

# 行政院國家科學委員會專題研究計畫 成果報告

## 有價證券公開發行法律規制之研究

計畫類別：個別型計畫

計畫編號：NSC91-2414-H-032-002-

執行期間：91年08月01日至92年07月31日

執行單位：淡江大學公共行政學系(所)

計畫主持人：林麗香

報告類型：精簡報告

處理方式：本計畫涉及專利或其他智慧財產權，1年後可公開查詢

中 華 民 國 92 年 10 月 27 日

計劃名稱：有價證券公開發行法律規制之研究  
英文名稱：A Study on the Regulations of Securities Public Offering  
計劃編號：NSC 91-2414-H-032-002  
執行期限：91年8月1日至92年7月31日  
主持人：林麗香（淡江大學公共行政系專任副教授）

### 摘要

投資人保護之法理在於確立企業內容公開制度，使企業提供投資判斷之重要資訊，以為投資人投資決定之依據，因此投資人自己責任原則才能建立。不過，公開義務之履行卻成為發行企業之重大負擔，甚至怯於利用資本市場籌措資金。職是如何取得兩者之平衡而於不妨礙投資人保護目的之前提下，減輕發行企業之負擔，成為一重要課題。因此本研究計劃乃考察美、日等先進國家有價證券公開發行之法律規制，由其中所獲得之啟示以反省我國制度，並作為修法之參考。尤其日本與我國同屬大陸法系國家，且社會文化背景相似，其許多規定雖仿效美國但予以修正，以配合國內環境，乃值吾等留意。

美、日等國為減輕發行企業負擔，皆有發行申報免除與發行簡素化之規定。發行申報免除包括適用免除證券、少額免除與私募免除等制度存在；發行簡素化包括統合公開制度與總括申報制之實施。於比較法研究上，我國仍有引進少額免除制度與實施統合公開制度之必要；且於私募制度上仍有所不足，例如公開發行公司私募股份所附加之再轉讓限制，是否違反股份轉讓自由原則，乃值指摘。至於公開發行書類不實記載之民事賠償責任，其因果關係之存在，受害投資人似難依美國法院之「詐欺市場理論」免除舉證責任；不過美、日兩國對於損害賠償計算方式以法律明文規定採回復原狀原則並賦予減額抗辯權，此有利於投資人提出求償，乃值吾等參酌。

關鍵詞：有價證券、投資人保護、公募、私募、總括申報制、統合公開制度、公開說明書、發行申報免除。

### Abstract

The legal basis for protecting the interest of investors is to ensure that business establishes an information disclosure system so that business is to provide investors

with information for making investment decision. By doing so, investors can hold their own responsibility with their investing. However, fulfilling the obligation of establishing an information disclosure system becomes a huge burden to the companies that excise the public offering. Because of this, businesses sometime are reluctant to raise fund from the capital market. As a result, it becomes an important issue to have a compromise between protecting the interest of investors and alleviating the burden of business excising public offering. This research project is aimed at examining the regulations of securities public offering in developed countries such as USA and Japan. The conclusion of this study can be refereed to should ROC securities regulation be revised in the future. As both Japan and ROC excise continental law system and have similarities in social and cultural background, Japan securities regulations, though mainly adopted from US but modified to suit its domestic environment, are worthwhile to be examined

To alleviate the burden of companies excising public offering, exemption of registration and simplified offering are accommodated in the regulations in countries such as US and Japan. Exemption of registration is applicable to some securities which are exempted, securities offering whose sums are below set limit, and private offering. Simplified offering includes the practice of integrated disclosure system and shelf registration system. From the aspect of comparative laws, it might be necessary to adopt the exemption system for offering with sums below set limit and the practice of integrated disclosure system. There exist deficiencies in regulations for private offering system. For instance, public offering companies raise fund with private offering by imposing rules to restrict share transferring, a possible violation of the principle of unrestricted share transferring. As far as the responsibility involved in civil law suit for inaccurate information in public offering document is concerned, those investors who suffer the loss due to such information, appear not be able to be exempted from the responsibility of providing evidences by the practice of US court's "Fraud on the Market Theory." However, both Japan and US regulate the method of calculating the compensation for the loss by adopting the measure of rescissory damage and by giving the reduced amount in protesting right. These make it easier for investors to file for compensation. Such measures are worthwhile to be consulted.

Keywords : Securities, Protection of Investors, Public Offering, Private Offering, Shelf Registration System, Integrated Disclosure System, Prospectus, Exemption of Registration.

## 研究計劃報告內容

投資人保護之意義不在於保證有價證券本身之價值，蓋證券投資本來即具風險，證券價格之正常漲跌風險，投資人須自行負責，性質上乃異於銀行存款，保證本金利息之支付。不過投資人自行負責之前提，必須投資人立於足以判斷投資風險之地位，從而判斷錯誤致投資失敗，亦為自己責任。換言之投資人保護之法理在於確立企業內容公開制度，使企業提供投資判斷之重要資訊，以為投資人投資決定之依據，至於現實上投資人是否利用或因自己怠惰不予以利用，則聽任之而非法律所能干涉。職是，有價證券公開發行之法律規制即以企業內容公開制度之確立為其骨幹，以「賣主之注意義務」取代「買主之注意義務」，對於企業之賣主課予積極公開義務，所以美國之連邦證券法又稱為證券「真實」法。企業賣主積極公開之資訊必須正確且完全，甚至包括不利於己之情報。而為確保投資人作合理投資決定之可能，企業利用資本市場公開發行有價證券時必須製作公開書類，向主管機關申報並提供投資人閱覽。此形成發行企業之重大負擔，甚至致企業對資本市場之利用怯步。因此本研究計劃乃考察美、日等先進國家有價證券公開發行之法律規制，於不妨礙投資人保護之目的上如何減輕發行企業之負擔，同時如何加強民事責任以確保發行公開之實效性，從而反省我國之制度並作為修法之參考。尤其日本與我國同屬大陸法系國家，且社會文化背景相似，其許多規定雖仿效美國之制度而予以修正，以配合國內環境，乃值吾等留意。

依本計劃之考察，為減輕發行企業之負擔於美、日等國皆有發行申報免除、與發行簡素化之規定。發行申報免除包括適用免除證券、少額免除與私募免除等制度存在。適用免除證券乃謂投資人投資該等證券無風險或可依其他法律獲得保護，故無須再令發行企業履行公開義務；少額免除乃謂證券募集總價額較小，應募購入證券之投資者人數有限，保護實益較小故無須令發行企業履行公開義務，以減輕負擔；私募免除乃謂以少人數之投資人或適格投資家為募集對象，其保護實益小或無須依賴公開制度之保護。其中我國並無少額免除制度存在，不過斟酌投資人保護之必要性，於減少有價證公開發行障礙之權衡上，少額免除制度之引進仍值參酌。至於私募免除之範圍，美國以認可投資人及非認可之少數證券取得人為私募之範圍，不過該少數人須具有金融商業之知識與經驗而非一般投資人；又私募證券取得人為避免被認定為證券承銷商，故有轉讓禁止期間與少量轉讓之限制存在。而日本規定「僅對適格機關投資家之勸誘」與「對少人數之勸誘」，同時為避免發行企業利用私募迴避公開義務，故私募證券仍須符合「轉讓與適格機關投資家或多數人可能性很少」之要件，其具体方式以行政命令明確依證券種類規定包括轉讓限制之記載或發行張數之限制等。我國之私募制度與美國相同，除人數基準外另有轉讓禁止與少量轉讓之限制；不過 35 人以下之基準僅限於適格特定投資人而已，因此私募範圍相當狹小。而公開發行公司私募股份，所附加再轉讓之限制，是否與股份轉讓自由原則有所衝突？是以日本排除公開發行公司

私募股份或含有股份性質證券之可能性，乃值得參酌。

發行簡素化包括公開制度之統合與發行總括申報制，其實施乃基於效率市場理論。公開制度之統合指流通市場與發行市場公開制度之統合，使發行市場之公開書類製作簡化而可以直接利用流通市場之情報，以減輕發行企業之負擔；同時為確保發行企業之情報已充分反映於市場而為投資人所知悉，實施統合制度之企業必須符合繼續公開之要件及市場交易狀況之要件。因此美國之發行公開書類分三種樣式，即 S1、S2、S3，而日本亦分三種樣式，即一般方式、編入方式、參照方式等。發行總括申報制乃謂發行企業對於預定發行之證券事前提出申報後，於預定期間內隨時發行證券而不必再提出申報，此有利於企業籌措資金之機動性。可以利用發行總括申報制者，於美國為採 S3 樣式申報書之企業而日本為採參照方式之企業。我國對於發行簡素化上，公開制度之統合尚付之闕如而總括申報制之採用亦僅限於公司債之發行而已，但為使企業更能機動的籌措資金並減輕負擔，於不妨礙投資人取得企業內容情報之前提下，應統合兩市場之公開制度及擴充總括申報制之適用範圍才是。

公開發行書類不實記載之民事賠償責任，美國法院依「詐欺市場理論」未必須使投資人證明不實記載與受害間之因果關係存在，然我國市場仍難謂具有效率市場，從而與日本相同「詐欺市場理論」似難直接適用，除發行人外其他關係人之責任仍須負舉證責任。不過美、日兩國對於損賠責任額皆以法律之明文確定計算方式，即購入價格與訴訟提起時之價格差額，而被告能證明不實記載之其他事由存在，於該事由影響限度內得減少賠償額。換言之以提訴時為基準之回復原狀原則並賦予減額抗辯權，此有益於受害投資人之求償提出，乃值得參酌。至於公開說明書之不實記載，證交法第 32 條之賠償責任是否擴及經由流通市場取得證券投資人之損失？我國發行市場之公開書類未如美、日，有間接開示之有價證券申報書與直接開示之目論見書等二種存在，日本之學者對於直接交付與應募投資人之目論見書之不實記載，認為不必對流通市場之投資人負責任。此見解本計劃認為亦適用於我國之公開說明書，蓋公開說明書亦僅以應募之投資人為交付對象，且如前述我國市場仍然難謂具效率市場之故也。

## 參考文獻

### 【書籍】

1. 森田章，企業內容開示制度—法規の展開と課題 中央經濟社 (1991. 5. 10)。
2. 神崎克郎，證券取引法（新版） 青林書院（1987. 7. 30）。
3. 黑沼悅郎，アメリカ力 證券取引法 弘文堂（2001. 5. 30）。
4. 近藤光男、黑沼悅郎等，新訂第二證券取引法入門 商事法務研究會（2003. 4. 22）。
5. 企業財務制度研究會編著，證券取引法における新「ディスクロージャ ー制

- 度」詳解 稅務研究會出版局 (2001.5.20)。
6. 大藏省內證券取引制度問題研究會編，金融制度改革 財經詳報社 (1993.9.3)。
  7. ルイロス、矢澤惇監修，アメリカと日本の證券取引法 (上下卷) 商事法務研究會 (1975)。
  8. 蔡鍾慶，從比較法觀點探討我國私募制度之法律佈局 碩士學位論文 (2003.1)。
  9. 森田章，投資者保護之法理 日本評論社 (1990.4)。
  10. 證券取引法研究會國際部會編，自己責任原則と投資者保護 日本證券經濟研究所 (1996.6.30)。
  11. 證券取引法研究會國際部會編，歐米における證券取引制度の改革 日本證券經濟研究所 (1998.9.10)。
  12. David L. Rater & Thomas Lee Hazen (野村法務部譯)，最新米國證券規制法制概説 商事法務 (2003.1.14)。
  13. 河本一郎、關要 監修，逐條解說證券取引法 商事法務 (2002.8.25)。
  14. 堀口 垣，最新證券取引法 商事法務 (2003.2.23)。
  15. 岸田雅雄等編，逐條證券取引法—判例と學說 神崎克郎還曆紀念 商事法務研究會 (1999.10.11)。
  16. 曾宛如，證券交易法原理 自版 (2001.12)。
  17. 劉連煜，新證券交易法實例研習 元照 (2003.3)。
  18. 余雪明，證券交易法 證基會 (2000.11)。

#### 【論文】

1. 清水一夫「ディスクロージャ ー 制度の改正に関する解説 (1)」商事法務 NO. 1324。
2. 神崎克郎「公募概念の見直」商事法務 NO. 1294。
3. 賴源河「證券交易法上之民事責任—以保障證券真實性之制度為中心」公司法問題研究 (一) 三民書局。
4. 劉連煜「證券私募制度之法律問題研究」，財經法論集 柯芳枝教授六秩華誕祝賀文集 三民書局。
5. 劉連煜「我國證券私募制度解析」實用月刊 第 327 期。
6. 林麗香「有價證券公開發行之規制」法政學報第 1 期 淡江大學公行系。
7. 黃正一「我國證券私募制度探討 (上) (下)」法令月刊 第 53 卷第 9、10 期。
8. 涂春金「有價證券私募制度相關法律問題之探討」財稅研究第 35 卷第 1 期。
9. 王文宇「我國證券私募制之研究」金融法 元照出版。
10. 龍田節編「アメリカにおける證券開示規制の統合化」，證券研究 Vol. 68 Feb. 1983 日本證券經濟研究所。
11. 谷村裕「資本市場における投資者保護」證券取引法大系 河本一郎先生還曆

記念 商事法務研究会。

12. 黒沼悦郎「ディスクロージャー制度の新展開」ジユリスト第948号。
13. 発行開示手続研究会「一括登録制度導入の是非」別冊商事法務第103号。
14. 黒沼悦郎「会社情報の開示と民事責任」名古屋大学法政論集第133号。
15. 松原正至「米国における私募の概念と規制方法」島根法學第23卷2-3号。
16. 松元互「有價証券届出制度の若干の問題」一橋法學研究第3号。
17. 山下友信「募集、賣出し概念の見直し」現代企業立法の軌跡と展望 商事法務研究会。
18. 神崎克郎等「ディスクロージャー制度の現状と展望(上)」商事法務第1083号。
19. 山川博樹「発行登録制度の導入」商事法務第1161号。
20. 上柳克郎「証券取引法の改正について(9) - 企業内容制度の改正(1)」インベストメント 1990.2。
21. 黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任(1) - (5完)」法學協會雜誌105卷12号、106卷1号、2号、5号、7号。
22. 志村治美「証券取引法上の民事責任」, 証券取引法大系 河本一郎先生還暦記念 商事法務研究会。
23. 河本一郎「証券取引法の基本問題 - 民事責任を中心として」神戸法學第21卷3、4号。