

壹、引言——公開原則與實質管理原則

在進入證交法有關公司資訊公開以及資訊不實等內容之前，筆者要簡單介紹證交法兩個核心概念：公開原則與實質管理原則。公開原則與實質管理原則主要描述證券管理的兩種不同方式。簡單的說，公開原則就是要求公司主動將自身的資訊公開，使投資者可以有足夠的資訊判斷是否購買該公司的股票；實質管理原則是由證券主管機關制定相關的標準，並實質的審理公司是否達到相關的標準，作為准否公司公開發行股票之條件。

而公開原則與實質管理原則，實際落實在證交法的管理手段即在Chapter3「有價證券之發行、募集、私募」中所提到的「申報制」與「核准制」兩個概念。這兩個概念沒有孰優孰劣，也並非完全的互斥，純粹就是立法價值選擇。讀者先對於這兩個上位概念有這樣的印象即可。

貳、公開原則

公司發行有價證券最主要的目的在於向大眾籌集資金，讀者們未來都有可能成為某家公司的投資人，也都會希望自己所投資的公司體質健全，當然期望能夠完整的了解投資公司的狀況，而公司也應該盡可能使投資人了解其整體營運狀況，所以，公開原則即為保障投資人的重要關鍵。

一般而言，公開原則保障功能有三¹：

一、執行之效力（enforcement effect）

係指資訊公開有助於法律的執行。

二、公眾反應（public reaction effect）

係指資訊公開，公眾對於公開資訊的反應，可督促經營階層履行其應注意義務。

三、告知功能（informative function）

當投資人對公司營運感到不滿時，可能會選擇離開公司或是轉讓持股，但決定是否轉讓持股、何時轉讓持股或以何價位轉讓持股，則有賴於資訊的公開，此功能與證券交易最為相關。

1 曾宛如，證券交易法原理，2012年8月六版，頁34-35。

爲了使公開原則能發揮上述功能，並提供投資人相關資訊作爲投資判斷的依據，一般而言，公開原則應具備以下的條件，才能發揮功能²：

- 一、確保公開內容之正確性
- 二、確保公開內容之完整性
- 三、確保公開內容之可信賴性
- 四、確保公開內容符合時效性而非僅是單純提供過去的事實
- 五、公開之內容應讓一般投資人易於取得並瞭解相關內容（利用容易性）
- 六、確保公開內容之效益性（在成本與效益間維持一定的平衡，力求以對公司最小的成本達成對投資人最大的保護效益）

參、資訊公開

進入資訊公開的討論之前，讀者可以設想如果自己是一間公司的老闆，是否會對於強制資訊公開的要求有些疑慮？爲何公司必須要被迫揭露內部的訊息？強制資訊公開之正當性爲何？請參考以下專論。

2 郭大維，證券交易法公開原則之初探，證交資料第 578 期，2010 年 6 月，頁 5。

專題討論

強制資訊公開的正當性³

資訊公開原則是現今趨勢，但亦有學者對於強制資訊公開提出一些否定假說，可作為改良現有資訊公開制度的參考。

理論	說明
效率資本市場假說 (the Efficient Capital Market Hypothesis)	1. 一個有效率的資本市場，股價會充分反映所有可得的資訊，而在市場是有效率的前提下，公司為得到投資人的認同，勢必衡量相關利益，公布相關資訊，所以要求強制公開並不具必要性。 2. 此說以市場價格所能反映的資訊種類，又分為下列三個子類型 (1) 弱勢效率市場假說：假定市場價格可以充分反應「所有歷史及現存的資訊」。 (2) 半強勢效率市場假說：假定市場價格可以充分反應「所有歷史資訊外，尚包括所有公開資訊⁴」。 (3) 強勢效率市場假說：假定市場價格可以充分反應「所有歷史資訊外，尚包括所有公開與未公開的資訊」。 3. 批評 (1) 市場是否能產生足夠的資訊，值得懷疑。 (2) 資訊一經使用，將會耗盡。 (3) 公司將需要花費成本準備資訊，然成本卻是股東的支出。

3 本專論主要整理自：曾宛如，證券交易法原理，2012年8月六版，頁37-47。曾老師裡面總共提到了「(1)效率資本市場假說(the Efficient Capital Market Hypothesis)；(2)成本效益分析(the Cost-Benefit Analysis)；(3)資產組合理論(the Portfolio Theory)；(4)代理理論(the Agency Theory)；(5)反詐欺之真諦」等五種理論，但最後兩個筆者認為相對之篇幅較薄弱，故暫不介紹。本專論讀者看過有印象即可。

4 這裡所稱的公開資訊包括：盈餘、股利、財務報表、公司狀態以及其他公開披露的財務訊息等等。

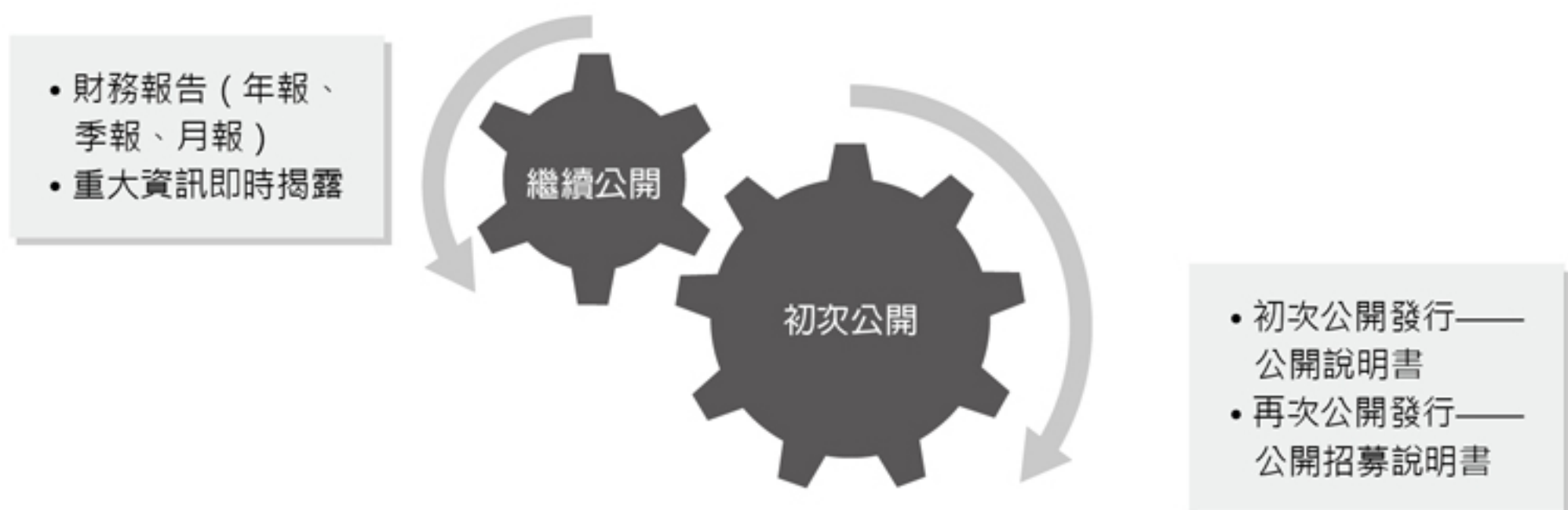
成本效益分析 (the Cost-Benefit Analysis)	1. 由於證券管理必須評估效益是否大於成本的問題，故提出此說的學者，對強制公開的必要性抱持懷疑的態度。 2. 批評 (1) 以成本效益分析進行討論本身就有盲點，因為經濟學者並無法提出成本與效益的具體說明數字。 (2) 強制公開某方面的確節省了成本。
資產組合理論 (the Portfolio Theory)	1. 透過資產組合，分散投資標的可以減少個別風險，則個別公司的資訊就會顯得不重要，所以強制公開並無必要。 2. 批評 (1) 並不是每位投資者都會採取分散風險的投資方式。 (2) 就算採取資產組合，並非所有投資標的均為公司股票，可能分散於股票、票券、房地產等等。

公開原則一般可分為資訊公開與管理公開，在這裡我們集中於資訊公開的討論。資訊公開主要目的在於使投資人能判斷證券的價值，但進一步的問題為：哪些屬於資訊公開的內容？

首先，可以從投資大眾需要資訊的訊息來源作區分⁵：

企業財務業務 資訊揭露	類型包含： 1. 財務報告之定期揭露（證交 § 36 I）。 2. 財務報告之即時揭露（證交 § 36 III）⁶。 3. 公開說明書之編製及交付（證交 § § 30、31）。
證券市場供需 資訊揭露	類型包含： 有價證券（或不動產投資信託受益證券）取得或公開收購之揭露（證交 § 43-1 I、II、V）⁷。

其次，也可以從公司發行有價證券之階段去思考各個階段資訊公開義務的要求，茲以下圖表示之：



一、初次公開

主要是企業於募集、發行證券時，應將發行公司本身之財務、業務狀況向投資人公開。又可分為(一)初次公開發行：需準備公開說明書等公開資料；(二)再次公開發行：需準備公開招募說明書。

5 王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，實用證券交易法，2015年10月修訂四版，頁130。

6 關於定期揭露與即時揭露，皆為下述「二、繼續公開」的內容。

7 有關公開收購之相關說明，請讀者可參考Chapter9「公開發行公司之管理：公開收購」。

初次公開發行中，公開說明書扮演著舉足輕重的角色，因公開說明書是投資者在決定是否投資公開發行公司之主要依據，依證交法第13條：「本法所稱公開說明書，謂發行人為有價證券之募集或出賣，依本法之規定，向公眾提出之說明文書。」茲將公開說明書相關問題說明如下：

(一) 公開說明書之目的與功能

公開說明書為發行市場非常重要的參考文件，也是投資者判斷是否進行投資的重要依據，避免被詐欺，具有「平衡發行人與投資人在初級市場資訊不對等之功能」。

(二) 公開說明書之編撰原則以及內容

1. 公開說明書的編撰原則

依「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」（下稱公開說明書記載準則）第2條⁸，要求其內容具「正確性」以及資訊具有「時效性」。

2. 公開說明書應記載內容

依公開說明書記載準則第6條⁹，應記載事項主要有「公司概况、營運概況、發行計畫及執行情形、財務概況、特別記載事項以及重要決議」。

(三) 公開說明書之交付

1. 公開說明書之交付義務人？

(1) 發行人：

依證交法第13條之「發行人為有價證券之募集或出賣……向公眾提出說明文書」文義可知，發行人為公開說明書之交付義務人。

8 公開說明書記載準則第2條：「公開說明書編製之基本原則如下：一、公開說明書所記載之內容，必須詳實明確，文字敘述應簡明易懂，不得有虛偽或欠缺之情事。二、公開說明書所記載之內容，必須具有時效性。公開說明書刊印前，發生足以影響利害關係人判斷之交易或其他事件，均應一併揭露。」

9 公開說明書記載準則第6條第2項：「未上市或未上櫃公司辦理現金增資發行新股未對外公開發行、附認股權公司債、轉換公司債、併購發行新股或受讓他公司股份發行新股者，或公開發行公司發行員工認股權憑證、限制員工權利新股，或同一會計年度再次申報對外公開募集發行有價證券者，其公開說明書編製內容應記載事項如下：一、封面、封裏及封底：……。二、公司概况：……。三、營運概況：……。四、發行計畫及執行情形：……。五、財務狀況：……。六、特別記載事項：……。」

(2)承銷商：

①狹義：無交付義務

- A.承銷商非募集有價證券之人；
- B.承銷商依法並無編制公開說明書之義務。

②廣義：有交付義務¹⁰（考試請採此說）

- A.依證交法第31條第1項文義，僅規定「募集有價證券」應交付公開說明書；
- B.承銷商為實際上與認股人或應募人直接接觸之人；
- C.依證交法第32條第1項第3款，承銷商亦負公開說明書之虛偽或隱匿責任，基於「舉重明輕」之法理，虛偽隱匿既然需要負責，交付義務亦無可免；
- D.保護證券投資人，貫徹公開原則。

2. 應交付公開說明書之情形

- (1)依證交法第31條第1項，應交付公開說明書限於「募集有價證券」之情形；
- (2)但於「公開招募老股、申請上市櫃、補辦公開發行」等情形，是否需要交付公開說明書？現行法並無明確的規範，有所疑義¹¹。

3. 交付公開說明書之時點

- (1)理論上，交付公開說明書之時點應在「認股」或「應募」之前；
- (2)但實際上，投資人往往是在「認股」或「應募」之後，才會取得公開說明書¹²。

10 劉連煜，新證券交易法實例研習，2014年9月再版，頁318；賴英照，證券交易法解析（簡明版），2013年4月二版，頁339。

11 賴英照，證券交易法解析（簡明版），2013年4月二版，頁339。

12 實務的流程是：承銷商在報上刊登發行新股或公司債的廣告，有意認股或應募的投資人透過自己之經紀商營業員參與抽籤申請。於認股或應募期間屆滿後，再由券商工會之電腦公開抽籤決定何人中籤。劉連煜，新證券交易法實例研習，2014年9月再版，頁321。

參、考古題

一、選擇題

關於證券交易法對於短線交易及歸入權規定之敘述，何者錯誤？

- (A)短線交易所規範者係為剝奪內部人於六個月內對公司有價證券為買進及賣出之行為所得獲利之規定
- (B)短線交易不須以內部人對該有價證券之買進或賣出實際知悉內線消息為條件
- (C)取得及賣出之有價證券其種類相同者，以最高賣價與最低買價相配，次取次高賣價與次高買價相配，依序計算所得之價差，虧損部分得為折抵歸入利益總額
- (D)買進認售權證之交易係屬於賣出相當之地位，得與買進所屬公司股票或其他以該股票為基礎證券之具有股權性質之有價證券之交易相配

【105 司律】

答案 C

析

Analysis.

本題考得十分的細。

選項(C)錯在最後一句描述「虧損部分得為折抵歸入利益總額」，應該是「如為虧損，不予列入計算」。理由在於，歸入權立法目的在於嚇阻內部人從事短線交易之行爲，不論短線交易是否獲利，均不應從事該等行爲。

A 上市公司董事甲於民國 99 年 1 月 1 日買進 A 公司股票 10,000 股，每股價格新臺幣 11 元；又於同年 4 月 30 日賣出 A 公司股票 30,000 股，每股價格新臺幣 20 元；復於同年 9 月 15 日買進 A 公司股票 30,000 股，每股價格新臺幣 15 元，請問於不考慮證券商手續費及證券交易稅之情形下，A 公司對甲之歸入權行使金額為多少？

- (A)新臺幣 90,000 元 (B)新臺幣 100,000 元
(C)新臺幣 190,000 元 (D)新臺幣 240,000 元

【104 司律】

答案 C

析 Analysis.

本題屬於難度較高的計算題。

買進			賣出		
日期	股數	價格	日期	股數	價格
1/1	10,000	11 元	4/30	30,000	20 元
9/15	30,000	15 元			

就日期觀察，買賣之日期為 1/1、4/30、9/15，所以要計算兩段的短線交易。

第一階段（1/1～4/30）：甲 1/1 以較低價（11 元）買進 10,000 股，較高價（20 元）賣出 30,000 股，針對 10,000 股的部分，因短線交易受有利益，可行使歸入權金額為： $10,000 \times (20 - 11) = 90,000$ 。

第二階段（4/30～9/15）：甲 4/30 以較高價（20 元）賣出 30,000 股，9/15 以較低價（15 元）買進 30,000 股，但 4/30 其中 10,000 股已經計算過歸入權，所以這段期間可以就剩下 20,000 股行使歸入權的金額為： $20,000 \times (20 - 15) = 100,000$ 。

所以，兩者相加，總共可行使歸入權之金額為 $90,000 + 100,000 = 190,000$