

EU 單一金融市場內投資人保護之研究：

兼論德國轉換立法落實投資人之保護

陳麗娟*

目次

- 壹、歐洲金融市場概要
 - 一、歐洲金融市場事實上的改變與對投資人的意義
 - 二、歐洲金融市場混合型的結構：英美法與大陸法股權結構並存
- 貳、歐洲單一金融市場的形成
 - 一、以單一市場內的資金自由流通為基礎
 - 二、歐洲證券交易法之形成
- 參、在歐洲共同體層次對投資人保護的發展
 - 一、主要以透明化為主的規定
 - (一) 特別的公告
 - (二) 公開說明書
 - (三) 透明化的資訊揭露
 - (四) 對上市公司的國際會計標準
 - (五) 金融商品市場指令
 - 二、以公平為主的規定
 - (一) 公平對抗內線交易
 - (二) 以禁止操縱維護市場公平
 - (三) 在企業收購時的公平行為
 - 三、小結
- 肆、EU 會員國對於投資人保護的法制發展：以德國為例

投稿日期：九十八年三月一日；接受刊登日期：九十八年三月二十四日

*淡江大學歐洲研究所專任副教授/中原大學財經法律系兼任副教授

- 一、公示義務
- 二、防止市場濫用
- 三、收購有價證券時的投資人保護
- 伍、結語

關鍵詞：公司治理、歐洲聯盟、單一金融市場、股權結構、投資人保護、
資訊揭露、內線交易、市場濫用、收購

中原財經法學

壹、歐洲金融市場概要

一、歐洲金融市場事實上的轉變與對投資人的意義

在過去的二十年，歐洲金融市場有許多變化，金融商品的多樣化與複雜化，而投資人的結構也發生了巨大的變化，在金融市場上投資人來自社會的各階層，投資人的資產流入風險越來越多的金融商品中，因此有必要在社會政策的範圍內給與投資人更多的保護；另一方面，資本市場的參與者也越來越多樣化，不僅是市場參與者數量的增加，金融機構、退休基金、保險公司與證券服務公司等作為金融中介者的情形也越來越多，投資人很難清楚的區分這些金融中介者的角色與職責。在金融市場上，投資人與尋求資金者間有很大的資訊鴻溝；另一方面，金融市場的雙方當事人存在對立的利益¹。由於金融市場的這種自然狀況，因而使投資人面對不同的風險，例如投資人要承擔企業垮台破產投資盡失的風險、受詐欺或誤導的錯誤投資風險、投資人不諳金融商品的特質而錯誤投資的風險等²。上市公司的投資人同時是公司的股東與金融市場的參與者，在公司經營的市場（Markt für Unternehmenskontrolle）模式中，金融市場本身亦對公司的經營發揮監督的功能³。以德國為例，德國的金融市場在過去的幾十年來也不

¹ Holger Fleischer, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, Gutachten für den 64. Deutschen Juristentag 2002, S.23f.

² Klaus J. Hopt, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, S.337f.

³ Ulrich Wackerbarth, Investorvertrauen, Corporate Governance und die Abachaffung des Konzernrechts, German Working Papers in Law and Economics, 2005, S.21.

斷的受英美法的影響而改變，近年來德國的證券市場逐漸的發展，亦提供各式各樣的金融商品與服務，因此亦逐漸發展出投資人保護法（Anlegerschutzrecht）⁴。

投資人保護的問題不僅是金融市場法的議題，亦屬於股份有限公司法的保護目標，而對於投資人的保護不應去區分上市公司或非上市公司，而應遵守股東平等待遇原則；然而在金融市場上，上市公司的投資人保護卻是公司法與金融市場法重疊的議題，又與公司治理息息相關，因此在探討投資人保護的議題上有必要就公司法與金融市場法作全面性的檢視。歐洲金融市場的行爲者體認到市場上的商業行爲不再只是商品交易與服務提供，在EU內營業所設立自由（freedom of establishment）廢除了會員國間的貿易障礙，而形成更多的競爭，公司的經營者面臨更大的挑戰。依據歐洲共同體條約第二條之規定，建立一個共同市場（Common Market）一直是歐洲共同體的一個基本目標，會員國已經採取了無數的措施以廢除物理上的（例如在會員國邊界商品與人員檢查的障礙）、租稅上的與技術上（例如在衛生、消費者保護、產品安全、環境保護上的非關稅貿易障礙）的障礙⁵，以改善單一市場的效率而有利於人民與企業的跨國經濟活動；而許多的研究結果顯示唯有完成歐洲經濟統合，才能為歐洲大陸創造更大的利基⁶。

⁴ Karl-Burkhard Caspari, Anlegerschutz in Deutschland im Lichte der Brüssler Richtlinien, in: Grundmann/Schwintowski/Singer/Weber (Hrsg.), Anlegermarktrecht, 2006, S.11.

⁵ EC Commission, Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council, COM (85) 310 final, http://europa.eu/documents/comm/white_papers/pdf/com1985_0310_f_en.pdf (last visited Jun.19, 2009).

⁶ Andrea J. Gildea, *Überseering: A European Company Passport*, 30 BROOKLYN

二、歐洲金融市場混合型的結構：英美法與大陸法股權結構並存

貿易障礙的廢除、市場的擴張、資訊流通的改善、對投資的限制消失等因素，使得投資人從一家公司轉而投資到另一家公司更容易，為吸引更多的外資流入，各國開始關切股東利益的問題，而重要的因素就是健全的公司治理制度⁷。全球的資本市場對於每個國家的公司治理產生了很大的衝擊，尤其是國際金融市場關注少數股東的保護。

在歐洲統合的進展中，公司法是屬於統合進展遲緩的領域⁸，依據歐洲共同體條約第四十八條之規定，聯盟人民（union citizen）有權在任何會員國內設立商業組織和享有與本國人民相同的待遇，此即為歐洲共同體條約第四十二條所規定營業所設立自由的真諦。雖然EU的會員國在形式上致力於整合彼此的公司法，但每個會員國仍保有自己的公司法與金融市場法制度，會員國不同的公司法制度發展仍取決於固有的股東結構與銀行制度。隨著國際化與全球化的趨勢，改變了國際金融市場的條件，現代化的公司治理應改革內部監控制度的條件與外部的監控制度，以因應全球化的挑戰。內部監控制度（inside control system）主要取決於內部組織結構的監控機制，屬於公司法的範疇；外部監控制度（outside control system）主要有賴於市場的外部

JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW, 258 (2004).

⁷ Brian R. Cheffins, *Minority Shareholders and Corporate Governance*, COMPANY LAWYER, 41 (2000).

⁸ Report of the High Level Group of Company Law Experts on Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Nov. 4, 2002, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf (last visited Jun.19, 2009).

監控權，此一部分屬於金融市場的範疇⁹。因此，好的公司治理制度需要有健全的內部監控機制與有效率的金融市場監督機制，二者相輔相成。

歐洲國家有不同的語言、文化、歷史與法律背景，因此傾向於以使用當地的法律以維護當地的價值，不同的法律文化使得在每個會員國內施行歐洲共同體法時具有重要的意義¹⁰。不同的歷史背景與文化、股東結構與資本市場環境，使得歐洲國家間亦發展出不同的公司法制度，積極的股東明顯的會有較佳的內部監控，但法律傳統也影響制度的發展，不像美國有所謂的股東派生的訴訟，即由股東為公司的利益提起訴訟，但應依據商業判斷原則（*business judgment rule*）檢驗董事會的行爲，歐洲國家普遍擔憂濫用股東權，動輒對公司提起訴訟¹¹。

歐洲國家的董事會模式發展為單軌制結構（以英國為代表）與雙軌制結構（以德國為代表），這兩種制度雖然仍有基本的結構上差異，但目前愈來愈趨向一致，尤其是近年來EU致力於改善公司的內部監控。在歐洲層次與會員國層次的公司法改革，傾向於法規鬆綁或揭露（*disclosure*），揭露公司內部資訊是公司內部監控與在金融市場外部監控間的重要連結，一般的揭露規則可以作為單一市場更進一步統合

⁹ Klaus J. Hopt & Patrick C. Leyens, *Board Models in Europe, Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France and Italy*, ECGI WORKING PAPER SERIES IN LAW, 3 (2004).

¹⁰ Jens C. Dammann, *The US Concept of Granting Corporations Free Choice among State Corporate Law Regimes as a Model for the European Community*, SSRN WORKING PAPER, 10 (2003).

¹¹ Klaus J. Hopt & Patrick C. Leyens, *supra* note 9, at 20.

的基礎。在二〇〇二年底時，由執行委員會任命的公司法高級專家小組（High Level Group of Company Law Experts）進行公司治理改革的研究計畫。在二〇〇三年五月二十一日時，執行委員會向理事會與歐洲議會提出在歐洲聯盟內現代化公司法與加強公司治理一向前邁進計劃（Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward）的報告¹²，執行委員會切實遵守公司法高級專家小組所提出的建議¹³，認為為達成單一的歐洲金融市場，必須要整合會員國間公司法的差異，不是另行制訂公布統一的歐洲公司法，而是要運用單一市場的正確運作、自由的資金流通（freedom of capital）的原則保護投資人，使投資人可以依據正確的資訊作投資決策。資訊的流通與正確的揭露是公司內部監控與外部監控的關鍵，也是實現好的公司治理的不二法門，因此必須在EU的法律架構下要求全體會員國制訂適當、不會相互抵觸的法令以規範公司的行為。歐洲公司治理是要確保在會員國間的公司治理制度的協調與規範有效率的金融市場，因此歐洲公司治理亦應遵守共同體法的輔助原則（principle of subsidiarity）與比例原則（principle of proportionality）。揭露規則的落實有助於投資人對金融市場的信心與金融市場的穩定發展，而違反資訊揭露規則的法律效果應明確的規定，公告公開說明書是揭露有價證券與其發行人資訊最適當的方法。在目前歐洲金融市場法改革的討論中，初級市場（primary market）與

¹² Com (2003) 284 final.，在此報告中，執行委員會引用英國 Cadbury 報告的內容，指出公司治理是公司的經營與監控制度，公司治理的重點是從企業所有與企業經營分離原則產生的議題，特別是股東與經營者間的本人與代理關係（principal-agent relationship）。

¹³ Klaus J. Hopt & Patrick C. Leyens, *supra* note 9, at 5.

公開說明書（prospect）的責任是重點。

德國在二〇〇二年第六十四屆德國法律人協會（Deutscher Juristentag）年會¹⁴強調，在金融資本市場上應將次級市場（secondary market）包括在內，重視投資人保護，應持續加強揭露義務¹⁵。對於不實或誤導的市場資訊的責任，亦包括次級市場在內，亦是德國聯邦財政部針對在EU會員國內公開說明書責任規定的回應，並擴大至次級市場資訊不實或誤導的責任。

在EU內，英國的金融市場發展已臻成熟，但歐洲大陸國家的金融市場發展仍屬落後，因此在外部監控上，EU會員國間仍有很大的差異，股權結構與銀行制度的差異是最主要的因素。在英國公司為分散所有權結構，使得金融市場對公司經營（market for corporate control）（尤其是在敵意收購的情形）與對經理人的經營績效形成強有力的監控方法；相反的，以大陸法系的代表德國為例，在德國外部的市場監控上，銀行與金融服務業者仍然扮演著一個非常重要的角色，尤其是許多股東的股票是由銀行與金融機構保管，通常持股人的表決權是由銀行與金融機構依據持股人的指示代為行使，因此股票保管有代替代理表決制度（proxy）的作用。對EU而言，一個有效率的市場監控就是要使跨國投資更便利與迅捷，因此在二〇〇二年一月時，由執行委員會任命的公司法高級專家小組針對公開收購出價亦提出建言，即在企業收購中少數股東權保護、排擠少數股東與採取反收購的防禦措施等均提出因應之道，以期消除在歐洲金融市場上的競爭

¹⁴ <http://www.djt.de> 可下載會議決議（2008/3/15，造訪）。

¹⁵ Holger Fleischer, a.a.O.(Fn. 1) S.39.

障礙和對市場監控權的障礙¹⁶。

在一九九〇年代，英國開始討論公司治理，並由三個委員會提出非常重要且有影響力的研究報告，即Cadbury報告、Greenbury報告與Hampel報告，但卻未對少數股東的地位加以討論，直至一九九七年法律委員會（Law Commission）提出關於股東救濟的研究報告時，少數股東保護的議題才在英國引起注意，而成爲公司治理重要的議題¹⁷。在英國的制度下，投資人往往擔憂由公司經營者爲自身利益的行爲而產生由投資人負擔的代理成本，公司治理的關鍵目標爲改善公司經營階層的責任，在英國的Cadbury、Greenbury與Hampel三個委員會嘗試公布公司治理準繩，以影響公司經營階層的行爲，以期提高非執行業務董事在公司治理的角色、以及改善經營階層薪酬與經營績效間的關連性。由於在倫敦證券交易所近年來降低對少數股東的保護，因此上述的三個研究報告均指出，倫敦證券交易所應在其上市準則增加對少數股東的保護與重視少數股東的權益。

在許多國家少數股東的保護是重要的公司治理議題，但在英國卻仍是新興的議題，主要是在英國大部分的公司是公開發行公司（publicly held corporation），且上市公司的股權非常分散，由於股權分散於許多的機構投資人與個別的投資人，而不是集中於少數的家族、銀行或其他的投資公司，在英國上市公司通常是由專業的經理人經營管理，投資人很少干預或參與公司經營。專業經理人在經營公司

¹⁶ Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Brussels, 10 January 2002, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg_en.pdf (last visited Jun.9, 2009).

¹⁷ Law Commission, Shareholder Remedies, Law Commission Report No.246, HMSO, London 1997.

上有很大的裁量權，英國也沒有員工共同參與決定的制度，因此投資人應承擔所謂的代理成本（agency costs）¹⁸。

美國與英國的公司所有權制度和公司經營類似¹⁹，在英國大部分的大公司為公開發行公司，但在歐洲大陸大公司與成功的企業通常是閉鎖公司（private held corporation），公司經營傾向於集中治理的模式，在歐洲大陸的許多大公司有大股東或核心的投資人（core investor），通常是持有相當比例股權的大股東，足以掌控公司的經營，交叉持股（cross-shareholding）的現象很普遍，且通常都是由一個家族掌控，例如BMW汽車股份有限公司即為一個典型的由一個家族掌控的例子。這些顯示歐洲公司內部所有權結構影響了公司經營與投資人的保護²⁰。

在所有權分散（例如以散戶為主的英國）與經營內部人控股（例如德國）的國家，有不同的問題，控股股東可能為個人利益而侵害其他股東的利益，或排擠少數股東，或將公司經營移轉給不適任的家族成員，因此有必要優先給與少數股東更多的保護。在許多以內部人掌控經營的公司越來越傾向於在股票市場上融資，以擴張公司或進行收購股票，因此也會進入證券市場。在這種情形，公司的所有權逐漸由投資大眾所有，控股股東的勢力逐漸消失，這是在美國與英國以市場

¹⁸ B. R. CHEFFINS, COMPANY LAW: THEORY, STRUCTURE AND OPERATION, 45 (1997).

¹⁹ M. GEORGEN, CORPORATE GOVERNANCE AND FINANCIAL PERFORMANCE: A STUDY OF GERMAN AND U.K. INITIAL PUBLIC OFFERING, 1-2 (1998).

²⁰ K. J. HOPT/E. WYMEERSCH (eds.): COMPARATIVE CORPORATE GOVERNANCE, 152, 157-164 (1997).; Sofie Cools, *The Role Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution Powers*, 30 DELAWARE JOURNAL OF CORPORATE LAW, 703 (2005).

為導向典型的現象，投資大眾持股成為很普遍的現象，但控股股東還是扮演著重要的角色，給與少數股東適當的保護也成為重要的議題，優先保護少數股東的權益，有可能更甚於提高經營階層的責任²¹。

為使投資人願意冒投資風險投資其資金，以便確保國民經濟所需的投資資金與提高投資人的投資意願，法律制度首要的任務，就是要保護投資人對證券市場發揮作用有信心²²。資訊透明化改善了市場的分配能力，防止對投資人造成風險；另一方面，透明化是公平市場必要的特徵，透明化也是建立投資人信心的前提要件。換言之，透明化與公平是對投資人保護重要的最低條件，以期在證券市場上維持投資人在國民經濟發展上必要的信心²³。

由於在資本市場上，基本上即存在有利益衝突，因此一方面要求資訊透明化，以平衡資訊的不對稱的現象；另一方面在市場上要求公平，以阻止市場參與者的利益衝突而導致發生市場失靈的現象，也就是在公平的證券市場上應平等的對待投資人，對於詐欺行為和誤導的風險應採取預防措施和制裁。投資人只會對公平的市場有信心投資；若投資人感覺受到不平等的待遇，投資人將會退出市場，而將其資金轉往其他市場投資²⁴。

²¹ B. R. Cheffins, *supra* note 7, at 42.

²² Klaus J. Hopt, Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Amlegerschutzes?, Gutachten zum 51. Deutschen Juristentag 1976, S.47f.

²³ Karl-Burkhard Caspari, a.a.O.(Fn.4), S.9.

²⁴ Karl-Burkhard Caspari, a.a.O.(Fn.4), S.9.

貳、歐洲單一金融市場的形成

一、以單一市場內的資金自由流通為基礎

資金自由流通 (free movement of capital) 是歐洲共同體達成建立共同市場目標所必要的任務，資金自由流通是共同市場的一個基本自由 (fundamental freedom)²⁵，資金流通自由化應致力於單一市場之完成，以促進其他的基本自由 (即商品自由流通、人員自由遷徙與勞務自由流通) 與經濟的發展²⁶。資金自由流通是在歐洲共同體內以市場經濟原則為基礎的經濟交易發展所必須的，尤其是自由的資金流通不僅是實現經濟暨貨幣同盟的前提要件²⁷，也是邁向持續統合的重要步驟。

由於致力於實現經濟暨貨幣同盟，一九九三年十一月生效的歐洲聯盟條約將自由的資金與支付流通的規定，作了根本的重新編排，目前將二者合併規定於歐洲共同體條約第五十六條至第六十條。依據歐洲共同體條約第五十六條之原則規定，應完全禁止資金與支付流通的限制措施，但依據歐洲共同體條約第五十七條之規定，合法的例外限制措施仍得適用於與第三國間的資金流通，但至一九九三年十二月三十一日止，仍保留適用個別會員國或歐洲共同體關於直接投資或其他特別的投資方式；理事會得對於這些保留規定採取新的措施。

一九八八年六月二十四日公布第三六一號關於資金流通的指

²⁵ EuGH Rs.203/80, Casati, Slg. 1981, S.2595.

²⁶ EuGH Rs.C-163/94 und Rs.C-250/94, Sanz de Lera, Slg. 1995, S.I-4827.

²⁷ 參閱歐洲共同體條約第 116 條第 2 項第 a 款規定。

令，又稱為自由資金流通憲章（Charta des freien Kapitalverkehrs）²⁸，明文規定自一九九〇年七月一日起，應廢除所有在居住於會員國居民間仍存在的資金流通之限制，這裏的資金流通包括貨幣或準貨幣的資金流通，而可能對會員國的貨幣政策產生更大的影響，擴大到貸款、外幣投資或有價證券的交易。雖然第三六一號指令規定保護條款，對於短期的、異常數額的資金流通，造成對其貨幣政策的嚴重干擾時，會員國得採取保護措施，但會員國的保護措施適用期限不得超過六個月。

二、歐洲證券交易法之形成

如前所述，EU會員國間有兩種不同的金融市場制度²⁹，即以銀行為核心的金融制度與以市場為核心的金融制度，因此公司法對於投資人的保護非常的重要³⁰，但證券交易法對於投資人的權利保護亦具有重要意義³¹。第一代歐洲證券交易法是在Enron案前，並未特別規範保護投資人，與防止公司內部人持有更好的訊息而影響投資人的權益³²。執行委員會堅持相互承認（mutual recognition）會員國彼此間的

²⁸ RL 88/361/EWG, ABIEG 1988 L 178/5.

²⁹ MARCUS BERNDT, GLOBAL DIFFERENCES IN CORPORATE GOVERNANCE SYSTEMS – THEORY AND IMPLICATIONS FOR REFORM, 32 (2002).

³⁰ La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, *Investor Protection and Corporate Valuation*, 57 JOURNAL OF FINANCE, 1149 (2002).

³¹ La Porta/Lopez-de-Silanes, What Works in Securities Laws? NBER Working Paper No. 9882, July 2003, <http://www.nber.org/papers/w9882> (last visited Jul.24, 2008).

³² KLAUS J. HOPT & E. WYMEERSCH (eds.), CAPITAL MARKETS AND COMPANY LAW, 87 (2003).

證券交易法，而沒有保證共同的揭露標準³³。

執行委員會過去一直致力於落實歐洲共同體條約第四十四條第二項第g款與第四十八條在EU內營業所設立自由權（right of establishment），執行委員會採取的政策就是混合的結合證券交易法與公司治理。在一九九九年時，執行委員會針對單一金融市場的發展進行全面性的改革，提出金融業行動計畫（Aktionsplan für Finanzdienstleistungen; Financial Services Action Plan）³⁴，以建立一個統合的歐洲金融市場。

金融業行動計畫包含了42個措施，為具體施行這些措施，歐洲議會與理事會陸續公布了許多新金融市場法的指令，例如市場濫用指令、公開說明書指令、企業收購指令、透明化指令與金融商品市場指令等，透過協調會員國金融市場的法律規範，以期使歐洲金融市場更透明、更公平與更有效率³⁵。也就是此一多年計畫依照優先順序排定，以具體的行動計畫加強投資人的權利、改善企業員工與債權人的保護、提高企業的效率與競爭力³⁶。

二〇〇一年由歐洲證券市場規範智囊委員會（Committee of Wise Men）提出的最終報告³⁷，即建議執行委員會的規範政策應以適當的

³³ N. Moloney, *New Frontiers in EC Capital Markets Law: From Market Construction to Market Regulation*, 40 COMMON MARKET LAW REVIEW, 810 (2003).

³⁴ KOM (1999) 232 endg.

³⁵ Begründung der Kommission für den Vorschlag einer Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte, KOM (2002) 625 endg.

³⁶ Martin Weber, *Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2003*, NJW 2004, S.8.

³⁷ Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation European

投資人保護深化證券市場³⁸；在企業所有與企業經營分離的前提下，揭露的目標就是監督董事會的一種方法³⁹。在二〇〇二年美國的 Enron 等公司財報弊案後，受到美國 Sarbanes-Oxley 法的啓示，歐洲共同體對於上市與非上市公司，致力於會員國公司法的整合，將國際會計準則的標準引進共同體法，而使得與投資人有關的資訊成爲共同體法重要的一環。在二〇〇二年時，執行委員會接納公司法高級專家小組的建言，逐步的整合趨向於以市場爲核心的公司治理制度⁴⁰。

在面對會員國不同的公司法制度，執行委員會偏向於採取混合制的政策，在二〇〇三年公司治理與公司法的行動計畫 (Aktionsplan für Corporate Governance und Gesellschaftsrecht) 中，要求以投資人爲主的資訊和公司遷移相關的行動規範，以達成深化的證券市場，當然公司法行動計畫亦參考美國的 Sarbanes-Oxley 法，以期使歐洲的公司治理亦符合國際標準。在 Enron 案後，會員國均採取因應的措施，以處理在公司治理產生的問題，因此會員國仍保留不同的公司治理制度⁴¹，而形成在 EU 內各國公司法競爭的現象⁴²。歐洲法院近年來在其判

Securities Markets, Brussels, February 15, 2001, http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/lamfalussyen.pdf 可下載此一報告 (last visited Apr.15, 2008)。

³⁸ N. Moloney, *supra* note 33, at 813.

³⁹ Klaus J. Hopt, *Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance After Enron*, 3 JOURNAL OF CORPORATE LAW STUDIES, 241 (2003).

⁴⁰ Chapter 2 of the Report on A Modern Regulatory for Company Law in Europe.

⁴¹ McCahery, Moerland, Raaijmakers & Renneboog (eds.), CORPORATE GOVERNANCE REGIMES – CONVERGENCE AND DIVERSITY, 183 (2002).

⁴² Bebchuk & Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and*

決中，亦指明要求會員國既不得刻意保護商業組織尋求獲利的行爲，也不得阻礙突破相互依賴尋求法規競爭利益的意圖。在EU內法規的競爭現象不應造成內部制度與外部制度失衡的現象，因此不僅是會員國有義務，會員國國民亦應協力克服這種失衡的問題⁴³。

多層的（multi-layer）探討EU的金融市場法與公司法間的關係，即在EU內探討證券交易法與公司治理的發展關連性，已經成爲一種新的趨勢，特別是針對跨國的問題⁴⁴。歐洲證券交易法已經結合了公司治理的國際標準，Enron財務弊案後執行委員會的許多立法措施亦以美國的Sarbanes-Oxley法爲藍本，即便是納入國際標準，在會員國間仍存在法規競爭的現象⁴⁵。執行委員會不遺餘力的對會員國公司法與公司治理制度進行整合，在過去十年來的發展，已經形成跨國上市公司與證券市場國際化的現象⁴⁶，尤其是在揭露資訊規則與會計標準的整合成果⁴⁷。

Governance, 52 STANFORD LAW REVIEW, 151 (1999).

⁴³ GORDON & ROE (eds.), *CONVERGENCE AND PERSISTENCE IN CORPORATE GOVERNANCE*, 45 (2004).

⁴⁴ Martin Weber, a.a.O.(Fn.36), S.38.

⁴⁵ J. C. Coffee, *Law and Regulatory Competition: Can They Co-Exist?*, 80 TEXAS LAW REVIEW, 1732 (2002).

⁴⁶ J. C. Coffee, *Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance*, 102 CORNELL LAW REVIEW, 1770 (2002).

⁴⁷ Gordon & Roe (eds.), *supra* note 43, at 208.

參、在歐洲共同體層次對投資人保護的發展

在歐洲共同體層次，由於單一金融市場的逐步完成，投資人保護的問題亦受到廣泛的關注，首先是一九九六年Segré報告⁴⁸鼓吹應完全統合歐洲的資本市場，以期更有效率的結合投資人利益與企業的資金需求。而歐洲共同體也陸續的公布許多相關的法規，以下將從透明化與公平的觀點分述歐洲共同體的法規：

一、主要以透明化為主的規定

透明化係指清楚與揭露，愈透明的市場，行為人對於金融商品與市場有愈多的資訊。

(一) 特別的公告

一九七九年時，歐洲經濟共同體⁴⁹的理事會公布第二七九號指令⁵⁰，以期協調在證券交易所上市有價證券的條件，在立法理由中已明確的表明投資人保護之重要性，除了在年度財務報告與公司狀況報告應公布重要的公司資料外，對於在其業務範圍出現的，但社會大眾尚不知悉的重要新事實會對其資產與財務狀況或一般的業務進行產生影響，而會導致其股價的重大變動時，公司必須立即對社會大眾公告。

特別的公告指令對於資本市場發揮功能的核心意義就是透明化，應儘可能致力於避免在市場參與者間資訊不足與資訊不對稱的現

⁴⁸ EWG-Kommission, Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts, 1966.

⁴⁹ 在 1993 年 11 月馬斯垂克條約生效時更名為歐洲共同體。

⁵⁰ ABIEG 1979 L 66/21.

象⁵¹。特別公告指令同時緊密的結合透明化與公平的規範，特別公告指令主要是規範公告的義務，以期投資人知悉公司重要的狀況與提高透明化的水準；另一方面，特別公告指令間接的要在市場上建立一個公平的遊戲場所，以期所有的市場參與者都儘可能同時掌握所有重要的資料，而使個人不會濫用資訊的優勢與影響適當價格的形成⁵²。

（二）公開說明書

由於各會員國對於公開募集資金的行為沒有一致的定義規定，而造成相同的行為卻在不同的會員國內可能是私募資金，而會員國間不同的規定阻礙企業在共同體內募集資金，因此並無法真正的進入一個大的、資金流通與完整的金融市場。因此，在二〇〇三年十二月底時，歐洲議會與理事會共同公布第七十一號公開說明書指令（Prospectus Directive）⁵³，以協調各會員國上市有價證券的公開說明書，以規範有價證券上市與公開交易，符合嚴格的監督規定，以確保投資人的保護和市場效率。

此一指令主要係遵行由國際證券委員會組織（International Organization of Securities Commissions）的跨國交易與外國發行人初次上市的國際揭露標準（International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers）⁵⁴。為保護目前與可能的投資人的利益，公開說明書指令針對在上市有價證券

⁵¹ Assmann/Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 2003, §15 Rn.2.

⁵² Karl-Burkhard Caspari, a.a.O.(Fn.4), S.14.

⁵³ ABIEU 2003 L 345/64.

⁵⁴ <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf> 可下載國際揭露標準，(last visited Apr.15, 2008)。

上應公告資訊，以協調全歐洲現存的差異，主要的目標就是要以適當、盡可能客觀的資料保證等值的提出公開說明書，以說明發行人的財務狀況和有價證券的特徵，投資人應能正確的評估風險，且在完全知悉狀況下作投資決策。

公開說明書指令的宗旨，在於使市場參與人與投資人可獲得所有公開上市或未在證券交易所上市的有價證券之資訊，同時簡化發行人在EU內的籌資程序。雖然公開說明書指令也採納美國證券交易法的概念，但卻沒有設立一個歐洲證券交易委員會（European Securities and Exchange Commission），同時亦沒有規定單一的施行制度，對於發行人不實的財務報告應負的責任，依據公開說明指令第六條之規定，仍是授權會員國各自規範，因此有一個很廣泛的財務報告民事責任規則，甚至有些會員國規定股東的集體訴訟（a class action）⁵⁵。依據歐洲共同體條約第二四九條第三項之規定，會員國應轉換指令，指令僅規定的目標具有法律拘束力，會員國可自行選擇達成指令目標的形式與方法。因此在會員國轉換立法時又會出現彼此間的差異，無疑的又為單一金融市場的完整性造成一種法規競爭的現象。

公開說明書指令對有價證券創設了一個歐洲護照（Europäischer Pass）的制度，即一會員國的有價證券上市主管監督機關核准一個公開說明書時，發行人根據此一核准即得在全EU境內與在歐洲經濟區（European Economic Area）⁵⁶內公開銷售其有價證券，即為來源國的

⁵⁵ Gordon/Roe (eds.), *supra* note 43, at 333.

⁵⁶ 歐洲經濟區是由歐洲共同體與歐洲自由貿易協會（European Free Trade Area Association；簡稱 EFTA）簽署歐洲經濟區協定，於 1994 年 1 月 1 日生效。參閱陳麗娟，歐洲共同體法導論，頁 9，五南圖書出版公司，第三版（2008）。

主管機關核准發行人的公開說明書⁵⁷；二〇〇四年四月時，執行委員會為施行公開說明書指令而公布第八〇九號規章，特別是強調應考量保護投資人，以符合此一規章規定的公開說明書應載明的至少的資料在全EU境內的一致適用。所有在EU境內公布的公開說明書必須含有投資人決策所需要的清楚與易明瞭的訊息。為保障投資人，僅在公開說明書符合一般EU所規定的揭露標準和揭露的方式時，才予以核准；除了集中登記所揭露的文件外，亦應確保投資人可以很容易取得訊息⁵⁸。換言之，適用來源國原則由來源國明確的規定第一次核准發行人的公開說明書，便可適用於EU的全部領域；對於有價證券與發行人的資訊完全揭露，有利於投資人保護，而資訊是最有效的工具，以期提高投資人對有價證券的信心和致力於順利的發展有價證券市場。公開說明書是揭露有價證券和發行人資訊的最適當方法，不僅在對特定人募集資金時應交付公開說明書，同時在轉售給社會大眾或公開募集資金時，都必須公告公開說明書。

（三）透明化的資訊揭露

EU主要的資訊揭露改革是針對公司治理、董事自身利益交易（self-dealing）、內線交易（insider trading）、董、監事薪酬與公司財務報告等事項⁵⁹。過去歐洲公司董、監事的薪酬為高度的機密，但在公司法改革中亦要求公司必須完全揭露個別董事的薪酬，包括股票

⁵⁷ Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 3. Aufl., 2007, vor § 104 Grundlage des Kapitalmarktrechts, Rn.98.

⁵⁸ Martin Weber, a.a.O.(Fn.36), S.32.

⁵⁹ Luca Enriques & Paolo Volpin, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, JOURNAL OF ECONOMIC PROSPECTIVES VOL.21, 134 (2007).

選擇權在內⁶⁰。在二〇〇四年十二月十四日時，執行委員會建議全體會員國應對上市公司經營管理階層人員的薪酬實施適當的規定⁶¹，德國的董監事薪酬揭露法（Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen）⁶²在二〇〇五年八月十一日生效施行，對於上市公司的董監事在會計年度的工作應在年度財務報告與關係企業財務報告的附件中依個別董監事表列，並依據其是否與成果有關的細目、長期激勵作用等分別列舉所給與的全部薪酬。

二〇〇四年第一〇九號透明化指令（Transparenzrichtlinie）⁶³，立法宗旨在EU境內建立一個有利於投資人和市場效率的透明化與資訊水準、消除影響市場流通的資訊義務上的差異，以期加強投資人的信心與降低籌集資金的成本。希望藉由年度財報、半年度財報與季度財報，針對足以影響發行人或其子公司財務狀況的重大事件提供訊息。發行人必須揭露主要的控股（holdings）、收購或出售其持股或其持股的表決權。透明化指令引進國際會計標準（International Accounting Standards）適用於年度財報與季度財報，以提供給金融市場對於發行人的資產、責任、財務狀況或虧損情形等一個真實與公平的觀點⁶⁴。所有在有組織市場上交易的證券發行人（包括股票與債券的發行人）必須提出半年度的財務報告，對於股票的發行人每半年還必須提出在相關時期關於重大結果和業務情況的資訊、對資產、財務和收益狀況有影響的預測性資訊等的額外報告、以及以一般形式描述

⁶⁰ Luca Enriques/Paolo Volpin, *supra* note 59, at 135.

⁶¹ ABIEU 2004 L 385/55.

⁶² BGBl. 2005 I S.2267.

⁶³ ABIEU 2004 L 390/38.

⁶⁴ 透明化指令前言第 7 點。

企業與其子公司的資產、財務和收益狀況。同時亦規定重要持有人的資訊揭露義務，超過一定的持股門檻值時，即負有申報持股表決權的義務，以便投資人可以廣泛的知悉公司發行人與股份持有人的結構。無庸置疑的是，透明化希望以訊息揭露模式，使投資人在作投資決策時可以考量更多的資訊，以作為投資決策的依據。

（四）對上市公司的國際會計標準

依據二〇〇二年第一六〇六號適用國際會計標準規章⁶⁵第二條之規定，自二〇〇五年一月一日起，在EU境內上市的公司的會計必須適用國際會計標準，以金融市場的規範要求董事會更謹慎給與投資人更多關於公司狀況的資訊。國際會計標準內有 24 個標準要求應詳細的與特別的揭露關係人的交易⁶⁶。對於財務報告應適用公平價值的會計原則（principle of fair value accounting），強制公司亦必須揭露所提撥的公積金，以便股東可以容易明瞭公司是否有多餘的現金可以去擴大公司的規模。

（五）金融商品市場指令

歐洲議會與理事會在二〇〇四年四月二十一日時共同立法通過金融商品市場指令（Richtlinie über Märkte für Finanzinstrument）⁶⁷，通稱為歐洲有價證券交易基本法（Europäisches Grundgesetz des Wertpapierhandels）⁶⁸，此一指令的立法宗旨，就是要調適在歐洲單一市場內的金融市場。歐洲金融市場法的四大原則 – 歐洲護照原

⁶⁵ ABIEU 2002 L 243/1.

⁶⁶ Luca Enriques/Paolo Volpin, *supra* note 59, at 134.

⁶⁷ ABIEU 2004 L 145/1.

⁶⁸ Stefan Grundmann, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 2004, Rn.723.

則、來源國監督原則、最低整合原則與相互承認未整合的監督規範 – 適用於所有的歐洲證券公司⁶⁹。也就是基於投資人保護與穩定金融制度的理由，提供有價證券服務者或從事投資業務者應由其所在地或主事務所所在地的會員國主管機關的核准，才得提供有價證券的服務與從事投資業務，即所謂的來源國原則。來源國的主管機關應負責監督有價證券業者業務的執行；而在其來源國核准的有價證券公司即得在EU的全部領域內提供服務或從事投資業務，而不需經行為地會員國主管機關之核准，此即為相互承認原則。有一會員國主管機關的核准，猶如拿到一本歐洲護照，即得在EU全部的領域內提供有價證券的服務與從事投資業務。

金融商品市場指令為對有價證券市場新一代的綱要指令，並不作詳細的個別規定，二〇〇六年八月十日時，執行委員會為施行此一指令而公布新的施行規章⁷⁰，以規範證券公司的記載義務、申報義務、市場透明化、核准金融商品交易等。金融商品市場指令主要是要協調會員國針對證券自由業的就業與執業相關的規定，以期實現營業所設立自由與勞務自由流通⁷¹。執行委員會在提案中，即指出金融市場指令的目標為改善投資人保護、加強歐洲金融市場的競爭與調適。換言之，不論是個人型的投資人或機構投資人在EU內應更容易進行投資，同時應更容易提供有價證券的服務，建立一個有競爭的市場，促

⁶⁹ Marcus Lutter, *Europäisches Unternehmensrecht*, 4. Aufl., 1996, S.450.

⁷⁰ VO Nr.1287/2006 der Kommission, ABIEU 2006 L 241/1.

⁷¹ Holger Fleischer, *Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und das Finanzmarkt – Richtlinie – Umsetzungsgesetz – Entscheidung, Grundkonzeption, Regelungsschwerpunkte*, BKR 2006, S.391.

進在所有的歐洲交易市場上有相同的條件⁷²，而金融商品市場指令又依據投資人的類別，例如專業投資人⁷³、小投資人、合格的相對人⁷⁴予以不同的金融市場法上的保障，例如對於小投資人則是整合投資人保護與給予消費者保護；另一方面，金融商品市場指令使不同的市場微觀結構同時並存、與在相互競爭的證券訂單中產生制度面有競爭的動態效果⁷⁵。金融商品市場指令第十九條為投資人保護的核心規範，證券公司應誠實、公正與專業的為其顧客的最佳利益行為，應提供明確的與無誤導的資訊，以及提供有利於顧客下訂單的資訊。

二、以公平為主的規定

公平的市場的特徵，特別是市場的一方不會濫用其市場的地位，也就是市場的雙方應是武器均等（Waffengleichheit），每個市場參與者必須能作為自己負責任的人，而不得使用詐欺或誤導的方法影響市場的另一方⁷⁶。

（一）公平對抗內線交易

建立一個公平的資本市場的里程碑，就是要禁止內線交易（Insiderhandel），在一九八九年時歐洲經濟共同體公布內部人指令（Insiderrichtlinie）⁷⁷。此一指令已因二〇〇三年第六號市場濫用指令（Marktmissbrauchsrichtlinie）生效而廢止失效，已經完全由二〇〇三

⁷² Vorschlag der Kommission, a.a.O.(Fn, 35).

⁷³ 專業投資人係指金融機構、證券公司與達到一定交易金額的大企業。

⁷⁴ 合格的相對人係指根據其在金融市場上的經驗享有很少保護的投資人。

⁷⁵ Holger Fleischer, a.a.O.(Fn.71), S.392.

⁷⁶ Tilch/Arloth (Hrsg.): Deutsches Rechtslexikon, Band 1, 3. Aufl., 2003, S.1567.

⁷⁷ ABIEG 1989 L334/30.

年第六號市場濫用指令取代，以期確保防制市場操縱行爲。

(二) 以禁止操縱維護市場公平

新的金融與技術發展、新的金融商品、新科技與愈來愈多的跨國商業行爲和網際網路之運用，更容易造成市場濫用。因此二〇〇一年三月在瑞典斯德哥爾模舉行的歐洲高峰會議中決議，應在有價證券範圍使共同體的立法更有效率和更透明，並在歐洲有價證券委員會（Europäischer Wertpapierausschuss）的監督下規範有價證券市場。一個真正的金融業單一市場對於共同體內的經濟成長與創造就業機會具有重要的意義。一個完整的、有效率的金融市場應以市場完整為前提要件；有價證券市場順利的發揮作用與社會大眾對於有價證券市場的信心是共同體經濟成長與繁榮的前提要件，市場濫用會破壞金融市場的完整與影響投資大眾對於有價證券和衍生性商品的信心。公平市場的重要特徵，就是沒有詐欺與誤導的行爲，因此應禁止對股價的操控，因而在二〇〇三年公布第六號市場濫用指令⁷⁸。

市場濫用指令不僅規範內線交易，而且規範操縱的市場行爲。也就是市場濫用包括內線交易與操縱的市場行爲兩種行爲方式，都會影響市場的完整性，有時很難界定這兩種行爲方式。另外，市場濫用指令又規定預防措施，以對抗市場的濫用行爲，並改善對於市場參與者的透明化⁷⁹。

市場濫用指令擴大公司內部的價格敏感訊息的定義，對於價格敏感的訊息必須立刻揭露，同時對於董事、及與董事有密切關連者交易

⁷⁸ ABIEU 2003 L96/16-25.

⁷⁹ Martin Weber, a.a.O.(Fn.36), S.30.

公司股票的行爲，均應揭露。二〇〇三年公布第六號市場濫用指令促使會員國改革其證券交易的監督機制，採取不同的措施，以制裁內線交易與市場操縱的行爲⁸⁰。二〇〇三年九月初，執行委員會的歐洲有價證券監督機關委員會提出具體施行市場濫用指令的施行規章草案，並按照Lamfalussy報告，以委員會程序的第二階段立法，詳細規定市場操縱與內部訊息的定義、發行人應公布的內部消息、利益或利益衝突之揭露、對於股票買回計畫與股價穩定措施的安全港規定。

（三）在企業收購時的公平行爲

在二〇〇四年時，歐洲議會與理事會終於通過企業收購指令（Richtlinie betreffend Übernahmeangebot）⁸¹，主要在統一在EU境內收購有價證券的要件，以期創造一個競爭均等的企業收購環境。會員國必須在二〇〇六年五月二十日前完成轉換此一指令的立法工作。

企業收購指令確保股東能掌握足夠的資訊，以期能對是否接受收購出價作決定；另一方面，應考量出價者對於其他股東的關係上是否亦受此一價格約定的拘束。另一個重要議題，為目標公司的董事會在利益衝突的情況下，在收購成功後目標公司的董事會有可能會失去工作，因此目標公司的董事會有可能基於私利而採取防禦措施，以期阻撓收購出價的順利進行。企業收購法不僅應考量股東的利益，而且也應考量企業經營的市場。因此，企業收購法亦屬於公司治理的外部規範⁸²。更進一步，企業收購法必須考量雖然出價成功的完成收購，但

⁸⁰ Luca Enriques/Paolo Volpin, *supra* note 59, at 136.

⁸¹ ABIEU 2004 L142/12.

⁸² Klaus J. Hopt, *Gemeinsame Grundsätze der Corporate Governance in Europe?*, ZGR 2000, S.782.

仍有少數股東留在公司的情形、或是也有可能是由控股的股東提出收購出價。因此，企業收購法亦是保護少數股東的方法，因此企業收購法在功能上不僅屬於公司法，而且亦屬於金融市場法⁸³。

三、小結

總而言之，歐洲的金融市場法規影響著各會員國對於投資人保護的法律發展，而歐洲金融市場法不僅是廣化、而且深化的影響會員國的金融市場法，且毫無限制的直接適用於各會員國。德國資本市場亦因繼受英美的金融創新概念與因為轉換歐洲金融市場法相關的市場條件，而產生了根本的改變，亦逐漸成為全球重要的金融市場，而金融市場的發展仍不斷的進行，金融市場法歐洲化對於德國金融市場的發展有著深化與廣化的影響。

肆、EU 會員國對於投資人保護的法制發展： 以德國為例

目前EU共有 27 個會員國，EU的金融市場法相關指令對於會員國的金融市場法規有非常深遠的影響，尤其是在二〇〇〇年後陸續發生的Enron、WorldCom、EM.TV、Flowtex等公司財務報告弊案，德國聯邦政府（Bundesregierung）提出對企業與投資人保護的 10 點計畫（Zehn-Punkt-Plan），接著聯邦議會（Bundestag）亦陸續公布許多新的金融市場法規，以期透過金融市場的法律規範，重建投資人的信心

⁸³ Mathias Habersack, Europäisches Gesellschaftsrecht, 3. Aufl., 2006, S.332.

⁸⁴。二〇〇二年七月一日生效的第四個金融市場促進法轉換EU的相關指令，以加強德國金融市場的地位⁸⁵。

德國的投資人保護改善法（Anlegerschutzverbesserungsgesetz）⁸⁶即為轉換EU的市場濫用指令、公開說明書指令與透明化指令等內容。投資人保護改善法修訂了證券交易法、公開說明書法、證券交易所法與有價證券公開收購規章等，尤其聯邦政府認為有規範的必要，因為不實申報已經造成很大的損失⁸⁷。

歐洲金融市場法陸續轉換立法至德國法中，很明顯的加強了資合公司，尤其是上市公司的資訊透明化義務，即課以額外的申報和告知義務，以回應因錯誤不實的金融市場資訊所引發的財務弊案，以期達到加強對投資人保護之目的⁸⁸。

以下將以德國的新法規為例，說明德國金融市場法對於投資人保護之發展：

一、公示義務

德國轉換EU公開說明書指令的內容，進而公布有價證券公開說明書法（Wertpapierprospektgesetz）⁸⁹，以期以更大的步伐邁向德國

⁸⁴ Martin Eberhard Foelsch, EU – Aktionsplan für Finanzdienstleistungen und nationale Kapitalmarktreform – Die Entwicklung des Kapitalmarktaufsichtsrechts in den Jahren 2003 bis 2006, BKR 2007, S.94.

⁸⁵ Martin Weber, a.a.O.(Fn.36), S.29.

⁸⁶ BT-Dr. 341/04.

⁸⁷ Diekmann/Sustmann, Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, S.929.

⁸⁸ Martin Eberhard Foelsch, a.a.O.(Fn.84), S.97.

⁸⁹ 於2005年7月1日生效。

金融市場的歐洲化與改善在德國和EU境內的投資人保護，同時致力於藉促進競爭力，以鞏固德國的金融市場⁹⁰。即自二〇〇五年七月一日起，在德國公開出售有價證券與在證券交易所上市有價證券適用一致的公開說明書義務⁹¹。

有價證券公開說明書法第二條擴大公開說明書義務事物的適用範圍，主要是有許多的金融商品屬於所謂的灰色的資本市場（*grauer Kapitalmarkt*）的商品，依據德國的銷售證券公開說明書法的規定，不僅是出售有價證券有提出公開說明書的義務，對於在閉鎖基金（*geschlossene Fonds*）的持股亦須有公開說明書。投資人保護法擴大適用在有價證券的公開說明書義務，以更大的商品透明化改善對投資人的保護。未來投資人在證券初次上市的過程中，亦將扮演監督的角色。

有價證券發行人公布公開說明書最主要的目的就是要保護投資人，以便使投資人信賴所公布的資訊的實際狀況。有價證券公開說明書法第十七條規定對於有價證券的公開說明書實施歐洲護照（*Europäischer Pass*）制度，則是希望在歐洲單一金融市場上給與投資人一致的保護。所謂的歐洲護照，是指由一個會員國的主管機關核准的公開說明書得在EU境內與歐洲經濟區（*European Economic Area*）內在一個公開出售或在一個有組織的市場上允許交易有價證券。德國各界亦期待藉由歐洲護照在歐洲的金融市場間造成競爭的現象，有價證券的發行人可以選擇一個盡可能迅速、靈活與價格便宜的金融市場

⁹⁰ *Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses*, BT-Dr. 15/5373, S.81.

⁹¹ *Schimansky/Bunte/Lwowski*, a.a.O.(Fn.57), Rn.97.

發行其有價證券⁹²。

有價證券公開說明書法第十九條規定，取得發行人的來源國為德國的公開出價或申請核准上市的有價證券時，應以德文製作公開說明書；只要以德文翻譯公開說明書的總結，且在具體的個案中考慮有價證券的種類，顯示保證給投資大眾充分的資訊時，聯邦金融業監督局得允許以在國際金融業通用的語言製作公開說明書。取得發行的來源國為德國、但在德國公開出售或不在德國受規範市場申請核准上市時，而是在歐洲經濟區的一個或數個國家時，出售有價證券者獲申請核准上市者得自行決定一個由接受國的主管機關使用的語言、或接受國的主管機關承認的語言、或以在國際金融業通用的語言製作公開說明書。在取得發行人的來源國在德國的有價證券，但在德國公開出價或不在德國受規範的市場申請上市核准時，應額外的以一個由聯邦金融業監督局承認或在國際金融業通用的語言製作公開說明書。此一新規定可以避免對公開說明書內容因各國語言⁹³不同翻譯所耗費的時間與金錢，同時降低有價證券發行人的責任風險，即有價證券發行人不再保證全部公開說明書內容翻譯的正確性和完整性。因此有價證券公開說明書法第十九條的文義規定不但可以提高德國金融市場的競爭力，同時可以避免在跨國發行有價證券時應提出全部公開說明書

⁹² Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses vom Januar 2005, S.2.

⁹³ 依據歐洲共同體語言規章第1條之規定，目前共有23種官方語言，即保加利亞文、丹麥文、德文、英文、愛沙尼亞文、芬蘭文、法文、希臘文、愛爾蘭文、義大利文、立陶宛文、拉脫維亞文、馬爾它文、荷蘭文、波蘭文、葡萄牙文、羅馬尼亞文、瑞典文、斯洛伐克文、斯洛維尼亞文、西班牙文、捷克文與匈牙利文。

耗時與昂貴的翻譯⁹⁴。

二、防止市場濫用

投資人保護法隨著金融市場不斷的改變而有新的發展，德國的投資人保護改善法（Anlegerschutzverbesserungsgesetz）增訂許多轉換自EU的新規定，為施行EU的市場濫用指令，應由歐洲共同體的執行委員會公布施行指令，執行委員會公布了許多施行指令⁹⁵。德國聯邦財政部並以三個法律規章轉換這些施行指令的內容。在德國尤其是更嚴格的規定禁止內線交易，例如亦處罰未遂與輕度違反內線交易的情形；新增訂的規定，有價證券發行人必須表列公司內部人名單，以便能更有效的進行公司的內部監控。金融商品的發行人對於所有直接有關的內部訊息原則上應儘早向投資大眾公布，基本上是擴大了證券交易法第十五條規定的特別公示義務⁹⁶。

唯值得注意的是，在轉換立法時，刪除了內線交易與市場操縱禁止的主觀構成要件，因為在實務上很難舉證主觀的構成要件，無疑的是簡化對內線交易行為的舉證；而銀行與金融業者若懷疑有內線交易或市場操縱之情事時，必須通報聯邦金融監督局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht），銀行的通報義務是一個更有效率的方法，以期保護資本市場的完整與資訊的機會均等⁹⁷。

⁹⁴ M. Grub/U. Thiem, Das neue Wertpapierprospektgesetz – Anlegerschutz und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland, NZG 2005, S.751.

⁹⁵ ABIEU 2003 L339/70; ABIEU 2003 L339/73; ABIEU 2004 L162/70; ABIEU 2003 L336/33.

⁹⁶ Martin Weber, a.a.O.(Fn.36), S.30.

⁹⁷ Karl-Burkhard Caspari, a.a.O.(Fn.4), S.19.

在二〇〇二年時，德國提出了第四個金融市場促進法（4. Finanzmarktförderungsgesetz）⁹⁸，共有 27 個條文，對於證券交易所法（Börsenrecht）完全重新規定，並修改證券交易法（Wertpapierhandelsgesetz）的相關規定，藉由提高金融市場的透明化與完整性，以期達到改善投資人保護之目標。在證券交易法中增訂對董事交易的申報義務，包括上市公司董、監事與無限責任股東、家屬的證券交易行為，要求應揭露交易公司股票的行為。公告之目的，應致力於市場的完整，阻止主要的公司內部人利用其資訊優勢，而影響到其他投資人的利益，尤其是投資人有機會可以考慮公告的資料在作投資決策時評估公司經營所為的企業發展⁹⁹。二〇〇三年十一月時，並通過禁止股價與市場價格操縱具體化規章（Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Kurs - und Marktpreismanipulation）¹⁰⁰，在立法時已經遵照EU的市場濫用禁止施行規章的內容，違反禁止規定者僅為秩序違反，若行為人對於股價或市場價格事實的發展有操縱的行為時，得成為犯罪行為¹⁰¹。

投資法（Investmentrecht）亦隨著國際新趨勢作調整；銀行法（Kreditwesengesetz）並依據巴塞爾銀行監督委員會（Baseler Ausschuß für Bankenaufsicht）在一九九七年九月公布的巴塞爾有效率的銀行監督原則（Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht）¹⁰²作

⁹⁸ BGBl. 2002, I S.2010，於 2002 年 7 月 1 日生效施行。

⁹⁹ Karl-Burkhard Caspari, a.a.O.(Fn.4), S.15.

¹⁰⁰ BGBl 2003, I S. 2300.

¹⁰¹ Martin Weber, a.a.O.(Fn.36), S.30.

¹⁰² <http://www.bis.org> 可下載此一原則的全文，(last visited Apr.25, 2008)。

修訂；完全轉換歐洲共同體的電子錢指令（E-Geld-Richtlinie）¹⁰³，並加強洗錢的監督，對於電子交易制度、各邦的證券交易所機關監督、類似證券交易所機構的行為、在申報公司經營階層的交易引進微量限制，都有更明確的規定¹⁰⁴。第四個金融市場促進法可以說是自一九九四年以來在德國為加強投資人保護最重要的措施，繼續自一九八〇年代末期以來致力於加強德國金融市場的競爭力，而提高投資人保護水準則是金融市場促進法未來最重要的目標¹⁰⁵。

三、收購有價證券時的投資人保護

雖然有價證券收購法屬於金融市場法的一部份，但卻與股份法、關係企業法、企業轉換法與卡特爾法有重疊¹⁰⁶，有價證券收購法主要是規範由股份有限公司（Aktiengesellschaft）與股份兩合公司（Kommanditgesellschaft mit Aktien）取得公開出售的有價證券。在二〇〇一年英國的Vodafone電信公司成功的敵意收購德國Mannesmann股份有限公司的電信部門，顯示在公開收購的情形有必要給與相關的投資人保護、以及參與的證券交易所和金融市場必要的保護，而為達成一個能發揮功能的金融市場，必須給與上市公司的股東在收購出價時可免受攻擊而被犧牲。

二〇〇二年一月一日時，德國的有價證券取得與收購法

¹⁰³ ABLEU 2000 L275/37.

¹⁰⁴ Udo Fenchel, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – ein Überblick, DStR 2002, S.1355.

¹⁰⁵ Udo Fenchel, a.a.O.(Fn.104), S.1362.

¹⁰⁶ H. Merkt/O. Roszbach, Zur Einführung: Kapitalmarktrecht, JuS 2003, S.223.

(Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz)¹⁰⁷生效施行，首次對上市公司的有價證券收購建立一個規範的法律架構。德國聯邦議會在立法理由¹⁰⁸中即表明，有價證券取得與收購法一方面要適當的履行金融市場的要件，藉以提高德國作為經濟場所與金融市場的吸引力和國際競爭力；另一方面，要為公開出價程序建立一個公平和有規範的準繩、改善訊息揭露與透明化、加強少數股東在企業收購時的法律地位。因此，有價證券取得與收購法具有雙重目標，就是要達成保障金融市場法發揮功能與投資人保護的目標¹⁰⁹。

隨著二〇〇四年歐洲聯盟的企業收購指令生效，德國並修訂其有價證券取得與收購法¹¹⁰。轉換的重點為適用範圍、價格規定、防禦機制、實施一個收購法上獨特的排擠少數股東(squeeze-out)與少數股東的收買請求權(sell-out)、透明化的規定。若目標公司的所在地在德國且其有價證券在德國核准上市，則應適用德國的有價證券取得與收購法；若目標公司的所在地在德國，但在歐洲經濟區的一個國家核准上市其有價證券時，則應適用德國有價證券取得與收購法關於公司法的規定；若目標公司的所在地在歐洲經濟區的一個國家時，但在德國核准上市其有價證券時，則應適用德國有價證券取得與收購法關於資本市場法的規定。

德國的有價證券取得與收購法對於公平的收購程序規定必要的條件，尤其是加強目標公司的少數股東的地位，並規定收購資料的最

¹⁰⁷ BGBl. 2001, I S. 3822, 在 2003 年 11 月 25 日時修訂, BGBl. 2003, I S. 2304.

¹⁰⁸ BT-Dr. 14/7034, S.28.

¹⁰⁹ Klaus J. Hopt, Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, ZHR 2002, S.386.

¹¹⁰ BGBl. 2007, I S. 3089.

低要件、最低價格的出價、出價者與目標公司不同的資訊與公告義務。在出價者取得 30% 目標公司的表決權時，即負有強制收購的義務，以保護少數股東的利益¹¹¹。德國聯邦金融業監督局為獨立的機關，以監督企業收購的進行，以期能間接的保護少數股東的法律地位。

伍、結語

流通的金融市場與公司治理有密不可分的關係，金融市場發揮監督功能的前提就是要給與投資人必要的保護，但僅藉由金融市場法並無法創造發揮監督功能的證券市場，還需要有能發揮功能的管理監督與在股份公司法中對股東的保護規定。在 EU 逐步的完成單一的金融市場後，資金自由流通使得歐洲的金融市場法與股份公司法的緊密結合再度面臨嚴峻的挑戰，執行委員會對於公司法的現代化改革行動突顯了歐洲單一金融市場下整合各會員國公司法差異的必要性與給與投資人更多保護的急迫性。

全球化的金融市場促使歐洲單一金融市場法的改革，進而已經深化和廣化的影響其會員國對公司治理的調整。無庸置疑的是，以市場為導向的公司治理制度將在歐洲單一金融市場上發揮更大的影響力，而公司經營必須更關注投資人保護的議題，以吸引全球化金融市場的投資人至歐洲聯盟投資。

會員國轉換 EU 金融市場法相關的指令，EU 金融市場法正以深化與廣化的方式移植至會員國的法律架構內，二〇〇五年十二月五日執

111 Ekkenga/Hadding/Hammen (Hrsg.), Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung, 2003, S.527.

行委員會提出二〇〇五年至二〇一〇年金融業政策白皮書(Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005 – 2010)¹¹²，未來還有許多法律規範的立法計畫，EU繼續的金融市場政策為一個混合的進程，金融市場政策執行的重點為加強金融市場監督機關間的合作與整合會員國轉換立法的工作¹¹³。由此可見，在歐洲單一金融市場內的法規整合，促進各會員國更健全與透明的公司經營，以期達到保護投資人之目的。

¹¹² http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/index_de.htm, (last visited Jun.9, 2009)

¹¹³ Martin Eberhard Foelsch, a.a.O.(Fn.84), S.101.

參考文獻

書籍

陳麗娟，歐洲共同體法導論，五南圖書出版公司，第三版，2008。

Assmann, Heinz-Dieter/Uwe H. Schneider (Hrsg.): Wertpapierhandelsgesetz, 2003, München: Verlag C. H. Beck.

BERNDT, MARCUS, GLOBAL DIFFERENCES IN CORPORATE GOVERNANCE SYSTEMS – THEORY AND IMPLICATIONS FOR REFORM, 2002.

CHEFFINS, BRIAN R., COMPANY LAW: THEORY, STRUCTURE AND OPERATION (Clarendon Press 1997).

Ekkenga, Jens/Walther Hadding/Horst Hammen (Hrsg.): Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung, 2003, Berlin: Erich Schmidt-Verlag.

EWG-Kommission, Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts, 1966.

Fleischer, Holger, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, Gutachten für den 64. Deutschen Juristentag 2002.

GEORGEN, MARK, CORPORATE GOVERNANCE AND FINANCIAL PERFORMANCE: A STUDY OF GERMAN AND U.K. INITIAL PUBLIC OFFERING (Edward Elgar 1998).

GORDON, JEFFREY & MARK ROE (eds.), CONVERGENCE AND PERSISTENCE IN CORPORATE GOVERNANCE (New York: Cambridge University Press 2004).

- Grundmann, Stefan, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 2004, Heidelberg: C. F. Müller.
- Habersack, Mathias, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 3. Aufl., 2006, München: Verlag C. H. Beck.
- Hopt, Klaus J., *Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken*, 1975, Habilitation München.
- Hopt, Klaus J./Eddy Wymeersch (eds.), *Comparative Corporate Governance*, 1997 Berlin: Walter de Gruyter.
- HOPT, KLAUS J./EDDY WYMEERSCH (eds.), *CAPITAL MARKETS AND COMPANY LAW* (Oxford University Press 2003).
- Hopt, Klaus J.: *Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Amlegerschutzes?*, Gutachten zum 51. Deutschen Juristentag 1976.
- Caspari, Karl-Burkhard: *Anlegerschutz in Deutschland im Lichte der Brüssler Richtlinien*, in: Grundmann/Schwintowski/Singer/Weber (Hrsg.): *Anlegermarktrecht*, 2006.
- Lutter, Marcus, *Europäisches Unternehmensrecht*, 4. Aufl., 1996 Köln: Verlag Dr. Otto Schmidt.
- Schimansky, Herbert/Hermann-Josef Bunte/Hans Jürgen Lwowski (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, 3. Aufl., 2007, München: Verlag C. H. Beck.
- Tilch, Horst/Frank Arloth (Hrsg.): *Deutsches Rechtslexikon*, Band 1, 3. Auflage, 2003, München: Verlag C. H. Beck.
- Wackerbarth, Ulrich, *Investorvertrauen, Corporate Governance and die Abschaffung des Konzernrechts*, German Working Papers in Law and Economics, 2005.

期刊

Bebchuk, Lucian & Mark Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 STANFORD LAW REVIEW, 127-173 (1999).

Cheffins, Brian R., *Minority Shareholders and Corporate Governance*, COMPANY LAWYER, 41-42 (2000).

Coffee, John C., *Law and Regulatory Competition: Can They Co-Exist?*, 80 TEXAS LAW REVIEW, 1729-1736 (2002).

Coffee, John C., *Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance*, 102 CORNELL LAW REVIEW, 1757-1831 (2002).

Cools, Sofie, *The Role Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution Powers*, 30 DELAWARE JOURNAL OF CORPORATE LAW, 697-766 (2005).

Dammann, Jens C. *The US Concept of Granting Corporations Free Choice among State Corporate Law Regimes as a Model for the European Community*, SSRN WORKING PAPER, 10 (2003).

Diekmann, Hans/Marco Sustmann, *Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes*, NZG 2004, S.929-939.

Enriques, Luca & Paolo Volpin, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, JOURNAL OF ECONOMIC PROSPECTIVES VOL.21, 117-140 (2007).

Fenchel, Udo, *Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – ein Überblick*, DStR 2002, S.1355-1362.

- Fleischer, Holger, Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und das Finanzmarkt – Richtlinie – Umsetzungsgesetz – Entscheidung, Grundkonzeption, Regelungsschwerpunkte, BKR 2006, S.389-396.
- Foelsch, Martin Eberhard, EU – Aktionsplan für Finanzdienstleistungen und nationale Kapitalmarktreform – Die Entwicklung des Kapitalmarktaufsichtrechts in den Jahren 2003 bis 2006, BKR 2007, S.94-101.
- Gildea, Andrea J., *Überseering: A European Company Passport*, 30 BROOKLYN JOURNAL OF INTERNATIONAL, 257-292 (2004).
- Grub, Maximilian/Ulrich Thiem, Das neue Wertpapierprospektgesetz – Anlegerschutz und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland, NZG 2005, S.749-756.
- Hopt, Klaus J., Gemeinsame Grundsätze der Corporate Governance in Europe? ZGR 2000, S.779-818.
- Hopt, Klaus J., Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, ZHR 2002, S.383-432.
- Hopt, Klaus J., *Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance After Enron*, 3 JOURNAL OF CORPORATE LAW STUDIES, 221-268 (2003).
- Hopt, Klaus J./Patrick C. Leyens, *Board Models in Europe, Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France and Italy*, ECGI WORKING PAPER SERIES IN LAW, 3 (2004).
- Law Commission, *Shareholder Remedies*, LAW COMMISSION REPORT NO.246 (1997).

第二十二期 EU 單一金融市場內投資人保護之研究： 41
兼論德國轉換立法落實投資人之保護

Merkt, Hanno/Oliver Rossbach, Zur Einführung: Kapitalmarktrecht, JuS
2003, S.217-224.

Moloney, Niamh, *New Frontiers in EC Capital Markets Law: From Market
Construction to Market Regulation*, 40 COMMON MARKET LAW
REVIEW, 809-843 (2003).

Porta, Rafael La/Florencio Lopez-de-Silanes/Andrei Shleifer/Robert W. Vishny,
Investor Protection and Corporate Valuation, 57 JOURNAL OF FINANCE,
1147-1170 (2002).

Weber, Martin, Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2003, NJW
2004, S.28-38.

中原財經法學

摘要

好的公司治理不僅需要有好的公司經營，也需要有好的外部監控制度，爲了要促進金融市場的正常交易與保護投資人，公司法與金融市場法爲一體兩面的法律規範。自一九八七年單一歐洲法（Single European Act）生效後，歐洲聯盟（European Union；以下簡稱 EU）逐步自由化其金融市場，歐洲經濟暨貨幣同盟（European Economic and Monetary Union）的建立促進歐洲金融制度的轉變，使用單一貨幣歐元（Euro）後，不僅消除了歐洲金融制度不同的匯率風險，同時促進了歐洲金融單一化的進程。

在 EU 各會員國中，由於不同的歷史文化背景、公司股權結構與公司法制度，而有不同的融資結構，例如德國的金融市場由銀行與機構投資人主導，企業融資方式以銀行貸款爲主；市場主導型的代表爲英國，金融市場規模大，散戶與企業的市場參與程度高，股權分散爲英國金融市場的特色。

在歐洲公司治理機制中，亦因會員國間公司股權結構不同而有差異。英國與德國分別是英美法與大陸法的代表，英美法與大陸法有不同的公司治理制度，EU 同時存在不同的公司治理制度，本文擬在 EU 的單一金融市場架構下，探討公司經營與投資人保護的關連性。近年來 EU 不斷的致力於金融市場法的整合立法，在全球化的投資環境中，是不容忽視的一種現象。

EU 單一金融市場的形成，使得 EU 金融市場法已經發展成一個獨立的領域，本文試圖將重要的 EU 金融市場法一一介紹，以期

第二十二期 EU 單一金融市場內投資人保護之研究： 43
兼論德國轉換立法落實投資人之保護

描繪出 EU 金融市場法的基本架構。依據歐洲共同體條約之規定，會員國必須轉換 EU 的指令，本文將以德國轉換 EU 的金融市場法相關指令的立法發展，說明 EU 金融市場法執行的現狀，以期明瞭近年來 EU 在金融市場法領域對於投資人保護之發展。

中原財經法學

Investor Protection within the Single European Financial Market and Transforming in German Legal System

Li-Jiuan Chen

Abstract

Both good corporate control and good external control are inevitable to the good corporate governance. Corporate law and capital market law works efficiently to promote a good business on the financial market and the protection of investor. The European financial market has been gradually established and liberalized after the enactment of the Single European Act of 1987. The establishment of the European Economic and Monetary Union has promoted the European financial system, in particular after use of the single currency Euro. Member States have various historic and cultural backgrounds, corporate ownership structures and corporate legal systems. Therefore, there are different financial structures among the EU Member States. These reflect in the mechanism of the EU corporate governance. This essay works on the relation between corporate control and investor protection within the single European financial market. The EU has recently contributed to coordinating its Member States corporate law and capital market law. The main goal is to create a level playing field. It is also important to the outside world

第二十二期 EU 單一金融市場內投資人保護之研究： 45
兼論德國轉換立法落實投資人之保護
of the EU.

Key words: Corporate Governance, European Union, Single Financial
Market, Ownership Structure, Investor Protection, Disclosure of
Information, Insider Trading, Market Misuse, Takeover.

中原財經法學