

出國報告（出國類別：其他）

參加美國證管會 2013 年第 23 屆
「證券市場發展國際研討會」報告
(23rd International Institute for
Securities Market Development)

服務機關：金融監督管理委員會證券期貨局
姓名職稱：邱科長瑞琴、李專員宜雯
派赴國家：美國華盛頓特區
出國期間：102 年 4 月 13 日至 4 月 28 日
報告日期：102 年 7 月 12 日

摘要

美國證券管理委員會（Securities and Exchange Commission；以下簡稱 SEC）於華盛頓 DC 舉辦第 23 屆「證券市場發展國際研討會」，出席學員分別來自 72 個國家或地區，總計 193 位證券主管機關或證券周邊單位代表出席。本次研討會議題廣泛，包括美國證券監理組織、證券執法架構及執法案例、公開發行公司之監理、特許事業之監理、市場監理調查及其他金融相關議題等，本文內容除就各項議題重點摘述說明外，並就我國執法架構、資訊揭露及公司治理等議題提出相關建議，希望透過學習美國 SEC 相關制度建置與執行，並依據我國市場特性，發展出適合的監理模式，以提升我國證券市場之品質。

目 錄

壹、前言.....	3
貳、重要研討內容摘要.....	4
一、美國 SEC 簡介.....	4
二、美國 SEC 執法架構.....	9
三、會計審計準則規範.....	11
四、SEC 資訊揭露規範.....	16
五、公司治理.....	23
六、證券商執法案例.....	28
七、共同基金及投資顧問監管.....	35
八、內線交易之調查.....	40
九、市場操縱（Market Manipulation）.....	42
十、洗錢防制及境外賄賂法案.....	45
參、心得與建議.....	50
一、執法架構.....	50
二、資訊揭露.....	51
三、公司治理.....	52
附件：證券市場發展國際研討會議程.....	53

壹、前言

美國證券管理委員會（Securities and Exchange Commission；以下簡稱 SEC）為提升各國證券市場監理能力，自 1991 年起，每年固定舉辦「證券市場發展國際研討會」，邀集各國證券監理單位及證交所相關人員共同參與，今（2013）年已是第 23 屆研討會，出席學員分別來自 72 個國家或地區，總計 193 位證券主管機關或證券周邊單位代表出席。

本次研討會除了以課程簡報方式向各國分享 SEC 近八十年來的監理經驗外，並透過分組研討（workshop）、個案分析、邀請業界座談及學者演說等方式，交換各國之實務監理經驗，由於在金融風暴發生期間，SEC 也注意到許多亞洲市場因為擁有其特殊性，而受金融風暴影響層面較小，因此 SEC 也強調，舉辦此研討會並非希望各國積極導入美國式的市場監理模式，而是希望透過各國經驗及理念的交換，彼此互相學習並依各國之市場特性發展出適合的監理模式，以共同提升證券市場之品質。此外，由於證券市場、金融商品及企業的快速發展及國際化，SEC 也希望透過研討會加強與各國的交流，未來如遇到金融詐欺等跨國調查案件時，各國均能互相協助與支持。

本次研討會之議題非常廣泛，內容包括美國證券監理組織（SEC、自律組織等）、證券執法架構及執法案例、公開發行公司之監理（資訊揭露、會計制度、公司治理等）、特許事業之監管（證券商、共同基金及投資顧問等）、市場監理（內線交易及市場操控等）及其他金融相關議題（洗錢防制、境外賄賂法案等），茲就本次研討會重要內容摘要如後。

貳、重要研討內容摘要

一、美國 SEC 簡介

(一) 美國 SEC 起源

1929 年 10 月美國股市大崩盤，美國國會進行聽證會以找出問題及解決方案，最後通過證券法（1933）及證券交易法（1934）以恢復投資人對資本市場的信心，法案有兩個主要目的，一是公開發行證券公司必須告訴大眾關於其業務、其銷售之證券，及投資所涉及之風險的真相；二是銷售及交易證券的人，如經紀商、自營商及證券交易所，必須公平和誠實對待投資人，並將投資人的權益擺在第一位。

美國 SEC 亦因此而生，前揭法案賦予 SEC 三大主要任務，分別為「保護投資人」¹、「維護公平、有秩序及效率之證券市場」及「促進資本形成」，而 SEC 之工作主要為監管美國證券市場，包括頒布規則條例、對違反證券法之行為進行調查及執法行動、監督公司資訊揭露、規範和檢查受監管之實體（如經紀自營商、投資顧問及自律組織等）、監督證券交易所及其他自律組織、監督公開發行公司之會計和審計準則等。SEC 之業務範圍大致並無太大變更，直至 2010 年 Dodd-Frank 法案進一步要求 SEC 頒布 100 條新規則、進行 20 項研究和報告、創設 5 個新辦事處，並賦予 SEC 額外權力，包括監管場外（OTC）衍生性商品市場及避險基金顧問等，使 SEC 之業務範圍有較大幅度之增加。

(二) SEC 監管對象

美國證券市場規模相當大，目前約有 9,500 個發行人，另受 SEC 監管之證券相關事業體則有 5,400 家經紀自營商（175,000 個分支機構）、630,800 個證券經紀人（或證券代表、註冊代表）、11,800 個投資顧問、30,000 家投資公司、

¹ We are the Investor's advocate -- William O. Douglas, SEC chairman, 1937-1939

900 家複合投資公司 (Investment Company Complexes)，此外尚有約 30 個自律組織（除了自律組織外均概算至百位數）亦受 SEC 監督。

(三) 美國 SEC 組織架構

美國 SEC 之組織分為五大部門及其他專門辦公室，五大部分分別為執法 (Enforcement) 部門、企業金融 (Corporation Finance；簡稱 Corp Fin) 部門、交易及市場 (Trading and Markets；簡稱 TM) 部門、投資管理 (Investment Management；簡稱 IM) 部門，及風險、策略及金融創新 (Risk, Strategy, and Financial Innovation；簡稱 Risk Fin) 部門。其中執法部門係最大的部門，負責執行 SEC 的首要目標，即強制遵守聯邦證券法規，其成員大部分是律師，約三分之一人員在華盛頓，另三分之二人員則常駐在各地區辦公室。

此外，SEC 尚有其他專門辦公室，包括法遵檢查辦公室 (Office of Compliance Inspections and Examinations；簡稱 OCIE 或 OC)、法律顧問辦公室 (Office of the General Counsel；簡稱 GC)、首席會計師辦公室 (Office of Chief Accountant；簡稱 OCA)、國際事務辦公室 (Office of International Affairs；簡稱 OIA)、投資人教育及宣導辦公室 (Office of Investor Education and Advocacy)、行政執法官辦公室 (Office of Administrative Law Judges；簡稱 ALJ)、資訊公開辦公室及文件管理服務 (FOIA Office and Records Management Services；FOIA 係指 Freedom of Information Act)、公共事務辦公室 (Office of Public Affairs；簡稱 OPA) 等。

(四) SEC 規模

SEC 總員工人數約 3,785 人，其中執法相關約 1,900 人、企業金融約 500 人、檢查人員約 800 人、交易及市場約 200 人、風險、策略及金融創新約 100 人。SEC 於 2012 財政年度預算約 13.21 億美元，SEC 收取每 1000 美元約 2.24 美分的交易費，2012 財政年度收入為 12.88 億美元。

(五) SEC 委員會

美國 SEC 是一個獨立的監管委員會，不屬於立法、行政或司法部門，SEC 截至目前為止執行三項功能，分別為立法（規則制定）、執行（調查、登錄市場參與者）及司法（行政訴訟裁決、自律組織之紀律處分程序審查等）。

SEC 的委員係由總統任命、參議院批准，任期 5 年且任期交錯（即每年可能都有一組委員任期期滿），委員係全職服務，不得有超過 3 個委員屬同一政黨、不得代表其他政府單位之利益，且必需切斷與私部門的關係。此外，SEC 委員除因國會彈劾而免職外，不會有任何改變，而 SEC 委員會主席僅有當總統職務及國會組成產生政治變化，致總統可能更換 SEC 主席外，亦不會有任何改變。

SEC 的員工主要依循委員會主席的政策方向運作，雖然主席及委員在委員會均各有一票，且委員會的決定係採多數決，然而，實務上大部分的投票結果均為 5-0（全數通過）。此外，SEC 委員會亦必須對下列人員負責：

- 1、美國聯邦法院：有權審理委員會之決定，並評論 SEC 制定之規則。
- 2、美國國會：除須提交年度報告及預算編製外，國會並設有 SEC 監督小組委員會。
- 3、民眾：SEC 的行動必須是透明的，且均須有書面紀錄為基礎。

（六）SEC 執行任務的五大「工具」

前已述及 SEC 的任務包括：保護投資人、維護公平、有秩序及效率之證券市場，及促進資本形成，茲就 SEC 執行前揭任務的關鍵「工具」說明如下：

1、關鍵工具之一：執法

美國 SEC 是一個民事執法機構，較之刑事機構有不同的程序及不同的補救措施，然而 SEC 仍有權發出民事調查傳票（包括文件、證人），且調查不公開，SEC 之執法行動（皆為民事）包括在美國聯邦地方法院提起行動，或由行政法官審理行政訴訟案件。然而，由於 SEC 是民事執法機構，故 SEC 不能搜查及扣押紀錄、不能進行臥底行動、不能竊聽、不能逮捕某人，亦不能判某人入獄（僅刑事當局有權做這些類型的行動），然而 SEC

仍可以將相關事項提交予刑事當局、進行平行調查，並與刑事當局共享相關資訊。

SEC 擁有廣泛的權力，包括調查實際或潛在違反聯邦證券法之情事、確定受調查範圍及被調查之人士或機構，且除了向 SEC 或證交所註冊者外，可對任何人採取執法行動。SEC 的調查通常分為三個階段，先是初步事項查詢（Matter Under Inquiry; MUI），其後為非正式調查，最後再啟動正式調查。相關數據顯示，2012 年 SEC 之執法行動，共查扣 20.8 億美元非法所得，10.2 億美元的罰款，有 1,709 位個人被起訴，且有 651 家發行公司因資訊揭露不足被停止交易。

2、關鍵工具之二：揭露

SEC 對公開發行證券者均要求遵循一完整的資訊揭露制度，有關 SEC 的資訊揭露規範，將於後面章節詳細說明。

3、關鍵工具之三：法規制定

SEC 擁有頒布法令和規章之權限，然而依行政程序法，需先公佈擬議中的規則，徵求和考慮大眾的意見後，最終才能公佈相關法令規章。

4、關鍵工具之四：自律

為有效監管，SEC 會將監管的工作授權給自律組織或其他機構，例如：證交所、經紀自營商、會計準則制定機構等，所謂自律組織（SRO）係會員制組織，依法被授予規則制定、檢查及執法責任，對會員具有權威性，且協助 SEC 監管證券業。

「自律監管機制」係美國證券業監管的重要關鍵，自律組織必須向 SEC 註冊，並符合法定條件，例如經紀自營商依法應註冊為國家證券協會或國家證券交易所成員，經紀自營商自律組織可協助經許可的經紀自營商及相關人員、維持監管資料庫、建立會員行為準則，並透過檢查、調查及紀律處分程序，執行 SRO 規則、聯邦證券法、施行細則等，且可提供爭端解決及仲裁程序。而 SEC 對 SRO 之監管，包括在必要時可以廢除，增加或刪除 SRO 制定之規則，以確保公平管理 SRO，並使 SRO 的自律監管

組織規則與 1934 年（證券）法案或其他法案的目的之一致。此外，SEC 有權對於未能遵守聯邦證券法或 SRO 規則之自律組織進行譴責和懲處，故 SRO 有責任確保自律組織要求成員遵守法遵檢查辦公室（OCIE 或 OC）、交易及市場部門（Division of Trading and Markets）及依自律機構之管理程序進行的監督檢查。

自律監管的好處，在於會員對自律規則的接受程度高，且自律組織具有專業知識，對新規則造成的業務影響具敏感度，再者，自律組織制定規範的限制較政府機構低（例如可以詳盡的禁止性的商業行為標準），且透過將監管、調查和檢查的權力分散在不同的組織，可以降低監管成本，並降低政府的人員需求。然而，SRO 系統亦有潛在成本，包括可能的利益衝突（例如組織可能不願意對會員施加適當的制裁）、不正當利用監管的權力建立進入障礙和其他反競爭效果、與政府監管重複而造成不必要的複雜性和成本，且可能涉及無須合法訴訟程序（如自律組織可以帶走會員做生意的權利，而無須給予會員程序上的權利，因行政程序法僅適用於政府的執法程序）。然而，由於自律組織為維護其長期聲譽（及商業利益），且透過政府對自律組織的監管，故通常可以減少前揭自律成本所帶來的影響。

5、關鍵工具之五：授權

SEC 將訂定會計或審計準則之權力，授權給 FASB 及 PCAOB。

- (1) 授權 FASB 制定財務會計準則：SEC 將 FASB 之準則認定為公開發行公司使用之「一般公認原則」，註冊公司（國內或國外）必須提交依據（或調和為）美國公認會計原則編製之財務報表，或（針對某些外國公司）按 IFRS（IASB 頒布的）編製。
- (2) 授權 PCAOB（Public Company Accounting Oversight Board；美國公開發行公司會計監督委員會）監督公開發行公司的審計、制定審計規則和標準、檢查會計師事務所、調查、懲戒等，PCAOB 之資金來源為所有公開發行公司，並受 SEC 監督。

二、美國 SEC 執法架構

(一) SEC 之調查權

SEC 係由 1933 年證券法 (Securities Act of 1933)、1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934)、1940 年投資顧問法 (Investment Advisers Act of 1940) 及 1940 年投資公司法 (Investment Company Act of 1940) 等相關法令之授權，得進行調查、判斷是否有違法行為，並在法院或透過行政程序進行執法行動，同時，亦允許 SEC 對外國主管機關提供協助。

(二) SEC 之調查

為判斷是否有證據進行執法行動，SEC 有一套調查程序，在調查過程中，SEC 有權透過自願或發傳票 (subpoena) 方式取得文件並從潛在的違法者和第三方取得證詞。然而，SEC 之調查係為瞭解事實及判斷是否有違規行為存在，並不代表一定有不法之行為，因此，調查是非公開的，且通常不對外承認或否認調查的存在。

(三) SEC 調查程序

1、開啟調查

開啟調查的可能途徑包括投資人投訴、線民或吹哨者 (whistleblower) 的舉報、公司的報告或公告、檢查人員或其他辦公室轉介、其他政府管道或自律組織的轉介、新聞報導或學術期刊等公眾資源或風險調查等。

2、展開正式及非正式調查

(1) 蒐集證據

證據之蒐集包括證物及證詞，證物部分以儘量取得電子文件為主，或將書面文件掃描上傳到電子資料庫，以便搜尋及標記；證詞部分則可對證人進行訪問或訊問，另亦可透過其他資訊來源取得相關證據，包括

公開資訊（網路、新聞、SEC 提交的文件、公共資料庫）、公司或受監管機構的內部調查、線民及其他機構的調查等。

(2) 取得發傳票的授權：

SEC 之調查係由委員會授權執法部門（Enforcement Division）的高級官員（Associate Directors）發出正式調查命令（即給予發傳票的權力），調查期間，如涉案人員均能合作，或僅涉及受監管機構需依法令規定出示相關文件等，可能完全無須使用傳票，然而大部分情況下，通常需要發傳票強迫證人作證及提供相關文件，且通常需要透過第三方取得電話紀錄、銀行紀錄、文件或證詞等。

SEC 要求個人或機構提供資訊時，會提供表單 1661（要求受監管單位提供資料而不發傳票時用）及表單 1662（其他非受監管單位或發傳票給受監管單位時用），同時寄送書面要求或傳票，或在取得證詞或訪問前交給證人。表單內容為重要的警告，包括告知個人或機構享有之權利、解釋 SEC 將如何利用他們所提供的資料或證詞、說明提供虛偽陳述或文件可能觸犯刑法等。

(3) 合作：

SEC 於 2001 年的報告中列示企業符合調查合作的要素（一般稱為「Seaboard Report」），並開始接受企業自首或提供相關調查資訊，並於 2010 年開始對個人採取類似措施，即 SEC 目前積極推動的吹哨者（whistleblower）計畫（SEC 強調吹哨者計畫係其 2013 年的重要計畫），鼓勵內部人舉發非法行為並提供獎金。

與個人的合作對 SEC 而言是一種新的調查模式，係採取類似刑事單位使用的方式，包括 proffer agreement（即協議當事人在 proffer session 的言談內容不得作為對抗當事人的證據）、合作協議、緩起訴協議或不起訴協議等，而讓 SEC 考慮與當事人協議合作之考量因素，包括當事人已提供的協助、該事件的重要性、社會利益及當事人的信用風險等。

3、威爾斯程序（Wells Process）（當相關證據證明有違法行為存在時）

在大多數情況下，SEC 執法部門相關人員會發出威爾斯通知（Wells Notice），通知當事人擬對其提起的執法行動（僅有緊急行動或涉及刑事行動時無須發威爾斯通知），並給予當事人陳述意見的機會。當事人可以提供書面聲明，說明 SEC 不應對其提起執法行動的事實及理由，SEC 則會將其建議的執法行動與當事人的陳述共同提交予委員會決議是否採取執法行動，然而，威爾斯程序通常會引導至和解談判之結果。

4、提交「行動備忘錄（Action Memo）」給委員會

SEC 的每一個執法行動均須由委員會同意，因此，必須由 SEC 執法部門員工準備書面建議備忘錄，經其他部門審查及提出意見後，提交給委員會，嗣後並於會議中正式向委員會報告其相關建議，再由委員會於會議中表決是否同意其建議。

三、會計審計準則規範

（一）會計準則之建立

1、美國模式：

《1934 年證券交易法》和修訂《1933 年證券法》除授權 SEC 得對公開發行公司建立會計準則規範外，並授權 SEC 對會計準則制定機構的會計原則是否達到「一般公認」原則進行認定，因此，過去 SEC 均授權美國財務會計準則委員會（Financial Accounting Standards Board, FASB）負責制定美國會計準則。然而，2002 年沙賓（Sarbanes-Oxley Act of 2002；以下簡稱 SOX）法案通過後，除保留了 SEC 該項職權外，更於法案中明訂準則制定機構必須符合的相關要求（標準），爰 SEC 於 2003 年依據 SOX 法案之規範出具政策聲明（Policy Statement），將 FASB 制定之會計準則認定為符合「一般公認」原則，意即 FASB 業符合 SOX 法案要求之標準，包括應為一私人機構、應具有獨立性、應及時考量會計準則變動之必要性以使其符合

時宜、應衡平考量國際趨同的必要性、應考量 SEC 之監管及資金募集應受相關規範限制等。

2、國際模式：

(1) 準則制定機構

國際會計準則理事會 (International accounting Standards Board; IASB) 為準則制定機構，由國際財務報告準則基金會受託人 (International Financial Reporting Standards Foundation Trustees; IFRS Foundation Trustees) 監督其準則之制定。2008 年金融危機爆發後，顯示資本市場監理機構支持之重要性，愛國際財務報告準則基金會 (IFRS Foundation) 於 2009 年成立監督理事會 (Monitoring Board)，作為資本市場監理機構與 IFRS Foundation 間之橋樑，使得採用 IFRS 之證券監管機構得以更有效的執行投資人保護、健全市場及資本形成之任務。

監督理事會 (Monitoring Board) 之成員包括國際證券管理機構組織委員會 (The International Organization of Securities Commissions Board, IOSCO Board)、新興市場委員會 (Emerging Markets Committee, EMC)、歐盟執行委員會 (European Commission)、日本金融服務管理局 (Financial Supervisory Agency of Japan, FSA of Japan) 及美國 SEC。

監督理事會 (Monitoring Board) 之職責包括：核准 IFRS 基金會受託人之任命、審查資金募集是否適當及足夠、對受託人監督 IASB 準則制定過程之審查，尤其是合法訴訟程序、透過受託人使 IASB 注意涉及廣泛公眾利益之事項。

由於監理機關不是標準制定者，故需進行監測及評估標準制定計畫，以確保其適用性，包括透過董事會會議及教育課程監視計畫之發展、研究可能受計畫影響之國內監管要求、檢閱公開草案 (exposure drafts) 及具代表性之意見函 (comment letters)，及對重大事項進行內部簡報。

(2) 國際財務準則之實務運作

美國 SEC 長期以來致力於減少國際會計及揭露慣例之間的差距，希望增加財務報告資訊之可比較性、增加跨境資本形成之效率，及減少財務報告合規成本，因此，SEC 向國會報告採用以原則為基礎的會計制度時，亦點出國際會計標準化的好處，包括為在全球投資企業或產業之投資人提供更佳的可比較性、更有效地將有限資金配置至投資標的、降低資金成本（國際會計準則能消資重複編製二套財務報告的成本，並使企業更容易在更多資本市場募集資金）。

為促進會計準則應用的一致性，以方便監管機構間之溝通，IOSCO 之制度設計包括歐洲證券及市場管理局（The European Securities and Markets Authority；ESMA）、執法資料庫及審查程序、雙邊及特設安排、國際會計準則理事會（International Accounting Standards Board；IASB）和國際財務報告準則解釋委員會（IFRS Interpretations Committee）等。

IFRS 基金會受託人 2012 年策略檢討表示，IASB 將與證券監管機構、審計監管機構、標準制定者、參與會計準則制定之區域機構、會計機構和其他利益相關者合作建構網絡，以確認跨境實務應用的差異之處。IASB 或 IFRS Interpretations Committee 會採取相應的行動如標準的改善或詮釋等方式，解決前揭實務應用的差異。此外，IASB 會與相關部門合作，瞭解哪些地區係採用自行修正後的 IFRSs，並在此情況下，鼓勵前揭地區透明揭露相關差異。

（二）審計

1、會計師的角色：

財務報表及資訊揭露的可信賴性，是投資人資金配置決策之基礎，因此投資人及公司皆依賴獨立於公司及其管理階層外之第三方建立可信賴性。第三方獨立會計師（auditor）應做到檢驗數字、公正客觀的判斷管理階層的會計政策及會計估計，並就財務報告出具查核報告書。

美國最高法院於審理美國對 Arthur Young & Co.的訴訟時，做出以下結

論：「財務報表準確是不夠的，必須讓大眾也瞭解它們是準確的。大眾對公司財務報告的可信度的信心，取決於大眾瞭解外部會計師（auditor）是獨立且專業的，如果投資人認為會計師（auditor）是審計客戶的擁護者，則將使審計職能本身的價值流失」。

2、審計工作

審計工作包括審查財務紀錄及帳務，並就財務報告在所有重大方面是否依照適用的財務報告架構編製乙節出具意見，其目的係為提供合理的保證，此合理的保證係高水平的保證，然而由於測試及取樣程序的限制，且涉及判斷及估計與詐欺的可能性，使審計工作無法達到 100%的絕對保證。此外，審計工作無法對企業未來的生存發展（viability）提供保證，亦無法對管理階層的經營效率或效益提供資訊。

財務報表的審計工作包括對財務報表揭露之金額及事項進行抽查以檢驗證據、評估管理階層所採用的會計原則及重大估計，及評估財務報表整體之表達，然而現在出現許多超級會計師，即會計師除了記帳外還要知道很多事，包括理解複雜的會計和工具、內部控制專家、估價專家、精算師、客戶服務及初階員工的教師。

（三）會計師的獨立性

SOX 法案的參議院委員會報告中曾就會計師的獨立性明確說明表示：「會計師的獨立性是這條法例的中心。大眾對公開發行公司財務報表真實性的信賴，係來自於他們相信會計師（auditor）具有獨立性（獨立於其審計客戶之外）」。

會計師獨立性的重要，可從 2000 年安隆（Enron）之會計師費用看出端倪，2000 年安隆給付予會計師事務所的顧問服務費用達 2 千 7 百萬美元（會計師事務所幫助安隆使用某此結構商品以達到某種會計結果），而審計費用約 2 千 5 百萬美元（會計師並不反對安隆對結構商品的會計處理以達到其對整體財務報表的意見），顯見該會計師事務所因收取安隆公司的大量顧問服務費，而巳不具獨立性，並影響其財務報表之真實性。因此，2002 年的 SOX 法案為會計

師獨立性做了下列規範，包括：

- 1、會計師應向獨立的審計委員會提交報告。
- 2、會計師為審計客戶查核簽證時，不得同時提供某些非審計服務。
- 3、事先許可（pre-approval）要求：會計師事務所於提供審計及非審計服務前，須事先經發行公司之審計委員會許可。
- 4、審計合夥人（audit partner）輪替要求。
- 5、冷靜期：會計師事務所與審計客戶間人員聘任之旋轉門條款，即公司之執行長、財務長、會計長或相當職務之人，若曾服務於提供簽證服務的會計師事務所，且於當年度查核工作開始之一年內曾參與查核該公司，則會計師事務所當年度之查核工作係屬違法。
- 6、審計及非審計費用的揭露。
- 7、公司與會計師（auditor）應有共同責任維護會計師（auditor）實質上或外觀上的獨立性，而評估會計師（auditor）對公司的獨立性並非僅是會計師（auditor）之責任。

前揭第 1 點之審計委員會，係於董事會下成立之功能性委員會，負責財務報告及資訊揭露之監理，由外部獨立董事組成，且至少應有一位符合條件之財務專家（主要係針對財務報告部分），審計委員會重要功能包括問尖銳的問題、理解問題的答案，並正確地傳播訊息，審計委員會之功能在 SOX 法案之規範中係十分重要之一環。

（四）會計師的監督

- 1、公開發行公司會計監督委員會（Public Company Accounting Oversight Board; PCAOB）係因 SOX 法案（Sarbanes-Oxley 法案，2002 年）而成立，為非營利之民間監管機構，負責監督在美國公開交易之公司的會計師，受美國 SEC 之監督。
- 2、PCAOB 的使命：PCAOB 的任務是監督公開發行公司的會計師，以保護投資人權益，並促使公開發行公司編制內容翔實、公正及獨立的審計報告，

以促進公眾利益。其職責包括登錄會計師事務所、檢查、調查及紀律處分程序，及標準設定（審計、品質控制及道德標準和規範）。

四、SEC 資訊揭露規範

（一）資訊揭露之法制架構

- 1、1933 年「證券法」(Securities Act of 1933; Securities Act)：著重於證券之發行，法規內容主要是對證券發行之資訊揭露要求
- 2、1934 年「證券交易法」(Securities Exchange Act of 1934; Exchange Act)：著重於次級市場交易及資訊取得，法規內容主要是要求資訊之更新、維持及普遍可取得性。
- 3、2002 年「沙賓法案」(Sarbanes-Oxley Act)：包括加強財務報告相關規範、建立 PCAOB、強化會計師的獨立性及內部控制等。
- 4、2010 年 Dodd-Frank Act：係因應 2008 年金融危機而頒布之全面性改革法案，內容包括高階經理人薪酬、公司治理和資訊揭露的新規則。
- 5、2012 年「JOBS 法案」(Jumpstart Our Business Startups Act)：要求 SEC 制定相關規則，並應發佈資本形成、資訊揭露和註冊要求之相關研究。

（二）資訊揭露和重大性

1、SEC 規範之適用：

適用於所有涉及有價證券之交易，SEC 對「有價證券」之定義非常廣泛，一般來說除了貸款之外，包括股票、票據、債券及其他具有風險、利潤特性之證券，均可能視為有價證券；至於「交易」則包括要約或銷售、公開或私下交易、在證券交易所或在二個個體間之交易，及涉及有價證券之併購交易等，均須向 SEC 申請或經 SEC 豁免申請。

2、SEC 規範之關鍵概念：揭露、揭露、揭露…

發行人應充分資訊揭露讓投資人知悉，而政府主要是透過制定規範及對資訊揭露之審查，建立充分的資訊揭露架構，降低資訊不對稱性，惟政府並不對任何特定公司之優劣進行評估。

另 SEC 也強調資訊揭露不是一份清單、不是標準的「樣板」語言、不是免責的文件、不是行銷的工具、不是公司宣揚價值的聲明，更不是自動的避風港。所謂資訊揭露是發行人與投資人有效的溝通，需要雙方擁有相等的溝通技巧、會計知識、財務知識、商業或產業背景及法律常識。

3、資訊揭露方法

資訊揭露之方法可分為（1）規則為基礎的方法（Rule-Based Approach）：就特定要求項目揭露；（2）原則為基礎的方法（Principles-Based Approach）：揭露任何對投資人重要的資訊；（3）兩種方法併行。

美國現階段之資訊揭露方法係偏向兩種方法併行之方式，發行人必須在特定項目揭露要求下揭露相關資訊，另發行人亦必須符合一般揭露標準，避免對重大事實的不實陳述，或遺漏重大事實陳述造成誤導，此外，美國亦訂有避風港規則，如對某些情況下之預測性資訊給予免責或對某些類型的公司訂定特殊規定。

4、資訊揭露之目標

- （1）讓投資人知道有關發行人之相關資訊。
- （2）讓投資人比較投資機會。
- （3）由於對可比較性的需求，往往導致規則為基礎之揭露方法。

5、實質重要性的概念（Materiality）

「實質重要性」係美國一九六〇年早期在聯邦證券法確立的準則，一般而言，所謂重大資訊是指當一個理性投資人認為這個資訊在做投資決策時是重要的，而資訊可能是正面或負面的，應包括事實及具體情況，可能為訴訟案件等，然而，直至 2011 年，最高法院仍未就「實質重要性」給予一明確之適用標準。

（三）美國資訊揭露制度

1、SEC 資訊揭露要求之對象

- (1) 公開銷售證券並在美國市場掛牌（典型的 IPO）者。
- (2) 公開銷售證券而未掛牌（常見於債務證券）者。
- (3) 達到最低資產規模及最低股東門檻者：
 - I. 超過一千萬美元資產。
 - II. 全球持有人達到 2,000 人或以上，或全球非 accredited investors 達 500 人或以上（accredited investors 係指合格投資人，根據 SEC 規定，合格投資人必須有至少 100 萬美元的淨財產、至少 20 萬美元的年收入，或者必須在交易中投入至少 15 萬美元，且這項投資在合格投資人的財產中所佔比率不得超過 20%）。
 - III. 美國持有人達 300 人或以上。

2、在美國發行證券除下列發行方式（豁免申請）外，均須向 SEC 申請，惟不論是否須向 SEC 申請，均適用美國證券法令及相關資訊揭露要求：

- (1) 「私募」證券：投資人是具有經驗的或富裕的、禁止一般招攬和廣告、證券不能掛牌或公開銷售。
- (2) Crowd funding（群眾募資）：惟相關規則尚未制定完成。
- (3) 在美國以外發行或銷售的證券（Regulation S）。
- (4) 非證券的商品或交易：如從銀行或其他金融機構取得貸款等。
- (5) 未達資訊揭露最低門檻。

（四）IPO 流程簡介一：發行人籌備及申請

1、盡職調查：

發行人決定公開募集股本後，聘請 IPO 團隊（包括律師、會計師、主辦承銷商及其他專家如印刷、精算師、工程師等）作盡職調查（Due Diligence）後，由 IPO 團隊決定證券最適合的掛牌方式。

所謂盡職調查包括：初步盡職審查（審查員工、資源、管理、基本經營結構、衝突檢查等）、產業比較、揭露主管人員和經理人、商業和法律

文件的審查、會計及內部控制審查、高階管理人員的角色（CEO、CFO、總法律顧問等）。

2、選定證券市場：

(1) 證券交易所

美國目前有 16 個依證券交易法登記之交易所，各交易所均有自己的上市標準和規則（屬自律組織），規模也不同，如：NYSE MKT LLC 擁有 2,300 檔掛牌權益證券、納斯達克 NASDAQ 有 2,700 個掛牌公司，爰各交易所亦依據其流通量、價格、股東人數及盈收等之標準分成不同等級。

(2) 櫃檯市場（OTC）

櫃檯市場係沒有最低掛牌標準、透過經紀自營商所使用的另類交易系統，除經紀商受 FINRA²監管外，於 OTC 掛牌之公司通常規模較小而無須受任何資訊揭露規範（亦無須揭露財務報告）。目前於 OTC 掛牌之證券包括權益證券、公司債、市政債券和衍生性商品等，共計超過 10,000 檔。主要 OTC 市場包括 OTC Bulletin Board (OTCBB)、OTC Markets Group, Inc.等。

3、遞交註冊聲明（registration statement）

註冊聲明（registration statement）係發行人及其顧問團須準備的資訊揭露書件，即所謂的公開說明書，其內容分為兩部分，包括非正式募股說明（Red Herring）及其他額外提交給 SEC 人員的文件或資訊，公司向 SEC 提交之書件均為對投資人公開之資訊（惟新興成長型公司之註冊聲明為非公開資訊）。

4、註冊聲明（公開說明書）之揭露要求

公開說明書應揭露所有投資人關注之事項，並依據 SEC 揭露要求編製，公開說明書應揭露之訊息包括：發行人之業務狀況、風險因素、財務

² 美國金融業監管機構（The Financial Industry Regulatory Authority, FINRA）係於 2007 年將美國證券商協會（National Association of Securities Dealers, NASD）與紐約證券交易所（NYSE）中，負責會員監管、執行和仲裁的部分加以整併，成立之美國最大證券業自律組織。

報表及相關財務資訊、經理人和大股東資訊、發行及募資用途、證券募集之相關訊息等，此外，須向 SEC 提交之額外書件通常包括：重大合約、許可證及章程、法律意見、稅務意見及其他相關認證文件等。茲將揭露重點摘述如下：

- (1) 業務討論：即發行人目前及未來的業務運作，包括：主要產品及服務、主要市場及銷售方式、原料取得及來源、客戶依賴度、存貨管理、產能利用及其他。
- (2) 風險因素：使證券發行具有不確定性及風險性之重要因素，其內容必須簡潔有條理、必須係針對發行人之特有風險而非一般性風險，且不限於與本次 IPO 有關的風險。
- (3) 財務報表及財務資訊：包括最近三年度損益表、現金流量表和股東權益變動表、最近兩年度資產負債表及期中財務資訊等，須以合併基礎編製，惟對新興成長型公司另有特別規定。此外，年度財務報表必須依據美國 GAAS (generally accepted auditing standards, set by PCAOB) 編製，並經向 PCAOB 註冊之會計師事務所查核簽證。至外國公司則可依據國際會計準則理事會 (IASB) 制定之國際財務報告準則 (IFRS) 或其他經美國 GAAP 認可的公認會計準則編製，惟須經差異調節至美國通用會計準則 (GAAP)。
- (4) 與經理人討論與分析公司財務狀況及營運結果 (Management's Discussion & Analysis of Financial Condition and Results of Operation ; MD&A)：「透過經理人的眼睛」呈現發行人的觀點，應包含已知的趨勢及承諾 (即前瞻性資訊所扮演的角色)，並應說明公司的流動性與資本來源等資訊。
- (5) 管理階層資訊 (包括主管人員及董事等)：應包括其背景及經歷、酬金及持股情形、關係人交易等。
- (6) 發行計畫：包括承銷商資訊、承銷費用、募資用途、承銷方式為包銷 (firm commitment offering) 或代銷 (best efforts offering) 等
- (7) 證券說明：包括持有人權益及發行條件，或公司已發行之其他證券之說

明。

有關註冊聲明的所有的資訊均係透過 EDGAR 系統提供予 SEC，且投資人均可透過 SEC 網站 www.sec.gov 免費取得。EDGAR (electronic data gathering, analysis, and retrieval system) 為 SEC 於 1980 年代建置之公共資訊系統，使投資人可透過網路免費取得資訊，SEC 並自 2005 年起循序漸進導入「互動式資料」(eXtensible Business Reporting Language, XBRL；可延伸商業報導語言)之財務資料標準輸入格式，以增加資訊分析利用之便利性。

5、IPO 責任歸屬

在美國證券法之規範下，發行人、承銷商、董事、有權簽章之主管 (CEO、CFO、CAO)、會計師及其他專家等均應對 IPO 負責。SEC 並表示承銷商應就其盡職調查 (Due Diligence) 所扮演的角色負全部責任，由於承銷商係透過 IPO 賺取利潤，故其對發行人應盡合理調查之義務，合理調查亦包括對公司之財務報表編製內容正確性之調查等，因此，一旦 IPO 有任何的問題 (如發行人揭露之資訊有虛偽不實等)，投資人均能向承銷商求償，至於承銷商與發行人、董事、會計師等之責任分攤，則通常由承銷商再透過法律程序進行告訴 (有時投資人會同時對所有相關人員求償)。

(五) IPO 流程簡介二：SEC 的責任和角色

1、IPO 時程：

發行人遞交註冊聲明給 SEC 時，一般不會有證券價格區間，惟此時主辦承銷商開始與機構投資人討論價格，在註冊生效前，SEC 人員會對註冊聲明表示意見，並請發行人提交修正資料予 SEC，此時主辦承銷商會將公開說明書初稿發送給潛在投資人，並開始巡迴說明會 (road show)，嗣 SEC 宣布註冊生效 (例如星期二下午)，則發行人及承銷商會立即洽定 IPO 價格並簽訂承銷契約 (例如星期二下午五點) 後開始銷售證券 (例如星期二下午五點〇一分)，並於隔天開始於證交所交易 (例如星期三上午九點

半)。

2、SEC 之角色：

SEC 於發行人提交註冊聲明後，SEC 人員即會進行全面性審查，尤其是財務面及特定項目，其目的係為協助發行人及他人充分和公平地向投資人揭露資訊，使投資人能作出明智的投資決策。SEC 第一輪審查期間為 30 天，於審查後產生第一輪意見，並給予發行人 10 天修正資料（包含資料往返時間，可再延長），SEC 的意見側重於應用美國公認會計原則（GAAP）及在公開說明書中的財務和非財務的資訊揭露內容是否充分，俟 SEC 所有意見均得到解決後，SEC 會依發行人要求之時點宣布生效（即發布時間點得由發行人決定）。

SEC 人員於審查時並不會查核發行人、不約談管理階層、不進行實地審查、不決定發行價格、不決定發行日期、不選擇證券掛牌之交易所、不評價證券、不推薦（或不推薦）證券、不對發行人或證券進行評等、不證明公開說明書中的陳述、不測試公司的產品等，SEC 強調其職責係確認所有重要資訊均已充分揭露，因此，他們必須站在投資人的角度，與投資人所看得到的資訊一致，以確認發行人充分揭露資訊予投資人，故當 SEC 宣布公司申請生效時，係表示 SEC 已確認公司將所有重大應揭露資訊充分揭露，至公司本身之好壞、是否具有投資價值等，均為投資人之投資決策判斷，與 SEC 宣布生效與否無關。

（六）首次公開發行後的揭露義務

發行人於 IPO 之後，須依 1934 年證券交易法規定揭露定期性報告，包括年報（Form 10-K）、季報（Form 10-Q）與及時報告（current report；Form 8-K），並依據其掛牌證券交易所之規則揭露資訊。

（七）「Going Dark」：取消註冊並選擇退出

一旦公司依證券法提交的註冊申請被 SEC 宣布生效，即應依證券法要求向

SEC 提交報告並揭露相關資訊，除非公司達到相關門檻，如發行的類別證券少於 300 位持股人，或發行的類別證券少於 500 位持股人且最近三個年度之資產低於 1 千萬美元，或該類別證券已下市及註銷，始得暫停其申報義務。

五、公司治理

(一) 公司治理之目標

公司治理的目標係「為投資人將企業價值最大化」，所謂投資人包括少數股東和債權人（非經理人或大股東），及更廣泛的利害關係人（如員工、客戶等），由於公司內部人有管理控制權，且無須外部投資人同意即可從公司獲得利益（工資，獎金，津貼，資訊，企業機會等），故公司治理主要係為保護外部投資人（少數股東和債權人）不被內部人（經理人及大股東）侵占。

保護少數股東方式包括下列三種方式：

- 1、公司治理的法令和規範（包括強制性的公司法及公司之自律規範）：法律的保護使投資人和債權人可以較佳的條件融資給企業家，避免公司從外部投資人取得的資產被內部人侵占，此外，一個國家的金融體系如能為企業家提供較佳的機會取得外部資金，亦可使證券有較高的價值及更廣大的資本市場，廣大的資本市場意即股份所有權較為分散，因此，在一個法律保護有效性較高的國家往往股權集中度較低。
- 2、“Wall Street” Walk（賣出股份給其他投資人並退出該公司）：少數股東如對公司之經營階層不滿，可以賣出持股，惟此種方式依賴具有高流動性的市場。
- 3、簽訂私契約：投資人為避免侵占的風險，可以跟公司簽訂契約，要求充分揭露及其他保護措施，如：董事會席次、投票協議、股利表現等，惟私契約之簽訂對小股東之成本過高，故健全的公司治理及企業揭露規範，可以為小股東帶來更大的利益。

(二) 代理問題

1、代理問題主要產生於專業經理人與董事會間及董事會與股東間，茲舉例說明如下：

- (1) 例 1—企業家 (E) 是公司唯一的擁有着：E 將會做出最有效率的決策 (邊際成本=邊際效用)，由於公司每賺取 1 美元的利潤，E 即賺取 1 美元，故 E 將不會花費額外 1 美元的投資，除非公司可以賺回至少 1 美元以上的利潤。
- (2) 例 2—企業家 (E) 是公司唯一的擁有着，並聘請專業經理人經營業務 (CEO)：E 將會持續做出最有效率的決策 (邊際成本=邊際效用)，然而，E 必須確保 CEO 也作出同樣有效的決策。
- (3) 例 3—企業家 (E) 賣出持股給外部投資人以籌集資金，並保留 50% 持股：E 將不再做出最有效率的決策，因為公司每損失 1 美元，E 只損失 0.5 美元，導致 E 可能批准額外的企業支出，然而 E 也可能尋求其他方法彌補自己，例如：薪酬，津貼，資訊和企業機會等，即是因控制權產生的私人利益。

2、代理成本

代理成本 (Agency Costs) = 監督成本 (Monitoring Costs) + 約束成本 (Bonding Costs) + 剩餘損失 (Residual Loss)

監督成本 (monitoring cost) 係委託人為了避免代理人之偏差行為，因而監督並控制代理人之決策所產生的各項成本；約束成本 (bonding cost)：係代理人為了讓委託人安心，因而向委託人保證會作出最佳決策，或在作出次佳決策時補償委託人的各項成本；剩餘價值的損失 (residual loss of firm value) 則是儘管有委託人監督與代理人自我約束的行為，委託人與代理人之間仍然存在尚未解決之利益衝突，導致代理人未能從事最適決策以達到委託人之福利最大化，而造成委託人之利益損失。

3、股東通常不是好的監督者

股東對公司的監督包括：了解公司的運作 (資訊揭露規範)、與其他

股東溝通以交換資訊和做決策（議事規則、代理規則、運作良好的股票市場）、透過相關機制參與公司經營決策（即投票規則、董事會組成規範和其他企業問責機制）、確保對管理階層適當的激勵（即批准執行薪酬）。

然而，股東通常不是好的監督者，因為股東與公司每天的日常營運有距離，且股東是投資人，會尋求分散風險而將自己的資金分散投資在各種企業中，在每個企業保持相對較小的股權，故會有集體行動的問題（Collective Action Problem），即沒有一個或一群股東有誘因代表全體股東監督公司，相反的，投資較為集中的風險資本家可能較有誘因，另長期和短期投資者的角色亦不同，短期投資之股東可能較不希望投資在監督成本，以使其股票價格可以立即增加。

（三）公司治理措施

公司治理措施包括減少經理人和其他內部人詐欺及假公濟私（受託義務、股東訴訟機制）、給予經理人承擔風險、迅速做出決策的彈性（商業判斷規則、補償制度、董事及高階人員保險）、給予有誘因為公司做出有效決策之投資人決策的權力（企業問責機制）、激勵經理人（薪酬制度），茲說明如下：

1、注意義務

注意義務係指高階人員和董事應以注意、技能，並與在類似職務的人一樣的謹慎態度履行其職務（類似於普通法的過失標準），但是股東可能不希望他們的管理人員和董事過於謹慎，由於承擔風險與高報酬有關，因此應鼓勵經理人和董事承擔風險，而不必擔心為損失承擔個人責任，尤其外部投資人能透過投資組合分散降低風險。

為減少注意義務的影響，通常有下列作法：

- （1）商業判斷規則：只要經理人遵循適當的程序作出決定，出於善意（沒有故意不當行為或過失）、沒有利益衝突，且沒有非法行為，則此商業決定免受司法審查。
- （2）補償：公司可能補償經理人因他們的決定所產生的成本、費用和責任（除

非有違反注意義務)。

- (3) 董事及高階人員保險：除了經理人故意違法行為以外的一切行為，均可保私人責任保險。

2、忠實義務

忠實義務係指高階人員及董事應以公司的利益為優先(優於其個人利益)，違反忠實義務之行為包括：自我交易(尋求個人利益)、企業機會、加入競爭對手的公司、防止控制權變動(如經理人可能因擔心失業不希望公司被併購，但併購可能對股東有利)或不誠信(注意義務和忠誠義務的交集)。

3、企業問責機制

包括董事會的組成、股東投票權和委託書徵求、公司控制權市場、股東訴訟、證券法規、收買請求權及守門員等，茲摘述如下：

- (1) 董事會組成：包括獨立董事席次下限、董事長不得兼任經理人(擁有權與經營權分離)、董事會下設置功能性委員會(審計委員會、薪酬委員會、風險委員會、爭議審議委員會)、利害關係人代表(如員工代表等，但美國尚無此機制)。
- (2) 股東投票權及委託書徵求：包括規範需經股東會決議事項(如選任董事、合併與收購等)、投票機制之設計(如特別決議、多數決、累積投票等)、委託書徵求(為符合董事提名程序、股東提案權等)。由於委託書徵求成本很高，如果徵求委託書係公司為了自我防衛，則由公司負擔費用；如果是外部人徵求委託書，則一旦外部人贏了就由公司負擔，外部人輸了則由外部人自行負擔。
- (3) 公司控制權市場：

一個活躍的公司控制權市場可以懲罰績效不彰的經理人，然而收購企圖(委託書之爭、收購要約)須與干擾企業經營之間取得平衡，並應考量忠實義務與現任經理的個人利益之衝突、是否有外部人掠奪或小股東權利凍結之情事。

委託書徵求或提出收購要約時，應揭露收購企圖及所提供的條件且應避免區隔報價，此外，經理人應盡受託義務以獲得最佳價格（**Revlon Duty**；美國德拉瓦州最高法院就 **Revlon** 公司之判例，當企業進行併購時，目標公司之董事應確保出售公司之交易將使股東獲得最好的價格），此外，亦應避免毒藥丸(**poison pills**)³、鎖定選擇權、分手費、白馬騎士(**white knight**)⁴及其他反併購手段對公司之傷害。

- (4) 股東訴訟：美國之股東訴訟權包括直接訴訟（主要是針對造成個人股東損害的行為進行集體訴訟）及衍生訴訟（**derivative lawsuits**；股東代表公司提起訴訟）。
- (5) 證券法規：包括上市規則、揭露要求、股東溝通的要求、防欺詐責任規則等相關法令及規章制度。
- (6) 股份收買請求權：由於少數股東權益容易被凍結，對權益凍結的保護，是給予小股東股份收買請求權，即當合併或出售幾乎所有公司的資產時，退出的股東可以向法院請求取得其所持有股份的「公允價值」。
- (7) 守門員：守門員是指代表股東及董事監督公司的外部專業人士或機構，例如：會計師（查核簽證財務報告）、信用評等機構（評估公司的信用等級）、財務分析師（評估企業經營績效）、投資銀行家（提供公平意見—如收購時提供的評價報告）、律師（提供盡職調查意見書）、委託書諮詢公司（就股東會決議和董事會選舉提出建議）等。

4、高階員工之報酬

高階員工報酬係透過工資、獎金和無償配股及認股權等，給予經理人工作上的報酬，並鼓勵他們增加公司價值。然而，無償配股及認股權雖然可讓經理人持有公司股份，使他們與外部股東的利益一致，惟亦可能鼓勵經理人專注於短期的股票價格波動，因此，**Dodd-Frank** 法案對高階員工薪

³毒藥丸策略(**Poison Pills**)：指企業採取防衛措施，讓收購者對其失去興趣或提高收購困難度，一旦惡意購併者執意發動敵意收購，將如同吃下毒藥丸般，最後自食惡果。

⁴白馬騎士(**white knight**)：在併購防止的策略上有一種叫「白馬騎士」，指當一家公司面臨其他公司的惡意併購時，尋找與自己友善的公司談併購，以抬高自己公司的價值，使惡意併購者因成本增加而退出。

酬有進一步規範如下：

- (1) Say on pay：股東對某些高階員工的薪酬，每三年至少一次諮詢投票，惟投票結果對董事會不具約束力。
- (2) 黃金降落傘：任何經股東會同意的合併或收購，需要揭露高階員工的薪酬及股東對前揭薪酬的不具約束力諮詢投票結果。
- (3) 追償：要求公司對不當行為採取追償機制（至少三年）。
- (4) 揭露：在 annual proxy statement 中額外揭露有關薪酬與業績之關聯。

六、證券商執法案例

（一）鍋爐室（Boiler Rooms）簡介

1、定義：

鍋爐室（Boiler Rooms）係指不道德的經紀商，將銷售人員組成銷售大軍，透過電話名單每日進行上百通電話行銷以尋找潛在的投資者，推銷「每日股票（Stock of the Day）」或「公司精選股票（House Stocks）」，特點是高壓銷售（High Pressure）並釋放誤導訊息，因此對象多為單純的投資人（Unsophisticated Investors）。

2、鍋爐室銷售人員（Boiler Rooms Salesmen）

鍋爐室銷售人員的績效是由在一定期間內以最低的費用可推銷出多少股票來衡量，因此銷售人員並非基於客戶的最佳利益推銷股票，而通常以高壓與時間急迫性的手段來促成交易，由於銷售佣金、抽成及公司獲利才是推動這些交易的最大動力，故銷售人員係透過交易獲利，而投資人則在交易中虧損。

3、鍋爐室股票（Boiler Rooms Stocks）

銷售人員推銷的股票通常是冷門、缺乏流動性，且很少公開訊息或完全沒有公開訊息的股票，由於投資人無法求證其推薦的股票，或可求證時

往往已經太遲了。

(二) 違法的類型 (Violations)

經紀商違法類型包括：不實陳述及故意遺漏 (Misrepresentations and Omissions) — 欺騙或僅陳述部分事實、未授權交易 (Unauthorized trading)、炒單 (Churning)、超額價差利潤 (Excessive Mark-up)。

1、不實陳述及刻意遺漏 (Misrepresentations and Omissions)

(1) 詐欺陳述 (Fraudulent Statements)

在此類案例中，首先可以發現銷售股票時常見的不實陳述及刻意遺漏，銷售人員往往對於其所銷售每日股票 (Stock of the Day) 或公司精選股票 (House Stocks) 所知甚少，或是完全不了解該公司及股票，因此，銷售人員係不斷重複由證券商高層提供的有限資訊，通常是公司提供的一套標準銷售說詞 (Sales Pitch) 或是作業程序以銷售特定股票，而該銷售說詞與公司營運實際狀況關聯性很低或完全無關。

(2) 特定的虛偽陳述 (Specific Misstatements)

即對該股票發行公司之業務、營運情形、產品或財務狀況編造謊言，宣稱擁有該公司的內線消息，或對特定股票的市場承諾，如：這檔股票一定會漲、股價在一個月內一定會漲一倍、公司在背後撐盤、這檔股票只會上漲、保證一定會賺錢等，但重點是必須立刻買進。

(3) 調查程序

先取得證券商有關該股票所有的交易紀錄及資料 (Broker Dealer Records)，並取得證券商及證券商營業員所做陳述的所有紀錄 (Sales Pitch)，訪談所有投資人並取得銷售人員的證詞，最後再進行發行人調查，茲分述如下：

I. 交易紀錄及資料 (Broker Dealer Records)

取得所有與交易有關的紀錄，包含：投資人委託書 (Order Tickets)、成交確認紀錄 (Confirmations)、每月帳戶對帳單 (Monthly Account

Statements)、支付資訊(Payment Information)、銷售人員佣金或抽成計算(Sales Commission or Mark-up calculations)等。

II. 所有陳述及銷售紀錄(Sales Pitch)

尋找並取得所有營業員勸說投資人購買股票的任何證據，包含：營業員的推銷腳本(Sales Scripts)、證券商內部訓練手冊(Training Manuals)、銷售簡報(Sales Presentations)、營業員的個人筆記(Salesman Notes)、推銷電話錄音紀錄(Tapes of Conversations)等。

III. 訪談所有投資人

訪談受害投資人並詢問所有細節，包含營業員如何勸說投資人投資股票、作何類型的承諾或陳述、投資人與營業員的對話是否有書面紀錄或錄音紀錄，並請投資人提供帳戶交易資訊、通訊信件等。

IV. 取得銷售人員的證詞

紀錄營業員的證詞並拼湊出故事的全貌，如：他們對投資人說了什麼、他們對推銷股票的陳述是基於什麼基礎。營業員可能會說出實話以換取減刑或脫罪，但營業員更可能會說謊，故必須根據手中的證據及其說詞來填補案件的缺漏之處。

V. 調查發行人

如果營業員於推銷遊說中提及該股票發行公司的相關事項，須對該發行公司進行調查，包含該公司的財務、業務狀況、產品銷售及合約等事項，以確認營業員之陳述是否為虛偽不實。

(4) 不實陳述即為詐欺(Misrepresentation = Fraud)

如果確定營業員在知情(knowingly)或疏忽的情況下，對於公司重大的事實說謊以說服投資人購買該公司的股票，即視為詐欺行為。

2、未授權交易(Unauthorized trading)

- (1) 定義：營業員在未經客戶授權下，利用客戶帳戶交易的詐欺行為，係鍋爐室情況下常見的明顯違法類型，通常為營業員在業績壓力下，不計代價挺而走險造成。

(2) 未授權交易手法：通常該客戶已透過營業員開戶，故營業員擁有客戶足夠的個人資料，如姓名、地址、稅務資料、身分證號碼等，可盜開客戶帳戶，並在未獲投資人同意或投資人不知情的情況下，利用投資人帳戶進行交易。

(3) 交易執行

如果客戶在證券商戶頭尚有存款，這些存款將會被用來支付未授權之交易；如果客戶沒有存款，證券商及營業員會逼迫及恐嚇投資人承認交易並補足存款，例如：如不付款，其信用將會毀於一旦。

證券商或營業員在客戶發現其未授權交易行為後，可能更進一步對客戶做出虛偽之承諾以確保後續交易順利進行，如：對投資人謊報發行公司股票或市場相關資訊、承諾或保證投資人一定賺錢或對投資人承諾如果完成此次交易，將會在下一檔股票彌補投資人。

(4) 如何察覺

- I. 調查客戶抱怨信件：客戶向公司抱怨交易未獲授權。
- II. 營業員大量取消交易：可能是證券商在進行未授權交易的訊號。

(5) 如何調查

- I. 取得證券商所有相關交易紀錄及資料，如投資人委託書、成交確認紀錄及帳戶對帳單等。
- II. 取得客戶所有書寫之文件，尤其是投資人抱怨信件。
- III. 訪談投資人，其關鍵是調查人員須判斷投資人之陳述可否採信。
- IV. 檢查與訪談證券商及其從業人員，同時須注意該證券商過去是否已有發生過類似案例。

3、炒單 (Churning)

(1) 定義：炒單發生於營業員在管理投資人帳戶及進行交易時，完全罔顧投資人利益及投資目的，相反地，營業員交易的目的僅在於增加交易佣金收入及營業員自己的利益。在美國，營業員如蓄意從事炒單，將被認定為詐欺行為。

(2) 炒單的要件

如要證明營業員有炒單行為，通常必須證明營業員符合炒單的要件，包括營業員掌控投資人帳戶（可分為直接掌控與間接掌控），且營業員藉此進行過度頻繁之交易，罔顧投資人的投資目標，茲分述如下：

I. 控制（Control）投資人帳戶：

所謂控制分為直接掌控及間接掌控，直接掌控係指客戶以書面文件授權證券商代為進行有價證券交易，營業員交易之前無需知會客戶，又稱概括授權帳戶（Discretionary Account）；間接掌控則為沒有正式的書面文件授權，但營業員擁有實質（De Facto）掌控權，通常係單純的投資人，仰賴營業員推薦投資標的進行投資，無法獨立評估股票或管理帳戶。

所謂實質控制權（De Facto Control）係依據下列事實判定，包括客戶並未被告知營業員的佣金抽成資訊、客戶並未被提醒有關於帳戶多項交易之風險、客戶無法取得營業員所推薦交易冷清股票之相關資訊、客戶並未被告知所進行的融資融券交易、客戶甚至完全未被告知交易之進行。

II. 過度頻繁交易（Excessive Trading）

過度頻繁交易之特點，係在短期間內頻繁買賣股票，可由兩項指標進行判定，分別是周轉率（Turnover Ratio）及損益兩平比率（Break Even Ratio），若兩項指標達到特定的水準即為過度頻繁交易。

周轉率（Turnover Ratio）係指投資人每年於證券商帳戶買進交易之總金額與其帳戶內資產之比例，假設投資人帳戶內有 20,000 元，一年內於該證券商帳戶內買進交易之總金額為 100,000 元，則周轉率即為 5。依美國法院過去判例，當周轉率超過 4，即可推斷有過度頻繁交易之可能，當周轉率超過 6，即認定為過度頻繁交易，而過去最高曾有周轉率達到 32 的案例。

損益兩平比率（Break Even Ratio）係為在投資人未虧損的狀況下，

每年支付手續及佣金等費用所需達到帳戶資產之報酬率，假設投資人帳戶內有 20,000 元，一年內支付給證券商之佣金及帳戶費用為 5,000 元，則損益兩平比率為 25%，故投資人之投資報酬率須達 25% 才能損益兩平。依美國法院過去判例，損益兩平比率達 20% 即可推斷有過度頻繁交易之可能，對於保守型之投資人，判斷標準將更嚴格，損益兩平比率達 8% 即可推斷有過度頻繁交易之可能；當損益兩平比率達 12%，即可認定為過度頻繁交易。

(3) 調查步驟 (Investigative Steps)

- I. 需判斷控制權：書面授權文件之概括授權帳戶 (Discretionary Account) 或實質控制權 (De Facto Control)。
- II. 需判斷投資人的投資目標及風險容忍程度：保守型 (Conservative) 投資人或積極型投資人、投機者。
- III. 需要帳戶詳細交易資料以計算比率及費用：投資人委託書、成交確認紀錄、帳戶對帳單及佣金計算方式等。

4、超額價差利潤 (Excessive Mark-up)

- (1) 定義：當證券商做為股票銷售的仲介時 (Broker acting as agent)，佣金費用將於銷售說明書中載明，因有公開揭露，故甚少有濫收之情事，然而，當證券商為自營商或證券賣方 (Broker acting as principal)，由其自有帳戶或自有資產中賣出股票，則可能不揭露交易之價差資訊，因此，SEC 及 FINRA 均規定，證券商應確保此類價差公平且合理。
- (2) 違反超額價差利潤之要件

證券商銷售給客戶之股票價格相較於主要市場價格 (Prevailing Market Price) 不合理 (超額價差利潤)，即屬於詐欺行為。價差利潤係由證券商於同時期對該檔股票的持有成本 (Contemporaneous Cost) 計算，亦即證券商實際取得該檔股票的成本，若證券商持有股票的成本為 10 元，但銷售給投資人的價格為 13 元，則價差為 30%。當證券商銷售給投資人之股票價格相較於公開市場價格價差達 10% 以上時，即認定為

超額價差利潤；若價差為 5%以下時，則需視股票發行時之類型以判斷是否為超額價差利潤。

主要市場價格 (Prevailing Market Price) 的判定需透過多種方式在不同的情境下進行測試，須先判斷該股票是否在獨立且熱絡之市場 (Active, Independent Market) 中交易，並判斷證券商是否為該股票之造市者 (Market Maker)，抑或是由證券商支配且控制之市場 (Dominated and Controlled Market)。若為獨立且熱絡之市場 (Active, Independent Market)，該檔股票同時有多家證券商進行造市，若該證券商為該股票之造市者，則該股票之主要市場價格可由該證券商與其他市場內部證券商交易該檔股票之價格判定，若該證券商非為造市者，股票的主要市場價格則為該證券商對該檔股票同時期的持有成本 (Contemporaneous Cost)，相反的，若該股票是在一個支配且受控制之市場 (Dominated and Controlled Market) 交易，內部證券商交易之股票價格可能不是判斷主要市場價格的依據，因為在此類市場中，股票價格是由證券商所控制。

(3) 調查步驟 (Investigative Steps)

- I. 調查超額價差利潤相當具有挑戰性，如果是市場操控案件可能需要重建某一特定期間之整體股票市場資訊。
- II. 如果銷售之證券商非該股票造市者 (Market Maker)，計算的方式較為單純，只要以自營商於同一期間之成本計算價差即可。
- III. 若銷售的證券商為該股票造市者 (Market Maker)，則需要重建當時市場狀況，以判定當時之市場為獨立且熱絡之市場 (Active, Independent Market) 或被支配且控制之市場 (Dominated and Controlled Market)。

(三) 案例說明

W.J. Nolan & Co. 設立於紐約，是具有悠久歷史的債券公司。在 90 年代末期，美國股票市場不僅相當活絡且交易規模亦非常龐大，因此，該公司決定跨足股票交易。在拓展業務版圖的過程中，該公司犯下的最大錯誤是在不知情的

情況下聘用兩位名聲不佳的員工。這兩位員工負責經營兩家分支機構，旗下銷售員強力推薦 5 檔交易量低且獲利不佳之冷門股票，並僱用她們的姊夫從事交易行為。

而公司從事的不法情事是由券商助理所揭露，因其被公司要求從事推銷，但該助理就其所學認為所銷售之商品不妥，故予以揭發。揭發後檢查官員派駐兩間分支機構，不法情事一一曝光，如未授權交易、未登錄人員進行交易、不實陳述發行及股票資訊及炒單等，調查人員甚至發現所涉炒單之交易周轉率高達 32 倍。調查結束後，9 名銷售員除需繳回所賺取之佣金外，每人並被課以民事罰金 110,000 美元；公司則因未盡法律要求之監督義務，除需繳回獲利外，並需負擔民事罰金，且負責人禁止執行業務 6 個月，最後公司亦因此結束營業。

七、共同基金及投資顧問監管

(一) 共同基金和投資顧問的定義

1、「投資公司」或「基金」：

- (1) 開放式投資公司 (Open-end investment companies) 或「共同基金 (mutual funds)」。
- (2) 交易所買賣基金或稱 ETFs (Exchange-traded Funds)：臺灣稱為「指數股票型基金」，通常註冊為開放式投資公司，不直接對個別投資人銷售或贖回，而是以目前的資產價值，透過機構參與者（如證券經紀商）大量銷售或贖回，投資人可以在交易所買賣 ETF 股份，通常作為投資市場指數的工具。
- (3) 封閉式投資公司 (Closed-end investment companies)，在全國性證券交易所掛牌及交易之基金。
- (4) 單位投資信託 (Unit Investment Trusts)。

2、「投資顧問」係指個人或公司，對下列的人提出建議：

- (1) 共同基金或其他的投資公司。
- (2) 私募基金 (private fund)：如避險基金或對沖基金 (hedge fund)、私募股權基金 (private equity fund) 等。
- (3) 個人 (或獨立帳戶)。

(二) 投資公司之監管

1、一間公司如符合投資公司的定義，則必須在 SEC 註冊為投資公司，並受「投資公司法案」的保護和規範。

2、投資公司可能產生之問題及風險

- (1) 未妥善保管資產：造成資產損失。
- (2) 資產價值評估不當：由於基金申購及贖回的資產估計基礎不正確，將會削弱股份的價值。
- (3) 經理人以其個人利益考量管理基金：投資人可能因他人的獲利而受有損失。
- (4) 未經股東同意改變基金基本政策、管理方式等 (本質)：可能擾亂投資人的財務規畫，並可能是基金為追求報酬而誤入歧途。

3、投資公司規範

- (1) 確保基金持續維持它的基本政策 (本質)，非經股東投票不得改變。

投資公司必須說明其基金之形式、目的及政策，包括開放式或封閉式基金、投資集中度及投資策略等，任何根本性的改變均須多數股東同意。

- (2) 應誠實向大眾說明相關訊息。

投資公司應向 SEC 提交公開說明書，並發送給投資公司股份的買方，公開說明書必須完整及公正的揭露與基金有關的所有重大事實，包括基金的投資目標、主要投資策略、投資風險及基金費用等。此外，已註冊的投資公司須每半年向 SEC 及股東提供真實、無誤導性的報告，基金主要的主管人員及財務人員須證明該報告是正確的、沒有誤導的。

(3) 於銷售或贖回股份時，應實在且公平的定價。

基金只能依目前的資產淨值銷售或贖回，每天須在指定時間計算淨值，並應以目前的市場價格評估資產，如果沒有市場報價，則須由董事會依其誠信按公允價值確定之，此外，股東亦不得個別協商淨值折扣。

(4) 應限制銷售手續費，並限制運用基金資產做促銷。

基金向投資人收取之銷售佣金，最高僅得為目前發行價的 8.5% (FINRA 規則)，而定期定額申購基金之銷售手續費僅得為該計畫下付款總額的 9%，但通常手續費不會這麼高。另為避免濫用基金資產做促銷，1940 年投資公司法案 (規則第 12b-1) 規範，當共同基金要將資產用來做促銷時，應出具書面計畫，並經股東及董事 (包括大多數無利害關係的董事) 同意 (FINRA 規則)，且限制其額度僅得為基金資產的 1%。

(5) 限制投資顧問之報酬應於適當之水準。

基金及其投資顧問間之契約必須明確描述所有支付予顧問的報酬，並經多數董事 (非契約當事人或任何一方的利害關係人) 之同意。

(6) 妥善保管資產 (「託管」要求)

託管係為保障基金資產免於被偷、損失或盜用的風險，因此，基金必須將資產保存在合格的美國銀行，或與經紀自營商 (須為全國性證券交易所成員) 共同維持資產，基金及其託管人也可能將投資組合之證券保存在證券集中保管機構。

(7) 確保誠信經營—利益衝突規範

I. 投資公司法案包含了一系列的規範，禁止各種特定類型的交易，包括假公濟私、關聯交易等，適用於基金及特定人 (基金的關係人) 間，及與基金關係人有關係的人。

II. 禁止的交易：

- ① 禁止基金與關係人間的資產交易。
- ② 禁止基金與關係人間「合資企業」。
- ③ 關係人或與關係人有關係的人通常禁止執行基金的主要資金交易。

- ④基金的主管人員、董事或顧問如要交易與基金所持有或可能買入之同一證券，須遵守特殊規範。
- ⑤投資公司一般禁止對經紀自營商、投資顧問或承銷商擁有權益，或持有他們所發行之證券。
- ⑥當承銷商是基金的關係人，或與基金關係人有關之人時，通常禁止基金購買該承銷商辦理承銷中之證券。

III. 禁止交易的例外

SEC 對於禁止交易的例外程序設計係為減少風險，首先，SEC 採逐案審酌豁免交易限制（當遇到新的情況由整個 SEC 決定，之後常規的情況下由工作人員決定），當 SEC 已在常規的基礎上給予豁免，則工作人員可能會建議 SEC 訂定規則，允許在類似的情況下，所有的投資公司或投資顧問得自動豁免。

(8) 當誠信經營失效時提供保護

為確保誠信經營，投資公司法案對可以從事投資公司相關活動的人加以限制，曾涉及違反美國證券法而被定罪的人或曾經受指使違反證券法的人均禁止在投資公司工作，此外，SEC 針對某些個人，在經過通知並給予進行聽證的機會後，禁止其在投資公司工作。另為保護基金資產不被高階主管或董事詐欺，SEC 規定基金必須依其依法設立之金額購買保險，以防範那些可以取得基金證券或資產的人，而公司規章或章程更不容許任何對基金或股東的不當行為。

(9) 對管理階層之獨立檢查（董事會、股東）

有關董事的獨立性方面，SEC 原即訂有最低的獨立董事要求，依過去經驗，必須有 40%的董事是獨立的，然而 2002 年至今，大部分基金的獨立董事都係透過申請特殊的豁免規定（意即並非完全符合獨立董事資格）。

有關加強獨立檢查方面，除了董事必須由股東選出外，每半年一次的報告須由獨立董事選出的獨立會計師查核簽證，並經基金股東同意，

此外，基金亦必須維持完整的帳冊與紀錄以供 SEC 隨時檢查。

(10) 限制投資公司承擔債務（資產槓桿）

為限制投資公司資產過度槓桿操作，共同基金通常禁止發行債務證券或優先股（如特別股），因為贖回資產時將會消除債務證券或優先股所表彰的資產。

（三）投資顧問的監管

1、投資顧問的定義

投資顧問係指任何人為了「報酬」（廣義的解釋為經濟利益）從事告知別人（直接或透過刊物或著作）證券之價值、適合買入或賣出某證券，或誰發表了證券的分析報告等。而決定某人是否從事「顧問工作」的因素，則包括其是否維持顧問身分、是否因提供建議得到報酬，及是否頻繁而具體的提供建議。（所謂「建議」之定義十分廣泛，任何包括市場趨勢、統計數據或歷史數據、證券類型、建議不要做投資等均涵蓋在內）

投資顧問的例外（雖大致符合投資顧問定義但不列為投資顧問者），包括國內銀行和銀行控股公司、律師，會計師，工程師，教師、經紀自營商、出版商、政府證券顧問、信用評等機構、政府及其分支機構，及任何排除適用 SEC 之規則或命令者。

2、相關規範

SEC 對投資顧問係以原則為基礎的監管，顧問因其受託人之身分 而需負擔的責任義務，包括完整揭露重大事實（利益衝突、懲戒事件及不穩定的財務狀況等）、提供合適的建議、最佳執行及代理投票等。另法令規範亦給予額外職責，包括完整的帳冊及紀錄、合規計畫、職業道德守則及其他活動的限制（包括轉讓顧問契約、績效費、廣告、保管、支付轉介費、政治獻金、以激勵為基礎的酬金等之限制）。

八、內線交易之調查

(一) 內線交易之爭論

「內線交易」在學術界存在不少爭論，雖然部分學者認為，內線交易是可被接受的，因為它可以使市場訊息快速流動（使股票價格快速反映內線消息）、公司可減少給經理人的報酬（經理人可以透過內線交易賺取報酬）；但大部分的學說認為，內線交易是非常糟糕的，因為它將破壞資訊揭露架構（內部人將不願揭露資訊），且因內部人穩賺不賠（heads I win, tails you lose）使沒有內部資訊的人逐漸離開市場，再者，投資人為取得資訊將增加投資成本（亦使公司資金成本增加），且內線交易將增加市場利差而破壞造市功能。因此，調查內線交易至今仍是 SEC 的重要工作項目之一。

(二) 內線交易之調查程序

SEC 由每年約 50 件內線交易案件之調查經驗中，歸納總結調查人員成功調查並起訴內線交易案件所需要的工具及調查程序，然而，這些調查人員仍保有調查程序的彈性，並依據發現的事實追查案件，讓事實說話（follow the facts wherever they may lead）。茲將 SEC 彙整之調查程序摘述如下：

1、辨識重大的非公開資訊（Identify the Material Non-public Information）

在大多數的案例中，這些資訊通常包含：產品發佈、盈餘發佈、合併與收購及研究報告等，確認這些重大資訊公開發佈的精確時間點，同時衡量這些資訊對於股票市場價格的影響。

2、分析交易紀錄（Evaluate Trading Records）

取得交易紀錄以判斷在該檔股票資訊公開前完成顯著數量之成交為何人，同時分析該檔股票過去的價量關係以判斷該筆交易是否異於平常，並查詢可取得的公開資訊以判別該筆不尋常交易是否有其他可能的解釋，公開資訊來源包括：報紙、網站、聊天室、抱怨、股票推薦等。

3、維護時間序表列（Maintain a Time-Line of Events）

準備一份事件發生的時間序表（also called a stuff chronology）

4、約談交易員（Question the Traders）

考慮約談完成該筆交易的交易員並詢問他們為什麼交易該檔股票，在調查的初期階段可透過非正式的約談完成，詢問的問題包括：交易的理由為何？他們是否知悉或者是有管道可以取得重大的非公開資訊？他們是否有任何涉入公司的內部人員有契約關係？是否在股票發行前先行交易？是否有人支付該筆交易（部分或全部）？是否與其他人針對此筆交易有股權協議？

5、要求時間序表（Request a Chronology）

向公開發行交易的公司要求一份時間序表，內容包含：誰的股份被交易？其他的公司是透過何種方式與該公司的非公開資訊產生連結（例如併購夥伴）？時間序表將應該要求公司提供該重大資訊的所有步驟、溝通、討論、導致該事件的會議以及牽涉到訊息發布的相關人士，這將可以顯示出誰可以得知重大的非公開資訊、他們所知道的内容以及他們何時得知。

6、證券商紀錄（Brokerage Records）

取得明顯或高度懷疑有內線交易股票的證券商帳戶紀錄，並回顧這些紀錄以判定這些交易是否不尋常。這些帳戶紀錄必須提供姓名、帳號、第三方交易授權證明、帳戶淨值、帳戶所在地、個別客戶的地理位置、帳戶之交易員及所有的交易活動，並同時取得交易員的溝通紀錄、電話錄音等相關資訊。透過檢視該客戶其他股票交易的紀錄來尋找異常的交易軌跡。

7、電話紀錄（Phone Records）

取得明顯有關人士的電話紀錄、電子郵件和線上即時訊息等，包含行動電話、住家及公司電話。電話紀錄可以顯示出關鍵時刻的接觸（通聯）紀錄及可能得資訊傳送途徑。

8、公司紀錄（Corporate Records）

取得所有與該重大非公開資訊有關的文件，包含電子郵件、管理階層

或董事會紀錄及商業紀錄等。取得可能擁有重大非公開資訊取得管道之員工的行事曆或行事曆排程軟體等資訊。另要求提供公司章程及有關員工涉及內線交易與閉鎖期之相關規範的影本。如果股票發行公司未有相關之規範，證券主管機關可能會要求公司實施相關之規定。

9、銀行紀錄（Corporate Records）

取得銀行相關紀錄以追蹤交易資金的流向。跟隨著資金流動追查誰將從該筆交易中獲利？以及是否透過握有公司負面資訊，以提前賣出股票之方式避免損失或從中獲利？取得的資料包括：每月帳戶對帳單、支票紀錄、存款及轉帳紀錄等，透過轉帳的紀錄可以追查相關人員的資金關係，從中或許可以追查獲利分配方式等。

10、辨別清單（Recognition List）

準備一份可疑人士的名單（可能來自於完成交易的交易員及其親屬、朋友及相關人士等），並將其提供給股票發行公司進行圈選與辨識。發行公司必須提供與該名單上有關之歷史、關係或是與清單上之人聯絡接觸的紀錄。從公司提供與辨別清單相關的資訊中，或許可以找出洩漏重大非公開資訊之公司內部接應人員。

11、取得證券商的證詞（Taking Statements and Testimony）

取得進行該項交易證券商之證詞，包含：顧客與交易員之溝通紀錄、他們是否握有或者是有管道取得重大的非公開資訊、他們是否與交易員或是公司內部接應人員有任何之接觸或關係、他們是否與公司員工或者握有重大非公開資訊之人員有任何之接觸或關係。

九、市場操縱（Market Manipulation）

1、市場操縱（Market Manipulation）之定義

美國法院將市場操縱定義為「利用錯誤或誤導的資訊，故意影響某一股票之價格」，市場操縱涵蓋多種類型的錯誤資訊以影響市場，包含發起

者發布的錯誤資訊 (False Information) 或針對特定證券透過交易來產生錯誤的價格與成交量資訊 (False Price and Volume Information)，包含讓股價上漲或下跌。

錯誤資訊的種類 (False Information) 包括發布錯誤的最新消息，如併購、公司營運狀況、新的發明或營收訊息等，或取布錯誤謠言 (false rumors)。錯誤的價格與成交量資訊 (False Price and Volume Information) 則係透過一連串交易，對特定股票產生影響，包括：股價的上漲(或下跌)、創造實際(或明顯)的成交量，錯誤的價格與成交量資訊包括虛掛委託單 (Spoofing)、Layering、沖洗買賣 (Wash sales)、相對委託買賣 (Matched orders)、影響收盤價 (Making the close)、空頭襲擊 (Bear raids) 等，茲分述如下：

- (1) 虛掛委託單 (Spoofing)：虛掛委託單的方式為委託單掛完之後立刻取消該委託單，該委託單並非為了成交，而是用來改變市場內部看法或是改變投資人對該檔股票價格的看法。
- (2) Layering：在此策略中，交易員所掛的委託單完全沒有成交的意圖，相反的，這些委託單是用來吸引其他投資人以這些委託單所設定的特定價格來買賣該檔股票，而該等委託單之後仍會被交易員取消。
- (3) 沖洗買賣 (Wash sales)：該檔股票的買進與賣出完全沒有改變股票所有權，主要係用來創造該檔股票交易活絡的假象。
- (4) 相對委託買賣 (Matched orders)：這是一種事先安排好，雙方同意的交易，但在公開市場執行，以創造明顯的交易活絡表象。
- (5) 影響收盤價 (Making the close)：這是一種試圖影響某檔股票收盤價格的行為，主要係為接近收盤或在收盤時進行買進或賣出該檔股票。
- (6) 空頭襲擊 (Bear Raid)：空頭襲擊是一個(或一群)交易員企圖迫使股價下跌的一種證券市場策略，它的命名是源自於一般用「bear」形容投資人預期價格下跌的概念。空頭襲擊通常透過對目標公司散佈負面謠言，使股價有下檔壓力，屬於一種證券詐欺。此時交易員可以大量布空

單，透過大量空單造成價格下跌。

2、店頭市場（Over the Counter Market）之市場操縱

市場操縱案例有相當顯著的比例發生在店頭市場報價交易的低價股票，這些股票通常是小股本（低市場資本化）的股票，且通常是屬於淺碟型的股票、缺乏市場流動性（根據 SEC 統計，市場操縱約 60%~80%發生在店頭市場）。

（1）店頭市場操縱機制：拉高出貨（Pump and Dump）

拉高出貨主要是透過在市場發佈錯誤或誤導的訊息來哄抬公司的股價（通常係股本小的公司），在股價成功哄抬上來後，詐欺者將可因為出售他們手中便宜的持股獲取巨額的利潤。

「Pump」係為該檔股票創造出需求增加的表象，詐欺者（Fraudsters）在市場上提供買方或賣方自由交易的股票，操縱者（Manipulators）控制市場上可供給的股票數量，兩者除了將股票賣給市場大眾外，同時也透過沖洗買賣（Wash sales）及相對委託買賣（Matched orders）的方式來拉抬股價。

傳統的拉高出貨模式往往會因股價的大幅下跌而曝光，因此，近來越來越常發現避免價大幅滑落的拉高出貨模式，詐欺者同時增加股票的供給與需求（同時買進與賣出該檔股票），使這些詐欺者可以在一個固定的價格賣出更多的股票，而這樣的模式同時也避免拉高出貨的行為曝光。

（2）店頭市場組成份子（OTC Players）

I .壞份子（Bad Guys）：透過賣出股份而在市場操縱中獲利者，包括內部人（Insider）、Puppet Masters、其他。

II . Puppet Masters：市場操縱的實際控制者，但與股票發行者沒有正式的關係，傳統上會透過反向併購來影響公司的組成，是所有參與市場操縱中獲利最多者。

III . Stock Promoters：用以形容創造股票知名度（awareness）的人，傳統

上不以股票推銷者的身分出現（可能是以諮詢者的角色出現），常見的推銷方式（Common Promotion Methods）包括垃圾郵件（SPAM）（主動且隨機寄發大量電子郵件推銷股票）、普通郵件（NEWSLETTER）（大量寄發股票推銷信件）或 WEBSITE COVERAGE（提供有利的研究報告以推銷股票的網頁）、INVESTOR RELATIONS / PUBLIC RELATIONS（IR/PR）（負責協調推銷活動及發布最新訊息的公司內部員工或外部提供諮詢者）、線上廣告（ONLINE ADS）（通常放置在有聲譽的網站上）。

IV. Shell Guy：買賣公開交易借殼公司的個人，通常熟悉借殼公司的背景資訊（包含：負債、法律訴訟、是否為乾淨的借殼公司等）。

V. 借殼上市公司（Shell Companies）：沒有資產或是僅有名目資產的公司，通常在 OTCBB 或 Pink OTC 有掛牌，但沒有實際交易，「乾淨（Clean）」的借殼公司是指符合 SEC 規範、沒有負債、沒有法律訴訟或法律訴訟可能，借殼公司價格通常約為 120,000 美元，並隨著可移轉至購買者股權的百分比提升至 500,000 美元；當可移轉至購買者的股權比例提高至 90%以上，借殼公司的價格也將跟著提高。

VI. 股務代理（Transfer Agents）。

VII. 交易員/造市者（Traders/ Market Makers）：讓股票得以掛牌上市、設定股票價格、提供流動性等，但卻可能與詐欺者合作。

VIII. 人頭帳戶（Nominees）：由詐欺者設立的人頭帳戶或人頭公司用以隱匿他們在證券交易中的影響力、隱藏股票的所有權及控制權，並避免被追查。

十、洗錢防制及境外賄賂法案

（一）資本市場的洗錢防制（**Anti-Money Laundering**；**AML**）

1、洗錢防制計畫的目的：預防、偵測、報告。

2、洗錢防制計畫的重要性：

(1) 證券主管機關的五項職責，包括頒布反洗錢規範、教育業者相關規則及合規風險、檢查業者是否遵守反洗錢義務、強制業者遵守反洗錢義務、作為金融情報的「終端用戶」，雖然洗錢防制主要為打擊洗錢和恐怖融資，但在監視交易時有時會發現違反證券法規之行為，亦可以維護市場信心並避免信譽風險，因此洗錢防制對於健全證券監管計畫十分重要。

(2) 美國反洗錢架構：係以財政部底下的財務犯罪執行網路（Financial Crime Enforcement Network；FinCEN）為中心，SEC 及銀行主管機關、各州政府等均向其通報，必要時得與刑事機構（司法部、FBI、財政部的其他部門等）合作。

(3) 「防制洗錢金融行動小組」⁵（Financial Action Task Force on Money Laundering；FATF）就打擊國際洗錢犯罪制定相關建議，主要建議如下：

I. 國家應該設置有權進行檢查之機關。

II. 國家應該有金融情報機構（FIUs）。

III. 國家應該由專業且具技術的執法機關調查洗錢，包括強制執法、搜查和查封。

IV. 監管機構應該有權在一定範圍內加以懲戒及金融制裁，包括有權撤回、限制或暫停一家公司的執照。

V. 執法機關的員工應具有高度的誠信。

VI. 授權機構應充分合作等。

(4) 國際合作

為打擊國際洗錢犯罪，各國應提供儘可能的司法互助，授權機關得迅速採取行動、凍結和沒收洗錢犯罪所得，並協助引渡洗錢罪犯，相關

⁵ 「防制洗錢金融行動小組」成立於 1989 年，總部設於法國巴黎，現有 36 個會員，旨在打擊國際洗錢犯罪，設立相關規範與策略。該組織所制訂之「四十點建議」（Forty Recommendations）及「關於恐怖主義財源之九點特別建議」（Nine Special Recommendations on Terrorists Financing）為國際反洗錢工作之準則。我國雖非 FATF 會員，惟自 2006 年起以「亞太洗錢防制組織」（APG）會員身分參與 FATF 會議。

參考：<http://61.63.50.32/Home/ListTwoColumn/?opno=fe15c741-bf77-468b-bb7d-0f7eff7b7636>

授權機關更應提供最廣泛的國際合作(包括有效的資訊交換管道及不以援引銀行保密或機密為由拒絕合作)等。

3、資本市場的洗錢防制：

(1) 受監管單位應執行有效的反洗錢計畫，包括：

- I .基本反洗錢計畫 (see FATF Recommendation 18 and Interpretive Guidance; USA Patriot Act 352; FINRA 3310)，包括書面政策和程序、反洗錢合規人員、獨立測試及訓練等。
- II .客戶識別及盡職調查。
- III .對外國金融機構及政治敏感人士 (Politically Exposed Persons ; PEPs) 加強盡職調查 (Enhanced Due Diligence ; EDD)。
- IV .可疑活動偵測及可疑活動報告 (Suspicious Activity Reporting ; SARs)。

(2) 檢測危險訊號之方法

- I .客戶不尋常的關心公司的反洗錢規定及相關報告。
- II .客戶拒絕依公司要求確認某基金的合法資金來源。
- III .客戶似乎係一個不公開的委託人 (undisclosed principle) 的代理人，但拒絕提供相關資訊。
- IV .客戶的帳戶有不名原因、突然的電匯活動。
- V .客戶沒有明顯的商業理由大量的電匯給第三方
- VI .沒有明顯的原因，客戶在一個或多個名字下擁有多個帳戶，從事大量的跨帳戶或與第三方交易
- VII .帳戶顯示有大量進出，但證券交易卻不頻繁。
- VIII .客戶沒有明顯的商業理由於存款後立即匯款給第三方。
- IX .客戶來自洗錢天堂。

(3) 其他可能危險訊號

- I .管理階層是否批准反洗錢合規計畫？
- II .是否對反洗錢計畫獨立審查或審閱？
- III .公司是否紀錄其反洗錢相關之調查？

IV.現有帳戶是否係作為掩護以防列入 OFAC (The Office of Foreign Assets Control of the US Department of the Treasury; 美國財政部海外資產控制辦公室) 之名單?

V.公司是否改變其業務計畫並承受較高風險而未更新其反洗錢計畫?

(4) SEC 觀察受監管單位洗錢防制計畫，普遍尚有下列不足之處：

I.獨立測試：未進行年度測試。

II.客戶識別計畫：未能蒐集識別資訊、未能驗證身份。

III.政策和程序：相關政策和程序之制定不適合公司的業務及風險，或公司未能遵循所制定之政策和程序。

IV.未能提供可疑活動報告。

4、SEC 的「銀行保密法 (Bank Secrecy Act)」執法計畫

(1) 銀行保密法 (反洗錢制度) 係為創造一個金融體係對抗濫用或被違法者操縱 (如通報制度可造成嚇阻作用、使違法者產生「受迫性失誤 (forced errors)」等)，或利用金融情報 (一個調查線索可能引發新的調查線索、且可支援非反洗錢或反洗錢任務)。

(2) 洗錢防制之執法來源：

I.SEC 檢查轉介：全國檢查計畫 (national examination program; NEP) 或區域辦事處的員工。

II.FINRA 轉介。

III.舉發、投訴與轉介 (Tips, complaints and referrals; TCRs)。

IV.銀行保密法之通報 (報告)。

V.執法調查。

(3) 執法單位的反洗錢任務

對嚴重違反反洗錢規範，如違反「帳冊及紀錄」相關規範 (透過客戶識別計畫 (Customer Identification Program; CIP) 及可疑活動報告 (SAR) 建檔) 等之公司或個人予以處分，另並可透過可疑活動報告 (SAR) 或金融情報等為線索，查核證券違規行為。

(4) 執法行動

SEC 如查核發現有違反相關規範者，可採行之措施包括沒收非法所得、發布禁止令、暫停營業或撤銷執照、暫時永久的產業限制（如就某些違規行為之行為人，限制其擔任管理人員或董事等），及民事罰鍰（通常為固定金額或以犯罪所得之金額為上限）。

(二) 境外賄賂行為法（US Foreign Corrupt Practices Act；FCPA）

1、境外賄賂行為法之起源

1977 年美國飛機製造商洛克希德（Lockheed）對日本政壇所做的不當支付被揭發，嗣後根據 SEC 調查顯示，超過 400 家公司承認有問題或非法的付款予外國政府官員、黨政人物或政治團體，總金額超過 3 億美元，爰於 1977 年開始制定境外賄賂行為法（FCPA），禁止美國公民及企業向其他國家官員行賄（Corrupt），該法令同時也要求發行公司保存商業相關紀錄及會計慣例行為紀錄，以避免企業支付前述行賄款項。

2、境外賄賂行為法之執行

境外賄賂行為法是由 SEC 及美國司法部（Department of Justice, DOJ）共同執行，SEC 負責犯罪訴訟及訂定防範境外賄賂之會計規範，美國司法部負責所有的犯罪起訴。由於 SEC 會將境外賄賂案件移送美國司法部起訴，故針對部分案件雙方可能會共同合作調查，因此，SEC 及美國司法部皆會關注民間私人團體提出的境外賄賂相關議題。

2012 年 11 月 SEC 與美國司法部共同出版了境外賄賂行為法資源索引手冊（Resource Guide to the FCPA），該手冊涵蓋了所有主要的議題，包括禁止的事項、美國證管會與司法部如何執行法令及如何處理個案等。

3、境外賄賂行為法的兩大支柱

(1) 反賄賂條款（Anti-bribery Provision）

1934 年證券交易法第 30 條 A 款訂有反賄賂條款，禁止美國發行公

司或任何管理人員、董事、雇員或代理人（如發行人或任何股東）為獲取或保留業務或不正當的商業優勢為目的，賄賂外國政府或政府官員。

所謂賄賂並非皆與現金有關，賄賂除了現金外還有各種不同的型態，如：禮物、娛樂、政治貢獻、觀光旅遊招待、不出席或虛構的工作、捐獻給基金會、購物行程中的零用金、股票、個人偏好之事物、債務減免、非一般大眾可取得的產品或服務折扣、提供工作機會、對國外政府官員小孩提供獎學金或工作機會等。

(2) 帳簿及記錄憑證與內部控制 (Books and Records / Internal Controls)

帳簿及記錄憑證規範係於訂於 1934 年證券交易法第 13 條 (b) (2) (A)，係為公正反映發行人資產的處理紀錄和處置，合理要求美國企業發行人保持帳簿、紀錄和帳戶等細項資料的準確性；內部控制則規範則訂於 1934 年證券交易法第 13 條 (b) (2) (B)，主要係要求發行人實施足夠的內部會計控制制度。

4、執法近況

2012 年美國證管會總計認定 15 項違反 FCPA 的案件，公司包含 Eli Lilly、Allianz SEC、Tyco International、Oracle、Pfizer、Orthofix International、Biomet 及 Smith & Nephew 等企業，個人違反的部分則包含 Garth Peterson、Noble Corp、Siemens 及 Magyar Telekom 等。

參、心得與建議

一、執法架構

美國 SEC 係一獨立機關，直接向國會負責，所有重要決定（包括任何執法行動）都必須經過委員會同意，SEC 擁有自己的基金（收取交易費），且擁有廣泛的調查權，其所採取之執法行動包括透過司法機關進行刑事訴訟外、請求法院凍結資產或沒收不法交易所得以補償被害投資人等，此外，亦可以透過地方法院或行政法官 (Administrative law Judge) 處以罰鍰或採取行政處分，因此，

不論在調查時程、被害人補償及採取執法行動等方面，均能縮短相關作業時程，以有效打擊證券犯罪。

相較我國金融監督管理委員，係將所有金融相關產業納入規管，而證券期貨局負責證券期貨相關產業之監管，其業務內容雖與 SEC 大同小異，然而因我國證券監管單位沒有調查權，在重大案件之調查方面，仍須交由檢調單位調查起訴，因此，就打擊證券犯罪方面，仰賴與司法機關充分合作。而目前法務部已於金融監督管理委員會派駐檢察官，並定期召開「金融不法案件工作聯繫會報」，如能密切合作，應能有效加強金融監理並打擊金融犯罪。

雖然我國與美國之監管架構有別，然而大部分的運作方式並無太大差異，因此，美國 SEC 之職能分工方式仍有值得參採之處。例如美國 SEC 對於任何違法案件，均係由執法（Enforcement）部門進行調查及執法行動，因此，舉凡企業金融（Corp Fin）部門於 IPO 審查時或其他部門監理時，如認公司可能涉及不法，均係移由執法部門進行調查，由於公司不法情事通常不僅單一面向，因此，美國執法部門對單一公司之調查較能深入且全面，且對於後續可能衍生之其他不法情事，亦能較快成案並進行蒐證及調查。相較之下，我國目前就單一公司之交易面、會計面、發行面或其他違法情事，均係由各組室依其職權範圍進行調查，難以窺得全貌，亦較難發現不法案件之關聯。

我國證券監理機關既非準司法機關亦無調查權，因此我國證券違法案件之執法，均仰賴檢調單位進行調查及起訴，然而，我國證券監理機關就裁罰或不法案件告發前之蒐證，實際上已達美國初步調查、非正式調查之階段，因此，美國 SEC 由專責部門進行違法調查及提起執法行動之作法，應可作為我國未來組織分工調整之參考。

二、資訊揭露

美國證券法之精神便是要求充分揭露，避免因資訊不對稱造成市場之無效率，因此，美國 SEC 也強調對公司之監理重點，即在於是否充分揭露公司內部資訊，例如公司申請 IPO 案件時，SEC 即強調係站在投資人的角度，審查公開

說明書及相關書件是否充分揭露所有資訊、是否淺顯易懂等能使投資人充分瞭解相關資訊等，由於公司是否具有投資價值，係由投資人視本身之風險接受度或資產配置需求判斷，因此，資訊充分揭露予投資人知悉更顯重要。

而我國除法規規範外，對於相關資訊揭露之要求，仍須依賴臺灣證券交易所股份有限公司（下稱證交所）及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（下稱櫃買中心），透過其契約及規範，要求公司揭露額外資訊，以達到充分揭露之目的。因此，證交所及櫃買中心不論就資訊揭露內容或資訊揭露介面，應以投資人之角度判斷資訊揭露內容是否足夠、公司揭露事項是否明確且易於瞭解、資訊揭露介面是否易於操作等，以使資訊揭露充分發揮功能。

三、公司治理

公司治理之目的係為保護小股東之權益，避免代理問題之發生，近年來因安隆案等弊案及金融風暴等事件之發生，美國接連發布許多法案，並持續加強公司治理機制，包括規範會計師應向審計委員會報告年中或年度財務報告，並應遵守獨立性相關規範，另公司應透明揭露會計師費用及董事、經理人酬金，而股東對薪酬的不具約束力諮詢投票，惟公司應對不當行為採取追償機制等。然而，美國之公司治理制度對獨立董事依賴度甚高，故亦產生不少爭論，其中有部分學者認為，董事會成員通常掌握大多數股權，而具有選任及解任獨立董事之權力，因此除非獨立董事重視並捍衛個人名譽或董事會有重大違法亂紀之行為，否則獨立董事似尚無誘因對董事會之決策方向提出異議，故獨立董事是否能充分發揮其功能仍有其疑慮。

我國現行業訂有薪酬委員會相關規範，並要求興櫃以上之公司均應設置薪酬委員會，此外，並循序漸進推動設置審計委員會，與現今國際潮流一致。然而，公司治理制度並非恆常不變，不論是我國公司法之董事、監察人雙軌制或改採單軌制以審計委員會取代監察人，隨著公司規模、營運性質及外在環境等變化，均應隨時檢討以符合時宜及公司需求，俾能充分發揮公司治理之功能。

此外，公司治理不僅是制度上之設計，資訊揭露之規範亦可作為公司治理

之工具，例如要求公司揭露審計及非審計費用支出，得藉以檢視會計師是否有獨立性疑慮；要求董事、經理人酬金之揭露，可使股東藉以分析董事之酬金是否與經營績效有合理的關係，是否有經營不善卻異常領取酬金之情形，並透過揭露產生監督之效果。而我國就會計師公費資訊及支付董事、監察人及經理人之酬金，目前係以循序漸進方式採個別揭露，因此仍為條件式個別揭露之階段，未來如能採行全面個別揭露，除加強我國資訊揭露透明度，將更能進一步健全我國公司治理制度。

附件：證券市場發展國際研討會議程