

# 證券交易法之現狀與未來

## ——期許建構體制完善的證券法規

編目：證券交易法

出處	月旦法學雜誌，第217期，頁93~107	
作者	曾宛如教授	
關鍵詞	有價證券、薪酬委員會、法人犯罪功能、兩罰制、轉嫁責任	
摘要	<p>欲發展健全的資本市場，需仰賴體例完善的證券法規，尤其國際局勢變化，使我國資本市場有邊緣化之虞，且近年資本市場流動性弱化，更使我國面臨不利的競爭地位，故更應重新檢視證券法規，力求改善不足之處，更應思考如何打造更具競爭力的法規範。</p> <p>我國證券交易法不僅規範證券與其募集、交易，尚且涵蓋公開發行公司之部分公司法制規範，未來應就主要缺失加以改善，更應思考證券交易法整體定位及我國資本市場長遠之發展。</p>	
重點整理	解評	<p>一、我國證券交易法目前之架構與缺陷：</p> <p>(一)現行架構</p> <p>我國證券交易法(以下簡稱證交法)充斥著與公司法制相關之規定，例如：股東會召集通知之方式、股東會召集通知應列舉之事項、董事改選與解任、董事資格、審計委員會之職權及薪資報酬委員會之設置等，此等規定似乎傾向由證券交易法負起規範功能。</p> <p>證交法之主要架構，包括本質上應有之部分、尚有大量公司法制與公司治理之規定，及主管機關之監理、透過市場之經營權異動、資本市場構成員之規範及市場不法行為之處罰等，共同建構出證交法主要部分。</p> <p>(二)現行法之缺陷</p> <p>我國證交法修正頻率非常密集，惟如此修正恐怕並未使證交法更加完善或體系化，幾次修正皆屬較片段或小主題的改變，並未針對證交法整體作成完整修正，故我國證交法條文越來越多，體系亦紛雜，而欠缺較整體性、體系化之法規。</p>

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！

<p><b>重點整理</b></p>	<p>解評</p>	<p><b>1.有價證券範圍過於狹隘：</b>  我國有價證券以經法律明文規定及主管機關核定者為限，實在過於狹隘、不理想。有相當多之「資金招募」行為不在本法規範範圍，例如：靈骨塔投資、連動債等，亦顯露出證交法與期貨交易法分別規範所生之許多漏洞。  →英國：體認金融商品多樣化，界線已日漸模糊，故制定金融服務法時（the Financial Services Act 1986），即決定揚棄「證券」之用語，改用「投資」取代。  →美國：雖以證券為標的，但範圍相當廣泛。</p> <p><b>2.審計委員會與監察人定位不清：</b>  審計委員會由獨立董事所組成，成員依公司法第202條，本為公司業務執行機關之一員，此與監察人立於業務執行機關之外，而僅單純監督公司業務執行情況非常不同，惟我國證交法第14條之4將監察人之規定準用於審計委員會，並就監察人之部分規定準用於審計委員會之成員（即獨立董事），依此種立法，易使人理解為審計委員會仍為監察人制度之變身。  審計委員會之設置，已使公司內部機關權限「質變」，立法者不宜逕套用監察人之規定於審計委員會之中。</p> <p><b>3.薪酬委員會之功能弱化及其與公司法制之衝突：</b>  董事薪酬分為報酬、酬勞，前者為股東會權限、後者為董事會權限，惟依薪酬委員會之運作而觀，不分酬勞或報酬，均由薪酬委員會統一建議，與相關規定(例如：證交法第14條之6及「股票上市或於證券商營業處所買賣之公司薪資報酬委員會設置及行使職權辦法」等規定)有牴觸之處。  如此將使一個整體的薪酬設計，有可能分成兩個機關審議之問題。</p> <p><b>4.公開說明書定義及責任要件：</b>  公開說明書在資本市場中具有重要之地位，係發行市場中最重要的公開文件。證交</p>
--------------------	-----------	--

<p><b>重點整理</b></p>	<p>解評</p>	<p>法於第13條、第30條至第32條，皆有出現公開說明書等語，惟範圍略有不同。</p> <p>有疑義者如下：</p> <p>(1)證交法第 31 條僅提到募集有價證券，證交法第 32 條(民事責任條文)以「前條」公開說明書為規範標的，使得「因出賣、上市、上櫃(及興櫃)而準備之公開說明書，若內容不實，是否有證交法第 32 條民事責任之適用」？</p> <p>(2)發行人募集與發行有價證券處理準則中，尚有因證交法第 42 條補辦公開發行及私募有價證券擬上市或於證券交易營業處所買賣前應先補辦公開發行而準備的「補辦公開發行說明書」，是否與公開說明書相同？投資人可否據此主張受證交法第 32 條之保護？</p> <p><b>5.一般反詐欺條款與財報不實之疊床架屋：</b>  2006年增訂證交法第20條之1，導致證交法第20條第1項在法律規定要件上形成與美國法上不同概念。即財報不實將導致發行人、董事長、總經理，會計師，發行人之在上面簽名之職員分別負無過失責任、過失責任及推定過失責任。  此又與證交法第32條中，公開說明書只有發行人負無過失責任有所不同，難以理解為何為不同之規範。  且，證交法第20條作為一般反詐欺條款，約有3大主流規範區塊：財報不實、內線交易與操縱市場，惟我國現在分別有證交法第20條之1、第155條及第157條之1等相關規定就前開事項進行規範，則證交法第20條第1項保護範圍，實所剩無幾。</p> <p><b>6.內線交易之構成要件與所欲保護之法益不明確：</b>  以「主觀要件」而論，行為人只需知悉未公開之重大資訊且有交易即為已足，或交易必須係因知悉該消息而為始構成，此等仍存在許多疑義，故實務上有意引進「安全港條款」，惟制度設計仍在溝通中，故尚未立法。</p>
--------------------	-----------	---

<p style="text-align: center;">重點整理</p>	<p style="text-align: center;">解評</p>	<p>又我國證交法所欲保護之法益為何？將影響許多構成要件之解釋。例如：消息受領者之責任如何建構、駭客侵入電腦獲知未經公開之重大訊息進而交易是否違法等問題。若借鏡歐盟，則確保資本市場之可信及投資人之信心，為懲罰內線交易之主要原因；若以美國為師，詐欺即成為理論基礎，自亦有民事責任。</p> <p>我國似於兩者間擺盪，造成許多構成要件解釋之困難。</p> <p><b>7. 刑事責任設計不良：</b></p> <p>我國證交法經多次修正後，刑事責任不斷加重。惟刑事責任輕重不一，例如證交法第171條及第174條，違反證交法第20條的刑事責任，顯較違反證交法第32條為重，卻無實際理由可說明為何責任輕重不一。</p> <p>甚者，證交法第179條規定：「法人違反本法之規定者，依本章各條處罰其行為之負責人」，該行為之自然人所負之刑事責任，究竟是法人刑事責任之轉嫁？抑或是「自己責任」？此涉及我國證券交易法對法人犯罪之立法政策，若此問題不解決，爭議將層出不窮。</p> <p>二、未來修法應重新思考之問題—如何型塑一個體例完整的證券法規：</p> <p><b>(一) 資本市場未來發展之整體規劃</b></p> <p>因現代市場之金融商品樣態豐富且多元，我國可考慮將證交法及期貨交易法整併為一部法律，將可防堵許多現存漏洞。</p> <p>更長遠來看，應重新思考我國資本市場未來發展之前瞻性，而為完整的通盤考量為是。</p> <p><b>(二) 公司治理之深化</b></p> <p>我國應認真思考以下兩個問題：</p> <p>1. 以我國之企業環境，董事乃至高階經理人之薪酬應由何機關規定？</p> <p>→我國公司法第196條規定董事報酬應經股東會決定或由章程規定。董事紅利，屬於盈餘分派，依公司法第228條，應經股東會決定。故董事薪酬大部分為股東會權限，</p>
---	---------------------------------------	---

<p style="text-align: center;">重點整理</p>	<p style="text-align: center;">解評</p>	<p>惟其薪酬不以報酬與紅利為限，例如：離職金、日常其他經濟利益之享有等，均非股東會所得決議，而依公司法第29條屬董事會權限。</p> <p>故，董事部分薪酬給付確實可受「董事會」之庇蔭，故我國引進薪酬委員會之設置，惟該委員會設置相關缺失已如前述。</p> <p>2.薪酬的決定機關若無法盡善盡美，有無其他輔助措施，例如：充分資訊揭露？</p> <p>我國在資訊公開上十分保留，以級距方式揭露，且項目上亦不夠精確。</p> <p><b>(三)民事責任之整頓</b></p> <p>1.證交法第20條之1與證交法第32條之比較： 本文認為，凡損害對象不確定、損害金額無法預估之民事責任，要件設計上需謹慎，即「主觀構成要件」應予限縮。</p> <p>以證交法第20條之1為例，本條正係損害對象不確定、損害金額無法預估之情況，此時採用無過失責任及推定過失責任是否適當？</p> <p>證交法第20條之1制定之初，似仿證交法第32條之制定體例，惟證交法第32條之損害對象及金額，皆屬確定或可得預計。故，應廢除證交法第20條之1，並重新調整證交法第20條，若我國並無意將證交法20條第1項、2項構成要件作不同設計，則不妨直接刪除證交法第20條第2項，蓋因財報不實本身即係有價證券買賣有關的一種證券詐欺行為，無需特別規定，而後釐清證交法第20條第1項之主觀要件。</p> <p>2.證交法第32條用語： 證交法第32條第1項使用「虛偽、隱匿」等用詞，但同條第2項之責任卻是無過失或推定過失責任，顯有扞格。解決之道應可將證交法第32條第1項修正為「公開說明書，其應記載之主要內容有不實之情事者……」。一方面刪除「前條」之文字而使公開說明書之解釋不再受限之外，亦以中性字眼表達客觀要件，避免爭議。</p> <p>3.證交法第157條之歸入權及證交法第157條之</p>
---	---------------------------------------	--

【高點法律專班】

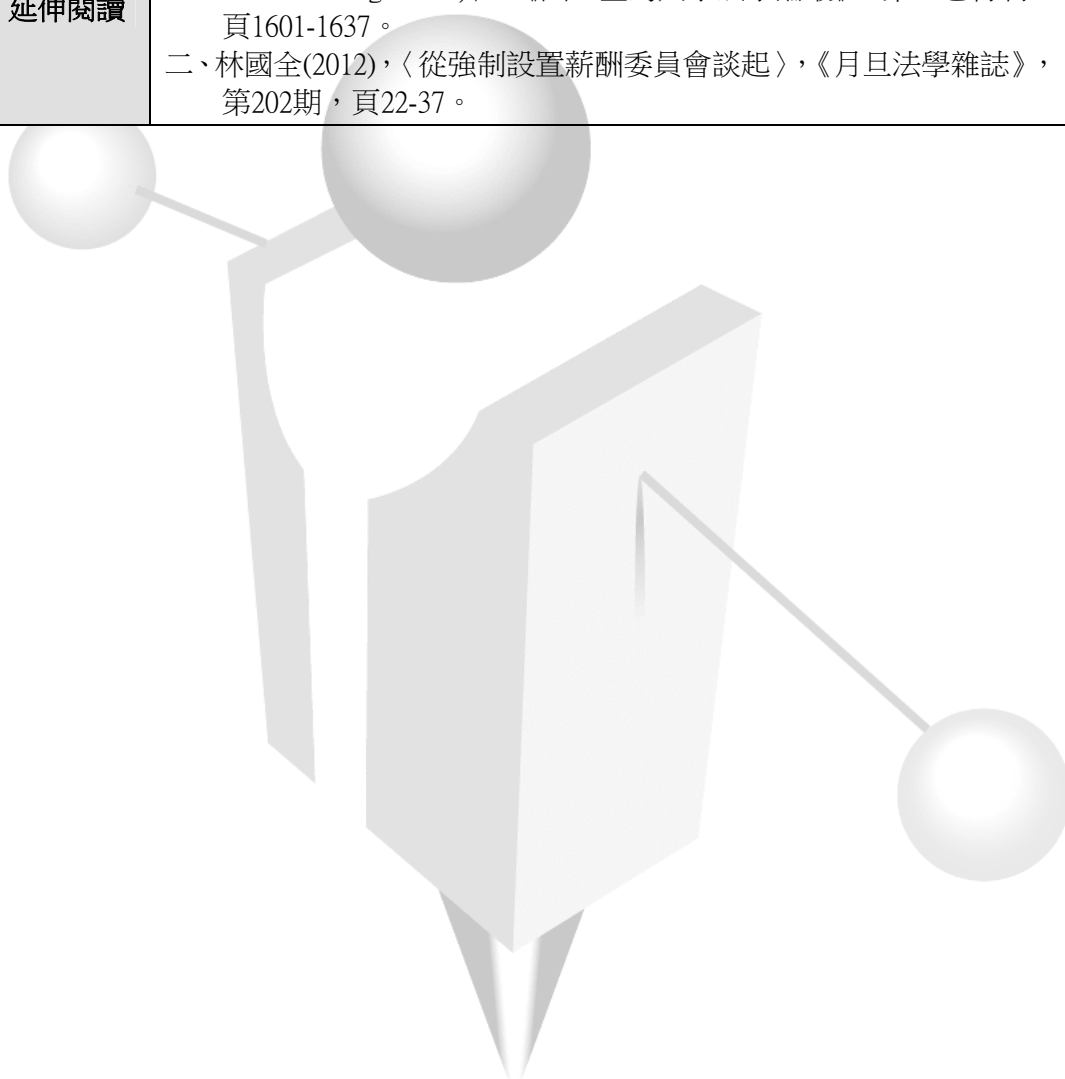
版權所有，重製必究！

<p>重點整理</p>	<p>解評</p>	<p>1的損害賠償政策之重新考慮： 內線交易保護法益之定位改變，將對內線交易應否有民事責任產生連動影響，若未來擬放寬內線交易行為主體，應思考法規及理論的一體性。</p> <p><b>(四)法人犯罪之再建構</b></p> <p>倘若法人無法成為犯罪主體，則自然人透過控制從屬關係之建立恐可輕易掙脫法律控制，亦可能發生法人與自然人間互推責任之情形。</p> <p>→若採「轉嫁制」，（以財報不實為例）該行為之負責人可能同時負有代罰責任與自己責任，實屬不公。</p> <p>→若採「自己責任」，則對法人則無任何制裁，與現代公司責任發展之趨勢有違。</p> <p>→於公司責任與刑法理論折衷下，「兩罰制」似乎最符合刑事政策及現代資本市場之現狀。故證交法第179條立法體例，似可參考金融控股公司法第65條之規定，修正為：「法人違反本法之規定時，除依本章規定處罰行為人外，對於該法人亦科以該條之罰鍰或罰金」。惟仍需考量其餘配套措施，例如如何追究影子董事或控制股東責任、或提高自然人之刑責等。</p> <p>三、結論： 欲發展健全的資本市場，需仰賴體例完善的證券法規，尤其國際局勢變化，使我國資本市場有邊緣化之虞，且近年資本市場流動性弱化，更使我國面臨不利的競爭地位，故更應重新檢視證券法規，力求改善不足之處，藉以打造更具競爭力的法規範。</p>
<p>考題趨勢</p>	<p>一、我國有價證券定義範圍過於狹隘之問題為何？ 二、審計委員會及監察人之定位？ 三、公開說明書之定義及責任要件？ 四、法人可否成為內線交易之主體？其與行為之負責人間之關係？</p>	

## 【高點法律專班】

版權所有，重製必究！

延伸閱讀	<p>一、林仁光(2012)，〈2011 年公司法與證券交易法發展回顧：公司治理之強化(Developments in the Law in 2011: Corporate Law and Securities Regulation)〉，《國立臺灣大學法學論叢》，第41卷特刊，頁1601-1637。</p> <p>二、林國全(2012)，〈從強制設置薪酬委員會談起〉，《月旦法學雜誌》，第202期，頁22-37。</p>
------	---



## 【高點法律專班】

版權所有，重製必究！