干特別規定。惟外國公司如屬以實際營運主體來臺掛牌者，因大多非註冊於如開曼群島等法規較寬鬆之地區，其註冊地國與我國法令之差異，將使實務上面臨兩地法令遵循之競合問題。

各國法令差異涉及各地區歷史文化及監理思維，尚難逕論以孰優孰劣，就此等外國公司倘強制適用我國證交法規定，而遇有部分項目牴觸其註冊地國法律或適用上有窒礙之處時，將使該等外國企業無法來臺掛牌，對我國資本市場之發展及多元化將造成影

響。因此透過前開由外國發行人檢附法規比對資料並敘明理由與相關配套措施後，向證交所或櫃買中心申請排除適用特定證交法規定，並經證交所或櫃買中心審查同意後，再轉送金管會發布令豁免準用該等證交法規定之通案處理原則，期能在推動優質外國企業來臺上市（櫃）之同時，並能兼顧對我國投資人股東權益之合理保障。

※ 參考資料：

- ◎ 王保樹主編，楊東、于敏 譯，2006 年，最新日本公司法
- ◎ 黃仲豪，2012 年，證券暨期貨月刊第 30 卷第 5 期：強化對外國發行人監理之法制架構—淺談新修正證券交易法外國公司專章
- ◎ 藍順得，2013 年，國立政治大學法學院碩士在職專班碩士論文：外國企業來台上市櫃股東權益保障之研究
- ◎ 金管會 102 年 11 月 6 日金管證發字第 1020040173 號令
- ◎ 櫃買中心 102 年 7 月 26 日證櫃審字第 1020018424 號公告