

現行證券交易法對 臺灣存託憑證（TDR）之規範依據

王志誠^{*}

摘 要

在 2012 年 1 月 4 日增訂證券交易法第 165 條之 2 規定之前，證券主管機關雖認為臺灣存託憑證（TDR）係屬「外國之其他具有投資性質之有價證券」，但司法實務上亦有判決認為，存託機構在我國內所發行之臺灣存託憑證，雖是「表彰存放於保管機構之外國發行人有價證券」，仍與該外國發行人在外國發行之「外國有價證券」本身有別，導致證券主管機關是否曾依證券交易法第 6 條第一項規定之授權，將臺灣存託憑證核定公告為證券交易法上之有價證券，產生重大爭議。至於我國於 2012 年 1 月 4 日增訂證券交易法第 165 條之 2 規定後，因已對於來我國第二上市或第二上櫃之有價證券，明定其有價證券在中華民國募集、發行及買賣之管理、監督，準用證券交易法第 6 條規定，臺灣存託憑證成為我國證券交易法上之有價證券，應無疑義，

DOI：10.3966/252302982019030004002

^{*} 國立中正大學法學院特聘教授、國立中正大學工業 4.0 研究中心研究員；國立政治大學法學博士。

投稿日：2018 年 8 月 19 日；採用日：2018 年 10 月 3 日

但司法實務上竟有判決認為證券交易法第 165 條之 2 之規範對象與臺灣存託憑證無關。本文期能釐清實務爭議之所在，並從解釋論之觀點提出管蠡之見，以杜爭議。

關鍵詞：臺灣存託憑證、有價證券、第二上市、第二上櫃

Cite as: 4 NCTU L. REV., March 2019, at 39.

The Regulatory Basis on Taiwan Depository Receipts (TDR) in the Securities and Exchange Act

Chih-Cheng Wang *

Abstract

Prior to the stipulation of Article 165-2 of the Securities Exchange Act on January 4, 2012, the securities authority Identified by itself that it has announced the Taiwan Depository Receipt was one of “other securities of foreign countries with investment nature”. However, some courts held that the Taiwan Depository Receipt issued by the depository institution in R.O.C. is still different from the “foreign securities” issued by the foreign company, although it is recognizing the securities in the account of the custodian institution which is issued by the foreign company. The major controversy is whether the securities authority has announced the Taiwan Depository Receipt (TDR) belong to the securities under Paragraph 1, Article 6 of the Securities Exchange Act. As for the amendment of Article 165-2 of the Securities Exchange Act on January 4, 2012 in Taiwan, it has been identified Article 6 of the Securities Exchange Act shall apply *mutatis mutandis* to the secondary listing or second cabinet of the securities which issued by the foreign com-

* Distinguished Professor, College of Law, National Chung Cheng University; Researcher, Center of Industry 4.0., National Chung Cheng University; Ph.D. in Law, College of Law, National Chengchi University.

pany. That is the public offering, issuing, management and supervision in R.O.C. shall apply mutatis mutandis to the Article 6 of Securities Exchange Act. Therefore, there is no dispute about the Taiwan Depositary Receipt become the securities in the Securities Exchange Act. In fact, there are some courts held that the Taiwan Depositary Receipt does not regulated by the Article 165-2 of Securities Exchange Law. This paper will clarify the core point of the practical disputes, and put forward the views from the perspective of interpretation theory to eliminate the mentioned disputes.

Keywords: Taiwan Depositary Receipt, Securities, Secondary Listing, Second Cabinet

1. 楔子

我國證券交易法第 6 條對於有價證券之定義，係採取有限列舉、概括授權核定之模式。理論上，若證券主管機關已依證券交易法第 6 條第一項規定之授權，將臺灣存託憑證（Taiwan Depository Receipts, TDR）核定公告為證券交易法上之有價證券，即無法律適用上之爭議，但司法實務上對於證券主管機關是否已為核定之行政行為，則有爭議。此外，我國於 2012 年 1 月 4 日增訂證券交易法第 165 條之 2 規定時，則對於來我國第二上市或第二上櫃之有價證券，明定其有價證券在中華民國募集、發行及買賣之管理、監督，準用證券交易法第 6 條規定。因此，外國公司透過存託機構所發行表彰其股票之臺灣存託憑證，即因上開準用之結果，成為我國證券交易法上之有價證券，本無疑義，但司法實務上竟對於臺灣存託憑證是否為證券交易法第 165 條之 2 所規範之對象，亦產生法律適用之爭議。

事實上，我國首宗臺灣存託憑證——新加坡福雷電子 TDR，早於 1998 年 1 月 8 日即正式於臺灣證券交易所上市買賣¹。當時是否即應完全適用我國證券交易法之規定，抑或僅是本於權宜之計核准其來臺第二上市，實有疑義？若認為當時證券主管機關已將臺灣存託憑證核定公告為證券交易法上之有價證券，則其募集、發行及買賣之管理、監督，本應完全適用我國證券交易法之規定，自無再於證券交易法第 165 條之 2 明文規定準用第 6 條之必要。反之，若當時證券主管機關僅是本於權宜之計核准其來臺第二上市買賣，則證券交易法第 165 條之 2 規定之增訂即具有填補法律漏洞之功能，即具有重大法律意義。因此，我國於 2012 年 1 月 4 日增訂證券交易法第 165 條之 2 及相關罰則規定之法律意涵，究竟是填補證券交易法對於外國公司申請來臺第二上市（櫃）相關規範之法律漏洞？抑或僅係將當時之既有規範明確化？似有疑義。

¹ 參閱歷史介紹，臺灣證券交易所網站：<http://www.twse.com.tw/zh/page/about/company/history.html>（最後點閱時間：2018 年 8 月 3 日）。

本文首先簡要介紹臺灣存託憑證之概念，再分別論述外國公司來我國第二上市（櫃）之規範模式、證券交易法第 165 條之 2 增訂前之法律適用爭議、證券交易法第 165 條之 2 增訂之背景及適用爭議等問題，期能釐清實務爭議之所在，並從解釋論之觀點提出管蠡之見，以杜爭議。

2. 臺灣存託憑證之概念

我國首檔臺灣存託憑證——新加坡福雷電子 TDR，係於 1998 年 1 月 8 日始正式在臺灣證券交易所上市買賣。因此，在 1998 年 1 月 8 日之前，我國境內並無臺灣存託憑證之募集、發行及買賣。截至 2017 年 12 月 31 日之統計，尚有 18 家第二上市公司及 1 家第二上櫃公司之臺灣存託憑證仍在我國證券市場交易。

所謂臺灣存託憑證，係由我國存託機構所發行，用以「表彰」外國上市公司所發行之股份，其性質上為我國存託機構與外國發行公司簽訂存託契約，而由我國存託機構依我國法在我國境內發行用以「表彰」登記在存託機構、保管機構或其指定之人名義下之外國發行公司股份之憑證。實際上，由於存託機構發行臺灣存託憑證所表彰之外國發行公司股份，限於該「外國公司所發行股票或表彰股票之有價證券已在國外證券交易所交易者」（亦即已在國外證券交易所掛牌上市），為使已在國外證券交易所掛牌上市之「外國公司所發行股票或有價證券」，亦能在臺灣申請掛牌上市或上櫃，在交易架構之設計上，遂由存託機構發行臺灣存託憑證，用以「表彰」外國上市公司所發行之股份。因此，從實質面而言，即等同於將外國上市公司發行之股票或有價證券再於臺灣申請上市或上櫃。

由此觀之，外國上市公司透過我國存託機構在我國境內發行臺灣存託憑證之前提要件，必須外國上市公司之股份業已在國外證券交易所掛牌上市、流通，受外國證券主管機關之監理，且有外國證券管理法令之適用。

3. 外國公司來我國第二上市（櫃）之規範模式

由於各國證券市場之經貿環境發展程度不同、監管者政策差異及證券市場投資者風險承受能力高低不同，各國針對有價證券之募集、發行、私募及買賣之管理、監督等之標準勢必存在本質上差異，是以在外國公司跨境掛牌上市型態，因公司註冊地與掛牌地分屬不同國家，此情形下必然導致法律衝突時如何選擇適用之爭議。理論上，對於外國公司跨境上市或上櫃之規範，可能有三種模式可供選擇²：其一，採註冊地國法模式，亦即完全準據外國公司註冊地國之法律。其二，採掛牌地國法模式，亦即要求外國公司必須依照掛牌地法律規範；例如香港交易所基本上即採此種規範模式。其三，採折衷模式，僅針對部分掛牌地國之監管規範，要求外國公司於申請掛牌時應加以準用。

我國於 2012 年 1 月 4 日為促進證券市場國際化，促使依外國法律組織登記之外國公司來我國募集、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與保障投資人權益，修正證券交易法增訂外國公司之定義（證券交易法第 4 條）及外國公司章（證券交易法第五章之一、第 165 條之 1、第 165 條之 2、第 165 條之 3），同時並有違反相關規定時之刑事及行政處罰（證券交易法第 171 條、第 174 條、第 175 條、第 177 條、第 178 條），期能使申請來臺第一上市（櫃）、登錄興櫃及第二上市（櫃）之外國公司於準用我國證券交易法時能留有法律適用及調整上之彈性。其中，外國公司申請來臺第一上市（櫃）係適用證券交易法第 165 條之 1 規定，而外國公司申請來臺第二上市（櫃）係適用證券交易法第 165 條之 2 規定。

此外，並在證券交易法第 165 條之 1 及第 165 條之 2 中明文賦予主管機

² 參閱劉連煜，「資本市場發展視角下的臺灣國際板市場（臺灣 F 股及 T 股）——外國公司來臺第一上市及第二上市的規範問題」，法令月刊，第 64 卷第 4 期，頁 45（2013）。

關得「另有規定」之權限。依其立法目的，主要是保留主管機關得判斷如外國法律對於保障投資人較為有利者，得規定適用其具以組織設立之外國法律。由此可知，我國針對外國公司來臺第一上市（櫃）及第二上市（櫃）係採上述第三種模式。

基本上，採行第三種模式（折衷模式），因非全面一體適用註冊地國法或掛牌地國法，其優點在於外國公司、主管機關及證券交易所具有較大之彈性空間得以調整法令衝突之問題，以增加外國公司申請來臺第一上市（櫃）及第二上市（櫃）之意願³。

觀諸我國證券交易法之規範內容，除針對證券發行面及交易面加以規範外，另有其他關於公司治理及其他特殊規定。就公司治理及其他特殊規定而言，主要包括證券交易法第 14 條之 1、第 14 條之 2 第一項至第三項、第五項、第 14 條之 3、第 14 條之 4 第一項、第二項、第五項、第六項、第 14 條之 5、第 24 條至第 25 條之 1、第 26 條之 3、第 27 條、第 28 條之 1 第二項至第四項、第 28 條之 2、第 28 條之 4 等規定，對於申請來臺第二上市（櫃）而發行臺灣存託憑證之外國公司，因其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，已受外國證券主管機關相當之監理，並無再準用上開規定之必要，故僅準用於申請來臺第一上市（櫃）及登錄興櫃之外國公司。蓋上開規定因係公司內部治理領域，與維護證券市場交易之公平性、正直性及投資人保護之關係較為疏遠，故應適度允許外國公司依照不同國家或地區之法制基礎、法治民情及人文風俗等方面之不同，以因地制宜。亦即，申請來臺第一上市（櫃）及登錄興櫃之外國公司，因其並未受外國證券主管機關相當之監理，其監督及管理宜比照我國公開發行公司之上開相關規定（證券交易法第 165 條之 1）。

反之，申請來臺第二上市（櫃）而發行臺灣存託憑證之外國公司，依證券交易法第 165 條之 2 規定，則不準用我國證券交易法第 14 條之 1、第 14

³ 參閱王志誠，「國際板之建置及改革：外國公司來臺上市之監理架構及對投資人之保護機制」，存款保險資訊季刊，第 30 卷第 1 期，頁 35（2017）。

條之 2 第一項至第三項、第五項、第 14 條之 3、第 14 條之 4 第一項、第二項、第五項、第六項、第 14 條之 5、第 24 條至第 25 條之 1、第 26 條之 3、第 27 條、第 28 條之 1 第二項至第四項、第 28 條之 2、第 28 條之 4 等有關公開發行公司之規定，而僅準用證券交易法第 5 條至第 8 條、第 13 條、第 14 條第一項、第三項、第 19 條等有關發行人、有價證券、募集、發行公開說明書、財務報告、契約形式等之定義及相關規定，以及準用第 20 條至第 23 條、第 29 條至第 32 條、第 33 條第一項、第二項、第 35 條、第 36 條第一項至第六項、第 38 條至第 40 條、第 42 條、第 43 條、第 43 條之 1 第二項至第四項、第 43 條之 2 至第 43 條之 5、第 61 條、第 139 條、第 141 條至第 145 條、第 147 條、第 148 條、第 150 條、第 155 條至第 157 條之 1 等有關發行市場及流通市場之監督、管理規定，並適用第 171 條、第 174 條、第 175 條、第 177 條、第 178 條等罰則規定。惟證券交易法第 43 條之 6 至第 43 條之 8 有關私募有價證券之規定，對於申請來臺第二上市（櫃）而發行臺灣存託憑證之外國公司，則無準用之餘地。蓋前來我國申請第二上市或上櫃之外國公司，因其有價證券已在外國證券交易所交易，不僅應受第一上市或上櫃地區證券交易法令之規範，外國證券主管機關或金融主管機關亦對其採行相當程度之監理措施，例如定期資訊揭露與財務資訊公開，或其受到監理程度已達一定國際標準，故其所發行之股票或表彰有價證券於我國申請第二上市或上櫃買賣時，我國證券主管機關或證券交易法令，自得採行相對於第一上市（櫃）寬鬆之監理規範⁴。

應注意者，雖然採行第三種模式（折衷模式），證券主管機關能有較大之彈性空間，以調和我國與外國之公司法令及證券法令，但因未有一套針對外國公司來臺申請上市（櫃）之特別法，導致實務上若發生特殊案件或新型爭議時，主管機關並無明確法律授權以制定法規命令或採取適度之監理措施，申言之，我國證券交易法第 165 條之 1 及第 165 條之 2 在立法政策上既係採行第三種模式（折衷模式），未將申請來臺第一上市（櫃）、登錄興櫃

⁴ 參閱王志誠等，實用證券交易法，頁 288（2018）。

之外國公司或申請來臺第二上市（櫃）而發行臺灣存託憑證之外國公司納入規範，在立法技術上僅能採用準用現行證券交易法之相關規定。其結果，僅有已明文列入準用範圍之條文，申請來臺第一上市（櫃）、登錄興櫃之外國公司或申請來臺第二上市（櫃）而發行臺灣存託憑證之外國公司始受規範，至於其他未盡之處，似僅能透過臺灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心與外國公司所簽訂之外國股票上市契約、臺灣證券交易所股份有限公司臺灣存託憑證上市契約、上櫃契約及臺灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心所制定之相關規則作為補充性規定，恐造成各種層級之法令或規則龐雜，損及法律適用之安定性⁵。

4. 證券交易法第 165 條之 2 增訂前之適用爭議

在 2012 年 1 月 4 日增訂證券交易法第 165 條之 2 規定以前，國內實務上對於臺灣存託憑證是否為財政部民國 76 年 9 月 12 日（76）臺財證（二）字第 00900 號公告所核定「外國之其他具有投資性質之有價證券」或證券交易法第 6 條第一項所規定之「經主管機關核定之其他有價證券」，存在重大爭議。例如金融監督管理委員會民國 104 年 11 月 9 日金管證發字第 1040045954 號函認為，臺灣存託憑證係屬財政部民國 76 年 9 月 12 日（76）臺財證（二）字第 00900 號公告核定之「其他具有投資性質之有價證券」，而由於財政部民國 76 年 9 月 12 日（76）臺財證（二）字第 00900 號公告所核定之範圍係就外國有價證券所為，故證券主管機關顯然認為臺灣存託憑證係屬「外國之其他具有投資性質之有價證券」。相反地，最高法院 105 年度台抗字第 925 號刑事裁定則認為，存託機構在我國內所發行之臺灣存託憑證，雖「表彰存放於保管機構之外國發行人有價證券」，仍與該外國發行人

⁵ 參閱王志誠，前揭註 3，頁 35-36。

在外國發行之「外國有價證券」本身有別⁶。

4.1 證券交易法上有價證券範圍之規範模式

4.1.1 列舉模式

美國 1933 年「證券法」（the Securities Act of 1933）第 2 條第(a)項第(1)款及 1934 年「證券交易法」第 3 條第(a)項第(10)款對於「證券」

⁶ 最高法院 105 年度台抗字第 925 號刑事裁定：「按外國發行人募集與發行有價證券處理準則第 2 條規定，外國發行人在我國境內募集與發行有價證券，應依本準則規定辦理。而同準則第 3 條第 7 款定義『臺灣存託憑證』：指存託機構在國內所發行之表彰存放於保管機構之外國發行人有價證券之憑證。故臺灣存託憑證係『存託機構』在我國內所發行之憑證，非指外國發行人直接在我國內發行之有價證券，更非外國有價證券。同準則第 3 條第 5 款所定之『在國內經有關主管機關許可得辦理臺灣存託憑證業務之金融機構』（即存託機構），在我國內所發行之臺灣存託憑證，雖『表彰存放於保管機構之外國發行人有價證券』，仍與該外國發行人在外國發行之『外國有價證券』本身有別。不能因該憑證係表彰外國發行人有價證券，即謂該臺灣存託憑證係外國有價證券。從而，外國發行人依『外國發行人募集與發行有價證券處理準則』之規定，辦理在我國境內募集與發行有價證券之結果，其在我國內發行、流通之有價證券，非『外國有價證券』，而係依我國法令發行之有價證券。」惟有最高法院裁判認為臺灣存託憑證究否屬當時證券交易法第 6 條第一項所指之有價證券，似有疑義。參閱最高法院 105 年度台抗字第 70 號刑事裁定：「原裁定雖謂原判決縱有如再審聲請意旨所指，證券交易法於抗告人操縱或影響外國公司向我國申請發行臺灣存託憑證即聯環 TDR 之交易價格行為時，並無處罰明文乙節，係爭執原判決所援用之法令有誤，乃屬是否得據以提起非常上訴之問題，依法應循非常上訴途徑救濟云云，但本案抗告人行為時，聯環 TDR 究否屬當時證券交易法第六條第一項所指之有價證券，乃抗告人所為是否該當同法第一百五十五條第一項第四款、第五款構成要件之事實，而應依同法第一百七十一條第一項第一款規定處罰，倘原判決關於該部分事實之認定錯誤或違背法令，有無前揭司法院解釋所稱之情形？如其審判違背法令，是否足以影響於本案事實之確定而可依再審程序聲請再審？該事實或前開證據是否屬新事實、新證據，且若單獨或與先前之證據綜合判斷，可否合理相信足以動搖原確定判決，而使抗告人應受無罪之判決？此皆攸關抗告人得否執以聲請再審，原判決對此未詳敘其理由，遽認原判決此部分縱屬違法，仍不得據以聲請再審，揆諸前揭說明，亦難認為適法。」

(securities) 均設有立法定義，故內線交易之規範客體，其概念應與上開條文所定義之「證券」相同。其後，美國於 1999 年 11 月 12 日制定之「金融服務改革法」第 206 條第(b)項規定，更將「以證券為基礎之交換契約」(any securities-based swap agreement) 納入證券之定義範疇。

4.1.1.1 「證券」之定義

依美國 1933 年「證券法」第 2 條第(a)項第(1)款規定⁷：「本法所謂證券，除上下文義另有他指外，係指任何票券、股票、庫藏股、債券、無擔保債券、債權證明、任何分享利潤協議之證書或參與、擔保品信託證書、公司成立前之認股證、可轉讓股份、投資契約、投票信託證書、證券保管證書、石油、天然氣或其他礦產之小額不可分割利益、任何賣權、買權、跨式選擇權或證券優先權、存託憑證、證券組合或證券指數（包括其中之任何利益或以其價值為基礎者）、在全國性證券交易所交易與外匯有關之賣權、買權、跨式選擇權或優先權、一般被普遍認為屬於『證券』之任何權益或憑證、或以上所有項目之權證、利益證書、臨時證書、收據、擔保證書、認股權證或認購權。」因此，所稱有價證券，除明定包括一般認知之有價證券外，亦明確將存託憑證及市場上若干可被交易之衍生性金融商品納入。至於美國 1934 年「證券交易法」第 3 條第(a)項第(10)款對於「證券」之定義⁸，雖與美國 1933 年「證券法」第 2 條第(a)項第(1)款規定相近似，但不完全相同，主要係特別排除貨幣及發行日與到期日不超過 9 個月之票據。

4.1.1.2 「以證券為基礎之交換契約」之定義

就以證券為基礎之交換契約而言，其定義應依美國於 1999 年 11 月 12 日制定之「金融服務改革法」第 206 條第(b)項規定之立法解釋⁹。所謂以證

⁷ 15 U.S.C. § 77b(a)(1).

⁸ 15 U.S.C. § 78c(a)(10).

⁹ See Gramm-Leach-Bliley Act, Pub. L. No. 106-102, § 206B, 113 Stat. 1138 (1999): (b) DEFINITION OF SWAP AGREEMENT.—For purposes of subsection (a)(6), the term “swap agreement” means any individually negotiated contract, agreement, warrant, note, or option that is based, in whole or in part, on the value of, any interest in, or any quantitative

券為基礎之交換契約，係指交換契約之重要條款是以有價證券、有價證券組合或指數或其上任何利益之價格、收益、價值或波動為基礎。

惟因 2000 年時金融市場欣欣向榮，衍生性商品交易蓬勃發展，當時美國國會固然計劃對衍生性金融商品加以管制，卻又擔心國內衍生性金融商品交易可能因管制過嚴而轉移至海外市場交易¹⁰，因此通過「商品期貨現代化法案」¹¹，其中更修正交換契約（swap agreement）之定義，將以證券為基礎之交換契約定義為：「以任何股票、股價指數或利息之價格、利率或波動為基礎訂定相關條款之交換契約」，並將之豁免於證券交易法所定義之有價證券，而使以證券為基礎之交換商品交易不受美國證券管理委員會（U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）之管轄¹²。

其後，由於歷經 2009 年之金融風暴，美國於 2010 年通過「陶德—法蘭克華爾街改革與消費者保護法」（Dodd-Frank Act）¹³，將交換契約區分為「一般交換」、「以證券為基礎之交換」（securities-based swap）、「混合型交換」（mixed swap）三大類¹⁴。其中，對於以證券為基礎之交換契約，即是透過修正 1934 年「證券交易法」第 3 條第(a)項第(10)款之規範，將其納

measure or the occurrence of any event relating to, one or more commodities, securities, currencies, interest or other rates, indices, or other assets, but does not include any other identified banking product, as defined in paragraphs (1) through (5) of subsection (a).

¹⁰ See Zachary T. Knepper, *Examining the Merits of Dual Regulation for Single-Stock Futures: How the Divergent Insider Trading Regimes for Federal Futures and Securities Markets Demonstrate the Necessity for (and Virtual Inevitability of) Dual CFTCSEC Regulation for Single-Stock Futures*, 3 PIERCE L. REV. 33, 36 (2004).

¹¹ Commodity Futures Modernization Act of 2000, Pub. L. No. 106-554 (1999-2000).

¹² 參閱洪令家，「內線交易再進化：談衍生性金融商品之內線交易」，東吳法律學報，第 29 卷第 2 期，頁 132（2017）。

¹³ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, H.R. 4173 (2010).

¹⁴ See Seema G. Sharma, *Over-the-Counter Derivatives: A New Era of Financial Regulation*, 17 L. & BUS. REV. AM. 279, 281-82 (2011).

入證券之範圍，以增加美國證券管理委員會之管制權限。所謂以證券為基礎之交換契約，依「陶德—法蘭克華爾街改革與消費者保護法」第 761 條第(a)項第(6)款規定，係指符合商品交易法定義下之協議、契約或交易，並以 1. 窄基有價證券指數 (narrowed-based security index)，或 2. 單一證券或借貸包含其所生之利息或與其價值連動，或 3. 單一證券之發行人或窄基有價證券指數中成份有價證券之數發行人之影響其財務報表、財務狀況 (financial condition) 或財務債務 (financial obligation) 事件發生與否或事件程度作為基礎¹⁵。

綜上所言，由於有價證券之定義，不僅涉及證券管理委員會之管轄權限，更牽動證券交易法上有關內線交易、財務報告不實等民事責任、刑事責任之適用問題，故在立法政策上，基於人權保障，美國係採用列舉方式，對於有價證券之範圍設有鉅細靡遺之定義。應注意者，即使美國 1933 年「證券法」第 2 條第(a)項第(1)款及 1934 年「證券交易法」第 3 條第(a)項第(10)款詳列各種「證券」，但所列舉之證券本身，亦有若干解釋之疑義。

例如所稱「投資契約」 (investment contracts)，應如何界定，則有爭議。美國法院實務上則採用 *Howey Test* 來判斷是否構成投資契約¹⁶，強調應注重經濟實質而非形式之原則。又例如未公開發行公司之股票，既為 1933 年「證券法」第 2 條第(a)項第(1)款所明示，因股票 (stock) 文義甚明，即無須採用 *Howey Test* 及經濟實質原則來進行測試¹⁷。至於評價是否構成 1933 年「證券法」第 2 條第(a)項第(1)款規定之票券 (note) 時，聯邦最高法院在

¹⁵ See Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 761(a)(6).

¹⁶ *Howey Test* 為美國聯邦最高法院於 1946 年在 *Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co.* 一案所採用，其測試是否成為有價證券之要素主要有下列四項：金錢之投資 (invests his money)、共同企業 (common enterprise)、利潤之預期 (expect profits) 及依賴他人之努力成果 (efforts of the promoter or a third party)。See *S.E.C. v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 298-99 (1946).

¹⁷ See Theresa A. Gabaldon, *A Sense of Security: An Empirical Study*, 25 J. CORP. L. 307, 345 (2000).

Reves v. Ernst & Young 一案中，亦從文義進行認定¹⁸，僅強烈符合家族類似性標準（family resemblance test）時，始排除於有價證券之外¹⁹。

4.1.2 有限列舉＋概括授權核定之模式

依我國證券交易法第 6 條第一項及第二項規定：「本法所稱有價證券，指政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券。（第一項）新股認購權利證書、新股權利證書及前項各種有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書，視為有價證券。（第二項）」其中，證券交易法第 6 條第一項所列舉者，學理上稱為典型有價證券，證券交易法第 6 條第二項所列舉者，學理上稱為擬制有價證券。又證券交易法第 6 條第一項所規定之「經主管機關核定之其他有價證券」，其核定權顯然專屬於證券主管機關；至於證券交易法第 6 條第二項所規定之「表明其權利之證書」，不僅證券主管機關有權解釋及認定，司法機關亦得本於職權加以解釋及認定²⁰。惟若觀諸證券交易法第 6 條第二項之文義，所謂「表明其權利之證書」，應限於表明「前項各種有價證券」權利之證書而言。因此，若證券主管機關未核定某種金融商品成為有價證券，自無成為「表明其權利之證書」之可能。

觀諸我國現行對於有價證券範圍之定義，基本上是採用有限列舉、概括授權之方式，在多變多樣之金融商品及經濟活動環境之中，透過授予證券主管機關核定有價證券權限，將其所核定有價證券納入證券交易法規範，提供投資人足夠之法律保護²¹。申言之，我國顯然係採用列舉若干有價證券之種類，並授權證券主管機關核定有價證券範圍之模式，其優點在於可因應經濟社會環境之變化，由證券主管機關依實際需要進行核定新種有價證券，納入

¹⁸ *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56, 67 (1990).

¹⁹ See Kyle M. Globerman, *The Elusive and Changing Definition of a Security: One Test Fits All*, 51 FLA. L. REV. 271, 306 (1999).

²⁰ 參閱戴銘昇，「論證券交易法上之『有價證券』」，華岡法粹，第 38 期，頁 165、171（2007）。

²¹ 參閱廖大穎，證券交易法導論，頁 51（2008）；方元沂，「有價證券的定義與投資人保護」，真理財經法學，第 2 期，頁 106（2009）。

證券交易法規範，與時俱進。

依證券交易法第 6 條第一項規定之授權，我國證券主管機關過去就外國之股票、公司債、政府債券、受益憑證及其他具有投資性質之有價證券、證券投資信託事業為募集證券投資信託基金所發行之受益憑證、非由標的證券發行公司所發行之認購（售）權證、公司所發行之公司債券分割後之息票、期貨信託事業為募集期貨信託基金所發行之受益憑證等，均以公告或命令方式核定成為證券交易法第 6 條第一項規定之有價證券。茲分別臚列其公告內容如下：

1.財政部民國 76 年 9 月 12 日（76）臺財證（二）字第 00900 號公告：「主旨：外國之股票、公司債、政府債券、受益憑證及其他具有投資性質之有價證券，凡在我國境內募集、發行、買賣或從事上開有價證券之投資服務，均應受我國證券管理法令之規範。說明：依證券交易法第六條第一項規定辦理。」又依證券主管機關之解釋，華僑或外國人在臺募集資金赴外投資所訂立之投資契約，係屬證券交易法第 6 條第一項之有價證券²²。

2.財政部證券管理委員會民國 77 年 9 月 20 日（77）臺財證（三）字第 09030 號公告：「主旨：核定證券投資信託事業為募集證券投資信託基金所發行之受益憑證為證券交易法所稱之有價證券。說明：依證券交易法第六條第一項規定辦理。」

3.財政部民國 86 年 5 月 23 日（86）臺財證（五）字第 03037 號公告：「主旨：非由標的證券發行公司所發行之認購（售）權證，其募集、發行與交易等相關事項均應受我國證券管理法令之規範。說明：依證券交易法第六條第一項規定辦理。」

4.金融監督管理委員會民國 94 年 2 月 4 日金管證一字第 0940000539 號公告：「核定公司所發行之公司債券分割後之息票為證券交易法第 6 條之有價證券。」

²² 參閱財政部民國 76 年 10 月 30 日（76）臺財證（二）字第 6934 號函，1987 年 10 月。

5.金融監督管理委員會民國 96 年 8 月 8 日金管證七字第 0960038704 號公告：「依據證券交易法第六條第一項規定，核定期貨信託事業為募集期貨信託基金所發行之受益憑證為證券交易法所稱之有價證券，並自即日生效。」

6.金融監督管理委員會民國 107 年 7 月 2 日金管證券字第 10703209866 號令：「依據證券交易法第六條第一項規定，核定證券商發行之指數投資證券為證券交易法所稱之有價證券，並自即日生效。」

觀諸證券主管機關過去公告核定證券交易法第 6 條之有價證券時，均明確說明「依證券交易法第六條第一項規定辦理」或表明係「依據證券交易法第六條第一項規定」，故其授權依據應為證券交易法第 6 條第一項規定無疑，而非證券交易法第 22 條第四項規定。

由於一旦經證券主管機關核定為證券交易法第 6 條第一項規定之有價證券，證券交易法之全部規定，除有特別限制外，均應適用，因此基於授權明確性原則，證券主管機關在行使證券交易法第 6 條第一項所授予之核定權時，均應嚴格遵守應有之法定程式。亦即，證券主管機關除應於公告中明確說明「依證券交易法第六條第一項規定辦理」或表明係「依據證券交易法第六條第一項規定」，並應依中央法規標準法第 7 條及行政程序法第 174 條之 1 規定，依法揭示其法律授權依據，始符合行政機關行使核定權之法定程式。

4.2 證券主管機關有無核定臺灣存託憑證為證券交易法第 6 條第一項規定之「經主管機關核定之其他有價證券」？

依財政部民國 76 年 9 月 12 日（76）臺財證（二）字第 00900 號公告：「主旨：外國之股票、公司債、政府債券、受益憑證及其他具有投資性質之有價證券，凡在我國境內募集、發行、買賣或從事上開有價證券之投資服務，均應受我國證券管理法令之規範。說明：依證券交易法第六條第一項規定辦理。」可見該公告核定為證券交易法第 6 條第一項規定之「經主管機關

核定之其他有價證券」者，僅限於「外國之股票、公司債、政府債券、受益憑證及其他具有投資性質之有價證券」。又依金融監督管理委員會之函釋，所謂臺灣存託憑證，係由我國存託機構在我國境內所發行，用以表彰存放於保管機構之外國發行人有價證券之憑證²³。

事實上，我國首宗臺灣存託憑證——新加坡福雷電子，係由當時之存託機構「遠東國際商業銀行」發行，並於 1998 年 1 月 8 日始正式於臺灣證券交易所上市買賣，顯然為上開財政部於民國 76 年 9 月 12 日發布（76）臺財證（二）字第 00900 號公告當時所未能預見。又既然臺灣存託憑證，係由我國存託機構所發行，其本質上並非「外國」之有價證券，其理甚明，因此並不在財政部民國 76 年 9 月 12 日（76）臺財證（二）字第 00900 號公告所核定之「外國之其他具有投資性質之有價證券」之範圍內。若認為財政部民國 76 年 9 月 12 日（76）臺財證（二）字第 00900 號公告所稱「外國之其他具有投資性質之有價證券」，包括臺灣存託憑證在內，顯非「為受規範者所得預見」²⁴。

蓋依司法院釋字第 432 號解釋：「法律明確性之要求，非僅指法律文義具體詳盡之體例而言，立法者於立法定制時，仍得衡酌法律所規範生活事實之複雜性及適用於個案之妥當性，從立法上適當運用不確定法律概念或概括條款而為相應之規定。有關專門職業人員行為準則及懲戒之立法使用抽象概念者，苟其意義非難以理解，且為受規範者所得預見，並可經由司法審查加以確認，即不得謂與前揭原則相違。」即揭櫫授權明確性之審查標準，必須具備「意義非難以理解」、「為受規範者所得預見」及「可經由司法審查加

²³ 參閱金融監督管理委員會民國 104 年 11 月 9 日（104）金管證發字第 1040045954 號函：「TDR 係指存託機構在中華民國境內所發表彰存放於保管機構之外國發行人有價證券之憑證，係屬財政部民國 76 年 9 月 12 日（76）臺財證（二）字第 00900 號公告核定之其他具有投資性質之有價證券。」

²⁴ 參閱王志誠，「有價證券之核定與授權明確性原則——兼評最高法院 105 年度台抗字第 925 號刑事裁定」，裁判時報，第 70 期，頁 11（2018）。

以確認」等三要件²⁵。特別是指示性規定涉及較高的法律專業性及技術性，一般受規範者較不易瞭解，因此建議大法官的明確性審查不宜輕放，尤其實務常見的概括性準用立法技術，不僅一般人難以理解，即使法律人亦如墜五里霧中，以後有機會根據可預見標準審查，應站在受規範一般人立場嚴格把關，至少要求能讓一般無法律專業知識的一般人，施以通常注意力即能輕易根據指示規定，知悉究竟該準用哪一個法律規定，以及準用的法律效果為何²⁶。亦即，指示性規定或概括性準用規定，應根據可預見標準審查，依一般受規範者標準判斷之。

由此觀之，立法者於證券交易法第 6 條第一項除有限列舉政府債券、公司股票、公司債券等三種有價證券外，並採用「經主管機關核定之其他有價證券」之概括方式規定，然而，是否為證券交易法所規範之有價證券，事涉有無證券交易法第 171 條以下相關刑責之適用，其法定本刑動輒為 3 年以上有期徒刑，對人民基本權利影響至鉅，該授權明確性之審查本應適用較嚴格之標準²⁷。此時，行政機關之思考與意圖必須集中在立法者授權其解決之特定問題上，且必須遵守立法者所指示之方針、目標之限制²⁸，更不得再以概括方式規定之，否則即超出立法者使用概括規定授權之目的、內容及範圍。觀諸證券交易法第 1 條揭示其立法目的為「為發展國民經濟，並保障投資，特制定本法」。因此，財政部民國 76 年 9 月 12 日（76）臺財證（二）字第 00900 號公告，於列舉「外國之股票、公司債、政府債券、受益憑證」外，尚將「其他具有投資性質之有價證券」列入指定範圍，而不問該其他具有投

²⁵ 另參閱司法院釋字第 491 號解釋：「又懲處處分之構成要件，法律以抽象概念表示者，其意義須非難以理解，且為一般受規範者所得預見，並可經由司法審查加以確認，方符法律明確性原則。」司法院大法官解釋檢索系統：https://www.judicial.gov.tw/constitutionalcourt/p03_01.asp?expno=491。

²⁶ 參閱許宗力，「論法律明確性之審查：從司法院大法官相關解釋談起」，臺大法學論叢，第 41 卷第 4 期，頁 1738（2012）。

²⁷ 參閱許宗力，「行政命令授權明確性問題之研究」，法與國家權力，頁 255（1993）。

²⁸ 參閱同前註，頁 229。

資性質之有價證券，是否為發展國民經濟，並保障投資所必須，及是否已達與證券交易法第 6 條第一項列舉之政府債券、公司股票、公司債券等三種有價證券相當之程度，即認為該等範圍不明確之有價證券業經全數核定為證券交易法所規範之有價證券，不僅已逾越母法授權之範圍，與法律保留原則尚有未符²⁹；且顯然超出立法者使用概括規定授權之目的、內容及範圍，而違反法律明確性原則。

4.3 若以「募集與發行臺灣存託憑證處理準則」作為核定有價證券之法律依據，是否明顯違反法律保留原則或逾越法律授權之範圍？

4.3.1 法律保留原則之審查

對於人民違反法律上義務之行為處以刑責，涉及人民權利之限制，其處罰之構成要件及法律效果，應由法律定之，以命令為之者，應有法律明確授權，始符合憲法第 23 條法律保留原則之意旨³⁰。又法規命令（授權命令）是

²⁹ 參閱司法院釋字第 734 號解釋理由書：「臺南市政府於九十一年十二月九日據系爭規定發布之南市環廢字第○九一○四○二三四三一號公告：『公告事項：一、本市清除地區內，未經主管機關核准，於道路、牆壁、樑柱、電桿、樹木、橋樑、水溝、池塘或其他土地定著物張掛、懸繫、黏貼、噴漆、粉刷、樹立、釘定、夾插、置放或其他方法設置廣告物者，為污染環境行為。二、前項所稱之【道路】，指公路、街道、巷弄、安全島、人行道、廣場、騎樓、走廊或其他供公眾通行之地方。……』（該府改制後於一〇〇一年一月十三日以南市府環管字第一〇〇〇〇五〇七〇一〇號公告重行發布，內容相當；下併稱系爭公告）以未經主管機關核准，於其所示之場所，以所示之方式設置廣告物者，為污染環境行為，而不問設置廣告物是否有礙環境衛生與國民健康，及是否已達與廢棄物清理法第二十七條前十款所定行為類型污染環境相當之程度，即認該設置行為為污染環境行為，概予禁止並處罰，已逾越母法授權之範圍，與法律保留原則尚有未符。」司法院大法官解釋檢索系統：https://www.judicial.gov.tw/constitutionalcourt/p03_01.asp?expno=734。

³⁰ 參閱司法院釋字第 619 號解釋：「對於人民違反行政法上義務之行為處以裁罰性之行政處分，涉及人民權利之限制，其處罰之構成要件及法律效果，應由法律定之，以命令為之者，應有法律明確授權，始符合憲法第二十三條法律保留原則之意旨

否符合法律保留原則，其審查流程應先判斷是否符合法律授權明確性原則之要求後，方得審查是否逾越法律授權之範圍³¹。

依國內學者之見解，有認為臺灣存託憑證亦為「經主管機關核定之其他有價證券」，並舉現行「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」（1996年2月6日修正發布名稱前為「募集與發行臺灣存託憑證處理準則」）為依據³²。惟依證券交易法第22條第四項規定：「依前三項規定申報生效應具備之條件、應檢附之書件、審核程序及其他應遵行事項之準則，由主管機關定之。」顯見證券交易法第22條第四項之授權為一特定授權，其文義並明確言明針對該條第一項至第三項有關申報生效應具備之條件、應檢附之書件、審核程序及其他應遵行之事項授權主管機關定之；且其授權目的係將實施申報生效制有關法律執行之細節性及技術性事項，授權由主管機關訂定具體執行之規則。因此，其授權規定之範圍已具體明確限定在有關募集及發行有價證券之申報生效應具備之條件、應檢附之書件、審核程序及其他應遵行之事項。若依證券交易法第22條第四項規定之文義觀之，主管機關依其特定授權規定所訂定法規命令之具體範圍，必須限定在有關募集及發行有價證券之申

（本院釋字第三九四號、第四〇二號解釋參照）。」司法院大法官解釋檢索系統：https://www.judicial.gov.tw/constitutionalcourt/p03_01.asp?expno=619。

31 參閱司法院釋字第682號解釋協同意見書（大法官林錫堯）：「法規命令是否符合法律保留原則，其審查流程應先判斷是否符合法律授權明確性原則之要求後，方得審查是否逾越法律授權之範圍；本案涉及法規命令是否符合法律保留原則之審查。按對於法律保留之事項，除因其屬於國會保留事項而必須由法律自行規定者外，立法者得授權行政機關訂定法規命令，以補充法律之不足。然基於授權明確性原則，授權訂定法規命令之法律，其授權之目的、內容及範圍必須明確。故授權明確性原則實係法律保留原則之補充與具體化，於審查法規命令是否符合法律保留原則時，除非立法者自始並未授權，否則不能免於是否符合授權明確性原則之審查。如經審查後認該授權法律符合授權明確性原則，始進一步審查法規命令是否逾越法律授權之範圍。如認法規命令規定內容已逾越法律授權之範圍，且係就法律保留事項為規定，則該逾越法律授權範圍之規定，即有違法律保留原則。」司法院大法官解釋檢索系統：https://www.judicial.gov.tw/constitutionalcourt/p03_01.asp?expno=682。

32 參閱賴英照，最新證券交易法解析：股市遊戲規則，頁13-14（2017）。

報生效應具備之條件、應檢附之書件、審核程序及其他應遵行之事項，而不得任意附加其他事項，始符合授權明確性原則。

就法規命令之訂定及發布程序而言，法規命令之內容應明列其法律授權之依據，並不得逾越法律授權之範圍與立法精神（行政程序法第 150 條第二項）；且行政機關擬訂法規命令時，除情況急迫，顯然無法事先公告周知者外，應於政府公報或新聞紙公告，載明訂定之依據（行政程序法第 154 條第一項第二款），並得依職權舉行聽證（行政程序法第 155 條）。最後，法規命令之發布，尚應刊登政府公報或新聞紙（行政程序法第 157 條第三項）。經查「募集與發行臺灣存託憑證處理準則」或現行「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」第 1 條僅明定其授權依據為證券交易法第 22 條第四項規定，並未將證券交易法第 6 條第一項納入，且現行「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」第 3 條第七款雖對臺灣存託憑證有所規定，但僅為定義性規定，亦非授權依據。因此，實難謂「募集與發行臺灣存託憑證處理準則」或現行「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」可作為核定臺灣存託憑證為證券交易法上有價證券之法律依據。

4.3.2 逾越法律授權範圍之判斷

若經授權明確性之審查後，認為法規命令規定內容已逾越法律授權之範圍，且係就法律保留事項為規定，則該逾越法律授權範圍之規定，即有違法律保留原則³³。

由於證券交易法第 22 條第四項之授權範圍僅授權主管機關於其授權子法訂定關於募集及發行有價證券之申報生效行政執行之細節性、技術性事項，主管機關即不得任意擴張規範之範圍，而為額外之規範。證券交易法第 6 條規定為一定義性條文，其定義範圍涉及整部證券交易法所稱有價證券之意義，不僅證券交易法中之其他條文使用該條「有價證券」之名詞時，應依從該定義性條文之定義；且就主管機關依證券交易法中之授權條款訂定發布

³³ 參閱前揭註 31。

之法規命令，其所能適用之對象及範圍亦然。因此，主管機關依授權規定訂定執行申報生效之細節性、技術性事項之範圍，其適用對象亦應限定在已被定義為證券交易法第 6 條之有價證券，始為合法。若主管機關擅自將非屬證券交易法第 6 條所定義之有價證券納入授權子法中，要求人民亦應適用證券交易法第 22 條第一項至第三項有關應先申報生效之規定，鑑於證券交易法第 174 條第二項第三款對於違反同法第 22 條之行為本身設有刑事處罰規範，一旦違反則必然伴隨刑事處罰，故如以法律授權主管機關訂定發布法規命令作為補充規定時，其授權亦應符合具體明確之原則³⁴。亦即，證券交易法第 6 條第一項授權主管機關行使有價證券核定權，因係適用證券交易法中刑事處罰規定之前提要件，其性質上屬於層級化法律保留中之絕對法律保留事項，若主管機關於證券交易法第 6 條第一項規定以外之授權命令中另為訂定，顯係另外就法律保留事項而為規定，即違反授權明確性原則。觀諸金融監督管理委員會向來核定政府債券、公司股票、公司債券以外之「其他有價證券」為證券交易法第 6 條第一項規定之有價證券時，均說明其法律依據為「依證券交易法第六條第一項規定辦理」，即本於斯理。因此，若逕行認為依證券交易法第 22 條第四項授權規定所訂定公布之「募集與發行臺灣存託憑證處理準則」（現更名為「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」）可作為核

³⁴ 參見司法院釋字第 443 號解釋：「憲法所定人民之自由及權利範圍甚廣，凡不妨害社會秩序公共利益者，均受保障。惟並非一切自由及權利均無分軒輊受憲法毫無差別之保障：關於人民身體之自由，憲法第八條規定即較為詳盡，其中內容屬於憲法保留之事項者，縱令立法機關，亦不得制定法律加以限制（參照本院釋字第三九二號解釋理由書），而憲法第七條、第九條至第十八條、第二十一條及第二十二條之各種自由及權利，則於符合憲法第二十三條之條件下，得以法律限制之。至何種事項應以法律直接規範或得委由命令予以規定，與所謂規範密度有關，應視規範對象、內容或法益本身及其所受限制之輕重而容許合理之差異：諸如剝奪人民生命或限制人民身體自由者，必須遵守罪刑法定主義，以制定法律之方式為之；涉及人民其他自由權利之限制者，亦應由法律加以規定，如以法律授權主管機關發布命令為補充規定時，其授權應符合具體明確之原則。」司法院大法官解釋檢索系統：https://www.judicial.gov.tw/constitutionalcourt/p03_01.asp?expno=443。

定有價證券之法律依據，應解為已違反授權明確性原則。

5. 證券交易法第 165 條之 2 增訂之背景及適用爭議

5.1 證券交易法第 165 條之 2 增訂之背景

我國於 2012 年 1 月 4 日為促進證券市場國際化，促使依外國法律組織登記之外國公司來我國募集、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與保障投資人權益，遂修正證券交易法增訂外國公司之定義（證券交易法第 4 條）及外國公司章（證券交易法第五章之一、第 165 條之 1、第 165 條之 2、第 165 條之 3），同時並有違反相關規定時之刑事及行政處罰（證券交易法第 171 條、第 174 條、第 175 條、第 177 條、第 178 條），期能使申請來臺第一上市（櫃）、登錄興櫃及第二上市（櫃）之外國公司於準用我國證券交易法時能留有法律適用及調整上之彈性。其中，外國公司申請來臺第一上市（櫃）係適用證券交易法第 165 條之 1 規定，而外國公司申請來臺第二上市（櫃）係適用證券交易法第 165 條之 2 規定。

首先，觀諸當時金融監督管理委員會於 2010 年 10 月 24 日在立法院財政委員會之近半年重要施政說明：「三、健全金融市場發展……（二）持續推動海外優良企業來臺上市（櫃）並強化管理機制。……2.為增加臺灣存託憑證（TDR）發行管道多元化，引進 TDR 總括申報制及非參與型 TDR；另為衡平國內外企業之管理，將第一上市（櫃）及登錄興櫃之外國企業於我國、境外募資、補辦公開發行、發行員工認股權憑證及減資等納入規範，於 99 年 5 月 19 日修正發布外國發行人募集與發行有價證券處理準則。3.為強化臺灣存託憑證（TDR）資訊揭露之即時性，本會前已督導證交所完成『TDR 資訊揭露專區』之建置，使投資人得快速查詢 TDR 外國發行人於證交所及其原股上市地證交所公告之相關財務業務資訊，且業於其規章增訂 TDR 外國發行人如於其原上市地國『主動』發布重大訊息，應『同時』於我國揭露，

並訂有相關罰則。至於是否導入與原上市交易所同步暫停交易機制，本會亦已請證交所審慎研議中。4.為強化外國企業來臺上市（櫃）之管理，研議修正證券交易法，使來臺上市（櫃）之外國企業得比照國內公開發行公司適用證券交易法之相關規範，刻正由行政院審議中。³⁵」似亦認為當時證券交易法對於外國企業來臺上市（櫃）之規範並不完善，故為外國企業來臺上市（櫃）之管理，必須研議修正證券交易法，使來臺上市（櫃）之外國企業得比照國內公開發行公司適用證券交易法之相關規範。

其次，依金融監督管理委員會 100 年年報指出：「證券交易法係證券市場管理之主要依據，其立法與執行之良窳，牽動影響證券市場能否健全發展，向為各方所矚目。本次證券交易法部分修正條文業經總統 101 年 1 月 4 日公布。本次修正條文共計 26 條，修正重點及預期效益包括：（一）完備外國公司來臺第一、二上市（櫃）相關法制，增訂外國公司專章及相對應之處罰規定，以符合法律明確性及罪刑法定原則，以利監理，並建構健全有效率的證券市場。³⁶」即明示增訂外國公司專章及相對應之處罰規定，其目的是為符合法律明確性及罪刑法定原則。

5.2 證券交易法第 165 條之 2 之適用爭議

觀諸臺灣高等法院 105 年度聲再字第 36 號刑事裁定³⁷及最高法院 105 年

³⁵ 參閱立法院公報，第 99 卷第 55 期，委員會紀錄，頁 377，2010 年 10 月。

³⁶ 參閱行政院金融監督管理委員會，100 年年報，頁 15，2012 年 6 月。

³⁷ 臺灣高等法院 105 年度聲再字第 36 號刑事裁定：「然證券交易法第 165 條之 2 之立法理由為：『一、本條新增。二、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），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，

度台抗字第 583 號刑事裁定³⁸之見解，竟從證券交易法第 165 條之 2 之立法理由出發，認為證券交易法第 165 條之 2 之規範對象與臺灣存託憑證無關。因此，現行證券交易法對於臺灣存託憑證之規範依據何在，實務上似有疑義。

本文以為，所謂臺灣存託憑證，性質上為我國存託機構與外國公司簽訂存託契約，而由我國存託機構依我國法在我國境內發行用以「表彰」登記在存託機構、保管機構或其指定之人名義下之外國發行公司股份之憑證。由於存託機構發行臺灣存託憑證所表彰之外國發行公司股份，限於該「外國公司

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。』可知證券交易法第 165 條之 2 增訂之目的係因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我國證券交易法之相關規定，僅就其有價證券於我國募集、發行及買賣之行為，除主管機關另有規定外，準用我國證券交易法相關條文規定為管理、監督。……足認臺灣存託憑證並非第二上市櫃公司經證券交易所或證券櫃檯買賣中心同意上市或上櫃買賣之股票或有價證券，而證券交易法第 165 條之 2 既係在規範第二上市櫃外國公司有價證券於我國募集、發行及買賣之管理、監督，準用我國證券交易法相關條文之規定，自與臺灣存託憑證無關……。」司法院法學資料檢索系統：http://jirs.judicial.gov.tw/FJUD/index_1_S.aspx?p=j0ibzFcXTjyP686ld7D1fhcFEHXQxwIIDUFgytendJc%3d。

38 最高法院 105 年度台抗字第 583 號刑事裁定：「原裁定則說明：……（二）、依抗告人行為時應適用之九十九年五月十九日修正之『外國發行人募集與發行有價證券處理準則』第三條第二、三、七款關於第一上市（櫃）公司、第二上市（櫃）公司及台灣存託憑證之用詞定義，及郭土木教授出具之法律分析意見，載明台灣存託憑證之發行地與交易地皆在台灣等情，足認台灣存託憑證並非第二上市（櫃）公司經證券交易所或證券櫃檯買賣中心同意上市或上櫃買賣之股票或有價證券，而證券交易法第一百六十五條之二立法目的，既係在規範第二上市（櫃）外國公司有價證券於我國募集、發行及買賣之管理、監督，準用我國證券交易法相關條文之規定，自與台灣存託憑證無關。因認抗告人所提出之前揭立委函文及郭土木教授之前揭法律分析意見係誤解證券交易法第一百六十五條之二之規範對象及立法意旨。而以抗告人聲請再審意旨所述及所提出之證據資料，與刑事訴訟法第四百二十條第一項第六款之規定不符，因而駁回其再審之聲請。經核並無違誤。」司法院法學資料檢索系統：http://jirs.judicial.gov.tw/FJUD/index_1_S.aspx?p=ut6inkU8kEHoWTO5lf1DbA5peVRg20k2DWCQFw6w8o1%3d。

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」（亦即已在國外證券交易所掛牌上市），為使已在國外證券交易所掛牌上市之「外國公司所發行股票或有價證券」，亦能在臺灣申請掛牌上市或上櫃，在交易架構之設計上，遂由存託機構發行臺灣存託憑證，用以「表彰」外國上市公司所發行之股份。因此，在立法政策上，鑑於存託機構所發行之臺灣存託憑證係用以「表彰」登記在存託機構、保管機構或其指定之人名義下之外國發行公司股份，因此募集、發行及買賣臺灣存託憑證之管理、監督機制，宜比照外國上市公司直接於我國證券交易所或證券櫃檯買賣中心募集、發行及買賣股票之管理、監督機制。有鑑於此，在立法技術上，我國證券交易法第 165 條之 2 即採用與證券交易法第 165 條之 1 相類似之規範模式，皆明定其所應準用我國證券交易法之具體條文。

至於實務上，則將由存託機構發行臺灣存託憑證向證券交易所或證券櫃檯買賣中心申請同意上市（櫃）買賣一事，稱為外國公司申請來臺第二上市（櫃），其發行、募集及買賣屬於證券交易法第 165 條之 2 規定所規範之對象及適用範圍。學理上，為區別證券交易法第 165 條之 1 與證券交易法第 165 條之 2 在適用對象之不同，故通稱證券交易法第 165 條之 1 規定適用於外國公司申請來臺第一上市（櫃），而證券交易法第 165 條之 2 規定則適用於外國公司申請來臺第二上市（櫃）³⁹，而後者即為適用於發行臺灣存託憑證之情況。有鑑於此，證券交易法第 165 條之 2 爰規定「外國公司所發行股票或表彰股票之有價證券已在國外證券交易所交易者或符合主管機關所定條件之外國金融機構之分支機構及外國公司之從屬公司，其有價證券經證券交易所或證券櫃檯買賣中心同意上市或上櫃買賣者」，準用同法第 6 條有關有價證券之規定，故名稱上或可將該種有價證券稱為「準用有價證券」。

由此觀之，上開臺灣高等法院 105 年度聲再字第 36 號刑事裁定及最高法院 105 年度台抗字第 583 號刑事裁定之見解，竟然認為證券交易法第 165 條之 2 之規範對象與臺灣存託憑證無關，對於該條規範內容之釋義，顯有適

³⁹ 參閱王志誠等，前揭註 4，頁 288-289。

用法律之重大錯誤。

6. 結論

我國對於外國公司來我國第二上市（櫃）之規範係採行折衷模式。2012 年 1 月 4 日增訂證券交易法第 165 條之 2 規定時，對於申請來我國第二上市或第二上櫃之有價證券，始明定其有價證券在中華民國募集、發行及買賣之管理、監督，準用證券交易法第 6 條規定。

首先，在 2012 年 1 月 4 日增訂證券交易法第 165 條之 2 規定以前，國內實務上對於臺灣存託憑證是否為證券交易法第 6 條第一項所規定之「經主管機關核定之其他有價證券」，存在重大爭議。證券主管機關雖認為臺灣存託憑證係屬「外國之其他具有投資性質之有價證券」，但最高法院 105 年度台抗字第 925 號刑事裁定則認為，存託機構在我國內所發行之臺灣存託憑證，雖是「表彰存放於保管機構之外國發行人有價證券」，仍與該外國發行人在外國發行之「外國有價證券」本身有別。本文以為，我國現行對於有價證券範圍之定義，係採用有限列舉、概括授權之規範模式。基於授權明確性原則，證券主管機關在行使證券交易法第 6 條第一項所授予之核定權時，均應嚴格遵守應有之法定程式。亦即，證券主管機關除應於公告中明確說明「依證券交易法第六條第一項規定辦理」或表明係「依據證券交易法第六條第一項規定」，並應依中央法規標準法第 7 條及行政程序法第 174 條之 1 規定，依法揭示其法律授權依據。法律上倘若設置指示性規定或概括性準用規定，應根據可預見標準審查，依一般受規範者標準判斷之。因此，從一般受規範者標準之角度，應認為財政部民國 76 年 9 月 12 日（76）臺財證（二）字第 00900 號公告所稱「外國之其他具有投資性質之有價證券」，並未將臺灣存託憑證明確納入。

其次，證券交易法第 6 條第一項授予主管機關行使有價證券之核定權，因係適用證券交易法中刑事處罰規定之前提要件，其性質上屬於層級化法律保留中之絕對法律保留事項，若主管機關於證券交易法第 6 條第一項規定以

外之授權命令中另為訂定，顯係另外就法律保留事項而為規定，即違反授權明確性原則。又「募集與發行臺灣存託憑證處理準則」或現行「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」第 1 條僅明定其授權依據為證券交易法第 22 條第四項規定，並未將證券交易法第 6 條第一項納入，且「募集與發行臺灣存託憑證處理準則」或現行「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」第 3 條第一款雖對臺灣存託憑證有所規定，但僅為定義性規定，亦非授權證券主管機關核定臺灣存託憑證為有價證券之依據。因此，若逕行認為依證券交易法第 22 條第四項授權規定所訂定公布之「募集與發行臺灣存託憑證處理準則」或現行「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」）可作為核定臺灣存託憑證為有價證券之法律依據，應解為已違反授權明確性原則。

最後，臺灣高等法院 105 年度聲再字第 36 號刑事裁定及最高法院 105 年度台抗字第 583 號刑事裁定雖認為證券交易法第 165 條之 2 之規範對象與臺灣存託憑證無關，但其觀點顯然與 2012 年 1 月 4 日增訂證券交易法第 165 條之 2 規定之立法意旨相悖，應屬錯誤見解。

參考文獻

中文書籍

- 王志誠、洪秀芬、陳俊仁、邵慶平，〈《實用證券交易法》〉，5 版，新學林出版，臺北（2018）。（Wang, Chih-Cheng, Hsiu-Fen Hung, Chun-Jen Chen & Ching-Ping Shao, *The Practicality of Securities and Exchange Act*, 5th ed., New Sharing Publishing, Taipei (2018).）
- 廖大穎，〈《證券交易法導論》〉，3 版，三民書局，臺北（2008）。（Liao, Ta-Ying, *The Introduction of Securities and Exchange Act*, 3d ed., San Min Book, Taipei (2008).）
- 賴英照，〈《最新證券交易法解析：股市遊戲規則》〉，元照出版，臺北（2017）。（Lai, Ying-Chao, *The Latest Analysis of Securities and Exchange Act: The Rules of Stock Market*, Angle Publishing, Taipei (2017).）

中文期刊

- 方元沂，〈有價證券的定義與投資人保護〉，《真理財經法學》，第 2 期，頁 93-114，2009 年 3 月。（Fang, Yuen-I, *The Definition of Securities and Investor Protection*, *Aletheia University Journal of Financial and Economic Law*, no. 2, at 93-114, Mar. 2009.）
- 王志誠，〈國際板之建置及改革：外國公司來臺上市之監理架構及對投資人之保護機制〉，《存款保險資訊季刊》，第 30 卷第 1 期，頁 30-68，2017 年 3 月。（Wang, Chih-Cheng, *The Establishment and Reformation of International Board: The Regulatory Structure and Investor Protection Mechanism to Foreign Issuers to Apply Listing of Securities in Taiwan*, *Deposit Insurance Information Quarterly*, vol. 30, no. 1, at 30-68, Mar. 2017.）
- 王志誠，〈有價證券之核定與授權明確性原則——兼評最高法院 105 年度台抗字第 925 號刑事裁定〉，《裁判時報》，第 70 期，頁 20-31，2018 年 4 月。（Wang, Chih-Cheng, *The Approval of Securities and Authorization Certainty Principal—With Comment on Year 2016 Tai Kang Tzu No. 925 Criminal Ruling of Supreme Court*, *Court Case Times*, no. 70, at 20-31, Apr. 2018.）

- 洪令家，〈內線交易再進化：談衍生性金融商品之內線交易〉，《東吳法律學報》，第 29 卷第 2 期，頁 117-155，2017 年 10 月。(Hung, Ling-Chia, The Evolution? A Comparative Study on the Insider Trading Regulation in Derivatives Between Taiwan and the US, Soochow Law Review, vol. 29, no. 2, at 117-155, Oct. 2017.)
- 許宗力，〈論法律明確性之審查：從司法院大法官相關解釋談起〉，《臺大法學叢》，第 41 卷第 4 期，頁 1685-1742，2012 年 12 月。(Hsu, Tsung-Li, Legal Certainty and Judicial Review: Beginning with Analyzing Relevant Interpretations of Justices of Judicial Yuan, National Taiwan University Law Journal, vol. 41, no. 4, at 1685-1742, Dec. 2012.)
- 劉連煜，〈資本市場發展視角下的臺灣國際板市場 (臺灣 F 股及 T 股) ——外國公司來臺第一上市及第二上市的規範問題〉，《法令月刊》，第 64 卷第 4 期，頁 43-51，2013 年 4 月。(Liu, Lien-Yu, With the Development View of Capital Market on Taiwan International Board Market (F-shares and T-shares): The Normative Problems of Foreign Issuers to Apply Primary and Secondary Listing of Securities in Taiwan, The Law Monthly, vol. 64, no. 4, at 43-51, Apr. 2013.)
- 戴銘昇，〈論證券交易法上之「有價證券」〉，《華岡法粹》，第 38 期，頁 137-182，2007 年 7 月。(Tai, Ming-Sheng, On the “Securities” of Securities Exchange Act, Hwakang Law Review, no. 38, at 137-182, July 2007.)

中文論文集

- 許宗力，〈行政命令授權明確性問題之研究〉，《法與國家權力》，頁 215-268，增訂 2 版，月旦出版，臺北 (1993)。(Hsu, Tsung-Li, Research on the Issue of Clarity and Definiteness of Executive Regulation Authorization, Law and the Rights of State, at 215-268, 2d rev. ed., Lawdata Publishing, Taipei (1993).)

其他中文參考文獻

- 立法院公報，第 99 卷第 55 期，2010 年 10 月。(Gazette of Legislative Yuan, vol. 99, no. 55, Oct. 2010.)
- 行政院金融監督管理委員會，100 年年報，2012 年 6 月。(Financial Supervisory Commission, Republic of China (Taiwan), 2011 Annual Report, June 2012.)

歷史介紹，臺灣證券交易所網站：<http://www.twse.com.tw/zh/page/about/company/history.html>（最後點閱時間：2018 年 8 月 3 日）。（Timeline, Taiwan Stock Exchange Corporation (TWSE), <http://www.twse.com.tw/zh/page/about/company/history.html> (last visited Aug. 3, 2018).)

英文期刊

- Gabaldon, Theresa A., *A Sense of Security: An Empirical Study*, 25 J. CORP. L. 307 (2000).
- Globerman, Kyle M., *The Elusive and Changing Definition of a Security: One Test Fits All*, 51 FLA. L. REV. 271 (1999).
- Knepper, Zachary T., *Examining the Merits of Dual Regulation for Single-Stock Futures: How the Divergent Insider Trading Regimes for Federal Futures and Securities Markets Demonstrate the Necessity for (and Virtual Inevitability of) Dual CFTCSEC Regulation for Single-Stock Futures*, 3 PIERCE L. REV. 33 (2004).
- Sharma, Seema G., *Over-the-Counter Derivatives: A New Era of Financial Regulation*, 17 L. & BUS. REV. AM. 279 (2011).