

購書請至：<http://www.angle.com.tw/Book.asp?BKID=11854>

公司法理論與判決研究（六）

# 資本市場與證券法學新思維

Capital Markets and New Thinking in Securities Law

---

劉連煜 著

二〇二〇年八月初版



元照出版公司

## 自序

本書收錄作者近年發表於各法學期刊及專書的文章計十六篇，文章內容恰巧與資本市場議題均有關係，爰將本書命名為：《資本市場與證券法學新思維》，事實上此書也是作者《公司法理論與判決研究》一系列學術研究出版的第六冊。

臺灣資本市場發展迄今已半世紀有餘，雖有一定的成績值得肯定，但在未來國際資金競逐中仍有改進之處，而證券法學的完備化工作，更是其中重中之重。如何完善證券法制，妥善規範我國的資本市場，讓我國的投資人保護與經濟發展兼籌並顧，顯然是國人未來應加努力的重點。

應說明的是，本書文章內容盡量保持原發表時的狀態，以反映研究議題當時的時空環境，僅在相關法令有更動之處以註解或以後記方式提醒讀者注意。

特別要感謝的是，本書收錄之「敵意併購下目標公司董事的受任人（受託）義務——以開發金控敵意併購金鼎證券為例」一文，於2019年9月突然入選「上海證券交易所」出版之《證券法苑》專業期刊「十年來優秀論文之一」，上交所並將此文收納於其特別刊行之《證券法苑十周年精粹》作為紀念。個人推測應係大陸資本市場開始重視敵意併購法制有關。

我能倘佯於證券法學學術領域近四十寒暑，由衷感謝恩師賴英照講座教授引領入門及不斷鼓勵。另外，本書能如期出版，要特別感謝政治大學法學碩士蔡旻睿、林意紋、崔禕庭、林冠西等四位律師及政大法學院碩士班張芸慈、蔡孟芳及郭逸婷等三位研究生協助校對工作。再者，崔禕庭律師多才多藝，她也負責本書

購書請至：<http://www.angle.com.tw/Book.asp?BKID=11854>

的封面設計，慧心巧手確實讓本書生動不少，特申謝忱。另外，也要感謝元照出版公司一如以往秉於知識傳承使命，協助本書的出版，一同為弘揚證券法學，健全我國資本市場而努力。

劉連煜 謹識

2020年8月



元照出版

搶先試閱版

## 目 錄

### 自序

1. 資本市場發展的前瞻與臺灣國際板市場（臺灣 F 股及 T 股）  
—外國（及境外）公司來臺第一上市及第二上市的規範問題.....1
2. 雙層股權結構與公司治理—從阿里巴巴上市案談起.....17
3. 現行上市上櫃公司獨立董事制度之檢討暨改進方案  
—從實證面出發.....43
4. 董事責任與經營判斷法則的運用  
—從我國司法判決看經營判斷法則的發展.....141
5. 企業併購時董事之受任人（受託）義務  
—農民銀行與合庫合併案最高法院九十九年度  
台上字第二六一號判決及其歷審判決評析.....181
6. 敵意併購下目標公司董事的受任人（受託）義務  
—以開發金控敵意併購金鼎證券為例.....207
7. 公司法第 27 條第 2 項法人股東對於財報不實案件之連帶賠償  
責任—最高法院 108 年台上字第 132 號民事判決的檢討.....251
8. 財報不實損害賠償之真實價格如何認定及投資人是否  
與有過失問題—最高法院 102 年度台上字第 1294 號等  
民事判決研究.....267
9. 財報不實案中有關證券持有人的舉證、過失比例責任及  
會計師事務所之連帶責任—臺灣高等法院 101 年度金上字  
第 7 號民事判決評釋.....283
10. 未公開發行公司的證券可否適用證交法證券詐欺規範？  
—最高法院 101 年度台上字第 703 號等刑事判決研究.....319

11. 併購案內線交易重大消息何時明確？最高法院一〇四年度  
台上字第三八七七號等刑事判決評釋 .....331
12. 大股東與配偶短線交易歸入權的法律問題  
—最高法院九十九年度台上字第一八三八號民事判決評析..367
13. 論公司內部人出借股票的法律問題.....381
14. 股東代表訴訟可否對已卸任之董監事提起？  
—最高法院 106 年度台上字第 2420 號評析.....427
15. 論董、監事之裁判解任—以投保法第 10 條之 1 為中心 .....449
16. 黑天鵝與期貨市場.....503



# 1. 資本市場發展的前瞻與臺灣國際板市場(臺灣 F 股及 T 股)－外國(及境外)公司來臺第一上市及第二上市的規範問題

## 目次

### 壹、前言

### 貳、證券交易法配合外國公司來臺上市櫃或登錄興櫃，修正相關規定

#### 一、增訂外國公司之定義，使之受明確規範

#### 二、證交法增訂第五章之一「外國公司」

##### (一) 法律適用之選擇

##### 1. 第一上市櫃或登錄興櫃

##### 2. 第二上市櫃

##### (二) 以上市契約對於其他股東權益保護之事項作補充性約定

##### (三)「季報」(及「月營收」)適用問題

##### (四) 第二上市(櫃)股票及 TDR 終止上市強制買回承諾之法律效力

#### 三、應在中華民國境內指定其訴訟及非訴訟之代理人

#### 四、處罰規定

### 參、結論與前瞻

## 壹、前言

IML (安恩科技) 為韓國 SAMSUNG 之一家子公司，從事 TFT-LCD 電源管理之 IC 產品解決方案研發設計及銷售等 IC 設計公司業務。該公司係 2009 年 4 月於開曼 (Cayman) 設立控股公司 (以作為後來來臺上市之申請主體)，故公司國籍為英屬開曼公司。IML 公司之營運總部位於美國加州矽谷，但為發揮群聚效果 (cluster)，IML 決定到科技島臺灣之資本市場—臺灣證券交易所增發股份，來

## 2 資本市場與證券法學新思維

臺掛牌交易，並於 2010 年 5 月完成第一上市程序（掛牌名稱為：F-IML 代號 3638，“F”為 foreign 外國的簡稱），是第一家完成第一上市程序之外國公司。

截至 2012 年 10 月 10 日臺灣證券交易所統計資料，臺灣證券交易所所有 22 家第一上市公司，32 家第二上市公司，佔整體上市公司之比例近 6.5%<sup>1</sup>。值得注意者，行政院長陳冲近日（2012 年 10 月 11 日）政策指示，將大幅放寬外資投入臺灣產業的限制，不限製造業，金融服務業也相當重要，例如適當提高大陸銀行來臺參股比率、發展臺灣 T 股，帶動資本市場興起。陳冲院長發表前述政策談話後，臺灣財經官員表示，「臺灣 T 股」是指大陸註冊企業在臺灣掛牌股票。財經官員並透露，為發展**兩岸特色金融**業務，將研議開放在大陸註冊的臺商，及陸資持有 30% 以上的外國企業來臺上市。因為如果能夠吸引類似中國移動等大企業來臺上市，對臺股資金動能將有很大助益。另一證券主管官員亦表示，在兩岸特色金融規劃中，有一項是「吸引在大陸註冊的臺資企業回臺第一上市」。至於是否進一步擴大範圍至純陸資企業也能來臺掛牌，甚至以人民幣交易，則須做更廣泛的配套研議，金管會證期局與臺灣證交所、證券櫃買中心已組成專案小組研究<sup>2</sup>。

按臺灣 T 股的概念類似香港 H 股，香港 H 股是指「在中國註冊成立並獲准在香港上市的陸企」。按 H 股是以港幣交易。至於未來臺灣 T 股是否以外幣來買賣，財經官員表示，只要對投資人、市場有幫助，或者市場有需求，都可以研究。

---

<sup>1</sup> 資料來源：臺灣證券交易所，2012 年 10 月 10 日。

<sup>2</sup> 參閱陳冲：開放陸企發「臺灣 T 股」|財經焦點|財經產業|聯合新聞網 <http://udn.com/NEWS/FINANCE/FIN1/7424811.shtml#ixzz296SMMk8L> Power By udn.com

從上面臺灣國際板市場的現況與未來規劃可知，外國公司以及陸資企業來臺第一上市及第二上市的規範問題，深值重視。以下相關法律問題的探討，希望能提供各界參考，以健全臺灣資本市場的發展。

## 貳、證券交易法配合外國公司來臺上市櫃或登錄興櫃，修正相關規定

2012 年公布之證券交易法（以下簡稱證交法或本法）部分條文修正，有幾項重要修正內容：其中之一，為促進證券市場國際化，俾使根據外國法律組織登記之公司前來我國募集、發行、買賣及私募有價證券之規範明確，以強化相關監理機制運作並保障投資人權益，茲論述本次修正重點及個人評論如下。

### 一、增訂外國公司之定義，使之受明確規範

按原來證交法只定義：本法所稱公司，謂依公司法組織之股份有限公司（第 4 條第 1 項）。此處所稱之公司法，傳統解釋上應是指臺灣之公司法。而外國公司之有價證券於臺灣募集、發行、買賣及私募者，應受本法規範，否則外國公司來臺上市後如遇有法律責任（特別是刑事責任），恐會主張其不受臺灣法律管轄，本次修法爰修正增訂外國公司之定義，將之納入規範，以求周延。因此，證交法第 4 條第 1 項明定：「本法所稱外國公司，謂以營利為目的，依照外國法律組織登記之公司」（第 4 條第 2 項）。

至於外國公司應否經我國認許程序始可在臺上市櫃？這個問題在相關機關曾有激烈爭議。本次修正，立法理由略謂：為促進資本市場發展及符合國際趨勢，參照企業併購法對於參與併購之外國公司無須經認許之規定，且又基於我國企業於美國或日本為募集發行 ADR（美國存託憑證）或 GDR（全球存託憑證）等亦無須經外國政府認許之平等原則考量，以及考慮本法所規範之外國公司於我國境內並無營業之行為，僅是在我國掛牌交易股票，且實務上透過

#### 4 資本市場與證券法學新思維

主管機關、證券交易所與證券櫃檯買賣中心對募集發行有價證券作實質審核，較形式之認許程序對投資人權益保障更為周全，爰規定外國公司之有價證券於我國募集、發行、買賣及私募者，該外國公司無須經認許程序。

一直以來，筆者受相關諮詢時，咸認為這樣之立法政策應值贊同，因為畢竟外國公司來臺掛牌僅是將其股票上市櫃掛牌交易而已，基本上可以無涉本身公司營業之行為（公司法 371 條參照）。再者，如果勉強要求外國企業來臺上市櫃均需先經認許程序，而其他國家之證券市場普遍無此要求之情況下，恐也不利於證券「國際板」市場之競爭，而有自縛手腳之嫌。所幸行政院決策者以及立法者最後採取筆者之意見<sup>3</sup>。【按二〇一八年公司法修正廢除對外國公司認許權利能力的制度，惟仍留下設立外國公司分公司與設置辦事處之登記制度（公司法第 370-386 條參照）】。

### 二、證交法增訂第五章之一「外國公司」

增訂第五章之一「外國公司」，並且明定外國公司來上市（櫃）者，除主管機關另有規定外，其有價證券在中華民國募集、發行、私募及買賣之管理、監督，準用本法之相關規定（修正條文第 165 條之 1、第 165 條之 2）。本項規定闡述之如下：

#### （一）法律適用之選擇

按對於外國公司來臺掛牌之規範，理論上而言，可以有三種方式：**第一種**是完全由外國企業所準據設立之公司法律（即**註冊地國法**）加以規範，掛牌地法律相關內容並不適用。例如，於我國掛牌，我國公司法律是掛牌地法，故不適用，反而應適用外國公司所準據設立之公司法律；其次，剛好相反，**第二種**方式基本上是由**掛牌地法律**加以規範。例如，於我國掛牌，應依我國公司法律加以規範。

<sup>3</sup> 有關外國公司之認許的相關討論，參閱劉連煜，現代公司法，2011 年 9 月增訂七版，頁 63。

香港證券交易所基本上採此制。第三種方式是，挑選一些關於掛牌地國公司治理的有關規定要求來臺上市櫃之外國公司加以準用。我國目前證交法之規範方式即採用此制。而且，為保留規範之彈性，法律又賦予主管機關得「另有規定」之例外權限<sup>4</sup>。

其實，外國公司赴他國掛牌交易，理應遵守掛牌國之證券交易法令，此乃理所當然。但由於我國證券交易法，對於公開發行公司，除了有證券發行及交易面之規範外，尚有其他有關公司對內對外法律關係之一些特別規定（例如證交法第 28 條之 2~第 28 條之 4 有關公司買回自己股份、發行認股權憑證及公司債發行總額之限制等等）。而公司法中也有一些關於公開發行股份之程序規定（例如公司法第 268 條），因此，我國證券法制與公司法制彼此有很深之交錯關聯與錯綜複雜之普通法與特別法關係。在此情形下，我國主管機關乃選擇於證券交易法新修正條文中先做原則政策性規定：外國公司來臺上市（櫃）者，除主管機關另有規定外，其有價證券在中華民國募集、發行、私募及買賣之管理、監督，準用本法之相關規定（增訂條文第 165 條之 1、第 165 條之 2）。然後，實務上另再透過所謂上市櫃契約對於其他股東權益保護之事項作補充性約定，以下分述之：

---

<sup>4</sup> 對於外國公司來臺掛牌之規範，究應適用何國法律之問題？理論上也涉及隨著全球經濟一體化，各國公司法究竟是趨同（convergence）或仍是「路徑依賴」（path dependence）或所謂分歧化（divergence）之理論爭議問題。按「路徑依賴」意指：在任何時候，一個國家所具有之公司結構都部分地依賴其早先所具有的結構。關於此等議題之經典討論，參閱 Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 *The Georgetown Journal*, 439-468 (2001); Lucian Bebchuk & Mark Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 *Stanford Law Review*, 127-170 (1990); Ronald Gilson, *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*, 49 *The American Journal of Comparative Law*, 329-357 (2001).

## 6 資本市場與證券法學新思維

### 1. 第一上市櫃或登錄興櫃

按證交法修正條文第 165 條之 1 立法理由略謂：為保障投資人及兼顧監理機制之衡平性，參考銀行法第 123 條及公司法第 377 條規定，並考量外國公司所發行之股票於首次經證券交易所或證券櫃檯買賣中心同意上市、上櫃或登錄興櫃時，其股票未在國外證券交易所交易者（以下稱第一上市櫃及興櫃外國公司），因其並未受外國證券主管機關相當之監理，故除部分事項（如證交法第 26 條有關董監持股成數規範等）因該第一上市櫃及登錄興櫃之外國公司據以組織登記之外國法令與我國規定或有不同，恐生衝突，或為與國際規範一致之目的外，其管理、監督宜比照我國公開發行公司準用本法之相關規定，例如補辦相關發行審查程序、建立內部控制制度、設立獨立董事、審計委員會之組成、國內外募集及發行有價證券之申報、定期公告申報財務報告及公開說明書應記載事項等。其次，第一上市櫃及登錄興櫃之外國公司據以組織登記之外國法律，如對保障投資人較有利者，自得適用其母國法律，故規定除主管機關另有規定外，第一上市櫃及興櫃外國公司有價證券之募集、發行、私募及買賣之管理、監督，應準用本法相關規定，並逐一列出其準用之條文（參閱修正條文第 165 條之 1 及下述比較簡表）。

### 2. 第二上市櫃

證交法修正條文第 165 條之 2 立法理由謂：考量修正條文第 165 條之 1 以外之外國公司所發行股票或表彰股票之有價證券已在國外證券交易所交易者或符合主管機關所定條件之外國金融機構分支機構及外國公司之從屬公司（例如，符合行政院金融監督管理委員會 96 年 6 月 1 日金管證一字第 09600257036 號函對於外國金融機構之分支機構及外國公司之從屬公司所定之相關資格條件；按德意志銀行在臺分行或其子公司在臺發行國際債，即是一例），因其已受外國證券主管機關相當之監理，即第二上市櫃外國公司有價證券

於國外募集、發行及買賣之行為尚無必要準用本法之相關規定，僅就其有價證券於中華民國募集、發行及買賣之行為，除主管機關另有規定外（例如外國公司據以組織登記之外國法律，對保障投資人較有利者，得適用其母國法律），準用本法相關條文規定為管理、監督，並逐一列出其準用之條文（參閱修正條文第 165 條之 2 及下述比較簡表）。

茲以簡表比較 165-1（第一上市櫃或登錄興櫃）與 165-2（第二上市櫃）準用條文如下：

相同之處（165-1 與 165-2 皆準用之條文）	
準用條號	內容
5-8	定義性規定，將外國公司納入
13	公開說明書
14 第 1、3 項	財務報告
19-21	詐欺條款
22、23	有價證券之募集與發行、新股認購權利證書轉讓期限
30-32	公開說明書
33 第 1、2 項	股款或債款之繳納
35、36、38-40、42	財報公告及申報等相關規定（*165-2 不準用第 36 條第 7、8 項）
43	有價證券買賣之給付或交割
43-1 第 2-4 項、43-2 ~43-5	公開收購
61	融資融券
139	有價證券上市後再發行新股原則上也上市買賣
141-145	上市契約訂立與終止
147	停止或回復買賣之報備

8 資本市場與證券法學新思維

148	為保護公益之終止上市
150	禁止場外交易
155-157-1	操縱市場、內線交易之禁止
<b>不同之處（165-1 有準用，但 165-2 無準用之規定）</b>	
準用條號	內容
14 第 2、4 項	財報內容、會計主管所需具備條件由主管機關定之
14-1	內控聲明書之申報
14-2 第 1 項至第 4 項、第 6 項	獨立董事之設置及職權
14-3	獨立董事之職權
14-4 第 1、2、5、6 項	審計委員會之設置
14-5	審計委員會之職權
14-6	薪資報酬委員會之設置
22-1	增資發行新股股權分散
22-2	董監之股票轉讓方式限制
24	依本法發行新股後，以前未依法發行股份地位之擬制
25	董監持有股票之申報
25-1	委託書管理規則
26-3	董監消極資格
27	每股金額之高低限與更改
28-1 第 2 項至第 4 項	發行新股時，提撥新股一定比例公開發行
28-2	庫藏股
28-4	募集與發行公司債之總額限制
36-1	重大財務業務處理準則之訂定
37	會計師查核簽證之管理

購書請至：<http://www.angle.com.tw/Book.asp?BKID=11854>

國家圖書館出版品預行編目資料

資本市場與證券法學新思維 = Capital Markets  
and New Thinking in Securities Law / 劉連煜著.

-- 初版. -- [新北市]: 劉連煜出版; 臺北市:  
元照總經銷, 2020.08

面; 公分 -- (公司法理論與判決研究; 6)  
ISBN 978-957-43-7859-3 (平裝)

1.證券法規 2.論述分析

563.51

109010431

公司法理論與判決研究(六)

## 資本市場與證券法學新思維

Capital Markets and New Thinking in Securities Law 5D578PA

2020年8月 初版第1刷

作 者 劉連煜 (Len-Yu Liu)  
出 版 者 劉連煜 (Len-Yu Liu)  
總 經 銷 元照出版有限公司  
100臺北市館前路28號7樓  
網 址 [www.angle.com.tw](http://www.angle.com.tw)  
定 價 新臺幣600元  
專 線 (02)2375-6688  
傳 真 (02)2331-8496  
郵政劃撥 19246890元照出版有限公司

Copyright©本書有著作權，未獲書面同意，不得以印刷、影印、磁碟、照相、錄影、錄音之任何翻製方式，翻製本書之部分或全部內容，否則依法嚴究。※本書也不同意補習班業者整理本書內容作為其教材。

登記證號：局版台業字第1531號

ISBN 978-957-43-7859-3