

國立政治大學法律學系碩士班

碩士學位論文

# 臺灣存託憑證法律制度之研究

A Study on Legal Issues of Taiwan Depository Receipts



指導教授：劉連煜 博士

研究生：廖苡慈

中華民國一百零八年一月

## 謝辭

本篇論文得以完成，首先要感謝指導教授劉連煜老師，起初學生對於撰寫論文毫無頭緒，老師便為學生指點了一條明路。老師曾在導生聚告訴學生，研究所時期最重要的兩件事，其一就是好好地交朋友；其二就是用心地完成一篇論文，老師常常鼓勵大家只要用心撰寫必會得到很大成就感。撰寫論文的過程中，每當學生迷失在龐大的論文資料中，想要放棄時，只要想起老師的鼓勵，便會打起精神繼續努力。老師一路以來的指導與溫暖的關懷，學生由衷感謝。

感謝口試委員張心悌老師和朱德芳老師，對於本論文提出很多寶貴的意見及指導，讓我對於此議題的思考更加周延，使本篇論文更為完整。

也要感謝證券業者A及會計師B撥冗接受本文的訪談，提供非常多珍貴的意見，使我能夠從實務的角度切入，更全面的思考此議題，讓本論文的內容更加豐富、完備。

最後要感謝我的父母，讓我能夠在沒有經濟壓力的情況下，順著自己的步調、專心地完成論文，女兒衷心感謝。

廖苡慈 謹誌

2019年1月

## 摘要

存託憑證是指外國發行人或原股東將其有價證券交付外國保管機構保管，再與國內存託機構簽訂存託契約，委由存託機構在國內發行表彰其有價證券權利的一種替代性證券。

自 2008 年起因政府政策改變，臺灣存託憑證之掛牌數大幅成長，然而 2011 年始卻進入冷凍期，不但無新增掛牌數、更有多檔存託憑證陸續下市。本文認為導致臺灣存託憑證發展不佳的主要問題在於「監理強度不足」及「資訊揭露不實之責任歸屬不明」。

監理強度之抉擇牽涉到「雙重監理」與「市場推廣」間的平衡，本文建議提升臺灣存託憑證之監理強度，並參考美國法上的「自願原則」之概念，將公司參與型臺灣存託憑證依據「是否具有籌資功能」細分為不同等級、並分別適用不同規範。亦即具有籌資功能者，適用較嚴格的規定；不具籌資功能者則適用較寬鬆之規定。讓企業依其發行目的自行選擇發行之等級，或許能夠增加企業來臺發行存託憑證之意願。

在資訊揭露不實之責任歸屬上，何人為臺灣存託憑證之發行人目前並無定論，本文建議修正證交法第 5 條之發行人定義，將外國發行人定義為發行人，使其對公開說明書及財報不實負發行人責任，並強制外國發行人向我國的保險公司投保董監責任險。再者本文則建議將存託機構排除於證交法第 5 條定義之發行人，並於證交法第 32 條及第 20 條之 1 中新增責任主體，將存託機構納入規範，使存託機構負擔推定過失責任。

此外，於強化臺灣存託憑證之相關法律制度後，尚須加強外國企業與我國的產業關聯性及市場性，透過相關政策吸引與臺灣產業有較強關聯性的大型外國企業來臺發行存託憑證募集資金，才能讓臺灣存託憑證市場更加健全。

## 目錄

第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與目的 .....	1
第二節 研究範圍與方法 .....	2
第一項 研究範圍 .....	2
第二項 研究方法 .....	2
第二章 存託憑證概述.....	3
第一節 企業海外籌資概述 .....	3
第二節 存託憑證之意義與性質 .....	5
第三節 存託憑證之類型 .....	6
第一項 公司參與型存託憑證 .....	6
第二項 非公司參與型存託憑證 .....	6
第四節 存託憑證的發行流程與交易架構 .....	8
第一項 外國發行人（或原股東）與存託機構 .....	9
第二項 存託機構與保管機構 .....	9
第三項 保管機構與外國發行人（或原股東） .....	10
第四項 證券承銷商 .....	10
第五項 投資人 .....	10
第三章 臺灣存託憑證之現行法制.....	12
第一節 臺灣存託憑證之發展歷程及現況 .....	12
第二節 臺灣存託憑證在我國法下的定位 .....	23
第一項 臺灣存託憑證是否為有價證券 .....	23
第二項 證券交易法第 165 條之 2 之規範對象 .....	27
第三項 小結 .....	29
第三節 臺灣存託憑證之監理機制 .....	32

第一項 臺灣存託憑證上市前之審查 .....	32
第二項 臺灣存託憑證上市後之監理 .....	49
第三項 事後投資人保護及退場機制 .....	78
第四節 臺灣存託憑證資訊不實規範之責任主體 .....	84
第一項 公開說明書不實 .....	84
第二項 財務報告及財務業務文件不實 .....	86
第三項 一般反詐欺條款 .....	86
第四項 小結 .....	89
第五節 小結 .....	90
第四章 美國存託憑證制度 .....	93
第一節 美國存託憑證之類型 .....	93
第一項 自願原則 (The Voluntarism Principle) .....	93
第二項 非公司參與型美國存託憑證 .....	95
第三項 公司參與型美國存託憑證 .....	95
第二節 美國存託憑證之監理機制 .....	99
第一項 美國證券交易制度 .....	99
第二項 美國存託憑證上市前之審查 .....	103
第三項 美國存託憑證上市後之監理 .....	136
第三節 美國存託憑證資訊揭露不實之責任主體 .....	139
第一項 《1933 年證券法》 .....	139
第二項 《1934 年證券交易法》 .....	151
第四節 小結 .....	157
第五章 我國與美國制度之比較與建議 .....	159
第一節 臺灣存託憑證資訊揭露 .....	159
第一項 存託憑證的類型 .....	159
第二項 資訊揭露之規範密度 .....	160

第三項 財報會計準則差異調節 .....	162
第二節 資訊揭露不實之責任主體 .....	167
第一項 我國與美國制度之比較 .....	167
第二項 外國發行人責任修正建議 .....	171
第三項 存託機構責任修正建議 .....	174
第三節 附論 .....	181
第六章 結論 .....	183
參考文獻 .....	186
附錄 .....	192
附件一 證券業者 A 訪談逐字稿摘要 .....	192
附件二 會計師 B 訪談逐字稿摘要 .....	197



# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機與目的

隨著國際化的浪潮日漸興盛，我國主管機關於 1992 年訂定「募集與發行臺灣存託憑證處理準則」，並於 1996 年將之修正為「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」)，開放外國企業得參與發行臺灣存託憑證，以推動我國證券市場的國際化。

自 1998 年起，陸續有外國公司來臺申請發行臺灣存託憑證。於 1998 年至 2003 年間，共有五檔臺灣存託憑證申請掛牌，此時期為臺灣存託憑證第一波發行熱潮。然而此階段之政策仍趨於保守，成長不如預期，後於 2009 年始，由於對大陸的政策放寬等因素，掀起一陣臺商回臺發行臺灣存託憑證之熱潮，光是 2009 年即有 10 檔臺灣存託憑證於臺灣證券交易所上市。

然而，自 2011 年後不但未再有新增臺灣存託憑證掛牌，更有部分臺灣存託憑證先後下市，其中多檔下市之原因為財務不佳，目前臺灣存託憑證之交易市場呈現冷卻之狀態，因而引發本文自法律層面探究市場冷卻之因素。

準此，本文旨在全面檢視現行與臺灣存託憑證相關之法律制度，包含主管機關之監理機制及資訊揭露不實之責任歸屬，並參考美國存託憑證之制度進行比較分析，以期提出能夠平衡「投資人保護」與「我國證券市場活絡」之制度建議，使我國之存託憑證法律制度更加完備。

## 第二節 研究範圍與方法

### 第一項 研究範圍

本文以臺灣存託憑證之法律規範及實務運作為主要研究對象，並參考美國存託憑證之相關制度，探討臺灣存託憑證之監理機制並釐清臺灣存託憑證資訊不實之責任歸屬。

### 第二項 研究方法

本文係以比較法學分析及訪談法作為研究方法。首先透過蒐集國內之現行法律規範、學者論述、實務見解及新聞報導等文獻，據以瞭解現行臺灣存託憑證之監理機制及所面臨之問題。再透過蒐集美國存託憑證之相關規範及論著，比較並分析二國於法律規範及證券監理機制上的差異。並藉由與實務人士進行訪談，進一步了解現行臺灣存託憑證市場及實務運作，進而對我國之法律規範制度提出建議。



## 第二章 存託憑證概述

### 第一節 企業海外籌資概述

企業最重要的目標之一是追求資金最有效率的配置，企業進行海外籌資可降低籌資成本並能提升企業的國際知名度<sup>1</sup>。跨國企業長期籌資之資金來源介紹如下：

首先，可將資金來源分為「內部資金」及「外部資金」，內部資金來源包含各據點的保留盈餘及各據點間的資金融通(如母子公司間的借貸)等；而外部資金來源則包含向銀行借款或在資本市場發行有價證券等。當企業有良好的獲利能力時，通常會先使用內部資金融通，內部資金無法滿足其需求時始轉向外部資金融通<sup>2</sup>。

此外，跨國企業資金來源依籌資工具之不同，可區分為「負債資金」及「權益資金」兩種。其中負債資金是指企業透過銀行借款、發行債券等所取得的資金；權益資金則是指企業發行股票所取得的資金，除了在國內發行股票外，企業亦可赴海外發行股票或存託憑證（Depository Receipt，DR）來籌措權益資金，其形態可分為第一上市（櫃）及第二上市（櫃）<sup>3</sup>。所謂第一上市（櫃）是指股票未在海外證券交易所或證券市場上市（櫃）之外國發行人，以原股初次申請其發行之股票上市者<sup>4</sup>。所謂第二上市（櫃），依外募發準則第3條第3款之定義則是指外國發行人所發行之股票或表彰

<sup>1</sup> 張世潔，證券境外發行實務及法律規範，證券暨期貨月刊，第24卷第5期，頁25，2006年5月。

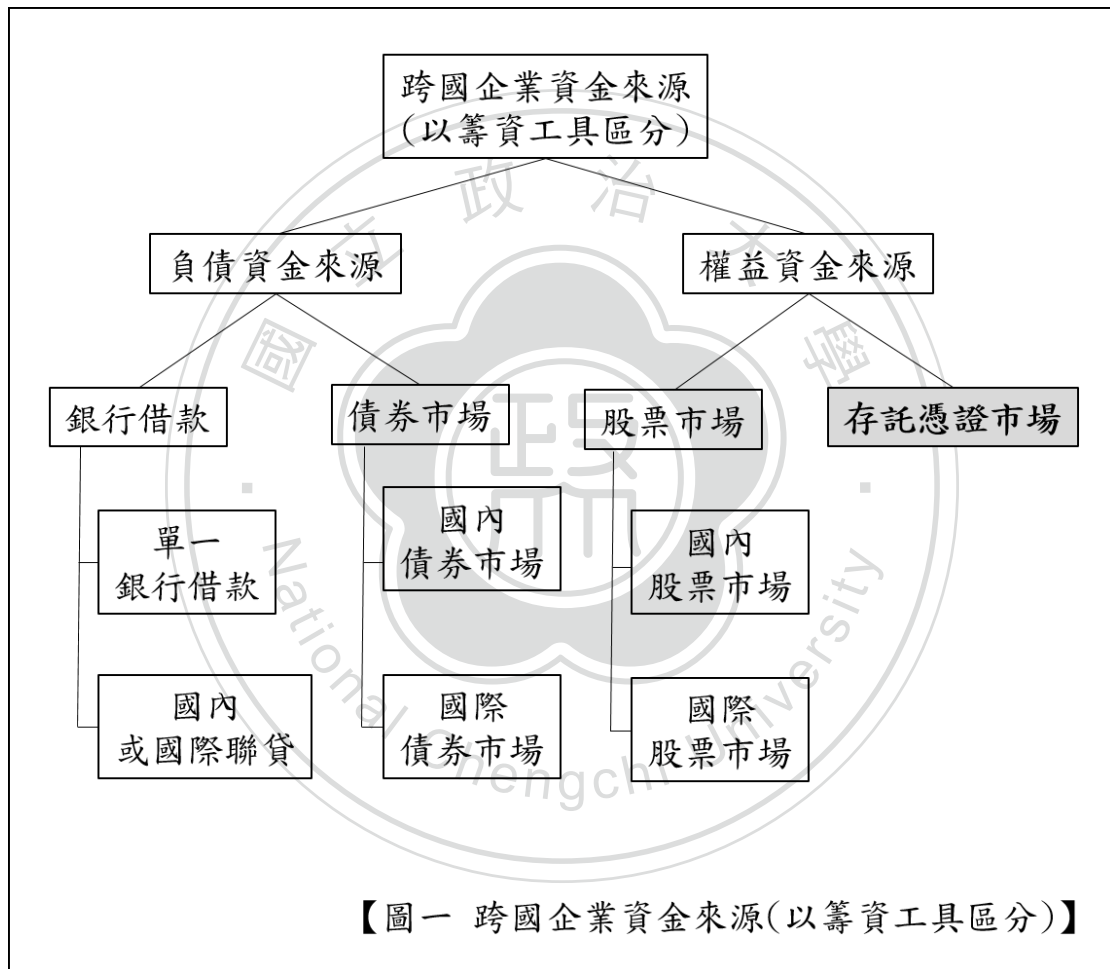
<sup>2</sup> 另有其他因素亦會影響內部及外部資金來源的選擇，例如稅負成本、政治風險、匯率風險等考量。謝劍平，國際財務管理－跨國企業之價值創造，頁286-287，2014年再版。

<sup>3</sup> 謝劍平，同前註，頁286-287。

<sup>4</sup> 外募發準則第3條第2款。

股票之有價證券已在經核定之海外證券市場掛牌交易，且其有價證券經證券交易所（即臺灣證券交易所股份有限公司，下稱「證交所」）或證券櫃檯買賣中心（即中華民國證券櫃檯買賣中心，下稱「櫃買中心」）同意上市或上櫃買賣者，其中以存託憑證之方式較為常見。

本文之研究主題「存託憑證」，即屬企業「外部資金來源」，同時亦屬「權益資金來源」，詳如圖一：



資料來源: 謝劍平著，國際財務管理－跨國企業之價值創造

## 第二節 存託憑證之意義與性質

存託憑證是一種間接投資外國股票的金融工具，即外國發行人為使其股票能在國內流通，遂將其有價證券交付外國保管機構（或稱保管銀行，Custodian）保管，再與國內存託機構（或稱受託銀行、存託銀行，Depository Bank）簽訂存託契約（Deposit Agreement），委由存託機構在國內發行表彰其有價證券權利的一種替代性證券<sup>5</sup>。

存託憑證的發行最早源自美國，早期美國投資人欲投資英國企業，但二國間有許多股票交易上之限制，為了滿足美國投資人的投資需求，美國 Guaranty Trust Company 於 1927 年發行了美國存託憑證（American Depositary Receipts, ADR），以表彰英國百貨公司 Selfridge & Co. 的股票。藉此突破兩國間交易制度之不同及上市條件之限制，使美國投資人能間接參與英國企業之股權<sup>6</sup>。

存託憑證的命名方式係依其交易地點定之，外國發行人在美國市場發行與交易的存託憑證稱為美國存託憑證、在全球各地發行流通的存託憑證稱為全球存託憑證（Global Depositary Receipts, GDR）、在臺灣發行與交易的存託憑證即稱為臺灣存託憑證（Taiwan Depositary Receipts, TDR）<sup>7</sup>。

---

<sup>5</sup> 甯國輝，存託憑證之發行實務淺論，證券管理，第 5 卷第 5 期，頁 22-23，1987 年 9 月；吳壽山、謝文良、陳莉貞、高儀慧，臺灣證券交易所股份有限公司委託專題研究--研議得發行 TDR 之海外證券市場相關監理規範暨評估其妥適性，頁 7，2012 年 1 月。

<sup>6</sup> 林家璋、林岳霖，臺灣存託憑證市場發展歷程之回顧與展望，證券暨期貨月刊，第 35 卷第 6 期，頁 24，2017 年 6 月。

<sup>7</sup> 吳壽山、謝文良、陳莉貞、高儀慧，同前揭註 5，頁 7。

### 第三節 存託憑證之類型

存託憑證可依外國發行人是否介入存託憑證之發行計畫分為「公司參與型」(Sponsored)存託憑證與「非公司參與型」(Un-sponsored)存託憑證：

#### 第一項 公司參與型存託憑證

公司參與型存託憑證是指外國發行人有「介入」存託憑證之發行，且不論公司是發行新股或以老股為之，均屬之。亦即，外國發行人主動與本國存託機構簽訂存託契約，約定由外國發行人提供相關財務業務資訊予存託機構，存託機構負責發行存託憑證，藉以達到海外籌資或證券流通之目的（詳如圖二）。此類存託憑證之資訊揭露要求較為嚴格，對投資人之保障較為充分，故目前各國皆以發行公司參與型存託憑證為主<sup>8</sup>。

#### 第二項 非公司參與型存託憑證

非公司參與型的存託憑證則指外國發行人本身「不介入」發行計畫，而是由原有價證券持有人（證券商、投資銀行等）將其在境外取得的外國有價證券，委託國內存託機構發行存託憑證（詳如圖三）<sup>9</sup>。此類型存託憑證下，外國發行人是立於被動的角色，僅存託憑證發行時可能須經其同意而已。由於非參與型存託憑證僅具有流通功能而不具有籌資之效果，各國的證券管理機關對於證券之審查程序較為簡化，無需額外之資訊揭露<sup>10</sup>。

<sup>8</sup> 李銷勳，*跨國證券發行之相關法律問題研究—以債券、存託憑證、股票為中心*，國立中正大學碩士論文，頁 78-79，2004 年。

<sup>9</sup> 高珮菁，*臺灣存託憑證發展外界關注議題*，*證券暨期貨月刊*，第 28 卷第 4 期，頁 22，2010 年 4 月。

<sup>10</sup> 同前揭註 6，頁 25；李宜雯，*淺談「發行人募集與發行海外有價證券處理準則」規範及近期修改重點*，*證券暨期貨月刊*，第 33 卷第 4 期，頁 17，2015 年 4 月。

在我國，基於投資人保護之原因，於 2011 年才開放發行非參與型存託憑證，而依外募發準則第 36 條規定，外國發行人應先參與發行臺灣存託憑證並已上市或上櫃後，其股東始得委託存託機構發行非參與型臺灣存託憑證<sup>11</sup>。且為便利臺灣存託憑證之兌回及股務相關業務辦理，非參與型存託憑證所委託之存託機構及保管機構應與參與型存託憑證相同。

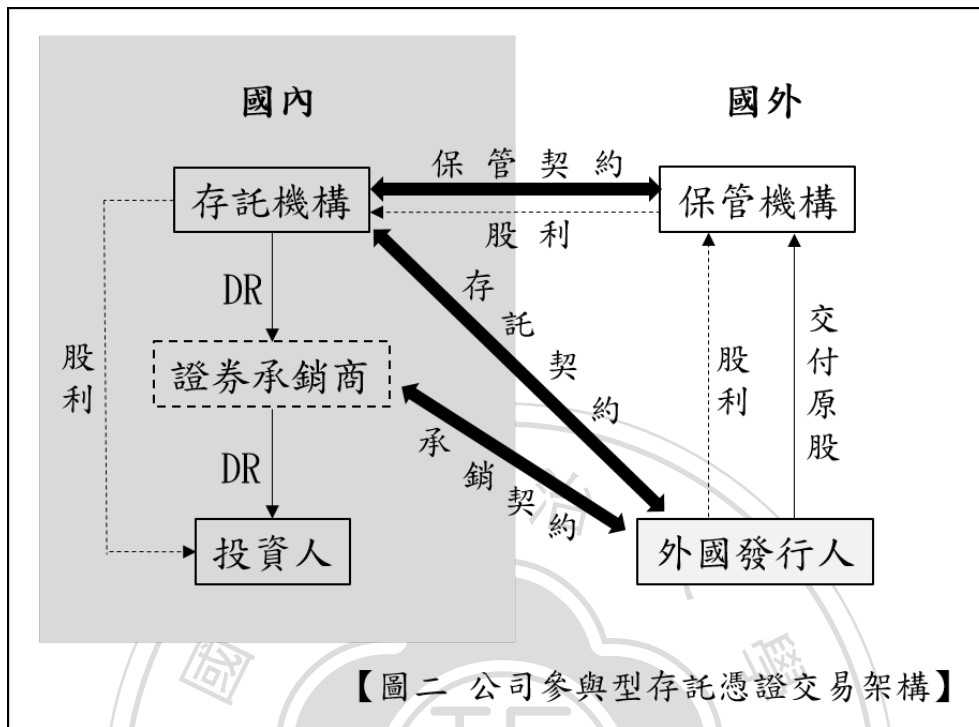
美國法則未規定必須先有參與型存託憑證上市（櫃）才能發行非參與型存託憑證，但也因此導致倘若非參與型存託憑證先前已存在，將對於外國發行人建立參與型美國存託憑證產生阻礙，因為發行參與型美國存託憑證的前提是「所有表彰同一證券之非參與型美國存託憑證皆終止」。外國發行人或參與型存託憑證的存託機構通常須給付相關費用給承辦非參與型存託憑證的存託機構，以取消先前的非參與型存託憑證計畫<sup>12</sup>。

---

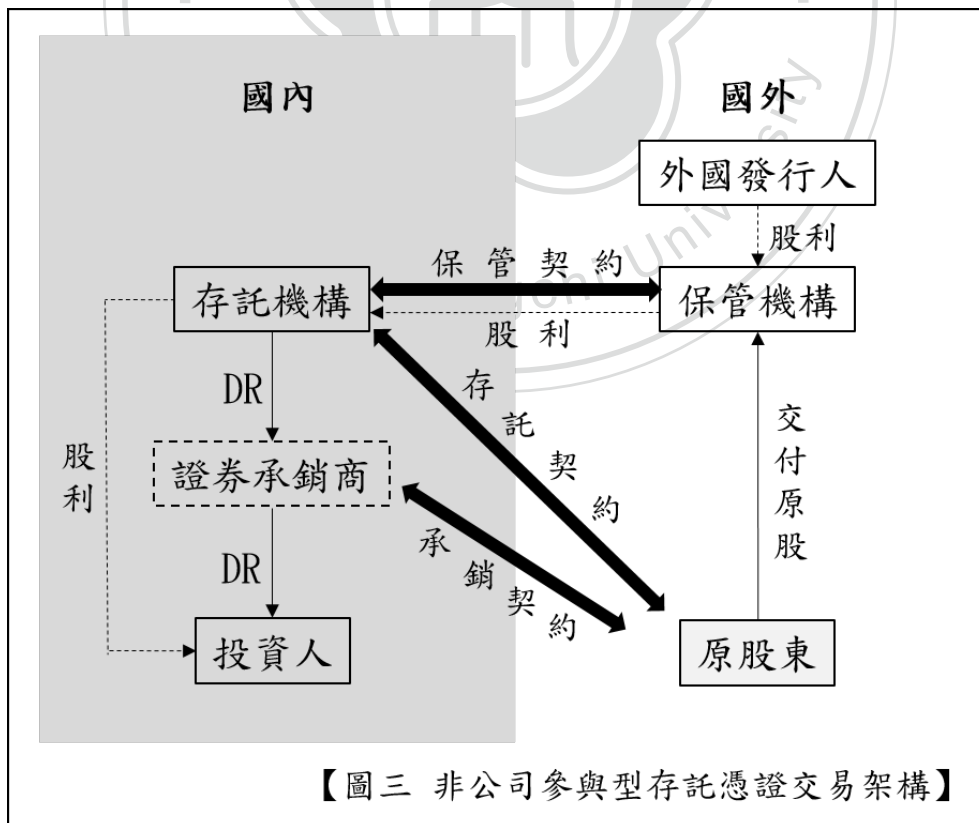
<sup>11</sup> 參見外募發準則第 36 條第 2 項立法理由。

<sup>12</sup> Guide to Public ADR Offerings in the United States, at <https://www.clearygottlieb.com/news-and-insights/publication-listing/guide-to-public-adr-offerings-in-the-united-states-2016> (last visited 10/03/2018).

#### 第四節 存託憑證的發行流程與交易架構



資料來源：本文繪製



資料來源：本文繪製

本文參考「臺灣存託憑證存託契約參考範例」<sup>13</sup>，分別論述存託憑證之交易架構如下：

## 第一項 外國發行人（或原股東） 與存託機構

「參與型」存託憑證，係由外國發行人指定國內存託機構，與之簽訂存託契約，約定由存託機構在國內發行表彰原股權利義務的存託憑證。外國發行人須依約協助發行，提供相關財務、業務資訊及其他相關文件予存託機構<sup>14</sup>。「非參與型」存託憑證則是由原股之持有人與存託機構簽訂存託契約，約定由存託機構發行存託憑證，由於外國發行人並未參與存託憑證之發行，其與存託機構間並不存在存託契約。

## 第二項 存託機構與保管機構

依存託契約之約定，存託機構應經外國發行人同意後指定保管機構（通常是存託機構於海外分行或其往來之銀行），並與之簽訂保管契約<sup>15</sup>，保管存託憑證所表彰之原有價證券。

此外，保管機構依據保管契約之約定，除了負有保管原有價證券之責任外，尚須處理「與原股相關的權利、兌換、期權、認股權證和其他類似

<sup>13</sup> 臺灣存託憑證存託契約參考範例是由證交所發布，「為強化臺灣存託憑證持有人之權益，避免外國發行人與存託機構簽訂之存託契約存有爭議性之免責條款或／及部分約定未符合註冊地國或／及上市地國法令規定之情事，並兼顧行政院金融監督管理委員會業於99年5月19日公告修正『外國發行人募集與發行有價證券處理準則』，增加臺灣存託憑證發行管道，開放第二上市（櫃）公司股東得以持有之已發行股份委託存託機構發行臺灣存託憑證（非參與型臺灣存託憑證）；及開放第二上市（櫃）公司得總括申報臺灣存託憑證並分次發行。爰依據前揭修正後之處理準則第31條所訂存託契約應載明事項規定，協助外國發行人與存託機構訂定公平、公正之存託契約，特擬定本參考範例以供參考採用，立約雙方仍可視本身之個別情況加以修訂。」

<sup>14</sup> 臺灣存託憑證存託契約參考範例第19條—外國發行人之承諾事項。

<sup>15</sup> 外募發準則訂有保管契約應揭露之事項，詳後述。

利益或任何其他可酌定的權利」；「收取、接收及/或在保管帳戶或現金帳戶貸記與原股有關的所有收入、付款和分配以及因原股而產生的或與原股有關的任何資本（包括保管人因原股分紅、紅利股發行、股份分拆或重組、公積金轉股或其他原因而收到的所有證券）並採取與之相關的任何必要和適當的行動」等<sup>16</sup>。

### 第三項 保管機構與外國發行人（或原股東）

「參與型」存託憑證之保管機構依據其與存託機構簽訂的保管契約，除應保管外國發行人交付之原有價證券外，尚須代為轉發外國發行人所發放之股利，並協助存託機構處理存託憑證解約後原股的繳回等相關事宜。而外國發行人所提供之股份可能是其「增資發行之新股」或「股東持有之已發行股份」。「非參與型」存託憑證與參與型不同之處在於，保管機構係依保管契約保管原股東所交付之股票，而非外國發行人所提供者。

### 第四項 證券承銷商

外國發行人（原股東）與證券承銷商簽訂承銷契約，由承銷商代為規劃與執行存託憑證發行流程，以及發行地之申請作業、輔導、送件、與主管機關之聯繫及承銷存託憑證等。

在我國，依外募發準則第 6 條、第 35 條及第 36 條第 2 項之規定，不論是參與型或非參與型存託憑證，外國發行人及原股東均應委託證券承銷商辦理承銷，並委請承銷商評估後出具評估報告。

### 第五項 投資人

雖原股名義上之股東是存託機構，實質股東仍然是存託憑證持有人，

---

<sup>16</sup> 參考康師傅控股有限公司臺灣存託憑證公開說明書，頁 42-43。



故其所享有的股東權利義務與持有該發行公司普通股之投資者相同，均享有盈餘分派權、新股認購權及表決權等各種股東權。且投資人之權利義務亦不因存託憑證為參與型或非參與型而有不同。

投資人於行使前開股東權所須辦理的相關手續，係由存託機構及保管機構依據存託契約及保管契約代為處理。以臺灣存託憑證存託契約參考範例為例，外國發行人現金增資發行新股時，如存託機構或其指定之人就存託財產享有優先認購權，且存託機構於事前接獲外國發行人之通知時，存託機構具有儘速通知存託憑證之持有人之義務。

然而，也因為存託憑證持有人並非名義上之股東，投資人僅能依其所持有之存託憑證數額向存託機構主張存託股票上的權利，其對於外國發行人並無直接的股東權。因此，縱使外國發行人有違法分派股利或其他侵害投資人權利之行為，存託憑證之持有人亦無法以公司股東之地位行使相關監督之權。此外，存託憑證之持有人須承受保管機構及存託機構遭破產宣告之風險，因為外國發行人發放股利後，須經由保管機構及存託機構辦理後交付予投資人，若其遭破產宣告，投資人即無法受股利之給付，故相關的投資人保護法制顯得重要。

### 第三章 臺灣存託憑證之現行法制

#### 第一節 臺灣存託憑證之發展歷程及現況

臺灣第一檔的臺灣存託憑證是由新加坡福雷電子於 1998 年 1 月 8 日參與發行，其後於 1998 年至 2008 年間僅新增了四家公司發行臺灣存託憑證。於 2008 年福雷電子所參與之臺灣存託憑證下市後，截至 2008 年止僅存四檔臺灣存託憑證，臺灣存託憑證之成長未如預期。

為吸引外國企業來臺上市(櫃)，於 2008 年主管機關之政策有所轉變，陸續取消許多限制。首先，金管會為配合 2008 年 6 月行政院通過「調整兩岸證券投資方案」有關兩岸政策之開放進程，於同年 8 月 14 日修正外募發準則之規定，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。此外，金管會亦於 2008 年 6 月 26 日及 10 月 23 日開放香港及韓國證券交易所掛牌企業得申請來臺第二上市發行臺灣存託憑證。隨著前開政策之開放，臺灣存託憑證開始成長快速，自 2009 年起至 2011 年即新增了三十二檔臺灣存託憑證。

然而，自 2011 年起，臺灣存託憑證市場又逐漸冷卻，不但自 2011 年起未再有外國企業來臺參與發行臺灣存託憑證外，原已掛牌上市之存託憑證更紛紛下市。2012 年 2 月 27 日，日商爾必達 (Elpida Memory，於 2011 年 2 月 25 日來臺發行臺灣存託憑證) 向東京地方法院聲請重整，東京證交所於 2012 年 3 月 28 日遂將其股票下市，同日臺灣證交所亦同步將其臺灣存託憑證下市，是臺股第一檔因財務不佳被動下市的案例。

有鑑於爾必達因財務不佳下市事件，金管會於 2012 年推出五大臺灣存託憑證之監理改善措施，以期使臺灣存託憑證市場更加健全：強化 TDR 之上市審查，包括委請專家出具意見、加強承銷商評估作業、增訂不宜上

市條款，此其一。強化承銷商責任，即規範證券承銷商所承銷上市（櫃）公司於上市後二年內下市（櫃），且承銷商有評估缺失者，應加重處記缺點，此其二。強化 TDR 資訊揭露，於 2012 年 8 月 1 日建置 TDR 財務重點專區，提醒投資人注意 TDR 發行公司財務業務變化及相關風險，此其三。健全 TDR 退場機制，即增訂淨值低於股本二分之一、未依規定公告財務報告等九項 TDR 變更交易條款；及增訂淨值低於股本三分之一、聲請重整或破產等七項終止上市條款，此其四。強化投資人權益保護，比照第一上市（櫃）公司及興櫃公司，規範投資人應於投資 TDR 前先行簽署風險預告書；另明確規範 TDR 上市契約之準據法為中華民國法律，如因上市契約所生之紛爭，訴訟管轄法院為臺灣臺北地方法院，此其五<sup>17</sup>。

然而，臺灣存託憑證之交易市場仍未見起色，自爾必達下市後迄今（2018 年 11 月）共有十六檔臺灣存託憑證陸續下市。最近一檔下市的臺灣存託憑證是金衛醫療，其於 2017 年 10 月 30 日公布公司董事會決議主動申請臺灣存託憑證於證交所終止上市。

截至 2018 年 11 月為止，共有十八檔存託憑證掛牌，其中唯一一檔「上櫃」之臺灣存託憑證（即新加坡特藝石油能源公司）自 2016 年 6 月 2 日停止買賣至今。

本文參考公開資訊觀測站的「臺灣憑證專區」<sup>18</sup>、證交所新聞<sup>19</sup>及櫃買中心網站「最近發行臺灣存託憑證公司」<sup>20</sup>，整理自 1998 年迄今來臺參與

---

<sup>17</sup> 金融監督管理委員會網站（新聞稿—金管會強化證券市場資訊揭露與臺灣存託憑證監理改革相關措施），

[https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news\\_view.jsp&datase\\_rno=201211070002&toolsflag=Y&dtable=News](https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&datase_rno=201211070002&toolsflag=Y&dtable=News)，最後瀏覽日期：2018 年 3 月 29 日。

<sup>18</sup> 公開資訊觀測站「臺灣存託憑證財務重點專區」，<http://mops.twse.com.tw/mops/web/t132sb05>，最後瀏覽日期：2018 年 3 月 29 日。

<sup>19</sup> 證交所網站，<http://www.twse.com.tw/zh/news/newsList>，最後瀏覽日期：2018 年 3 月 29 日。

<sup>20</sup> 證券櫃檯買賣中心網站，

發行臺灣存託憑證的外國企業之原掛牌地及掛牌日期(包括上市及上櫃)，如已終止掛牌者則列示終止掛牌日期、終止掛牌原因及終止所涉之法規。以下表格是依照掛牌日期先後做排序，且為求閱讀之便利，本文將目前仍在臺掛牌之存託憑證標記灰色的底色：

表一 來臺參與發行臺灣存託憑證之外國企業統計					
公司名稱 (代號)	原掛牌地	掛牌日期	終止日期	終止掛牌原因	所涉法條
福雷電子 9101	新加坡	1998/ 01/08	2008/ 07/14	福雷通過日月光對其股票及 TDR 之收購案，主動申請終止上市。	第 50 條之 3 第 11 項
東亞科技 9102	新加坡	2001/ 04/25	2011/ 01/17	原股終止上市。	第 50 條之 3 第 9 項第 1 款
美德醫療 9103	新加坡	2002/ 12/13	—	—	—
萬宇科技 9104	南非	2003/ 01/20	2012/ 08/28	在外流通單位數低於一仟萬個單位。	第 50 條之 3 第 7 項第 6 款(已刪除) <sup>21</sup>

[http://www.tpex.org.tw/web/regular\\_emerging/apply\\_schedule/latest/latest\\_tdr.php?l=zh-tw](http://www.tpex.org.tw/web/regular_emerging/apply_schedule/latest/latest_tdr.php?l=zh-tw)，最後瀏覽日期：2018 年 3 月 29 日。

<sup>21</sup> 係指 2014 年 2 月 10 日修正前之第 50 條之 3 第 7 項第 6 款，修正理由謂：「一、臺灣存託憑證屬跨境商品，其有價證券得在原股及第二上市兩個市場相互流通，具有雙邊套利互相流通之特性，TDR 發行餘額受市場、趨利因素及兩地政經、景氣環境變動影響下呈現增減變

表一 來臺參與發行臺灣存託憑證之外國企業統計

公司名稱 (代號)	原掛 牌地	掛牌 日期	終止 日期	終止掛牌原因	所涉 法條
泰金寶 9105	泰國	2003/ 09/22	—	—	—
中國旺旺 9151	香港	2009/ 04/28	2013/ 10/15	基於整體財務和成本效益 考量，主動申請終止上市。	第 50 條 之 3 第 11 項
巨騰 9136	香港	2009/ 05/25	—	—	—
精熙國際 9188	香港	2009/ 10/08	—	—	—
新焦點 9106	香港	2009/ 10/12	2017/ 06/27	合併財務報告顯示其淨值 已低於合併財務報告所列 示股本三分之一。	第 50 條 之 3 第 9 項 第 2 款
越南製造 9110	香港	2009/ 12/03	—	—	—
陽光能源 9157	香港	2009/ 12/11	—	—	—
康師傅	香港	2009/	—	—	—

化。現行 TDR 流通單位數偏低者，主係因兌回多而增發少所致，其主要可能原因包括流動性風險考量、成本考量及投資人兌回套利操作等，不必然有股價操縱之情形；且投資人兌回原股（出售）套利者，多為原股於原上市地股價及業績表現佳者，不必然代表公司財務業務有所惡化。二、因此 TDR 一定期間之流通量不足應視為跨境商品之常態現象，不宜作為強制終止上市之條件」。

表一 來臺參與發行臺灣存託憑證之外國企業統計

公司名稱 (代號)	原掛 牌地	掛牌 日期	終止 日期	終止掛牌原因	所涉 法條
910322		12/16			
聖馬丁 910482	香港	2009/ 12/18	—	—	—
同方友友 22911868	香港	2009/ 12/22	—	—	—
歐聖 910579	新加坡	2009/ 12/31	2014/ 07/30	合併財務報告經簽證會計師出具無法表示意見之查核報告，且自變更交易方法後已屆滿六個月仍未改善。	第 50 條 之 3 第 9 項第 12 款
僑威 911201	香港	2010/ 02/04	2014/ 12/30	未依規定期限公告申報年度財務報告，自停止其 TDR 之買賣後已屆滿六個月仍未改善。	第 50 條 之 3 第 9 項第 12 款
華豐泰國 911602	泰國	2010/ 02/08	2013/ 12/03	在外流通單位數低於一仟萬個單位。	第 50 條 之 3 第 7 項第 6 款(已刪 除) <sup>23</sup>
友佳	香港	2010/	—	—	—

<sup>22</sup> 前身為「真明麗控股有限公司」。

<sup>23</sup> 同前揭註 21。

表一 來臺參與發行臺灣存託憑證之外國企業統計

公司名稱 (代號)	原掛 牌地	掛牌 日期	終止 日期	終止掛牌原因	所涉 法條
912398		03/18			
大成糖 913889	香港	2010/ 03/25	2015/ 12/29	合併財務報告經簽證會計師出具無法表示意見之查核報告，自變更交易方法後已屆滿六個月仍未改善。	第 50 條 之 3 第 9 項第 12 款
揚子江 911609	新加坡	2010/ 09/08	2015/ 06/17	基於整體財務和成本效益考量，主動申請終止上市。	第 50 條 之 3 第 11 項
超級集團 911606	新加坡	2010/ 09/09	2012/ 11/06	在外流通單位數低於一仟萬個單位。	第 50 條 之 3 第 7 項第 6 款(已刪 除) <sup>24</sup>
中泰山 911611	新加坡	2010/ 10/06	2016/ 11/29	合併財務報告經簽證會計師出具無法表示意見之查核報告，自變更交易方法後已屆滿六個月仍未改善。	第 50 條 之 3 第 9 項第 12 款
明輝 911608	新加坡	2010/ 10/20	—	—	—

<sup>24</sup> 同前揭註 21。

表一 來臺參與發行臺灣存託憑證之外國企業統計

公司名稱 (代號)	原掛 牌地	掛牌 日期	終止 日期	終止掛牌原因	所涉 法條
聯合環境 911610	新加坡	2010/ 10/22	2014/ 01/28	基於整體財務和成本效益 考量，主動申請終止上市。	第 50 條 之 3 第 11 項
滬安 911612	新加坡	2010/ 10/28	2016/ 01/26	合併財務報告顯示其淨值 已低於合併財務報告所列 示股本三分之一。	第 50 條 之 3 第 9 項 第 2 款
神州 910861	香港	2010/ 11/24	—	—	—
融達 910948	新加坡	2010/ 12/03	2015/ 03/01	因其原股於香港交易所停 止買賣，其 TDR 依法於我 國停止買賣已屆滿六個月 仍未改善。	第 50 條 之 3 第 9 項 第 9 款
金衛醫療 910801	香港	2011/ 01/24	2017/ 12/13	基於整體財務和成本效益 考量，主動申請終止上市。	第 50 條 之 3 第 11 項
爾必達 916665	東京	2011/ 02/25	2012/ 3/28	向日本地方法院申請更生 程序（類似我國重整程 序），東京證券交易所於 3 月 28 日將其股票下市。	第 50 條 之 3 第 9 項 第 9 款
特藝 911613	新加坡	2011/ 02/25	—	—	—



表一 來臺參與發行臺灣存託憑證之外國企業統計					
公司名稱 (代號)	原掛 牌地	掛牌 日期	終止 日期	終止掛牌原因	所涉 法條
杜康 911616	新加坡	2011/ 03/09	—	—	—
晨訊科技 912000	香港	2011/ 04/25	—	—	—
耀傑 911619	新加坡	2011/ 06/24	—	—	—
恒大健 <sup>25</sup> 910708	香港	2011/ 07/19	—	—	—
泰聚亨 911622	泰國	2011/ 09/29	—	—	—
新擘 910069	新加坡	2011/ 10/05	2015/ 05/13	基於整體財務和成本效益考量，主動申請終止上市。	第 50 條 之 3 第 11 項
華運中國 (MSH) 911626	馬來西 亞	2011/ 12/30	2016/ 11/01	未依規申報財務報告及未補設訴訟及非訴訟之代理人等情事，致違反我國證交法暨本公司章則規定，且對股東權益有重大影響，經多次函請該公司補正未予改善。	第 50 條 之 3 第 9 項第 11 款

資料來源：自行整理

<sup>25</sup> 原公司名稱為「新傳媒集團控股有限公司」。

由上表可知，自 2008 年起下市的十九檔存託憑證中包含六檔（即福雷、中國旺旺、揚子江、聯合環境、金衛醫療、新擘）是由外國發行人主動申請下市，另外十三檔（即東亞科技、萬宇科技、新焦點、歐聖、僑威、華豐泰國、大成糖、超級集團、中泰山、滬安、融達、爾必達、華運中國）則是因構成臺灣證券交易所股份有限公司營業細則（下稱「證交所營業細則」）第 50 條之 3 之法定下市事由，遭證交所終止上市。於遭證交所終止上市之存託憑證中，因原股終止上市者共有一檔；因淨值已低於合併財務報告所列示股本三分之一者共有二檔；因存託憑證流通單位數少於一千萬者共三檔；因原股遭停止買賣且逾六個月事由未消滅者共二檔；因違反政府法令、本公司章則及公告事項有關規定情節重大，或不履行上市契約規定之義務情節重大者共一檔；合併財務報告經簽證會計師出具無法表示意見之查核報告，自變更交易方法後已屆滿六個月仍未改善者共四檔（彙整如下表二）。

由於多檔存託憑證是因財務問題而下市，且現行臺灣存託憑證市場相當不活絡，因此本章將檢視臺灣存託憑證之現行法制，包括臺灣存託憑證在我國法下之定位、監理機制及申報資訊不實之責任歸屬，以期吸引更多外國企業來臺發行存託憑證、使臺灣存託憑證市場更加活絡。

表二 臺灣存託憑證下市事由彙整

終止上市事由	法規依據	公司名稱	合計
主動申請下市	證交所營業 細則第 50 條之 3 第 11 項、證交法 第 165 條之 2 準用第 145 條	福雷電子、中 國旺旺、揚子 江、聯合環 境、新擘、金 衛醫療	6 檔
第二上市公司之上市股票、臺灣存託 憑證所表彰之外國有價證券已自其 上市證券交易市場終止上市者。	證交所營業 細則第 50 條之 3 第 9 項第 1 款	東亞科	1 檔
依規定公告並申報之最近期合併財 務報告，顯示淨值已低於合併財務報 告所列示股本三分之一者。	證交所營業 細則第 50 條之 3 第 9 項第 2 款	新焦點、滬安	2 檔
在外流通單位數低於一仟萬個單位。	證交所營業 細則第 50 條之 3 第 9 項第 6 款	萬宇科、華豐 泰、超級	3 檔
其上市有價證券經依第 7 項各款規 定予以停止買賣，滿六個月後仍有第 七項各款規定情事之一者。	證交所營業 細則第 50 條之 3 第 9 項第 9 款	融達、爾必達	2 檔

表二 臺灣存託憑證下市事由彙整

終止上市事由	法規依據	公司名稱	合計
第二上市公司或存託機構違反政府法令、本公司章則及公告事項有關規定情節重大，或不履行上市契約規定之義務情節重大者。	證交所營業細則第 50 條之 3 第 9 項第 11 款	華運中國	1 檔
違反第 49 條之 1 第 9 項第 1 款、第 4 款、第 5 款、第 6 款或第 10 款規定，自變更交易方法後之次一營業日起，六個月內無法達成同條第 10 項第 1 款、第 4 款、第 5 款、第 6 款或第 10 款之情事者。	證交所營業細則第 50 條之 3 第 9 項第 12 款	歐聖、大成糖、中泰山、僑威	4 檔

資料來源：自行整理

## 第二節 臺灣存託憑證在我國法下的定位

在進入「臺灣存託憑證之監理機制」及「資訊不實規範之責任主體」之討論前，須先確立臺灣存託憑證是否為證交法定義下的有價證券，以及是否適用證交法第 165 條之 2 之規定，詳述如下：

### 第一項 臺灣存託憑證是否為有價證券

#### 第一款 證券交易法上的有價證券

證交法第 6 條所規範之有價證券有政府債券、公司股票、公司債券、主管機關核定之其他有價證券、前述有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書、新股認購權利證書及新股權利證書。

目前主管機關依此規定授權核定之其他有價證券如下：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服務者<sup>26</sup>；華僑或外國人在臺募集資金赴外投資所訂立之投資契約<sup>27</sup>；證券投資信託事業所發行之受益憑證<sup>28</sup>；認購（售）權證<sup>29</sup>；息票<sup>30</sup>；期貨信託事業為募集期貨信託基金所發行之受益憑證<sup>31</sup>。另金融資產證券化條例第 7 條<sup>32</sup>及不動產證券

<sup>26</sup> 財政部 76 年 9 月 12 日（76）臺財證（二）第 900 號函。

<sup>27</sup> 財政部 76 年 10 月 30 日（76）臺財政（二）第 6934 號函。

<sup>28</sup> 財政部 77 年 9 月 20 日（77）臺財證（三）第 09070 號公告。

<sup>29</sup> 財政部 86 年 5 月 23 日（77）臺財證（五）第 03037 號公告。

<sup>30</sup> 民國 94 年 2 月 4 日金管證一字第 094000539 號令。

<sup>31</sup> 民國 96 年 8 月 8 日金管證七字第 0960038704 號令。

<sup>32</sup> 金融資產證券化條例第 7 條：「受益證券及資產基礎證券，除經主管機關核定為短期票券者外，為證券交易法第 6 條規定經金融監督管理委員會核定之其他有價證券。」

化條例第 5 條<sup>33</sup>直接將受益證券定位為「證交法第 6 條規定經主管機關核定之其他有價證券」<sup>34</sup>。

其中與臺灣存託憑證最相關的函釋為證管會 76 年 9 月 12 日 (76) 台財證 (二) 第 900 號函<sup>35</sup> (下稱「系爭函釋」)，學說與實務上在討論臺灣存託憑證是否為我國證交法所核定的有價證券時，大多將討論之重點置於「臺灣存託憑證是否為系爭函釋所稱之外國有價證券」，詳如後述。

## 第二款 臺灣存託憑證是否為有價證券

臺灣存託憑證是否為證交法第 6 條第 1 項所謂之「經主管機關核定之其他有價證券」，於我國實務與學說上有不同見解。

學說上有採「否定說」，認為主管機關並未將臺灣存託憑證核定為有價證券，僅是實務上直接將其作為外國有價證券處理<sup>36</sup>。另有學者認為「臺灣存託憑證是外國發行人依據所屬國法律所發行之記名股票」，於存託憑證掛牌前，已經在主管機關核定之證券交易所或證券市場上市 (櫃)，而外國發行人將所發行股票經保管存放於保管機構，再由存託機構在臺發行表彰該原股票之另一種憑證，其發行地與交易地皆在臺灣，已衍生成立一「獨立之金融商品」，非屬系爭函釋核定之外國有價證券，亦未經主管機關依證交法第 6 條第 1 項規定正式核定過，故「非」屬證交法定義下的有價證券<sup>37</sup>。

而多數實務與學說見解採「肯定說」，雖然理由不盡相同、且對於被主

<sup>33</sup> 不動產證券化條例第 5 條：「依本條例規定募集或私募之受益證券，為證券交易法第六條規定經主管機關核定之其他有價證券。」

<sup>34</sup> 劉連煜，新證券交易法實例研習，頁 37-40，2018 年 9 月 15 版。

<sup>35</sup> 「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服務，均應受我國證券管理法令之規範。」

<sup>36</sup> 戴銘昇，論證券交易法上之「有價證券」，華岡法粹，第 38 期，頁 7-8，2007 年 7 月。

<sup>37</sup> 臺灣高等法院 105 年度聲再字第 36 號刑事裁定中，聲請人所提出之郭土木教授見解。

管機關核定之時點有不同見解，但結論上皆認為至遲於外募發準則制定時，臺灣存託憑證即被核定為有價證券<sup>38</sup>。詳言之，實務上法院多認為臺灣存託憑證係在中華民國境內經主管機關許可辦理臺灣存託憑證業務之金融機構，在中華民國境內所發行，發行人為中華民國境內之金融機構，所依據之法令為中華民國法令，並非外國有價證券，故非為系爭函釋所涵蓋<sup>39</sup>。然而，證交法第 6 條第 1 項並未明定主管機關核定其他有價證券之法定程式，故主管機關對於核定之方式除得以「函文」之方式核定外，自亦得以「訂立法律授權命令」之方式為之。且相較於以函文核定方式，以訂立處理準則之方式加以核定更為嚴謹。因此，主管機關於 1992 年 6 月 20 日依當時<sup>40</sup>證交法第 22 條第 1 項<sup>41</sup>之授權，以財政部證券管理委員會(81)台財證(一)字第 01327 號令訂定發布「募集與發行臺灣存託憑證處理準則」(於 1996 年 2 月 6 日修改為外國人募集與發行有價證券處理準則)，即係以訂定處理準則之方式將臺灣存託憑證核定為證交法之有價證券，故臺灣存託憑證自屬證交法第 6 條第 1 項規定之「經主管機關核定之其他有價證券」<sup>42</sup>。學者則認為系爭函釋之規範對象是「具有外國有價證券性質」之股票、公司債、政府債券、受益憑證之有價證券，而非單純的外國價證券。因為若將系爭函釋之核定對象解釋為單純的國外有價證券，於文義解釋上將產生不合理之情形。亦即，主管機關於系爭函釋前段將「外國有價證券」納入規範，又於後段說明「在我國募集、發行」，然而在「我國募集

<sup>38</sup> 王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，實用證券交易法，頁 42，2018 年 3 月 5 版。陳彥良，臺灣存託憑證的法律性質，月旦法學教室，第 176 期，頁 23-24，2017 年 6 月。

<sup>39</sup> 臺灣高等法院 105 年度聲再字第 36 號刑事裁定、最高法院 105 年度台抗字第 70 號刑事裁定、最高法院 105 年度台抗字第 925 號刑事裁定。

<sup>40</sup> 民國 77 年 1 月 29 日修正之證券交易法。

<sup>41</sup> 證券交易法第 22 條第 1 項：「有價證券之募集及發行，除政府債券或經主管機關核定之其他有價證券外非向主管機關申報生效後，不得為之。」

<sup>42</sup> 臺灣高等法院 105 年度聲再字第 36 號刑事裁定。

發行」的國內有價證券，實不可能同時又為在「外國募集發行」之外國有價證券，在文義解釋上有所矛盾，因此學者認為並非單純外國有價證券才受證交法之規範，其他「具有外國有價證券性質」者亦受規範。準此，學者認為臺灣存託憑證既然係由我國之存託機構於我國募集發行，用以表彰外國之有價證券，應「同時兼具有本國及外國有價證券之性質」，自屬系爭函釋之核定對象。退步言之，學者認為在體系解釋上，臺灣存託憑證早已為系爭函釋核定為有價證券，惟至遲於主管機關依證交法第 22 條第 4 項授權訂定「募集與發行臺灣存託憑證處理準則」(現為外募發準則)時，臺灣存託憑證亦已經明文被納入證交法之規範<sup>43</sup>。

表三 TDR 被核定為證交法有價證券之依據 (肯定說論點)

	實務見解	學說見解
TDR 是否為外國有價證券	否，TDR 之發行人為我國境內之金融機構且所依據之法令為我國法令，故非外國有價證券。	否，TDR 同時兼具有本國有價證券及外國有價證券之性質。
是否為系爭函釋所涵蓋	否，系爭函釋的規範對象為「單純的外國有價證券」	是，系爭函釋之規範對象是「具有外國有價證券性質」

<sup>43</sup> 『外國發行人募集與發行有價證券處理準則』是依證交法第 22 條第 4 項規定訂定之。該準則是由 81 年頒布的『募集與發行臺灣存託憑證處理準則』修改而成，也就是說在 76 年發布第 900 號函之後，主管機關才依證交法第 22 條的授權訂定準則具體明文處理募集與發行臺灣存託憑證事宜。其後才將『募集與發行臺灣存託憑證處理準則』修訂並改名為『外國發行人募集與發行有價證券處理準則』。此時對於外國發行人在我國境內募集與發行有價證券之種類更加擴大，由此可見第 90 號函的確未將 TDR 排除於外。由證交法體例性觀之，證交法第 6 條係規定有價證券之定義，其置於第 1 章『總則』，而第 22 條則是置於第 2 章『有價證券之募集、發行、私募及買賣』，也就是所謂的分則。總則係指『規章條例最前面的概括性的條文』，而我國主管機關依據分則中之授權規定(證交法 22)頒布命令，訂定『募集與發行臺灣存託憑證處理準則』，故至遲於當時便已對於 TDR 明文納入證券交易法的規範，更何況證管會第 900 號函解釋上已可將 TDR 包含納入。」陳彥良，同前揭註 38，頁 23-24。



表三 TDR 被核定為證交法有價證券之依據（肯定說論點）

	實務見解	學說見解
		之股票、公司債、政府債券、受益憑證之有價證券，而非單純的外國有價證券。
核定依據	依據「外募發準則」被核定，蓋證交法並未明文核定有價證券之方式，故除得以「函文」之方式核定外，亦得以「訂立法律授權命令」之方式為之。	依據「系爭函釋」已被核定，但至遲於主管機關訂定外募發準則時被納入證交法規範。

資料來源：自行整理

## 第二項 證券交易法第 165 條之 2 之規範對象

### 第一款 外國公司來臺掛牌的規範選擇

在學理上，對於外國公司來臺掛牌之規範模式有三種：第一種是依「註冊地國法」規範之；第二種是由「掛牌地國法」加以規範；第三種則是「混和適用」註冊地及掛牌地國之法律規定，亦即挑選一些關於掛牌地國公司治理有關規定要求來臺上市之外國公司加以準用，我國目前證交法採用第三種規範模式<sup>44</sup>。

第二上市（櫃）公司來臺掛牌之法令依據為證交法第 165 條之 2<sup>45</sup>，採

<sup>44</sup> 劉連煜，資本市場發展視角下的台灣國際板市場(臺灣 F 股及 T 股)—外國公司來臺第一上市及第二上市的規範問題，法令月刊，第 64 卷第 4 期，頁 45-46，2013 年 4 月。

<sup>45</sup> 證券交易法第 165 條之 2:「前條以外之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之分支機構及外國公司之從屬

用前開第三種「混合適用」註冊地國及我國法令之規範模式，其立法理由謂：「考量修正條文第 165 條之 1 以外之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訂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，即第二上市（櫃）外國公司有價證券於國外募集、發行及買賣之行為尚無必要準用本法之相關規定，僅就其有價證券於中華民國募集、發行及買賣之行為，除主管機關另有規定外，準用本法相關條文規定為管理、監督，並逐一列出其準用之條文。」亦即，第二上市（櫃）公司因已於外國掛牌而須受外國證券主管機關及交易所之監理，且來臺發行臺灣存託憑證之公司大多未在我國營業，因此對於第二上市（櫃）公司準用規定主要集中在有價證券地募集與發行、公開說明書、財報與維護市場交易秩序等相關規定，較無公司治理有關規定之準用的必要<sup>46</sup>。

## 第二款 臺灣存託憑證之規範適用

然而，對於臺灣存託憑證是否為證交法第 165 條之 2 之規範對象，仍有疑義。

臺灣高等法院 105 年度聲再字第 36 號刑事裁定及最高法院 105 年台抗字第 583 號刑事裁定採「否定說」，法院在此採納該案聲請人提出之學者見解（即「臺灣存託憑證之發行地與交易地皆在臺灣，已衍生成立一獨立

---

公司，其有價證券經證券交易所或證券櫃檯買賣中心同意上市或上櫃買賣者，除主管機關另有規定外，其有價證券在中華民國募集、發行及買賣之管理、監督，準用第 5 條至第 8 條、第 13 條、第 14 條第 1 項、第 3 項、第 19 條至第 21 條、第 22 條、第 23 條、第 29 條至第 32 條、第 33 條第 1 項、第 2 項、第 35 條、第 36 條第 1 項至第 6 項、第 38 條至第 40 條、第 42 條、第 43 條、第 43 條之 1 第 2 項至第 4 項、第 43 條之 2 至第 43 條之 5、第 61 條、第 139 條、第 141 條至第 145 條、第 147 條、第 148 條、第 150 條、第 155 條至第 157 條之 1 規定。」

<sup>46</sup> 同前揭註 44，頁 46-48。

之金融商品」)，認為臺灣存託憑證「非」第二上市（櫃）公司經證交所或櫃買中心同意上市或上櫃買賣之股票或有價證券。而證交法第 165 條之 2 既係在規範第二上市（櫃）外國公司有價證券於我國募集、發行及買賣之管理、監督，準用我國證交法相關條文之規定，自與臺灣存託憑證無關。

惟多數學者採「肯定說」<sup>47</sup>，學者謂我國存託機構發行臺灣存託憑證所表彰者限於該「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」。而為使該有價證券亦能夠在臺灣申請上市（櫃），在交易架構之設計上，遂由存託機構發行臺灣存託憑證，用以表彰該外國公司所發行之有價證券。因此自發行存託憑證之實質面觀之，等同將外國上市公司發行的股票或有價證券於臺灣申請上市（櫃）。實務上一般將由存託機構發行臺灣存託憑證向證交所或櫃買中心申請上市（櫃）買賣一事，稱為外國公司申請來臺第二上市（櫃），其發行、募集及買賣自「屬」證交法第 165 條之 2 之規範對象<sup>48</sup>。

### 第三項 小結

針對前開疑義，本文認為臺灣存託憑證係證交法第 6 條第 1 項「經主管機關核定之其他有價證券」，並且為證交法第 165 條之 2 之規範對象，討論如下：

#### 一、 臺灣存託憑證為經證交法定義下的有價證券

首先，按財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心外國有價證券櫃檯買賣審查準則及證券商受託買賣外國有價證券管理規則之規定，均將存託憑證

<sup>47</sup> 同前揭註 34，頁 319-322。

<sup>48</sup> 王志誠，國際板之建置與改革：外國公司來臺上市之監理架構及對投資人之保護機制，保險資訊季刊，第 30 卷第 1 期，頁 36-37，2017 年 3 月。

定義為「外國有價證券」<sup>49</sup>，可認臺灣存託憑證為系爭函釋所涵蓋，屬被主管機關核定為證交法之有價證券。退步言之，縱認為臺灣存託憑證並非「外國有價證券」，本文從實務及學者見解，即認為「核定」並非只能以函文為之，以法規命令為之亦可，故於外募發準則訂定時，臺灣存託憑證即被主管機關核定為有價證券。

又依體系解釋，由證券交易法施行細則第 11 條第 1 項規定：「本法第 157 條第 6 項及第 157 條之 1 第 1 項所稱具有股權性質之其他有價證券，指可轉換公司債、附認股權公司債、認股權憑證、認購（售）權證、股款繳納憑證、新股認購權利證書、新股權利證書、債券換股權利證書、臺灣存託憑證及其他具有股權性質之有價證券。」可知我國法上明文將臺灣存託憑證與其他「法條明文」的有價證券及「經核定」之有價證券並列，同屬證交法第 157 條第 6 項及第 157 條之 1 第 1 項所稱之「具有股權性質之其他有價證券」，可認為主管機關傾向將臺灣存託憑證納入證交法之規範範圍內。

綜上，於外募發準則、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心外國有價證券櫃檯買賣審查準則、證券商受託買賣外國有價證券管理規則等規範中，均將臺灣存託憑證作為證交法上之有價證券，而於證交法總則中對於臺灣存託憑證之定位卻未為明確規範，此規範體系上之不一致將使募集、發行及買賣臺灣存託憑證之參與者無所適從，不利於投資人之保護。因此，

---

<sup>49</sup> 參見財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心外國有價證券櫃檯買賣審查準則第 2 條第 2 款：「外國有價證券，謂外國政府發行之政府公債及外國發行人在我國發行之外國股票、臺灣存託憑證、外國債券及其他經主管機關核定之外國有價證券。」證券商受託買賣外國有價證券管理規則第 6 條第 1 項：「證券商受託買賣之外國有價證券，其範圍以下列各款為限，並應符合本會所定條件：一、本會指定外國證券交易所交易之股票、認股權證、受益憑證、存託憑證及其他有價證券。二、經本會認可之信用評等公司評等為適當等級以上之債券。但受託賣出之外國債券，不在此限。三、經本會核准或申報生效在國內募集及銷售之境外基金。四、其他經本會核准投資之有價證券。」

本文認為，應全面檢討證交法及主管機關訂定之相關規範中關於「有價證券」及「外國有價證券」之定義，使臺灣存託憑證之法律定位更加明確，才能使投資人權益之保障更完備。

## 二、 臺灣存託憑證為證交法第 165 條之 2 之規範對象

雖然在國外證券市場交易的為原有價證券，而在我國發行的是存託憑證，在形式上似不符合「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」之文義。然而，自發行存託憑證之實質面觀之，存託憑證所表彰的就是原有價證券，其權利義務均與原有價證券相同，可認為與將外國上市公司發行的股票或有價證券於臺灣申請上市（櫃）相同。準此，本文從學者見解採肯定說，臺灣存託憑證屬證交法第 165 條之 2 之適用對象，臺灣高等法院 105 年度聲再字第 36 號刑事裁定及最高法院 105 年台抗字第 583 號刑事裁定之見解顯有適用法律之重大錯誤。

### 第三節 臺灣存託憑證之監理機制

本文將臺灣存託憑證的監理機制以上市時程區分為「上市前之審查」、「上市後之監理」及「退場機制」，分述如下：

#### 第一項 臺灣存託憑證上市前之審查

欲將臺灣存託憑證於我國證交所上市，發行公司須符合上市審查標準、不得有不宜上市之情事，並應遵行法定流程申請上市。以下將「上市申請流程」、「上市審查標準」、「不宜上市條款」及應申報之「註冊文件」分別彙整之。

##### 第一款 上市申請流程

##### 第一目 填具「臺灣存託憑證上市申請書」

依臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則（下稱「有價證券上市審查準則」）第 2 條第 1、3 項<sup>50</sup>；上市作業程序第 3 條<sup>51</sup>及臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市契約準則（下稱「有價證券上市契約準則」）第 26 條規定，外國發行人暨其在中華民國境內之存託機構或代理機構申請其發行之臺灣存託憑證上市，應依證交所之規定，填具「臺灣

<sup>50</sup> 「凡依證券交易法規定發行或補辦發行審查程序之有價證券，其發行人於依據證券交易法第 139 條之規定向本公司申請上市者，應分別檢具各類有價證券上市申請書，載明其應記載事項，連同應檢附書件，向本公司申請，本公司依據本準則暨本公司審查有價證券上市作業程序之規定審查之。（第 1 項）第 1 項規定之申請書及審查有價證券上市作業程序，由本公司訂定，並於報經主管機關核備後施行。（第 3 項）」

<sup>51</sup> 「申請上市時發行公司應填具股票上市申請書，並備齊附件欄所載明之必要書件全套，至備供查閱書件部分，本公司將視審查需要另行調閱。經經理部門檢視所送書件齊全後，送由本公司總收發簽收，經登記編號、分發經理部門分案承辦依序審查。（第 1 項）……」

存託憑證上市申請書」，併同應檢附之書件送證交所。

## 第二目 臺灣證券交易所股份有限公司審查

證交所之承辦人員應簽請具產業專長之外部專家依諮詢事項表就該案表示諮詢意見，並依據其上市申請書及所附之附件暨參考前開諮詢意見，審查其是否合於上市審查準則所訂之上市條件及不宜上市情事，填具上市條件審查表，逐級複核，經由經理部門審核決議。又承辦部門應按月將臺灣存託憑證上市契約報請金融監督管理委員會證券期貨局（下稱「證期局」）備查之情形，彙總陳報董事會。前揭審查，自受理臺灣存託憑證上市申請案日起算，應於四週內完成，送交逐級複核，但有特殊情形，得簽報核准後延長審查期間<sup>52</sup>。

## 第三目 中央銀行審查

中央銀行原則採平行審查，外國發行人於申請募集發行有價證券時，可同時將案件送請證交所及中央銀行審查。中央銀行可於十二個營業日內完成審查作業並出具同意函<sup>53</sup>。

## 第四目 上市契約經證交所報請證期局備查

依證交法第 141 條規定，證交所與上市有價證券之公司訂立之有價證券上市契約，除其內容有抵觸有價證券上市契約準則而決議不同意上市者，應報請證期局備查<sup>54</sup>。故依臺灣證券交易所股份有限公司審查外國有價證券上市作業程序（下稱「審查外國有價證券上市作業程序」）第 4 條，經

<sup>52</sup> 審查外國有價證券上市作業程序第 4 條。

<sup>53</sup> 臺灣證券交易所股份有限公司，外國企業來臺上市：發行臺灣存託憑證，頁 30-31，2011 年。

<sup>54</sup> 證交法第 141 條、審查外國有價證券上市作業程序第 4 條第 1 項第 2 款。

證交所經理部門審核決議同意上市者，證交所之承辦人員即與外國發行人簽訂有價證券上市契約。而該上市契約依民法之相關規定，一經簽訂即行生效。隨後證交所之承辦人員應再將上市契約連同審查報告，報請證期局備查。

## 第五目 送請證期局申報生效

外國發行人募集與發行臺灣存託憑證者，應檢具相關書件及中央銀行同意函，向證期局申報生效<sup>55</sup>。

依外募發準則第 5 條規定，外國發行人募集與發行有價證券之申報生效期間原則上為十二個營業日，如有但書所列之各款情形者，則縮短為七個或三個營業日。

於 2010 年修正前，只有以老股參與發行臺灣存託憑證之生效期間縮短為七個營業日；以新股參與發行臺灣存託憑證者，仍為十二個營業日。然而於 2010 年考量「提升臺灣存託憑證之審查效率及參酌本條第 1 項第 2 之規定，爰於第 1 項第 3 款增訂第二上市（櫃）公司於證交所或證券櫃買中心向金管會申報其參與發行臺灣存託憑證之上市（櫃）契約後，辦理初次上市、上櫃前公開銷售之申報生效期間亦縮短為七個營業日。」因此，不論外國發行人係以新股或老股參與發行臺灣存託憑證，其生效期間均是自證期局收到申報書之日起屆滿「七個」營業日。

此外，若原股股東以其持股委託存託機構於國內發行臺灣存託憑證者（即非參與型存託憑證），須外國發行人已於國內參與發行過臺灣存託憑證後，始可為之。原股股東並須檢其相關書件向證期局申報，於證期局收到申報書後七個營業日生效。

---

<sup>55</sup> 外募發準則第 4 條第 1 項。



## 第六目 辦理募集發行

### 一、 募集發行臺灣存託憑證之期限

上市契約於簽訂後即行生效，原則上於上市契約生效後，外國公司應自證交所函知之日起三個月內辦理臺灣存託憑證公開銷售。但有正當理由得經證交所同意申請延期三個月，且以一次為限，並報請證期局備查<sup>56</sup>。此外，自證期局申報生效通知到達之日起三個月內，外國公司應募足並收足現金款項。但有正當理由申請延期，經主管機關核准者，得再延長三個月，並以一次為限<sup>57</sup>。

### 二、 公開銷售方式

#### (一) 我國有價證券承銷配售之方式

目前我國承銷配售的方式共有四種，即「競價拍賣」、「詢價圈購」、「公開申購配售」及「洽商銷售配售」，以下分述之：

##### 1. 競價拍賣

所謂競價拍賣是指由承銷商和有價證券發行公司，議定競價拍賣的數量和最低的投標價格，並向證券商同業公會申報，辦理公告之後，接受欲購買的投資人投標，開標時以投標價格較高者得標<sup>58</sup>。此種銷售方式適用於股票初次上市（櫃）前之公開銷售或依規定辦理之公開招募之案件，一般股票初次上市上櫃案件，其對外公開銷售部分應由

<sup>56</sup> 有價證券上市審查準則第 26 條第 4 項。

<sup>57</sup> 外募發準則第 9 條第 2 款。

<sup>58</sup> 謝劍平，現代投資銀行，頁 47-48，2018 年 1 月 5 版。

承銷團提撥「公開銷售總數之全數辦理競價拍賣」或「部分競價拍賣、部分公開申購配售」，公營事業及其他法令另有規定者，不在此限<sup>59</sup>。

## 2. 詢價圈購

詢價圈購，又稱「詢圈」，是由主辦承銷商舉辦說明會，辦理詢價圈購，將詢價圈購的結果加以統計，依市場供需狀況與發行公司共同決定合適的承銷價格，通知投資人可認購的股數及價格。一經投資人承諾認購後，交易即成立<sup>60</sup>。此種銷售方式是由承銷商尋覓買主，由於券商具有「配售裁量權」，故只有深厚關係的客戶、或是機構法人才能認到證券，再加上新股上市的蜜月行情，詢圈利益龐大，因而此種方式長年遭外界詬病<sup>61</sup>。

## 3. 公開申購配售

公開申購配售是最傳統的承銷方式，即由承銷商公告辦理公開申購，由投資人向其開戶的證券經紀商以電話、傳真或當面委託等方式申請認購。如認購數量超過總發行數量時，即以電腦抽籤方式決定認購者。此種銷售方式下，申購人通常只能認購到一、二張，不如詢價圈購無限制<sup>62</sup>。

## 4. 洽商銷售配售

洽商銷售是由承銷商依合理方式訂出參考價，而後與發行公司或有價證券持有人議定承銷價格<sup>63</sup>。

<sup>59</sup> 中華民國證券商同業公會證券商承銷貨再行銷售有價證券處理辦法第7條。

<sup>60</sup> 同前揭註58，頁49。

<sup>61</sup> 蘋果日報網站（詢圈配售利益龐大，金管會盯上，金檢局列2大缺失--券商喊冤：盼給做生意空間），<https://tw.appledaily.com/finance/daily/20161019/37420834>，最後瀏覽日期：2018年3月28日。

<sup>62</sup> 同前揭註58，頁49。

<sup>63</sup> 同前揭註58，頁49-50。

## (二) 臺灣存託憑證之配售方式

依外募發準則第 35 條規定，外國公司參與發行臺灣存託憑證者，原則上應委託證券承銷商辦理公開銷售。募集臺灣存託憑證對外公開銷售的部分以「全數辦理詢價圈購」或「部分詢價圈購、部分公開申購配售」之方式辦理<sup>64</sup>。又臺灣存託憑證初次發行案件以「部分詢價圈購、部分公開申購」方式辦理者，應同時辦理詢圈及申購作業，並應先行就對外公開銷售數量之 10% 額度辦理公開申購配售，並依申購數量調整公開申購配售數量。該承銷案件之申購數量（以公開申購截止日經紀商傳輸證交所之最後確認申購總數量認定之）未達前項規定之公開申購配售數量之差額部分得併入詢價圈購部分辦理配售；如申購數量超過公開申購配售數量達一定倍數者，應依一定比例調增公開申購配售數量<sup>65</sup>。

### 第七目 檢送股權分散表洽上市掛牌

外國發行人暨其代理機構或存託機構應於承銷完成後三日內檢送外國發行人參與發行臺灣存託憑證申報書<sup>66</sup>及股權分散情形表，並洽訂上市買賣日期（應距函送之日不少於二個營業日）。經證交所承辦人員核對審查符合上市條件者，即行據以辦理上市公告事宜，並函報主管機關備查<sup>67</sup>。

<sup>64</sup> 中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法第 22 條。

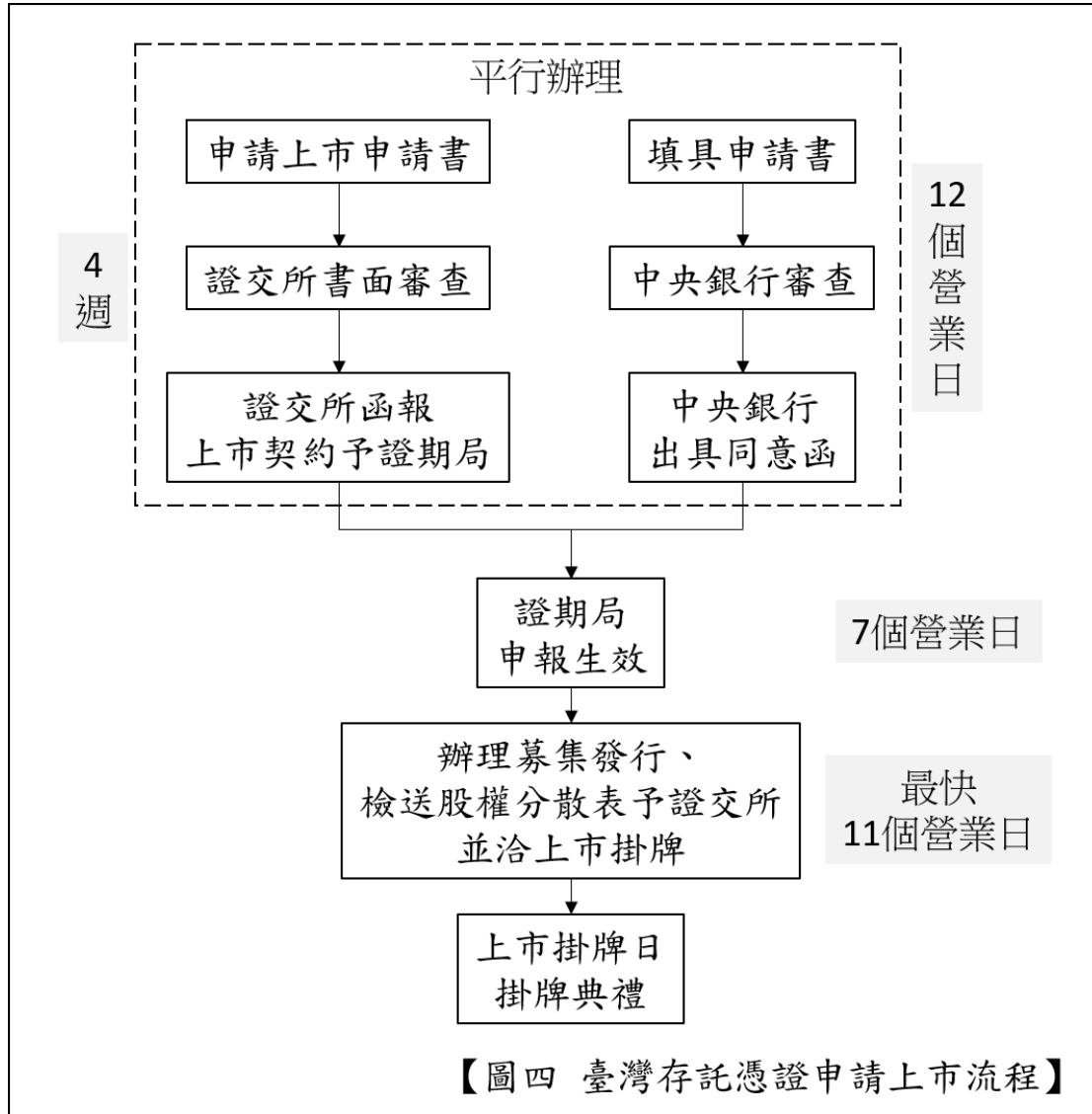
<sup>65</sup> 中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法第 22 條之 3。

<sup>66</sup> 外募發準則第 28 條：「外國發行人為第二上市（櫃）公司者，得參與存託機構發行臺灣存託憑證，並應依案件性質檢具「外國發行人參與發行臺灣存託憑證申報書」（附表十至附表十三）載明其應記載事項，連同應檢附書件，向本會申報生效後，始得為之。（第 1 項）第二上市（櫃）公司之股東以持有之已發行股份委託存託機構於國內發行臺灣存託憑證者，應檢具「非參與發行臺灣存託憑證申報書」（附表十四）載明其應記載事項，連同應檢附書件，向本會申報生效後，始得為之。（第 2 項）……」

<sup>67</sup> 審查外國有價證券上市作業程序第 5 條第 2 項。

## 第八目 上市掛牌典禮

上市掛牌當日將由證交所舉行上市掛牌典禮<sup>68</sup>。



資料來源：臺灣證券交易所，外國企業來臺上市：發行臺灣存託憑證

<sup>68</sup> 同前揭註 53，頁 30-31。

## 第二款 上市審查標準

有價證券上市審查準則針對不同上市型態規定有不同之上市審查標準，本文將申請臺灣存託憑證上市之「設立年限」、「公司規模」、「股權分散」及「獲利能力」整理如下：

### 第一目 設立年限

外國發行人依據註冊地國法律發行之股票或表彰股票之有價證券，於申請上市之臺灣存託憑證掛牌前，已在經主管機關核定之海外證券市場之一主板掛牌交易者。

目前經主管機關核定之海外證券市場<sup>69</sup>為：

(一) 紐約泛歐交易所集團 (NYSE Euronext Group)：紐約證券交易所 (NYSE)、紐約泛歐交易所 (NYSE Euronext)、紐約泛歐全美交易所 (NYSE Amex)；(二) 那斯達克證券交易所 (NASDAQ OMX Group)；(三) 倫敦證券交易所集團 (London Stock Exchange Group)：倫敦證券交易所 (London Stock Exchange)、義大利證券交易所 (Borsa Italiana)；(四) 德國交易所集團之法蘭克福證券交易所 (Deutsche Börse AG Frank-furter Wertpapierbörse, FWB)；(五) 加拿大多倫多交易所集團之多倫多交易所 (TMX Group Inc. Toronto Stock Exchange)；(六) 澳洲證券交易所 (Australian Securities Exchange)；(七) 日本東京證券交易所 (Tokyo Stock Exchange)；(八) 日本大阪證券交易所 (Osaka Securities Exchange)；(九) 新加坡交易所 (Singapore Exchange)；(十) 馬來西亞交易所 (Bursa Malaysia)；(十一) 泰國證券交易所 (Stock Exchange of Thailand)；(十二) 南非約翰尼斯堡證券交易所 (Johannesburg Stock Exchange)；(十三) 香港交易所 (Hong Kong

<sup>69</sup> 臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則補充規定第 23 條。

Exchanges and Clearing Ltd.); (十四) 韓國交易所 (Korea Exchange); (十五) 經主管機關核定之其他海外證券市場。

## 第二目 公司規模

須於申請上市時，其經會計師查核簽證之最近財務報告所顯示之淨值折合新臺幣六億元以上。

## 第三目 股權分散

上市時，在中華民國境內之臺灣存託憑證持有人（記名股東人數）不少於一千人，且扣除外國發行人內部人及該等內部人持股逾 50% 之法人以外之持有人，其所持單位（股份）合計發行單位總數 20% 或以上或滿一千萬個單位（股）。

## 第四目 獲利能力

最近一個會計年度無累積虧損，並符合下列標準之一者：

- (一) 稅前淨利占年度決算之淨值比率，最近一年度 6% 以上者。
- (二) 稅前淨利占年度決算之淨值比率，最近二年度均達 3% 以上，或平均達 3% 以上，且最近一年度之獲利能力較前一年度為佳者。
- (三) 稅前淨利最近二年度均達新臺幣二億五千萬元以上者。

## 第五目 其他

臺灣存託憑證之上市審查標準尚包括：上市臺灣存託憑證單位須逾二千萬個單位以上或市值達新臺幣三億元以上，但不得逾其已發行股份總數之 50%。臺灣存託憑證所表彰股票或表彰其股票之有價證券，其轉讓不受限制、且其權利義務應與其他同次發行之同種類股票或表彰其股票之有價證券相同。臺灣存託憑證所表彰之股票，於臺灣存託憑證上市契約生效前

三個月未有股價變化異常之情事。最近一年內存託機構未有因資訊申報錯誤受證交所處置，且情節重大之情事<sup>70</sup>。

### 第三款 不宜上市條款

因 2012 年爾必達因財務狀況不佳之下市事件，金管會為強化臺灣存託憑證市場，增訂了「不宜上市條款」<sup>71</sup>。據此，即便符合前述之上市條件，若有上市審查準則第 27 條之 2 所列情事之一者，證交所得不同意上市，事由如下：

首先，在公司財務狀況方面，如有嚴重影響公司財務、業務狀況，或足致公司解散或變動其組織、資本之情事，或其行為有虛偽不實或違法情事，足以影響其上市後之證券價格，而及於市場秩序或損害公益之虞者。其次，於公司高階主管方面，如申請公司及現任董事、監察人、總經理或實質負責人於最近三年內有違反誠信原則之行為或曾受上市地國證券主管機關或交易所所為之處分或處置，且情節重大者。再者，在公司營運方面，其所營事業嚴重衰退者。或有其他證交所認定不宜上市之情事者。

### 第四款 註冊文件

#### 第一目 臺灣存託憑證上市申請書

如同前述，申請上市必須依法填具臺灣存託憑證上市申請書，應填具發行人名稱、國籍總公司所在地、設立日期、上市所在地、預定發行日期、預定發行總額、預定單位發行金額、存託憑證表彰有價證券之總額及數量、存託機構名稱及地址、保管機構名稱及地址、主辦承銷商名稱及地址、代

---

<sup>70</sup> 臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市契約準則第 26 條。

<sup>71</sup> 參閱本章第一節。

收款項金融機構名稱及地址及申請日期。另應附件如下：

1. 外國發行人名稱、國籍、主營業所所在地之證明文件。
2. 外國發行人所上市之證券交易市場出具其有價證券上市之證明書。
3. 外國發行人最近三年度經會計師查核簽證之財務報告及本國會計師複核報告之工作底稿，審查期間跨越會計年度八個月以後者，應加送經會計師查核簽證或核閱之上半年度財務報告（得依外國發行人所屬國法令規定之格式編製，並應由中華民國會計師就中華民國與外國公司所屬國所適用會計原則之差異及其對財務報告之影響表示意見）。
4. 存託憑證發行計畫。

外募發準則第30條明文臺灣存託憑證發行計畫應載明事項包括：

一、發行目的。二、預定發行日期、發行總金額、發行單位總數、臺灣存託憑證所表彰有價證券之數量及預計單位發行價格之決定方式。三、臺灣存託憑證持有人之權利義務。四、臺灣存託憑證所表彰之有價證券之來源。五、承銷方式及擬掛牌處所。六、募集資金之用途。第二上市（櫃）公司募集資金者，並應揭露預計可能產生效益。七、發行目的如為合併本國公司、受讓本國公司股份、收購或分割本國公司者：（一）受讓之股份或收購之營業或財產之名稱、數量及對象、未來移轉之條件及限制。（二）計畫預計執行進度、預計完成日期。（三）換股比例之決定方式及合理性。（四）預計可能產生效益。（五）併購或換股對象為關係企業或關係人者，應列明與關係企業或關係人之關係、選定關係企業或關係人之原因、必要性及對股東權益之影響。八、發行及存續期間相關費用之分攤方式。但臺灣存託憑證係由外國發行人增資發行者，免予記載。九、募集期間及逾期未募足之處理方式。如為合併本國公司、受讓本國公司股份、收購或分割本國公司者，其完成發行期間及逾期未發行之處理方式。十、其他經本會規定應記載之事項。



5. 外國發行人與存託機構所簽訂之存託契約稿本。

外募發準則第 31 條列出存託契約應載明事項包括：一、契約當事人之名稱、國籍、主營業所所在地。二、發行臺灣存託憑證之總額、發行單位總數、其所表彰有價證券之數量及預計單位發行金額。三、存託機構應盡善良管理人之義務，為臺灣存託憑證持有人之利益選任保管機構，並與保管機構訂立保管臺灣存託憑證所表彰有價證券之保管契約或其他文件。四、存託機構之義務與責任。五、存託機構所受報酬之計算方式、給付方法及時間。六、第二上市（櫃）公司依本會、註冊地國及上市地國證券法令之規定，應提供報告與存託機構之意旨。七、臺灣存託憑證所表彰之有價證券總數應交付保管機構保管。八、購買臺灣存託憑證之費用。九、臺灣存託憑證轉讓過戶方式。十、臺灣存託憑證之課稅方式。十一、除權日及除息日之訂定。十二、同意由存託機構代理臺灣存託憑證持有人行使股東權利。十三、存託機構代理處理新股認購事宜。十四、委託存託機構代理發放股息、紅利、利息或其他利益之方式。十五、存託機構代理行使股東權利之處理方式。十六、外國發行人如辦理合併、受讓他公司股份、進行收購、分割或分派非現金股利等，臺灣存託憑證持有人所持有有價證券之處理方式。十七、約定事項變更之處理方式。十八、解約之處理方式。十九、存託契約所適用之準據法為中華民國法律。二十、訴訟管轄法院為臺灣臺北地方法院；如有仲裁之約定者，其約定之內容。二十一、其他重要約定或本會規定應記載之事項。

6. 存託機構與保管機構所簽訂之保管契約或其他文件稿本。

外募發準則第 32 條訂有保管契約應記載事項包括：一、當事人之名稱、國籍、主營業所所在地。二、所保管之有價證券名稱、種類、數量。三、保管機構所受報酬之計算方式、給付方法及時間。四、有價證券保管及領出之處理程序。五、契約解除及變更之處理方式。六、

所保管之有價證券毀損或滅失之處理方式。七、保管機構於收受所保管之有價證券後，應通知存託機構。八、保管契約所適用之準據法。九、保管契約訴訟管轄法院；如有仲裁之約定者，其約定之內容。十、其他重要約定或本會規定應記載之事項。

7. 公開說明書初稿。公開說明書應具備之內容於外募發準則定有明文，詳參第二目。
8. 中國民國律師就存託契約、保管契約及公開說明書已依規定記載之簽註意見。
9. 證券承銷商評估報告及工作底稿、撰寫評估報告人員名單及相關懲處記錄。
10. 外國發行人與證券承銷商簽訂之承銷契約，暨預計承銷完畢後存託憑證持有人分散情形。
11. 臺灣存託憑證樣張或無實體發行之登錄證明文件（其餘俟發行完畢洽上市日期時，另依交易所規定份數檢送）。
12. 辦理證券事務機構印鑑卡。
13. 臺灣存託憑證上市契約。
14. 外國發行人在中華民國境內指定訴訟及非訴訟代理人授權書。
15. 存託機構得辦理臺灣存託憑證業務之證明文件。
16. 以網際網路連線方式向本公司申報送件有關資料。
17. 外國發行人、證券承銷商、律師及會計師所出具之誠信聲明書。
18. 外國發行人出具之股份無法參與發行則本案自動撤回之承諾書；以已發行股份參與發行臺灣存託憑證者，外國發行人、參與發行之股東及證券承銷商另應檢送已發行股份送存保管銀行專供作為參與發行臺灣存託憑證之表彰有價證券聲明書及相關證明文件。
19. 外國發行人（含申請公司之董事、監察人及經理人）、證券承銷商及律師出具之未受違反法令調查之聲明書、意見書。

20. 外國發行人就本上市申請書及其附件所載事項無虛偽、隱匿之聲明書。
21. 外國發行人、獨立董事以外之全體董事出具之臺灣存託憑證終止上市時無限制收購承諾書、律師就收購承諾書內容符合註冊地及原上市地國法令規定所出具之法律意見書，及擔保履行收購證明（如我國金融機構出具之履約保證書或提供擔保品等）。
22. 其他經本公司規定之文件。

## 第二目 公開說明書

公開說明書之交付義務規定於證交法第 165 條之 2 準用第 31 條第 1 項。又於外募發準則第 34 條規定，參與發行臺灣存託憑證之「外國發行人」，應「備置」公開說明書，並應先向應募人交付公開說明書，並應將公開說明書稿本按法定格式以電子檔案方式傳至公開資訊觀測站，自申報通知到達之日起三十日內，將修正後公開說明書定本以電子檔案傳至公開資訊觀測站。外募發準則第 36 條規定，原股股東以老股委託存託機構於國內發行臺灣存託憑證者，則由證券承銷商代理交付公開說明書。

此外，外募發準則第 34 條訂有依外國發行人原註冊地國及上市地國法令應記載之事項以外之其他應記載事項。以下本文列出臺灣存託憑證之公開說明書應揭露事項，並以表格之方式與國內上市公司做比對，以利了解資訊揭露之內容是否充分。由於國內上市公司與臺灣存託憑證公開說明書「封面」、「封裏」及「封底」之應記載事項無顯著差異，僅有部分因第一上市與第二上市性質上不同所致，例如臺灣存託憑證之公開說明書封面應載明臺灣存託憑證所表彰有價證券之上市地國交易資訊等。故本文僅就公開說明書「內容」之應記載事項比較如下：

表四 國內上市公司與 TDR 公司公開說明書內容之比較

	國內上市公司	TDR
公司概況	公司簡介、風險事項、公司組織、資本及股份、公司債、特別股、海外存託憑證、員工認股權憑證、併購、受讓其他公司股份處理情形。	公司及集團簡介、集團架構、風險事項、股本、公司股利政策及執行狀況、董事、監察人、經理人及主要股東資料。
營運概況	公司之經營、不動產廠房及設備及其他不動產、轉投資事業、重要契約、其他必要補充說明事項。	業務範圍、競爭策略、業務目標、策略及計畫、市場、生產及銷售概況、重要契約及其他必要補充說明事項。
發行計畫及執行計畫	前次及本次現金增資、併購或受讓他公司股份或發行債資金運用計畫分析、本次發行員工認股權憑證或限制員工權利新股。	本次發行價格之訂定方式、資金運用計畫分析及其約定事項。
財務概況	最近五年度簡明財務資料、財務報表、財務狀況與經營結果之檢討分析及其他重要事項。	
特別記載	公司治理運作情形及其他必要補充說明事項。	
其他	重要決議、公司章程及相關法規。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 證券商承銷商之評估總結意見。</li> <li>2. 律師出具之法律意見書。</li> <li>3. 保管契約及存託契約之主要內容。</li> </ol>

表四 國內上市公司與 TDR 公司公開說明書內容之比較

	國內上市公司	TDR
		<p>4.原註冊地國及上市地國有關外國人證券交易之限制、租稅負擔及繳納處理應注意事項。</p> <p>5.所表彰有價證券最近六個月之最高、最低及平均市價及截至申報日前一營業日之收盤價。除辦理初次上市、上櫃前公開銷售 TDR 者外，並應記載上市證券交易市場間前各市價之差異。上市期間未滿六個月者，前載明期間得為其實際上市期間。</p> <p>6.TDR 持有人或 TDR 所表彰之有價證券持有人得行使權利或限制事項。</p> <p>7.參與發行 TDR 供經核定之海外證券市場掛牌交易之外國轉換公司債或附認股權公司債轉換或履行認股義務，其轉換公司債或附認股權公司債之發行辦法。</p> <p>8.委託經本會核准或認可之信用評等機構進行評等者，應揭露該信用評等機構所出具之評等報告。</p> <p>9.其他重要約定或本會規定應記載之事項。</p>

資料來源:自行整理

由上表可知，不論是國內上市公司或參與發行臺灣存託憑證之外國發行人之公開說明書均應記載公司概况、營運概況、發行計畫及執行計畫、財務概況、及特別記載事項。但對於國內上市公司之規範密度及揭露強度仍較高，規範國內上市公司之公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則共有三十餘條，反觀臺灣存託憑證僅於外募發準則中以單一條文規範之。例如：公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則第 10 條「公司概况」中「公司簡介」的部分應記載（一）設立日期。（二）總公司、分公司及工廠之地址及電話。（三）公司沿革。而外募發準則第 34 條，僅明文應記載「公司及集團簡介」，未有進一步規範應揭露之細節。

此外，就「公司概况、營運概況、發行計畫及執行計畫、財務概況、及特別記載事項」部分，國內上市公司應揭露者大部分包含但不等於臺灣存託憑證應揭露者。例如，公司概况之部分，臺灣存託憑證應記載之「集團簡介、集團架構」已涵蓋於國內上市公司之「公司簡介」；臺灣存託憑證應記載之「董事、監察人、經理人及主要股東資料」已涵蓋於國內上市公司之「公司組織」。營運概況部分，臺灣存託憑證應記載之「業務範圍、競爭策略、業務目標、策略及計畫、市場、生產及銷售概況」亦包含於國內上市公司之「公司之經營」。

除了以上之差異外，臺灣存託憑證公開說明書還包括數項國內上市公司未要求者，即證券承銷商之評估總結意見及律師出具之法律意見書；保管契約及存託契約之主要內容；原註冊地國及上市地國有關外國人證券交易之限制、租稅負擔及繳納處理應注意事項等等，主要是因臺灣存託憑證為第二上市（櫃）之證券的本質所制定。

綜上，本文認為臺灣存託憑證與國內上市公司對於公開說明書內容上之要求差距不重大。

## 第二項 臺灣存託憑證上市後之監理

證券市場涉及廣大市場參與者及國家經濟之發展，妥適落實資訊揭露機制具有其重要性。證券市場的資訊揭露目的可分為二個層面，首先，資訊揭露能使市場參與者獲取充分的資訊，據以作為投資之判斷依據，不但能降低資訊不對等、更能建立市場參與者對證券市場之信賴；再者，公司揭露其重要訊息可使政府及市場參與者了解公司之營運狀況，藉以監督公司之營運並嚇阻其違法濫權。資訊揭露的規範重心主要包括「揭露的時機」需及時且有效率；「揭露的手段」需具有普及性；「訊息的性質」需具備重大性；「訊息的品質」需正確且完整<sup>72</sup>。

我國金管會及證交所訂有相關規範，要求上市（櫃）公司揭露其財務業務資訊。金管會依證交法第 22 條第 4 項之授權訂定外募發準則及相關函釋，並發布「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」<sup>73</sup>，條列各項應向金管會申報之事項。

另證交所亦訂有「臺灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司及境外指數股票型基金上市之境外基金機構資訊申報作業辦法」（以下簡稱「資訊申報作業辦法」）、「臺灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司重大訊息查證暨公開處理程序」<sup>74</sup>等，於證交所發布之「上市有價證券發行人應辦業務事項一覽表」中也條列出應向證交所申報之事項。

向金管會或證交所申報資訊之方式多要求將資訊輸入金管會或證交

---

<sup>72</sup> 陳脩文，淺談重大訊息之「重大性」概念，證券暨期貨月刊，第 30 卷第 8 期，頁 26，2012 年 8 月。

<sup>73</sup> 金管證發字第 1020005749 號函。

<sup>74</sup> 依「臺灣存託憑證上市契約」第 3 條規定，證券相關法令及證券交易所章則暨公告事項有關臺灣存託憑證之規定，均為上市契約之一部分，外國發行人、其訴訟及非訴訟代理人、存託機構及證交所皆應遵守之。準此，「資訊申報作業辦法」及「重大訊息處理程序」為上市契約之一部分。

所指定之網際網路資訊申報系統，即「公開資訊觀測站」（網址：<http://sii.twse.com.tw>）<sup>75</sup>。

以下本文於第一款及第二款將應申報事項分為「定期申報事項」及「不定期申報事項」，其中定期申報事項再分為「財務報告及年報」與「其他定期申報事項」；第三款則進一步論述「暫停與恢復交易機制」。應申報之定期與不定期申報事項，除外募發準則及資訊申報辦法有規定外，於證交所發函通知公司應辦理之事項、證交所營業細則、公開收購公開發行公司有價證券管理辦法均有相關規範。本文將重心置於「外國發行人募集與發行人有價證券應公告及向本會申報事項一覽表」及「上市有價證券發行人應辦業務事項一覽表」中所列之申報事項，整理如下：

### **第一款 定期申報事項**

定期申報之事項包括財務報表、年報及其他事項，公司參與型存託憑證之申報義務主體為外國發行人，而外國發行人亦可委託代理機構代為申報。

### **第一目 財務報表及年報**

#### **一、 編製方式**

目前我國法規未強制要求臺灣存託憑證之財務報表遵行我國編製財報之方式，得採用外國發行人所屬國或上市地國之規定編制財報。但若其財報已經原股上市地國會計師查核（查閱），且所採用之會計原則非我國認可之國際財務報導準則、美國或國際財務報導準則編製者，應另行出具差異說明，並經金管會核准簽證公開發行公司財務報告之我國二位會計師複

<sup>75</sup> 金管證發字第 10400293346 號函。



核後，併同財務報告公告申報；若採用之會計原則為我國認可之國際財務報導準則、美國或國際財務報導準則編製財報或其財報未經原股上市地國會計師查核（查閱）者，則免經中華民國會計師出具複核意見，但仍須依中華民國「證券發行人財務報告編製準則」將有關會計科目之性質調節後，再進行申報<sup>76</sup>，詳如表五及圖五：

表五 TDR 公司之財報編制方式	
公告或申報項目	內容摘要
年度財務報告 第一季財務報告 半年度財報告 第三季財務報告	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 合併財務報告。</li> <li>2. 財務報告應以中文為主，並檢附英文或原股上市地官方文字版本，於公開資訊觀測站公開及書面申報。</li> <li>3. 財務報告所採用之會計原則及編製內容得依所屬國或上市地國之規定辦理。</li> <li>4. 但其採用之會計原則若非我國認可之國際財務報導準則、美國或國際財務報導準則編製者，應由公司另行出具差異說明，並經本會核准簽證公開發行公司財務報告之我國二位會計師複核後，併同財務報告公告申報。</li> <li>5. 依規定公告申報之財務報告，應經董事長、經理人及會計主管出具財務報告內容無虛偽或隱匿之聲明<sup>77</sup>。</li> </ol>

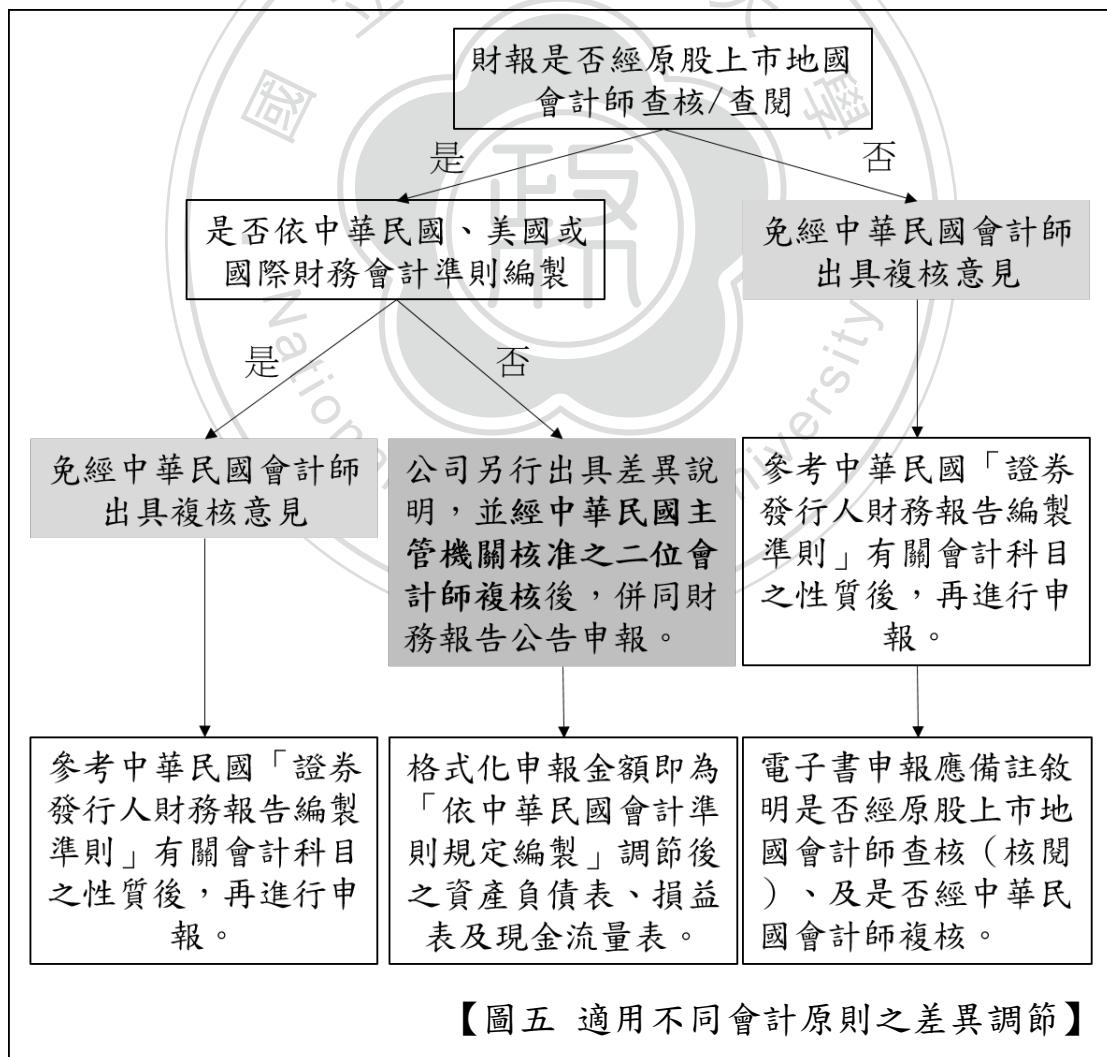
<sup>76</sup> 臺灣存託憑證資訊申報教育訓練影片，臺灣證券交易所 WebPro 3.0 影音傳播網，  
<http://webpro.twse.com.tw/webportal/vod/104/DB2381BA6554-811ED723-C44C-11E7-B926/?categoryId=122>，最後瀏覽日期：2018 年 10 月 30 日。

<sup>77</sup> 外國發行人募集與發行有價證券應公告及項本會申報事項一覽表，頁 9。

表五 TDR 公司之財報編制方式

公告或申報項目	內容摘要
年報	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 外國發行人依所屬國或上市地國法令規定編製之年報。</li> <li>2. 發行普通公司債之外國發行人為外國金融機構分支機構或為他公司之從屬公司者，如該外國發行人未編製年報，應申報其總機構或他公司之年報。</li> <li>3. 記載事項應以中文或中英文併列記載之。</li> </ol>

資料來源：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



資料來源：臺灣存託憑證資訊申報教育訓練影片(臺灣證券交易所 WebPro 3.0 影音傳播網)

允許外國發行人採用所屬國會計原則編製財報可降低來臺發行存託憑證之成本，固可鼓勵臺灣存託憑證之發行，惟另一方面，若外國發行人所採用的會計原則及編製內容與我國不同，我國投資人可能因無法明確掌握臺灣存託憑證財務報表之內涵而降低投資意願。主管機關權衡前述之利弊，採取折衷方式，亦即若所採用之會計原則非我國認可之國際財務報導準則、美國或國際財務報導準則編製者，應由公司另行出具差異調節表，經本會核准簽證公開發行公司財務報告之我國二位會計師複核後，併同財務報告公告申報，惟差異調節表應包含哪些內容、其調節之方式為何，法無明文，是否將對於差異調節之成效有重大影響值得探究。

## 二、 揭露頻率

臺灣存託憑證公司之財報揭露頻率規定於外募發準則第 64 條第 2 項及資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 1 款<sup>78</sup>。除年度財務報告應有會計師查核且至遲不得晚於每營業年度終了後六個月內公告申報外，季報與半年報、年報均依外國發行人所屬國或上市地國法定規定辦理，未強制公告申報。例如依香港聯合交易所及南非證券交易所之規定，上市公司無須公告第一季、第三季財務報表，半年度財務報表無須經會計師查核或核閱；新加坡證券交易所及馬來西亞證券交易所則規定半年度、第一季、第三季財務報表無須經會計師查核或核閱，且新加坡證券交易所更規定，未超過一定市值者無須公告第一季、第三季財務報表<sup>79</sup>。

<sup>78</sup> 資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 1 款：「第二上市公司應向本公司定期申報資訊之事項及時間，依下列各款之規定：一、合併財務報告及資產負債表、綜合損益表、現金流量表：依外國發行人所屬國或上市地國法令規定同時辦理公告，但年度資料部分至遲不得晚於每會計年度終了後六個月；外國發行人所屬國或上市地國法令未規範而自願公告第一季及第三季財務報告者，應揭露完整財務報告且於臺灣存託憑證上市期間持續辦理，並應同時辦理公告。」

<sup>79</sup> 公開資訊觀測站「臺灣存託憑證財務重點專區」，

表六 TDR 公司之財報揭露頻率	
公告或申報項目	公告或申報期限
年度財務報告	依外國發行人所屬國或上市地國法令規定辦理。但年度財務報告應有會計師查核且至遲不得晚於 <b>每營業年度終了後六個月內</b> 公告申報。
第一季財務報告 半年度財務報告 第三季財務報告	依外國發行人所屬國或上市地國法令規定辦理。
年報	依外國發行人所屬國或上市地國法令規定應公告及向主管機關、證券交易所或證券市場申報之期限，至遲於 <b>外國發行人之股東常會前</b> ，將其年報之電子檔案傳送至公開資訊觀測站。

資料來源：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

國內上市公司之財報揭露規定於證交法第 36 條第 1 項第 1 款及第 2 款，應於每會計年度終了後三個月內，公告並申報經會計師查核簽證、董事會通過及監察人承認之年度財務報告。並於每會計年度第一季、第二季及第三季終了後四十五日內，公告並申報經會計師核閱及提報董事會之財務報告。

將臺灣存託憑證公司與國內上市公司之規範相比較，可發現臺灣存託憑證公司之財務報表揭露頻率不及我國上市公司。國內上市公司須強制揭露年度財務報告、半年度財務報告及第一季、第三季之財務報告；臺灣存託憑證公司則只須強制揭露年度財務報告，而半年度財務報告及第一季、第三季財務報告依其所屬國法令辦理，二者之比較詳如下表七：

表七 「TDR 公司」與「我國上市公司」財報揭露頻率比較		
	我國上市公司	TDR 公司
年度財務報告	每會計年度終了後三個月內。(證交法第 36 條第 1 項第 1 款)	每營業年度終了後六個月內。 (外募發準則第 64 條第 2 項、資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 1 款)
第一季財務報告 第三季財務報告 半年度財務報告	每會計年度第一季、第二季及第三季終了後四十五日內。(證交法第 36 條第 1 項第 2 款)	依外國發行人所屬國或上市地國法令規定辦理。 (外募發準則第 64 條第 2 項、資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 1 款)

資料來源：自行整理

## 第二目 其他定期申報事項

除財務報告及年報外，外募發準則及資訊申報辦法尚定有其他應定期申報之事項，彙整如下：

表八 TDR 公司其他定期申報事項		
公告或申報項目	公告或申報期限	法令依據
年度財務比率重大變動說明及財務分析資料	所屬國或上市地國年度財務報告公告，同時輸入公開資訊觀測站。	資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 2 款
公司法人董事、監察人及持股 10% 以上大股東資訊	股東常會或臨時會後一個月內輸入公開資訊觀測站。但依所屬國或上市地國法令規定之公告申報期限較早者，應依其法令規定同時向證交所辦理公告申報。	資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 3 款

表八 TDR 公司其他定期申報事項

公告或申報項目	公告或申報期限	法令依據
前年度董事及監察人酬金資訊	所屬國或上市地國年報公告同時輸入公開資訊觀測站。	資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 4 款
原股在外國證券交易所或證券市場之收盤價格、交易數量及我國銀行間外匯交易市場前一營業日收盤匯率	外國證券交易所或證券市場收盤「當日」輸入公開資訊觀測站。	資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 5 款
TDR 發行後之兌回單位數	於每月十日前申報上月份資料，輸入公開資訊觀測站。	資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 6 款
現金增資參與發行 TDR 之資金運用計畫、資金運用情形季報表及承銷商評估意見	每季結束十日內輸入公開資訊觀測站。 主辦承銷商評估意見應於計畫變更時及嗣後每季結束後十日內輸入公開資訊觀測站。	外募發準則第 10 條第 1 項第 2 款及第 4 款、資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 7 款
TDR 流通及兌回情形月報表	於每月十日前申報上月份「臺灣存託憑證流通及兌回情形月報表」。	外募發準則第 42 條、資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 8 款

公告或申報項目	公告或申報期限	法令依據
其他經證交所公告 或函知事項之資訊	依公告或函知期限內申報。	資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項 第 9 款

資料來源：「外國發行人募集與發行有價證券應公告及項本會申報事項一覽表」、「上市有價證券發行人應辦業務事項一覽表」及本文作者

由上表可知，臺灣存託憑證公司應定期申報之事項計有八個項目及一個概括條款。為了解前開規範對於臺灣存託憑證定期申報之要求是否充分，本文於表九中與國內上市公司進行比較。於「上市有價證券發行人應辦業務事項一覽表」中，證交所按申報時間依序列出國內上市公司應定期申報之事項，定期申報事項之規範散落在相關法規、函釋及規範中（例如公開發行公司公開財務預測資訊處理準則），然而由於大部分應申報之重要資訊皆規範於證交法及資訊申報作業辦法中，故以下本文僅著重於此二個法規之比較：

國內上市公司	TDR 公司
財務報告電子書、可延伸商業報導語言檔案格式、資產負債表、綜合損益表、現金流量表、權益變動表、會計師查核報告(含關鍵查核事項)或核閱報告、簽證會計師名稱、及財務報告附註揭露相關事項。凡在我國境外發行有價證券之上市公司應再同時申報英文版會計師查核或核閱報告及簽證會計師名稱。 (資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 1 款)	合併財務報告及資產負債表、綜合損益表、現金流量表(資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 1 款)

表九「TDR 公司」與「國內上市公司」定期申報事項比較	
國內上市公司	TDR 公司
上市公司及其股票未於國內公開發行之子公司從事衍生性商品交易資訊 (資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 4 款)	
營業額及自結損益資訊 (資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 5 款)	
財務資料 (資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 6 款)	
上市公司及其子公司之資金貸與及背書保證明細表資料 (資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 7 款)	
凡有赴大陸地區投資之股票上市公司應申報大陸地區投資資訊 (資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 8 款)	
凡有投資海外子公司之股票上市公司應申報海外子公司投資資訊 (資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 9 款)	
財務比率重大變動說明、財務分析資料 (資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 10 款)	年度財務比率重大變動說明及財務分析資料 (資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 2 款)
辦理現金增資、發行公司債或私募有價證券者，其資金運用情形季報表；募集發行或私募國內公司債者，其上月份之異動情形；募集發	現金增資參與發行 TDR 之資金運用計畫、資金運用情形季報表及承銷商



表九「TDR 公司」與「國內上市公司」定期申報事項比較	
國內上市公司	TDR 公司
行或私募海外股票、存託憑證或公司債者，其異動情形；募集發行或私募公司債者，其相關資料（資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 11 款）	評估意見（外募發準則第 10 條第 1 項第 2 款及第 4 款、資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 7 款）
上市公司暨所屬企業集團之相關資料 （資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 12 款）	
內部人及其關係人新就（解）任、股權異動及設（解）質 （資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 13 款）	
本國上市公司員工人數與員工福利費用之年度資訊（資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 14 款）	
上市公司關係企業合併資產負債表、關係企業合併綜合損益表及會計師複核報告書 （資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 15 款）	
上市公司最大可買回自己公司股數及金額彙總表 （資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 16 款）	
發行員工認股權證之股票上市公司應申報 （一）去年度已執行及未執行員工認股權憑證資訊；（二）去年度及截至去年底國內、外取得認股權憑證之經理人及部門與分支機構主管姓名、取得認股權憑證及認購彙總情形； （三）除第二項人員外，去年度及截至去年底	

表九「TDR 公司」與「國內上市公司」定期申報事項比較	
國內上市公司	TDR 公司
國內、外取得認股權憑證可認股數前十大員工認股權人之姓名、取得認股權憑證及認購彙總情形 (資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 17 款)	
上市公司董事、監察人及持股 10%以上大股東為法人者，其董事、監察人及持股 10%以上大股東資訊 (資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 18 款)	公司法人董事、監察人及持股 10%以上大股東資訊(資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 3 款)
上市公司獨立董事之主要現職、主要經歷及其兼任其他公司董事、監察人之資訊暨全體董事、監察人出(列)席董事會及進修情形(資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 19 款)	
凡有於國內海外發行有價證券之股票上市公司應申報國內海外有價證券轉換、交換或行使發行申報書及辦理上市普通股股數維護(資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 20 款)	
經理人配發員工酬勞情形 (資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 21 款)	
上市公司前十大進銷或客戶之資訊 (資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 22 款)	
上市公司產業分類基本資料 (資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 23 款)	
董事及監察人酬金資訊	董事及監察人酬金資訊

表九「TDR 公司」與「國內上市公司」定期申報事項比較	
國內上市公司	TDR 公司
(資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 25 款)	(資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 4 款)
上市公司為其董事及監察人投保責任險資訊 (資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 26 款)	
與關係人間重要交易資訊 (資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 27 款)	
年度內部控制制度聲明書之資訊 (資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 29 款)	
經營權異動資訊 (資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 30 款)	
員工福利政策及權益維護措施 (資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 31 款)	
企業社會責任報告書及該報告書檔案置於公司網站之連結 (資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 32 款)	
創業投資公司應增加暴露(一)每月底前申報其上月份每股淨值、投資金額前五大被投資公司資訊及未投資之資金投資於上市(櫃)有價證券之情形；(二)依各季財務報告公告申報期限申報被投資公司資訊及未投資之資金投資於上市(櫃)有價證券之情形。(資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 33 款)	
其他經證交所公告或函知事項之資訊	其他經證交所公告或函

表九「TDR 公司」與「國內上市公司」定期申報事項比較	
國內上市公司	TDR 公司
(資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 34 款)	知事項之資訊(資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 9 款)
	原股在外國證券交易所或證券市場之收盤價格、交易數量及我國銀行間外匯交易市場前一營業日收盤匯率(資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 5 款)
	TDR 發行後之兌回單位數(資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 6 款)
	TDR 流通及兌回情形月報表(資訊申報作業辦法第 3 條第 7 項第 8 款)

資料來源：自行整理

資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項訂有三十三款國內上市公司應定期申報之事項，而臺灣存託憑證公司之定期申報事項僅有八款。除了臺灣存託憑證公司本於其第二上市之性質，須申報原股在外國證券交易所或證券市場之收盤價格、交易數量及我國銀行間外匯交易市場前一營業日收盤匯率、兌回單位數、流通及兌回情形月報表外，大多數國內上市公司須申報之事項於臺灣存託憑證公司均不適用，例如臺灣存託憑證公司不須於每月申報上月份營業額資料，可見其資訊揭露之「廣度」不及國內上市公司<sup>80</sup>。

<sup>80</sup> 同前揭註 6，頁 34。

對此，有報導指出過去爾必達、晨訊、僑威控及新傳媒等，「都是每季、甚至每半年等財報公布，發現該公司獲利竟由盈轉虧或較去年同期暴跌，常常是『一翻兩瞪眼，沒得選擇』，『狼來了』喊久了，投資人自然越來越無感，投資買股意願大失，連帶使得 TDR 市場上交易量急凍」<sup>81</sup>。因此資訊揭露之頻率及深度應如何拿捏為一個重要的問題。

## 第二款 不定期申報事項

所謂不定期申報之事項，係指不定期發生之事件，於特定事件發生時，外國發行人應於法定期限內將之輸入公開資訊觀測站，外國發行人亦得委託代理機構辦理公告。本文將應公告或申報之項目、期限及法令依據彙整如下：

表十 TDR 公司不定期申報事項		
公告或申報項目	公告或申報期限	法令依據
依「原股之上市地國法令及其證券交易所規章之規定」或「外國發行人主動公	應輸入公開資訊觀測站。	外募發準則第 10 條第 1 項第 7 款、第 64 條第 2 項

<sup>81</sup> 鉅亨網，<http://davidli.pixnet.net/blog/post/37465968-%E6%AD%90%E8%81%96910579%E9%82%84%E6%98%AF%E8%A6%81%E4%B8%8B%E5%B8%82%E2%80%A6%28%E8%AA%AA%E5%A5%BD%E7%9A%84%E8%A3%9C%E6%AD%A3%E8%B3%87%E6%96%99%E5%91%A2%EF%BC%9F%29>，最後瀏覽日期：2018

年 5 月 16 日。

表十 TDR 公司不定期申報事項		
公告或申報項目	公告或申報期限	法令依據
告」應即時申報之重大情事		
對股東權益或證券價格有重大影響之情事	事實發生之日起二日內將發生之原因、對公司財務業務影響、估計影響金額及因應措施資訊，輸入公開資訊觀測站，並檢附相關專家意見。	1. 證交法第 165 條之 2 準用第 36 條第 3 項第 2 款 2. 外募發準則第 4 條第 2 項
公告對臺灣存託憑證持有人交付 TDR	註冊地國法令規定得發行股票之日起三十日內，對 TDR 持有人交付 TDR，並將相關資訊輸入公開資訊觀測站。	外募發準則第 29 條第 2 項

表十 TDR 公司不定期申報事項		
公告或申報項目	公告或申報期限	法令依據
專戶存儲 <sup>82</sup>	1. 訂約之日起二日內，將訂約行庫名稱及訂定日期等相關資料輸入公開資訊觀測站。 2. 於收足價款之日起二日內將收足價款之資訊輸入公開資訊觀測站。	外募發準則第 10 條第 1 項第 1 款
訴訟及非訴訟之代理人異動	於異動發生日起二日內於公開資訊觀測站將「訴訟及非訟代理人中英文名稱」、「聯絡電話」及「聯絡地址」申報備查。	證交法第 165 條之 3
本年度股利分派情形	外國發行人董事會通過擬議及股東會確認後，次一營業日交易時間開始二小時前輸入公開資訊觀測站。	資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 1 款
基本資料及股本形成經過情形	基本資料異動或所屬國或上市地國辦理資本變更登記完成後二日內，輸入公開資訊觀測站。	資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 2 款
取得或處分資產之公告申報	依其所屬國或上市地國之法令規定，同時辦理公告申報。	資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 3 款
召開股東會之公告申報	1. 停過日前至少十二個營業日輸入公開資訊觀測站；臨時股東會則至少五個營業日。 2. 如依所屬國或上市地國法令規定之	資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 4 款

<sup>82</sup> 即委託金融機構代收價款，存儲於所開立之專戶，並應於價款開始收取前，與代收及專戶存儲價款行庫分別訂定委託代收價款合約書及委託存儲價款合約書。

表十 TDR 公司不定期申報事項		
公告或申報項目	公告或申報期限	法令依據
	公告申報期限較早者，應依其法令規定同時公告申報。	
決定分派股息及紅利或其他利益基準日	1. 停過日前至少十二個營業日輸入公開資訊觀測站。 2. 如依所屬國或上市地國法令規定之公告申報期限較早者，應依其法令規定同時公告申報。	資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 5 款
TDR 分散表	1. 股東常會或臨時會後二十日內輸入公開資訊觀測站。 2. 如依所屬國或上市地國法令規定之公告申報期限較早者，應依其法令規定同時公告申報。	資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 6 款
股東會年報及會議相關資料	依所屬國或上市地國法令規定應公告及向主管機關、證交所或證券市場申報之期限同時辦理揭露。	資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 7 款
僑外資持股情形	增資配股、額度內在發行、減資、合併、紅利派股、初次上市、召開股東常會時輸入公開資訊觀測站。	資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 8 款
重大訊息	依重大訊息處理程序所定之期限內，將有關訊息之內容或說明輸入公開資訊觀測站。	資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 9 款



表十 TDR 公司不定期申報事項		
公告或申報項目	公告或申報期限	法令依據
外國發行人買回 TDR	於決議買回、買回期間屆滿或執行完畢、買回臺灣存託憑證累積已達臺灣存託憑證總數 2%或在外流通單位數不足一千二百萬單位時輸入公開資訊觀測站。	資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 10 款
現金增資參與發行 TDR 計畫	主管機關許可後一日內輸入現金增資申報作業之計畫基本資料，並於異動時即時更新。	資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 11 款
現金增資參與發行 TDR 之計畫變更內容及承銷商評估意見 <sup>83</sup>	於下列期限內輸入公開資訊觀測站： 1. 計畫變更內容：計畫變動二日內。 2. 主辦承銷商評估意見：計畫變更時。	外募發準則第 10 條第 1 項第 4 款

<sup>83</sup> 即資金運用計畫項目變更或個別項目金額調整，而致原個別項目所需資金減少金額合計數或增加金額合計數，達所募集資金總額之 20%以上者。

表十 TDR 公司不定期申報事項		
公告或申報項目	公告或申報期限	法令依據
法人說明會之財務業務資訊	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 於當日交易時間開始前或交易時間內召開或參加者，應於會前之非交易時間內至公開資訊觀測站輸入完整之財務業務資訊，至遲應於會後當日辦理。相關財務業務資訊應同時輸入中英文內容。</li> <li>2. 屬多日多場次之法人說明會，其內容相同者，僅須申報首場次之資訊，並依前揭申報時效辦理申報。</li> <li>3. 凡屬國內自辦之法人說明會，均應於會後之次一營業日交易時間開始二小時前，於公開資訊觀測站輸入完整之會議影音連結資訊以供查閱，相關影音檔案並應留存至少一年<sup>84</sup>。</li> </ol>	資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 12 款
其他經證交所公告或函知事項之資訊	依公告或函知期限內申報。	資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 13 款

資料來源：「外國發行人募集與發行有價證券應公告及項本會申報事項一覽表」、「上市有價證券發行人應辦業務事項一覽表」及本文作者

<sup>84</sup> 其中屬當日交易時間開始前或交易時間內召開者，尚應於會中同步提供完整之影音資訊供外界即時收視。

臺灣存託憑證之不定期申報事項共十八款及一款概括條款，其中包含法人說明會之財務業務資訊。有報導指出，外國公司的財報透明度不高，來臺召開法人說明會的外國公司都是財務穩定的特定幾家公司，其他大多數財務不好的公司則不會來臺開法人說明會對外說明，「對外說明，反正就抱持來台撈一票就走的心態」，因此我國投資人很難掌握外國公司之財務業務狀況<sup>85</sup>。臺灣存託憑證公司與國內上市公司應揭露之不定期事項比較如下表十一：

表十一「TDR 公司」與「國內上市公司」不定期申報事項比較	
國內上市公司	TDR 公司
本年度股利分派情形 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 1 款)	本年度股利分派情形 (資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 1 款)
上市公司基本資料及股本形成經過情形 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 2 款)	外國發行公司基本資料及股本形成經過情形(資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 2 款)
上市普通股及上市特別股股數維護 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 3 款)	
財務預測資訊 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 4 款)	
符合「重大訊息處理程序」規範之重大訊息項目	符合「重大訊息處理程序」規範之重大訊息項目(資訊申報)

<sup>85</sup> 鉅亨網，<http://davidli.pixnet.net/blog/post/37465968-%E6%AD%90%E8%81%96910579%E9%82%84%E6%98%AF%E8%A6%81%E4%B8%8B%E5%B8%82%E2%80%A6%28%E8%AA%AA%E5%A5%BD%E7%9A%84%E8%A3%9C%E6%AD%A3%E8%B3%87%E6%96%99%E5%91%A2%EF%BC%9F%29>，最後瀏覽日期：2018

年 5 月 16 日。

表十一「TDR 公司」與「國內上市公司」不定期申報事項比較	
國內上市公司	TDR 公司
(資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 5 款)	作業辦法第 3 條第 8 項第 9 款)
僑外投資持股情形統計表 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 6 款)	僑外資持股情形(資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 8 款)
辦理現金增資或發行公司債者，應於申報生效後一日內輸入資金運用計畫之計畫基本資料、計畫項目及使用效益等，並於相關資料異動之日起二日內申報。辦理私募有價證券者：(一)應於董事會決議日起二日內，申報相關資訊；(二)應於私募實際定價日起二日內及私募股款或價款繳納完成日起十五日內申報相關資訊；(三)應募人如為公司內部人，且於股款或價款繳納完成日前後三個月內有出售自己公司股票者，應於股款或價款繳納完成日起十五日內或事實發生日起二日內申報相關資訊。募集發行或私募公司債者應於資金募集完成後二日內或私募價款繳納完成日起十五日內申報債券發行資料及依公司法第 248 條第 1 項第 5 款規定所載償還公司債款之籌集計畫及保管方式。(資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 7 款)	現金增資參與發行臺灣存託憑證計畫(資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 11 款) 現金增資參與發行 TDR 之計畫變更內容及承銷商評估意見(外募發準則第 10 條第 1 項第 4 款)
召開股東會之公告申報 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 8 款)	

表十一「TDR 公司」與「國內上市公司」不定期申報事項比較	
國內上市公司	TDR 公司
公司決定分派股息及紅利或其他利益之基準日暨現金股利發放日公告申報 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 9 款)	決定分派股息及紅利或其他利益基準日 (資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 5 款)
上市公司股權分散表及股東會議事錄 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 10 款)	TDR 分散表 (資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 6 款)
公司依主管機關「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」規定公告申報之事項。如依上開辦法第 10 條、第 10 條之 1 規定，買回股份轉讓予員工者，另應於向證券集中保管事業辦理帳簿劃撥過戶前一個營日，輸入轉讓予員工基本資料，暨取得該股票之經理人與除經理人外前十大員工姓名、認購股數等彙總資料。 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 11 款)	外國發行人買回臺灣存託憑證 (資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 10 款)
發行員工認股權憑證 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 12 款)	
重要子公司異動說明表 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 13 款)	
法人說明會之財務、業務資訊 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 14 款)	
上市公司董事、監察人、總經理及財務會計主管之關係人相關資料 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 15 款)	

表十一「TDR 公司」與「國內上市公司」不定期申報事項比較	
國內上市公司	TDR 公司
依主管機關「公開發行公司股東會議事手冊應行記載及遵行事項辦法」所定應申報之電子檔案  (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 16 款)	
「企業併購法」第 7 條第 1 項及「公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法」第 7 條第 4 項所定應公告申報之事項 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 17 款)	
依主管機關「公開發行公司取得或處分資產處理準則」第 24 條、第 30 條、第 31 條及「公開發行公司資金貸與及背書保證處理準則」第 22 條、25 條規定應公告申報之事項  (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 18 款)	外國發行公司取得或處分資產 (資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 3 款)
上市公司及其子公司取得或處分私募有價證券資訊  (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 19 款)	
依證交法規定設立功能性委員會之資訊  (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 20 款)	
財務報告更正或補正  (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 21 款)	
召開股東會辦理提名董監事(含獨立董事)之相關作業資訊	召開股東會(含受益人大會)  (資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項)

表十一 「TDR 公司」與「國內上市公司」不定期申報事項比較	
國內上市公司	TDR 公司
(資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 22 款)	第 4 款)
召開股東常會受理股東提案之相關作業 資訊(資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 23 款)	
股東會年報電子檔及年報前十大股東相 互間關係之資訊 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 24 款)	股東會年報及會議相關資料 (資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項 第 7 款)
股東會議案資訊 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 25 款)	
內部控制專案審查報告資訊 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 26 款)	
依主管機關「公開收購公開發行公司有價 證券管理辦法」辦理公告申報 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 27 款)	
依主管機關訂頒之各業別「財務報告編製 準則」規定應申報之會計變動資訊 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 28 款)	
信用評等資訊 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 29 款)	
員工酬勞及董事、監察人酬勞之資訊 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 30 款)	
其他經證交所公告或函知事項之資訊 (資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項第 31 款)	其他經證交所公告或函知事 項之資訊(資訊申報作業辦法第 3 條第 8 項第 13 款)

表十一「TDR 公司」與「國內上市公司」不定期申報事項比較	
國內上市公司	TDR 公司
對股東權益或證券價格有重大影響之情事（證交法第 36 條第 3 項第 2 款）	對股東權益或證券價格有重大影響之情事（證交法第 165 條之 2 準用第 36 條第 3 項第 2 款、外募發準則第 4 條第 2 項）
	依「原股之上市地國法令及其證券交易所規章之規定」或「外國發行人主動公告」應即時申報之重大情事 （外募發準則第 10 條第 1 項第 7 款、第 64 條第 2 項）
	公告對臺灣存託憑證持有人交付 TDR（外募發準則第 29 條第 2 項）
	專戶存儲（外募發準則第 10 條第 1 項第 1 款）
	訴訟及非訴訟之代理人異動 （證交法第 165 條之 3）

資料來源：自行整理

資訊申報作業辦法第 3 條第 2 項訂有三十款國內上市公司應不定期申報之事項，臺灣存託憑證則僅規範了十二款申報事項。另於外募發準則及證交法中有規定數款基於臺灣存託憑證第二上市之性質而應申報之事項，例如依「原股之上市地國法令及其證券交易所規章之規定」或「外國發行人主動公告」應即時申報之重大情事、公告對臺灣存託憑證持有人交付臺灣存託憑證等。除此之外，由上表可見，臺灣存託憑證公司的資訊揭露密



度遠低於國內上市公司，例如臺灣存託憑證公司不須揭露上市普通股及上市特別股股數維護、財務預測資訊、關係企業之相關資訊。然而如同前述，倘若臺灣存託憑證公司之財務業務資訊不透明，可能使投資人對於存託憑證市場產生不信任，故「是否」及「如何」強化資訊透明度有待探討。

### 第三款 暫停與恢復交易機制

暫停交易能夠強化資訊公開，使交易時間內發生或公告之重大訊息有充裕時間廣泛公開，提供投資人充分時間理性評估其投資決策，減緩資訊不對稱造成之價格變動異常情事，以增進證券市場之公平性、流動性及效率<sup>86</sup>。

2010年8月18、19日，參與發行臺灣存託憑證的僑威控爆發客戶財務危機而在香港停止交易，僑威控未即時向我國證交所申報此資訊，而遲於18日收盤前二分鐘始為申報，且未發布新聞稿。導致此二日間僑威控雖有利空，其存託憑證價格卻不跌反漲，直至20日香港恢復交易，僑威控臺灣存託憑證重挫4.8%。此事件後，證交所為保護投資人，開始研擬針對臺灣存託憑證個股實施盤中暫停交易制度<sup>87</sup>。

2010年12月1日將臺灣存託憑證公司暫停及恢復交易訂於證交所營業細則第50條之3第13款。第二上市公司若有股價敏感資料待公布或發生重大事件等遭原上市地公告暫停其原股之交易者，證交所得於臺灣證券交易時間內配合公告暫停該臺灣存託憑證之交易。而原股之暫停交易可由第二上市公司主動向原上市地申請，或經原上市地交易所公告暫停其原股之交易；又第二上市公司主動申請或經原上市地公告恢復其交易者，我國

---

<sup>86</sup> 臺灣證券交易所股份有限公司，上市公司「訊息面暫停交易機制」問答集，頁1-2，2015年12月。

<sup>87</sup> 非凡新聞網網站，<http://www.ustv.com.tw/UstvMedia/news/101/20100830A130>，最後瀏覽日期：2018年10月29日。

證交所原則上亦得配合恢復其交易。且證交所對臺灣存託憑證公告暫停交易或恢復交易，得先行公告後，復報請主管機關備查。

申請恢復交易可分為申請「隔日」之暫停／恢復交易或申請「當日」盤中之暫停／恢復交易（自 2011 年 10 月 3 日起開放「當日」恢復交易）。後者情形下，每日下午五點以前均可執行暫停交易。惟暫停交易者，若原股暫停交易之事由已消滅，臺灣存託憑證之外國發行人可於當日上午十二點五十分以前恢復交易；而一旦逾上午十二點五十分，縱使暫停交易之原因消滅仍不得恢復交易，避免恢復交易後無充分時間進行交易<sup>88</sup>。

證交所指出當臺灣存託憑證暫停交易，除一般交易暫停外，其他各項交易（包括鉅額、盤後定價、零股、拍賣、一般標購及有價證券借貸交易等）也配合暫停。暫停交易前未成交委託於當日仍有效，於暫停交易期間內，投資人可取消或減少未成交之委託量，但不得新增委託。如於盤中暫停交易並於當日恢復交易時會重新接收委託，接收三十分鐘委託後再進行首次撮合，暫停交易後未取消委託者與恢復交易後新增之委託併同撮合。且臺灣證交所於暫停或恢復交易時，都會即時傳送暫停/恢復交易之時間及相關訊息，投資人得經由相關網站及證券商處獲得即時之相關訊息<sup>89</sup>。

雖然在法規上較過去有長足的進步，但在實務運作上，仍再次發生上市地與我國之資訊不同步之情形。於 2014 年 3 月 24 日，金衛醫療向香港聯合交易所申請上午九點起暫停交易，惟金衛醫療於同日上午九點三十八分才輸入公開資訊觀測站並向證交所遞交暫停交易申請書，金衛醫療臺灣存託憑證陷入摸黑交易。

對此，「證交所指出，現行停牌制度並非透過交易所間電腦連線，而是在公告重大事項前，由公司主動向原上市交易所提出停牌，並同步向臺灣

---

<sup>88</sup> 駱芷葳，臺灣存託憑證資訊申報業務宣導會，證券服務，第 662 期，頁 108-109，2017 年 12 月。

<sup>89</sup> 同前揭註 6，頁 33。

證交所申報。然而，正因通報須由上市公司以人工進行，雖然名為『同步』，訊息出現在臺灣市場的時間，還無法統一規定。」「對於通報停牌訊息的『同步』，港交所雖沒有明定時限，而是以『儘快』(as soon as possible)來規範，但以實際發生案例，頂多延遲數分鐘，不會發生如臺灣慢半小時以上的狀況<sup>90</sup>。」由此可知我國的暫停交易之運作效率仍有待加強，應施行更加完備的暫停交易制度，才能提升投資人對於臺灣存託憑證市場的信心。



---

<sup>90</sup> 今周刊網站，

<http://www.businesstoday.com.tw/article/category/80392/post/201410160014/%E5%A6%82%E4%BD%95%E7%B5%82%E7%B5%90%EF%BC%B4%EF%BC%A4%EF%BC%B2%E6%91%B8%E9%BB%91%E4%BA%A4%E6%98%93%EF%BC%9F>，最後瀏覽日期：2018年10月16日。

### 第三項 事後投資人保護及退場機制

我國對於不適合繼續掛牌或不遵守規範的公司，有相關之退場機制。亦即，參與發行存託憑證之外國發行人於符合證交所營業細則第 49 條之 1 第 9 項及第 50 條之 3 的條件下，證交所得對外國發行人「變更交易方法」、「停止買賣」或「終止上市」，並報請主管機關備查，以下詳述之：

#### 第一款 變更交易方法

變更交易方法具有提醒投資人注意公司相關財務業務狀況的功能，第二上市公司變更交易方法的事由規定於證交所營業細則第 49 條之 1 第 9 項，包含「一、未依規定期限辦理合併財務報告之公告申報者。二、依規定公告並申報之最近期合併財務報告，顯示淨值已低於合併財務報告所列示股本二分之一者。三、依規定公告並申報之最近期合併財務報告，簽證會計師出具繼續經營能力存在重大不確定性之查核或核閱報告者，或經其簽證會計師出具保留意見之查核報告或保留結論之核閱報告者，但期中合併財務報告若因非重要子公司或採用權益法之投資及相關損益金額係採未經會計師查核簽證或核閱之財務報告計算，經其簽證會計師將保留之原因及可能影響之會計項目金額於查核報告或核閱報告中充分揭露且無重大異常者，不在此限。四、依規定公告並申報之最近期合併財務報告，經其簽證會計師出具無法表示意見或否定意見之查核報告或出具否定結論或無法作成結論之核閱報告者。五、無法如期償還到期或債權人要求贖回之普通公司債或可轉換公司債。六、發生存款不足之金融機構退票情事且經本公司知悉者。七、檢送之書表或資料，發現涉有不實之記載，經本公司要求解釋而逾期不為解釋者。八、違反對上市外國有價證券重大訊息等相關章則規定，經通知補行辦理公開程序，未依限期辦理且個案情節重大者。九、違反申請上市時出具之承諾，經依前項處以違約金，仍未於期限

內補正或改善者。十、違反本公司審閱第二上市公司財務報告作業程序第六條規定，經本公司限期補正或改善，仍未於期限內補正或改善者。十一、本公司基於其他原因認有必要者。」若外國發行人之財務業務狀況趨向惡化、財務報告未經會計師出具無保留意見或發生其他違規情事，證交所得依上市契約透過變更交易方法提醒投資人注意其風險<sup>91</sup>。若前開各款情形有改善者，證交所得恢復其臺灣存託憑證之交易方法。但於違反前開第 1 款、第 4 款、第 5 款、第 6 款或第 10 款規定，自變更交易方法後之次一營業日起，六個月內未改善者，證交所可終止其上市（證交所營業細則第 50 條之 3 第 8 項第 12 款參照）。

## 第二款 停止買賣

依據證交所營業細則第 50 條之 3 第 7 項規定，臺灣存託憑證所表彰之外國有價證券若已自其上市證券交易市場停止買賣或業經其發行人註冊地國、上市地國法院依法為禁止轉讓之裁定或有其他停止買賣必要之情事者，證交所得停止其買賣<sup>92</sup>，並報請主管機關備查。若其停止買賣之原因已消滅、補正或改善，且無前開停止買賣之情事者，證交所得經外國公司申請公告恢復其上市買賣<sup>93</sup>。然而若停止買賣滿六個月後，停止買賣之原因仍然存在時，證交所得終止其上市（證交所營業細則第 50 條之 3 第 8 項第 9 款參照）。

## 第三款 終止上市

臺灣存託憑證終止上市，依其終止事由可分為「法定終止上市」、「發

---

<sup>91</sup> 洪憲明，外國發行人來臺上市之投資人權益保護措施探討，證交資料，第 605 期，頁 61，2012 年 9 月。

<sup>92</sup> 證交法第 165 條之 2 準用第 147 條。

<sup>93</sup> 證交所營業細則第 50 條之 3 第 8 項。

行期滿」及「發行人申請下市」。而終止後，在外流通之存託憑證應由何人進行收購，於證交所營業細則及上市公司申請有價證券終止上市處理程序中有規範。

## 第一目 終止上市事由

### 一、 法定終止上市

鑒於日商爾必達因財務問題下市事件，主管機關考量第二上市公司如有財務業務明顯惡化或重大違規情事，致使 TDR 無繼續上市之實益或必要者，若得於原股仍有市場流通性時，及早終止 TDR 上市，投資人得儘早兌回原股於原上市地出售，可能降低投資人損害程度，遂於 2012 年將證交所營業細則第 50 條之 3 第 9 項新增了七款終止上市之事由，包括第二上市公司若有「依規定公告並申報之最近期財務報告顯示淨值低於股本三分之一者」，或有「向註冊地國或上市地國法院聲請重整」或「向註冊地國或上市地國法院聲請破產」。另參考對第一上市公司之終止上市原因，增加「經註冊地國撤銷組織登記、予以解散者」、「第二上市有價證券停止買賣滿六個月後仍有停止買賣之原因者」及「有證交法第 165 條之 2 準用第 156 條規定情事，經主管機關命令停止全部有價證券買賣達三個月以上者」之終止上市原因<sup>94</sup>。

現行證交所營業細則第 50 條之 3 第 9 項規定，臺灣存託憑證有下列情事之一者，證交所得於證交所董事會核議後一定期間內公告終止其上市<sup>95</sup>，並報請主管機關備查。其事由如下：「一、第二上市公司之上市股票、臺灣存託憑證所表彰之外國有價證券已自其上市證券交易市場終止上市

<sup>94</sup> 民國 101 年 10 月 05 日第 50 條之 3 立法理由七。

<sup>95</sup> 證交法第 165 條之 2 準用第 144 條；上市公司申請有價證券終止上市處理程序第 5、6 條。

者。二、依規定公告並申報之最近期合併財務報告，顯示淨值已低於合併財務報告所列示股本三分之一者。三、經註冊地國撤銷組織登記、予以解散者。四、向註冊地國或上市地國法院聲請重整者。五、向註冊地國或上市地國法院聲請破產者。六、(本款刪除)七、分割、概括讓與或移轉對從屬公司之股權不符第 53 條之 30 繼續上市標準<sup>96</sup>者。八、有證券交易法第 165 條之 2 準用第 156 條<sup>97</sup>規定情事，經主管機關命令停止全部有價證券買賣達三個月以上者。九、其上市有價證券經依第 7 項各款規定予以停止買賣，滿六個月後仍有第 7 項各款規定情事之一者。十、第二上市公司於本公司上市之股票或臺灣存託憑證逾其已發行股份總數之 50%者。十一、第二上市公司或存託機構違反政府法令、本公司章則及公告事項有關規定情節重大，或不履行上市契約規定之義務情節重大者。十二、違反第 49 條之 1 第 9 項第 1 款、第 4 款、第 5 款、第 6 款或第 10 款規定，自變更交易方法後之次一營業日起，六個月內無法達成同條第 10 項第 1 款、第 4 款、第 5 款、第 6 款或第 10 款之情事者。十三、違反本公司審閱第二上市公司財務報告作業程序第 6 條規定，經本公司限期補正或改善，仍未於期限內補正或改善且情節重大者。十四、其他有終止有價證券上市必要之情

---

<sup>96</sup> 「一、最近二個會計年度未包括移轉出資產（營運部門或股權投資）之經會計師查核之擬制性合併財務報表所顯示之營業收入或營業利益，均較其同期財務報表所示之營業收入或營業利益衰退達 50%以上者。二、最近二個會計年度未包括移轉出資產（營運部門或股權投資）之經會計師查核之擬制性合併財務報表所顯示之營業損失，均較其同期財務報表所示之營業損失為大者。」

<sup>97</sup> 「一、發行該有價證券之公司遇有訴訟事件或非訟事件，其結果足使公司解散或變動其組織、資本、業務計畫、財務狀況或停頓生產。二、發行該有價證券之公司，遇有重大災害，簽訂重要契約，發生特殊事故，改變業務計畫之重要內容或退票，其結果足使公司之財務狀況有顯著重大之變更。三、發行該有價證券公司之行為，有虛偽不實或違法情事，足以影響其證券價格。四、該有價證券之市場價格，發生連續暴漲或暴跌情事，並使他種有價證券隨同為非正常之漲跌。五、發行該有價證券之公司發生重大公害或食品藥物安全事件。六、其他重大情事。」

事者。」

過去萬宇科技、旺旺、華豐泰國，都是因投資人逐漸兌回，致臺灣存託憑證流通量不足而下市，為避免持續有其他臺灣存託憑證因流通股數不足而下市，2014年2月10日將修正前第50條之3第7項第6款流通股數低於一千萬個單位之終止上市事由刪除。

此外，若外國發行人有前開終止上市之事由，經證交所公告終止上市而尚未實施前，其終止之原因已消滅或補正改善並無其他終止情事者，因已無影響證券市場及投資人之權益之疑慮，故得向證交所申請免除終止上市<sup>98</sup>。

我國法對於一般股票與存託憑證的下市條款之規範重點有所不同，主要係由於參與發行臺灣存託憑證之外國發行人位於海外，在語言、地理位置、文化等有所差異及隔閡所致。因主管機關不易查核外國發行公司之實際運作情形，故其下市條款主要係參考原股掛牌交易所的決定（如原股在其掛牌交易所是否有停止買賣或終止上市等情事）；反觀一般股票的下市條款則大多直接考量該公司之營運狀況（如公司是否經法院裁定宣告破產確定、是否有金融機構拒絕往來之紀錄、公司是否營業全面停頓暫時無法恢復或無營業收入等）。主管機關具有相當大的權力，若臺灣存託憑證有其他足以影響市場秩序或投資人權益之原因，可以終止其上市。綜合言之，臺灣存託憑證的下市條件並不嚴苛，但目前法規給予主管機關相當有彈性的裁量空間，以維護市場秩序<sup>99</sup>。

## 二、 發行期滿

按證交所營業細則第50條之3第11項，外國發行人暨其存託機構因

<sup>98</sup> 證交所營業細則第50條之3第10項。

<sup>99</sup> 吳壽山、謝文良、陳莉貞、高儀慧，同前揭註5，頁23-25。



發行期滿者，證交所得依申請於證交所董事會核議後一定期間內公告終止臺灣存託憑證之上市，並報請主管機關備查<sup>100</sup>。

### 三、 外國發行人申請下市

外國發行人得經該公司之董事會或股東會決議通過，向證交所申請終止上市（即申請下市）<sup>101</sup>，且表示同意之董事或股東其持股須達已發行股份總數三分之二以上，臺灣證券交易所股份有限公司上市公司申請有價證券終止上市處理程序（下稱「上市公司申請有價證券終止上市處理程序」）第 2 條<sup>102</sup>參照。按證交所營業細則第 50 條之 3 第 11 項，證交所得依外國發行人之申請（證交法第 165 條之 2 準用第 145 條），於證交所董事會核議後一定期間內公告終止臺灣存託憑證之上市，並報請主管機關備查<sup>103</sup>。

#### 第二目 董事之收購義務

不論是法定終止上市、發行期滿或由外國發行人申請終止上市，應至少由外國發行人及其獨立董事以外之全體董事承諾無限制收購其餘在外流通之臺灣存託憑證，並應準用上市公司申請有價證券終止上市處理程序辦理（證交所營業細則第 50 條之 3 第 12 項）。外國發行人主動申請下市之情形下，若是經董事會決議通過者，表示同意之董事應連負連帶責任承諾收購流通在外之臺灣存託憑證；若是經股東會決議通過者，則由在董事會對「提交股東會之申請終止上市議案」表示同意之董事負連帶收購責任，但獨立董事不在此限<sup>104</sup>。

<sup>100</sup> 上市公司申請有價證券終止上市處理程序第 5、6 條。

<sup>101</sup> 證交法第 165 條之 2 準用第 145 條。

<sup>102</sup> 證交所營業細則第 50 條之 3 第 12 項規定準用。

<sup>103</sup> 上市公司申請有價證券終止上市處理程序第 5、6 條。

<sup>104</sup> 上市公司申請有價證券終止上市處理程序第 3 條。

## 第四節 臺灣存託憑證資訊不實規範之責任主體

我國證交法規範資訊不實之條文為證交法第 32 條（公開說明書之虛偽隱匿）、第 20 條第 1 項（一般反詐欺條款）及第 20 條第 2 項（財務報告及財務業務文件虛偽隱匿）。我國雖開放非參與型存託憑證的發行，但發行非參與型存託憑證係以曾發行參與型臺灣存託憑證為限，且我國存託憑證市場上尚無發行成功之例<sup>105</sup>，因此本文僅以「參與型」存託憑證為討論重點。

### 第一項 公開說明書不實

按證交法第 32 條規定，對於公開說明書中應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，（一）發行人及其負責人；（二）發行人之職員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部者；（三）該有價證券之證券承銷商；（四）會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者，對於善意之相對人，因而所受之損害，應就其所應負責部分與公司負連帶賠償責任，此為公開說明書不實之民事賠償責任基礎。亦即，在責任性質上，除發行人負「無過失」責任外，其他責任主體皆負「推定過失」責任，即如能證明已盡相當之注意，並有正當理由確信其主要內容無虛偽、隱匿情事或對簽證之意見有正當理由確信其為真實時，免負賠償責任。而在責任範圍上，發行人及其負責人及該有價證券之證券承銷商係負「全部」責

<sup>105</sup> 陽光能源之股東「霸菱私募基金」曾於 2011 年 6 月 3 日以其持股向證交所申請發行非參與型臺灣存託憑證，然未於期限內發行，嗣於 2011 年 7 月 28 日證交所同意函失效，詳參證交所網站，

<http://www.twse.com.tw/company/applylistingTdr?selectYear=&maxLength=&lang=zh&offset=10&max=10>，最後瀏覽日期：2018 年 11 月 19 日。

任；發行人之職員、及專門職業技術人員則僅就其簽章或證實之「部分」負賠償責任<sup>106</sup>。

依證交法第 165 條之 2 準用本條規定，於臺灣存託憑證之公開說明書中對於應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，證交法第 32 條各款主體應負賠償之責。而在臺灣存託憑證的發行機制下，存託機構及外國發行人顯非證交法第 32 條第 2 款至第 4 款規範之主體，唯一可能構成的是第 1 款「發行人」，因此產生的問題是「何人為臺灣存託憑證之發行人」。

現行法目前並無明文何人為臺灣存託憑證之發行人，本文參考證交法關於「發行」及「發行人」之定義，認為依據現行證交法之規定，臺灣存託憑證之發行人為存託機構，而外國發行人則非發行人。

申言之，所謂「發行人」，依證交法第 5 條之規定是指「募集」及「發行」有價證券之公司，或募集有價證券之發起人，包括發起設立的公司發起人及公開發行有價證券的公司。其中「募集」是指發起人於公司成立前或發行公司於發行前，對非特定人公開招募有價證券之行為（證交法第 7 條第 1 項參照）；「發行」依證交法第 7 條之定義則是指發行人於募集後製作並交付，或以帳簿劃撥方式交付有價證券之行為。前項以帳簿劃撥方式交付有價證券之發行，得不印製實體有價證券。其情形可能包括（一）以募集設立方式成立公司時，發行股票的行為；（二）公司成立後，公開發行新股或其他有價證券的行為<sup>107</sup>。臺灣存託憑證是由存託機構接受外國有價證券之存託後，依臺灣證券集中保管事業之相關規定洽其辦理臺灣存託憑證之無實體登錄作業及帳簿劃撥交付臺灣存託憑證事宜，此行為屬證交法第 7 條所稱之「發行」。而存託機構為發行臺灣存託憑證之公司，依證交法第 5 條規定屬我國證交法定義下的發行人。因此本文認為自我國證交法之文

<sup>106</sup> 同前揭註 34，頁 339-352。

<sup>107</sup> 賴英照，最新證券交易法解析：股市遊戲規則最新證券交易法解析：股市遊戲規則，頁 37，2017 年 9 月 3 版。

義解釋，臺灣存託憑證之發行人為存託機構，故若有公開說明書不實時，應由存託機構負發行人之「無過失」及「全部」責任。反觀原有價證券之外國發行人並未製作並交付或以帳簿劃撥方式交付臺灣存託憑證予持有人，因此並非我國現行證交法文義下的發行人，毋庸負責。

## 第二項 財務報告及財務業務文件不實

依證交法第 20 條第 2 項規定，發行人依本法規定申報或公告之財務報告及財務業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。如其主要內容有虛偽或隱匿之情事，則（一）發行人及其負責人及（二）發行人之職員，曾在財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章者，對於發行人所發行有價證券之善意取得人、出賣人或持有人因而所受之損害，應依證交法第 20 條之 1 負賠償責任，此為財報不實的民事賠償責任基礎。亦即，在責任性質上，發行人所負的是「無過失」責任；發行人之負責人、職員負「推定過失」責任；簽證會計師則負「過失」責任。在責任範圍上，除發行人負「全部」責任外，其他責任主體皆依其過失比例負「比例」責任<sup>108</sup>。

依證交法第 165 條之 2 準用至第 20 條第 2 項及第 20 條之 1，可知臺灣存託憑證亦適用此財報不實之規定。如同前述，本文依證交法之文義解釋認臺灣存託憑證之發行人為存託機構，故於臺灣存託憑證有財報不實之情形發生時，應由存託機構負「無過失」及「全部」責任；而外國發行人無須負責。

## 第三項 一般反詐欺條款

依證交法第 20 條第 1 項及第 3 項規定，有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。違者對於該有價

---

<sup>108</sup> 同前揭註 34，頁 376-381。

證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任。本條是參考美國反詐欺條款之精神所訂定，旨在維護市場交易秩序，防範詐欺行為，保護投資人權益<sup>109</sup>。依證交法第 165 條之 2 準用第 20 條第 1 項及第 3 項，臺灣存託憑證之募集、發行、私募及買賣，如有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為者，亦須對於善意取得人或出賣人負民事賠償責任。

首先，關於證交法第 20 條第 1 項責任主體之範圍，於 1988 年證交法第 20 條第一次修正前，實務上曾認為「僅限於發行人」<sup>110</sup>。於 1988 年修正後，立法理由明文本條之責任主體擴張「及於第三人」<sup>111</sup>，多數學說及實務見解亦認為應及於第三人，以擴大保護證券投資人<sup>112</sup>。1988 年修正後，絕大多數實務見解已不再採取「限於發行人」之最狹義見解，但此責任主體之疑義並未因此解決，進一步產生的問題是：賠償義務人是否限於主要行為人，抑或及於幫助、造意人。實務上多採限縮解釋：「參酌證交法第 32 條及第 20 條之 1，限於編制審核財務報告權限者」<sup>113</sup>、「公司管理當局暨曾在有關書件上簽章加以證明相關人員」<sup>114</sup>、「凡在財報或文件上簽名，或雖未簽名而實際參與製作者之人」<sup>115</sup>。然有論者認為不應在責任主體的

<sup>109</sup> 同前揭註 34，頁 356。

<sup>110</sup> 參閱臺灣台北地方法院 91 年度素自第 6350 號民事裁定、臺灣高等法院 100 年度金上字第 11 號民事判決。

<sup>111</sup> 1988 年 1 月 29 日修正證交法第 20 條第 1 項立法理由：「一、有價證券之募集、發行或買賣行為，係屬相對，當事人雙方均有可能因受對方或第三人之虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為而遭受損失。本條第一項現行規定文亦僅限於『募集、發行或買賣有價證券者』不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為，未包括「第三人」顯欠周密，爰將『募集、發行或買賣有價證券者』等文字，修正為『有價證券之募集、發行或買賣』，俾茲涵蓋第三人。」

<sup>112</sup> 同前揭註 34，頁 357。

<sup>113</sup> 高雄地方法院 91 年度重訴字第 447 號民事判決、高雄地方法院 92 年金字第 1 號民事判決。

<sup>114</sup> 台北地方法院 87 年度重訴字第 1347 號民事判決。

<sup>115</sup> 台北地方法院 89 年度重訴字第 1074 號判決；邵慶平，證券交易法第 20 條第 1 項之民事責任主體不及於次要行為人？：以企業財報不實類型案例為中心，國立臺灣大學法學論

層次將幫助、造意人排除，應從主觀要件、客觀行為、因果關係等構成要件著手，審查認定相關被告的責任。詳言之，「在證券詐欺情形下，若參與之次要行為人<sup>116</sup>，其行為並非造成財報不實之主要原因，而其對於可能造成財報不實之結果並無任何認識，由其負證券詐欺之賠償責任是否合理，不無可疑。相對的，若次要行為人就其行為對財報所造成之影響已有明確認識，而其行為也是造成財報不實的主要原因，此時該次要行為人應負有第 20 條第 1 項之責任，較為合理<sup>117</sup>。」，本文從此見解。

此外，關於證交法第 20 條第 1 項之「主觀要件是否限於故意」，實務見解目前未有定論，學說上則有不同見解。有論者從證券詐欺與民法侵權責任之關聯性出發，提出二種選項：其一是遵循英美在證交法及金融服務暨市場法之規定，採故意說，而就過失部分，則引用民法第 184 條第 2 項補充。換言之，證交法第 20 條僅處理詐欺之情形，若有過失，須另行訴諸其他請求權基礎。其二是盡量不觸及民法，而將第 20 條解釋為包括重大過失，亦即，證交法在政策上選擇處罰故意與重大過失<sup>118</sup>。有論者則從「虛偽」、「詐欺」、「隱匿」之文義加以觀察，認為應限於「故意」行為，高等法院 93 年度重上字第 220 號民事判決亦採此說<sup>119</sup>。另有認為不應課予行為人一般過失責任，「否則將對發行人及其他市場參與者造成過重的責任，不利資本市場之活絡<sup>120</sup>。」，本文從此見解。

適用於臺灣存託憑證之發行，存託機構依據存託契約之約定，負有代

---

叢，第 42 卷第 1 期，頁 174-184，2013 年 3 月。

<sup>116</sup> 即幫助人或造意人。

<sup>117</sup> 邵慶平，同前揭註 115，頁 185-186、202。

<sup>118</sup> 曾宛如，論證券交易法第二十條之民事責任—以主觀要件與信賴為核心，臺大法學論叢，第 33 卷第 5 期，頁 35-37，2004 年 9 月。

<sup>119</sup> 賴英照，證券交易法逐條釋義（第一冊），頁 328，1984 年；賴源河，證券管理法規，頁 378，2003 年 9 月。

<sup>120</sup> 同前揭註 34，頁 359-360。

外國發行人申報資訊之義務。在責任主體的部分，證交法第 20 條第 1 項之責任主體不限發行人，且依據前開學說見解，不應在責任主體的層次將幫助、造意人排除，應從構成要件著手，審查認定相關被告的責任，因此「不論是外國發行人或存託機構皆為第 20 條第 1 項之責任主體」。惟其是否構成第 20 條第 1 項則須進一步審查其他要件。例如在主觀構成要件部分，依學者見解，不應課與行為人一般過失責任<sup>121</sup>，故假設外國發行人係故意提供虛偽不實之資訊予存託機構，而存託機構因一般過失疏未察覺並依法申報該不實資訊時，由於外國發行人係故意為之，該當本條要件並無疑義；而存託機構之過失程度未達重大過失故不構成證券詐欺。

#### 第四項 小結

在我國法下，依學者見解，一般反詐欺條款之構成不應從行為主體之層次將幫助、造意人排除，而應審酌其他構成要件而定。由於其責任主體無限制，較無疑義，故非本文討論之重點。

較有疑義者為公開說明書及財報不實之部分，蓋依據現行法之文義解釋，公開說明書及財報不實是由存託機構負發行人之「無過失」及「全部」責任，本文認為如此認定可能將使存託機構及外國發行人之責任分配失衡。

首先，雖然依我國相關法規之規定，法定應申報之資訊是由存託機構進行申報，然而申報義務主體為外國發行人，存託機構只是代外國發行人為之，若使外國發行人負有申報義務，卻無須負證交法第 32 條及第 20 條之 1 之責任，有責任過輕之嫌。再者，財務報表等資訊並非由存託機構所編製，且存託憑證是具有跨國性質之證券，存託機構對於外國發行人財務業務狀況之掌控更不容易，使其承擔發行人責任似有責任過重之慮。鑒於目前臺灣存託憑證資訊揭露不實之民事責任歸屬有失衡、不明確之疑慮，

---

<sup>121</sup> 同前揭註 120。

本文欲透過美國證券法規及美國存託憑證制度之研究，進一步分析檢討我國現行制度下責任歸屬之問題，並提出本文建議。

## 第五節 小結

臺灣存託憑證自 2011 年開始即未再有新的臺灣存託憑證掛牌，更有十六檔存託憑證陸續下市，由於發展情形並不理想，引發本文檢視我國目前法律制度上的問題，本文主要從臺灣存託憑證之監理機制及臺灣存託憑證資訊不實規範之責任主體著手，探究現行規範是否有不足之處。惟在進入監理機制及資訊不實責任歸屬之討論前，須先確立一前提，即臺灣存託憑證是否為我國證交法下的有價證券。目前法規並無明文定義之，因而在實務與學說上有不同見解。本文採肯定說，認為臺灣存託憑證為我國證交法下的有價證券。蓋查財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心外國有價證券櫃檯買賣審查準則及證券商受託買賣外國有價證券管理規則之規定，均將存託憑證定義為「外國有價證券」<sup>122</sup>，更可認臺灣存託憑證為系爭函釋所涵蓋，屬被主管機關核定為證交法之有價證券。又依體系解釋，由證券交易法施行細則第 11 條第 1 項規定：「本法第 157 條第 6 項及第 157 條之 1 第 1 項所稱具有股權性質之其他有價證券，指可轉換公司債、附認股權公司債、認股權憑證、認購（售）權證、股款繳納憑證、新股認購權利證書、新股權利證書、債券換股權利證書、臺灣存託憑證及其他具有股權性質之

<sup>122</sup> 參見財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心外國有價證券櫃檯買賣審查準則第 2 條第 2 款：

「外國有價證券，謂外國政府發行之政府公債及外國發行人在我國發行之外國股票、臺灣存託憑證、外國債券及其他經主管機關核定之外國有價證券。」證券商受託買賣外國有價證券管理規則第 6 條第 1 項：「證券商受託買賣之外國有價證券，其範圍以下列各款為限，並應符合本會所定條件：一、本會指定外國證券交易所交易之股票、認股權證、受益憑證、存託憑證及其他有價證券。二、經本會認可之信用評等公司評等為適當等級以上之債券。但受託賣出之外國債券，不在此限。三、經本會核准或申報生效在國內募集及銷售之境外基金。四、其他經本會核准投資之有價證券。」



有價證券。」可知我國法上明文將臺灣存託憑證與其他「法條明文」的有價證券及「經核定」之有價證券並列，同屬證交法第 157 條第 6 項及第 157 條之 1 第 1 項所稱之「具有股權性質之其他有價證券」，可認為主管機關傾向將臺灣存託憑證納入證交法之規範範圍內。退步言之，綜認臺灣存託憑證非外國有價證券、故非為系爭函釋所涵蓋，惟「核定」並非只能以函文為之，以法規命令為之亦可，故至遲皆於主管機關訂立外募發準則時將臺灣存託憑證核定為有價證券。綜上，本文認為雖認為可將臺灣存託憑證解釋為我國法之有價證券，仍應以法律明確將臺灣存託憑證定義為證交法上的有價證券，始可充分落實投資人之保護。

在監理機制方面，本文依上市時程將之分為「上市前之審查」、「上市後之監理」、「事後投資人保護及退場機制」。其中臺灣存託憑證上市後之監理機制與國內上市公司相差甚鉅。亦即在「財務報表」之申報上，國內上市公司須於每會計年度第一季、第二季及第三季終了後四十五日內申報第一季、半年度及第三季財務報告，而臺灣存託憑證公司則是依原上市地國法令辦理，我國法並未強制申報。且國內上市公司應適用我國認可之國際財務報導準則、美國或國際財務報導準則編製，而臺灣存託憑證公司若未依據前開準則編製，則須出具差異說明。在「其他定期申報事項」上，資訊申報作業辦法規定國內上市公司應申報者共計三十三款，而臺灣存託憑證公司則僅須申報八款事項；在「不定期申報事項」上，國內上市公司應申報者共計三十款事由，臺灣存託憑證公司則僅十二款。臺灣存託憑證之監理是否應強化，非無疑問。此外，若臺灣存託憑證公司未適用我國認可之國際財務報導準則、美國或國際財務報導準則編製財報，其所應出具之差異說明應如何調節，現行法並無詳細規範。再者，現行法關於暫停及恢復交易之運作效率不彰，蓋現行停牌制度並非透過交易所間電腦連線，而是在公告重大事項前，由公司主動向原上市交易所提出停牌，並同步向臺灣證交所申報。雖稱「同步」，惟我國過去曾二度發生因外國發行人延遲向

證交所申報停止交易致投資人摸黑交易，因此本文認為應加強暫停交易之，應施行更加完備的暫停交易制度，才能提升投資人對於臺灣存託憑證市場的信心。

在資訊不實責任歸屬方面，由於依學者見解，不應限制一般反詐欺條款（證交法第 20 條第 1 項）之責任主體，而應審酌其他構成要件（例如主觀構成要件、因果關係等），故在責任歸屬上較無疑義。準此，本文主要著重在公開說明書不實及財報不實之討論。公開說明書及財報不實之責任主體為何人涉及「何人為臺灣存託憑證之發行人」，目前並未有法規明文定義之，惟自證交法「發行」及「發行人」之文義觀之，本文認為臺灣存託憑證之發行人為存託機構，故若有公開說明書不實及財報不實之情形發生，應由存託機構負發行人之「無過失」及「全部」責任；而外國發行人則非臺灣存託憑證之發行人，無須負任何責任，惟如此認定可能使存託機構及外國發行人之責任分配失衡。首先，依據現行資訊申報相關法規，資訊申報義務主體為外國發行人，存託機構僅是代外國發行人為之，若使外國發行人負有申報義務，卻無須負證交法第 32 條及第 20 條之 1 之責任，責任似有過輕。再者，財務報表等資訊皆是由外國發行人所編製，最了解公司財務業務狀況之人為外國發行人而非存託機構；且存託憑證具有跨國性質，存託機構對於外國發行人財務業務狀況之掌控更不容易，使其承擔發行人責任，其責任似有過重。

綜上，我國現行法存在以下問題：首先，臺灣存託憑證資訊揭露之強度是否不足；其次，若臺灣存託憑證公司未適用我國認可之國際財務報導準則、美國或國際財務報導準則編製財報，其所應出具之差異說明是否應有法規明確規範其差異說明之方式；再者，臺灣存託憑證之發行人究為何人是否應有明確規範，且使存託機構負發行人責任是否適當。本文欲透過美國證券法規及美國存託憑證制度之研究，分析檢討前開問題，並提出本文建議。

## 第四章 美國存託憑證制度

### 第一節 美國存託憑證之類型

申請發行不同類型的美國存託憑證所適用的規範寬嚴不一，主要是美國證管會採取「自願原則」(The Voluntarism Principle)使然。因此本文以下先論述自願原則之內涵，再介紹美國存託憑證之類型及所應適用之申報文件。

#### 第一項 自願原則 (The Voluntarism Principle)

觀諸美國《1933年證券法》(Securities Act of 1933)之立法背景，係將外國發行人(Foreign Private Issuer, FPI)<sup>123</sup>與國內發行人(Domestic Issuer)等同視之。因此美國證券交易委員會(United States Securities and Exchange Commission, SEC, 下稱「證管會」)既不對外國發行人為歧視對待，亦不鼓勵美國「境內的外國投資」及「對外國證券之投資」<sup>124</sup>。證管會在外國有價證券之規範設計上，考量下列兩個互相衝突的目標：其一是保護投資人，使投資大眾對於國內及國外有價證券的投資取得同等的資訊；其二是吸引更多外國公司到美國投資，使美國投資大眾能藉由更多的外國有價證券之投資機會獲利。若要求外國發行人遵行與國內發行人相同之註冊與揭露規範，外國發行人可能因成本考量選擇不進入美國資本市場，如此將可

<sup>123</sup> 詳參本章第二節第一項。

<sup>124</sup> “The legislative history of the 1933 Act indicates an intent to treat foreign private issuers( as distinct from foreign governments) the same as domestic issuers. The SEC, therefore, has generally perceived its function as neither discriminating against nor encouraging foreign investment in the United States or investment in foreign securities.” Mark A. Saunders, American Depositary Receipts: An Introduction to U.S. Capital Markets for Foreign Companies, 17 Fordham Int’l L.J. 48, at 59(1993).

能剝奪美國投資人擴大其投資目標的機會，故證管會權衡後提出「自願原則」。

所謂「自願原則」是指外國發行人自願進入美國資本市場之程度越高，其所受到規範密度就與國內發行人越相近<sup>125</sup>。為使自願原則之適用範圍更加明確，證管會提出下列判準界定之：(一)凡外國發行人之有價證券在美國證券交易所上市；或(二)外國發行人公開發行依《1933年證券法》註冊有價證券；或(三)將股票(含美國存託憑證)在那斯達克交易所(National Association of Securities Dealers Automated Quotations, NASDAQ)掛牌，均屬「自願」進入美國市場<sup>126</sup>。反之，如係由外國自營商(Dealer)或股東將原有價證券存託於存託機構或由存託機構主動徵求股份之存託者，皆不可認為外國發行人係自願進入美國資本市場<sup>127</sup>。

證管會認為若要求「非自願」進入美國市場之外國發行人遵循與國內發行人同等之規範，將限制國際貿易的流動性。且當外國發行人因法規過於嚴格而選擇不在美國上市或交易時，美國投資人反而只能將外國有價證券之投資轉往揭露更不充分的外國證券交易所，如此更加無法達到保護投資人之目的<sup>128</sup>。因此當外國發行人「非自願」進入美國市場，其有價證券註冊之相關規範會比來美上市的外國發行人更為寬鬆<sup>129</sup>。

---

<sup>125</sup> Mark A.Saunders, supra note, at 60. 蕭凱，美國存託憑證的法律分析，經濟法論叢，第2期，頁315，2008年9月。

<sup>126</sup> Mark A.Saunders, supra note 124, at 61. SEC Securities Act Rel. 6360 [1981-1982 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH)83054, at 84,643. (Nov. 20, 1981)

<sup>127</sup> Jonathan W. Royston (1985), The Regulation of American Depositary Receipts: Americanization of the International Capital Markets, 10 N.C. J. Int'l L. & Com. Reg. 87, at 89. Douglas B. Spoons (1933), Exploring American Depositary Receipts: The International Augmentation of U.S. Securities Markets, The Transnational Lawyer, Vol. 6,181, at 188.

<sup>128</sup> Douglas B. Spoons, supra note, at 187-188.

<sup>129</sup> Douglas B. Spoons, supra note140, at 188.

## 第二項 非公司參與型美國存託憑證

在非公司參與型美國存託憑證之運作下，原有價證券之外國發行人並未與存託機構簽訂契約，而是由原有價證券持有人（如投資銀行、證券經紀商等）將其所持有之已發行股票（老股）存託於存託機構，由存託機構發行美國存託憑證。由於原有價證券之發行人未「自願進入」美國證券市場，故可向證管會請求豁免揭露義務，僅須向證管會申報《1934年證券交易法》（Securities Exchange Act of 1934，下稱《1934年證交法》）Rule 12g3-2 (b) 之報告<sup>130</sup>及註冊書（Registration Statement）Form F-6 即可。存託憑證不能於全國性證券交易所（National Securities Exchange）<sup>131</sup>掛牌，只能在美國店頭市場（Over-the-counter, OTC）進行交易，登錄於粉紅色報價單（Pink Sheets）。

## 第三項 公司參與型美國存託憑證

公司參與型美國存託憑證是指外國發行人與存託機構簽訂存託契約，將其「增資發行之新股」或「已流通在外之老股」存託於存託機構，由存託機構發行的美國存託憑證。參與型美國存託憑證機制只能由單一存託機

<sup>130</sup> 應揭露之事項：（一）在外國發行人之所屬國已公開或被要求公開之資訊；（二）在美國以外的證券交易所申報或被要求申報之資訊；及（三）已向股東揭露之資訊。See 17 CFR 240.12g3-2(b)(1)(iii)“(A) Has made public or been required to make public pursuant to the laws of the country of its incorporation, organization or domicile;(B) Has filed or been required to file with the principal stock exchange in its primary trading market on which its securities are traded and which has been made public by that exchange; and(C) Has distributed or been required to distribute to its security holders.”)

<sup>131</sup> 目前美國共有 21 家證券交易所依據《1934年證券交易法》，向證管會登記為全國性證券交易所，包含紐約證券交易所（The New York Stock Exchange, NYSE）、那斯達克證券交易所，詳見證管會網站，<https://www.sec.gov/fast-answers/divisionsmarketregmrexchangesshtml.html>，最後瀏覽日期：2018年4月26日。

構建立，其他存託機構不可同時為之；反之，非參與型存託憑證則可由多數存託機構對同一發行人之有價證券發行存託憑證<sup>132</sup>。公司參與型存託憑證的發行機制是由外國發行人主導，由於其「自願進入」美國證券市場，故有義務遵行證管會及各證券交易所之相關規範。而外國發行人對於各類美國存託憑證之參與程度不同，而有不同的規範標準，詳述如下：

### 第一款 第一級美國存託憑證 (Level-I ADRs)

第一級美國存託憑證是由原有價證券之外國發行人將其已發行股票存託於存託機構，由存託機構發行美國存託憑證。此類存託憑證不能於全國性證券交易所掛牌，只能在美國店頭市場進行交易。

在規範上，得依《1934年證交法》Section 12g3-2 (b) 向證管會請求豁免資訊揭露義務，只須申報註冊書 Form F-6，並將其依所屬國法令所申報之年報，翻譯成英文並在其網站上公布即可<sup>133</sup>。

在功能上，此類存託憑證之發行是以老股為之，並未發行新股，故只有流通功能而無籌資功能，屬非籌資型存託憑證<sup>134</sup>。

### 第二款 第二級美國存託憑證 (Level-II ADRs)

第二級美國存託憑證與第一級相同，也是由外國發行人將其已發行股份存託於存託機構。此類存託憑證之外國發行人除須依《1933年證券法》申報註冊書 Form F-6 外，因其係於全國性證券交易所掛牌者，尚須依《1934年證交法》申報註冊書 Form 20-F，並提供 Form 6-K 以揭露即時重大訊息。

---

<sup>132</sup> See supra note 12, at 3 .

<sup>133</sup> See supra note 12, at 4.

<sup>134</sup> U.S. Securities Offerings and Exchange Listing by Foreign Private Issuers, at <https://media2.mofo.com/documents/fpi-memo.pdf>, (last visited 08/10/2018).

在功能上，此類存託憑證亦與第一級相同係以老股為之，故只有流通功能而無籌資功能，亦屬非籌資型存託憑證。

### 第三款 第三級美國存託憑證 (Level-III ADRs)

此類美國存託憑證是由外國發行人將其所發行之新股存託於存託機構，由存託機構發行美國存託憑證，屬參與型美國存託憑證。

由於此類存託憑證之發行涉及原有價證券的增資發行，故除須依《1933年證券法》申報註冊書 Form F-6 外，因涉及增資發行新股，尚須申報 Form F-1、F-3 或 F-4 以註冊原有價證券。另由於此類存託憑證也是於全國性證券交易所掛牌者，亦須申報《1934年證交法》Form 20-F 之註冊書、年報及提供 Form 6-K 以揭露即時重大訊息。

在功能上，此類存託憑證涉及原有價證券的增資發行，使企業能夠達到向公眾籌資之目的，為籌資型存託憑證。

本文將各類型存託憑證之交易市場、是否具有籌資功能、依《1933年證券法》及《1934年證交法》之註冊和揭露要求、是否適用美國一般公認會計原則整理如下表十二：

表十二 美國存託憑證之類型				
	非參與型	Level I	Level II	Level III
交易市場	美國 店頭市場	美國 店頭市場	全國性 證券交易所	全國性 證券交易所
籌資功能	無 (老股)	無 (老股)	無 (老股)	有 (發行新股)
《1933年證券法》之註冊要求	Form F-6	Form F-6	Form F-6	Form F-6 Form F-1、 F-3 或 F-4
《1934年證交法》之註冊及揭露要求	屬 Section 12g3-2 (b) 之豁免證券	屬 Section 12g3-2 (b) 之豁免證券	Form 20-F Form 6-K	Form 20-F Form 6-K
須否適用美國一般公認會計原則	否	否	是	是

資料來源：自行整理



## 第二節 美國存託憑證之監理機制

本節整理美國存託憑證之監理機制，首先介紹美國證券交易之制度，包括《1933年證券法》及《1934年證交法》之立法目的、規範重心，和外國公司於美國上市之制度（即外國發行人之定義、採用申報註冊書之方式註冊有價證券）。其次，依時程將監理機制分為「上市前之審查」及「上市後之監理」，分別介紹應申報之註冊書及其內容。

### 第一項 美國證券交易制度

#### 第一款 《1933年證券法》及《1934年證交法》

證管會所執行之聯邦法律主要包括《1933年證券法》、《1934年證交法》、《1935年公共事業持股公司法》（Public Utility Holding Company Act of 1935）、《1939年信託契約法》（Trust indenture Act of 1939）、《1940年投資公司法》（Investment Company Act of 1940）、《1978年聯邦破產法》（Bankruptcy Reform Act of 1978）。除聯邦制定之規範外，各州亦訂有證券相關法令以及各證券交易所及證券市場自律組織之規章，用以規範美國之證券市場。

其中與美國存託憑證直接相關者為《1933年證券法》及《1934年證交法》，《1933年證券法》主要規範美國有價證券之發行市場，又稱「證券真實法」（Truth in Securities Law），其立法目的主要有二：（一）對公開發行股票之募集行為，必須提供投資人足夠之資訊；（二）防止於銷售證券時，有不正確之表達、隱匿或詐欺等不法行為<sup>135</sup>。《1934年證交法》則是規範

<sup>135</sup> Securities Act of 1933, at <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html#secact1933>

(last visited 07/20/2018). 臺灣證券交易所股份有限公司，美國證券市場相關制度，頁 1-2，2017 年 7 月。

美國有價證券的流通市場，主要的立法重點在於（一）設立機關管理證券市場；（二）管理證券經紀商、自營商於證券交易所及店頭交易市場之不正交易行為；（三）保障投資者能獲得證券市場之相關正確資料<sup>136</sup>。

## 第二款 外國公司上市制度

外國發行人(FPI)是指非依美國法律登記，且非屬政府組織之發行人，可選擇將其有價證券在美國第一上市或第二上市。上市之有價證券須受《1933年證券法》與《1934年證交法》規範。為使企業公開揭露資訊，並補償投資人因重大不實資訊誤導所蒙受之損失，證券法要求所有在美國公開發行之證券，皆須事先向證管會登記並依規定申報資訊，但符合聯邦法規定義之外國發行人，可適用較寬鬆的註冊及資訊揭露要求<sup>137</sup>。然而，發行人最近二個會計年度最後營業日有超過50%之表決權股數直接或間接由美國居民所持有，且有下列情事之一者，將「被視為國內發行人」，須適用美國境內企業資訊揭露規定，排除適用外國發行人之相關特殊待遇：（1）過半數執行人員或董事為美國公民或居民；（2）該發行人之資產超過50%在美國境內；（3）該發行人主要營業處所設於美國境內<sup>138</sup>。由於美國證券

<sup>136</sup> Securities Exchange Act of 1934, at <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html#secexact1934> (last visited 07/20/2018)；臺灣證券交易所，美國證券市場相關制度，2017年7月，頁6。

<sup>137</sup> 張心悌、吳崇權、蘇秀玲、陳茵琦，F股投資人保護所面臨之問題及具體改善措施與建議，證券投資人及期貨交易人保護中心委託專案研究，頁35，2014年12月。

<sup>138</sup> 同前註，頁35-36。《1933 Securities Act》rule 405 of regulation C; 《1934 Securities Exchange Act》 Rule 3b-4:” (b) The term foreign issuer means any issuer which is a foreign government, a national of any foreign country or a corporation or other organization incorporated or organized under the laws of any foreign country.(c) The term foreign private issuer means any foreign issuer other than a foreign government except for an issuer meeting the following conditions as of the last business day of its most recently completed second fiscal quarter: (1) More than 50% of the outstanding voting securities of such issuer are directly or indirectly owned of record by residents of the United States; and (2) Any of the following: (i) The majority of the executive officers or

交易所眾多，本文將篇幅著重於紐約證券交易所（New York Stock Exchange，NYSE）對外國發行人上市之相關規範。

按《1933年證券法》第5條規定：「(a) 除非證券的申報已經生效，否則任何人直接或間接從事下列行為都是違法的：(1) 於州際交易中以任何方法或工具傳送或傳遞或使用郵件，以公開說明書或其他方式銷售證券。

(2) 為了銷售證券或銷售後交付證券，而使用郵件或於州際交易中以任何方法或工具傳送或傳遞。(b) 任何人直接或間接從事下列行為都是違法的：

(1) 提出註冊書後，於州際交易中以任何方法或工具傳送或傳遞或使用郵件傳播有關該證券之公開說明書，除非該公開說明書符合本法第10條之規定。(2) 為銷售證券或銷售後交付證券，而使用郵件或州際交易中以任何方法或工具傳送或傳遞，除非同時或事先交付符合本法第10(a)條規範之公開說明書。(c) 任何人直接或間接從事下列行為之一是違法的：於州際交易中以任何方法或工具傳送或傳遞或使用郵件，以公開說明書或其他方式要約出售或要約購買任何證券，除非申報書已提交，或申報書遭受拒絕命令或停止命令或（在申報書生效日之前）仍處於第8條的公開程序或審查期間<sup>139</sup>。」亦即，《1933年證券法》要求任何人於公開銷售證券之

---

directors are United States citizens or residents; (ii) More than 50% of the assets of the issuer are located in the United States; (iii) The business of the issuer is administered principally in the United States.”

<sup>139</sup> (a) Unless a registration statement is in effect as to a security, it shall be unlawful for any person, directly or indirectly—(1) to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to sell such security through the use or medium of any prospectus or otherwise. (2) to carry or cause to be carried through the mails or in interstate commerce, by any means or instruments of transportation, any such security for the purpose of sale or for delivery after sale. (b) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly—(1) to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to carry or transmit any prospectus relating to any security with respect to which a registration statement has been filed under this subchapter, unless such prospectus meets the requirements of section 77j of this title; or (2) to carry or cause to be carried through the mails or in interstate commerce any such security for the purpose of sale or for

前，皆須向證管會提出註冊書以進行證券註冊程序，且於註冊書生效之前不得從事證券買賣行為，否則證券銷售即屬違法。可知美國法上是藉由註冊書的規範，強制公開銷售證券之人揭露證券相關資訊，註冊書成為證券註冊程序的關鍵<sup>140</sup>。

「存託股份（Depository Shares）的發行」與「原有價證券（Deposited Shares）之發行」在美國法上分別是二個不同的行為，故其註冊程序亦須分別為之<sup>141</sup>。發行存託股份須向證管會申報 Form F-6，而發行原有價證券則須申報 Form F-1、Form F-3 或 Form F-4<sup>142</sup>。準此，因第三級美國存託憑證是由外國發行人發行新股參與美國存託憑證之發行，其涉及「原有價證券」及「存託股份」之發行，故須同時以 Form F-6 註冊存託股份及 Form F-1、Form F-3 或 Form F-4 註冊原有價證券；而第一、二級美國存託憑證之發行，僅是以老股再次發行，並未涉及原有價證券之發行，只須申報 Form F-6 註冊其存託股份即可。關於各申報文件之內容，詳後述。

---

delivery after sale, unless accompanied or preceded by a prospectus that meets the requirements of subsection (a) of section 77j of this title. (c) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to offer to sell or offer to buy through the use or medium of any prospectus or otherwise any security, unless a registration statement has been filed as to such security, or while the registration statement is the subject of a refusal order or stop order or (prior to the effective date of the registration statement) any public proceeding or examination under section 77h of this title.” 曹如涵，公開說明書不實之民事責任—以比較法觀點檢視我國規範，國立台北大學碩士論文，頁 17-18，2015 年。

<sup>140</sup> 曹如涵，同前註，頁 16。

<sup>141</sup> 「存託股份」（Depository Shares）與「存託憑證」（Depository Receipts）並不相同，存託股份是表彰原有價證券之證券，而存託憑證則是用以證明對存託股份擁有所有權的實物憑證。此外，存託股份所表彰的「原有價證券」（Deposited Shares）是由外國發行人所發行，可能為新股或老股，本文以下簡稱「原有價證券」。

<sup>142</sup> Mark A.Saunders, *supra* note 124, at 62.

## 第二項 美國存託憑證上市前之審查

申請美國存託憑證上市應依循法定的上市流程，並應符合上市標準，而上市標準除了量化標準外，各交易所亦訂有公司治理之上市標準。惟此非本文討論之重點，故以下篇幅將著重於依《1933年證券法》及《1934年證券法》註冊美國存託憑證時，應申報（File）及提供（Furnish）<sup>143</sup>之註冊書內容，與我國資訊揭露制度相互比較、分析。

### 第一款 依《1933年證券法》註冊

#### 第一目 美國存託憑證之註冊（Form F-6）

Form F-6 的前身是 Form S-12，證管會於 1983 年改用 Form F-6 至今。Form F-6 是用以註冊存託股份（Depository Shares）的註冊書，其內容較為簡易。

使用 Form F-6 註冊存託股份須符合以下三要件：其一，須確保美國存託憑證持有人的兌回權。除有特殊情形外，美國存託憑證持有人可隨時請求兌回原有價證券。持有人的兌回權通常會載明於存託契約或存託憑證上，其目的在於確保每一單位存託股份均有其對應的原有價證券，防止外國發行人證券詐欺或存託機構與保管機構挪用證券。

其二，美國存託憑證所表彰之原有價證券（Deposited Securities）若欲

---

<sup>143</sup> See supra note 12, at 25. 「提供」（Furnished）與「申報」（Filed）有別，依《1934年證券交易法》規定「提供」（Furnished）予證管會之相關文件，並非 Section 18 之規範客體。

Section 18 規定：「任何人於依本法及其行政命令規定應申報（File）之申請書、報告或其他文件內，或於依本法第 15 條（d）項規定之註冊書內所為之一切承諾，其記載在當時及當時情況下對任何重要之事實為不實或易於導致誤解之記載者，該人員應向信賴其記載為真實而於受此項記載影響之價格下買進或賣出證券之他人（不知為記載不實或易致誤解之人），基於其信賴而蒙受之損害，負賠償之責。（詳後述）」。

在美國發行或買賣，除屬依法可豁免登記者外，應依據《1933年證券法》之規定註冊。舉例而言，發行第三級美國存託憑證因涉及原有價證券的發行，原有價證券須註冊登記；而第一級及第二級美國存託憑證是以老股發行，則可豁免於註冊登記。

其三，外國發行人應自註冊之日起，除可依 Rule 12g3-2 (b) 豁免外，依《1934年證交法》Section 13 (a) 及 15 (d) 申報定期報告，但外國發行人同時以其他註冊書註冊原有價證券者，不在此限<sup>144</sup>。此是因為註冊原有價證券也須申報定期報告，故不須重複申報。

Form F-6 之登記內容可分為兩部分，包含四個項目 (Item)。第一部分要求揭露「公開說明書資訊」，包含揭露存託機構本身及其義務、美國存託憑證計劃細節及美國存託憑證持有人之權利；第二部分則為「公開說明書以外之資訊」，即由存託機構提出之附件 (Exhibits) 及其做出之承諾 (Undertakings)，詳如下表十三：

---

<sup>144</sup> § 239.36 Form F-6 “Form F-6 may be used for the registration under the Securities Act of 1933 (the Securities Act) of Depository shares evidenced by American Depositary Receipts (ADRs) issued by a depository against the deposit of the securities of a foreign issuer (regardless of the physical location of the certificates) if the following conditions are met:

- (a) The holder of the ADRs is entitled to withdraw the deposited securities at any time subject only to (1) temporary delays caused by closing transfer books of the depository or the issuer of the deposited securities or the deposit of shares in connection with voting at a shareholders' meeting, or the payment of dividends, (2) the payment of fees, taxes, and similar charges, and (3) compliance with any laws or governmental regulations relating to ADRs or to the withdrawal of deposited securities;
- (b) The deposited securities are offered or sold in transactions registered under the Securities Act or in transactions that would be exempt therefrom if made in the United States; and
- (c) As of the filing date of this registration statement, the issuer of the deposited securities is reporting pursuant to the periodic reporting requirements of section 13(a) or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 or the deposited securities are exempt therefrom by Rule 12g3-2(b) ( § 240.12g3-2(b) of this chapter) unless the issuer of the deposited securities concurrently files a registration statement on another form for the deposited securities.”

表十三 Form F-6 摘要

部分	項目	內容
Part I	Item 1	<p><b>申請註冊之有價證券說明 (Description of Securities To Be Registered)</b></p> <p>應提供 Form 20-F 中 Item 12 E. 要求揭露之事項：</p> <p>(1) 每單位存託股份表彰原有價證券之比例；(2) 原有價證券的表決權行使程序；(3) 股利的收取及發放程序；(4) 公告、報告及委託書徵求資料之傳輸；(5) 出售及新股認購權；(6) 存託與買賣因股利分派、分割或重整而獲得的原有價證券；(7) 美國存託憑證存託契約的修正、延長及終止；(8) 美國存託憑證持有人查閱「存託憑證過戶登記簿」及「存託憑證持有人名簿」之權利；(9) 原有價證券之存託或兌回的相關限制；(10) 存託機構責任的限度。</p>
	Item 2	<p><b>資訊之取得 (Available Information)</b></p> <p>(a) 存託機構應聲明：外國發行人於其網站上或電子資訊傳輸系統，以英文發布依 Rule 12g3-2 (b) 主張豁免登記所須提供之資訊。並揭露外國發行人網站之連結或其電子資訊傳輸系統。</p> <p>(b) 存託機構應聲明：外國發行人有義務依《1934 年證交法》之規定申報定期報告，並且會向證管會申報定期報告。存託機構並應揭露：定期報告可經由證管會網站上 EDGAR 系統或於證管會於華盛頓特區設置之參考資料，供大眾檢閱及複印。</p>
Part II	Item 3	<p><b>附件 (Exhibits)</b></p>

表十三 Form F-6 摘要

部分	項目	內容
		<p>以下附件內容為本註冊書之一部分，為方便查閱，應標記文字或編號。</p> <p>Regulation S-K 中 Item 601 指示 1 適用於此：</p> <p>(a) 本次註冊有價證券之存託契約（影本），若於發行存託股份時有修正，應向證管會申報。</p> <p>(b) 任何其他與發行存託股份或保管原有價證券相關之契約。</p> <p>(c) 過去三年內外國發行人與存託機構間所締結與原有價證券相關之所有重大契約。</p> <p>(d) 律師所出具關於該註冊證券的法律意見書（包含指出該證券是否合法發行、以及是否賦予證券持有人特定權利）。</p> <p>(e) 適用 Rule 466 程序應出具的證書。</p>
	Item 4	<p><b>承諾事項（Undertakings）</b></p> <p>應提供下列承諾事項：</p> <p>(a) 存託機構承諾任何自外國發行人取得之報告及訊息，能夠在存託機構於美國境內之主要營業處所取得，供美國存託憑證持有人檢閱。所謂「取得」包括</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 存託機構以原有價證券持有人之身分取得；或</li> <li>(2) 外國發行人提供給持有原有價證券之公眾。</li> </ol> <p>(b) 若所收取之費用未於公開說明書中揭露，存託機構承諾將另以他份文件聲明收取之費用數額及其服務內容，並承諾將應任何人要求無償且立即地提供費</p>



表十三 Form F-6 摘要		
部分	項目	內容
		用列表之影本。存託機構承諾將於費用列表變更前三十日內，通知美國存託憑證持有人。

資料來源：自行整理

## 第二目 原有價證券之註冊 (Form F-1、F-3、F-4)

### 一、 Form F-1

Form F-1 是設計給外國發行人用以依《1933 年證券法》規定註冊原價證券之文件，美國存託憑證所表彰之原有價證券如係於美國首次公開發行，應向證管會申報 Form F-1；若不符合其他表格之適用要件者，也應採用 Form F-1<sup>145</sup>。由於外國發行人不曾於美國公開發行系爭有價證券或於全國性證券交易所掛牌，對於「發行人本身」及「原有價證券」之相關資訊須做較深入的揭露。而應於 Form F-1 上簽署之人為外國發行人、其主要執行業務主管或高階職員、財務長、會計長或會計主管、半數以上董事或執行類似業務之人、發行人在美國境內之代表人<sup>146</sup>。

Form F-1 的主要內容可分為兩個部分(Part)，其中包含九個項目(Item)。Item 1 至 Item 5A 為第一部分，要求揭露公開說明書相關資訊；Item 6 至 Item 9 則為第二部分，須揭露公開說明書以外之補充資訊，詳如下表十四：

<sup>145</sup> Form F-1, general instructions 1A (“Form F-1 shall be used for registration under the Securities Act of 1933 of securities of all foreign private issuers as defined in Rule 405 for which no other form is authorized or prescribed.”)

<sup>146</sup> Form F-1 Signatures instruction 1. (“The registration statement shall be signed by the registrant, its principal executive officer or officers, its principal financial officer, its controller or principal accounting officer, at least a majority of the board of directors performing similar functions, and its authorized representative in the United States.....”)

表十四 Form F-1 摘要

部分	項目	內容
PART I 公開說明書 資訊	Item 1	<p><b>註冊書前部及公開說明書封面 (Forepart of Registration Statement and Outside Front Cover Page of Prospectus)</b></p> <p>應提供 Regulation S-K 中 Item 501 之資訊：應提供公司之基本資訊，包括擬發行日期、發行人之名稱、預訂發行證券之數量及簡介（含發行價格、承銷佣金、發行人淨收入）、風險因素等。此外，註冊書之封面應包含向證管會申報之費用。</p>
	Item 2	<p><b>公開說明書之封面內頁及封底 (Inside Front and Outside Back Cover Pages of Prospectus)</b></p> <p>應提供 Regulation S-K 中 Item 502 之資訊：發行人應提供詳細的目錄，其中須包含風險因素一節。</p>
	Item 3	<p><b>摘要、風險因素及淨利與固定費用之比率 (Summary Information, Risk Factors and Ratio of Earnings to Fixed Charges)</b></p> <p>應提供 Regulation S-K 中 Item 503 之資訊：若公開說明書篇幅長且複雜，應包含摘要（對發行提供簡要概述）。此外，公開說明書應包含執行長之電話及地址；關於發行人、本次發行之任何特殊風險因素、淨利與固定費用之比率。</p>
	Item 4	<p><b>註冊及發行之相關資訊 (Information with</b></p>

表十四 Form F-1 摘要		
部分	項目	內容
		<p><b>Respect to the Registrant and the Offering</b>)</p> <p>提供 Form 20-F 第一部分及 Item 18 要求揭露之資訊。</p>
	Item 4A	<p><b>重大變更 (Material Changes)</b></p> <p>若發行人將其他文件引用成為本表之一部分，應揭露自公開說明書中簽證財務報表「前一會計年度終了後」，相關事項「是否存在」重大變更；若是，則應揭露「所有」重大變更。</p>
	Item 5	<p><b>被引用之資訊 (Incorporation of Certain Information by Reference)</b></p> <p>發行人已申報至少一份年報，可將「先前」<sup>147</sup>依《1934 年證交法》申報之報告及文件引用至本文件，以符合本文件 Item 3 及 Item 4 之揭露要求，但被引用之報告或文件須可在發行人之網站上取得。此外，發行人必須條列出所有被引用之報告或文件，聲明一經請求將無償提供該報告及資訊，並聲明系爭報告及資訊均已申報予證管會，可於證管會之參考資料區複印。</p>
	Item 5A	<p><b>揭露證管會對於違反《1933 年證券法》之免責條款的立場 (Disclosure of Commission Position on Indemnification for Securities Act</b></p>

<sup>147</sup> 應注意的是，Form F-1 只可引用先前已申報之資訊，Form F-1 生效後之資訊不可被引用作為 Form F-1 之一部份；反之，Form F-3 則可。

表十四 Form F-1 摘要

部分	項目	內容
		<p><b>Liabilities)</b></p> <p>應提供 Regulation S-K 中 Item 510 之資訊：            在少數情形下，發行人未請求加速註冊書之生效日者，其公開說明書必須簡要敘明關於董事、經理人或控制發行人之人違反《1933 年證券法》之免責安排，並聲明發行人知悉「證管會對免責條款之立場」(即免責條款是違背公共政策且不可預測的)。</p>
PART II 公開說明書以外之補充資訊	Item 6	<p><b>董事及經理人之免責條款 (Indemnification of Directors and Officers)</b></p> <p>應提供 Regulation S-K 中 Item 702 之資訊：            發行人應揭露：將使董事或經理人或控制發行人之人免責之任何法令、公司章程 (Charter Provisions)、內部規則 (By-laws) 或其他協議的一般效力。</p>
	Item 7	<p><b>近期未註冊證券之銷售 (Recent Sales of Unregistered Securities)</b></p> <p>應提供 Regulation S-K 中 Item 701 之資訊：            若發行人在申報註冊書前三年內有出售未依《1933 年證券法》註冊之證券，發行人應揭露該證券之名稱、數量及出售日期；發行該證券之主辦承銷商之名稱、佣金或其他主要購買該證券之人；豁免於依《1933 年證券法》註冊之</p>

表十四 Form F-1 摘要		
部分	項目	內容
		原因及資金運用。
	Item 8	<b>附件及財務報表附件 (Exhibits and Financial Statement Schedules)</b> 應如同 Regulation S-K 中 Item 601 之規定 <sup>148</sup> 提供附件，並應依 Regulation S-X 及 Item 4 (b) 提供財務報表附件。
	Item 9	<b>承諾事項 (Undertakings)</b> 應提供 Regulation S-K 中 Item 512 之資訊。

資料來源：自行整理

## 二、 Form F-3

美國存託憑證所表彰之原有價證券已於美國公開發行或已於美國全國性證券交易所掛牌者，可以透過（一）將先前已向證管會申報之報告引用成為註冊文件之一部份；或（二）使用簡式註冊文件（即 Form F-3）之方式加速註冊。

外國發行人符合下列情形者，可使用 Form F-3 作為申報文件：至少 12 個月依《1934 年證交法》對證管會有申報義務；至少 12 個月已申報所有應申報之文件；至少使用 Form 20-F 申報過一次年報；全球普通股的公眾流通股數（或稱公眾持股量，Public float）總額達七千五百萬以上者<sup>149</sup>。

<sup>148</sup> (a) 本次註冊有價證券之存託契約（影本），若存託契約於發行存託股份時有修正，應向證管會申報。(b) 任何其他與發行存託股份或保管原有價證券相關之契約；(c) 過去三年內外國發行人與存託機構間所締結與原有價證券相關之所有重大契約；(d) 律師所出具關於該註冊證券的法律意見書（包含指出該證券是否合法發行、以及是否賦予證券持有人特定權利）；(e) 適用 Rule 466 程序應出具的證書。

<sup>149</sup> Accessing the U.S. Capital Markets – A Brief Overview for Foreign Private Issuers, at

Form F-3 與 Form F-1 之規範內容大致相同，僅某些項目較為簡略，本文在此不贅述。此外，應於 Form F-3 上簽署之人與 Form F-1 相同，即外國發行人及其主要執行業務主管或高階職員、財務長、會計長或會計主管、半數以上董事或執行類似業務之人、發行人在美國境內之代表人<sup>150</sup>。

### 三、 Form F-4

Form F-4 是用於企業合併（Business Combination）與證券交換要約（Exchange Offer）等相關註冊<sup>151</sup>。



---

<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/internatl/foreign-private-issuers-overview.shtml> (last visited 08/05/2018).

<sup>150</sup> Form F-3 Signatures instruction 1. (“The registration statement shall be signed by the registrant, its principal executive officer or officers, its principal financial officer, its controller or principal accounting officer, at least a majority of the board of directors performing similar functions, and its authorized representative in the United States.....”)

<sup>151</sup> Accessing the U.S. Capital Markets – A Brief Overview for Foreign Private Issuers, at <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/internatl/foreign-private-issuers-overview.shtml> (last visited 08/05/2018).

## 第二款 依《1934年證交法》註冊 (Form 20-F)

Form 20-F 同時可作為依《1934年證交法》Section 12 (b) 上市之「註冊書」及依《1934年證交法》Section 13 (a) 或 15 (d) 應申報之「年報」(Annual Report) 或「過渡報告」(Transition Report)<sup>152</sup>。

非參與型美國存託憑證及第一級美國存託憑證不得在全國性證券交易所交易，屬 Section 12g3-2 (b) 之豁免證券，不須使用 Form 20-F 註冊存託股份；反之，第二級及第三級美國存託憑證則須申報 Form 20-F 註冊。

Form 20-F 共分為三個部分 (Part)，包含十八個項目 (Item)。第一部分包含 Item 1 至 Item 12；第二部分包含 Item 13 至 Item 16；第三部分包含 Item 17 及 Item 18。若是使用 Form 20-F 做為上市之註冊書，原則上須申報第一部分及第三部分；若是用以做為年報者，原則上三個部分皆須申報。然其中第一部分中仍有某些項目在註冊書及年報中不須申報，明訂於各項目之指示 (Instructions) 中<sup>153</sup>。為完整呈現 Form 20-F 之內容，以下本文將「註冊書」及第三項第一款第一目「年報」應揭露之事項一併整理於下表十五，並註明各項目之申報時機。

<sup>152</sup> 過渡報告是指當外國發行人變更其會計年度時須申報的報告，原文為：「A foreign private issuer filing a transition report on this form must file its report in accordance with the requirements set forth in Rule 13a-10 or Rule 15d-10 under the Exchange Act that apply when an issuer changes its fiscal year end.」

<sup>153</sup> Form 20-F General Instructions E (“(a) Exchange Act Registration Statements. A registration statement filed under the Exchange Act on this Form must include the information specified in Part I and Part III. Read the instructions to each item carefully before responding to the item. In some cases, the instructions may permit you to omit some of the information specified in certain items in Part I. (b) Annual Reports. An annual report on this Form must include the information specified in Parts I, II and III. Read the instructions to each item carefully before responding to the item. In some cases, the instructions may permit you to omit some of the information specified in certain items in Part I. The instructions also may permit you to omit certain information if it was previously reported to us and has not changed. If that is the case, you do not have to file copies of the previous report with the report being filed on this Form.”)

表十五 Form 20-F 摘要

部分	項目	內容
Part 1	Item 1	<p><b>公司董事、高階管理人員及顧問 (Identify of Directors, Senior Managements, and Advisers)</b></p> <p>應列出下列主體之姓名及辦公地址：(1) 董事及高階管理人員；(2) 公司之主要往來銀行及與發行人有一定程度往來的法律顧問；(3) 公司最近三年內之審計員。</p> <p>若本表是用以申報年報者，本項目之資訊不須提供。前開 (2) 僅於發行人依美國以外之管轄而有義務時方須揭露。</p>
	Item 2	<p><b>募集之統計資料及預計時程表 (Offer Statistics and Expected Timetable)</b></p> <p>若本表示用以申報《1934 年證交法》之註冊書或年報者，本項目之資訊不須提供。</p>
	Item 3	<p><b>關鍵資訊 (Key Information)</b></p> <p>應概述關於下列事項之關鍵資訊：</p> <p>(1) 經揀選財務數據 (Selected Financial Data)</p> <p>公司最近「五年」內損益表及資產負債表數據，然若外國發行人表示依所屬國法令之規定，取得前二年之財務資訊須耗費不合理之投入或費用者，則前二年之財務數據可免於提供。</p> <p>(2) 申報前六十日內關於總資本及負債之報告 (Capitalization and Indebtedness)。</p> <p>(3) 發行目的及資金運用 (Reasons for the Offer and Use</p>



表十五 Form 20-F 摘要

部分	項目	內容
		<p>of Proceeds)。</p> <p>(4) 風險因素 (Risk Factors)</p> <p>提供使募集具有投機性及風險的最重要因素，包括(但不限於)公司所從事(或預計從事)的業務特性、與營運活動所在國家相關的因素、近期缺乏獲利的營運活動、公司之財務狀況等。</p> <p>若本表是用以申報年報者，前開(2)及(3)之資訊不須提供；若是用以申報《1934年證交法》之註冊書者，前開(3)之資訊不須提供。</p>
	Item 4	<p><b>公司資料 (Information on the Company)</b></p> <p>應提供之事項包含：</p> <p>(1) 公司之歷史及發展 (History and Development of the Company)。</p> <p>(2) 業務概要 (Business Overview)：包含公司之營運狀況、主要業務、競爭市場、供應商、原料、市場上的優勢地位、季節性影響等。</p> <p>(3) 公司所屬集團關係企業之組織結構 (Organizational Structure)。</p> <p>(4) 不動產、廠房及設備資料 (Property, Plants and Equipment)：出租情形、尺寸、用途、生產力等。</p>
	Item 4A	<p><b>重大且尚未獲得解決之資訊 (Unresolved Staff Comments)</b></p> <p>若申請註冊者為加速申報公司 (Accelerated Filer)</p>

表十五 Form 20-F 摘要

部分	項目	內容
		<p><sup>154</sup>、大型加速申報公司 (Large Accelerated Filer) <sup>155</sup> 或知名且經驗豐富之發行人 (Well-known Seasoned Issuer) <sup>156</sup>，於會計年度終了前一百八十日內收受證管會人員關於定期報告之書面評論 (其中包含尚未獲得解決之資訊)，申請註冊者應揭露於該未獲解決之資訊中其認為「重大」(Material) 者。</p>
	Item 5	<p><b>公司營運及財務之回顧與展望 (Operating and Financial Review and Prospects)</b></p> <p>依法應提供財務報表之每一年度及期中期間，公司財務狀況、財務狀況變動及營運結果之說明(包括財務報表中單行項目重大變動之原因)，須達足以使投資人了解公司經營全貌之程度。此外，所提供之資訊需與公司所有個別部門(Separate Segment)相關。除須提供下列資訊外，尚應提供能夠使投資人了解公司財務狀況及其重大變動的其他資訊：(1) 營運結果 (Operating Results)；(2) 流動性與資本來源 (Liquidity and Capital Resources)；(3) 研究及發展、專利及證照等 (Research and Development, Patents and Licenses, etc)；(4) 未來趨勢 (Trend Information)；(5) 資產負債表外交易 (Off-balance Sheet Arrangements)；(6) 總表方式揭露契約式義務 (Tabular Disclosure of Contractual Obligation)；(7)</p>

<sup>154</sup> 《1934年證券交易法》Rule 12b-2。

<sup>155</sup> 《1934年證券交易法》Rule 12b-2。

<sup>156</sup> 《1934年證券交易法》Rule 405。

表十五 Form 20-F 摘要

部分	項目	內容
		<p>豁免條款 (Safe Harbor)。</p>
	Item 6	<p><b>董事、高階管理人員及員工 (Directors, Senior Management and Employees)</b></p> <p>應揭露下列事項：</p> <p>(1) 董事、高階管理人員之姓名、經歷、職責、生日及年紀 (若依其所屬國法律應提供或公司已公開揭露)、董事及高階管理人員間之親屬關係等。</p> <p>(2) 應提供公司董事、行政、監督或管理人員薪酬之數額 (含利潤分享計畫及股票選擇權)，且薪酬之揭露原則上應以「個人」為基礎。但若依其所屬國法律不須以個人為單位揭露且公司亦未公開揭露者，可免於提供。</p> <p>(3) 董事會之運作 (包含現任董事之任期、董事與公司間之契約細節、公司之審計委員會及薪酬委員會相關細節)。</p> <p>(4) 員工數量 (以類型與地理位置分類)。</p> <p>(5) 股權。</p>
	Item 7	<p><b>大股東<sup>157</sup>及關係人交易 (Major Shareholders and Related Party Transactions)</b></p> <p>(1) 大股東：應揭露大股東之姓名、持有股數、過去三年內持股之重大變動、每個大股東之投票權。所謂大</p>

<sup>157</sup> 國內發行人必須提供擁有 5% 以上之股份之股東、董事、高階經理人名單，並且必須載明其分別持股數，國外發行人僅需提供總額名單即可。

表十五 Form 20-F 摘要

部分	項目	內容
		<p>股東是指持有 5% 以上有表決權證券之實質受益人 (Beneficial Owner)。</p> <p>(2) 關係人交易：應揭露三年內公司與下列主體間之交易或貸款：(a) 透過一個或多個中介機構，直接或間接控制或受公司控制、或與公司共同受控制之他公司；(b) 公司對之有重要影響或其對公司有重要影響的他公司；(c) 個人直接或間接擁有對公司之投票權，使其對公司具有影響力<sup>158</sup>；(d) 董事或高階管理人員及其最近親屬；(e) 前開 (c)、(d) 或對公司有重要影響之人，直接或間接擁有實質投票權之他公司。</p> <p>(3) 專家顧問：若本表是用以申報年報或《1934 年證交法》之註冊書者，此部分之資訊不須提供。</p>
	Item 8	<p><b>財務資訊 (Financial Information)</b></p> <p>(1) 合併報表及其他財務資訊： 應揭露簽證合併報表，其中應包含資產負債表、損益表、權益變動表、現金流量表及相關附註揭露)，並應出具最近三年之比較財務報表。另應提供可能將 (或近期曾經) 對公司財務狀況或獲利能力產生重要影響的法律或仲裁程序，包括未決或可預期的政府程序 (Governmental Proceedings)。</p> <p>(2) 重要變動： 應揭露自年度財務報告日及/或最近一期期中報告日</p>

<sup>158</sup> 持有公司 10% 具有投票權之股份者，可被視為對公司有重要影響。

表十五 Form 20-F 摘要

部分	項目	內容
		起，是否有重大變動發生。
	Item 9	<p><b>發行及上市之相關資料 (The Offer and List)</b></p> <p>應揭露發行及上市之細節 (包含預計發行價格、股票之歷史價格、證券之交易市場、即將發行之證券類別)、銷售計劃 (包含所有承銷商之名稱及地址、承銷計畫之重大特色、發行人與承銷商間的重大關係、辨識潛在目標投資人、預定有價證券配售之投資人、發行人授予承銷商之超額配售選擇權)、所有股票交易及即將於其他市場發行或上市之交易、出售股票之原股東、稀釋、發行費用。</p>
	Item 10	<p><b>額外資訊 (Additional Information)</b></p> <p>應揭露關於發行人股本之相關資訊 (包含未行使的選擇權)、發行人章程細則之特定條款 (Memorandum and Articles of Association)、重大契約、外匯管制、稅務資訊等。</p> <p>若本表是用以申報年報者，關於發行人股本之相關資訊不須提供。</p>
	Item 11	<p><b>市場風險之量化及質化資料 (Quantitative and Qualitative Disclosures about Market Risk)</b></p> <p>應揭露自上一會計年度終了起，關於市場風險敏感度分析之詳細「量化」資訊；及關於發行人之初級市場風險暴露 (利率、匯率) 及如何管理之「質化」資訊。</p>
	Item	<b>非權益證券之有價證券 (Description of Securities)</b>

表十五 Form 20-F 摘要

部分	項目	內容
	12	<p><b>Other than Equity Securities)</b></p> <p>若是註冊美國存託憑證，應揭露下列事項：</p> <p>(1) 每單位美國存託憑證表彰原有價證券之比例；(2) 原有價證券的表決權行使程序；(3) 股利的收取及發放程序；(4) 公告、報告及委託書徵求資料之傳輸；(5) 出售及新股認購權；(6) 存託與買賣因股利分派、分割或重整而獲得的原有價證券；(7) 美國存託憑證存託契約的修正、延長及終止；(8) 美國存託憑證持有人查閱「存託憑證過戶登記簿」及「存託憑證持有人名簿」之權利；(9) 原有價證券之存託或兌回的相關限制；(10) 存託銀行責任的限度。</p> <p>若本表是用以申報年報者，本項目之資訊不須提供。</p>
Part II	Item 13	<p><b>遲延、股利安排及不法行為 ( Defaults, Dividend Arrearages and Delinquencies )</b></p> <p>(1) 重大遲延支付本金、利息或提撥償債基金或購買基金；或公司或其重要子公司重大遲延，且未於三十日內補正 (Cure) 者，若債務數額逾資產之 5% (合併基礎)，應辨認該債務並說明違約之性質。前者情形尚應揭露遲延之數額及截至申報本表之日止所有欠款數額。</p> <p>(2) 若發行人對於下列特別股有積欠股利或有其他重大違法情形，而未於三十日內補正者，應揭露該股票之</p>

表十五 Form 20-F 摘要

部分	項目	內容
		<p>類型、積欠或違法之性質，以及截至申報本表之日止所有積欠數額：(a) 於本次註冊前已註冊、或順位在本次註冊證券之前的任何類別 (Class) 特別股；或 (b) 重要子公司的任何類別特別股。</p>
	<p>Item 14</p>	<p><b>重大修改證券持有人之權利及資金運用情形 (Material Modification to the Rights of Security Holders and Use of Proceeds)</b></p> <p>不論是在證券上對持有人權利之定義或透過發行其他證券之方式，若重大修改證券持有人之權利者，應揭露遭修改之證券類別，並簡單說明修改對於證券持有人所產生的整體影響 (General Effect)。擔保任何類別之註冊證券之重大的資產提領或替代 (Material Withdrawal or Substitute) 亦須揭露。此外，特定的發行人 (依《1933 年證券法》Rule 463 規定) 尚須揭露於註冊書生效後資金運用情形 (Use of Proceeds) 的詳細報告。</p>
	<p>Item 15</p>	<p><b>控制與程序 (Controls and Procedures)</b></p> <p>本項目僅適用於依本表申報年報之發行人。</p>
	<p>Item 16A</p>	<p><b>審計委員會財務顧問 (Audit Committee Financial Expert)</b></p> <p>應揭露是否有至少一位審計委員會財務顧問，若有，則應揭露其姓名；若無，則應揭露無財務顧問之事實及其原因。</p>

表十五 Form 20-F 摘要

部分	項目	內容
		本項目僅適用於依本表申報年報之發行人。
	Item 16B	<p><b>道德行為準則 (Code of Ethics)</b></p> <p>應揭露是否採用道德行為準則，並適用於執行長、財務長、會計主管或內控人員及其他執行類似職務之人。若無，應揭露未採用之事實。</p> <p>本項目僅適用於依本表申報年報之發行人。</p>
	Item 16C	<p><b>主要會計師之費用與服務 (Principal Accountant Fees and Services)</b></p> <p>應揭露最近二個會計年度個別所支付的會計師查核簽證公費 (Audit Fees) 總額、簽證相關費用 (Audit-Related Fees) 總額、稅務費用 (Tax Fees) 總額及其他費用 (All Other Fees)。</p> <p>本項目僅適用於依本表申報年報之發行人。</p>
	Item 16D	<p><b>關於審計委員會的上市標準之豁免 (Exemption Form the Listing Standards for Audit Committee)</b></p> <p>應揭露是否豁免於《1934年證交法》Rule 10A-3 關於審計委員會之上市標準之要求。</p> <p>本項目僅適用於依本表申報年報之發行人。</p>
	Item 16E	<p><b>買回權益證券 (Purchases of Equity Securities by the Issuer and Affiliated Purchasers)</b></p> <p>發行人、代表發行人之人或其關係企業買回發行人依《1934年證交法》Section 12 註冊登記之權益證券者，應揭露買回之數量、平均每股價格等。</p>



表十五 Form 20-F 摘要

部分	項目	內容
	Item 16F	<p><b>更換簽證會計師 (Change in Registrant's Certifying Accountant)</b></p> <p>若於最近二個會計年度或期後期間，曾擔任主辦會計師查核公司財報或曾查核重要子公司且其所出具之報告受主辦會計師信賴之「獨立會計師」，辭任或遭解任者，應揭露更換之事實及其原因，以及前任會計師與管理階層間對會計原則、查核程序及其他有關重要事項是否存有歧見。</p> <p>若發行人已委任繼任主辦會計師，應揭露(1)該繼任會計師及(2)在特定議題上前任與繼任會計師之觀點(包括與前任會計師意見不一致之議題)。</p>
	Item 16G	<p><b>公司治理 (Corporate Governance)</b></p> <p>應揭露「發行人所實行之公司治理」與「美國上市公司應遵守之公司治理」間之重要差異。</p> <p>本項目僅適用於依本表申請在全國性證券交易所掛牌之發行人。</p>
	Item 16H	<p><b>礦物安全管制 (Mine Safety Disclosure)</b></p> <p>若發行人或其子公司是經營煤炭業或其他礦業，應於年報之附件中提出聲明，關於(1)違反礦物安全管制法令；或(2)其他依《多德-弗蘭克華爾街改革和消費者保護法》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) Section 1503 (a) 及本項目規定之其他管制項目。</p>

表十五 Form 20-F 摘要

部分	項目	內容
		本項目僅適用於依本表申報年報之發行人。
Part III	Item 17	<p><b>財務報表 (Financial Statement)</b></p> <p>發行人之財務報表所揭露之資訊應與依美國一般公認會計原則 (U.S. GAAP) 及 Regulation S-X 所編製之財務報表實質上相似<sup>159</sup>。</p> <p>發行人應明示其財務報表是否依據國際財務報導準則 (IFRS) 所編製，且審計報告中須對於財務報表是否遵循國際財務報導準則 (IFRS) 表示意見；惟若發行人之財務報表非依據美國一般公認會計原則 (U.S. GAAP) 或國際財務報導準則 (IFRS) 編製，應依下列規定提供差異調節資訊：</p> <p>(1) 於會計師查核報告中或於財務報表前適當顯著之處，標示 (Indication) 發行人用以編製財務報表之「會計原則」。</p> <p>(2) 依本項目所定方式揭露發行人所使用之會計原則與美國一般公認會計原則 (U.S. GAAP) 及 Regulation S-X 之「重大差異」(Material Variation)。例如損益表中淨利應分別調節個別項目 (Separate Reconciling Item) 之差異，但某些項目得合併列示、而於附註中分別列示；比較依「所屬國會計原則」及依「美國一般公認會計原則」所編製之資產負債表間的重大差異數額等。</p>

<sup>159</sup> Form 20-F Part III Item 17 (b) ("The financial statements shall disclose an information content substantially similar to financial statements that comply with U.S. generally accepted accounting principles and Regulation S-X.")

表十五 Form 20-F 摘要

部分	項目	內容
	Item 18	<p><b>財務報表 (Financial Statement)</b></p> <p>應提供下列資訊：</p> <p>(1) 所有 Item 17 應提供之資訊。</p> <p>(2) 若發行人之財務報表並非使用國際財務報導準則 (IFRS)，應提供所有依據美國一般公認會計原則 (U.S. GAAP) 及 Regulation S-X 要求揭露之資訊，除非該要求不適用於外國發行人。例示 (非列舉) 如下<sup>160</sup>：</p> <p>(a) 基本及稀釋每股盈餘所使用的分子及分母的差異調節表，或其他與每股盈餘相關之資訊揭露。</p> <p>(b) 部門別資訊。</p> <p>(c) 公允價值資訊。</p> <p>(d) 集中信用風險資訊。</p> <p>(e) 投資證券之資訊。</p> <p>(f) 關於資產負債表外金融工具之資訊。</p> <p>(g) 揭露對員工及非員工之股份基礎給付交易。</p> <p>(h) 退休金與員工福利之組成。</p> <p>(i) 所得稅費用及遞延所得稅負債/資產之組成。</p> <p>(j) 關於採用權益法之投資之資訊。</p>
	Item 19	<p><b>附件</b></p> <p>應列出所有做為註冊書或年報之一部分的附件 (包括被引用成為本表之一部分的附件)。</p>

資料來源：自行整理

<sup>160</sup> Financial Repoerting Manual-Topic 6 Foreign Private Issuer & Foreign Businesses, at [https://www.sec.gov/corpfin/cf-manual/topic-6\\_](https://www.sec.gov/corpfin/cf-manual/topic-6_) (last visited 08/03/2018).

於 2008 年以前，外國發行人應提供之差異調節表內容因「是否於美國發行新股」而有不同：於美國發行新股之外國發行人（第三級美國存託憑證即屬之）適用 Item 18，須提供較多資訊（例如部門別資訊）；反之，以老股上市之外國發行人（第二級美國存託憑證即屬之）則不須提供。2008 年證管會表示將刪除准許外國發行人依據 Item 17 中可排除於提供部門別資訊之指示，並且不再區分發行市場及流通市場而有不同程度之資訊揭露要求，所有須提供差異調節表的外國發行人皆須依據 Item 18 之規定辦理<sup>161</sup>。此項修正之過渡條款訂於 Form 20-F 之一般指示 (General Instructions) 中：會計年度於 2011 年 12 月 15 日前終了之發行人，其使用 Form 20-F 申報之註冊書及年報須包含 Item 17 所明定的財務報表及相關資訊，證管會雖鼓勵發行人提供 Item 18 所訂的財務報表及相關資訊，但並非必要；若發行人之會計年度係於 2011 年 12 月 15 日後終了者，則必須申報之註冊書及年報須包含 Item 18 所明定的財務報表及相關資訊。財務報表必須依美國一般公認會計原則進行查核，且審計人員必須遵守美國對於審計獨立性之標準<sup>162</sup>。

---

<sup>161</sup> See SEC Release Nos. 33-8959,34-58620 (09/23/2008).

<sup>162</sup> Form 20-F General Instructions E “(c) Financial Statements. (1) For an issuer’s fiscal years ending before December 15, 2011, an Exchange Act registration statement or annual report filed on this Form must contain the financial statements and related information specified in Item 17 of this Form. We encourage you to provide the financial statements and related information specified in Item 18 of this Form in lieu of Item 17, but the Item 18 statements and information are not required. In certain circumstances, Forms F-1, F-3 or F-4 for the registration of securities under the Securities Act require that you provide the financial statements and related information specified in Item 18 in your annual report on Form 20-F. Consult those Securities Act forms for the specific requirements and consider the potential advantages of complying with Item 18 instead of Item 17 of this Form. Note that Items 17 and 18 may require you to file financial statements of other entities in certain circumstances. These circumstances are described in Regulation S-X. (2) For the issuer’s fiscal years ending on or after December 15, 2011, an Exchange Act registration statement or annual report filed on this Form must contain the financial statements and related information specified in Item 18 of this Form. Note that Items 17 and 18 may require you to file the financial statements of other entities in certain circumstances. These circumstances are

Form 20-F 之規範密度非常高，與適用於國內發行人之 Form 10-K（詳表十六）非常近似，僅有少數項目與 Form 10-K 不同（詳參表十七），例如在母國法律許可下，Form 20-F 得以總額（非個別）方式揭露管理階層薪酬。再者，於美國全國性證券交易所掛牌的外國發行人（第二級及三級美國存託憑證）不須強制採用美國一般公認會計原則，得依所屬國會計原則或國際財務報導準則編制財報，然依所屬國會計原則編製者須出具與美國一般公認會計原則重大差異之差異調節表<sup>163</sup>。若其所屬國之會計原則與美國一般公認會計原則（U.S. GAAP）間的差異對於財務報表存在廣泛影響（Pervasive Impact），致使一般的重大差異之差異調節表將混淆投資人時，應完全依據美國一般公認會計原則（U.S. GAAP）編製財務報表或依據美國一般公認會計原則（U.S. GAAP）編製一份簡要財務報表，讓財報使用能夠充分瞭解因會計處理不同所產生的影響。

表十六 Form 10-K 摘要

部分	項目	內容
Part I	Item 1	<b>業務內容 (Business)</b> 應揭露整體業務發展 (General Development of Business)、部門別財務資訊 (Financial Information about Segments)、業務之敘述式描述 (Narrative Description of Business)、按地理位置劃分的財務資訊 (Financial Information about Geographic Areas)
	Item 1A	<b>風險因素 (Risk Factors)</b>

described in Regulation S-X. (3) The financial statements must be audited in accordance with U.S. generally accepted auditing standards, and the auditor must comply with the U.S. standards for auditor independence.”)

<sup>163</sup> 於美國店頭市場交易者（第一級美國存託憑證），因屬 Section 12g3-2 (b) 之豁免證券，不須強制適用美國一般公認會計原則（U.S. GAAP），亦無須提供差異調節表。

表十六 Form 10-K 摘要

部分	項目	內容
		<p>提供使發行具有投機性及風險的最重要因素，不可提供得以適用於任何發行人或任何發行之因素。應解釋各該風險如何影響發行人或所發行之有價證券，包含（但不限於）缺乏悠久的營運歷史、近期缺乏可獲利的營運、財務狀況、所從事之業務或預計從事之業務、普通權益證券；可行使或可轉換為普通權益證券之證券缺乏交易市場。</p>
	Item 1B	<p><b>重大且尚未獲得解決之資訊 ( Unresolved Staff Comments )</b></p> <p>若申請註冊者為加速申報公司 ( Accelerated Filer )<sup>164</sup>、大型加速申報公司 ( Large Accelerated Filer )<sup>165</sup> 或知名且經驗豐富之發行人 ( Well-known Seasoned Issuer )<sup>166</sup>，於會計年度終了前一百八十日內收受證管會人員關於定期報告之書面評論（其中包含尚未獲得解決之資訊），申請註冊者應於該未獲解決之資訊中揭露其認為「重大」( Material ) 者。</p>
	Item 2	<p><b>不動產 ( Properties )</b></p> <p>簡要敘明發行人及其子公司之主要廠房、礦場及其他顯著重要的有形資產之位置及其共通性 ( General Character )。</p>

<sup>164</sup> 《1934 年證券交易法》Rule 12b-2。

<sup>165</sup> 《1934 年證券交易法》Rule 12b-2。

<sup>166</sup> 《1934 年證券交易法》Rule 405。

表十六 Form 10-K 摘要

部分	項目	內容
	Item 3	<p><b>法律訴訟 (Legal Proceedings)</b></p> <p>簡要敘述以發行人或其子公司為當事人之一造，或其財產為訴訟標的之重大未決訴訟，不包括通常附隨於業務的例行訴訟。</p>
	Item 4	<p><b>礦物安全管制 (Mine Safety Disclosures)</b></p> <p>若發行人或其子公司是經營煤炭業或其他礦業，應於年報之附件中提出聲明，關於（一）是否違反礦物安全管制法令；或（二）其他依《多德-弗蘭克華爾街改革和消費者保護法》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) Section 1503 (a) 及 Regulation S-K Item 104 規定之其他管制項目。</p>
Part II	Item 5	<p><b>普通股市場、股東相關事宜及股份買回 (Market for Registrant's Common Equity, Related Stockholder Matters and Issuer Purchases)</b></p> <p>應提供 Regulation S-K 中 Item 701 之資訊：若發行人在申報註冊書前三年內有出售未依《1933 年證券法》註冊之證券，發行人應揭露該證券之名稱、數量及出售日期；發行該證券之主辦承銷商之名稱、佣金或其他主要購買該證券之人；豁免於依《1933 年證券法》註冊之原因及資金之運用。</p>
	Item 6	<p><b>經揀選財務數據 (Selected Financial Data)</b></p> <p>除小型公司 (Smaller Reporting Companies) 及新興成長公司 (Emerging Growth Company) 外，應提供</p>

表十六 Form 10-K 摘要

部分	項目	內容
		近五年之多欄式比較財務數據。
	Item 7	<p><b>財務狀況及營運結果檢討分析 ( Management’s Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations )</b></p> <p>(1) 全會計年度 ( Full Fiscal Year )</p> <p>討論公司財務狀況、財務狀況變動及營運結果之，應提供下列資訊及能夠使投資人了解公司財務狀況以及此財務狀況和營運結果變動的其他資訊：(a) 流動資產 ( Liquidity )；(b) 資本來源 ( Capital Resources )；(c) 營運結果 ( Results of Operations )；(d) 資產負債表外交易 ( Off-Balance Sheet Arrangements )；(e) 總表方式揭露契約式義務 ( Tabular Disclosure of Contractual Obligation )。</p> <p>(2) 期中期間 ( Interim Periods )</p> <p>依 Article 3 of Regulation S-X 應出具期中財務報告者，應提供財務狀況及營運結果之重大變動 ( Material Changes )<sup>167</sup>。</p> <p>(3) 豁免條款 ( Safe Harbor )</p>

<sup>167</sup> If interim period financial statements are included or are required to be included by Article 3 of Regulation S-X, a management's discussion and analysis of the financial condition and results of operations shall be provided so as to enable the reader to assess material changes in financial condition and results of operations between the periods specified in paragraphs (b) (1) and (2) of this Item. The discussion and analysis shall include a discussion of material changes in those items specifically listed in paragraph (a) of this Item, except that the impact of inflation and changing prices on operations for interim periods need not be addressed.



表十六 Form 10-K 摘要

部分	項目	內容
		<p>在符合特定條件下，可豁免於提供未來預測 (Forward-Looking Information)。</p>
	Item 7A	<p><b>市場風險之量化及質化資料 ( Quantitative and Qualitative Disclosures About Market Risk )</b></p> <p>應揭露自上一會計年度終了起，關於市場風險敏感度分析之詳細「量化」資訊；及關於發行人之初級市場風險暴露（利率、匯率）及如何管理之「質化」資訊。</p>
	Item 8	<p><b>財務報表及補充數據 ( Financial Statements and Supplementary Data )</b></p> <p>應依據 Regulation S-X 之規定提供財務報表，並依據 Regulation S-K Item 302 之規定提供補充財務資訊 ( Supplementary Financial Information )。</p>
	Item 9	<p><b>更換會計師、與會計師間對於會計及財務揭露之歧見 ( Changes in and Disagreements with Accountants on Accounting and Financial Disclosure )</b></p> <p>若公司於最近二個會計年度或期後期間，曾擔任主辦會計師查核公司財報或曾查核重要子公司且其所出具之報告受主辦會計師信賴之「獨立會計師」，辭任或遭解任者，應揭露相關事項，包括前任會計師與管理階層間對會計原則、查核程序及其他有關重要事項是否存有歧見。若發行人已委任繼任主辦會計師，應揭露 (1) 該繼任會計師及 (2) 在特定議題上前任</p>

表十六 Form 10-K 摘要

部分	項目	內容
		與繼任會計師之觀點（包括與前任會計師意見不一致之議題）。
	Item 9A	<p><b>控制與程序（Controls and Procedures）</b></p> <p>應揭露執行長及財務長或執行類似職務之人，評估發行人於年報涵蓋期間內關於揭露之控制與程序（Disclosure Controls and Procedures）的效果。此外，發行人應揭露其「內部控制」或「其他可能重大影響前開控制評估之因素」是否重大改變。</p>
	Item 9B	<p><b>其他資訊（Other Information）</b></p> <p>應揭露本會計年度第四季季報（Form 8-K）要求揭露之事項。</p>
	Item 10	<p><b>董事、高階經理人及公司治理（Directors, Executive Officers and Corporate Governance）</b></p> <p>應揭露董事、所有被提名或選任做為董事之人、高階經理人、特定重要職員<sup>168</sup>的姓名、經歷、職責、生日及年紀、前開人員彼此間之親屬關係等。另應揭露關於道德行為準則（Code of Ethics）、提名委員會（Nominating Committee）及審計委員會財務顧問（Audit Committee Financial Expert）之相關事項。</p>
	Item 11	<p><b>高階經理人薪酬（Executive Compensation）</b></p> <p>應揭露董事及高階管理人員之姓名及薪酬之細</p>

<sup>168</sup> 非高階經理人（Executive Officer），但對於公司業務有重要貢獻之人，例如生產製造經理、銷售經理或研究人員。

表十六 Form 10-K 摘要

部分	項目	內容
		<p>節，包括薪酬計畫的內容、薪酬的項目、公司選擇支付各該薪酬項目的原因、公司如何決定薪酬的數額等。</p>
	Item 12	<p><b>特定受益所有人及管理階層的持股、股東相關事宜 (Security Ownership of Certain Beneficial Owners and Management and Related Stockholder Matters)</b></p> <p>應以總表方式揭露公司所知悉持有逾 5%之任何等級有表決權證券的受益所有人 (Beneficial Owners) 及管理階層 (Management) 之持股情形。另應揭露依權益薪酬計畫 (Equity Compensation Plan) 所須發行之證券數量及執行價格的加權平均數等。</p>
	Item 13	<p><b>關係人交易及董事獨立性 (Certain Relationships and Related Transactions, and Director Independence)</b></p> <p>應揭露自上一個會計年度公司涉入之交易或任何預定的交易之相關資訊，交易金額需逾美金一百二十萬元，且關係人直接或間接對該交易具有重大利害關係者；並應揭露董事或被提名董事之人是否符合獨立性之相關資訊。</p>
	Item 14	<p><b>主要會計費用及服務 (Principal Accounting Fees and Services)</b></p> <p>應揭露最近二個會計年度個別所支付的會計師查核簽證公費 (Audit Fees) 總額、簽證相關費用 (Audit-Related Fees) 總額、稅務費用 (Tax Fees) 總額及其他</p>

表十六 Form 10-K 摘要		
部分	項目	內容
		費用 (All Other Fees)。
PART III	Item 15	附件及財務報表附件 (Exhibits, Financial Statement Schedules)  應將所有財務報表、財務報表附件及 Regulation S-K 中 Item 601 所訂應提供的附件做為本表之附件，並條列之。
	Item 16	<b>Form 10-K 摘要 (Form 10-K Summary)</b>

資料來源：自行整理

表十七 Form 20-F 及 Form 10-K 之主要差異				
	Form 20-F		Form 10-K	
	項目	內容	項目	內容
經揀選財務數據  Selected  Financial Data	Item  3. A.	應提供近五年之財務資訊，然而，若外國發行人表示依上市地國之法規，取得前二年之財務資訊須花費不合理之投入或費用者，則前二年之財務數據可免於提供。	Item 6	應提供近五年之多欄式比較財務數據。
其他資訊	—	—	Item  9B	應揭露本會計年度第四季季報 (Form

表十七 Form 20-F 及 Form 10-K 之主要差異

	Form 20-F		Form 10-K	
	項目	內容	項目	內容
		報)		8-K)要求揭露之事項。
<p><b>高階經理人薪酬</b></p> <p><b>Executive Compensation</b></p>	Item 6. B.	<p>應提供公司董事、行政、監督或管理人員薪酬之數額(含利潤分享計畫及股票選擇權),且薪酬之揭露原則上應以個人為基礎,但若依其所屬國法律不須以個人為單位揭露且公司亦未公開揭露者,得以「總額」揭露。</p>	Item 11	<p>應提供董事、高階管理人員之姓名及薪酬的細節,包括薪酬計畫的內容、薪酬的項目、公司選擇支付各該薪酬項目的原因、公司如何決定薪酬的數額等。</p>

資料來源：自行整理

### 第三項 美國存託憑證上市後之監理

依《1934年證交法》Section 12g3-2 (c)，使用 Form F-6 註冊的存託股份可豁免於《1934年證交法》Section 12 (g)，不須依據《1934年證交法》Section 15 申報年報及其他定期報告<sup>169</sup>。準此，發行非參與型美國存託憑證及第一級美國存託憑證，可豁免於向證管會申報或提供相關定期與不定期資訊<sup>170</sup>，而第二級及第三級美國存託憑證則仍應申報，詳述如下：

#### 第一款 定期揭露事項

##### 第一目 年報 (Form 20-F)

符合外國發行人之要件者，可選擇使用 Form 20-F 或 Form 10-K<sup>171</sup>向證管會申報年報 (Annual Report)。

Form 10-K 中明文，美國國內公司於美國證券交易所上市股票者，原則上須於每會計年度終了後九十日內申報年報<sup>172</sup>；反觀 Form 20-F 之申報

---

<sup>169</sup> 17 CFR 240.12g3-2 (d) (“Depository shares registered on Form F-6 ( § 239.36 of this chapter), but not the underlying deposited securities, are exempt from section 12(g) of the Act under this paragraph.”)

<sup>170</sup> Mark A.Saunders, *supra* note 124, at 79.

<sup>171</sup> Form 10-K 是依據《1934年證券交易法》Section 13(a)或 Section 15(d)之規定，若無其他法定應適用之文件時，用以申報年報的文件。Form 10-K 主要是設計給美國國內發行人申報年報及過渡報告之用，因此相關的揭露要求較 Form 20-F 嚴格。(“This Form shall be used for annual reports pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78m or 78o(d)) (the “Act”) for which no other form is prescribed.”)

<sup>172</sup> Form 10-K General Instructions A.(2)(“Annual reports on this Form shall be filed within the following period: (a) 60 days after the end of the fiscal year covered by the report (75 days for fiscal years ending before December 15, 2006) for large accelerated filers (as defined in 17 CFR 240.12b-2); (b) 75 days after the end of the fiscal year covered by the report for accelerated filers (as defined in 17 CFR 240.12b-2); and (c) 90 days after the end of the fiscal year covered by the report for all other registrants.”)

期限較為寬鬆，凡會計年度終了於 2011 年 12 月 15 日以後之外國發行人，其年報之申報期限為會計年度終了後四個月<sup>173</sup>。

使用 Form 20-F 申報年報，應揭露之事項參閱第四章第二節第二項第二款。

## 第二目 期中報告

外國發行人不須定期申報各季度財務報告（Quarterly Report, Form 10-Q），但仍須依據母國或原上市交易所之規定出具期中報告（Interim Report）<sup>174</sup>。

### 第二款 不定期揭露事項（Form 6-K）

外國發行人除了應向證管會申報年報外，尚須依《1934 年證交法》Rule 13a-16 或 Rule 15d-16 規定，於重大消息公開時即時（Promptly）提供（Furnish）Form 6-K 予證管會及擬上市之證券交易所。

應提供下列事項之「重要」資訊：（一）在外國發行人之所屬國已公開或被要求公開之資訊；（二）在美國以外的證券交易所申報或被要求申報之資訊；及（三）已向股東揭露之資訊。外國發行人在決定其所「發布之新聞稿」或「依其所屬國應申報之事項」是否屬「重要」資訊時，應考量 Form 8-K（僅適用於國內發行人）之揭露事項。

例如：經營範圍重大變更；管理階層或控制權變更；取得或處分資產；

---

<sup>173</sup> 會計年度終了於 2011 年 12 月 15 日以前之外國發行人，其年報之申報（file）期限為會計年度終了後六個月，Form 20-F General Instructions A (b) (“A foreign private issuer must file its annual report on this Form within the following period:(1) Within six months after the end of the fiscal year covered by the report for fiscal years ending before December 15, 2011; and (2) Within four months after the end of the fiscal year covered by the report for fiscal years ending on or after December 15, 2011.”)

<sup>174</sup> 洪憲明，同前揭註 91，頁 54。

破產或清算；變更簽證會計師；財務狀況及經營成果；重大涉訟事件；違約交割具優先受償順位之證券；重大增加或減少流通在外證券或債務；證券持有人對決議事項之表決結果；公司與董事、經理人或主要股東間之交易；給予董事或高階經理人之選擇權或其他報酬之給付<sup>175</sup>。

表十八 美國存託憑證上市後應申報或提供之文件比較		
	美國發行人	外國發行人
年報	Form 10-K (九十日)	Form 20-F (四個月) (或 Form 10-K)
期中報告	Form 10-Q	—
即時重大訊息	Form 8-K	Form 6-K

資料來源：自行整理

<sup>175</sup> Accessing the U.S. Capital Markets – A Brief Overview for Foreign Private Issuers, at <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/internatl/foreign-private-issuers-overview.shtml> (last visited 08/05/2018).



### 第三節 美國存託憑證資訊揭露不實之責任主體

在規範發行市場之《1933年證券法》中，資訊不實民事賠償責任之條文主要為 Section 11 註冊書不實及 Section 12 (a) (2) 公開說明書不實；《1934年證交法》則為 Section 10(b)、Rule 10b-5 一般反詐欺條款及 Section 18 財報不實。本文以下分別說明各該條文之規範內涵，並分析存託機構及外國發行人之責任。

如同前第三章第四節所述，欲發行非參與型臺灣存託憑證須以曾發行參與型臺灣存託憑證為限，且目前尚無「非參與型存託憑證」發行成功之例，因此本節亦僅以「參與型」存託憑證為討論重點<sup>176</sup>：

#### 第一項 《1933年證券法》

表十九 美國存託憑證發行市場資訊不實之責任歸屬			
法條依據	責任主體	所涉文件	責任主體
<p><b>註冊書不實</b></p> <p>《1933年證券法》</p> <p>Section 11</p>	<p>(1) 任何簽署註冊書之人</p> <p>(2) 發行人提出註冊書時擔任發行人之董事、合夥人或執行類似職務者</p> <p>(3) 註冊書所載已同意擔</p>	<p><b>Form F-1</b></p> <p><b>原有價證券</b></p> <p><b>註冊書</b></p> <p>(適用於第三級美國存託憑證)</p>	<p><b>外國發行人</b></p> <p>(發行人)</p>

<sup>176</sup> 參閱第三章第四節。

表十九 美國存託憑證發行市場資訊不實之責任歸屬

法條依據	責任主體	所涉文件	責任主體
	任董事、合夥人或執行類似職務者 (4) 於註冊書簽名而為簽證、評估報告之會計師、工程師、估價師或其他專門職業人員 (5) 證券承銷商	<b>Form F-6</b> <b>存託股份</b> <b>註冊書</b>	<b>存託機構</b> (發行人外簽署文件之人) <b>外國發行人</b> (發行人/發行人外簽署文件之人)
公開說明書不實 《1933年證券法》 Section 12(a)(2)	(1) 發行人 (2) 出售有價證券之人 「轉讓證券所有權之人」或「為自身財務上利益誘使他人購買證券之人」。	<b>公開說明書</b>	<b>存託機構</b> (出售有價證券之人) <b>外國發行人</b> (發行人/出售有價證券之人)

資料來源：自行整理

### 第一款 雙主體論 (Double Entity Theory)

《1933年證券法》Section 3(a)(2) 明文將「任何銀行」所發行的證券豁免於註冊登記<sup>177</sup>，而存託股份形式上是由存託機構（通常為銀行）所發行，因此產生了是否適用前開豁免規定之疑義。

此爭議除了涉及「美國存託憑證發行人」之認定外，同時將直接影響

<sup>177</sup> Mark A, Saunders, supra note 124, at 65-66. Section 3(a)(2) “(a) Except as hereinafter expressly provided, the provisions of this subchapter shall not apply to any of the following classes of securities: (2)...any security issued or guaranteed by any bank...”

「監管單位」之認定。亦即，若認定存託機構為美國存託憑證的發行人，則美國存託憑證即屬銀行所發行之證券，將因而落入「美國通貨監理局」（the Office of the Comptroller of the Currency, OCC）之監管，其發行可豁免向證管會註冊登記；反之，若認存託機構非美國存託憑證之發行人，則仍受到證管會之監管，須依《1933年證券法》之規定申報相關註冊書及公開說明書等資訊。

針對此疑義，直至 1955 年證管會始明確表示存託機構並「非」美國存託憑證之發行人，故不適用 Section 3 (a) (2) 之豁免規定，其發展沿革如下：

在 1955 年證管會明確表明見解前，美國存託憑證發行人之認定，主要視何人「掌控」(Control) 美國存託憑證之發行。在美國存託憑證原始的態樣下，存託人通常是投資銀行，為促進其股票之流通而將其股票存託於存託機構，再由存託機構發行表彰該股票之存託憑證，此時存託機構之功能僅在於保管股票。在此運作機制下，美國存託憑證的發行主要是由存託人所掌控，故認「存託人」為美國存託憑證的發行人。

然而於五十年代起，存託機構在整個美國存託憑證的運作機制中，漸漸由被動轉變為主動，存託機構開始主動徵求外國有價證券並與其持有人簽訂存託契約、發行存託憑證，外國發行人也經常藉由與存託機構簽訂存託契約進入美國資本市場。此時掌控整個存託憑證發行之人由存託人變更為存託機構，發行人亦變為存託機構；而若是存託人與存託機構是共同掌控存託憑證的發行者，則為共同發行人。在此時期，美國存託憑證的發行人可能為存託人（外國發行人）或存託機構，抑或將二者認定為共同發行人。

存託機構向來主張其所發行之存託憑證屬 Section 3 (a) (2) 之豁免證券，不須向證管會註冊登記，故 1955 年以前許多銀行不須註冊就能發行存託憑證。然而，於 1955 年美國 Irving Trust Company 欲發行表彰倫敦及荷

蘭之上市有價證券的美國存託憑證時，同樣依據 Section 3 (a) (2) 主張豁免向證管會註冊登記，證管會卻提出質疑，表示存託機構所發行之美國存託憑證不得再適用 Section 3 (a) (2) 之豁免規定<sup>178</sup>，理由為 Section 3 (a) (2) 只適用於銀行自身的證券 (Bank's Own Securities)，若銀行是做為一個受託人 (Trust) 或類似之主體而發行證券者，則不得主張豁免於《1933 年證券法》的揭露要求<sup>179</sup>，自此正式確立了存託機構「非」ADR 之發行人之立場。

然而，美國存託憑證在形式上確實是由存託機構所發行，且相關註冊書也須由存託機構簽名，如何將存託機構解釋為「非」發行人，非無疑問。對此證管會發布 Form S-12 (1983 年後由 Form F-6 取代) 提出「雙主體論」 (Double Entity Theory)，其立論基礎為《1933 年證券法》Section 2 (a) (4)。《1933 年證券法》Section 2 (a) (4) 將「發行人」定義為「發行或擬議發行任何證券之每一個人<sup>180</sup>，但受託人不須替信託人或其他法律主體 (Legal Entity) 所發行的證券承擔發行人責任<sup>181</sup>。」證管會依據此規範將存託機構排除於發行人責任，並將「由存託契約所創造出來的擬制主體」 (Fictitious Entity) 視為美國存託憑證的發行人，其有義務依 Form S-12 進行註冊登記；反觀存託機構則只是代表該擬制主體進行美國存託憑證的發行及註冊而已，非真正的發行人<sup>182</sup>。此理論於 1983 年證管會發布 Form F-6 後更加明確，Form F-6 明文記載：「負有註冊登記義務之人是存託契約所創造出的擬制主體，存託機構雖代表該擬制主體於註冊書上簽名，但不可

<sup>178</sup> Securities Exchange Commission, Securities Act Release No.3593, 1955.

<sup>179</sup> Douglas B. Spoors, *supra* note127, at 197.

<sup>180</sup> 同前揭註 34，頁 35。

<sup>181</sup> 15 U.S. Code § 77b (a) (4) provides that an “issuer” is “every person who issues or proposes to issue any security...except that in the case of... a trust, committee, or other legal entity, the trustees or members thereof shall not be individually liable as issuers of any security issued by the...trust, committee, or other legal entity.”

<sup>182</sup> Mark A.Saunders, *supra* note124, at 65-66.

視存託機構為發行人或控制發行人之人<sup>183</sup>。」

綜上，在雙主體論之適用下，美國存託憑證的發行人被解釋為擬制的法律主體，美國存託憑證因而被認定為「非銀行」所發行的有價證券，非屬 Section 3 (a) (2) 之豁免證券，故其發行仍須遵行《1933 年證券法》之註冊規定。

## 第二款 Section 11 (a) — 註冊書不實

《1933 年證券法》Section 11 (a) 主要規範註冊書不實的民事責任，註冊書包含招股章程、招股計劃、財務報告及發行人之保證書等相關文件<sup>184</sup>。

依據《1933 年證券法》Section 11 (a) 規定，請求權人因註冊書中主要內容有虛偽或隱匿者，得向 (一) 任何簽署註冊書之人<sup>185</sup>；(二) 發行人提出註冊書時擔任發行人之董事、合夥人或執行類似職務者；(三) 註冊書所載已同意擔任董事、合夥人或執行類似職務者；(四) 於註冊書簽名而為簽證、評估報告之會計師、工程師、估價師或其他專門職業人員；(五) 證券承銷商，請求民事損害賠償<sup>186</sup>。又依《1933 年證券法》Section 11 (b)

<sup>183</sup> Form F-6 instruction 1.: The legal entity created by the agreement for the issuance of ADRs shall sign the registration statement as registrant. The depository may sign on behalf of such entity, but the depository for the issuance of ADRs itself shall not be deemed to be an issuer, a person signing the registration statement, or a person controlling such issuer.

<sup>184</sup> 陳恩欣，論公開發行公司財務資訊不實之民事責任—以證券交易法第二十條之一為核心，國立政治大學碩士論文，頁 13，2007 年。

<sup>185</sup> 依《1933 年證券法》Section 6(a)規定，登記申報文件需由發行人及其主要執行董事、主要財務、會計主管、董事會中多數成員或履行相同職責之人署名。

<sup>186</sup> 15 U.S. Code § 77k(a) “In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may, either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction, sue—(1) every person who signed the registration statement;(2) every person who was a director

規定，縱使有 (a) 項所定之情形，除發行人外，任何人均可舉證其已盡注意義務而免責<sup>187</sup>。由此可知，發行人除非依據 Section 11 (a) 之規定，舉證證明賠償請求權人在取得有價證券當時知悉申報書中存有不實或隱匿情形、或該錯誤資訊非屬重大、或請求權人請求時已逾同法 Section 13 所定之時效，否則須負無過失責任，不得主張已盡注意義務而免責<sup>188</sup>。

如前所述，發行美國存託憑證須申報 Form F-6 註冊存託股份，若係外國發行人發行新股參與發行存託憑證（即第三級美國存託憑證）者，尚須申報 Form F-1、Form F-3 或 Form F-4 註冊原有價證券。若前開註冊書有虛偽或隱匿者，Section 11 (a) 所列各款之人須負相關民事賠償責任，本文分別就存託機構及外國發行人之責任分析如下：

## 第一目 存託機構

用以註冊存託股份之 Form F-6 有虛偽或隱匿時，存託機構可能構成 Section 11 (a) 「任何簽署註冊書之人」或「證券承銷商」。須先說明的是，雖然發行人亦包括於「任何簽署註冊書之人」中，仍有區分其究為「發行

---

of (or person performing similar functions) or partner in the issuer at the time of the filing of the part of the registration statement with respect to which his liability is asserted;(3) every person who, with his consent, is named in the registration statement as being or about to become a director, person performing similar functions, or partner;(4) every accountant, engineer, or appraiser, or any person whose profession gives authority to a statement made by him, who has with his consent been named as having prepared or certified any part of the registration statement, or as having prepared or certified any report or valuation which is used in connection with the registration statement, with respect to the statement in such registration statement, report, or valuation, which purports to have been prepared or certified by him;(5) every underwriter with respect to such security.” 同前揭註 184，頁 14。林國全、陳惟龍、蘇秀玲、陳茵琦，各國關於財務報告及公開說明書不實之損害賠償責任研究，證券投資人及期貨交易人保護中心委託專案研究，頁 52，2013 年。

<sup>187</sup> 15 U.S. Code § 77k(b) “Notwithstanding the provisions of subsection (a) no person, other than the issuer, shall be liable as provided therein who shall sustain the burden of proof—.....”

<sup>188</sup> 曹如涵，同前揭註 139，頁 79-80。

人」抑或是「發行人以外簽署文件之人」之必要性。蓋發行人與其他責任主體所負之責任性質不同，亦即發行人所負的是無過失責任，而發行人以外之其他簽署註冊書之人則負推定過失責任，故首先須釐清「存託機構是否為美國存託憑證之發行人」。在雙主體論之適用下，存託機構豁免於證券「發行人」之責，但存託機構仍代表虛擬法律主體簽署註冊書，屬 Section 11 (a) 之「任何簽署註冊書之人」，應屬 Section 11 (a) 之責任主體。然而，有學者認為存託機構既然僅是「代表」虛擬主體簽名，則基於此「代表」職責所為的簽署行為亦應免責。雖然會因此導致私人訴權遭到限制並且降低民事救濟的可行性，但為維持理論之一貫性，學者認為選擇採用雙主體論之同時就必須接受「代為簽署行為免責」之論點<sup>189</sup>。惟本文認為既然 Form F-6 為存託機構蒐集、彙整外國發行人之相關財務業務文件所編制，即應就其虛偽隱匿負簽署人之責。

至於本條所稱之「證券承銷商」是指：「第一，任何人基於配銷之目的，自發行人（或控制人）處承購有價證券；第二，或任何人為發行人（或控制人）配銷證券而對外要約或販售；第三，或任何人直接或間接參與上述第一或第二之行為；第四，或任何人參與或有參與上述第一或第二之直接或間接的承銷行為<sup>190</sup>。」由此可知，在判斷是否為承銷商之標準在於其向發行人購買證券之「意圖」，凡出於為發行人承銷或配銷有價證券之意圖者

<sup>189</sup> Douglas B. Spoons, *supra* note 127, at 205.

<sup>190</sup> 15 U.S. Code § 77b (11) (“The term ‘underwriter’ means any person who has purchased from an issuer with a view to, or offers or sells for an issuer in connection with, the distribution of any security, or participates or has a direct or indirect participation in any such undertaking, or participates or has a participation in the direct or indirect underwriting of any such undertaking; but such term shall not include a person whose interest is limited to a commission from an underwriter or dealer not in excess of the usual and customary distributors’ or sellers’ commission. As used in this paragraph the term “issuer” shall include, in addition to an issuer, any person directly or indirectly controlling or controlled by the issuer, or any person under direct or indirect common control with the issuer.”) 莊永丞，我國證券交易法再次發行之理論基礎與規範缺失，中原財經法學，頁 14-15，2011 年 6 月。

，即該當「承銷商」<sup>191</sup>。適用於美國存託憑證，學者認為存託機構接受原有價證券之存託並發行存託憑證之行為，與承銷商預定購買證券並賣給投資人的行為並不相同，故存託機構並非「非」本條所稱之證券承銷商<sup>192</sup>。綜上，存託機構「不須」對 Form F-6 之虛偽隱匿負民事賠償責任。

另在第三級美國存託憑證之發行下，除應申報 Form F-6 外，尚應申報 Form F-1、Form F-3 或 Form F-4，而應於前開註冊書上簽署之人為外國發行人及其主要執行業務主管或高階職員、財務長、會計長或會計主管、半數以上董事或執行類似業務之人、發行人在美國境內之代表人。存託機構並非應簽署前開文件之人，又非 Section 11 (a) 之其他責任主體，故「無須」對 Form F-1、Form F-3 及 Form F-4 之虛偽隱匿負擔民事責任。

## 第二目 外國發行人

發行美國存託憑證須申報 Form F-6 註冊存託股份，Form F-6 明文指出：「外國發行人參與美國存託憑證之發行者，必須在註冊文件上簽名<sup>193</sup>。」準此，若屬非參與型美國存託憑證者，外國發行人不須於 Form F-6 上簽名，故不須負 Section 11 之責並無疑義；若外國發行人參與美國存託憑證之發行而在註冊書上簽名，則屬 Section 11 明文之「任何簽署註冊書之人」，若註冊書之主要內容有隱匿或虛偽陳述時，「至少」須就其簽署之行為負民事賠償責任。至於外國發行人是否為存託股份的「發行人」則有疑義，有認為在雙主體論之適用下，美國存託憑證之發行人為一「擬制主體」，無人須以「發行人」之身分負 Section 11 之民事責任，外國發行人僅須負「發行人以外簽署文件之人」之責<sup>194</sup>。另有學者依據《1933 年證券法》Section 2

<sup>191</sup> 莊永丞，同前揭註 190，頁 15。

<sup>192</sup> Douglas B. Spoons, *supra* note 127, at 205-206.

<sup>193</sup> Form F-6 instruction 1. "...If the issuer of the deposited securities sponsors the ADR arrangement, the registration statement shall also be signed by the issuer..."

<sup>194</sup> Louis Loss, *Fundamentals of securities regulation*, Little, Brown and company, Boston and Toronto,



(a)(4)之規定，認為外國發行人可能被視為「存託人」(Depositor)，而被解釋為存託股份的發行人，而須負發行人責任<sup>195</sup>。

另於發行第三級美國存託憑證須同時註冊原有價證券，若是用以註冊原有價證券之註冊書（即 Form F-1、Form F-3 或 Form F-4）不實，因外國發行人為原有價證券之發行人，故應對 Form F-1、Form F-3 及 Form F-4 之不實負「發行人責任」。

### 第三款 Section 12 (a) (2) — 公開說明書不實

《1933 年證券法》Section 2(a)(10)明文：「公開說明書(Prospectus)是指任何經由書面、廣播(Radio)或電視所傳播之說明(Prospectus)、公告(Notice)、傳單(Circular)、廣告(Advertisement)、信函(Letter)或訊息傳播(Communication)，其內容在公開發售任何有價證券，或確認任何有價證券之出售；但符合下列情形者，不在此限：(a)若在生效日後傳遞註冊書（除了 Section 10(b)所准許之公開說明書外），而在該註冊書傳遞之前或同時，存在者符合 Section 10(a)所要求之書面公開說明書，且此公開說明書在註冊書傳遞當時已交付給相對人者，則該註冊書將不被視為公開說明書。(b)若任何與證券有關的公告、傳單、廣告、信函、訊息傳遞，其內容僅係在確認價格、說明將由何人執行要約，以及其他符合證管會認為為維護公共利益和保護投資人所必要且適宜之資訊，並說明可向何人索取符合同法 Section 10 之公開說明書者，則該等內容將不被視為公開說明書<sup>196</sup>。」

---

1983, at 230. 吳逸儒，臺灣存託憑證於我國證券交易法下之規範及存託機構責任，國立政治大學碩士論文，頁 57，2017 年 7 月。

<sup>195</sup> Mark A.Saunders, see supra note 124, at 64-67. 15 U.S. Code § 77b (a) (4) provides that “the... persons performing the acts and assuming the duties of depositor or manager pursuant to the provisions of the trust or other agreement or instrument under which such securities are issued.”

<sup>196</sup> “The term ‘prospectus’ means any prospectus, notice, circular, advertisement, letter, or

《1933年證券法》Section 12 (a) (2) 是規範以重大不實陳述或隱匿方式要約或出售有價證券的民事責任，「募集或出售證券係使用州際商業之運輸或通訊方法或工具，或使用郵件，經由公開說明書或口頭說明者，其所記載之重要事項不實，或其應記載之重要事項或為避免導致誤解所必須記載之事項於當時未予記載，應對向其購買證券之人負責。除非出賣人能證明其確為不知，並經合理注意亦不能得知有不實陳述<sup>197</sup>。」其責任主體為「發行人」及「出售有價證券之人」(Seller)，惟「出售有價證券之人」

---

communication, written or by radio or television, which offers any security for sale or confirms the sale of any security; ; except that (a) a communication sent or given after the effective date of the registration statement (other than a prospectus permitted under subsection (b) of section 77j of this title) shall not be deemed a prospectus if it is proved that prior to or at the same time with such communication a written prospectus meeting the requirements of subsection (a) of section 77j of this title at the time of [1] such communication was sent or given to the person to whom the communication was made, and (b) a notice, circular, advertisement, letter, or communication in respect of a security shall not be deemed to be a prospectus if it states from whom a written prospectus meeting the requirements of section 77j of this title may be obtained and, in addition, does no more than identify the security, state the price thereof, state by whom orders will be executed, and contain such other information as the Commission, by rules or regulations deemed necessary or appropriate in the public interest and for the protection of investors, and subject to such terms and conditions as may be prescribed therein, may permit.” 曹如涵，同前揭註 139，頁 33。

<sup>197</sup> 15 U.S. Code § 77l c“(a) Any person who—(2) offers or sells a security (whether or not exempted by the provisions of section 77c of this title, other than paragraphs (2) and (14) of subsection (a) of said section), by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails, by means of a prospectus or oral communication, which includes an untrue statement of a material fact or omits to state a material fact necessary in order to make the statements, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading (the purchaser not knowing of such untruth or omission), and who shall not sustain the burden of proof that he did not know, and in the exercise of reasonable care could not have known, of such untruth or omission, shall be liable, subject to subsection (b), to the person purchasing such security from him, who may sue either at law or in equity in any court of competent jurisdiction, to recover the consideration paid for such security with interest thereon, less the amount of any income received thereon, upon the tender of such security, or for damages if he no longer owns the security.” 林國全、陳惟龍、蘇秀玲、陳茵琦，同前揭註 186，頁 53。

所指為何，並不明確。

有學者採「實質因素說」(Substantial Factor Test)，認為應以「信賴」(Reliance)及「因果關係」(Causation)為立論基礎，並提出美國第九巡迴上訴法院於 Anderson v. Aurotek<sup>198</sup>(下稱「Aurotek 案」)及 SEC v. Rogers<sup>199</sup>(下稱「Rogers 案」)二案之見解支持其論點<sup>200</sup>。1985 年第九巡迴上訴法院於 Aurotek 案中亦指出參與者之行為對於證券交易是「必須」的且為「實質的因素」時即構成 Section 12 (a) (2)。隔年法院於 Rogers 案中提出雙階理論 (Two-Prong Test) 更加明確的定義 Aurotek 案之判準：(一) 若無 (But for) 參與者之行為，損害結果不會發生；(二) 參與者的參與程度不可過低 (More Than De Minimis)。

然而，最高法院於 Pinter v. Dahl<sup>201</sup> (下稱「Pinter 案」) 中表示 Section 12 (a) (2) 所稱之出售有價證券之人必須為「轉讓證券所有權之人」或「為自身財務上利益誘使 (Solicit) 他人購買證券之人」，排除了單純為買受人利益之動機而促使他人購買證券之人。本案例中拒絕適用前述的實質因素說，故縱使行為人之行為係損害結果發生之實質因素，也不足以構成 Section 12 (a) (2)。此見解使 Section 12 (a) (2) 之適用範圍更加限縮，可避免產生過多不確定性及不可預測之結果。據此，與銷售證券關聯性較小的參與者 (包括會計師及律師等僅是提供其專業服務之人) 可免於 Section 12 (a) (2) 之責任<sup>202</sup>。

---

<sup>198</sup> 774 F.2d 927 (9<sup>th</sup> Cir. 1985)(已被推翻)。

<sup>199</sup> 790 F.2d 1450, 1456 (9<sup>th</sup> Cir. 1986)(已被廢棄)。

<sup>200</sup> 實質因素說是侵權行為法上認定因果關係的概念，是指若被告之行為是造成原告損害結果發生的實質因素時，被告之行為與原告之損害結果即具有因果關係。學者 Douglas B. Spoons 認為其所提出之「信賴」及「因果關係」之判準與實質因素說之概念相同。參閱 Douglas B. Spoons, *supra* note127, at 210-211.

<sup>201</sup> 100 L.Ed.2d 658(1988).

<sup>202</sup> Douglas B. Spoons, *supra* note127, at 209-210.

## 第一目 存託機構

依雙主體論之見解，存託機構並非存託股份之發行人，惟其是否為出售存託股份之人，則有疑義。依據 Pinter 案之見解，存託機構依據存託契約之約定<sup>203</sup>，得向外國發行人(參與型存託憑證)或原有價證券持有人(非參與型存託憑證)收取報酬，符合「為其自身之財務利益」之要件。又存託機構依約發行存託憑證，亦該當誘使他人購買存託憑證。故本文認為存託機構係出售美國存託憑證之人應對於公開說明書之不實負民事責任。

## 第二目 外國發行人

如前所述，外國發行人是否為存託股份之發行人，在美國學說上有不同見解，若認外國發行人為存託股份之發行人，則須負公開說明書不實之責任無疑；惟若認其非存託股份之發行人，則進一步須討論的是，外國發行人是否為存託股份之出賣人。構成 Section 12 (a)「出賣人」之要件是為自身之財務利益誘使他人購買有價證券。外國發行人參與發行存託憑證係為籌資或股份之流通，可認是「為自身財務利益」為之。再者，外國發行人參與發行存託憑證可能會從事廣告、公開說明會及其他營業活動「誘使他人購買」存託股份，故本文認為外國發行人可被定義為存託股份之出賣人。綜上，不論外國發行人是否為存託股份之發行人，均屬 Section 12 (a) (2) 之責任主體。

---

<sup>203</sup> 參閱證管會發布之美國存託契約範本 (Form of Deposit Agreement) 第 5.9 條。

## 第二項 《1934 年證券交易法》

表二十 第三級美國存託憑證發行市場資訊不實之責任歸屬			
法條依據	規範內容	所涉文件	責任主體
<b>一般反詐欺條款</b> 《1934 年證交法》 Section 10 (b) Rule 10-b (5)	<b>任何人</b> 限於「對該陳述（包括對其內容及是否、如何公布）具有最終控制權之個人或主體」。	任何陳述	外國發行人/ 存託機構
<b>虛偽陳述責任</b> 《1934 年證交法》 Section 18 (a)	<b>任何人</b> 未課與幫助或造意人責任，必須有「製作」或「使人製作」之行為。	應申報 (File) 之申請書、報告或其他文件	外國發行人/ 存託機構

資料來源：自行整理

### 第一款 Section 10(b) / Rule 10-b (5) — 一般反詐欺條款

《1934 年證交法》Section 10 (b) 規定：「禁止任何人直接或間接利用或以州際通商方法或工具、郵件或任何全國性證券交易所設備，對全國性證券交易所登記或未經登記之證券，違反證管會未維護大眾利益及投資人權益認為必要所制定有關之法規，於買賣上市或非上市之證券，或以證券為基礎之買賣協議，使用操縱或詐欺之手段。」

證管會據此條授權訂立 Rule 10b-5：「任何人直接或間接利用州際商務工具或郵件或全國性證券交易所之設備買賣有價證券，不得有下列各款行為：(a) 使用任何方法、計畫或技巧從事詐欺行為；(b) 對重要事實為不

實陳述，或省略某些重要事實之陳述，以致在當時實際情形下，產生引人誤解之效果；(c) 從事任何行為、業務、商務活動，而對他人為詐欺或欺騙之行為者<sup>204</sup>。」本條為一般反詐欺條款，其成立要件有三：(一) 任何人；(二) 直接或間接；(三) 與證券相關 (In Connection with Purchase or Sale of Any Securities)。

有疑義者在於，本條所稱之「任何人」所指為何。美國實務上對於責任主體範圍之見解有限縮之趨勢，其發展歷程如下：在 *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*<sup>205</sup> (下稱「Central Bank 案」) 出現以前，美國實務上對 section 10 (b) 及 Rule 10b-5 是否包含次要行為人<sup>206</sup> (Secondary Actors) 並無定論。自從首件承認幫助責任之判決 *Brennan v. Midwestern United Life Ins. Co.*<sup>207</sup> 問世，許多法院亦採肯定見解，將幫助、造意人納入規範<sup>208</sup>。

最高法院以 1944 年 *Central Bank* 一案推翻三十年來的判決先例，明確「否定」Rule 10b-5 幫助及造意人責任型態之存在，並且強調此一見解並非將幫助、造意人完全排除於證交法規之民事責任，蓋「任何個人或組織，包含律師、會計師或銀行，只要其使用操縱的手法或為重大虛偽或隱匿，

---

<sup>204</sup> 同前揭註 34，頁 356-357。

<sup>205</sup> 511 U.S. 164 (1994).

<sup>206</sup> 即幫助及造意人，而被告是否構成「幫助責任」(aiding and abetting liability)，原告須證明以下三個條件：其一，存在違反證券法規的主要行為人；其二，幫助或造意之人「知悉」(knowledge) 此違法行為；其三，幫助或造意人提供「實質協助」以完成主要的違法行為。*Monsen v. Consolidated Dressed Beef Co., Inc.*, 579 F.2d 793 (3<sup>rd</sup> Cir. 1978). (“To sustain a charge of aiding and abetting securities violations, plaintiff must establish that there was an underlying securities violation, that the alleged aider abettor had knowledge of the wrongful act and that the aider abettor knowingly and substantially participated in the wrongdoing.”)

<sup>207</sup> 259 F. Supp. 673 (N.D. Ind. 1996) (motion to dismiss denied), 286 F. Supp. 702 (N.D. Ind. 1986) (on merits after trial), aff'd, 417 F.2d 147 (7<sup>th</sup> Cir. 1969), cert denied, 397 U.S. 989 (1970).

<sup>208</sup> *Cleary v. Perfectune, Inc.*, 700 F.2d 774, 777 (CA1 1983); *Kerbs v. Fall River Industries, Inc.*, 502 F.2d 731, 740 (CA10 1974).

並為證券買受人或出賣人所信賴，在 Rule 10b-5 的其他責任構成要件均滿足的情形下，即可能成為違反 Rule 10b-5 規定的主要違反者<sup>209</sup>。」因此繼而產生的爭議為：對於在違反 Rule 10b-5 行為中居於次要地位之人，能否以其為共謀計畫的一份子，將之視為主要行為人，使其對投資人負擔民事賠償責任，此論點被稱為「計畫責任」(Scheme Liability)<sup>210</sup>。對此議題有法院採「明確線標準」(Bright Line Test)認為幫助、造意人責任之構成，必須實際做出原告據之信賴之虛偽陳述，而非僅僅參與其製作<sup>211</sup>。另有採「實質參與標準」(Substantial Participation Test)認為應就被告之行為個別審查，確定其是否促成詐欺計畫，並具有創造不實情事之目的及效果。再配合「詐欺市場理論」(Fraud on Market Theory)，只要被告參與的詐欺計畫目的在使不實資訊流入市場，縱使被告並未實際做成或發布不實資訊於市場，亦可推定「信賴」要件之成立<sup>212</sup>。

於 2008 年最高法院於 Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc.<sup>213</sup>一案中指出，該案上訴人無法證明其「信賴」被上訴人之詐欺行為，故無法成立 Rule 10b-5，並強調詐欺行為必須為大眾所知悉，若在相關期間內投資大眾並不知悉行為人之詐欺行為，實則關係過遠

<sup>209</sup> At 191 (“Any person or entity, including a lawyer, accountant, or bank, who employs a manipulative device or makes a material misstatement (or omission) on which a purchaser or seller of securities relies may be liable as a primary violator under rule 10b-5, assuming all of the requirements of primary liability under Rule 10b-5 are met.”) 邵慶平，同前揭註 115，頁 194。

<sup>210</sup> 邵慶平，同前揭註 115，頁 195。

<sup>211</sup> Wright v. Ernst & Young LLP, 152 F.3d 169(2<sup>nd</sup> Cir. 1998); Anixter v. Home-Stake Prod. Co., 77 F.3d 1215(10<sup>th</sup> Cir. 1996)；戴銘昇，論美國證券詐欺之民事幫助責任—以聯邦最高法院 Central Bank 案為中心 (On Civil Aiding and Abetting Liability of Securities Fraud in the USA: A Focus on Central Bank Case)，華岡法粹，第 36 期，頁 25-26，2006 年 11 月。

<sup>212</sup> Simpson v. AOL Time Warner Inc., 452 F.3d 1040(9<sup>th</sup> Cir. 2006)；邵慶平，同前揭註 115，頁 195-196。

<sup>213</sup> 128 S. Ct. 761(2008).

(Remote) 而無法構成「信賴」<sup>214</sup>。

於 2011 年，最高法院於 *Janus Capital Group v. First Derivative Traders*<sup>215</sup> (下稱「Janus 案」) 再次限縮 Rule 10b-5 之適用範圍。法院對於 Rule 10b-5 「make any untrue statement or a material fact」中的「make」進行解釋，將「陳述的製作者」限於「對該陳述（包括對其內容及是否、如何公布）具有最終控制權之個人或主體」<sup>216</sup>。然而，前開對「make」之解釋，有大法官提出不同意見書，認為多數見解所提出的「最終控制權」概念並不被過去見解所支持：「過去包含最高法院判決在內的實務見解，至少有時會認為公司高階主管也可能會因為在相關文件上做出重大不實陳述而有 Rule 10b-5 的責任，即使該文件並非由該等高階主管所控制」<sup>217</sup>。」

本文認為，Rule 10b-5 之責任主體為「任何人」，雖然 *Central Bank* 案明確將幫助、造意人排除於責任範圍外，但只要滿足 Rule 10b-5 的其他責任構成要件，即可能成為違反 Rule 10b-5 規定的主要違反者。又依 *Janus* 案之見解，行為人必須對虛偽之陳述有「最終控制權」始構成 Section 10 (b) 及 Rule 10b-5，而所謂的最終控制權可包含對其內容有最終控制權以及是否及如何公布該陳述。準此，本文認為存託機構及外國發行人均不會在責任主體上被排除於證券詐欺責任，而是否構成 Rule 10b-5 之責任，端視存託機構及外國發行人對於與詐欺行為相關之陳述是否具有最終控制權並滿足其他構成要件而定。

---

<sup>214</sup> 邵慶平，同前揭註 115，頁 198-199。

<sup>215</sup> 131 S. Ct. 2296(2011).

<sup>216</sup> *Janus Capital Group v. First Derivative Traders*, 131 S. Ct. 2296(2011) (“the maker of a statement is the person or entity with ultimate authority over the statement, including its content and whether and how to communicate it. Without control, a person or entity can merely suggest what to say, not “make” a statement in its own right.”)邵慶平，同前揭註 115，頁 199-200。

<sup>217</sup> 邵慶平，同前揭註 115，頁 200-201。



## 第二款 Section 18(a)－虛偽陳述責任

《1934年證交法》Section 18是流通市場的規範，其規定：「任何人於依本法及其行政命令規定應申報之申請書、報告或其他文件內，或於依本法Section 15(d)規定之註冊書內所為之一切承諾，其記載在當時及當時情況下對任何重要之事實為不實或易於導致誤解之記載者，該人員應向信賴其記載為真實而於受此項記載影響之價格下買進或賣出證券之他人（不知為記載不實或易致誤解之人），基於其信賴而蒙受之損害，負賠償之責<sup>218</sup>。但被告如能證明其為善意（In Good Faith），且不知（No Knowledge）該項記載不實或易導致誤解者，可主張免責<sup>219</sup>。」亦即，原告須舉證證明：（一）有重大資訊不實之情事（例如：Form 10-K、Form 20-F等）；（二）原告本身為善意；（三）交易因果關係，在此採用「眼見原則」（Eyeball Reliance），即原告必須真的看見那份文件（影本亦可）而有真正的信賴（Actual Reliance），推定的信賴（Constructive Reliance）在此不適用；（四）係以受不實資訊影響之價格而買進或賣出證券；（五）損失因果關係<sup>220</sup>。

本條規範的客體是依法應「申報」(File)之申請書、報告或其他文件，若僅是依法應「提供」(Furnish)者不在此限。例如依據1934年證交法Section

<sup>218</sup> 陳春山，不實財務報告之民事認法律適用爭議，證券暨期貨月刊，第22卷第6期，頁33，2004年。

<sup>219</sup> 15 U.S. Code § 78r “(a) Any person who shall make or cause to be made any statement in any application, report, or document filed pursuant to this chapter or any rule or regulation thereunder or any undertaking contained in a registration statement……, which statement was at the time and in the light of the circumstances under which it was made false or misleading with respect to any material fact, shall be liable to any person (not knowing that such statement was false or misleading) who, in reliance upon such statement, shall have purchased or sold a security at a price which was affected by such statement, for damages caused by such reliance……” 同前揭註184，頁38-39。

<sup>220</sup> 戴銘昇，證券交易法資訊不實免責要件之研究，台灣法學雜誌，第308期，頁8，2016年11月。

13a-16 (c) 及 Section 15d-16 (c) 即明文根據該條所提供之 Form 6-k 非屬 Section 18 之規範客體。

本條之責任主體並不以發行人為限，而是任何對於依法應申報之文件，不論是自己製作或使人製作，就重要之事實均不得有虛偽或令人誤信之行為<sup>221</sup>。然本條是否有造意或幫助人責任之適用有疑義。

早期有學者認為 Section 18 之責任主體應包含造意及幫助人<sup>222</sup>。然 1994 年最高法院於 Central Bank 一案中表示，「……1934 年證交法 Section 18 禁止任何人於向證管會申報之文件中做出不實或易於導致誤解之陳述……檢視證券法規中之明示訴因 (Express Causes of Action) 條文，顯示每個條文均特定的指出應受規範之行為。某些明示訴因明確的列舉出應負責任的行為人類型；某些則僅明文『任何人』從事法律禁止之行為應負責任。然而，重要的關鍵點是 1934 年證交法的明示訴因條文中，並未進一步課與幫助或造意人責任者<sup>223</sup>。」可知最高法院認為 Section 18 (a) 此一明示訴權並未課與幫助或造意人責任，必須有「製作」或「使人製作」之行為才會構成 Section 18 (a) 之責。

準此，任何人只要有「製作」或「使人製作」之行為，皆可能構成 Section 18 (a)，未在責任主體之層面上將存託機構及外國發行人排除。因此本文認為倘若存託機構與外國發行人共同製作或使人製作虛偽不實之申報文件，則存託機構及外國發行人都須負民事責任；而倘若是由外國發行人提供虛偽不實之申報文件，存託機構疏未察覺並予以申報者，由於存託機構並未製作或使人製作不實文件，不可認存託機構構成 Section 18 (a)。

---

<sup>221</sup> 曾宛如，同前揭註 118，頁 54-55。

<sup>222</sup> Douglas B. Spoons, *supra* note 127, at 212.

<sup>223</sup> Central Bank, 511 U.S. at 179.; 戴銘昇，同前揭註 211，頁 18。

## 第四節 小結

美國法上除了將美國存託憑證分為公司參與型存託憑證及非公司參與型存託憑證外，更基於「自願原則」之精神，進一步將公司參與型存託憑證分為第一級、第二級及第三級美國存託憑證，分別適用不同強度之監理規範。其中，第一級美國存託憑證是於店頭市場交易且不具有籌資功能，所適用之規範最為寬鬆，僅須申報 Form F-6；第二級美國存託憑證則是於全國性證券交易所交易亦不具有籌資功能，適用較第一級美國存託憑證嚴格之規範，除須申報 Form F-6 外，尚須申報 Form 20-F、6-K；第三級美國存託憑證也是在全國性交易所交易且具有籌資功能，適用最嚴格之規範，除須申報 Form F-6、20-F、6-K 外，更須申報 Form F-1、F-3 或 F-4。

其次，在監理密度上，外國發行人所適用的 Form 20-F 及國內上市公司所適用的 Form 10-K 所規範之強度非常近似，僅有少數差異，例如：Form 10-K 規定應個別揭露高階經理人之薪酬，而 20-F 則規定若符合特定條件得以總額揭露；Form 10-K 規定應提供近五年之多欄式比較財務數據，而 Form 20-F 規定若符合特定條件，前二年之財務數據可免於提供。

再者，依 Form 20-F 中 Item 17 及 18 規定，若外國發行人未依據美國一般公認會計原則 (U.S. GAAP) 或國際財務報導準則 (IFRS) 編製財報，應出具差異調節表。Item 17 及 18 之規範密度非常高，發行人之財務報表所揭露之資訊應與依美國一般公認會計原則 (U.S. GAAP) 及 Regulation S-X 所編製之財務報表「實質上相似」<sup>224</sup>。應於財務報表中明示其財報是否依據國際財務報導準則 (IFRS) 所編製，且審計報告中須對於財務報表是否遵循國際財務報導準則 (IFRS) 表示意見；若發行人之財務報表非依據

---

<sup>224</sup> Form 20-F Part III Item 17 (b) ("The financial statements shall disclose an information content substantially similar to financial statements that comply with U.S. generally accepted accounting principles and Regulation S-X.")

美國一般公認會計原則 (U.S. GAAP) 或國際財務報導準則 (IFRS) 編製，應依下列規定提供差異調節資訊：依本項目所訂方式揭露發行人所使用之會計原則與美國一般公認會計原則 (U.S. GAAP) 及 Regulation S-X 之「重大差異」 (Material Variation)。例如損益表中淨利應分別調節個別項目 (Separate Reconciling Item) 之差異，但某些項目得合併列示並於附註中分別列示；比較依所屬國會計原則及依美國一般公認會計原則所編製之資產負債表間的重大差異數額等。若發行人之財務報表並非使用國際財務報導準則 (IFRS)，應提供所有依據美國一般公認會計原則 (U.S. GAAP) 及 Regulation S-X 要求揭露之資訊，除非該要求不適用於外國發行人。

此外，《1934 年證交法》Section 10 (b)、Rule 10b-5 及 Section 18 為美國法上證券詐欺及申報文件不實之責任依據，其責任主體皆無特別限制，故存託機構及外國發行人皆可能構成。而《1933 年證券法》Section 11、12 (a) 之責任主體為何人，則涉及美國法在存託憑證發行人之認定。依雙主體論，存託機構豁免於承擔發行人責任，但仍可能構成《1933 年證券法》Section 11「簽署申請文件之人」<sup>225</sup>及《1933 年證券法》Section 12 (a) (2)「出賣有價證券之人」。而外國發行人是否為存託憑證之發行人則未有定論，然而不論外國發行人是否為存託憑證之發行人，均不影響其承擔公開說明書及財報不實之責任。申言之，若認外國發行人為存託憑證之發行人，則應承擔發行人責任無疑；縱認其非發行人，仍可能構成 Section 11「簽署申請文件之人」及《1933 年證券法》Section 12 (a) (2)「出賣有價證券之人」。

本章針對第三章所提出的問題研究了美國法上之規範，本文將於次一章將我國法與美國法之規範做比較與分析。

---

<sup>225</sup> 有認為依雙主體論，存託機構只是代表發行人簽署註冊書，而基於此職責所為之簽署行為不須承擔法律責任，故認為存託機構不構成 Section 11「簽署申請文件之人」。

## 第五章 我國與美國制度之比較與建議

### 第一節 臺灣存託憑證資訊揭露

#### 第一項 存託憑證的類型

美國存託憑證可分為非公司參與型和公司參與型，其中公司參與型存託憑證又依「是否於全國性交易所掛牌」及「以老股或新股發行存託憑證」分為第一級、第二級及第三級美國存託憑證，不同等級的美國存託憑證所須申報之註冊書及須揭露之事項皆不相同，其發行成本自亦不同，企業能夠視其發行目的決定所發行之存託憑證等級。亦即，倘若企業只是想增加其股票之流通性且不在全國性交易所掛牌，申報最簡單的申報文件（Form F-6）即足，不須花費過多成本在申報文件的製作上（例如不須適用美國之會計制度）；若企業是為籌資之目的而發行美國存託憑證者，則須適用規範密度較高的申報文件（Form F-6、20-F、F-1/F-3/F-4）。

臺灣存託憑證則只分為公司參與型和非公司參與型臺灣存託憑證，未再進一步將公司參與型存託憑證分為「具有籌資功能」及「不具籌資功能」，一律適用相同之規範。

本文認為，發行成本為企業選擇掛牌地之重要考量因素之一，若企業只是想提高國際知名度、增進股票之流通，卻須申報繁複的註冊文件，將使企業承擔較重的發行成本，進而降低發行意願。故將臺灣存託憑證分級或可吸引更多外國企業來臺發行存託憑證，使臺灣存託憑證市場更加活絡，然應如何修正及相關之配套規範尚待研議。

## 第二項 資訊揭露之規範密度

依美國法之規範，於美國全國性證券交易所掛牌之存託憑證所適用之 Form 20-F 規範密度非常高，與國內發行人適用之 Form 10-K 幾乎相同，僅有少數項目與 Form 10-K 不同，例如外國發行人得豁免揭露季度財務報告；得採用母國會計原則或國際財務報導準則編制財報，但須出具差異調節表；在母國法律許可下得以「總額」而非「個別」方式揭露管理階層酬勞。目前我國法對於臺灣存託憑證監理制度原則上尊重原股發行地之監理，並未要求臺灣存託憑證發行公司採用如同國內上市公司之標準。在揭露事項之數量上，國內上市公司應揭露之事項遠多於臺灣存託憑證之公司。有認為決定監理措施之重要因素，除了投資人之充分保護外，尚須顧及「第二上市有價證券重複監理」及「市場推廣」，採用嚴格的監理措施未必是最佳之處理方式。我國投資人因不適應國際化證券的差異性而期待臺灣存託憑證之監理等同於國內股票，並非理性的要求<sup>226</sup>。

對此，接受本文訪談之證券業者 A（下稱「證券業者 A」）認為主管機關可重新檢視其所核定的海外證券市場名單，著重於更成熟的交易所，能一定程度的修正交易所間之規範落差。其也表示臺灣存託憑證為一個第二上市的證券，本質上就面臨資訊上的阻隔，臺灣存託憑證本是設計給專業投資人的，投資人欲投資這類商品必須有能力去追溯資訊。因此除了各交易所間時差的問題無法克服外，語言不同或投資人未積極接觸全球的交易資訊等問題，並非資訊不對稱<sup>227</sup>。

接受本文訪談之會計師 B（下稱「會計師 B」）則認為現行臺灣存託憑證市場冷卻之原因之一是投資人對於臺灣存託憑證市場沒有信心，蓋我國

<sup>226</sup> 吳壽山、謝文良、陳莉貞、高儀慧，同前揭註 5，頁 18-19。

<sup>227</sup> 附件一—證券業者 A 訪談逐字稿摘要。

採取的是較為寬鬆之監理制度，投資人無法準確掌握外國投資人的資訊。雖然第二上市公司已受到原上市地國之監理，若再使其遵循與國內上市公司同等之規範須耗費的成本較高，但會計師 B 認為相對於企業的其他成本，遵法成本並沒有想像中大，故其認為使外國發行人遵循與我國國內上市公司同等之規範密度，反而能使我國投資人對於臺灣存託憑證市場更有信心，促進臺灣存託憑證市場的活絡。一旦市場活絡，自然會吸引更多外國發行人來臺發行臺灣存託憑證。準此，會計師 B 認為改善現行的揭露制度，才是使臺灣存託憑證市場活絡的重要方式<sup>228</sup>。

發行臺灣存託憑證是一種第二上市的方式，由於第二上市的證券尚須遵守原上市地國之規範，進而將產生的問題是，第二上市地國應如何拿捏其規範密度，才能一方面保障投資人、又不會使第二上市公司負擔過重的成本。此種證券本質上會產生一定程度的資訊不對稱及不透明，而此種缺失也會讓投資人對投資臺灣存託憑證產生疑慮及不信任，再加上過去曾發生多起外國發行人之財務狀況不佳而下市之案例，使投資人對於臺灣存託憑證市場更加望之卻步。目前臺灣存託憑證市場呈現冷卻狀態，近年來多檔存託憑證陸續下市，現階段強化投資人之信心實屬重要；且如同會計師 B 所言，實際上對比在整個證券市場上須花費的成本，遵守第二上市地國資訊揭露規範之成本相對較小，故本文認為應提高臺灣存託憑證之規範密度。然而不應一概將所有類型存託憑證之規範強度皆提高至與國內上市公司相同<sup>229</sup>，而應參考美國法上「自願原則」之概念，視是否具有籌資功能而定，亦即，「具有籌資功能」之臺灣存託憑證應將資訊揭露密度提高至與國內上市公司相近之程度；而「不具籌資功能」者亦應加強資訊揭露強度，但不須達到與國內上市公司類似之程度。

---

<sup>228</sup> 附件二—會計師 B 訪談逐字稿摘要。

<sup>229</sup> 第五章第一節第一項。

### 第三項 財報會計準則差異調節

外國發行人所申報之財務報表若非依據第二上市地國法定之會計原則所編制者，通常須出具差異調節表，美國法及我國法均有相關規定，但其內容不盡相同，差異如下：

首先，在美國法下僅第二級及第三級美國存託憑證須提供 Form 20-F 中 Item 17 及 18 之差異調節表，非公司參與型美國存託憑證及第一級美國存託憑證並未於美國全國性證券交易所掛牌，不須遵循美國一般公認會計原則，自不須提供差異調節表。而我國法並未將參與型存託憑證分級，故公司參與型存託憑證若已經原上市地會計師簽證且非採我國認可之國際財務報導準則、美國或國際財務報導準則編製財報者，均須出具差異調節表。

其次，Item 17 及 18 之規範密度非常高，發行人之財務報表所揭露之資訊應與依美國一般公認會計原則 (U.S. GAAP) 及 Regulation S-X 所編製之財務報表「實質上相似」<sup>230</sup>。應於財務報表中明示其財報是否依據國際財務報導準則 (IFRS) 所編製，且審計報告中須對於財務報表是否遵循國際財務報導準則 (IFRS) 表示意見；若發行人之財務報表非依據美國一般公認會計原則 (U.S. GAAP) 或國際財務報導準則 (IFRS) 編製，應依下列規定提供差異調節資訊：依本項目所訂方式揭露發行人所使用之會計原則與美國一般公認會計原則 (U.S. GAAP) 及 Regulation S-X 之「重大差異」(Material Variation)。例如損益表中淨利應分別調節個別項目 (Separate Reconciling Item) 之差異，但某些項目得合併列示並於附註中分別列示；比較依所屬國會計原則及依美國一般公認會計原則所編製之資產負債表

---

<sup>230</sup> Form 20-F Part III Item 17 (b) ("The financial statements shall disclose an information content substantially similar to financial statements that comply with U.S. generally accepted accounting principles and Regulation S-X.")



間的重大差異數額等。若發行人之財務報表並非使用國際財務報導準則（IFRS），應提供所有依據美國一般公認會計原則（U.S. GAAP）及 Regulation S-X 要求揭露之資訊，除非該要求不適用於外國發行人。例示（非列舉）如下<sup>231</sup>：（一）基本及稀釋每股盈餘所使用的分子及分母的差異調節表，或其他與每股盈餘相關之資訊揭露。（二）部門別資訊（Segment Information）。（三）公允價值資訊。（四）集中信用風險資訊。（五）投資證券之資訊。（六）關於資產負債表外金融工具之資訊。（七）揭露對員工及非員工之股份基礎給付交易。（八）退休金與員工福利之組成。（九）所得稅費用及遞延所得稅負債/資產之組成。（十）關於採用權益法之投資之資訊。

反觀我國法，對於差異調節表之內容並無進一步的規範，例如是否須說明部門別之差異、差異須分別列示抑或合併列示等。依據我國認可之國際財務報導準則、美國或國際財務報導準則編製財報為我國投資人熟悉之編制方式，若依據其他會計原則編製，可能造成投資人理解上的障礙，故差異調節表實屬重要。對差異調節表規範的密度越高，外國發行人須負擔的發行成本就越高，但對於投資人的保障也越充分。目前我國法上並未對差異調節表之內容做細節性之規範，對投資人之保護是否充分非無疑義。

然而，企業從事跨國活動之風氣日漸興盛，許多企業為擴大籌資或拓展國際知名度，會選擇到海外進行掛牌。倘若各國所採用的會計準則皆不相同，企業至海外掛牌時至少須出具兩套財務資訊，一套是原先依據所屬國會計準則編制、另一套則為依據掛牌地之會計準則所編制。對此企業須花費鉅額成本，延宕資金流通之效率。故對跨國組織而言，採用國際財務報導準則（IFRS）能夠節省因各國會計準則不同所產生的財務報導成本，採用國際財務報導準則（IFRS）已然成為了國際趨勢，大多數國家已全面

---

<sup>231</sup> Financial Reporting Manual-Topic 6 Foreign Private Issuer & Foreign Businesses, at <https://www.sec.gov/corpfin/cf-manual/topic-6> (last visited 08/03/2018).

採用，或正逐步採用國際財務報導準則（IFRS）<sup>232</sup>。

觀察目前於我國掛牌之臺灣存託憑證，其原股上市證券市場大多數為香港交易所（共十一檔）、其次為新加坡交易所（共五檔），另有二檔來自泰國交易所。香港上市公司可選擇採用香港財務報告準則（Hong Kong Financial Reporting Standards）或國際財務報導準則（IFRS）編製財報，且香港財務報告準則已逐字逐句採用 IFRS 條文<sup>233</sup>。新加坡上市公司可選擇採用新加坡會計準則（Singapore Statements of Accounting Standards, SAS）、美國一般公認會計原則（U.S. GAAP）或國際財務報導準則（IFRS）<sup>234</sup>，其中新加坡會計準則（SAS）亦已全面採用國際財務報導準則（IFRS）。泰國上市公司則應遵守泰國會計準則（TAS）來編製報表，其大部分與國際財務報導準則（IFRS）一致（詳如下表二十一），與我國交易關係較密切之交易所亦順應國際趨勢採用國際財務報導準則（IFRS）<sup>235</sup>：

---

<sup>232</sup> 證交所網站，<http://www.twse.com.tw/IFRS/about>，最後瀏覽日期：2018 年 10 月 25 日。

<sup>233</sup> 香港交易所網站，[https://www.hkex.com.hk/Listing/Rules-and-Guidance/Listing-Rules/Consolidated-PDFs?sc\\_lang=zh-HK](https://www.hkex.com.hk/Listing/Rules-and-Guidance/Listing-Rules/Consolidated-PDFs?sc_lang=zh-HK)，最後瀏覽日期：2018 年 10 月 25 日。江美艷，國際會計準則全球實務及臺灣跨國企業因應之道，證券櫃檯，2008 年 6 月號，頁 46-47，2008 年 6 月。

<sup>234</sup> 新加坡交易所網站，[http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb\\_ch/home/regulation/regulation\\_mainboard#panelhead2](http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb_ch/home/regulation/regulation_mainboard#panelhead2)，最後瀏覽日期：2018 年 10 月 25 日。

<sup>235</sup> 台灣經濟新報網站，<http://www.tej.com.tw/twsite/Default.aspx?TabId=217>，最後瀏覽日期：2018 年 10 月 2 日。

表二十一 現行臺灣存託憑證之原股證券市場及會計準則

原股上市證券市場	所採用之會計準則	公司名稱 (編號)
新加坡交易所	已採用 《國際財務報導準則》 (IFRS)	美德醫療 (9103)
		明輝 (911608)
		特藝 (911613)
		杜康 (911616)
		耀傑 (911619)
香港交易所	已採用 《國際財務報導準則》 (IFRS)	巨騰 (9136)
		精熙國際 (9188)
		越南製造 (9110)
		陽光能源 (9157)
		康師傅 (910322)
		聖馬丁 (910482)
		同方友友 <sup>236</sup> (911868)
		友佳 (912398)
		神州 (910861)
		晨訊科技 (912000)
		恒大健 <sup>237</sup> (910708)
泰國證券交易所	與《國際財務報導準則》 (IFRS) 大致一致	泰金寶 (9105)
		泰聚亨 (911622)

參考資料：自行整理

<sup>236</sup> 前身為「真明麗控股有限公司」。

<sup>237</sup> 原公司名稱為「新傳媒集團控股有限公司」。

會計師 B 認為，由於現今大多數國家及我國皆已採用國際財務報導準則（IFRS）編製財報，採用其他會計原則編製財報之國家則佔少數，故縱使我國法上對於差異調節無嚴格的規範，亦不會對我國投資人造成太大的影響<sup>238</sup>。

綜上，本文從會計師 B 之見解，認為既然現今大多數交易所均已全面（或逐步）採取國際財務報導準則（IFRS），且與我國證券市場較密切相關之交易所亦同，則不同會計原則間的差異調節問題對我國投資人之保護較無重大影響。



---

<sup>238</sup> 同前揭註 228。

## 第二節 資訊揭露不實之責任主體

### 第一項 我國與美國制度之比較

首先，在一般反詐欺條款的規範上，我國證交法第 20 條第 1 項之責任主體為「任何為證券詐欺之人」，雖然我國實務上有採局限縮證交法第 20 條第 1 項責任主體之見解，但本文從學者見解，不在責任主體的層次將幫助、造意人排除，而從其他構成要件著手，審查認定相關被告的責任（詳下表二十二）。故存託機構及外國發行人不會在責任主體層次即被排除，而須視具體個案是否滿足其他構成要件而定，美國法上亦是如此。準此，證券詐欺責任非本文欲討論之重點，本文以下主要著重於公開說明書不實及財報不實之規範。

表二十二 臺灣與美國「一般反詐欺條款」責任主體之比較		
	臺灣法	美國法
法規依據	證交法第 20 條第 1 項	《1934 年證交法》 Section 10 (b)、Rule 10b-5
責任主體	<b>任何為證券詐欺之人</b> 不應在責任主體的層次將次要行為人排除，應從主觀要件、客觀行為、因果關係等構成要件著手，審查認定相關被告的責任 <sup>239</sup> 。	<b>任何為證券詐欺之人</b> 陳述的製作者： 限於「對該陳述（包括對其內容及是否、如何公布）具有最終控制權之個人或主體」。
TDR/ADR 責任主體	存託機構/外國發行人	存託機構/外國發行人

資料來源：自行整理

<sup>239</sup> 邵慶平，同前揭註 115，頁 185-186、202。

美國法在存託憑證發行人之認定上，有論者將外國發行人及存託機構認定為共同發行人，但在雙主體論之適用下，豁免存託機構之發行人責任。惟存託機構並非因此不須承擔任何責任，蓋《1933年證券法》Section 11及《1933年證券法》Section 12(a)(2)中除了發行人外，「簽署申請文件之人」及「出賣有價證券之人」亦分別為註冊書不實及公開說明書不實之責任主體，此為我國證交法第32條所未規範的。因此縱存託機構非存託憑證之發行人，其仍可能成為《1933年證券法》Section 11之「簽署申請文件之人」<sup>240</sup>及《1933年證券法》Section 12(a)(2)之「出賣有價證券之人」。反觀我國法，存託機構為證交法第5條定義下的發行人，須負證交法第32條之發行人責任；而外國發行人非存託憑證之發行人，亦非證交法第32條之其他責任主體，無須對公開說明書不實負任何民事賠償責任（詳下表二十三）。

---

<sup>240</sup> 然而有學者認為，存託機構既然僅是「代表」虛擬主體簽名，則基於此「代表」職責所為的簽署行為亦應免責。雖然會因此導致私人訴權遭到限制並且降低民事救濟的可行性，但為維持理論之一貫性，學者認為選擇採用雙主體論之同時就必須接受「代為簽署行為免責」之論點，參閱第四章。

表二十三 臺灣與美國「發行市場資訊不實」責任主體之比較			
	臺灣法	美國法	
法規依據	證交法第 32 條	《1933 年證券法》 Section 11	《1933 年證券法》 Section 12 (a) (2)
行為態樣	公開說明書 不實	註冊書不實	公開說明書不實
責任主體	發行人	發行人	發行人
	發行人之負責人	董事、合夥人或執行類似職務者	—
	發行人之職員	—	—
	—	已同意擔任董事、合夥人或執行類似職務者	—
	—	發行人以外簽署之人	—
	專門職業人員	專門職業人員	—
	承銷商	承銷商	—
	—	—	出售有價證券之人 「轉讓證券所有權之人」或「為自身財務上利益誘使 (Solicit) 他人購買證券之人」。
TDR/ADR 責任主體	存託機構	存託機構/ 外國發行人	存託機構/ 外國發行人

資料來源：自行整理

在財報不實的規範上，《1934年證交法》Section 18 (a) 未特定責任主體，凡有「製作」或「使人製作」行為之人皆可能構成；我國證交法第 20 條之 1，則是將責任主體限縮於發行人、發行人之負責人、發行人之職員及會計師。因此依美國法是由為不實陳述之「外國發行人」或「存託機構」負責；而我國則是由作為發行人之「存託機構」負發行人責任，且因外國發行人非證交法定義下之發行人、亦非證交法第 20 條之 1 之其他責任主體，故無須對財報不實負民事責任。(詳下表二十四)。

表二十四 臺灣與美國「財務業務文件不實」責任主體之比較		
	臺灣法	美國法
法規依據	證交法第 20 條之 1、 證交法第 20 條第 2 項	《1934 年證交法》 Section 18
行為態樣	財務報告及財務業務文件不實	申報文件不實
責任主體	發行人	為不實陳述之任何人 未課與幫助或造意人責任，必 須有「製作」或「使人製作」 之行為。
	發行人之負責人	
	發行人之職員	
	會計師	
TDR/ADR 責任主體	存託機構	外國發行人/存託機構

資料來源：自行整理



## 第二項 外國發行人責任修正建議

### 第一款 責任基礎

美國學說上對於存託憑證「發行人」之判斷，係視何人掌控（control）存託憑證之發行而定，由於外國發行人藉由與存託機構簽訂存託契約進入美國資本市場，與存託機構共同掌控存託憑證之發行，而被認定為美國存託憑證之發行人。美國學說上亦有依據《1933年證券法》Section 2(a)(4)之規定，認為外國發行人可能被視為 Section 2(a)(4) 中的「存託人」（Depositor），因而被解釋為存託股份的發行人<sup>241</sup>。

本文認為，既發行存託憑證是外國發行人（或原股東）來臺第二上市之方式之一，應可認外國發行人為實質上發行存託憑證之人，且外國發行人對於存託憑證之發行及資訊之申報均具有相當大的掌控權，故本文認為立法論上應課與外國發行人「發行人責任」。再者，外國發行人為法定之資訊申報主體，且對於其本身之財務業務狀況知之最詳，使其對於所申報之資訊負「無過失」、「全部」責任實屬適當。

綜上，本文建議修改證交法第 5 條之發行人定義，將外國發行人納入發行人之責任範圍內，使外國發行人成為臺灣存託憑證之發行人。

### 第二款 建議增訂強制董監責任險

然而，縱使投資人依據修正後之條文，具備向外國發行人求償之請求權基礎，但外國發行人位處海外，我國投資人仍面臨執行上之困境。對此，證券業者 A 認為可參考美國存託憑證及我國上市上櫃公司之規定，增訂強

---

<sup>241</sup> Mark A.Saunders, supra note 121, at 64-67. 15 U.S. Code § 77b (a) (4) provides that “the... persons performing the acts and assuming the duties of depositor or manager pursuant to the provisions of the trust or other agreement or instrument under which such securities are issued.”

制來臺發行臺灣存託憑證之外國發行人投保「董監事及重要職員責任保險」(Directors & Officers Liability Insurance)<sup>242</sup>。

再者，本文認為應將所投保之保險公司限於我國的保險公司，始能充分保護投資人權益。否則若外國發行人所投保者為外國的保險公司，仍然會始投資人面臨訴訟及執行上的阻礙，不足以解決跨國求償上的問題。且由於本文建議將存託機構之責任適度減輕，一旦減輕存託機構之責任將對投資人之保護不利，應該更加強化對外國發行人之求償制度為佳。

董監事及重要職員責任保險之承保內容為(一)因為董事、監察人及重要職員因執行職務或被指控發生疏失、錯誤、義務違反、不實或誤導性陳述之行為，依法應付賠償責任並受賠償請求時；(二)被保公司於保險期間內併購、創立、出售或解散從屬公司，對併購、創立日後或出售、解散日前擔任從屬公司之董事、監察人或重要職員職務之自然人因執行職務所發生或被指控發生之錯誤行為所致之賠償責任；(三)對於被保險人受被保公司指派，擔任被保公司以外，但已列名於保險單上之公司或外部組織之董事、監察人或重要職員，因執行職務發生或被指控發生錯誤行為所致之賠償責任。但因詐欺、不誠實行為或犯罪行為所提出之賠償請求為不保事項<sup>243</sup>。

現行我國上市上櫃公司治理實務守則第39條規定，「上市上櫃公司宜於董事任期內就其執行業務範圍依法應負之賠償責任為其購買責任保險，以降低並分散董事因錯誤或疏失行為而造成公司及股東重大損害之風險。上市上櫃公司購買董事責任保險或續保後，宜將其責任保險之投保金額、

<sup>242</sup> 同前揭註221。

<sup>243</sup> 金融監督管理委員會保險局網站，

[https://www.ib.gov.tw/ch/home.jsp?id=34&parentpath=0,2&mcustomize=news\\_view.jsp&dataserno=1921&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap\\_root,o=fsc,c=tw&dtable=News](https://www.ib.gov.tw/ch/home.jsp?id=34&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=1921&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=News)，最後瀏覽日期：2018年11月03日。

承保範圍及保險費率等重要內容，提最近一次董事會報告。」鼓勵上市上櫃公司投保董事責任險。而主管機關為使董監事全心全意發揮職能，降低並分散董事因錯誤或疏失行為而造成公司及股東重大損害之風險，擬逐步強制所有上市上櫃公司投保董監責任險。依照證交所及櫃買中心上市審查準則及上櫃作業程序之規定，自 2018 年 1 月起要求初次申請股票上市上櫃公司應強制投保董監責任險。並於證交所及櫃買中心相關規章規範要求 2019 年起所有國內上市上櫃公司均應投保董監責任險<sup>244</sup>。

強制來臺發行臺灣存託憑證之外國發行人投保董監責任險，可由保險公司分擔外國發行人董監之經營風險，若有因資訊揭露不實所生之損害賠償發生時，我國投資人至少可向保險公司請求，不但能修正資訊不對稱的問題，並能夠增加我國投資人對於臺灣存託憑證之信任度。再者，於保險公司決定是否承保前，也會評估承保公司之相關風險，若外國發行人之信用不佳或企業體質不良時，保險公司即不會同意承保。透過此一規定，等同再次過濾欲來臺發行臺灣存託憑證之外國發行人。準此，本文建議除了強制國內上市（櫃）公司及第一上市（櫃）公司投保董監責任險，也應將此強制規定適用於第二上市（櫃）公司。

---

<sup>244</sup> 金融監督管理委員會證券期貨局網站（新版公司治理藍圖 2018-2020），

<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=807&parentpath=0,648,806>，最後瀏覽日期：2018 年 11 月 18 日。

### 第三項 存託機構責任修正建議

本文認為使我國存託機構負「無過失」、「全部」責任，責任過重，首先，與美國法不同之處在於，美國法上課與存託機構相關申報資訊之提供義務，且相關申報文件須經存託機構與外國發行人共同簽署，確保存託機構確實經手相關申報資料，並藉由存託機構之專業判斷擔保資訊之正確性<sup>245</sup>；反觀我國法上資訊申報之義務主體為外國發行人，存託機構僅是代外國發行人申報而已，既然存託機構並未經手相關資訊之蒐集及彙整，亦未於申報資訊上簽署，則無法達到「透過存託機構之專業判斷以擔保資訊正確性」之目的，課與其發行人責任，實屬過重。

再者，現行我國存託憑證市場處於冷卻狀態，當前最需要的是吸引優質企業來臺發行存託憑證，而企業來臺投資須仰賴存託機構及承銷商去尋覓，倘若課與存託機構過重的責任，則存託機構將怯於承辦此項業務，不利於存託憑證市場之復甦<sup>246</sup>。

綜上，本文試提出二種可能的修正方式以減輕存託機構責任，其一為修正證交法第 20 條之 1 及第 32 條之「責任範圍」；其二為同時修正證交法第 5 條「發行人之定義」及證交法第 20 條之 1 及第 32 條之「責任主體」，討論如下：

#### 第一款 第一種修正方式

修正證交法第 32 條及第 20 條之 1 的責任範圍，於存託機構能證明其「非因故意」致公開說明書或財報有虛偽隱匿，且請求權人之損害數額逾存託機構所得之利益時，將存託機構所得之利益擬制為請求權人之損害。

<sup>245</sup> 吳逸儒，同前揭註 194，頁 104-105。

<sup>246</sup> 同前揭註 227。

亦即，存託機構仍須負發行人之無過失責任，但於存託機構能證明其無故意時，限制其責任範圍（詳表二十五）。

表二十五 第一種修正方式（證交法第 32 條及第 20 條之 1）			
存託機構責任	責任性質		無過失責任
	責任範圍	故意	全部責任
		過失	全部責任（但以所得利益為限）
外國發行人責任	責任性質		無過失責任
	責任範圍		全部責任

資料來源：自行整理

存託機構在整個存託憑證之發行機制下，占有非常重要的地位。蓋其位於國內，為外國發行人與我國投資人間的重要橋梁，且在訴訟上也沒有國際管轄的阻礙，求償較易，故應將存託機構定位為存託憑證之發行人，使其負「無過失」責任。

然而依據我國現行法，相關申報文件之申報義務主體為外國發行人，相關資料是由外國發行人交付予存託機構，再由存託機構代為向主管機關申報。存託機構對於外國發行人之內部財務業務狀況難以全然知悉；對於相關申報資訊是否有虛偽隱匿亦難以查知；況且外國發行人位於國外，查核上更為不易，故若相關申報資訊之不實非因存託機構之故意所為者，使其對於投資人所受之損害負「全部」責任有過重之疑慮。因此可將證交法第 32 條及第 20 條之 1 中發行人責任區分不同類型而課與不同的責任範圍。亦即，一般的發行人仍負無過失、全部責任；而若存託機構係因故意致公開說明書或財報不實者，仍如同一般發行人負全部責任，但若「存託機構」能夠「舉證證明」其係出於過失、甚至無過失時，則僅須就其所得之利益範圍內負責。在此所稱之「利益」包含存託機構與外國發行人約定之報酬及其他利益。

在理論基礎上，依學者見解，證交法第 20 條之 1 為「侵權責任」<sup>247</sup>。而證交法第 32 條之責任性質究為「契約責任」亦或為「侵權責任」在學說上有不同見解，此涉及條文中「相對人」之解釋。有採狹義解釋，認為僅限於自發行人認購證券之人，此為契約責任說<sup>248</sup>；亦有採廣義見解，認為尚應包括「於應募、承銷期間或公開說明書刊行後與應募、承銷其間密切緊接之時期付出對價取得證券之人」，此為侵權責任說<sup>249</sup>。本文認為採「侵權責任說」較能達到保護投資人之目的。

綜上，前開條文皆具有侵權責任性質，倘若將損害賠償數額「限於存託機構所得之利益」，將不等於「請求權人之所受損害及所失利益」<sup>250</sup>，其理論基礎何在非無疑問。參考同為侵權責任性質之商標法第 71 條，允許商標權人得以其所失利益及所受損害、侵權人所得利益、法定賠償侵權商品售價倍數及擬制授權金之方式為請求<sup>251</sup>。可知在某些特別法規中，侵權行為損害賠償範圍不一定限於請求權人之所受損害及所失利益，亦有可能基於各種考量因素擬制損害賠償範圍。準此，於請求權人之損害數額逾存託機構所得利益時，可將其損害數額擬制為存託機構所得之利益。

---

<sup>247</sup> 同前揭註 34，頁 373。

<sup>248</sup> 賴英照，證券交易法逐條釋義（第二冊），頁 247，1985 年。

<sup>249</sup> 曾宛如，證券交易法原理，頁 180-181，2012 年 8 月。

<sup>250</sup> 民法第 216 條第 1 項：「損害賠償，除法律另有規定或契約另有訂定外，應以填補債權人所受損害及所失利益為限。」

<sup>251</sup> 商標法第 71 條：「商標權人請求損害賠償時，得就下列各款擇一計算其損害：一、依民法第二百零六條規定。但不能提供證據方法以證明其損害時，商標權人得就其使用註冊商標通常所可獲得之利益，減除受侵害後使用同一商標所得之利益，以其差額為所受損害。二、依侵害商標權行為所得之利益；於侵害商標權者不能就其成本或必要費用舉證時，以銷售該項商品全部收入為所得利益。三、就查獲侵害商標權商品之零售單價一千五百倍以下之金額。但所查獲商品超過一千五百件時，以其總價定賠償金額。四、以相當於商標權人授權他人使用所得收取之權利金數額為其損害。」

## 第二款 第二種修正方式

第二種減輕存託機構責任的方式是，一方面修正證交法第 5 條之發行人定義，使存託機構排除於證交法第 5 條之「發行人」責任；另一方面，於證交法第 32 條及第 20 條之 1 新增責任主體，將存託機構納入規範範圍，並與公司負責人、於註冊書上簽名之職員等同負推定過失責任。

公開說明書不實 (證交法第 32 條)	存託機構責任	責任性質	推定過失責任
		責任範圍	全部責任
	外國發行人責任	責任性質	無過失責任
		責任範圍	全部責任
財報不實 (證交法第 20 條之 1)	存託機構責任	責任性質	推定過失責任
		責任範圍	比例責任
	外國發行人責任	責任性質	無過失責任
		責任範圍	全部責任

資料來源：自行整理

申言之，可參考《1933 年證券法》Section 2 (a) (4) 將「發行人」定義為「發行或擬議發行任何證券之每一個人<sup>252</sup>，但受託人不須替信託人或其他法律主體 (Legal Entity) 所發行的證券承擔發行人責任。」<sup>253</sup>，透過修正證交法第 5 條之發行人定義，將受託發行有價證券之存託機構排除於發行人責任。然而，不可就此將存託機構完全免於公開說明書及財報不實之責任，蓋如同前述，存託機構在存託憑證的發行機制中佔有重要地位，

<sup>252</sup> 同前揭註 34，頁 35。

<sup>253</sup> 15 U.S. Code § 77b (a) (4) provides that an “issuer” is “every person who issues or proposes to issue any security...except that in the case of... a trust, committee, or other legal entity, the trustees or members thereof shall not be individually liable as issuers of any security issued by the...trust, committee, or other legal entity.”

若完全豁免其責任，對於我國投資人將有保障不周之疑慮。因此，應於證交法第 32 條及第 20 條之 1 新增責任主體，將存託機構納入規範，使存託機構與負責人及職員等同負「推定過失責任」。如此一來，存託機構可免於承擔發行人責任，而仍須負擔資訊不實之民事責任，在權責分配上較為平衡。

而在責任範圍之適用上，依證交法第 20 條之 1 之規定，除發行人以外之責任主體皆是依過失比例負比例責任，故若將存託機構做為第 20 條之 1 新增的責任主體，與其他主體同負「比例責任」，較無疑義。

然而，若於證交法第 32 條中新增存託機構，則其責任範圍究為「全部責任」抑或為「部分責任」有疑義。本文認為應負「全部責任」較為適當，蓋專門職業技術人員（即會計師、律師、工程師等）之所以只須負部分責任，乃因其只須在公開說明書之特定部分簽章證實或陳述意見。例如會計師僅就財報查核簽證部分之真偽負責、而律師僅就其所提出之法律意見之真偽負責，實屬合理。存託機構則非基於其專業於公開說明書之特定部分簽章或表示意見，反而較類似於承銷商的地位，對於調查即證實有關發行人之實情是處於相對有利之地位、且存託機構對於是否接受外國發行人之存託，亦具有彈性及裁量性<sup>254</sup>。因此本文認為，存託機構之責任應為全面性的，應對公開說明書之「全部」內容負責。

---

<sup>254</sup> 同前揭 34，頁 348-349。



### 第三款 本文建議

本文認為採第二種修正方式較為適當，理由如下：

首先，雖然存託憑證具有跨國性質，投資人對外國發行人進行求償有其困難性，若使存託機構負推定過失責任，存託機構即有機會能夠舉證免責，投資人最後可能將求償無門。然而，存託憑證實質上為原有價證券之替代證券，實質上的發行主體為外國發行人；且按我國法規定，資訊申報主體亦為外國發行人，存託機構僅代為申報，故不應以求償不易為由，將法律責任轉嫁於存託機構。反而應強化跨國求償之制度，例如透過投資人保護中心代為求償、強制外國發行人承保董監責任險等，才是解決求償不易的根本辦法。因此本文認為使存託機構負「推定過失責任」較為適當。

其次，若因資訊不實非出於存託機構之故意，而將其責任範圍限縮於所得利益範圍，可能反倒過度減輕存託機構之賠償責任。申言之，舉證證明所得利益之數額最直接的方式即為外國發行人與存託機構間約定之報酬，然而報酬之數額是由其雙方任意約定，具有操縱空間，不能排除其雙方約定一低廉的報酬數額，再以其他方式給予利益，藉此減輕存託機構之責任。又雖投資人得舉反證證明存託機構以其他形式取得利益，然給予利益之形式可能非常複雜，舉證上有其難度。故本文認為此種規範方式並不妥適。

再者，在財報不實之規範上，本文認為採取第二種修正方式較能反映存託機構之可歸責性及因果關係。詳言之，按學者見解，在實際案例中推估被告間的責任比例係按照可歸責性（過失程度）、因果關係（對不實財報之原因力及關連度）而定<sup>255</sup>。故一方面，倘若存託機構對於財報不實只具有輕過失且原因力及關連度低，則所須負擔的賠償比例應較低，不應負全

---

<sup>255</sup> 同前揭註 34，頁 380。

部責任。另一方面，倘若存託機構對於財報不實有重大過失，則應課與較重的民事責任，不應限於所得利益之範圍，何況如前述，存託機構之所得利益具有舉證上之困難。因此，本文認為在責任範圍之修正上，採「按過失比例」較「限於所得利益」佳。

此外，證券業者 A 以近期主管機關在修正不動產投資信託相關法規，減輕信託機構的責任為例，認為不應在法規上課與存託機構過多責任，否則銀行將有所顧慮而不願從事存託業務<sup>256</sup>。

綜上，本文建議修正證交法第 5 條之發行人定義，將存託機構排除於證交法第 5 條之「發行人」責任，並於證交法第 32 條及第 20 條之 1 新增責任主體，將存託機構納入規範範圍，使其負推定過失責任。



---

<sup>256</sup> 同前揭註 227。

### 第三節 附論

雖然本文的討論重心在於法律規範之檢討與分析，然而欲使臺灣存託憑證市場更加活絡，尚應全面性地檢討分析市場面及產業面上的問題。證券業者 A 認為，除了法律制度應更加完備外，具備更強的產業關聯性及市場性才是讓市場健全發展的重要因素<sup>257</sup>。

政府得研擬相關政策、稅制優惠，吸引與臺灣產業有較強關聯性的大型外國企業來臺發行存託憑證募資。以神州（910861）為例，臺灣有許多神州的客戶，其與我國的產業關聯性相較於其他檔臺灣存託憑證是較緊密的。因此從臺灣的產業特性來看，仍有機會吸引到好的外國企業來臺籌資、與其上下游廠商有更多接觸，「除了 IC、半導體之外，我們在自行車、工具機等製造上也有供應鏈，藉由發行臺灣存託憑證，讓在地產業有更多緊密的合作，提高它的國際競爭力，這或許是一個市場機會。」受本文訪談之證券業者 A 表示。且臺灣有相對便宜的資金、更有許多人才和技術，也是一個吸引外國企業來臺發行臺灣存託憑證的誘因<sup>258</sup>。

再者，在資金運用面，政府得擬定相關政策，鼓勵外國企業將募得的資金與國內投資相連接（包括併購），做為來臺發行存託憑證之誘因。例如金管會今年公布外國銀行在臺分行發行新臺幣金融債券辦法，允許外國銀行在臺分行能夠發行臺幣債券，並明定發行金融債券募得資金之用途，應使用於「我國境內重大公共建設」、「離岸風電建設」及「其他綠能產業建設」之相關投融资為原則，不得兌換為外幣使用，以利外國銀行擴大參與再生能源等型專案融資之實務需要<sup>259</sup>。證券業者 A 表示，「若這個觀念是現在政府須要推動的，可以把臺灣存託憑證做成像國際板的債券一樣，

---

<sup>257</sup> 同前揭註 227。

<sup>258</sup> 同前揭註 227。

<sup>259</sup> 金管銀外字第 10702710830 號。

讓存託憑證外國發行人在臺灣募資，在地投資發展，落地生根、擴大<sup>260</sup>。」

綜上，臺灣存託憑證之相關法律制度強化後，尚須具備更強的產業關聯性及市場性，才能讓臺灣存託憑證市場更加活絡。



---

<sup>260</sup> 同前揭註 227。

## 第六章 結論

自 1998 年起，第一檔臺灣存託憑證福雷電子於證交所上市，發展至今已滿二十年。1998 年至 2008 年間為臺灣存託憑證之草創時期，主管機關之政策較為保守，成長未如預期。為吸引更多企業來臺上市，主管機關於 2008 年起陸續取消許多限制，2009 年至 2011 年間臺灣存託憑證進入快速發展時期。惟自 2011 年至今，不但未再有外國企業來臺發行存託憑證，原已掛牌之企業更紛紛下市。臺灣存託憑證市場長期冷卻，引發本文探討臺灣存託憑證法律制度上之問題。

本文將臺灣存託憑證之法律制度分為二大部分進行研究，其一為現行臺灣存託憑證關於資訊揭露之規範是否充分；其二為倘若臺灣存託憑證之公開說明書或財報有虛偽、隱匿之情事發生，由存託機構承擔發行人責任是否適當，詳述如下：

首先，在資訊揭露是否充分之問題上，本文認為可參考美國法上的「自願原則」之概念，將公司參與型臺灣存託憑證依據「是否具有籌資功能」細分為不同等級、並分別適用不同規範。亦即具有籌資功能者，適用較嚴格的規定；不具籌資功能者則適用較寬鬆之規定。讓企業依其發行目的自行選擇發行之等級，或許能夠增加企業來臺發行存託憑證之意願，蓋若企業只是想提高國際知名度、增進股票之流通，卻須申報繁複的註冊文件，將使企業承擔較重的發行成本，進而降低發行意願。

申言之，美國法上對於美國存託憑證資訊揭露之規範與美國上市公司非常近似；反觀臺灣存託憑證之規範則遠不及我國上市公司之規範，我國是否應參照美國法之規範精神，將存託憑證之規範密度提升至與國內上市公司相近，非無疑問。臺灣存託憑證資訊揭露之監理措施先天上存在著重複監理之問題，即發行臺灣存託憑證為外國企業來臺第二上市之方式之一

，其必須同時遵守所屬國及我國之規範。採用嚴格的監理措施雖較能保護投資人，但外國發行人可能因遵法成本過高而不願來臺發行，不利於臺灣存託憑證之市場推廣，因此應如何權衡「保護投資人」與「市場推廣」之價值，值得探究。由於接受本文訪談之會計師 B 表示，遵法成本實際上並沒有想像中高，且投資人對於臺灣存託憑證市場缺乏信心乃目前臺灣存託憑證市場冷卻之重要因素。故本文認為，整體上應將存託憑證之監理密度提高，藉以提高投資人之投資信心；然而本文認為不應將所有類型存託憑證之規範一概提高至與國內上市公司相近，而應將臺灣存託憑證分級，將具有籌資功能之臺灣存託憑證提高至與國內上市公司類似之強度；不具籌資功能者亦應加強監理，但可低於國內上市公司之標準。如此一來，外國發行人得依其所選擇之發行類別適用不同強度之規範，可在一定程度上平衡雙重監理之問題及市場推廣。

其次，在資訊揭露不實之責任歸屬上，何人為臺灣存託憑證之發行人目前並無定論，惟本文認由證交法第 5 條及第 7 條之文義解釋可知存託機構為臺灣存託憑證之發行人，須對於公開說明書及財報不實負「無過失」及「全部」責任；而外國發行人則無須負任何法定責任。然而，相關資訊揭露之規範中，具有資訊揭露義務者皆外國發行人，存託機構僅是代外國發行人進行申報，使負有揭露義務之人免於對不實之資訊負責，反而由代為申報之主體負發行人責任，似有權責失衡之疑義，且課與存託機構過重之責任，可能使存託機構怯於從事存託業務。

對此本文建議修正證交法第 5 條之發行人定義，將外國發行人定義為發行人，使其對公開說明書及財報不實負「無過失」及「全部」責任，並強制外國發行人向我國的保險公司投保董監責任險，除可藉由保險公司分擔外國發行人董監之經營風險，且強制向我國保險公司投保，更能確保投資人求償之便利性，蓋若未將保險公司限於我國保險公司，投資人跨國求償之問題仍無法根治。

在存託機構責任的部分，本文則建議將存託機構排除於證交法第 5 條定義之發行人，並於證交法第 32 條及第 20 條之 1 中增訂責任主體，將存託機構納入規範，使存託機構對於公開說明書不實負擔「推定過失」、「全部」責任；對於財報不實負擔「推定過失」、「比例」責任。

除此之外，我國現行暫停交易制度並非透過交易所間的電腦連線，而須由外國發行人主動向證交所申報，若外國發行人未即時申報，將使投資人陷入摸黑交易，2014 年金衛醫療之事件即屬一例，故本文認為應加強暫停交易制度下「同步揭露」的效率，使投資人之保護更加完備。

此外，在強化臺灣存託憑證之相關法律制度後，尚須加強外國企業與我國的產業關聯性及市場性，透過政府研擬之相關政策、稅制優惠，吸引與臺灣產業有較強關聯性的大型外國企業來臺發行存託憑證募集資金，才能讓臺灣存託憑證市場更為健全。



## 參考文獻

### 中文資料（按筆劃排序）

#### 一、 書籍

1. 王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，實用證券交易法，2018年3月5版。
2. 曾宛如，證券交易法原理，2012年8月。
3. 劉連煜，新證券交易法實例研習，2018年9月5版。
4. 賴英照，最新證券交易法解析：股市遊戲規則最新證券交易法解析：股市遊戲規則，2017年9月3版。
5. 賴英照，證券交易法逐條釋義（第一冊），1984年。
6. 賴英照，證券交易法逐條釋義（第二冊），1985年。
7. 賴源河，證券管理法規，2000年7月。
8. 謝劍平，國際財務管理－跨國企業之價值創造，2014年再版。

#### 二、 學位論文

1. 李銷勳，跨國證券發行之相關法律問題研究－以證券、存託憑證、股票為中心，國立中正大學碩士論文，2004年。
2. 吳逸儒，臺灣存託憑證於我國證券交易法下之規範及存託機構責任，國立政治大學碩士論文，2017年7月。
3. 陳恩欣，論公開發行公司財務資訊不實之民事責任－以證券交易法第二十條之一為核心，國立政治大學碩士論文，2007年。

#### 三、 期刊

1. 王志誠，國際板之建置與改革：外國公司來臺上市之監理架構及對投資人之保護機制，保險資訊季刊，第30卷第1期，頁30-68，2017年3月。



2. 江美艷，國際會計準則全球實務及臺灣跨國企業因應之道，證券櫃檯，2008年6月號，頁39-49，2008年6月。
3. 李宜雯，淺談「發行人募集與發行海外有價證券處理準則」規範及近期修改重點，證券暨期貨月刊，第33卷第4期，頁15-29，2015年4月。
4. 林家璋、林岳霖，臺灣存託憑證市場發展歷程之回顧與展望，證券暨期貨月刊，第35卷第6期，2017年6月。
5. 邵慶平，證券交易法第20條第1項之民事責任主體不及於次要行為人？：以企業財報不實類型案例為中心，國立臺灣大學法學論叢，第42卷第1期，頁171-214，2013年3月。
6. 洪憲明，外國發行人來臺上市之投資人權益保護措施探討，證交資料，第605期，頁50-62，2012年9月。
7. 高珮菁，臺灣存託憑證發展外界關注議題，證券暨期貨月刊，第28卷第4期，頁6-17，2010年4月。
8. 張世潔，證券境外發行實務及法律規範，證券暨期貨月刊，第24卷第5期，頁25-45，2006年5月。
9. 陳彥良，臺灣存託憑證的法律性質，月旦法學教室，第176期，頁23-24，2017年6月。
10. 陳春山，不實財務報告之民事認法律適用爭議，證券暨期貨月刊，第22卷第6期，頁23-64，2004年。
11. 陳脩文，淺談重大訊息之「重大性」概念，證券暨期貨月刊，第30卷第8期，頁26-36，2012年8月。
12. 莊永丞，我國證券交易法再次發行之理論基礎與規範缺失，中原財經法學，頁1-66，2011年6月。
13. 甯國輝，存託憑證之發行實務淺論，證券管理，第5卷第5期，1987年9月。

14. 曾宛如，論證券交易法第二十條之民事責任—以主觀要件與信賴為核心，臺大法學論叢，第 33 卷第 5 期，頁 51-93，2004 年 9 月。
15. 劉連煜，資本市場發展視角下的台灣國際板市場（臺灣 F 股及 T 股）—外國公司來臺第一上市及第二上市的規範問題，法令月刊，第 64 卷第 4 期，頁 43-51，2013 年 4 月。
16. 駱芷葳，臺灣存託憑證資訊申報業務宣導會，證券服務，第 662 期，頁 107-109，2017 年 12 月。
17. 蕭凱，美國存託憑證的法律分析，經濟法論叢，第 2 期，頁 307-320，2008 年 9 月。
18. 戴銘昇，論美國證券詐欺之民事幫助責任—以聯邦最高法院 Central Bank 案為中心（On Civil Aiding and Abetting Liability of Securities Fraud in the USA: A Focus on Central Bank Case），華岡法粹，第 36 期，頁 161-196，2006 年 11 月。
19. 戴銘昇，證券交易法資訊不實免責要件之研究，台灣法學雜誌，第 308 期，頁 11-25，2016 年 11 月。
20. 戴銘昇，論證券交易法上之「有價證券」，華岡法粹，第 38 期，頁 137-182，2007 年 7 月。

#### 四、研究計畫與研討報告

1. 林國全、陳惟龍、蘇秀玲、陳茵琦，各國關於財務報告及公開說明書不實之損害賠償責任研究，證券投資人及期貨交易人保護中心委託專案研究，2013 年。
2. 吳壽山、謝文良、陳莉貞、高儀慧，臺灣證券交易所股份有限公司委託專題研究—研議得發行 TDR 之海外證券市場相關監理規範暨評估其妥適性，2012 年 1 月。
3. 張心悌、吳崇權、蘇秀玲、陳茵琦，F 股投資人保護所面臨之間

題及具體改善措施與建議，證券投資人及期貨交易人保護中心委託專案研究，2014年12月。

4. 臺灣證券交易所股份有限公司，外國企業來臺上市：發行臺灣存託憑證，2011年。
5. 臺灣證券交易所股份有限公司，上市公司「訊息面暫停交易機制」問答集，2015年12月。
6. 臺灣證券交易所股份有限公司，美國證券市場相關制度，2017年7月。

#### 五、網路資料

1. 公開資訊觀測站「臺灣存託憑證財務重點專區」，  
<http://mops.twse.com.tw/mops/web/t132sb05>。
2. 今周刊網站，<http://www.businesstoday.com.tw>。
3. 金融監督管理委員會網站，<https://www.fsc.gov.tw>。
4. 非凡新聞網，<http://www.ustv.com.tw>。
5. 香港交易所網站，<https://www.hkex.com.hk>。
6. 新加坡交易所網站，<http://www.sgx.com>。
7. 鉅亨網，<https://www.cnyes.com>。
8. 臺灣證券交易所網站，<http://www.twse.com.tw>。
9. 臺灣證券交易所 WebPro 3.0 影音傳播網，  
<http://webpro.twse.com.tw/webportal/schedule>。
10. 臺灣經濟新報網站，<https://www.tej.com.tw/twsite>。
11. 證券櫃檯買賣中心網站，<http://www.tpex.org.tw>。
12. 蘋果日報網站，<https://tw.appledaily.com>。

#### 外文資料（按字母排序）

##### 一、書籍

Loss, Louis (2<sup>nd</sup> ed., 1983), *Fundamentals of securities regulation*, Little,

Brown and company, Boston and Toronto.

## 二、 期刊

1. Royston, Jonathan W. (1985), The Regulation of American Depositary Receipts: Americanization of the International Capital Markets, 10 N.C. J. Int'l L. & Com. Reg. 87.
2. Spoons, Douglas B. (1933), Exploring American Depositary Receipts: The International Augmentation of U.S. Securities Markets, The Transnational Lawyer, Vol. 6,181.
3. Saunders, Mark A. (1993), American Depositary Receipts: An Introduction to U.S. Capital Markets for Foreign Companies, 17 Fordham Int'l L.J., 48.

## 三、 其他

1. Accessing the U.S. Capital Markets— A Brief Overview for Foreign Private Issuers, at <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/internatl/foreign-private-issuers-overview.shtml> (last visited 08/05/2018).
2. Financial Reporting Manual-Topic 6 Foreign Private Issuer & Foreign Businesses, at <https://www.sec.gov/corpfin/cf-manual/topic-6> (last visited 08/03/2018).
3. Guide to Public ADR Offerings in the United States, at <https://www.clearygottlieb.com/news-and-insights/publication-listing/guide-to-public-adr-offerings-in-the-united-states-2016> (last visited 10/03/2018).
4. Securities Act of 1933, at <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html#secact1933> ( last visited 07/20/2018 ) .
5. Securities Exchange Act of 1934, at

<https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html#secexact1934>  
( last visited 07/20/2018 ) .

6. U.S. Securities Offerings and Exchange Listing by Foreign Private Issuers, at <https://media2.mofo.com/documents/fpi-memo.pdf> , (last visited 08/10/2018).



## 附錄

### 附件一 證券業者 A 訪談逐字稿摘要

➤ 訪談日期：2018 年 10 月 24 日

➤ 訪談地點：臺北市

#### 問題一 請問您認為現行 TDR 法律制度有何建議？

台積電去美國發行 ADR 時，SEC 要確認外國發行人有承保董監責任險。我相信來發 TDR 的公司沒人去觸碰這個問題，可能原因是來發行 TDR 的公司不是像台積電一樣規模這麼大的公司。假設要求外國發行人來臺發行 TDR 時須承保董監責任險，是不是就能一部份修正資訊不對稱、投資人保護的風險。臺灣現在對董監責任險也逐漸要強制了，但 TDR 並未要求。當一旦要求原股公司承保董監責任險的時候，保險公司就進去了，投資人會比較放心。

爾必達是在東京證券交易所上市，來臺發行 TDR 的，後來爾必達下市了，但是那個案子爾必達是負責任的，因為在日本確定要破產時，有在臺灣同步揭露資訊，他也願意以下市的價格來買回。雖然投資人透過投保中心在告爾必達，但他們是負責任的，而且他們在臺灣也有一些東西可以被扣押。我認為爾必達的案子及後來的處理方式是一個標準，發行人也負責，也賠償了。其實說穿了，就是發行人負不負責，有沒有社會的責任，尊不尊重市場的規範，我認為爾必達是 OK 的。其他很多檔 TDR 都是台商回來發行的，很多弊案都是在炒差價，這些不良的例子把他弄掉之後，找一些好的例子，像是台積電、爾必達，如果把他行諸於法規該有的機制清楚一致，投資人會看的。如果以一個產業鏈來看，也就是以臺灣的特性來看，

還是有機會吸引到一些好的發行人來這裡籌資、跟供應鏈有更多的接觸、以及我們的資金比較便宜、甚至人才、技術。假設華為來臺發行 TDR，華為這種公司每年採購臺灣的高科基廠商的零組件、技術各種的，臺灣搞不好是世界第一，如果他能夠來發 TDR，當然不要考慮他是大陸的公司的話，還是要去找這樣的公司。這樣的公司來有什麼好處，我們現在基本上都要歡迎大家來臺灣上市，當然是希望原股來，但原股來都是小公司、大公司不會來。但大公司藉由發 TDR，跟我們 local 的上下游廠商有更多的接觸，這也許是藉由 TDR 讓臺灣股市擴大的機會。臺灣有哪些東西呢，臺灣有很多是屬於供應鏈的，除了 IC、半導體之外，我們是有供應鏈的，例如自行車、工具機，假設能夠把一些生產的東西移回到臺灣。像是中美貿易戰，有些人就要去美國上市或去美國設廠一樣。畢竟中美現在在打架，我們有沒有可能在這個情況之下，藉由發 TDR，讓 local 的產業有更多的緊密的合作，提高他的國際競爭力，這或許是一個市場的機會。這不是從法律面來看，因為除了法律面要完備，要透明、要一致之外，這才是讓市場健全發展，還有就是要市場性。這樣市場才做得起來，大家才會有信心。發行人來，當然希望是好的來。當初最早最早是希望大的公司來發 TDR，但來的都是小的。所以我們是不是還要回歸到最初始的目標，就是希望大的公司來。所以回歸到，應該要鼓勵跟臺灣有產業關聯性的大廠，或是要運用臺灣的人力、科技、資金的企業來臺灣發 DR。

## 問題二 如何鼓勵與臺灣有產業關聯性的企業來發行 TDR？如何使 TDR 市場更加活絡？

先把法制弄健全，先資訊透明。當然要給一些誘因，因為畢竟是外國人來，假設在賦稅上給一些優惠，承銷的成本臺灣是低的，其他就是要看我們承銷商了，像是凱基證、元大證能不能去找到好的發行人來。

另外一個是 MA，未來會有很多跨國性的、跟臺灣有關的合併會發生，那這種合併的東西，跟一個母國的發行人，假設在做 MA 來發 TDR，有沒有

可能藉由發 TDR 來籌資，進行併購的行為。TDR 來不外乎就是要募資，他是代表母國的 STOCK，募到的錢當然希望他用在國內，所以要做很多投資，包括 MA。換句話說在市場性來看，我們募到錢的資金應用，我不曉得現在 TDR 有沒有一些規範<sup>261</sup>，如果沒有的話，說不定可以運用政策來引到資金進行國內投資，當然包括 MA，這跟剛剛講的產業關聯性就有所連接了。以現在來看，我們都允許外國銀行的臺灣分行做為一個 entity 發行臺灣的債券，最新的法國興業銀行、BNP，在臺灣的分行可以發臺灣的債券，資金用在臺灣綠能。若是這個觀念是現在政府很須要推動的，為什麼不讓 TDR 成為更正統的籌資工具，讓 TDR 籌到的錢用在 domestic investment，當然包括 MA。在稅負上能不能給他一些優惠，在市場上、在資本市場的稅制上能不能給他一些優惠。因為人家來發 TDR 也會想說，那我募到的錢要怎麼辦，匯回母國也有匯率的風險，我想這也不是我們的本意。我們希望募到的錢，可以進進出出，甚至將來發行的單位數可以增加，可以增資。讓他可以取之於這邊、用之於這邊。這樣這些大公司會覺得，臺灣錢便宜，就去那邊募。就像我們國際板債券一樣，可以把 equity 的 TDR 做成像國際板的債券一樣，在臺灣募資，在地投資發展，落地生根、擴大。TDR 有增資的嗎？沒有。可見我們來發的，跟產業經營的關聯性是弱的，來的都不三不四。活起來有很多方式，法制架構要完整之外，另外就是稅或市場機會，market opportunity 就跟產業鏈有關、跟 domestic investment 有關。所以相關的弊案，由保險公司來 take risk，保險公司願意保你，代表他信任你。保險公司不是為了理賠而來的，雖然這是他的 job，他盡量會 prevent 這個 loss，你如果不好，他才不會保你。一定是大家互相尊重，我也覺得你的風險是我可以承擔的，我才會來嘛！

---

<sup>261</sup> 金管會於 2008 年 8 月 14 日修正外募發準則之規定，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，之後對於外國企業在台募集之資金無其他限制。



### 問題三 您認為是否應減輕存託機構之法律責任？

當初爾必達的存託機構是第一銀行，他們其實還不錯，有利用日本的分行來幫我們協調。承銷商理論上做完這個案子我就走了，可是存託機構其實是有一定的責任，可是存託機構也不能給他責任太大，大與不大你要判定一下，主管機關最近在修 Real Estate Investment Trust，房地產的 receipt，他的存託機構的責任在放寬，應該是信託法、信託業法下面的管理規則，下面的有關處理 REIT 的法規，可不可以將一部分放寬的東西，擺在存託機構。因為過去太嚴了，大家不敢做。一方面要課與存託機構責任，一方面也不可以給他太多責任，不然他就不來了。但是如果有董監責任險來配合，那就 OK，因為至少有人來轉嫁。所以對存託機構，我不敢講要嚴還是要鬆，如果你覺得太嚴就要放鬆，吸引人來，不然存託機構也會緊張，承銷商也會緊張。尤其是爾必達案子後，存託機構的責任就比較嚴格，但是如果董監責任險、有投資人保護中心，就 OK 阿，幹嘛要課與他這麼多責任，不然他就不做啦。我相信現在是最嚴的時候，因為出這麼多事，一定是愈弄愈嚴啊！用法令去規範市場行為，重也不行、輕也不行。TDR 從最早規範很鬆，到後來很多人來，又出事就變嚴，現在又要放鬆了。

### 問題四 請問您認為是否應提高 TDR 之上市標準？

TDR 來的都是國外的上市公司，國外的上市公司我們都有認可的交易所，交易所跟交易所之間都有資訊揭露的 MOU，除了時差沒有辦法之外，其實資訊理論上是通的，投資人要投資當然要有能力去追溯資料，理論上是國外交易所來的，雖然他的資訊揭露沒有國內的交易所嚴，但是一定有一個核准的交易所的 list，那這個 list 是不是要再檢討，說不定就 focus 在更成熟的交易所。所以我不認為資訊揭露是不足的，只是說有沒有辦法去 approach 那個資料，如果你窮盡你的努力都沒辦法找到那個資料，我覺得那才是真正的不對稱。如果只是因為時差、外文、懶得去追索那些資訊，都不是理由。身為一個 professional 的 investor，你的資訊當然是全球的。

當初一定為了放寬，找了一大堆交易所，那個可以再檢討。落差只是在投資人的程度問題，我覺得這只是方便性而已，TDR 是設計給專業的投資人的。加個董監責任險就是個方式，看起來是多一個規定，但這個規定就是看起來更安全。現在 TDR 都是冷凍的了，要再把他熱起來，也不宜讓他太嚴。現在很多外商要在臺灣設一些研發中心，會需要錢，雖然可以跟銀行借錢，但資本市場的錢可能更便宜。不見得要在上市的審查變嚴，反而要讓來發 TDR 的理由充分，畢竟他是一個工具。真正的重點是為什麼要用這個工具。檢討來發 TDR 的跟產業鏈、產業政策、經營理由上，可以更深入、再宣傳一些。畢竟是一個籌資工具，臺灣的資金已經很便宜了，有這籌資工具沒人用，就要去檢討。可能是因為管太緊、大家都不知道、不懂或不敢用，把這些疑慮慢慢去除。用法制、稅法、董監責任險、市場，有這麼多機會為什麼不來。



## 附件二 會計師 B 訪談逐字稿摘要

➤ 訪談日期：2018 年 10 月 24 日

➤ 訪談地點：臺北市

### 問題一 為什麼近年來 TDR 市場逐漸冷卻？

會計師：我國對 TDR 的規範比較鬆，都是尊重原上市地，由於 TDR 揭露的頻度跟深度與國內上市公司不同，會感覺資訊揭露不足。像國內上市公司須提供季報，但 TDR 公司只須要遵守原上市地之規定，導致 TDR 市場冷卻。

### 問題二 應如何平衡投資人保護及市場推廣？

會計師：主管機關不想增加企業負擔，資訊揭露雖然有成本，但對於在證券交易市場上總體的成本是不大的，因此主管機關應該可以要求 TDR 公司遵守國內上市公司之規定。如此一來，投資人在投資 TDR 時，比較不會有差異太大的感覺。

### 問題三 我國並未詳細規範會計原則不同應如何調節，是否有重大影響？

會計師：如何調節是會計師和律師的事，而且國際上各國大多已經採用國際財務報導準則，我國也是。只剩美國還是用美國一般公認會計原則，但美國也逐漸在進行調和，使美國一般公認會計原則與國際財務報導準則拉近，所以準則差異不是太大的困難。