

財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心委託研究

「美國司法實務適用證券交易委員會第 99 號幕僚會計公告
判斷財報不實是否具有重大性之案例研究」期末報告

計畫主持人： 周振鋒

計畫 顧問： 馬秀如

計畫 助理： 葉欣樺

中 華 民 國 1 1 2 年 8 月 1 1 日

目錄

第一章 緒論.....	1
一、 研究目的與動機.....	1
二、 研究方法.....	3
三、 研究範圍與架構.....	3
第二章 重大性要件與第 99 號公告.....	5
一、 重大性要件.....	5
二、 第 99 號公告.....	6
第三章 美國聯邦法院適用第 99 號公告判決研析.....	9
一、 概說.....	9
二、 美國聯邦法院判決.....	9
(一) <i>Ganino v. Citizens Utilities Co.</i>	9
(二) <i>U.S. v. Ferguson</i>	11
(三) <i>ECA v. JP Morgan Chase Co.</i>	13
(四) <i>S.E.C. v. Escala Group, Inc.</i>	15
(五) <i>Litwin v. Blackstone Group LP</i>	16
(六) <i>Hutchison v. Deutsche Bank Securities Inc.</i>	18
(七) <i>Strougo v. Barclays PLC</i>	19
(八) <i>In re Petrobras Securities Litigation</i>	21
(九) <i>SEC v. DiMaria</i>	22
(十) <i>In re Eletrobras Securities Litigation</i>	24
(十一) <i>In re Cognizant Technology Solutions Corporation</i>	25
(十二) <i>SEC v. AT&T Inc.</i>	26
三、 小結.....	28
第四章 我國司法實務就重大性要件判決研析.....	30
一、 概說.....	30
二、 我國相關判決研析.....	30
(一) 永豐金案.....	30
(二) 雅新案.....	33
(三) 普揚案.....	34
(四) 美嘉生電案.....	36
(五) 名鐘案.....	39
(六) 普羅強生案.....	40
(七) 勤美案.....	43
(八) 合邦案.....	46

(九) 遠航案.....	48
(十) 軍成案.....	51
(十一) 華映案.....	53
(十二) 金尚昌案.....	55
(十三) 群聯案.....	59
(十四) 漢唐案.....	63
第五章 研究結論.....	74
附件一：美國適用第 99 號公告之聯邦法院判決.....	77
附件二：我國法院使用量性與質性指標判斷重大性之判決.....	83

第一章 緒論

一、 研究目的與動機

我國證券交易法(以下稱「證交法」)第 20 條第 2 項、第 20 條之 1 關於財報不實規範目的係在促使證券市場之穩定發展、交易安全與保障證券投資人能平等取得充分之資訊以達「武器平等」，做成合理的投資決定，並就違反相關規定之行為人予以民事、刑事責任處罰。證交法第 20 條第 2 項規定發行人依證交法規定申報或公告之財務報告及財務業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事，復依同法第 20 條之 1，依證交法令申報或公告之財務報告倘其「主要內容」有虛偽或隱匿之情形，發行人及其負責人以及曾在財務報告簽章之職員，對於發行人所發行有價證券之善意取得人、出賣人或持有人因而所受之損害，應負賠償責任。惟財報之虛偽或隱匿內容另需具備「重大性」(materiality)始符合前揭責任要件。不過「重大性」要件並無明確的判斷法則(bright-line rule)，而係以個案事實為基礎綜合評判(case-by-case basis)，如此恐造成實務上因法院評判標準不一而產生分歧可能，對於後續個案亦未能提供明確的遵循法則。

針對重大性判斷，目前我國司法實務似未形成穩定、一致之具體標準，觀部分判決要旨不乏以我國相關法令作為判斷財報虛偽或隱匿是否具重大性之「量性指標」(quantitative factors)，「質性指標」(qualitative factors)則參考美國證券交易委員會(the U.S. Securities and Exchange Commission, SEC)發布之第 99 號幕僚會計公告 (SEC Staff Accounting Bulletin: No.99–Materiality，以下稱「第 99 號公告」)。第 99 號公告係以量性指標作為判斷是否具重大性之初步基準，而後再佐以特定質性指標就未達量性指標之情形作進一步判斷。但第 99 號公告性質上屬於行政主管機關幕僚的執法意見，並不具有法律規範效果，因而，我國若欲參考該號公告內容勢必先了解該號公告於美國司法實務運作情形。此外，相較於量性指標，質性指

標另有缺乏固定基準的缺憾，亦即，個案中是否有符合特定質性指標即逕能被認為具有重大性？不無疑義。本研究乃欲探索第 99 號公告在美國司法上的實踐情形，尤以該號公告列舉之「該項不實表達是否影響發行人之法規遵循」、「該項不實表達是否涉及掩飾不法交易」兩項質性指標為中心。

承上，我國實務不少判決就涉及財報不實之虛偽或隱匿是否具重大性係以量性指標、質性指標綜合判斷。惟在具體個案中有關質性指標之解釋與應用，法院見解或有不甚明確之處，於實務上便產生適用上之困難。申言之，不實財報案件實務上多有涉及非常規交易或隱匿關係人交易等狀況，因而若僅從文義判斷，似只要有以上情形即符合重大性之質性指標，但如此寬鬆認定對行為人未免過於嚴苛，且認定亦有僵化之弊。因此，個案情形中財報有不實陳述或隱匿涉及隱匿刑事違法情形是否當然符合質性指標之標準，似未可一概而論。基此，觀察第 99 號公告如何在美國具體實踐或可為我國司法實務判斷之參考，本研究確有討論之實益。

因而，第 99 號公告於美國實務上如何應用即需做完整之探討分析，尤其對於涉及「該項不實表達是否影響發行人之法規遵循」、「該項不實表達是否涉及掩飾不法交易」等相關案件，為本計畫擬研析的重心。此乃因我國財報不實案例中常有涉及非常規交易之背信行為，且我國民事責任有刑事先行的特色，通常需待檢察官刑事偵結起訴後再發動後續民事求償程序。惟檢察官在對於發行人等人所為之財報不實行為起訴時，可能僅指摘非常規交易等情，未必對發行人等人所為之財報不實行為再行追究。不過，非常規交易與財報往往有相互影響關係，不實財報可能係非常規交易之結果，或者可能係為掩護非常規交易之目的。但此際是否能僅以不實財報中具有「該項不實表達是否涉及掩飾不法交易」而認為符合重大性要求，似不明確。故而，本研究將以第 99 號公告為基礎，說明重大性的內涵與判

斷，除研析我國相關實務判決外，另借鑑美國司法實務操作情形，期待能作為我國司法實務未來發展之指引，使重大性判斷更具體與一致性，除能保障投資人外，亦能維護法秩序穩定，達成財報不實規範之立法本旨。

二、 研究方法

本研究採取「文獻分析法」及「比較研究法」進行。

(一) 文獻分析法

針對與本研究核心議題相關之書籍、期刊論文、實務見解等加以閱讀分析並統整，並就實務上操作加以研究探討，作為研究結論與建議之基礎。

(二) 比較研究法

本研究擬研析第 99 號公告於美國司法實務運作情形，並與我國實務判決加以比較，提出可供我國未來實務上可以借鏡之參考，以及審酌其施行方法於我國施行之可行性與所可能面臨之疑問。同時參酌相關文獻資料加以比對研究，以供未來研議投資人保護措施及訴訟之參考。

三、 研究範圍與架構

如前所述，本研究以第 99 號公告於實務上如何應用為核心，故以實務判決為主要研究對象，學說見解僅在有必要時始會補充論述。為與研究目的相符，美國不實財報判決以美國聯邦法院有闡釋與運用第 99 號公告之量性指標、質性指標為限，尤以涉及「該項不實表達是否影響發行人之法規遵循」、「該項不實表達是否涉及掩飾不法交易」等質性指標之案件，為本研究所擬深入探討的問題，以窺知該等質性指標如何在美國司法實務中運用。我國部分則以近期司法實務有運用量性指標、質性指標判斷重大性要件為研究對象。

本研究擬於第二章先簡述重大性要件概念與第 99 號公告如何運用，第三章則研析美國相關聯邦法院判決、第四章研究我國司法實務認定重大性之判決，第五章為本研究結論。

第二章 重大性要件與第 99 號公告

一、重大性要件

自證交法第 20 條之 1 文義，該條適用以不實財報「主要內容」有虛偽或隱匿之情事為前提，即該虛偽或隱匿內容需具備重大性要件¹。如前所述，財報不實之重大性要件如何判斷於我國證交法並未明文，惟鑑於我國證交法之財報不實規範係參照 1934 年證券交易法(Securities Exchange Act of 1934，以下稱美國證交法)第 10 條第 b 項、Rule 10b-5、第 18 條第 a 項等，論者認為美國法制及實務判決對於財務報告不實之判斷基準於我國亦具參考價值²。

美國證交法第 10 條第 b 項禁止任何操縱(manipulative)或欺騙(deceptive)行為，SEC 再依該項規定授權發布 Rule 10b-5，廣泛地禁止關於證券的買入或賣出使用詐欺(fraud)、欺騙(deception)以及重大不實陳述(material misstatements)等手段。前述美國證交法第 10 條第 b 項、Rule 10b-5 性質上係一般反詐欺條款，文義相當抽象，具體內涵與實際適用情形係經由法院判決之積累形成判斷基準。

在涉及不實陳述是否具有重大性之判斷部分，美國聯邦最高法院於 TSC 案中所建立之重大性判斷標準為「理性投資人是否實質可能會認為所遺漏的事實對於其行使投票決定具有重大影響³」。另於 Basic 案發展出「事件發生可能性/影響程度」(probability/magnitude approach)標準以判斷不確定或推測性資訊之重大性⁴。由此可知，重大性係採「理性投資人」判斷標

¹ 郭大維，財務報告不實重大性要件之判斷標準，台灣法學雜誌，第 350 期，113-121 頁，2018 年 8 月 28 日。

² 曾宛如，證券交易法第 20 條之民事責任-以主觀要件與信賴為核心，臺灣大學法學論叢，33 卷 5 期，頁 59，2004 年 9 月。

³ “An omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote.” TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976).

⁴ Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 238-39 (1988).

準，亦即，從理性投資人觀點，若虛偽或隱匿資訊實質可能改變其所利用之整體資訊('total mix' of information)，該資訊虛偽或隱匿即具有重大性。具體而言，重大性之不實資訊極可能影響理性投資人的投資決定⁵，當投資人可能(might)認為該不實資訊重要仍不足夠，但不須證明至當資訊正確時投資人將為不同的投資決定之程度。系爭不實資訊是否重大需視個案事實整體判斷之，無法一概而論。

二、第 99 號公告

為確保投資人獲得詳實正確資訊並防止以不實資訊遂行證券詐欺之目的，美國證交法設有財報不實的相關規定。另為提供實務執法有關重大性之判斷參考，SEC 提出第 99 號公告，認為判斷重大性時應就量性指標與質性指標兩者檢視財務報告是否具重大性。第 99 號公告目的係在重申重大性應依個案情形綜合判斷，量性指標以 5%作為門檻，亦即以財務報告特定項目之不實陳述是否偏離正確實際數字達 5%以上作為重大性之初步判斷標準。該公告強調，僅以單一特定之數值作為判斷重大性之基礎不論在會計或法律上均缺乏依據，然可將 5%門檻作為認定初步重大性之基準，但不得作為認定重大性之唯一依據。不過，縱使量性指標未達 5%，參考質性指標後若認已極可能對理性投資人投資決定產生影響時仍可能具重大性。第 99 號公告提出幾項質性指標之例示⁶，包括(但非窮盡)以下指標：

1. 該項不實表達是否出自一能夠精確測量之項目，如果是以估計產生，該估計本質上即有其不準確程度。
2. 該項不實表達是否掩飾收益或其他趨勢之變化。

⁵ “At the pleading stage, a plaintiff satisfies the materiality requirement of Rule 10b-5 by alleging a statement or omission that a reasonable investor would have considered significant in making investment decisions.” *Ganino v. Citizens Utilities Co.*, 228 F.3d 154, 161 (2d Cir. 2000).

⁶ SEC Staff Accounting Bulletin: No.99 – Materiality.

3. 該項不實表達是否係隱藏其未能符合分析師對於該企業之一致預期。
4. 該項不實表達是否使損失變成收益或將收益變成損失。
5. 該項不實表達是否涉及到發行人之一個部門或其他部門之業務，而該部門對於發行人之營收扮演重要角色。
6. 該項不實表達是否影響發行人之法規遵循。
7. 該項不實表達是否影響發行人履行借貸合約或其他契約上的要求。
8. 該項不實表達是否導致管理階層之薪酬提昇（例如藉由發放獎金或其他形式之獎酬機制）。
9. 該項不實表達是否涉及掩飾不法交易。

應再次強調，以上指標僅為例示指標而非窮盡指標。第 99 號公告另認為股價雖然屬於鈍指標，但不實表達對其造成之波動亦可作為認定重大性之參考。尤其在管理層或審計員主觀預期該不實陳述會致使市場重大反應時，其主觀意思將會被列入考慮。

承上，量性指標係初步判斷不實表達是否具重大性之方法，但同時強調質性因素之分析亦屬必要。具體而言，個案須先就量性指標加以判斷，如已達成量性指標時即認定具重大性，此時無須再探討質性指標；反之，若未達量性指標時，則尚須就質性指標做進一步分析，綜合判斷是否具有重大性。甚至財務報告編製者與管理階層的主觀要件亦應列入考量，並與其他非重大項目之總和綜合判斷是否構成重大性⁷。

⁷ 郭大維，財務報告不實重大性要件之判斷標準，台灣法學雜誌，第 350 期，頁 120，2018 年 8 月 28 日。

應注意者，第 99 號公告性質上屬於行政主管機關幕僚的執法意見，並不具有法律規範效果，法院未必完全參照採用。目前仍以 TSC 案所建立的理性投資人標準為基礎，即該不實陳述或隱匿是否會影響理性投資人的投資決定。第 99 號公告僅是提供一個執法的初步判斷指標，並非具有法律效力。縱然法院採用第 99 號公告，但在未符合量性指標時，個別質性指標如何使不實陳述或隱匿構成重大性亦無明確準則，似有諸多不確定存在。如前所述，本研究重心在個案若符合「該項不實表達是否影響發行人之法規遵循」或「該項不實表達是否涉及掩飾不法交易」時，法院如何評價重大性之問題。

第三章 美國聯邦法院適用第 99 號公告判決研析

一、概說

基於我國實務對重大性之判斷尚未形成具體明確、穩定之認定標準，然不少判決已有參酌第 99 號公告內涵。就此，應可進一步研析該公告於美國聯邦司法實務運用之情形，作為我國借鑑參考。茲舉以下美國數宗指標判決說明之(以判決時間先後排序)。

二、美國聯邦法院判決

(一) *Ganino v. Citizens Utilities Co.*⁸

案例事實

本案被告 Citizens Utility Company (Citizens) 是一家上市公司，其收入 (revenue)、收益 (earnings) 以及每股盈餘 (earnings pre share) 連續五十年皆有增長。在 1995 年，被告的其中一份訂單簽約失敗。因此，Citizens 急於與一家在匈牙利提供服務的電話公司 (HTCC) 簽訂另一份契約。Citizens 透過該筆交易獲得相當之收入 (income) 共 10,100,000 美元，但 Citizens 沒有將該收入記在 1995 年的財務報表中，而是分攤到 1996 年的前兩個季度，致 1996 年前兩個季度收入明顯增加。如果 Citizens 沒有做此不實陳述，1996 年的財報並不會出現這種情況。原告即對 Citizens 提起訴訟。被告聲請駁回程序 (motion to dismiss) 中，地方法院做出了有利於 Citizens 的判決，內容略為：由於該等不實資訊於 1996 年 Citizens 的總收入中僅占 1.7%，因此認定不具備重大性。但原告隨後向聯邦第二巡迴上訴法院提出上訴。

法院見解

⁸ *Ganino v. Citizens Utilities Co.*, 228 F.3d 154 (2d Cir. 2000).

本案在起訴書狀審查程序(pleading stage)中，法院向來認為起訴狀不能基於所指摘不實陳述或遺漏非重大而駁回，除非該指摘明顯對理性投資人明顯不具重要性⁹。另判斷不實表達是否重大時，法院表示僅以數字公式認定係屬不妥。

法院並提及第 99 號公告，雖然認為該公告不具有法規效力，但該公告指標係為大量經驗與判斷，合理並符合既有法律，其非窮盡例示指標僅是適用 Basic 所建立之分析法則而已，故法院採納作為評價不實表述重大性之參考。

因本案在被告聲請駁回程序而無法做事實認定，法院同意以原告起訴狀為準，以系爭收入認為稅前收入(pre-tax income)，而非總收入(revenues)，並以稅前收入為比較對象。且認為認定重大性應以不實陳述發生時為判斷，並不須以年度為比較基礎，以季度亦可。

系爭不實表達(記入 1996 年第一季之 6,900,000 美元)占 Citizens 該季稅後淨收入(after-tax net income)17.7%、稅前淨收入 11.7%。系爭不實表達金額共 10,100,000 美元在第二季報 Form 10-Q 約占 1996 年前 6 月稅後淨收入 11.9%、稅前淨收入 8%。就此，法院認為在審查起訴狀階段，不宜將系爭不實表達認定為不具重大性。

另外，被告將 1995 年收入延後至下一年認列，藉此以掩蓋 Citizens 的收益未能與專家預測相符的事實，並得以維持其收益持續不斷地正成長。因而，不能否認無任何理性投資人會認為此等不實表達屬於重要(significant)或變更整體資訊而影響其投資決定。因而，法院認為原告起訴狀滿足重大性要求。

⁹ “[A] complaint may not properly be dismissed ... on the ground that the alleged misstatements or omissions are not material unless they are so obviously unimportant to a reasonable investor that reasonable minds could not differ on the question of their importance.” Goldman v. Belden, 754 F.2d 1059, 1067 (2d Cir.1985).

本案明確參考第 99 號公告對重大性的判斷標準，並以量性指標、質性指標個別為判斷(雖未明確指出適用第 99 號公告)而為後續判決所引用與遵循。此外，系爭行為似亦符合第 99 號公告中第二項「隱藏趨勢之變化」及第三項「隱藏未能符合分析師之預期」等質性指標。

(二) U.S. v. Ferguson¹⁰

案例事實

在 2000 年 10 月 26 日，美國國際集團 (American International Group, AIG) 公開宣布 2000 年第三季的損失準備(loss reserves)減少了 5,900 萬美元。數日後，AIG CEO 聯繫了被告 Ferguson (當時通用再保險公司 Gen Re 之 CEO)，希望能達成一項交易，藉此使 AIG 通過該交易獲得高達 5 億美元的損失準備。該筆交易透過兩份契約達成，內容主旨為 AIG 透過上述契約為 Gen Re 提供再保險。具體而言，在兩份契約的生效期間，該交易使 AIG 將為 Gen Re 提供責任限額高達 6 億美元的再保險，以換取 5 億美元的保費。表面上，從 Gen Re 交付給 AIG 有關以保險契約為基礎所產生的損失準備總計 5 億美元來看，AIG 通過這筆交易似乎承擔了 1 億美元的風險；然而事實上，並沒有任何風險轉移給 AIG 來承擔。

AIG 將該交易記為再保險，基此，其 2000 年第四季的財務報表中損失準備增加了 2.5 億美元，2001 年第一季的損失準備增加了 2.5 億美元。而該項交易本身對 Gen Re 並沒有經濟上的利益，但通過一項單獨的秘密協議，AIG 向 Gen Re 支付了 500 萬美元，並返還 Gen Re 根據上述契約所支付的 1,000 萬美元保費。被告等人通過 Gen Re 和 AIG 子公司間一連串交易來掩飾 1,500 萬美元的付款。被告被起訴證券詐欺犯罪，但其抗辯無任何陪審團會認為 AIG 關於其損失準備的不實陳述具有重大性。

¹⁰ U.S. v. Ferguson, 553 F. Supp. 2d 145 (D. Conn. 2008).

法院見解

首先，法院強調量性指標雖可作為重大性的判斷標準，但質性指標的操作也可能使在未達量性標準的情形下具備重大性要件，故兩者不可偏廢一端。同時指出除第 99 號公告例示之質性指標外，發行人證券市場價格因為某類型消息的揭露所產生的波動亦可作為是否具備重大性的輔助判斷標準，然其並非決定性之判斷因素。此外，管理階層的意圖雖未直接導致不實陳述發生，惟其可為是否具重大性提供重要的證據。

在本案中，法院認 AIG 關於其損失準備所為的不實表達具重大性。儘管就量性指標而論，法院認為本案所涉及的 5 億美元自 AIG 的整體業務範圍來看所占比例顯然微不足道而不符重大性標準；然該行為若以質性指標加以檢視，則可能具備重大性。

以損失準備而言，保險公司的損失準備數額結合其保費數額，可為投資者提供該公司的財務健康狀況資訊；如果保費在損失準備減少的時期增加，保險公司可能沒有足夠的準備來支付其保單的索賠，這將影響該公司未來的收益。依此推論，有關損失準備的相關訊息對於投資者而言具有重要意義，而 AIG 所為則是在保費增長期間，將公司連三個季度損失準備減少的事實透過系爭交易掩蓋為單一季度的下降。該等不實資訊對於投資者而言具重要性，蓋此關乎 AIG 之收益與公司營運，為投資者關注的核心重大資訊。

此外，AIG 故意隱匿有關保費增長期間損失準備減少所可能產生的負面影響，用以掩蓋其未能符合分析師對於公司有足夠損失準備的預期，而有誤導投資者之情形。

關於其他質性指標，法院認為雖非決定性的因素，然可進一步支持該等不實表達具備重大性。例如，AIG 經營層就系爭不實資訊對市場反應的

主觀預期。再者，在系爭不實資訊揭露後，AIG 的股價下跌可為具備重大性提供輔助性的證據。綜合上述質性指標，法院認為系爭不實資訊具有重大性。

有關第 99 號公告其他質性指標之操作或可從損失準備之性質加以判斷，其係會計預估(accounting estimate)，屬於無法精確衡量之項目，故該數額本身即具有不精確之性質存在，符合第一項質性指標；又故意隱匿而未提列損失準備可能造成負債低估、淨利高估之現象，進而影響財務報表中各項金額及比率所呈現之趨勢，而有符合第二項「隱藏趨勢變化」、第三項「隱藏未符合分析師預期」質性指標之可能。此外，AIG 公司為美國大型保險公司，相關業務部門有關損失準備部分對於公司營收應可謂扮演重要角色，故或可符合第五項質性指標。最後，針對 AIG 故意隱匿之行為亦可作為綜合判斷是否具備重大性之考量因素之一。綜合上述分析，已然可得出本件具備重大性之結論。

(三) ECA v. JP Morgan Chase Co.¹¹

案例事實

原告主張被告(JPMC)製作虛偽陳述係為隱匿其與安隆(Enron)之交易，遂將該交易列為交易資產(trading assets)以掩飾其借貸行為(loan)。雖然如此，本案聯邦地方法院認為此等錯誤並不具重大性。但原告認為本案符合第 99 號公告之質性指標，故應符合重大性。首先，因該不實陳述隱匿被告與安隆共謀之不法活動。不實陳述將詐欺投資人與隱匿不法行為。再者，在不實陳述爆發後，JPMC 公司股價隨即下跌 19%。第三，該不實陳述關乎 JPMC 與安隆公司的關係。

法院見解

¹¹ ECA & Local 134 Ibew Joint Pension Trust v. JP Morgan Chase Co., 553 F.3d 187 (2d Cir. 2009).

法院肯認第 99 號公告具有參考效力(persuasive authority)。但認為該公告並未改變重大性的標準，該公告所列指標僅是供判斷系爭不實陳述是否已重大改變對投資人之整體資訊而已。如前述 Ganino 判決所示，重大性判斷須併同考慮量性指標與質性指標兩者。系爭交易分類(reclassification)錯誤顯然不符合量性指標，因該交易 20 億美元自交易資產項(760 億美元)至借貸資產(2,120 億美元)並不致影響 JPMC 的整體資產(7,150 億)，因數額僅占約 0.3%。況且，不論任一資產都有違約風險，對投資人而言並不具重大性。

法院認為，雖然 Ganino 判決認為以單一數字測試並非妥適，但並無排除以量性指標分析。依本案法院，不實陳述低於被告 2%資產總額並不具重大性，並認同第 99 號公告之 5%是良好初步指標，但本案距離 5%相當遙遠，故就量性指標而論，本案系爭不實陳述不具重大性。

法院接續考量質性指標。法院認為即使是量性指標相當低，具有質性指標時也可能對投資人造成重大影響。雖原告主張該不實陳述係為隱匿非法交易，但原告並未證明。原告主張安隆是 JPMC 重要客戶，但以該公司營收而言，系爭交易顯非重要(與安隆相關交易占整體營收低於 0.1%)。原告另主張市場反應劇烈，但法院也認同第 99 號公告，僅憑市場波動是相當鈍的指標(“too blunt an instrument to be depended on in considering whether a fact is material.”)。最終，法院認為本案系爭不實陳述不具重大性而駁回原告訴訟。

本案原告雖有提出系爭不實陳述係為掩飾非法交易，似可認符合第九項質性指標「涉及掩飾非法交易」，但卻無法證明有非法交易的存在，故而法院並未對此一質性指標做出判斷。

(四) S.E.C. v. Escala Group, Inc.¹²

案例事實

Escala Group, Inc. (Escala)公司主要業務之一為販售郵票。在 2006 年 5 月，Escala 公司百分 70 在外流通股份為 Afinsa 公司取得，Escala 公司與另一家 Afinsa 子公司並取得 Afinsa 公司獨家郵票供應商的地位。2003 年 6 月，在 Escala 公司經營高層的協助下，Afinsa 公司取得 Barrett & Worthen, Inc. (B & W 公司)控制權，間接能控制 B & W 公司旗下名為 Brookman 之集郵圖鑑。2003 年 6 月，Escala 公司銷售 UN Archive 郵票予 Afinsa 公司時，銷售價格即參考 Brookman 集郵圖鑑所載之標價，該銷售再記入 Escala 公司申報的季報與年報中。原告 SEC 主張 Escala 公司應揭露關係人 B&W 公司，因為如此將致使 Escala 公司銷售給 Afinsa 公司價格可能有錯誤或誤導情形，故對涉入前揭事件的 Escala 公司之 CEO 與 CFO 提起訴訟。

法院見解

法院認為，SEC 成功主張在 Escala 公司申報文件中未揭露 B&W 公司(被 Afinsa 公司所控制)為關係人是重要遺漏。Escala 公司申報文件顯示其銷售至 Afinsa 公司之營收，如 2003 年 10-K 記有 160 萬美元的營收係來自 Afinsa 公司，銷售標的為 UN Archive 郵票。在申報時 B & W 公司已成為該公司之關係人，但 Escala 公司未揭露，致使其銷售至 Afinsa 公司的價格並非基於銷售物的價值，而係當時 Afinsa 公司正取得 B&W 公司控制權而可控制標的郵票的價格(依據 B&W 公司發行 Brookman 集郵圖鑑所載之標價)，而如此資訊對欲了解 Escala 公司收入來源之投資人應屬重要資訊。

被告則抗辯 B & W 公司是否為關係人並非重要資訊，因 Escala 公司已揭露 Afinsa 公司為其關係人(即交易對象)，故投資人已知 UN Archive 價

¹² 2009 WL 2365548 (S.D.N.Y. 2009).

格並非完全獨立的交易，因而即便揭露 B & W 公司為關係人並無助益。但法院認為，雖然投資人已知 Escala 公司與 Afinsa 公司為關係人，但並非謂投資人知悉該等郵票銷售價格非自其價值獨立得出，反而是 Afinsa 公司可以控制的價格。在沒有其他資訊下，欲衡量 Escala 公司營運穩健之投資人即無法妥適地評價系爭銷售以及對 Escala 公司營收與展望的意義。

(五) Litwin v. Blackstone Group LP¹³

案例事實

被告 Blackstone Group (Blackstone) 係從事資產管理等金融服務，其企業私募股權部門為其營運的重要部分，占所管理資產約 37.4%。2003 年，Blackstone 收購了保險公司 FGIC Corporation (FGIC) 23% 的股份，並將其納入其私募股權部門。Blackstone 收購 FGIC 後，FGIC 便開始以信用違約互換的形式為債務擔保證券 (collateralized debt obligation) 以及住宅地產抵押貸款支持證券 (residential mortgage-backed security) 提供保險。到了 2007 年，開始發生多宗次級抵押貸款機構重大損失，警告投資者未來次級抵押貸款市場所可能產生的衰退與損失，意謂房地產市場普遍下降趨勢。

Blackstone 另於 2006 年投資 31 億美元至 Freescale 半導體，係自 2004 年來該公司企業私募股權部門最大單一投資，該投資占 9.4% 企業私募股權部門管理資產，3.5% 全部管理資產。2007 年該公司 IPO 不久前，Freescale 失去為其最大客戶 Motorola 獨家製作 3G 晶片模組合約，造成後續兩年的營運問題。

Blackstone 進行 IPO 時，在其註冊文件並沒有將當時房地產市場趨勢可能影響或 Freescale 所遇困境告知潛在投資者。IPO 時，Blackstone Group 持有的 FGIC 股份價值為 3.31 億美元，占 Blackstone 總資產的 0.4%。原

¹³ Litwin v. Blackstone Group LP, 634 F.3d 706 (2d Cir. 2011).

告對 Blackstone 提起集體訴訟，指控 Blackstone 在其申請上市文件和招股說明書中隱匿重要資訊，從而違反了 SEC 發布 S-K 規則第 303 項(Item 303)。Blackstone 提出駁回動議，辯稱該等資訊並不具重大性。美國聯邦地方法院駁回原告請求後，原告上訴。

法院見解

法院認該等遺漏之資訊具備重大性。法院認為第 99 號公告下，法院評估重大性時必須考慮量性與質性指標。而質性指標可能使不符量性指標的不實陳述或隱匿具重大性。法院認為 Blackstone 對 FGIC 和 Freescale 的投資在母公司層面低於 5%之量性門檻，但法院強調該量性指標只是評估重大性的起點。若發行人有多個業務部門，而錯誤陳述或隱匿涉及發行人業務中發揮「重要作用」的部門，即使它「在數量上」與發行人的全公司財務業績相比之下較小，仍可能具備重大性。

法院認 Blackstone 隱匿涉及 FGIC 和 Freescale 的內容部分具備重大性，理由在於 Blackstone 的企業私募股權部門在其業務中發揮重要的作用，並使其所有的其他資產管理和財務諮詢具有價值，故而，一個理性投資人必然想知道對該部門未來收入產生重大不利影響的相關資訊。

關於 Freescale 占 Blackstone 企業私募股權投資 9.4%，為該部門次高投資金額近三倍。即便以公司整體而言，不實陳述或隱匿在量部分相當小，但基於該部門對公司業務重要性，仍具重大性。因而，法院認為 Freescale 損失大客戶契約與伴隨的負面影響對 Blackstone 私募股權部門具重大性。

另外，法院認為 Blackstone 就房地產相關投資之不實陳述或隱匿具有重大性。首先，Blackstone 的房地產部門在其業務中扮演重要角色，雖不如其企業私募股權業務，但數額仍占其所管理資產之 22.6%。因此理性的投資人或會希望了解有關 Blackstone 關於房地產投資的任何潛在不利趨

勢，該事實具有重大性。再者，系爭不實陳述或隱匿掩飾了潛在獲利或趨勢變化，故具備質的重大性。最後，若能證明系爭不實陳述或隱匿為真，可知對經營者報酬有增加效果。綜合以上理由，法院認為 Blackstone 系爭遺漏資訊符合多項質性質標而具有重大性。

(六) **Hutchison v. Deutsche Bank Securities Inc.**¹⁴

案例事實

CBRE Group, Inc.(CBRE)是一家美國商業不動產服務公司，於 2006 年 9 月進行了首次公開募股(IPO)。CBRE 的公開說明書中表示將以每股 14.50 美元的價格向公眾發售 9,600,000 股普通股，本次 IPO 約可籌集 1.44 億美元。在 IPO 時，CBRE 擁有 Triton Real Estate Partners, LLC (Triton)兩筆未償還的夾層貸款(mezzanine loans)。在 IPO 五個月後，CBRE 公佈了 2006 年第四季度的財務報告，其中一筆夾層貸款出現不良情況，另一筆則是在 CBRE 的觀察名單上。然 CBRE 從未因此就該貸款之帳面數額作出減值或提列貸款損失準備。2007 年，CBRE 於相關報告說明，其已先行支出了約 170 萬美元來保護其中一筆貸款，並將另一筆貸款的贖回權取消。原告起訴主張 CBRE 不實陳述，因該公司未揭露 Triton 貸款已受損(impaired)。

法院見解

在衡量重大性時，法院先針對量性指標進行分析，認為應將 Triton 貸款價值減值係根據 CBRE 的整體投資組合進行計算而非特定種類貸款，其所得結果未達量性指標。

進行質性指標之論述時，法院認為 CBRE 乃是一家商業房地產專業金融公司，主要專注於發起、收購、投資、融資和管理商業房地產相關貸款

¹⁴ Hutchison v. Deutsche Bank Securities Inc., 647 F.3d 479 (2d Cir. 2011).

和證券的多元化投資組合。而系爭 Triton 的全部貸款金額 5,150 萬美元構成「CBRE 夾層貸款」的 25%，而「CBRE 夾層貸款」占 CBRE 總資本額的 60%、其所有貸款的 27%，以及 CBRE 整體投資組合的 21%。但原告並未證明該夾層貸款除了作為 CBRE 業務的其中一個組成部分外，投資人會對公司內部夾層貸款感興趣。故而，CBRE 的財務報告中，未針對 Triton 貸款所生問題進行減值等相應所措施，並導致不實資訊不具重大性。蓋該等貸款並未構成 CBRE 貸款組合中的重要部分，重要部分可能為公司最初的利基市場、其標誌性業務、對其聲譽至關重要之業務、最有希望增長之業務或作為主要收入來源的業務。

除此之外，判決中亦表明，在判斷是否重大時，若僅考慮市場對揭露不實陳述所可能產生的潛在反應乃是一種過於僵化的方法。因此，第 99 號公告將市場波動限制在僅當「管理階層已然可預期該已知的錯誤陳述可能導致重大積極或消極的市場反應的情形時」，方可加以使用。就此，法院指出，原告未提供事實證明 CBRE 之管理階層已對於有關 Triton 貸款的不實表達將導致重大的市場反應有所預期。因此，證券市場的反應於本案例中不足以滿足第 99 號公告之質性指標的要件而具備重大性。另外，由於 CBRE 在其 2007 年 5 月 7 日文件中已指出 Triton 貸款實際上已有完全抵押，由此可得知 CBRE 的主要業務其實並未受到貸款減值的威脅。整體而言，系爭不實陳述並未符合量性與質性指標而不具重大性。

(七) **Strougo v. Barclays PLC**¹⁵

案例事實

Barclays PLC 是一家總部位於英格蘭的金融服務公司，其間接子公司 Barclays Capital Inc. 在紐約市設有主要辦事處，並對 Barclays LX 具經營權

¹⁵ Strougo v. Barclays PLC, 105 F. Supp. 3d 330 (S.D.N.Y. 2015).

限。William White 擔任 Barclays Capital Inc. 中的重要核心管理人員，負責股票電子交易。2012 年 7 月，Barclays 委託 Anthony Salz 審查該行措施並於 2013 年 4 月 3 日建議「為巴克萊銀行的未來提供有價值的路線圖(provide a valuable road map for Barclays' future)」，該行開始轉型。然該行於 2014 年被報導數宗醜聞，包括 Barclays 在 2012 年因操縱倫敦銀行同業拆借利率而被罰款後，又因為內部控制失靈導致交易員操縱黃金價格而被罰款 4,380 萬美元。

在 2009 年，Barclays LX 是美國第十大暗池(dark pool)，而成為最大的暗池成為該公司電子交易部門的主要目標。為了擴大暗池業務，Barclays 需增加 LX 中的訂單數量。這將使得 Barclays 需要將更多客戶訂單發送到暗池中，並確保有足夠的流動性來滿足這些訂單。為了滿足這一需求，Barclays 委託 White 將高頻交易商吸引到暗池中。至 2013 年 1 月，LX 成為美國最大的兩大暗池之一。該行聲稱其暗池的成功歸功於其致力於透明措施，且為確保安全性，該行引進流動性分析(liquidity profiling)服務，如果客戶採用激進或有毒(toxic)的交易策略，將被拒絕進入暗池交易。然而，LX 從未拒絕任何客戶，並對暗池中的某些交易者使用了覆蓋(overrides)手法，讓本應被評為不佳的交易者被指定為具安全流動性的分析評級。紐約檢察總長(NYAG)對該行於 2014 年 6 月 25 日提起訴訟。訴訟消息傳出後，Barclays 美國存託股票(ADS)放量下跌 7.38%。2014 年 6 月 27 日，有報導稱金融分析師「估計」巴克萊可能支付三億英鎊來了結前述 NYAG 發動案件。消息傳出後，同年 6 月 30 日，即下一個交易日，Barclays 的股票又下跌了 1.5%，成交量超過 1,100 萬股。

法院見解

法院先表示，第二巡迴法院參考(follow)第 99 號公告之量性指標與質性指標。但表示重大性審酌涉及眾多事實分析，通常不適合在聲請駁回訴訟程序中判斷。

本案法院結論為被告關於暗池不實陳述具重大性。法院指出，儘管 LX 的收入佔 Barclays PLC 總收入(overall revenue)的比例遠低於 5%的門檻，但該等資訊仍具有重大性。主要理由為，由於過去爆發醜聞，Barclays 將「長期績效」押注於其回復誠信(integrity)，但關於 LX 的不實陳述，包括吹捧其安全性但同時暗中鼓勵掠奪行為，卻讓人質疑整體公司誠信問題。因此，在衡酌量性指標時，僅關注 LX 的收入項目是不合適的。此外，第 99 號公告允許在管理層預期已知的錯誤陳述可能導致重大積極或消極的市場反應的情況下可以將證券市場上的反應納入考慮。最後，針對 Barclays 銀行過去的醜聞、為了恢復聲譽的努力，以及涉及公司誠信和聲譽核心的虛假陳述都使得法院認為系爭有關 LX 的虛假陳述具重大性。

本案系爭不實陳述雖遠低於量性指標，但因符合質性指標構成重大性，且因該不實陳述涉及公司誠信，乃金融業賴以維持業務的最重要因素，故而，法院認為符合質性指標而構成重大性。另法院雖未明確表達，但該項不實表達似已影響發行人之法規遵循，同時符合第 99 號公告列舉之其他質性指標。

(八) **In re Petrobras Securities Litigation**¹⁶

案例事實

原告控告巴西國有石油公司 (Petrobras) 及其子公司暨管理階層賠償相關損失，主張該公司居中共謀卡特爾(Cartel)，並從事數百萬美元賄賂與

¹⁶ In re Petrobras Securities Litigation, 116 F. Supp. 3d 368 (S.D.N.Y. 2015).

回扣計畫，致提高公司取得煉油設備成本，最終顯示於該公司發布之資產負債表中，使資產有膨脹結果。

法院見解

雖原告主張 Petrobras 提高資產價值 300 億美元，但沒有任何文件支持，因而法院無從就量性指標判定系爭不實陳述是否達到 5%「經驗法則」門檻。儘管如此，法院指出在量性指標未達之情形下，仍須進一步衡酌質性指標。就此，本案情形因質性指標而有重大性。Petrobras 財務報表中不實陳述部分與其所隱瞞非法賄賂計劃直接相關，倘若該不法計劃曝光將使「整個公司的誠信度」遭受質疑。此外，系爭不實陳述與 Petrobras 的石油生產基礎設施的價值有關，此乃是公司核心業務。最後，當非法計劃的消息傳出後，Petrobras 的股價大幅下跌，亦可以間接證明投資者確實認為該資訊具有重大性。結論上，法院無法認定系爭資訊不具重大性而回原告訴訟。

本案類似 Strougo 案，雖系爭不實陳述未達量性指標，但因質性指標而認具有重大性。部分原因是系爭不實陳述與隱瞞公司不法活動直接相關，且該活動屬於公司核心業務，該陳述對於理性投資人之決資決定極可能產生影響。但法院似非以符合單一質性指標即認不實陳述有重大性，在本案仍有考慮市場對該不實陳述的反應等指標。

(九) SEC v. DiMaria¹⁷

案例事實

Bankrate Inc. 通過其網站 Bankrate.com 匯總並提供有關各種類型的個人理財資訊。而 DiMaria 是 Bankrate 的 CFO，Gamsey 則是副總裁(VP)兼會計總監。Gamsey 於 2001 年成為註冊會計師，是 Bankrate 與其外部審

¹⁷ SEC v. DiMaria, 207 F.Supp.3d 343 (S.D.N.Y. 2016).

計師的主要聯絡人。DiMaria、Gamsey 和公司會計人員於 2012 年 7 月 7 日得知 Bankrate 第二季合併財務報表的初步版本，內容顯示第二季度調整後的「稅前息前折舊攤銷前的獲利」(EBITDA)為 36,144,000 美元。而後在 2012 年 7 月 11 日，DiMaria 獲悉第二季度的收入數額實際上比先前報告的收入低了 286,000 美元，該結果乃是導因於信用卡部門不小心重複計算了 286,000 美元。

就此，為了掩蓋上述情事，DiMaria 指示公司財務相關人員為保險部門增加 300,000 美元的收入，並為信用卡部門增加 500,000 美元的收入；此外，DiMaria 更進一步指示相關人員減少權責發生制會計(accrual account)以及長期獎勵計劃(management incentive plan, MIP)相關的賬戶數額，其中 MIP 相關的賬戶減少了 450,000 美元。該賬戶是 DiMaria 過去用來「調整」Bankrate 的相關帳面金額。於此，在減少了 MIP 應計賬戶後，Bankrate 財務報表的修訂版，針對調整後 EBITDA 為 3,750 萬美元，以及調整後每股收益為 0.18 美元。DiMaria 和 Gamsey 皆知悉上情。在 2012 年 7 月 31 日，Bankrate 發布了 2012 年第二季的財務業績，在發布過程中，Bankrate 特別強調其調整後的 EBITDA 和調整後的每股收益。而市場分析師預測 Bankrate 第二季度調整後的 EBITDA 為 3,720 萬美元，調整後每股收益為 0.18 美元。

法院見解

被告雖抗辯該不實陳述影響該公司淨收益不足 5%門檻。但法院重申第 99 號公告有關量性及質性指標的操作，強調 5%的量性指標門檻僅是決定重大性與否的起點，在未達量性指標的情形下，需就質性指標加以判斷，不得僅以量性指標的固定數值作為唯一標準。

本案判決指出，系爭不實資訊或許未達量性指標門檻，然被告故意調整盈餘而可掩蓋 Bankrate 未能達到分析師一致之預期。另法院指出，若如被告所言系爭資訊並不具重大性，為何其如此關注該等數字之表現且於財報公佈時如此強調該等資訊之內容。綜上，已可顯然看出，其合於第 99 號公告例示之質性指標「該項不實表達是否係隱藏其未能符合分析師對於該企業之一致預期」以及「該項不實表達是否使損失變成收益，或將收益變成損失。」故該等資訊(EBITDA 和每股收益)對理性投資人而言具重大性。

(十) **In re Eletrobras Securities Litigation**¹⁸

案例事實

Eletrobras 為巴西國營能源公司，該公司股票(ADS)於紐約證交所上市。2010 年 Eletrobras 發布新道德準則，並為董事長所簽署，強調消除任何詐欺與貪污行為，與遵守巴西與營運國家法令。在調查另一國營 Petrobras 公司洗錢案件時，Eletrobras 也遭指涉入，2014 年 10 月 27 日該公司股價重跌 11.95%，隔日該公司申報 Form 6-k 與新聞稿說明公司遵守道德準則規範與遵守相關法規。但其後被報導數宗可能涉及不法案件中，該公司數度以申報 Form 6-k 方式澄清。

2015 年 Eletrobras 進行內部調查。2016 年 10 月，該公司發布 2014 與 2015 年年報，揭露該公司違反貪污法規以及道德規範，並提及其全資子公司前經理人因前開不法行為已遭判刑、全體董事與執行長已遭更換、啟動新法遵計畫等。此外，年報揭露該公司自 2008 年來某些發電計畫有超額訂價(overpricing)情形，因需為該公司所為賄賂與圍標行為不法支付。但該公司無法確認不法支付時間點，遂認定係於 2014 年末前「廠房與設備」

¹⁸ In re Eletrobras Securities Litigation, 245 F. Supp. 3d 450 (S.D.N.Y. 2017).

(property plant and equipment, PP & E)因超額定價而不當陳述，故於 2014 年年報中列為費用，另在 2014 年末至 2015 年末所簽署的契約費用則列為 2015 年年報費用。原告主張財報不實而求償。

法院見解

被告主張原告未能證明該公司在年報中的財務狀況之不實陳述係屬重大，主要基於不法支付發生於 2008 年，但最終列為費用在 2014 年與 2015 年的年報中，該數額僅占 Eletrobras 於 2014 年總資產 0.2%、2015 年總資產 0.1%。但法院認為衡酌重大性須完整分析所有相關情事(all relevant considerations)，若是有足夠堅強的質性證據亦能被認定具重大性。

法院提及第 99 號公告例示之「不實陳述涉及隱匿不法交易」之質性指標。2014 年、2015 年年報揭露 Eletrobras 至少自 2008 年涉及不法賄賂與圍標，公司為隱瞞此不法行為故而不當地將不法支付列為 PP & E。另按公司揭露，其全資子公司前經理人因前開不法行為已遭判刑。2014 年、2015 年年報更揭露全體董事、執行長已遭更換，新法遵計畫也被啟動。除此之外，Eletrobras 將成本攤銷在 2014 年財報中也有使前幾年度財報不實的疑慮，致使可能「掩飾獲利或趨勢的改變」、「使公司由虧轉盈」以及「經營階層明知不實陳述將致使重大的市場反應」等質性指標。整體而論，系爭不實陳述顯非對理性投資人不具重大性(so obviously unimportant to a reasonable investor to be immaterial)。

(十一) **In re Cognizant Technology Solutions Corporation**¹⁹

案例事實

Cognizant Technology Solutions Corporation (Cognizant)為一家以印度為主要營運地的公司，訴訟期間總部移至紐澤西州。原告指摘被告公司在

¹⁹ 2018 WL 3772675 (D.N.J. Aug. 8, 2018).

印度為取得特別經濟區所帶來稅賦等優惠而行賄該國官員，並將賄款記為資本支出(capital expenditures)而非營運費用(operating expenses)，該公司財報即有膨脹投資、降低費用之情事，且該公司不少營運高層皆有涉入。原告主張此種錯誤分類(mis-classification)是經營高層所故意為之，且為掩飾不法賄賂支出，不實陳述應具重大性。但被告抗辯財報重分類(reclassification)的數額低於案關期間公司淨收入 0.2%，應不具重大性，且在重分類後公司股價上升 5%，意謂該重分類不具有重大性。

法院見解

法院認為系爭不實陳述具有重大性。本案涉及第 99 號公告之質性指標，即是否不實陳述涉及隱匿不法交易。法院認為，即使不實陳述並非獨立地對投資人係屬重要，但因該不實陳述乃是意圖隱匿不法行為的結果，仍會被認定為具重大性²⁰。法院據原告主張認為，被告公司與印度官員進行不法交易，並藉不實記載賄賂款為資本支出以隱匿賄賂行為，致使系爭不實陳述產生，同時也使公司獲利虛增，故應具重大性。

(十二) SEC v. AT&T Inc.²¹

案例事實

本案非不實陳述或隱匿之案件，而係關於「FD 規則」(Regulation FD)所稱資訊之重大性判斷。由於法院援用第 99 號公告判斷，故納入本研究分析。本案被告之一 AT&T 是美國跨國集團控股公司，為全美最大的固網電話及行動電話電信服務供應商，還提供寬頻及收費電視服務。於 2016 年 3 月時知悉若其智慧型手機的銷量在該年度第一季的下滑幅度大於預期，將導致 AT&T 的營收低於分析師的預期。為了避免連續三個季度的營收皆

²⁰ “[C]ourts have found financial misstatements to be material, even if the misstatement would not have been independently significant to investors, if the misstatement was a result of attempt to conceal misconduct.” *Id.* at *24.

²¹ SEC v. AT&T Inc., 21 Civ. 1951, 2022 WL 4110466 (S.D.N.Y. 2022).

低於市場平均預估，AT&T 的投資相關主管分別與大約 20 家公司的分析師進行了私人的一對一電話。在通話中，AT&T 的高階管理人員透露了 AT&T 內部的智慧手機銷售數據以及該數據對公司內部收入指標的影響。該等內部文件包含有關 AT&T 的整體營業收入、相關營收內部指標(包括無線設備營收、無線設備升級比率等)。惟根據 SEC 所發布 FD 規則，上市公司禁止向外部人為選擇性揭露關於其有價證券之重大非公開消息。由於上述通話的結果，市場上分析師大幅降低了 AT&T 的 2016 年第一季收入預測，也使得 AT&T 該季能略高於分析師發布的總體收入預估。被告抗辯系爭消息並非重大消息，因此其行為不違反 SEC 前述法規。

法院見解

本件判決針對 AT&T 選擇性揭露的資訊對於投資人所可能造成的影響進行論述。蓋 AT&T 所為的選擇性揭露可能導致最終其所提出的財務報告達到或超過市場分析師的預期進而影響投資人之決策。法院指出，AT&T 高階管理階層之最終目的係確保 AT&T 的實際財務狀況不會連續三個季度低於市場普遍預期。就此，符合第 99 號公告之質性指標「該項不實表達是否係隱藏其未能符合分析師對於該企業之一致預期」，法院認定具重大性。

被告雖主張在上一季度未達分析師預期該公司股價並未大幅變動，故可推知系爭資訊不具重大性。但法院認為以股價作為判斷重大性並非全然不可行，然其僅是輔助性判斷因素之一。蓋證券市場價格的波動其背後之原因複雜，故不得作為單一決定重大性與否之判斷標準。

被告另主張公司獲利資訊始為投資人關心重點而不包括營收，但法院認為營收亦是投資人所關心。法院另從判例、相關文獻、FD 條例以及 AT&T 過往的公司法務部門的內部備忘錄中亦可證營收資訊具備重大性。法院指

明理性投資人在做出投資決策時會考慮發行人的整體總收入，尤其是在發生連續季度下降的情形下。

最後則是針對 AT&T 無線設備營收以及無線設備升級率之重大性判斷，法院認為具備重大性。判決中強調，雖然該等資訊較為片面且範圍特定，然不影響具體判斷其重大性。量性指標方面，法院承認其並未達到 5% 門檻，然若進一步針對質性指標加以判斷，則該等資訊實具重大性。法院指出，即使該等資訊就公司整體業務相比可能未達量性標準，惟該等資訊所涉及的業務部門若於公司中處於重要地位，對公司收益等具有重要影響，則系爭資訊的不實陳述即具備重大性而可能改變理性投資人之投資判斷。就此，法院指出，就公司內部或可斷定該收入項目以及升級率具備相當之重要程度，蓋其管理階層就該等資訊相當之關注可作為具備重大性之證據。鑒於系爭資訊所涉及之業務部門於公司中有一定重要地位，且為主要業務內容，故而該資訊具備重大性。

三、小結

自以上關於運用第 99 號公告的美國聯邦法院判決觀察，可歸納如下幾點：

- (一) 以上判決皆非實體判決，而為實體訴訟前之程序(pleading stage)，故法院對於是否符合重大性的事實認定以及涵攝，似非如實體判決嚴謹。一般而言，法院會假設原告主張為真實去認定系爭不實陳述或隱匿是否具有重大性，且結論上，若不是認為原告之訴明顯不具重大性要件時，通常會允許訴訟的續行。
- (二) 第 99 號公告本質上不具有法規效力，但因符合聯邦判例法(即理性投資人標準)，第二巡迴法院給予參考效力(persuasive authority)，作為法

院判斷重大性的具體參考，且後續判決亦加以遵循。因而，第 99 號公告內容在美國司法實務判斷重大性上扮演相當重要角色。

(三) 第 99 號公告以及法院皆認為 5% 量性指標門檻是相當好的初步指標，但並非評斷重大性的決定性因素。又量性指標並非定以公司整體營收或資產總額為認定基準，可以分別業務、不同季度認定。在未達量性指標時，仍需考量是否符合質性指標綜合判斷。且第 99 號公告所例示之質性指標並非窮盡指標，仍有其他質性標的存在可能。但觀諸前揭案例，多數案例仍不脫第 99 號公告所例示(九項)或提及之指標(股價影響、經營層主觀意思等)，但也有少數判決未明示符合何者特定之質性指標。

(四) 多數判決並非僅以單一質性指標即認定不實陳述或隱匿具有重大性，通常併同其他質性指標綜合判斷。以本研究重心「該項不實表達是否影響發行人之法規遵循」、「該項不實表達是否涉及掩飾不法交易」兩者觀察，法院相當重視「該不實表達或隱匿所欲掩飾之不法交易是否直接與發行人核心業務相關」、「是否嚴重影響公司經營誠信而為理性投資人所重視」等情事，同時會參酌如「公司發布之文件或處置」、「證券市場因事件爆發後之反應」、「經營管理階層主觀意思」等事實，綜合認定系爭不實資訊或隱匿是否具有重大性。在 Cognizant 案，法院雖僅以「該項不實表達是否涉及掩飾不法交易」單一指標而認定具有重大性，但仍有考量經營管理層的主觀意思(因掩飾即含有主觀意思)。

(五) 另應注意者，在 Escala 案，在關係人交易場合(即使未涉及不法交易)，雖已揭露直接交易對象為關係人，但未完整揭露影響交易價格的所有關係人資訊時，仍可能被法院認定遺漏具有重大性。由此可知，法院認定質性指標採相當寬鬆標準。

第四章 我國司法實務就重大性要件判決研析

一、概說

在我國法院針對重大性判斷之操作中，尚未形成統一的指引，然已不少判決提及並斟酌第 99 號公告所提出之判斷指標。不過量性指標部分，我國判決多數並未遵循第 99 號公告所提 5% 基準，而以我國既有的法規範作為判斷基礎，例如，證交法施行細則第 6 條第 1 項關於「應重編財務報告」門檻以及證券發行人財務報告編製準則等。申言之，依證交法施行細則第 6 條規定，個體或個別財務報告之更正綜合損益金額在新臺幣(以下同)1,000 萬元以上，且達原決算營業收入淨額 1% 者，應重編財務報告。就此似可推知，依司法實務操作結果，在我國重大性標準似較第 99 號公告更為寬鬆。此際，或可討論該標準於我國司法實務中是否已然形成共識，抑或仍具有調整彈性之空間。蓋依第 99 號公告之重大性標準操作，系爭不實陳述或隱匿一旦符合量性指標即具有重大性，而無須再斟酌質性指標。若量性指標過於寬鬆可能導致其功能喪失，對重大性爭執仍然存在。惟依本研究尋相關判決中，仍多以上述規範作為基準加以衡酌判定；至於質性指標方面，於個案中有不同的認定標準，頗為分歧。以下以時間先後分別敘明。

二、我國相關判決研析

(一) 永豐金案²²

案例事實

²² 臺灣高等法院 103 年度金上訴字第 12 號刑事判決。本案確定。

被告等人共同指示不知情之會計處人員於民國(以下同)98年12月31日提列98年12月份資本市場事業處「營業員獎金」新臺幣(以下同)8,000萬元，實際上，被告戴家偉及莊英明根本無將此筆提列作為「獎金」發放給各營業員之真意，而係作為日後支付魏應交款項來源之準備。此舉致使永豐金證券公司(永豐金之全額子公司)98年度財務報表附註「其他應付款明細表」中「應付費用」項下「薪資及獎金」虛增8,000萬元、「營業費用明細表」中「薪津」虛增8,000萬元之不實結果；進而導致永豐金控之合併報表亦呈現不實之狀態。

法院見解

本案法院針對該等資訊是否具備重大性而足以影響理性投資人之判斷有相關論述說明。

法院認系爭資訊不具備重大性。首先，量性指標部分未達，判決中表示「本案不實提列營業員獎金費用，固然使『其他應付款明細表』中『應付費用』項下之『薪資及獎金』科目虛增、『佣金費用』低列，及使『營業費用明細表』中之『薪津』虛增、『佣金支出』低列等個別會計項目虛增或低列之效果，但就損益表及資產負債表之金額並無何影響。

再依證交法施行細則第6條有關應重編財務報表之要件，即更正綜合損益金額在1,000萬元以上，且達原決算營業收入淨額1%者，即應重編財務報表。然此8,000萬元數額無論係歸為不實之『營業員獎金』抑或正確之『佣金支出』，對永豐金證券公司98年度淨利及資產負債表項目均不生任何影響，即更正綜合損益金額為『0』，是未達重編財務報表之標準。」

基於量性指標未達，法院進一步審酌質性指標，並認為不符合。其理由略為，「再就質性指標而論，與本案有關者係該項誤述是否涉及某項非法活動之掩飾及該項誤述是否公司經營階層故意所為，即是否涉及到公司

經營階層故意掩飾不法行為。查被告莊英明、戴家偉 2 人以不實之營業員獎金名目提列該筆 8,000 萬元，確係因渠 2 人為將部分圈購處理費退還給魏應交，且深知此不合主管機關規定、券商公司自律規定及契約約定，更係差別收取圈購處理費，而不敢聲張有以致之。是自表面觀之，被告莊英明、戴家偉 2 人確係故意掩飾不法行為而有本案之不實提列。然進一步深究渠等 2 人承諾退還部分圈購處理費給魏應交之原因，無非係為確保永豐金證券公司得穩坐主辦承銷案之地位，然又禁不起魏應交一再強力索討，為確保魏應交不中途解約，使永豐金證券公司得賺取高額承銷手續費及圈購處理費，方不得不同意魏應交之無理要求。否則倘被告莊英明、戴家偉 2 人堅不同意魏應交之無理要求，致魏應交另委由其他公司承銷，則永豐金證券公司當無賺得此筆承銷手續費及圈購處理費之可能。換言之，被告莊英明、戴家偉 2 人所為縱屬不法，但自永豐金證券公司之立場言，渠 2 人係以此不法行為極大化公司收益，而屬對公司收益有利之行為，亦能間接對其母公司即永豐金公司之收益產生正面影響。以此而言，以「獲利」為目的之一般理性投資人即使得悉此不實提列事實，非但不會影響其等對永豐金證券公司及其母公司之價值衡量，反而更有可能同意、支持此等極大化公司收益之行為。是以質性指標立場言，此不實提列事實應未達重大性之標準。」

本案法院就量性指標部分非以第 99 號公告之 5% 作為標準，而是採取是否重編財報之標準，即證交法施行細則第 6 條，更正之稅後損益金額達原決算營業收入淨額 1% 或實收資本額 5% 以上，加以判斷，並認為量性指標未達。另法院復就質性指標加以論述，以對一般投資人是否有利作為判斷標準，而未實際操作第 99 號公告所列指標。雖似有符合「故意掩飾不法行為」之質性因子，然參酌該行為係有利於公司，且理性投資人於知悉後當會加以支持等理由，認定不具備重大性。

(二) 雅新案²³

案例事實

雅新實業股份有限公司（下稱雅新公司）為上市公司，雅新公司董事長、董事暨總稽核、財務部門主管等人為掩飾雅新公司營運業務快速縮減之事實，自 94 年 12 月起至 95 年 12 月止，主導以虛增營業收入方式製作虛偽不實之 95 年度第一季至第三季之財務報告，以及 95 年度自結財務報告，包括每月公告之營收，每季、半年、全年之財務報告。

法院見解

針對該財報中之不實資訊是否具有重大性之爭議，本案法院並未援引第 99 號公告，而係以系爭資訊對於公司之營運有相當之重要性，當影響理性投資人，故具備重大性。法院認為「雅新公司於 94 年第 1 季、半年度、前 3 季、全年度之營收淨額，分別為 55 億餘元、126 億餘元、225 億餘元、333 億餘元，而 95 年第 1 季、半年度、前 3 季、全年度之營收淨額，經重整後會計師查定結果，則分別為 28 億餘元、68 億餘元、115 億餘元、176 億餘元，顯見雅新公司因訂單逐漸外移，95 年業務較前一年度幾近減半。...在雅新公司 95 年度營收較前一年度幾近減半之情形下，如實申報公告每月營收，非僅不符營運目標，又將嚴重危及雅新公司股東、債權人、往來銀行投注資金之信心，有害股價之維持及公司之運作，對經營者而言，即屬每月所須面對之重大困擾。...[被告等]此際選擇另以財務調整之方式，度過當時狀況，藉此維持股價並使公司業務順暢運作，因而形成虛增營收、窗飾財報之動機，顯屬合乎短期利益避免重大困擾...以雅新公司之營收數額，攸關雅新公司營運良窳、順暢與否，故系爭不實財務報告所揭示之營收數額，自為投資人為投資決策之判斷依據，該等內容即具有重大性。」

²³ 臺灣高等法院 103 年度金上易字第 8 號民事判決。本案確定。

綜上，法院認系爭不實資訊之發生並非過失或疏漏，可見管理階層實具有主觀上故意；此外，該營收數額之正確與否與公司經營有密切關聯，難認其不正確之結果不會影響投資人之投資判斷，具有重大性。

(三) 普揚案²⁴

案例事實

前普揚聯合科技公司（現更名圓方創新公司，以下稱普揚公司）董事長陳文彬，為了美化公司財報，以便向銀行取得週轉資金，故掩飾公司營收趨勢狀況。此外，普揚公司依法應在每營業年度終了後4個月內向主管機關申報經會計師查核簽證或核閱的財務報告，但陳文彬為避免投資大眾質疑其經營能力，遂指示公司之主辦會計於製作95年度普揚公司和子公司合併財務報表時，隱匿OMNI-STATE CO.,LTD是普揚公司之子公司晶極光電公司、上海晶吉光電公司的實質關係人，且有重大性交易的事實。

法院見解

本案系爭未揭露關係人交易是否具有重大性？最高法院認為，關係人交易之資訊不僅具量性指標亦符合質性指標，故符合重大性要件。判決理由略為「原判決參照準則公報第6號第2點、第7號第26點、編製準則第16條等規定，認OMNI-STATE公司與普揚公司、晶極公司、上海晶吉公司間為實質關係人，抗告人應將晶極公司、上海晶吉公司與OMNI-STATE公司間之關係人重大交易揭露，而此重大交易揭露，因審酌實務上公開發行公司經營規模大小差異甚大，如僅以1億元或實收資本額百分之20為標準，恐有過於僵化之嫌，不利投資人瞭解公司交易資訊，是編製準則第15條第1款第7目（現行證券發行人財務報告編製準則第

²⁴ 最高法院107年度台抗字第297號刑事裁定（聲請再審之裁定）。本案確定。

17 條第 1 項第 1 款第 7 目) 所規定之達 1 億元或實收資本額百分之 20 以上之交易係『應』揭露，但非指只有交易金額達到 1 億元或實收資本額百分之 20 以上之交易始須揭露，並說明關係人間進、銷貨交易是否重大而應於財務報告附註揭露之標準，應同時考量證交法施行細則第 6 條第 1 項關於「應重編財務報表」之「量性指標」門檻，以及審計準則公報第 51 號第 2 條第 2 款、第 6 條第 2 項關於查核規劃及執行重大性之「量性指標」及「質性指標」。查核人員不宜將金額低於所設定重大性之未更正不實表達（個別金額或其彙總數）均評估為不重大。某些不實表達之金額雖低於重大性，但經查核人員考量相關情況後，仍可能將其評估為重大。查核人員除依上述『量性』因子進行查核外，尚須審酌其他『質性』因子是否存在，不可固執或偏廢一端，資為判斷『重大性事項』參考等旨。」

本案量性指標之具體操作如下。「本件晶極公司銷貨予 OMNI-STATE 公司與自 OMNI-STATE 公司進貨，以及上海晶吉公司銷貨予 OMNI-STATE 公司，金額依序為 628 萬 2,009 元、87 萬 2,144 元及 85 萬 8,735 元，均超過查核普揚公司之安侯建業聯合會計師事務所財務報表查核規範所計算之重大性門檻絕對金額 71 萬 5,515 元...」就此可認已達量性指標之標準。

又質性指標部分最高法院認為亦符合，其指出「普揚公司不為關係人交易之揭露，係由對普揚公司營運或獲利能力而言扮演重要角色之抗告人與同案共犯即財會部副總經理所為，嚴重影響公司法規遵循義務，主要目的則在美化財務報表，便於向銀行取得資金週轉，掩飾普揚公司營收趨勢之改變等判斷「重大性事項」之質性參考因子各情。」故可認具備第 99 號公告之質性指標。

本件法院就量性指標以我國相關規範並輔以會計實務門檻作為基準，其具體標準為財報編製準則第 15 條第 1 款第 7 目、證交法施行細則第 6 條第 1 項關於「應重編財務報表」、審計準則公報第 51 號第 2 條第 2 款和

第 6 條第 2 項等作為標準，而未適用第 99 號公告之 5% 門檻。於量性指標已達之情形下，復就質性指標具體適用第 99 號公告，並說明本件係「由對公司營運或獲利能力而言扮演重要角色之人所為，嚴重影響公司法規遵循義務」且「主要目的在美化財務報表，便於向銀行取得資金週轉，掩飾公司營收趨勢之改變等」故合於質性指標而具重大性。

(四) 美嘉生電案²⁵

案例事實

被告等人均為美嘉生電公司主要核心人員，且為共同參與違反證交法第 20 條第 2 項規定行為之決策者或主要執行者，渠等為虛增美嘉生電公司收入以美化財務報表，據以增加美嘉生電公司股票之交易價值，明知美嘉生電公司係將該公司生產製造之電玩遊戲機檯以整機報關出口或以零組件郵寄至大陸地區上海艾野富公司、石家庄麥克龍、上海首威公司等處所，再交由相關人等負責組裝及後續維修後，再交由下游電玩遊藝場採寄檯拆帳方式營業，然實際上並未與前述上海艾野富公司、石家庄麥克龍、上海首威公司有進、銷貨之事實。惟被告等竟對外佯稱係三角貿易，即由美嘉生電公司接受上海首威公司、石家庄麥克龍訂單後，自美嘉生電公司出口部分零件，交由上海艾野富公司生產，再運送至上海首威公司及石家庄麥克龍之交易方式，並指示被告中之情之內部人員將上開偽造不實上海首威公司、石家庄麥克龍訂單及上海艾野富公司採購單，交由美嘉生電公司不知情之會計、業務等部門員工配合製作不實進銷貨憑證、會計憑證，而完成前開虛偽不實之進、銷貨交易行為。

嗣被告等人完成上述不實進、銷貨行為後，為解決不實進、銷貨之資金進出，以製造進、銷貨款已支付之假象，遂推由部分被告填寫不實之交

²⁵ 臺灣高雄地方法院 102 年度金字第 2 號民事判決。本案確定。

易憑條，並以偽作資金循環進出之手法，虛增美嘉生電公司 98、99 年度與前開上海艾野富公司、上海首威公司及石家庄麥克龍彼此間之採購、進銷貨金額。其中於 98 年度並隱匿沃爾富企業有限公司（前身係大格電子企業有限公司，下稱沃爾富公司）為關係人交易之事實；99 年度則另有隱匿沃爾富公司為關係人交易之事實。

法院見解

法院認系爭 98、99 年度之不實財報內容具重大性，符合量性及質性指標。針對重大性之判斷，判決中有提及美國 Basic 案及第 99 號公告作為判斷標準。以下分述之：

關於量性指標，本案較特別的是，法院並非以我國既有規範作為判準，而採第 99 號公告，以 5%標準加以認定，其謂「依美嘉生電公司於 98 年及 99 年相關財務報表之記載，其與石家庄麥克龍、上海首威公司、上海艾野富公司及沃爾富公司、美嘉網路公司間之進、銷貨金額，其中 98 年度部分，與石家庄麥克龍之銷貨金額為 8,978 萬 1,000 元，佔美嘉生電公司 98 年度營收 22%，與上海首威公司之銷貨金額為 7,910 萬 3,000 元，佔美嘉生電公司 98 年度營收 19%，合計 98 年度銷貨金額達 1 億 6,888 萬 4,000 元，另與上海艾野富公司之進貨金額為 6,095 萬 1,000 元（實際正確金額為 6,391 萬 5,744 元），佔美嘉生電公司 98 年度進貨比率 28.87%，與沃爾富公司之進貨金額 6,328 萬 1,000 元，佔美嘉生電公司 98 年度進貨比率 29.97%，與美嘉網路公司之進貨金額 647 萬元，佔美嘉生電公司 98 年度進貨比率 3.06%，合計 98 年度進貨金額達 1 億 3,070 萬 2,000 元；99 年度部分，與上海首威公司之銷貨金額為 1 億 9,063 萬 9,000 元，佔美嘉生電公司 99 年度營收 47.55%，與石家庄麥克龍之銷貨金額為 1 億 3,448 萬 7,000 元，佔美嘉生電公司 99 年度營收 33.55%，合計 99 年度銷貨金額達 3 億 2,512 萬 6,000 元；另與沃爾富公司之進貨金額 1 億 105 萬元，佔美嘉生電

公司 99 年度進貨比率 32%，與上海艾野富公司之進貨金額為 7,928 萬 2,000 元，佔美嘉生電公司 99 年度進貨比率 25.1%，合計 99 年度進貨金額為 1 億 8,033 萬 2,000 元。....以上揭偽作資金循環進出之手法，虛增美嘉生電公司與前開上海艾野富公司、上海首威公司及石家庄麥克龍彼此間之採購、進銷貨金額，業如前述，美嘉生電公司再依會計作業程序將上開虛增不實營業實績登載於該公司 98 年度、99 年度年報內，據以申報及公告，上開年報內虛偽不實之財報內容及隱匿關係人即沃爾富公司為關係人重大交易事項，依上揭各年度之虛增進、銷貨金額及占全年度之比例觀之，均已超過重大性量性標準之 5%，顯具有重大性及關鍵性意義，足以使投資大眾誤信美嘉生電公司營運甚佳且獲利龐鉅，顯然足生影響證券交易市場投資人之正確判斷。」

法院進一步針對質性指標進行論述，並認為亦符合質性標準，而當然具備重大性。法院表示關於質性標準被告等人「以美嘉生電公司與上海首威公司、石家庄麥克龍、上海艾野富公司進行三角貿易為幌子，進行虛偽不實之進、銷貨行為後，為解決不實進、銷貨之資金進出，以製造進、銷貨款已支付之假象，陸續[以交易憑條]，並以偽作資金循環進出之手法，虛增美嘉生電公司與前開上海艾野富公司、上海首威公司及石家庄麥克龍彼此間之採購、進銷貨金額...，故美嘉生電公司財報之未允當表達，係因內部治理決策階層及財務人員有計畫性、結構性（有意思決定及執行之分工合作）地虛偽認列進、銷貨，製造進、銷貨款已支付之假象，顯示公司治理及經營誠信存有極大瑕疵，將嚴重影響理性投資人憑信公司發布之營利訊息，做成投資判斷之信心，參酌美國實務以『不實陳述掩飾收益或其他趨勢變化』為判斷是否具「重大性」之標準之一，即足以認定具有重大性，是憑此即足認定系爭財報主要內容虛偽不實。」

對 98 年、99 年度之財務報告，法院就量性標準認本案有關各年度虛增之進、銷貨金額及其所占全年度之比例以觀，實已達 5% 門檻，並就質性指標認符合第 2 項「該項不實表達是否掩飾收益或其他趨勢之變化」。惟依據判決內容可知，亦有參酌管理階層之主觀意圖用以作為認定重大性之判斷因素。

綜上可知，本案法院就美嘉生電公司 98、99 年度財報內容資訊不實，其針對量性指標部分係採用第 99 號公告之 5% 門檻，異於我國多數判決以既有法規作為判準之情形，並據此認為合於量性指標。而後，復就質性指標部分認為符合第 99 號公告之第二項質性因子，同時有論及管理階層之主觀意圖以及深刻影響公司治理及經營誠信，以此作為重大性之輔助判斷標準。

(五) 名鐘案²⁶

案例事實

安鈦克科技股份有限公司（更名前為名鐘公司）為上櫃公司。97 年 3 月間與大陸地區之中銀國際發展有限公司、德聯科技有限公司及天基實業有限公司合作，生產銷售手機液晶螢幕模組等手機零組件產品。名鐘公司及其公司相關人等人為美化財務報表，就未實際出貨之 LCM 產品交易，虛增 97 年 3 月之銷貨收入 4,313 萬 6,259 元（下稱系爭虛增資訊），以此資訊編入該公司 97 年第 1 季財務報表。

法院見解

²⁶ 臺灣高等法院 106 年度金上更(一)字第 1 號民事判決。本案確定。

本案法院認系爭虛增資訊具有重大性，足以影響理性投資人。就量性指標部分以稅前淨利之 5%至 10%、或總（銷貨）收入之 0.5%至 1%作為標準，質性指標則以第 99 號公告所例示之質性指標加以檢視。

判決敘明「名鐘公司於 97 年第 1 季虛增營收 4,313 萬 6,259 元（即 97 年 3 月虛增之營收），佔該季更正前稅前淨損 3,156 萬 5,000 元之比例為 136.66%，並佔該季更正前總銷貨收入 1 億 2,369 萬 2,000 元之比例為 34.87%，遠超過上開重大性之量性指標（即稅前淨損 10%及總銷貨收入 1%）。次查，系爭虛增資訊為名鐘公司等相關人故意所為犯罪行為且使名鐘公司 97 年第 1 季更正前之營收達 1 億 2,369 萬 2,000 元，相較於 96 年第 1 季之營收 9,846 萬 5,000 元，增加 2,522 萬 7,000 元。換言之，若未虛增該 4,313 萬 6,259 元，將較 96 年第 1 季之營收減少 1,790 萬 9,259 元...足見系爭虛增資訊掩飾了名鐘公司營收趨勢之改變、影響名鐘公司法規遵循、且屬公司經營階層故意所為，依上開質性指標，系爭虛增資訊亦足認定具有重大性。」

本案法院量性指標部分並未採取過往我國實務常見之證交法施行細則之「財報重編門檻」等標準，而以稅前淨利之 5%-10%為標準，認定系爭虛增交易數額達量性指標。於此情形，法院復針對質性指標分析，並綜合管理階層之主觀意圖以及質性指標加以判斷，認本案亦符合質性指標而具備重大性。

（六）普羅強生案²⁷

案例事實

本件主要涉及被告陳慶豐所實際掌控之普羅強生半導體股份有限公司（下稱普羅強生公司）於 92 年度與 WIN GLORY L.L.C.（下稱 WIN 公司）、

²⁷ 最高法院 108 年度台上字第 1547 號刑事判決。本案確定。

TOP TECHNOLOGY CO., LTD. (下稱 TOP 公司) 及 93 年上半年度與 WIN 公司、TOP 公司、FOREWING INTERNATIONAL CO., LTD. (下稱 FOREWING 公司) 之關係人交易所生財務報告虛偽不實部分。

相關事實略為，系爭 WIN、FOREWING、TOP 等 3 家境外公司，皆係被告陳慶豐（普羅強生公司董事長兼總經理）及同案被告郭麗美（被告之前妻及普羅強生公司行政管理部經理，其被訴違反證券交易法等罪嫌，已無罪確定），利用親友名義所成立之紙上公司，被告對該等公司之經營、財務有實質控制權。就此，上揭境外公司與普羅強生公司間，當屬證券發行人財務報告編製準則（下稱財報編製準則）第 16 條、財務會計準則公報第 6 號所定之「應予揭露的實質關係人」，然普羅強生公司 92 年度財務報告及 93 年上半年度財務報告，竟將系爭公司均列載為「非關係人」。

又細繹普羅強生公司各該當期財務報告年度，其分別與該等公司有多達 1,980 萬 5,000 元（92 年度與 TOP 公司）、708 萬元（92 年度與 WIN 公司）、2,099 萬 9,000 元（93 年上半年與 FOREWING 公司）、2,175 萬 1,000 元（93 年上半年與 TOP 公司）、370 萬 5,000 元（93 年度上半年與 WIN 公司）不等之期末應收帳款餘額。

法院見解

針對「重大性」之判斷，本案法院認為，系爭未揭露之關係人交易資訊不符合量性及質性指標，不具備重大性。

量性指標部分，本案判決謂「稽諸會計研究發展基金會 92 年 5 月 30 日（92）基秘字第 141 號函釋，雖謂：每一個關係人之交易金額或餘額，達該企業當期各項交易總額及餘額 10% 者，應單獨列示，其餘得加總後彙列表達；關係人之名稱、與關係人之交易，不得以交易金額或餘額未達企業當期各項交易總額或餘額 10% 為由，而不予揭露；若關係人與企業間，

具有實質控制關係存在，不論是否有關係人間之交易，皆應予以揭露等旨，金管會並援引上揭函釋作為關係人交易是否應於財務報告中揭露之標準。然被告『行為時』之財報編製準則第 3 條僅規定，『發行人財務報告之編製，應依本準則及有關法令辦理之，其未規定者，依會計研究發展基金會發布之一般公認會計原則辦理』，且當時亦無相關主管機關函釋，併將該基金會之『解釋』，視同為『一般公認會計原則』。自難將之憑為被告製作財務報告之遵循依據，而無從充足證券交易法第 20 條第 2 項空白構成要件事實內容之餘地。

再依普羅強生公司 90 至 93 年上半年度財務報告所載，該公司固有與關係人 WIN、TOP、FOREWING 公司交易往來，且於財務報告中均未列為『關係人交易』之情形。惟普羅強生公司未揭露之關係人交易，尚無事證足以認定有年度進、銷貨之金額、應收關係人款項達 1 億元或實收資本額 20% 以上之情；何況普羅強生公司將其與前揭關係人公司間之交易事實，相關應收帳款、應付帳款之餘額及稅後損益金額等項目，揭露於其各該年度財務報表、資產負債表上，均實際、無掩飾，核無『更正之稅後損益金額達原決算營業收入淨額 1% 或實收資本額 5% 以上，應令重編財務報告並重行公告』之情事，是依行為時有效法令之量化規定，進行『量性指標』分析，認此隱匿不實之內容，尚不符合『重大性』之要件。」

法院復就質性指標加以分析，認本案未合於第 99 號公告中之質性因子，不足以影響理性投資人之判斷標準，不具備重大性。判決認「普羅強生公司就其與 WIN、TOP、FOREWING 公司間之交易事實及相關應收帳款之餘額等，均有揭露於財務報表、資產負債表上，財務報告中所記載之稅後損益金額均為『實際』，並『無掩飾』收益或營收趨勢、將損失變成收益或將收益變成損失等情形。

尤以，公訴人所謂之共犯郭麗美，業經諭知無罪確定，且依卷內事證並無法認定普羅強生公司之經營階層（含被告）有虛增營收、非常規交易等犯行（被告此部分被訴，業經諭知無罪確定），亦無管理階層薪酬提昇、影響履約要求等情形，難認被告具有『舞弊』、『不法行為』之主觀犯意，或該財務報告內容足以『影響履約或償債能力』及『影響法律遵循』等各項『質性因子』存在。故從『質性指標』觀之，亦均不足以影響理性投資人之投資判斷，同難認具備『重大性』程度。」

綜上，本案法院得出不具重大性結論，就量性指標部分參酌證交法施行細則之「財報重編門檻」，認定未達上述標準，其交易之具體數額均為真實，故無隱匿等情形；復就質性指標以觀，以未影響法律遵循等質性指標加以判斷，佐以主觀意圖之不備，認為未達質性指標，認定不具重大性。

然本案判決似乎忽略關係人交易揭露之目的重在透過揭露以避免關係人藉此圖謀自身利益，危害公司；至於交易是否真實、金額是否正確乃為次要考慮。本件判決以證交法施行細則、財務報告編製準則等規定作為量性指標門檻，而得出量性指標未達；於質性指標部分，就第 99 號公告之第九項「該項不實表達是否涉及掩飾不法交易」質性指標，以及管理階層之主觀意圖仔細審酌，做出是否具重大性之結論。

(七) 勤美案²⁸

案例事實

被告何明憲擔任勤美公司董事長時，與訴外人涂錦樹明知以大廣三不動產為擔保品之不良債權係勤美公司之子公司日華投資公司以 7 億 4,516 萬 8,168 元標得，遂透過虛設勁林、齊林公司轉賣該不良債權，再由勤美公司於 95 年 9 月 5 日以 17 億元買入大廣三不動產，並將買入成本轉載至

²⁸ 最高法院 110 年度台上字第 103 號民事判決。本案尚未確定。

系爭財報。又勤美公司於 95 年 1 月 17 日，參與出資設立日華資產公司，並於日華資產公司投資以金典不動產為擔保品之不良債權時，支付勁林公司、齊林公司虛偽報酬並支付銓遠公司虛偽違約金，再與訴外人太子公司於 95 年 12 月 29 日各出資半數，合資向日華資產公司買進金典不良債權，以成本法認列。另於何明憲擔任勤美公司之子公司全國大飯店之董事長時，於 97 年 12 月 30 日指示該飯店副董事長即被告柴俊林，將該飯店在永豐銀行忠孝分行之定期存款 3,300 萬元設定質權予該行，使銓遠公司可向該行借款 3,000 萬元（系爭保證交易），其等再與被告汪家珩（勤美公司董事長特別助理兼全國大飯店監察人）、被告張馨予（全國大飯店財會人員）共同隱瞞會計師，而在財務資料上故意隱匿該關係人交易，造成系爭財報此部分隱匿不實。

法院見解

本件行為人於財務報告中是否有虛增不動產資產、不良債權資產價值及隱匿對關係人所為背書保證一事，該等資訊是否足以影響理性投資人之策略判斷而具有重大性，本案法院有相關說明。

最高法院認為原審判決就系爭財務報表未揭示保證對象，是否不足以影響理性投資人之策略判斷？以及該媒體報導「勤美公司高層疑挪用公司資產」所指為何，是否非指系爭保證交易？並未說明上開主張、證據有何不可採，逕認系爭財務報表未揭露保證對象非屬財報主要內容，及勤美公司遭檢調搜索後媒體報導主題未提及系爭保證交易，進而為不利上訴人之判斷，並有可議，發回高院。目前尚未確定。

本案中，更審高院雖未明確提及第 99 號公告，然操作質性指標之判準仍不脫其內涵；最高法院亦僅言明證交法第 20 條之 1 第 1 項所稱財務報

告之主要內容，係指足以影響理性投資人之投資判斷之重要內容而言，而未具體適用第 99 號公告。

高等法院²⁹針對重大性之判斷，其認為不論係量性或質性指標均未達而不具重大性。就虛增資產部分，高等法院認該會計方法尚屬正確，從而亦毋須判斷是否有財報不實之情形，而謂「勤美公司於 95 年間買入大廣三不動產並非以高於市場行情價格買入，是其於 97 年度會計期間，在系爭財報續以成本法列帳原始取得成本 17 億 2,726 萬 9,000 元為其固定資產價值，依上開說明，並無虛偽高列之情形。系爭財報續以成本法列帳原始取得成本 17 億 2,726 萬 9,000 元為大廣三不動產之固定資產價值，及金典不良債權部分，以取得成本 23.75 億元扣除 96 年度獲償 18 億元後之餘額 5.75 億元為其應收債權成本價值，核其表達並無不當，系爭財報此部分並無上訴人所指虛偽高列資產價值之情事。」

另針對關係人背書保證部分，高等法院則認不合量性及質性指標。其量性指標非採第 99 號公告 5%標準，其理由為「記載於四大表後之附註或其他事項，並非主要內容」，並佐以證券發行人財務報告編製準則第 13 條第 13 款、第 15 條第 1 項第 8 款作為判斷標準。惟就此，尚需進一步審酌質性指標，不得僅因為量性指標而得出不具重大性之結論。就質性指標部分，法院認系爭財報並未掩飾、改變公司之營收、損益，無美化財報使公司股價呈現虛漲或扭曲之狀態，亦未達質性之標準。判決略謂「證券發行人財務報告編製準則第 13 條第 13 款規定，發行人應附註加以註釋之事項，應限於『與關係人之重大交易事項』參照該準則第 15 條第 1 項第 8 款即應收關係人款項所設定『1 億元或實收資本額 20%以上』之標準，本件勤美公司子公司全國大飯店係為關係人銓遠公司之 3,000 萬元借款提供 3,300 萬元定期存單設定質權作為擔保，尚非重大交易事項，益徵此部分附註尚

²⁹ 臺灣高等法院 108 年度金上更一字第 5 號民事判決。

非屬財報主要內容。另系爭財報雖未揭露系爭保證交易對象為銓遠公司，惟系爭財報已於合併報表之資產負債表、現金流量表及附註六，將系爭保證交易所涉之 3,300 萬元定期存款列入『受限制資產』，故投資人由此即得瞭解。……實際上全國大飯店之保證責任已確定消滅，對於勤美公司之財務狀況並無任何影響，故系爭財報並未掩飾、改變勤美公司之營收、損益，容無美化財報使勤美公司股價呈現虛漲或扭曲之狀態，致投資人高估真實價格而買進之財報不實情形。」

於此可知，高等法院針對量性指標非採第 99 號公告之 5% 標準，且認記載於四大表後之附註或其他事項，並非主要內容，並佐以證券發行人財務報告編製準則第 13 條第 13 款、第 15 條第 1 項第 8 款作為判斷標準，得出未達量性指標之結論。此外，判決認為系爭財報並未掩飾、改變公司之營收、損益，無美化財報使公司股價呈現虛漲或扭曲之狀態，亦未達質性之標準，不具重大性。

於判斷重大性時，高等法院未明確提及第 99 號公告，然其操作質性指標之判準與第 99 號公告內涵近似。又本案最高法院亦僅提及證交法第 20 條之 1 第 1 項所稱財務報告之主要內容，係指足以影響理性投資人之投資判斷之重要內容而言，而未具體適用第 99 號公告。

(八) 合邦案³⁰

案例事實

被告陳錦澹自 85 年間起擔任合邦公司總經理，並於 96 年 6 月 14 日接任董事長，為合邦公司之行為負責人。陳仁憲自 95 年 2 月 1 日至 96 年 9 月 30 日止，擔任合邦公司協理兼財務處處長，綜理總務、會計、財務事宜。建笙公司董事長於 95 年 7 月 7 日改由陳錦澹妹婿，林俊喬擔任建笙

³⁰ 最高法院 109 年度台上字第 2476 號刑事判決。本案確定。

公司負責人，惟實際上始終由陳錦澹指揮被告歐明榮，處理建笙公司之人事、財務及業務事宜。被告陳益源並擔任陳錦澹之特別助理，且曾建議陳錦澹另外成立投資公司以持有合邦公司股票等各節，顯見陳益源與陳錦澹間關係密切，尤其涉及財務會計事項，係陳錦澹諮詢之重要對象，又陳益源亦為光德公司名義負責人，故針對公司重大決策有決定性影響力。

被告陳錦澹與歐明榮先共同投資設立馬來西亞亞威克科技股份有限公司(下稱 AVIC 公司)，並由陳錦澹掌控 AVIC 公司之實質決策權。另於 95、96 年間，孫中興係合邦公司業務中心協理，管理銷售作業處、陳淑萍為業務課長、陳平章擔任營運中心協理，管理製造作業處；林柏伸、林佳美皆為建笙公司員工、劉秀敏則係歐明榮配偶，斯時任職於華南銀行永吉分行。合邦公司於 95 年間營收下滑，陳錦澹、歐明榮又希冀 AVIC 公司能在馬來西亞掛牌上市其等即謀定由歐明榮設立境外公司，並共同指示陳淑萍（當時之業務課長）以預付貨款方式，處理合邦公司向境外公司之進貨，銷貨時則給予甚為優惠之付款條件及信用額度，且進、銷貨間之毛利應先由陳錦澹、陳仁憲確認，再按合邦公司之進、銷貨流程辦理相關文書作業。就此可知，被告林俊喬、孫中興、陳淑萍、陳平章、林柏伸、林佳美及劉秀敏等 7 人均明知或可預見設立境外公司之目的係在與合邦公司進行虛偽交易，以拉抬、衝高合邦公司及 AVIC 公司之營業額。於此，被告等 7 人即以前揭方式，共同使合邦公司不知情之財會人員，將「虛進」、「虛銷」之不實交易，接續記入合邦公司之 95 年度前三季、95 年度全年、96 年度第一季、96 年度上半年及 96 年度前三季之財務報告，進而產生財報不實之情形。

法院見解

本案系爭行為是否構成財報不實，又該等資訊有無合於重大性之量性、質性指標？

最高法院認具備重大性，其理由略為「合邦公司於 95 年度從事之『虛銷』及其所對應之『虛進』，其應更正之稅後損益金額，係虛增收益 30,226,898 元，金額已超過 1 千萬元，且合邦公司 95 年度原決算營業收入淨額為 1,511,301,000 元，故前揭應更正之稅後損益金額，亦已達原決算營業收入淨額 1%以上；又合邦公司於 96 年度前 3 季從事之『虛銷』及其所對應之『虛進』，應更正之稅後損益金額，係虛增收益 40,733,016 元，金額復超過 1 千萬元，且合邦公司 96 年度前 3 季原決算營業收入淨額為 617,236,000 元，故前揭應更正之稅後損益金額，亦已達原決算營業收入淨額 1%以上，已達於行為時之證交法施行細則第 6 條第 1 項關於財務報告誤述應重編之『量性指標』」。

又針對質性指標部分，判決中認為「陳錦塘、陳仁憲、歐明榮等人設立境外公司從事本案虛偽交易之目的，乃為拉抬合邦公司的營收，美化財務報告，並衝高 AVIC 公司營業額以利上市，足見其等已有『舞弊』、『不法行為』之主觀犯意，又公司之營收及損益金額，乃一般投資者至為重視之項目，渠等上開行為，亦符合『掩飾營收趨勢』、『影響公司之法規遵循』等質性指標，顯足以影響一般理性投資人對於市場之判斷。」

綜上，法院於本案例中判斷重大性時，就量性指標部分雖未採取第 99 號公告 5%標準，而以我國證交法施行細則第 6 條第 1 項關於財務報告誤述應否重編之門檻作為「量性標準」。然於本案量性指標已達之情形下，另針對質性指標具體操作第 99 號公告內容，認符合「掩飾營收趨勢」、「影響公司之法規遵循」等質性指標，復就公司管理階層及財報編製者之主觀犯意納入考量，綜合評估後認為具有重大性。

(九) 遠航案³¹

³¹ 最高法院 110 年度台上字第 5443 號刑事判決。本案確定。

案例事實

崔湧（歿，業經判決公訴不受理確定）為遠航公司副總經理，陳尚羣係擔任遠航公司財務處副處長，吳勇璋（被告）為遠航公司之經理人，且為遠航公司財報申報及公告之行為負責人，施建華為從事業務之人。又樓文豪（被告）係吳哥航空公司前執行董事。

93年間，吳哥航空公司與遠航公司「濕租」波音757，由遠航提供飛機、燃油費、飛機維修服務、機組員以及因經營飛航所產生的一切費用，吳哥航空則需按每航班支付濕租機款項。

94年間，前董事長崔湧、前總經理陳尚羣見遠航公司因營運績效不佳，公司淨值持續下降，決意以不實交易美化財務報告，讓公司每股淨值不低於5元。95年2月，遠航公司擬募資金7億8千萬元，為達成增資目標，陳尚羣商請樓文豪協助籌資認購股票，樓乃提出遠航公司須同意吳哥航空公司不須依合約繳納濕租機款項。

陳尚羣、吳勇璋為朋分將來於增資取得遠航公司股票變賣後所獲取的利益，遂同意配合辦理，至96年12月31日止，吳哥航空公司欠款高達8億2423萬餘元，遠航公司資金周轉益加困難。遠航94年、95年、96年及97年第一季財報均發生重大不實結果。其作法為崔湧、陳尚羣、吳勇璋等人明知與吳哥航空公司或相關旅行社無簽約之合意，仍繼續進行。且共同基於使遠航公司依法申報、公告之財務報告不實之犯意聯絡，為申報公告不實及不實美化帳面行為。

法院見解

本件爭點為未揭露於公司財務報告中之非常規交易等資訊是否具有重大性，而足以影響理性投資人之判斷？

最高法院同意高院更二審之判決結果，認為該等資訊符合質性指標，影響理性投資人，故而具備重大性。該高等法院更二審判決以證交法施行細則第 6 條第 1 項關於應重編財務報表門檻作為量性指標之標準，參酌行為人之犯行目的是想要達到股票淨值不低於每股 5 元以及降低其負債比，得出未達量性門檻之結果。針對量性指標部分，判決中表示「本院認宜以重編財報修正前後所定之標準作為財報申報公告不實有無達重大之量性指標標準，就...營收虛增部分採 101 年 11 月 23 日修正前之重編標準，即更正損益達 1000 萬元以上，且稅後損益達原決算營業收入淨額 1%或實收資本額百分之 5，就前揭行為造成資產負債表不實部分採修正後重編財報標準（修正前重編財報標準並未規定資產負債表個別項目影響）即達更正資產負債表個別項目（不含重分類）個別財報金額在新台幣 1500 萬元以上，且達原決算營業收入淨額百分之 1.5 以上或合併財報更正資產負債個別項目達 3000 萬以上且達原決算營業收入淨額百分之 3 作為判斷重大性之量性指標，...，核算吳勇璋所犯事實欄...，於虛增『保證營收』、『預付航權費攤銷』及『GSA 費用』致虛增稅後損益佔營業收入淨額比例如附表五...。」³²。因而量性指標並未符合。

最高法院復就質性指標判斷，謂「再審諸本件美化財報之舞弊手段，係以虛偽不實交易掩飾遠航公司資產及收益不佳等情事（第二項），亦涉及虛偽不法交易之掩飾隱藏（第九項），更嚴重影響遠航公司之法令遵循（第六項），本即符合該公告第二、六、九項之質性指標，已使一般理性報表使用者對遠航公司之資產及營業獲利能力及對公司經營階層之經營正直性等重要事項，產生錯誤評估、判斷，自具有重大性。」

綜上，本案法院在未達量性指標下，進一步以第 99 號公告所列舉之質性指標認定重大性，認符合三項質性指標而認定具有重大性。

³² 臺灣高等法院 109 年度金上重更二字第 14 號刑事判決。

(十) 軍成案³³

案例事實

被告樊祖燁係軍成科技股份有限公司(下稱軍成公司)董事長曹振國(另案通緝中)之特別助理，於 92、93 年間升任該公司資深副總經理兼發言人，後改任該公司顧問；被告徐丙煬(原名徐啟能，下稱徐丙煬)於 93 年 3、4 月間任職軍成公司副總經理，並擔任該公司電子商務部門主管(94 年 5 月間離職)；被告王經宇自 94 年 4 月 29 日起為軍成公司之董事長兼總經理，同年 9 月 6 日因變更由王麗華(已判刑確定)擔任軍成公司董事長；被告王經宇擔任軍成公司總經理，為該公司之實際負責人；被告李俊成於 94 年 9 月 2 日任職軍成公司擔任該公司數位內容事業群協理，於 96、97 年間升任為該公司副總經理並兼任發言人。被告樊祖燁、徐丙煬、王經宇及李俊成等人分別以不實循環之虛偽交易，虛增軍成公司之營業額，並美化該公司之財務報告，共同接續就軍成公司 93 年度之季財務報告、半年度財務報告、前 3 季財務報告及年度財務報告為公告及申報不實之犯行。

又被告王銘賢係世學公司之負責人，明知世學公司與軍成公司間並無真實交易，為取得軍成公司之應收帳款債權以向金融機關融資貸款，而與曹振國、樊祖燁、徐丙煬等人共同連續不實登載軍成公司轉帳傳票及統一發票等會計憑證及行使業務登載不實文書等。

法院見解

本案中有關被告等人以虛增營收方式將不實交易內容列入相關財務文件之行為，此等不實資訊是否具備重大性？

³³ 最高法院 109 年度台上字第 5321 號刑事判決、臺灣高等法院 107 年度金上重更一字第 7 號刑事判決。本案確定。

最高法院肯定高等法院之見解³⁴，認定已達量性指標而具備重大性。就量性指標部分，高等法院採用銷貨收入占營業收入淨額之比例作為其判斷是否符合重大性之量性標準。最高法院認為該標準與第 99 號公告「所提出以財務報表錯誤項目之金額與『淨利』之比例，作為評估該錯誤是否重要而予更正所選用以『淨利』為基礎之評估方法相同」。並指出「該第 99 號幕僚會計公告亦為目前實務判斷重大性標準所採用各類依據之列，原判決採用銷貨收入與營業收入淨額之比例作為其判斷是否符合前揭重大性之評估方法，既為目前實務上（證交法施行細則第 6 條第 1 項、證券發行人財務報告編製準則、審計準則公報第 51 號等）所使用之標準之一，即非無據。」。

此外，法院表示「前開虛偽不實交易之入帳銷貨收入（含技術服務收入）各占原帳列之當月份營業收入淨額相當比率，且就各月不實交易之入帳銷貨收入加總結果，所占當月份營業收入淨額之比率更屬可觀。富鋒聯合會計師事務所查核軍成公司 93 年至 95 年財務報表之重大性標準，上開虛偽不實交易所虛增之營業收入單筆即有超出重大性金額之情形，遑論其彙總結果。」。

就此，最高法院亦認「……佐以軍成公司在原董事長曹振國管理期間即 92 年度至 93 年度，其公告之財務報告均屬營業收入及獲利成長狀態，惟相關交易經富鋒聯合會計師事務所查核後，至 93 年度由盈轉虧，至 94、95 年度仍持續虧損之情形，因認軍成公司之財務報告以虛增營收方式列入上開不實交易內容，已足以影響財務報告使用者對公司經營績效之判斷，而認定上開虛偽交易行為，係影響投資人投資決定之重大性消息，且不因部分不實交易之入帳銷貨收入占當月份營業收入淨額比例較低，而影響本件軍成公司之財報虛偽情事已達重大性要件之認定。」

³⁴ 臺灣高等法院 107 年度金上重更一字第 7 號刑事判決。

另針對質性指標，最高法院並未論述；然高等法院就此有相關說明³⁵，略謂「質性因素係交易、其他事項或情況或其內涵之特性將使資訊更可能影響財務報表主要使用者所作之決策，存有質性因素會降低量化因素評估之門檻等情...準此，本件上開財務報表既經軍成公司以虛增營收之方式加以美化，自會導致財務報表之使用者，即證券交易市場投資人產生誤判而影響其投資決定。縱有不實交易之入帳銷貨收入僅占當月份營業收入淨額之 2.68%之情形，比例似非甚高，惟就財務報表整體觀之，對投資人之投資決定要難認無重大影響，自不能切割片段來觀察其重大性。此觀軍成公司後經櫃買中心終止該公司自 98 年 5 月 3 日之有價證券櫃檯買賣即明。」另被告王銘賢部分則是成立共同正犯，特此敘明。

綜上，本案法院對量性指標係採用銷貨收入與營業收入淨額之比例作為判斷是否符合重大性，並在已達量性指標下，就質性指標部分以是否具體影響投資人決定加以判斷，非參考第 99 號公告。

(十一) 華映案³⁶

案例事實

被告華映公司為了在中國大陸募資平臺取得資金，遂於 95、96 年間轉規劃以取得訴外人閩東電機公司（收購完成後於 99 年 1 月 31 日更名為華映科技集團股份有限公司）控制權（俗稱：借殼上市）之方式，在深圳證券交易所掛牌上市，又為順利取得大陸官方就本件收購案之核准，遂陸續以華映百慕達公司及華映納閩公司（皆為被告華映之旗下公司）之名義簽署業績承諾等書面承諾予中國證券監督管理委員會（下稱證監會），再以被告大同公司、華映公司之名義就華映百慕達公司及華映納閩公司於本件

³⁵ 臺灣高等法院 107 年度金上重更一字第 7 號刑事判決。

³⁶ 臺灣臺北地方法院 110 年度金字第 25 號民事判決。本案尚未確定。

收購案向證監會提出之書面承諾，簽署連帶保證承諾。該等資訊並未揭露於華映公司之財報；嗣被告華映公司於 106 年 7 月 7 日，發布主旨為「本公司 98 年經由第三地區投資事業分別以其投資大陸之 4 家子公司 75% 股權作價為大陸地區華映科技（集團）股份有限公司之投資（補充公告）」之重大訊息。

法院見解

本案爭議為系爭承諾之性質以及是否具備重大性須予以揭露。

一審法院認為系爭承諾依會計處理準則本無須揭露，亦不具重大性。判決中首先指明系爭承諾屬或有負債之性質，進而提出「被告華映公司及其子公司於本件收購案僅變更投資持股架構，而未變更其營運、交易模式，所為承諾尚屬合理允當……則上開現金補足義務所衍生之交易，依據前開會計準則，被告華映公司於編製個體財務報表時，應按對閩東電機公司之持股比例認列投資損益，並就母、子公司間交易產生之損益為沖銷並調整投資損益科目，且於編製合併財務報表時，集團內個體間之交易有關之集團內資產與負債、權益、收益、費損及現金流量均全數銷除，即便以量性指標觀察，亦不具何重大性；就被告華映公司而言，自不發生資產受損或負債之情形，實質上並不會導致具經濟效益之資源的流出，依據系爭財報所應適用之國際會計準則第 37 號公報，本無須揭露系爭第 3 項承諾，則被告華映公司雖以系爭第 18、19 項承諾聲明就上開事項負連帶責任，然須以現金連帶補償之發生可能性亦低，是系爭承諾均非屬重大而應揭露之資訊。」

就此，復針對質性指標進行論述，認不符合質性指標。其理由為，「就質性指標而言，本件係因應大陸地區相關法規及證監會之要求，而出具之一般性承諾，亦不存在不法舞弊、隱瞞不法交易情事，更無影響發行人之

法規遵循或將損失變成收益或將收益變成損失等美化財報等情形，實難認具有重大性。」

本案經上訴後，高等法院駁回上訴，被告等人無罪。綜上，在量性指標部分，一審法院所採標準為證券發行人財務報告編製準則第 15 條第 1 款第 7 目、第 8 目之規定及證交法施行細則第 6 條第 1 項第 1 款所定應重編財務報告門檻等據以判斷，而非用第 99 號公告所定 5% 門檻。此外，法院於未達量性指標之情形，參照第 99 號公告質性指標，認為不存在不法舞弊、隱瞞不法交易情事，更無影響發行人之法規遵循或將損失變成收益或將收益變成損失等美化財報等情形，進而得出未達質性指標，故不具重大性之結論。

(十二) 金尚昌案³⁷

案例事實

被告林鴻明為上市公司金尚昌公司（原名林三號國際發展公司）之實際負責人，陳祈蒼為金尚昌公司的總經理，董翠華則自民國（以下同）94 年 8 月起擔任金尚昌公司之財務長。

金尚昌公司以所有的淡水水仙段 13 筆土地、淡水米蘭段 59 筆土地，分別向中聯信託公司設定抵押擔保借款新台幣（以下同）11 億元及 7.55 億元，但自 90 年 4 月起未正常繳息。

林鴻明於 91 年 5 月指示陳祈蒼安排由王在山、王重男、王燕航 3 人作為米蘭段土地交易人頭，約定買賣價金約 7 億 8,998 萬元，其中 7 億 5,798 萬元由系爭三人負擔，並約定支付方式為 3 人先支付少額款項（3,500 萬元），至於餘款則以金尚昌公司承擔債務方式

³⁷ 最高法院 111 年度台上字第 2576 號刑事判決。本案確定。

處理，並約定如中聯信託公司不同意債務承擔，則 3 人應全數支付買賣價金，並應負擔借款利息，金尚昌公司才有移轉土地所有權的義務。

惟金尚昌公司在中聯信託公司未同意承擔債務、王在山等 3 人也僅支付 1,125 萬元的情況下，林鴻明便指示陳祈蒼將米蘭段土地所有權移轉至三人名下，使金尚昌公司喪失 7 億 7,873 萬元（7 億 8,998 萬元—1,125 萬元）的土地處分所得，同時無法藉處分土地所取得的價金清償債務以擺脫債務人地位。

此外，針對系爭交易，林鴻明更指示相關人等在財務報告和公告資訊中造假、未揭露實質關係人交易的事實。林鴻明嗣於 94、95 年間，以後述白天鵝公司及啟揚公司等名義為林三號公司清償米蘭段土地擔保之部分債務，又以王重男名義開立支票給金尚昌公司以清償以王在山等三人買受米蘭段土地之部分餘款亦經兌現，合計共 4 億 8,498 萬元，均屬林三號公司因移轉米蘭段土地給王在山等三人所回流之款項；就此，林鴻明可實際支配之犯罪所得為 3 億 500 萬元（7 億 8,998 萬元—4 億 8,498 萬元）。

水仙段土地部分，林鴻明明知中聯信託公司在 93 年間要將其對金尚昌公司以水仙段土地及米蘭段土地供擔保的債權標售，但均流標。因此安排「白天鵝建設公司」以 12 億元標購債權，並隱瞞其同時為金尚昌公司及啟揚公司實際負責人以主導該等關係人交易，使白天鵝公司將債權讓與其掌控的啟揚資產管理公司；其中就水仙段土地擔保的債務以 7.5 億元取得。

於尚未付清價款之際，中聯信託公司也還沒將債權交割給白天鵝公司，啟揚公司也未取得債權，林鴻明便指示陳祈蒼、董翠華讓金尚昌與啟揚公司締訂「以物抵債」契約，使金尚昌公司將水仙

段土地及興建權利移轉給啟揚公司，以「抵償」土地擔保的本金 11 億元債務。且關於交易條件，復由林鴻明片面決定抵沖債務基礎之金額，以不利於金尚昌公司之基礎計算。啟揚公司承受土地後應付給金尚昌公司的數額，是以該擔保債務在金尚昌公司的帳面價值（含本金 11 億元、利息、違約金等）共約 14 億餘元，而不是以取得債權所實際應付的 7.5 億元為核算基礎，也就是支付較少金額給金尚昌即能取得水仙段土地，犧牲金尚昌公司最大利益以牟取私利，使金尚昌公司遭受 1.4133 億元的重大損害。

法院見解

本案爭點之一為系爭關係人交易是否應揭露於財務報表中，該等資訊對投資人而言是否具有重大性？

首先，針對關係人認定部分，法院認「依『財報編製準則』等相關規定，財務報告就『與關係人之重大交易事項』應加註釋，且須揭露當期有關『處分不動產之金額達 1 億元或實收資本額百分之二十以上』、『應收關係人款項達 1 億元或實收資本額百分之二十以上』等重大交易事項之相關資訊，並充分揭露關係人交易資訊…… 林鴻明實質上對林三號公司（後更名為金尚昌公司）與王在山三人間、金尚昌公司與啟揚公司間均有控制能力，而對金尚昌公司及啟揚公司均具重大影響力。足認林三號公司（後更名為金尚昌公司）與王在山三人互為關係人，金尚昌公司與啟揚公司互為關係人，而均屬關係人交易，且金額達一億元以上，自均為財報編製準則所定關係人重大交易。」

又法院謂「金尚昌公司（原林三號公司）於資訊公開觀測站中虛偽登載王在山 3 人『非公司實質關係人』，且在財務報告中亦未揭露為關係人交易；金尚昌公司於公開資訊觀測站公告，虛偽登載啟揚公司『非金尚昌

公司之關係人』，且於財務報告亦未揭露是關係人交易。足認林三號公司、金尚昌公司就該等財務業務文件及財務報告之記載，均違反證交法第 20 條第 2 項之規定，而足以影響財報使用者之正確判斷。又林三號公司、金尚昌公司處分土地之金額甚鉅，既均達應揭露與關係人交易之要求，就該公司股東、投資人、債權人乃至於客戶等財務報表或公告資訊使用者（下稱財報使用者）而言，必會關心交易對象是否為關係人，進而影響對於公司投資等之相關決策判斷，而具有重要影響。堪認此等與關係人交易事實，具有應向不特定財報使用者揭露之『資訊重大性』。」

就重大性之判斷，法院首先敘明證交法第 20、20-1 條之規定，並表明民事規定中所要求之「主要內容」雖於未出現於刑事規定中，然基於「現代大型企業結構，多有關係企業，社會上常以企業集團稱之，關係企業間，無論是個人（自然人商號）、公司（包含上市、上櫃及未公開發行證券者）有關係人交易發生，為事理之常，一旦關係人間隱密性地利用非營業常規交易，進行利益輸送，勢將致使法律規範要求對於提高財務報告資訊透明度，藉由資訊之及時性、真實性、公平性與完整性，建立成熟資本市場之機能，形同虛設，因此具有可非難性與違法性。」仍須以重大性作為非難之標準。

關於重大性之認定，最高法院表明以財報編製準則以及相關財務會計準則公報作為「量性指標」門檻，而「質性指標」則參照美國第 99 號公告。內容略述如下：「財報編製準則及相關財務會計準則公報均提示『關係人交易』應予揭露、附註。尤其，財報編製準則規定之『達 1 億元或實收資本額百分之二十以上之交易』者，『應』予揭露，學理上稱為『量性指標』門檻，而與其他諸如美國證券管理委員會『第 99 號幕僚會計公告』所例示……等『質性指標』，祇要符合其一，即屬「重大」應揭露，俾維護證券市場誠信，避免投資人因不實資訊而作成錯誤決定。」

就此，論述量性指標時判決指出「米蘭段土地交易部分，林三號公司與王在山3人互為關係人；水仙段土地交易部分，金尚昌公司與啟揚公司互為關係人，均屬關係人交易且交易金額達1億元以上。」就此，參酌上述量性指標，以財報編製準則等相關規定為標準，財務報告就「與關係人之重大交易事項」應加註釋，且須揭露當期有關「處分不動產之金額達1億元或實收資本額百分之二十以上」、「應收關係人款項達1億元或實收資本額百分之二十以上」等重大交易事項之相關資訊，並充分揭露關係人交易資訊，已達量性標準。法院復就質性指標部分加以論述，其謂「林鴻明等人隱匿未揭露關係人交易之目的，係為掩飾不合營業常規等不法犯行，自足認已同時符合『質性指標』。」

綜上，本件系爭交易屬關係人交易應予以揭露而未揭露，且該等資訊具重大性，故應予非難。本案法院就量性指標係採財報編製準則及相關財務會計準則公報之規定，以「達1億元或實收資本額百分之二十以上之交易」者「應」予揭露作為標準。於已達量性指標之情形下又佐以質性指標，認符合第99號公告所列「為掩飾不合營業常規之不法行為」要件，該當重大性標準。就此可知，本案法院係參考第99號公告所列之質性要件得具重大性之結論；然就量性指標部分仍係適用國內相關規範作為判斷標準。此外，本案法院雖未就管理階層之主觀意圖加以詳細論述，然綜觀判決可知，若系爭公司之高階管理階層明知行為目的，應可加強其行為符合質性指標之合理性。

(十三) 群聯案³⁸

案例事實

³⁸ 臺灣高等法院111年度金上訴字第11號刑事判決。本案確定。

群聯電子股份有限公司（下稱群聯公司）從事快閃記憶體控制晶片及隨身碟、記憶卡等快閃記憶體應用產品之研發與銷售等業務。被告潘健成為群聯公司、匯聚投資股份有限公司（下稱匯聚公司）、群聚投資股份有限公司（下稱群聚公司）、聯東電子股份有限公司（下稱聯東公司）、華威達科技股份有限公司（下稱華威達公司）、薩摩亞商永馳科技有限公司（EVERSPEED TECHNOLOGY LIMITED，下稱香港永馳公司）之實際負責人。另被告于志強、劉秀琴及邱淑華皆為群聯公司內部之高階管理階層、核心或財會人員。

上述四人均明知群聯公司、聯東公司、華威達公司、香港永馳公司互為關係人，且群聯公司於 98 年至 103 年間所編製之財務報告有下列經合併觀察結果屬對一般理性投資人具重要性之投資決策資訊並未如實揭露於相關財務報告上，並向主管機關申報（惟 103 年度財務報告已揭露聯東公司為關係人），詳情如下：

1. 被告等明知潘健成基於穩定群聯公司進貨成本等目的，有使群聯公司於 98 年至 103 年間與聯東公司、華威達公司、香港永馳公司進行交易，且上開交易之進、銷貨金額或應收帳款金額，依證券發行人財務報告編製準則第 15 條第 17 款、第 17 條第 1 項第 1 款第 7 目、第 8 目（100 年 7 月 7 日修正前為第 15 條第 1 款第 7 目、第 8 目）、審計準則公報第 6 號（107 年 7 月 1 日起依第 67 號公報處理）、財務會計準則公報第 6 號等相關規定，屬與關係人之重大交易事項，應揭露於群聯公司各該年度財務報告之「附註」欄位（含關係人名稱、與關係人之關係、進、銷貨金額或百分比、應收帳款之期末餘額或百分比等事項），仍基於申報及公告不實群聯公司財務報告之犯意聯絡，故意就「關係人」之資訊不為記錄，致群聯公司財務報告之資產負債表上「應收帳款及票據」、「應付帳款及票據」關係人與非關係人欄位所載之金額不實。

2. 被告等又於 98 年 3 月至 103 年 10 月間，基於處理華威達公司之存貨、資金靈活運用需求等目的，基於上開違反證交法及基於違反商業會計法（聯東公司、華威達公司部分）之犯意聯絡，指示相關人等製作並收受相關內容不實之進項發票，另將上開不實交易事項分別記入群聯公司、聯東公司、華威達公司之立帳傳票、帳冊、財務報表，致群聯公司（資產負債表、損益表所示金額不實）、聯東公司及華威達公司財務報表不實。

法院見解

本案法院針對重大性之判斷，首先重申「理性投資人」判準之原則概念，進一步提及美國實務所採第 99 號公告，並依此等內容加以論述，認為本件皆已達我國法規範下的量性指標及第 99 公告所列之質性指標，故具備重大性。

量性指標部分，判決中直接參照我國相關規範，並以此作為判斷標準，認「所謂『量性指標』，係指對公司淨利之影響在特定標準以下，國內實務有從證券交易法施行細則第 6 條第 1 項『應重編財務報告』之規定、審計準則公報第 51 號『查核規劃及執行之重大性』，或證券發行人財務報告編製準則等相關規定，作為『量性指標』判斷之參考依據」。另就質性指標部分，法院則直接參照第 99 號公告，同時，似有指出除第 99 號公告所例示之九項質性因子之外，尚有其他輔助標準可供參照，然其核心概念仍不脫「理性投資人」判準，略謂「雖法無明文，但亦可參考美國證券交易委員會（SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION）發布之『第 99 號幕僚會計公告，Staff Accounting Bulletin No.99』所列舉...等因素，而演繹出『質性指標』；而此『質性指標』，並非單純以關係人間之『交易金額』若干為斷，尚包括公司經營階層是否有『舞弊』、『不法行為』之主觀犯意，或該內容是否足以『掩飾營收趨勢』、『影響履約或償債能力』及『影響法律遵循』等各項『質性因子』，加以綜合研判。換言之，證券交易法上『重

大性』概念判斷之核心，在於不實資訊對一般理性投資人而言，可能具有顯著影響，在整體資訊考量下，可能影響其投資決策，因此在判斷某項不實資訊是否符合證券交易法『重大性』要件時，必須根基於理性投資人可能實質改變其投資決策之核心概念，藉由前述『量性指標』和『質性指標』進行全面性綜合判斷，只要符合其中之一，即屬重大而應揭露，並不需要兩者兼具，俾發揮『質性指標』之補漏網功能，避免行為人利用『量性指標』之形式篩檢，而為實質脫法規避行為，以維護證券市場之誠信。」

本案法院認為，系爭未揭露之關係人交易金額已達我國證券發行人財務報告編製準則所設定之量性門檻，並於符合量性指標之情形下，進一步就質性指標加以論述，並得出該等資訊實足以影響理性投資人之判斷標準，具備重大性。法院表示「參照證券發行人財務報告編製準則第 17 條第 1 款第 7 目之規定，各該年度之進、銷貨之金額均已達實收資本額百分之 20 以上（就 103 年度觀之，扣除年度已經揭露之聯東公司部分亦達百分 20 以上），且金額分別達 1 億元以上，以此作為量性指標之參考分析，已符合重大性之要件...除有被告潘健成所稱商業上規避某款項支付之特殊目的，尚有基於處理華威達公司存貨、將資金移轉至香港永馳公司等目的，而以循環、不實交易之方式為之，且確實有部分資金曾以此方式滯留香港永馳公司，其等未於財務報告上揭露各該關係人交易及交易狀況，主觀上有掩飾不法行為之意，且各該關係人公司復為被告潘健成實質掌控之公司，亦已符合上揭質性指標判斷基準，所為顯然足以影響一般理性投資人對於市場之判斷無訛。從而，本案群聯公司所申報及公告之財務報告內容虛偽、不實情事，已具備前述量性、質性指標之重大性，足以生損害於理性投資人甚明。」

綜上，本案法院就量性指標部分雖有提及第 99 號公告中所使用之特定項目之 5% 門檻，然於實際操作時仍採我國既有規範作為判斷標準，據此

認定合於量性指標，可直接謂已具備重大性要件；然法院復就質性指標部分提出判斷，並具體運用第 99 號公告之內容，認為本件關係人交易之內容似有符合公告中之第九項「掩飾不法交易」質性因子，並參酌管理階層之主觀意圖作為輔助標準，得出當然影響理性投資人之結論，具備重大性。

(十四) 漢唐案

1. 臺灣高等法院 109 年度金上重更二字第 13 號刑事判決³⁹

案例事實

被告陳朝水與王燕群、李惠文、潘麗雲均明知包作費用係由電通等 3 家公司（先後由陳朝水、王燕群出資設立）先代替漢唐公司墊付，漢唐公司而後再佯以轉包工程費名義返還墊款，惟漢唐公司與電通等 3 家公司間實際上並無工程轉包之業務往來關係。另王燕群、陳朝水等人為漢唐公司利益，動用電通等 3 家公司之資金，除上述漢唐公司「包作」成本管控制度及「虛假工程轉包」方式外，尚於漢唐公司營運或投資不便出名之際，代為出名出資運作，如風險性較高的投資，先以電通公司資金墊支，再由漢唐公司收取獲利，或代漢唐公司出資聘請技術或業務顧問，協助漢唐公司工程之進行。王燕群於漢唐公司營運狀況不盡理想之年度，亦以電通等 3 家公司之資金，發給漢唐高階主管年中獎金，以提振漢唐公司員工士氣，將本應由漢唐公司支出部分款項改由電通等 3 家公司支付，致部分漢唐公司之成本，隱藏在電通等 3 家公司。

就此，陳朝水等人隱瞞漢唐公司與電通 3 家公司所採用之包作制度，及前揭電通等 3 家公司之其他代墊款項等情事，於製作財務報表時，未如

³⁹ 本案未確定。依據臺灣高等法院 111 年度金上重更三字第 6 號刑事判決，法院認定本件雖未達量性指標，然卻有符合質性因子中之「影響發行人法規遵循」要件，而具備重大性。

實揭露上開交易資訊，造成漢唐公司之財務報告、財務業務文件均無法正確反映漢唐公司各年度當期費用成本，並同時致使電通等 3 家公司財務報表發生不實結果。

法院見解

本件法院爭點為系爭包作制度之會計處理是否符合重大性而構成財報不實之要件。

高等法院針對重大性之判斷認為，本案雖未達量性指標，然質性指標已達，故具有重大性。惟其就罪刑部分之認定上論以「無證據足以認定被告有從中獲取不法利益，其主觀惡性尚非重大，所為並未致漢唐公司受何損害，亦無證據足認實質上已造成投資人之損害，原審疏未引用刑法第 59 條酌減其刑，有罪刑不相當之虞，容有未當。」

就此，高等法院所採量性指標之標準為財報編製準則第 17 條第 1 款第 8 目、證交法施行細則第 6 條第 1 項第 1 款。於本案中，漢唐公司 90~100 年度之財務報告內容不實未達量性標準，蓋標準為更正稅後損益金額在 1 千萬元以上且達實收資本額 5% 門檻；本案事實顯示該等資訊於更正後並未達實收資本額 5%；又針對應收關係人款項達 1 億元之標準：本件金額亦未達 1 億元。

就質性指標之說明，法院認為，基於商業會計法第 19 條針對無法取得原始憑證之交易，商業負責人得令經辦或主管員分別或共同證明之；另依漢唐公司內控制度第四章會計憑證、第二節憑證種類、壹、一原始憑證(一)內部憑證，對於無法取得單據之費用亦有相關規定。然該包作制度實際上是建立在申請人與管理經營階層「互相信任」之基礎上，全憑申請人一己獨立判斷，顯見漢唐公司、被告等人均有刻意隱匿、掩藏「包作制度」、「包作費用」之實情。合於「是否影響發行人遵守法令之規範」之質性因子。

又以電通公司給付漢唐公司高階主管年中獎金之發給對象，亦包括被告（陳朝水）在內，故而亦符合「增加管理階層薪酬」。惟漢唐公司於各年度財務報告內未如實反映成本支出之影響，尚不能遽認已達「掩飾營收趨勢之改變」之程度。此外，判決中亦有提及「漢唐公司 90 年度至 100 年度財務報告、財務文件不實之內容，已涉及到對公司營運或獲利能力扮演重要角色之工程業務部門及採購部門，且是公司經營階層故意所為，但尚無影響履約或償債能力等情形」。

綜上，高等法院認定「漢唐公司設計包作制度本意，固在進行控管成本，惟實際制度流程中欠缺有效之管控、審查、追蹤及稽核等機制，規避公司內控及會計制度，亦對漢唐公司外部會計師隱瞞，使會計師在上揭期間無從就此適切出具查核意見。此等在財務報告、業務文件上之虛偽、隱匿，嚴重影響漢唐公司應遵循之法令，其中不但有漢唐公司營運扮演重要角色之工程業務部門、採購部門參與，且是漢唐公司經營階層故意所為之犯罪行為」。此外，漢唐公司於營運或投資不便出名之際，亦由電通等 3 家公司代為出名出資運作，或代漢唐公司出資聘請技術或業務顧問等；另於漢唐公司營運不盡理想之年度，亦以電通等公司之資金發給漢唐公司高階主管年中獎金，增加管理階層之薪酬，此等支出均逸脫漢唐公司內部稽核及外部會計師之查核，致使請購、採購、點驗等內控機制失其作用，無從藉由公開透明的公司治理或公開市場機制予以查核、監督，在質性判斷上，此等在財務報告、業務文件上之虛偽、隱匿即具有重大性。……客觀上，以一般理性投資人而言，漢唐公司經營階層未遵循法規，雖尚未達「掩飾營收趨勢之改變」之程度，但經營階層就部分支出故意違法規避內控稽核及外部會計師查核，又從中獲得增加經營管理階層薪酬之利益等實情，對於投資人整體考量漢唐公司營運健全與否及經營者之能力，實屬重要，在財務報告中刻意加以隱匿，未予投資人完整資訊，已足以影響投資人之投

資決策，應認已達質性『重大性』之標準。……漢唐公司 90 年度至 100 年度財務報告不實之內容，雖未達『量性』指標之重大性標準，惟上開年度財務報告不實在客觀上已達『質性』指標之重大性標準。揆之前述說明，財務報告之不實內容只需符合『量性指標』或『質性指標』之一，即符合重大性，是本案漢唐公司 90 年度至 100 年度財務報告之不實，均具備重大性。」

就此可知，本案法院於量性指標部分未採第 99 號公告的 5%標準，而是以更正稅後損益金額占實收資本額比例並未達 5%以及應收關係人款項未達 1 億元（財報編製準則第 17 條第 1 款第 8 目、證交法施行細則第 6 條第 1 項第 1 款）為準。於判定未符合量性標準後，另就質性指標加以分析，認基於本案相關事實，具體操作第 99 號公告的質性標準，已達質性指標中「是否影響發行人遵守法令之規範」及「增加管理階層薪酬」等要件，故具有重大性。此外，就管理階層之主觀意圖部分，法院亦有指明，渠等係以故意違法之主觀犯意以規避公司內部之及會計師之查核，綜合考量已符合第 99 號公告之所列質性指標情形下，不可謂未達重大性。

2. 臺灣臺北地方法院 103 年度金字第 3 號民事判決⁴⁰

案例事實

王燕群（訴訟繫屬後於 104 年 9 月 15 日死亡，承受訴訟人為繼承人李惠文、王國為及王國瑜）為被告漢唐公司之董事長，被告陳朝水、李惠文、陳柏辰、李若瑟、柯文昌及許俊源為被告漢唐公司之董事，被告潘麗雲、葉志德（代表被告建全公司）、陳友安為被告漢唐公司之監察人，被告潘麗美則為被告漢唐公司財報上蓋章之會計主管，被告李宗霖、方燕玲為上

⁴⁰ 本案尚未確定，仍在進行二審審理中。

開期間被告漢唐公司財報之簽證會計師，屬於被告安侯建業事務所之會計師。

本案中，被告王燕群先後出資設立電通、復國公司，又於95年7月間，王燕群與陳朝水籌設華元公司，故該等公司皆屬關係人。被告漢唐公司與王燕群、陳朝水、李惠文、潘麗雲等人使漢唐公司與電通等三家公司實行「包作制度」，指漢唐公司於90年度到100年度，於其經營主要業務遇有無法取得支出憑證的工資、獎金、佣金、租金、公安處理等等工程相關費用時，均先由電通等三家公司先行代墊支出。俟電通等三家公司銀行帳戶存款餘額低於一定金額無法支應相關支出時，再由漢唐公司虛偽發包工程予電通等三家公司承攬，電通等三家公司開出憑證向漢唐公司請領工程款，漢唐公司再以支付工程款給電通等三家公司之名義，返還前開包作費用給電通等三家公司。另漢唐公司自身獲利不足時，向電通公司支領資金代墊高階幹部年中獎金，此無法從漢唐公司財務報告得知。陳朝水於97年10月30日至同年11月10日間將屬於漢唐公司的扁平線收入貨款分批匯入電通公司，且未於漢唐公司財務報告中揭露。90年1月起至101年4月期間，王燕群擔任漢唐公司董事長之薪資一部分為電通公司代墊。又99年度至100年度華氣社原要給付給漢唐公司的佣金收入共計2,625萬元，於100年3月間由復國公司、華元公司開立統一發票給華氣社而由渠等收取。

法院見解

法院針對本件事實中所涉財報不實內容是否具重大性之爭議，提出以下見解。

臺北地方法院就此先判斷，該等資訊皆未達量性指標後，於包作制度部分具體操作第99號公告質性指標認為已達質性指標後，復以該隱匿之

目的作為考量，認為其不具備重大性。至於其他部分質性指標之認定，則以不影響理性投資人判斷而認不具重大性。具體內容，以下分述之。

(1) 包作制度造成系爭財報費用認列之金額差距不具重大性：

首先就量性指標部分，法院指出「98 年度至 100 年度包作制度影響毛利的數額分別為 73 萬 2,000 元、662 萬 5,000 元、31 萬 5,000，均未達 1,000 萬元。前開影響數額占漢唐公司各該年度的原決算稅前淨利、營業收入淨額或期末實收資本額之百分比計算結果為各年度 0.187%、-0.491%、-0.031%，0.026%、-0.083%、-0.003%、0.029%、-0.264%、-0.013%，遠低於當時證交法施行細則第 6 條第 1 項第 1 款所定應重編財務報告之原決算營業收入淨額 1%或實收資本額 5%之標準，亦低於審計準則公報第 51 號第 19 條稅前淨利 5%之標準。縱使不考慮工程收入同步受影響的情形，單純以包作金額與返還金額之差額計算……仍低於前開證交法施行細則第 6 條第 1 項第 1 款以及審計準則公報第 51 號第 19 條所定之標準。……綜合前述，足認系爭財報因包作金額與返還金額之差額，受影響未正確表達的損益金額之比例甚低，並未達重大性之『量性指標』標準。」

於審酌質性指標部分，「包作制度使部分工程成本支出以及營業收入數額未能正確認列於系爭財報，因此使營收趨勢數值不完全正確，且該制度使漢唐公司取得憑證的方式與過程並未完全遵守商業會計法之規範，以致於違反商業會計法，固然有符合質性指標。惟包作制度之目的在於漢唐公司欲就因事實限制或道德倫理上需隱藏，而無法依商業會計法第 19 條規定取得憑證的工程支出，取得其他憑證以認列該金額為漢唐公司之工程成本，其實係在彌平實際支出與會計帳上認列費用成本之落差，而非增加應計基礎的情況與系爭財報揭露的落差。且其更正後影響毛利變動的數額並不高，佔稅前淨利、營業收入淨額或期末實收資本額之百分比均遠低於「量性標準」門檻等節，業如前述。是以，本件綜合質性與量性指標以觀，一

個理性的投資人會認為未公開的資訊對於整體綜合資訊具有重要影響的機率並不高，難認系爭財報未正確揭露之範圍具有重大性。」

就此，法院係針對量性指標未達，然符合質性指標之情形下，另就該包作制度之背後目的加以論述並綜合量性與質性指標後，做出不具備重大性之結論。

(2) 未揭露歷年度返還金額屬與電通等三家公司之關係人交易乙節，亦不具重大性：

量性指標部分，法院以證券發行人財務報告編製準則作為標準，認系爭內容未達相關揭露標準而不合於量性指標，「按證券發行人財務報告編製準則第 17 條第 1 項第 7 目：「財務報告附註應分別揭露發行人及其各子公司本期有關下列事項之相關資訊，母子公司間交易事項亦須揭露：…(七) 與關係人進、銷貨之金額達新臺幣一億元或實收資本額 20% 以上。」本件系爭財報歷年度（即 98 年度至 100 年度）與電通等三家公司交易金額即為漢唐公司返還之金額，分別為 2,338 萬 1,719 元、8,422 萬 6,189 元、9,031 萬 6,003 元，其佔各該年度期末實收資本額之比例分別為 0.815%、1.050%、0.798%，尚未達前開須揭露標準。」

在未達量性指標之情形下，針對未揭露關係人交易之質性指標部分，「系爭財報已經揭露漢唐公司與電通等三家公司各該年度交易之正確金額，僅未揭露電通等三家公司係屬關係人以及前開交易為關係人交易，因該交易數額已揭露，並不會影響淨利，對公司並不會造成任何損失，依質性與量性標準視之，應可認為此部分漢唐公司與電通等三家公司間為關係人未揭露一事其對於理性投資人之投資決定所造成之影響程度極低，此未揭露之處並不具重大性。」

就此，尚須注意，過往判決實務⁴¹中特別強調，「...關係人交易揭露之目的非在嚇阻關係人交易之發生，而是在於充分揭露關係人交易之條件以避免關係人間利用非常規交易進行利益輸送，關係人交易之所以具有可非難性與違法性在於關係人間利用非常規之重大交易進行利益輸送，而使現行法對於提高財務報告於資訊透明度之即時性、真實性、公平性與完整性以建立成熟資本市場機能形同虛設。」就此可知，關係人交易揭露之重點非在該等交易數額之正確與否，而係在於充分揭露關係人交易之條件以避免關係人間利用非常規交易進行利益輸送。但本案法院似認為，只要是不影響公司淨利的關係人交易，若交易數額已揭露，是否揭露關係人並非重要。

(3) 電通公司代墊漢唐公司高階主管年中獎金之年度與金額依照原告指明之部分，無從認定此項情形對於系爭財報影響具有重大性：

判決中表示，「電通公司為漢唐公司代墊 99 年度年中主管獎金 200 萬元，固使漢唐公司當年度營業費用未能正確表達，且屬於增加管理階層的薪酬，然此金額佔 99 年度稅前淨利 0.148%、佔期末實收資本額 0.080%，佔比甚低，縱與前開增加管理階層的薪酬質性指標綜合考量，亦難認足以影響理性投資人之買賣股票判斷，應認不具重大性。」

(4) 97 年間扁平線收入為陳朝水個人收入，本毋需列於漢唐公司系爭財報：

法院認系爭收入貸款並非漢唐公司之收入，故而不需列入漢唐公司之財報中，當然不生財報不實之問題。

(5) 電通公司代墊王燕群 572 萬 200 元薪資造成之系爭財報少認列薪資費用不具重大性：

⁴¹ 最高法院 99 年度台上字第 8068 號刑事判決。

法院認「98 年度到 100 年度由電通公司陸續代墊而未於漢唐公司系爭財報認列之王燕群薪資費用金額分別為 185 萬 9,000 元、185 萬 9,000 元、200 萬 2,200 元，佔各該年度漢唐公司營業收入淨額、期末實收資本額佔比 98 年度為 0.065%、0.074%，99 年度 0.023%、0.074%，100 年度 0.018%、0.084%，均遠低於重大性量性指標，其造成系爭財報少列薪資費用之程度難認足以影響理性投資人判斷，自與原告本件主張本件授權人所受損害無關。」

(6) 99 年度或 100 年度未認列到華氣社共計 2,625 萬元佣金（業外收入）不具重大性：

法院於為認列該部分業外收入之資訊不具重大性亦欠缺損失因果關係，內容略為「遭漏列之 2,625 萬元之佣金收入，其金額僅佔 99 年度營業收入淨額 0.327%、期末實收資本額 1.046%，佔 100 年度營業收入淨額 0.232%、期末實收資本額 1.102%，均未達重大性之量性指標。縱使綜合前開漢唐公司董事長王燕群、監察人潘麗雲以不實會計憑證入帳予復國公司、華元公司之違法情形以觀，因此項漏載佣金收入之情形並非可使理性投資人高估漢唐公司股價，而使其嗣後受跌價損害者，此筆收入漏列與本件授權人之跌價差價損失並無因果關係。」

綜上可知，於相同事實背景下之民、刑事判決，對於重大性判斷所做出之結論卻有差異。蓋刑事法院認系爭包作制度的表達雖未達量性指標，惟已達質性指標，民事判決於此部分同此見解。然在刑事判決據以認定重大性要件之情形下；民事判決復又以該包作制度之目的及前階段之量性指標未達等因素，綜合考量後，得出不具重大性之結論，惟此認定之方式，實有循環論證之疑慮。本研究認為，較為正確之方法應尋找其他理由免除責任(若有)，而非在符合質性指標情形下，再用其他目的解釋排除質性指標適用或再回頭以量性指標差距甚遠為由影響質性指標操作。

三、 小結

鑑於重大性判斷於財報不實案例中具有關鍵性之地位，就此要件之認定亟需建構出一套實務判決之指引，使未來投資人提起求償訴訟救濟時，對判決結果較能具預測可能性，亦可使承審法院不至無所適從。此際，美國實務如何運用第 99 號公告即可作為我國司法實務參考。自前述案例可知，美國法院除列舉之質性指標要件外，尚加入其他輔助判斷之因素，如「與公司之核心業務是否具有密切關連性」、「管理階層之主觀意圖」、「發行人證券市場價格波動」、「不實陳述是否影響公司誠信」以及「該等消息發布時之情形是否被公司經營階層強調」等等相關情事綜合判斷，整體而言，仍在「理性投資人」標準檢驗之下。

我國司法實務針對重大性判斷在「理性投資人」標準下亦有部分參照第 99 號公告內涵，蓋 99 號公告乃充實「理性投資人」標準下所衍生具體之認定準則，目的係提供操作該標準之指引及建議，有其合理與實用性，因而不論是美國、我國實務皆有加以援用。惟我國就量性指標部分絕大多數並未採取 5% 門檻，而係以國內既有法規為準，形成我國特有之判斷標準。自前述我國案例中可知，不少案件即便被法院認定符合量性指標，仍會對質性指標再行探究，與第 99 號公告將「量性指標」為初步經驗法則(rule of thumb)而有過濾功能之意旨不符。因而，在我國法下的重大性判斷雖然有仿照第 99 號公告採「量性指標」、「質性指標」分析方法之精神，但實際操作卻大異其趣。

第 99 號公告具體操作方法應是「先量性、後質性」。量性指標設定具有一定之重要性，因一旦個案達此標準即具備重大性，無須再檢驗質性指標。惟量性指標之設定門檻究應為何，理論上並未有一定標準。從我國判決可得知，就量性指標之認定雖主要以我國相關法規作為依據，少數有參考美國第 99 公告，或逕以稅前淨利的 5%-10% 為門檻(如名鐘案)，可謂相

當分歧。但如此現象似不妥適。本報告認為，衡量重大性之量性指標應有固定基準，以利法安定性的維持，這也是量性指標被提出之主要理由。本報告認為，多數實務判決以現有法規作為量性指標應屬可行。因以既有法規為標準明確、清楚，對法院亦有明文依據且有易於操作之優點。

質性指標方面我國實務則多有參酌第 99 號公告所例示，並在部分案件雖未達量性指標下仍據此認定具重大性(如遠航案)，與第 99 號公告精神相符。又質性指標認定須視個案加以判斷，實務中常見之關係人交易等，即有可能符合第六項「是否影響發行人之法規遵循」、第九項質性指標「是否涉及掩飾不法交易」等。其中，我國法院亦將「管理階層之主觀意圖」納入考慮，此處與美國實務判決相似。但在關係人交易部分，普羅強生案法院認為，只要是真實交易且揭露金額正確，即使未揭露關係人亦不構成遺漏之重大性，對質性指標認定相當限縮，此見解即與前述美國 Escala 案不同。

較特別者，法院亦有未援引第 99 號公告而逕自認定重大性者。如在雅新案，法院以管理階層之主觀意圖及該資訊對公司經營階層之影響程度等加以判斷出具重大性之結論，雖然如此，其操作仍屬於「理性投資人」標準，若系爭不實資訊將影響理性投資人作出投資判斷時，應認具備重大性。

第五章 研究結論

財報不實重大性之判斷標準於我國實務上有重要意義，其操作若有具體之指引，則能在涉有財報不實之案件中具體主張，使司法實務能就此課予相關人等相應之責任，並使司法判決更具可預見性。

美國實務中，為因應「重大性」之抽象概念於實際運用上之困難，遂有第 99 號公告之產生，雖未有法規效力，然聯邦法院多加以承認並運用。該第 99 號公告以 5% 作為初步判斷標準作為認定重大性之門檻。若已符合量性指標則可得具重大性之結論，而毋庸就質性指標再行判斷。於未符合量性指標時再進入質性指標之判斷。除第 99 號公告所列之質性指標外，自美國判決尚可推知某些情狀可作為輔助判斷，如公司相關文件或處置、證券市場因事件爆發後之反應、經營管理階層主觀意圖、是否涉及公司核心業務等。美國多數判決非僅以單一質性指標即認定不實陳述或隱匿具有重大性，通常併同其他情事綜合判斷；惟，仍不排除以單一質性指標認定具重大性之可能。蓋相關案件之事實背景多含有錯綜複雜之關係，可能同時符合多項質性指標，亦有可能在符合單一質性指標之情形同時衡酌其他因素綜合考量，甚至在「理性投資人」標準下，個案未明確符合該公告所例示之質性指標也可能具重大性。

我國司法實務中，判決就涉及財報不實之虛偽或隱匿是否具重大性亦以「理性投資人」標準作為上位概念，並參照美國法量性與質性之方法具體認定。但量性指標部分多以我國既有法規為準，並未採 5% 標準。本研究認為，以既有法規作為量性指標有明確、清楚的且有法源等優點，使法院判斷有所依據並易於操作，似有合理性。在我國常見涉及關係人交易的財報不實案件中，證交法施行細則第 6 條第 1 項關於「應重編財務報告」

門檻⁴²以及證券發行人財務報告編製準則關於「附註揭露」規定⁴³，應合適作為我國法下之量性指標。若量性指標已達即有重大性，無需再檢驗質性標準。目前多數判決在量性指標已達下仍進行質性指標檢視，雖與第 99 號公告「先量性、後質性」精神不符，但如此亦可理解為「強化」重大性之理由，對結論並無影響。

質性指標部分，我國判決多參酌美國第 99 號公告所例示之質性指標，然在具體個案中有關質性指標之解釋與應用，法院見解或有不明確之處，甚至有矛盾之情形，遂產生適用上之疑義與不具可預測性之缺失。於此，可參考美國實務判決對質性指標之寬鬆認定，有判決甚至只要其一指標符合即具有重大性。在我國實務常見之非常規交易、關係人交易等情形下，即有可能符合第六項「是否影響發行人之法規遵循」、第九項「是否涉及掩飾不法交易」等質性指標，認定具有重大性。在美國判決 Escala 案中，即有前例可循。甚至，在個案上運用「理性投資人」標準，縱使未明確符合例示的第一至九項質性指標，只要系爭不實陳述或隱匿相當可能會影響理性投資人的投資決定時，即可認定具有重大性。此際，美國法院使用其他輔助判斷質性指標之因素，如「與公司之核心業務是否具有密切關連性」、「管理階層之主觀意圖」、「發行人證券市場價格波動」、「不實陳述是否影響公司誠信」以及「該等消息發布時之情形是否被公司經營階層強調」等等，亦能參考並納入判斷。但應注意者，進入質性指標分析後，不可回至

⁴² 證交法施行細則第 6 條第 1 項：「依本法第 36 條所公告並申報之財務報告，未依有關法令編製而應予更正者，應照主管機關所定期限自行更正，並依下列規定辦理：一、個體或個別財務報告有下列情事之一，應重編財務報告，並重行公告：(一)更正綜合損益金額在新臺幣 1,000 萬元以上，且達原決算營業收入淨額百分之 1 者。(二)更正資產負債表個別項目（不含重分類）金額在新臺幣 1,500 萬元以上，且達原決算總資產金額百分之 1.5 者。」

⁴³ 證券發行人財務報告編製準則第 17 條第 1 項第 1 款第：「財務報告附註應分別揭露發行人及其各子公司本期有關下列事項之相關資訊，母子公司間交易事項亦須揭露：一、重大交易事項相關資訊：... (七) 與關係人進、銷貨之金額達新臺幣 1 億元或實收資本額百分之 20 以上。(八) 應收關係人款項達新臺幣 1 億元或實收資本額百分之 20 以上。」

量性指標分析，再以量性指標過低而與質性指標綜合判斷，否則即與「先量性、後質性」精神有違。

附件一：美國適用第 99 號公告之聯邦法院判決

案件名稱	判斷標準	
	量性指標	質性指標
Ganino v. Citizens Utilities Co. (1)	<p>已達量性指標</p> <p>系爭不實表達金額在第二季報約占 1996 年前 6 月稅後淨收入 11.9%、稅前淨收入 8%。就此，法院認為在審查起訴狀階段，不宜將系爭不實表達認定為不具重大性。</p>	<p>符合質性指標</p> <p>將 1995 年收入延後至下一年認列，藉此以掩蓋 Citizens 的收益未能與專家預測相符的事實，並得以維持其收益持續不斷地正成長。因而，不能否認無任何理性投資人會認為此等不實表達屬於重要(significant)或變更整體資訊而影響其投資決定。系爭行為似亦符合第 99 號公告中第二項「隱藏趨勢之變化」及第三項「隱藏未能符合分析師之預期」等質性指標。</p>
U.S. v. Ferguson (2)	<p>未達量性指標</p> <p>法院認為本案所涉及的 5 億美元自 AIG 的整體業務範圍來看所占比例顯然微不足道而不符重大性標準。</p>	<p>符合質性指標</p> <p>AIG 故意隱匿有關保費增長期間損失準備金減少所可能產生的負面影響，用以掩蓋其未能符合分析師對於公司有足夠損失準備的預期，而有誤導投資者之情形。</p> <p>關於其他質性指標，法院認為雖非決定性的因素，然可進一步支持該等不實表達具備重大性。例如，AIG 經營層就系爭不實資訊對市場反應的主觀預期。再者，在系爭不實資訊揭露後，AIG 的股價下跌可為具備重大性提供輔助性的證據。綜合上述質性指標，法院認為系爭不實資訊具有重大性。</p> <p>有關第 99 號公告其他質性指標之操作或可從損失準備之性質加以判斷，其係會計預估(accounting estimate)，屬於無法精確衡量之項目，故該數額本身即具有不精確之性質存在，符合第一項質性指標；又未提列損失準備可能造成負債低估、淨利高估之現象，進而影響財務報表中各項金額及比率所呈現之趨勢，而有符合第二項「隱藏趨勢變化」、第三項「隱藏</p>

		未符合分析師預期」質性指標之可能。此外，AIG 公司為美國大型保險公司，相關業務部門有關損失準備部分對於公司營收應可謂扮演重要角色，故或可符合第五項質性指標。
ECA v. JP Morgan Chase Co. (3)	未達量性指標 依據本案事實，不實陳述低於被告 2% 資產總額依法並不具重大性，並認同第 99 號公告之 5% 是良好初步指標，但本案距離 5% 相當遙遠，故就量性指標而論，本案系爭不實陳述不具重大性。	不符合質性指標 雖原告主張該不實陳述係為隱匿不法交易，但原告並未證明。原告主張安隆是 JPMC 重要客戶，但以該公司營收而言，系爭交易顯非重要(與安隆相關交易占整體營收低於 0.1%)。原告另主張市場反應劇烈，但法院也認同第 99 號公告，僅憑市場波動是相當鈍的指標(“too blunt an instrument to be depended on in considering whether a fact is material.”)。最終，法院認為本案系爭不實陳述不具重大性而駁回原告訴訟。
S.E.C. v. Escala Group, Inc. (4)	未特別考慮量性指標 2003 年 10-K 記有 160 萬美元的營收係來自 Afinsa，銷售標的為 UN Archive 郵票。	符合質性指標 申報時 B&W 已成為該公司之關係人，但 Escala 未揭露，致使其銷售至 Afinsa 的價格並非基於銷售物的價值，而係當時 Afinsa 正要取得 B&W 公司控制權而可控制標的郵票的價值(依據 B&W 發行 Brookman 集郵圖鑑)，如此資訊對欲了解 Escala 收入來源之投資人應屬重要資訊。

<p>Litwin v. Blackstone Group LP (5)</p>	<p>未達量性指標</p> <p>法院認為 1.Blackstone 對 FGIC 和 Freescale 的投資在母公司層面低於 5%之量性門檻，但法院強調該量性指標只是評估重大性的起點。2.關於 Freescale 占 Blackstone 企業私募股權投資 9.4%，為該部門次高投資金額近三倍。即便以公司整體而言，不實陳述或隱匿在量部分相當小。</p>	<p>符合質性指標</p> <p>1.Blackstone 隱匿涉及 FGIC 和 Freescale 的內容部分具備重大性，理由在於 Blackstone 的企業私募股權部門在其業務中發揮重要的作用，並使其所有的其他資產管理和財務諮詢具有價值，故而，一個理性投資人必然想知道對該部門未來收入產生重大不利影響的相關資訊。</p> <p>2.關於 Freescale 占 Blackstone 企業私募股權投資 9.4%，為該部門次高投資金額近三倍。即便以公司整體而言，不實陳述或隱匿在量部分相當小，但基於該部門對公司業務重要性，仍具重大性。因而，法院認為 Freescale 損失大客戶契約與伴隨的負面影響對 Blackstone 私募股權部門具重大性。</p> <p>3.法院認為 Blackstone 就房地產相關投資之不實陳述或隱匿具有重大性。首先，Blackstone 的房地產部門在其業務中扮演重要角色，雖不如其企業私募股權業務，但數額仍占其所管理資產之 22.6%。因此理性的投資人或會希望了解有關 Blackstone 關於房地產投資的任何潛在不利趨勢，該事實具有重大性。</p> <p>4.系爭不實陳述或隱匿掩飾了潛在獲利或趨勢變化，故具備質的重大性。</p>
---	--	--

<p>Hutchison v. Deutsche Bank Securities Inc. (6)</p>	<p>未達量性指標 法院先針對量性指標進行分析，認為應將 Triton 貸款價值減值係根據 CBRE 的整體投資組合進行計算而非特定種類貸款，其所得結果未達量性指標。</p>	<p>不符合質性指標 該等貸款並未構成 CBRE 貸款組合中的重要部分，重要部分可能為公司最初的利基市場、其標誌性業務、對其聲譽至關重要之業務、最有希望增長之業務或作為主要收入來源的業務。判決中亦表明，在判斷是否重大時，若僅考慮市場對揭露不實陳述所可能產生的潛在反應乃是一種過於僵化的方法。因此，第 99 號公告將市場波動限制在僅當「管理階層已然可預期該已知的錯誤陳述可能導致重大積極或消極的市場反應的情形時」，方可加以使用。法院指出，原告未提供事實證明 CBRE 之管理階層已對於有關 Triton 貸款的不實表達將導致重大的市場反應有所預期。因此，證券市場的反應於本案例中不足以滿足第 99 號公告之質性指標的要件而具備重大性。另外，由於 CBRE 在其 2007 年 5 月 7 日文件中已指出 Triton 貸款實際上已有完全抵押，由此可得知 CBRE 的主要業務其實並未受到貸款減值的威脅。整體而言，系爭不實陳述並未符合量性與質性指標而不具重大性。</p>
<p>Strougo v. Barclays PLC (7)</p>	<p>未達量性指標 LX 的收入佔 Barclays PLC 總收入(overall revenue)的比例遠低於 5%的門檻.....</p>	<p>符合質性指標 由於過去爆發醜聞，Barclays 將「長期績效」押注於其回復誠信(Integrity)，但關於 LX 的不實陳述，包括吹捧其安全性但同時暗中鼓勵掠奪行為，卻讓人質疑整體公司誠信問題。因此，在衡酌量性指標時，僅關注 LX 的收入項目是不合適的。（針對 Barclays 銀行過去的醜聞、為了恢復聲譽的努力，以及涉及公司誠信和聲譽核心的虛假陳述都使得法院認為系爭有關 LX 的虛假陳述具重大性）本案系爭不實陳述雖遠低於量性指標，但因符合質性指標構成重大性，且因該不實陳述涉及公司誠信，乃金融業賴以維持業務的最重要因素，故而，法院認為符合質性指標而構成重大性。另法院雖未明確表達，但該項不實表達似已影響發行人之法規遵循，同時符合第 99 號公告列舉之其他質性指標。</p>

<p>In re Petrobras Securities Litigation (8)</p>	<p>無從審酌量性指標 原告主張 Petrobras 提高資產價值 300 億美元，但沒有得到任何文件支持，因而法院無從就量性指標判定系爭不實陳述是否達到 5%「經驗法則」門檻。</p>	<p>符合質性指標 Petrobras 財務報表中錯誤與其所隱瞞非法賄賂計劃直接相關，揭露該計劃將造成「整個公司的誠信度」遭受質疑。此外，錯誤陳述與 Petrobras 的石油生產基礎設施的價值有關，這是其業務的核心。最後，當非法計劃的消息傳出後，Petrobras 的股價大幅下跌，亦可以證明投資者確實認為該資訊具有重大性。</p>
<p>SEC v. DiMaria (9)</p>	<p>未達量性指標 該不實陳述影響該公司淨收益不足 5% 門檻</p>	<p>符合質性指標 被告故意調整盈餘而可掩蓋 Bankrate 未能達到分析師一致之預期。另法院指出，若如被告所言系爭資訊並不具重大性，為何其如此關注該等數字之表現且於財報公佈時如此強調該等資訊之內容。綜上，已可顯然看出，其合於第 99 號公告例示之質性因子「該項不實表達是否係隱藏其未能符合分析師對於該企業之一致預期」以及「該項不實表達是否使損失變成收益，或將收益變成損失」。</p>
<p>In re Eletrobras Securities Litigation (10)</p>	<p>未達量性指標 被告主張原告未能證明該公司在年報中的財務狀況之不實陳述係屬重大，主要基於不法支付發生於 2008 年，但最終列為費用在 2014 年與 2015 年的年報中，該數額僅占 Eletrobras 於 2014 年總資產 0.2%、2015 年總資產 0.1%。</p>	<p>符合質性指標 法院提及第 99 號公告例示之「不實陳述涉及隱匿不法交易」之質性指標。2014 年、2015 年年報揭露 Eletrobras 至少自 2008 年涉及不法賄賂與圍標，公司為隱瞞此不法行為故而不當地將不法支付列為 PP & E。另按公司揭露，其全資子公司前經理人因前開不法行為已遭判刑。2014 年、2015 年年報更揭露全體董事、執行長已遭更換，新法遵計畫也被啟動。除此之外，Eletrobras 將成本攤銷在 2014 年財報中也有使前幾年度財報不實的疑慮，致使可能「掩飾獲利或趨勢的改變」、「使公司由虧轉盈」以及「經營階層明知不實陳述將致使重大的市場反應」等質性指標。</p>
<p>In re Cognizant Technology Solutions Corporation(11)</p>	<p>未達量性指標 判決謂本案係涉及質性指標之判斷。</p>	<p>符合質性指標 即是否不實陳述涉及隱匿不法交易。法院認為，即使不實陳述並非獨立地對投資人係屬重要，但因該不實陳述乃是意圖隱匿不法行為的結果，仍會被認為具重大性。</p>

<p>SEC v. AT&T Inc. (12)</p>	<p>未達量性指標 AT&T 無線設備營收以及無線設備升級率部分，在量性指標方面，法院認並未達到 5% 門檻。</p>	<p>符合質性指標</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 選擇性揭露，AT&T 高階管理階層之最終目的係確保 AT&T 的實際財務狀況不會連續三個季度低於市場普遍預期。就此，符合第 99 號公告之質性指標「該項不實表達是否係隱藏其未能符合分析師對於該企業之一致預期。」 2. 有關收益之不實表達，法院認為獲利與營收皆為投資人所關心之重點，法院指明理性投資人在做出投資決策時會考慮發行人的整體總收入，尤其是在發生連續季度下降的情形下。此外，法院提及第 99 號公告，縱使透過提高相對應的費用以抵消對不實陳述對收益的影響，系爭有關收益的不實陳述不因此而減損其具重大性要件。 3. AT&T 無線設備營收以及無線設備升級率部分，法院指出，即使該等資訊就公司整體業務相比可能未達量性標準，惟該等資訊所涉及的業務部門若於公司中處於重要地位，對公司收益等具有重要影響，則系爭資訊的不實陳述即具備重大性而可能改變理性投資人之投資判斷，又其管理階層就該等資訊相當之關注可作為具備重大性之證據。
--	---	--

附件二：我國法院使用量性與質性指標判斷重大性之判決

案件名稱	判決字號	判斷標準	
		量性指標	質性指標
永豐金案(1)	臺灣高等法院 103 年度金上訴字第 12 號刑事判決	已達量性指標 依據證券交易法施行細則第 6 條，即更正綜合損益金額在新臺幣 1,000 萬元以上，且達原決算營業收入淨額 1% 者之重編門檻。	不符合質性指標 質性指標則是以對一般投資人是否有利判斷：此不法行為係極大化公司收益，而屬對公司收益有利之行為。以此而言，以「獲利」為目的之一般理性投資人即使得悉此不實提列事實，非但不會影響其等對永豐金證券公司及其母公司之價值衡量，反而更有可能同意、支持此等極大化公司收益之行為。
雅新案(2)	台灣高等法院 103 年度金上易字第 8 號民事判決	未論述量性指標 本案法院未具體援引第 99 號公告，直接以案件事實內容加以論述。	符合質性指標(本案法院未具體援引第 99 號公告，而直接以案件事實內容加以論述) 以雅新公司之營收數額，攸關雅新公司營運良窳、順暢與否，故系爭不實財務報告所揭示之營收數額，自為投資人為投資決策之判斷依據，該等內容即具有重大性。
普揚案(3)	最高法院 107 年度台抗字第 297 號刑事裁定 (聲請再審之裁定)	已達量性指標 參照證券發行財務報告編製準則第 15 條第 1 款第 7 目(現行證券發行人財務報告編製準則第 17 條第一項第一款第 7 目)、證券交易法施行細則第 6 條第 1 項、審計準則公報第 51 號第 2 條第 2 款及第 6 條第 2 項作為量性指標門檻	符合質性指標 普揚公司不為關係人交易之揭露，係由對普揚公司營運或獲利能力而言扮演重要角色之抗告人與同案共犯即財會部副總經理所為，嚴重影響公司法規遵循義務，主要目的則在美化財務報表，便於向銀行取得資金週轉，掩飾普揚公司營收趨勢之改變等判斷「重大性事項」之質性參考因子各情。

美 嘉 生 電 案 (4)	台灣高雄地方法院 102 年度金字第 2 號民事判決	已達量性指標 以第 99 號公告之 5% 標準加以認定	符合質性指標 合於第 99 號公告之第 2 項質性因子「該項不實表達是否掩飾收益或其他趨勢之變化」。美嘉生電公司財報未允當表達，係因內部治理決策階層及財務人員有計畫性、結構性（有意思決定及執行之分工合作）地虛偽認列進、銷貨，製造進、銷貨款已支付之假象，顯示公司治理及經營誠信存有極大瑕疵，將嚴重影響理性投資人憑信公司發布之營利訊息，做成投資判斷之信心，參酌美國實務以『不實陳述掩飾收益或其他趨勢變化』為判斷是否具「重大性」之標準之一，即足以認定具有重大性，是憑此即足認定系爭財報主要內容虛偽不實。
名 鐘 案 (5)	臺灣高等法院 106 年度金上更一字第 1 號民事判決	未達量性指標 量性指標部分以稅前淨利之 5% 至 10%、 或總（銷貨）收入之 0.5% 至 1% 作為標準	符合質性指標 系爭虛增資訊掩飾了名鐘公司營收趨勢之改變、影響名鐘公司法規遵循、且屬公司經營階層故意所為，依上開質性指標，系爭虛增資訊亦足認定具有重大性。
普 羅 強 生 案 (6)	最高法院 108 年度 台上字第 1547 號 刑事判決	未達量性指標 以證交法施行細則之「財報重編門檻」	不符合質性指標 普羅強生公司就其與關係人公司間之交易事實及相關應收帳款之餘額等，均有揭露於財務報表、資產負債表上，財務報告中所記載之稅後損益金額均為『實際』，並『無掩飾』收益或營收趨勢、將損失變成收益或將收益變成損失等情形。.....無法認定普羅強生公司之經營階層（含被告）有虛增營收、非常規交易等犯行（經諭知無罪確定），亦無管理階層薪酬提昇、影響履約要求等情形，難認被告具有『舞弊』、『不法行為』之主觀犯意，或該財務報告內容足以『影響履約或償債能力』及『影響法律遵循』等各項『質性因子』存在。故從『質性指標』觀之，亦均不足以影響理性投資人之投資判斷，同難認具備『重大性』程度。

勤美案 (7)	最高法院 110 年度 台上字第 103 號民 事判決 (發回高院) 臺灣高等法院 108 年度金上更一字第 5 號民事判決	未達量性指標 高院認記載於四大表後之附註或其他事 項，非主要内容，並佐以證券發行人財務 報告編制準則第 13 條第 13 款、第 15 條第 1 項第 8 款作為判斷標準。	不符合質性指標 針對關係人背書保證部分，法院認為系爭財報雖未揭露系爭保證交易對象，惟系爭財報已於合併報表之資產負債 表、現金流量表及附註六，將系爭保證交易所涉金額列入「受限制資產」，故投資人由此即得瞭解。且實際上全 國大飯店之保證責任已確定消滅，對於勤美公司之財務狀況並無任何影響，故系爭財報並未掩飾、改變勤美公司 之營收、損益，容無美化財報使勤美公司股價呈現虛漲或扭曲之狀態，致投資人高估真實價格而買進之財報不實 情形。
合邦案 (8)	最高法院 109 年度 台上字第 2476 號 刑事判決	已達量性指標 以證交法施行細則第 6 條第 1 項關於財務 報告誤述應重編為量性指標	符合質性指標 認符合「掩飾營收趨勢」、「影響公司之法規遵循」等質性指標。公司高階核心人員等設立境外公司從事本案虛 偽交易之目的，乃為拉抬合邦公司的營收，美化財務報告，並衝高 AVIC 公司營業額以利上市，足見其等已有「舞 弊」、「不法行為」之主觀犯意，又公司之營收及損益金額，乃一般投資者至為重視之項目，上開行為，亦符合 「掩飾營收趨勢」、「影響公司之法規遵循」等質性指標，顯足以影響一般理性投資人對於市場之判斷。
遠航案 (9)	最高法院 110 年度 台上字第 5443 號 刑事判決 臺灣高等法院 109 年度金上重更二字 第 14 號刑事判決	未達量性指標 依據證券交易法施行細則第 6 條第 1 項關 於應重編財務報表之量性指標	符合質性指標 本案事實中被告等人各次犯行所造成之詐偽資訊乃係遠航公司之經營階層為維持遠航公司淨值不低於每股 5 元， 以避免遠航公司被打入全額交割股，致影響遠航公司之履約或償債能力，核屬第 99 號公告第 9 項之管理階層所為； 以及第 6 項所指影響履約或償債能力，而其手段係製作虛偽之營運合作合約，符合第 99 號公告第 4 項之誤述係公 司營運或獲利能力占重要角色之部門且有第 5 項違反法規之遵循義務情形。

<p>軍成案(10)</p>	<p>最高法院 109 年度 台上字第 5321 號 刑事判決 臺灣高等法院 107 年度金上重更一字 第 7 號</p>	<p>已達量性指標 採銷貨收入與營業收入淨額之比例作為其判斷是否符合重大性，以及富鋒聯合會計師事務所查核軍成公司 93 年至 95 年財務報表之重大性標準</p>	<p>符合質性指標 質性指標則以是否影響理性投資人之決定以及過往實務之函釋加以判斷，非直接採取第 99 號公告。「本件上開財務報表既經軍成公司以虛增營收之方式加以美化，自會導致財務報表之使用者產生誤判而影響其投資決定。縱有不實交易之入帳銷貨收入僅占當月份營業收入淨額比例似非甚高，惟就財務報表整體觀之，對投資人之投資決定要難認無重大影響，自不能切割片段來觀察其重大性。此觀軍成公司後經櫃買中心終止該公司自 98 年 5 月 3 日之有價證券櫃檯買賣即明。」</p>
<p>華映案(11)</p>	<p>臺灣臺北地方法院 110 年度金字第 25 號民事判決</p>	<p>未達量性指標 以證券發行人財務報告編製準則第 15 條第 1 款第 7、8 目及證券交易法施行細則第 6 條第 1 項第 1 款等為標準</p>	<p>不符合質性指標 本件係因應大陸地區相關法規及證監會之要求，而出具之一般性承諾，亦不存在不法舞弊、隱瞞不法交易情事，更無影響發行人之法規遵循或將損失變成收益或將收益變成損失等美化財報等情形，實難認具有重大性。</p>
<p>金尚昌案(12)</p>	<p>最高法院 111 年度 台上字第 2576 號 刑事判決</p>	<p>已達量性指標 財報編製準則等相關規定，認財務報告就「與關係人之重大交易事項」應加註釋，並充分揭露關係人交易資訊</p>	<p>符合質性指標 被告等人隱匿未揭露關係人交易之目的，係為掩飾不合營業常規等不法犯行。</p>
<p>群聯案(13)</p>	<p>台灣高等法院 111 年度金上訴字第 11 號刑事判決</p>	<p>已達量性指標 以證券發行人財務報告編製準則第 17 條第 1 款第 7 目之規定為標準</p>	<p>符合質性指標 主觀上有掩飾不法行為之意，且各該關係人公司復為被告潘健成實質掌控之公司，亦已符合質性指標判斷基準，所為顯然足以影響一般理性投資人對於市場之判斷無訛。法院復就質性指標部分提出判斷，並具體運用第 99 號公告之內容，認為本件關係人交易之內容似有符合公告中之第九項「掩飾不法交易」質性因子，並參酌管理階層之主觀意圖作為輔助標準，得出當然影響理性投資人之結論，具備重大性。</p>

漢 唐 案 (14)	臺灣高等法院 109 年度金上重更二字 第 13 號刑事判決	未達量性指標 證券發行人財報編製準則第 17 條第 1 款第 7 目、第 8 目規定，及證券交易法施行細 則第 6 條第 1 項第 1 款之「應重編財務報 告」門檻	<p>符合質性指標</p> <p>已達質性指標中「是否影響發行人遵守法令之規範」及「增加管理階層薪酬」等要件；漢唐公司設計包作制度本意，固在進行控管成本，惟實際制度流程中欠缺有效之管控、審查、追蹤及稽核等機制，規避公司內控及會計制度。本案所涉及者乃漢唐公司營運扮演重要角色之部門參與，更是漢唐公司經營階層故意所為之犯罪行為，客觀上，以一般理性投資人而言，漢唐公司經營階層未遵循法規，雖尚未達「掩飾營收趨勢之改變」之程度，但經營階層就部分支出故意違法規避內控稽核及外部會計師查核，又從中獲得增加經營管理階層薪酬之利益等實情，對於投資人整體考量漢唐公司營運健全與否及經營者之能力，實屬重要，在財務報告中刻意加以隱匿，未予投資人完整資訊，已足以影響投資人之投資決策，應認已達質性「重大性」之標準。</p>
	臺灣臺北地方法院 103 年度金字第 3 號民事判決	未達量性指標 以證券交易法施行細則第 6 條第 1 項第 1 款所定應重編財務報告之原決算營業收入 淨額 1%或實收資本額 5%之標準，及審計 準則公報第 51 號第 19 條稅前淨利 5%之標 準	<p>不符合質性指標</p> <p>包作制度使漢唐公司取得憑證的方式與過程並未完全遵守商業會計法之規範，以致於違反商業會計法，固然有符合質性指標。惟包作制度之目的在於漢唐公司欲就因事實限制或道德倫理上需隱藏，其實係在彌平實際支出與會計帳上認列費用成本之落差，而非增加應計基礎的情況與系爭財報揭露的落差。（具體操作第 99 號公告之質性指標並認定具備質性因子後，復以該隱匿之目的作為考量，並綜合考量量性及質性指標後，認為其未達重大性。）</p>