

出國報告（出國類別：其他）

**參加美國證管會 2016 年第 26 屆
「證券市場發展國際研討會」報告
(26th Annual International Institute
for Securities Market Growth and
Development)**

服務機關：金融監督管理委員會證券期貨局

姓名職稱：詹科員懷瑾

派赴國家：美國

出國期間：105 年 4 月 2 日至 4 月 16 日

報告日期：105 年 6 月 27 日

摘 要

一、主辦單位：美國證管會

二、時間：105年4月4日至4月14日

三、地點：美國證管會（美國華盛頓特區）

四、出席人員：本次研討會參與學員來自54個國家/地區，總計142位證券主管機關或證券周邊單位代表。我國係由證券期貨局詹懷瑾科員（證券交易組）、證交所彭清權組長（電腦規劃部）及張益輔專員（監視部）、櫃買中心陳巧芝專員（上櫃監理部）及羅今宏專員（監視部）代表出席。

五、研討會內容：

（一）本次會議為美國證管會所舉辦之證券市場發展國際研討會，主要目的希望藉由研討會之平臺，讓來自不同國家之證券主管機關及周邊單位成員相互交流各國證券市場現況、所面臨挑戰及法令執行情形，進而促進資本市場發展及投資人保護，並加強各國主管機關之國際監理與執法合作。本次研討會主講者包括美國證管會及各地方辦公室相關執法部門之資深官員、自律機構FINRA（Financial Industry Regulatory Authority）人員等，課程透過專題演講、簡報、座談會、小組討論（Workshop）及個案研析等方式進行，會中參與成員並就各國監理執行之實務經驗進行交流與分享。

（二）研討內容包括：資訊揭露、對證券商之監理與查核、公司治理、市場監督與自律機構、投資公司與投資顧問之監理、證券不法案件之調查、執法制度及國際執法合作、投資人教育等議題。

六、課程心得：美國法律授權其證券主管機關強大之執法職能，可透過向法院申請核發傳票、凍結資產等方式進行調查，並對民事案件提起訴訟，但在調查執法之同時，亦注重保障當事人及投資者權益之機制。而就公司治理、投資人教育、國際執法合作等方面，亦是持續積極推動。美國資本市場對發行公司、證券中介機構及市場面之監理與執法，可做為其他國家證券主管機關執行證券相關監理機制

時之借鏡。尤其現今在全球化趨勢下，跨境交易快速發展，不法案件之複雜度亦大幅增加，更亟需在兼顧市場秩序及投資者權益之前提下，建立公平安全之投資環境。證券主管機關亦應秉持不斷學習、瞭解市場脈動與發展之思維，迎接市場新挑戰，監理規範亦應配合金融環境變遷適時修正，以維護證券市場更趨安全穩健，並有效強化證券市場之運作及提升證券市場效率。

目 錄

| | |
|--------------------------|----|
| 壹、前言 | 4 |
| 貳、研討會議內容紀要 | 5 |
| 一、 美國證券市場資訊揭露制度 | 5 |
| 二、 美國證管會對證券商之監理與查核 | 12 |
| 三、 公司治理 | 17 |
| 四、 市場監督與自律組織 | 24 |
| 五、 投資公司與投資顧問之監理 | 31 |
| 六、 財務舞弊之調查 | 36 |
| 七、 內線交易之調查 | 44 |
| 八、 市場操縱之調查 | 53 |
| 九、 執法制度及國際執法合作 | 57 |
| 十、 投資人教育 | 64 |
| 參、心得與建議 | 68 |
| 附件：證券市場發展國際研討會議程..... | 72 |

壹、前言

美國證券管理委員會（Securities and Exchange Commission，以下簡稱美國證管會）於2016年4月4日至4月14日期間於美國華盛頓特區總部舉辦第26屆「證券市場發展國際研討會」，出席成員分別來自54個國家，合計邀集142位證券主管機關及證券周邊單位代表參加。

美國證管會為促進各國證券監理單位之相互合作往來，除藉由舉辦「證券市場發展國際研討會」以增加各國證券監理相關人員交流的機會外，研討會並以如何強化各國主管機關執法效能、加強投資人保護為主軸，介紹美國證券管理相關法令之制定、市場監視制度運作及執法技巧與工具之運用等多項主題，希望藉由本研討會平臺，讓各國主管機關得以分享彼此在處理有關內線交易、市場操縱和其他執法問題等執法情形，同時亦就公司治理、投資人教育等資本市場發展議題交流實務經驗，進而加強各國主管機關之跨國執法與合作監理之聯繫網絡。

本次研討會課程內容包括：資訊揭露、對證券商之監理與查核、公司治理、市場監督與自律機構、投資公司與投資顧問之監理、證券不法案件之調查、執法制度及國際執法合作、投資人教育等領域，由美國證管會各部門及各地方辦公室代表、自律機構FINRA資深人員擔任講座，就上述議題與各國學員分享心得及經驗，並透過討論及個案研討之互動方式交流各國之實務經驗與作法；另於4月6日安排世界銀行參訪行程，觀摩世界銀行之主要業務現況。

貳、研討會議內容紀要

一、美國證券市場資訊揭露制度

為使投資人能運用充分資訊以進行投資決策，進而達到保護投資人之效果，充分、正確且公開之資訊揭露一向為美國證管會監管發行公司時之核心理念，並以支持發行公司揭露相關資訊之監理模式，使投資人可獲得更多資訊以進行決策，降低交易市場之資訊不對稱情形。其中，監理當局並不針對任何一家公司所揭露之訊息評估好壞，因資訊揭露之立法目的主要係提供重要資訊予投資人，而非以政府判斷來取代投資人決策。

(一) 資訊揭露之法規沿革及架構

1、1933 年證券法 (Securities Act of 1933; Securities Act) 及 1934 年證券交易法：

1920 年代時期，美國公司於募集及銷售有價證券時，即有因資訊揭露不充分，導致投資者重大損失之情形，美國於 1929 年 10 月發生股市大崩盤後，為加強揭露機制，美國國會於 1933 年通過證券法，規範發行人募集及發行有價證券予投資大眾之程序，並於 1934 年通過證券交易法，監管次級市場交易資訊及資訊之有效性及可得性。

在募集及發行之資訊揭露方面，1933 年證券法規定發行公司在美國向投資人募集資金時，應向美國證管會註冊並申報相關資訊，應申報之資訊內容包括：發行公司本身之財務與業務狀況、本次募集發行有價證券之資訊等；另 1934 年證券交易法規定發行公司應定期向美國證管會申報資訊，申報內容包括：業務經營相關資訊、財務狀況及管理當局之意見等，又例如財務報告等部分資訊並應提供予投資者參考。

2、2002 年「沙賓法案」(Sarbanes-Oxley Act)：

在 2001 年至 2002 年期間，安隆(Enron)、世界通訊(WorldCom)

及默克藥廠 (Merck) 等知名企業相繼爆發虛列營收、假造獲利、違法避稅、財報不實等會計醜聞，曝露出公司治理及證券市場管理架構之疏失。為改革美國企業弊端，以重建投資人信心，並透過賦予美國證管會更高之權責及資源，展現公權力對證券市場加強監控之決心，2002 年 7 月美國國會迅速通過「沙賓法案」(The Sarbanes-Oxley Act of 2002)。此一企業改革法案之立法意旨在於保護投資人及公共利益，並授權成立公開發行公司會計監督委員會 (Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB)，由其負責對發行公司審計作業進行監管，同時亦強化會計師之獨立性，以及規定高階管理人員 (例如：CEO 及 CFO) 應為公司財務報告及相關揭露負保證責任等，期能強化企業財務揭露責任。此法案所涉層面包含企業內部控制制度 (公司管理階層) 至相關權責單位 (會計師、審計委員會、律師等) 外控機制，係美國自 1930 年代建構公司治理架構以來，有關企業法制之最大變革。

3、2010 年「陶德-法蘭克華爾街改革與消費者保護法案」(Dodd-Frank Act)：

2008 年全球金融危機凸顯美國對金融商品監理不足之問題，美國政府因而於 2009 年 6 月提出金融監理改革方案，美國眾議院與參議院於 2010 年 7 月通過「陶德-法蘭克華爾街改革與消費者保護法」(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act，以下簡稱 Dodd-Frank 法案)，規範內容包括高階經理人之薪酬、公司治理和資訊揭露等。Dodd-Frank 法案之制定，除強化對金融機構之監理措施、增加對消費者與投資人之保護、設立金融穩定監理委員會 (The Financial Stability Oversight Council, FSOC) 及聯邦保險局外，並賦予美國證管會及聯準會 (Federal Reserve System, Fed) 等機關更高之監管權力與工具。

4、2012 年「新創企業躍升啟動法案」(Jumpstart Our Business Startups

Act)：

為鼓勵新創企業透過股票首次公開發行 (IPO) 之方式在美國資本市場籌資，美國歐巴馬總統於 2012 年 4 月 5 日簽署「新創企業躍升啟動法案」(Jumpstart Our Business Startups Act，以下簡稱 JOBS 法案)，要求美國證管會制定新創企業資本形成、揭露及申報等相關規定，以提供符合新創企業資格之企業可採用較為便捷之上市途徑，而無須花費大量上市成本，使規模較小之發行公司得以較低成本且較有效率之方式取得資本，消除募資之不必要障礙。

(二) 資訊揭露制度之概念及適用原則

1、資訊揭露之概念：

資訊揭露係由發行公司向投資人進行有效溝通，故資訊揭露必須揭露關於證券及發行人之有意義資訊，使投資人瞭解發行人相關資訊、對投資機會進行比較，並可藉以進行投資決策。

因此，資訊揭露需有相當之溝通技巧、財務認識、商業背景及法律常識，並應量身訂作，而非制式格式或以檢查表方式設計。又資訊揭露並非免責文件或行銷工具，亦非發行公司規避其法律責任之避風港。為使投資人方便閱讀及比較，部分資訊應有平等性揭露，且為使資訊具備可比較性，須揭露特定項目。

此外尚應考量「揭露負擔」，亦即應有效率地揭露相關資訊，以避免資訊過度揭露。因為當資訊過多時，反而可能將造成投資人之資訊負擔，公司並可因已資訊揭露而免除其法律責任，反而不利保護投資人權益。

2、資訊揭露之方式：

資訊揭露之方式主要可分為(1)規則基礎法 (Rule-Based Approach)：要求特定項目應予揭露，並明列項目及內容，常用於可標準化之文件，例如財務報告；(2)原則基礎法 (Principles-Based Approach)：揭露對投資人重要之資訊，避免採用單一標準之一體適

用規定，常用於不定期揭露且無標準化之文件，例如重大訊息；(3) 混合法：前述兩種方式綜合併行。

3、資訊揭露之重大性概念 (Materiality)：

美國 1934 年證券交易法第 13(a)條及第 15(d)條係強制發行公司應公開揭露重大訊息之法源，發行公司應依照美國證管會由證券交易法所授權制定之施行細則與行政規則等規定，向美國證管會定期申報或補充更新相關資料與文件，以確保投資人可獲得有關發行公司之最新資訊。惟為適度保持法律解釋之彈性，美國證管會並未對「重大性 (materiality)」做出明確定義。

因美國法令未對重大性資訊作出定義或明文解釋，有關重大性之解釋與適用，實務上多依循法院在案例法中所採用之見解。一般認為當一個理性投資人於進行投資決策時，若認為某資訊為重要資訊，則該資訊即具備重大性，範圍包括正面或負面資訊、事實或具體情況、訴訟案件等。

(三)應辦理資訊揭露之發行公司

1、應辦理資訊揭露之發行公司範圍：

美國證管會規範發行公司之應揭露項目所有文件應上傳至美國證管會之 EDGAR 系統，且投資人可免費在美國證管會網站瀏覽 (<http://www.sec.gov>)，另財務資料使用 XBRL (eXtensible Business Reporting Language，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，便於投資人比較各發行公司提供之財務資訊。至於應向美國證管會辦理註冊登記，並辦理資訊揭露之發行公司，其範圍包括：於美國公開銷售證券並在證券市場上市者 (典型之 IPO)；在美國證券市場上市，但並未在美國銷售證券者；於美國公開銷售證券，但未於美國掛牌上市者；公司規模超過一千萬美元資產及全球股東人數達 2,000 人以上 (或非「經認可投

資人¹」人數達 500 人以上)且美國居民之股東人數達 300 人以上者。

2、豁免情形：

美國證管會另針對證券發行人之性質、證券之特質、證券交易本身性質等不同考量，設計證券發行註冊豁免制度，以平衡投資者保障與籌資者成本之利益衝突，針對風險較低或對象為較能承受風險者之證券發行行為，允許減輕或免除註冊申報義務之規定，減少企業募集資金之成本。無須向美國證管會申請註冊登記之發行公司包括：豁免註冊者（例如：私募有價證券。此類型交易之投資人為專業投資人，且發行時不得有一般性廣告或公開勸誘之行為、有價證券不能公開掛牌或再行銷售。惟私募雖無需向美國證管會註冊登記，但仍須受美國證券法規監管並負揭露及部分特定義務）；已擬具草案之群眾募資（Crowd funding），惟尚未訂定完成者；於美國境外募集銷售有價證券者；交易工具非屬有價證券者（例如：銀行或其他金融機構借款）；未符合最低門檻規定者（例如：資產規模小於 1 千萬美金、股東人數少於 500 人者）。

(四) 資訊揭露項目

1、IPO 應申報註冊書件（registration statement）：

發行人須向美國證管會辦理註冊並申報資料，相關資訊揭露文件包括公開說明書及其他應向美國證管會申報之文件或資訊。其中，公開說明書應依據美國證管會資訊揭露之要求，揭露投資人所關注之相關事項，包括：發行人營運概況、主要暴露之風險、合併財務

¹ 依據美國證管會 D 條款之 Rule 501 規定，「經認可投資人(accredited investors)」包括：(1)銀行、保險公司、合格登記投資公司、商業發展公司或小型商業投資公司；(2)符合美國職工退休所得證券法案(Employee Retirement Income Security Act)所定義之職工福利計畫，且係由銀行、保險公司或經註冊登記之投資顧問公司提供投資決策者，或該計畫總資產超過 500 萬美元者；(3)公益組織、公司或合夥事業持有資產超過 500 萬美元者；(4)總資產超過 500 萬美元之信託，且係由具有充足經驗之人(sophisticated person)進行購買決策；(5)所有股東均係經認可投資人之組織。另外，私募有價證券發行人公司之董事、執行業務之經理及公司之一般合夥人亦可被認定為「經認可投資人」；在一般自然人部分，必須個人（或加計其配偶）資產淨值超過 100 萬美元（但不計入其基本居所之價值），或最近 2 年之個人每年所得逾 20 萬美元，或與其配偶於最近 2 年總所得每年逾 30 萬美元，且投資之年度，亦可合理期待達到同一收入水準者。

報表、管理階層意見、管理階層資訊及大股東名單、發行資訊及分銷計畫等。其他應向美國證管會申報之文件則包括：重大契約、許可證及公司章程、法律意見書、稅務意見書、股利政策、執照及專利證書及其他相關認證文件等。

2、公開說明書應揭露事項：

- (1) 營運概況：包含公司業務內容、目前及未來營運計劃、主要產品及服務、市場及產銷概況、原料來源取得情形、客戶分布情形、存貨管理、產能利用及固定資產等相關資訊。
- (2) 主要暴露之風險：使證券發行具有不確定性及風險性之重要因素，其內容必須明確簡潔，且須為針對發行人之特有風險而非列出市場一般性風險，且亦非僅限於與本次 IPO 有關之風險。
- (3) 合併財務報表：包括經獨立會計師查核之最近三年度損益表、現金流量表、股東權益變動表、最近二年度資產負債表及相關財務資訊、期中財務資訊等。
- (4) 管理階層意見 (Management's Discussion & Analysis of Financial Condition and Results of Operation, MD&A)：包含管理階層對企業之預測性資訊，攸關管理階層之專業及誠信，應以管理階層對發行公司之看法表達，包括已知之趨勢及未來預測性資訊，且應提及發行公司之流動性與資金來源等。
- (5) 管理階層 (包括高階管理人員及董事等) 資訊及大股東名單：應包括身分、背景、經歷、薪酬、分紅持股情形及關係人交易等。
- (6) 發行資訊及分銷計畫：包括投資人權益、承銷商資訊、承銷費用、募資用途及運用計畫、承銷方式為確定包銷 (firm commitment offering) 或代銷 (best efforts offering) 等。

3、發行公司辦理 IPO 後應揭露資訊：

- (1) 1934 年證券交易法規定期揭露資訊：發行公司須定期揭露年度報告 (Form 10-K)、季度報告 (Form 10-Q)、即時性報告 (Form

8-K) 等。其中，公司發生重大事件時，須向美國證管會申報之表格為 Form 8-K，符合重要資訊原則之事項計有：公司之收益、合併、收購企業、股權收購、創業投資、取得或處分重大資產、新產品或發明、開發客戶或供應商（例如取得或失去合約）、控制權或管理階層變動、更換簽證會計師、與發行公司證券有關事宜、破產、代管等相關資訊。

- (2) 證券交易所規定應揭露之內容：美國目前有 16 個依法登記註冊之交易所，各交易所對於應揭露項目皆有各自之規定，內容通常多於美國證管會所規定之項目，主要包含公眾流通持股（public float）、股價、股東人數及公司營收情況等項目。
- (3) 取消註冊並退出（Going Dark）：發行公司於 IPO 程序生效後，即應依規定上傳資訊，但若發行公司所發行證券之股東少於 300 人，或股東少於 500 人且公司總資產於最近三年度連續少於 1,000 萬美元，或該類證券已下市及結束註冊者，得暫停其繼續向美國證管會定期揭露資訊之義務。

(五)美國證管會於 IPO 程序之角色

1、IPO 階段：

美國證管會於發行公司提出註冊書件後，除確認相關文件皆已申報外，負責人員並對揭露資訊執行全面性覆核，尤其是財務面及特定項目，以協助發行人能充分揭露完整且公平之資訊，使投資人可依據充分資訊進行投資決策。第一階段之審查時限為 30 天，於檢視相關資料後提供評論意見，並給予發行人 10 天修正資料期間。期間美國證管會針對財務資訊是否符合美國公認會計原則（GAAP）及非財務資訊發出評論並請公司說明。此階段之美國證管會人員並不會針對：查核發行人、約談管理階層、進行實地審查、決定發行價格、決定發行日期、選擇證券掛牌之交易所、評價證券、推薦（或不推薦）證券、對發行人或證券進行評等、驗證公開說明書中之陳

述內容、測試公司產品等項目執行查核動作。當發行人依美國證管會意見予以答覆或調整修正後，美國證管會將依發行人所要求之時間點宣布生效（即發布時間點得由發行人決定）。

2、IPO 之後：

美國證管會設有覆核揭露機制，原則上針對發行公司申報文件每 3 年覆核一次，大型公司則為 1 年。負責覆核人員並非針對發行公司財務報告內容之正確與否進行確認，主要係針對項目缺漏或不符合規定者進行詢問。

二、美國證管會對證券商之監理與查核

(一)美國證管會之組織架構

美國證管會之組織架構分為五大部門：執法部（Enforcement Division）、經濟及風險分析部（Economic and Risk Analysis Division）、企業金融部（Corporation Finance Division）、交易及市場部（Trading and Markets Division）、投資管理部（Investment Management Division）及其他專門辦公室。其中以執法部為最大部門，透過對不法案件之調查、針對違規案件之處分建議及代表美國證管會起訴案件，負責美國證管會之執法工作，並執行相關程序及機制。各相關部門或專門辦公室如發現涉及證券不法之行為，將交由執法部調查。

美國證管會針對證券商法規遵循之查核係由執法調查與檢查辦公室（Office of Compliance Inspections and Examinations, OCIE）進行，主要掌管證券業查核業務，並於華盛頓及其他主要城市均設有辦公室。查核對象之範圍包括投資顧問及投資公司、證券商、證券自律機構、結算機構等。OCIE約有910名檢查人力，執行查核目的為加強證券業之法令遵循、查緝不法及瞭解受檢單位發展狀況，並於發現任何缺失情形時立即採取行動導正或限期改善不當行為，嗣後並持續注意改善情形；若發現涉有不法行為時，則移送執法部門辦理後續

執法。

(二)全國查核計畫 (National Exam Program)

全國查核計畫為OCIE所設計，負責針對投資顧問及投資公司、證券商、市場監理、結算及交割、資訊控管等五大面向進行查核。該計畫分工如下：

- 1、對投資顧問及投資公司之查核：約有 535 名檢查人員，執行檢查業務之對象涵蓋 12,000 名投資顧問、11,000 個共同基金及 ETFs、29,000 個私募基金。於 2015 年度共執行 1,358 件查核案件，查核比率達 10%（就被管理資產規模而言，查核比率達 30%）。
- 2、對證券商之查核：約有 300 名檢查人員，執行檢查業務之對象涵蓋 4,100 家證券商、160,000 家分支機構、650 名市政顧問（Municipal advisors）、特定衍生性商品市場參與者。於 2015 年度共執行 484 件證券商查核案件（查核比率達 50%），另 2015 年度亦針對 50 名市政顧問進行查核。
- 3、對市場監理之查核：約有 30 名檢查人員，負責 18 個證券交易所、美國金融業監管局(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)、美國公開發行公司會計監督委員會（Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB）、美國市政證券決策委員會（Municipal Securities Rulemaking Board, MSRB）及美國證券投資人保護公司（Securities Investor Protection Corporation, SIPC）等自律機構之查核，近期並新增對執行交換（SWAP）機構之查核。於 2015 年度共執行 21 件對相關機構之查核。
- 4、對結算及交割之查核：約有 25 名檢查人員，負責 7 個結算所、425 個股務代理機構，近期並新增對交換(SWAP)資料保管機構之查核。於 2015 年度共執行 6 件對結算所及 53 件對股務代理機構之查核。
- 5、對資訊控管之查核：約有 20 名檢查人員，負責對交易所及結算機構之資訊控管進行查核。於 2015 年度共執行 20 件相關查核案件。

鑒於有限人力卻需負責龐大數量單位之查核工作，為有效分配監理資源，並提醒檢查人員應注意事項，美國證管會以風險基礎之監理（risk-based supervision）為出發點，採用風險基礎法查核方式，將受檢機構之風險予以量化，並根據業務面向區分為不同族群，於各該族群內進行比較及風險辨識。美國證管會每年於網站上公布當年預擬重點查核之風險指標，供相關機構提高自身風險意識。風險高低之設定依據則係於每年7月至8月期間，經彙總檢查人員、檢舉資料或相關單位之意見後，進行後續分析及排序。美國證管會設有集中化風險分析及稽核部門，以處理各項風險監理事宜，並與其他機構，例如：自律機構、司法機構等單位分享互換資訊。

(三)風險基礎法（Risk-Based Approach）查核方式

查核類型主要可分為：依據風險排序優先進行檢查、依據線索或檢舉進行專案檢查、全面檢查等。美國證管會目前雖擁有約910名檢查人力，但即使採取行政監督與證券商自律雙軌並行，並透過美國金融業監管局（FINRA）等自律機構對證券商執行第一線直接查核業務，不過由於受監理業者數量眾多，基於資源有限之考量，採用全面檢查並不可行，為使有限資源能發揮最大效用，美國證管會採取以風險為基礎之查核方式，將查核資源集中於風險較高之業者及業務。

而風險類型可大致區分為：詐欺（Fraud）、侵犯客戶權益（Customer abuse/suitability）、干擾市場（Systemic and market disruption）、營運不佳（Firm failure）、洗錢防治法遵程序失靈（Anti-money laundering compliance breakdowns）等。美國證管會通常將從事新業務、管理或處理客戶資產金額較大之高風險業者或可能與客戶產生利益衝突之高風險業務列為優先查核對象。另美國證管會要求業者每年度於線上填寫公司營運狀況，利用數據及科技方法，以資料庫協助判別並進行風險性分析。

至於風險評估資料之來源，除業者申報資料外，其他例如：註冊資料、前次檢查結果、檢舉通報、其他部門或單位轉介案件、新聞報紙或網路訊息等，

均可納入評估範圍。同時並參考同業間獲利、共通性、產業風險、業務營運集中度等指標評估風險，於分析後選擇受查對象，而當次實地查核所發現之資訊亦可即時納入分析。此方式可經由系統性且一致之方法進行分析，避免人為主觀而導致遺漏應受查核之業者或業務。

(四)查核流程

1、查核前準備作業：

於實地查核前，需先瞭解受查單位之過往受檢紀錄、財務現況、業務狀況、管理及組織架構及關係人等基本資料，以取得對受查對象之一般性瞭解，以利實地查核作業之進行。並通知受查對象將執行檢查，便於受查對象事前準備檢查所需資料，惟若有特殊檢查項目或有受查者紀錄被毀損之疑慮時，則以突擊方式檢查，以免相關資料遭破壞。

2、實地查核：

查核範圍之標的包括：(1)查核銷售行為是否涉有詐欺、對非機構投資人（例如：年長者）之銷售是否合宜、對投資人是否有不合適之建議、是否有利益衝突情形、是否為累犯、是否為高風險公司或關係人等；(2)交易情形是否採高頻交易、資訊技術之控管、設備中斷及資料完備性之風險控管等；(3)市場下單之主要帳戶及子帳戶等相關帳戶；(4)客戶抱怨或申訴案件之處理流程及結果；(5)取得並分析有關利益衝突、對客戶充分揭露義務、內部控制及營運等問題相關資訊；(6)針對內部控制較為薄弱之項目進行查核。

檢查人員至受查公司實地查核時，須向公司解釋檢查過程，通常先召開會議向公司說明檢查目的、檢查期間等相關程序，以降低受查公司之疑慮與不安，進而增加其合作意願。又檢查過程中，檢查人員須提供美國證管會授權其執行查核之正式通知文件。該授權通知須列示法令依據，並說明受查對象若不配合提供資訊、提出虛偽不實陳述或文件之處罰，以及美國證管會如何使用該等資訊等。

另外，查核工作亦包含對受查公司員工之訪談。訪談內容得對受查公司之發展歷程、業務項目、組織架構及關係企業、法律遵循情形、客戶類型及人數、員工薪酬情形等項目進行瞭解，並詢問員工是否有其他欲告知檢查人員之事項，以利瞭解受查公司之運作。至於要求受查公司提供相關文件時，將以原始文件及電子文件為主，儘量避免取得紙本或 PDF 格式之文件，另可要求公司提供電子郵件之標題等。

3、查核後之分析與處理：

於實地查核後則對於查核過程中蒐集之文件及資料進一步審核與分析，並依照查核時發現之缺失做後續處理。審核與分析之重點包括：(1)交易資料：檢視是否有超前交易（Front-running）、內線交易或市場操縱情形；(2)財務資訊：包括營收、費用等項目，並追查資金流向；(3)客戶資訊：例如瞭解客戶居所是否多數留有地址或郵政信箱；(4)商品評價模式：採公平交易價格或穩定價格方式評價；(5)電子郵件：查詢電子郵件關鍵字、瞭解寄件者與收件者對象為何；(6)查核員工買賣有價證券情形。

此外，查核人員針對先前所要求或詢問之問題，經瞭解比對後，若發現有不完整部分，可再進行後續詢問，並從相關文件與資料中搜尋其他相關資訊對照及確認。美國證管會 OCIE 調查小組在結束實地查核前通常會再召開一次會議，透過該會議與受查單位交換意見並表達觀點，調查小組通常會說明查核重點發現，受查單位則可藉此提供解釋和說明

針對證券商之查核，一般常見缺失可能包括：監督不足、法律遵循程序不足、帳簿或紀錄遺失、不當推介、資本公積計算缺失、廣告或銷售文件誤導或發生錯誤、誤導性陳述或遺漏等。針對投資顧問之查核，一般常見缺失可能包括：揭露或申報誤導或發生錯誤、未符合法律遵循規定、個人交易違反公司道德規範規定、績效廣告

與市場資料誤導或發生錯誤、投資組合管理與揭露及客戶目標不一致、違反託管規定² (Custody Rule) 等。

至於後續之處理程序，主要可分為下列類型：(1)針對毋需進一步處理之案件寄出不予處理函 (No Further Action Letter)；(2)寄出查核結論函 (Exam Summary Letter)，內容包括查核發現事項，並要求公司改善措施，通常受查單位應在 30 日內提出改善回應，若受查單位可採取妥適之改善措施，則查核工作告一段落，並於下次實地查核時檢視改善情形；(3)轉交由自律組織進行後續處理；(4)交由其他主管機關處理；(5)進入執法程序。

三、 公司治理

(一) 公司治理之目標

公司治理之目標為「極大化企業對投資人之價值」，而投資人則包括與公司經理人或大股東可能處於對立立場之少數股東及債權人，若以更廣泛之角度而言，甚至包括其他利害關係人（例如：員工、客戶等）。

由於公司治理之主要問題來自於公司內部人有管理控制權，且無須經過外部投資人之同意即可從公司獲得利益（包括：工資，獎金，津貼，資訊，企業機會等）。另一方面，因少數股東並非密切參與公司之日常營運管理，加上少數股東通常基於分散投資之目的，對單一公司之持股相對較少，因而產生集體行動問題 (Collective Action Problem)，亦即少數股東相對缺乏誘因代表全體股東密切監督公司經營，投資較為集中之大股東則相對較有誘因。故公司治

² 託管規定 (custody rule) 主要係為提供投資人進一步保障，以避免投資顧問竊取或挪用客戶資產之可能性。依規定向美國證管會註冊之投資顧問並保管其客戶之基金或證券者，必須依照美國證管會要求之託管規定保障該等基金。相關規定包括：必須使用合格之保管機構保管客戶資產、將關於保管機構之名稱地址及資產保管方式等相關細節告知客戶、保管機構可至少每季一次直接提供帳戶對帳單等細節予客戶，俾客戶可核對與投資顧問提供之對帳單等資訊是否相符、同意獨立會計人員進行年度抽查等。

理之目標係保護外部投資人（少數股東及債權人）之利益不被內部人（經理人及大股東）侵害。一般而言，擁有健全金融體系並可提供企業較佳機會自資本市場籌資之國家，亦著重公司治理之發展與推動，經由法律保障投資人，避免外部投資人之利益為內部人所侵占，此類型證券市場之評價較高，且市場上之公司股權也較為分散。

(二)代理問題與監督機制

1、代理成本（Agency Costs）：

當委託人（principal）雇用並授權代理人（agent）代其行使特定行動時，代理人應在委託人授權後，對企業之經營成果負責，為委託人謀取最大利益，並接受委託人所提供之報酬。但當股東授權給管理者經營公司時，若管理者與股東之目標不一致，則會產生利益衝突，導致「代理問題」（agency problems）。而委託人為防止代理人侵害自己之利益，需以嚴密的契約關係及透過嚴格監督，限制代理人之行為，委託人因而所付出之代價即為代理成本（Agency Costs）。代理成本可區分為三個部分：

代理成本 = 監督成本（Monitoring Costs）+ 束縛成本（Bonding Costs）+ 剩餘損失（Residual Loss）

(1) 監督成本：委託人為促使代理人基於委託人之最大利益進行決策，激勵和監控代理人所付出之管理監督相關成本。

(2) 束縛成本：代理人用以保證不會採取損害委託人利益行為之成本，以及若採取損害委託人利益之行動時，代理人將賠償委託人之成本。

(3) 剩餘損失：縱使委託人已監督代理人之行為，而代理人也善盡管理人之責，但由於代理人決策與使委託人利益最大化之決策間存在差異，造成代理人決策結果與委託人之預期仍存有落差，所導致委託人利益之損失，亦即委託人因代理人代行決策而產生之損失。

2、監督機制：

監督機制應包括：瞭解公司之營運情形（如：資訊揭露規範）、與其他股東溝通以交換資訊及決策（如：議事規則、委託書法規、運作良好的股票市場等）、監督公司管理階層之決策（如：投票規則、董事會組成規範及其他落實企業責任之機制）等。

(三) 公司治理之要項

公司治理應極小化管理階層及內部人詐欺或圖利自身之行為（例如：藉由加諸以忠實義務或採取股東訴訟等方式），但股東亦不樂見管理階層為避免相關責任而不敢承擔經營決策之風險，故仍需適當保留管理階層承擔風險及迅速作出決策之彈性（例如：藉由企業經營判斷法則、賠償責任及董事經理人保險等方式），以避免管理階層因擔心過度責任，而不願承擔風險。對於有誘因為公司作有效決策之投資人，賦予其決策權（例如：落實企業課責機制）。另外可設計能激勵管理階層之誘因機制（例如：高階經理人薪酬制度）。相關內容說明如下：

1、注意義務（Duty of Care）：

注意義務係指公司高階經理人員和董事應以盡最大可能之注意、善用技能及謹慎態度履行職務（類似於一般法令之過失責任標準），但另一方面，股東可能並不樂見公司經理人和董事過度謹慎，由於風險承擔與獲取較高報酬息息相關，因此應鼓勵經理人和董事願意承擔風險，而不必擔心因發生實際損失時，伴隨產生個人責任。且外部投資人尚可透過投資組合方式降低風險，故為減少注意義務之負面影響，可經由下列機制予以平衡：(1)商業判斷規則：只要經理人係遵循適當程序進行決策，沒有故意不當行為或過失，盡善良管理人之注意義務、沒有利益衝突，且沒有非法行為，則該商業決策應可免受司法審判；(2)責任轉嫁：在沒有違反注意義務之前提下，公司可填補經理人因其決策所產生之成本、費用和責任；(3)董事及高階經理人員保險：除故意違法行為外，董事及高階經理人員均可

投保董監責任保險。

2、忠實義務 (Duty of Loyalty)：

忠實義務即係指高階經理人員及董事應以公司利益為優先考量，而非以個人利益為優先考量。因管理者所創造之財富並非由自己完全擁有，公司股東與管理者利益之衝突，可能使公司管理者無法極盡所能追求公司價值極大化，甚至反而產生更多花費而轉嫁由外部股東負擔。違反忠實義務之行為包括：為尋求個人利益而進行之交易、占取公司機會、加入競爭對手之公司以對抗原來公司、防止控制權變動（如經理人可能因擔心失業而不希望公司被併購，即使該併購可能對股東有利）及不誠信行為等。

3、監督責任 (Duty to Monitor)：

監督責任係指高階經理人員及董事有責任監督公司之行為，以防止公司內發生不當行為或不法情事，尤其須避免員工舞弊、企業舞弊或違反誠信之商業決策。為有效建立監督責任機制，促使高階經理人員及董事履踐義務監督公司與員工以避免違反法令，公司應導入監督及法律遵循系統，並針對可能發生的違法行為加以預防。

4、企業課責機制 (Mechanisms of Corporate Accountability)：

企業課責機制包括：董事會組成之規範、股東投票權及委託書徵求、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。

(1)董事會組成之規範：設定獨立董事最低席位之要求、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）、董事分期改選制（Classified/staggered boards，係指將公司之全體董事分類為數組，於不同年度改選，每年僅改選其中部分董事之制度）、於董事會設有利害關係人代表等。

(2)股東投票權及委託書徵求：規範需經股東會同意事項（如選舉董

事、合併與收購等)、表決機制(如絕對多數制、少數股東之多數表決同意制³、分類投票規定⁴、累積投票制等)、委託書徵求(董事提名程序、股東提案權等)。

(3)公司控制權市場(Market for Corporate Control):公司控制權市場係指透過取得股權或投票代理權而獲取對企業之控制權,進而達到接管及更換不良管理階層人員之目的。一個有效的公司控制權市場雖然可以懲戒績效不彰的經理人,然而在鼓勵以委託書爭奪戰或公開收購要約(Tender offers)等方式進行收購的同時,亦可能干擾企業之經營管理,因此兩者之間須取得適當平衡,並應考量在公司控制權市場下,可能造成現任經理人忠實義務與個人利益之衝突、擁有控制權之股東掠奪少數股東權益⁵或排擠少數股東權益等行為。而公司控制權市場應設置委託書徵求及公開收購要約規則,規範當徵求委託書或提出收購要約時,應揭露收購企圖及條件,且應避免區隔報價。至於經理人則應善盡受託義務,努力爭取最佳價格,亦即所謂的「露華濃義務⁶(Revlon Duty)」。另外,亦應針對反併購措施建立相關規定。一般而言,當公司面臨併購時,可能採取的反併購措施包括:

A.毒藥丸(Poison Pills):係公司用以對抗敵意併購者所採取之防衛措施,經由給予股東特定權利,防止敵意併購者取得公司一定持股之策略。例如:發行可轉換特別股辦法以稀釋股權,使被併購公司之股東能以便宜價格購買公司臨時增發之新股,藉

³ 少數股東之多數表決同意制(Majority-of-the-minority)係表決時將相關利益方之控制股東排除在外,只交由少數股東表決,目的係將選擇權交給利益直接受到影響的少數股東。

⁴ 分類投票係指將公司發行在外之各類別股票(如特別股、普通股)分為獨立單位而進行投票,分類投票有利於確保決議得到不同類別股東之多數人支持,以保護少數股權者之利益。

⁵ 掠奪(Looting)係指掌握公司控制權之股東可通過增加負債之方式擴大公司資產規模,但僅需承擔與股份相對應的責任,且投資計畫可能須經一段時間後才能獲得效益,則對控制權股東而言有誘因虛增前期會計期間利潤並加以分配,增加權益分紅,雖然此會導致後續會計期間將顯示公司虧損,但此時控制權股東可能已賣掉股權並離開公司。故「掠奪」係有控制權之股東利用挪用資金乃至掏空公司等方式,竊取公司利益,將其他利益相關者(少數股東)之權益據為己有。

⁶ 露華濃義務(Revlon Duty)係來自美國德拉瓦州最高法院就露華濃公司之判例,意指當目標公司董事決定要出售公司或控制權時,董事有義務為股東爭取最佳價格,並應確保出售公司之交易係基於公司股東之最大利益而進行。

以稀釋原股份，造成併購方如要完成收購，必須付出更大代價，使併購者失去興趣或藉此提高收購難度。

B. 白衣騎士 (White Knights)：係指當公司面臨敵意併購時，另尋其他投資者為善意併購者，並達成優於敵意併購者之併購條件，迫使敵意併購者須提高其併購條件，藉以增加其成本及收購難度，甚至讓敵意併購者即使完成收購亦無法達到成為公司最大股東之策略性目的而放棄併購。

C. 鎖定選擇權 (Lock-ups)：是給予白衣騎士得以較便宜價格購買目標公司股份或資產之選擇權，亦即提供白衣騎士相較於敵意併購者更優惠之條件，促使白衣騎士願意參與併購，並提出優於敵意併購者之收購價格予目標公司股東，以阻擋敵意併購者之收購。

D. 分手費 (Break-up Fees)：係指併購交易若因一方未能完成簽約時，則須支付他方之費用。亦即當目標公司與白衣騎士之併購無法達成時，例如：目標公司股東不同意與白衣騎士之交易，則目標公司須支付事先約定好之金額予白衣騎士，以作為白衣騎士參與併購案所付出成本之賠償。

(4) 股東訴訟：美國之股東訴訟權包括直接訴訟（主要係針對造成個別股東損害之行為提起訴訟）及衍生訴訟（Derivative Lawsuits，股東代表公司提起訴訟，且須尋求現任董事會對於後續訴訟之支持）。至於當股東若提起訴訟並獲得勝訴時，由於公司基於對經理人之保障或所投保之董監責任保險，故訴訟衍生費用很少由被告經理人負擔，而係由公司支付（亦即如同由公司目前之所有股東支付）；另外，因股東提起訴訟可能對公司商譽造成損害，亦是行使股東訴訟權時可能付出的成本。

(5) 證券法規：包括上市規則、揭露要求、與股東溝通之要求、反詐欺責任規定等相關法令及規章制度。

(6)股份收買請求權：由於少數股東之權益易被排擠，因此為保障少數股東，當公司在進行重大交易時（例如：被併購或出售所有資產），給予反對該交易之少數股東可請求公司收買其股份之權利，若股東與公司對於股份收買價格未達成協議，則現任股東可向法院請求公司應以「公平價值」買回其所持有之股份，並由法院依照評價程序決定，亦即賦予少數股東可行使股份收買請求權做為救濟之途徑。

(7)守門員：守門員係指代表股東及董事監督公司之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（評估公司信用等級）、財務分析師（評估企業經營績效）、投資銀行（提供公平意見，例如收購時提供的評價報告）、律師（提供盡職調查意見書）、委託書顧問公司（就股東會決議和董事會選舉提供建議）等。

5、高階經理人薪酬制度：

高階經理人薪酬制度係經由工資、獎金、無償配股及認股權等獎勵制度之設計，對經理人之工作給予報酬，並且提升經理人對於增加公司價值之誘因。但值得注意的是，無償配股及認股權等方式雖可使經理人因持有公司股份，而與外部股東之利益一致，惟亦可能促使經理人反而過於專注股票價格之短期波動表現。另外，金融海嘯發生後，為增強對投資人之保護，Dodd-Frank 法案則是將金融機構高階管理人員之薪酬制度納入監督，賦予股東對於經營管理階層提供建言之權（say on pay 制度），藉由股東對高階管理人員薪酬擁有不具約束力之建議權，使公司股東對高階管理人員獎酬更具有影響力，引導高階管理人員能在穩健經營的考量下進行決策。

四、市場監督與自律組織

(一) 自律模式 (The Self-Regulatory Model)

自律為美國證券市場管理之重要元素。而「自律組織」(Self-Regulatory Organization, SRO) 係指經由法律規定賦予權利、主管機關之授權或按照市場慣例，可對會員、特定產業或職業團體執行某種程度之查核及監督管理等公權力之組織或機構。自律組織可協助主管機關執行監理工作，協助執行法令規定。

在自律模式之架構下，美國證管會賦予自律組織執行特定監督功能，並負責部分證券市場之監理與查核業務，以維繫證券市場有效運作。自律組織則訂定自身之監督管理規則，其管理規則並須經由美國證管會之核准。參加自律組織之會員（亦即證券商及證券從業人員）除受到自律組織之監督外，亦須遵守自律組織訂定之規則，至於受監督之證券商及證券從業人員等亦可能各自有其法律遵循相關規定。藉由自律模式，美國證管會可著重於較全面統整性之市場監理、查核與執法活動，而自律組織則負責證券市場較局部性或技術層面之監督、查核與執法活動。

美國證管會依據1934年訂定之證券交易法，可對證券交易所及證券商進行監督與管理，由於美國1934年證券交易法第6條規定全國性證券交易所必須向美國證管會註冊；第15A條亦規定自律組織必須向美國證管會註冊；第19條則規定自律組織之責任與美國證管會對自律組織之監督，除了規範自律組織及其會員必須遵守聯邦證券法規與自律組織內部自行訂定之規定外，另規範美國證管會可對自律組織進行查核、監督管理、核發執照等行政監督。

而自律組織之職責包括：實行及遵守1934年證券交易法，並應監督其會員遵守該法相關規定、依據法規核准或駁回會員之入會申請、公正代表其會員選任合適之董事並設置管理單位、合理的費用及規費應公平繳納、促進交易公平、當會員違反證券交易法相關規定或自律組織規範時，予以適當懲戒。故透

過自律組織之規範，可有效約束及協調會員之經營活動，同時維護市場秩序順利運作，並經由內部規範進行會員之紛爭調解或仲裁。至於自律組織之運作經費係由自律組織向會員收取年費或由市場參與者支付。而自律組織每年須接受美國證管會之稽查。美國證管會透過監督自律組織，亦可瞭解自律組織對所屬會員監督查核業務，達到間接管理之效果。

(二) 自律組織

美國自律組織主要分為兩種型態：一為行業類型之自律組織，如美國金融業監管局（Financial Industry Regulatory Authority，以下簡稱FINRA）及美國全國期貨協會（National Futures Association, NFA）；一為交易所類型之自律組織，如美國紐約證券交易所（New York Stock Exchange, NYSE）、美國芝加哥商品交易所（Chicago Mercantile Exchange, CME）等。另美國證管會亦負責美國市政證券決策委員會（Municipal Securities Rulemaking Board, MSRB）、美國公開發行公司會計監督委員會（Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB）及美國證券投資人保護公司（Securities Investor Protection Corporation, SIPC）等自律組織之監理與查核。

其中，FINRA為美國最大非政府之證券業自律監管機構，主要職責為證券商及證券從業人員之監督管理。美國證管會前依據1934年訂定之證券交易法及馬洛尼法（Mahoney Act），成立美國全國證券商協會（National Association of Securities Dealers, NASD，即FINRA前身）並賦予其監管權責。而NASD嗣於2007年7月與紐約證交所之會員監管、執行和仲裁部門合併，而成為FINRA。FINRA主要任務為保護投資人、制定相關法規及監管證券商與證券從業人員之行為。

FINRA負責會員證券商檢查、執法等監管業務並負責投資人教育訓練，依據2015年統計資料，FINRA目前有3,600個員工，在全國17個地點共計有20個辦公處所。其會員包括所有在美國對大眾從事證券業務之證券商，又依據統計，2015年約有3,957個會員證券商及約643,322名證券商從業人員，2015年執

行超過4,100件查核、移送超過800件涉及詐欺或內線交易等不法行為之案件予美國證管會。又2015年FINRA對違規會員之處分達1,512件、罰款總計約191.7百萬美元（95.1百萬美元為罰金、96.6百萬美元歸還予受害投資人）；並對736名個人會員及25家會員公司進行停權處分、對496名個人會員進行禁止處分、取消31家會員公司之資格。

另由於美國國會體認FINRA對金融市場之重要性，故2010年「陶德-法蘭克華爾街改革與消費者保護法案」（Dodd-Frank Act）第964條要求美國審計部（Government Accountability Office）稽查美國證管會對FINRA之10項實質性監理查核業務（包括：FINRA之公司治理、執行之查核、董監酬勞、提供之仲裁服務、對會員廣告之審核、與州證券主管機關之合作及投資人保護、資金之運用、前任員工之雇用、法規之有效性、公司治理及相關活動之透明度等），並規定美國審計長（Comptroller General）應將稽查結果定期向參議院銀行住宅都市事務委員會及眾議院金融服務委員會提出報告。因此依據該條文之規定，美國審計部業就2012年至2014年期間美國證管會對FINRA之監理情形進行稽查。

(三)市場監督及美國證管會對自律組織之查核

目前美國證管會對自律組織之查核係採取風險基礎法（Risk-Based）查核方式。由於美國證管會為增進自律組織之法律遵循、避免詐欺行為之發生、監控風險，並推動相關政策，因此自2010年開始，市場監督由原本針對自律組織之定期查核方式改為風險基礎法查核方式。美國證管會對市場監督之風險基礎法查核方式係依據COSO委員會（Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission）發布之企業風險管理架構，並在該架構下進行調整，針對三項要素：風險辨識及分析（risk identification and analysis）、控制環境評測（control environment evaluation）及剩餘風險與風險等級確定（residual risk / risk level determination）進行衡量。

其中，風險辨識及分析係基於自律組織之固有風險（inherent risk）及剩

餘風險 (residual risk)，採用定性及定量之評估方式，分析自律組織無法執行其應有職責之風險發生的可能性及衝擊程度，再據以決定受查對象；控制環境評測係衡量自律組織之控制環境及活動、自律組織確保風險回應及其他事項能有效執行之程序、審核自律組織之內部稽核報告，進而決定其風險減輕等級、控制活動風險；剩餘風險與風險等級確定係計算控制活動之剩餘風險後，決定該自律組織之風險等級，最後則依據前揭方法得出之結果，決定是否對該自律組織採取查核或定期監控等措施。

至於美國證管會對自律組織之查核內容則包括：公司治理方面之董事會運作查核、企業風險管理、衝突管理；交易行為之監理、查核與調查；會員資格、交易行為、財務與營運；懲處執行情形及相關例行程序等。另根據統計，於2015年美國證管會共計收到198件針對自律組織之投訴或轉介案件，涵蓋範圍包括：交易、法律遵循、上市相關問題、系統當機等。

(四)自律組織 FINRA 執行之監理

FINRA 係於2007年7月由美國全國證券商協會 (NASD) 與紐約證交所之會員監管、執行和仲裁部門合併而成。而FINRA主要任務即包括確保證券業各種操作策略可公平誠實運作，以保障交易公平性及保護投資人。近年FINRA另一重要任務為受美國證管會之委託成立新部門，負責全國各證券交易所內線交易之監視，FINRA已針對內線交易監視成立專責小組，負責內線交易之偵測與調查，目前約有30名分析師負責內線交易之查核，其監視系統則使用自行開發之SONAR系統。

SONAR系統主要用於證券市場監視之自動化資訊偵測，上線後之效益包括擴大對市場監視之廣度，並增加信度及效率。由於SONAR系統擴大監視範圍至市場之新領域，且目前發展可達到警示數量減少但準確度提高，有效提升因警示而啟動進一步調查之比率，另可節省人工複核之人力與時間。另由於SONAR系統係採「圖形化輔助使用者操作介面 (Graphical User Interface, GUI)」，利用更簡明及視覺化之介面，減少分析人員複核時間，加上相關個股

價量資訊及新聞歷史資訊之整合提供，可減少分析人員自行查詢之時間。有關內線交易監視概況說明如下：

1、內線交易案件偵測或啟動調查主要因素

一般而言，啟動內線交易調查的情形包括：SONAR 系統發出警示（當 SONAR 系統偵測到有價證券交易情形可能發生內線交易及詐欺交易時，即產生監視系統之警示；另 SONAR 系統發現成交價量有異常波動之交易異常股票時，系統將列示該等異常股票名單，以供查核人員檢視是否進一步分析。此外，SONAR 系統亦具有新聞資料庫功能，可初步搜尋及進階搜尋新聞資料）、Nasdaq/NYSE 轉介、停止交易、客戶或發行者投訴、其他自律組織轉介等。

2、內線交易之調查

(1)調查程序：分析交易紀錄、時間序表列、約談、分析帳戶月結單、調閱電話通聯紀錄、繪製內部人與交易人之關聯圖、取得證詞、調查資金流向、搜尋已建檔資料庫、建立姓名或更新相關資料（如電話號碼）之資料庫、與其他單位合作。

(2)分析項目：比對時間序列與交易紀錄、分析交易資料之市場比重、分析交易紀錄、列出可疑交易、列出須清查之電話通聯紀錄，並進而分析電話通聯紀錄、建立及使用人名資料庫、證明優先性以進行緊急行政救濟、與律師互動並協助（建議、與證人合作、簽發傳票）、測試證人可信度、與潛在證人接觸。

3、美國證管會及 FINRA 於調查內線交易案件時應取得之文件

(1)每日市場交易紀錄系統：證券經紀商及自營商須保存交易相關交易紀錄，此類型交易紀錄可由自律組織及其員工透過市場交易紀錄系統查詢，查詢結果能以書面或電子檔案方式提供，並利用電腦分析及追蹤可疑交易。

(2)每日客戶對帳單：對帳單記載客戶之所有交易，包括有價證券交易、存入及提出。對帳單可自經紀商及客戶處取得，而根據對帳

單可判斷該交易是否符合投資人過去之交易習慣。分析時通常往前追溯 6 至 12 個月，此外亦會判斷交易相關之股票是否可疑。對帳單亦能協助瞭解資金進出帳戶之情形。

- (3) 客戶開戶資料：經紀商須保管客戶開戶資料，包括客戶姓名、地址、電話號碼、雇主、開戶日期及其他資訊。開戶資料有助於瞭解開戶者和公司內部人之關係。
- (4) 委託單：證券經紀商須保存客戶委託單，而委託單可顯示時間戳記，亦可顯示是客戶主動下單或應營業員要求下單，惟並非所有經紀商均記載此類資訊，因此尚不能單憑委託單即逕行判定。又時間戳記一般蓋在委託單反面，故委託單之正、反面都須檢視。另回報單為經紀商傳送予客戶之確認單，類似委託單，惟不具時間戳記。
- (5) 價量走勢圖：價量走勢圖顯示有價證券成交價及成交量走勢，並可據此判斷重大影響股價消息公開前，成交量是否有可疑增加，亦可作為決定那些交易應加以追蹤之重要參考。
- (6) 經紀商及自營商結算單：結算單將證券商所交易之股票分門別類列示。結算單可由自律組織提供，查核人員可據此決定應自市場交易紀錄系統調閱那些特定證券商之資料。
- (7) 佣金支付紀錄：記載證券商支付予營業員之佣金，並可依營業員、證券及客戶等方式分類。可進一步瞭解那些營業員在特定證券交易中扮演積極角色。此外，佣金支付紀錄亦可判別有關發行公司經理階層或內部人是否得知不法交易之可能性。
- (8) 異常交易報告：經紀商自行產製供管理階層參考之報告。各家經紀商有不同篩選標準產製報告。
- (9) 成交文件：係指含有重大影響股價消息之文件。在要求發行公司提供該項文件時，須要求其提供所有草稿之影本。
- (10) 保密承諾書：律師事務所、證券經紀商、投資銀行及上市公司員

工須簽署保密承諾書，以保證不洩露職務上所知悉之機密。當可疑交易涉及機密資料外洩時，保密承諾書可幫助釐清保密責任。

(11)私人檔案：此類型檔案通常包括地址、學歷、職業及電話號碼等，分析此類資訊可幫助瞭解並建立公司內部人及交易人之關係。私人檔案之來源包括雇主、證人及機構資料庫。

(12)證券分析師報告：交易人常以分析師報告或新聞報導做為買賣決策原因，因此瞭解此類報告內容可幫助有效訪問證人。至於分析師報告及新聞報導等資料可從上市公司、證券商、投資顧問、證人及資訊廠商取得。

(13)發行公司內部會計紀錄：由於內線交易常係因內部人看過內部會計紀錄後而產生。而調閱此類文件時須包括草稿，甚至是產生會計紀錄之相關電子檔案。

(14)電話紀錄：利用電腦分析電話紀錄可幫助內線交易調查，惟不能過份強調電話紀錄在內線交易調查之重要性，某些內線交易案件之查核人員需過濾兩萬多通電話，始能建立內部人與交易人之關係。

A.電話紀錄種類：電話簿、用戶資訊、通話紀錄、長途電話、地區電話、電話留言、證券商之客戶來電錄音、電腦紀錄。

B.電話紀錄來源：證人、電話公司、雇主、旅館、行事曆、私人電話簿、日曆等。

C.電話紀錄保留期間：電信公司寄出電話帳單 18 個月後即會銷毀相關電話紀錄，故應利用傳票方式及時保留相關資料。

D.分析電話紀錄：分析電話紀錄時，不僅要釐清內部人與交易人之間的連繫，同時亦要辨別通話順序及潛在證人。例如在某一實際案例中，內部人與交易人都曾與第三人聯繫，經調查發現該第三人係房地產仲介，最近替內部人及交易人仲介一筆房地產交易，最後發現該筆房地產交易即是交易人用來支付內部人

提供內線消息之方式。

E.利用個人電腦分析電話紀錄之通話時間、受話號碼、發話號碼、電話擁有人、可能發話人、可能受話人等欄位。

(15)時間序列表：美國證管會要求上市公司、律師事務所、投資銀行及併購者提供重大消息之「時間序列表」，憑以決定「重大影響股價消息」為何時成立、同時有多少人知悉該項消息。而時間序列表可顯示地點、日期、時間、相關會議參加人員、最初討論文件到對外公開文件。時間序列表亦包含與事件相關之人名、地址及電話號碼。在許多內線交易案件中，時間序列表則係根據交易紀錄、旅行紀錄、日曆、電話紀錄及其他紀錄所編製。

(16)私人電話簿、行事曆、通訊錄、日曆及其他類似紀錄：這些紀錄可幫助釐清內部人及交易人之間之連繫情形，並可建立關係人資料庫。

(17)其他紀錄：銀行紀錄、電匯紀錄、涉案人照片、宴客名單、護照、筆跡、申請表格、飛機乘客名單、租賃表格、房地產簽約文件、大樓進出紀錄等。

五、投資公司與投資顧問之監理

(一)投資公司 (Investment Companies)

1、註冊規定：投資公司之定義主要係依據該公司之經營型態是否以投資、再投資或買賣及持有有價證券為業務而定。凡符合投資公司之定義且非屬豁免範圍者，即應向美國證管會註冊為投資公司並受1940年投資公司法 (The Investment Company Act of 1940) 之規範，且應定期揭露財務狀況與投資政策等。一般而言，私募基金若採公司型態經營且係以投資為業，即符合投資公司之定義，惟私募基金如符合：受益人人數不超過100人或投資人均為合格申購者(qualified

purchaser) 等情形時，則可豁免註冊為投資公司。其他可豁免註冊為投資公司之類型還包括：主要從事承銷商和經紀人業務者；銀行、保險公司、銀行信託基金、特定慈善機構及特定退休金計畫等。

2、投資公司之類型

(1)開放式投資公司 (Open-end investment companies) 或共同基金 (mutual funds)：係指公司集合投資人資金進行投資，投資者依基金淨資產價值 (Net Asset Value, NAV) 買入股份，持有之股份代表其擁有基金持有之資產及收入的所有權比例。因投資人可將其持有之基金股份賣回給公司，因此共同基金之規模會改變。

(2)指數股票型基金 (Exchange-traded Funds, ETFs)：係指在證券交易所買賣之基金，以持有與指數相同之股票為主，投資人係透過持有表彰指數標的股票權益之受益憑證進行間接投資。

(3)於證交所上市及交易之封閉式投資公司 (Closed-end investment companies)：原始募集資金之發行規模固定，投資人無法向發行公司申請贖回基金，而須在次級市場依基金市價交易，不得向基金公司要求贖回。因此，封閉式基金之市價與淨資產價值不一定相同。

(4)單位投資信託 (Unit Investment Trusts)：係指投資信託公司發行之固定數量證券，投資人可在未來特定日將信託證券賣回給公司，該賣回日於發行時即載明。另單位投資信託並無董事、公司人員、或投資顧問提供投資人諮詢。

3、因應投資公司風險之規範

(1)因投資公司可能改變其基本政策、管理方式或本質，故除非經股東決議通過，否則應確保基金係依據其投資政策或本質營運。

(2)投資公司應定期揭露特定資訊，但投資公司可能有錯誤陳述、隱匿或揭露不足等風險，故需規定投資公司應本於誠信原則對外提供資訊，並對特定資訊之揭露與定期揭露加以規範。

- (3)投資公司之資產可能有價值評估不正確之風險，故應要求當基金進行銷售或贖回時，需以真實公平方式評價。
- (4)因投資公司經理人可能係出於個人利益考量而管理基金，為降低此一風險，需降低潛在之利益衝突、對於使用基金資產進行促銷應訂定上限及相關限制、對於關係人交易應予限制，且應針對管理情形設立獨立檢查機制。
- (5)投資公司資產可能有未妥善保管之風險，因此應要求由保管機構提供資產保管。
- (6)投資公司可能使用槓桿，故應對投資公司之舉債額度與資產財務槓桿程度予以限制。

4、監理措施

- (1)針對投資公司之目的、形式及管理：投資公司必須說明其形式、目的及政策，例如：係屬開放式或封閉式基金、投資配置為分散或集中、投資重心及投資策略等，如有任何重大改變，則須經多數股東同意。
- (2)誠實揭露：投資公司必須提供公開說明書予投資人，公開說明書必須完整公正揭露與基金有關之重大事實，包括：投資目標、投資策略原則、投資風險及基金費用等，並避免使用易誤導投資人之名稱。提供予投資人之簡式公開說明書以及原訊息上提供額外參考資訊等資料，必須以清楚明確之方式表達。
- (3)定期揭露：一般而言，註冊報告應每年更新，但特定資訊必須每半年定期更新，並向美國證管會及股東提供真實、無誤導性之報告，且基金主要主管及財務人員須認證該報告正確、無誤導。另投資組合應每季定期揭露。
- (4)投資公司價值應真實公平定價：基金應在每日特定時間計算淨值，並依據現時之資產淨值作為基金銷售或贖回之價格，資產價值之評估必須依據當下之資產市價，若無市場報價，則由董事會依誠

信原則決定公允價值。另股東不得要求給予個別折扣。

(5)利益衝突規定：為避免利益衝突，特定類型之交易，例如為個人利益進行之交易（Self-Dealing）、關係人交易（Affiliated Transactions）等均受到規範。除美國證管會審酌情況訂定豁免規定之情形外，一般常見的禁止交易類型包括：禁止基金與其關係人間進行資產交易、禁止基金與其關係人成立合資企業、原則上禁止基金之關係人或與關係人有關聯之人與基金執行主要交易、原則上禁止基金購買基金之關係人或與關係人有關聯之人所辦理承銷中之證券。

(6)針對使用基金資產進行促銷予以限制：1940年投資公司法 Rule 12b-1 規定若共同基金使用資產進行促銷時(方式包括但不限於：廣告；承銷商、經銷商和銷售人員之報酬；印刷及郵寄公開說明書予其他非現有股東之對象；印刷及郵寄銷售資料等)，投資公司應出具書面計畫，且該書面計畫應經股東及董事（包括大多數無利害關係之董事）核准，若有任何重大變更時亦須經股東同意。另 FINRA 亦限制該額度僅得為基金資產 1%。另美國證管會在進行清查後，於 2016 年 1 月發布指南並指出部分共同基金付予中介者之子會計費用（sub-accounting fees）可能直接或間接成為促銷費用，故美國證管會於該指南中再次強調及提醒投資公司應遵循 1940 年投資公司法 Rule 12b-1 之規定。

(7)管理人員道德操守要求及保護資產免於詐欺規定：1940 年投資公司法對於投資公司從業人員資格予以規範；基金必須依法律規定之保額購買保險，以保護資產免於受到可取得基金證券或資產之人之侵害；公司規章或章程亦不容許危害基金或股東之不當行為。

(8)管理人員之獨立性檢查：對於獨立董事席次有最低比率之規定，1940 年投資公司法要求董事會至少應有 40% 為獨立董事。

(9)資產保管規定：規定投資公司必須保護基金資產免於偷竊、遺失或盜用風險；基金必須將資產交由符合資格之美國銀行或全國性證交所成員之證券商保管；基金及其保管機構亦可將投資組合證券存放於證券集中保管機構。

5、其他近期建議措施

(1)提供報告方式應現代化：美國證管會於 2015 年 5 月提出基金及顧問提供報告方式應現代化之建議。包括：基金應每月提供及公開揭露投資情形；提供結構化數據格式，以利進行基金間之比較與分析；建議允許基金透過網路方式提供報告予股東等。

(2)流動性風險管理及衍生性商品規定：美國證管會於 2015 年 9 月及 12 月提出加強基金層級之流動性及衍生性商品控管之建議。包括：建議共同基金及開放式 ETF 建立流動性風險管理方案；對投資組合資產之流動性加以分類；定期檢視基金之流動性風險；建議允許資金使用擺動定價（Swing Pricing）機制；對特定衍生性商品交易之投資組合加以限制；部分基金應提出衍生性商品風險管理計畫等。

(二)投資顧問（Investment Advisers）

- 1、定義：投資顧問係指收取報酬（廣義解釋為經濟利益）而直接或透過刊物或著作提供關於證券價值之建議予他人、建議投資或買進或賣出證券、或發行或公布與證券相關之分析或報告等業務者。而是否「以從事投資顧問為業務」之決定要素包括：是否對外表明為顧問身分、是否因提供建議得到報酬、提供建議之頻率及特性等。至於「建議」則包括：市場趨勢、統計數據或歷史數據、證券種類、建議不要投資等。
- 2、投資顧問報酬規定：依 1940 年投資公司法規定，基金與其投資顧問所簽訂之合約應明訂所有支付予投資顧問之報酬，且該合約需經由董事會成員中與合約無關之非利害關係人多數決議通過。

- 3、原則基礎法之監理 (Principles Based Regulatory Approach)：美國證管會對投資顧問以原則基礎進行監理，並針對投資顧問之信託義務加以規範，包括：應完整揭露重大事實（利益衝突、懲戒事件及高風險之財務狀況等）、應提供合適建議、應最佳執行及代理投票等。
- 4、其他限制規定：帳冊及紀錄憑證之規定、法律遵循方案、職業道德守則、保管規定、介紹費之支付、政治獻金、獎勵薪酬、顧問契約之分配、績效費、廣告等。

六、財務舞弊之調查

(一)發行人資訊揭露義務

美國證管會要求公開發行公司應揭露多項公司營運資訊並定期更新相關訊息。包括在IPO期間應揭露公司財務狀況予投資人知悉；於IPO後應揭露公司年報、季報或定期性財務報告及其他相關重要事項。應揭露之事項則包括：與發行公司有關之目前及未來營運計劃資訊(包括歷史沿革、主要產品及服務、主要市場與行銷方式、原物料來源及取得方式、法律訴訟情形等)、公司組織結構、風險因素、財務報表及財務資訊(包括資產負債表、損益表、現金流量表、保留盈餘表等。跨年度應以比較性資訊呈現，且應揭露期中資訊，並採合併基礎揭露)、管理階層討論與分析(包括產業趨勢、流動性與資本形成等)、營運計劃及未來展望資訊、管理階層人員及董事資訊(姓名、背景及經歷、薪酬資訊、持股情形與關係人交易等)、主要股東(公司主要股東姓名、與發行公司之利害關係、主要股東之其他主要經營事業及關係人交易等)。

(二)財務舞弊之影響

資本市場需建立在資訊透明與誠信之基礎上，而證券市場一旦發生醜聞或弊案即會嚴重打擊投資人之信心與社會大眾之信任，並對經濟及就業率產生負面影響，亦增加法律訴訟等相關執法成本。美國於2000年至2002年陸續爆發

重大企業財務舞弊案件造成威爾遜5000指數 (Wilshire 5000 Index) 由2000年3月之總市值14.7兆美元下降至2002年10月之總市值7.3兆美元，損失高達50%；而2008年之金融風暴亦造成道瓊工業指數由2007年10月超過14,000點之高點下降至2009年3月之6,600點。另近期亦有學術研究指出，每年度個別企業涉及舞弊行為之可能性約有14.5%。

(三)財務舞弊之型態

- 1、涉及財報不實及違反揭露義務之舞弊案件類型：美國證管會針對公司或個人涉及財報不實而採取執法行動之案件類型包括(1)未依規定向美國證管會辦理註冊之募資行為：公司或個人銷售未經核准之證券時，常涉及使用虛偽不實之財報或非法之財務詐欺行為。此種詐欺案件通常使用誇大虛構之手法與聲明，以進行其非法商業與投資活動；(2)已向美國證管會註冊之發行公司報告詐欺：公司財報舞弊通常涉及複雜之意圖，包括藉由虛偽不實之財報操縱公司盈餘、影響股價或為了達成績效目標等。
- 2、發生財務舞弊之可能條件：當管理階層有誘因（獲取個人財務利益、提升聲譽等）或在相當壓力下（害怕失去工作或害怕失去對公司之控制權），而公司內部控制制度效能不彰，存有舞弊之機會時，即可能發生財務舞弊行為。而舞弊者常將其舞弊行為合理化。
- 3、財務舞弊之過程：起初通常係為幫助公司達成數字目標（making the numbers）而做的小幅調整開始；接著是管理數字（managing the numbers）而必須做較大幅度調整，因前期調整後的虛偽數據會延續至次期財務報表，若要不被發現，則相應之次期數據亦必須調整；最後則為美化數字（making up the numbers），因為若不如此，將會造成毀滅性之崩壞。
- 4、財務舞弊之手法：常見之財務舞弊手法包括契約日期回溯（Backdating of contracts，藉由回溯合約日期，使其生效日早於實際簽約日）、虛偽發票、運送未完成之產品、提前認列收入、認列未實際運送或未

製造完成之商品收入、未認列或揭露相關負債、隱藏附函(Side Letters，例如與客戶約定某些情況下可退貨，提供客戶產品退回權益之附帶書面文件，但未於財務報告充分揭露與表達)、為使盈餘趨於平穩而提撥之超額準備、意圖刻意於媒體發表誤述財務結果、未確實揭露關係人交易、塞貨(Channel Stuffing，公司為讓客戶購買計畫提前，於是提供大幅度之產品折扣刺激買氣，提高公司當期帳面盈餘數字，但於後續期間，因客戶並無進貨需求，導致後續期間之盈餘數字不佳)等。

(四)財務舞弊案件之調查：

- 1、發動調查之可能原因：公司重編財務報表、美國證管會企業金融部(Corporation Finance Division)或自律組織等機構移來之案件、公司季報或年度財報之檢查、公告負面訊息、更換簽證會計師、無預期或未具合理說明而異動高階管理人員、公司內部人明顯出售持股、機密資訊或吹哨者(whistleblower)舉報、財務面之新聞報導顯示有問題存在(如高估營收、低估費用等)及其他分析工具之示警等。
- 2、調查時應詢問事項：陳述不實或疏漏事項為何？影響期間為何？對財務報告影響是否重大？所適用之會計準則為何？是否違反任何會計原則或審計準則？公司負責交易之相關人員為何？若採行不適當之會計方法，誰涉及會計與揭露程序？何者對於前揭程序之正確性與完整性應負責？相關文件簽名認證者為何？
- 3、懲處方式：包括對於違反者處以禁令、停止或終止命令、返還不法利益(包括紅利、股票或選擇權利益及薪資等)、民事罰款、解除經理人或董事職務、取消會計師或律師執照、司法機關處以刑責(沙賓法案已增加財務舞弊案件之刑期長度)。
- 4、財務舞弊之證據：包括會計記錄被故意偽造或變造、故意適用錯誤之會計原則、財務報表重大資訊不實陳述或隱匿、公司聘用不適任之內部會計或獨立審計人員、獨立審計人員無法執行適當之審計工

作。

5、舞弊證據之取得

(1)公開文件：年度財務報告及期中財務報告、當期報告、公司登記註冊文件及公開說明書、公司新聞稿、媒體相關報導、公司網站披露之訊息及分析師報告等。

(2)公司文件：進（銷）貨發票、會計帳冊、明細分類帳、試算表、財務預算、董事會議事錄及公司往來信件等。

(3)會計師文件：工作底稿、查核計畫、查核備忘錄、調整分錄及管理當局聲明書等。

(4)第三方文件：交易憑證（例如發票、提貨單、指令單）、合約、電子郵件通訊、專家報告及附函（Side Letters）等。

6、調查時應約談對象：約談形式包括作證與面談；採取證詞之對象包括參與交易人員、對相關資訊有權限之人、準備或審核或簽署文件之人、有充分權限可偽造紀錄之人。約談順序可由基層人員往上約談或由高階經理人員往下約談，惟兩者各有其優缺點。

(五)安隆弊案之反思及沙賓法案（Sarbanes-Oxley Act）：

1、安隆（Enron）弊案

(1)安隆事件：安隆公司之前身為北部天然氣公司，其於 1985 年併購休士頓天然氣公司後更名為安隆，主要從事能源交易及天然氣輸送管業務，年營收約 1,000 億美金，於紐約證券交易所掛牌上市。2001 年 9 月安隆公司無預警重編財務報告，而該公司向美國證管會申報 1997 年至 2000 年重編之財務報表顯示自 1997 年以來安隆公司虛列盈餘近 6 億美元，且有漏列鉅額負債之情事，導致投資人信心大失。安隆公司爆發舞弊案後，股價大幅下跌，市值蒸發數百億，隨即於 2001 年 12 月申請破產。

(2)法律行動：美國證管會針對安隆案共採取超過 12 個民事及執法行動，並有超過 24 個公司內、外相關人員遭提起訴訟，另對 4 家金

融機構提起訴訟、對安隆高階主管包含會計人員、董事等提報禁止令，共追回超過 4 億美金之不法所得、司法檢調部門並就整體案件提起刑事訴訟。

- (3)安隆弊案牽涉問題層面廣泛，涵蓋公司治理失靈、財務及審計失敗等，安隆弊案之舞弊態樣包括：隱匿合約內容以規避會計原則規範、藉由設立為數眾多之特殊目的公司（Special Purpose Entity, SPE）從事衍生性金融商品操作及股票投資買賣以規避列入合併報表、虛增盈餘、利用非常規之關係人交易獲取利潤、運用資產負債表外交易（Off-Balance Sheet Transaction）致投資人忽視相關風險等，且負責安隆公司簽證之會計師事務所不僅未盡其責任，反而涉及參與設計相關交易架構、於審計時協助隱瞞該公司之真實交易損益、協助偽造不實資訊、逃稅、銷毀會計資料等。

2、沙賓法案

- (1)立法緣由：美國安隆案發生後，為重建投資大眾信心、確保財務資訊正確性及可靠性，開始檢討現行法規制度缺陷，以尋找預防相同事件發生之方法。故美國國會於 2002 年通過沙賓法案，該法案主要規範與財務報表相關之內部控制制度，以促使企業營運與財務資訊更透明，並建立相關規範確保財務資訊之正確性及可靠性。

- (2)沙賓法案建立之措施：

A.新增規定：增列公平基金（FAIR funds）之規定，得利用相關違規或不法案件罰款來賠償投資人，以彌補受害人之損失，並由美國證管會管理該基金賠償受害投資人之相關事宜；增加律師、會計師與審計人員違規或不當行為之行為責任；得沒收高階主管之獎金；財務報表之責任與驗證；企業違反證券交易法之責任不因破產而撤銷。

B.新增對公司高階主管責任之規範：對公司高階主管禁止令

(Officer & Director bar) 之認定標準自「行為重大不適合 (substantially unfit)」修正為「行為不適合 (unfit)」；對公司高階主管禁止令增加得透過行政程序取得之規定，取代原先僅能向聯邦法院申請之途徑；增加代管異常支付 (Escrow extraordinary payments) 之規定，授權美國證管會可向法院申請核發命令以暫時凍結公司可疑帳戶，避免正被調查中的公司高階主管趁機掏空公司資產。

C. 新增對會計師及審計人員之規範：成立公開發行公司會計監督委員會 (Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB)、新增獨立性要求、新增掛牌公司之審計委員會責任、允許可對已向 PCAOB 登記之外國會計師事務所調閱審計工作底稿。

D. 刑事規定：加重財務舞弊案件之刑期長度、將涉及編造不實認證、阻礙吹哨者及蓄意破壞檔案等不法行為納入刑事責任範圍。

3、其他借鏡

(1) 印度 Satyam 公司：Satyam 公司為印度第 4 大 IT 服務業者，並在美國掛牌上市，該公司高階經理人員使用假收據及偽造銀行對帳單等方式虛增現金餘額、自行調升營業利益及營收，弊案爆發後震驚印度企業界。

(2) 美國 Diebold 公司：Diebold 公司係位於美國俄亥俄州之 ATM、銀行安全系統及電子投票設備製造商，該公司操縱營收數字，並虛增稅前盈餘以求符合財務預測，經美國證管會調查後，該公司同意支付 2,500 萬美元和解金。

(六) 美國證管會財務舞弊案件執法情形

2015 年美國證管會發現 135 件涉及財務詐欺或資訊揭露違規案例，其中包含 213 名發行人及經理人、董事、員工、簽證會計師等相關人士；暫停 334 家不當揭露之發行公司證券之交易；此外亦針對市場操縱相關案件執法計 43

件、募資相關案件執法計98件；另向法院起訴請求其判決111名被告不得擔任發行公司之高階主管或董事。

為提升執法部門主動發現企業財報不實、資訊未充分揭露或審計失敗等缺失之能力，美國證管會採取多項積極措施，以期早期發現財報或審計違規相關事項，相關措施包括：辨識財務報告舞弊發生之機會、持續覆核財務報告重編或修正情事、覆核守門員（如律師及會計師事務所查核人員）是否適當扮演其角色、發展整合內部資料方法以促進偵查功能等。

於2013年7月啟動「財報及審計專責小組（Financial Reporting and Audit Task Force）」，該團隊由深具實務及查核經驗之會計師及律師組成，致力於偵查財務報告舞弊及資訊揭露不實等違反證券交易法之違法案件，且此工作小組已於2015年成為常設組織。

(七)財務舞弊案例研討

- 1、案例背景：ABS 公司(ABS Industries Inc)係位於美國俄亥俄州之汽車及輕型卡車零件製造商，旗下有 2 家子公司，ABS 公司為公開發行公司，依規定應定期向美國證管會申報年報及季報。而美國證管會因發現 ABS 公司涉及財報不實，故對 ABS 公司、執行長、財務長、管理者及工廠經理人發出民事禁令。
- 2、ABS 公司涉及財報不實項目：ABS 公司連續二年修正其財務報表及次年度前三季財務資料，尤其是針對收益部分加以修正，並歸因於「潛在會計錯誤」之理由，顯示 ABS 公司之銷售收入有不當認列之情形，將尚未出貨商品之收益予以認列。經查核發現 ABS 公司將「開帳單並代管」(Bill and Hold)之銷售認列為收入，由於此類型交易為買方取得所有權並接受帳單，但要求延遲交貨之情況，故在交易收入金額能可靠衡量，且已發生或將發生之成本能可靠衡量之前提下，此類型交易收入認列條件為買方取得所有權並符合(1)很有可能交貨(2)該商品為現有、可辨認，且認列銷售時已達可交付買方之條件，

無須再作任何加工或處理(3)買方具體表達延遲送貨指示(4)適用一般付款條件等條件時認列。若係意圖於交貨前才及時取得或製造之商品則不能認列收入。

- 3、財務舞弊原因及查核情形：由於 ABS 公司執行長公開對外宣稱公司之銷售目標過高，導致 ABS 公司在無法達成銷售目標之壓力下，因害怕市場對銷售不如預期有所反應，故 ABS 公司管理階層開始利用認列 Bill and Hold 銷售收入之手法以求達到銷售目標。但經美國證管會查核發現，ABS 公司認列之 Bill and Hold 銷售收入並不符合認列條件。雖然 ABS 公司起初表示商品已在倉庫中並已出售，惟經進一步查核後發現 ABS 公司認列之 Bill and Hold 交易方式並非出於買方要求而採取，而 ABS 公司透過對審計員提供誘因或賄賂等方式，使審計員同意以 Bill and Hold 交易方式認列，加上銷售之貨物並未運送予買方，亦不適用一般付款條件，且買賣風險並非由買方承擔，貨品於倉庫中亦無明顯區隔。最後 ABS 公司承認其所認列為收入之商品根本尚未製造完成。美國證管會於查核過程中持續蒐集相關文件（包括可看出實際出貨日期之收據及運貨紀錄、可看出商品未製造完成之存貨紀錄、可看出 ABS 公司未將舊有應收帳款核銷之應收帳款報告等憑證、提供誘因或賄賂予客戶之信件、造假之收據及會計文件、可看出 ABS 公司欺騙審計員之工作底稿等）及約談相關人員（審計人員、銀行人員、可作證說明 ABS 公司實際營運情形之員工、可作證說明 ABS 公司提供財務誘因或行使賄賂之客戶、可釐清並判斷 ABS 公司收入認列情形是否符合 GAAP 一般公認會計原則之專家證人等）後，最終證實 ABS 公司之行為係財務舞弊案件。
- 4、最後結果：ABS 公司之財務長、管理者及工廠經理人與美國證管會達成和解，繳回不法所得相關利益並支付民事賠償金，而 ABS 公司出售資產予其他競爭公司，執行長並被處以禁止令。

七、內線交易之調查

(一)規範內線交易之法律依據

美國並無特定之「內線交易」法，對於內線交易之規範係由國會訂定之1934年證券交易法10(b)與美國證管會頒布之規則10b-5，以及內線交易相關判例形成內線交易規範主要依據。依據1934年證券交易法10(b)規定，任何直接或間接使用州際商務或郵件之任何手段、工具或任何全國性證券交易所設備之人，於買賣上市或非上市有價證券時，不得使用操縱或詐欺之手段、計謀等而違反美國證管會為維護公共利益及保護投資者所制定之規定。

另規則10b-5規定，任何人於買賣上市或非上市有價證券時，不得直接或間接地為下列各款行為：(1)利用任何手段、計劃或計謀從事詐騙行為；(2)對重要事實作不實陳述或省略某些重要事實陳述，以致在當時情境下，能使他人產生誤導之效果；(3)從事任何可能對他人產生欺詐或欺騙情事且與證券買賣相關之行為、業務、商業活動等。

而美國聯邦最高法院1997年O'Hagan案(521 U.S. 642)中，美國最高法院將持有機密資訊者，其應負義務之對象擴及於其消息來源。因傳統理論係內部人對公司股東負有義務，而本案法院認為公司之「外部人」所負義務對象並非交易之當事人而是該外部人消息之來源。法院認為當個人為自身利益而使用機密資訊，同時又對消息來源者偽裝忠誠時，則為操縱與詐欺。故律師、會計師、顧問及其他任何暫時成為公司受託者之人，均適用為內線交易之規範對象。

(二)內線交易之認定

- 1、傳統理論 (Classical theory)：適用於利用工作之便得知重大非公開消息之內部人士，而買進或賣出該公司證券之行為。其中，重大且非公開消息之認定為理性投資人認為該重大且非公開消息資訊在當下具備重要性，相關內容亦可參見1988年Basic Inc.案(485 U.S. 224)。
- 2、私取理論 (Misappropriation theory)：擴大內線交易之適用對象，不

再僅以公司內部人為限，任何人（例如：律師、投資銀行行員、顧問、家庭成員、承包等）具有關於有價證券之重要非公開消息而從事該有價證券之買賣，即違反其對該證券發行人、股東或重要非公開消息來源之人，直接、間接或衍生所負有之信託或保密義務。

3、消息提供者（Tipper）之責任：提供消息予他人者，其應負法律責任之情形為該消息提供者為內部人或私取者（misappropriater）將重大未公開訊息提供給朋友、親戚或其他外部人，以使該等人獲利且自身亦可獲利。消息提供者對消息受領人之交易（包括獲取利益或規避損失之情形）負有連帶責任。

4、消息受領人（Tippee）之責任：當消息受領人從內部人或私取者等消息提供者處獲得重大未公開訊息，且已知或應知該訊息之傳遞違反信賴義務，並依據該訊息進行交易，而消息提供者亦得到利益。雖消息受領人並非內部人（或私取者）亦應負法律責任。

(三)內線交易之旁證 (Circumstantial Evidence)

當調查內線交易案件時，常被探討的問題包括：誰是內線交易之受害者？為何內線交易不合法？內線交易究竟係違反刑事、民事或行政法令？內線交易之法律責任應擴張至何種程度？未收取利益之消息提供者是否負有責任？追查消息受領人時，應往下游追溯至多遠？調查內線交易應掌握何種證據？是否需要直接證據？抑或是旁證即已足夠？針對內線交易之處置措施為何？以上皆是一直以來多所爭論之議題。

事實上，由於內線交易極難證實，尤其是當處理涉及避險基金或其他複雜專業領域之情況下，此類型案件往往牽涉複雜的交易技術，且交易者可能辯稱其交易行為係基於精密複雜之分析及利用非重大或已公開資訊所作之決策，故調查人員往往極難取得內線交易之直接證據，幾乎所有案件皆需使用旁證以為佐證。可能之旁證包括：新開立之交易帳戶、帳戶資金、下單交易量與過去明顯不同、交易類型與過去明顯不同、交易策略與過去明顯不同或是缺乏交易

策略、資金來源、資金布署、帳戶中其他可疑交易、與內部人或其他交易者以電話聯繫之時機、交易者之信用紀錄、與其他交易者之關係、與內部人或消息之連結、被調查對象於調查階段中對調查人員作出不實陳述等。

(四)內線交易案件之調查

內線交易調查通常起始於當公司股票交易大幅增加，交易所市場監視部門發現異常波動，因而啟動內線交易調查行動。另媒體資訊、檢舉案件、查核發現、申報資料或券商提供資訊皆可能成為案源。內線交易調查過程中，主要需辨認未公開重大訊息之型態、訊息之確切公開時間點及訊息之影響，並由交易紀錄以決定涉案者。相關調查行動如下：

1、重大非公開消息之認定

重大消息可能包括：產品發表、盈餘公告、法規核准或否決、合併、收購及研究報告等。在調查過程中，須先確認重大消息公布之精確時點，進而評估該重大消息公布對股票市場價格產生之衝擊。一般而言，正面消息通常會激勵股價上漲，例如：合併或收購、新產品開發成功、盈餘增加或新合約簽訂；負面消息則導致股價下跌，例如盈餘不如預期、財報不實、產品不良或訂單流失等。

2、編製事件時間序列表

準備事件時間序列表，並於序列表上載明相關事件發生時點，且應持續隨各事件之發生而即時更新並備齊相關文件，以釐清其關聯性。

3、約談交易人員

調查人員應先考慮約談執行交易之人，並詢問其交易該檔股票之原因。在調查初期階段可透過非正式約談或電訪方式對交易人員提問，可詢問之問題包括：交易之理由為何？是否知悉或有權限知悉重大非公開消息？是否有取得該等資訊之管道？是否與公司內部人有接觸或聯繫？先前是否曾交易該檔股票？該筆交易之款項是否係由其他人支付部分或全部金額？是否與其他人對此筆交易達成共

同分攤獲利及成本之協議？

4、要求時間序列表

寄發要求填列時間序列表之通知予標的股票公司，如有必要時亦應要求與標的股票重大非公開訊息相關之公司（例如合併對象）提出時間序列表。該序列表應要求公司確認所有相關步驟、協商、討論、導致該事件之會議、消息發布前相關參與人員等內容。時間序列表可顯示知悉重大非公開消息之相關人員、相關人員所知內容及得知該消息之時間。

5、證券商紀錄

調查人員應就重大、交易手法過於積極、時機過於敏感湊巧或具高度可疑之交易取得證券商帳戶紀錄，以判定是否為不尋常交易。開戶表格須包括姓名、帳號、第三方交易之授權證明、帳戶淨值、帳戶所在地、個別客戶居住地、就業情形及歷次交易情形。同時可評估該開戶人員買賣其它股票情形，以尋找其交易習慣是否有異常變化。另應取得證券商與客戶聯繫等相關紀錄。

6、電話及電子通聯紀錄

取得所有相關人員之電話紀錄、電子郵件和即時訊息等，包括行動電話、住家及辦公室電話。電話紀錄可顯示是否曾有接觸或通聯，並可顯示在重要時間點是否疑似有傳遞重大非公開消息的潛在可能。

7、公司紀錄

調查人員應取得所有與該重大非公開消息相關之文件，包括電子郵件、董事會議事錄及商業紀錄等，另應調查可能有權得知公司重大非公開消息相關人員之行事曆或行事曆排程軟體。另可要求公司提供公司與員工簽訂之政策及規範之影本，因該文件可能涵蓋內線交易及保密期間之相關規範，若公司未訂有相關規範，證券主管機關可能會要求公司實施相關規定。

8、銀行紀錄

調查人員應取得銀行紀錄以追蹤交易過程，追蹤資金流向以辨識自該筆交易獲取利益之人、是否因而獲利或是因得知公司負面消息提前賣出股票以規避損失等資訊。另可透過每月帳戶對帳單、支票紀錄、存款及轉帳紀錄等文件，追查資金在不同人之間的移轉情形，以尋找交易之利益分配或支付報酬予消息提供者之情形。

9、辨別清單

列出相關可疑機構及人員名單（可能包括執行交易者、家人、朋友、合作對象等相關人士），並將該名單提供予公司要求其辨認名單內之相關者。發行公司應辨識名單中人是否有任何與公司有往來、關係或聯絡之情形。從公司就辨別清單之回覆與相關資訊中，可協助指認公司內部人洩漏重大非公開消息之消息受領人相關線索。

10、取得陳述及證詞

調查人員應取得下單券商之陳述或證詞，內容應包括：與客戶之溝通紀錄、是否知悉該重大非公開消息或有是否有權可知悉該資訊、是否與客戶或與消息受領人之間有任何接觸或關係、是否與公司員工或知悉公司重大非公開消息之人有任何之接觸或關係等。

(五)違反內線交易之處置

針對違反內線交易規定之行為，可採取之處置措施包括：不法利益之繳回（Disgorgement），其出發點係交易者不應自非法行為中獲取利益，故應對違法行為之獲利或規避損失金額要求繳回；罰款（Penalties），民事罰鍰金額可依獲利或規避損失金額之三倍金額計算；執行禁止令以預防發生違法行為；限制擔任公司董事或高階主管（officer and director bar, O&D bar）；限制不得從事證券業；刑事處罰（監獄、沒收）等。

(六)美國證管會內線交易案件執法情形

內線交易不法案件之查核向來是美國證管會執法重點項目之一。經查

2014年美國證管會計有80件內線交易執法案件、2013年則為58件。涉案人員包括：金融專業人士、避險基金經理人、公司內部人等，其行為嚴重破壞證券市場之誠信與公平。因此內線交易亦是各國證券主管機關及國際證券管理機構組織（International Organization of Securities Commissions, IOSCO）焦點議題之一，近年並重視國際合作，以加強打擊內線交易等跨國證券不法行為。

（七）內線交易案例研討

1、大帆船避險基金（Galleon）案例背景：

2009年10月美國聯邦調查局（FBI）逮捕紐約避險基金大帆船集團（Galleon Group）創辦人且亦是億萬富翁的 Raj Rajaratnam，美國證管會並同時提起民事訴訟，此為史上最大內線交易案例。

Raj Rajaratnam 於 1957 年生於斯里蘭卡，1971 年移民英國，擁有美國賓州大學華頓商學院企管碩士學位，在 Raj Rajaratnam 被捕之時，其被富比世評比為全美國排名第 236 名有錢人，估計其淨資產高達 18 億美金。Raj Rajaratnam 個人職業生涯起始於大通曼哈頓銀行（Chase Manhattan Bank），其於 1985 年參加 Needham & Co 投資銀行部，並於 1992 年為 Needham 籌募避險基金，之後 Raj Rajaratnam 買下該避險基金並將之改名為大帆船（Galleon），主要著重於科技及醫療保健類股票。依據其友人之形容，Raj Rajaratnam 為人大方、愛好板球與足球、生活單純、與父母及妻子在曼哈頓同住。

美國證管會於 2006 年調查一宗由 Raj Rajaratnam 之弟弟 Rengan Rajaratnam（其亦為大帆船避險基金前員工）所營運之避險基金時，發現兩兄弟間之犯罪通訊。然而美國證管會所掌握之線索尚不足以提起民事訴訟，檢察官於 2007 年 3 月開始調查本案，亦遭遇類似問題。由於檢察官係採取傳統之內線交易查核技巧，惟調查超過一年仍無法以電話及交易紀錄等證據確定犯罪事實，直至 2008 年 3 月檢察官終於獲得監聽許可。

2、本案其他被告：

- (1)Danielle Chiesi：新城堡基金（New Castle Funds LLC）投資組合經理人。
- (2)Rajiv Geol：Intel Capital（Intel 子公司）經營董事。
- (3)Anil Kumar：管理諮詢公司麥肯錫（McKinsey & Company）董事。
- (4)Mark Kurland：新城堡基金資深董事及合夥人。
- (5)Robert Moffat：IBM 資深副總裁。
- (6)新城堡基金（New Castle Funds LLC）：係一紐約之避險基金。

3、查核情形：

依據美國證管會所稱，Raj Rajaratnam 利用朋友及親近的工作往來對象等人脈關係，獲取包括 Google、Hilton、Sun Microsystems 等公司之營收或併購活動相關內部線索及機密資訊，再以大帆船避險基金之名義利用這些未公開資訊進行不法交易。

而 Raj Rajaratnam 之所以能說服這麼多人為其鋌而走險、違反法律，應係其長期且深度培植人脈關係。許多 Raj Rajaratnam 之消息提供者係來自南亞移民社區，亦即印度、巴基斯坦、斯里蘭卡等小團體。他透過賓州大學華頓商學院之南亞俱樂部，結識許多可提供其未公開資訊的重要來源；他亦通過慈善捐助支持印度著名之商學院，建立起可提供其重要資訊之連結。

舉例來說，麥肯錫公司董事 Anil Kumar 曾向 Raj Rajaratnam 提議麥肯錫公司可為其提供管理諮詢顧問服務，但 Raj Rajaratnam 兩度拒絕。之後，Raj Rajaratnam 在某次慈善活動會後將 Kumar 拉至一旁，並表示其不需要麥肯錫公司之顧問服務，但想延攬 Kumar 為其工作，Raj Rajaratnam 並表示其有 100 萬美元可做為購買研究服務之資金可運用，且其願意支付 50 萬美元之研究費，只要 Kumar 每年與其談話 4 至 6 次。事後 Kumar 證稱表示其覺得必須提供一些資訊予 Raj Rajaratnam，因為其已收取 Raj Rajaratnam 支付之費用。其他例如 Intel 子公司前任董事 Rajiv Geol 亦證稱其雖知道提供內部消

息為違法行為，但 Raj Rajaratnam 借給他 10 萬美元房貸，並在他父親生病時提供 50 萬美元。因此 Geol 提供訊息予 Raj Rajaratnam，因為 Raj Rajaratnam 曾幫助過他。第一波交鋒結果列表如下：

| 被告 | 刑事判刑、沒入不法利得 /罰金 | 美國證管會發動之不法 利益繳回及罰款 |
|-----------------|-----------------------|-----------------------|
| Raj Rajaratnam | 11 年刑期及 \$63.8 百萬美元罰金 | \$92.8 百萬美元 |
| Danielle Chiesi | 2.5 年 | \$540,535 美元 |
| Rajiv Goel | 2 年緩刑及 \$276,848 美元 | \$254,000 美元，另可能有其他罰款 |
| Anil Kumar | 2 年緩刑及 \$2 百萬美元罰金 | \$2.8 百萬美元，另可能有其他罰款 |
| Mark Kurland | 27 個月 | \$4.4 百萬美元 |
| Robert Moffat | 6 個月 | 無（未因提供訊息而獲取利益） |

4、本案相關證據：

在大帆船避險基金前任交易員 Zvi Goffer 之審訊過程中，前任職於知名法律事務所 Ropes & Gray 之律師 Brien Santarlas 向陪審員供稱其與另名律師 Arthur Cutillo 使用預付卡手機傳遞關於客戶公司併購之未公開重大消息以換取現金。而 Goffer 為逃避調查，使用兩支手機與消息受領人聯繫，並會在使用手機後將手機 SIM 卡移除及銷毀，且將手機折斷後與消息受領人分頭丟棄手機。其他證據則包括：對話錄音、旁證，例如接近可疑交易時間點附近之電話紀錄、

合作證人之證詞等。

5、偵查技術「監聽」之使用：

在透過傳統之證據收集方式卻無突破時，使用監聽方式可追溯案件源頭。由於內線交易案件極難證實，多數案件必須依賴旁證以釐清例如內部人與交易人之關係與連結等相關細節，而電話通聯記錄僅能顯示何時通話，卻無法顯示對話內容，但電話錄音則可記錄電話通話內容。一般而言，監聽技術較常使用於偵辦其他類型犯罪組織案件，本案係首次大量使用電話錄音方式收集內線交易之證據，在長達3年偵辦過程，FBI 秘密錄音超過 2,400 通對話。

6、對於 Gupta 之調查：

曾任美國航空、P&G、高盛集團等多家知名公司董事之 Rajat K. Gupta 利用其擔任董事職務之便，多次將未公開重大訊息告訴 Rajaratnam，而 Rajaratnam 則利用大帆船避險基金進行交易或將該未公開重大消息告訴其他經理人，以透過大帆船避險基金旗下其他基金進行交易。

美國證管會於 2011 年 3 月 1 日對 Gupta 發動公開行政程序（public administrative proceeding）審理。美國證管會經調查後對 Gupta 發動之公開行政程序係為決定 Gupta 是否違反 1934 年證券交易法 10(b)與美國證管會頒布之規則 10b-5 之規定。但美國證管會後於 8 月 4 日宣布中止公開行政程序，改而向聯邦地方法院提起民事行動。

FBI 於 2011 年 10 月 26 日逮捕 Gupta，且美國證管會對 Gupta 開啟民事行動。2012 年 6 月 15 日，陪審團判定 Gupta 證券詐欺之行為有罪，2012 年 10 月 Gupta 被判 2 年刑期、1 年獄後監督（supervised release，屬於保護管束之一種方式，於刑期執行完畢後，認為有必要繼續監督以防止再犯，法院得於量刑時於一般刑期外另增加獄後監督之刑期）及 5 百萬美元罰金。2013 年 5 月 Gupta 提起

上訴，並辯稱竊聽係錯誤使用。後於 2014 年 3 月，法院駁回 Gupta 之上訴。

Gupta 案件之定罪過程運用大量旁證之佐證，例如：通聯記錄、交易帳、簡訊及電子郵件等。Gupta 常常在參與高盛集團會議後，隨即以電話聯繫 Rajaratnam，且 Rajaratnam 隨即買賣高盛股票。

另一方面，美國證管會於 2013 年 7 月 17 日針對 Gupta 內線交易案提出請求法院依法律審判之動議 (Summary Judgment，兩造對於事實部分無爭議之案件，當事人得請求法院直接適用法律進行判決)，美國證管會主張 Gupta 內線交易刑事部分已被認定有罪，其事實部分可做為內線交易民事部分之用，法院同意美國證管會之主張，因此直接進行討論並決定：禁止 Gupta 再進行證券詐欺、禁止 Gupta 擔任公開發行公司之董事或經理人、禁止 Gupta 從事交易員、經紀商或投資顧問之工作、要求 Gupta 支付 13.9 百萬美元之罰款。

7、對於 Rengan 之調查：

Rengan Rajaratnam 經指出其於 2013 年 3 月藉由內線交易資訊獲利，針對 Rengan 之刑事審判於 2014 年 6 月展開，而 Rengan 同意支付 84 萬美金及接受禁止從事相關產業工作之命令，以換取與美國證管會就民事指控部分進行和解。2014 年 7 月 1 日，法院針對檢察官對 Rengan 提出之 3 項指控駁回其中 2 項。2014 年 7 月 8 日，陪審團判定就 Rengan 與其哥哥於 2008 年涉及內線交易之行為尚無法認定有罪。

八、市場操縱之調查

(一)市場操縱之影響

市場操縱係指藉由控制或人為影響證券價格、故意干擾供給與需求等故

意或蓄意之行為欺騙或詐騙投資人。而市場操縱可能使股票價格上漲或下跌。

市場操縱對於市場具有嚴重危害，因證券價格應係在公開、透明及公平原則下，由買賣雙方不受干擾而進行判斷之結果，但操縱行為影響市場獨立性和定價機制，破壞市場之誠信與健全。當證券價格受到扭曲時，無辜的交易對手與市場參與者及投資人都可能受到傷害。當投資人認知到市場不公平且受到人為操縱時，則投資人將選擇離開受到操縱之市場。故市場操縱對市場之危害，不可不慎。

(二)市場操縱之型態

市場操縱行為主要可分為兩種型態，其中一類為「拉高倒貨」(Pump and Dump)或「炒作倒貨」(Hype and Dump)；另一類為「傳統典型交易操縱」。在某些特殊操縱案例中，則可能會同時見到符合兩種類型之操縱手法，例如在發布不實新聞之同時，進行沖洗交易(Wash Sales，同一人對同一股票同時下買進及賣出之指令，使股票之實質持有人並無變動)及對敲(Matched Orders，同時間以同價格、同數量大量拋出和買入同一種證券)等。有關拉高倒貨及傳統交易操縱兩種型態之市場操縱說明如下：

1、拉高倒貨(Pump and Dump)

內部人及炒手透過多種形式之欺騙手法炒作股票，製造股票利多之假象，進而推升股價上漲。常見的方式包括：發布不實新聞報導(例如宣稱進行重大交易、獲得大筆訂單、簽訂重要契約；宣稱取得研發、專利、新產品或特殊技術授權；宣稱不實之財務資訊等)、收買炒手進行炒作(買通顧問或分析師發布推薦該股票應強力買進之研究報告)、利用電子郵件或傳真寄發大量推介信件、在網路留言板張貼訊息、在網路聊天室發布消息等。只要當股價達到特定價格時，內部人及炒手即會在大量拋售手中持股予一般大眾投資人後，賺取利益並離開。因此在此類型案件中，最重要的即是找出從中獲利之人，一般而言，獲利之人很可能即是市場操縱的可能涉案人。

2、交易操縱 (Trading Manipulations)

交易者、證券商經紀人及其他相關人員使用多種形式之設備及報價處理方式製造股票價量之假象以操縱市場，例如：藉由沖洗交易或對敲，製造股票交易活絡之假象進而拉抬股價、拉尾盤、主導和控制市場、不合常理之報價等。

而市場操縱通常鎖定鮮為人知且交易清淡之股票或新設立階段之公司，因成交量較小之股票，其股價易受影響且易被操縱，至於鮮為人知之公司，則較容易捏造其財務狀況或發展前景。但有時市場操縱也可能鎖定知名公司，操縱者藉由散發虛假不實之傳聞以從中獲利。而無論是拉高倒貨或傳統交易操縱，通常起始於內部人或炒手先行取得部分股票，例如：借殼上市騙局(shell game)，操縱者亦有可能自行發行股票，並偽稱該股票係可豁免註冊之股票。

其中，借殼上市騙局係指炒手先買入某家商業活動趨於停滯之公開發行公司股票，接著經由併購將該公司併入其所持有之非公開發行公司，並尋妥合作證券商交易該新合併公司股票；或是炒手先找好空殼公司，接著以反向併購方式與其所持有之股價嚴重膨脹的非公開發行公司合併，藉此取得該公司大量股份，再將該公司重新命名，並買進其他股份、提名新任董事與經理人，炒手可藉此取得公司控制權，並規避嚴格的IPO流程，下一步則是拉高公司股價，例如進行股票合併 (Reverse Stock Split)。

(三)市場操縱案件之調查

- 1、檢視股票價量走勢圖：確認股價走勢異常之處。
- 2、檢視公司相關資訊：針對公司財務狀況進行基本分析，以確認公司資產、過去及目前營收狀況是否確實可支持其股價。
- 3、分析可疑交易：證券商資訊及股票交易紀錄可顯示股票持有者及賣出情形，另應釐清公司內部人及可能關聯帳戶。
- 4、調查分析師及顧問相關資訊：調查推薦買入標的股票之分析師及顧問是否與公司、公司內部人或炒手之間具有關聯性，另應調查分析

師及顧問之財務紀錄是否有來自公司、公司內部人或炒手之報酬。

- 5、檢視網路相關資訊：追蹤電子郵件或在網路布告欄及網路聊天室發布訊息者之來源。網路 IP 位址亦可能提供線索，例如利用同一 IP 位址尋找帳戶間之關聯性。
- 6、取得證人陳述：約談並取得證券商、發行公司人員、公司內部人、投資人等相關人員之證詞或陳述。

(四)美國證管會市場操縱案件執法情形

在2014年美國證管會之執法案件中，與市場操縱相關之執法案件計有63件、2013年則為50件。而市場操縱案件來源主要為投訴檢舉或其他單位轉介，亦即任何針對可能違反聯邦證券法令或對投資人具有危害風險之行為等具有可信度之檢舉或陳述。檢舉來源包括：一般投資大眾、其他政府單位、自律組織、外國政府機構等。美國證管會之市場情報辦公室（Office of Market Intelligence）負責處理大部分之檢舉及轉介案件，並進行分流工作，在衡量評估所獲情報之品質及可信度之後，決定案件之管轄權及是否應採取行動、與公開事項或現有數據之連結，另外亦藉由FINRA之協助，監視市場不尋常之交易。

(五)市場操縱案例研討

- 1、美國證管會於2014年12月針對一家位於紐奧良之石油天然氣公司及5位涉及策劃、執行及操縱該公司股價之人提出指控。該公司發布不實消息宣稱於中美洲伯利茲（Belize）及德州發現石油，吸引投資人買進該公司之未註冊股票，並於市場上違法交易，而該公司股價於消息發布當日飆升近80%。其後該公司向投資人表達在德州鑿油井之興趣，並宣稱此投資計畫為低風險，且10年期殖利率可高達111.42%。美國證管會經調查後發現該公司發布之消息虛偽不實，因而提出指控，並同時控告一名位於休斯頓之律師，因該名律師出具不實法律意見以協助該公司股票交易。

- 2、美國證管會於 2014 年 10 月制裁一家位於紐約市之高頻交易公司 Athena Capital Research，因該公司於 6 個月期間內，幾乎每個交易日皆在收盤前最後 2 秒鐘發出大量之買賣下單指令，操縱數千檔於那斯達克交易所上市之股票收盤價，而該公司之下單方式造成公司股票收盤價可往其預設方向偏移。這亦是首宗美國證管會控告高頻交易公司操控市場之案例。
- 3、美國證管會於 2014 年 8 月指控 4 名炒手操縱多家微型公司 (microcap companies) 之股價。該 4 名炒手於公開市場上鎖定低價且低交易量之微型公司股票並買進，接著藉由對敲與沖洗交易，塑造其股票交易活絡之假象，然後在共謀者發布強烈建議投資人買進該股票之消息後，賣出手中持股，而事實上這些公司幾乎沒有進行任何營運活動。另一方面，美國證管會已警告投資人，並指出詐騙者往往利用最新的成長性行業吸引投資人進行投資，近期美國證管會亦已成立微型詐騙專責小組 (Microcap Fraud Task Force) 以防制相關不法行為。

九、執法制度及國際執法合作

(一)美國證管會近年執法情形統計

經統計美國證管會於2015年全年合計共執行807件執法行動，包括：507件新執法行動案件、168件持續追蹤案件、132件申報違失案件等，並經由繳回不法利益及罰款等司法命令或行政程序，自違法者取得共計41.9億美元。2015年全年違規行為態樣之比例分別為：財務報表詐欺或發行者揭露不實約占17%、申報違失案件約占16%、證券商違規約占15%、投資顧問或投資公司違規約占15%、市政發行詐欺約占12%、發行詐欺約占10%、內線交易約占5%、市場操縱約占5%、違反境外賄賂行為法案件 (Foreign Corrupt Practices Act, FCPA)

約占2%。

(二)美國證管會執法部門架構

美國證管會執法部門主要分為兩大辦公室，分別為調查與訴訟辦公室（Investigation and Litigation）及市場情報辦公室（Office of market intelligence）。調查與訴訟辦公室係由專責調查人員、律師、會計師及訴訟律師組成，負責案件之調查與起訴；市場情報辦公室則負責處理投訴檢舉及其他單位轉介案件（Tips Complaints and Referrals, TCR）及吹哨者辦公室（Whistleblower Office），負責吹哨者計畫之運作與執行。

(三)美國證管會調查權之法源

調查之主要目的為釐清事實及是否有違規行為，並非表示必定有不法行為之存在，而係利用調查過程，以決定是否有足夠證據可進行後續相關執法行動。美國證管會之調查為非公開，且通常不會對外承認或否認調查之存在，除了可保持調查之公正性外，亦可保護涉案對象於調查過程中可免於受到傷害。另在調查過程中，美國證管會有權在被調查對象自願之情況下或經由取得傳票（subpoena）等方式，取得調查所需之相關文件或潛在違法人員及第三方證人之證詞。

而賦予美國證管會調查權之法律依據主要為：1933年證券法（Securities Act of 1933）、1934年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）及境外賄賂行為法（FCPA）、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）。前揭法令之條款授權允許美國證管會可進行調查，以釐清是否有違反法規之行為，並可透過法院或行政程序進行後續執法行動，亦允許美國證管會得對外國主管機關提供協助。

(四)美國證管會之調查流程

1、開啟調查

開啟調查之原因包括：投資人陳情投訴、來自線人之情報或吹

哨者檢舉、公司自行報告或公開聲明、查核人員或其他辦公室轉介案件、其他政府機構或自律組織所移案件、新聞報導或學術期刊等公開資訊來源、以風險為基礎所進行之查核等。美國證管會於接獲檢舉或來自其他單位移送之案件後，調查方式可進入調查程序或執行 MUI (Matters Under Inquiry) 程序，在案件成立前進行詢問機制 (Inquiry) 係評估所獲取之訊息是否可疑，並可能非正式詢問相關人士，以判斷是否應進行調查及確保法規遵循，此機制過程為非公開且不會發出傳票，部分案件若情報線索已足夠，則可能跳過詢問機制直接進入調查階段。

2、調查階段

當獲取之訊息經判斷值得辦理調查後，調查人員將進行調查並蒐集資料，包括：取得書面文件以審閱比對帳簿表冊與交易紀錄、取得證人之證詞、蒐集公開可取得之資訊 (包括網路、新聞及媒體報導、申報文件、公共資料庫等)、取得公司或受監管單位之內部調查報告、線人及其他機構之調查報告等其他相關證據。

美國證管會可要求被調查對象提供相關文件、資訊及紀錄，亦可要求與相關人員進行面談，被調查對象如進行不實陳述或銷毀文件則會觸犯刑事責任。美國證管會於要求被調查對象提供書面文件或與證人約談時，係使用表單 1661 (要求證券商或其他受監管機構提供資料而無需傳票) 或表單 1662 (要求任何人自願提供資料或依傳票應提供之資料) 向被調查對象提出要求，表單內容包括：不願配合提供資訊之結果、提供虛偽不實之說明或文件可能觸犯刑法之警告、解釋美國證管會將如何使用取得之資訊 (作為調查資訊或國內外執法單位資訊分享之使用)、諮詢或取得備份資訊之權利等。

調查程序所取得之資訊，原則上雙方都有保密義務，惟法律允許美國證管會可與其他政府執法機關討論共用其自調查程序所取得之資訊。另美國證管會之調查具有相當之法律約束力，被調查對象

若不配合美國證管會之調查時，美國證管會得向法院申請傳票，請求法院命當事人到場配合調查，若再不到場則涉及藐視法庭罪。

美國證管會執法調查之內部政策、程序規則及執行作業規範，均規定於執法部門之「執法操作手冊」(Enforcement Manual)並對外公告。執法操作手冊規範包括：開啟調查或結案、處理相關情報或陳情案件程序、作業報表產製與證人證詞、律師及客戶權益議題、個人或法人之正當法律程序考量、保存調查資料之實務作業、執法建議、與個人或法人合作工具、與其他主管機關或機構之合作等。

在非正式調查程序完成後，有兩種後續處理情形：暫時結案或啟動正式調查程序。而在正式調查程序完成且有充分證據時，則會再進行後續動作，例如：向法院申請禁止令、將相關調查結果移送美國司法部 (Department of Justice, DOJ)，以決定是否進行刑事程序等。

3、威爾斯通知 (Wells Notice) 程序

當相關證據顯示有違法行為存在時，則美國證管會在採取處分措施前，得對不法行為人發出擬採取執法行動之通知，亦即「威爾斯通知 (Wells Notice)」。威爾斯通知主要內容包括：(1)執法部門正考慮建議美國證管會向法院提起訴訟或採取行政程序；(2)當事人之違法行為；(3)當事人得向執法部門及美國證管會提出抗辯或證據。

威爾斯通知賦予被調查對象書面陳述之機會，當事人可以書面陳述意見，向美國證管會表明其於案件中之角色及立場，並可說明美國證管會不應對其提起執法行動之事實及理由。美國證管會執法人員將就其建議之執法行動與當事人之陳述意見，併同檢送予委員會決議是否採取相關執法行動。透過威爾斯通知程序可保障當事人權益，提供當事人回應機會，甚至達到和解之結果。

4、提交「行動備忘錄 (Action Memo)」予委員會

於正式調查程序完成後之執法行動須經委員會同意，故美國證

管會執法部門於發出威爾斯通知後，須先準備書面建議備忘錄並提供執法建議予委員會，嗣於委員會會議正式提出報告，內容包括：違犯之法令、起訴對象、建議懲處方式、合作或和解之可能等，並由委員會決議是否核准其擬採行之執法行動。

(五)民事訴訟及行政處分

違反美國證券相關法令之行為可能同時涉及民事及刑事責任，刑事責任之執法機關為美國司法部，民事責任部分則由美國證管會向法院提起訴訟，另美國證管會亦可採取行政處分程序，可採取之民事及行政處分行動如下：

1、民事訴訟之請求

(1)申請禁止為不法行為之禁止令 (injunctive order)：美國證管會可向法院請求頒發禁止令，禁止不法行為人再為特定行為。

(2)繳回不法利益 (disgorgement)：美國證管會得透過法院審理，並依據具體個案決定繳回利益之運用，以分配予受害投資人或歸入國庫。

(3)民事裁罰 (penalties)：美國證管會得請求法院判處不法行為人罰款，金額得為不法獲利或減少損失金額之 3 倍。過去在傳統上，罰款須納入國庫，但 2002 年「沙賓法案」增加關於民事罰款得納入公平基金 (Fair Funds) 之規定以彌補受害人損失；另民事罰款亦得作為吹哨者計劃基金 (Whistleblower Fund) 之使用，以作為吹哨者之舉報獎金；此外，針對特定市政證券規定之違規行為，其罰款得納入美國市政證券決策委員會 (MSRB)。

(4)限制不法行為人不得擔任董事或經理人。

(5)申請法院核發緊急措施命令：例如凍結資產、暫時限制令、指派接管人或監管人、停止交易等，以避免不法行為人脫產。

2、行政處分

(1)發出禁令 (Cease and Desist Orders)：禁止再從事違法行為，否則將面臨法律訴訟。

(2)對受證管會監管之行業（包括證券商、投資顧問等）或人員撤銷執照、停業、限制特定之營業活動等。

(六)合作及和解機制

1、合作（Cooperation）

合作係指在調查階段時，重大有助於美國證管會完成任務之行為，由於犯案後態度會影響美國證管會所要採取之執法手段及追訴內容，因此在調查程序中，當事人若願意配合調查，美國證管會可對合作之個人或公司提供獎勵，包括不採取執法行動或降低執法行動之程度等。

2、和解（Settlement）

和解機制係美國證管會執法過程之重要機制，不僅可節省調查人力及成本，亦可嚇阻違法行為再發生。在美國證管會執法過程中，不論於調查階段或起訴階段，受調查對象或被起訴者得尋求與美國證管會達成和解，達成和解之方式包括同意賠償因違法行為致受害人之損失或繳交一定金額之罰款。而美國證管會與被調查對象之和解，並不會影響其他執法機關之執法權利。

另美國證管會於發出威爾斯通知時，除了賦予被調查對象回應美國證管會指控及陳述自己立場之機會外，亦可表明美國證管會願意與被調查對象進行和解談判。當美國證管會向法院提起訴訟後，被起訴者雖然仍可與美國證管會在法院開庭前進行和解，但進入司法程序後，美國證管會將公布起訴書，當法院做出判決或和解時，亦會公布相關內容。若被調查對象不願讓事情曝光，則會盡可能在正式進入司法程序前即尋求達成和解。進入司法程序階段後，和解須經法院核可，且和解結果須由法院簽署認可並對外公開。

(七)刑事執法之平行調查

證券不法行為可能同時涉及民事及刑事責任，刑事責任之執法機關為美

國司法部，民事責任之執法機關為美國證管會。而刑事與民事部分之調查係採平行調查方式（Parallel Proceedings），刑事執法不會阻礙美國證管會採取民事執法行動，美國證管會之民事執法行動亦不會影響刑事執法。另美國司法部與美國證管會可在法令許可範圍內就分享案件證據資料，以提高調查取證效率，美國證管會亦可對美國司法部之刑事執法案件協助提供調查文件或指派人員協助調查。

（八）近期國際執法合作情形

依據統計，在美國證管會2015年執行之807件執法行動中，計有180件執法行動係經由外國政府或機構之協助而進行，比例約22%。現行之國際合作機制包括：外國政府或機構自願協助、國際證券管理機構組織多邊瞭解備忘錄（IOSCO MMOU）、與其他國家機關簽署之雙邊備忘錄（Bilateral MOUs）、「艾格蒙聯盟」⁷（The Egmont Group of Financial Intelligence Units）、司法互助協定（MLATs）等。

（九）國際執法合作案例

- 1、案例背景：依據美國證管會指稱，自2010年至2015年逾5年時間，包括 Ivan Turchynov 和 Oleksandr Ieremenko 等駭客利用先進技術入侵新聞媒體機構之網路，或透過使用代理伺服器掩飾自己身分以冒充報社員工或客戶，在數百家企業透過報社發布盈利公告前，竊取超過15萬筆尚未公開之重大消息新聞稿。而包括證券商交易員 Dubovoy 等內線交易者則向駭客列出希望竊取內線消息對象之「願望清單」，然後透過駭客獲取消息進而買賣股票並賺取利潤。此種形式之內線交易與傳統案件中上市公司內部人員主動提前洩漏消息之模式不同，造成監理及調查更加困難。
- 2、查核情形：在這宗不法案件裡，涉案交易人散布在俄羅斯、烏克蘭

⁷ 「艾格蒙聯盟」（Egmont Group）於1995年在比利時集會成立，旨為防制跨國洗錢犯罪，並提供會員國間可加強防制洗錢相互合作與資訊分享之平台。該組織由各國金融情報中心（Financial Intelligence Unit, FIU）組成，目前會員有151國，決策模式原則上採共識決，秘書處設於加拿大多倫多。

蘭、歐洲的馬爾他、賽普勒斯、法國和美國境內之喬治亞州、紐約州和賓州，涉案人員試圖藉由空殼公司、多重帳戶、多層次委託證券商等方式掩蓋其非法活動，並使用例如差價合約（CFDs）等新興衍生性金融工具作為交易產品，更增加偵辦難度。美國證管會於著手調查後，在瑞士、南非、保加利亞、塞爾維亞、墨西哥、加拿大等許多外國政府及機構之協助與合作調查下，成功凍結超過 80 百萬美元不法資金，涉案人員所支付之和解金額總計超過 52 百萬美元。

十、投資人教育

（一）投資人教育之目的

美國證管會之主要目標為保障投資人權益、維持證券市場公平及促進資本形成。隨著證券市場日新月異，相關金融商品更加多元複雜，在投資人投資經驗不足之情況下，易對投資商品產生混淆，一旦蒙受損失，將影響投資人對證券市場之信心。

故為加強投資人教育，進而保護投資人權益，美國證管會設有投資人教育及協助辦公室（The office of investor education and assistance），其主要職責包括：協調並直接進行全國投資人教育活動、受理投資人諮詢與申訴、依據相關規定提供投資人可索取美國證管會報告及有關文件之服務、進行與投資人相關法規政策之制定及參與其他保護投資人權益相關事務等。而美國證管會投資人教育及協助辦公室除提供投資人有關疑問回覆、投資糾紛處理及對投資大眾進行教育之服務外，另對內部同仁亦提供案件轉介、趨勢分析及提供報告資料等服務。

由於提供投資人教育可提供投資人自身保護，當證券主管機關經調查而發現證券不法違規行為時，可能其不法所得往往已被挪用而消失，故透過投資人教育可預先防止詐欺事件，並促使投資人於發現可疑之證券不法行為時可立

即向主管機關報告。另一方面，投資人教育可幫助投資人選擇合法公司進行交易，亦可提升證券市場之秩序，進而促進證券產業與就業成長，另透過投資人教育可提升投資人之認知與警覺，當投資人發現證券詐欺案件時，較能向證券主管機關提出舉報，有助於證券不法案件之調查。而投資人檢舉申訴或陳情常是證券詐欺案件之徵兆，美國證管會投資人教育部門在接獲投資人申訴案件時，會先檢視可能涉及違反之規定，並初步蒐集相關資料與進行分析後，再將案件轉由負責部門進行進一步調查。

(二)投資人教育計畫之執行

- 1、強化投資人教育與能力：理想的投資人教育應能使投資人具備金融市場相關知識，並對證券法令有相當程度之瞭解。透過相關宣導與訓練可有助於提供產業發展相關資訊，另在重要議題上可透過訓練有素的工作人員進一步對外宣導與推廣投資人教育。而美國證管會之投資人教育方式，包括回覆投資人問題、與他人進行合作、發行相關資訊、與傳播媒體合作、透過網站資源等進行投資人教育
- 2、協助投資人之工具與技術：包括已註冊登記之企業及個人資訊庫、公開可取得之相關文件、過去發生之違規案例資訊及相關財金新聞等。美國證管會及 FINRA 等自律組織網頁均提供公司資訊、證券商及投資顧問等相關資訊之查詢。另在美國證管會投資人教育及協助辦公室內部可取得之資訊包括：表格文件及附件、訓練手冊、有關公司、美國證管會內部聯繫與相關立法機關等聯絡清單及生產力報告等。
- 3、提供投資人便利聯繫之管道：為利投資人聯絡美國證管會，美國證管會設有免費服務電話專線、投資人網頁、提供地址與傳真專線等。
- 4、建置聯絡紀錄資訊庫與聯繫機制：美國證管會持續追縱市場相關資訊，包括產品、公司（規模、型態與位置）、銷售人員、契約型態、聯絡型態、市場、投資人等，並建置相關資訊庫。當美國證管會接獲投資人申訴時，將依所申訴之對象（例如特定商品、特定公司或

銷售人員)產生之問題及爭議過程,就特定執法資源、法規適用情形或投資人教育等方面提供協助。

(三)FINRA 投資人教育計畫

FINRA係獨立、非屬政府機構之證券業自律組織,受美國證管會之監督管理,亦與美國證管會相互協助及合作,共同保護投資人免於詐欺及不法行為,並維持整體市場之健全與公平。FINRA之工作觸及證券業各個面向,包括:產業參與者之註冊與許可、協助編寫相關規範內容、查核證券商是否遵循法律規定、協助執行證券相關規則和聯邦證券法之規定、向投資大眾進行宣傳與教育、提供交易報告及其他產業內相關功能、執行及管理投資者與註冊證券商之間的爭議解決機制、依據與證交所簽訂之契約規定進行市場監理等。

而FINRA以多元化之方式致力於投資人教育工作,包括:針對投資人教育議題發行相關刊物或針對市場上可能之詐欺型態發布警語、利用發布廣告等各式工具與媒體傳播進行投資人教育、舉辦投資論壇、執行特定計畫及進行法規整合與相關研究,並與其他部門與機構合作推動投資人教育相關活動FINRA亦設置投資人教育網頁,發布及宣導相關資料,供投資人瀏覽或查詢投資顧問資訊、投資警示等資料,並有西班牙文版本可供投資人使用。另設有投資人保護專線,可以電話或電子郵件回覆投資人疑問。

FINRA近年針對投資詐欺受害投資者進行相關研究調查顯示,受害者多為55歲至65歲之男性、具有基本財務常識、大學畢業、最近經歷財務或健康狀況改變,且為具有高所得之風險偏好者。另從研究中發現重要風險因素包括:具有高風險投資情形;倚賴家人、朋友、同事或投資顧問之建議;對於新投資資訊持敞開態度;並無針對金融專業與金融產品登記情形與背景進行確認與檢查之習慣;無能力面對特定之勸說行為等。

而經調查發現投資詐欺之勸說手法多以提供投資人致富之假象,利用社會共識、提供互惠誘因及製造稀少性,例如告知投資人時間有限,致投資人誤以為若不即時投資就會流失投資機會等方式誘導投資人,故為避免投資詐欺案

件一再發生，應瞭解投資詐欺之風險因素，並瞭解常見之勸說手法，進而採取有效之預防策略。目前FINRA已針對防制財務詐欺發行相關刊物、提供受訓與訓練者之工具書等。

參、心得與建議

一、我國與美國執法調查架構之差異

為促進證券市場健全發展，保障投資人權益，證券主管機關需有強力之執法功能，以維護市場秩序。而我國與美國在證券金融犯罪之執法職能與架構不同，美國證管會係一獨立政府機構，直接向國會負責，法律賦予美國證管會擁有廣泛之執法手段，包括：調查權、檢查權、民事起訴權，且可授權自律組織進行查核及處罰。美國證管會執法部門於調查時，可使用多種調查工具，包括：約詢當事人、取得電話紀錄、銀行帳戶紀錄、電子郵件紀錄或相關文件與證詞等，可掌握查核證券不法案件之進度與時效。且美國證管會具備準司法調查權，得向法院申請凍結不法資金銀行帳戶資產之命令，達到保全之效果。另美國證管會得以民事手段與不法行為當事人達成和解，要求涉案人員返還不法利益，經由和解方式之利用以避免訴訟時程過長，亦可提高嚇阻犯罪之效率。

相較於我國之證券監理單位並非準司法機關，僅有行政調查權，並無美國證管會得進行取證、請求法院凍結不法資金帳戶、查調電話通聯紀錄、扣押相關文件證據之權力，亦無得與涉案人談判以進行民事和解。當發現涉及刑事責任之不法案件時，須交由檢調單位進行調查起訴，因此在證券不法案件之蒐證與查核效率上較受限制，需仰賴與司法機關充分合作。

但在強調美國證管會擁有充分調查權之同時，不容忽視的則是美國對於被調查當事人之權益保障亦相當重視。當美國證管會針對涉及不法行為之案件進行調查，並認為依據證據顯示有違法行為存在時，會於採取處分措施前，對不法行為人就美國證管會擬採取之執法行動發出「威爾斯通知」。威爾斯通知賦予被調查對象可有書面陳述之機會，被調查對象可運用書面陳述意見，向美國證管會進行說明，亦可提出美國證管會不應對其採取執法行動之理由。美國證管會執法人員建議之執法行動與被調查對象之陳述意見將併同檢送予委員會，以決議是否採取執法行動。透過威爾斯通知程序可保障被調查當事人之權益，提供當事人回應機會，甚至達到和解之結果。因此，在我國與美國執法調

查架構之差異上，除了觀察到美國法律授權予美國證管會廣泛的調查權之外，更值得我們借鏡的是如何運用調查權來執行法律，經由不法案件發生後的縝密調查，同時思考如何能建構並執行有效率的調查程序及相關機制，以防止弊案發生亦同樣重要。

二、加強推動公司治理之功能，預防舞弊行為發生

自安隆弊案等重大企業舞弊事件發生後，美國國會通過沙賓法案，規定企業執行長及財務長應對企業之會計及財報透明度提出相當保證，並提高董事及管理階層對財報之確認責任，而「公司治理」亦成為全球性議題，各國莫不紛紛致力於預防、偵測、調查及矯正舞弊與不當行為之發生。

而根據美國證管會之分析及觀察，爆發經營或財務危機之公司多與公司控管不佳及董監經理人不當行為有關，可見會計透明化及嚴格內部控制制度控管對公司健全之重要性。就我國資本市場而言，每當有上市櫃公司爆發財報不實或舞弊案件時，往往使投資人損失慘重，亦對整體市場之信心帶來不良影響。雖然目前尚無最佳的公司治理模式，但在公司治理之規範架構下，落實公司治理可提升企業價值及加強投資人信心。為降低舞弊及不當行為發生之風險，公司治理及內部控制制度之有效執行、公正第三方之外部專家驗證、行政手段之救濟及司法機關之強力執法等措施應同時並進。因此，持續加強推動公司治理之功能有效發揮，實是證券主管機關刻不容緩之要務。

為建構上市櫃公司之良好公司治理制度，可藉由嚴格把關企業內部控制制度控管，協助防範舞弊及不當行為發生，並落實舞弊風險管理於公司治理制度之中。在舞弊及不當行為發生前，應建立機制加以預防，例如經由內部稽核進行偵測，或聘請外部會計專家進行調查。透過執行全面性之公司治理制度及更有效率之內部控制制度，輔以防範舞弊系統之導入，預防舞弊行為發生及降低企業暴露於高風險狀態之可能。另應經由積極有效之管理方法，例如：行為準則之建立與評估、舞弊風險評鑑與風險剖析、內控環境、反舞弊相關教育訓

練與警覺意識教育訓練，經由教育宣導與推廣，使企業員工及其他內外部利害關係人瞭解其權利與責任，進而及時發現潛在之舞弊問題，或舉報不當行為，以降低舞弊風險帶來之損失。

三、執法處罰與檢舉機制

美國對於證券不法案件之和解或處分金額係採取高額罰款方式，在課以重罰下，對遏止證券不法行為有市場宣示效果，且不法行為人之罰款，除納入國庫外，亦得納入公平基金以彌補受害人損失或作為吹哨者基金之使用。而美國吹哨者制度之運作，係對於因吹哨者檢舉及提供線索而查獲之違法案件，就該案件裁罰金額合計超過1百萬美元者，將依據檢舉人提供線索對案件幫助之程度，給予檢舉人相當於裁罰金額10%至30%間之報酬，此制度可有效提高投資人檢舉之意願，並防範不法行為之發生。另從美國證管會執法案例可看出，和解之運用係美國證管會執法重要機制之一，無論是市場操縱、內線交易等案件，美國證管會常運用和解機制與當事人達成和解，並得以透過高額賠償金用以補償被害投資人之損失。透過和解程序可縮短調查作業及後續可能之訴訟時程，並可達到嚇阻不法與提供投資人補償之效果。

而目前我國證券法制針對涉有證券不法之案件，係依其違規行為所涉之刑事、行政或民事責任分別予以課責。惟我國證券交易法第178條對於違反強制或禁止規定之行政罰鍰金額，係處新臺幣24萬元以上240萬元以下罰鍰，相較於美國之處罰額度顯然較為輕微。至於刑事方面，因我國立法院於2015年底就刑法之沒收制度進行變革，且明定自2016年7月1日起施行，基於「使無人能因犯罪而受利益」之理念，為消除鉅額不法利益犯罪之經濟誘因，我國刑法沒收新制將轉向經濟刑法之制裁，且新法將沒收視為獨立之法律效果，不必有主刑即可單獨宣告，而有無罪責沒收、第三人沒收、獨立宣告沒收等規定，後續對證券相關法規執法之影響亦值得注意。

四、市場監視技術與時俱進，加強國際執法合作

隨著資本市場日新月異，證券不法案件之手法亦推陳出新，自2015年美國證管會所查獲之駭客入侵新聞社網路竊取未公開重大消息之案例，可看出推動新一代市場監視技術與加強國際執法合作之重要性。尤其在網際網路普及與社群網站迅速崛起後，網路無遠弗屆之特性與簡單易用之社群互動功能，不僅強化訊息之渲染度與影響力，監理機關追查訊息來源之難度亦大幅增加。而在實務上亦可發現，過往一則不起眼之利空耳語，如今可能透過媒體輿論發酵、社群平台分享轉貼傳送等多重方式，快速影響投資大眾，進而影響證券交易價格。因此，如何運用最新分析技術協助市場監視，強化即時偵知與因應，應是需即刻努力之方向。

而隨著近年來證券金融交易之全球化與國際化程度愈來愈高、跨境交易日趨活絡，對於防止市場不法交易及保護投資人之課題，同樣值得深思，國際證券管理機構組織（IOSCO）基於此跨國主管機關資訊互換之重要，業要求所有會員需簽署IOSCO跨國之多邊瞭解備忘錄（IOSCO MMoU），我國金管會亦於100年3月正式簽署IOSCO MMoU。為維護我國資本市場安全，除持續與他國簽署合作備忘錄，積極尋求跨境監理單位之合作外，如何透過其他管道加強跨國資訊通報與合作，以及時取得不法具體事證，制止犯罪行為持續發生，亦為我國未來監理之重要課題。以跨國監理機構資訊之通報與合作為例，在追查跨國資金之管道上，透過簽署跨國監理合作備忘錄，有助於未來與其他國家合作、交換相關監理資訊，讓資本市場及金融業間之資訊更為透明。因此，加強國際間執法合作、擴大跨國執法監理聯繫之網絡，共同打擊證券不法行為，以維護市場秩序及保障投資人權益，將更形重要。

五、加快參與金融科技崛起之腳步，勇於迎接市場新挑戰

目前金融業不可忽視之趨勢即是金融科技之崛起，本次研討會之小組討

論中，亦有觸及金融科技及區塊鏈技術對證券市場影響之議題。由於美國證管會對於證券市場之管理採較中立開放之態度，主要關注重點在於是否有侵犯投資人權益、有無利害衝突等，對於近來引起市場關注之新議題，例如：比特幣、區塊鏈技術等，美國證管會主要係採取應仔細瞭解，但暫不評斷其優劣之立場。而因應金融科技浪潮之崛起，美國證管會在2015年12月批准Overstock以區塊鏈技術發行股票之計畫，未來如其他公司計畫上市亦將採逐案批准方式。另美國那斯達克交易所於2015年12月推出與區塊鏈新創公司合作開發之Linq股權管理工具系統，該系統於公開上市前（pre-IPO）市場採用區塊鏈技術進行交易，改善先前採用紙本作業之簿記系統。

我國金融政策向以尊重金融市場之自由運作機制、維護投資人權益及發展國內經濟為目標，在全球化趨勢下，扶植企業擴張版圖、促成資本市場蓬勃發展之同時，也應兼顧市場秩序及投資者權益、強化對投資大眾之教育，建立公平安全的投資環境。隨著金融科技之崛起，證券市場是否將因高科技趨勢而產生改變值得密切觀察，證券主管機關亦應秉持不斷學習、瞭解市場脈動與發展之思維，勇於迎接市場新挑戰，監理規範亦應配合金融環境變遷適時進行修正，以維護我國證券市場更趨安全穩健，並有效強化證券市場之運作及提升證券市場效率。

附件：證券市場發展國際研討會議程

26TH ANNUAL INTERNATIONAL INSTITUTE FOR SECURITIES MARKET GROWTH AND DEVELOPMENT

April 4-14, 2016

Monday, April 4

8:00 Registration

9:00 *Welcome and Introduction of Commissioner Michael S. Piwowar*

Paul A. Leder
Director
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission

9:05 *Welcoming Remarks*

Michael S. Piwowar
Commissioner
U.S. Securities and Exchange Commission

9:15 *Keynote Address: Lessons on Building Emerging Markets*

Arunma Oteh
Vice President and Treasurer
The World Bank
Former Director General of the Securities and Exchange Commission of
Nigeria

10:30 Break

10:45 *Program Logistics Overview*

Z. Scott Birdwell
Assistant Director
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission

11:00 *Managing an Effective Disclosure Program for Issuers*

Paul Dudek
Chief, Office of International Corporate Finance
Division of Corporation Finance
U.S. Securities and Exchange Commission

12:30 Lunch Break

2:00 *Building an Effective Examination Program for Broker-Dealers and Investment Advisers*

Marc Wyatt
Director
Office of Compliance Inspections and Examinations
U.S. Securities and Exchange Commission

3:15 **Break**

3:30 *Lessons on Corporate Governance*

Eric Pan
Director
Office of International Affairs
Commodity Futures Trading Commission

5:00 **End of Day's Proceedings**

Tuesday, April 5

9:00 *Best Practices in Self Regulation: Lessons From FINRA*

Richard G. Ketchum
Chairman and Chief Executive Officer
Financial Industry Regulatory Authority

Moderated by: Paul A. Leder

10:30 **Break**

10:45 *The Challenges of Securities Regulation: The Toolbox*

Robert M. Fisher
Managing Executive
Office of Compliance Inspections and Examinations
U.S. Securities and Exchange Commission

12:30 **Lunch Break**

2:00 *Risk-Based Supervision*

James Reese
Assistant Director, Office of Risk Analysis and Surveillance
Office of Compliance Inspections and Examinations
U.S. Securities and Exchange Commission

3:15 **Break**

3:30 *Capital Markets as an Instrument to Finance Strategic Economic Sectors*

Alison Harwood
Global Lead, Capital Markets, Finance and Markets Practice
The World Bank Group

5:00 End of Day's Proceedings

Wednesday, April 6

9:00 - 12:00 Concurrent Workshops

Risk Based Supervision

James Reese
Assistant Director, Office of Risk Analysis and
Surveillance
Office of Compliance Inspections and Examinations
U.S. Securities and Exchange Commission

Michael D. Solomon
Senior Vice President
Financial Industry Regulatory Authority

Patricia Hatzfeld
Director, Office of Sales Practice
Financial Industry Regulatory Authority

Clearance and Settlement

Jeffrey Mooney
Assistant Director, Office of Clearance and Settlement
Division of Trading and Markets
U.S. Securities and Exchange Commission

Ester Saverson, Jr.
Assistant Director
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission

David Karasik
Attorney Adviser
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission

Regulatory Rulemaking

Chris Meeks
Branch Chief
Office of the Chief Counsel
Division of Economic and Risk Analysis

U.S. Securities and Exchange Commission

**Christof W. Stahel, PhD
Assistant Director
Division of Economic and Risk Analysis
U.S. Securities and Exchange Commission**

Investigating and Prosecuting Insider Trading

**Carlos Costa-Rodrigues
Senior Counsel
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission**

**Ricky Sachar
Associate Director
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission**

**David London
Senior Counsel
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission**

**David Makol
Forensic Accountant
Analysis and Detection Unit, Market Abuse Unit
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission**

Auditing in the Capital Markets

**Workshop with Representatives of the Public Company Accounting
Oversight Board**

12:00 Lunch Break

**2:00 *Meetings at The World Bank*
 2121 Pennsylvania Avenue, NW
 Washington, DC 20433**

5:00 End of Day's Proceedings

Thursday, April 7

9:00 *Oversight of Exchanges and Self Regulatory Organizations*

**John S. Polise
Associate Director
Office of Compliance Inspections and Examinations
U.S. Securities and Exchange Commission**

10:30 Break

10:45 *Optimal Market Structure and the Role of Computerized Trading*

**Daniel M. Gray
Senior Special Counsel for Market Structure
Division of Trading and Markets
U.S. Securities and Exchange Commission**

12:30 Lunch Break

2:00 - 5:00 Concurrent Workshops

Anti-Money Laundering in the Capital Markets

**Jennifer McCarthy
Assistant Director
Office of Compliance Inspections and Examinations
U.S. Securities and Exchange Commission**

**Kris Easter Guidroz
Senior Special Counsel
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission**

**Sarah D. Green
Senior Director, Enforcement Division
Financial Industry Regulatory Authority**

Building an Internal Ethics Program for Regulatory Authorities

**Danae Serrano
Deputy Ethics Counsel
SEC Office of the Ethics Counsel
U.S. Securities and Exchange Commission**

**Adriel Harris
Assistant Ethics Counsel
SEC Office of the Ethics Counsel
U.S. Securities and Exchange Commission**

Financing Small and Medium Enterprises in the Capital Markets

**Sebastian Abero Gomez, Chief
Julie Davis, Senior Special Counsel
Zach Fallon, Special Counsel
Michael Seaman, Special Counsel**

**Office of Small Business Policy
Division of Corporation Finance
U.S. Securities and Exchange Commission**

Investigative Techniques for Securities Fraud

Carlos Costa-Rodrigues
Senior Counsel
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission

David London
Senior Counsel
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission

David Makol
Forensic Accountant
Analysis and Detection Unit, Market Abuse Unit
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission

*Adjudicating Securities Law Cases:
Perspectives from an Administrative Law Judge*

The Honorable Cameron Elliot
Administrative Law Judge
U.S. Securities and Exchange Commission

5:00 End of Day's Proceedings

Friday, April 8

9:00 *Regulating Mutual Funds and Investment Companies*

Sara Cortes
Senior Special Counsel
Division of Investment Management
U.S. Securities and Exchange Commission

10:45 Break

11:00 *International Cooperation in Enforcement Cases*

Matthew Greiner
Branch Chief
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission

Alison Duncan
Branch Chief
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission

12:30 Lunch Break

2:00 *Investor Education*

Owen Donley
Chief Counsel
Office of Investor Education and Advocacy
U.S. Securities and Exchange Commission

Peter Chandler
Director, Investor Education
Financial Industry Regulatory Authority

4:00 End of Day's Proceedings

Monday, April 11

9:00 *Enforcement and the Capital Markets: Building an Effective Enforcement Program for Investigating Securities Law Violations*

Kara N. Brockmeyer
Chief, Foreign Corrupt Practices Act Unit
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission

10:30 *Overview of the SEC's Forensics Lab (Video Virtual Tour)*

Nassim Gannoun
Lab Manager, IT Forensics Unit
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission

Stephen Haupt
Forensic Team Lead, IT Forensics Unit
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission

10:45 Break

11:00 *Investigating and Prosecuting Market Abuse*

Robert A. Cohen
Co-Chief, Market Abuse Unit
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission

12:30 Lunch Break

2:00 *Investigating and Prosecuting Ponzi, Pyramid and Affinity Fraud Schemes*

Stephen L. Cohen
Associate Director
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission

3:15 Break

3:30 *Remedies and Sanctions for Securities Law Violations*

Matthew Solomon
Chief Litigation Counsel
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission

5:00 End of Day's Proceedings

Tuesday, April 12

9:00 *Investigating and Prosecuting Financial Fraud by Stock Issuing Companies*

Margaret S. McGuire
Senior Counsel to the Director of Enforcement
Vice Chair of the Financial Reporting and Audit Task Force
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission

10:30 Break

10:45 *Insider Trading Surveillance*

Sam Draddy
Vice President, Office of Fraud Detection and Market Intelligence
Financial Industry Regulatory Authority

12:30 Lunch Break

2:00 *Investigating and Prosecuting Insider Trading*

Kurt Gresenz
Assistant Director
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission

3:15 Break

3:30 *Data Analytics in the Division of Enforcement*

Lori Walsh
Chief, Center for Risk and Quantitative Analytics
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission

Michael Baker
Senior Counsel, Market Abuse Unit
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission

Adam Gottlieb
Senior Counsel, Market Abuse Unit
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission

5:00 End of Day's Proceedings

Wednesday, April 13

9:00 – 12:00 Concurrent Workshops

Privacy and Cybersecurity in the Securities Markets

Kris Easter Guidroz
Senior Special Counsel
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission

Jennifer McCarthy
Assistant Director
Office of Compliance Inspections and Examinations
U.S. Securities and Exchange Commission

Joseph Murphy
Attorney Adviser
Office of Compliance Inspections and Examinations
U.S. Securities and Exchange Commission

Steven Polansky
Senior Director, Regulatory Programs
Financial Industry Regulatory Authority

Market Surveillance: Demonstration of FINRA's SONAR System
FINRA Headquarters - 1735 K Street, NW (limit 35 people)

Chad Snyder
Assistant Director
Office of Fraud Detection and Market Intelligence-Insider Trading
Financial Industry Regulatory Authority

Credible Deterrence for Securities Law Violations

**Z. Scott Birdwell
Assistant Director
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission**

Investigating and Prosecuting Market Manipulation

**Thomas C. Swiers
Senior Counsel
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission**

Investment Adviser and Investment Company Oversight and Examinations

**Michael D. Ferrario
Attorney Adviser
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission**

**Ragni Walker
Examination Manager
Office of Compliance Inspections and Examinations
U.S. Securities and Exchange Commission**

**Renee Esfandiary
Assistant Director
Office of Compliance Inspections and Examinations
U.S. Securities and Exchange Commission**

2:00 – 5:00 Concurrent Workshops

Investigating and Prosecuting Broker Dealer Violations

**Stacey Bogert
Broker Dealer Task Force
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission**

**Jessica Hopper
Vice President of Regional Enforcement
Financial Industry Regulatory Authority**

Investigating and Prosecuting Accounting and Disclosure Violations by Issuers

**Paul Gumagay
Senior Special Counsel
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission**

Heidi Mayor
Senior Counsel
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission

International Cooperation: Discussion about best practices and common obstacles in seeking assistance in international enforcement matters using an International Ponzi Scheme Hypothetical

Izzy Reis
Senior Counsel
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission

David Karasik
Attorney Adviser
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission

Marianne B. Olson
Branch Chief
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission

Overseeing a Municipal Debt and Bond Market: Considerations in regulating state and local government debt markets

Mark R. Zehner
Deputy Chief
Municipal Securities and Public Pensions Unit
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission

Rebecca Olsen
Deputy Director
Office of Municipal Securities
U.S. Securities and Exchange Commission

Ed Fierro
Senior Counsel to the Director
Office of Municipal Securities
U.S. Securities and Exchange Commission

Impact of Blockchain Technology and Bitcoin on Securities Markets

Kathleen Hutchinson
Assistant Director
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission

Valerie Szczepanik
Assistant Director, Asset Management Unit
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission

Philip Moustakis
Senior Counsel
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission

Scott Bauguess
Deputy Director and Deputy Chief Economist
Division of Economic Risk and Analysis
U.S. Securities and Exchange Commission

Igor Kozhanov
Financial Economist, Office of Risk Assessment
Division of Economic Risk and Analysis
U.S. Securities and Exchange Commission

Catherine D. Whiting
Senior Counsel, Office of Clearance and Settlement
Division of Trading and Markets
U.S. Securities and Exchange Commission

5:00 End of Day's Proceedings

Thursday, April 14

9:00 *Criminal Prosecution of Securities Laws and Coordination with Securities Regulators*

Telemachus Kasulis
Deputy Chief
Securities and Commodities Fraud Task Force
United States Attorney's Office
Southern District of New York

10:45 Break

11:00 *Market Manipulation and Fraud Detection: A FINRA Perspective*

Cameron Funkhouser
Executive Vice President, Office of Fraud Detection and Market Intelligence
Financial Industry Regulatory Authority

12:30 Lunch Break

2:00 *Developing a Whistleblower Program*

Sean McKessy
Chief, Office of the Whistleblower
Division of Enforcement
U.S. Securities and Exchange Commission

3:00 **Break**

3:15 *Institute Wrap-up Session*

Alberto A. Arevalo
Associate Director
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission

Michael D. Ferrario
Attorney Adviser
Office of International Affairs
U.S. Securities and Exchange Commission

4:30 *Closing Remarks and Ceremony*

5:00 **End of Day's Proceedings**