

【專題二】

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

黃仲豪 (證期局
稽 核)

壹、前言

因觀諸近年國際資本市場發展趨勢，企業全球化布局及資本市場間競爭愈趨激烈，有關資本市場之角色定位，已逐漸由「投資說」轉變為「平台說」，亦即過去較重視資本市場應有效引導企業於本國進行投資，並創造就業及活絡經濟，近期則朝向鼓勵全球企業於本國籌資，且不對募資用途予以限制。在此趨勢下，國際間主要證券交易所積極爭取外國企業於當地掛牌，以全球兩大金融中心紐約及倫敦為例，該二地證券交易所已為國際龍頭資本市場，但仍持續積極吸引外國企業赴當地上市，依據世界交易所聯合會 (World Federation of Exchanges, WFE) 統計資料，截至 101 年 2 月底止，外國企業占紐約及倫敦證交所總上市家數之比重，分別達 22.6% 及 20.9%，顯見證券市場之國際化與多元化之重要性。

在前開資本市場國際化趨勢下，為擴大我國資本市場規模、兼顧國內企業全球佈局需求，及減緩我國企業赴海外上市情形，行政院於 97 年 3 月 5 日通過開放外國企業來臺第一上市 (櫃) 及登錄興櫃，金管會並陸續採行相關開放措施，包括於 97 年 8 月 14 修正「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」(下稱外募發準

則)相關條文,取消外國企業在臺募集資金直接或間接用於大陸地區投資之限制,並分別於97年6月26日、97年10月23日開放香港及韓國交易所掛牌企業申請來台第二上市(櫃)發行臺灣存託憑證等有價證券等。在相關措施陸續實施下,截至101年3月底,已有34家海外企業完成臺灣存託憑證(TDR)掛牌、32家海外企業掛牌第一上市(櫃),以及9家海外企業登錄為興櫃外國公司,顯示推動外國企業來臺上(櫃)已具相當成效。

金管會推動外國企業來臺上市(櫃)之同時,為強化對投資人之保護,與臺灣證券交易所股份有限公司(下稱證交所)、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心(下稱櫃買中心)及中華民國證券商業同業公會(下稱券商公會)等單位,陸續採行相關監理規範,其中有關健全法制架構部分,外界持續建議應修正證券交易法(下稱證交法),明確將外國公司納入規範,以提升對投資人之保護,金管會經參酌外界相關建議,研擬證券交易法相關修正條文,明確規範外國公司於我國募集、發行、買賣及私募等行為,應準用證交法相關規定,該修正案於101年1月4日修正發布,對於外國企業來臺上市(櫃)之法制作業完備,可謂具重大意義之里程碑,對於我國資本市場國際化之長遠發展,亦有重大之正面影響。以下本文即就證交法增訂外國公司專章前之監理架構及修正後相關重要規範分述之。

貳、證交法增訂外國公司專章前對外國發行人之監理架構

一、證交法適用問題

證交法係規範證券市場中關於證券發行及交易等事項之法律,其包括發行市場及流通市場各種公開制度及實質管理規範。為達成保障投資之目的,該法有各種私法、行政法及刑事法之規定。故證交法係具有公法及私法色彩之混合性法規,依證交法第4條規定,該法規範對象為「依公司法組織之股份有限公司」,該法未規定者,依證交法第2條規定,適用公司法及其他有關法律之規定,其性質屬商事法中公司法之特別法¹。

有關外國企業來臺發行有價證券應否適用證交法相關規定,依財政部76.9.12(76)台財證(二)第00900號函令,其業依證交法第6條第1項規定之授權,將「外國股票」核定為證券交易法規範之有價證券;此外,財政部76年台財證(二)6805號函規定:「外國之股票、公司債、政府債券、受益憑證及其他具有投資性質之有價證券,凡在我國境內募集、發行、買賣或從事上開有價證券之投資

¹ 參閱陳春山,證券交易法論,96年1月第8版,第3頁。

服務，均應受我國證券管理法令之規範」。依據上開函令，有關外國發行人來臺募集與發行有價證券部分，於適用證交法有關以「有價證券」募集或發行等行為之規定部分，較無疑義。惟亦有論者認為²，上開函釋係於 76 年發布，依歷史解釋法，可推當時證券市場並無外國公司來臺上市（櫃）之情形，爰函令所稱「外國股票」是否包括第一上市（櫃）及第二上市（櫃）之情形仍未盡明確。

此外，有關發行人主體部分，依據修正前證交法第 4 條及第 5 條對「公司」及「發行人」之定義，係侷限於依我國公司法組織之股份有限公司。因外國企業係依外國法律組織登記之法人，尚不含括在現行證券交易法所規範之「公司」或「發行人」內。因此，證交法相關規定是否適用於外國發行人，依刑事責任、民事責任及行政規範可分述如下：

- （一）刑事責任之適用範圍：來臺上市（櫃）之外國企業，如有違反一般詐欺禁止（證交法第 20 條第 1 項及第 171 條第 1 項第 1 款）、募集發行有價證券之申報生效（第 22 條第 1 項及第 175 條）及市場操縱行為（第 155 條）等規定者，因該等條文結構係以「有價證券」為其刑事責任之規定要件，而非「公司」或「發行人」，故該外國發行人仍應負相關刑事責任。至證交法以「發行人」、「公司」為刑事責任要件之規定，包括財報不實（第 20 條第 2 項及第 171 條第 1 項第 1 款規定）、公開說明書不實（第 32 條第 1 項及第 174 條第 1 項第 4 款規定）、內線交易（第 157 條之 1 規定）、非常規交易、特別背信與侵占罪（第 171 條第 2 項及第 3 項規定）等，因受限於罪刑法定原則³與法律保留原則⁴，於適用外國企業方面恐有疑慮。
- （二）民事責任規定之適用範圍：因民事法律規定均可採用類推解釋方式予以適用，故證交法相關民事責任規定均可類推適用於來臺上市（櫃）之外國企業，外國企業如涉及製作不實財務報表或公開說明書等，其及相關人員仍應依證券交易法第 20 條第 2 項、第 20 條之 1 及第 32 條等民事責任規定負責。
- （三）行政規範之適用範圍：
 1. 證交法除針對證券詐欺及掏空等不法行為，規定相關民、刑事責任外，並

² 參閱證交所 97 年度委託研究報告「設計籌資平台：法律制度修正方向之研究」，第 113 頁。

³ 刑法第 1 條規定：行為之處罰，以行為時之法律有明文規定者為限。

⁴ 所謂「法律保留」原則，或稱積極之依法行政，乃規範行政機關所制定之命令非但不得抵觸法律，且須有法律之依據。

針對公開發行公司之內部控制制度（第 14 條之 1）、公司治理（第 14 條之 2 至第 14 條之 5）、董事及監察人持有記名股票數額最低成數（第 26 條）、董事會作業（第 26 條之 3）、董監事持股成數（第 25 條）、財務報告及其他對股東權益及證券價格有重大影響之應公告申報事項（第 36 條）、從事取得或處分資產、衍生性商品交易、資金貸與他人、為他人背書或提供保證以及財務預測資訊之揭露等重大財務業務行為之作業程序與應公告申報事項（第 36 條之 1）等，進行規範，並規定公開發行公司違反相關行政義務時之罰鍰，及應處罰其為行為之負責人（第 179 條）。

2. 前揭證交法所規定之行政義務，其規範對象均為公開發行公司，因外國公司非屬證交法第 4 條規定所稱之「公司」，故無法課責外國公司應依前揭證交法之規定履行相關行政義務。

二、證交法修正前監理架構

如同前述，修正前證交法對發行人所規定之相關行政義務，無法直接適用於外國公司，為健全對外國發行人之監理與管理，金管會、證交所及櫃買中心業採取下列相關措施：

- （一）透過外募發準則等規定規範外國發行人募資行為及資訊揭露義務：依證交法第 22 條規定，有價證券之募集與發行，非向主管機關申報生效後，不得為之，有關申報生效應具備之條件、檢附書件、審核程序及其他遵循事項，由主管機關訂定之。金管會依據上開規定所訂定之外募發準則，對於外國發行人募集與發行有價證券應遵循事項，訂有明確規範，該準則第 65 條並規定，外國發行人募集與發行有價證券後，應依金管會規定事項辦理公告申報。金管會依據上開規定發布之「外國發行人募集與發行有價證券應公告及向本會申報事項一覽表」，依發行人為第一上市（櫃）公司、興櫃外國公司或第二上市（櫃）公司，分別規範其定期與不定期應公告事項，包括財務報告、年報、董監事持股變動與設質情形、依外國發行人所屬國或上市地國法令規定應即時申報或其他對股東權益或證券價格有重大影響等事項。
- （二）以契約架構，透過證交所及櫃買中心相關規章規範外國發行人：為衡平對本國企業及外國企業之監理，證交所及櫃買中心參照對國內上市（櫃）公司之管理，於相關規章訂有規範，例如：
 1. 於資訊申報作業辦法規範第一、二上市（櫃）公司之定期及不定期之資訊

申報作業。

2. 於上市（櫃）審查準則規範第一上市（櫃）公司董事會議事辦法、獨立董事設置、審計委員會設置等公司治理相關規範。
3. 於外國發行人第一上市（櫃）後管理作業辦法，規範第一上市（櫃）公司上市（櫃）後財務報告、股東會年報編製及公告申報、會計師查核（核閱）報告書、內部控制制度、資金貸與及背書保證、取得或處分資產、財務預測編製及公開、董事會議事、持續義務等相關事項。
4. 透過第一上市（櫃）申請上市（櫃）時應檢具之外國發行人股東權益保障事項檢查表，要求外國發行人於不牴觸註冊地國法令之情形下，應就公司資本之形成與變動、股東會召集程序與決議方式、董監事權限與責任及股利政策等事宜，訂定於公司章程，以確保外國企業對我國股東權益之保障，不低於我國法令之標準。
5. 訂定外國發行人買回上市有價證券辦法，規範外國發行人實施庫藏股行為。
6. 此外，證交所及櫃買中心就外國發行人訂有財務業務平時及例外管理查核、財務報告審閱及內部控制制度之查核等規範，必要時除得指定獨立專家赴外國發行公司實地查核外，並可依外國發行公司違反情節之輕重，採行處違約金、變更交易方法、停止上市（櫃）交易及終止上市（櫃）等措施，整體而言，相較現行證券交易法課予國內公開發行公司之行政義務，其管理程度尚屬相當。

參、證交法修正增訂外國公司專章及相關監理規範

如同前述，證交法原規範架構，有關以「發行人」、「公司」為刑事或民事責任要件之規定，受限於罪刑法定原則及法律保留原則，有無法適用於外國公司之疑慮，且證交所規定之行政義務，恐無法課責於外國公司。因此，金管會積極研修證交法修正條文，併同其他修正條文，包括規範公開發行公司財務報告編製採用國際會計準則、賦予少數股東檢查權及申請上市、停止買賣及終止上市改為備查制等，經行政院於 99 年 4 月 14 日及 99 年 10 月 26 日送請立法院審議，經立法院於 100 年 12 月 12 日通過修正條文後，嗣經總統於 101 年 1 月 4 日發布修正條文。以下就修正內容涉及外國公司規範部分，臚陳如次：

（一）增訂外國公司定義

修正證交法第 4 條，規範該法所稱外國公司，謂「以營利為目的，依照外國法律組織登記之公司」。上開外國公司之定義，係參考公司法第 4 條及企業併購法第 4 條規定所訂。該條文修正過程中，部分人士建議可規範外國公司應經「認許」程序以強化對其之監理，惟基於下列考量，經研議後仍未要求外國公司應經認許：

1. 為促進資本市場發展、符合國際趨勢、參照企業併購法第 4 條第 8 款對於外國公司並無須經認許之規定、且我國大型上市公司於美國或日本為募集發行美國存託憑證（ADR）或全球存託憑證（GDR）等亦無須經外國認許之平等原則，要求外國公司來臺上市（櫃）應先經認許，將增加外國公司發行成本及時間，可能降低外國企業來臺上市（櫃）意願。
2. 考量證交法所規範之外國公司於我國境內並無營業之行為，以及實務上規範透過主管機關、交易所與櫃買中心對募集發行有價證券作實質審核，確實審查外國公司之公開說明書稿本、財務報告、內部控制制度、公司治理自評報告等重要書件，另要求證券承銷商、會計師及律師等中介機構對外國公司進行盡職調查後分別出具發行人合法設立證明文件、評估報告、簽證財務報告、法律意見暨法律事項檢查表，並於該法第 32 條、第 174 條課予外國公司及中介機構之法律責任以確保上述文件內容之正確性等，較形式認許程序對投資人權益保障更為周全。
3. 修正條文第 179 條第 2 項已明定，「外國公司違反本法之規定者，依本章各條之規定處罰其為行為之負責人。」，所稱之「為行為之負責人」，係指實際負責人，另修正條文第 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」，故外國公司境內之負責人，亦包含在內，是以，外國公司倘發生違反證交法情事，相關刑事或行政責任，即以其為行為之負責人為處罰對象，與本國公司相同，對投資人權益已有保障。
4. 未經認許之外國公司依民法總則施行法第 12 條之規定雖無法取得完整之法人格，惟實務上均肯認未經認許之外國公司為非法人團體設有代表人或管理人，而得為民事訴訟之原告、被告，並得對其為實體判決。是以，未來外國公司如因違反證交法之規定而涉有相關民事責任（如證交法第 32 條公開說明書虛偽不實之損害賠償責任），亦得以該外國公司為被告提起相關民事訴訟，對投資人權益已有保障。

(二) 增訂外國公司準用證交法相關規定：

1. 第一上市（櫃）公司及興櫃外國公司部分：為保障投資人及兼顧監理機制之衡平性，經參考銀行法第 123 條及公司法第 377 條規定，並考量外國公司所發行之股票於首次經證券交易所或證券櫃檯買賣中心同意上市、上櫃或登錄興櫃時，其股票未在國外證券交易所交易者（即第一上市櫃及興櫃外國公司），因其並未受外國證券主管機關相當之監理，故除部分事項因該第一上市（櫃）及興櫃外國公司據以組織登記之外國法令與我國規定或有不同，恐生衝突，或為與國際規範一致外，爰增訂第 165-1 條，規範其管理、監督宜比照我國公開發行公司準用本法之相關規定，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及公開說明書應記載事項等。
2. 第二上市（櫃）公司部分：考量第二上市（櫃）公司（按：外國公司所發行股票或表彰股票之有價證券已在國外證券交易所交易者，或符合主管機關所定條件之外國金融機構分支機構及外國公司之從屬公司），因其已受外國證券主管機關相當之監理，其於國外募集、發行及買賣之行為尚無必要準用本法之相關規定，僅就其有價證券於我國境內募集、發行及買賣之行為，除主管機關另有規定外，應準用證交法相關條文規定為管理、監督。
3. 茲將第一上市（櫃）及興櫃公司、第二上市（櫃）公司應準用證交法相關規彙整如下表：

	第一上市（櫃）及興櫃外國公司	第二上市（櫃）公司
應準用之規定	發行人定義、有價證券定義、募集及私募定義、財報無虛偽隱匿聲明書、證券詐欺禁止及賠償、有價證券募集發行申報、公開說明書交付及應記載事項暨責任、財報暨月營收編送及期限、對股東權益及證券價格有重大影響之公告、指定專門人員檢查權、集保、公開收購、融資券控管、上市申請及停買暨下市、場外交易禁止、操縱市場、短線交易、內線交易。	同左
	財報編製準則、會計主管、內控制度、獨立董事設置及解任暨補選、審計委員會設置及組成暨職權行使、股務處理準則、持股轉讓事前（後）申報、委	不準用，依其原上地國之規範

	第一上市（櫃）及興櫃外國公司	第二上市（櫃）公司
	託書管理、董事會人數及資格、庫藏股、6 個月內召開股東常會、取處資貸背保規範、會計師查簽及處罰、特別盈餘公積提列、大量取得股權申報、私募有價證券。	

4. 由上表可知，證交法對於第一上市（櫃）及興櫃外國公司之監理規範，基本上相當一致，亦即符合「國民待遇」原則，惟仍有部分條文，因可能與註冊地國法令有所牴觸，爰未予準用，例如：

- (1) 證交法第 14 條之 4 第 3 項有關審計委員會準用我國法律有關監察人之規定。（理由：為避免第一上市(櫃)公司之註冊地國法令因對其監察人已有相關規定，而產生法規適用之衝突。）
 - (2) 證交法第 26 條有關董監最低持股成數規範。（理由：國際作法目前國外多無董監最低持股成數之規定，故排除適用該條規定。）
 - (3) 證交法第 26 之 1 條有關股東會召集事由應載明之事項及同法第 26 條之 2 有關股東會通知採公告方式之規定。（理由：股東會相關規範係依據註冊當地國之公司法相關規定辦理，爰由證交所及櫃買中心規範申請股票第一上市（櫃）之外國公司應於公司章程中明定之）。
- (三) 增訂訴訟及非訴訟代理人：為便於對外國公司之行政管理，經參考公司法第 372 條、第 386 條等規定，增訂第 165 條之 3，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，並以之為證交法在我國境內之負責人。該代理人除應在中華民國境內有住所或居所，外國公司並應將第一項代理人之姓名、住所或居所及授權文件向主管機關申報。
- (四) 罰則：配合證交法新增外國公司專章，定明外國公司違反本法之規定者，依罰則章相關條文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，至外國公司違反本法所涉民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。

證交法修正發布後，因外國公司其有價證券之募集與發行等，已準用該法相關規定，相關子法規應配合增訂、修正或排除規範者，金管會並已陸續進行相關法制作業。

肆、結論

為促進海外企業與我國證券市場的連結，滿足投資人多元化投資需求，及提昇我國證券市場國際化與競爭，持續推動外國企業來臺上市(櫃)，實有其必要性。惟基於海外企業之註冊地及營運地均位於境外，具有一定風險，且我國證券市場之散戶投資人所占比例較高，投資保障課題相形重要，因此，於吸引外國企業來臺掛牌之同時，亦應強化對其上市(櫃)審查與上市(櫃)後管理，以有效保障投資人權益，俾符合證交法之立法宗旨。

金管會為提升對投資人之保護，業已陸續採行強化外國公司之公司治理、強化資訊揭露、提升承銷商等中介機構之職責、健全外國公司退場機制、加強風險提示、健全退場機制及透過投保中心建立求償相關標準作業程序等。本次證交法修正增訂外國公司專章，已完備外國公司來臺第一、第二上市(櫃)之相關法制，對外國公司之管理符合法律明確性及罪刑法定原則之要求有相當助益，並大幅提升對投資人之保護。隨著外國企業來臺上市(櫃)之家數持續增加，投資人權益保護議題益形為各界所重視，如何持續吸引海外優質企業來臺上市(櫃)以擴大我國資本市場規模，同時強化外國企業相關監理機制，俾於發展我國資本市場及保護投資人間取得平衡點，將為金管會與相關單位持續努力之目標。

**自101年起，實收資本額達100億元
以上且股東人數達1萬人以上之上市
上櫃公司，召開股東會應將電子投票
列為股東行使表決權管道之一。**