

中華民國證券商業同業公會

委託專題研究

海外企業第一、二上市櫃
證券承銷商之法律風險研究
期末報告

計畫主持人 武永生

共同計畫主持人 蘇松欽

研究人員 葉淑玲

陳茵琦

高儀慧

2009年12月



財團法人中華民國
證券暨期貨市場發展基金會
SECURITIES & FUTURES INSTITUTE

目錄

第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 研究方法與範圍.....	2
第三節 研究流程.....	4
第二章 外國證券於我國掛牌相關之法律風險分析.....	5
第一節 承銷國外發行證券面臨之法律風險類型.....	8
第二節 國外發行人類型與其相關法律風險分析.....	30
第三節 專家於承銷國外發行證券之相關法律責任.....	46
第三章 辦理外國證券掛牌業務之承銷商責任及法律風險比較研究.....	58
第一節 美國.....	58
第二節 日本.....	84
第三節 香港.....	95
第四節 新加坡.....	113
第五節 辦理外國證券掛牌業務之承銷商責任與法律風險之比較 研究.....	119
第四章 外國企業發行證券來台掛牌之承銷商相關法律責任與風險管理	
第一節 承銷商之法律責任與風險管理.....	124
第二節 投資人之保護.....	138
第五章 結論與建議.....	146
參考資料	
附錄：海外企業第一、二上市櫃證券承銷商之法律風險研究初稿報告諮 詢委員會會議紀錄	

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

為增加我國證券市場競爭力，建立台灣國際資本市場，打造亞太金融中心，金管會已於97年9月11日宣布開放國外企業來台第一、第二上市櫃，並陸續放寬海外企業回台掛牌條件，相關措施如鬆綁資金進出、申請程序、過去獲利門檻等，期提高海外企業來台掛牌之誘因，並吸引匯出海外的資金回流。在相關政策宣布放寬後，已有不少台資企業表達返台掛牌意願，尤其以大陸台商最積極。

所謂第一上市櫃，係指未於任何外國交易所掛牌的企業，直接以設立於外國的公司股份，於臺灣證券交易所或櫃買中心直接掛牌交易。目前很多外國企業，係透過在第三地設立新的控股公司名義申請來台上市，因考量控股公司當地國法制的彈性及控股公司的設立及維護成本，很多企業選擇在境外租稅天堂設立控股公司，包括香港、美國等地的資本市場，也有接受於開曼群島或百慕達設立的公司至其境內掛牌交易。

第二上市櫃，則是指已經在外國證券交易所掛牌的企業，透過台灣存託憑證的方式於台灣的資本市場實施第二掛牌。通常該上市櫃公司本身已經接受特定國家的監理機構審查及定期性資訊公開的要求，且透過交易所間資訊交換的協定，大都能取得第二上市(櫃)公司的即時資訊。

在競爭的環境下，目前全球各地的資本市場，包括美國、香港、新加坡等，皆提供眾多的誘因，希望各地績優企業能前來掛牌，吸引全世界的投資資金流入，達到資本市場國際化的目標。而各國在吸引外資至當地掛牌籌資之同時，多採透過會計師查核簽證及承銷商輔導上市(櫃)承銷，以確保資訊透明化。我國主管機關為了配合海外企業來台上市，

也要求證券承銷商從申請上市(櫃)到企業掛牌二年內，都須協助海外企業遵循相關法規，將審核把關責任轉移給輔導券商。此外，金管會也規定海外企業來台第一上市(櫃)必須由國內承銷商、會計師承辦，且會計師不得使用分攤責任制，即使無法親自到海外廠房查帳，也必須對海外企業的財報完全負起責任。

就證券承銷商的角度觀察，其辦理海外企業來台第一、第二上市櫃承銷程序中，包括在輔導階段及承銷配售階段，可能面對的法律風險，有來自證券承銷商與投資人、發行公司間，甚至與其他主協辦承銷商間之共同承銷。然而，證券承銷商應如何掌握這些海外企業財務及營運狀況？一旦發生外國發行人掛牌所衍生之損害投資人權益之糾紛，由於現行的法令並未限制第一上市公司設立地的選擇，因此，第三地國的公司法對於投資人的保護是否足夠？如何跨國求償？不無疑問。在外國企業來台上市(櫃)必須由承銷商推薦的要求下，證券承銷商在面臨針對海外企業來台掛牌的相關帳務品質、投資人權益保障等責任，能否妥善控管相關法律風險？是否有可能造成證券承銷商承擔過高的法律風險之疑慮？實有必要進一步加以探討。

第二節 研究方法與範圍

本報告蒐集國內外有關外國發行人掛牌之相關規範，以了解承銷商之責任及其所必須承擔之風險，並於歸納分析後，提出未來我國對於海外企業來台上市櫃，關於證券承銷商等專家之相關規範建議。

本研究共分為五章，茲將其內容作一梗概說明：

第一章：包括研究動機與目的、研究方法與範圍。

第二章：概述海外企業來台掛牌，承銷商可能面臨的法律風險類型，並分析會計師、律師等專家之法律責任，以及外國發行人之法律風險，以探討證券承銷商之可能面臨之法律風險範圍。

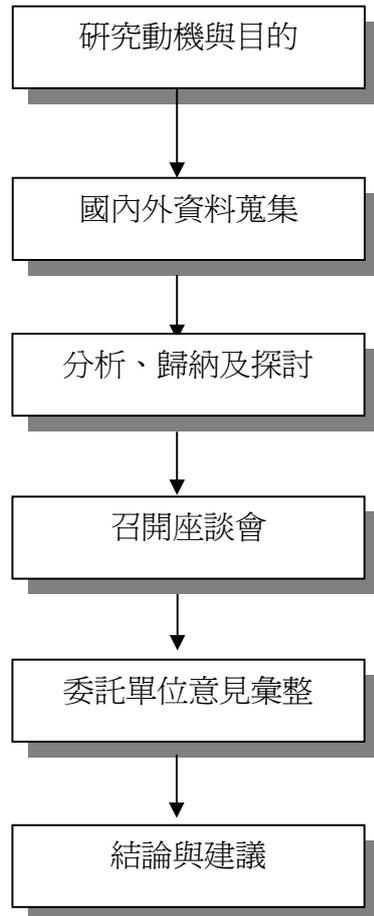
第三章：蒐集並比較美國、日本、香港、新加坡等地承辦外國發行人掛牌之承銷商責任及其風險。

第四章：分析我國承銷商之責任及風險，以及檢視在現行海外企業來台掛牌架構下對投資人權益保障之規範與實踐情況。

第五章：綜合歸納主要建議作為結論，提出具體建議事項供主管機關參考。

第三節 研究流程

本研究的流程如下：



第二章 外國證券於我國掛牌相關之法律風險分析

在國際化、自由化潮流下，為加速我國資本市場與國際接軌，政府自民國 80 年代起即已逐步推動外國企業來台掛牌，包括開放外國企業來台發行台灣存託憑證、公司債及以原股來台上市(櫃)等。近年來更進行從事金融改革，以完備我國資本市場各項制度，塑造良好投資環境，積極推動海外企業來臺掛牌計劃。

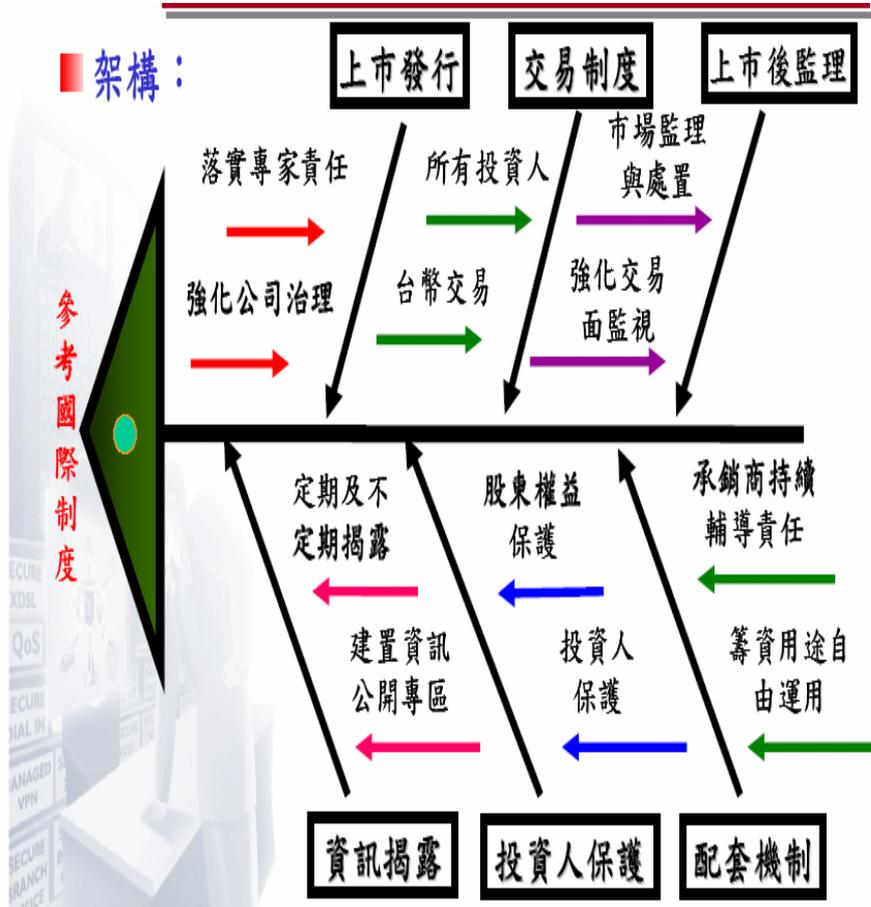
為加強海外企業與台灣本地市場的連結，增強台灣的股市金融誘因，2008 年 3 月 5 日行政院通過「推動海外企業來台掛牌 123 計畫」¹，主管機關隨即配合修訂相關規範，導引優良台商利用國內資本市場現有優勢回台上市(櫃)，鼓勵企業在台投資，並滿足投資人多元化投資需求、擴大市場規模，提昇我國市場競爭力，使台灣證券市場更邁向國際，許多相關開放措施更陸續採行，包括放寬國內企業募資赴大陸投資限制、放寬海外企業來台上市(櫃)資格限制及籌資赴大陸投資限制、開放香港及韓國交易所掛牌企業來台第二上市(櫃)、持續簡化海外企業來台上市(櫃)相關程序及開放海外科技事業來台第一上市(櫃)等。因此，在海外企業來台上市(櫃)資格條件陸續鬆綁後，海外企業及台商在第三地設立的公司，只要符合相關條件，皆可申請回台上市(櫃)。

依現行法令，海外企業如欲申請其有價證券來台上市，可選擇原股第一上市(櫃)或第二上市(櫃)等方式，為落實對海外企業來台上市(櫃)的監理，俾利健全市場運作暨保護投資人，也強化相關配套機制，包括藉重證券承銷商、會計師及律師等專家職責，

¹ 所謂 123 計畫，1 是指「第一掛牌」，即新增第一掛牌交易；2 是指有兩大市場可以投入，分別是興櫃市場與一般上市上櫃市場；3 是指三大好處，即促進企業與台灣市場的緊密連結、滿足投資人多元需求、及提升資本市場的國際化與競爭力。

並加重輔導承銷商、會計師之責任，以及充分資訊揭露與落實公司治理等。茲以海外企業來台上市為例，圖示架構如下：

圖 2-1：海外企業來台上市架構圖



資料來源：台灣證券交易所網站

整個海外企業來台上市（櫃）的過程中，除發行公司本身外，承銷商、會計師、國內外律師等都有非常重要的貢獻。本章以下擬分現行法令就承銷商、發行公司、會計師及律師等專家在海外企業來台上市櫃中之角色及職責，試探討證券承銷商可能面臨之法律風險範圍。

表 2-1：證券市場中介機構之主要角色、功能

階段	工作項目	承銷商	會計師	律師
掛牌前	內部控制制度	整合各方意見	財會、內控	與法律事項相關議題，例如： -申請公司當地公司法制、股東權益保護水平 -申請公司各項法令遵循 -申請公司重要契約
		協助建立內部控制制度	出具內控審查報告	
	財務報告	DD(內控、帳務)	出具查核意見	
		協助公司編製財務預測	建議公司採用何種會計原則較為妥適	
		協助公司編製財務預測	評估資產是否有減損情形	
	股權規劃	建議公司如何進行股權規劃(尚須會計師與律師配合執行)	考量移轉訂價及節稅目的，建議並協助公司進行股權架構調整	
	稅務規劃	建議公司如何進行稅務規劃(尚須會計師與律師配合執行)	為公司及大股東進行稅務規劃	
	承銷	-暫訂承銷價 -對發行公司撰寫公開說明書予以協助		
	評估事項	評估公司是否符合掛牌條件，是否有不宜掛牌情事蒐集產業資料或委請專家分析，以瞭解公司現況與未來發展、撰寫評估報告		
法律事項			出具法律意見書、 出具法律事項檢查表：公司章程有關股東權益保障水平	
審查階段	補充說明	-是否符合上市標準 -不宜上市(櫃)之評估	財務報表議題	重大契約等法律事項

表 2-1：證券市場中介機構之主要角色、功能(續前頁)

階段	工作項目	承銷商	會計師	律師
上市 (櫃)後	平時例外管理	-協助公司配合證交所/櫃買中心要求辦理相關事宜 -協助公司至證交所/櫃買中心作相關說明	財務報告、內控遵循	
	法令遵循	-對公開說明書、承銷商評估報告相關內容負其責任協助公司遵循證券相關法令、證交所/櫃買中心章程、公告事項、上市契約 -履行上市承諾事項 -協助董、監、總經理、發言人、財會主管、研發主管、內稽主管瞭解相關法律責任 -公司發布重大訊息、召開記者會、公告財務報告前得視需要徵詢承銷商意見	對公開說明書相關內容負其責任	對公開說明書相關內容負其責任

註：本表格僅重點列示，中介機構尚擔負其他角色、功能，並不限於本表所示。

資料來源：與中介機構合作落實IPO品質，2008承銷商與會計師研習會，臺灣證券交易所，2008年12月2日

第一節 承銷國外發行證券面臨之法律風險類型

現行法令之相關規範，已就證券承銷商在辦理海外企業來台上市(櫃)過程中，應盡之職責範圍與法律責任（包括：民事、刑事與行政責任）進行規範，因此，一旦證券承銷商在辦理海外企業來台上市(櫃)之過程中，違反相關法令之規範，將面臨法律責任風險。本節先將就相關規範對證券承銷商在辦理海外企業來台上市(櫃)之職責範圍加以說明，並歸納其可能面臨之法律風險類型。

第一項 現行法律相關規範與分析

一、承銷商之角色

海外募資或掛牌最主要的原因之一便是能以最好的價格募得公司營運所需資金，承銷商掌握資金來源，也是公司與投資人間協調溝通的橋樑，是海外企業來台上市(櫃)的關鍵角色。證券承銷不僅受外國發行人委任辦理相關事項，同時也必須對投資人負責。

二、現行法令之相關規範

現行法令對證券承銷商在辦理海外企業來台上市(櫃)應盡之主要職責，主要依據證券交易法、相關行政命令、台灣證券交易所/櫃買中心與券商公會之規範：

(一) 證券交易法

- 第 32 條：證券承銷商對公開說明書之資訊揭露責任
- 第 79 條：公開說明書之代理交付
- 第 20 條：一般反證券詐欺之相關規定

(二) 行政命令

1.外國發行人募集與發行有價證券處理準則

序號	條次	法條內容	備註
	第 6 條	外國發行人申報募集與發行有價證券，除發行普通公司債及興櫃公司辦理現金增資發行新股未提撥發行新股總額之一定比率對外公開發行外，應依規定委請證券承銷商評估並出具評估報告。	證券承銷商受外國發行人委請： 1.進行評估 2.出具評估報告。
2	第 7 條 第 5 款	證券承銷商出具之評估報告，未明確表示本次募集與發行有價證券計畫之可行性、必要性及合理性者，主管機關得退回有價證券之募集與發行。	評估報告應明確表示就本次募集的：1.可行性；2.必要性；3.合理性
3	第 9 條	外國發行人募集與發行有價證券，經申報生效後，除受讓本國公司股份、依法律規定合併或收購本國公司而發行股票、參與發行臺灣存託憑證及發行普通公司債者外，須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，且於訂約之日起二日內，將訂約行庫名稱、訂約日期等相關資料輸入主管機關指定之資訊申報網站，其代收及專戶存儲價款不得由行庫之同一營業單位辦理。俟收足價款後始得動支，並於收足價款之日起二日內將收足價款之資訊輸入本會指定之資訊申報網站。上述募集款項之匯出，應由主辦證券承銷商依管理外匯條例相關規定辦理。	

4	第 18 條 第 2 款	募集與發行臺灣存託憑證，應備置公開說明書，其內容除依外國發行人所屬國及上市地國法令規定編製外，並應記證券承銷商評估總結意見。	承銷商於發行 TDR 的公開說明書應出具「評估總結意見」。
5	第 20 條	外國發行人參與存託機構發行臺灣存託憑證，應先交付公開說明書；除受讓本國公司股份、依法律規定合併或收購本國公司而參與發行臺灣存託憑證者外，應委託證券承銷商辦理公開承銷。存託機構不得兼辦同一次臺灣存託憑證發行之承銷業務。	證券承銷商辦理 TDR 募集發行之公開承銷。
8	第 43 條	第一上市（櫃）公司及興櫃公司募集與發行股票，應備置公開說明書，公開說明書之封裏，應刊印與本次發行有關之機構或專家資料（包括證券承銷商、代辦股務機構、最近年度財務報告簽證會計師、出具法律意見書律師其他律師（如外國發行人所屬國律師））意見者，應一併揭露該律師資料。公開說明書之內容，應記載證券承銷商之評估總結意見。	第一上市(櫃)之公開說明書： 1. 封裏：有關之機構或專家資料 2. 內容：證券承銷商之「評估總結意見」為公開說明書的一部份。
9	第 44 條	第一上市（櫃）公司及興櫃公司募集與發行股票，應先向認股人交付公開說明書，除受讓本國公司股份、依法律規定合併或收購本國公司而發行股票及興櫃公司募集與發行股票未對外公開發行者外，應委託證券承銷商辦理公開承銷。	證券承銷商辦理第一上市（櫃）公司及興櫃公司募集與發行股票公開承銷。
10	第 52 條	第二上市（櫃）公司募集與發行股票，應備置公開說明書，其內容除依外國發行人所屬國及上市地國法令規定編製外，並應記證券承銷商之評估總結意見。	第二上市(櫃)之公開說明書之內容：證券承銷商之「評估總結意見」為公開說明書的一部份。

資料來源：本研究整理

依該處理準則規定，外國發行人來台掛牌，應向主管機關申報，申報文件中並應包括證券承銷商所出具的「評估報告」。外國發行人在進行第一、二上市（櫃）公司及興櫃公司募集與發行時，其公開說明書之內容中應包含受委任之證券承銷商所出具的「評估總結意見」，並由證券承銷商辦理該次募集發行之公開承銷。

2. 證券商管理規則第 26 條（對主辦承銷商獨立性之要求）

（三）證券交易所/櫃賣中心規則

1. 臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則（上市）/ 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（上櫃）

（1）臺灣證券交易所其有價證券上市審查準則第三章訂有「外國有價證券之上市」專章。

序號	條次	法條內容	備註
1	第 27-1 條	外國發行人申請股票第二上市或參與存託機構發行台灣存託憑證，除需經經濟部工業局或證交所委託之專業機構出具其係屬科技事業暨其產品或技術開發成功且具有市場性之明確意見書，並需經證券承銷商書面推薦。	第二上市：經證券承銷商書面推薦。

2	第 28-1 條	1.外國發行人申請股票第一上市，需經二家以上證券承銷商書面推薦者。 2.外國發行人申請股票第一上市者，若外國發行人或占其整體營業收入百分之五十之從屬公司取得經濟部工業局或本公司委託之專業機構出具其係屬科技事業暨其產品或技術開發成功且具有市場性之明確意見書，經二家以上證券承銷商書面推薦	第一上市：2家以上證券承銷商書面推薦。
3	第 28-2 條	1.辦理第一上市之證券承銷商，應已登記為中華民國證券商業同業公會之會員，並在中華民國境內設有營業處所。 2.主辦證券承銷商須以書面承諾已履行盡職調查程序，其所出具之評估報告及其他書件暨附件均屬真實，且無隱匿或遺漏外國發行人之重要財務業務資訊。 3.外國發行人及其董事應協助證券承銷商進行盡職調查程序，並提供所需之資料。 4.外國發行人應於上市掛牌日起至其後二個會計年度止繼續委任主辦證券承銷商協助其遵循中華民國證券法令、證交所章程暨公告事項及上市契約。但依前條第二項規定申請第一上市者，其繼續委任期間應不少於三個會計年度。	辦理第一上市之證券承銷商 1.資格：公會會員+境內設有營業處所。 2.職責：履行盡職調查程序+書面承諾 3.持續輔導責任(2年)。
4	第 28-10 條	外國發行人申請股票第一上市，應先將其上市申請書件所記載之股份總額百分之十，全數以現金增資發行新股之方式，並準用證券交易法第七十一條第一項包銷有價證券規定，委託證券承銷商辦理上市前公開銷售。	委託證券承銷商辦理上市前公開銷售

資料來源：本研究整理

證交所對辦理外國發行人來台掛牌證券商之管理，除要求證券承銷商應在中華民國境內設有營業處所，並要其書面承諾履行「盡職調查」程序。此外，更特別要求證券承銷商兩年的「持續輔導」責任。

(2) 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

序號	條次	法條內容	備註
1	第 4 條	1.外國發行人申請股票第一上櫃者，應經二家以上證券商書面推薦者。惟應指定其中一家證券商係主辦推薦證券商，餘係協辦推薦證券商。推薦證券商應與外國發行人簽有輔導股票上櫃契約。外國發行人應於上櫃掛牌年度及其後二個會計年度內繼續委任主辦推薦證券商協助其遵循我國證券法令、櫃買中心規章暨公告事項及外國發行人股票第一上櫃契約。 2.外國發行人申請股票第一上櫃者，於興櫃股票市場交易滿六個月以上，但主辦推薦證券商倘有異動者，發行人應由新任之主辦推薦證券商進行輔導，且再於興櫃股票櫃檯買賣滿六個月以上，始得提出上櫃之申請。 3.申請股票第一上櫃之外國發行人，如股票已通過外國主要證券市場掛牌審查，於通過該掛牌審查之有效期間內，申請其股票第一上櫃者，得專案申請縮短於興櫃股票市場交易之期間，但該期間仍不得少於二個月，且主辦推薦證券商於該期間內不得有所異動，排除 2.規定之適用；但經檢具獨立董事就任及董事會改組之預定執行計畫專案申請核准者，至遲應於申請第一上櫃之股票掛牌前，符合董事會獨立執行其職務之規定。	辦理第一上櫃之證券承銷商： 1.簽訂「輔導股票上櫃契約」。 2.輔導股票上櫃契約。 3.經 2 家以上證券承銷商書面推薦。
2	第 6 條	1.外國發行人初次申請股票櫃檯買賣者，應提出擬上櫃股份總數一定比率之股份，且應全數以現金增資發行之新股委託第四條第一項第九款之推薦證券商辦理承銷。上開以現金增資發行之新股，外國發行人應全數辦理上櫃前公開銷售。 2.外國發行人除依前項規定，提出一定股份委託推薦證券商辦理承銷外，亦得以公司已發行之股票作為推薦證券商穩定承銷價格之過額配售；此部分亦屬委託推薦證券商辦理承銷之一部分。	

3	第 7 條	1.外國發行人初次申請股票櫃檯買賣者，應至少提出擬上櫃股份總額百分之十以上股份委託推薦證券商辦理承銷，但依該比率計算之承銷股數如未達一百萬股者，以不低於一百萬股之股數辦理承銷；依該比率計算之承銷股數如超過一千萬股以上者，以不低於一千萬股之股數辦理承銷。 2.外國發行人開始為興櫃股票櫃檯買賣未滿二年者，依本規定提出承銷之股數，得扣除其前已依法提出供興櫃股票推薦證券商認購之股數；但扣除之股數不得逾依本規定提出承銷之股數之百分之三十。	
4	第 8 條	依第四條第一項第九款推薦股票為櫃檯買賣之證券商，應為中華民國證券商業同業公會登記之會員，且於我國境內具備證券商承銷商及櫃檯買賣自營商之資格，並應符合證券商管理規則第二十三條規定之條件。 2.外國發行人與推薦證券商具有下列各款情事之一者，櫃買中心拒絕接受該推薦證券商所出具之評估報告，且不同意其有價證券上櫃： 一、有證券商管理規則第二十六條所列情事。 二、屬同一集團企業。	1.券商資格：公會會員+境內設有營業處所。 2.訂有利害衝突條款。
5	第 26 條	外國發行人申請股票第二上櫃案於奉主管機關核准發行後，應依相關規定委託推薦證券商辦理承銷。	
6	第 29 條	外國發行人暨受其委託之存託機構初次申請櫃檯買賣於奉主管機關核准發行台灣存託憑證後，應依相關規定委託推薦證券商辦理承銷。	

資料來源：本研究整理

櫃買中心對辦理外國發行人來台掛牌證券商之管理，與證交所之要求類似，上述有關證券商應與外國發行人簽訂「輔導股票上櫃契約」，及外國發行人與證券商承銷商間有利害衝突迴避的要求，證交所在「主辦證券商承銷商受託協助第一上市公司遵循我國法令暨本公司上市相關規章應行注意事項要點」有類似規範。

2.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 (上市)/財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心審查外國有價證券 櫃檯買賣作業程序(上櫃)

序號	條次	法條內容	備註
1	第 4 點	1.外國發行人暨其存託機構申請臺灣存託憑證上市案，證交所承辦人員於受理外國發行人所發行有價證券上市申請案後，應就申請書件及其附件，進行書面審查，其審查要點、程序及期限，包括檢查證券商承銷商評估報告有無依中華民國證券商業同業公會訂定之「外國發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告應行記載事項要點」規定，為詳盡之記載，並填具「證券商承銷商評估報告檢查表」。 2.外國發行人申請股票第二上市案，證交所承辦人員檢查證券商承銷商評估報告有無依中華民國證券商業同業公會訂定之「外國發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告應行記載事項要點」規定，為詳盡之記載，並填具「證券商承銷商評估報告檢查表」。	1.進行書面審查 2. 審查要點：包括「外國發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告應行記載事項要點」規定。 3. 填具「證券商承銷商評估報告檢查表」
2	第 4-1 點	1.承辦人員於受理外國發行人申請股票第一上市案件後，應就申請書件及其附件，暨外國發行人、證券商承銷商或會計師提供之其他資料進行書面審查，包括：證交所視審查需要，得洽請外國發行人、證券商承銷商及簽證會計師檢具相關資料並提供說明進行審查。 2.證券商承銷商及會計師辦理外國發行人申請股票第一上市案件，適用證交所「證券商承銷商申報輔導公司基本資料作業辦法」、「股票初次上市之證券商承銷商評估報告應行記載事項要點」、「證券商承銷商辦理股票初次上市案之評估查核程序」、「就證券商承銷商所提出評估報告或其他相關資料缺失處理辦法」及「對初次申請股票上市案簽證會計師查核缺失處理辦法」規定。	證交所必要時可採行的手段

資料來源：本研究整理

對外國發行人來台掛牌證券商之審查，證交所/櫃買中心原則上係採書面審查的方式，不進行實地查核。書面審查中將對證券商承銷商有無依據券商公會頒布之「外國發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告應行記載事項要點」，並填具「證券商承銷商評估報告檢查表」進行審查。此外，證交所/櫃買中心認為必要時，得洽請外國發行人、證券商承銷商及簽證會計師檢具相關資料並提供說明進行審查。

3.臺灣證券交易所股份有限公司證券商承銷商辦理股票初次申請上市案之評估查核程序

為強化證券商上市前之輔導功能，證交所就對外國發行公司申請股票第一上市案件，要求之評估查核程序包括：

- 承銷商評估應以合併財務資料為依據
- 承銷商對外國發行公司申請股票第一上市案件之風險事項時，應採取之評估程序。
- 承銷商應評估申請公司之法令遵循事項，並取具律師法律意見書，但**不強制**承銷商自行洽律師表示意見。
- 應評估申請公司或其從屬公司有無不宜上市情事
- 承銷商應評估外國發行公司是否以特定行業或組織型態公司申請股票上市。
- 以投資控股公司或金融控股公司申請上市者，承銷商就其被控股公司亦應就相關事項進行評估。

4.臺灣證券交易所股份有限公司外國發行人第一上市後管理作業辦法、臺灣證券交易所主辦證券商承銷商受託協助第一上市公司遵

循我國法令暨本公司上市相關規章應行注意事項要點（上市後監理）/財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心主辦推薦證券商受託協助第一上櫃公司遵循我國法令暨本中心上櫃相關規章應行注意事項要點同國內上櫃公司現行規定²（上櫃後監理）

- (1) 臺灣證券交易所為明確規範主辦證券商承銷商之權責範圍，業對其受託協助第一上市公司遵循我國法令相關規章之相關應行注意事項，於 97 年 11 月 5 日訂定「主辦證券商承銷商受託協助第一上市公司遵循我國法令暨本公司上市相關規章應行注意事項要點」。另櫃買中心亦於 97 年 11 月 4 日發布「主辦推薦證券商受託協助第一上櫃公司遵循我國法令暨本中心上櫃相關規章應行注意事項要點」之規定。
- (2) 有關外國企業第一上櫃後之資訊申報、重大訊息申報、重大訊息說明記者會、函請改善、處以違約金、預收款券、停止買賣及終止上櫃之規定，基於國民待遇原則，原則上比照國內上櫃公司現行規定辦理。

5. 臺灣證券交易所對「第一上市」主辦承銷商責任之參考原則

為釐清及劃一證券商承銷商輔導外國企業來台上市案件之相關責任，提醒主辦承銷商在上市前之輔導作業、企業申請第一上市過程中以及上市後受託協助第一上市公司遵循我國相關法令規章時，應確實履行之職責及注意事項，臺灣證券交易所已彙總整理相關資料，針對第一上市主辦承銷商，提供其辦理外國企業來台上市之參考。該份參考原則中已就主辦承銷商之角色、獨立性要求、主辦承

² 海外企業來台上櫃後監理之相關法規包括：證券商營業處所買賣有價證券業務規則、對有價證券上櫃公司資訊申報作業辦法、對上櫃公司重大訊息之查證暨公開處理程序、上櫃公司重大訊息說明記者會作業程序、審閱上櫃公司財務報告作業程序、就上櫃公司財務業務平時及例外管理處理程序、主辦推薦證券商受託協助第一上櫃公司遵循我國法令暨本中心上櫃相關規章應行注意事項要點、就推薦證券商之評估報告或相關資料缺失處理辦法。

銷商從事第一上市輔導人員之資格要求、證交所對主辦承銷商合理盡職審查之具體要求，以及主辦證券承銷商在上市過程中應善盡之職責與上市後責任。該份參考原則也彙整證交所對主辦承銷商之違規處置、上市後對主辦承銷商之違規罰則。

有鑒於盡職審查往往成為證券承銷商在面臨相關法律責任之主要抗辯事由，茲列示證交所列舉之參考項目，以及未遵循相關規定可能面臨之罰則如下：

主辦承銷商應執行之一般評估查核程序	<ol style="list-style-type: none"> 1.需對外國發行公司所屬國、主要營業地及上市地國之總經、法令等風險因素，評估該公司之財務、業務事項。 2.推薦上市理由、承銷價格合理性之依據及承銷風險因素。 3.產業狀況及營運風險-所屬行業營運風險、發行公司營運風險、技術研發及專利權、人力資源分析、產品之成本分析、匯率。 4.營業概況-業績、主要進銷貨客戶變化、應收款項及存貨淨額變動之合理性、併購之目的、效益。 5.財務狀況-財務比率分析、查閱財務報告、擴廠評估、轉投資事業及重大投資案。 6.公司治理執行情形、了解外國發行人之內部控制實際執行落實情形及簽證會計師對其內控建議事項是否無重大異常。 7.取具法律意見書，以評估外國發行公司及其負責人、董監事、總經理等，對相關法令及股東權益保障事項之遵循，以及契約限制之合理性。 8.依據本公司「有價證券上市審查準則」第二十八條之八各款之規定進行評估。 9.集團企業、母子公司之補充規定評估。 10.基於行業特性、致有未涵蓋之查核程序者，得自行增加查核程序，並敘明其情況暨相關影響性。 11.有責任對重大期後事項加以更新說明與評估。
就申請案件財務業務應行補充說明事項	<ol style="list-style-type: none"> 1.會計師就合併財務報告事項、所採用會計原則與我國一般公認會計原則之相關差異情形說明及意見有無重大異常。 2.銷貨及應收帳款管理情形。 3.進貨及存貨管理情形。 4.轉投資事業與關係人交易之評估。 5.其他財務業務狀況之評估-背書保證、重大承諾及資金貸與他人、衍生性商品交易及重大資產交易、法令遵循或重要事項對公司營運之影響、財務業務是否能與他人獨立劃分、股務代理機構、私募對象及價格訂定之合理性等。 6.檢視外國發行人之內部控制及內部稽核制度執行落實情形。 7.集團架構及上市前重組概況。

	<p>8.兩岸三地接單、生產、銷貨政策變化及未來一致性之計畫。</p> <p>9.評估有無我國企業迂迴以外國公司來台上市之情事。</p> <p>10.其他書面審查未能釐清事項。</p>
主辦承銷商之違規處置	<p>(一) 依據： 證交所就證券承銷商所提出評估報告或其他相關資料缺失處理辦法。</p> <p>(二) 缺失認定標準： 1. 評估報告或相關資料內容有虛偽或隱匿之情事者。 2. 外國發行人有違反證交所有價證券上市審查準則第28-5條或第28-6條情事所訂不宜上市情事，而證券承銷商未予說明者。 3. 評估報告之記載事項有重大遺漏或明顯錯處者。 4. 財務分析明顯錯誤或選樣公司明顯不適當者。 5. 所引用之資料有誤者。 6. 應採證資料因未盡相當之注意，致未取得客觀合理證據者。 7. 委請之專家或其所出具意見不合規定，而未予充分說明者。 8. 未按期限申報輔導資料，或申報之資料內容有錯誤、遺漏之情事且未有合理說明者；或有未依規辦理申報事項經通知其改善而仍未改善者。 9. 其他經證交所認為屬明顯缺失，應予處分者。 10. 財務預測資訊之稅前純益預測數與實際數相較，顯有重大差異，且未有合理原因者。</p> <p>(三) 罰則： 1. 缺點累計情形應定期在集中交易市場公告。 2. 依其累計處記之缺點，證交所得拒絕接受其所出具之評估報告三個月至十二個月。 3. 情節嚴重者應建請主管機關處理。 4. 受處記缺點之承銷商承辦人員應參加進修課程並取得證明，未依規辦理者，證交所得不受理該等人員承辦之案件。</p>
上市後對主辦承銷商之違規罰則	<p>1. 主辦證券承銷商於其委任契約存續期間有違反證交所審查準則、注意事項要點及其他相關規定者，證交所得視其情節輕重，處記缺點三至十點。</p> <p>2. 主辦證券承銷商經處記缺點之情節嚴重者，證交所於一定期間內得拒絕接受其所出具之評估報告。</p> <p>3. 如因可歸責於主辦證券承銷商之事由，致違反委任契約之規定，主辦證券承銷商應對第一上市公司因此而造成之損害（如證交所對第一上市公司所處之違約金、變更交易、停止買賣、終止上市等，但不限於此）負損害賠償責任。</p> <p>4. 其他個案涉有疏失者，證交所得視其具體缺失情事，經報請主管機關核備後予以適當之處置。</p>

資料來源：彙整自證券交易所網站（www.twse.com.tw）

(四) 券商公會規則

1. 中華民國證券商業同業公會外國發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告之評估查核程序

該查核程序明確規範承銷商於輔導外國發行人在中華民國境內募集與發行有價證券時，應就其所評估事項編製查核工作底稿並予以妥適保存。評估內容主要參照「外國人募集與發行有價證券處理準則」及券商公會「發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告之評估查核程序」、「承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」規定訂定，並特別加強以下幾點：

- 主要進銷對象、應收帳款、存貨、關係人交易、衍生性金融商品交易、重大資產交易、前各次募集與發行及私募有價證券計畫之執行情形...等事項之評估查核程序。
- 轉投資情形之評估查核程序。
- 考量外國發行人本次增資計畫可能用於轉投資特許事業或該轉投資事業屬國家重大經濟建設投資案者，參照國內評估報告之評估查核程序，於程序中明定之。
- 考量外國發行人本次增資計畫可能用於購買營建用地或支付營建工程款，或用於償債，其原借款用途為購買營建用地或支付營建工程款，參照國內評估報告之評估查核程序，於程序中明訂之。
- 考量外國企業之註冊地及主要營業範圍在海外，為確保資產負債表日後之期後事項揭露之完整性，故而明定承銷商針對期後事項需予以查核。

2. 中華民國證券商業同業公會外國發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告應行記載事項要點

承銷商所需評估的事項包括該公司主要營運國的政經與法令風險、公司章程是不是已涵蓋股東權益保障項目、關係人交易是否合理，組織重組、集團分工是否合理，未來營運展望等等。

從上述各相關規範，承銷商辦理海外企業來台上市櫃與國內企業上市櫃之相關業務，下列幾方面應特別注意：

- **交易所及櫃買中心對海外企業來台掛牌採書面審查**

證交所及櫃買中心原則不赴國外進行實地查核，為考量未來上市櫃監理作業之需求，爰要求外國企業於申請第一上市櫃時應承諾，於必要時需應證交所/櫃買中心要求委託指定之會計師或專業機構，依證交所/櫃買中心指定之查核範圍進行專案檢查，並將檢查結果提交證交所/櫃買中心，且同意負擔相關費用。換言之，海外企業來台掛牌不進行實地審查，而係以加重中介機構(承銷商、會計師)責任等方式因應。

- **承銷商之持續輔導責任**

鑑於外國企業之營運主體及註冊公司均在我國境外，相當程度上須借重專家職能，台灣證券交易所與櫃買中心規定外國企業第一上市（櫃）之主辦承銷商除與國內上市案件一樣負有推薦責任外，其應於外國發行人上市掛牌日起至其後二個會計年度止，受任繼續協助其遵循中華民國證券法令、證交所與櫃買中心之章則暨公告事項及上市/上櫃契約。

- **契約期限屆滿前解除之限制**

外國發行人與證券承銷商間之契約，在期限屆滿前，除有下列原因外，不得解除：

- (1) **第一上市櫃公司解除**：除因主辦證券承銷商怠於履行委任契約、雙方對於委任契約出現重大爭議或有其他正當理由向證交所/櫃賣中心申請，並經證交所/櫃賣中心同意者外，不得終止與主辦證券承銷商之委任契約。以書面敘明終止契約之事由與接辦之證券承銷商，檢附新承諾書及委任契約，接續剩餘存續期間。
- (2) **證券商解除**：除上市櫃公司因合併、分割、營業讓與、經主管機關撤銷許可、核准解散、命令停業或其他正當理由並報經本公司同意者外，不得辭任。

第二項 承銷商辦理國內企業掛牌與海外企業來台掛牌之法律風險差異分析

一、承銷商輔導國內企業掛牌實務概述

證券承銷商在辦理國內企業掛牌，涉及業務範圍相當繁雜，從各階段輔導服務內容觀察，承銷業務人員透過各種管道，爭取企業簽訂上市(櫃)輔導契約，再由承銷輔導人員接手輔導，進入診斷階段，此時會協助客戶做上市(櫃)時程、資本形成及股權等規劃，並對不宜上市(櫃)條款初步查核及排除，另協助客戶建立內控並有效落實³。

經診斷一定期間後，即協助客戶辦理首次公開發行，公開發行生後即申報上市、上櫃輔導，此時進入正式輔導階段，按月申報輔導月報、不宜上市(櫃)條款與內控評估意見之初核及改善情形追蹤等等作業。

³ 陳朝鑫，證券商承銷業務介紹，華南金控月刊，第 13 期，頁 28-32。

進入輔導階段之送件期，將準備送件及審議文件，並針對重要問題做模擬演練，最後承銷輔導人員會參與上市(櫃)審議委員會接受審議⁴。

二、證券承銷商承辦國內企業掛牌與海外企業掛牌之比較

就證券承銷商的法律責任層面而言，不論是海外企業來台掛牌或國內企業掛牌，均係適用證券交易法規之相關規定，一旦違反規定可能會涉及相關民事、刑事、行政責任，例如二者均適用第三十二條之規定，一旦公開說明書若有虛偽或隱匿事項，承銷商如未盡查核義務，需對投資人負賠償責任。

然而，在現行之海外企業來台掛牌之規範架構下，雖然所負之法律責任並未不同，但由於職責內容之差異，讓證券承銷商面臨之與承銷國內企業掛牌不同強度之法律風險，茲分析如下：

(一) 審理程序之差異

證交所與櫃買中心鬆綁海外企業來台掛牌之審查法規，惟其對

⁴證券承銷商相關之輔導業務有如：

- (1) 協助資本形成、股權結構及股利政策之規劃。依據公司資本結構、財務狀況與股權分散情形訂定股票輔導上市(櫃)計劃及相關作業時程表。
- (2) 不宜上市(櫃)條款之查核、評估及協助排除與解決。
- (3) 內部控制制度(含會計、稽核、管理制度)建置之協助、諮詢及評估與抽測。
- (4) 協助公司章程及其他相關規章之修訂。
- (5) 協助編訂及檢視公開說明書。
- (6) 協助執行股票上市(櫃)申請之相關事宜及相關文件之準備。
- (7) 撰寫輔導月報並向中華民國證券櫃檯買賣中心及台灣證券交易所申報。
- (8) 會計師查核報告、工作底稿及財務報表之審閱。
- (9) 與證交所、櫃買中心及主管機關之溝通與協調。
- (10) 承銷價格與承銷作業之訂定與執行。
- (11) 上市(櫃)相關法規之解說與諮詢。
- (12) 撰寫「股票上市(櫃)承銷商評估報告」。
- (13) 協助辦理業績發表會或法人說明會。
- (14) 股務代理之服務(含協助召開股東會、董事會)。
- (15) 如有資金需求，可引介適當之法人、創投。
- (16) 公司形象之塑造與宣傳。
- (17) 股市及產業資訊之蒐集與提供。
- (18) 其他財務、稅務及證券法令之諮詢服務。

掛牌證券承銷商持續輔導責任，交易所及櫃買中心書面審查制度，實等同於證券承銷商海外企業來台掛牌要負起實質審查責任，與現行國內企業掛牌由交易所或櫃買中心進行實質審查的情況不同。因此，證券承銷商於辦理海外企業回台掛牌，除要負起現行相關法規之責任規範，尤其是民事賠償責任外，由於來台掛牌的海外企業，其經營團隊及實質營運多未建制在台灣，不易掌握之公司狀況，道德風險可能較高，讓證券承銷商於辦理海外企業來台掛牌之法律風險更加重。

（二）評估報告內容之差異

承銷商負責證券承銷工作，對其所承銷之證券及發行人狀況必須先有充分了解，並加以詳細調查，故我國證券交易法第 32 條規定，公開說明書應記載之主要內容，如有虛偽或隱匿之情事者，證券承銷商如未盡調查之能事，對於善意之相對人，因而所受之損害，應負責損害賠償責任。而評估報告為公開說明書之一部分，承銷商須採用必要的輔導及程序(包括實地查核等)，以獲得足夠及適切資料，作為撰寫評估報告之依據，並表示具體之評估意見。

在外國發行公司申請股票第一上市櫃案件，承銷商總結評估風險事項之說明，應列示其註冊地國及主要營運地國之總體經濟、政經環境變動、外匯管制、租稅及相關法令，暨是否承認我國法院民事確定判決效力之情形等風險事項，並評估說明外國發行公司所採行因應措施之適當性。鑒於海外企業主要營運地及設立地均在國外，國內承銷商對海外企業設立地所應適用之法律及其營運所設之法律風險，已無法如同國內承銷實務一般一手掌控，僅由承銷商撰

擬海外企業之公開說明書，非但無法控管海外企業本身之遵法風險，承銷商本身亦暴露於極高之風險中⁵。

(三) 監理規範之差異

承銷商在開發客戶的過程，會提供客戶上市櫃之優劣分析，並需配合財務、會計、法律人員評估承銷之可行性與風險，對企業價值進行判斷。然而海外企業註冊地及營運據點皆在境外，舉凡設立、經營、公司治理等事項皆以外國法律為據，惟各國政府對公司治理、股東權保障所採之管理規範不盡相同，證券承銷商在面對企業價值的評估風險更具挑戰性。

(四) 海外企業公司治理與內部控制環境之差異

相較於在我國申請上市櫃公司，係依我國公司法設立在境內設立之股份有限公司。海外企業來台上市櫃之方式，則可能有以下幾種情況⁶：

未在國外上市櫃	以台灣據點為主體，申請在台一般上市櫃
	以海外營運主體原股來台第一上市櫃
	以海外控股公司(如：營運主體在大陸)來台第一上市櫃
已在國外上市櫃	TDR
	先下市，再來第一上市櫃
借殼	借已上市櫃之殼 -合併 -收購股權
	借未上市櫃之殼：申請在台灣一般上市櫃

外國企業的申請主體都不在台灣，因此中介機構如會計師對外國企業進行查核時，需要花費較多時間人力，因此海外企業來台上市櫃的成本，會較國內企業申請一般上市櫃來得高⁷。

5 海外企業來台上市櫃所面臨的法律風險 - 以公開說明書為中心，
<http://www.pwc.com/TW/zh/ipo-in-tw/feature/legal/feature-legal-004.jhtml>

6 葉秀惠，證券發行與承銷實務，98年10月28日：

7 蔡松棋，海外台商如何利用第一上市櫃，2008年7月4日，
http://tw.myblog.yahoo.com/jw!IU_MA_GGHxipR0T9O8jkj_pOsuI-/article?mid=2687

目前申請來台上市的海外企業，除原先優先推動的績優海外台商企業外，也包括非台商海外企業⁸：

- **台商海外企業**：目前有意願申請回台上市櫃的台商，包括大陸台商、美籍台商、東南亞台商等等，這些台商如係在台灣發跡的台商，承銷商比較容易了解經營現況；如當初不是在台灣起家，在台灣沒有母公司，主要營運主體在中國的台商公司(即一般俗稱的無根台商，以中小企業居多)，他們可能沒有長期的經商投資經驗，一旦回台掛牌後主管機關無法實地查核母公司，只能靠會計師、證券商到海外去查。此外，無根台商只要透過海外控股公司，就可以比照海外企業返台掛牌，募集的資金更可全數再投資大陸，投資人權益因此受損的機率大增⁹。因此，台商回台第一上市櫃最重要的議題就是「投資人保護」。惟海外台商或台資企業成千上萬家，當然有好有壞，在國內目前競爭的環境之下，每家證券商把關水準參差不齊，況且可能面臨的是五年、十年後的風險，證券商接案品質難預料。又遠在海外的台商，券商實難隨時全盤掌握情勢變化，海外台商回台上市櫃後如經營出問題，萬一乾脆債留台灣，屆時即得面對投資人求償。跨境訴訟可能會面臨扣押海外的資產等問題，難度與速度勢必遠高於台灣¹⁰。因此，一旦出事，輔導券商可能面臨被主管機關記點警告、牌照被吊銷，承辦人被吊照，券商被求償等重大處分，

8美商 IML 送件申請第一上市，創外商首例，

<http://www.funddj.com/KMDJ/News/NewsViewer.aspx?a=6c896974-daaf-4f4c-9c72-d34d77b43bb0>

9兩大風險：無法實地查核 中國態度難測，

10 要券商把關 恐弊端百出，自由時報，2008年12月24日，

<http://n.yam.com/tlt/fn/200812/20081224942984.html>

甚至負責人被處分的等法律風險¹¹。

- **非台商之海外企業**：設立地在國外，未經依台灣公司法認許，而非台灣公司法上之公司，故其上市櫃前未依公司法及證券交易法之規定補辦公開發行，亦非公司法及證交法之公開發行公司，但海外企業有價證券上市櫃後，其證券之發行、募集與買賣之監理原則上比照本國企業。此外，海外企業不僅應遵守特殊規定¹²¹³，一般而言，海外企業掛牌後仍得繼續遵循其設立所在地之公司法，而非台灣公司法。然而，海外企業在某種程度上仍會受台灣證券交易法規範，且當台灣主管機關在上市櫃協議書中認為有必要時，海外企業亦須在其公司章程中納入有關保護股東權利之特定條款。證券商在辦理的過程應衡量外國公司的控股公司、資本結構及組織架構是否有重組¹⁴的必要，以達成法令遵循，並兼顧彈性的組織架構、稅務上優惠與降低法律風險等目標¹⁵。重組過程中可能會運用到合併、分割、股份轉換、資產收購、股份收購等方式。涉及法律則包括母公司本國、上市公司設立國、上市地點、上市集團內各子公司所屬國或各營業或資產所在國家之法律，範圍既廣又複雜¹⁶。另外依現行法律規範，海外企業來台申請第一上市，還不用經過興櫃掛牌，只要券商輔導六個月就可以提出申請，且其內控制度也不強制要求使用

11 無根台商回台吸金 券商拒輔導，<http://n.yam.com/tlt/fn/200812/20081224942972.html>

12 特別規定主要包括指定在台訴訟、非訟代理人、在台發言人、召開記者說明會之方式、重大訊息與資訊之申報方式、指定在台股務代理機構等

13 我國法令因應海外企業來台上市櫃的法令框架，<http://www.pwc.com/TW/zh/ipo-in-tw/feature/legal/feature-legal-002.jhtml>

14 所謂「重組」，就是透過一個企業組織再造的過程，把集團內擬上市子公司或事業群統合上市公司下，把不擬上市部分分割出來。

15 外國企業來台上市面臨之法令衝突 - 以開曼公司為例，<http://www.pwc.com/TW/zh/ipo-in-tw/feature/legal/feature-legal-003.jhtml>

16 劉中平，海外上市前，企業重組法律問題-重組時須考慮的法律因素及可能面臨法律問題，經濟日報，2006-07-03。

台灣規範。該企業每年一度的股東會，只要外國企業註冊地國有規定，也不一定要在台灣召開。至於每個月營收、庫藏股資訊及僑外投資人持股情況，也不需要像台灣的上市櫃公司一樣按月公布，甚至外國企業董監事也不必受到董監最低持股成數的規範。因此，這些平常在台灣沒有駐點的上市櫃公司，若發生財報不實，遠在台灣的主管機關或會計師，恐怕也難在第一時間查覺，但若真出現問題，跨國求償、訴訟，的確是一個大難題。

此外，針對陸資企業是否得申請來台上市櫃，「兩岸人民關係條例」第73條及相關規範已針對此部分做相當之修正，根據規定，在大陸註冊的公司一律不能來台第一、第二上市櫃（發行台灣存託憑證）。至於陸資有持股的企業，原本規定持股必須未逾20%，才能第一上市，如果陸資持股超過20%就必須專案核准，第二上市櫃則沒有限制。金管會與陸委會研議放寬陸資持股企業來台上市規定，將陸資持股企業來台第一上市櫃的門檻，從原本的陸資持股上限20%，放寬為30%，以利更多海外台商及外國企業來台上市櫃¹⁷。

陸資持股企業來台上市櫃		現行規定	放寬作法
大陸註冊公司	第一上市櫃	未開放	須視兩岸政策變化而定
	第二上市櫃	未開放	
陸資持股逾20%公司	第一上市櫃	須專案核准	陸資持股門檻同意放寬為30%
	第二上市櫃	開放	

中國是外匯管制國家，在中國的外資企業，資金拿到境外投資或是上市，需要經過一定的審批程序¹⁸。再者，中國企業赴海外上市，也不時傳出作假帳、公司主管挪用資金，而被勒令下市的醜聞，亦即

17 邱金蘭，陸資企業第一上市鬆綁，經濟日報，2009年9月18日，

<http://www.udn.com/2009/9/18/NEWS/MAINLAND/MAI4/5141802.shtml>

18 <http://n.yam.com/tlt/fn/200812/20081224942980.html>

來台掛牌的海外企業如其當地法制並未健全，或企業本身之內控未達標準，倘當地國未與我國金融監理機構簽訂合作備忘錄，則兩地企業重要監理資訊也無法互換，一旦其申請來台上市的海外企業財務、業務資訊不夠透明、正確，將使得參與的外部機構承擔過高法律風險。

第三項 承銷商辦理海外企業來台掛牌之法律風險類型

從實務上證券承銷作業流程觀察，證券承銷商在辦理海外企業來台掛牌之面臨法律風險，可概略分為下列幾個類型：

一、契約風險

證券承銷商在辦理海外企業來台掛牌會簽訂之契約，主要包括顧問契約、輔導契約、承銷契約等，而各個契約的法律風險，主要涉及到契約是否有效、契約訂定是否有越權情況產生、是否會有違約的可能性。

二、評估報告之風險

承銷商撰寫的評估報告中，涉及的風險主要來自四個部分：

- (一) 查核程序：承銷商是否依循「發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告之評估查核程序」、「承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」等規定之查核程序辦理？
- (二) 查核報告內容：內容是否符合「外國發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告應行記載事項要點」規定撰寫，內容是否完整？有無遺漏？凡此皆為證券承銷商在辦理海外企業來台掛牌會面臨的風險。

- (三) 委請專家評估：證券承銷商就其所委請專家出具之意見，應評估其可否採信，涉及評估風險。
- (四) 工作底稿：承銷商評估發行人之申報案件時，應就其辦理之經過，確實作成紀錄，連同其所得之有關資料文據，彙訂為工作底稿，評估人員及相關複核督導人員應於工作底稿簽名，以明責任。

三、公開說明書之風險

- (一) 公開說明書內容：證券交易法第 32 條規定，在公開說明書上簽名之人應對其虛偽不實負責，證券承銷商依規定應於公開說明書就其所負責之部分簽名或蓋章。實務上證券銷商之簽名蓋章處是在公開說明書之承銷商評估報告（通常也有承銷商之承銷主管、承辦評估人簽章）與股票承銷價格計算係就其證實蓋章簽名部分負責²⁰。
- (二) 分送公開說明書：承銷商依證交法第 79 條規定「證券承銷商出售其所承銷之有價證券，應依第 31 條第 1 項之規定，代理發行人交付公開說明書」亦負有交付公開說明書之責任。若承銷商違反此項規定，除對善意相對人應負損害賠償責任外，此項違背交付公開說明之責任亦有可能構成違反承銷契約之委任義務，發行人得對承銷商依契約關係求償。

四、承銷之風險

²⁰ 易明秋，論公開說明書之法規範體系，中原財經法學，2004 年 12 月，頁 31。

(一) **承銷契約之風險**：證券承銷商辦理有價證券之承銷，為明確當事人間之權利義務，會與外國發行人簽訂承銷契約，惟對契約未予訂明之處，容易產生爭議。

(二) **價格訂定之風險**：證券承銷商須就其與申請公司所共同議定承銷價格合理性之進行評估，在 IPO 承銷新制下，證券承銷商可能會面臨承銷價格訂定合理性、價格穩定措施之執行、掛牌買賣一個月內之股價表現、投資人求償等責任風險²¹。

五、內線交易之法律風險

承銷商及其承銷商內部人員也可能涉及內線交易。以博達案為例，在博達上市後涉及內線交易的財務部主管、主辦上市及發行增資案的承銷券商，及與博達進行資產交換的國內、外銀行等都被列為求償對象²²。

六、海外法律責任之風險

外國企業與我國存在的時差、語言差異、文化差異、制度差異、法律差異，瞭解及控管不易，監理成本也高。又如倘來台上市櫃的海外企業，係取道開曼群島等第三地，其法制系統係所謂普通法系，與我國採大陸法系顯然不同，在法律的遵循上，難免變數。一旦海外企業有不法情事發生，國內承銷商可能應負之責任的法律風險。

七、掛牌後兩年輔導之風險

主辦證券承銷商受託應協助海外上市櫃公司遵循法令，一旦上

²¹ 承銷新制相關注意事項，

²² 投保中心擴大求償對象 承銷券商銀行 也挨槍，2008 年 8 月 15 日，
<http://blog.yam.com/gjoyceya800/article/16714360>。

市櫃公司倘因違反法令致第三人受有損害時，公司應對該第三人負損害賠償責任；惟如該法令之違反係所委任承銷商之過失所致，承銷商有面臨公司依委任契約關係向其求償之風險。

雖然主辦承銷商此項責任係屬『過失責任』，而非『保證責任』，然而對於上市櫃主體及實際營運主體不在台灣之海外企業而言，一旦上市(櫃)公司倘因違反法令規定，如資訊揭露不實甚或面臨下市(櫃)，主辦承銷商仍可能面對信譽受損之風險。

八、保密風險

海外企業掛牌後依規定發布重大訊息、召開重大訊息說明記者會或公告申報財務報告之前，應通知主辦證券承銷商並得視需要徵詢主辦證券承銷商之意見。主辦承銷商於受第一上市櫃公司委託協助其法令遵循事宜之期間，應就所協助之過程，留存相關文件、底稿或資料。惟主辦證券承銷商對於所知悉之第一上市櫃公司未公開訊息，並應善盡保密之義務。因此，一旦辦理的過程中倘涉及洩密，則證券承銷商可能會面臨相關保密風險。

九、其他

證券承銷商在辦理海外企業來台掛牌過程中，亦可能會涉及個人資料保護法、洗錢防制法、證券投資人及期貨交易人保護法、甚至涉及相關行政責任等方面法律風險。

證券承銷商可能面臨之風險彙整表

上市階段	工作項目	證券商之風險
選案 與 輔導階段	<ol style="list-style-type: none"> 1.整合各方意見 2.協助建立內部控制制度 3. DD(內控、帳務) 4.協助公司編製財務預測 5.建議公司如何進行股權規劃(尚須會計師與律師配合執行) 6.建議公司如何進行稅務規劃(尚須會計師與律師配合執行) 7.暫訂承銷價 8.對發行公司撰寫公開說明書予以協助 9.評估公司是否符合上市條件，是否有不宜上市情事，蒐集產業資料或委請專家分析，以瞭解公司現況與未來發展、撰寫評估報告 	<ol style="list-style-type: none"> 1.對企業價值評估之責任風險 2.承銷價之訂定 3.公開說明書虛偽不實之風險（證交法§32） 4.主要職責未盡注意所生之責任
審查階段	<p>補充說明</p> <ol style="list-style-type: none"> (1)是否符合上市標準 (2)不宜上市(櫃)之評估 	<ol style="list-style-type: none"> 1.承銷商之信譽風險 2.發行人送件失敗 3.主要職責評估不實(當)衍生之後續責任或負擔
掛牌後	<ol style="list-style-type: none"> 1.平時例外管理 <ol style="list-style-type: none"> (1)協助公司配合證交所/櫃買中心要求辦理相關事宜 (2)協助公司至證交所/櫃買中心作相關說明 2.法令遵循 <ol style="list-style-type: none"> (1)對公開說明書、承銷商評估報告相關內容負其責任協助公司遵循證券相關法令、證交所/櫃買中心章程、公告事項、上市契約 (2)履行上市承諾事項 (3)協助董、監、總經理、發言人、財會主管、研發主管、內稽主管瞭解相關法律責任 (4)公司發布重大訊息、召開記者會、公告財務報告前得視需要徵詢承銷商意見 	<ol style="list-style-type: none"> 1.信譽風險： <ol style="list-style-type: none"> (1)發行人經營不善被迫下市 (2)公司治理與法規遵循等異常 2.法律風險： <ol style="list-style-type: none"> (1)資訊揭露不實之風險 (2)公開說明書虛偽不實民、刑責任 (3)其他行政責任

資料來源：本研究整理

第二節 國外發行人類型與其相關法律風險分析

目前國內開放外國發行人來台發行之股權性質之有價證券，可分為第一上市櫃與第二上市櫃：（一）第一上市櫃：外國發行人發行第一上市櫃股票；（二）第二上市櫃：目前准予以原股及發行台灣存託憑證(TDR)方式為之，惟迄今已上市櫃者均以台灣存託憑證方式為之，未見採原股者。

第一項 國外發行人類型與相關規範

一、第一上市櫃

（一）外國企業來台第一上市櫃之相關規範

外國發行人申請股票第一上市櫃，原則上同現行本國發行人申請條件，惟配合其係屬外國發行人之特性，相關的上市櫃審查規定中，在發行面、審查程序、監理面、交易面等各有些許不同的規定，彙整如下：

1. 發行面

國外企業來台第一上市（櫃）與本國企業上市（櫃）在設立年限、股權分散、董監大股東強制集保、強制集保領回等方面，適用相同的規定，惟在下列幾方面則適用不同規定：

項目	本國企業上市櫃	國外企業第一上市櫃
申請主體	依我國法令組織登記之公開發行公司。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 無需向主管機關辦理公開發行程序。 2. 依照外國法律組織登記之股份有限公司，且未違反「臺灣地區與大陸地區人民關係條例」相關規範者。 3. 股票未在國外證券市場掛牌交易。
申請資格—大陸投資金額上限	除取得經濟部工業局核發符合營運總部營運範圍證明文件之企業或跨國企業在台子公司不受限制外，大陸投資金額上限不得超過淨值 60%。	有關大陸投資金額上限，並無任何限制。
申請資格—陸資持股或為有主要影響力之股東	大陸地區人民、法人、團體或其他機構直接或間接持有該企業股權不得超過百分之二十或為有主要影響力之股東者。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 大陸地區人民、法人、團體或其他機構直接或間接持有該企業股權不得超過百分之二十或為有主要影響力之股東者。 2. 上開陸資持股或為有主要影響力股東之限制，未來將配合陸委會修正兩岸人民關係條例第 73 條相關規定之時程併同放寬。 3. 正式放寬上開限制前，若企業屬陸資持股超過百分之二十或為有主要影響力之股東者，經專案申請核准後，仍得申請第一上櫃。
公司規模	實收資本額新台幣伍仟萬元以上。(私募有價證券未經公開發行之股份不計入)	最近一個會計年度經會計師查核簽證之股東權益折合新台幣一億元以上。
獲利能力	稅前純益占財務報告所列示股本比率符合下列標準之一，且最近一年度稅前純益達新台幣四百萬元以上： <ol style="list-style-type: none"> 1. 最近一年度：4%，無累積虧損。 2. 最近二年度：均達 3%或平均達 3%且最近一年度較前一年度為佳。 	稅前純益占股東權益比率符合下列標準之一，且最近一年度稅前純益達新台幣四百萬元以上： <ol style="list-style-type: none"> 1. 最近一年度：4%，無累積虧損。 2. 最近二年度：均達 3%或平均達 3%且最近一年度較前一年度為佳。
證券業、期貨業、金融業及保險業申請上櫃	應先取得目的事業主管機關之同意函。	不適用。
以建設公司、資訊軟體公司、參與公共建設之民間機構、金融控股公司、投資控股公司等身分申請上櫃	除申請上櫃一般條件外，尚須再符合建設公司、資訊軟體公司、參與公共建設之民間機構、金融控股公司、投資控股公司等補充規定。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 屬建設公司、資訊軟體公司等行業之國外企業符合申請上櫃一般條件即可，該等行業未有額外補充規定。 2. 參與公共建設之民間機構及金融控股公司須符合我國相關法令規定，國外企業並不適用。 3. 投資控股公司申請第一上櫃，除符合申請上櫃一般條件外，尚需符合投資控股公司相關規定。
推薦證券商	<ol style="list-style-type: none"> 1. 二家以上證券商書面推薦，惟需指定一家為主辦，餘係 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 推薦證券商資格同本國規定。 2. 上櫃後持續輔導責任：主辦推薦

項目	本國企業上市櫃	國外企業第一上市櫃
	<p>協辦。</p> <p>2. 推薦證券商應具備證券承銷商及櫃檯買賣自營商之資格，並應為中華民國證券商業同業公會登記之會員。</p> <p>3. 上櫃後持續輔導責任：無。</p>	<p>證券商應於上櫃掛牌年度及其後二個會計年度接受掛牌公司委任協助公司遵循我國證券法令、本中心規章暨公告事項及外國發行人股票第一上櫃契約。若為科技事業身分上櫃者，上開持續輔導責任之期間延長為上櫃掛牌年度及其後三個會計年度。</p>
簽證會計師	<p>應由主管機關所核准之聯合會計師事務所之我國二位會計師查核簽證。</p>	<p>應由我國經主管機關核准簽證公開發行公司財務報告之我國二位會計師查核簽證（或核閱），或與前述會計師所屬事務所所有合作關係之國際性會計師事務所查核簽證（或核閱），並由我國會計師出具不提及及其他會計師查核（或核閱）工作之查核（或核閱）報告。</p>
財務報表編製依據	<p>依據「證券發行人財務報告編製準則」或「證券商財務報告編製準則」及我國一般公認會計原則編製。</p>	<p>依據我國、美國或國際會計準則編製財務報表，且需以合併個體為財報編製之主體。未依我國會計準則編製者，應揭露重大差異項目及影響金額。</p>
無實體發行	<p>應採無實體發行。</p>	<p>採「帳簿劃撥」交易即可，未限制需為無實體發行。</p>
公司治理	<p>董事會成員應至少五席，且其中獨立董事席次不得低於2席、監察人應至少三席具獨立職能監察人席次不得低於1席。</p>	<p>設置至少三席符合我國證交法規範之獨立董事，且獨立董事應達全體董事席次1/5以上，至少一人應具備會計或財務專長，惟其中一名獨立董事需為在我國設有戶籍。</p>
股務機構	<p>在本中心所在地設有專業股務代理機構或股務單位辦理股務。</p>	<p>在本中心所在地設有專業股務代理機構辦理股務，並不接受國外企業自辦股務。</p>
興櫃登錄	<p>1. 上市：承銷商輔導或登錄滿6個月。</p> <p>2. 上櫃：須於興櫃交易滿六個月，但主辦推薦證券商倘有異動者，應由新任之主辦推薦證券商輔導滿六個月以上。</p>	<p>1. 第一上市：同左。但外國發行人： (1) 於他國主要證券交易所或證券市場上市者，於下市後6個月內申請來臺上市者，得免6個月輔導期，已下市6個月以上者，則仍適用6個月輔導期之規定。 (2) 外國發行人股票已通過外國主要證券市場掛牌審查，於通過該掛牌審查之有效期間內申請來臺上市者，可縮短輔導期為2個月。 2. 第一上櫃：同左。但外國發行人符合下列各款情事之一者，得依該款規定辦理，排除需登錄興櫃六個月以上之限制： (1) 外國發行人股票已在外國主要證券市場交易，申請其股票第一上櫃者，得無需於興櫃股票市場交易，但自外國主要證券市場終止交易已逾六個月者，不適用本款規定。 (2) 外國發行人股票已通過外國主要</p>

項目	本國企業上市櫃	國外企業第一上市櫃
		證券市場掛牌審查，於通過該掛牌審查之有效期間內，申請其股票第一上櫃者，得專案申請縮短於興櫃股票市場交易之期間，但該期間仍不得少於二個月，且主辦推薦證券商於該期間內不得有所異動。
訴訟及非訟代理人	無。	至少指定一名居住或登記於我國境內之訴訟及非訟代理人。
其他要求事項	<ol style="list-style-type: none"> 1. 係屬我國公開發行公司，本應遵守我國證交法及相關法令政策規定。 2. 無。 3. 無。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 需承諾遵守我國證交法及相關法令政策規定，若申請公司屬投資控股型態，則其被控股公司亦需承諾遵守上述規定。 2. 有關股東權益保護之重要事項，應增訂於公司章程或組織文件內。 3. 上櫃掛牌年度及其後二個會計年度內繼續委任主辦推薦證券商協助外國發行人遵循我國證券法令、櫃買中心規章暨公告事項及外國發行人股票第一上櫃契約（以科技事業申請第一上櫃者，上開應繼續委任主辦推薦證券商期間為上櫃掛牌年度及其後三個會計年度）。
申請管理股票	本國上市（櫃）公司於終止交易公告日起一個月內得依規定向本中心申請櫃檯買賣管理股票。	不適用。
募資用於直接或間接赴大陸地區投資	<ol style="list-style-type: none"> 1. 在台募集資金用於直接或間接赴大陸地區投資之金額不得超過該次募集總金額之 60%，但取得經濟部工業局核發符合營運總部營運範圍證明文件之企業或跨國企業在台子公司不在此限。 2. 募集發行海外有價證券用於直接或間接赴大陸地區投資，並無任何限制。 	有關在台募集資金用於直接或間接赴大陸地區投資之金額，並無任何限制。
增資發行新股掛牌	<ol style="list-style-type: none"> 1. 向主管機關申報增資發行新股前，無須先取得本中心所出具之同意其櫃檯買賣之證明文件後始得辦理。 2. 向本中心申報增資新股櫃檯買賣時，不論其係屬募集資金或無償配股性質，本中心均於檢查其所送之相關文件後，辦理市場公告。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 若屬在我國境內募集資金性質之普通股新股者，應先取得本中心出具同意其櫃檯買賣之證明文件，嗣後經主管機關核准發行完成後，本中心始同意其新股櫃檯買賣。 2. 若屬非在我國境內募集資金性質之普通股新股者，則須先經本中心審查符合一定條件後（包括符合註冊地國增資法令規定、募集發行之條件、價格、對象等無重大損及股東權益之虞等），本中心始同意其新股櫃檯買賣。 3. 若屬無償配股性質之普通股新

項目	本國企業上市櫃	國外企業第一上市櫃
		股，且係分配已櫃檯買賣之股票者，應檢具相關書件向本中心申請，經本中心檢視齊全並符合相關規定後，始同意其新股櫃檯買賣。 4. 針對於非在我國境內募集資金，而未於本中心櫃檯買賣之增資新股，因考量既然該等增資新股未於本中心櫃檯買賣，故其後續之無償配股亦應不得於本中心櫃檯買賣。
公開銷售	1. 應提出擬上櫃股份總額 10% 以上辦理承銷。 2. 辦理承銷之股份來源，應全數為新股，該現增之新股， <u>除扣除相關法令規定保留供公司員工承購之部分外</u> ，餘應全數辦理承銷。 3. 推薦證券商執行穩定承銷價格之過額配售，其股份來源應為老股。	1. 同左。 2. 辦理承銷之股份來源，應全數為新股，該現增之新股，應全數辦理上櫃前公開銷售。 3. 同左。

資料來源：證券櫃檯買賣中心網站，[國外企業與本國企業之上櫃相關規定比較表](http://www.gretai.org.tw/ch/link/foreign_ipo.php#a05)，
http://www.gretai.org.tw/ch/link/foreign_ipo.php#a05

2. 審查程序面

外國企業來台掛牌相關審核程序與國內上市櫃公司之規定類似，申請 IPO 案件經提報審議委員會審議後，一旦決議同意上市櫃者，提報董事會核議。董事會核議後函報主管機關鑒核，部分差異列示如下：

項目	本國企業上市櫃	國外企業第一上市櫃
意見徵詢	本中心受理案件後即公告為期 15 日之意見徵詢。	免辦理意見徵詢。
審查方式	包含書面審查及實地審查。	原則上以書面審查為之，不赴國外進行實地查核，惟必要時，本中心得要求申請公司委請本中心指定之會計師或機構進行外部專業檢查。
財務預測	送件後應持續檢送財務預測資訊至提請審議委員會審議止。	無須檢送財務預測。
內部控制專案審查	申請公司應出具內部控制制度聲明書，及檢附會計師出具之內部控制制度專案審查報告。	會計師得不出具內部控制制度專案審查報告。
不宜上櫃條款	共計 11 款。	共計 6 款，較本國企業少 5 款。

資料來源：證券櫃檯買賣中心網站，[國外企業與本國企業之上櫃相關規定比較表](http://www.gretai.org.tw/ch/link/foreign_ipo.php#a05)，
http://www.gretai.org.tw/ch/link/foreign_ipo.php#a05

3. 監理面

國外企業如有違規，其處置亦與國內企業相同，包括函請改善、課處違約金、變更交易方法、停止買賣、終止買賣等違規處置，另涉刑責者，移送司法單位調查。

項目	本國企業上市櫃	國外企業第一上市櫃
公司治理	除符合主管機關 95 年 3 月 28 日所定「公開發行公司應設置獨立董事適用範圍」規範之上櫃公司，及 91 年 2 月後申請上櫃公司需依不宜上櫃規定具體認定標準承諾設置二席獨立董事及一席獨立職能之監察人外，餘無強制規定。	1. (1) 第一上市：外國企業來台上市必須設立 2 名以上獨立董事，必須 1 位為具有財務、會計專長背景，且其中 1 名必須在中華民國設籍。 (2) 第一上櫃：需設立至少 3 位獨立董事，且獨立董事應達全體董事席次 1/5 以上，惟其中一名獨立董事需為在我國設有戶籍。 2. 因考量國外未有普遍要求設立監察人之制度，爰不予另規範需設立具獨立職能之監察人。
財務報告申報	需分別以個別及合併個體為財報編製之主體。	1. 需以合併個體為財報編製之主體。 2. 財務報告應以中文版為主，另得加送英文版本。
定期及不定期資訊申報	定期及不定期資訊申報，包含每月申報營收、資金貸與、背書保證及衍生性商品交易及取得處分資產等不定期公告事項。	定期及不定期資訊，除不適用於外國上櫃公司而予以排除者(包括每月營業額、私募有價證券、僑外投資持股情形統計表等相關資訊)外，比照現行一般上櫃公司資訊揭露之規範。
重大訊息	須於事實發生或傳播媒體報導日的次一營業日交易時間開始前輸入公開資訊觀測站申報(如有需要，亦須代其重要子公司申報重大訊息)。	1. 主要比照現行本國上櫃公司重大訊息揭露之規定，惟另增加特殊與外國上櫃公司有關之重大訊息項目(包括已無在我國設有戶籍之獨立董事、訴訟及非訟代理人發生變動、未依我國會計準則編製者，採用之會計準則與我國不一致之差異項目及影響金額，暨簽證會計師對前述項目所表示之意見等項目)。 2. 揭露內容應以中文表達，另鼓勵其同時揭露英文重大訊息。 3. 如有需要，亦須代其重要子公司申報重大訊息。
重大訊息說明記者會	須指派發言人或代理發言人於事實發生或傳播媒體報導之次一營業日前在本中心召開記者會提出說明。	除可指派發言人及代理發言人外，亦得指派其訴訟及非訟代理人或獨立董事於事實發生或傳播媒體報導之次一營業日前以視訊方式或親赴本中心召開記者會提出說明。

項目	本國企業上市櫃	國外企業第一上市櫃
股東權益保護	本國上櫃公司股東會之召開係依公司法及證交法相關規定進行。	股東會召開地點及開會程序等規範，原則上依註冊國當地法令為之，惟註冊國當地法令對股東權益之保障如低於我國，在不抵觸註冊國當地法令之前提下，要求外國上櫃公司須將我國對股東權益保障之重要規範強制納入其公司章程中。
財報審閱、平時例外管理及內控抽查	<ol style="list-style-type: none"> 財報審閱、平時例外管理及內控抽查：每季依規定比率選定受查公司進行財報審閱及抽核內部控制制度之執行情形。 本中心得直接洽請上櫃公司或簽證會計師說明。另上櫃公司發生重大事件時，本中心於分析後得至上櫃公司進行實地查核。 	<ol style="list-style-type: none"> 財報審閱及平時例外管理：擬進行形式審閱及書面審查，如有必要時得洽公司聘請獨立會計師進行實地查核並提出報告。 內控抽查：由於外國上櫃公司並不適用公開發行公司建立內部控制制度處理準則，故原則上不按季抽核內部控制制度之執行情形。 本中心有需要補充說明事項時，得要求主辦推薦證券商向外國上櫃公司詢問、查證後向本中心說明。
外部專業檢查	本中心對本國上櫃公司進行平時例外管理時，必要時，得請本國上櫃公司提供會計師專案審查其內部控制制度之審查報告。	本中心於必要時得要求外國上櫃公司委託經本中心指定之會計師或專業機構，依本中心指定之查核範圍進行外部專業檢查，並將檢查結果提交本中心，且由外國上櫃公司負擔相關費用。

4. 交易面

基於國民待遇原則，有關國外企業上櫃後之股票交易面，包括掛牌幣別、市場參與者、交易方式、交割方式等，原則上均比照本國上櫃公司現行規定辦理，除投資人應先簽署「第一上櫃有價證券風險預告書」後，證券商始得接受其買賣第一上櫃有價證券之委託外，並無任何差異。

(二) 外國企業第一上市櫃之特殊規定

1. 外國企業申請第一上市櫃案件：

- (1) 免辦理意見徵詢：考量海外企業位於海外，於國內辦理意見徵詢實益不大，故免辦理意見徵詢。
- (2) 僅書面審查，免實地查核。
- (3) 強化專家職能。

- (4) 僅需檢送合併財務報表：可採用我國、美國、國際會計準則，但須揭露與我國會計準則之差異影響數。
- (5) 會計師不得出具分擔責任之查核意見。
- (6) 不需出具會計師專案審查報告
- (7) 僅需出具內控建議書

2. 證交所必要時得採行之審查程序：

- (1) 洽請外國發行人、證券承銷商及簽證會計師檢具相關資料並提供說明。
- (2) 洽請外國發行人委託經本企業指定之會計師、律師或其他機構，依本企業指定之查核範圍對外國發行人執行查核，並將查核結果提交本企業。
- (3) 得洽請外國發行人委託會計師出具內部控制專案審查報告。

3. 承銷商之持續輔導責任。

4. 承銷商應採行之特殊評估程序

- (1) 應實地瞭解外國發行企業或其從屬企業之營運情況，或洽請專家意見，或蒐集分析有關資料，以瞭解外國發行企業註冊地國及主要營運地國之總體經濟、政經環境變動、外匯管制、租稅及相關法令等風險事項，並評估其所採行因應措施之適當性。
- (2) 應取具律師對外國企業最近三年內就下列事項出具之法律意見書：

外國發行企業是否違反相關法令規章	<ul style="list-style-type: none"> • 是否違反註冊地國或主要營運地國勞工安全衛生相關法令而被處以部分或全部停工，且情節重大者。 • 是否違反註冊地國或主要營運地國污染防治之相關規定，且情節重大者。 • 是否有重大勞資糾紛事件。 • 其他法令規章。
股東權益保障事項	<ul style="list-style-type: none"> • 註冊地國法令限制股東會召開地點、投

	<p>票制度或其他股東權行使時，是否影響外國發行人股東權益之行使；如是，應說明保障我國境內股東權行使之措施。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 是否於企業章程或組織文件中訂定保障行使股東權益之具體內容。
是否與他人簽訂對其營運有重大限制或顯不合理之契約。	

(三) 審查及申請流程

外國企業如欲申請第一上市櫃，可先自我檢視是否符合相關上市櫃規定，再擇定證券承銷商進行評估，由承銷商輔導或登錄興櫃滿六個月後，即可提出申請。另證交所/櫃賣中心設有二個月輔導期之例外規定，對象為已通過外國主板交易所上市審查申請但未掛牌者，得適度縮短輔導期，最短得至二個月。

簽證會計師方面，須為經主管機關核准簽證之聯合會計師事務所會計師二名（如由國際性會計師事務所查核，仍須由前揭合格之簽證會計師出具查核報告）。以第一上市為例，申請作業程序相當簡易，承銷商輔導完成後，填寫上市申請書件送件審核，送件至通過上市審議會約可於六週內完成，再經證交所董事會決議後，報請主管機關，七個營業日即申報生效，後續辦理集中保管及需時約一至二個月之上市前承銷，俟股權分散符合條件後即可上市。

第一上市流程圖



資料來源：台灣證券交易所網站（www.twse.com.tw）

（四）第一上市櫃外國企業應遵守之規範

允許外國企業來台上市當然是有風險，包括風險揭露是否充足，因此，我國對外國企業來台掛牌，將特別加強風險與資訊的揭露，此外，外國企業來台掛牌，理論上除了適用證交法及相關行政命令外，也同步適用投資人保護法。

1.申請第一上市櫃時之外國企業應遵守之規範

- （1）外國企業之股票雖未強制須無實體發行，但其上市後須以帳簿劃撥處理。
- （2）外國企業董事、監察人及大股東之持股集保規範，比照本國公司辦理，對初次申請上市之發行公司，其董事、監察人及持股超過已發行股份總額百分之十之股東應將持股提交集保，自上市買賣開始日起屆滿六個月後始得領回二分

之一，其餘部分屆滿一年後始得全數領回。

- (3) 另外國企業所發行股票之面額如非為新臺幣10元者，建議透過控股公司發行面額新臺幣10元股票之方式辦理。
- (4) 外國企業申請來台上市，必須設立兩名以上獨立董事，申請來台上櫃需設立至少3位獨立董事，且獨立董事應達全體董事席次1/5以上，惟不管申請上市或上櫃，其中一名獨立董事必須在中華民國設籍。另外國發行人應擇一設置審計委員會或監察人。其審計委員會應由全體獨立董事組成，其人數不得少於3人，其中一人為召集人；監察人人數不得少於3人。
- (5) 財務報表可依臺灣、美國或國際會計準則編製，惟須加註與臺灣會計準則之差異，並由會計師出具意見。前開出具查核報告之會計師，需為經主管機關核准簽證之聯合會計師事務所會計師二名，或由國際性會計師事務所查核，並由中華民國會計師出具不提及他會計師意見之查核報告。且第一上市公司檢送予證交所之財務報告、股東會年報或其他資料應以中文為主，但得另加英文。
- (6) 公司必須要有完善的內控制度，原則上以會計師於查核財務報表時所出具之內部控制制度建議書為審查依據，必要時得取具會計師專案審查報告。

2. 第一上市櫃後之外國發行人應遵守之規範

- (1) 後續增資發行新股之辦理：外國企業之無償配股，須於預計新股上市十二個營業日前檢具相關書件向證交所/櫃買中心申報同意後，得掛牌上市櫃。另如擬於本國境內辦理增資發行新股，應檢具證交所/櫃買中心出具之同意證明

文件，經向主管機關申報生效後，於預計新股上市十二個營業日前，洽證交所公告上市；惟其增資新股如非於本國境內發行者，在符合該外國企業註冊當地國法令規定，且其發行條件、價格及對象等均無重大損及股東權益之虞，亦無其他重大異常情事下，得檢具相關書件向證交所/櫃買中心申報同意後，得掛牌上市櫃。

- (2) 外國企業之年度財務報告應於每營業年度終了後四個月內公告申報，並經會計師出具查核報告；半年度財務報告應於每半年營業年度終了後七十五天內公告申報，並經會計師出具核閱報告；第一季及第三季財務報告應於每營業年度第一季及第三季終了後四十五天內公告申報，得免經會計師查核或核閱。
- (3) 外國企業第一上市櫃後之監理措施，原則比照現行國內上市櫃公司相關規定辦理，但就部分項目予以調整，包括定期就財務報表之實質審閱部分，係對全部第一上市櫃公司進行，另於重大事件部分，雖參採現行對國內上市櫃公司之例外管理規定辦理，但於必要時，外國企業應委託外部專業人士或機構依證交所/櫃買中心指定範圍執行查核，並直接提交報告。

茲將上述法令上特別要求海外來台上市櫃公司應承諾、遵守事項，彙整如下：

承諾事項	<ul style="list-style-type: none">●願配合查核財務業務或資金流向，並同意支付查察之費用●委任臺灣專業股務代理機構●指定訴訟及非訟代理人●委任主辦承銷商於上市年度及其後二個會計年度協助●遵循法令之責任●股東權益重要保護事項，增訂於公司章程或組織文件(應於送件時完成)
------	--

	<ul style="list-style-type: none"> ●每股面額10元，帳簿劃撥方式(應於送件時完成) ●持續遵循中華民國法令規定、上市契約等
股東權益保護事項	於不抵觸其註冊地法令之情形下，章程（或組織文件）中明定確保其對股東權益之保障不低於中華民國公司法暨證券法令之要求，主要內容包括：股份、董事、股東會之召集與決議、發行新股等相關規定。
法律事項檢查表	由台灣註冊之律師負責審查、填寫。
上市後法令遵循	<ul style="list-style-type: none"> ●資訊揭露及重大訊息發布 ●增資作業 ●證券商持續輔導

二、第二上市櫃

(一) 第二上市櫃之條件

申請主體	<ul style="list-style-type: none"> ●排除中國設立登記之公司； ●中國人民、法人、團體或其他機構直接或間接持有該海外企業股權超過30% 或有主要影響力股東者採專案核准；
公司規模	<ul style="list-style-type: none"> ●單位數或市值：上市臺灣存託憑證2000萬個單位以上或市值不少於新臺幣3億元。 ●股東權益：經會計師查核簽證之最近期財務報告顯示之股東權益折合新臺幣10億元(6億元)以上。
股權分散	在中華民國境內之臺灣存託憑證持有人不少於1,000人，其所持單位合計占發行單位總數20%以上或滿1,000萬個單位；並該臺灣存託憑證所表彰之記名股票，其全體記名股東人數在2,000以上，且公司內部人以外之大眾持股比率不低於發行股份總額之25%(且扣除公司內部人以外之持有人，其所持單位合計占發行單位總數20%以上或滿1,000萬個單位)。
資金用途限制	取消外國發行人在臺募集資金不得用於大陸投資之限制。
獲利能力	<ol style="list-style-type: none"> 1. 第一上市：最近3個會計年度之稅前純益累計達新臺幣2.5億元以上且最近1個會計年度之稅前純益達新臺幣1.2億元及無累積虧損。 2. 第一上櫃：最近二個會計年度稅前純益均為正數，且均無累積虧損(最近一個會計年度無累積虧損)，並符合下列標準之一者： <ul style="list-style-type: none"> ●稅前純益占年度決算之股東權益比率，最近一年度達6%以上者 ●稅前純益占年度決算之股東權益比率，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 ●稅前純益最近二年度均達新台幣4億元(2.5億元)以上者

資料來源：朱士廷，臺灣資本市場之優勢暨台商回台上市目前法令現況及規範，
http://www.twse.com.tw/ch/listed/alien_business/download/plan03.pdf

(二) 第二上市櫃之申請程序與審查

TDR 第二上市櫃申請流程更為簡捷，填具書面申請後，由證交所/櫃買中心審查如無問題，十個營業日即出具同意函，申請公司檢齊中央銀行同意函及證交所前開同意函，向主管機關申報後，如無重大違反規定之事項，十二個營業日即可生效。相關審查流程不到一個月即可完成，如加上續後辦理之公開銷售程序，一般案件全部流程應可於二個月內完成。

第二上市流程圖



第二項 國外發行人之法律風險分析

作為資本市場主體的上市櫃公司，其面臨的法律風險包括（但不限於）導因監理措施所產生之罰鍰、罰金或懲罰性賠償及私下和解等，其中訴訟次數和涉案淨資產這兩個因素對上市櫃公司法律風險的影響最大。海外企業來台上市櫃，不僅要遵守我國法律對上市櫃公司監理的各項要求，同時也要符合其註冊地國的法律及政策。因此，國外企業到我國上市櫃，可能會面臨的下列法律風險：

(一) 不法行為造成之法律風險

海外企業在我國上市櫃，一旦其違反國內證券交易相關法規對不法行為之規定(如常見包括違反內線交易、操縱市場股票、資訊揭露不實)，都將面臨訴訟、損害賠償等法律風險。

(二) 所屬國法令、政策變動引發的法律風險

為鼓勵企業至海外上市櫃，各國政府多數會配合其政策，在不同時期給予擬赴海外上市企業各項優惠措施，然這些優惠措施一旦隨政府方針調整或改變，會對在海外掛牌造成影響。

(三) 公司治理結構不完善所帶來的法律風險

來台上市櫃的海外企業倘公司治理結構不完善，容易導致內部控制秩序紊亂，而內部控制失效所引發的企業經營失敗、經營者欺騙股東（如：經營者不法挪用募集資金），不僅給企業，也給股東帶來巨大的經濟損失，加劇了公司的經營風險、財務風險和法律風險。

(四) 投資者關係管理不當引起的法律風險

來台上市櫃的海外企業如缺乏與投資者溝通的經驗或相關專業知識，一旦遇有問題處理不當損及股東權益，易滋生公司與股東間之爭議，甚或引起公司與股東間之法律爭訟，不利企業市場形象。

(五) 國際訴訟仲裁法律風險

國外企業來台上市櫃如有不法情事，因不當行為而受有損害的投資人，依據我國法律可向國外企業尋求損害賠償。因此，外國企業來台上市面臨著被提起仲裁或訴訟的法律

風險。惟外國企業註冊地之法律體系與我國大陸法系不盡相同，即使體系相同，法律規範內容又不盡一致，有關不同國家法制規範間可能相衝突或無法銜接之處的解決處理方式，均為外國發行人應提防的法律風險。

(六) 其他

國外企業及其高階管理階層違反其他法律導致的風險、新的法律環境引起的法律風險等，均為外國企業來台上市可能面臨之法律風險。

因此，證券承銷商在辦理海外企業來台掛牌所進行之各項推薦及持續輔導作業，亦應將外國發行人可能面臨之風險，納入證券承銷商法律風險管理之一環。

第三節 專家於承銷國外發行證券之相關法律責任

目前世界各主要交易所對於上市櫃文件內容正確性均不擔保，僅要求申請公司應符合上市櫃規定並揭露相關資訊，故專家職能的發揮顯得特別重要。

由於外國公司地處海外，交易所若每家申請公司都到國外進行實地查核，囿於人力及資源有限，必須借重券商及會計師、律師專業能力，希望這些中介機構能發掘優質公司，評估其各項制度及財務業務營運狀況。

第一項 簽證會計師

一、會計師之角色與功能

會計師於資本市場之角色，主要係為發行公司有關財務之聲明，再出具第二個聲明，以擔保其合理性，並提供其簽證意見供投資大眾參考。亦即財務報告編製之責任在於發行公司，

會計師則以獨立公正第三者身分，再出具第二個聲明，以說明發行公司編製之財務報告（第一個聲明）是否可信。

針對海外企業來台上市，由於不需要實地審查，主管機關特別以加重中介機構責任等方式因應，倚重會計師查核簽證。

二、現行法令之相關規範與責任

項次	法規名稱	條次	條文內容
1	證券交易法	20-1	前條第二項之財務報告及財務業務文件或依第三十六條第一項公告申報之財務報告，其主要內容有虛偽或隱匿之情事，下列各款之人，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，應負賠償責任： 一、發行人及其負責人。 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。前項各款之人，除發行人、發行人之董事長、總經理外，如能證明已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事者，免負賠償責任。 會計師辦理第一項財務報告或財務業務文件之簽證，有不正當行為或違反或廢弛其業務上應盡之義務，致第一項之損害發生者，負賠償責任。 前項會計師之賠償責任，有價證券之善意取得人、出賣人或持有人得聲請法院調閱會計師工作底稿並請求閱覽或抄錄，會計師及會計師事務所不得拒絕。 第一項各款及第三項之人，除發行人、發行人之董事長、總經理外，因其過失致第一項損害之發生者，應依其責任比例，負賠償責任。
2	證券交易法	32	(公開說明書虛偽或隱匿之責任) 1.公開說明書應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，曾在公開說明書上簽章之律師，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見，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。 2.會計師如能證明已經合理調查，並有正當理由確信其簽證或意見為真實者，免負賠償責任。
3	證券交易法	37	會計師辦理第三十六條財務報告之查核簽證，應經主管機關之核准；其準則，由主管機關定之。 會計師辦理前項查核簽證，除會計師法及其他法律另有規定者外，應依主管機關所定之查核簽證規則辦理。 會計師辦理第一項簽證，發生錯誤或疏漏者，主管機關得視情節之輕重，為左列處分： 一、警告。 二、停止其二年以內辦理本法所定之簽證。 三、撤銷簽證之核准。 第三十六條第一項之財務報告，應備置於公司及其分支機構，以供股東及公司債權人之查閱或抄錄。
4	證券交易法	174	會計師對公司申報或公告之財務報告、文件或資料有重大虛偽不實或錯誤情事，未善盡查核責任而出具虛偽不實報告或意見；或會計師對於內容存有重大虛偽不實或錯誤情事之公司財務報告，未依有關法規規定、一般公認審計準則查核，致未予敘明者，處五年以下有期徒刑，得科或併科新臺幣一千五百萬元以下罰金。 主管機關對於有第二項第二款情事之會計師，應予以停止執行簽證工作之處分。
5	外國發行人募集與發行有價證券處理準則	7	(1)簽證會計師出具無法表示意見或否定意見之查核報告；或 (2)簽證會計師出具保留意見之查核報告，其保留意見影響財務報告之允當表達，有上述兩種情形之一者，行政院金管會得退回有價證券之募集與發行。
6	外國發行人募集與發	43	第一上市（櫃）公司及興櫃公司募集與發行股票，應備置公開說明

	行有價證券處理準則		書： 1.公開說明書之封裏，應刊印與本次發行有關之機構或專家資料（包括證券承銷商、代辦股務機構、最近年度財務報告簽證會計師、出具法律意見書律師其他律師（如外國發行人所屬國律師）意見者，應一併揭露該律師資料。 2.公開說明書之內容，應記載律師出具之法律意見書。
7	外國發行人募集與發行有價證券處理準則	46	第一上市（櫃）公司及興櫃公司經本會申報生效募集與發行股票，應於發行後十日內檢附律師出具該股票發行辦法與主管機關同意生效內容無重大差異之意見書。
8	外國發行人募集與發行有價證券處理準則	52	第二上市（櫃）公司募集與發行股票，應備置公開說明書，其內容除依外國發行人所屬國及上市地國法令規定編製外，並應記載律師出具之法律意見書。
10	外國發行人募集與發行有價證券律師法律意見書及法律事項檢查表		一、填報檢查表並出具法律意見書之律師，於最近一年內應未受法務部律師懲戒委員會懲戒，且不得與發行公司、簽證會計師及證券承銷商具有下列關係： （一）財務會計準則公報第六號規定之關係人。 （二）其他法令規定或事實證明任何一方直接或間接控制他方之人事、財務或業務經營者。 二、請依申報案件之性質適當填報。如有勾選者，請先勾選，並於意見欄逐項敘明勾選之理由（如法令依據、相關文件、資料、與相關人員面談等）及審核結果。意見欄如不敷使用，請另以附件說明並交互引註。 三、審核及出具法律意見書時應盡專業上應有之注意，且均應查明事實；書面資料亦應核對正本，並就審核結果依參考格式出具適當之意見書。如遇公司拒絕提供資料、發現有異常或違反法令等情事，請於意見書中另以中間段逐項敘明，並於末段明確表示是否影響有價證券之募集與發行。 四、請確實審核填報檢查表並出具意見書，如有錯誤、疏漏、虛偽不實或隱匿之情事，本會將依相關法令規定辦理。
11	會計師法	48	會計師承辦財務報告或其他財務資訊之簽證，不得有下列情事： 一、明知受查人之財務報告或其他財務資訊直接損害利害關係人之權益，而予以隱飾或簽發不實、不當之報告。 二、委託人或受查人提供之財務報告或其他財務資訊未依有關法令、一般公認會計原則或慣例編製，致有令人誤解之重大事項，會計師因未盡專業上之注意義務而未予指明。 三、未依有關法令或一般公認審計準則規定執行，致對於財務報告或其他財務資訊之內容存有重大不實或錯誤情事，而簽發不實或不當之報告。 四、未依有關法令或一般公認審計準則規定執行，並作成工作底稿，即簽發報告。 五、未依有關法令或一般公認審計準則規定簽發適當意見之報告。 六、其他因不當意圖或職務上之廢弛，致所簽證之財務報告或其他財務資訊，足以損害委託人、受查人或利害關係人之權益。
12	會計師法	61	會計師有下列情事之一者，應付懲戒： 一、有犯罪行為受刑之宣告確定，依其罪名足認有損會計師信譽。 二、逃漏或幫助、教唆他人逃漏稅捐，經稅捐稽徵機關處分有案，情節重大。 三、對財務報告或營利事業所得稅相關申報之簽證發生錯誤或疏漏，情節重大。 四、違反其他有關法令，受有行政處分，情節重大，足以影響會計師信譽。 五、違背會計師公會章程之規定，情節重大。 六、其他違反本法規定，情節重大。
13	會計師法	62	會計師懲戒處分如下： 一、新臺幣十二萬元以上一百二十萬元以下罰鍰。 二、警告。 三、申誡。 四、停止執行業務二個月以上二年以下。 五、除名。

會計師於公開說明書應出具之文件，主要為最近年度查核簽證會計師查之財務報告，以及複核發行公司填報之案件檢查

表。簽證會計師複核案件檢查表及出具「複核彙總意見」時，應盡專業上應有之注意²⁴。

為強化輔導海外企業來台上市的券商、會計師責任，海外企業來台第一上市必須由國內承銷商、會計師承辦，且會計師不得使用分攤責任制，即便無法親自到海外廠房查帳，也必須對海外企業的財報完全負起責任。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」第4-1條規定，有關外國發行人申請股票第一上市之審查要點會計師查核或核閱報告範圍應包括：

- 外國發行人所採用之會計原則及所採用會計原則與我國一般公認會計原則之差異情形與附註索引。
- 分別載明業依我國會計師查核簽證財務報表規則及一般公認審計準則查核，或業依我國審計準則公報第三十六號「財務報表之核閱」核閱。

會計師核閱之半年度合併財務報告，其納入編製之子公司若為重要子公司，其財務報告及有關資訊亦應經會計師核閱。

海外企業之財務報表應由我國會計師或國際性會計師事務所查核，並由我國會計師出具查核報告。此外，會計師應出具之最近三年「內部控制制度建議書」，有無重大異常情事，如有必要，得洽請外國發行人委託會計師出具內部控制專案審查報告。

實務上，會計師會進行「實地查核」(due diligence)，以實地訪查發行公司並取具依會計師查核簽證財務報表規則之查

²⁴包括應查明事實，書面資料亦應核對正本，並就複核結果依參考格式出具適當之複核彙總意見。如遇公司拒絕提供資料，發現有異常或違反法令等情事，請於複核彙總意見中另以中間段逐項敘明。

核程序所規範之資料，並就其辦理查核之經過，確實作成紀錄，並連同其所得之有關查核證據，彙訂為查核工作底稿，以提供確實之證據支持會計師之查核工作及其查核簽證意見。

三、簽證會計師免責抗辯之探討

我國證管法令建制，在有關企業上市方面，偏重承銷商及會計師扮演守門角色，在上市審查過程中，承銷商及會計師對於申請上市的公司涉及財務構面的議題，多所關注，務求確保財務資訊之品質，符合充分揭露原則。

(一) 注意義務的內涵與判斷基準

會計師基於有償委任關係，對於攸關事項進行獨立深入以調查，依民法第 535 條規定，自應本於其專業準則，盡善良管理人之注意義務，如有違反，在民事上可能會有的責任，但會計師如能證明其已善盡專業上之注意義務者，免負賠償責任。惟會計師注意義務的內涵與判斷基準為何？實務界目前對於會計師「專業注意義務」的判斷，是否與民法 535 條規定所謂「善良管理人之注意義務」概念相當？

會計師依相關法規，有行政責任、民事責任、刑事責任等法律上的責任，目前主管機關對會計師進行行政處分時，係以是否違反「會計師查核簽證財務報表規則」（簡稱查簽規則）以及「一般公認審計準則」作為判斷之基礎，且以證交法 174 條觀之，「一般公認審計準則」係為刑事處罰之判斷標準，而依會計師法授權訂定之「查簽規則」第二條亦明訂會計師查核簽證財務報表應依「一般公認審計準則」辦理，故對證券主管

機關而言，「一般公認審計準則」及「查簽規則」具有法律強制性。

惟在民事賠償責任，但實務上法院並不一定認為遵守該二法規即可等同於「遵守專業注意義務」，在順大裕案的判決中，法官即以「查核或核閱財務報告之工作內涵，絕非一成不變，亦非審計準則公報得以明確規範。…，會計師形式上依循一般公認審計準則，並不能遽認會計師已盡善良管理人之注意義務。」為理由，表示「一般公認審計準則」並非判斷會計師注意義務達成與否之惟一依據。因此，即便遵守該二法規，會計師仍可能因專業上之警覺不足、或未能做到應有之懷疑，而有「未能遵守專業注意義務」之情事出現²⁵。

然而，企業舞弊往往被複雜且詳細的設計所隱匿，且發行公司所提供給會計師之資訊亦可能故意誤導，再加上舞弊通常為數人共謀、涉及偽造文書、涉及會計估計故認定不易、受查者內部控制受先天限制、查核需依賴判斷、查核係依抽查的方式進行、會計師所取得之大部分證據通常僅具說服力而無結論力等因素交錯影響下，即便會計師依照一般審計原則加以查核，尚難加以充分查知，而有待對於營運及交易的法律構面，加以查核，才能得知。故縱然嗣後才發現前期財務報表有重大不實，亦不能據此推論會計師等查核人員於當時查核時點上必曾背離一般公認審計準則。

（二）查核人員偵查舞弊之責任

²⁵章友馨，從證交法新增訂第二十條之一論會計師過失責任之舉證責任歸屬，證券暨期貨月刊 第二十四卷，第二期，95年2月。

會計師依一般公認審計準則執行查核工作，以合理確信財務報表整體並無因舞弊或錯誤所導致之重大不實表達，但會計師為獲致合理之確信，在整個查核過程中應保持「專業上之懷疑態度」，考量管理階層逾越控制之可能，而當會計師對財務報表之整體是否有重大不實提出高度擔保時，即擔負查出舞弊之責任。而限制會計師責任之規定係作為會計師未偵出舞弊之抗辯事由。會計師以其守門人角色，其責任係在「查核報告不實」；而發行公司之財務報表不實，會計師不一定須負責。會計師未能偵出舞弊之法律上責任，仍須視個案的舞弊情境及會計師已盡專業懷疑的程度而定，尚無一致標準。

（三）進一步查核

會計師若依其專業上懷疑應採行「進一步查核」時，則該具體查核程序之行為準則為何？會計師得否以已採行「進一步查核」，作為主張免責抗辯之事由？

依「推動海外企業來台上市」專案小組初步會議決議，會計師意見書需不涉及其他專家意見。至於律師方面，原則上國內律師得引用其他律師意見，但需出具不分攤責任之法律意見書。

（四）信賴其他專家意見

會計師得否主張信賴其他專家意見（包括詢問律師發行公司訴訟狀況或潛在訴訟風險評估之函證）？如認為會計師亦應自行評估該專家意見之可信性，則需衡量會計師是否有評估並查證該專家審查意見之專業能力？

（五）判斷不具重大性之項目卻發生弊端

會計師依查核當時之專業判斷決定何項目具有重大性，並僅針對該具有重大性之項目進行深入之查核，惟若事後始得知當時判斷不具重大性之項目卻發生弊端，則會計師得否主張當時已善盡查核責任而抗辯免責？

第二項 律師

一、律師角色與功能

律師在資本市場扮演特殊重要性之角色與責任，除傳統辯護人角色外，更擔任顧問角色，以避免客戶違反法令，甚至課以律師一定之申報義務，發揮其公益的角色，履行律師在資本市場肩負「守門人」的功能²⁶。

依照現行法令，有關外國企業來台第一、二上市櫃，外國發行人在申請上市或上櫃時，應洽請律師於公開說明書中出具「法律意見書」及「法律事項檢查表」，逐項復合發行公司訴訟狀況、潛在訴訟風險及該次發行之適法性，藉以提高發行案之品質控管。

一、現行法令之相關規範與責任

律師在承辦海外企業來台上市的過程中，其相關之法律責任，涵蓋於證券交易法、律師法、外國發行人募集與發行有價證券處理準則、外國發行人募集與發行有價證券律師法律意見書及法律事項檢查表等相關規定中，茲彙整重要規定如下：

²⁶ 武永生、馮震宇，資本市場律師之角色與職責——以美國證券法規律師守門員規範之改革為中心，證券櫃檯月刊，第 123 期。

項次	法規名稱	條次	條文內容
1	證券交易法	32	(公開說明書虛偽或隱匿之責任) 1. 公開說明書應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，曾在公開說明書上簽章之律師，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見，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。 2. 律師如能證明已經合理調查，並有正當理由確信其簽證或意見為真實者，免負賠償責任。
2	證券交易法	174	律師對公司有關證券募集、發行或買賣之契約、報告書或文件，出具虛偽或不實意見書者，處五年以下有期徒刑，得科或併科新臺幣一千五百萬元以下罰金。
3	外國發行人募集與發行有價證券處理準則	7	律師出具之法律意見書，表示有違反法令，致影響有價證券之募集與發行者，行政院金管會得退回有價證券之募集與發行。
4	外國發行人募集與發行有價證券處理準則	24	外國發行人經本會申報生效參與發行臺灣存託憑證，應於臺灣存託憑證發行後十日內檢附律師出具該臺灣存託憑證發行辦法與本會同意生效內容無重大差異之意見書。
5	外國發行人募集與發行有價證券處理準則	43	第一上市(櫃)公司及興櫃公司募集與發行股票，應備置公開說明書： 1. 公開說明書之封裏，應刊印與本次發行有關之機構或專家資料(包括證券承銷商、代辦股務機構、最近年度財務報告簽證會計師、出具法律意見書律師其他律師(如外國發行人所屬國律師)意見者，應一併揭露該律師資料。 2. 公開說明書之內容，應記載律師出具之法律意見書。
6	外國發行人募集與發行有價證券處理準則	46	第一上市(櫃)公司及興櫃公司經本會申報生效募集與發行股票，應於發行後十日內檢附律師出具該股票發行辦法與主管機關同意生效內容無重大差異之意見書。
7	外國發行人募集與發行有價證券處理準則	52	第二上市(櫃)公司募集與發行股票，應備置公開說明書，其內容除依外國發行人所屬國及上市地國法令規定編製外，並應記載律師出具之法律意見書。
8	外國發行人募集與發行有價證券律師法律意見書及法律事項檢查表		一、填報檢查表並出具法律意見書之律師，於最近一年內應未受法務部律師懲戒委員會懲戒，且不得與發行公司、簽證會計師及證券承銷商具有下列關係： (一) 財務會計準則公報第六號規定之關係人。 (二) 其他法令規定或事實證明任何一方直接或間接控制他方之人事、財務或業務經營者。 二、請依申報案件之性質適當填報。如有勾選者，請先勾選，並於意見欄逐項敘明勾選之理由(如法令依據、相關文件、資料、與相關人員面談等)及審核結果。意見欄如不敷使用，請另以附件說明並交互互註。 三、審核及出具法律意見書時應盡專業上應有之注意，且均應查明事實；書面資料亦應核對正本，並就審核結果依參考格式出具適當之意見書。如遇公司拒絕提供資料、發現有異常或違反法令等情事，請於意見書中另以中間段逐項敘明，並於末段明確表示是否影響有價證券之募集與發行。 四、請確實審核填報檢查表並出具意見書，如有錯誤、疏漏、虛偽不實或隱匿之情事，本會將依相關法令規定辦理。
9	律師法	32	律師對於受委託、指定或囑託之事件，不得有不正当之行為或違反其業務上應盡之義務。
10	律師法	39	違反律師法第 32 條，應付懲戒。

從上述之相關規定，可歸納律師在辦理海外企業來台上市櫃之相關職責內容如下：

1. 上市櫃前協助規劃

當外國企業順利完成來台上市櫃後，該公司之財務報告編製、會計師查核報告書、財務報告審閱、例外管理、資金貸與、背書保證及持續義務應符合台灣證交所規定。我國律師得

於上市前，協助規劃上市後的法律遵循，以利上市前後法令遵循的順利接軌，避免外國企業不慎觸法。

外國企業申請股票第一上市櫃應以書面承諾增訂股東權益保護之重要事項於公司章程或組織文件，其中包含股份、股東會、董事、委託書及庫藏股等事項，我國律師可透過其在公司法及證券法令上的專業，協助外國企業符合前述承諾內容，將股東權益保護事項落實到公司章程等相關文件中。

我國律師在外國企業進行上市櫃前的重組時，可積極協助外國企業委任合適的他國律師外，並可發揮在併購及上市櫃方面的豐富經驗，與他國律師配合進行重組規劃，使外國企業順利完成來台上市櫃規劃。

2.協助準備公開說明書

依據現行規定，公開說明書的內容應記載公司、營運及財務概況、發行及資金運用計畫、公司治理運作情形、律師出具之法律意見書以及股東行使權利之方式等。此外，依據我國證交法第 32 條規定，公開說明書應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，發行人之負責人、承銷商、律師及會計師就其所應負責部份必須對善意相對人之損害與發行人負連帶責任。

由於外國企業來台上市櫃涉及多國法令規定，我國律師可以適時協助國內券商在準備公開說明書時充分記載正確的資訊、揭露註冊地國與我國法令之差異，先期防範有虛偽或隱匿的情事而致違反前述證券交易法規定。

3.出具法律意見書、法律事項檢查表

依據現行規定，我國律師應針對外國企業來台上市櫃出具法律意見書，該法律意見書亦須揭露於公開說明書。此外，根據台灣證券交易所要求，我國律師必須出具法律事項檢查表，就外國企業的相關事項之法律查核出具意見，例如公司之有效存續及法令遵循、是否有違反對大陸投資規範、最近3年度之重大事件、不宜上市情事、公司治理（其中包含獨立董事、審計委員會、股東權之行使、董事會及股東會之決議之合法性）、股東權益保護之重要事項等²⁷。

在法律事項檢查表中，律師應就公開說明書是否已依規定編製表示意見外，並應審閱公開說明書中之文字用語是否有誇大、誤導之情事。

三、律師免責抗辯之相關探討

（一）法律查核強度的增加

我國對於海外企業在台申請上市櫃，一反過往僅以若干列舉的法律事項所作的形式審查，改以開放表列，課以律師對於申請上市櫃的海外企業，作出進一步普遍廣泛的查核責任，甚且對於海外企業的註冊所在地及營運地相關法律事項，都要求必須出具法律意見，以確保法律構面的充分揭露。

（二）查核程序之具體行為準則

律師於外國企業來台上市櫃，除應具備獨立性外，並「不得有不正當之行為或違反其業務上應盡之義務」，於出具法律意見書及法律事項檢查表時，更應盡專業上應有之注意，惟對

²⁷朱永宜，律師是外國企業來台上市最佳法律守護者，國際通商法律論壇，工商時報。2009年6月27日，<http://news.chinatimes.com/CMoney/News/News-Page-content/0,4993,11050709+122009062700347,00.html>

律師應進行何種查核程序，始符合專業上應有之注意，並未有具體之行為規範。

第三章 辦理外國證券掛牌業務之承銷商責任 及法律風險比較研究

第一節 美國

一、法規架構

外國公司到美國掛牌的途徑，可透過直接在美國的證券交易所將其普通股掛牌的首次公開發行、發行美國存託憑證等方式，這些掛牌方式均受 1933 年證券法(Securities Act of 1933)與 1934 年證券交易法(Securities Exchange Act of 1934)等兩個聯邦法所規範。

為促使企業能公開揭露資訊，以及補償投資人因重大不實投資資訊誤導所蒙受之損失，聯邦證券法規要求所有在美國公開發行之證券，皆須事先向美國證管會(SEC)進行註冊，並有民事賠償的規定。惟如符合聯邦法規定義下的外國私人發行公司(Foreign Private Issuer，即本文所指之外國發行人或外國公司)者，則可適用較寬鬆的資訊揭露要求。

證券承銷商作為重要資本市場參與者，在現行的法規架構下，其可能面臨之求償責任規範如下：

(一) 聯邦法

1.1933 年證券法

- §11(a)—註冊聲明不實或漏未記載之民事責任
- §12(a)(2)--發行或銷售有價證券中之公開說明書或口頭的重大信息有虛假陳述或漏未公開之民事責任
- §12(a)(1) --發行或銷售有價證券違反該法第 5 條規定之民事責任
- §17(a)--發行或銷售有價證券有詐欺情事之民事責任
- §15--公司控制人違反其他主要條款之責任

2.1934 證券交易法：

- §10(b)及 10b-5 規則--違反證券詐欺規範之責任
- §18--依本法規定應向主管機關所為申報有錯誤或誤導之責任
- §20(a)公司控制人之責任

此外，1934 年證券交易法第 21D 條並有民事比例責任之規定。

茲就上述重要條文之相關求償規定，彙整如下：

法規	1933 年證券法		1934 年證券交易法
條號	§11	§12(a)(2)	§10(b) Rule 10b-5
要件	登錄時有重大遺漏/誤導性陳述	公開說明書有重大遺漏/誤導性陳述	購買或出售相關之重大遺漏/誤導性陳述
請求權人	公開發行之買受人	公開發行之買受人	以下之買受人或出賣人： -公開發行 -私募 -大部分之併購
負責主體	發行人 簽名者 董事 承銷商 專家 控制人(§15)	出賣人 控制人(§15)	參與者 控制人(§20)
其他要件	N/A	N/A	故意 信賴（市場詐欺） 交易因果關係 損失因果關係
抗辯事由	時效抗辯 實地查核 因果關係反證(§11(e)) 原告明知	時效抗辯 實地查核 因果關係反證(§11(e)) 原告明知	時效抗辯 原告明知

3.1995 年私人證券訴訟改革法 (Private Securities Litigation Reform Act of 1995, PSLRA)

美國 1933 年證券法、1934 年證券交易法中的民事賠償規定，可謂開創近代證券民事賠償先例。除依上述法規所得提起的私人訴訟外，團體訴訟（class action）亦為補充公眾執法的重要機制。自

1980年代起，團體訴訟被成功引用到證券訴訟領域，提供被害人追償的機制，對不肖證券發行人和中介機構從事證券犯罪產生恫嚇效果，因而成為美國保護股東權益的最有效司法程序。

然而，因為證券訴訟在美國由律師主導，受到濫用的情況越益嚴重，為了避免投資人在交易市場遭受損失隨即提起證券求償訴訟，造成濫訴，以維護資本市場的整體健全性與發展，美國國會於1995年通過「私人證券訴訟改革法」(Private Securities Litigation Reform Act, PSLRA)，提高原告起訴的門檻，期藉由加強機構投資人在訴訟中扮演的角色功能，使其立於原告中的監督者地位，以避免公司動輒必須負擔高額賠償的情事發生¹，並監控律師在訴訟中為追求自我利益所造成的弊端。此外，依據私人訴訟證券改革法，1934年證券交易法增訂Section §21D(e)²，就得請求之損害賠償範圍的上限做出規定³，避免不當擴張被告應負損害賠償責任的範圍。

因此，證券承銷商依1995年私人證券訴訟改革法之可能負擔之責任，可分為兩大類：

- (1) 連帶責任：如證券商在明知違反證券法律之情況下；
- (2) 比例責任：關於比例責任之規範，參見第21D(f)(3)(A)條。

二、外國公司在美掛牌之相關規定

1 參閱邵慶平(2006)，〈證券訴訟上「交易因果關係」與「損害因果關係」之認定-評析高雄地院九一年重訴字第四四七號判決-〉，《台灣本土法學》，79期，頁59。

2 15 U.S.C. §78u-4(e) Limitation on damages

“(1) Except as provided in paragraph (2), in any private action arising under this chapter in which the plaintiff seeks to establish damages by reference to the market price of a security, the award of damages to the plaintiff shall not exceed the difference between the purchase or sale price paid or received, as appropriate, by the plaintiff for the subject security and the mean trading price of that security during the 90-day period beginning on the date on which the information correcting the misstatement or omission that is the basis for the action is disseminated to the market.”

3 以原告買賣證券之價格，與不實陳述或隱匿資訊之更正消息於市場發佈後九十天之平均價格，兩者之差價作為原告得主張損害賠償之上限。

外國公司要在美國掛牌，對美國境內投資人發行有價證券，首要面對的即為遵循相關的資訊揭露要求，包括財務資訊及非財務資訊。美國對外國公司除了在資訊揭露規範上適用較符合國際標準的變通作法的外，基本上其掛牌仍與美國國內發行人適用相同的證券法規，亦即需依 1933 年證券法規定登錄，並依 1934 年證券交易法規定進行交易。

(一) 外國發行人(foreign private issuer, FPI)之定義

美國證券法規對符合外國私人企業(foreign private issuer，簡稱 FPI)條件者，資訊揭露要求程度比較寬鬆，同時適用美國證券法規一些相關的豁免規定。據統計，在美國約有 13,000 家公司向 SEC 註冊登記，其中超過 1,200 家係非美國之外國公司 (FPI)。

由於各國企業均朝國際化的發展趨勢，美國證管會特別定義外國發行人(FPI)的範圍。雖外國企業係依外國法規設立，惟如果其股東中美國境內投資人持股較高，則該外國企業仍將視為美國境內企業資訊揭露規定，排除適用外國私人企業(FPI)之相關特殊待遇⁴。

依外國公司 (Foreign Private Issuer) 之組織係指非依美國法律登記並非屬政府組織之發行人而言。但該發行人倘有超過 50% 之股

4 Rule 3b-4-- Definition of "Foreign Government," "Foreign Issuer" and "Foreign Private Issuer"

- a. The term foreign government means the government of any foreign country or of any political subdivision of a foreign country.
- 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 percent of the issuer's outstanding voting securities are directly or indirectly held of record by residents of the United States; and
 2. Any of the following:
 - i) The majority of the executive officers or directors are United States citizens or residents;
 - ii) More than 50 percent of the assets of the issuer are located in the United States; or
 - iii) The business of the issuer is administered principally in the United States.

權直接或間接由為美國居民所持有且有下列情事之一者，將被視為美國公司：

- (1) 過半數之董事或執行長為美國公民或居民；
- (2) 該發行人之資產超過 50% 在美國境內；
- (3) 該發行人之總公司設於美國境內。

美國對外國發行人之定義，已排除紙上公司，參見 Rule 3b-4⁵對「外國發行人」之定義。

(二) 對外國發行人之規定

外國發行人得視需要採募集或私募方式發行股份或債券，目前外國發行人在美國境內募資途徑大致可透過：(1)首次公開發行(IPO)；(2)發行美國存託憑證(ADR)⁶；(3)借殼上市(backdoor listing)，外國人多選擇以發行 ADR 之方式在美募資。以下茲就主管機關與各交易所對外國公司募資管理之規定概述如下：

1. 證管會 (SEC) 對外國發行人之管理

(1) 上市管理

外國發行人在美國境內募資，與美國公司相同，主要係遵循 1933 年及 1934 年證券交易法及其相關規定，執行審核及監管單位為美國證管會。一般而言，外國公司除適用 Regulation S 及 144A 等私

⁵ Definition of "Foreign Government," "Foreign Issuer" and "Foreign Private Issuer"

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.

⁶ ADR 之發行有三，茲分述如下：(1) Level I：在 OTC 市場 (pink 以美元交易，向 SEC 註冊登記時免提供財務報告。(2) Level II：以 Form 20-F 向 SEC 註冊登記，其財務報表應依美國 GAAP 作調節且負有持續申報義務。雖以現有股份發行 ADRs 在 NYSE 或 NASDAQ 掛牌交易，無募資功能，但具擴大股份流通市場及提高知名度之效果。(3) Level III：以 Form 20-F 向 SEC 註冊登記公開說明書，為募集資金以發行所股方式股份發行 ADRs 在 NYSE 或 NASDAQ 掛牌交易。

募型態之募資外，要在美國境內募資，所應遵循的法令與美國公司幾近相同，但較為簡化。

在美國境內募資原則上均須向美國證管會申報證券交易法登記表格（Exchange Act registration statement），並須持續申報年度報告。依 1933 年證券法，適用於外國私人發行人的有 F-1，F-2 和 F-3 三種，F1 表格包括公開說明書及專為外國公司所設計的 20-F 中的財務資訊，此外，適用於美國發行人的 S-3 格式也適用於外國發行人。對於以美國存託憑證（ADRs）形式在美國銷售證券的發行人，則需按表格 F-6 進行註冊登記；外國政府發行人則適用表格 B，茲就重要登記與豁免登記事項，彙整如下表：

登記事項	<ul style="list-style-type: none"> • 依 1933 年證券交易法 Form F-1, F-2, F-3, F-4 規定登記者相關資料（基本上這四個表格類似美國國內發行人申報的 Form S-1, S -2, S -3, S -4）；發行 ADR 之外國企業依 Form F-6 規定登記者相關資料。 • 應附公開說明書應記載事項； • 依 1933 年證券法規定所要求之財務業務資訊； • 依 1934 年證券交易法 Form 20-F 規定共 19 項資訊； • 得為私募； • 在應為資訊公開項目上較美國公司少，主要以其母國規範為主。
豁免登記事項	<ul style="list-style-type: none"> • 依 Regulation D, Regulation S 放寬符合規定之外國公司不須依 1933 年證券法規定申報登記； • Rule 144A 規定，外國發行人不須依法申報者，僅須提供如發行人簡介、所生產產品及服務之簡短聲明，最近一期資產負債表，前兩年與最近一期收入與收益報告等資訊即可。

由於考慮到外國公司可能對於募資案之透明化規範有所疑慮，美國證管會允許外國發行人申請採用秘密送件（confidential submissions）。另外，如果申請人有需要，美國證管會也會同意在外國公司正式送件前先行就草案進行覆核（review draft submissions），並便於就較為敏感及複雜的問題與發行人討論，但是對於問題的討論，證管會一般希望發行人以書面方式詳述公司概

況、發行計劃，會計相關事項（如評價期間、與美國會計原則調節之期間）、公司對問題的結論、會計師對公司結論的意見。

對於初次公開發行時的審核，除會注意發行公司於申請期間所發布之訊息是否違反緘默期的規範外，原則上在審核公開說明書時，會注意發行公司是否釋出消息試圖影響股票價格（gun-jumping）、是否有選擇性揭露之情事。

（2）上市後管理

美國證管會對外國公司股份之註冊及後續管理，原則上與國內公司一致，主要審核發行公司之揭露是否符合相關規定。外國發行人在美國公開發行時及發行後之持續定期揭露，主要係依據 20-F 表格之規定，但遇有不定期重大事項時，則採用 6-K 表格申報。20-F 表格是專為外國發行人量身訂作的書件，內容要求發行公司對公司狀況作完整詳細揭露，包括營運及財務報表等相關資訊。另依 6-K 規定揭露之資訊中，如有被認定為重大交易者，要將所有合約內容公開，惟若涉商業機密部分，只要檢具相關資料向美國證管會申請，即可免于公開涉機密部分。外國公司與美國公司揭露規範上的主要差異如下：

- （1）可豁免揭露季財務報告、半年度財務報告等相關揭露；
- （2）除在母國法律許可之情況下，得以總額方式揭露董事酬勞（executive compensation）外，餘以個別方式揭露；
- （3）允許採用美國以外之會計原則，但須作重大差異之調節與說明。

外國公司的募資案件及定期或不定期財務資訊，通常由證管會的公司企業融資部（Division of Corporate Finance）負責審查。審查

主要在瞭解公司揭露是否充分適法，並不在確認所揭露的內容是否與事實相符，因此以書面審核為主，鮮為實地查核，惟若發現涉有違法的可疑事項，則會將案件移送執法部。另美國證管會對外國公司有關股東會之召集、決議方式及財務報告之編制等事項，得優先適用該發行人所屬國之法律。因此對於投資人之保障及準據法也原則上適用發行人所屬國之法律⁷。惟自 2006 年起，赴美上市的外國企業(FPI)已開始適用沙氏法案規定。

2.交易所對外國發行人之上市審查與管理

(1) 紐約交易所

① 上市審查與管理

NYSE 對外國公司(FPI)申請上市之審查方式與對國內發行人原則相同，惟訂有不同之量化標準；另就公司治理及財務報告等事項，外國發行人得優先適用所屬國之法律及揭露所屬國之規定與 NYSE 之差異。茲比較外國發行人與美國境內公司在紐約交易所上市應符合之標準如下：

標準	條件	外國發行人(全球)	美國境內
股權分散	持有 100 股以上之股東人數	5000 人	適用下列之一： 1. 美國股東 2000 人 2. 股東 2200 人且每月交易量達 10 萬股(最近 6 個月內) 3. 股東 500 人且每月交易量達 100 萬股(最近 12 個月內)
	在外流通股數	250 萬股	110 萬股
	公眾持有之市值	1 億	
	IPO, 股權割讓&分割上市	N/A	6000 萬
	所有其他掛牌	N/A	1 億
財務標準	獲利		
	最近 3 年累積稅前盈餘	1 億	1000 萬
	最近 2 年任一年之稅前盈餘	2500 萬	2000 萬 (3 年必須全為正數)
	估值/營收測試標準 符合 A 或 B 其中之一		

⁷ <http://www.fscey.gov.tw/public/Attachment/710301711171.pdf>

	A.以現金流量衡量的估值		
	全球市值	5 億	5 億
	營收（最近 12 個月）	1 億	1 億
	累積現金流量（過去 3 年）	1 億	2500 萬 (3 年必須全為正數)
	最近 2 年之任一年最低現金流量	2500 萬	N/A
	B.淨值測試		
	全球市值	7.5 億	7.5 億
	營收（最近一個會計年度）	7500 萬	7500 萬
	關係企業 新申請掛牌主體之母公司 或關係企業已在本交易所掛牌		
	全球市值	5 億	5 億
	<ul style="list-style-type: none"> ● 營運時間已至少一年以上 ● 掛牌關係企業現仍存在 ● 掛牌關係企業現對申請主體仍具控制權 	是 是 是	是 是 是

資料來源：<http://www.nyse.com/regulation/nyse/1147474807398.html>

②上市後管理

NYSE 訂有量化 (quantitative) 與質化 qualitative 之繼續上市標準，2005 年 6 月 16 日 NYSE 已修正調高其繼續上市之標準。當上市公司有低於繼續上市標準之情事時，NYSE 會給予改善期，最長可達 18 個月，若不符可改至 Pink Sheet 交易。NYSE 之公司申報及監理系統(eGovDirect)、主為監控上市公司公司治理而設置，於 2005 年 2 月 7 日推出，初期非強制性但可取代書面申報，已有 900 家本國公司上線，乃一雙向交流之系統，其內容可分為公開及非公開資訊，惟目前僅對參與之上市公司提供。另有提供董事獨立性分析、現任董事資料庫及與同業比較功能。NYSE 之 Listing Compliance Administration System 包括上市公司基本資料、SEC filing、委託書、發行證券明細、警訊(Triggers)、Supplemental Listing Application(SLAP；股票選擇權及分割、合併、更名等)，並聯結於 eGovDirect 等其他系統。

(2) NASDAQ 交易所

① 上市審查與管理

NASDAQ 對國內外發行人之上市審查標準並無重大差異，惟就公司治理及財務報告等事項，外國發行人得優先適用所屬國之法律，僅應揭露所屬國之規定與 NASDAQ 之差異⁸。

納斯達克證券市場依上市審查標準，分為：(1) NASDAQ 全球精選市場(NASDAQ Global Select Market)，該板塊採用了全球最嚴密的財務審查體系；(2) NASDAQ 全球市場(NASDAQ Global Market)，當中包括於納斯達克市場中比較大的其證券成交比較活躍的公司；(3) NASDAQ 資本市場 (Nasdaq Capital Market)，當中包括許多正在迅速發展的公司等三個板塊。以下茲就外國發行人選擇在納斯達克三個板塊掛牌之條件彙整如下列三個表格⁹：

NASDAQ全球精選市場財務要求

要件	標準一	標準二	標準三	市場規則 (Market Rule)
稅前純益 前三個會計年度總計 且 最近兩個會計年度每年 且 最近三個會計年度每年	0.11億以上 且 0.022億以上 且 0美元以上	無	無	4426(c)(1)
現金流 前三個會計年度總計 且 最近三個會計年度每年	無	0.275億以上 且 0美元以上	無	4426(c)(2)
總市值(前12個月期間平均)	無	5.5億美元	8.5億美元	4426(c)(2) (C) 4426(c)(2) (A)
收益總額(上一個會計年度)	無	1.1億美元	0.9億美元	4426(c)(2) (C) 4426(c)(3)(B)
最低買價	5美元	5美元	5美元	4426(d)
造市商	3名	3名	3名	4310(c)(1)
公司治理	是	是	是	4350,4351&4460

⁸如香港發行人 Zindart Limited 即於 1997 年 2 月獲准豁免適用 NASDAQ 有關股東會普通股最低出席人數之規定，因為依香港之法律，股東會之最低出席人數由公司章程訂定之，該公司之章程明訂 2 名股東以上出席即可召集股東會。

⁹ Listing standards & fees, http://www.nasdaq.com/about/nasdaq_listing_req_fees.pdf

NASDAQ全球市場IPO要求

要件	標準一 市場規則4420(a)	標準二 市場規則4420(b)	標準三 市場規則4420(c)
股東權益	0.15億美元	0.3億美元	無
上市證券市值 或 總資產 及 總收益	無	無	0.75億美元 且 0.75億美元 及 0.75億美元
持續經營的稅前收入(最近三個會計年度內的兩個會計年度)	0.01億美元	無	無
公眾持股數量	0.011億股	0.011億股	0.011億股
公眾持股市值	0.08億美元	0.18億美元	0.2億美元
最低買價	4美元	4美元	4美元
股東(整數股股東)	400人	400人	400人
造市商	3名	3名	3名
經營史	無	2年	無
公司治理	是	是	是

NASDAQ資本市場IPO要求

要件	標準一	標準二	標準三	市場規則
股東權益	0.05億美元	0.04億美元	0.04億美元	4310(c)(2) 4320(e)(2)
公眾持股市值	0.15億美元	0.15億美元	0.05億美元	4310(c)(2) 4320(e)(2)
經營史	2年	無	無	4310(c)(2) 4320(e)(2)
上市證券市值	無	0.5億美元	無	4310(c)(2) 4320(e)(2)
持續經營的稅前收入 (最近三個會計年度內的兩個會計年度)	無	無	75萬美元	4310(c)(2) 4320(e)(2)
公眾持股數量	0.01億股	0.01億股	0.01億股	4310(c)(7) 4320(e)(5)
最低買價	4美元	4美元	4美元	4310(c)(4) 4320(e)(2)
股東(整數股股東)	300人	300人	300人	4310(c)(6) 4320(e)(4)
造市商	3名	3名	3名	4310(c)(1) 4320(e)(1)
公司治理	是	是	是	4350,4351&4460

②上市後管理

NASDAQ 目前使用上市管理支援系統(ISS, Issuer Support Services)，作為管理上公司之輔助工具，該系統內容包括 issuers,

Hearing, symbol management, marketing information 等資訊，提供上市部門人員日常監管上市公司及審閱上市公司是否符合繼續上市標準之用，歷經十年之發展與實証，對於上市公司監管作業之標準化及完整性已產生極大之助益。據 NASDAQ 表示，其每年約花 15 萬美元向 Lexis-Nexis、Thomson News Services 等資訊廠商購買資訊。與持續上市之要求。

NASDAQ 訂有量化 (quantitative requirements) 及質化 (qualitative requirements) 之繼續上市標準：量化標準如：全國市場 National Market 之發行人之股東權益應在 1 千萬美金以上 (標準一) 或上市股份市值在 5 千萬美金以上或總資產及總營收在 5 千萬美金以上 (標準二)、小規模市場 SmallCap 發行人之股東權益應在 250 萬美金以上或上市股份市值在 3 千 5 百萬美金以上或淨收入 50 萬美金，此外全國及小規模市場皆訂有最低股份流通量、公眾持有股份之市值、市價、造市者及股東人數等。質化標準如：獨立董事之人數、審計委員會、股東會之法定開議人數、股東同意權及投票權等。

當上市公司有低於前述之繼續上市標準之情事時，NASDAQ 之分析人員即會依下列方式處理：(1) 函請該公司 (sends a letter to the issuer) 於 10 個營業日內提出改善計畫 (a plan of compliance)。(2) 倘該公司未於前述期間內提出改善計畫，則分析人員將給予下市通知 (Delisting Letter)，該公司得於收受通知後 7 日內決定是否請求舉辦聽證會 (request a hearing)；倘該公司如期提出改善計畫，則分析人員將在 10 個營業日內評估該計畫並通知該公司是否准予額外改善期或終止其有價證券上市。

三、證券商之責任與法律風險管理

(一) 承銷商之職能與責任

當外國企業決定在美國作首次公開發行後，公司便需要進入一連串的程序。這些程序通常都需要花上數個月的時間，期間將需要一隊包括公司管理層、投資銀行家、律師、會計師及財經印刷公司的工作組。

在公開發行的過程中的一個重要步驟是尋找一家有興趣在該發行中承銷該證券的美國投資銀行。大部份的投資銀行都只會承銷一些自己擁有豐富研究經驗及能力的行業的發行。這樣的專門化不單增加了投資者對銀行的信心，同時相應地亦可加強該次發行的可信性。外國公司要在美國進行公開發行程序通常要透過一個以上的主要證券商共同承銷（參見 15 U.S.C. 77 b (11)）。基本上，承銷商之職能可概分為下列幾項：

項目	具體內容
擬訂承銷方式	概分為包銷以及代銷，而主要係採確定包銷制（firm commitment）
文件準備	<ul style="list-style-type: none">承銷商主就承銷契約（underwriting agreement）、承銷商契約（agreement among underwriters）、承銷團契約（inter-syndicate agreement）、交割文件（closing documents）等進行文件準備主辦承銷商尚提供發行時間表（offering timetable）、邀請電報（invitation telex）、研究報告（research report）、銷售備忘錄（sales memo）、全球行銷說明會報告（roadshow presentation）等文件。
實地查核(Due Diligence)	包含承銷商、承銷商之律師、發行公司、發行公司之律師、以及會計師等，均進行不同程度及不同面向之實地查核，而實地查核之面向可以概分為法律盡職調查、業務盡職調查、會計盡職調查、第三方盡職調查(供應商、客戶、競爭對手、合資伙伴、貸款銀行等)、承銷團盡職調查及最終盡職調查等，並反應結果於相關文件（詳見本章第二節說明）。
發行價格訂定與證券分配	在估計發行公司價值方面，通常可分量化估計方式與非量化估計方式，前者如定量分析方法、可比公司比較法、現金流量折現法、及現金投資現金回報法；後者例如定性考慮因素、公司因素、股市走勢、及投資者性質之考量。

價格穩定	為使承銷案成功，承銷商在股票新上市期間有維持價格穩定之責。
------	-------------------------------

從上述之承銷商職能觀察，上述承銷過程與我國現行之承銷作業，存在下列幾點差異性：

- 在 IPO 程序中的文件可包含股票銷售有關之文件，以及法律相關的文件。而公開說明書，主係由發行公司之律師準備¹⁰，相較於我國以承銷商參與較深的情形，有所不同。
- 承銷方式主要係採確定包銷制，即發行公司先將證券賣斷予承銷商，而後承銷商方再行分售予投資人。至部分知名度較低之發行公司，則採代銷制。
- 美國制度承銷商不需對實地查核之工作內容及結果另做成報告，此與我國情形不同。
- 美國公開說明書只有承銷價格而無訂價程序，蓋因公開說明書是陳述事實的法律文件，應只揭露不生爭議之事實，因此只透過銷售過程與買家協調價格。
- 主管機關並無衡量新股掛牌後承銷商穩定操作之效果，倘發行公司之股價如於上市後迅速跌破掛牌價，受損害之投資人得依據公開說明書不實或誤導之內容，委由律師向公司提起團體訴訟（class action）。

承銷商之相關責任，明訂於 1933 年證券法第 11 條。第 11 條第 b 項同時賦予已克盡實地查核義務之被告（發行人除外）抗辯免責之機會，因此，承銷商如能證明已善盡適當的法律查核義務，可作為免責的抗辯：

- 對於非由專家製作（如律師或會計師），或非自專家之報告或官方公開文件中抄寫複製之註冊聲明內容，若其能證明經合法

¹⁰在 1930 之前，美國之公開說明書亦係由承銷商撰擬，爾後律師才加入以負法律責任。

調查後有合理之理由確實相信該等內容係屬真實，無漏記或誤導之情事，則證券商可免除賠償責任。

- 對於由專家製作（如律師或會計師），或自專家之報告或官方公開文件中抄寫複製之註冊聲明內容，若能證明無合理之理由認定該等內容係屬不實、漏記或誤導，或註冊聲明未公開呈現專家所為之陳述或不當抄寫複製專家所製之報告，則證券商可免除賠償責任。

亦即證券承銷商自行查核製作之註冊聲明內容，承銷商需舉證經合法調查後有合理理由相信其為真實；如抄錄自其他專家報告之註冊聲明內容，承銷商需舉證其「不相信」且「無」合理理由相信該等內容為不實。

（二）承銷商之法律風險管理

美國判例法向來強調承銷商在發行過程中有非常強的謹慎查核義務，其理由不外乎承銷商是發行人與投資人間的橋樑，投資人仰賴承銷商的背書，承銷商有管道得知公司之重要事實，故承銷商應對公開說明書之正確性負責¹¹。惟證券承銷商如已履行合理之調查程序，日後如仍發生公開發行相關文件有遺漏或不實之情形時，即以此程序之進行作為抗辯，證明其就證券法令要求之資訊揭露義務，已盡合理之注意義務，以降低其於美國證券法上關於資訊揭露不實所引發責任之風險。惟美國法規定承銷商對相對人所負的最大損害賠償責任是其承銷金額¹²。

此外，基於辦理證券公開發行程序中可能導致相關訴訟的法律風險，主辦證券商與發行公司均會各自委任律師。主辦證券商之委

11 易明秋，論公開說明書之法規範體系，<http://cycu.lawbank.com.tw/essays/01340001.pdf>

12 15 U.S.C. § 77k(e) (2004)

任律師主要的任務在於公開說明書等相關文件之撰擬，包括協助證券商對於發行公司進行查核工作，以確保證券商不致因為發程序而衍生相關證券訴訟、或遭主管機關處分等法律風險。

主辦證券商之委任律師與發行公司的委任律師，兩者間的工作是不同的。蓋發行公司的委任律師在 IPO 過程中需確保發行過程之適法性、保護企業董事及經理人免於公開發行衍生之法律責任，及規劃企業未來之運作架構，其服務事項包含協助進行必要之調整措施（Housekeeping Work）、進行查核程序（Due Diligence）以確認公開發行之適法性、協助審閱與券商簽署之契約、協調券商對於發行公司查核程序之進行、協助審閱公開發行相關文件（例如公開說明書）、協助規劃公開發行後之公司治理架構等事宜。

在法律風險層面上，發行公司及主辦證券商就證券公開發行之程序進行，某種程度具有程度利益衝突之色彩，於美國證券發行實務上，證券承銷商通常會請求發行公司之委任律師出具法律意見書（通稱”Rule 10b-5 opinion”或”Rule 10b-5 letter”）¹³。藉由此份法律意見書，確保證券承銷商免於相關法律風險。一般而言，若投資人對於發行公司提出資訊揭露不正確之損害賠償訴訟，發行公司委任律師出具之法律意見書，對於證券承銷商及發行公司所生之責任而言，或可建立有用之防禦，做為其已盡正當查核義務之抗辯。

為有效履行正當查核程序(Due Diligence)，證券承銷商及發行公司會分別協請律師審閱各項文件、並就公開說明書中之事實為查證，包括審閱公司稽核資料、公司審計委員會審閱財務資訊之情形，並對公司會計師及審計人員為實地訪查。此外，證券承銷商之

¹³在此份法律意見中，該法律顧問通常會表示，該發行公司之公開說明書、發行備忘錄或其它與發行相關之文件，並未發現有任何與交易有關的重大資訊作虛偽不實之陳述、或隱瞞該資訊。

律師亦會審視公司董事及經理人依據公開說明書所需揭露資訊之問卷答覆，並與公司經理人為相關之訪談。證券承銷商需能證明：

(1) 關於公開說明書之內容已為合理之調整；(2) 在公開說明書生效之時點，有合理之基礎認為所揭露之資訊為真實，且無漏未揭露而應揭露之重要事項等事項，以作為建立查核程序抗辯¹⁴。

四、專家責任之區分

美國證券市場之 IPO 作業中，除發行公司外，證券承銷商、律師及會計師亦扮演極重要之角色，因此相較於我國主係承銷商參與較深之情形，有所不同。在上市一至六月前，經公司選定上市證交所後，公司及公司之會計師及律師、承銷商及承銷商所委任之律師等專家即開始準備公開說明書、財報、以及向 SEC 遞交之上市文件，而承銷商主要的工作包括市場評估以及盡職調查 (Due Diligence)，邇後直至上市一至四周前，承銷商除持續進行盡職調查外，在上市前夕將開始分發公開說明書、輔導全球行銷說明會 (road show) 以及進行股票分銷程序，並詢問申購意向。

為避免因連帶賠償之規定，致使邊緣被告(peripheral defendants)負擔全部賠償責任的不合理現象，PSLRA 規定了民事比例責任。依 PSLRA 第 21D(f)(3)(A)條規定，於私人證券訴訟中，法院必須於其決定中，明確載明下列三項事項：

1. 該被告是否違反證券法；
2. 以造成原告所受損失之總責任(total fault)為基礎，而計算出之該被告責任比例(percentage of responsibility)；
3. 該被告是否明知地 (knowingly) 違反證券法律。

¹⁴蔡朝安，律師在公開發行程序中扮演的角色 - 以美國為例，
<http://www.pwc.com/tw/zh/challenges/indissue0126.jhtml>。

依 PSLRA 第 21D(f)(3)(C)條規定，當法院決定被告之責任比例時，「應」考量「各個被告造成原告損失之行為的行為性質」，及「被告行為與原告所受損害間因果關係之性質與程度」。

然而，由於 PSLRA 規範內容之模稜兩可及不明確性，往往造成判決一致性之困難。雖然 PSLRA 第 21D(f)(3)條（下稱「過失分攤條款(Fault Allocation Provisions)」）已對責任比例之決定，提供了決定責任之方法及考量因素等要件，然而，此一條款卻被認為含糊不清且本質上有所矛盾的，對於各當事人之權利及利益造成重大影響，造成原已複雜之證券詐欺訴訟適用上更大困擾。

美國法上之團體訴訟亦常以和解(settlement)之方式結案，茲將美國自 2004 年至今之其他和解案例中，其中證券承銷商、會計師及律師有二者以上須負責者，及其和解金額與責任比例以圖表表示如下供考：

(單位：美金百萬元)

案件及日期	總和解金額	責任比例/和解金額		
		證券承銷商	會計師	律師
North Western Corps (2004/12/11)	\$41	\$2 (4.9%)	\$2 (4.9%)	N/A
The Thaxton Group, Inc. Securities Litigation (2005/8/13)	\$9.35	N/A	\$9.35 (100%)	\$9.35 (100%)
Dynergy Inc. (2005/7/9)	\$474	\$5 (1%)	\$1 (0.2%)	N/A
Global Crossing Securities Fraud Class Action (2006/10/27)	\$525	\$99 (18.9%)	\$25 (4.8%)	N/A
Enron Corp. Securities Litigation (2006/9/22)	\$7,300	\$6,891 (94%)	\$104.5 (1.4%)	\$99 (0.18%)
KPMG LLP and Sidley Austin Brown&Wood LLP (2006/6/7)	\$178	N/A	\$154 (86%)	\$24.6 (14%)
Boston Chicken Inc. (2006/2/17)	\$220	\$180 (82%)	\$40 (18%)	0 (0%)

五、針對外國發行人之最新修正案

美國 SEC 對於籌資之公開說明書及掛牌後之年報其財務及非財務資訊之揭露要求，相對於歐洲證券市場來得嚴格，尤其在 2002 年沙氏法案通過後，更使得外國企業面對美國資本市場，躊躇不前。

為因應證券市場日益全球化與科技化的趨勢，美國證管會在 2008 年 8 月通過對外國發行人在資格條件、資訊揭露、交易要件等方面的修正，讓美國投資者可以更容易投資外國公司的股票。惟從該次修正案中不難發現美國對外國發行人在管理規範趨勢上的一些轉變，茲就該次一些修正重點做扼要說明：

• 外國發行人資格改採每年認定

對符合外國發行人 (Foreign Private Issuer) 之資格條件認定，改以特定表格之每年重新認定一次，而非以往一次認定就持續適用。一旦不符合外國發行人 (FPI) 之資格條件，即必須改採與美國境內發行人相同的申報標準。

• 外國發行人申報強化方案 (FIRE)

針對過去 20 年外國發行人進行持續申報之內容及申報時效上予以改革，稱為外國發行人申報強化方案 (Foreign Issuer Reporting Enhancement, FIRE)，包括縮短年報申報的時間，將 Form 20-F 申報期限由過去的六個月縮短為四個月。Form 20-F 的申報內容也更新，包括要求揭露其公司治理實務與美國對上市公司公司治理實務重大差異性 (NYSE、Nasdaq 上市規則中已要求對公司治理實務進行揭露)。

• 取消財報豁免揭露 Segment Data 之規定

過去外國發行人完全依美國會計準則 (US GAAP) 編製財務報告者，美國證管會同意其得於財務報告省略 Segment Data。惟由於該

項原則與現行國際會計準則理事會(IASB)的原則不符，在考慮美國 US GAAP 和 IFRS 接軌狀態下，美國證管會取消適用 US GAAP 之外國發行人得豁免申報 Segment Data 的規定。

• Exchange Act Rule 13e-3

外國發行人如要從事特定交易(如：私募等)，過去依證券交易法 Rule 13e-3 規定，必須填具表格 13E-3 進行揭露。依修訂後的 Exchange Act Rule 13e-3 規定，外國發行人如符合證券交易法 Rule 12g-4 取消註冊(deregister)資格，則外國發行人可適用證券交易法 Rule 12h-6 規定，取消註冊(deregister)或終止申報義務，或成為符合具有證券交易法 Rule 12h-3 或證券交易法第 15(d)條資格暫停申報義務。

六、案例

近年來在紐約上市的香港和中國公司曾遭受集體訴訟的比例已經占到 11·5%，而在納斯達克市場，這一比例更是高達 17·2%，中國公司被告的比例遠遠大於其他國家公司的比例。對企業來說，損失的不僅僅是訴訟費和賠償，企業聲譽也大受影響。一般來說，企業在面臨集體訴訟時可以採取兩種策略：第一是運用自願和解的方法，劃分並減少潛在起訴者的總數，但此仍要確保適當的賠償或補償。第二是當企業面臨集體訴訟時，需要了解其他國家的司法體系以及類似案例的處理，這樣可以讓自己提前規劃面對他國集體訴訟時，可能遭遇的後果並提前採取相應行動。

被告公司將無法逃避任何需要支付的賠償金，如果拒付，就會被剔出證券交易所，其所擁有的所有海外資金也會被凍結。以下茲舉幾個海外掛牌公司被提起訴訟之案例供參：

（一）中國人壽案

中國人壽 2003 年 12 月在香港和美國紐約上市，集資 34 億美元。不過，在中國人壽上市後兩個月，中國國家審計署便發表報告，表示中國人壽母公司中國人壽保險集團的帳目多處違規，涉及金額達 54 億元人民幣。2004 年 3 月 16 日至 2004 年 5 月 14 日，先後有原告向美國紐約南區聯邦法院針對中國人壽及其部分前董事提起的九起集團訴訟，經由美國法院裁定合併為一個案件，統稱為「中國人壽保險股份有限公司證券法集團訴訟案」。

原告主張中國人壽上市時向美國投資者隱瞞其正在接受國家審計署審計的消息，沒有揭露股價敏感資料，違反「1934 年證券交易法」資訊揭露的義務。

美國證管會 2004 年開始調查中國人壽 2003 年在美國上市招股時，有無發布虛偽或與隱匿未公開的重大消息，誤導投資者。通常此類訴訟在美國賠償金額的計算，大致係以第一天收盤價與隱匿未公開的消息發布後該天的股價的差額，乘以在美國發行的股數。

2008 年 9 月 3 日中國人壽發布消息指稱，美國紐約南區聯邦法院認定原告的「各項指控都缺乏根據」，駁回原告的訴訟請求。

本案為爭取在海外上市的機會，在 2003 年進行公司股份制改革計劃，將總公司分為存續公司及股份制上市公司，對資源進行重新配置，前者以母公司的方式對後者控股。中國人壽在美國上市透過海外企業在第三地設立子公司的模式，而非成立分公司的投資架構¹⁵，可適當控管母公司經營不善之風險，我國海外企業來台之投資架構，海外企業會就集團的整體效益考量，設立子公司或分公司，

「臺灣證券交易所股份有限公司證券承銷商辦理股票初次申請上市

¹⁵中國人壽股改方案昨敲定，股份制上市公司 4 月掛牌，北京晨報，2003 年 1 月 24 日，<http://www.china.com.cn/chinese/2003/Jan/267082.htm>

案之評估查核程序」並就特定母子公司關係之子公司申請上市之組織型態，要求應取得母公司與其所有子公司之合併財務報告等資料，惟國內對特定行業有規定外資來台投資¹⁶，只能成立一般公司或子公司，不能設立分公司¹⁷。

（二）網易案

2001年5月初，由於網易延遲公布季財務報告，理由是在內部審計時發現有虛報契約的情況，涉及金額約100萬美元左右，而虛報契約的目的很顯然在於虛增收入美化財報，投資人開始注意到網易財務報表可能存在重大疏漏。最初網易估計「誤報」僅會影響今年第一季的財務報告，但到6月12日，網易再次公告稱「誤報」契約的負面影響比原先估計的要大，甚至影響到2000年財務報告的準確性，涉及金額也上升到了300萬美元。

網易收到納斯達克的下市警告，該公司聲明其接到納斯達克的下市警告是由於未能以表格20-F形式向納斯達克和證管會呈交年度報告，違反了納斯達克市場4310(C)(14)條的規定¹⁸。在Nasdaq發布下市警告的同時，網易自己提醒公眾勿過分依賴公司2000年已審計財務報表，這幾乎等於承認網易2000年度財務報表的真實性存在嚴重問題。

2001年7月28日，網易宣布由於已經提交聽證申請並被納斯達克接受（舉行聽證會的4000美元申請費和5000美元會議費），在此程序啟動後，納斯達克上市資格委員會將指定兩名以上的外部專

¹⁶ 如「觀光發展條例」規定，外資來台投資飯店，不能設立分公司，只能成立一般公司或子公司。

¹⁷ 陸資來台設分公司較節稅，經濟日報，2009/07/07。

¹⁸ 所謂20-F表格是一種在美國上市的外國公司必須填寫的報表，而4310(C)(14)條款則規定納斯達克上市公司需向納斯達克和SEC呈交其要求的一式三份的有關文件，不必向證監會呈交的也需向納斯達克呈交。

家組成複審委員會進行複審，而申訴人則須提交書面資料，特別是納斯達克在做出之前決定時未掌握的額外資料，如果複審維持下市決定，網易還可向納斯達克上一級機構進行申訴，直至申訴到SEC。網易在向複審委員會解釋為何未能按時遞交年度報告時，必須要澄清其財務報表是否真實，而如果被認定財務報表存在不實陳述，則可能引發股東集體訴訟。

納斯達克上市資格委員會舉行聽證的一段時間裡，網易可以避免下市，而一旦上市資格委員會做出不利於網易的裁決，網易也還有幾次上訴的機會，但無論如何此事對網易股價的衝擊和公司形象的傷害已成事實。

一旦證實在財務報表上作假，網易將會遭行政處罰，公司被課以罰金，企業主要負責人以及在報表上簽過字的人，個人也要承擔相關責任，嚴重的話，今後可能被禁止進入資本市場，失去擔任上市公司高管人員的資格，最壞的情況下甚至會被追究刑事責任。

（三）中華網案

6月29日，中華網被懷疑在1999年進行股票發行時(IPO)，向投資者提供了「有重大虛假和誤導成分」的公開說明書，面臨股東集體訴訟案。投資人主張中華網公司在股票發行上市時沒有向投資者揭露一些重大事項（如：中華網公司的股票發行承銷商雷曼兄弟公司、Bear,Stearns &Co.,Inc.公司、BancBoston Robertson Stephens公司、美林證券公司、Pierce Fenner &Smith Inc.公司曾經向部分投資者暗中索要並接受了額外的傭金；股票承銷商與部分客戶達成協

議，同意向這些客戶配售中華網公司的股票，條件是這些客戶必須在股票發行後承接事先以預定的價格增持中華網公司的股票¹⁹)。

股東認為這種傭金的獲取方法與數額和公開說明書所載不同，而增持股份的協議則造成中華網股票供不應求的假像，涉嫌操縱股價。公開說明書的說明成為不實陳述，在公開說明書簽名的公司負責人要負相關責任。

7月17日，美國一家法律公司代表部分中華網投資者，向紐約南區的美國地區法院提起了集體訴訟。指控中華網公司的管理人員和股票承銷商存在欺詐行為。

(四) 富維薄膜案

富維薄膜公司於2006年在美国 Nasdaq 掛牌上市，該公司的投資人於2007年向法院提起訴訟，控告該公司的管理人員和承銷商違反了美國1933年證券法第11條規定，認為公司的公開說明書存在嚴重失實和誤導，導致投資者受到了損害。

(五) 世界通訊案

本案雖非海外企業赴美掛牌之案例，然而該案闡述法院針對證券承銷商合理調查義務之標準，以及法院判決對承銷商責任之影響，本文以下謹該案有關證券承銷商法律責任之部分加以說明：

1. 事實簡述

2002年7月，美國第二大長途電話公司世界通訊在往來銀行拒絕繼續提供金援的窘境下聲請破產保護。該公司在破產當時登記的

¹⁹在網絡股泡沫高峰，由於新股一上市就能成倍上漲，造成網絡股發行供不應求，一些機構投資者與上市公司承銷商達成協議，以將新股上市後賺取利潤的相當部分作為傭金返還作為條件換取承銷商分配給其更多的原始股，同時承諾在股票上市後以高於發行價的價格增持股份來維持股票價格。

資產高達 1070 億美元，其他紀錄還包括浮報獲利的金額高達 11 億美元、公司六名高階主管同時遭刑事起訴。兩年來世界通訊的受害投資人聯合起來提起集體訴訟，要求世界通訊和該公司的主管及董事賠償他們的損失。原本世界通訊的保險公司已同意支付 3600 萬美元的和解金，再加上十名董事目前已同意拿出 1800 萬美元作為和解金，總計本案原告投資人將可獲得五千四百萬美元的和解金。世界通訊破產主因是公司主管人謀不臧，董事會未善盡監督之責，該公司董事會任內批准多起債券發行案引起爭議。世界通訊也是用會計手法來掩蓋虧損的事實。它將原本應該列為費用的線路租用費（Line cost），列為資本支出，也就是將今年的費用分為 6、7 年攤銷，從而達成美化獲利數字的目的，牽涉的數字高達 39 億美金。世界通訊對外舉債的 300 億美元，恐怕難以償還，如果再加上從 1999 年 6 月股價最高點狂跌到現在，世界通訊所抹消的 1,000 億美元市值，對美國經濟影響的深度，史無前例。

證券承銷商因公開說明書之內容不實被控告，因為證券承銷商沒有發現發行公司財報有隱匿的情況。

2. 爭議點

證券承銷商對世界通訊是否有盡到合理調查的責任？本案證券承銷商合理調查責任可分為兩個部份：

- (1) 承銷商本身有沒有盡到合理調查的責任？
- (2) 承銷商對會計師所做的財務報表，是否應完全信任，得否因會計師已出具安撫書而可免責？

3. 投資人主張

投資人主張證券承銷商在世界通訊 2000-2001 年公開說明書中的合併財務報表，未善盡「合理盡職調查」，未指出公開說明書中的

財務報表錯誤，應依 1933 年證券法第 11 條、第 12(a)條，以及 1934 年證券交易法第 10b 條負相關之法律責任。

4. 證券承銷商之抗辯

證券承銷商主張已善盡「盡職調查」，抗辯理由包括：

- 證券承銷商主張在合理的理由下相信世界通訊所提出的財務報告，沒有責任要調查。
- 證券承銷商主張相信會計事務所 Andersen 為每一季財務報表所作的安撫信，已促使他們盡到確信的心證。

5. 法院判決理由

法院駁回世界通訊承銷商的抗辯理由，理由如下：

(1) 合理調查部分

- 美國 SEC 已建立 Rule 176 標準，使承銷商得以遵循，合理的調查標準不得低於該項準則。
- 登錄內容應包括承銷團的會議決定、稽核發行人的會議報告、參與分析以及經銷會議、針對如果有價格下跌時情況的討論、週期性的合理調查會議。
- 由於世界通訊的核閱財務報告上已有清楚的警示，承銷商更有責任針對上面的警示加以調查，所以法院認為以銷抗辯商相信發行人所提供的資料的說法，不值得採信。

(2) 會計師出具安撫書部分：

- 根據 SEC 發布的 Rule 436，安撫信（Comfort Letter）的性質並非申報書中所指的「專業人士」部分，法院認為並不能以專家所提出的安撫信，就可以表示他已盡到合理的調查。

- 如有不尋常美化報表的情況時，承銷商仍應詢問其他的會計專家才有進到所謂的合理調查，所以法院認為承銷商並沒有盡到合理的調查。

第二節 日本

日本可供外國公司上市的市場，包括有東京證券交易所(TSE)的第一部、第二部的境外股票市場、Mother板(創業板市場)、2009年6月東京證交所與倫敦證交所(LSE)合作成立Tokyo AIM市場，以及大阪NASDAQ日本市場，其中東京證券交易所是日本最大的證券交易所，也是世界上著名的證券交易中心。本節以下謹以在東京證券交易所掛牌之外國公司為例，進行相關說明。

一、法規架構

日本規範證券市場最重要的法律為金融商品交易法，根據日本金融商品交易法及相關法令規定，外國公司在東京證券交易所申請上市前，必須先向主管機關金融廳(FSA)呈報有價證券申報書；在上市之後，需依主管機關法令規定揭露公司資訊。

證券承銷商在現行的法規下，在辦理外國企業到日本交易所掛牌時，依金融商品交易法之規定，可能要面臨求償責任規範包括：

- §21(I)—公開說明書等資訊揭露不實之民事責任
- §24-4—不實資訊致生損害之民事責任
- §157—反詐欺條款之刑事責任與民事賠償責任
- §17—不實企業資訊之使用人責任

二、外國公司在日本掛牌之相關規定

東京證券交易所目前可提供外國公司掛牌的四個市場中第一部的上市條件要比第二部的條件高，新上市股票原則上先在交易所第二部上市交易，亦可直接在第一部掛牌。Mother 板與 Tokyo AIM 市場皆為係針對高成長或新興產業公司掛牌，惟 Tokyo AIM 市場之審核條件較寬鬆（詳見後述說明），係限於專業投資者參與的高風險市場，茲就其特點比較如下：

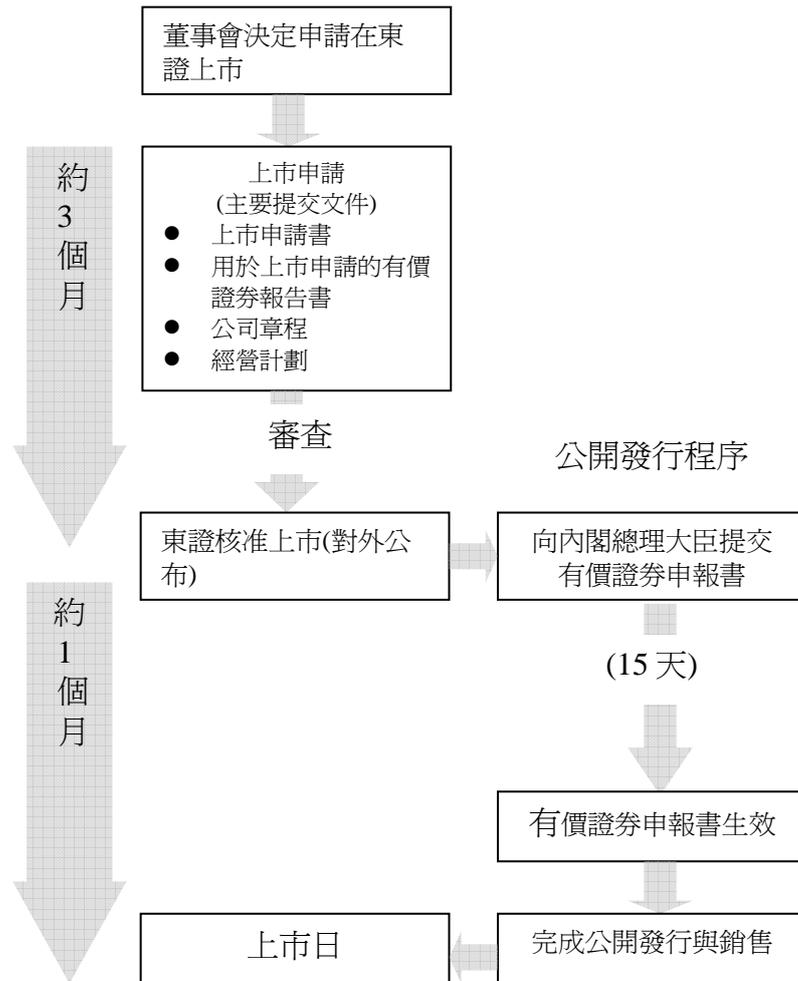
	第一部、第二部	Mother 板	Tokyo AIM
營運主體	東京證券交易所		新公司(東證與 LSE 合作成立)
外國公司之定位	中堅企業	高成長或新興產業公司	成長型企業
投資人	一般投資人 專業投資人		限專業投資人
上市審查與管理	交易所		J-Nomad、交易所
	從一般投資人參與的觀點，規範投資人保護之相關事項		從專業投資人責任自負的觀點，彈性規範相關事項
特點	<ul style="list-style-type: none"> 提高知名度與信譽 增強企業內部管理體制 籌資管道多元化與增強財務機制 	知名度與信譽較創業板高 掛牌條件較第一、二部寬鬆	<ul style="list-style-type: none"> 上市所需時間較短 可選擇以日語或英語作資訊揭露 除日本會計準則外，亦可選用國際會計標準或美國會計準則 (US GAAP) 不需依金商法規定提交季會計報告

資料來源：東京證券交易所網站

（一）主管機關對外國發行人之管理

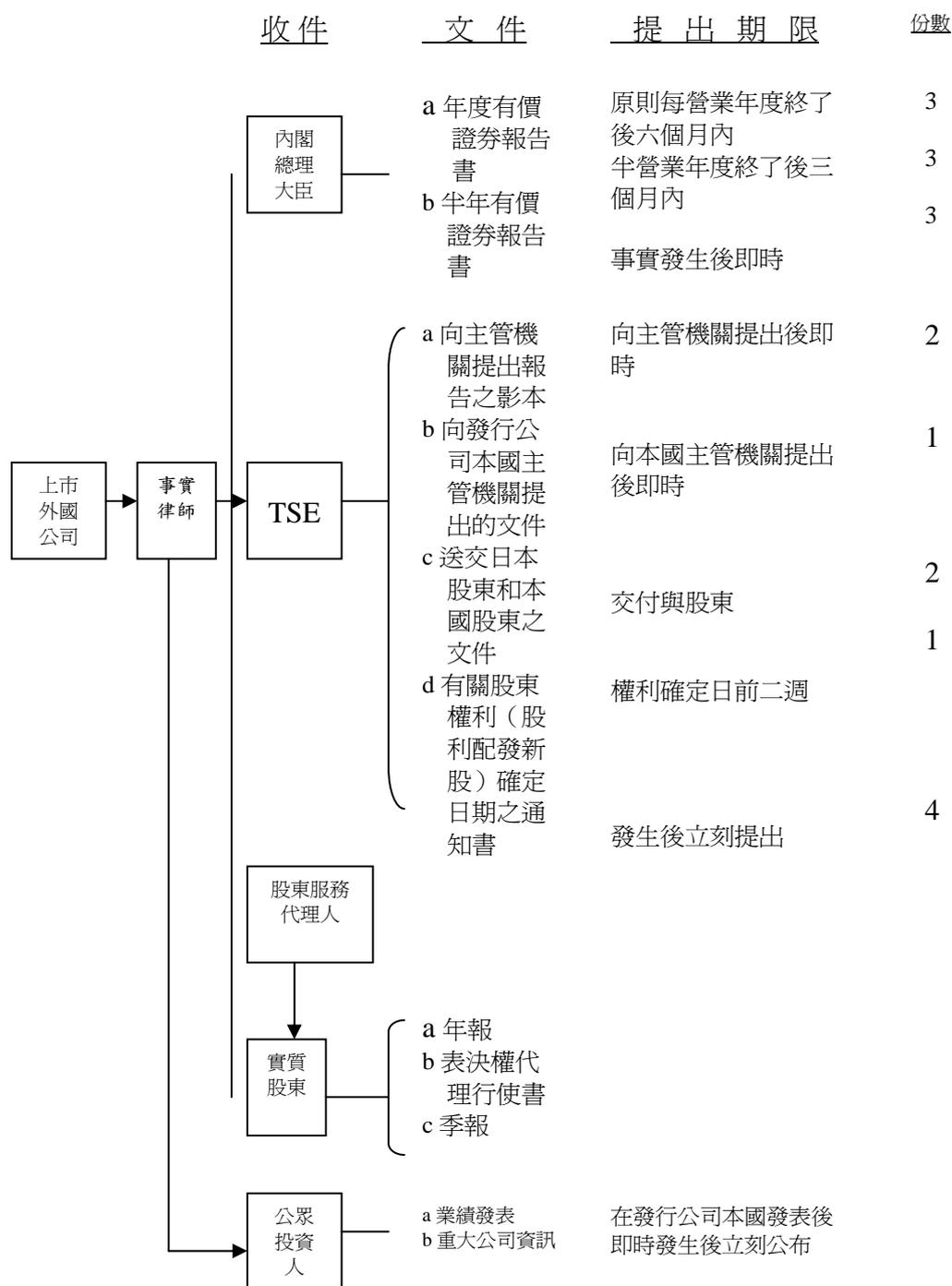
1. 上市管理

外國公司申請上市需經東京證券交易所審查，證券交易所審查結果，認可該申請公司上市事宜，該外國公司則依金融商品交易法規定，備妥相關文件向主管機關進行申報，經主管機關申報生效後始可在日本境內進行募集及銷售。日本公開發行公司募集行為及再次發行之行為，均應向主管機關揭露資訊並製作公開說明書。



2.上市後管理

為使投資者能根據合理的資訊進行證券投資判斷，金融商品交易法規定上市公司必須正確、公平且即時進行企業相關資訊之揭露，上市公司有義務將「有價證券報告」、「半年報」等，透過電子媒體提交日本內閣總理大臣（實際上係提交給日本各地方財務局），所提交之有價證券報告等，將透過企業情報公開系統 (Electronic Disclosure for Investors' Network, EDINET)，提供投資大眾瀏覽，茲將外國公司上市之相關資訊文件、流程等，圖示如下：



(二) 東京證券交易所對外國發行人之上市審查與管理

為保障投資人之利益，東京證券交易所要求外國公司掛牌上市後仍須為持續之資訊公開，外國公司必須指定位於東京都之法律事

務所作為「事實律師」(attorney-in-fact)以隨時注意並補足該外國公司持續公開資訊要求。

此外，東京證券交易所亦鼓勵所有公司(包括外國公司在內)指定「專職處理公司資訊人員」(Corporate Information Handling Officer)隨時與交易所聯絡，以便隨時更新相關揭露事項。

在審查外國公司申請上市的同時，東京證券交易所會考量外國公司所屬國和該股票已上市或在持續交易的外國證券交易所所在國的法律、制度、實務慣例等。

有關 TSE 第一部及第二部、Mother 板(創業板)、Tokyo AIM (僅供專業投資人參與)之上市標準彙整如下：

(1) 市場一部、二部上市

東京證券交易所(TSE)對外國公司申請上市之審查方式原則上與對國內發行人相同，審查時將考量企業的可持續性與收益性、企業經營的健全性、企業公司治理以及內部管理有效性、資訊揭露之正確性，以及其他股東權益保護事項。

東京證券交易所市場一部、二部上市標準

	市場一部	市場二部
股東人數	單獨上市：全世界 2200 人以上 重複上市：日本國內 800 人以上 全世界 2200 人以上	單獨上市：全世界 800 人以上 重複上市：日本國內 800 人以上
流通股(*) 相關標準	1. 單獨上市：符合下列(a)至(c) (a)流通股數：20,000 交易單位以上 (b)流通股市價總值：20 億日圓以上 (c)流通股比例：35% 以上 2. 重複上市：特定股東或外國存託憑證等的所有者沒有明顯持有大多數股票，同時流通股數 20,000 交易單位以上。	1. 單獨上市：符合下列(a)至(c) (a)流通股數：4,000 交易單位以上 (b)流通股市價總值：10 億日圓以上 (c)流通股比例：30% 以上 2. 重複上市：特定股東或外國存託憑證等的所有者沒有明顯持有大多數股票，同時流通股數 4,000 交易單位以上。
市價總值	500 億日圓以上(從 Mother 或二部上市時，為 40 億日圓以上)	20 億日圓以上
經營年限	3 年以上	
淨資產額	10 億日圓以上	

利潤額或市價總值	必須符合(a)至(c)中的任一項 (a)最近2年的利潤額，最初1年在1億日圓以上，最近1年4億日圓以上 (b)最近3年的利潤額，最初1年在1億日圓以上，最近1年4億日圓以上且最近3年合計在6億日圓以上 (c)市價總值在1000億日圓以上且最近一年的銷售額在100億日圓以上	
虛偽陳述或非標準審查意見	1.最近2年(利潤額適用上述(b)項時為3年)無虛偽陳述且審查意見為標準 2.最近1年審查意見為標準無保留(從Mother或二部上市時為最近5年審查意見為標準無保留)	同左
其他	不設置股票轉讓限制等	
流通股(*) =上市股票數-(董事等特別關係人持有之股票數+庫存股票數+大股東(持股10%以上)股數)		

(2) 在MOTHERS上市

MOTHERS 在上市審查標準中並未涵蓋「有關利潤的財務標準」，同時對資訊揭露的標準更為嚴格，除持要求上市公司公布季報外，還要求其在上市後三年內，每年舉辦兩次的公司說明會，確保市場透明度。

上市對象	具有高度成長潛力的企業
股東人數	單獨上市：全世界300人以上 重複上市：日本國內300人以上
流通股(*) 相關標準	1.單獨上市：符合下列(a)至(c) (a)流通股數：2,000交易單位以上 (b)流通股市價總值：5億日圓以上 (c)流通股比例：25%以上 2.重複上市：流通股數2,000交易單位以上
上市時公開募股	500交易單位以上的公開募股
市價總值	10億日圓以上
經營年限	1年以上
虛偽陳述或非標準審查意見	最近2個會計年度財務報表(無虛偽陳述、且審查意見為標準。最近1年審查意見為標準無保留)
其他	不設置股票轉讓限制等

(3) TOKYO AIM

由東京證交所及倫敦證交所共同成立，並以合資企業模式經營的TOKYO AIM，為日本及亞洲區內的增長型企業提供一個全新的籌資管道。

TOKYO AIM 使用英國 AIM 的監理架構，其中指定保薦人(J-Nomad，類似輔導券商)制度是其規範的核心。2008 年 6 月日本金融商品交易法通過前，證券市場之規範架構，沒有對投資者作區分，監理規範也只以適用對一般投資者之保護為基礎。

2008 年 6 月金融商品交易法通過後，已提供一個可以區分專業投資者與一般投資者的法規架構，一些適用於專業投資人的重要變革有如：

- 新的有價證券資訊揭露制度（限定在專業投資者之間流通，包括發行時的揭露與持續揭露）
- 對揭露文件的格式、語言及會計基準等沒有做出法律規定，而是由營運市場方決定，不要求向金融廳提交揭露文件。
- 現行法規中有關虛偽陳述、內線交易的規範，以及大量持股揭露制度、公開收購制度等對其仍有適用。

TOKYO AIM 會負責甄選及審核指定保薦人，有意申請於 TOKYO AIM 上市的外國企業，必須聘用一位獲交易所審核及監理的指定保薦人，由指定保薦人負責評估一家公司上市的合適性，並為其在申請過程中提供顧問建議，目前東京證券交易所已核准的指定保薦人共六家(如：野村證券等)。

一旦成功於 TOKYO AIM 上市，企業必須持續聘用一家指定保薦人，而指定保薦人負責指導這些企業如何履行上市公司的法律責任，尤其是與資訊揭露相關的守則。

於 TOKYO AIM 上市的企業可選擇以日語或英語作資訊揭露，除了日本會計準則外，亦可選用國際會計標準或美國會計準則 (US GAAP)，企業也不需依日本金融商品交易法規定提交季財務報告，

茲彙整現行東京證交所現有市場與 TOKYO AIM 間之主要差別如下表：

	現有市場	TOKYO AIM
揭露語言	日語	日語及英語
會計基準	日本會計標準 (財務文件在本國等地沒有揭露時)	<ul style="list-style-type: none"> ● 日本會計標準 ● 國際會計基準 ● 美國會計基準 ● 指定保薦人(J-Nomad)、註冊會計師等認可的其他標準
上市標準	有股東人數、市值、營業額、利潤等數值標準	沒有數值標準 由指定保薦人對公司內容進行評價(與英國 AIM 市場類似的機制)
查核證明	最近兩個年度以上	只需最近一年的證明
內控報告	必須	不需要
季報揭露	需要	不需要(1年2次)
投資人	無限制	非居住者及日本特定者

2. 上市後管理

外國發行人除依金融商品交易法之相關規定，進行資訊揭露外，如有做出對投資人投資判斷有重大影響之決定，或發生會產生重大影響的事實時，必須根據交易所有價證券上市規則，迅速揭露該等資訊。此等資訊之揭露，將會透過東京證券交易所的即時資訊傳遞系統（Timely Disclosure NETwork, TDnet），向投資大眾及媒體發布。

三、證券商之責任與法律風險管理

（一）承銷商之職能

外國發行人到日本上市，承銷商擔負之角色如下：

- 證券承銷商之於公開發行有價證券，其在制度的設計上是為證券市場上之資金募集，接受公司委託處理相關有價證券之一種專業

服務，以協助該公司順利發行有價證券、輔導上市作業，甚至是提供企業併購時之建議或諮詢等，因而證券承銷商係扮演著類似投資銀行的重要角色。

- 就證券承銷商之於發行有價證券程序，認為其不僅是如何銷售所承銷發行之有價證券，例如包銷或代銷業務，使企業所需的資金，順利到位外，證券承銷商的機能亦在於評定承銷價格與該公司有價證券價值之合理性，依規定提出評估意見報告及承銷價格之說明義務；承銷商之如此機能，可彌補證券市場上發行公司與投資人間資訊不對稱的缺憾，亦為證券市場上的守門人。

（二）承銷商之責任

發行公司與證券承銷商間為契約關係，若因可歸責於證券承銷商之事由，致生損害性之給付者，或若因其故意或過失，致生發行公司權益受損者，則證券承銷商就該公司所蒙受之損害，依契約或依侵權行為法理，負賠償之責。

證券承銷商對於投資人，雖為契約關係當事人以外之第三人，但金融商品交易法基於對投資人權益之保障，仍明定證券承銷商之第三人責任，證券承銷商之民事賠償責任。

證券承銷商依「金融商品交易法」第 17 條、第 18 條、第 21 條、第 24 條之 4 規定，在有價證券申報書、公開說明書、財務報告中，對重要事項有虛假記載，或應記載的重要事項或為免生誤解所必須的重要事實記載有欠缺時，對善意取得該有價證券者，應負損害賠償責任，惟該法對證券承銷商係課以過失推定責任，由其就已盡相當之注意義務，負舉證之責。

（三）承銷商之法律風險管理

依民法、金融商品交易法之相關規定，證券商只要證明其已盡「相當之注意」，並有正當理由確信其主要內容無虛偽、隱匿情事或對於簽證之意見有正當理由確信其為真實者，免負賠償責任。換言之，證券承銷商得以善盡「相當之注意」義務，作為免責抗辯之事由，惟其免責抗辯，就未經會計師簽證部分與經簽證部分，有不同之舉證設計：

- **未經專家簽證部分：**證券承銷商如能證明無法知悉其記載是虛偽不實或有所欠缺，同時又能證明對金融商品交易法第 193 條之 2 第 1 項經會計監察人查核簽證的財務報告部分以外之部分，已盡相當的注意，仍無法知悉者，亦免負賠償之責（金融商品交易法第 21 條第 2 項第 3 款）。亦即證券承銷商對財務報告以外之部分，需證明其「已盡相當之注意義務」，對有關事項已作合理的調查，仍未能發現任何虛偽或隱匿的情形，始可免責。
- **經專家簽證部分：**對於經會計師查核簽證的財務報表部分，如能證明其係信賴專家意見之結果即可，蓋對於已經專家簽證部分，除閱讀並提出適當問題外，如專家之選擇合乎一般之標準，亦無理由相信此專家有問題，即滿足善意信賴要件，無深入查證之責任，因此，謹負「有正當理由確信其為真實」即可，故舉證責任較輕。

現行法規對何謂證券承銷商已盡「相當之注意義務」之標準，規範並不明確。日本證券業協會制定之「有価証券の引受け等に関する規則」中，要求證券承銷商應就該企業 IPO 之適當性、企業經營之健全性與獨立性、公司治理與內部控制狀況、獲利情況等項目加以評估；並於「有価証券の引受け等に関する規則--公正慣習規則第 14 号」、「有価証券の引受け審査手続きに関する事務処理指

針」，對證券商對評估申請 IPO 之對象及有價證券、審查準則之評估、審查程序中應注意之事項，作更詳細之規定，提供證券商承銷商作為免責抗辯之基準，惟學說仍認為以上之規範基準欠缺具體性²⁰。

此外，證券商承銷商能證明有價證券取得人係已知悉有價證券申報書之重要事項，相關記載是虛偽不實或有所欠缺者，免負賠償責任，即能證明該取得人非屬善意之相對人，自亦無上述之賠償責任（金融商品交易法第 21 條第 1 項）。

四、案例—亞洲互動傳媒案

亞洲互動傳媒有限公司(Asia Media Company Limited，以下簡稱亞洲互動傳媒)於 2007 年 4 月 26 日在東京證交所創業板上市，這是第一家在東京證券交易所創業板市場掛牌的中國內地企業。這家新興公司主要透過有線電視網提供電視節目指南，並經營電視節目的廣告代理業務，該公司的大股東中包括電通、伊藤忠商事、NTT DOCOMO 等日本著名企業的投資公司。

2008 年 6 月 3 日，亞洲互動傳媒在其日文網站上發表公告稱，該公司 CEO 崔建平在未得到公司董事會同意的情況下，私自挪用全資子公司的資金 1 億多人民幣，為其個人創辦的另一家公司進行債務擔保。崔建平隨後辭去了 CEO 職務。亞洲互動傳媒雖然在公告中表示將考慮對崔建平追究民事及刑事責任，但未有任何進展。

東京證交所要求亞洲互動傳媒在 6 月 30 日前向關東財務局，提交 2007 年財務報告，若延誤一個月以上，將面臨退市，雖該公司於 7 月 31 日交出報告，但公司的會計師事務所拒絕就報告正確性出具審計意見。

²⁰戶本 幸亮, 発行市場における引受証券会社の責任，

<http://www.blaw.gsbs.tsukuba.ac.jp/ronbun/0703Tomoto.pdf#search='引受%20and%20民事責任%20and%20due%20diligence'>

8月1日，東京證交所正式宣布，為保護股東及投資者的利益，已向北京市公安局舉報，要求追究崔建平的刑事責任。由東京證交所直接出面追究上市公司原經營者，在東京證交所的歷史上是第一次。8月19日，東京證交所宣布於次日將該企業轉入「整理板塊」。由於該公司未能向投資者提供投資判斷的重要資訊，有損投資者對證券市場的信任，為避免引發重大影響，根據有價證券上市規則，東京證交所決定將在9月20日勒令其下市。

此事件對於大力吸引外國企業上市的東京證交所是一個極大的打擊。負責上市審核的主承銷商野村證券和東京證交所均受到日本媒體和股民的質疑和指責。

東京證交所、亞洲傳媒上市承銷商野村證券和公司會計事務所AZUSA在記者會上則表示，在亞洲互動傳媒上市之初進行了較日本企業更為嚴格的審查手續，當時沒發現任何問題。

亞洲互動傳媒嚴重損害了日本股民對中國企業的印象，使日本市場認識到投資中國企業的巨大風險。東京證交所也承認，因此事件的影響，已經準備上市的其他中國企業的上市日期已被推遲。

第三節 香港

一、證券市場監管架構概述

香港證券市場監管可以分為三層式的架構，分述如下：

- (一) 第一層：香港特區政府。
- (二) 第二層：為主要監管者－證券及期貨事務監察委員會（簡稱證監會），其獨立於政府公務員架構之外，負責監管香港的證券期貨市場之運作，除負責執行監管香港證券期貨市場的法例，並促進及協助市場發展。證監會分為六個部門：1.企

業融資部、2.法規執行部、3.市場監管政策、中國事務及投資產品部、4.法律服務部、5.機構事務部以及 6.市場監察部。

(三) 第三層：為香港交易所，是香港聯合交易所有限公司、香港期貨交易所有限公司和香港中央結算有限公司的控股公司。

二、證券市場法規架構

香港規範證券市場的主要法令為「公司條例」、「證券及期貨條例」及「香港聯合交易所（以下簡稱聯交所）的上市規則」。在公司公開招股募集資金的制度設計上，乃由證監會授權，交由聯交所負責審核。聯交所審查招股章程，首先會看基本資料是否齊備，其中包括：公司結構、業務、三年業績、股本、債務、董事背景、售股收益的用途、會計師報告及公司章程等。這種審核工作的目的是讓投資者從招股章程中得到有關該公司的完整資料，從而作出理性的投資決定。聯交所也盡量避免招股章程出現任何不正確或誤導資料。為此，聯交所會按需要而要求保薦人於申請上市案時，如有重大問題引起聯交所上市科經辦人員的關注，需提供書面意見，作出解釋或核證。

此外，證監會與聯交所之間尚簽訂一諒解備忘錄（Memorandum of Understanding Governing Listing Matters）約定雙方就證券市場監管權力分配及合作事宜；發行人須遵守上市規則係基於其與聯交所簽訂之上市契約。

三、外國證券上市相關規定

外國證券在香港上市，應依香港證券交易所上市規則第十九章股本證券章節中有關「海外發行人」章節中之相關規定，除了載明海外發行人與香港發行人一體適用之原則外，亦規定另須符合

該章的附加規定，並區分為「主要上市」及「第二上市」分別加以規範。其中，主要上市係指該發行人尚未在任何經聯交所認可之資本市場上市且達一定數額者。依其定義，主要上市應即屬「第一上市」。目前香港聯交所的上市市場又可區分為「主板」及「創業板」兩大部分，茲將香港聯交所有關主板及創業板的掛牌規定比較如下表：

比較項目	主板	創業板
雙重上市	允許雙重上市，就第一及第二上市設不同的要求。	允許雙重上市，但不設第二上市。
財務要求	新申請人必須符合以下三項財務準則的其中一項：盈利測試、市值／收入測試、市值／收入／現金流量測試。	上市時至少達 1 億港元；經營業務有淨現金流入，於前兩個財政年度合計至少達 2,000 萬港元。
業績紀錄	原則上，須至少有 3 年業績紀錄。	原則上，須至少有 2 年業績紀錄。
管理階層	管理層在最近 3 個財政年度維持不變；及最近一個經審核的財政年度內擁有權和控制權維持不變。	管理層在最近 2 個財政年度維持不變；及最近一個完整的財政年度內擁有權和控制權維持不變。
股東人數	至少 300 名股東（如果符合盈利測試或市值／收入／現金流量測試）或 1,000 名股東（如果符合市值／收入測試）。	上市時必須至少有 100 名公眾股東。
保薦人的委任	新申請人必須委任一名保薦人以協助其處理上市申請。 新申請人及其董事必須協助保薦人履行職責。	
合規顧問的委任	上市發行人須委任一名合規顧問，任期由發行人上市之日起，至其公布上市後首個完整財政年度的財務業績時為止。	上市發行人必須委任一名合規顧問，任期由發行人上市之日起，至其公布上市後第二個完整財政年度的財政業績之日止。
獨立董事	委任至少三名獨立非執行董事，其中至少一名必須具備適當專業資格或有會計或相關財務管理經驗。	
會計師及審核委員會	均須委任一名資格會計師，以及成立審核委員會（其成員必須全部是非執行董事）。	
最低公眾持股量	公眾不論何時至少持有發行人已發行股本總額的 25%，其市值不得少於 5,000 萬港元。	公眾不論何時至少持有發行人已發行股本總額的 25%，其市值不得少於 3,000 萬港元。
	就上市時的預期市值超過 100 億港元的發行人而言，聯交所可接受 15% 至 25% 之間的較低百分比。	
財務報告	公司股東大會召開日期至少 21 天前，及有關財政年度結束後 4 個月內發布公司年報，另須就每個財政年度的前 6 個月編制中期報告。	財政年度結束後 3 個月內發布公司年報，並於有關期間結束後 45 天內發布半年報及季報。

資料來源：「在香港上市」，香港交易及結算所有限公司，2009 年 2 月。

(一) 海外發行人申請主要（第一）上市相關規定

1. 上市資格

除應符合香港發行人須具備之上市資格外，若交易所認為 1. 該海外發行人所欲發行的證券不符合公眾利益，或 2. 交易所無法確信該海外發行人的註冊地對股東的保障至少相當於香港的保障水準，交易所可全權決定拒絕該海外發行人之上市申請。上述第二種情形若能藉由修改發行人的組織文件（如：公司章程或相關細則）而達到應有的水準，交易所可能在發行人修改文件後准許其上市。

2. 授權代表

海外發行人必須在其證券在本交易所上市期間，委任並授權一名人士代其在香港接受向其送達的法律程序文件及通知書。

3. 記名／不記名證券特殊定

- (1) 如屬記名證券（可以背書及交付方式予以轉讓的證券除外），則必須規定海外發行人須在香港或交易所同意的其他地區設置股東名冊，同時規定轉讓的過戶登記須在香港地區進行，但交易所保留其他的可能性。
- (2) 如屬不記名證券，則必須規定海外發行人須在香港或交易所同意的其他地區派發股息或利息以及償還資本。

4. 以介紹方式申請主要上市

海外發行人如以介紹方式申請主要上市，須提交海外發行人註冊地區相關管制條文的詳細資料，使交易所確信該地區對股東所

提供的保障不低於香港的保障標準，交易所對這方面的認定有全權；但若海外發行人的註冊地為英屬百慕達群島或英屬開曼群島，上述關於管制條文的資料僅需列入備查文件。此外，交易所還可要求發行人委任一名交易所接受的獨立財務顧問，但英屬百慕達群島或英屬開曼群島的發行人除外。為確保香港投資人持有海外發行人證券時能獲得與持有香港發行人所發行的證券同等的保障，保留交易所因應個案狀況而做出相應調整的權力。

5.調整規定

有鑒於海外發行人所適用之公司組織登記制度與香港的規定或用語不同，可能造成一體適用上市規則時有窒礙難行之情形，上市規則於本章內有一些調整規定，包括：

- (1) 董事一詞，相當於海外發行人決策機關內的成員，因此若發行人並無董事會這樣的權力機關，上市申請表格中由董事會出具之責任聲明則改以同等決策機關全體成員出具之；
- (2) 上市申請程序所需提交的聲明及承諾，可能因海外發行人受管轄之法律而做出調整；
- (3) 獨立會計師出具之報告，相關帳目應依類似香港所訂之準則加以審計，否則原則上不被接受，且若發行人之財報非依「香港財務匯報準則」或「國際會計準則」(IFRS)加以編製，則須以交易所接納之會計準則編製，並註明所採用之準則與「香港財務匯報準則」或「國際會計準則」任一準則之間的重大差異，以及讓差異所產生的財務影響；
- (4) 在持續責任方面，原則上海外發行人一體適用相關規定，但交易所可依個案修訂之；

(5) 語言及翻譯規定部分，若海外發行人之文件非以英文寫成，須具備經認證之英譯本供查閱。

6. 交易所的裁量權限

為使交易所在審核海外發行人的申請案件時能因地制宜，本章明文規定許多交易所可依個案裁量決定之情形：如交易所可於任何時候要求發行人揭露其認為適當的資料，亦可參酌發行人註冊地管制的標準、監管的性質和範圍，以及該發行人是否在被交易所承認、受適當管制並正常運作之公開市場取得上市地位、是否依據香港所接納之準則經營業務及揭露資料等因素，允許發行人省略適當資料。

7. 上市文件

海外發行人之上市文件中，必須載明其組織設立文件內所有對股東權期有影響以及與董事權力相關條文的摘要；但若海外發行人的註冊地為英屬百慕達群島或英屬開曼群島，則依附錄十三的特別規定。

8. 規範程度不低於註冊地

海外發行人在上市或財務帳目內提供的資料，均不得少於其註冊地規定須提供之資料。

(二) 海外發行人申請第二上市相關規定

「第二上市」係指發行人已於其他證券交易所作主要上市或即將在其他證券交易所作主要上市之情形，其規定大致與主要上市相同，以下僅臚列不同之處：

1. 海外發行人於香港交易所批准上市前必須先取得主要上市交易所批准上市。
2. 排除適用一般規定：包括
 - (1) 排除股權分散規定；
 - (2) 所提交之上市文件，可由發行人決策機關內的兩名成員簽署，而非全體成員。
3. 未要求發行人於上市文件概述海外發行人之組織文件條文，亦未要求提供註冊地司法管轄區之相關管制條文。
4. 會計師報告：與主要上市幾乎相同，但增加接受「美國一般公認會計原則」（US. GAAP）。
5. 購回股份之限制：
 - (1) 原則上，發行人應遵守香港交易所之上市規則，始得購回股份，惟發行人主要上市之證券交易所已有同等限制，則可能取得全部或部分豁免。
 - (2) 若海外上市發行人主要上市地交易所允許庫藏股，香港交易所也會考慮豁免註銷購回股份所有權文件之規定，但發行人必須申請將該些股份再度上市。
6. 共同監管：若香港交易所認為海外發行人之證券很有可能大部分均在香港交易所進行買賣，該海外發行人必須符合以下條件：
 - (1) 須在香港交易所認可、受良好監管且正規營運的公開市場主要上市；
 - (2) 該海外發行人必須與主要上市市場有充分的聯繫；
 - (3) 香港交易所經諮詢證監會後，該主要上市市場必須已經以香港交易所接受之形式，就該發行人各方面的監督管轄與香港交易所簽訂書面協議，其中倫敦證券交易所及愛爾蘭交易所已獲香港交易

所認可，若係於其他交易所主要上市，則須香港交易所相信該證券市場可獲得交易所認可。

(三) 對海外發行人的監管

1. 建立有效的聯絡與溝通管道

- (1) 外國發行人必須登記一香港當地的聯絡地址，該地址不一定必須是分公司或辦事處，可以是沒有實際營運、專為聯絡目的而設置之地址。該登記地址便是該外國發行人在香港當地的送達地址，舉凡聯交所發給該外國發行人之通知或訴訟文書如傳票等，均送達至該聯絡地址；
- (2) 外國發行人必須指定兩名有權代表，可以是兩名董事或是一名董事一名公司秘書，也可以是其他人士，隨時作為與主管機關溝通聯繫之橋樑，同時也負責處理上述送達之通知及書狀文件，並在收受訴訟文書時負責應訴等事宜；
- (3) 發行人必須至少有兩名居住於香港的執行董事，否則必須提出讓聯交所滿意的替代方案始得豁免之。若該兩名有權代表並非公司執行董事，還須任命兩名居住在香港的執行董事，以便答覆或處理聯交所提出任何關於公司業務相關的問題及要求。

2. 制定違規時的制裁程序

外國發行人在違反上規則或交易所要時所採取的行動與本國發行人相同，稱為「制裁程序」（規定於上市規則第 2A 章），依違規情節重大與否分為九個層次，依序為：

- (1) 向該發行人發警告函要求改正；
- (2) 公開載有批評的聲明，該投資人知悉該發行人有違規的行為；
- (3) 對該發行人做出公開指責；

- (4) 交易所會向證監會的監察委員會或發行人設立地的監管機構申報該發行人違反規則的行為；
- (5) 禁止該發行人的專業顧問於指定期間內代表該發行人從事交易所上市科或委上市委員會所規定的事宜；
- (6) 交易所可要求該發行人在指定期間內修正違反規則的事宜或採取其他補救行動，包括在得適用的情形下為少數股東聘僱一名合格的獨立顧問；
- (7) 若發行人董事故意或持續不履行其依據上市規則應盡的責任，則交易所可公開聲明其為該名董事繼續留任將會造成投資人的損害；
- (8) 若發行人董事在交易所做出上述(7)的聲明後依舊留任，交易所停牌或取消發行人證券的上市地位；
- (9) 若發行人故意或持續不履行其根據上市規則應盡之責任，則交易所可命令該發行人在指定期間內不得使用交易市場的設施，並禁止證券商及財務顧問代表或繼續代表該發行人從事相關行為。

上市規則同時賦予交易所相當的裁量權限，明訂交易所得酌情採取或不採取其他行動，例如配合課處罰鍰等措施。

3. 訴訟及強制執行

根據眾達法律事務所香港分所之資料顯示，投資人因發行人違反規定之行為致受有損害時，約有兩種可行方式進行訴請賠償：

- (1) 以香港法院有管轄權的前提下，投資人在香港提出訴訟勝訴後，若該發行人在香港沒有財產，可以將該判決送至發行人設立地法院請求承認並據以強制執行，但此問題還涉及兩國之間是否有簽訂互相承認法院判決條約。

(2)投資人直接到發行人有實際營運且有財產之國家提訴，此種方式看似較前一種更為艱難，但不需受互相認判決條約的拘束，如順利起訴並勝訴，可直接在當地強制執行。

(四) 上市申請涉及的專業人士

在香港申請上市，需要許多專業人士的參與，並在申請上市過程中各司其職。新上市涉及各個關鍵機構分述如下：

1. 保薦人

計劃上市的公司必須委任合適的保薦人。主板上市保薦人須為聯交所會員、發行商、商業銀行或聯交所接納的其他人士。此外，創業板上市保薦人須依照《證券及期貨條例》獲發牌及註冊。計劃申請在創業板上市的公司必須從聯交所核准的創業板保薦人名單中挑選一名保薦人。香港目前之上市規則，廢除了保薦人持續責任，轉而要求所有上市發行人須委聘一名「合規顧問」來代替申請階段之保薦人，期間為於主板上市者，聘任期到公布上市後首個完整財政年度的財務業績時為止；於創業板上市者，聘任其須至少涵蓋上市發生的該財政年度的剩餘時間以及其後兩個財政年度。合規顧問之職責係在確保上市公司已獲適當之指引及意見，以遵守上市規則，且應隨同上市公司會見聯交所，並與上市公司商討業務表現、豁免事項之遵守、是否符合盈利預測、發行人承諾及董事承諾之遵守等事項。此外，合規顧問應配合上市委員會進行之調查。另上市公司於特定事件時，例如公司公告、通函或財務報告發表之前、考慮進行須予公布或關連交易

等，須諮詢合規顧問之專業意見。²²

2. 法律顧問

法律顧問負責確保新申請人遵照各個相關司法管轄區的法律，並與保薦人及申報會計師就新申請人須進行的重組事宜緊密合作。

3. 包銷商／配售代理

一般為證券行及交易所參與者，負責在股份發售期間分銷公司的證券。包銷商須包銷投資者未有認購的股份。

4. 申報會計師

聯交所要求，申請發行人之所有會計師報告，均須由具備《專業會計師條例》所規定資格之專業會計師編製，且該專業會計師須獨立於發行人。申報會計師負責審核公司的財務記錄及財務狀況，並根據相關會計準則及監管指引編製新申請人的集團報表，使潛在投資者能根據該項資料作出充分的投資決定。

5. 估值師

聯交所要求申請公司須在上市前委任估值師對其物業進行估值。公司亦可委任估值師對公司的其他資產進行估值。

(五) 保薦人的責任

根據香港交易所「主板規則」第 3A.02 條及「創業板規則」第 6A.02 條的規定，新申請上市者必須委任一名保薦人以協助其處理上市申請。而新申請人及其董事均必須協助保薦人履行職責。由於香港交易所對於本國發行人及海外發行人的要求大致相同，故保薦

²² 林致平，美國、日本及香港對掛牌公司監理制度與實務之研究，證券櫃檯月刊，第 143 期，頁 92-96，2009 年 10 月。

人的規定亦適用於海外發行人，茲將香港交易所對於保薦人的資格及其責任說明摘要如下：

- 1.法律上的形式：保薦人必須為一家公司或認可的財務機構。
- 2.專業或牌照要求：保薦人必須根據適用法例持牌或註冊，並可就企業融資事宜提供意見。
- 3.保薦人的角色：保薦人負責為新申請人籌備有關上市事宜，將正式上市申請表格及一切有關的文件呈交聯交所，並處理聯交所就有關申請的一切事宜所提出的問題。保薦人的工作及職責如下：
 - (1) 緊密參與編製新申請人的上市文件；
 - (2) 進行合理盡職審查的查詢；
 - (3) 確保上市申請人符合《上市規則》的規定；
 - (4) 盡合理的努力，處理聯交所就上市申請提出的所有事項，包括適時向聯交所提供聯交所合理要求的資料；
 - (5) 陪同新申請人出席與聯交所舉行的任何會議（但本聯交所另有要求的除外），以及出席任何其他會議，及應聯交所要求，參與和聯交所進行的任何其他討論；及
 - (6) 符合其根據《上市規則》向聯交所作出的承諾的條款。
- 4.保薦人的獨立性及公正性：
 - (1) 保薦人必須公正無私地履行職責。
 - (2) 新申請人至少須有一名保薦人獨立於新申請人。針對保薦人被視為非獨立的情況，聯交所訂有高達十項的詳細的規定，其中一項為保薦人集團及保薦人的任何董事或其聯繫人共同或將會共同直接或間接持有新申請人的已發行股本 5% 以上（但因包銷責任而產生的持股除外）。

- (3) 保薦人必須向聯交所提供有關其獨立性的陳述，並在該陳述所載的任何資料有變動時通知聯交所。
- (4) 如果新申請人聘用一名以上保薦人，其上市文件必須披露每名保薦人是否獨立，如否，還必須披露導致缺乏獨立性的原因。

四、外國發行人上市弊案探討

(一) 東英亞洲有限公司（保薦人）

1. 事件經過

東英亞洲有限公司於 2004 年 12 月 17 日，被香港證監會及香港交易所共同宣告除牌。此事緣於 2003 年，該公司在處理一宗創業板上市申請個案時，未向港交所揭露重要資料，而港交所上市委員會曾於 2002 年 10 月原則上批准有關公司的上市申請，並於 2003 年 1 月再次確認原則上批准其上市申請。但 2003 年 1 月中，東英亞洲突然通知港交所上市科，指該擬在創業板上市的公司，其原來會計師（香港稱核數師）未能在指定時限內完成審計程序，所以該會計師決定呈辭。

港交所其後發現會計師請辭的真正原因，是由於未能解決其與申請上市公司，就佔申請上市公司營業額約 17.5% 的帳目上的分歧。此外，該位會計師並曾對「銷售交易」提出另外一些關注事項。直到辭任前，該位會計師一直無法決定在招股文件中的會計師報告及其後經審計帳目，有關銷售交易該作如何適當處理，故表示有需要進一步進行有關對銷售交易的審計程序，才「有可能」簽署和確認會計師報告。由於會計師和申請上市公司意見分歧，雙方無法達成共識，因而應公司要求辭去會計師職務。

港交所知悉有關事宜後，最終決定拒絕該家公司的上市申請，而上市科亦對有資料的不一致陳述表示關注。最後港交所認為，東英亞洲違反了「創業板上市規則」內的操守準則及有關保薦人對港交所的承諾，未運用應有的謹慎與技能向上市申請人提供適當指引及意見，以消除投資人的疑慮，所以決定把東英亞洲在創業板保薦人名單上除名，並在主板停牌六個月。

2. 事後措施

香港證監會和香港交易所在 2004 年 12 月 17 日共同宣布將東英亞洲在創業板認可保薦人名冊上除名；同時其在主板業務亦停牌半年，直至 2005 年 5 月 17 日前不能出任主板保薦人。通告同時指出，其主管梁展勝自願在直至 2005 年 9 月 17 日前，停止擔任主要管理任務，期內梁氏並同意不會出任新股上市事宜。此外，東英亞洲、梁展勝與證監會協定，在上述各期間內，不會擔任保薦人或合格顧問，或代表保薦人合格顧問為任何上市申請人或發行人履行或進行任何活動。

關於此一事件，證監會亦做出三項聲明：

1. 香港交易所、其上市委員會及投資大眾均依賴保薦人以確保新上市申請人適合上市。因此，保薦人必須盡責地履行職務，向香港交易所提供有關上市申請人準確而完備的資料。保薦人如未能盡責地履行其職務，便可能會被長期暫時吊銷牌照。
2. 對付保薦人的違規事件依然是證監會的首要執法工作之一。
3. 證監會與香港交易所之間的合作，使得在處理保薦人的違規行為時，達致更佳的資源運用及更快取得成效。

(二) 東大照明

1. 事件經過

2002年7月26日，東大照明於香港創業板上市，全球協調人兼保薦人為京華山一企業融資有限公司，牽頭經辦人為京華山一國際（香港）有限公司。2003年9月~10月，東大照明曾更換獨立執行董事兼審核委員會委員、合資格會計師及公司秘書、保薦人（基於費用因素考慮）更換為中國光大融資有限公司，執行董事李燈場並基於私人理由請辭。2003年10月17日，東大照明向香港聯交所申請以介紹方式在主板上市，2004年6月21日即發生無法提交會計師及獨立董事要求之文件，公告押後董事會之舉行日期及業績發布。2004年7月7日，東大照明接獲證監會將調查公司業務狀況之通知，主動申請停牌，7月9日說明會計師無法及時出具財報之原因，將聘請外部會計師協助加速財報審核，申請復牌，惟7月29日又向聯交所申請停牌至今。2004年11月30日，東大揭露中國光大融資將終止擔任持續保薦人，主要原因是因為東大未即時向其揭露2003年9月至2004年6月之購置物業、廠房及設備交易；於申請上市期間，東大照明未清楚向中國光大融資交代中國及海外客戶清償銷售款之方式；中國光大就聯交所提出之若干重大意見，東大照明未予採納。

主管機關認為東大照明未按照創業板上市規則揭露主要交易，且銷貨過於集中在大客戶。其主要違反事項包括：子公司簽訂之契約未召開股東會經股東通過；已註銷之採購設備合約所付清款項未收回，誇大銷貨額；涉及改帳目或提供誤導、虛假或欺騙的帳目，意圖使他人遭受損失。

在保薦人京華山一企業方面，證監會認為其未對東大照明的最大客戶及銷售額進行充分的盡職審查，且未確保其在回應香港交易

所關於東大照明上市招股章程內的銷貨額被誇大一事的查詢，作出完整及不具誤導成分的回應，此外，其未向香港交易所匯報其就東大銷售額所察覺的不當情況，且未勤勉地監督其僱用來從事東大的保薦人工作的人員。

2. 事後措施

在東大照明的高階主管方面，2007年1月19日，東大照明公布三高層無條件釋放，亦未受到警方檢控。2008年4月17日，證監會禁止李燈場重回業界六個月，理由是其在擔任東大照明創業板上市申請的主要主管期間在處理上市申請時未以適當技能、小心審慎和勤勉盡責的態度行事，且未有充分監督下屬及上市申請。2009年1月5日，證監會禁止中國光大前董事總經理及其中一名前負責人員胡景邵重回業界，為期兩年半，主要原因係其在處理轉板上市申請時，未以適當技能、小心審慎和勤勉盡責的態度行事，致使東大連同轉板申請的排期申請表格(A1表格)一併遞交的上市文件草擬本，載有多項嚴重不實的資料。

至於在保薦人京山一企業融資方面，由於京華山一企業融資以往並無紀律處分的紀錄，且其在證監會的調查中表現合作，並同意有關紀律處分行動，再加上事隔多時，而京華山一集團堅決致力防止再有違反監管規定的事件發生。因此，2008年4月17日，證監會與其共同解決多項合規事宜，包括²³：

- (1) 證監會向京華山一企業融資施加罰款 280 萬元。
- (2) 京華山一企業融資將聘請獨立的會計師事務所，檢討其在協議簽定後三年內所完成的其中兩項保薦人交易；

23 香港證監會 2008.4.17 執法消息，「證監會與京華山一企業融資有限公司、京華山一國際(香港)有限公司及京華山一證券(香港)有限公司解決合規事宜」，
<http://www.sfc.hk/sfcPressRelease/TC/sfcOpenDocServlet?docno=08PR58>

- (3) 檢討工作的時間安排及有關交易將由證監會選定；
- (4) 如發現京華山一企業融資在該三年期間內犯有相當類似的缺失或違規行為，京華山一企業融資的保薦人業務便須暫停最少 18 個月；
- (5) 京華山一企業融資在不承認任何責任的基礎上接受紀律處分行動。

(三) 歐亞農業

1. 事件經過

「歐亞農業」於 2001 年 7 月在香港主板上市。2002 年初，投資者、分析員和傳媒紛紛質疑其經營情況，特別是該公司招股書中多項陳述的真實性。同年 10 月，香港傳媒揭露，該公司號稱 4 個財政年度營業額高達 21 億港元，而其實際數目僅為 1 億港元。而中國大陸的財經媒體更揭露指出，該公司招股書中的蘭花出口額，屬於子虛烏有。

據了解，證監會早在事前即根據《證監會條例》中董事涉嫌欺詐的條款，對「歐亞農業」進行調查。2002 年 9 月中，香港證監會令該公司停牌，解釋有關涉及股價敏感的資料。同年 9 月底，歐亞農業再次停牌。隨著事態的發展，監管機構不再僅限於督促歐亞農業揭露相關資料，而開始與中國大陸有關部門合作，展開深入調查，其法規執行部的高層人士並拜訪中國證監會。

香港證監會於 2002 年 10 月初，將此一事件轉介給香港警方～商業罪案調查科展開調查。據報導指出，香港警方是以該公司董事涉嫌作出虛假陳述以圖欺騙股東、監管機構及公眾，來執行這次搜查行動，依據香港相關法律，最高可判處 10 年監禁。最後，歐亞實

業公司董事長楊斌因：1.涉嫌虛假出資；2.涉嫌非法占用農業用地（非法占用耕地）；3.涉嫌合同詐騙；4.涉嫌偽造金融票證；5.涉嫌對單位行賄；6.涉嫌單位行賄等 6 項罪名，於 2002 年 10 月 4 日被監視居住，一年後被判處有期徒刑 18 年，目前仍在服刑中。

2. 事後措施

歐亞農業案發生後，香港除採取美國之做法，針對法規面進行補強之外，並追究中介機構的責任：

- (1) 修訂證券及期貨條例以改善企業揭露資訊的情況。
- (2) 加強證監會的調查力。
- (3) 與他地區之證券市場監管機構建立良好關係，包括中國證券監督管理委員會，雙方簽訂監管合作備忘錄，定期舉行會議。
- (4) 研議在中國大陸或海外地區註冊成立的上市發行人若證實違反香港上市規則，各有關方面須承擔之責任。

針對歐亞農業的上市保薦人~工商東亞融資有限公司，香港證監會於 2005 年 1 月作出最後的處分。工商東亞融資在不承認任何責任的基礎上，同意支付 3,000 萬港元，以作為就該宗證監會個案進行的全面及最終和解。證監會沒有對工商東亞融資有否犯有過失或須承擔任何責任作出裁斷。證監會認為在這個基礎上作出和解是符合公眾利益的。證監會認為在此情況下繼續進行紀律程序是沒有用處的。

證監會指出工商東亞融資並沒有以適當的技能、小心審慎和勤勉盡責地去履行其作為亞農業(清算中)的上市保薦人的職務。但考量該公司內負責歐亞農業的上市工作的高級管理人員已不再任職於工商東亞融資；且該公司已加強關乎其保薦人職務的內部系統和監

控措施，並已承諾委任獨立的會計師事務所，全面檢討其系統和監控措施、同意全面考慮和落實有關會計師事務所提出的建議，以達致證監會的要求，且其現任高層管理人員與證監會積極合作，故作出上述的決定。²⁴

第四節 新加坡

一、 證券市場監管架構

新加坡財政部底下的證券管理主管機關為新加坡金融管理局 (Monetary Authority of Singapore, MAS)，而新加坡證券業協會 (Securities Industry Council, SIC)則可對新加坡證券交易所進行諮詢指導，新加坡交易所在上述兩機構的指揮及指導下享有自律組織的功能及權限。

新加坡金融管理局於 1971 年 1 月 1 日依據金融管理局法成立，為政府完全擁有及控制的公司(statutory corporation)，其董事會由財政部長擔任主席，但其運作獨立於財政部之外。新加坡金融管理局執行相當於中央銀行所具備的大部份功能，並對證券及期貨業加以監督。所有商業銀行、證券公司、期貨經紀商、貨幣經紀商、保險公司在進行營業之前須取得新加坡金融管理局發給執照。

新加坡證券業協會係依據 1975 年證券業法成立，為財政部的一諮詢組織，其主要功能係就證券交易所的運作、證券市場的發展及證券業相關事項，提出意見及進行協調，並對新加坡交易所就上市規定、上市申請、上市公司下市、證券業的不當惡習等事項，提出建議。整體而言，證券業協會須確保新加坡交易所的運作符合投資大眾的利益及政府政策的需求。

²⁴香港證監會 2005.1.27 執法消息，「工商東亞融資支付 3,000 萬港元就證監會的紀律個案達成和解」，<http://www.sfc.hk/sfcPressRelease/TC/sfcOpenDocServlet?docno=05PR17>

二、證券市場法規架構

新加坡證券市場基本法規計有：證券業法（SIA）、公司法（Company Act）、1986年的證券業規則（Securities Industry Regulations）與新加坡證交所規則（Rules and By-Laws Regulation of Stock Exchange of Singapore）。2001年10月5日新加坡國會通過金融管理局（Monetary Authority of Singapore, MAS）提出之證券暨期貨法（Securities and Futures Act, SFA），該法首次將該國原有的 1. 證券業法；2. 期貨交易法；3. 交易所法以及 4. 公司法部份條文等，均併入同一全新之法律中，以因應全球化、科技趨勢及創新發展而重新調整的監理架構。2009年1月19日，新加坡國會通過證券暨期貨法及金融顧問法（Financial Advisers Act）兩項法案的修正。證券暨期貨法修正範圍主要包括：資本市場之授權與行為規則；上市公司的實質股東；CEOs、董事之申報架構；掛牌之 REITs 與企業信託（BTs）的實質單位持有人；信託管理人之申報架構；處置市場不當行為之執行架構；投資的發行；從事 REITs 與企業信託（BTs）的架構；從事市場創新之彈性規範；其他：如主管機關對市場與結算機構的監督權。

三、外國證券上市相關規定

新加坡交易所關於外國公司的上市標準，基本上其處理程序和本國公司是一樣的，可在「主板」或「二版」（即凱利板，Catalist）掛牌，可第一上市亦可第二上市。有關主板的掛牌標準如下表所示：

	標準一	標準二	標準三
稅前利潤	過去最近三年的累計稅前利潤超過	過去最近一年或二年的累計稅前利潤	無

	標準一	標準二	標準三
	750 萬新元，同時該三年每年的稅前利潤均超過 100 萬新元	超過 1,000 萬新元	
上市資本額	無	無	根據發行價和招股結束後之實收資本額計算之市值至少為 8,000 萬新元
售股量及股權分佈	公司市值少於 3 億新元，至少發行 25% 的股份，如果市值超過 3 億新元，新加坡交易所可批准公司酌減上市發售量，最低不可少於 12% 的股份。有不少於 1000 名的公眾股東。 (若為第二上市，全球股東至少 2,000 名)		
業務經營紀錄	3 年	無	無
管理層連續服務年限	3 年	1 年或 2 年視情況而定	無
持續上市義務	有	有	有
	如果同時亦在其他國際認可的交易所上市，企業可以國際交易所的上市義務為準。		

凱利板 (Catalist) 的前身為自動報價板 (SESDAQ)，成立之初係為滿足本地中小企業籌資，而凱利板之轉型在於吸引國際公司上市。凱利板的特色之一，即為該板係由保薦人監督 (Sponsor-supervised) 的市場。公司由受批准的保薦人幫助公司至凱利板上市。新加坡交易所對於公司上市沒有特定量化要求，而由保薦人判定公司是否適合上市。上市後，保薦人將督導上市公司遵守規定，並審閱其公開文件，當確定或懷疑公司有違反規定之行為時，保薦人需及時通知新交所。凱利板之所有掛牌公司必須在整個掛牌期間擁有保薦人之保薦，沒有保薦人的公司將被下市。凱利板掛牌之資訊揭露標準與主板相同，為確保及時準確的資訊披露，招股文件仍適用新加坡證券及期貨法 (SFA) 中有關民事和犯罪的條款。

新加坡交易所對海外發行人之上市規則與國內發行人原則上「一體適用」，但新加坡上市手冊對於海外發行人尚有額外要

求，第一上市及第二上市之海外發行人統一規範，只有在二者適用法條不同時始分別列出。同時適用第一上市及第二上市海外發行人的規定，主要包括：

1. 股票過戶的安排：海外發行人必須做出交易所滿意的各項安排，以便新加坡股東可以及時辦理股票登記的手續。
2. 常駐董事：海外發行人必須擁有至少 2 名獨立董事，且其中至少 1 人須常駐新加坡。凱利板公司由常駐新加坡之保薦人進行督導，海外發行人中常駐新加坡之獨立董事人數得從 2 人減為 1 人。
3. 貨幣單位：除新加坡交易所同意以外幣標價或依新加坡金融管理局要求以外幣標價者外，所有證券均須以新加坡幣標價；上市申請人欲以外幣標價者，應先請求交易所表示意見。
4. 交易所的裁量權限：上市手冊授權新加坡交易所得依裁量認為有必要時，對海外發行人提出其他要求。

(一) 海外發行人申請第一上市的特別規定

除了上述一般性的規範，有關「會計準則」的部分，新加坡交易所要求與上市申請同時呈交之各項財務報表，以及將來提交之定期財務報告均必須依照「新加坡會計報表準則」或「國際會計準則」(IFRS)或「美國一般公認會計原則」(US. GAAP)編製。依照國際會計準則或美國一般公認會計原則編製之帳目，無需按新加坡會計準則進行調整。

(二) 海外發行人申請第二上市的特別規定

1. 申請第二上市條件

欲申請第二上市之外國發行人必須已經或將同時在其他外國證券交易所上市（第一上市），且必須符合第一上市交易所之各項上

市要求。第二上市外國發行人無需符合新加坡交易所上市手冊，但必須承諾下列事項：

- (1) 向第一上市交易所提交文件或資料同時也應將該等文件或資料提交新加坡交易所。
- (2) 任何已在新加坡交易所上市之證券的增加發行，以及該第一上市交易所的有關決定應通知新加坡交易所。
- (3) 遵守新加坡交易所的上市規則。

2. 會計準則

與上市申請書同時呈交之各項財務報表，及將來呈交之定期財務報告，僅需以「新加坡會計報表準則」或「國際會計準則」或「美國一般公認會計原則」進行調整即可。

(三) 保薦人的職責

如前所述，新加坡交易所的凱利板係由保薦人監督，保薦人在企業上市前的職責為評估企業的適合度並協助其上市，上市後，保薦人將督導上市公司遵守規定，並審閱其公開文件，若發現上市公司有違反規定之虞時，保薦人應通知新加坡交易所。新加坡投資銀行協會（SIBA）所發的「盡職調查指導方針」（Due Diligence Guideline）可作為主板發行經理人及凱利板保薦人盡職調查之基礎。新加坡交易所對於未盡職調查之保薦人，要求其應完成內部系統之檢查以及設置附加的控制機制，並於完成後提交執行報告予新交所審查；保薦人同意在其內部程序與盡職調查基準改善完成前，將不會提交新的上市申請案件或受委託參與上市活動；新交所甚或要求保薦人委任一獨立專業公司來檢查並改善

該公司之內部程序、提高盡職調查基準暨增進公司之專業技術及資源。²⁵

四、案例：中國金屬案

1. 事件經過

2008年10月，在新加坡主板上市的大陸台資企業～中國金屬（百慕達）公司（Ferro China，新加交易所代碼：35844）因瀕臨破產被停牌，旗下5家位於常熟的子公司已遭當地法院查封資產，各類借款高達52億人民幣。

中國金屬旗下主體企業為常熟星島新興建材，於2002年3月在常熟市董濱鎮工業園成立，投資方是台灣地區的雙贏集團。之後還成立多家子公司包括常熟星海新興建材、常熟星宇新興建材、常熟常鋼板材以及泓洋港口。而星島建材主要生產建築用厚型鍍鋅鋼卷，年產量達30萬噸，主要銷往中國大陸市場和歐洲、北美等地區。2005年5月19日，設立於百慕達的星島建材母公司中國金屬在新加坡交易所掛牌上市。

中國金屬於2008年10月9日公告，公司有一筆約7.06億元人民幣的流動資金貸款已經到期，公司無力償還，還可能產生20.3億元即將到期的貸款和票據無力支付。導致公司陷入鉅額資金流緊張的主要原因，在於產品價格暴跌且沒有銷路，但原料款仍然要按合約支付，加上該公司第三條生產線全面上線，中國金屬一直希望引入一家美國戰略投資方，但由於這一戰略合作夥伴始終未注資，最終導致公司全面資金鏈斷裂。

²⁵沈振宇，推薦證券商於辦理外國企業申請第一上櫃案應負責任之研究，證券櫃檯月刊，第143期，2009年10月。

2. 事後措施

(1) 新加交易所方面

除對中國金屬處以停牌處分外，並持續發布重大訊息。

(2) 常熟市人民法院方面

常熟市人民法院對所有中國金屬在常熟子公司進行查封，並指定子公司接管人，與海外債權人僱用之資產接管人及該公司進行重組。

第五節 辦理外國證券掛牌業務之承銷商責任與法律風險之比較研究

以下僅就前述各國辦理外國證券業務之規範現況、承銷商責任及法律風險歸納整理如下：

	我國 (證交所/櫃買中心)	美國 (NYSE/NASDAQ)	日本 (TSE)	香港 (聯交所)	新加坡 (SGX)
主管機關	金管會	SEC	金融廳	證監會	金融管理局
規範法規	<ul style="list-style-type: none"> ■ 證券交易法 ■ 證交所/櫃買中心規則 ■ 券商公會相關規範 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 1933 證券法 ■ 1934 證券交易法 ■ 1995 私人證券訴訟改革法 ■ NYSE 交易所規則 ■ FINRA 相關規則(註) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 金融商品交易法 ■ TSE 規則 ■ 證券業協會相關規範 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 證券及期貨條例 ■ 香港聯合交易所的上市規則 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 證券業法 ■ 1986 年的證券業規則 ■ 新加坡證交所規則
可供外國公司掛牌市場	<ul style="list-style-type: none"> ■ 台灣證交所 ■ 櫃檯買賣市場 ■ 興櫃市場 	<ul style="list-style-type: none"> ■ NYSE ■ NASDAQ <ul style="list-style-type: none"> -全球精選 -全球市場 -資本市場 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 一部 ■ 二部 ■ MOTHER (創業板) ■ TOKYO AIM (限專業投資人參與) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 主板 ■ 創業板 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 主板 ■ 凱利板 (Catalist)
可接受公司註冊地	沒有規定	沒有規定	沒有規定	香港、百慕達、開曼群島、中國內地、加拿大卑詩省、澳洲；任何其他國家，但其股東保障程度不能低過香港	沒有規定
保薦人/顧問/服務提供	第一上市櫃:主辦承銷商 2 年持續輔導責任	■ NASDAQ: 造市商 3 名	■ TOKYO AIM: 必須委任一名指定保薦人 (J-Nomad)	■ 主板: 新申請人必須委任一名保薦人; 發行人上市之日	■ 主板: 主辦承銷商進行上市輔導作業 ■ 凱利板: 由認

	我國 (證交所/櫃買中心)	美國 (NYSE/NASDAQ)	日本 (TSE)	香港 (聯交所)	新加坡 (SGX)
者				起，須委任一名合規顧問，任期到公布上市後首個完整財政年度的財務業績時為止 ■ 創業板：新申請人必須委任一名保薦人；發行人上市之日起，須委任一名合規顧問，任期至其公布上市後第二個完整財政年度的財政業績之日止	可的保薦人引導上市
法律 風險	證券交易法： §30、§32、§174、§178	■ 1933 證券法： §11、§12(a)(2) ■ 1934 證券交易法： §10(b)、Rule10b-5	金融商品交易法： §21、§24、17	證券及期貨條例 §168、§175、§181	證券業法
證券商 責任	■ 過失責任 ■ 舉證責任轉換	■ 連帶責任(明知) ■ 比例責任	■ 過失責任 ■ 舉證責任轉換	過失責任	過失責任
抗辯 事由	■ 盡職調查	■ 盡職調查 ■ 因果關係反證 ■ 原告明知	■ 盡職調查 ■ 原告明知	盡職調查	盡職調查
其他		集體訴訟盛行	■ 外國公司須於東京指定事實律師 (attorney-in-fact) ■ 鼓勵企業(包括本國&外國公司)設置專職處理公司資訊人員 (corporate information handling officer)		

(註)：原 NASD 已於 2007 年 7 月併入 Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)

在全球化、國際化的趨勢下，各國資本市場也紛紛提供各項誘因，吸引海外優質企業至其境內掛牌，以提昇其競爭力，例如日本東京證交所即與倫敦證交所合作，於 2009 年設立 TOKYO AIM，為日本及亞洲區內的增長型企業提供集資渠道，讓國內外的企業能在短時間內更便捷募集所需資金。

然而，在開放外國證券掛牌業務的同時，也必須要有適當的投資人保護機制相互配合。從規範外國發行人的角度觀察，確保投資人獲得適當保障仍為規範之核心。各國除對外國公司在申請程序有部分鬆綁措施外，原則上各交易所對國內或國外的發行人應遵守的規範，大致相同，對申請上市的外國發行人皆有公司治理方面的要求，惟程度略有不同。

企業選擇在美國證交所上市，需要根據美國證管會的要求進行嚴格的登記，需要遵循資訊揭露等方面的要求。在爆發安隆事件(Enron)的醜聞後，美國國會更於2002年7月通過制定沙氏法案(SOX)，該法案對上市公司資訊揭露、財務會計處理的準確性、改善公司治理等方面，均有嚴格的要求，更提高對上市公司欺詐的刑事懲罰強度，此法案通過後也使得外國企業在美國證交所上市的難度大大增加。

基於辦理IPO程序中可能導致相關訴訟的法律風險，主辦證券商與發行公司均會各自委任律師，以保障自身在發行程序中的利益。主辦證券商的律師主要協助證券商對於發行公司進行查核工作，以確保證券商不致因為發行程序而衍生相關證券訴訟、或遭主管機關處分等法律風險。此外，證券商通常會請求發行公司之委任律師出具法律意見書，藉由此份法律意見書，確保證券商免於相關法律風險²⁶。加上，美國集體訴訟盛行，許多大型證券商內部規範之嚴格程度甚至遠超過法令之要求。

日本法制並無投資人集體訴訟制度，相關不實企業資訊民事賠償案例較不常見。以往東京證交所的上市規定十分嚴格，在日本經濟泡沫破滅後，對許多外國公司而言，繼續待在日本成本愈來愈

26 蔡朝安，律師在公開發行程序中扮演的角色--以美國為例，
<http://www.pwc.com/tw/zh/challenges/indissue0126.jhtml>

高，但股市交易量卻日漸萎縮，因此，多家外國企業紛紛自東京證交所下市。為提高日本資本市場在亞洲的競爭力，日本近年來大幅修訂金融法規，並於 2006 年通過金融商品交易法，該法就投資人保護機制，依一般投資人及專業投資人而有差異性規範，要求證券商在為一投資者提供服務時應遵守更嚴格的行為準則（如：以書面提示風險）；對具有較強的風險認知和承受能力的專業投資者，依其專業性及節省成本等考量，採較低之保護規範。

為積極爭取外國企業前來上市，東京證交所在金融商品交易法通過後，也於 2009 年參考英國倫敦證券交易所 AIM 市場成功經驗，推出 TOKYO AIM 創業板市場。Tokyo AIM 市場是以機構投資者為主的長期投資市場市場，其中指定保薦人（J-Nomad）體系為 Tokyo AIM 市場規章制度的核心。Tokyo AIM 市場規章中同時也制定了「指定アドバイザー規程」（即指定保薦人的相關規則）與「有価証券上場規程」（即於 Tokyo AIM 掛牌公司的相關規則）。TOKYO AIM 將會負責甄選與審核指定保薦人（J-Nomad 通常即為證券承銷商），指定保薦人必須在企業上市前評估其是否合適上市，並在其上市後指導這些企業遵守市場法規，東京證交所此項對高風險性的成長型企業實施特殊的監理規範，並在相關規則中詳列輔導證券商與發行人間的責任與義務，頗值得參考。

比較香港聯交所及新加坡交易所頒布的上市規則對外國發行人的規範，相同點是二者均以一體適用為原則，無論是國內或國外的發行人均須遵守相同的規範，但香港上市規則對外國發行人的規範管理較為嚴謹繁複，甚至會區別不同地區的發行人分別適用不同的規定；而新加坡上市手冊中外國發行人與本國發行人適用的規定則幾乎完全相同，且並未特別區別不同國家之發行人另外規定之。此

外，香港與新加坡均以章程應記載事項做為保護股東權益的主要方法，並一體適用於外國發行人。

從各國之監理規範，對外國發行人申請掛牌，大致都有保薦人、承銷商或類似中介機構協助，惟因監理法令的差異，致使該等中介機構在履行監理責任有不同規範。然而，足夠的盡職調查（due diligence）仍是證券承銷商或類似中介機構在面對法律風險之主要有效抗辯理由。而和解仍為海外掛牌企業面臨訴訟糾紛採取之主要措施，實際進行訴訟的案例並不常見。

第四章 外國企業發行證券來台掛牌之承銷商 相關法律責任與風險管理

第一節 承銷商之法律責任與風險管理

第一項 承銷商之法律責任

一、民事責任

在承銷商協助外國企業發行證券來台掛牌的過程中，雙方之法律關係，係屬民法之有償委任關係，因而承銷商應盡善良管理人之注意義務，盡職調查、協助公司遵循法規。

另外，承銷商為發行公司與投資人之間的橋樑，比投資人更瞭解發行公司狀況，為促使其發揮中介者的功能，強化對投資人的保護，我國證券法規更責成對承銷商其對第三人的責任，例如公開說明書如有虛偽或隱匿的情事時，承銷商對於善意之相對人，就其所應負責的部分與公司連帶賠償責任。

因此，承銷商在協助海外企業來台掛牌籌措資金的過程中，其所面臨的法律風險，有來自發行公司、投資人，以及與承銷團間權責劃分之風險，究竟承銷商要做那些事情？責任為何？涉及到發生訴訟時相關法律責任，以下擬分就承銷商在不同階段所面對之責任（包括辦理海外企業來台掛牌特別規定之責任），以及可能之相關問題分別探討之。

（一）契約責任

1. 輔導契約

證券承銷商為海外企業辦理評估、輔導等工作，性質上為有償委任，證券承銷商應盡善良管理人之注意義務，如有違反該善良管

理人的注意義務，即有可能需負損害賠償責任。除契約上損害賠償責任之外，也可能因該義務之違反，被認定侵害他人的權利，而應負侵權的損害賠償責任，刑事上也可能因故意違背職務而負背信罪責，如不當的關係人交易。

實務上，證券承銷商通常會先行評估海外企業狀況，再決定是否接案，一旦決定接案，再與該企業討論決定申請上市（櫃）之時程。因此，承銷商辦理評估、輔導業務的過程，倘若日後發現外國發行公司之財務、業務有不實狀況而被訴求償，承銷商很可能以評估輔導不實連帶被訴求償；或是外國發行公司以承銷商未盡輔導、評估之注意義務而向承銷商求償。

一般來說，承銷商為辦理相關作業，通常會先與海外企業簽訂財務顧問性質之契約，正式輔導後再簽訂上市（櫃）輔導契約，承銷商即依據各該契約進行相關評估輔導等工作。由於在客戶發生財務弊端時，承銷商往往也因對該外國公司提供顧問及輔導服務而成為被告，故雙方權利義務如未能於契約明定，往往會讓承銷商面臨被訴求償的風險。因此，如何從財務顧問契約及承銷契約之保證條款及賠償責任條款加以約定，限縮承銷商之風險，為承銷商在辦理相關業務應考量之重點。

雖然我國法規已有受任人應負善良管理人的規定，惟有關證券商辦理外國公司掛牌？其注意義務的標準究竟為何？換言之，證券承銷商從事該項業務其行為準則為何？實務上並沒有足夠的案例加以說明，此抽象標準仍待法院及學說逐步明確化。

2.承銷契約

實務上證券承銷商與外國發行人簽訂之承銷契約內容多以證券

交易法及「中華民國證券商業同業公會證券商承銷有價證券承銷契約應行記載事項要點」為基礎，惟由於上述規定並未涵蓋一切承銷所生之爭議，故對契約未予訂明之處，容易產生爭議。常見契約責任劃分不明與賠償限度條款所發生法律風險之爭議有如：

- (1) 發行公司與承銷商間二者間相關權責不清：以公開說明書為例，如果善意投資者依我國證券交易法第32條規定，向發行人、承銷商及其董事和相關專業人士一旦投資者提起訴訟，請求損害賠償時，由於承銷商、發行人和專業服務提供者之間的權責劃分涉及賠償金額多寡，每一被告都不願代人受過，都要竭力證明自己的清白，都要避免牽涉賠償責任，因此，每一被告都會盡力舉證自己是無辜的受害者。承銷商甚至可能以信賴發行人律師的專家意見，承銷商經過合理調查之後沒有理由懷疑，主張免責或甚至向發行人甚至發行人的律師請求賠償。
- (2) 主協辦承銷商間之權利與義務：承銷契約之契約雙方當事人通常為發行公司及共同承銷商，而在實務上共同承銷商會指定一承銷商為主辦承銷商，並授權其代表其他協辦承銷商與發行公司簽訂共同承銷契約，大部分承銷業務係由主辦承銷商主導辦理。因此，一旦有發生違反契約之情事致生損害賠償責任時，主協辦承銷商之權責應如何釐清？是否得以各承銷商所承銷之比例劃分其所負責任與賠償範圍¹？不無疑義。
- (3) 損害賠償限額：承銷商違反其善良管理之注意義務，致發行公司受有損害時，惟其所應負擔之民事賠償額度為何？是否有可能影響承銷商辦理承銷意願？值得探討。

證券商律師與上市公司信息披露，證券時報，新華網，

http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news3.xinhuanet.com/fortune/2002-08/05/content_510364.htm
1 例如承銷公告之辦理義務，即無法由發行公司依照各承銷商所分得承銷比例請求各承銷商辦理承銷公告，此時發行公司應向主辦承銷商請求履行義務或可向其他協辦承銷商請求，不無疑問。

(4) 承銷商對海外發行人提供不實資訊之責任追究：倘海外發行人提供虛偽不實資訊，在承銷商對投資人理賠後，應如何追究海外發行人的責任？承銷商的責任如何保障？參考國外發行人對承銷商提供不實資訊的案例，多數仍係以和解收場，而此也有反而助長發行人故意不遵守規定的情形可能，因為發行人可能會心存僥倖故意隱匿資訊，等到一旦真的發生問題時，再透過和解來解決。

(二) 侵權行為責任

從投資人保護中心對證券不法案件提起之民事損害賠償之團體訴訟觀察，在對證券商提起民事訴訟的案例中，保護中心所引用的請求權基礎主要為證券交易法第20條、第32條、民法第184條等規定，併同請求證券商與公司負責人等負連帶損害賠償責任。

1. 證券交易法第32條—資訊揭露不實責任

外國企業來台第一上市(櫃)，需經證券承銷商輔導滿6個月或登錄興櫃股票滿6個月，二者擇一。已通過外國交易所上市審查申請者，輔導期或登錄為興櫃股票櫃檯之期間，得縮短至2個月。因此，證券承銷商於輔導期間內應善盡評估輔導的義務，包括出具評估報告，作為主管機關、證券交易所、櫃買中心審查之參考。

評估報告為公開說明書的一部分，內容如有不實，證券承銷商也要負起相關法律責任，包括可能成為投資人求償之對象²，故相關評估報告應記載事項及查核程序之內容，即構成承銷商之查核範圍。惟由於外國發行人營業項目涉及各行業性質，證券承銷商於實

² 如何有效控管證券商之法律風險，94年12月，頁14-16。

務上未必能就各個行業之營業型態、技術、特質與整體行業情況，必須借重各類專家，針對特定項目表示專業意見，以為評估報告之重要評估準據。

承銷商查核人員於查核過程中應編製工作底稿，蓋工作底稿之編製為證券承銷商已善盡注意義務重要證明，為承銷商有效控管風險之重要方式，必須妥善編製與保存。

(1) 評估報告

證券商業同業公會並針對承銷商辦理外國發行人募集與發行另訂有「外國發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告之評估查核程序」、「外國發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告應行記載事項要點」。

依相關規定，證券承銷商必須評估外國公司註冊地國、主要營運國之總經、政經環境變動、外匯管制、租稅法令等風險事項與採行之因應措施，並於公開說明書中揭露。

如有國內一般申請上市(櫃)案件，承銷商亦應評估外國企業是否有不宜上市(櫃)情事，並將相關的評估事項確實做成紀錄，日後若有糾紛或訴訟案件才能釐清責任歸屬。

(2) 專家評估意見

評估過程中如洽請專家意見，承銷商必須自行評估是否能作為採用依據。承銷商應洽請律師出具法律意見書，據以評估公司及其董事、大股東、總經理等人在法令遵循方面對公司的營運影響及，包括外國公司是否違反法令、股東權益保障是否足夠、是否與他人簽定不合理的合約等等。

惟委請專家提供資料或意見，並不代表此部分責任均由專家承

擔，因此，承銷商必須確定該專家是否勝任，例如了解專家的資歷、經驗及資源，並了解其工作範圍及採用方法，確定專家採用公司所提供的資料，是否和已知的資料相符。

2.證券交易法第20條—詐欺責任

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(第一項)。發行人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(第二項)。違反者，對於該有價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(第三項)。準此，承銷商出具評估報告如有不實，亦可能被認為係發行公司證券市場詐欺之共犯，面臨投資人主張因信賴承銷商出具之評估報告，而購買承銷商承銷之有價證券，而依證券交易法第20條第一項反詐欺條款規定，向承銷商請求損害賠償³。

3.民法第184條

該條文規定因故意或過失，不法侵害他人之權利者，負損害賠償責任。故意以背於善良風俗之方法，加損害於他人者亦同。

就承銷商責任而言，除對投資人之損害賠償責任外，如使用評估報告之人並非投資人，則對於相關損害即回歸民法侵權行為相關規定。當受害人依據民法第184條一般侵權行為規定，請求證券商賠償因證券詐欺所受之損害時，依民法第197條的規定，其損害賠償請求權自有侵權行為時起，逾十年不行使而消滅。此時，證券商為盡善良管理人注意義務之舉證，應提出相關工作底稿資料。

³ 龔怡傳，我國有價證券承銷制度暨承銷商法律責任之探討，國立政治大學/法律學系碩士班學士後法學組碩士論文，94年度。

二、刑事責任

依證券交易法第174條第一項第五款規定，證券商對於依法或主管機關基於法律所發布之命令規定之帳簿、表冊、傳票、財務報告或其他有關業務文件之內容有虛偽之記載者，處一年以上七年以下有期徒刑，得併科二千萬元以下之罰金。

評估報告屬於主管機關依法律所發布之命令規定之文件，故承銷商若逾期所提出之評估報告內容有虛偽之記載時，自應依證券交易法第174條第一項第五款負擔刑事責任。同時，承銷商出具不實評估報告亦可能被認為係發行公司證券市場詐欺之共犯，構成違反證券交易法第20條規定，而依第171條第一項第一款處3年以上10年以下有期徒刑，得併科1,000萬元以上2億元以下罰金。

另外，承銷商違反第79條代理交付公開說明書之規定，依第178條規定亦可能面臨24萬元以上240萬元以下罰鍰。

三、行政責任

證券承銷商違反證交法第32條之規定，主管機關可以依證券交易法第66條之規定，給予警告、命令該證券商解除其董事、監察人或經理人職務、對公司或分支機構就其所營業務之全部或一部為六個月以內之停業及對公司或分支機構營業許可之撤銷。

另依證券商管理規則第25條規定，證券商承銷商在辦理有價證券募集與發行及上市(櫃)業務，所出具之評估報告在即時性上有一定程度之要求，不僅不得有虛偽隱匿之情事，且因過失而致重大遺漏之情事亦不被允許。一旦違反規定，證券商承銷商將面臨台灣證券交易所、櫃賣中心、券商公會相關缺失處理要點或缺失處理辦法，視其情節輕重處記缺點處分。

四、掛牌後之持續輔導責任之探討

第一上市(櫃)公司於上市掛牌日起至其後二個會計年度止，應委任主辦證券承銷商協助遵循中華民國證券法令、證交所/櫃買中心章則暨公告事項及上市(櫃)契約，主辦證券承銷商應履行之工作事項如下：

- 1.協助第一上市公司遵循中華民國證券法令、證交所章則暨公告事項及上市契約，應適時提供相關建議。
- 2.於證交所對第一上市公司執行財務報告審閱、平時及例外管理等相關監理過程中，充分配合證交所之要求辦理相關事宜。
- 3.協助第一上市公司至證交所作相關說明。
- 4.協助第一上市公司履行上市時對證交所所出具之承諾事項，如發現第一上市公司未能履行承諾，應立即通知證交所。
- 5.協助第一上市公司之董事、監察人、總經理、發言人、代理發言人、財務主管、會計主管、研發主管及內部稽核主管瞭解相關法律責任。

從上述相關規範，承銷商辦理海外企業來台上市櫃與國內企業上市櫃之相關業務，其主要之責任與義務包括：

- 1.證券商之持續輔導責任：**上市掛牌日起至其後二個會計年度止，證券承銷商應協助第一上市公司遵循上述相關事項。
- 2. 訊息意見之徵詢及保密義務：**外國發行人在發布重大訊息、召開記者會或公告申報財務報告前，公司應通知承銷商並視需要徵詢承銷商意見，承銷商對知悉之未公開訊息，應善盡保密義務。
- 3.資料之調閱：**配合辦理證交所/櫃買中心要求調閱相關資料。

4. **盡善良管理人之義務：**辦理協助第一上市公司法令遵循事宜，應以善良管理人之注意為之。
5. **損害賠償責任：**可歸責承銷商事由，致違反契約規定，因而造成公司損害(如被處違約金、變更交易、停止買賣、終止上市等)負損害賠償責任。
6. **資料留存：**主辦證券承銷商及接任之證券承銷商於受第一上市公司委託協助其法令遵循事宜之期間，應就所協助之過程，留存相關文件、底稿或資料，必要時證交所/櫃買中心得調閱之。
7. **違規之處理：**承銷商違反相關要點規定者，得依「就證券承銷商所提出評估報告或其他相關資料缺失處理辦法」規定，予以處記缺點，一定期間內得拒絕接受其所出具之評估報告。

實務上對參證券承銷商在海外企業掛牌後應負擔職責之實質內容，看法並未一致，或有認為承銷商於該部分係屬與發行人間的契約責任；或有認為恐有涉及行政責任之疑慮，因此，對該部分所應負擔之法律責任內涵，目前仍有不明確之處。惟依據證交所對「第一上市」主辦承銷商責任之參考原則，主辦承銷商在掛牌後對可能面臨之違規罰則，主要包括缺點、拒絕接受其所出具之評估報告、報請主管機關核備後予以適當之處置。如因可歸責於主辦證券承銷商之事由，致違反委任契約之規定，尚可能須對發行公司負損害賠償責任。

第二項 風險管理

法律風險通常源自一個體無法使相對方履行契約義務的可能性之風險，其損失的發生，主要可能係因合約不具法律效力，或合約的簽訂係屬相對方的越權行為。而就承銷商而言，其主要的法律風

險來源，在於上市公司虛偽不實的公開說明書或財務報告內容，導致投資人的損失，因而受到投資人的求償或是主管機關的處分，甚至刑事上的責任，以下針對上述我國承銷商在進行輔導外國企業來台上市所可能產生的法律風險管理，嘗試做一探討與建議：

一、合約條文的完備

(一) 在輔導階段

為降低日後因投資人向外國發行人求償，而使承銷商因輔導承銷不力而一併被求償，建議應於相關之財務顧問契約及輔導契約，明確訂定提供服務的範圍，並說明相關的限制，並在保證條款及賠償責任條款，列明可保證及賠償的範圍及除外事項甚或相關評估報告的有限期限，以限縮承銷商的風險，避免責任無限制擴張。

(二) 在承銷階段

承銷商與外國發行人之間的權利義務通常以雙方所簽訂的承銷契約為主要規範依據，依目前國內實務，二者之間的權責雖已依券商公會所訂之承銷契約應行記載事項要點訂定，惟仍有可能有不夠詳盡之處，建議可參考國內外案例，將可能的產生的糾紛或爭議類型予以明訂或提供承銷商訂約之參考。另在主辦承銷商與協辦承銷商之間的權責劃分，亦應經過協商確認後，詳列於共同承銷契約當中，避免未來可能產生求償問題時，可有效釐清個別的責任與風險。

二、保存完善工作紀錄

為確實履行承銷商查核工作，承銷商通常會編製工作底稿，紀錄查核過程與結果，而為證明承銷商已善盡查核之責，並做為日後受投資人或外國發行人求償時的抗辯依據，建議工作底稿應確實完善編製並保存一定期限，做為法律風險管理的工具。

此外，在評估報告的撰寫中，承銷商若發現外國發行人有任何重大影響財務業務情形，甚至可能影響上市與否的可能性時，承銷商亦應予列明相關事實並紀錄保存，俾利主管機關及投資人的判斷，並方便日後發生糾紛或訴訟案件時，做為責任歸屬的判斷依據之一。

三、派員實地至海外查核

目前證交所規定，外國企業之財務報表應由經主管機關核准簽公開發行公司財務報表之聯合會計師事務所之中華民國會計師兩名出具查核報告，或與上述會計師事務所所有合作關係之國際性會計師事務所查核，並由中華民國會計師出具查核報告，然此部分規定，並無法減輕承銷商之責任。外國發行人的營運地點位於海外，且可能有一處以上的分支機構，承銷商若要確實了解該企業的營運與財務等狀況，必須獲得更詳細的資訊，因此，若在人及資金許可的情況下，應實地赴外國發行人營運處所查核，避免引用二手資料所可能帶來的風險，亦可做為風險控管的方式。

四、強化法令遵循人員關於相關法令之專業

除了由財務顧問契約、輔導契約、承銷契約等所衍生的法律責任之外，外國企業的承銷商對於主管機關及證交所之法令，亦必須詳實遵守，且需在外國企業掛牌後二個會計年度內持續協助其了解

並遵守相關法律，此外，尤其須確保承銷商內部人員對於承銷業務之進行能夠符合法律規範，且確實遵守資料保密的義務，因此，承銷商除一般法令遵循人員之配置外，應增加法令遵循人員對於外國法令的了解，或聘請適格之法務人員，以協助對於相關法規責任的了解與釐清。

五、提升專業人員素質

承銷商從事相關業務之員工必須有足夠的專業知識，包括：法律、政治、經濟、財務、會計、稅務、風險管理、甚至國際外匯市場運作等的了解都必須具備一定程度，而外國企業所提供的資料有可能是以外國語文所撰寫，因此該案件之承辦團隊，亦必須具備一定的語文能力，方能增進對於相關文件的正確理解程度，降低因為語文解讀錯誤所造成外國企業財務業務狀況的誤判，以降低相關的風險。

六、購買責任保險

承銷商在從事承銷輔導作業時，無論如何善盡善良人注意義務與並事先以契約等方式防範，仍有可能因為從業人員之疏忽或有不足的地方，導致投資人的損失，為降低承銷商受到求償時的損失，建議可投保「金融業專業責任保險」。該項保險主要的目的是在金融業從業人員於其提供專業服務時如有疏忽或遺漏或因任何之作為或不作為遭受賠償請求，致須負擔高額的損害賠償及抗辯費用時，填補金融機構及其從業人員的支出及損失。

自美國次級房貸風暴後，金融業專業責任險的理賠通報件數明顯增高，主要是有關連動債的賠償部分所致。然台灣金融機構投保

此項保險的比率並不高，相較於香港金融機構投保率達 90%，仍有很高的成長空間。惟必須注意的是，保險公司在此項保險中的條款列有許多除外不保的事項，例如：被保險人因契約或協議之責，或保證、承諾對第三人所承擔之責任；或是被保險人被指控為詐欺、不誠實或意圖或實際謀取不當利益或收益之不當行為等。未來此部分的風險仍必須自留或是予以適當的機制加以防範或減輕。

此外，參考香港《證券及期貨（保險）規則》規定，指明持牌法團⁵有投購保險並將之保持有效的責任，且依據其所從事的業務內容不同，此項保險主要規避的風險在於該法團進行某類受規範活動所收取或持有的客戶資產，因可歸因於某些情況下所產生的損失，例如：其僱員作出欺詐或不誠實行為、客戶資產在保管期間發生搶劫或盜竊事件、欺詐性使用資訊系統等。惟此項法規並未針對承銷商進行規範，故僅提出供作參考。

表 4-1 承銷商法律責任與風險管理

承銷商法律責任類型	風險管理方式
因契約產生的損害賠償責任 <ul style="list-style-type: none"> ● 財務顧問契約 ● 輔導契約 ● 承銷契約 	<ul style="list-style-type: none"> ● 契約明訂權責範圍 ● 保留完整工作底稿 ● 設置法規遵循部門 ● 提升專業人員素質 ● 購買保險 ● 加強內控防止不當的資訊運用
對第三人的損害賠償責任 <ul style="list-style-type: none"> ● 投資人 ● 債權人 	<ul style="list-style-type: none"> ● 確實於承銷評估報告揭露相關限制 ● 保留完整工作底稿

5指明持牌法團(specified licensed corporation)指本規則憑藉第3條而適用的法團，亦即根據香港證券及期貨條例第116(1)條獲批給牌照進行任何受規管活動的法團，但符合以下說明的該等法團除外：

(a) 並非聯交所或期交所的交易所參與者；及

(b) 根據本條例第116(1)條獲批給牌照進行任何受規管活動，而該牌照是受該法團不得持有客戶資產的條件所規限的。

承銷商法律責任類型	風險管理方式
● 其他利害關係人	● 購買保險

第二節 投資人保護

一、投資人面臨之風險

外國企業來台申請上市櫃，其註冊地及營運地可能遍及全球，不但投資人對企業所遵循的法規及股東權益內容不熟悉，企業內部控制的良窳及公司治理是否落實，也可能受其所在地規範嚴謹度而異，因而，投資人可能面臨之風險也會增加，包括⁶：

(一) 道德風險

由於海外企業的設立地和主營運地不在國內，在資訊不對稱的情況下，存在較高的道德風險，因而只要管理機制一鬆動，很容易引起道德風險。

(二) 監理風險

海外企業設立地和主營運地都在國外，我國的監理機關與設立地國的公司或證券監理機構，是否能夠有資訊交換的協議，而能夠即時取得有關上市櫃之外國企業之公司組織登記等變化，此種監理上的差異，會對我國投資人造成一定的風險。

(三) 法規風險

海外註冊地和營運地法令，可能和我國法令資訊規定不同，對投資人保護有不同的規定，投資人受限於語言及地理隔絕的困難，對於設立地國公司法投資人保障的程度及規範內容為何，以及對投資人的保障是否足夠等，這些相關資訊之取得，皆有可能會影響到我國投資人的權益。

⁶ 外企來台上市 留意四法律要項，經濟日報，<http://udn.com/NEWS/STOCK/STO2/4666601.shtml>

（四）訴訟風險

外國企業在上市櫃後如有涉及財報不實或掏空公司資產等證券詐欺行為，或董、監事未盡忠實注意義務時，我國現行證交法對其是否能適用？當公司發生證券詐欺投資人保護中心是否有足夠的能力協助投資人進行民事訴訟，如何即時對於上市櫃公司之財產實施保全處分以免惡性脫產，於台灣法院所取得勝訴判決是否可以取得該設立地國法院之承認，如為跨國訴訟時高額之訴訟成本是否均由投資人保護中心負擔等，均為投資人所必須面臨的風險。

整體而言，在第二上市(櫃)的情況，通常該上市櫃公司本身已經接受特定國家之監理機構之審查及定期性資訊公開之要求，對於第二上市(櫃)的監理機關而言，相當程度監理的工作較易於實施，且透過交易所間資訊交換的協定，也多能即時取得第二上市(櫃)公司之即時性資訊，因此，從對投資人保護的觀點來看，第二上市(櫃)較第一上市(櫃)有相當程度的機制保障。

二、現行規範

我國證券市場有關投資人保護制度之架構，除透過公司法、證券交易法及其相關法規強化企業內部與外部監理機制，落實資訊公開體系外，更藉由制定投資人保護法設立投資人保護基金，以及協助投資人責任訴追制度，促進資本市場健全發展。

為確保國內股東權益，證交所/櫃買中心除在上市(櫃)審查準則中，要求申請股票第一上市(櫃)的外國發行人應以書面承諾「有關股東權益保護之重要事項，應增訂於公司章程或組織文件內」以外，並評估當地對股東權益保障是否與我國相當，若有差異，在不

抵觸當地國規定下則將其明定於公司章程，倘不可行，則充分揭露該項限制。

針對現行規範架構下所對投資人保護層面產生的顧慮，證交所與櫃買中心已透過下列措施予以補強，並要求應以書面承諾增訂下列股東權益保護相關事項於章程或組織文件內：

(一) 律師必須確認外國發行人的適法性

因外國法令各異，故外國企業在申請上市櫃前，必須由律師評估所屬國之法令與公司章程之規範，是否與我國對股東權益保障相當。依現行規劃，交易所已擬定法律事項檢查表，該表需由律師填寫、出具法律意見書，並將意見書刊載於公開說明書上，確保外國企業在上市前，對投資人的保障均已完備。

因此，律師必須確認外國發行人在註冊地依法組織設立，且有效存續，同時要確認外國發行人沒有因違反台灣或註冊地國或主要營運地國相關法令。國內律師若無法直接進行確認者，則需委由當地國律師協助，再由國內律師簽名以表示負責。

(二) 公司治理的要求

對於外國企業申請上市櫃，我國除落實承銷商、會計師及律師之查核責任，並在尊重專家職能的同時，亦強化股東權益的保障，包括要求申請公司健全內部控制、資訊揭露及董事會職能等公司治理事項，並規定公司要在公司章程訂明有關股東會召開、股東權行使等項，確保股東權益保障水準與我國相當。因此，外國企業申請上市櫃時，必須繳交公司治理自評報告，且須由承銷商評估並出具意見。

法律事項檢查表中也要求律師應檢查獨立董事人數與戶籍是否合規定、關係人交易是否充分揭露。

（三）股東權益的保護

要求律師須協助確認除非當地註冊國法令另有規定外，外國發行人對於股東權益保護與我國相當，若有差異，在不牴觸當地國規定之情況下，須修訂公司章程將其納入，倘不可行，則充分揭露該項限制。

（四）強化風險揭露

在公開說明書是否充分揭露風險方面，律師需協助確認公開說明書是否充分說明公司營運所面臨風險，並於公開說明書中表達風險因素是否充分揭露意見。

此外，在交易所/櫃買中心網站設有一些外國企業的專區，要求來台掛牌公司做風險揭露，以及要求其財報所揭露的資訊應與國內相同，並應使用中文。

證交所並擬於近期公佈「股東權益保護重要事項參考範例」，保護國內投資人投資海外企業在台上市(櫃)股票。證交所研擬之「股東權益保護事項」除了責付律師等專家就海外當地與我國法令有關股東權益重大保護事項的差異，要求於公司章程或組織文件上載明外；若發現有不足處，則要求列為申請上市公司的承諾事項。

目前證交所針對外國來台上市櫃企業違法訂有相關防範措施，其一是要求該企業設在台灣董事負責，其二就是連帶追究其在台券商、會計師與律師的責任，且投資人也可透過投保中心尋求司法互助，或透過國際律師求償。

三、相關問題探討

(一) 現行法律規範不足

雖然目前在外國企業上市櫃前，已要求這些公司能在公司章程內，加入比台灣企業嚴格的股東權益保護，包括董監行使職權、股東會是否回台召開、少數股東投票權等，加上嚴格的法律事項檢查表，必須註明在免稅天堂是否有合法設立的證明文件、在中國是否曾發生勞資糾紛及環保抗議問題，都需另外說明。惟對外國企業來台第一上市櫃，是否符合現階段公司法及證交法所定義的「外國公司」？蓋依證交法第四條規定，證交法所管轄的公司，係依公司法設立的股份有限公司。因此，外國企業來台第一上市櫃，或有認為是不符合現階段公司法及證交法所定義的外國公司。此外，對其股票是否符合證交法所定義的「有價證券」？亦有疑義。未來一旦公司內部有違法情事，未來股東該如何行使權益？證券交易法對發行人之不法行為造成投資人損害之相關民事及刑事責任之規定，是否能用於本國人以外？

針對現行法令適用上的疑義，目前證交所的作法，係以簽訂私契約方式，要求掛牌上市之外國公司在台的董事負責，另外連帶追究輔導券商、會計師與律師的責任，且投資人也可透過投保中心尋求司法互助，或透過國際律師求償。在法律解釋尚有爭議的情況下，投資人或股東又如何向董監事求償追訴？是否有可能造成只能懲處到本國籍的董監事？凡此均為目前應積極予以解決。

(二) 監理法令差異之障礙

由於各國法令制度不同，對股東權益的保障亦有不同的規範。當外國發行人欲來台上市櫃時，為避免國內股東不知悉註冊地法令

與我國法令間之差異而損及其權益，故要求外國發行人在國內律師協助下，於公開說明書內揭露兩國法令對股東權益保護規範的差異實有必要。

惟目前的法令規範並未限制第一上市櫃公司設立地的選擇，對於第三地國的公司法對於投資人的保障是否足夠，監理機關並無法事前取得相當程度的瞭解，而投資人受限於語言及地理隔絕的困難，如果希望瞭解設立地國公司法對於投資人保障的程度及規範內容，所需支付的成本恐非一般投資人所得負擔，而這種法令資訊的取得障礙，是否可以透過輔導上市櫃機構的協助而克服，實務上恐怕也有相當執行上的困難。

(三) 跨境監理之問題

我國的監理機關與設立地國的公司或證券監理機構，是否能夠有資訊交換的協議，而能夠即時取得有關上市櫃之外國企業之公司組織登記等變化，甚至是有關該境外公司有無涉及其他不法行為（如：洗錢等），尚有疑義。

(四) 跨境訴訟之相關問題

如於上市櫃後該外國企業涉及財報不實或掏空公司資產等證券詐欺行為時，投資人保護中心是否有足夠的能力協助投資人進行民事訴訟，如何即時對於上市櫃公司之財產實施保全處分以免惡性脫產，於台灣法院所取得勝訴判決是否可以取得該設立地國法院之承認，如為跨國訴訟時高額之訴訟成本是否均由投資人保護中心負擔等亦有相當之疑慮。

證券民事訴訟勝訴判決在海外執行問題，香港和中國大陸過去有承認先例，新加坡和美國還沒有。

(五) 銷售風險之告知

公開說明書中都有確實揭露信用風險，問題是銷售者不對投資人進行告知，投資人也不去了解，最後受到極大的損害。

四、配套措施

(一) 儘速修法

跨境監理和資訊不對稱所導致的問題，需要相關法規修法加以配合。為了落實罪刑法定主義的精神，避免法條適用的爭議性，應儘速修正釐清證交法及公司法對於「外國公司」、「外國發行人」的定義⁷。建議可在證交法之第4及第5條，加入「外國公司，且該外國公司不以業經認許者為限」，這樣可以使法律運用更加順利。

(二) 要求企業落實公司治理和內部控制

建議可由會計師出具內部控制遵循查核意見報告附於其財務報告中，由於其營運地在海外，也可以要求對我國境內投資人揭露較詳細的營運報告資訊。

(三) 加強董監事的誠信責任

對於擔任跨國上市企業的獨立董事和內部人條件審核，除了符合形式要件外，更應著重實質條件是否適任。在審查期間，要強化

⁷「海外企業來台上市之投資人保護與跨境監理」座談會，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，98年7月2日。

董監事對我國法制的認知，承銷商要對董監事的財務狀況、誠信等各方面進行了解。

(四) 設置法規遵循主管機制 (legal compliance officer)

法律遵循官員是公司的成員，其為公司內控的一環，讓公司與主管機關、證交所和櫃買中心，隨時針對發生的問題或事件，建立一個暢通的直接溝通管道，有問題直接找法律遵循官員，以快速的掌握上市公司情況。上市公司和內部法律遵循官員如未依法即時公開資訊揭露之法律責任，除了依證交法民事刑事責任，可加強立即課以行政處罰。

(五) 其他

上市前上市後的監理，僅依賴主管機關和交易所是不能夠達到的，真正的問題還是在發行人，所以要透過一些相關的機制來協助，包括：

- 1. 鼓勵的方式勸導外國董監事投保董監事責任險。**
- 2. 加強風險之資訊揭露：包括定期舉行法說會。**
- 3. 強化投資人教育**
- 4. 加強銷售者之告知義務**

第五章 結論與建議

- 一、在國際化與自由化的環境下，為強化競爭力，各國均提供多項誘因吸引海外企業至其境內掛牌，包括放寬上市標準、開設新市場吸引中小企業上市（如：Tokyo AIM、新加坡凱利板）等。惟在積極開放海外發行人至其境內掛牌的同時，如何確保投資人獲得適當保障，仍為規範核心。

- 二、由於海外企業主要營運地及設立地均在國外，公司狀況掌握不易，加上各國法規之差異、公司治理與內控環境的不同，實有必要借重承銷商之專業知識與對資本市場的瞭解。因此，證券承銷商在協助企業海外掛牌過程中擔負關鍵角色，惟各國監理法規對保薦人及合規顧問、承銷商或類似中介機構協助履行監理責任有不同規範：
 - （一）美國：通常係由包銷商扮演守門員角色，保薦人制度在美國並不存在，包銷商要對其提供意見之外國發行人所作陳述是否完整承擔法律責任。此外，外國發行人及證券承銷商會分別聘用註冊地、主要營運地、上市地之法律顧問，對外國發行人進行查核，以保障自身在發行程序中的利益。
 - （二）日本：海外企業除在僅供機構投資者參與的Tokyo AIM成長型企業市場掛牌需由指定保薦人(J-Nomad)評估與輔導上市、協助上市後繼續遵循市場規則外，海外企業在以一般投資人為主的其他市場掛牌，需在日本境內指定「事實律師」協助符合掛牌後持續資訊揭露之要求。
 - （三）香港：海外企業在香港的主板及創業板掛牌需委任一名保薦

人協助其處理上市申請，保薦人聘任在上市後即告終止，由合規顧問協助該申請人符合上市後法規遵循的責任。主板上市發行人應於上市後一年持續聘用合規顧問；創業板發行人須在上市後至少兩年持續聘用合規顧問。合規顧問為被動提供公司諮詢，遵循法規之責任仍係由上市公司董事承擔。

- (四) **新加坡**：海外企業可以選擇在主板與凱利板掛牌，主板由主辦承銷商進行上市輔導；凱利板參考倫敦AIM市場模式，採保薦人制度，由交易所負責審核與管制保薦人，不直接監管發行人，但保留對企業之處罰權利，除保薦人外，公司還需要委任一名律師，負責上市相關之法律事務。

三、針對創業板市場普遍存在的高收益與高風險共生的特徵，各國對外國發行人之監理，在主板及創業板規範不盡相同：

- (一) **主板**：對在主板掛牌之海外企業，各國監理機關多數係要求海外企業委任律師，以強化對海外企業上市後持續資訊揭露行為之監理，未見設置保薦人制度，香港市場對海外企業委任保薦人在上市後即告終止。惟對海外公司上市後法規遵循之規範，則由諮詢性質合規顧問擔任。
- (二) **創業板**：由於創業板市場之高風險特質，有些國家採行保薦人制度，透過監理者與市場中介機構的分工合作，共同來防範和化解市場運行的潛在風險。然而同樣是創業板市場，美國沒有實行保薦人制度，蓋監理者對市場環境作出的不同判斷，導致國家間市場制度安排產生差異。

四、外國企業來台上市櫃的海外資訊相對國內上市櫃公司較不易掌

握，因此目前海外企業來台上市櫃，交易所與櫃買中心對主辦承銷商在輔導階段、申請過程、甚至企業掛牌後均有相關要求，尤其要求主辦承銷商從申請上市櫃到企業掛牌兩年內，皆須「協助」海外企業遵循相關法規，惟該項規定似仍有相關疑點仍待討論：

- (一) 現行對主辦承銷商在上市櫃後「協助」海外企業遵循我國相關法令規章之職責，雖強調主辦承銷商非屬「保薦人」，且其責任範圍係「過失責任」，而非「保證責任」。然而「協助」乙詞用語模糊，究竟其應行使之注意義務之標準為何？攸關主辦承銷商承受之法律風險範圍，容易造成適用上之困擾，似宜有更明確之標準。
- (二) 參酌海外市場，保薦人制度與持續聘任之規定主要係針對創業板等高風險高獲利市場，主板市場罕見實施保薦人制度，目前僅香港在主板實施保薦人制度，且其保薦責任亦止於申請公司通過掛後時即終止。國內因政策考量，制度設計之初並未因風險高低而區分板塊，對主辦承銷商於海外企業來台掛牌皆有二年內皆須「協助」海外企業遵循相關法規之規定。我國證券承銷商在此扮演之角色性質，或有認為係介於「保薦人」、「合規顧問」兩者之間，惟保薦人的角色係協助上市申請人上市，而合規顧問則是該申請人符合上市後法規遵循的被動諮詢性質，二者職責與適用規範不全然相同。
- (三) 我國證券承銷商在海外企業來台上市櫃掛牌前之職務與責任，與海外其他資本市場類似，惟在外國發行人來台掛牌後持續輔導規定，相較國外合規顧問係被動提供上市公司諮詢，我國證券承銷商職責範圍似乎較廣，除被動提供諮詢

外，尚須主動督促外國發行人辦理相關事宜，使外國發行人與證券承銷商間職責未能釐清，造成業者執行業務之困擾。

五、證券承銷商在辦理海外企業來台掛牌，現行規範已就其應盡職責加以規定，一旦違反相關規定，將會面對民事、刑事、行政等方面之責任，充分的盡職調查為證券承銷商責任免除或減輕最佳抗辯事由。因此，證券承銷商之主要法律風險，則來自能否舉證已盡充分盡職調查。

六、證券承銷商在辦理海外企業來台掛牌過程中，其可能面對之主要法律風險類型可歸納為契約（包括顧問契約、輔導契約、承銷契約等）、評估報告（涵蓋查核程序、查核報告內容、委請專家評估、工作底稿）、公開說明書之資訊揭露（包括公開說明書內容與分送）、承銷（如價格訂定）、內線交易、海外法律責任、掛牌後兩年持續輔導、保密等，惟如前所述職責規範不清，恐造成證券承銷商舉證之困難。

七、雖然現行證券交易法、公司法在海外企業掛牌相關規範仍有不少適用疑點有待釐清，在法源適用尚不明確的情況下，一旦有投資人權益受損涉訟時，在輿論的壓力下，恐影響法官心證之形成，又從博達案例觀察，未來證券承銷商就海外企業掛牌可能面臨之法律責任不得不謹慎。

八、在積極吸引海外企業來台掛牌與兼顧投資人保護之目標下，鑒於現行規範機制尚有改善空間之際，本研究建議證券承銷商在

承辦海外企業來台上市第一、二上市櫃之法律風險管理策略，應從證券承銷商、海外發行人本身、法規監理面等三方共同進行：

(一)證券承銷商方面

本研究建議藉由承銷發行制度之調整，輔以證券承銷商『移轉』高度風險、『防範』未善盡「盡職調查」風險、防範未然、妥適善後等主軸，降低證券承銷商可能面臨之法律風險。

1. 承銷發行制度之調整

基於辦理海外企業來台掛牌程序中可能導致相關訴訟的法律風險，參酌國外之經驗，兼顧輔導掛牌之品質與降低證券承銷商之法律風險之考量下，建議現行有關在海外企業來台IPO與掛牌後，承銷制度可作調整：

(1)IPO階段：參考美國實務發展，建議主辦證券商與發行公司各自委任律師，以保障自身在發行程序中的利益。主辦證券商的律師將主要協助證券商對於發行公司進行查核工作，以確保證券商不致因為發行程序而衍生相關證券訴訟、或遭主管機關處分等法律風險。此外，要求發行公司委任之律師出具「法律意見書」予證券商，作為評估公開說明書所揭露事項依據，並藉由此法律意見書，確保證券商免於相關法律風險。

(2)掛牌後：要求發行公司應於掛牌後，應於我國境內委任「事實律師」，督導海外來台掛牌企業遵循國內相關規範，包括持續資訊公開之要求。

2. 『移轉』高度風險

(1)採行承銷團概念：適度降低證券承銷商可能面臨之風險

- (2)參考國外經驗，借重境內外法律、審計等專業人士以降低風險
- (3)加強境外主要業務領域之企業實務與規範之教育訓練
- (4)在規模經濟下適度進用境外主要業務領域經驗人士
- (5)購買責任保險

3.『防範』未善盡「盡職調查」風險

- (1)證券承銷商可擬訂辦理海外企業來台上市櫃之盡職調查基準，詳細規範證券承銷商盡職調查工作目標、範圍、盡職調查之方法與內容，未來如有發生評估報告或公開說明書內容不實情事時，有助判斷是否已盡相當之注意，釐清責任。
- (2)承辦人員之資格認定
- (3)加強承辦人員之專業性與獨立性
- (4)持續專業培訓
- (5)管理階層建立機制確保承辦人員遵守相關規定

4.防範未然

- (1)嚴格篩選優質企業
- (2)建立境外主要業務領域影響企業經營風險之政、經、與規範之資料庫
- (3)嚴格內稽、內控制度執行
- (4)證券承銷商收費已在公開說明書揭露中揭露，須慎防揭露不當可能引發公開說明書揭露不實或詐欺之相關法律責任。

5.妥適善後

- (1)建立並強化危機處理與風險控管機制
- (2)善用訴訟替代爭端解決(ADR)方案：例如仲裁條款或約定、和

解、專業調解機制等。

(二) 海外發行人方面

海外發行人實為法律風險之源頭，本研究建議應由下列幾方面強化對海外發行人之管理：

- 1.加強海外發行人之公司治理與內稽內控
- 2.要求掛牌海外企業投保董監責任險
- 3.來台掛牌海外企業應設置法規遵循主管 (legal Compliance Officer)
- 4.強化海外發行人之資訊揭露
- 5.加強風險意識教育

(三) 加強監理落實對投資人之保護

1. 規範面

- (1)短期：儘速修訂證券交易法、公司法之相關規範，解決法律衝突與規範不足之處。
- (2)中長期：參考與我國同屬大陸法系日、韓等國發展經驗，制定本市場整合法，區分專業投資人與一般投資人，並開放以專業投資人參與之市場，提供專業投資供需雙方創新與彈性空間，讓市場自行衡量投資風險。

2. 監理面

- (1)促進中介機構職能與權責相符之市場生態
- (2)加強與境外監理機構之合作
- (3)解決在大陸地區實地查核之監理難度問題
- (4)強化輔導會計師責任
- (5)提供體制落實法律顧問執行上市職責事宜

- (6)建立專業人士市場守門員之角色與職責
- (7)加強個別投資人對市場風險與自己負責之認知
- (8)提高執法效率以維持市場秩序

參考資料

一、中文部分

(一) 期刊書籍

武永生、馮震宇，資本市場律師之角色與職責—以美國證券法規律師守門員規範之改革為中心，證券櫃檯月刊。

武永生、馮震宇、曾宛如、范姜真媿，律師於先進國家資本市場扮演之角色及與其他專家權責之劃分，行政院金融監督管理委員會委外研究計畫，95年2月。

林致平，美國、日本及香港對掛牌公司監理制度與實務之研究，證券櫃檯月刊，第143期，2009年10月。

金昶輝、蓋華英、郭鎮周等，如何有效控管證券商之法律風險，中華民國證券商業同業公會委託研究計畫，2005年12月。

盧曉彥、廖婉君等，承銷商、會計師及律師專家責任明確區分之研究，行政院金融監督管理委員會九十五年度委託研究計畫，96年12月。

龔怡傳，我國有價證券承銷制度暨承銷商法律責任之探討，國立政治大學/法律學系碩士班學士後法學組碩士論文，2005年。

王妍玉，以美國法為鑑論我國證券承銷露之民事責任，台北大學法律學研究所碩士論文，2006年8月。

賈秀榕，由博達求償承銷商探討初次上市證券承銷商輔導功能，東吳大學會計學系碩士論文，2005年。

楊慧敏，美國證券承銷制度之研究，行政院及所屬各機關出國報告，2004年12月。

朱士廷，立基臺灣資本市場優勢推動外國企業來臺上市，26卷11期，證券暨期貨管理月刊，2008/11/16。

外國企業在台第一上市研議，臺灣證券交易所股份有限公司，2007年11月。

藍順得，外國企業來臺登錄興櫃及申請股票第一上櫃簡介，26卷11期，證券暨期貨管理月刊，2008/11/16。

劉曉蘋，從規範市場秩序之觀點試析國外企業來台第一上市櫃之法源，證券櫃檯月刊，2009/4/1。

易明秋，外國公司在美發行上市之法律規範，證交資料，1998/3/15。

易明秋，論公開說明書之法規範體系，中原財經法學，2004年12月。

沈振宇，推薦證券商於辦理外國企業申請第一上櫃案應負責任之研究，證券櫃檯月刊，2009/10/1

林志成，外國公司股票在紐約證券交易所上市規定概要，證券金融季刊，1993年8月。

章友馨，從證交法新增訂第二十條之一論會計師過失責任之舉證責任歸屬，證券暨期貨月刊 第二十四卷，第二期，2006年2月。

世界主要證券市場，臺灣證券交易所股份有限公司，2009年。

證券律師與上市公司信息披露，證券時報，新華網，
http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news3.xinhuanet.com/fortune/2002-08/05/content_510364.htm

蔡朝安，律師在公開發行程序中扮演的角色 - 以美國為例，
<http://www.pwc.com/tw/zh/challenges/indissue0126.jhtml>。

香港證監會 2005.1.27 執法消息，「工商東亞融資支付 3,000 萬港元就證監會的紀律個案達成和解」，
<http://www.sfc.hk/sfcPressRelease/TC/sfcOpenDocServlet?docno=05PR17>

美商 IML 送件申請第一上市，創外商首例，
<http://www.funddj.com/KMDJ/News/NewsViewer.aspx?a=6c896974-daa4-4f4c-9c72-d34d77b43bb0>

邱金蘭，陸資企業第一上市鬆綁，經濟日報，2009年9月18日，
<http://www.udn.com/2009/9/18/NEWS/MAINLAND/MAI4/5141802.shtml>

朱永宜，律師是外國企業來台上市最佳法律守護者，國際通商法律論壇，工商時報，2009年6月27日，
<http://news.chinatimes.com/CMoney/News/News-Page-content/0,4993,11050709+122009062700347,00.html>

蔡松棋，海外台商如何利用第一上市櫃，2008年7月4日，
http://tw.myblog.yahoo.com/jw!IU_MA_GGHxipR0T9O8jkj_pOsuI-/article?mid=2687

劉中平，海外上市前，企業重組法律問題-重組時須考慮的法律因素及可

能面臨法律問題，經濟日報，2006-07-03。

葉秀惠，證券發行與承銷實務，2009年10月28日：

無根台商回台吸金 券商拒輔導，

<http://n.yam.com/tlt/fn/200812/20081224942972.html>

陳朝鑫，證券商承銷業務介紹，華南金控月刊，第13期，頁28-32。

「MBA 智庫百科」，

(<http://wiki.mbalib.com/w/index.php?title=Sponsor&variant=zh-tw>)

海外企業來台上市櫃所面臨的法律風險 - 以公開說明書為中心，

<http://www.pwc.com/TW/zh/ipo-in-tw/feature/legal/feature-legal-004.jhtml>

香港證監會 2008.4.17 執法消息，「證監會與京華山一企業融資有限公司、京華山一國際(香港)有限公司及京華山一證券(香港)有限公司解決合規事宜」，

<http://www.sfc.hk/sfcPressRelease/TC/sfcOpenDocServlet?docno=08PR58>

要券商把關 恐弊端百出，自由時報，2008年12月24日，

<http://n.yam.com/tlt/fn/200812/20081224942984.html>

邵慶平，〈證券訴訟上「交易因果關係」與「損害因果關係」之認定-評析高雄地院九一年重訴字第四四七號判決-〉，台灣本土法學，79期，2006年。

投保中心擴大求償對象 承銷券商銀行也挨槍，2008年8月15日，

<http://blog.yam.com/gjoyceya800/article/16714360>。

外國企業來台上市面臨之法令衝突 - 以開曼公司為例，

<http://www.pwc.com/TW/zh/ipo-in-tw/feature/legal/feature-legal-003.jhtml>

二板市場的風險及防範，人民網，2000年8月28日。

外企來台上市 留意四法律要項，經濟日報，

<http://udn.com/NEWS/STOCK/STO2/4666601.shtml>

二、外文部份

Securities Litigation : Lawsuits Against Foreign Issuers Reach New High, Risk & Governance Weekly, May 8, 2009

U.S. Securities Litigation Against Non-U.S. Issuers by Non-U.S. Plaintiffs: Second Circuit Appellate Court Tightens Rules Governing “Foreign-Cubed” Claims, Sullivan & Cromwell LLP, October 30, 2008,
<http://www.sullcrom.com/publications/detail.aspx?pub=513>

Due Diligence Standards for Underwriters after WorldCom, The Corporate Governance Advisor, Volume 13, Number 2, March/April 2005

W. Morgan Burns , Nine Steps to Help Limit Underwriter Liability in Bought and Overnight Deals, November 2008,
<http://www.faege.com/showarticle.aspx?Show=8383>

Leslie McCallum, SEC Proposes Rule Changes Affecting Foreign Private Issuers, April 9, 2008, Torys on Corporate and Capital Markets,
<http://www.torys.com/Publications/Documents/Publication%20PDFs/CCM2008-10.pdf>

John J. Clarke, Lisa Firenen, How to Prepare an Initial Public Offering : Due Diligence and Potential Liabilities, August 2007

Barbara Black, Entering the U.S. Securities Markets: Regulation of Non-U.S. Issuers, Pace law Faculty Publications, Year 2004.

Gideon A. Schor, The Due Diligence and Reliance Defenses in WorldCom: Retrospect and Prospect,
http://www.wsgr.com/PDFSearch/Due_Diligence_after_WorldCom.pdf

David A. Liptop, Broker Dealer Regulation, Securities Law Series

SEC Adopts Rule Changes Affecting Foreign Private Issuer Registration and Disclosure Requirements, as well as Cross-Border Business Combinations, and Proposes Roadmap for the Use of IFRS Financial Statements by US Issuers, September 4, 2008, Dewey & LeBoeuf LLP,

Listing Guide for Foreign Companies, Tokyo Stock Exchange, Inc. (TSE) ,
<http://www.tse.or.jp/english/listing/fguide/outline.pdf>

Nasdaq Announces Changes to Listing Standards Affecting **Foreign** Issuers (February 11, 2005), <http://www.tse.or.jp/english/listing/fguide/outline.pdf>

Subprime-Related Securities Litigation: Early Trends (March 23, 2009),
<http://www.gibsondunn.com/publications/Pages/Subprime-RelatedSecuritiesLitigationEarlyTrends.aspx>

NYSE Listing Standards (Non-U.S. Standards),

<http://www.nyse.com/regulation/nyse/1147474807398.html>

Special Report: U.S. SEC Improves The Regime Under Which Foreign Issuers Can Obtain Exemption From Exchange Act Registration, World securities law report, 2008/10/1

Listing standards & fees,

http://www.nasdaq.com/about/nasdaq_listing_req_fees.pdf

戸本 幸亮, 発行市場における引受証券会社の責任,

[http://www.blaw.gsbs.tsukuba.ac.jp/ronbun/0703Tomoto.pdf#search='\"引受%20and%20民事責任%20and%20due%20diligence'](http://www.blaw.gsbs.tsukuba.ac.jp/ronbun/0703Tomoto.pdf#search='\)

Craig E. Chapman, Underwriters' Due Diligence Revisited, Review of securities & commodities regulation, 2002/10/9

United States: SEC Decide To Make It Easier For Foreign Issuers To Deregister, World securities law report, 2007/4/1

15 U.S.C. §78u-4(e) Limitation on damages

15 U.S.C. § 77k(e) (2004)

三、網站

臺灣證券交易所—外國企業台來上市專區(網址: www.twse.com.tw)

證券櫃檯買賣中心--國外企業來臺上(興)櫃專區(網址: www.gretai.org.tw)

附錄：財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會
「海外企業第一、二上市櫃證券承銷商之法律風險研究」

諮詢委員會會議紀錄

記錄：陳茵琦、翟家鈺

時間：98年11月11日（星期三）下午2時30分

地點：本會會議室（台北市南海路3號9樓）

主席：武院長永生

蘇主持人松欽

出席：銘傳大學法律系李開遠教授、行政院金融監理管理委員會郭處長土木、臺灣證券交易所股份有限公司朱副總經理士廷、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心李副理清松、勤業眾信會計師事務所陳副董事長清祥、群益證券陳副總裁奕仁

列席：證券商業同業公會（請假）

主席致詞：（略）

背景說明：（略）

討論題綱：

- 一、證券承銷商目前在辦理海外企業第一、二上市櫃所承擔之法律風險，是否有較其他國家主要市場為重之疑慮？
- 二、我國現行海外企業第一、二上市櫃法律規範尚未完備的情況下，證券承銷商辦理該業務面臨之困難為何？如何改進與強化？
- 三、面對資訊不對等的市場，證券承銷商如何落實上市櫃掛牌二年的持續輔導責任？

與會人員發言節錄：

• **陳副總裁奕仁：**

一、目前同業已開始針對未來發展海外企業台來掛牌業務，積極輔導相關人士。

二、在其他國家承銷實務上有所不同，一些應由其他律師專家等進行的領域，在國內卻是由承銷商代勞。

三、海外企業台來掛牌涉及業務廣泛(如：一開始可能有組織架重整問題)，涉及到「多國」，如以目前國內的法律思維及架構，可能無法完全因應多國的問題，所以初期還是由會計師或其他外部專家給予諮詢，但在現行的架構下，未來公開說明書的撰寫，甚至是未來兩年持續輔導責任，仍然是承銷商在主導。

四、證券商在業務與內部人才勢必皆要與國際接軌同時，當然也會承擔某些風險，包括：

(1)信譽風險

(1)投資人的求償風險，即證交法 32 條

(2)投資風險判斷

五、針對這些問題，我們有提出一些因應措施，希望能達成積極活躍市場的目的，讓整個市場更加健全：

(1)慎選案件：從源頭做起，並且落實輔導品質，使風險降低。

(2)詳實資訊揭露：從送件過程做到審慎評估及詳實揭露，充分風險告知。

(3)善盡調查義務：整合三方中介機構，強化專要評估工作，落實查核作業。

• **主席武院長永生：**

雖然我們相關的宣導都一再強調承銷商不是保薦人，但必須負相關責任；條文上寫「協助」，而相關的責任又應該如何看待？台灣並沒有在制度上分板塊，有無實質上使承銷商責任較重或法律規範會較不清楚之問題？

- 朱副總士廷：

一、這個議題在一開始的時候就有專題會議，已針對部分議題做充分討論，在制定之前邀請許多相關的專桌業人士給予意見（包括新加坡、香港交易所與具海外承銷經驗的會計師、律師、承銷商等相關人士）。

二、針對本次的議題給予下列回應：

(1) 法律適用之疑慮，主要有證券交易法與交易所規章兩部分：

- 證交法第 32 條承銷商應負連帶賠償責任，但有相關免責的空間，此項條文對國內或國外 IPO 皆適用。
- 交易所相關要點中「主辦證券承銷商受託協助第一上市公司遵循我國法令暨本公司上市相關規章應行注意事項要點」使用「協助」這個字眼有些模糊。比較新加坡及香港的法規，是寫「應該辦理」，似乎較我國清楚，但不知道台灣的承銷商是否接受。此部份「協助」責任，係屬於「過失責任」，券商可透過舉證證明其協助過程無過失。

(2) 我國承銷商是否責任較重的問題：

目前規定兩年，比其他國家嚴格一年，但因為我國對於這個部分皆未做過，因此希望承銷商更謹慎，未來運作更上軌道後，不排除調整的可能性。在此補充說明，新加坡的發行經理人

(issuer manager)除要負損害賠償責任，還要負刑事責任，因此是更重的。

(3) 法源不完備的情形：

目前證交法第 4 及第 5 條有些適用上的疑義，交易所方面也贊成修法，希望法源更加明確清楚，討論在修法之前，可以將相關規定放在章程之中(在不違反當地法令之前提下)，雖然這不是個相當好的做法，但可能是唯一在修法前的辦法。

三、建議做法：

- (1) 承銷商要教育發行公司，因為承銷商與發行公司有連帶責任，因此必須確保公司不違法。
- (2) 承銷商應有「正當理由確信內容為真實始可免責」，而面對海外發行人來自不同的國家，承銷商恐怕再採取以前全包式的作法，應更加借重律師、會計師專業。
- (3) 海外企業台來上市的案件，須藉重律師、會計師等中介機構，因此承銷商合理的承銷費用一定要收，因為不收的品質絕對是下降的。

● 李副理清松：

針對本次的議題說明如下：

一、國內證券承銷商負擔法律風險是否較其他國外為重：

可分為上市掛牌前及上市掛牌後加以觀察：

- (1) 在「上市掛牌前」的責任，主要為輔導及評估的責任，國內目前承銷環境係以承銷商為主體，因此如仍採現行作法，承銷商責任可能較重，希望未來國內承銷環境能朝專家責任確實分工的方向前進。

(2) 在「上市掛牌後」責任，承銷商的需求「協助」公司遵循法令，此時遵循主體仍為發行公司，承銷商只須盡責任「提醒」公司遵循法令，盡到「通知」義務。未來一旦在遵循法規方面有缺失，仍係發行公司應負責。

二、面臨的困難，如何改進與強化：

證交法應將海外企業納入規範主體，因為海外企業對國內法律不熟悉，承銷商負有輔導海外企業遵循國內法規之職責，因此要兼顧承銷品質不要殺價，否則會使海外企業回台掛牌的效益減低。

三、有關資訊不對稱的問題：

承銷商應利用在海外當地的資源，密切掌握公司在海外經營的動態，另外，必須要發揮海外企業在台聯絡人的功用，亦即國內訴訟及非訟代理人，善盡聯絡責任，縮小海內外資訊不對稱的差距。

- 朱副總士廷

比較基礎應不限於 sponsor，亦應將 compliance advisor 納入比較

- 主席武院長永生：

在這兩年中，要做到「持續追蹤」的工作，而「協助」的制度在台灣似乎是界於 sponsor 及 advisor 之間，然而模糊就會產生風險或各種問題，例如，若發生牽涉到投資人損失的事件時，這樣的權責要如何劃分？拿捏的標準模糊就會使責任的歸屬變得複雜，希望未來可以有明確的標準。

- 陳副總裁奕仁：

一、「上市掛牌後」兩年的協助期間，建議可以參照目前國內的興櫃制度，例如每個月有一個檢查表，藉由制式化的規範從被動轉為主動，另外也可以透過一個開放式的選項，在表格以外的事項都可以揭露。

二、針對回台掛牌架構上，設置的訴訟與非訟代理人，或是設籍在台灣獨立董事，建議應不單只是資訊傳遞，還必須具備某種程度的專業性及責任的分攤，亦即從內部、外部監控兩方面著手，達到共同監督協助的目的。

- **主席武院長永生：**

目前是否有報價？還是否有將二年輔導期的成本納入？

- **陳副總裁奕仁：**

有報價，報價已將承銷手續費、二年輔導期成本等納入考量，其他則採外含方式（律師、會計師部分），但對外含的報價部分有時會有爭議（如：有客戶會爭議聘請第二律師費用應由承銷商自負）。

- **主席武院長永生：**

第一上市櫃、第二上市櫃報價是否有所不同？

- **陳副總裁奕仁：**

目前承辦的業務主要是以第一上市為主，來源則針對大陸台商，因為來源不同當然風險也不同，報價也會不盡相同（會更高）。

- **主席武院長永生：**

- 一、承銷費用價格更高是好的，因為會促成良性的循環，使市場更健全。
- 二、美國承銷費用是揭露於公開說明書中，但也因此產生很多爭議，可能會被投資人質疑公開說明書資訊揭露不實的問題，投資人對承銷商提起 class action，這類型案件很多。

- 郭處長土木

- 一、跨國上市並不是現在才有，因此我們應該要學習國外的相關做法，當然目前也已經很多人去外國取經，但我國企業到海外掛牌，在國外的法規架構下應揭露的內容、發生問題要負的責任為何，此部分資料仍不多。

- 二、針對這些問題給予兩點意見：

- (1) 承銷商公會的費用應該要高，因為要考慮法律責任及成本，這樣的目的是要保護投資人，透過相關法令的規範進行責任的追究。
- (2) 應該於證交法訂定的更加完整，以防產生先前所討論的那些問題，因為法律責任不只有民事責任，如有虛偽隱匿的情況，可能還會面對證交法第 174 條刑事責任，以及第 178 條的行政責任，加上一些時效上的問題。

- 三、事實上，若在二年輔導期中發生事件，無論是 sponsor 還是 advisor，責任歸屬權最後還是由法院來裁定，因此建議還是藉由章程或契約寫清楚，俾利未來發生問題能有所依據。

- 主席武院長永生：

以會計師角度如何解讀這個議題？

- **陳副董事長清祥：**

一、現行海外企業來台上市櫃之規定，對證券承銷商不見得有規範過重的疑慮，但可能有規範不明確的疑慮，因此，宜先明確證券承銷商在海外企業來台第一上市櫃中之角色，究係類似國外制度之「保薦人」或「獨立財務顧問」？定位似乎不是很清楚。否則在此種不明確的情況，業者處於競爭的生態下，容易產生為短期市場佔有率與利潤的考量，或承辦人員可能流動等因素，不計未來可能產生的風險，削價競爭。

二、參考國外經驗，律師在海外企業掛牌的案件中扮演非常重要的角色，大部分的公開說明書係律師撰寫，而非券商撰寫，且律師甚至會要求會計師確認公開說明書上的所有財務報表數字。反觀國內目前實務並非如此，我們希望證券承銷商在海外企業掛牌的案子，能相同或相當香港實務作法，但由於收費不同、做法不同，結果當然不同，因此，在如此競爭的環境下，未來的品質控管，的確讓人擔憂。

三、一個案子需要考慮相當多的因素，提供一個實務上作法供參考，例如申請掛牌的案子如在大陸，則可能需要會計師事務所在大陸的子公司，以及台灣派去當地的人員，雙方密切的配合，且所有派去承辦業務的人員也都有當地相關的法律訓練，包括大陸的稅法等，亦即借重當地的會員事務所或券商須在當地有更多的投入；國內目前案例以美國、大陸居多，承辦業務時需要借重當地的律師或券商，以對當地法令的瞭解。

- **主席蘇主持人松欽：**

- 一、從我國證券市場觀察，海外企業來台掛牌並非新議題，證券交易法規範有價證券的募集、發行，未來一旦海外企業有問題發生，仍回歸證券交易法相關募集、發行規定的適用。
- 二、海外企業來台掛牌第一上市櫃雖有新增證券商兩年協助的期間規定，從海外企業未來如果有現金增資的情況來看，證券商其實本來即提供協助。證券商一旦違反兩年協助的期間規定，可能會面對交易所或櫃買中心缺失記點的處分。
- 三、海外企業來台掛牌案件，應仿效國外經驗，方向應朝加強律師功能的發揮。

● 主席武院長永生：

- 一、國外承銷案件過程中相當依賴律師出具的文件，律師在各個不同當事人中各司其職，彼此制衡。美國在沙氏法案頒布後，責成律師負起法定義務，律師應對公司盡信賴義務（fiduciary duty），一旦公司的業務如違法情事，律師負有積極申報的義務，未申報將構成違法。
- 二、在綠點案例中，律師在併購的案件中，其 DD 中所涉及的環保方面，律師甚至會帶環保團體一起探勘、化驗，證實水質無誤，最後才敢在檢查表上確認環保這個環節，從這個案例中可以看見國外的律師在承銷方面執行業務的標準，國內律師恐怕還無法達到這樣的標準。
- 三、承銷商信賴專業律師意見撰寫評估報告，承銷商責任相對小，僅需證明其沒有理由相信其不真實。沒有依賴專業人士的意見，承銷商應盡積極義務，證明義務就較高。

四、國外的交易市場多數係對有高風險市場塊，才有延伸承銷商責任的概念，國內並未分板塊，卻也沿用延伸承銷商，這部份規範有些模糊。

- **朱副總士廷：**

當初規劃時也有考慮分板塊，然而發現國外交易所採創業板的作法，多數其實並不成功，因此，為了讓國內市場海外企業掛牌市場能成功運作，最後還是放棄採取分板作法。

- **李教授開遠：**

一、承銷商最重要責任其實就是面對投資人，一旦有多數投資人受害的情況，在輿論的壓力下，恐會影響法官心證的形成，做出有利投資人，不利證券商的判決，因此，建議修正證券證券交易法第 166 條，讓所有證券的紛爭，應採強制仲裁，甚至成立證券仲裁協會，避免因法院在此方面的專業不足，影響雙方權益。

二、承銷商係屬有償委任，應盡善良管理人之注意義務，負有民事、刑事責任，惟證券商之責任為過失責任，並非保證責任。

三、承銷商對投資人理賠後，應如何追究海外發行人的責任？倘發行人的承銷商提供虛偽不實資訊，承銷商的責任如何保障？此部份可參考國外案例，但實務上有關發行人對承銷商提供不實資訊的案例，但多數仍以和解收場居多，此也有可能反而助長發行人故意不遵守規定，隱匿資訊，一旦真的發生問題時，再透過和解來解決。

四、有關承銷商兩年的協助期間規定，其實回歸到民法責任規定，只要能證明有因果關係，證明有故意過失或違反契約，適用契約行為責任以及違反契約的責任，時效則不只兩年。

五、建議研究報告結論與建議加強具體法律責任規範。

- **主席武院長永生：**

認同仲裁解決證券紛爭，期中報告也提出善用訴訟替代爭端解決(ADR)的方案。

- **主席蘇主持人松欽：**

一、應清楚說明證券承銷商的責任，兩年的協助期間的之爭議性其實並沒有那麼大，其實最終追究經常承銷當時的證券商有無確時評估的責任。

二、為了提高品質，建議國內承銷環境應比照國外經驗，由律師把關，而非現行由證券商全包，這樣券商承擔風險太高。

- **朱副總士廷：**

建議研究報告結論與建議部分加入，如果承銷商在公開說明書揭露的承銷費用，以其他方式退佣，說明可能涉及之法律責任。

- **主席武院長永生：**

我國現在有投保中心，但其公益性太重，其實難免立場不夠中立。可由設置專業仲裁協會加以雙方平衡。

- **郭處長土木：**

可是目前實務上依據仲裁法處理的案例，似乎效果不彰。

- **主席武院長永生：**

納入相關專業人士的參與，建立好的前端環境，實更能有效保護投資人。感謝各位提供寶貴的意見，研究報告將儘量融入各位提供的意見。

散會