

財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心委託專案研究

證券交易法之專家管理與責任  
-以財務報告及公開說明書不實案件為中心

成果報告

計畫主持人： 郭大維教授

協同主持人： 戴銘昇教授

2 0 2 2 年 3 月 1 5 日

# 目錄

第一章 緒論 .....	1
第一節 研究動機與目的 .....	1
第二節 研究方法與範圍 .....	2
第三節 研究架構.....	3
第二章 美國法 .....	5
第一節 美國有關公開說明書不實民事責任之規範.....	5
第一項 公開說明書之定義 .....	5
第二項 公開說明書內容不實之民事責任 .....	8
第二節 美國有關財報不實民事責任之規範 .....	19
第一項 現行規定 .....	19
第二項 構成要件分析 .....	21
第三項 次要行為人之責任問題 .....	38
第四項 1995 年私人證券訴訟改革法之比例責任制 .....	39
第三節 其他關於證券市場專家管理之規定.....	43
第一項 專家之基本概述 .....	43
第二項 證券市場專家之管理 .....	45
第三章 歐盟與英國 .....	53
第一節 歐盟有關公開說明書與財報不實民事責任之相關規範 .....	53
第一項 歐盟對公開說明書之規範 .....	53
第二項 歐盟有關財報不實之規範 .....	57
第二節 英國有關公開說明書與財報不實民事責任之相關規範 .....	59
第一項 英國有關公開說明書不實民事責任之規範 .....	59
第二項 英國有關財報不實民事責任之規範 .....	65
第三項 會計師之報告義務 .....	70
第四章 日本法 .....	72
第一節 公開說明書不實.....	72
第一項 役員或發起人 .....	74
第二項 再次發行人 .....	78
第三項 會計師 .....	79
第四項 承銷商 .....	79
第二節 財報不實 .....	80
第三節 專家管理與責任研究.....	81
第一項 立法沿革 .....	81

第二項 會計師負推定過失責任 .....	81
第三項 會計師之免責要件 .....	82
第四項 金商法與民法之適用關係 .....	82
第五項 連帶責任 .....	83
第四節 相關案例.....	83
第一項 山一證券案 .....	83
第二項 福德銀行、浪速銀行案 .....	86
第三項 Live Door(ライブドア)案.....	89
第四項 平成 26 年東京地方法院判決 .....	90
第五項 平成 30 年東京高等法院判決 .....	96
第五章 中國大陸 .....	99
第一節 證券法.....	99
第一項 資訊不實之概括規定 .....	99
第二項 公開說明書不實 .....	104
第三項 財報不實 .....	108
第二節 最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定 112	
第一項 主體 .....	112
第二項 虛假陳述的認定 .....	116
第三項 因果關係 .....	118
第四項 訴訟前置程式 .....	119
第五項 調解、和解 .....	120
第六項 賠償責任 .....	120
第七項 共同侵權責任 .....	121
第八項 損失認定 .....	122
第三節 最高人民法院關於審理涉及會計師事務所在審計業務活動中民事侵權賠償案件的若干規定 .....	123
第一項 故意時：全部連帶賠償責任 .....	123
第二項 過失時：比例補充賠償責任 .....	124
第三項 責任免除或減輕 .....	125
第四節 重要案例.....	126
第一項 華澤鈷鎳虛假陳述案(仲介機構改負全部連帶責任).....	126
第二項 藍田股份案(會計師事務所虛假陳述民事賠償第一案).....	130
第三項 大智慧案 .....	131
第四項 金亞科技案 .....	133
第五項 中安科案(比例連帶責任首例).....	136
第六項 保千里案(涉及資產評估機構).....	138
第七項 五洋債案(律師事務所承擔民事賠償責任的第一案).....	139

第六章 我國法 .....	142
第一節 證交法對公開說明書內容不實之規範.....	142
第一項 證交法第 32 條之適用範圍 .....	142
第二項 主要內容之認定 .....	144
第三項 賠償義務人及其責任型態 .....	147
第四項 因果關係 .....	150
第五項 損害賠償請求權人 .....	151
第二節 證交法對財報不實之規範.....	153
第一項 財報不實之民事責任 .....	154
第二項 財報不實之刑事責任 .....	170
第三項 財報不實會計師之懲戒處分 .....	174
第三節 證交法對證券詐欺之規範.....	175
第一項 賠償義務人 .....	176
第二項 主觀要件 .....	179
第三項 請求權人 .....	179
第四項 因果關係 .....	180
第五項 損害賠償金額之計算 .....	182
第四節 律師與會計師出具不實意見之刑事責任.....	188
第五節 檢討與建議.....	189
第七章 結論 .....	199
參考文獻.....	203

# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機與目的

證券市場不僅是社會大眾投資的對象，更是企業募集資金的重要管道，從而市場之公平性與公正性極為重要。由於股票交易價格無法以面額加以決定，投資人買賣股票的交易決策完全仰賴市場上的資訊，凡與發行公司攸關財務業務資訊，均會影響投資人對於股票價格衡量，而發行公司依法定期申報公告之財務報告，更係投資人瞭解發行公司財務業務資訊至關重要且基本之管道，是如有欺騙行為將侵害投資人權益，破壞市場健全發展，故各國證券法律均明文禁止，我國證券交易法(下稱「證交法」)於2006年1月11日增訂第20條之1規定，欲強化公司財務報告及相關財務業務文件製作之管理及會計師查核之民事賠償責任，以確保公開發行公司財務業務資訊之正確性，並維護證券市場之公正性及保障投資人權益。

然上開規定增訂後，財務報告不實案件仍不斷發生，突顯公司治理有持續強化之必要性，而會計師在資本市場中扮演著守門員(gatekeeper)的角色，透過專業會計師對公司財務報告或其他財務資訊之簽證，為企業財務資訊之真實性提供合理確信之依據，並消弭投資人與企業資訊不對稱之情形。在財務報告或財務業務文件不實案件中，就「專家」責任部分，依證交法第20條之1第3項規定僅得對有過失之「會計師」為主張，且於舉證責任之分配上，對於位居原告之受害投資人多屬不利。相較之下，公開說明書不實案件之「專家」責任，除「會計師」外，證交法第32條明定得對「律師、工程師或其他專門職業或技術人員」、「證券承銷商」等人為求償，且渠等之責任型態均為推定過失責任，較有利於受害投資人為訴訟上之主張。

由於證券承銷商主要協助、輔導發行公司申請上市(櫃)及辦理公

開籌資案件之相關評估與承銷作業，扮演著發行公司與投資人間之橋梁的角色；會計師於證券市場之角色，係對公司財務報告或其他財務資訊之簽證，為企業財務資訊之真實性提供合理確信之依據；律師則是針對發行公司訴訟狀況、潛在訴訟風險及該次發行之適法性等相關法律事項進行分析判斷。因此，證券承銷商、會計師、律師等專門職業與技術人員於證券市場實係扮演「守門員」之角色，仰賴其專業能力為證券市場投資人善盡資訊查核與充分揭露的職能。因此，此等專家能否發揮應有之專業職能與證券市場之健全發展息息相關。職此之故，本研究計畫擬透過對英美、歐盟、日本及中國大陸有關公開說明書或財報不實之「專家」主體範圍及其民事責任規範，以及相關實務案例之比較研究，檢視我國財務報告及公開說明書不實案件中有關「專家」之主體範圍及責任型態、責任範圍等爭議問題，並提出具體建議，以期作為我國未來制度改進之參考。

## 第二節 研究方法與範圍

本研究計畫之研究方法將採取文獻分析法、比較法以及案例分析法之立論方式進行論述。

### 一、文獻分析法

本研究計畫之研究範圍將以英美、歐盟、日本、中國大陸及我國有關證券事件（如公開說明書或財報不實等違反證交法、公司法規定事件）之「專家」主體範圍及其民事責任規範，進行研究。首先，本研究計畫將透過蒐集國內外關於英美、歐盟、日本、中國大陸及我國有關公開說明書或財報不實之法規範與實務運作相關書籍、期刊論文、研究報告與主管機關或學術機構所公布之資料以及法院相關判決等相關文獻，再依歸納分析之方法將相關文獻加以整理，以法律制度為中心，作一研究。

### 二、比較法

他山之石可以攻錯。本研究計畫將以比較法之方式，透過對英美、歐盟、日本、中國大陸有關證券事件（如公開說明書或財報不實等違反證交法、公司法規定事件）之「專家」主體範圍及其民事責任規範（含責任型態、範圍）、適用限制以及相關實務案例之探討，比較各國間之異同並分析相同或相異的理由，透過他國法律制度的優點，檢視我國現行法制之缺失並提出具體改進之道，以供我國未來制度改進之參考。

### 三、案例分析法

由於面對相關法律概念，藉由分析法院相關判決之見解，可更清楚了解其規範體系之建構。因此，本研究計畫將分析英美、歐盟、日本、中國大陸及我國有關公開說明書或財報不實等違反證交法、公司法規定事件之「專家」主體範圍及其民事責任之重要判決，藉著具體案例來瞭解其實務運作。

## 第三節 研究架構

本研究計畫共分成七章，其安排架構如下：

### 第一章 緒論

第一章主要說明本研究之研究動機與目的、研究方法與範圍以及研究架構。

### 第二章 美國法

本章主要係介紹美國 1933 年證券法與 1934 年證券交易法對於公開說明書不實與財務報告不實之相關規範與實務見解，並探討美國關於證券市場專家管理之規定。

### 第三章 歐盟及英國法

本章首先針對歐盟有關公開說明書與財務報告之規範，進行探討。

其次，分析英國對於公開說明書與財務報告不實之規範，以及對於證券市場專家管理之規定。

#### 第四章 日本法

本章主要介紹日本金融商品交易法對於公開說明書不實與財務報告不實之規範，並探討日本法對於證券專家之管理與責任。

#### 第五章 中國大陸

本章首先介紹中國大陸證券法關於資訊不實之概括規定，進而分析該法對於公開說明書與財報不實之規定，並就最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定以及最高人民法院關於審理涉及會計師事務所在審計業務活動中民事侵權賠償案件的若干規定進行探討。

#### 第六章 我國法

本章探討我國證交法對於公開說明書內容不實以及財報不實之相關規範與實務見解，並檢視我國現行規範下有關公開說明書及財務報告不實案件中有關「專家」之主體範圍及責任型態、責任範圍等爭議問題，並針對我國現行制度之缺失，提出具體建議。

#### 第七章 結論

本章將綜合前述各章之研究意見，作為本研究之結論。

## 第二章 美國法

### 第一節 美國有關公開說明書不實民事責任之規範

由於證券市場可分為發行市場與交易市場，而資訊公開依證券市場之區別，亦分為「初次公開」與「繼續公開」。美國法對於證券市場之規範主要是 1933 年證券法(Securities Act of 1933)以及 1934 年證券交易法(Securities Exchange Act of 1934)。前者係針對發行市場進行規範，而後者主要就交易市場進行規範<sup>1</sup>。

以下本研究將就 1933 年證券法關於公開說明書不實民事責任之規範進行探討。

#### 第一項 公開說明書之定義

1933 年證券法第 2 條第 a 項第 10 款之規定，所謂「公開說明書」(prospectus)是指任何經由書面、廣播或電視所傳遞，其內容在公開銷售任何有價證券，或確認任何有價證券出售之說明、公告、傳單(circular)、廣告、信函或通訊。但符合下列情形者，不在此限：(a)若在生效日後傳遞申報書(除第 10 條第 b 項所准許之公開說明書以外)，而在該申報書傳遞之前或同時，存在著符合第 10 條第 a 項所要求之書面公開說明書，且此公開說明書在申報書傳遞當時已交付給相對人者，則該申報書將不被視為公開說明書。(b)若任何與證券有關的公告、傳單、廣告、信函或通訊，其內容僅在確認價格、說明將由何人執行要約，以及其他符合聯邦證管會(Securities and Exchange Commission, SEC)認為為維護公共利益與保護投資人所必要且適宜之資訊，並說明可向何人索取符合第 10 條之公開說明書者，則該等內容將不被視為公開說明書<sup>2</sup>。

---

<sup>1</sup> See eg. THOMAS LEE HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION 19-20 (8<sup>th</sup> ed. 2021); JAMES D. COX ET AL, SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 5-7 (9<sup>th</sup> ed. 2020).

<sup>2</sup> Section 2(a)(10): “The term “prospectus” means any prospectus, notice, circular, advertisement, letter,

## 第一款 初步公開說明書

初步公開說明書(preliminary prospectus)係指公司對於證券首次公開發行時，所初次草擬的申報文件，一般會於申報書生效前交付予投資人，作為購買證券的參考資料<sup>3</sup>。依聯邦證管會所頒布的 Rule 430 之規定，在初步公開說明書中應揭載的內容，可省略公開發行價格、承銷集團(包括申報人和承銷商間的關係)、承銷折扣或佣金、給自營商的折扣或佣金、募集資金數額、轉換價格、買回價格、或其他依發行價格決定的事項、交付日以及發行日的證券價格等事項，其餘皆與完整公開說明書無異<sup>4</sup>。

## 第二款 簡易公開說明書

有別於一般內容詳盡的公開說明書，美國法上有簡易公開說明書(summary prospectus)一類，主要是希望先以言簡意賅的內容，讓投資人獲取最即時的關鍵資訊，日後再以完整公開說明書補足簡易公開說明書之不足，以免投資人無法一時吸收過於複雜、專業之資訊，導致不當投資決策。

---

or communication, written or by radio or television, which offers any security for sale or confirms the sale of any security; except that (a) a communication sent or given after the effective date of the registration statement (other than a prospectus permitted under subsection (b) of section 10) shall not be deemed a prospectus if it is proved that prior to or at the same time with such communication a written prospectus meeting the requirements of subsection (a) of section 10 at the time of such communication was sent or given to the person to whom the communication was made, and (b) a notice, circular, advertisement, letter, or communication in respect of a security shall not be deemed to be a prospectus if it states from whom a written prospectus meeting the requirements of section 10 may be obtained and, in addition, does no more than identify the security, state the price thereof, state by whom orders will be executed, and contain such other information as the Commission, by rules or regulations deemed necessary or appropriate in the public interest and for the protection of investors, and subject to such terms and conditions as may be prescribed therein, may permit.”

<sup>3</sup> See eg. HAZEN, *supra* note 1, at 100.

<sup>4</sup> Rule 430(a)“The form of prospectus filed as part of a registration statement that is declared effective may omit information with respect to the public offering price, underwriting syndicate (including any material relationships between the registrant and underwriters not named therein), underwriting discounts or commissions, discounts or commissions to dealers, amount of proceeds, conversion rates, call prices and other items dependent upon the offering price, delivery dates, and terms of the securities dependent upon the offering date...”

1933 年證券法第 10 條第 b 項授權聯邦證管會制定有關簡易公開說明書之規範<sup>5</sup>，依據本項之授權，聯邦證管會制定 Rule 431<sup>6</sup>。該規則第(b)項到第(e)項中詳細規範簡易公開說明書之內容：(1)必須可以反映申報書中所載或是 Rule 134 中墓碑廣告中的資訊。(2)在使用簡易公開說明書的情形下，可妥適採取摘要或概要的記載形式。(3)在生效日前使用必須在標題上載明「簡易公開說明書」字樣。(4)在簡易公開說明書的起始或最後部分載明可自何處取得完整公開說明書<sup>7</sup>。

### 第三款 墓碑廣告

墓碑廣告(Tombstone advertisement)係一書面廣告提供投資人關於即將發行之有價證券相關資訊，其目的是用來確認證券、聲明價格以及說明將來由何人執行有關證券買賣之事項，雖然性質上並非公開說明書，但若於墓碑廣告中記載非許可範圍的內容，仍會因違反 1933 年證券法第 10 條之規定，而有同法第 5 條之責任<sup>8</sup>。

依據聯邦證管會所頒布的 Rule 134，其主要為(1)發行人的姓名、

---

<sup>5</sup> Section 10(b): “In addition to the prospectus permitted or required in subsection (a), the Commission shall by rules or regulations deemed necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors permit the use of a prospectus for the purposes of subsection (b)(1) of section 5 which omits in part or summarizes information in the prospectus specified in subsection (a). A prospectus permitted under this subsection shall, except to the extent the Commission by rules or regulations deemed necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors otherwise provides, be filed as part of the registration statement but shall not be deemed a part of such registration statement for the purposes of section 11...”

<sup>6</sup> 17 CFR § 230.431.

<sup>7</sup> Rule 431“(b) A summary prospectus shall contain the information specified in the instructions as to summary prospectuses in the form used for registration of the securities to be offered. Such prospectus may include any other information the substance of which is contained in the registration statement.....a summary prospectus may contain any information specified in Rule 134(a)...

(c) All information included in a summary prospectus.....may be expressed in such condensed or summarized form as may be appropriate in the light of the Circumstances under which the prospectus is to be used...

(d) When used prior to the effective date of the registration statement, a summary prospectus shall be captioned a “Preliminary Summary Prospectus”.....

(e) A statement to the following effect shall be prominently set forth in conspicuous print at the beginning or at the end of every summary prospectus:

“Copies of a more complete prospectus may be obtained from” (Insert name(s), address(es) and telephone number (s))....”

<sup>8</sup> See HAZEN, *supra* note 1, at 99-100.

地址及電話等與發行人相關的資訊；(2)證券名稱、發行數額及是否為可轉換證券等與證券本身相關的資訊；(3)發行人營業種類範圍；(4)證券發行價格、價格區間或是決定價格的依據；(5)預計的證券收益；(6)簡要說明本次募集資金的用途；(7)該等訊息發布人的相關資訊以及是否將參與證券銷售；(8)承銷方式；(9)承銷商姓名；(10)預計公開發行日期；(11)將由何承銷商主導本次發行以及與相關發行人、承銷商、自營商等的交易程序為何或股份發行計畫等；(12)依據律師的意見，有關證券發行的相關事項是否合法；(13)原有股東對該次發行的證券是否享有權利及相關條件為何；(14)州法相關規定；(15)證券持有人；(16)澄清過去依據本條所允許提出的錯誤資訊等<sup>9</sup>。

#### 第四款 完整公開說明書

對於完整公開說明書，除了本項文首所揭示之意義，另外對於完整公開說明書之編製，有額外標準須遵守，以求言簡意賅，且不失精確之內容：(1)儘可能使用簡短、易懂的文字或是以表格的方式呈現資訊；(2)使用清晰的標題和副標題；(3)避免在公開說明書中頻繁地以詞彙表和定義術語作為主要解釋資訊的方式，除非使用該等方式可讓揭露的資訊更加易懂；(4)避免法律和高度技術性的商業術語<sup>10</sup>。

### 第二項 公開說明書內容不實之民事責任

#### 第一款 1933 年證券法第 11 條

由於 1933 年證券法第 5 條規定，發行人必須向主管機關註冊申報後，始得發行有價證券<sup>11</sup>。而依同法第 10 條之規定，公開說明書應包含註冊申報書（registration statement）所載之所有資訊<sup>12</sup>。而註冊申

---

<sup>9</sup> 17 CFR §230.134.

<sup>10</sup> 17 CFR §230.421.

<sup>11</sup> 15 U.S.C. §77e

<sup>12</sup> 15 U.S.C. §77j

報書內容不實之民事責任主要規定於 1933 年證券法第 11 條<sup>13</sup>。因此，對於公開說明書內容虛偽不實之部分於註冊申報書中亦有記載，或隱匿之部分於註冊申報書中亦應記載，可適用 1933 年證券法第 11 條予以規範<sup>14</sup>。

依 1933 年證券法第 11 條第 a 項之規定，註冊申報書所記載之重要事實，若有虛偽或隱匿之情事，任何取得該有價證券者(除非能證明其取得該有價證券時已知悉該虛偽或隱匿之情事)得於任何有管轄權之法院對下列之人提起訴訟：(1)任何簽署註冊申報書之人；(2)該註冊申報書申報時，為發行人之董事(或執行類似功能之人)或合夥人，且其對該註冊申報書有責任者；(3)同意列名於註冊申報書中並載明其為或將成為董事、執行類似功能之人或合夥人者；(4)同意列名於註冊申報書中並載明為準備或查核該註冊申報書內容之會計師、估價者或任何專家；或者所準備或查核之報告內容被使用於註冊申報書中，並載明該部分係由其所查核或準備者；(5)該等有價證券之承銷商。若該有價證券之持有人取得有價證券，係於發行人將涵蓋期間至少為註冊申報書生效後 12 個月之損益表公布之後，其須證明其取得有價證券係因信賴註冊申報書不實之部分或不知註冊申報書有隱匿之事實，方得提起本項訴訟，惟該項信賴之成立並不以證明其已閱讀註冊申報書為必要<sup>15</sup>。

---

<sup>13</sup> 15 U.S.C. §77k

<sup>14</sup> See HAZEN, *supra* note 1, at 294-95.

<sup>15</sup> Section 11(a): “In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may, either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction, sue— (1) every person who signed the registration statement ; (2) every person who was a director of (or person performing similar functions) or partner in, the issuer at the time of the filing of the part of the registration statement with respect to which his liability is asserted ; (3) every person who, with his consent, is named in the registration statement as being or about to become a director, person performing similar functions or partner ; (4) every accountant, engineer, or appraiser, or any person whose profession gives authority to a statement made by him, who has with his consent been named as having prepared or certified any part of the registration statement, or as having prepared or certified any report or valuation which is used in connection with the registration statement, with respect to the statement in such registration statement, report, or valuation, which purports to have been prepared or certified by him ; (5) every underwriter

同條第 b 項復規定，儘管有第 a 項之規定，除發行人外，任何可舉證證明下列事項者，毋需依本條負責：(1)於註冊申報書生效前：(A)已依法辭職或已依法採取辭職所需之措施，或停止或拒絕擔任其於註冊申報書中所載之職務、職位或關係，且(B)其已以書面告知聯邦證管會及發行人其已採取該等行為且將不對該註冊申報書負責者；或(2)若該註冊申報書於其不知悉之情形下生效，則其已於知悉此項事實時立即依第(1)款之規定採取行動並告知聯邦證管會，且就註冊申報書於其不知悉之情形下生效之情事提出合理之公告者；或(3)(A)對於非由專家製作且非自專家之報告或官方公開文件中抄寫複製之註冊申報書內容，其經合理調查後，有合理的理由相信且亦確實相信該等內容於註冊申報書生效時係屬真實，且無隱匿任何重要事實或任何使該等內容不致產生誤導所必要之陳述；及(B)對於由專家製作或自專家之報告中抄寫複製之註冊申報書內容，(i)該專家其經合理調查後，有合理的理由相信且亦確實相信該等內容於註冊申報書生效時係屬真實，且無隱匿任何重要事實或使該等內容不致產生誤導所必要之陳述；或(ii)註冊申報書並未公正呈現其所為之陳述或不當抄寫複製其所製作之報告；及(C)對於由專家製作或自專家之報告中抄寫複製之註冊申報書內容(除專家以外之其他人)，其並無合理之理由去相信且亦不相信，該等內容於註冊申報書生效時係屬不實，或隱匿任何重要事實或任何使該等內容不致產生誤導所必要之陳述，或註冊申報書未公正呈現專家所為之陳述或不當抄寫複製專家所製作之報告；及(D)對於依官員所作成、或抄寫複製自官方文件註冊聲明內容，其並無合理之理由相信且亦不相信，該等內容於註冊申報書生效時係屬不實，或隱匿任何重要事實或任何使該等內容不致產生誤導所必要之陳述，或註

---

with respect to such security. If such person acquired the security after the issuer has made generally available to its security holders an earning statement covering a period of at least twelve months beginning after the effective date of the registration statement, then the right of recovery under this subsection shall be conditioned on proof that such person acquired the security relying upon such untrue statement in the registration statement or relying upon the registration statement and not knowing of such omission, but such reliance may be established without proof of the reading of the registration statement by such person.”

冊申報書未公正呈現官員所為之陳述或不當抄寫複製官方文件<sup>16</sup>。

觀察本條之規定，賠償義務人包括發行人、在註冊申報書上簽章之人、於提交註冊申報書時任何擔任發行人之董事、合夥人或執行類似董事職務之人、任何經其自身同意而在註冊申報書中被指名擔任或即將擔任董事或類似執行董事職務之人，以及任何基於職業而有權在註冊申報書列名並出具對有價證券相關的評估、意見、簽證或報告的會計師、估價師、工程師或其他專門職業與技術人員以及證券承銷商。在責任型態上，除發行人外，其他賠償義務人係採推定過失責任。

在免責抗辯部分，可區分為賠償義務人於註冊申報書生效前知悉或生效後始知悉兩種情形<sup>17</sup>：

就註冊申報書不實應負責之人若於生效前知悉該等不實記載之情事，賠償義務人如欲免責，必須(A)已辭去、採取法律所允許的步驟辭去、結束或拒絕從事其在註冊申報書上所記載擔任或同意從事之任何職務、職位或關係，且(B)已透過書面方式，通知聯邦證管會或發行人其已採取此等行為，且將不對該註冊申報書負責者。

至於若申報書已在其知悉記載不實之前生效，則必須證明該部分註冊申報書係在其不知情的情況下生效，而其在知悉此事實後立即依規定採取行動並通知聯邦證管會，此外其並以合理方式通知大眾該部分註冊申報書於其不知情情況下生效。

就承銷商之免責抗辯而言，可分成兩部分：(一)對於非由專家(如

---

<sup>16</sup> Section 11(b) : “Notwithstanding the provisions of subsection (a) no person, other than the issuer, shall be liable as provided therein who shall sustain the burden of proof—

(1) that before the effective date of the part of the registration statement with respect to which his liability is asserted (A) he had resigned from or had taken such steps as are permitted by law to resign from, or ceased or refused to act in, every office, capacity, or relationship in which he was described in the registration statement as acting or agreeing to act, and (B) he had advised the Commission and the issuer in writing that he had taken such action and that he would not be responsible for such part of the registration statement ; or (2) that if such part of the registration statement became effective without his knowledge, upon becoming aware of such fact he forthwith acted and advised the Commission, in accordance with paragraph (1), and, in addition, gave reasonable public notice that such part of the registration statement had become effective without his knowledge”

<sup>17</sup> See HAZEN, *supra* note 1, at 299-310.

會計師等)製作或自專家之報告或官方公開文件中抄寫複製之註冊申報書內容，若其能證明經合理調查後，有合理的理由確實相信該等內容係屬真實，無隱匿或誤導之情事，即可免除賠償責任；(二)對於由專家製作，或自專家之報告或官方文件中抄寫複製之註冊申報書內容，若能證明無合理的理由認為該等內容係屬虛偽、隱匿或誤導，或註冊申報書未公正呈現專家所為之陳述或不當抄寫複製專家所製作之報告，即可免除賠償責任。因此，針對承銷商自行查核製作之註冊申報書內容，承銷商須舉證經合理調查後有合理理由相信其為真實。而抄錄自其他專家報告之註冊申報書內容，承銷商則須舉證證明其「不相信」且「無」合理理由相信該等內容為不實。實務上，承銷商通常會於承銷契約中要求發行人於交割日或之前，由其獨立會計師提出符合承銷商要求形式之意見函(comfort letter)，以作為抗辯其已盡正當查核程序之依據<sup>18</sup>。

在 *Software Toolworks Inc.*<sup>19</sup>案中，法院認為若經由會計師簽證的財務報表，因係屬於經專門職業人員編製之部分，故承銷商僅須無合理之基礎相信，且亦不相信該部分有虛偽或隱匿任何應記載事項之重大資訊，即得作為抗辯之理由。另外，因實務上，單次證券發行往往透過數承銷商合作，但通常僅由單一主要承銷商進行相關資訊調查，其餘承銷商並無積極作為，對此在 *Escott v. BarChris Construction Corp.*<sup>20</sup>案中，法院認為一旦主要承銷商怠於履行調查義務，無論彼此是否有其他的契約責任分配約定，皆將責任從主要承銷商擴及其他承銷商，藉此強化承銷商之責任，落實資訊監督之控管<sup>21</sup>。

針對專門職業或技術人員(如會計師、估價者等)部分之免責抗辯，雖然專門職業或技術人員對其負責部分具有較高的專業性，若其能證明經合理調查後，有合理的理由相信該等內容係屬真實，無隱匿或誤

---

<sup>18</sup> See *id.* at 307-08.

<sup>19</sup> 50 F.3d 615 (9th Cir. 1994).

<sup>20</sup> 283 F.Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968).

<sup>21</sup> See HAZEN, *supra* note 1, at 307-08.

導之情事；或能證明註冊申報書並無未公正呈現其所為之陳述或不當抄寫複製其所製作之報告，即可舉證免責。在 *Escott v. BarChris Construction Corp.* 案中，法院認為會計師僅需對註冊申報書中簽證範圍的部分負責。而律師部分，若律師提供的法律意見被使用於註冊申報書之中，自應屬於本條的專家，但若僅係參與註冊申報書之準備工作，由於不涉及律師的專業知識，故無須負擔專家之責任<sup>22</sup>。

至於應經何種程度之調查方得認定為「已經合理調查」，依同條第 c 項之規定，行為人執行職務時，須有與處理自己事務相同之注意程度<sup>23</sup>。又為避免前述認定淪於法院主觀認定，聯邦證管會頒布 Rule 176，進一步提出條文中合理調查或合理相信，應考量之因素。依 Rule 176 之規定，為決定發行人以外的任何人是否符合 1933 年證券法第 11 條第 c 項標準中的合理調查或合理相信，應考量下列因素：(a)發行人的類型。(b)證券的種類。(c)行為人的類型。(d)當行為人是主管時，其職權範圍。(e)當行為人是董事或即將擔任董事時，其與發行人間的關係為何。(f)合理相信特定職權的主管、員工或是其他具有特別知識之人(依據該等人針對發行人和申報文件的功能及職責而定)。(g)當行為人是承銷商時，承銷契約的類型、承銷商所扮演的角色以及在申報文件中可得利用的資訊。(h)當某事實或文件併入申報書中，行為人是否對該等事實或文件負有責任<sup>24</sup>。

---

<sup>22</sup> See *id.* at 308-09.

<sup>23</sup> Section 11(c): “In determining, for the purpose of paragraph (3) of subsection (b) of this section, what constitutes reasonable investigation and reasonable ground for belief, the standard of reasonableness shall be that required of a prudent man in the management of his own property.”

<sup>24</sup> Rule 176: “In determining whether or not the conduct of a person constitutes a reasonable investigation or a reasonable ground for belief meeting the standard set forth in section 11(c), relevant Circumstances include, with respect to a person other than the issuer.

(a) The type of issuer;

(b) The type of security;

(c) The type of person;

(d) The office held when the person is an officer;

(e) The presence or absence of another relationship to the issuer when the person is a director or proposed director; (f) Reasonable reliance on officers, employees, and others whose duties should have given them knowledge of the particular facts(in the light of the functions and responsibilities of the particular person with respect to the issuer and the filing);

(g) When the person is an underwriter, the type of underwriting arrangement, the role of the particular person as an underwriter and the availability of information with respect to the registrant; and

(h) Whether, with respect to a fact or document incorporated by reference, the particular person had any

又依 1933 年證券法第 11 條之規定，註冊申報書之內容有虛偽或隱匿之情事，受害投資人原則上無須證明其因信賴註冊申報書之內容而取得有價證券（即無須證明交易因果關係）。惟若被告欲抗辯信賴關係不存在，則須由被告負舉證責任，證明原告在取得有價證券之前已知悉註冊申報書之內容不實。此外，若原告取得有價證券是在註冊申報書生效後超過 12 個月，且發行人已公布該期間之損益表(earning statement)，則原告須對其因信賴註冊申報書之內容而取得有價證券之情事提出證明。此係由於發行人已公布新的財務資訊，投資人既可獲得新的財務資訊，自不能推定其因信賴舊的註冊申報書之內容而取得有價證券。

此外，依同條第 e 項之規定，受害投資人亦不須舉證證明損失因果關係之存在，但若被告欲抗辯有價證券價格之漲跌非因註冊申報書中重要事實之不實陳述或隱匿所致，則必須提出證明<sup>25</sup>。

另依同條第 f 項之規定，所有賠償義務人(除外部董事以外)皆應負連帶責任(shall be jointly and severally liable)。至於外部董事，則應適用 1934 年證券交易法第 21D 條第 f 項之規定，即各依其責任比例個別負責<sup>26</sup>。

## 第二款 1933 年證券法第 12 條第 a 項第 2 款

1933 年證券法第 12 條第 a 項第 2 款規定，在要約或出售有價證券時（無論是否依本法第 3 條豁免，但第 3 條第 a 項第 2 款與第 14 款之情形，不在此限），任何藉由使用州際貿易中之運輸、通訊交通工具或是郵件傳達公開說明書或口頭要約出售有價證券之人，其內容中若有對應陳述之重要內容有虛偽不實，或隱匿為了使當下陳述不致產生誤導而應陳述之重大事實(有價證券購買者對於該虛偽隱匿並不

---

responsibility for the fact or document at the time of the filing from which it was incorporated.”

<sup>25</sup> 15 U.S.C. § 77k(e)

<sup>26</sup> 15 U.S.C. § 77k(f)

知悉)，且無法舉證證明自己對此虛偽隱匿之情事不知情，亦無法舉證證明其經施以合理注意後仍無從知悉此等虛偽隱匿時，除第 12 條第 b 項所規範之舉證責任外，對於向其購買有價證券，且依照法律或衡平法之規定於任何具法定管轄權之法院起訴請求回復之人負責，返還其所支付的對價與利息，並減去因該有價證券所獲得之收益，但請求之人須返還該有價證券予回復之人，倘若該請求之人已處分該有價證券，則應得請求回復之人返還請求之人所受之損害<sup>27</sup>。

惟依同條第 b 項之規定，若募集或出售有價證券之人，能證明其損失非基於記載不實或為記載重大事實所導致者，將不負損害賠償之責<sup>28</sup>。

換言之，受害投資人僅需證明公開說明書有虛偽或隱匿之情事，而無須證明被告有意以不實的公開說明書進行詐欺，亦無須證明因信賴公開說明書之內容而取得有價證券。惟被告可舉反證證明損害非因該不實公開說明書所致而免責。

### 第三款 1933 年證券法第 11 條及第 12 條第 a 項第 2 款之請求權人範圍

基於保障投資人目的，美國法要求欲公開銷售有價證券之人於證券發行時須完整揭露發行證券之相關資訊，使投資人之投資決策不受錯誤因素左右，但因資訊流通便利，往往不限於取得該次發行證券之投資人才能取得及了解，也因此衍生非取得該次發行證券之投資人，若因閱讀該資料，進而於交易市場中購買該等證券，嗣後發現資訊有記載不實之情事而致其受有損害，是否亦得依據 1933 年證券法第 11 條或第 12 條第 a 項第 2 款之規定請求民事損害賠償？對此，美國實務見解分歧，本研究擬就不同見解之代表案件進行介紹，先以最為嚴

---

<sup>27</sup> 15 U.S.C. §771(a)(2).

<sup>28</sup> 15 U.S.C. §771(b)

格之 *Gustafson v. Alloyd Co.*<sup>29</sup>案進行分析。

### 第一目 *Gustafson v. Alloyd Co.*

本案事實為 *Gustafson* 等人原為 *Alloyd Co.*之股東，透過契約將全部持股出售給 *Alloyd Co.*與其他人，該契約中約定如果年終稽核與財務文件所顯示之實際增值與預估增值有所差異者，不利益之一方當事人可獲得調整權。而後稽核結果確實不利於 *Alloyd Co.*，而使其被賦予調整機會，*Alloyd Co.*遂捨此調整權不為，而主張公開說明書不實並依 1933 年證券法第 12 條第 a 項第 2 款之規定尋求救濟。

本案之爭點在於締結私人證券契約後有資訊不實可否依 1933 年證券法第 12 條第 a 項第 2 款之規定尋求救濟。對此，地方法院認為第 12 條第 a 項第 2 款之請求權僅可適用於股票之初次發行，而不適用於私人間銷售協議。惟上訴法院則採取不同見解，認為 1933 年證券法中第 2 條第 a 項第 10 款關於公開說明書之定義中，其所使用之用語為「訊息傳遞(communication)」，解釋上自應包含一切為出售有價證券而以書面方式所進行之訊息傳遞，故第 12 條第 a 項第 2 款所規定之權利亦可適用於私人間銷售協議。

復經上訴後，最高法院對此作出偏向地方法院角度之宣示，認為第 12 條第 a 項第 2 款所規範的請求權並不擴張至私人證券契約，因為此種不是以公眾為對象所從事之契約，並不屬於 1933 年證券法中所稱之「公開說明書」。

最高法院認為，從 1933 年證券法之法條規定出發，本法中有三條決定性的規定可幫助判斷「特定契約是否屬於公開說明書」：(1) 第 2 條第 a 項第 10 款將公開說明書定義為「任何經由書面、廣播或電視所傳遞之內容說明、公告、傳單、廣告、信函或訊息傳遞」其內容

---

<sup>29</sup> 513 U.S. 561 (1995).

在提供任何有價證券之出售或確認其出售，(2)第 10 條規範公開說明書所應記載之資訊，以及(3)第 12 條規定公開說明書中不實陳述所應負之責任

基本上，最高法院之論述主要分成以下幾點：

1.為使「公開說明書」意義具備一致性，應盡可能地將上開規範所涉及之公開說明書做相同的闡釋：第 10 條將公開說明書之定義侷限為含有註冊申報書中所載資訊之文件，此僅在發行人從事公開發行時，才需要準備並提交之，而本案屬於未從事公開發行的私人證券契約，自然不該當本條之要件。

2.為了落實本法立法目的之保障，自然不宜包含目的範圍外之客體：由於第 12 條中所指的公開說明書與第 10 條規定於同部法律當中，自應與第 10 條具有相同的意思，另外，本法之立法目的在於規範公開發行相關之義務，故可合理推斷本法關於救濟方法認定，仍應圍繞於此主軸，因此不宜認為第 12 條第 a 項第 2 款係於此等公開發行義務外，獨立觸及其他範圍外之義務。

3.應貫徹第 2 條第 a 項第 10 款關於公開說明書的文意：觀察該條文所使用的「訊息傳遞」，並非意指任何出售證券的書面訊息傳遞均構成第 12 條所稱之公開說明書，蓋不若做此等解釋，將會使「公告、傳單、廣告及信函」成為贅字，且此規定所列舉者，包含「透過廣播或電視」的訊息傳遞，而不包括面對面或電話交談，自然解釋上涉及範圍應限縮為以大眾為對象所進行的訊息傳遞。

4.從立法體系來觀察：本案最高法院認為，與 1933 年證券法第 17 條相較，國會第 17 條中明顯區別於 1933 年證券法的一般體系，予以放寬，清楚且明白的表示無論該證券是否屬於第 11 條或第 12 條規定所豁免的有價證券，於該證券出售時所從事的詐欺或欺騙行為，均將究責。然而，相對於此，觀諸第 12 條第 a 項第 2 款規範，並沒有類

似的文意可以說明國會相同的將第 12 條第 a 項第 2 款擴張適用範圍，故第 12 條第 a 項第 2 款的適用範圍仍然應受侷限於僅在公開發行的情況才有適用。

5. 避免請求權人享有過度的因果關係舉證優惠：本案最高法院認為，原則由發行人從事的公開發行，因該過程的文件係依技術性、專業性等謹慎完備程序所製作，所以對於該文件內容中的不實陳述，法條賦予買方毋庸證明詐欺或信賴關係即可解除契約的權利，但若認為在每個買賣雙方在次級市場中所進行的訊息傳遞行為均廣泛地創設此種責任，則並不合理，因為對於那些進行非正式訊息傳遞(casual communications)的人而言，通常會去審視判斷使賣方陳述合理的相關事實。

## 第二目 Barnes v. Osofsky<sup>30</sup>

相較於 *Gustafson v. Alloyd Co.* 案，本案聯邦第二巡迴法院採取較為折衷之見解，認為若要依 1933 年證券法第 11 條請求賠償，須原告得追蹤其於交易市場購買的證券係屬該次發行的該批有價證券，始得為之。

聯邦第二巡迴法院認為，1933 年證券法有兩個主要的立法目的：其一為要求發行證券必須有完整且真實的資訊揭露；其二則為防止證券詐欺。1933 年證券法第 11 條係規範註冊申報書中不實、誤導陳述或隱匿之民事責任，藉此賠償責任確保註冊申報書中資訊的完整且確實。從 1933 年證券法第 2 條第 1 款以及第 6 條觀察，每一證券的發行都是分別進行申報，故似乎不可能產生以某一註冊申報書的資訊不實作為其他證券請求損害賠償基礎的情形。同時，1933 年證券法第 11 條第 g 項中「依據本條規定所得請求回復之數額，不得超過該有價證券公開發行時之價格」以及第 11 條第 e 項中承銷商「對於超過

---

<sup>30</sup> 373 F.2d 269 (2nd Cir. 1967).

由其所分銷予大眾的有價證券總價格之部分毋庸負責」之文字，可知將第 11 條的適用範圍限制在購買該次發行證券，最重要的理由是為了避免每一賠償請求權人所能獲得的賠償金額遭到交易市場中與註冊申報書不實關聯較為間接的證券購買人所稀釋。

### 第三目 1933 年證券法第 15 條控制人之規定

註冊申報書或公開說明書不實應負民事賠償責任者，除 1933 年證券法第 11 條第 a 項各款所列之人以及第 12 條之行為人外，尚包括同法第 15 條所規定之控制人(controlling persons)。

依 1933 年證券法第 15 條之規定，透過持有股份、代理人或其他方式，或依據與他人之協議或備忘錄而透過股份所有權、代理人或其他方式，進而控制任何依第 11 條或第 12 條應負責之人者，應對該被控制之人所應負責之人，與該被控制之人連帶負相同之責任，但該控制人不知或無合理的理由可知該被控制人之責任所由發生之事實者，不在此限<sup>31</sup>。

實務上，原告僅須證明被告對依第 11 條或第 12 條應負責之人有合法之控制力或影響力(lawful authority to control or influence)即可，無須證明被告知悉註冊申報書或公開說明書之內容為不實陳述<sup>32</sup>。

## 第二節 美國有關財報不實民事責任之規範

### 第一項 現行規定

---

<sup>31</sup> Section 15(a): “CONTROLLING PERSONS.—Every person who, by or through stock ownership, agency, or otherwise, or who, pursuant to or in connection with an agreement or understanding with one or more other persons by or through stock ownership, agency, or otherwise, controls any person liable under section 11 or 12, shall also be liable jointly and severally with and to the same extent as such controlled person to any person to whom such controlled person is liable, unless the controlling person had no knowledge of or reasonable ground to believe in the existence of the facts by reason of which the liability of the controlled person is alleged to exist.”

<sup>32</sup> Snyder v. Newhard, Cook & Co., Inc., 764 F.Supp. 612 (1991).

1934 年證券交易法為確保公開原則，制定若干有關資訊定期揭露之規定，例如第 13 條<sup>33</sup>規定公司須定期向聯邦證管會申報之相關事項及第 18 條第 a 項<sup>34</sup>規定違反上開揭露義務之法律效果。其中，有關財報不實民事責任之規定主要為 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項及第 18 條第 a 項。

#### 第一款 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項與 Rule 10b-5

1934 年證券交易法第 10 條第 b 項明文禁止任何人直接或間接利用州際通商之方法或工具，或以郵件，或以任何全國性證券交易所之設備，違反聯邦證管會為維護公眾利益及投資人權益認為必要所制定之有關規則及規定，而對上市或非上市之證券或以證券為基礎的交換協議之買賣，使用操縱或詐欺之手法<sup>35</sup>。

依據本條之授權，聯邦證管會於 1942 年頒布 Rule 10b-5，進一步規範證券詐欺行為。Rule 10b-5 禁止任何人直接或間接利用州際通商之方法或工具，或以郵件，或以任何全國性證券交易所之設備，為下列三種行為：(1)使用任何方法、計畫或計謀從事詐欺；(2)對重要的事實作不實的陳述，或在可能誤導的情形下，對重要事實加以隱瞞；(3)從事任何行為、業務或商務活動而對任何人構成詐欺或欺騙者<sup>36</sup>。

雖然 Rule 10b-5 的文字並未明示賦予證券詐欺受害人請求權基礎，直至 1946 年 *Kardon v. National Gypsum Co.*，一案，聯邦地方法院確立違反 Rule 10b-5，構成侵權行為，得以之作為個人損害賠償之請求權基礎。而聯邦最高法院則是在 1971 年的 *Superintendent of Insurance v. Banker Life & Casualty Co.*，案才確立此一默示請求權基礎<sup>37</sup>。

#### 第二款 1934 年證券交易法第 18 條第 a 項

---

<sup>33</sup> 15 U.S.C. §78m

<sup>34</sup> 15 U.S.C. §78r(a)

<sup>35</sup> 15 U.S.C. §78j(b)

<sup>36</sup> 17 C.F.R. §240.10b-5.

<sup>37</sup> See HAZEN, *supra* note 1, at 465-66.

1934 年證券交易法第 18 條第 a 項規定，任何人於依本法或依法制定之行政規則應向聯邦證管會登錄之申報、報告或其他文件內容中，為重大不實之記載，應對信賴此記載而受該不實陳述影響進行證券交易之人，所受損害負賠償責任，除非行為人善意且不知該文件不實<sup>38</sup>。

雖然原告依 1934 年證券交易法第 18 條第 a 項提起訴訟，只須證明文件中就重大事實有虛偽或隱匿，即可推定被告有故意，除非被告能證明其為善意不知情。然原告必須舉證因信賴該不實陳述而為交易並受有損失，亦即原告必須舉證信賴要件及因果關係，且實務上對信賴要件採取「眼見原則」(eyeball test)，即原告必須證明其真的閱讀系爭文件，而產生所謂真正的信賴<sup>39</sup>。相較之下，如同本研究接下來將探討的，雖然 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項要求原告必須證明被告具備故意(scienter)，但實務上原告得透過「詐欺市場理論」(fraud on the market theory)以推定信賴的方式，成就其直接信賴的要求。因此，第 18 條第 a 項除主觀要件較第 10 條第 b 項寬鬆外，在信賴、因果關係要件上均較嚴格，對於原告而言較為不利，從而美國實務上較少投資人援引本條請求損害賠償，而大多以第 10 條第 b 項以及 Rule 10b-5 為請求依據<sup>40</sup>。因此，本研究針對財報不實民事責任之探討，將以 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項與 Rule 10b-5 為主。

## 第二項 構成要件分析

基本上，原告欲依 Rule 10b-5 獲得救濟，必須具備下列要件：(1) 原告必須有買賣有價證券之行為；(2) 被告為重大不實陳述或隱匿；(3) 被告具備詐欺行為的故意；(4) 原告對被告之詐欺行為有信賴(reliance)之事實；(5) 原告之損害與被告之行為間具有因果關係(causation)存在；(6) 原告必須受有損害<sup>41</sup>。

---

<sup>38</sup> 15 U.S.C. §78r(a).

<sup>39</sup> See HAZEN, *supra* note 1, at 536.

<sup>40</sup> See *id.*

<sup>41</sup> See *id.* at 468-71.

## 第一款 原告必須有買賣有價證券之行為

由於 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項及 Rule 10b-5 條文中並未明文規範何人可以依本條項提起訴訟，但因條文中皆有「與證券買賣相關(in connection with the purchase or sale)」的文字，此等文字意在表明「重大不實陳述或隱匿」與「證券買賣」之間須具有某種程度的「關聯」，行為人始須負證券詐欺之責<sup>42</sup>。申言之，此一構成要件用以篩漏與證券有何種關聯程度的詐欺行為得以適用 Rule 10b-5，而何種關聯程度的詐欺行為只能依不實陳述侵權責任或其他民事責任求償。

實務上，藉由「與證券買賣相關」此一要件的解釋，將民事損害賠償訴訟之原告適格限於證券的買方或賣方，俗稱「購買人-出賣人原則(purchaser-seller rule)」。<sup>43</sup>而「購買人-出賣人原則」是聯邦最高法院在 1975 年 *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*<sup>43</sup>案所確立之原則。

聯邦最高法院採取「購買人-出賣人原則」之主要理由如下：

### 一、歷史解釋：

聯邦證管會曾提出 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項修正案，提議將條文文字由「in connection with the purchase or sale of securities」修正為「in connection with the purchase or sale of ,or any attempt to purchase or sell, any security」，修正的目的是希望可以將本條文適用於證券的潛在買者或賣者。然而，國會因為害怕本條項之打擊範圍過度擴張，故未予通過。

---

<sup>42</sup> See *id.* at 471-72.

<sup>43</sup> 本案被告之一 Blue Chip 公司（簡稱 BC）受到美國政府對其提起民事反托辣斯訴訟，嗣後 BC 與美國政府達成和解，同意進行公司重組計畫，將 BC 併入新成立的 Blue Chip Stamps 公司（簡稱 BCS），減少 BC 主要股東的股份，並且 BCS 必須提供股份及公司債給過去未持有 BC 股份之 BC 客戶進行認購。嗣後，一位 BCS 股份的潛在認購者（即 BC 的客戶）對 BC、BCS、BC 主要股東及 BCS 董事提起訴訟，主張被告等提供的公開說明書內容虛偽不實，對於被告公司的現狀與未來預期，提供過度悲觀的評價，以誤導原告等潛在認購者之投資決策，其目的在於使重組計畫認購者不為購買，而這些股份將可以在公開市場賣得更高價錢。本案爭點在於，原告並未認購被告公司股份，得否依據 Rule 10b-5 提起訴訟？

## 二、文義解釋：

同樣是反詐欺條款的 1933 年證券法第 17 條第 a 項，該條用語為「in the **offer** or sale of securities（對於證券的**要約**或出賣）」，與第 10 條第 b 項文字「in connection with the purchase or sale（與證券買賣有關）」相較可知，若國會有意提出救濟管道予未曾買入或賣出證券之人，條文會明白的表達出來，而今第 10 條第 b 項並無類似的文字，顯示國會無意賦予潛在證券買賣者求償之權利。

## 三、政策解釋

最高法院自政策面考量認為，此一原則雖可能將潛在股份購買者<sup>44</sup>、股東<sup>45</sup>及債權人<sup>46</sup>等潛在原告排除在第 10 條第 b 項救濟之外，然而其仍具有許多優點。因倘無此一原則將會擴張原告的範圍，而可能造成濫訴的風險。一旦訴訟成立，訴訟程序的進行(尤其事證開示程序的濫用)，可能阻撓或拖累與該訴訟毫無關聯的被告正常商業活動，並迫使被告與原告和解，而此一原則可以避免此種不必要的訴訟。從舉證面言，若允許潛在證券買賣者得以提起訴訟，因其並無實際證券買賣之行為，從而許多要件的舉證(如因果關係、損害等)，只能依賴原告的口頭證詞或主觀認定，而無其他任何書面或電子紀錄佐證，或得以任何實際買賣數量推估。如此將使事實審判者暴露在許多相當模糊的歷史爭點之中，尤其審判前程序，更是困難。若無此一原則，未真正參與證券市場的旁觀者，將可以不帶風險的在場邊等候證券市場的發展，一旦股價下跌，即宣稱因未正確揭露導致他未能賣出；一旦股價上漲，則宣稱發行人過分悲觀的預期，使他錯失了買入的良機。準此，採納此一原則是利大於弊的<sup>47</sup>。

*Blue Chip Stamps* 案中最高法院藉由「與證券買賣有關(in

<sup>44</sup> 受過度悲觀的陳述或因公司隱匿重大有利消息的影響，而未買入證券。

<sup>45</sup> 受過度樂觀的陳述或因公司隱匿重大不利消息的影響，而決定繼續持有股票之人。

<sup>46</sup> 因公司或內部人與證券買賣有關的行為違反 Rule 10b-5 而受到損害者。

<sup>47</sup> See JOHN C. COFFEE, JR., HILLARY A. SALE, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 1034-38 (12<sup>th</sup> ed., 2012).

connection with the purchaser or sale)」要件將原告限縮於證券的買方或賣方，而不包含潛在購買者或出賣者之見解，亦陸續為美國法院所採納。

## 第二款 重大不實陳述或隱匿

由於重大性具有高度事實認定的特性，從而在不同的案件類型下，可能發展出不同的判斷標準，以下將介紹美國實務上常見的重大性判斷標準。

### 一、理性投資人判斷標準

美國聯邦最高法院在 *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*<sup>48</sup> 案中採取理性投資人判斷標準來判斷某項消息是否具備重大性，即「隱匿事實的揭露很可能被理性投資人視為重大改變了可獲得的綜合資訊判斷」。換言之，以理性投資人的角度來對重大性進行判斷，如果理性投資人認為系爭不實陳述或隱匿的更正或揭露，很可能改變其原先依所有可得資訊所做成的投資判斷時，則會認為該不實陳述或隱匿具備重大性<sup>49</sup>。

### 二、「可能性/影響程度」判斷標準

若系爭事件對公司未來發展的影響是清楚且明確，則當不實陳述或隱匿發生時，*TSC* 案所建立的重大性標準得以適用；然而若系爭事件具有「或許會或許不會發生」或「推測性」的性質，就很難認定一個理性的投資人是否會認為該不實陳述或隱匿具重大性<sup>50</sup>。因此，聯

---

<sup>48</sup> 案例事實：National Industries 公司（簡稱 N 公司）取得 TSC 公司 34% 的表決權股份，並派五位代表人擔任 TSC 董事。其後，董事會合法通過解散 TSC 並將全部資產賣給 N 公司之決議。為實施此合併議案，TSC 與 N 公司遂聯合徵求此二家公司之股東委託書，過程順利，最後兩家公司完成合併事宜。然而，TSC 的法人股東 Northway 公司不贊成此一合併，遂起訴主張「委託書徵求說明書」未表明 N 公司本身控制 TSC 的程度，以及系爭合併計劃的條件對 TSC 之股東是否有利等等，內容上有遺漏及不實陳述之情事，請求被告損害賠償及其他平衡救濟。本案爭點在於原告主張委託書徵求說明書所未記載事項是否具有重大性？

<sup>49</sup> See COFFEE, *supra* note 47, at 945.

<sup>50</sup> See *id.* at 945. 劉連煜，推測的消息是內線交易之重大消息？Basic 案的再審思，台灣法學雜誌，第 130 期，2009 年 6 月，頁 26。

邦最高法院於 1988 年的 *Basic, Inc. v. Levinson*<sup>51</sup> 案中，採取所謂「可能性/影響程度」之判斷標準(probability/magnitude approach)。聯邦最高法院在本案中首先表示，*TSC* 案中聯邦最高法院所建立的重大性標準可適用於 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項與 Rule 10b-5 之案件。因為 *TSC* 案所建立之標準適用在初步的公司合併磋商案件時，並非十分明確。蓋當某一事實對於公司之影響是確定而清楚時，*TSC* 案之標準可以直接適用；但當此一事實，本身是否發生仍有疑問或具不確定性，則因為理性的投資人在當時是否會認為該遺漏之事實係屬重大消息，即頗難加以斷定<sup>52</sup>。因此，有必要另定補充性的判斷基準。聯邦最高法院乃援引第二巡迴法院(Second Circuit)法官 Friendly 在 *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*<sup>53</sup> 案之見解，並進一步表示，在具有「不確定性」事實的案件中，某一事實在一特定時間是否具有 Rule 10b-5 所稱之重大性，應該取決於該事實發生的可能性及該事實若發生，對整體公司活動之影響程度，兩相權衡而定<sup>54</sup>。由此可知，聯邦最高法院參酌各項客觀事實後，以「可能性」與「影響程度」兩項因素綜合判斷系爭事實是否具備「重大性」。如發生機率高且對公司產生重大影響者，當具有重大性；若「發生機率高但對公司產生之影響程度低」或「發生機率低但對公司產生之影響程度高」者亦有可能具備重大性；惟如「發生機率低且對公司產生之影響程度低」者，則不具有重大性<sup>55</sup>。易言之，經由「可能性/影響程度」之判斷基準才能真實反應此等消息對於一般理性投資人之投資判斷是否具有重要影響。

### 三、聯邦證管會的「第 99 號幕僚會計公告」

為提供實務界有關財務報告重大性判斷之參考，美國聯邦證管會於 1999 年提出「第 99 號幕僚會計公告」(SEC Staff Accounting Bulletin:

---

<sup>51</sup> 485 U.S. 224 (1988)

<sup>52</sup> *Id.* at 232.

<sup>53</sup> 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968).

<sup>54</sup> 485 U.S. at 238.

<sup>55</sup> See HAZEN, *supra* note 1, at 490-91.

No. 99- Materiality)<sup>56</sup>，提出質與量的綜合判斷標準，用以具體指導財務報告編製過程中的重大性判斷。

在量性指標方面，「第 99 號幕僚會計公告」採取量化指標來評估該財務報告不實是否具重大性。若不實陳述之金額對公司淨利之影響低於百分之五，則可初步假設該不實陳述不具重大性<sup>57</sup>。基本上，量性指標係來自於一會計基本原則，即當一項會計資訊並非重大時，因其對整體財務報表是否正確表述並不會造成任何判斷或決策上之差異，從而公司得為權宜之處理，不一定要依一般公認會計原則 (Generally Accepted Accounting Principles, GAAP) 規定編製，此係財務報表編製上之例外<sup>58</sup>。而此處「重大性」的判斷係指一個項目對於公司淨利之影響在特定百分比之下，此一標準通常是指百分之五。例如銷售的收入對淨利只有百分之一的影響，即便公司未依照一般公認會計原則認列，因錯誤並非重大，故不會構成證交法上的責任<sup>59</sup>。

在質性指標方面，「第 99 號幕僚會計公告」指出該不實陳述之影響雖低於淨利百分之五，惟其在性質上仍有可能達到重大性的程度。其判斷因素主要包括(1)該不實陳述是否出自一能夠精確測量之項目或從其估計產生。若是如此，則該估計本身即先天上有其不準確程度；(2)該不實陳述是否掩飾收益或其他趨勢之變化；(3)該不實陳述是否係隱藏其未能符合分析師對該企業之一致預期；(4)該不實陳述是否使損失變成收益，反之亦然；(5)該不實陳述是否涉及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)該不實陳述是否影響發行人對法令遵循之規範要求；(7)該不實陳述是否影響發行人遵守貸款契約或其他契約上之要求；(8)該不實陳述是否增加管理階層之薪酬(例如發放獎金或其他形式之獎酬機制)；(9)

---

<sup>56</sup> 有關「第 99 號幕僚會計公告」(SEC Staff Accounting Bulletin: No. 99- Materiality)之全文，請參閱 < <https://www.sec.gov/interps/account/sab99.htm> > (visited July 30, 2021)

<sup>57</sup> *Id.*

<sup>58</sup> See James J. Park, *Assessing the Materiality of Financial Misstatements*, 34 J. Corp. L. 513, 524 (2009).

<sup>59</sup> See *id.* at 524-525.

該不實陳述是否涉及隱藏不法交易<sup>60</sup>。

觀諸「第 99 號幕僚會計公告」之內容，其並不否定以量化方式運用具體百分比對重大性進行初步判斷，但強調質性因素之分析亦屬必要。而重大性之判斷必須站在資訊使用者的立場考慮，就質與量進行具體分析。先判斷量化因素，如未達量化指標，進而判斷質性指標，而財務報告編製者與管理階層的主觀要件亦應列入考量，並判斷其他非重大項目之總和是否亦構成重大性。

在 *In re Unusys Corp. Sec. Litig.*<sup>61</sup> 案中，被告表示該不實陳述是關於某些長期合約，而每一合約占被告總收益少於 0.6%，故以不具重大性為抗辯，然而，聯邦第二巡迴法院以這些攸關合約的資訊對於理性投資人而言可能是重要的，且可能重大地改變投資人所利用之整體資訊，而駁回被告之抗辯；在 *ECA, Local 134 IBEW Joint Pension Trust of Chicago v. JP Morgan Chase Co.*<sup>62</sup> 案中，即便法院發現錯誤描述的 2 億預付交易僅占 JP Morgan Chase's 總資產約 0.3%，未達量性標準的重大性門檻，法院仍一一檢視第 99 號幕僚會計公告所臚列之其中三項質性判斷因素後，做出該不實陳述不具重大性之認定<sup>63</sup>。

### 第三款 具備詐欺行為的故意

雖然 Rule 10b-5 並未就行為人的主觀要件為規定，但聯邦最高法院於 1976 年 *Ernst & Ernst v. Hochfelder*<sup>64</sup> 案中揭示「在缺乏故意要件下 Rule 10b-5 損害賠償訴訟無由成立」。聯邦最高法院在本案中以文義及體系解釋兩個面向進行說理。首先，聯邦最高法院認為 1934 年

<sup>60</sup> See SEC Staff Accounting Bulletin: No. 99- Materiality.

<sup>61</sup> *In re Unusys Corp. Sec. Litig.*, No. CIV. A. 00-1849, 2000 WL 1367951 (E.D.Pa. Sept.21, 2000).

<sup>62</sup> *ECA, Local 134 IBEW Joint Pension Trust of Chicago v. JP Morgan Chase Co.*, 553 F.3d 187 (2d Cir. 2009).

<sup>63</sup> Alan J. Berkeley, Materiality, Informal Disclosure, Soft Information, and Forward Looking Statements Under Securities Laws, SW017 ALI-CLE 143, Page 4 (March, 2015).

<sup>64</sup> 本案被告 Ernst & Ernst 是 First Securities Company 的會計師，First Securities Company 的執行長 Nay 盜用公司為客戶保管之帳戶（此帳戶資料並未反應在任何公司帳簿或記錄上），最後公司破產。投資人以 Ernst & Ernst 未依適當之審計程序，以致於未能發現 Nay 之詐欺行為，屬幫助及教唆之行為，具有過失為由，提起訴訟。

證券交易法第 10 條第 b 項禁止「利用任何操縱或詐欺的方法或手段 (To use or employ...any manipulative or deceptive device or contrivance)」，將「操縱或詐欺(manipulative or deceptive)」與「方法或手段(device or contrivance)」連結在一起，強烈表示 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項係在禁止「知悉」或「意圖不法」的行為。此外，法律使用「操縱」、「詐欺」及「手段」等文字，清楚顯示國會意圖禁止一種與過失不同型態的行為。尤其「操縱」此一文字的使用，別具重大意義，因當它使用於證券市場時，就是一個專業術語，意謂「意圖或故意藉由控制或人為影響證券價格來詐欺投資人的行為」<sup>65</sup>。

另從證券法規體系觀之，國會以明示方式創造有關證券買賣之民事責任中，都明白規定救濟是否以知悉或意圖的行為，或過失或全然無知的錯誤為要件，如同 1933 年證券法第 11 條等明示包含過失救濟的規定，與證券交易法第 10 條第 b 項文句相較，形成強烈對比，從而聯邦證管會認為第 10 條第 b 項包含過失的見解不妥。此外，1933 年證券法中每個明示對過失行為予以民事救濟者，如第 11 條、第 12 條第 2 項、第 15 條，都設有 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項所無的程序限制。聯邦最高法院因而認為司法上創造出 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項私人損害賠償訴訟(它沒有相對應的限制)無法被擴張適用於過失違法行為，否則它就會取代依 1933 年證券法第 11 條、第 12 條第 2 項、第 15 條所提起的訴訟，而使得針對上開條文所設下的程序限制失其效用<sup>66</sup>。總結而言，1934 年證券交易法第 10 條第 b 項應僅限故意之違法行為。

然而，有不少法院認為 Rule 10b-5 之主觀要件亦包括未必故意或重大過失(severe reckless)。惟若被告僅有「過失」(negligence)，則不包括在內<sup>67</sup>。

---

<sup>65</sup> See COFFEE, *supra* note 47, at 986-87. 戴銘昇，論證券詐欺之主觀要件，興大法學，第 6 期，2010 年 5 月，頁 188。

<sup>66</sup> 戴銘昇，同前註，頁 191-193。

<sup>67</sup> See HAZEN, *supra* note 1, at 480-82.

#### 第四款 信賴及因果關係

就「信賴」和「因果關係」這兩要件而言，美國實務界將因果關係細分為「交易之因果關係」(transaction causation) 與「損失之因果關係」(loss causation)<sup>68</sup>。所謂的「交易之因果關係」係指若非(but for)交易相對人的不實陳述或隱匿，交易行為就不會發生(至少不會以最終的形式發生)。雖然「信賴」與「因果關係」是 Rule 10b-5 的兩個構成要件，但是美國實務上認為「信賴要件」幾乎是等同於「交易之因果關係」<sup>69</sup>。因此，當原告依 Rule 10b-5 提起證券詐欺之訴時，若無法有效證明其交易行為係受被告詐欺行為之影響，則「交易因果關係」即無由成立。原告除了證明「交易因果關係」外，尚須就「損失因果關係」加以舉證。所謂的「損失因果關係」則指原告金錢上的損害直接歸因於被告的非法行為。換言之，原告須證明被告的不實陳述或隱匿，乃是造成其經濟上損失的重要原因<sup>70</sup>。

##### 一、交易因果關係

由於現代的證券市場有別於以往面對面的交易型態，投資人做成交買賣決策之主觀心態難以從案件的客觀事實中推敲，從而美國實務界遂經由一系列的案例發展出所謂的「詐欺市場理論」，以減輕原告在交易因果關係之舉證所面臨的障礙。

美國聯邦最高法院在 *Basic Inc. v. Levinson*<sup>71</sup> 案首次肯認「詐欺市場理論」。在本案中，Basic 公司與 Combustion Engineering 公司自 1976 年 9 月起，即就公司併購事宜私下進行磋商。在 1977 年至 1978 年間，Basic 公司曾三度公開否認有任何併購之協商正在進行。直到 1978 年 12 月 18 日，Basic 公司向紐約證交所(NYSE)申請停止交易其股票，

---

<sup>68</sup> See *id.* at 498-506.

<sup>69</sup> See Jeffrey L. Oldham, *Taking "Efficient Markets" Out of the Fraud-on-the-Market Doctrine After the Private Securities Litigation Reform Act*, 97 Nw. U. L. Rev. 995, 1004 (2003).

<sup>70</sup> See HAZEN, *supra* note 1, at 504-05.

<sup>71</sup> 485 U.S. 224 (1988)

並發表聲明指出該公司已幾乎與另一公司達成併購協議。同月 19 日，該公司的董事會通過建議其股東接受 Combustion Engineering 公司以每股 46 美元收購該公司之普通股。並於隔日，公開聲明支持 Combustion Engineering 公司的公開收購案。本案原告皆為原 Basic 公司的股東，但在 Basic 公司於 1977 年 10 月 21 日第一次公開聲明否認有併購之協商至 Basic 公司之股票於 1978 年 12 月停止交易這段期間，以較低之價格將其股票賣出。原告提起集體訴訟，主張 Basic 公司及其董事上述三個否認併購之協商正在進行的公開聲明，係不實且誤導，因而違反了 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項和 Rule 10b-5<sup>72</sup>。

在本案中，聯邦最高法院認為信賴要件是 Rule 10b-5 的構成要件之一，但其證明的方式並非只有一種。因此，依據「詐欺市場理論」的學理，聯邦最高法院採取「推定信賴」(a rebuttable presumption of reliance)的方式，成就其直接信賴的要求<sup>73</sup>。聯邦最高法院在判決中明確指出「詐欺市場理論」之原理乃是在一個開放且成熟的證券市場，公司股價乃是由所有可得關於該公司的重要資訊所決定，縱使受害投資人並未直接信賴該不實的陳述，仍會因該誤導性的陳述而受害。本案以間接的方式，藉由原告購買股票之行為與被告詐欺行為間所建立的牽連關係之效果等同於直接信賴被告的不實陳述<sup>74</sup>。根據聯邦最高法院的見解，投資人所信賴者乃是市場價格的正直性(integrity of the market price)。同時，聯邦最高法院亦認為被告仍可藉由證明其不實陳述與股價的變動無關，或者即使原告知悉該不實陳述仍會買進該檔股票，以推翻「詐欺市場理論」所建立的推定信賴<sup>75</sup>。聯邦最高法院採取推定信賴的方式以建立交易因果關係要件的考量在於現代的證券市場，每日交易量極大且買賣雙方可能沒有直接接觸。若要求每個原告均須直接證明信賴要件，則團體訴訟勢必無法維持，因此，交易

---

<sup>72</sup> *Id.* at 226-28.

<sup>73</sup> *Id.* at 243-45.

<sup>74</sup> *Id.* at 241-42.

<sup>75</sup> *Id.* at 248.

因果關係要件的舉證方式自應有所調整<sup>76</sup>。在 *Basic* 案後，「詐欺市場理論」即廣為美國法院所採用。

由於 *Basic* 乙案後，美國法院在決定投資人能否適用「詐欺市場理論」，多聚焦於系爭證券之交易市場是否為一效率市場。惟近來聯邦最高法院於 *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*<sup>77</sup> 案 (*Halliburton II*) 表示，*Basic* 案對於市場效率並非單純採取「有」、「無」二分法，而應屬程度問題。法院從未以特定之經濟理論來建構「詐欺市場理論」，只要假設大部分已公開的重大資訊將對市場價格產生影響，此時即可認為該市場具有一般性效率而足以支持「詐欺市場理論」之成立<sup>78</sup>。此外，聯邦最高法院進一步指出，在適用「詐欺市場理論」時，要求原告必須證明具備四個前提要件-被告公開為不實陳述、不實陳述具重大性、系爭證券之交易市場具有效率、原告在不實陳述公開後與正確資訊揭露前進行交易。其中前三個前提要件(公開不實陳述、重大性、效率市場)之證明得以推定不實陳述影響證券價格(第一個推定)；第四個前提要件(投資人在不實陳述公開後與正確資訊揭露前進行交易)之證明得以推定投資人對被告的不實陳述具有信賴(第二個推定)。由此可見，若缺乏價格衝擊，「詐欺市場理論」及信賴推定將會隨之崩塌，價格衝擊乃「詐欺市場理論」信賴推定機制的基礎，故原告得選擇證明價格衝擊以觸發「詐欺市場理論」，同時被告亦得於認證階段以「價格未受到衝擊」來推翻信賴推定<sup>79</sup>。

從 *Basic* 案觀察，「詐欺市場理論」係架構在「市場反應所有資訊於證券市價上」且「投資人信賴市價之公正性而為買賣」之基礎上。其中「投資人信賴市價之公正性而為買賣」乃不證自明之理，蓋如同明知詐賭將不會有人願意參加賭局一樣，投資人如果知道市價並未公正地反應股票價值，將不願意買賣，從而既然投資人願意根據市場價

---

<sup>76</sup> *Id.* at 243-45.

<sup>77</sup> 134 S.Ct. 2398 (2014).

<sup>78</sup> *Id.* at 2410.

<sup>79</sup> *Id.* at 2413-2414.

格買賣證券，即得以推論投資人信賴市價之公正性。至於「市場反應所有資訊於市價上」*Basic*案並無說明，通說認為必須借重「效率市場假說」(Efficient Capital Market Hypothesis)予以闡明。所謂「效率市場假說」乃指在一效率的市場中，股價會反映所有已知的相關資訊，即使股價偏離基本價值，也是因為資訊的不對稱或資訊的解讀點時間上的差異所致。在效率市場假設中，假設投資人均為理性的，可以對市場上的資訊作出正確的判斷<sup>80</sup>。

美國學者 Eugene Fama 依據市場反應資訊的不同，於 1970 年提出三種不同層次的效率市場：(1)弱式效率市場(weak form)：係假定目前的證券價格已充分反映所有歷史的資訊，投資人無法利用該證券過去的歷史表現預測出其未來的走向；(2)半強式效率市場(semi-strong form)：指證券價格除了反映歷史資訊外，還包括現在已公開的資訊。由於這些公開的資訊已廣泛流傳在市場之上，投資人已迅速對該等資訊作出反應。因此，證券價格已根據這些資訊作出調整；(3)強式效率市場(strong form)：即現行的股價充分反映出所有的關於該證券的資訊，包括已公開與未公開的資訊。因此，即使投資人利用內線消息來從事證券交易，亦無法獲取超額報酬。然而這種假設在現階段似乎並不存在<sup>81</sup>。如前所述，在 *Basic* 案中，聯邦最高法院於判決中指出：「詐欺市場理論」的原理乃是在一個開放且成熟的證券市場中，公司的股價乃是由所有可得關於該公司的重要資訊所決定。由此可知，聯邦最高法院所接受者乃是半強式效率市場。藉由效率市場假設的運用，假如在一個效率市場中有不實陳述或隱匿存在的話，股價將無法反映出其真實價格，從而投資人將因此受害<sup>82</sup>。

*Basic* 案後，美國法院在決定投資人能否適用「詐欺市場理論」，多聚焦於系爭證券之交易市場是否為一效率市場。惟在 *Halliburton II*

---

<sup>80</sup> See e.g. Paul A. Ferrillo et al., *The "Less Than" Efficient Capital Markets Hypothesis: Requiring More Proof from Plaintiffs in Fraud-on-the-market Cases*, 78 St. John's L. Rev. 81, 102-03 (2004).

<sup>81</sup> See Eric Alan Isaacson, *The Roberts Court and Securities Class Actions: Reaffirming Basic Principles*, 48 Akron L. Rev. 923, 944 (2015).

<sup>82</sup> See *id.*

案，聯邦最高法院則釐清效率市場假說與詐欺市場理論之關係，並認為原告得選擇證明「效率市場」或「價格衝擊」以觸發「詐欺市場理論」。在「效率市場」的證明上，亦認為只要具有一般性效率即足，不再要求須為半強式效率市場<sup>83</sup>。

## 二、損失因果關係

關於損失因果關係之證明方法，美國實務上亦有一番變遷。在 2005 年 *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*<sup>84</sup> 案之前，大致上分為「股價虛增說」以及「股價下跌說」。前者認為證券詐欺所導致之損害係於原告為該次交易時即已發生，故原告只要證明被告之詐欺行為已介入影響了原告交易時之股票價格，使其偏離真實價值已足(如股價虛增)，至於交易時點後投資標的之價格變動，與損失因果關係之認定無關。後者認為損害認定時點應以投資人「事實上」發生投資虧損時為準，因而原告除了證明股價虛增外，還必須證明被告之詐欺行為與原告投資標的嗣後價格變動(通常是價格下跌)間有因果關係<sup>85</sup>。

鑒於損失因果關係判斷標準的分歧，聯邦最高法院在 2005 年的 *Dura* 案中明確揭示其立場。本案中，原告主張被告 Dura 公司、部分董事及經理人，對於該公司研發之氣喘噴劑設備能否得到食品藥物管理局之核准，做出虛偽錯誤之資訊揭露，造成原告損害，請求賠償。原告訴狀中對於損失因果關係部分，僅單純指出，被告虛偽陳述，導致原告付出虛漲之價格購進 Dura 股票，並因此受有損害。第九巡迴法院採取股價虛增說之見解，認為原告之主張已滿足損失因果關係的要求<sup>86</sup>。

對此，聯邦最高法院否定第九巡迴法院之見解，認為虛漲之購買價格本身並不構成或直接導致相關的經濟上損失，原告仍須證明經濟

---

<sup>83</sup> See *id.*, at 960-62.

<sup>84</sup> 544 U.S. 336.

<sup>85</sup> 邵慶平，證券訴訟上「交易因果關係」與「損失因果關係」之認定-評析高雄地院九一年重訴字第四四七號判決，臺灣本土法學雜誌，第 79 期，2006 年 2 月，頁 59。

<sup>86</sup> 邵慶平，同前註，頁 61。

上損害與損失因果關係，理由如下：

- 一、純從邏輯而言，投資人以虛漲價格買進股票時，尚不能認定受有損失，因投資人雖被迫支付虛漲價格，但也獲得了等值的證券，此外，投資人可以在詐欺真相揭露前賣出股票，而不致受到損害；縱若投資人嗣後以較低價格賣出股票，其價格下跌反應的可能是整體經濟環境變化或特定產業情況，不純粹是因原告以虛漲價格購買股票所致，從而，不實陳述充其量只是原告經濟損失的原因之一，可能「涉及」但不等於「造成」原告的經濟損失(後者為法律規定的要件)<sup>87</sup>。
- 二、Rule 10b-5 的民事責任要件源自普通法的詐欺侵權行為，依普通法，詐欺原告除須證明若非被告不實陳述，將不會進行交易外，還須證明因不實陳述而受到實際經濟損失。如採第九巡迴法院股價虛增說的見解，將異於一般侵權行為法則及其他上訴院所採之嚴格見解<sup>88</sup>。
- 三、私人證券訴訟改革法規定損失因果關係為證券詐欺訴訟要件之一，如依第九巡迴法院見解，不啻將之完全架空，顯然與法規目的有違<sup>89</sup>。
- 四、證券詐欺訴訟旨在賠償投資人因不實陳述所受之經濟損失，而非對市場因素造成之損失提供投資保險。

聯邦最高法院在 *Dura* 案中否定以虛增股價來證明損失因果關係，同時確立證券詐欺損害發生時點在「真相揭露於市場並加以反應之後」(事後觀點)及損失因果關係之舉證須包含「真相揭露」此一要素。換言之，依據 *Dura* 判決之文義，損失因果關係的舉證上，請求權人必先證明被告之不實陳述已為市場所悉並加以反應，同時於排除其他同

---

<sup>87</sup> 邵慶平，同前註，頁 61。

<sup>88</sup> 邵慶平，同前註，頁 61。

<sup>89</sup> 邵慶平，同前註，頁 61。

樣可使股價下跌之因素後，而造成股價的下跌，如此始完備其舉證責任。

雖然聯邦最高法院在 *Dura* 案提出對於損失因果關係之見解，但各級法院對於細部認定，仍有所歧異，導致實務上仍存有寬鬆、嚴格之認定標準。

### 第五款 受有損害

美國實務上關於證券詐欺事件損害賠償之計算方法，大致有「毛損益法」(gross income loss) 及「淨損差額法」(Out-of-Pocket loss) 兩種方式<sup>90</sup>

#### 一、毛損益法

毛損益法以證券賣出價格與買進價格之差額，計算損害金額。此方法源自於普通法上受詐欺之契約當事人得行使撤銷權並請求回復原狀及防範行為人藉由侵害他人權益以不當獲利之法理，申言之，買受人可返還證券給出賣人，並請求償還已給付之價金，如買受人已處分證券而無法返還，買受人得請求相當於回復原狀之賠償，即以買價與賣價之差額作為賠償金額，故此說主要適用於雙方當事人有契約關係存在的情形。然而，在證券詐欺案件，原告與被告間多無契約關係存在，故無法採用以回復原狀為基礎之毛損益法<sup>91</sup>。此外，以買價與賣價之差額作為損害金額，顯然是將交易時點後價格變動之市場風險交由被告負擔，如此，與損失因果關係要件以「原告損失係肇因於被告之不實陳述」限縮賠償範圍的概念，明顯矛盾，使被告成為原告投資失敗之保險人，故美國實務見解多不採此說<sup>92</sup>。

<sup>90</sup> 莊永丞，證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方法之省思，臺大法學論叢，第 34 卷第 2 期，2005 年 3 月，頁 127-128。

<sup>91</sup> See Ann Morales Olazabal, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, 3 Berkeley Bus. L.J. 337, 360 (2006).

<sup>92</sup> 莊永丞，同前註 90，頁 179。

## 二、淨損差額法

淨損差額法以交易時之證券市價與其真實價值之差額，計算損害金額。此說適用在當事人間無契約或信賴關係存在時。蓋在當事人間存在契約之情形，採用撤銷、回復原狀之方法，將所有損害歸由被告負擔，其理論依據是，若非被告詐欺引誘，原告不會購買證券，從而亦不會蒙受損失。然而，在當事人間無契約或信賴關係之情形，法院認為不應根據「若非則不」法則計算損害金額，因並非所有證券價值下跌的損害，都可以歸咎於被告的詐欺行為，諸如市場因素所引起的損害，應由自願進入市場的投資人承擔，而非轉嫁給行為人，從而，凡是交易時點後，因其他獨立事件而產生的損失不能計入損害金額<sup>93</sup>。因詐欺市場類型之證券詐欺案件，原告與被告間多無契約關係存在，且淨損益法排除非被告詐欺行為所引起之股價波動，是較能呼應損失因果關係概念之計算方法，故為美國多數實務所採<sup>94</sup>。本說下，如何確認股票之真實價值乃重點所在，美國實務上發展出許多不同的方法，說明如下。

### （一）修正式淨損益法：

由於真實價值認定困難，少數法院採取淨損益法時，遂將不實資訊更正日之證券價格擬制為證券交易時點之真實價格<sup>95</sup>，換言之，每股損害金額乃「購買價格」與「不實資訊更正日收盤價格」之差額。惟如此，交易時點後股價下跌的損失將皆由被告負擔，形同採用毛損益法<sup>96</sup>。

### （二）仰賴財務經濟學者之協助以計算股票真實價值：

<sup>93</sup> 林文里，證券市場資訊不實損害賠償的因果關係與責任範圍，臺北大學法律學系博士論文，2009年6月，頁236-237。

<sup>94</sup> 林文里，同前註，頁236、248。

<sup>95</sup> 有認為不實資訊更正後，該證券價格已擺脫不實資訊的影響，重新由市場供需所形成之價格，足以代表證券交易日之真實價值。

<sup>96</sup> 林文里，同前註93，頁233。

多數法院採此方式，其具體方法有二：

### 1、指數比較法（the comparable index approach）

利用市場模型及相關產業指數計算系爭股票的預期報酬率後，再以此及不實資訊更正日的股價，計算若無不實資訊股票於交易日應有的真實價值<sup>97</sup>。依此法，系爭股票下跌的原因，只要不歸因於市場因素或系爭股票所屬產業指數因素，皆歸因於不實陳述，從而可能高估不實資訊所致的損害金額，例如當公司更正不實資訊又同時發布其他利空消息時<sup>98</sup>。

### 2、事件研究法（the event study approach）

為一種評估特定事件對於股價影響程度的實證方法。在不實消息公布後，經由比較此期間系爭股票之實際報酬率與不實資訊未公布時之預期報酬率（預期報酬率同樣以市場模型及相關產業指數計算而得）之差額，如此差額從統計的觀點而論，具有顯著性，則表示股價波動與此事件具有關聯性，此差額就是不實資訊對於股價的影響，並可據此推算出證券之真實價格。事件分析法使用證券對於特定事件反應之實際報酬進行計算，得以解決指數比較法高估損害金額的問題<sup>99</sup>。惟此法對於公司更正不實資訊前股價下跌之現象，皆不視為被告詐欺因素所致，從而，如公司更正不實資訊前，消息走漏且市場已為部分反應，則實際報酬率與預期報酬率之差額會被低估，而無法真正反應更正資訊對於股價之衝擊<sup>100</sup>，然而此說仍為多數美國法院所採行<sup>101</sup>。

值得注意者，美國國會於1995年通過私人證券訴訟改革法(Private Securities Litigation Reformed Act, PSLRA)，在1934年證券交易法增訂第21D條第e項<sup>102</sup>，對於依該法請求賠償的案件，設定賠償金額上

<sup>97</sup> 林文里，同前註93，頁239；莊永丞，同前註90，頁130。

<sup>98</sup> 莊永丞，同前註90，頁133。

<sup>99</sup> 林文里，同前註93，頁239-240。

<sup>100</sup> 莊永丞，同前註90，頁134。

<sup>101</sup> 林文里，同前註93，頁240。

<sup>102</sup> 其原文”(e) LIMITATION ON DAMAGES.—

限。該條規定，原告求償金額以其「購買證券價格（或賣出價格）」與「更正不實陳述之日起 90 日該證券平均收盤價格」之間的差額為上限；如原告於不實陳述更正後不滿 90 日的期間內賣出證券者，賠償金額上限為「賣出價格」與「不實陳述更正日起至賣出日止的平均收盤價格」的差額。不論是採行何種方法計算賠償金額，皆受到此一條款的限制。

### 第三項 次要行為人之責任問題

在證券詐欺案件中，結果之發生固然主要係因主要行為人之行為所致，然而在整個過程中，往往涉及次要行為人的幫助行為，最終導致投資人的損害。在 1994 年的 *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*<sup>103</sup> 案中，聯邦最高法院區別「主要責任」及「次要責任」，並認為 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項之證券詐欺私人訴訟並不包括未參與詐欺行為，而僅幫助違法者之情形。

然而，晚近在 *Lorenzo v. SEC*<sup>104</sup> 案中，被告 Lorenzo 係經紀自營商 Charles Vista 投資銀行部門的主管，Charles Vista 的最大客戶 Waste2Energy(W2E)於 2009 年為避免陷入財務困難，發行一千五百萬美元的可轉換債券，並由 Charles Vista 擔任此次發行的募資代理人。

---

(1) IN GENERAL.—Except as provided in paragraph (2), in any private action arising under this title in which the plaintiff seeks to establish damages by reference to the market price of a security, the award of damages to the plaintiff shall not exceed the difference between the purchase or sale price paid or received, as appropriate, by the plaintiff for the subject security and the mean trading price of that security during the 90day period beginning on the date on which the information correcting the misstatement or omission that is the basis for the action is disseminated to the market.

(2) EXCEPTION.—In any private action arising under this title in which the plaintiff seeks to establish damages by reference to the market price of a security, if the plaintiff sells or repurchases the subject security prior to the expiration of the 90- day period described in paragraph (1), the plaintiff's damages shall not exceed the difference between the purchase or sale price paid or received, as appropriate, by the plaintiff for the security and the mean trading price of the security during the period beginning immediately after dissemination of information correcting the misstatement or omission and ending on the date on which the plaintiff sells or repurchases the security.

(3) DEFINITION.—For purposes of this subsection, the “mean trading price” of a security shall be an average of the daily trading price of that security, determined as of the close of the market each day during the 90-day period referred to in paragraph (1).”

<sup>103</sup> 511 U.S. 164 (1994)

<sup>104</sup> 138 S.Ct. 2650 (2018)

同年 W2E 對債券的潛在私募投資人發布的私募備忘錄中，並未提及公司資產貶值事宜。又同年 10 月 14 日，Lorenzo 分別寄出 e-mail 給二位潛在投資人說明有關正在進行中的債券私募若干重要之點，然在 e-mail 之內容中不但隱匿公司無形資產貶值一事，反而擔保該次發行有足夠資產及採購訂單。同時，Lorenzo 在 e-mail 中提到其係在上司的要求下，發出此一訊息。聯邦證管會於 2013 年開始對 Lorenzo、Charles Vista 等進行調查，並主張 Lorenzo 之行為違反 1933 年證券法第 17 條第 a 項第 1 款、1934 年證券交易法第 10 條第 b 項及 Rule 10b-5。

本案法律爭點有二：第一，Lorenzo 之行為是否構成 Rule 10b-5(b) 所規範之「做成」不實陳述之人？第二，Lorenzo 之行為是否構成 Rule 10b-5(a)、(c) 之欺騙計畫？

聯邦最高法院認為具備主觀詐欺故意而散布不實或誤導陳述之人將違反 Rule 10b-5(a) 及 (c)，即便該人並非「做成」重大不實陳述之人而不構成 Rule 10b-5(b) 之違反。聯邦最高法院從 Rule 10b-5(a) 及 (c) 之文義解釋出發，認為其足以涵蓋主觀詐欺故意而散布不實陳述之情形。同時，亦認為 Rule 10b-5 各款彼此間非處理不同的行為範圍且非互相排斥，反而係有程度之重疊。最後，聯邦最高法院從立法目的思考，指出若一個人對其作成陳述因欠缺主觀故意依 (b) 款無需負責，另一具備主觀詐欺故意而散布不實陳述人依 (b) 款亦不能構成幫助者。如此一來，只要被告不能被認定為 Rule 10b-5 其他條款之主要行為人，即可完全規避法律責任，實有礙立法者企圖將根除證券市場所有形式的詐欺行為之目的。因此，聯邦最高法院在本案中一反 Central Bank 案後的保守見解，做出有利投資人保護之判決<sup>105</sup>。

#### 第四項 1995 年私人證券訴訟改革法之比例責任制

---

<sup>105</sup> 張心悌，從美國聯邦最高法院次要行為人判決思考我國財報不實民事責任之規範，臺灣財經法學論叢，第 2 卷第 1 期，2020 年 1 月，頁 50。

證券詐欺訴訟之被告除發行公司外，尚可能包括董事、經理人、會計師或律師等多數人員，一旦被法院認定應負賠償責任時，依侵權行為法，其等對於原告負連帶賠償責任，即便被告行為所肇致之損害僅佔原告整體損害的一小部分亦同。準此，證券詐欺訴訟採用連帶責任制度將產生對損害微小卻須負擔全部賠償責任之被告不公平、變相的鼓勵原告將越多深口袋列為被告、被告擔負著全部賠償之風險反而誘使被告願意和解、會使得優秀人才對於擔任發行公司董事裹足不前等。為解決此一問題，1995年私人證券訴訟改革法遂於1934年證券交易法增訂第21D條第f項，改採比例責任制以取代傳統共同侵權行為之連帶責任制<sup>106</sup>。

1934年證券交易法第21D條第f項第10款第A目<sup>107</sup>以行為人的主觀認知為基準，將違法行為分為明知違法行為及非明知違法行為二類。所謂「明知」係指事實上知悉所為之陳述不實且知悉資訊受領人可能會信賴此一陳述，惟未必故意(reckless)並不包含在內。此外，同法第21D條第f項第2款<sup>108</sup>將損害賠償責任分為連帶責任與比例責

---

<sup>106</sup> 15 U.S.C. §78u-4(f).

<sup>107</sup> 其原文為”(10) DEFINITIONS.—For purposes of this subsection—

(A) a covered person “knowingly commits a violation of the securities laws” —

(i) with respect to an action that is based on an untrue statement of material fact or omission of a material fact necessary to make the statement not misleading, if—

(I) that covered person makes an untrue statement of a material fact, with actual knowledge that the representation is false, or omits to state a fact necessary in order to make the statement made not misleading, with actual knowledge that, as a result of the omission, one of the material representations of the covered person is false ; and

(II) persons are likely to reasonably rely on that misrepresentation or omission ; and

(ii) with respect to an action that is based on any conduct that is not described in clause (i), if that covered person engages in that conduct with actual knowledge of the facts and circumstances that make the conduct of that covered person a violation of the securities laws ;

(B) reckless conduct by a covered person shall not be construed to constitute a knowing commission of a violation of the securities laws by that covered person ; ”

<sup>108</sup> 其原文為”(2) LIABILITY FOR DAMAGES.—

(A) JOINT AND SEVERAL LIABILITY.—Any covered person against whom a final judgment is entered in a private action shall be liable for damages jointly and severally only if the trier of fact specifically determines that such covered person knowingly committed a violation of the securities laws.

(B) PROPORTIONATE LIABILITY.— (i) IN GENERAL.—Except as provided in subparagraph (A), a covered person against whom a final judgment is entered in a private action shall be liable solely for the portion of the judgment that corresponds to the percentage of responsibility of that covered person, as determined under paragraph (3).”

任兩大類，並規定除行為人明知而違反證券法律，彼此間應負連帶賠償責任外，其餘非明知而違法之行為人員原則上僅依比例負責<sup>109</sup>。

同法第 21D 條第 f 項第 3 款則規定責任比例之認定方式，其中第 A 目規定，陪審團或法院應針對每位及其他非被告但亦造成或導致原告遭受損失者，包括已與原告達成和解之人就下列事項進行認定：一、該人是否違反證券法律；二、以造成原告所受損失總責任為基礎，計算出各該人之責任比例；三、該人是否明知而違反證券法律<sup>110</sup>。換言之，在決定被告比例責任時，應納入考量之人：(1)不限於應負比例責任之被告，即便是須負連帶責任之被告亦應納入責任比例之計算；(2)不限於被告，只要該人之行為造成或導致原告之損失，亦應納入。

另第 B 目規定，陪審團或法院對於前揭事項之認定，應明確指出原告應受償之損害賠償總額，以及每一被告應負責任之比例<sup>111</sup>。第 C 目更進一步規定，認定責任比例時，應考量下列兩項因素：1、各被告造成原告損失之行為的性質；2、被告行為與原告損害間之因果關係性質與程度<sup>112</sup>。

同法第 21D 條第 f 項第 4 款復規定，原告在終局判決後六個月內提出聲請，並經法院認定原告就應受償金額之一部或全部無法自負擔

---

<sup>109</sup> 廖大穎，證券市場與企業法制論，元照出版，2007 年，頁 92。

<sup>110</sup> 其原文為”(3) DETERMINATION OF RESPONSIBILITY.—

(A) IN GENERAL.—In any private action, the court shall instruct the jury to answer special interrogatories, or if there is no jury, shall make findings, with respect to each covered person and each of the other persons claimed by any of the parties to have caused or contributed to the loss incurred by the plaintiff, including persons who have entered into settlements with the plaintiff or plaintiffs, concerning— (i) whether such person violated the securities laws; (ii) the percentage of responsibility of such person, measured as a percentage of the total fault of all persons who caused or contributed to the loss incurred by the plaintiff; and (iii) whether such person knowingly committed a violation of the securities laws.”

<sup>111</sup> 其原文為”(B) CONTENTS OF SPECIAL INTERROGATORIES OR FINDINGS.—The responses to interrogatories, or findings, as appropriate, under subparagraph (A) shall specify the total amount of damages that the plaintiff is entitled to recover and the percentage of responsibility of each covered person found to have caused or contributed to the loss incurred by the plaintiff or plaintiffs.“

<sup>112</sup> 其原文為”(C) FACTORS FOR CONSIDERATION.—In determining the percentage of responsibility under this paragraph, the trier of fact shall consider— (i) the nature of the conduct of each covered person found to have caused or contributed to the loss incurred by the plaintiff or plaintiffs; and (ii) the nature and extent of the causal relationship between the conduct of each such person and the damages incurred by the plaintiff or plaintiffs.”

比例責任之被告獲得清償，亦無法自負連帶責任之被告受償時，所有應負擔比例責任之被告，就原告無法受償之部分應分擔如下：

- 一、倘原告資力不足：係指原告為個人且依其終局判決可請求之損害賠償金額超過其淨資產的 10%，且原告之淨資產未達 20 萬美元，則每位被告應就原告未受清償之部分負連帶責任。
- 二、倘原告非資力不足：則每位被告應依第 21D 條第 f 項第 3 款第 B 目所認定之之責任比例分擔原告未受清償之部分，但所負擔之總額不得超過其責任比例的 50%<sup>113</sup>。

承前所述，比例責任規定之目的在避免邊緣被告承擔過重的責任，但勢必不利於原告，本條項之規定即在平衡原被告之利益，並依原告之經濟狀況區分被告應額外承擔責任之高低。

又同法第 21D 條第 f 項第 5 款復規定，當被告需額外負擔原告「無法受償之部分」時，該被告得向下列之人請求分擔：(一) 原本對「無法受償之部分」負責之人；(二) 應負連帶責任之被告；(三) 任何應負擔該「無法受償之部分」之被告，而其所給付之金額少於其應付之部位；或(四) 任何對造成該「無法受償之部分」損害之人，且該人理應給付該「無法受償之部分」之損害<sup>114</sup>。

---

<sup>113</sup> 其原文為”(4) UNCOLLECTIBLE SHARE.—

(A) IN GENERAL.—Notwithstanding paragraph (2)(B), upon motion made not later than 6 months after a final judgment is entered in any private action, the court determines that all or part of the share of the judgment of the covered person is not collectible against that covered person, and is also not collectible against a covered person described in paragraph (2)(A), each covered person described in paragraph (2)(B) shall be liable for the uncollectible share as follows:

- (i) PERCENTAGE OF NET WORTH.—Each covered person shall be jointly and severally liable for the uncollectible share if the plaintiff establishes that— (I) the plaintiff is an individual whose recoverable damages under the final judgment are equal to more than 10 percent of the net worth of the plaintiff; and (II) the net worth of the plaintiff is equal to less than \$200,000.
- (ii) OTHER PLAINTIFFS.—With respect to any plaintiff not described in subclauses (I) and (II) of clause (i), each covered person shall be liable for the uncollectible share in proportion to the percentage of responsibility of that covered person, except that the total liability of a covered person under this clause may not exceed 50 percent of the proportionate share of that covered person, as determined under paragraph (3)(B).”

<sup>114</sup> 15 U.S.C. §78u-4(f)(5).

### 第三節 其他關於證券市場專家管理之規定

#### 第一項 專家之基本概述

##### 第一款 專家之特色

專家指具備專門領域之知識與能力，並受過特別職業訓練而得以處理或執行該領域業務。而專家多具有共同特色，不論是對於專門技術之認證，往往須得到具特定機構之認證或通過一定之國家考試，且對於受委任案件，多具備能單獨解決該事件之專業技術與能力<sup>115</sup>。另外，通常有其專門之職業公會，負責該職業人員之權利、義務規範<sup>116</sup>。

##### 第二款 專家之義務

專家與當事人締結契約，理應具既有之主給付義務、從給付義務、附隨義務。又專家可能因涉及不同領域，而有不同具體化之義務。為了聚焦證券市場之爭議，本研究主要圍繞於美國法上有關資訊不實責任之相關義務。

##### 第一目 受託義務

英美法上有所謂受託義務(fiduciary duty)的概念，係源自於衡平法(equity)，而受託義務所揭示之當事人關係，多指雙方當事人間雖尚未達到具備真正意義上之信託關係，然而在特定情形中，其中一方負擔有如受託人般行為之義務，亦即類似信託<sup>117</sup>。然而必須確定之事實為，單純具備受託關係(fiduciary relationship)，僅說明義務人處於類似受託人之地位，惟並不代表一旦受託人有違背受託義務時，相對人享有之所有特定的受任人法則(fiduciary principle)或損害賠償得立即行使，

---

<sup>115</sup> See JOHN L. POWELL ET AL., JACKSON & POWELL ON PROFESSIONAL LIABILITY 2-3 (2007).

<sup>116</sup> See *id.*

<sup>117</sup> See Deborah A. DeMott, *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, 1988 Duke L.J. 879, 880 (1988); L.S. Sealy, *Fiduciary Relationships*, 1962 Cambridge L.J. 69, 72 (1962).

仍必須視雙方具體關係而定<sup>118</sup>。

在討論專家義務範疇中，因個案當事人間通常具備特殊關係，相對人在特定事務上往往仰賴專家專業能力與判斷，例如會計、法律事務，此時會使得一方信賴他方，而他方因此負有義務為信任他之一方最大利益行之，雙方間存在的關係即所謂之受託關係，進一步而言，因委託人相信專家之專業知識、能力，並期待專家會以委託人本人之最大利益從事業務，而非以專家自身之利益為優先，並且避免與委託人間利益衝突之產生，此即在受託義務之下，專家負有所謂之忠實義務(duty of loyalty)<sup>119</sup>。

## 第二目 保密義務

由於專家所受委任之事件，通常具有專業性，也伴隨隱私，特別是證券市場多具有商業資訊，是以若專家因處理受委任事務之過程或職務上關係而知悉某些資訊，而該資訊係屬私密，除有特別規範義務之例外，原則上專家應有保密之義務，此舉主要功能在於：一方面加強當事人之間的信賴，即避免當事人因專家洩密風險而心生不安或無法信賴專家，另一方面亦避免專家利用該秘密從事契約外之事項，甚至因而有害當事人權益<sup>120</sup>。

## 第三目 報告義務

針對證券市場領域，專家之義務除了應對當事人負責有利之事務等積極面外，亦有對於發現風險、甚至不法情事有報告當事人之相關義務，不論是意見書、報告書皆屬於此範圍。此外，專家之報告義務範圍與要件，因涉及實際專家人員為何種職業，而有不同規範。

## 第三款 守門員理論

---

<sup>118</sup> See Sealy, *supra* note 117, at 73-74.

<sup>119</sup> See POWELL, *supra* note 115, at 76-77.

<sup>120</sup> See *id.* at 93.

除了前述提到之部分，在美國法上亦有所謂「守門員理論」。申言之，有鑒於專家於證券市場上進行專業技術提供之特殊地位，基於該特殊地位，同時讓專家可以監督證券市場之相關資訊，而有守門員（gatekeeper）之說。守門員意義常用於專門準備(prepare)、驗證(verify)、評估(assess)揭露的獨立專家<sup>121</sup>，其針對特定的事件或情況下，可以藉由拒絕擔任驗證或提供、出具證明服務者等，來以阻止他人進行不法行為者<sup>122</sup>，如依此種定義，會計師、律師、估價人員等，只要是針對特定資訊具有決定權之人，皆有可能為此守門員意義所涵蓋。

## 第二項 證券市場專家之管理

在安隆案(Enron)發生後，美國國會於 2002 年通過沙賓法案(Sarbanes-Oxley Act of 2002)<sup>123</sup>，以強化公司治理及財務報告之義務。而沙賓法案中亦針對會計師與律師之管理有所規範。

### 第一款 會計師

為有效監督會計師業，沙賓法案設立公開發行公司會計監督委員會(Public Company Accounting Oversight Board)<sup>124</sup>，並要求所有對公開發行公司提供簽證服務的會計師事務所，均須向公開發行公司會計監督委員會辦理登記，接受其監理，否則不得從事公開發行公司之查核簽證工作<sup>125</sup>。同時，該法案賦予公開發行公司會計監督委員會保護投資人權益以及增進會計師對公開發行公司查核報告正確性及獨立性之職責<sup>126</sup>。

依沙賓法案第 105 條之規定，公開發行公司會計監督委員會得對

---

<sup>121</sup> See John C. Coffee, Jr., *The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC*, 103 Colum. L. Rev. 1293, 1296 (2003).

<sup>122</sup> See Arthur B. Laby, *Differentiating Gatekeepers*, 1 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 119, 122-123 (2006).

<sup>123</sup> Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 (2002).

<sup>124</sup> 15 U.S.C. § 7211.

<sup>125</sup> 15 U.S.C. § 7212.

<sup>126</sup> See e.g. Charles Kooyman, *Accounting for the PCAOB*, 5 Geo. J. L. & Pub. Pol'y 241, 247 (2007).

會計師事務所為定期性檢查(regular inspection)及特殊檢查(special inspection)，並得對會計師事務所以及個別會計師未遵守職業準則者進行調查，同時對於違規的會計師事務所或個別會計師採取懲處及糾正措施(disciplinary or remedial sanctions)。這些措施包括：(1)暫時停業或永久撤銷登錄資格；(2)暫時或永久將會計師自登錄會計師事務所除名；(3)暫時或永久性禁止會計師事務所或個別會計師進行特定業務；(4)處以罰鍰(a civil money penalty)。就會計師個人過失案件，可處以十萬美元以下罰鍰。事務所則可處以二百萬美元以下罰鍰。如違失事項係故意為之，對於個人之罰鍰上限則增至七十五萬美元，對事務所上限則增加至一千五百萬美元；(5)譴責(censure)；(6)要求接受額外的專業教育或訓練等<sup>127</sup>。

此外，沙賓法案第 201 條規定，會計師事務所(包括會計師事務所之相關人員)若為公開發行公司提供查核簽證，則不得對該公司提供客戶簿記或其他與會計紀錄及財務報表、設計並執行財務資訊系統等服務。同時，沙賓法案亦要求簽證會計師應定期輪調。依沙賓法案第 203 條之規定，擔任公開發行公司主查之簽證會計師或複核其查核結果之會計師，禁止連續逾五年對同一公司提供審計服務。又沙賓法案第 206 條亦訂定旋轉門條款，禁止會計師事務所若雇用曾擔任公開發行公司之執行長、審計長、財務長、會計長或任何相當職位之人，於查核工作開始之一年內參與該公開發行公司之查核工作，則該會計師事務所為該公司執行任何查核服務係屬違法。

再者，1933 年證券法第 8A 條<sup>128</sup>與 1934 年證券交易法第 21C 條<sup>129</sup>授權聯邦證管會得於通知會計師並經審理後，如認定會計師正違反、已違反或即將違反聯邦證券法規之任何規定，或對某人知悉或應已知悉其行為或不行為將導致違反聯邦證券法規時，得出具命令要求停止該行為。同時，聯邦證管會亦得要求該人士採取必要行為，以促使其

---

<sup>127</sup> 15 U.S.C. §7215.

<sup>128</sup> 15 U.S.C. §77h-1

<sup>129</sup> 15 U.S.C. §78u-3

遵守聯邦證券法規，並得要求其吐出因違反證券法規之不法利益 (disgorgement)。

## 第二款 律師

在律師職業中，除了一般律師對於當事人之受託義務外，沙賓法案於第 307 條規定，為保護投資人或大眾利益之目的，聯邦證管會應制定律師的最低職業道德標準，其中包括(1)若發現公司或代理機構有任何重大違反證券法令，或違反受託之責任，或其他違反之情事，律師須告知公司之法務主管或執行長(或職位相當之主管)。(2)若公司之法務主管或執行長未適當處理時(必要時，採取適當之補救措施或懲處違反人員)，律師應向公開發行公司之審計委員會，或其他非由公開發行公司直接或間接受僱於發行人之董事所組成之委員會或董事會為報告<sup>130</sup>。

換言之，律師有所謂報告義務，而該報告義務主要分為兩點：第一，要求律師對於公司或任何代理人具重大違反證券法規、受託義務之行為或是其他類此行為，應陳報證據予公司之法務主管、執行長或其他相當職務之人。第二，若法務主管或執行長未適當回應該顯示之證據，律師應當向發行人之審計委員會、或其他非直接或間接受僱於發行人之董事所組成之委員會、或董事會進行報告。

律師與當事人之間具有契約關係，倘若律師違反相關義務，自然得由契約相對人主張民事賠償。惟若是針對契約以外第三人而受有損

---

<sup>130</sup> Sarbanes-Oxley Act §307 — RULES OF PROFESSIONAL RESPONSIBILITY FOR ATTORNEYS: “Not later than 180 days after the date of enactment of this Act, the Commission shall issue rules, in the public interest and for the protection of investors, setting forth minimum standards of professional conduct for attorneys appearing and practicing before the Commission in any way in the representation of issuers, including a rule -(1) requiring an attorney to report evidence of a material violation of securities law or breach of fiduciary duty or similar violation by the company or any agent thereof, to the chief legal counsel or the chief executive officer of the company (or the equivalent thereof); and(2) if the counsel or officer does not appropriately respond to the evidence (adopting, as necessary, appropriate remedial measures or sanctions with respect to the violation), requiring the attorney to report the evidence to the audit committee of the board of directors of the issuer or to another committee of the board of directors comprised solely of directors not employed directly or indirectly by the issuer, or to the board of directors.” 15 U.S.C.A. § 7245 (2002).

害時(例如律師出具意見書予第三人之情形)，此時可能使第三人取得準委託人(quasi-client)之地位，使得律師除對委託人負擔義務之外，同時須對該第三人負擔比對待陌生人更高之義務<sup>131</sup>。

在早期大部分的證券訴訟，原告多是以幫助、教唆行為對律師起訴。以 1978 年的 *SEC v. National Student Marketing Corp.*<sup>132</sup> 案為例，National Student Marketing Corporation(NSMC)為拓展業務，於 1969 年與 Interstate National Corporation 洽談進行併購，並為取得股東同意，併購者 NSMC 向股東散布未來一年的 9 個月內可獲利 70 萬美元之消息。但一直到截止日，會計師仍未出具證明函(comfort letter)，說明會計師可確認前述條件合乎會計準則，且並無重大變更之必要。最後會計師所出具的意見函卻是將上述未來 9 個月有 70 萬獲利的預測修正為預期虧損 18 萬 4000 元，與 NSMC 所公布之消息落差高達 78 萬 4000 美元。即使如此，因此時 NSMC 之股價已持續上漲，若停止併購勢必造成股價下跌，故最後董事仍決定要完成交易。本件交易中，律師被指控明知 NSMC 之財務預測已出現重大變更卻未使股東得知，而保持緘默下完成此筆交易，因此，本案中，律師被控以幫助與教唆(aiding and abetting)證券詐欺。

本文中，聯邦證管會主張律師發現公司進行併購時徵求委託書之資料有虛偽不實之情事，但並未試圖勸阻，因此有幫助、教唆委託人違反聯邦證券交易法之情事。此外，聯邦證管會亦主張律師並未撤回關於該併購案之法律意見書，且未要求公司向被錯誤資訊誤導之股東重新徵求委託書。由此可知，這些律師是詐欺行為之幫助與教唆犯。聯邦證管會進一步指出，即使律師曾提出適法之建議而被董事會拒絕，也應撤回代理並通知公司股東或聯邦證管會<sup>133</sup>。而法院認同律師構成違反 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項以及 Rule 10b-5 之幫助與教

<sup>131</sup> Michael H. Rubin, *The Ethical Negotiator: Ethical Dilemmas, Unhappy Clients, and Angry Third Parties*, 26-SUM Construction Law. 12, 18-19 (2006).

<sup>132</sup> *SEC v. Nat'l Student Mktg. Corp.*, 457 F. Supp. 682 (D.D.C 1978).

<sup>133</sup> 武永生、馮震宇，資本市場律師之角色與職責—以美國證券法規律師守門員規範之改革為中心，證券櫃檯月刊，第 123 卷，2006 年 9 月，頁 21。

唆，其認為當公司代理人即將違法時，律師至少應告知該公司代理人並明白的勸阻該行為，律師未告知委託人遵守法律之步驟，以及擔保該委託書徵求之錯誤資訊，此行為已構成違反聯邦證券法令之幫助與教唆，而應負擔相關之法律責任<sup>134</sup>。

惟其後在 *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*<sup>135</sup> 案中，最高法院認為，基於文義解釋，不僅就 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項法律文意，看不出立法者於立法時有意將幫助或教唆列入規範，且依照體系解釋，不論是從整體民事責任規範法律，抑或是在 1934 年證券交易法內所有明示請求權，皆無法推測出當時立法者有意將幫助或教唆行為納入法律之規範內。

此後，證券訴訟原告便無法如早期般，主張律師因幫助或教唆而違反 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項之規定，但在美國國會於 1995 年私人證券訴訟改革法第 104 條(增訂於 1934 年證券交易法第 20 條)，允許聯邦證管會就為他人之違反證券交易法之行為提供協助者來提起訴訟<sup>136</sup>，若由此管道就不會受到前述私人起訴之限制。

在 1996 年的 *SEC v. Fehn*<sup>137</sup> 案中，CTI Technical, Inc.(以下稱 CTI) 之發起人 Wheeler 於 1987 年 6 月為募集資金，展開“blind pool”初次公開發行。然而，此次公開發行卻違反了州與聯邦的證券法規，之後 Wheeler 與此次公開發行之承銷商 Stoneridge Securities, Inc.(以下稱 Stoneridge) 並企圖操縱有價證券於交易市場之價格。聯邦證管會於 1988 年正式對 CTI 展開調查，並於 1989 年 9 月對 CTI 與 Wheeler 提起訴訟<sup>138</sup>。而本案被告兼上訴人 Fehn 為 CTI 與 Wheeler 之代表律師，

---

<sup>134</sup> Carter & Johnson [1981 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep (CCH) at 84, 153.

<sup>135</sup> 511 U.S. 164 (1994).

<sup>136</sup> Securities Exchange Act of 1934 § 20(e), 15 U.S.C.A. § 78t(e). 原文如下:“For purposes of any action brought by the Commission under paragraph (1) or (3) of section 21(d), any person that knowingly provides substantial assistance to another person in violation of a provision of this title, or of any rule or regulation issued under this title, shall be deemed to be in violation of such provision to the same extent as the person to whom such assistance is provided.”

<sup>137</sup> 97 F.3d 1276 (9th Cir. 1996).

<sup>138</sup> *Id.* at 1280.

Fehn 之專業領域為證券法規，在聯邦證管會調查 CTI 和 Wheeler 期間，Fehn 知道 CTI 並未符合 1934 年證券交易法之申報要求，其知情事項包括下列二者：第一，在初次公開發行之後，CTI 並未提交 1934 證券交易法第 15 條第 d 項與相關法規所要求之 10-Q 季報。第二，Wheeler 在聯邦證管會調查中之證言，CTI 銷售月淨利達一百萬美元之主力商品“Accupatch”，被食品與藥物管理署(FDA)禁止以食品形式販售並扣押<sup>139</sup>。Fehn 建議 Wheeler 提交季報並揭露資訊，然而遭拒。Fehn 於之後之證言，說明其向 Wheeler 表示該資訊揭露並非法規所強制者。最後，CTI 被食品與藥物管理署禁止販售之事項，於 10-Q 季報中揭露，然而該季報內容有二項問題：第一，錯誤地陳述 Wheeler 在 CTI 的角色，僅說明 Wheeler 是最近聘任之執行長與總裁，然事實上其除為公司發起人外，自公司設立開始，便一直具有相當影響力。第二，未能揭露 Wheeler 和 CTI 因先前違反州與聯邦證券法規而可能面臨之民事責任。Fehn 在檢視並編輯過該季報之後(其主張並未修改實質內容)，便由秘書寄予聯邦證管會。

之後，Fehn 的事務所另外準備並寄發了 CTI 至 1987 年 12 月 31 日止與 1988 年 6 月 30 日止的兩份季報，然皆包含上述兩問題點。Fehn 堅持其對於季報製作參與程度很低，但聯邦證管會指出該季報上出現 Fehn 修改的字樣。

1992 年聯邦證管會正式對 Fehn 提起訴訟，主張其在準備、陳報上述三份季報時因幫助或教唆之行為，違反下列規定：1934 年證券交易法第 10 條第 b 項、第 15 條第 d 項以及 Rule 10b-5、Rule 12b-20、Rule 15d-3，依據 1933 年證券法第 20 條第 b 項與 1934 年證券交易法第 21 條第 d 項與第 e 項，聯邦證管會提起永久性禁制 Fehn 未來為違反證券法規之行為<sup>140</sup>。聯邦證管會主張 CTI 和 Wheeler 因準備、陳報季報，而內容錯誤地陳述 Wheeler 在 CTI 的地位、對於股份與董事之

---

<sup>139</sup> *Id.* at 1281.

<sup>140</sup> *Id.* at 1281-1282.

控制力，並且未揭露因初次公開發行違反證券法規之或有損失，進而違反 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項、第 15 條第 d 項，而 Fehn 知情並對 CTI 和 Wheeler 提供實質幫助<sup>141</sup>。

本案件由地方法院為不利被告決定後，經被告 Fehn 上訴，其主要爭執在於認定 Fehn 成立幫助或教唆行為，從而違反證券交易法第 10 條第 b 項、第 15 條第 d 項是否有誤？

首先，依 1995 年私人證券訴訟改革法第 104 條對於幫助或教唆之定義，有三個要件：第一，被告行為時係明知者(knowingly)。第二，被告提供實質的幫助。第三，該幫助係給予違反同章節法律規範之行為人。法院相信此定義係國會有使幫助或教唆之定義仍維持和 Central Bank 作成前相同解釋意義。

再者，本案地方法院的認定是否有誤(即被告 Fehn 是否構成幫助或教唆行為)，應從下列幾個方向觀察。首先，應確認主要不法行為之存在，亦即 CTI 和 Wheeler 是否有應揭露而未揭露資訊之不法行為。就此，雖然 Fehn 主張法律並未強制規範本案所涉事項之揭露義務，但法院認為，自 1934 年證券交易法第 10 條第 b 項、第 15 條第 d 項以及 Rule 10b-5、Rule 12b-20、Rule 15d-3 等之條文規定觀察，有要求 CTI 和 Wheeler 應就 Wheeler 之地位與先前違反證券法規之事項予以揭露之義務。另根據資料顯示，Fehn 曾建議 Wheeler 提交季報並揭露資訊，然而遭到 Wheeler 拒絕，所以 Wheeler 應具備故意，且嗣後 Wheeler 亦因未能正確描述發起人之角色，並且未能揭露先前因違反證券法規所受有之或有損失違反證券法規。法院進一步指出，至於實質幫助一詞，曾於 *Molecular Technology Corp. v. Valentine*<sup>142</sup> 案中被界定為包括參與校訂(edit)為銷售有價證券而提供資訊之行為，雖然本案例中，Fehn 強調其參與之程度很低，且係以善意提供專業建議，應符合聯邦證管會解釋「只要律師係善意並盡合理的努力避免委託人之不

---

<sup>141</sup> *Id.* at 1282.

<sup>142</sup> 925 F.2d 910, Fed. Sec. L. Rep. P 95,860, 32 Fed. R. Evid. Serv. 374 (6th Cir. 1991)

法行為，此時律師即已符合其專業職責」，然法院認為 Fehn 並未盡合理的努力使依法應揭露之資訊被揭露。另 Fehn 對本案主要不法行為係知情的，包括 CTI 註冊文件內對於 Wheeler 之描述係不正確的，當準備、校訂季報時，必然知道有關此部分之描述係不正確，其亦知道 CTI 與 Wheeler 不願公布之重大消息，故本案中 Fehn 之主觀要件係具備的。最後，法院認為 Fehn 成立幫助行為係屬確定。

### 第三章 歐盟與英國

#### 第一節 歐盟有關公開說明書與財報不實民事責任之相關規範

歐盟法之法源包括本質建構性的主要法源(primary Community law)與次級的衍生法源(secondary legislation)。前者係指創立歐盟的條約以及其後的修正條約，這些主要法源對於各成員國具有法律上之拘束力，為歐盟法之根本；而後者主要係指歐盟機關依據主要法源之授權所頒布的規則(Regulation)、指令(Directive)、決定(Decision)、建議(Recommendation)和意見(Opinion)，其位階在主要法源之下，且其內容不可與主要法源之規定相抵觸<sup>143</sup>。其中，「規則」具有普遍適用性，其規範內容毋須經由各成員國透過立法程序轉換為內國法，即可直接適用於各成員國，且適用上必須整體適用，成員國不得僅針對規則的部分予以適用，而就認為不利於其本國的部分不予以適用。而「指令」則是就其所要求完成之事項上，對於各成員國具有拘束力，但其對於完成此類事項之形式及方法，交由各成員國自行決定。換言之，指令必須再透過成員國立法機關將其轉換成為內國法，否則不能直接在成員國發生效力<sup>144</sup>。

歐盟關於有價證券資訊揭露之規範，在證券公開發行方面係規定於「公開說明書規則」(Prospectus Regulation)<sup>145</sup>，在上市交易後之繼續公開要求，則規定於「透明度指令」(Transparency Directive)<sup>146</sup>。

#### 第一項 歐盟對公開說明書之規範

---

<sup>143</sup> 陳麗娟，歐洲共同體法導論，五南出版，二版，2005年6月，133-138頁。

<sup>144</sup> 有關歐盟法源之詳細介紹，請參閱洪德欽，歐盟法的淵源，華岡法粹，第57期，2014年12月，頁1-42。

<sup>145</sup> Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC

<sup>146</sup> Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC.

歐盟為規範有價證券發行之資訊揭露於 2003 年頒布「公開說明書指令」(Prospectus Directive)<sup>147</sup>，該指令之旨在於取代先前的公開發行指令(Public Offers Directive)及上市細部規定指令(Listing Particulars Directive)之缺失，並消除跨境證券發行與上市的障礙。

公開說明書指令確立了發行人單一執照(single passport)制度，即只要發行人之公開說明書獲得其母國主管機關之許可，發行人就可以在全歐盟境內發行證券和上市交易，從而簡化了企業籌資程序，加速資本的有序流動。依公開說明書指令第 17 條規定，經發行人本國主管機關核准之公開說明書在所有成員國之公開發行或進入受規範市場(Regulated Markets)交易均屬有效，其只須通知歐洲證券及市場管理局(European Securities and Markets Authority, ESMA)及地主國主管機關。此原則係基於母國控制(home country control)，發行人之本國主管機關應對發行人發出「核准證書」(certificate of approval)無論其是否在本國公開發行或在受規範市場上市，證書應於請求後三個工作日發出，地主國主管機關應取得公開說明書副本及摘要之譯本，本國主管機關並應同時告知發行人。

其後，為改善企業(特別是中小企業)之籌資規範，並減少公開說明書指令於各成員國轉化成內國法過程中所產生的規範差異，歐盟理事會於 2017 年 6 月頒布公開說明書規則(Prospectus Regulation)<sup>148</sup>，並於 2019 年 6 月 30 日生效。

### 第一款 編製公開說明書之義務

依公開說明書規則第 3 條之規定，發行人欲對非特定人募集發行有價證券應先向本國主管機關公告申報公開說明書，惟發行人一年內

---

<sup>147</sup> Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC.

<sup>148</sup> Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC.

在歐盟境內募集金額不超過八百萬歐元之證券發行，可免除編製公開說明書的義務<sup>149</sup>。而依同規則第 4 條規定，對於依法豁免公告申報公開說明書之發行人亦得自願編製公開說明書(Voluntary prospectus)<sup>150</sup>。

又公開說明書規則第 6 條規定，在考量發行人及其證券之性質後，公開說明書應包括所有使投資人能對發行人、保證人之財務及證券權利作了解後之評估(informed assessment)的資訊。資訊表達之方式應以易於分析與理解的形式呈現，使投資人能夠對發行人的資產和信譽，財務狀況以及前景等作出合理的評價<sup>151</sup>。然而，公開說明書規則也規定特定資訊除外之情況，即母國主管機關可以允許公司於公開說明書中對下列資訊免於揭露：(1)揭露該資訊與社會公共利益相違背；(2)揭露該資訊將嚴重損害發行人的利益；(3)該資訊對投資人評估發行人的財務狀況無關緊要<sup>152</sup>。

基本上，公開說明書可以是由一份單一文件構成或是以多份獨立文件構成之公開說明書。若為多份獨立文件組成之公開說明書，則其應包含下列三項文件：註冊文件(registration document)、證券說明(securities note)以及摘要(summary)<sup>153</sup>。註冊文件應包含與發行人相關之資訊；證券說明應包含向公眾發行的證券或待獲准在受規範市場交易的證券相關的資訊；摘要註記則係採取非技術性的語言，以少量頁數的篇幅所作出的簡要闡述，其目的在於使投資人能了解所涉證券、發行人及其擔保人的主要資訊與風險<sup>154</sup>。

## 第二款 公開說明書不實之責任

有關公開說明書不實之責任，主要規定於公開說明書規則第 11 條。按公開說明書規則第 11 條規定：

---

<sup>149</sup> Prospectus Regulation, Art.3.

<sup>150</sup> *Id.* Art.4.

<sup>151</sup> *Id.* Art.6.

<sup>152</sup> *Id.* Art.18

<sup>153</sup> *Id.* Art.10

<sup>154</sup> *Id.*

1. 成員國應確保，公開說明書所含資訊與其補充資料之相關責任，至少有下列主體承擔(具體指何者視情況而定)：發行人或其董事會、管理機構或監事會、要約人、請求獲准在受規範市場交易其有價證券之人、或擔保人。公開說明書中應清楚標明應對公開說明書及其補充資料負責人之人的姓名與職能或(如責任人為法人)名稱和註冊地以及責任人所做聲明，已表明據責任人所知，公開說明書所含資訊與事實相符，不存在可能影響其含義的任何疏漏。
2. 成員國應確保，其關於民事責任的法律、法規或規章適用於要對公開說明書中的資訊負責之人。

然而，成員國應確保，僅根據第 7 條規定的摘要，或根據第 15 條第 1 項第 2 款規定的歐盟增加公開說明書的具體摘要(包括任何翻譯)，任何人不須承擔民事責任，除非：

- (a)與公開說明書的其他部分一起閱讀時具有誤導性、不準確或不一致；或
- (b)與公開說明書其他部分一起閱讀時，未提供以幫助投資人考慮是否投資該有價證券的關鍵資訊。

3. 在註冊文件或通用註冊文件中提供的資訊之責任，僅在註冊文件或通用註冊文件作為批准的公開說明書組成部分使用的情況下，才歸屬於第 1 項所指的負責人。

第 1 款的適用並不受到 2004/109/EC 指令第 4 條和第 5 條的影響，其中這些條款下的資訊，會包含在通用註冊文件中<sup>155</sup>。

---

<sup>155</sup> Article 11 Responsibility attaching to the prospectus

1. Member States shall ensure that responsibility for the information given in a prospectus, and any supplement thereto, attaches to at least the issuer or its administrative, management or supervisory bodies, the offeror, the person asking for the admission to trading on a regulated market or the guarantor, as the case may be. The persons responsible for the prospectus, and any supplement thereto, shall be clearly identified in the prospectus by their names and functions or, in the case of legal persons, their names and registered offices, as well as declarations by them that, to the best of their knowledge, the information contained in the prospectus is in accordance with the facts and that the prospectus makes no omission likely to affect its import.

2. Member States shall ensure that their laws, regulations and administrative provisions on civil liability

又公開說明書規則附件 1(Annex I)中亦指出，公開說明書應載明董事、高階管理人員、顧問及會計師之身分訊息。其目的旨在識別公司代表人以及其他參與公司證券向公眾發行獲准交易者之個人身分；該等人員應承擔編製公開說明書及查核簽證財務表報之責任<sup>156</sup>。

## 第二項 歐盟有關財報不實之規範

由於有效率、透明化且整合的證券市場，有助於歐洲單一市場的形成，而透過持續性的揭露證券發行人之資訊，不僅能建立投資人對市場的信心，且可幫助投資人對發行人之營運績效做出知情的評估(informed assessment)，故歐盟於 2004 年發布透明度指令(Transparency Directive)要求所有成員國需在 2007 年完成立法。其後，歐盟在 2013 年修正透明度指令，以調整透明度指令施行所面臨之問題<sup>157</sup>。

依透明度指令第 4 條之規定，發行人至遲應於每一會計年度終了後四個月內公布年度財務報告(annual financial report)，並確保該等報告應至少保存十年。年度財務報告應包括經查核簽證的財務報表、營業報告書(management report)以及發行人內部相關負責人之責任陳述(responsibility statement)。其中，發行人內部相關負責人之責任陳述應

---

apply to those persons responsible for the information given in a prospectus.

However, Member States shall ensure that no civil liability shall attach to any person solely on the basis of the summary pursuant to Article 7 or the specific summary of an EU Growth prospectus pursuant to the second subparagraph of Article 15(1), including any translation thereof, unless:

(a) it is misleading, inaccurate or inconsistent, when read together with the other parts of the prospectus;

or

(b) it does not provide, when read together with the other parts of the prospectus, key information in order to aid investors when considering whether to invest in the securities.

3. The responsibility for the information given in a registration document or in a universal registration document shall attach to the persons referred to in paragraph 1 only in cases where the registration document or the universal registration document is in use as a constituent part of an approved prospectus. The first subparagraph shall apply without prejudice to Articles 4 and 5 of Directive 2004/109/EC where the information under those Articles is included in a universal registration document.

<sup>156</sup> Prospectus Regulation, Annex 1.

<sup>157</sup> Directive 2013/50/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2013 amending Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and Commission Directive 2007/14/EC laying down detailed rules for the implementation of certain provisions of Directive 2004/109/EC.

由權責人士說明就其最大努力後知悉(to the best of their knowledge)財報後依適用之會計準則編列已允當表達資產、負債、財務狀況，及發行人之損益包括列入合併報表之關係企業。陳述亦須證明營業報告已忠實說明發行人及包括於合併報表之關係企業之業務之展與表現<sup>158</sup>。而 2013 年之修正並規定所有年度財務報告自 2020 年 1 月起需依單一電子報告形式(single electronic reporting format)提交至歐洲證券及市場管理局<sup>159</sup>。同指令第 5 條則規定，發行人至遲應於每半個會計年度終了後三個月內公告申報半年度財務報告(half-yearly financial report)，並確保該等報告應至少保存十年<sup>160</sup>。

事實上，歐盟早期曾討論是否將財務報告揭露法規由一年二次增加至一年四次，一方面可增加資訊透明度，以降低資訊不對稱。另一方面，也可以跟美國資本市場的揭露規範接軌，但在幾次成員國意見徵詢討論中，英國、荷蘭、丹麥及奧地利均表示反對，認為公司準備財報之成本可能將因引進新法規而提高，經營階層可能因增加揭露頻率的法規而變得更為短視，最終歐盟在徵詢公眾意見之後妥協。因此，透明度指令僅要求發行人公告申報年度財務報告及半年度財務報告，而未要求揭露季報，但如發行人自願為之，自無不可。此外，2013 年透明度指令之修正並廢除期中管理報告(Interim Management Report)，但成員國仍可在不致造成發行人(尤其是中小企業)過度財務負擔且切合投資人需求之條件下要求發行人提交期中管理報告<sup>161</sup>。

此外，透明度指令第 16 條規定，股票獲准在受規範市場交易之發行人應即時公布涉及各類股票所附帶之權利變動，以及新貸款之相關資訊<sup>162</sup>。

又依透明度指令第 7 條之規定，成員國應至少確保發行人或其董

---

<sup>158</sup> Transparency Directive, Art. 4.

<sup>159</sup> *Id.*

<sup>160</sup> Transparency Directive, Art. 5.

<sup>161</sup> Transparency Directive, Art. 6.

<sup>162</sup> Transparency Directive, Art. 16.

事會、管理機構或監事會對於應按第 4 條、第 5 條、第 6 條及第 16 條編製與公告之資訊負責，並確保其關於發行人責任之法律、法規與規章適用於發行人、其董事會、管理機構或監事會，或發行人內部相關負責人<sup>163</sup>。

## 第二節 英國有關公開說明書與財報不實民事責任之相關規範

早期英國對於銀行、證券、保險等金融業係採取分業監理的方式，並有不同的法律規範銀行業、證券市場及保險業等金融活動。由於金融商品與金融機構之分野日益模糊，英國政府於 2000 年 6 月 14 日通過金融服務暨市場法(Financial Services and Markets Act 2000)進一步整合相關金融法規。因此，目前英國對於證券市場之規範係以 2000 年金融服務暨市場法以及金融行為監理局 (Financial Conduct Authority)所公布相關規則為主。

### 第一項 英國有關公開說明書不實民事責任之規範

2000 年金融服務暨市場法第 85 條規定，凡涉及有價證券於英國境內初次公開發行，公司均應準備公開說明書(prospectus)<sup>164</sup>。又依同法第 79 條之規定，申請上市之公司應準備上市說明書(listing particulars)<sup>165</sup>，故公司於英國公開發行有價證券及申請上市時均有義務編製公開說明書。此外，2000 年金融服務暨市場法第 80 條與第 87A 條亦要求上市說明書及公開說明書應揭露投資人及其顧問所需之資訊。其目的在於提供該等人士評估其資產責任、部位、利得與損失，以及證券發行人對未來之期待，及附著於證券上之權利<sup>166</sup>。又依同法第 81 條與第 87G 條之規定，發行人意識到有任何足以影響證券發行

---

<sup>163</sup> Transparency Directive, Art. 7.

<sup>164</sup> FSMA, s.85.

<sup>165</sup> FSMA, s.79

<sup>166</sup> FSMA, ss. 80 & 87A.

之重大變動，或重要新事實時，應印製補充文件，揭露相關資訊<sup>167</sup>。

雖然金融行為監理局所頒布的公開說明書規則(Prospectus Regulation Rules)並未規定會計師或律師於公司申請上市或申請有價證券初次公開發行時須出具意見書或聲明書，但依 2006 年公司法(Companies Act 2006)第 485 條及第 489 條之規定，會計師必須於股東常會中提出年度財務報表，而財務報表之編製須符合公司法相關規定，且公司法規定會計師必須秉持真實且公正之立場於其意見書中對公司會計年度結束時之財務狀況等為清楚之敘述<sup>168</sup>。又上市規則亦規定公司於申請上市時應檢附經會計師查核之財務報表，該財務報表之涵蓋期間應至少包含最近三年，且日期應為公開說明書公告日六個月內。

此外，依據上市規則第 8.4.3 條第 1 項之規定，承銷商於公司申請上市時，應出具聲明書(Sponsor's Declaration)予金融行為監理局，聲明其基於專業經驗、並經過仔細之調查後，認定申請上市之公司符合上市規則以及公開說明書規則之要求等事項。另對於若准予公司上市將對投資人有不利影響之事項，承銷商須確保其已知、且金融行為監理局於審查必須考量之部分，公司已於公開說明書或其他書面文件中充分揭露予金融行為監理局。依據上市規則之規定，承銷商亦須發函予金融行為監理局，表明公司符合上市規則第 2 條及第 6 條之規定(有價證券係合法發行、可自由轉讓等)，並詳細說明如何認定公司已符合上開規定。至於已上市公司公開發行新股時，依據上市規則之規定，承銷商亦須出具聲明書，並發函予金融行為監理局確保特定事項已於公開說明書或其他書面文件中充分揭露予該機關<sup>169</sup>。

#### 第一款 賠償義務人及其免責抗辯

按 2000 年金融服務暨市場法第 90 條第 1 項規定，對上市說明書

---

<sup>167</sup> FSMA, ss. 81 & 87G.

<sup>168</sup> Companies Act 2006, ss.485 & 489.

<sup>169</sup> LR 8.4.3(1)

應負責任者應對下列之人支付賠償金：(a)取得適用該說明書所發行之有價證券；且(b)因下列原因蒙受損失：(i)因說明書內不實或誤導之聲明；或(ii)對依第 80 條或第 81 條規定應包含之資訊漏未記載<sup>170</sup>。至於公開說明書不實之責任，依同法第 86 條應準用上開規定。

雖然 2000 年金融服務暨市場法第 90 條並未明確指出何種人士應為不實的上市說明書及公開說明書負責，但依金融服務暨市場法之授權所發布的證券上市規則 Regulation 2001<sup>171</sup>及公開說明書規則之規定，下列之人應就上市說明書或公開說明書內容不實負責：

- (1) 發行人。
- (2) 發行人之董事。
- (3) 任何人接受提名且於上市說明書或公開說明書記載被提名或即將被任命為董事者之人。
- (4) 任何人接受，且在上市說明書或公開說明書中載明同意為所記載內容負責者，在接受範圍內為應負賠償責任之人。
- (5) 任何人針對上市說明書或公開說明書之部分或全部授權同意相關內容者。在授權範圍內為應負賠償責任之人<sup>172</sup>。

據此，若會計師之簽證文件成為公開說明書之一部分，會計師應屬於接受且於公開說明書中載明同意為公開說明書內容負責之人，或授權同意公開說明書內容者，依公開說明書規則之規定係屬應為公開說明書不實負責之人，受害投資人得依金融服務暨市場法第 90 條向會計師求償。

值得注意者，金融服務暨市場法附錄 10 (Schedule 10)訂有免責抗辯事由，該部分之規定可分成下列四部分：

---

<sup>170</sup> FSMA, s.90(1).

<sup>171</sup> SI 2001/2956

<sup>172</sup> PRR 5.3

(一) 適用於公開說明書全部內容

(1) 依附錄 10 第 1 條規定，若被告能證明其於公開說明書遞交主管機關時，合理相信公開說明書之內容係屬真實且無誤導之情事，或針對漏未記載之部分其省略係妥當者，且符合下列要件之一者，則無須負損害賠償責任：

(a) 被告直至有價證券被取得時仍持續相信其陳述為真實；

(b) 有價證券於被告以合理可行之方式使可能取得有價證券者知悉更正之資訊前被取得；

(c) 有價證券被取得前，被告已採取合理措施確保可能取得有價證券者知悉更正之資訊；

(d) 被告直至有價證券被核准公開發行且開始交易時仍持續相信其陳述為真實，且有價證券之取得與其被核准公開發行且開始交易已相隔一段時間，被告應可合理地免除責任<sup>173</sup>。

(2) 依附錄 10 第 3 條規定，若被告能證明下列情事亦可免責：(a) 在有價證券被取得前，更正之資訊已被適當地公告以吸引可能取得有價證券者之注意；或(b) 被告已採取合理的措施確保更正之資訊在有價證

---

<sup>173</sup> 1(1) In this paragraph “statement” means—

(a) any untrue or misleading statement in listing particulars; or

(b) the omission from listing particulars of any matter required to be included by section 80 or 81.

(2) A person does not incur any liability under section 90(1) for loss caused by a statement if he satisfies the court that, at the time when the listing particulars were submitted to the FCA, he reasonably believed (having made such enquiries, if any, as were reasonable) that—

(a) the statement was true and not misleading, or

(b) the matter whose omission caused the loss was properly omitted,

and that one or more of the conditions set out in sub-paragraph (3) are satisfied.

(3) The conditions are that—

(a) he continued in his belief until the time when the securities in question were acquired;

(b) they were acquired before it was reasonably practicable to bring a correction to the attention of persons likely to acquire them;

(c) before the securities were acquired, he had taken all such steps as it was reasonable for him to have taken to secure that a correction was brought to the attention of those persons;

(d) he continued in his belief until after the commencement of dealings in the securities following their admission to the official list and they were acquired after such a lapse of time that he ought in the circumstances to be reasonably excused.

券被取得之前公告<sup>174</sup>。

(二) 適用於公開說明書中專家意見(Statements by experts)之部分

(1) 依附錄 10 第 2 條之規定，專家所製作或在專家之授權下所製作，並經專家同意放入公開說明書之內容，為該條所規範之專家意見。若被告能證明其合理相信下列事項，且符合特定條件即可免責：

(a) 該專家有能力製作或授權製作該等陳述；且

(b) 該專家已同意公開說明書上該等陳述登載之方式及內容。

符合特定條件係指滿足下列其中之一者：

(a) 被告直至有價證券被取得時仍持續相信上述事項；

(b) 有價證券於被告以合理可行之方式使可能取得有價證券者知悉更正之資訊前被取得；

(c) 有價證券被取得前，被告已採取合理措施確保可能取得有價證券者知悉更正之資訊；

(d) 被告直至有價證券被核准公開發行且開始交易時仍持續相信上述事項，且有價證券之取得與其被核准公開發行且開始交易已相隔一段時間，被告應可合理地免除責任<sup>175</sup>。

---

<sup>174</sup>3(1) In this paragraph “statement” has the same meaning as in paragraph 1.

(2) A person does not incur liability under section 90(1) for loss caused by a statement if he satisfies the court—

(a) that before the securities in question were acquired, a correction had been published in a manner calculated to bring it to the attention of persons likely to acquire the securities; or

(b) that he took all such steps as it was reasonable for him to take to secure such publication and reasonably believed that it had taken place before the securities were acquired.

(3) Nothing in this paragraph is to be taken as affecting paragraph 1.

<sup>175</sup>2 (1) In this paragraph “statement” means a statement included in listing particulars which—

(a) purports to be made by, or on the authority of, another person as an expert; and

(b) is stated to be included in the listing particulars with that other person’s consent.

(2) A person does not incur any liability under section 90(1) for loss in respect of any securities caused by a statement if he satisfies the court that, at the time when the listing particulars were submitted to the FCA, he reasonably believed that the other person—

(a) was competent to make or authorise the statement, and

(b) had consented to its inclusion in the form and context in which it was included,

and that one or more of the conditions set out in sub-paragraph (3) are satisfied.

(3) The conditions are that—

(2) 依附錄 10 第 4 條規定，對公開說明書專家意見之部分，若被告能證明下列事項，亦可免責：

- (a) 在有價證券被取得前，表明專家並無足夠能力或其不同意公開說明書內容之資訊已被適當地公告以吸引可能取得有價證券者之注意；或
- (b) 被告已採取合理的措施確保表明專家並無足夠能力或其不同意公開說明書內容之資訊在有價證券被取得之前公告<sup>176</sup>。

### (三) 適用於公開說明書中官方陳述(Official statements)之部分

依附錄 10 第 5 條之規定，公開說明書之內容包含政府人員之陳述或官方文件之內容者，若被告能證明該等陳述係精確且公正地被複製至公開說明書中，即可免責<sup>177</sup>。

### (四) 原告為惡意

依附錄 10 第 6 條之規定，若被告能證明原告知悉公開說明書有不實或誤導之情事、有漏未記載之情形或知悉情事之變更、新事件之發生，則被告不負賠償責任<sup>178</sup>。

- 
- (a) he continued in his belief until the time when the securities were acquired;
  - (b) they were acquired before it was reasonably practicable to bring the fact that the expert was not competent, or had not consented, to the attention of persons likely to acquire the securities in question;
  - (c) before the securities were acquired he had taken all such steps as it was reasonable for him to have taken to secure that that fact was brought to the attention of those persons;
  - (d) he continued in his belief until after the commencement of dealings in the securities following their admission to the official list and they were acquired after such a lapse of time that he ought in the circumstances to be reasonably excused.

<sup>176</sup> 4(1) In this paragraph “statement” has the same meaning as in paragraph 2.

(2) A person does not incur liability under section 90(1) for loss caused by a statement if he satisfies the court—

(a) that before the securities in question were acquired, the fact that the expert was not competent or had not consented had been published in a manner calculated to bring it to the attention of persons likely to acquire the securities; or

(b) that he took all such steps as it was reasonable for him to take to secure such publication and reasonably believed that it had taken place before the securities were acquired.

(3) Nothing in this paragraph is to be taken as affecting paragraph 2.

<sup>177</sup> 5 A person does not incur any liability under section 90(1) for loss resulting from—

(a) a statement made by an official person which is included in the listing particulars, or

(b) a statement contained in a public official document which is included in the listing particulars, if he satisfies the court that the statement is accurately and fairly reproduced.

<sup>178</sup> 6 A person does not incur any liability under section 90(1) or (4) if he satisfies the court that the person suffering the loss acquired the securities in question with knowledge—

(a) that the statement was false or misleading,

(b) of the omitted matter, or

觀諸金融服務暨市場法附錄 10 有關被告免責抗辯事由之規定，十分詳盡。首先，就公開說明書之內容，無論是否為專家意見，若被告能證明其合理相信公開說明書之內容係屬真實，並符合一定要件，即無須負損害賠償責任。而針對專家意見部分，若非專家之被告能舉證其合理相信該專家有能力製作或授權製作該等陳述，且該專家已同意公開說明書上該等陳述登載之方式及內容，亦可免責。被告並無義務再進行任何查核程序。再者，縱然公開說明書之內容有錯誤，若被告能證明其於有價證券被取得前，已適當地公告更正之資訊以吸引可能取得有價證券者之注意，或已採取必要之措施確保更正之資訊於有價證券被取得前得以適當地公告、吸引可能取得有價證券者之注意，則被告亦可免責。

## 第二款 請求權人

依 2000 年金融服務暨市場法第 90 條之規定，取得適用該公開說明書之有價證券，且因公開說明書或其補充資料有虛偽或隱匿之情事而受有損害者，得向應負責之人請求損害賠償之權利，故原告必須為認購有價證券之人，包含已與他人簽約約定買入有價證券或相關權益者，亦包含透過名義人持有該有價證券之實際持有人。惟自交易市場取得有價證券者，則不得依該條規定請求損害賠償<sup>179</sup>。

請求權人僅需敘明其因誤導性陳述或隱匿資訊，持有或訂立契約以取得證券而受有損害。請求權人無需證明其仰賴誤導性陳述為投資之決定，僅須證明市場價格已受影響而導致其受損即為已足。

## 第二項 英國有關財報不實民事責任之規範

依 2000 年金融服務暨市場法第 89A 條之授權，金融行為監理局頒布的「揭露與透明規則」(Disclosure and Transparency Rules, DTR)。

---

(c)of the change or new matter,  
as the case may be.

<sup>179</sup> FSMA, s.90.

該規則要求，有價證券在受規範市場交易之發行人，應於會計年度終了後4個月內，申報公告年度財務報告(annual financial report)<sup>180</sup>。同時，發行人至遲應於每半個會計年度終了後三個月內公告申報半年度財務報告(half-yearly financial report)<sup>181</sup>。又為確保上市公司財務資訊標準化，並經常且迅速的提供給一般大眾，發行人需公布季報或期中營運報告書(Interim management statement)，說明下列事項：(1)期間內之財務狀況、部位與績效表現之一般敘述；以及(2)說明重大事項與交易及其對財務狀況的影響<sup>182</sup>。

發行人未能遵守前述資訊揭露之規定，金融行為監理局除得公開譴責、發布禁制令或者處以暫停或取消證券交易外，發行人應對任何人因誤導性陳述或隱匿資訊，而取得證券且蒙受損失者負責<sup>183</sup>。惟發行人之人對於財務報告或財務業務文件不實是否要負民事損害賠償責任，英國法並未如同我國法有明文規定，若財務報告或財務業務文件有虛偽或隱匿之情事，則回到普通法有關不實陳述之處理原則<sup>184</sup>。

基本上，英國普通法將誤導性陳述區分為三類：意圖詐欺(fraudulent)、過失(negligent)以及完全不知情(wholly innocent)，不同類型之損害賠償範圍不同。

#### (1) 意圖詐欺之誤導性陳述

其成立要件在1889年的 *Derry v. Peek*<sup>185</sup> 案所確立。誤導性陳述必須係基於(a)故意(knowingly)或(b)不相信其為真實(without belief in its truth)，或(c)行為人對其是否為真實或虛偽具重大過失或間接故意。若行為人於陳述時相信其為真實，即不能認其有詐欺之故意。由於舉證責任在於原告，必須證明被告故意或重大過失為錯誤之陳述，故成立

---

<sup>180</sup> DTR 4.1

<sup>181</sup> DTR 4.2

<sup>182</sup> *Id.*

<sup>183</sup> FSMA, ss.89K, 89L, and 90A.

<sup>184</sup> 曾宛如，證券交易法原理，元照出版，六版，2012年8月，頁226。

<sup>185</sup> (1889) 14 App Cas 337

詐欺之難度相當高。若要件符合，則其效果為解除契約，並請求詐欺侵權損害賠償。

## (2) 因過失致為誤導性陳述

以往英國法院認為因過失致為誤導性陳述所造成之財物損失，侵權行為法規定係以回復原狀為原則。但 1967 年不實陳述法 (Misrepresentation Act of 1967) 第 2 條第 1 項規定，任何人受到他方誤導性陳述之影響訂立契約，若因此受有損失，他方應為其誤導性陳述所造成之損害負責。但他方證明其陳述時係基於合理確信，且依訂立契約當時之事實而言足信其為真實者，不在此限。由此可知，條文並未要求原告必須主張被告對其有勤勉義務，作為舉證責任倒置之條件。因此，近年案例依上開法律之規定，多認為因過失致為誤導性陳述，所造成之損失，應認定屬於詐欺侵權行為，而非過失侵權行為，降低原告舉證責任之難度。

## (3) 完全不知情之誤導性陳述

即行為人對於其所為之虛假陳述行為毫不知悉，而認其為真實。則補救方式為法院依 1967 年不實陳述法第 2 條第 2 項審慎考慮後，命解除契約並要求被告負因解約所生之損害賠償。

誠如前述，2000 年金融服務暨市場法第 90 條雖就公開說明書或其補充資料不實賦予受害投資人民事損害賠償請求權，但並未明文涵蓋發行人於定期性財務報告揭露之誤導性陳述或隱匿，惟實務認為本條損害賠償範圍仍及於上述情形。

又英國法院在判斷會計師是否須負損害賠償責任時，主要取決於會計師是否對受害投資人負有注意義務 (duty of care)。若認定注意義務存在，則法院會進一步判斷會計師是否有達到其應盡之注意程度。若會計師未盡其應盡之注意程度，即須對投資人負損害賠償責任。在證券訴訟中，原告與會計師間通常並無契約關係，亦無成文法規定會

計師對投資人負有注意義務，故判斷標準之建立係仰賴實務判決之累積。在*Hedley Byrne & Co., v. Heller & Partners*<sup>186</sup>案中，法院係以資訊提供者是否認知(或應認知)他人將依賴經其運用專業技能或經專業判斷後所提供之資訊為認定注意義務有無之標準，故注意義務之發生係基於自願承擔責任。在*Anns v. Merton London Borough Council*<sup>187</sup>案中，法院則強調行為人與受害人之間必須具備密切的關係(proximity)。最後在*Caparo Industries plc. v. Dickman and others*<sup>188</sup>案中，上議院(House of Lords)於本案中提出下列三項判斷注意義務之要件：

(1)可預見性(foresight of damage)：會計師通常得預見財務報告將提供不特定投資人使用，故要成立可預見性並不困難。

(2)密切關係(proximity of relationship)：密切關係之建立，以往有法院以被告是否自願承擔責任為判斷標準，但此並非唯一基準。本案中上議院指出，密切關係為被告知道其所為之陳述將被原告使用於某一特殊之交易或某特別種類之交易，無論原告是個人或某一特定範圍內之人。

(3)賦予此項義務是合理且公平(just and reasonableness of imposing a duty of care)。

在*Caparo*案後，英國法院在判斷注意義務時多沿用本案所建立之判斷標準。在*James McNaughton Paper Group Ltd. v. Hicks Anderson & Co.*<sup>189</sup>案中，法院進一步釐清*Caparo*案三項要件中的密切關係要件，其認為密切關係之有無應以資訊製作之目的、資訊提供之目的、製作者或提供者與受領者間之關係、受領者所屬族群之大小、製作者或提供者認知、受領者依賴之情形等整體觀之。

此外，若法院認定被告對原告負有注意義務，接著會判斷會計師

---

<sup>186</sup> [1964] AC 465

<sup>187</sup> [1978] AC 728

<sup>188</sup> [1990] 2 AC 605

<sup>189</sup> [1991] 2 QB 113

是否已達到其應盡之注意程度。而英國法院通常會以一般合格之會計師在專業及技術上被期待之注意程度為標準。法院在為判斷時會參考各種會計準則(Auditing Guidelines)中對會計師執業行為之規範，並常仰賴專家之證詞。

早期實務對會計師注意程度之要求並不高，在*In re London and General Bank (No. 2)*<sup>190</sup>案中，法院認為會計師並無義務作超過合理注意程度之詢問及調查。會計師之工作並不是保證財務報表中之資訊真實無誤，若課予會計師此種義務，不啻是要求會計師為公司對其所為之詐欺負責。又如在*Re Kingston Cotton Mill Co. (No. 2)*<sup>191</sup>案中，會計師因信賴公司經理人所出具之聲明書而未親自盤點存貨，事後證明該聲明書所稱之內容為虛偽不實，上訴法院認為公司經理人在當時之情形下屬於被認為是有資格出具聲明書且有聲望之人，會計師因信賴其所出具之聲明書而未實地查核不算是未達應盡之注意程度。然而，隨著會計技巧及資料處理方式之革新，晚近會計師亦被期待有更高的注意程度。

再者，就因果關係與損害賠償金額之範圍而言，英國法認為當事人間為契約關係時，係以預見說為準；若係侵權行為，則視故意或過失，分別採直接因果關係說或預見說。由於財報不實或證券詐欺案件係一侵權行為，故應視故意或過失，分別採直接因果關係說或是預見說。基本上，英國法在檢視因果關係時，傳統上可分為二階段：第一階段為事實上之因果關係(factual causation)，認定標準為條件說(即but-for標準)；第二階段則為法律上之因果關係(legal causation)，任何具有事實上之因果關係之因素若無法通過第二階段之測試，即純屬條件，而不具備法律上之因果關係。另就法律因果關係部分，則有預見說(the foreseeability theory)與直接因果關係說(the direct consequences theory)之分。換言之，若行為人係故意者，採取「直接因果關係說」，

---

<sup>190</sup> (1895) 2 Ch. 673

<sup>191</sup> (1896) 2 Ch 279

即因行為直接發生之一切損害皆需負責，因為股價下跌的原因，雖與被告無關，但只要是不法行為引起之直接結果，皆應由被告承擔(其運用會產生類似毛損益法之結果)；若行為人為過失，則採取「預見可能性」，僅在行為人可預見的範圍內負責(其運用會產生類似淨損差額法之結果)<sup>192</sup>。然而，值得注意者，即使依「直接因果關係說」亦無法得到「投資人因財報不實而買入有價證券後受到任何損失，皆可請求賠償」之結論，蓋損害必須源自於加害人不法行為之直接結果。若因果關係曾經中斷，自然並非損害賠償範圍。在1997年的*Smith New Court Securities Ltd. v. Citibank N.A.*<sup>193</sup>案中，英國法院認為若非行為人之故意，被害人自始根本不會購入股票，故市場風險應由行為人所承擔，此即使用主觀要件來判斷損害賠償範圍之模式。

### 第三項 會計師之報告義務

由於為企業提供專業服務的會計師，因與企業常有密切往來，再加上此等專業人士擁有專業能力，從而能夠知悉企業內部情事，並察覺企業之弊端，故金融服務暨市場法第 342 條與第 343 條規定，會計師有向主管機關報告之義務，且向主管機關報告之行為將不會構成任何義務之違反。該法並授權英國財政部訂定相關規則，規範會計師應向其報告之事項及時機。若會計師未善盡向主管機關報告之義務，則主管機關有權取消該會計師之資格<sup>194</sup>。

依上開法規之授權，英國財政部在 2001 年制定 *The Financial Services and Markets Act 2000 (Communications by Auditors) Regulations 2001*，規定會計師在下列情形有向主管機關報告之義務：(1)會計師合理相信公司曾經、正在或未來可能違反相關法規，且違反之情事具有實質重要性；(2)會計師合理相信該公司可能不再繼續營運。惟上述法規僅使會計師對主管機關負有報告義務，並未規定投資人得

---

<sup>192</sup> 曾宛如，同前註 184，頁 236-238。

<sup>193</sup> [1997] A.C. 254.

<sup>194</sup> FSMA, ss. 342 and 343.

因會計師違反報告義務而向會計師求償。

## 第四章 日本法

### 第一節 公開説明書不實

有價証券申報書(有価証券届出書；類似於台灣之公開説明書)之重要事項有虛偽之記載、應記載之重要事項或為不致使人誤解之必要之重要事實之記載有欠缺時，下列之人應對該有價証券之應募人或買受人就因此所生之損害負賠償責任。但該有價証券之取得人於要約時已知記載有虛偽或欠缺時，不在此限：

- 一、有價証券申報書提出時之公司役員(指董事、會計參與、監察人、執行役或準用此等規定之人。第 163 條至第 167 條之規定除外，以下同。)或發起人(限於公司於成立前提出者。)
- 二、與該賣出有關之有價証券之所有人(若所有人係依賣出契約之規定而取得有價証券者，則係指契約相對人。)
- 三、於第 193 條之 2 第 1 項規定之關於該有價証券申報書之監査證明，就與監査證明有關之文件，證明其記載無虛偽或欠缺之會計師或監査法人。
- 四、與發行人或第 2 款所列之人締結承銷契約之金融商品交易業者或登録金融機關(第 21 條第 1 項)<sup>195</sup>。

就前項之規定，下列各款所列舉之人若能證明有各款規定之事項

---

<sup>195</sup> 金融商品取引法第二十一条：

有価証券届出書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときは、次に掲げる者は、当該有価証券を募集又は売出しに応じて取得した者に対し、記載が虚偽であり又は欠けていることにより生じた損害を賠償する責めに任ずる。ただし、当該有価証券を取得した者がその取得の申込みの際記載が虚偽であり、又は欠けていることを知っていたときは、この限りでない。

一 当該有価証券届出書を提出した会社のその提出の時における役員（取締役、会計参与、監査役若しくは執行役又はこれらに準ずる者をいう。第百六十三条から第百六十七条までを除き、以下同じ。）又は当該会社の発起人（その提出が会社の成立前にされたときに限る。）

二 当該売出しに係る有価証券の所有者（その者が当該有価証券を所有している者からその売出しをすることを内容とする契約によりこれを取得した場合には、当該契約の相手方）

三 当該有価証券届出書に係る第百九十三条の二第一項に規定する監査証明において、当該監査証明に係る書類について記載が虚偽であり又は欠けているものを虚偽でなく又は欠けていないものとして証明した公認会計士又は監査法人

四 当該募集に係る有価証券の発行者又は第二号に掲げる者のいずれかと元引受契約を締結した金融商品取引業者又は登録金融機関

時，免負賠償責任：

一、前項第 1 款或第 2 款之人 不知記載有虛偽或欠缺之情事，且已盡相當之注意仍無法察知。

二、前項第 3 款之人 出具證明時無故意或過失。

三、前項第 4 款之人 不知記載有虛偽或欠缺之情事，關於第 193 條之 2 第 1 項規定之財務計算書類以外之部分已盡相當之注意仍無法察知(第 21 條第 2 項)<sup>196</sup>。

第 1 項第 1 款、第 2 款及前項第 1 款之規定，第 13 條第 1 項之目論見書(類似於台灣之公開說明書)中之重要事項有虛偽記載、或應記載之重要事項或為使人不致產生誤解之必要之重要事實之記載有欠缺時，準用之(第 21 條第 3 項)<sup>197</sup>。[按：準用細節，略]

關於第 1 項第 4 款之「原始承銷契約」(元引受契約)係指，有價證券之募集或賣出時所締結之下列各款契約之一：

一、為出售該有價證券，向發行人或所有人(金融商品交易業者及登錄金融機關除外。下一款及第 3 款亦同。)取得該有價證券之全部或一部之契約。

二、該有價證券之全部或一部無人購買時，向發行人或所有人取得該剩餘部分之契約。

三、該有價證券為新股認購權證券(以內閣府令準用之有價證券亦包

---

<sup>196</sup> 金融商品取引法第二十一条：

2 前項の場合において、次の各号に掲げる者は、当該各号に掲げる事項を証明したときは、同項に規定する賠償の責めに任じない。

一 前項第一号又は第二号に掲げる者 記載が虚偽であり又は欠けていることを知らず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかつたこと。

二 前項第三号に掲げる者 同号の証明をしたことについて故意又は過失がなかつたこと。

三 前項第四号に掲げる者 記載が虚偽であり又は欠けていることを知らず、かつ、第九十三条の二第一項に規定する財務計算に関する書類に係る部分以外の部分については、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかつたこと。

<sup>197</sup> 金融商品取引法第二十一条：

3 第一項第一号及び第二号並びに前項第一号の規定は、第十三条第一項の目論見書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている場合について準用する。この場合において、第一項中「募集又は売出しに応じて」とあるのは「募集又は売出しに応じて当該目論見書の交付を受けて」と、「当該有価証券届出書を提出した会社」とあるのは「当該目論見書を作成した会社」と、「その提出」とあるのは「その作成」と読み替えるものとする。

含。以下於本款同。)時，該新股認購權證券之取得人，全部或一部之新股認購權(以內閣府令準用之權利亦包含。以下於本款同。)無法行使時，就該無法行使之部分，為自己或第三人向發行人或所有人取得行使新股認購權之契約(第 21 條第 4 項)<sup>198</sup>。

簡言之，第 21 條之規範方式係採限定列舉之立法體例，明定了 4 類主體：(1) 役員(類似台灣之負責人概念)或發起人；(2) 再次發行人；(3) 會計師；(4) 承銷商。本條規範之主體均係負推定過失責任；反之，發行公司則係負無過失責任，單獨規定於第 18 條中。

### 第一項 役員或發起人

依第 1 款規定，公司成立後係由役員負責，公司成立前則係由發起人負責。每家公司畢竟只會成立一次，役員與發起人相比，役員之情形適用之頻率較高。所謂之役員，第 1 款明定包括董事(取締役)、會計參與、監察人(監查役)、執行役，與準用此等主體規定之人。

#### 第一款 董事

股份有限公司至少須設置董事一人(會社法第 326 條第 1 項)，若係董事會設置公司，則必須至少設置 3 人以上之董事(會社法第 331 條第 5 項)<sup>199</sup>。

董事會設置公司以外之公司，若章程未特別規定有業務執行權之

---

<sup>198</sup> 金融商品取引法第二十一条：

4 第一項第四号において「元引受契約」とは、有価証券の募集又は売出しに際して締結する次の各号のいずれかの契約をいう。

一 当該有価証券を取得させることを目的として当該有価証券の全部又は一部を発行者又は所有者（金融商品取引業者及び登録金融機関を除く。次号及び第三号において同じ。）から取得することを内容とする契約

二 当該有価証券の全部又は一部につき他にこれを取得する者がいない場合にその残部を発行者又は所有者から取得することを内容とする契約

三 当該有価証券が新株予約権証券（これに準ずるものとして内閣府令で定める有価証券を含む。以下この号において同じ。）である場合において、当該新株予約権証券を取得した者が当該新株予約権証券の全部又は一部につき新株予約権（これに準ずるものとして内閣府令で定める権利を含む。以下この号において同じ。）を行使しないときに当該行使しない新株予約権に係る新株予約権証券を発行者又は所有者から取得して自己又は第三者が当該新株予約権を行使することを内容とする契約

<sup>199</sup> 近藤光男，最新株式会社法，中央経済社，2014.7 第 7 版第 1 刷，頁 231。

董事，則各董事均有業務執行權(會社法第 348 條第 1 項)；此時，監察人為任意機關，由董事互相監督，或由股東直接監督董事<sup>200</sup>。

若係公開公司(公開会社)，則必須強制設置董事會(會社法第 327 條第 1 項、第 976 條第 22 款)。由全體董事組成之董事會，以決議之方式決定公司之業務執行，而後委由代表董事或代表董事以外之業務執行董事為之<sup>201</sup>。

## 第二款 會計參與

會計參與(會計参与)是和董事或執行役共同作成公司決算文件(計算書類)之「任意機關」。此制係於平成 17 年(2005 年)引進，讓外部的會計專家以「公司機關」的身分參與決算文件之作成，以提高中小型公司(中小会社)會計之信賴性與透明性<sup>202</sup>。各類型的股份有限公司均可設置會計參與(會社法第 326 條第 2 項)<sup>203</sup>。

會計參與必須具備會計師、監查法人、稅理士或稅理人法人之資格(會社法第 333 條第 1 項)。公司或其子公司之董事、監查人、執行役、經理人或其他使用人，不得擔任會計參與(同條第 3 項第 1 款)<sup>204</sup>。會計參與之任期準用第 332 條董事之任期(原則上為 2 年；第 334 條第 1 項)<sup>205</sup>。

會計參與必須與董事共同作成決算文件及其附屬明細書、臨時決

---

<sup>200</sup> 江頭憲治郎，株式會社法，有斐閣，2021.4 第 8 版第 1 刷，頁 391。

<sup>201</sup> 江頭憲治郎，株式會社法，有斐閣，2021.4 第 8 版第 1 刷，頁 392-394。

<sup>202</sup> 黑沼悅郎，會社法，商事法務，2017.8 初版第 1 刷，頁 248。

<sup>203</sup> 會社法第三百二十六條：

2 株式會社は、定款の定めによって、取締役会、會計参与、監査役、監査役会、會計監査人、監査等委員会又は指名委員会等を置くことができる。

<sup>204</sup> 會社法第三百三十三條：

會計参与は、公認會計士若しくは監査法人又は稅理士若しくは稅理士法人でなければならない。

……

3 次に掲げる者は、會計参与となることができない。

一 株式會社又はその子会社の取締役、監査役若しくは執行役又は支配人その他の使用人

……

<sup>205</sup> 會社法第三百三十四條：

第三百三十二條（第四項及び第五項を除く。次項において同じ。）の規定は、會計参与の任期について準用する。

……

算文件及連結決算文件。此時必須依法務省令之規定，由會計參與作成會計參與報告(會社法第 374 條第 1 項)。會計參與得隨時請求閱覽及抄錄下列文件，並得請求董事、經理人或其他使用人提出關於會計之報告：一、會計帳簿或相關資料係以書面作成時，指該書面；二、會計帳簿或相關資料係以電磁紀錄作成時，指以法務省令所定之方法表示者(同條第 2 項)。為執行職務之必要，會計參與得請求子公司提供會計相關報告，或調查公司或子公司之業務及財產狀況(同條第 3 項)<sup>206</sup>。

會計參與於履行職務時，發現董事執行職務有不正當行為或違反法令或章程之重大情事時，應盡速向股東(若係監察人設置公司，則為監察人)報告(會社法第 375 條)<sup>207</sup>。

會計參與之身分亦為役員，於履行職務有惡意或重大過失，致第三人受損害時，應負賠償責任(會社法第 429 條第 1 項)。會計參與就

---

<sup>206</sup> 會社法第三百七十四條：

會計參與は、取締役と共同して、計算書類（第四百三十五条第二項に規定する計算書類をいう。以下この章において同じ。）及びその附属明細書、臨時計算書類（第四百四十一条第一項に規定する臨時計算書類をいう。以下この章において同じ。）並びに連結計算書類（第四百四十四条第一項に規定する連結計算書類をいう。第三百九十六条第一項において同じ。）を作成する。この場合において、会計參與は、法務省令で定めるところにより、会計參與報告を作成しなければならない。

2 会計參與は、いつでも、次に掲げるものの閲覽及び謄写をし、又は取締役及び支配人その他の使用人に対して会計に関する報告を求めることができる。

一 会計帳簿又はこれに関する資料が書面をもって作成されているときは、当該書面

二 会計帳簿又はこれに関する資料が電磁的記録をもって作成されているときは、当該電磁的記録に記録された事項を法務省令で定める方法により表示したもの

3 会計參與は、その職務を行うため必要があるときは、会計參與設置会社の子会社に対して会計に関する報告を求め、又は会計參與設置会社若しくはその子会社の業務及び財産の状況の調査をすることができる。

……

<sup>207</sup> 會社法第三百七十五條：

会計參與は、その職務を行うに際して取締役の職務の執行に関し不正の行為又は法令若しくは定款に違反する重大な事実があることを発見したときは、遅滞なく、これを株主（監査役設置会社にあつては、監査役）に報告しなければならない。

2 監査役会設置会社における前項の規定の適用については、同項中「株主（監査役設置会社にあつては、監査役）」とあるのは、「監査役会」とする。

3 監査等委員会設置会社における第一項の規定の適用については、同項中「株主（監査役設置会社にあつては、監査役）」とあるのは、「監査等委員会」とする。

4 指名委員会等設置会社における第一項の規定の適用については、同項中「取締役」とあるのは「執行役又は取締役」と、「株主（監査役設置会社にあつては、監査役）」とあるのは「監査委員会」とする。

決算文件及其附屬明細書、臨時決算文件、會計參與報告內記載或應記錄之重要事項為虛偽之記載或記錄時，與前項規定同。但若能證明為該行為時並未怠於注意者，不在此限(同條第 2 項第 2 款)<sup>208</sup>。

### 第三款 監察人

若係董事會設置公司或會計監查人設置公司，原則上必須強制設置監察人(會社法第 327 條第 2 項、第 3 項)。惟有兩個例外：(1)監查等委員會設置公司及提名委員會等設置公司，不得設監查人(同條第 4 項)<sup>209</sup>；(2)非屬公開公司之會計參與設置公司，沒有設置監查人之必要(同條第 2 項但書)<sup>210</sup>。

<sup>208</sup>第四百二十九條 役員等がその職務を行うについて悪意又は重大な過失があったときは、当該役員等は、これによって第三者に生じた損害を賠償する責任を負う。

2 次の各号に掲げる者が、当該各号に定める行為をしたときも、前項と同様とする。ただし、その者が当該行為をすることについて注意を怠らなかつたことを証明したときは、この限りでない。

一 取締役及び執行役 次に掲げる行為

イ 株式、新株予約権、社債若しくは新株予約権付社債を引き受ける者の募集をする際に通知しなければならない重要な事項についての虚偽の通知又は当該募集のための当該株式会社の事業その他の事項に関する説明に用いた資料についての虚偽の記載若しくは記録

ロ 計算書類及び事業報告並びにこれらの附属明細書並びに臨時計算書類に記載し、又は記録すべき重要な事項についての虚偽の記載又は記録

ハ 虚偽の登記

ニ 虚偽の公告(第四百四十条第三項に規定する措置を含む。)

二 会計参与 計算書類及びその附属明細書、臨時計算書類並びに会計参与報告に記載し、又は記録すべき重要な事項についての虚偽の記載又は記録

三 監査役、監査等委員及び監査委員 監査報告に記載し、又は記録すべき重要な事項についての虚偽の記載又は記録

四 会計監査人 会計監査報告に記載し、又は記録すべき重要な事項についての虚偽の記載又は記録

<sup>209</sup>第三百二十七条 次に掲げる株式会社は、取締役会を置かなければならない。

一 公開会社

二 監査役会設置会社

三 監査等委員会設置会社

四 指名委員会等設置会社

2 取締役会設置会社(監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社を除く。)は、監査役を置かなければならない。ただし、公開会社でない会計参与設置会社については、この限りでない。

3 会計監査人設置会社(監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社を除く。)は、監査役を置かなければならない。

4 監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社は、監査役を置いてはならない。

5 監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社は、会計監査人を置かなければならない。

6 指名委員会等設置会社は、監査等委員会を置いてはならない。

<sup>210</sup> 泉田栄一，法律学の森 会社法論，信山社，2009年7月第1版第1刷，頁465。

若非屬董事會設置公司或會計監查人設置公司，監查人僅為任意機關(會社法第 326 條第 2 項)<sup>211</sup>。

監察人之監查權限包括監查董事(若係會計參與設置公司，則包括會計參與)職務執行之「業務監查」(會社法第 381 條第 1 項)，及監查代表機關所作成之決算文件等之適法性之「會計監查」<sup>212</sup>。

#### 第四款 執行役

提名委員會等設置公司應置執行役一人或二人以上(會社法第 402 條第 1 項)。執行役由董事會以決議方式選任(同條第 2 項)。公司不得於章程中將執行役限定為必須具有股東身分，但非屬公開公司之提名委員會等設置公司，不在此限(同條第 5 項)。執行役可由董事兼任(同條第 6 項)<sup>213</sup>。

執行役負責公司業務之執行(會社法第 418 條)。執行役為複數時，不必設置執行役會；不過，亦不禁止公司任意設置之。執行役相互間並不負一般之監視義務。執行役之間之職務分配、指揮命令關係或其他相互關係，由董事會決定之(會社法第 416 條第 1 項第 1 款)<sup>214</sup>。

#### 第二項 再次發行人<sup>215</sup>

---

<sup>211</sup> 泉田栄一，法律学の森 会社法論，信山社，2009 年 7 月第 1 版第 1 刷，頁 465。

<sup>212</sup> 泉田栄一，法律学の森 会社法論，信山社，2009 年 7 月第 1 版第 1 刷，頁 465。

<sup>213</sup> 第四百二条 指名委員会等設置会社には、一人又は二人以上の執行役を置かなければならない。

2 執行役は、取締役会の決議によって選任する。

3 指名委員会等設置会社と執行役との関係は、委任に関する規定に従う。

4 第三百三十一条第一項及び第三百三十一条の二の規定は、執行役について準用する。

5 株式会社は、執行役が株主でなければならない旨を定款で定めることができない。ただし、公開会社でない指名委員会等設置会社については、この限りでない。

6 執行役は、取締役を兼ねることができる。

7 執行役の任期は、選任後一年以内に終了する事業年度のうち最終のものに関する定時株主総会の終結後最初に招集される取締役会の終結の時までとする。ただし、定款によって、その任期を短縮することを妨げない。

8 前項の規定にかかわらず、指名委員会等設置会社が指名委員会等を置く旨の定款の定めを廃止する定款の変更をした場合には、執行役の任期は、当該定款の変更の効力が生じた時に満了する。

<sup>214</sup> 青竹正一，法律学の森 新会社法，信山社，2015 年 4 月第 4 版第 1 刷，頁 341。

<sup>215</sup> 戴銘昇，證券交易法資訊不實免責要件之研究，台灣法學雜誌第 308 期，2016 年 11 月，頁 11-26，收錄於：證券交易法物語(二)，元照，2018 年 1 月初版第 1 刷。

於出售有價證券時，有價證券之所有人(再次發行人)應就有價證券申報書之虛偽記載負民事責任。若採承銷方式出售，於有價證券移轉予承銷商時，原來之所有人必須以再次發行人之身分負責；若承銷商為金融商品交易業者，則其必須另依第 21 條第 1 項第 4 款負責。即使沒有實際參與有價證券申報書之製作或無法參與之再次發行人，亦應負責<sup>216</sup>。

### 第三項 會計師<sup>217</sup>

對有價證券申報書之財務文件出具監查證明之會計師(包括公認會計師及監查法人)<sup>218</sup>，應依本條負賠償責任。會計師應依一般認為公正妥當之基準及慣行作成監查報告(監查證明府令第 3 條)。若財務文件內有虛偽之記載，但是會計師仍就之作成該財務文件無虛偽記載之監查證明時，則應負賠償責任。即使財務報表中有窗飾(粉飾決算)之虛偽記載，只要監查證明之內容是正確的(例如，監查證明中將財報窗飾加以指出)，會計師就不必負責<sup>219</sup>。

### 第四項 承銷商

與募集有價證券之發行人或出賣人締結原始承銷契約(元引受契約)之金融商品交易業者或登錄金融機關(簡稱承銷商)，於有價證券申報書有虛偽記載時，應對投資人負損害賠償責任。若是與發行人或出賣人締結承銷契約之金融商品交易業者，又與其他金融商品交易業者簽訂承銷契約，後一承銷契約非此處所稱之原始承銷契約(此另稱為「孫承銷」(孫引受))<sup>220</sup>。

<sup>216</sup> 黑沼悅郎，金融商品取引法，有斐閣，2016 年 10 月初版第 1 刷，頁 214。

<sup>217</sup> 相關文獻，可參閱廖大穎，日本證券交易法對於公開說明書專家責任之規範，全國律師第 10 卷第 11 期，2006 年 11 月，頁 28-45。

<sup>218</sup> 依據會計師法(公認會計師法)第 1 條之 3 第 3 項，監查法人係指以組織型態從事會計師業務為目的，依本法成立之法人。監查法人也可譯為法人會計師事務所，參閱戴銘昇，從美日立法例論台灣之資訊不實法制——以 2015 年新法「賠償義務人責任設計」為中心，台灣法學雜誌第 291 期，2016 年 3 月，頁 111-125，收錄於：證券交易法物語(一)，元照，2016 年 9 月初版第 1 刷。

<sup>219</sup> 志谷匡史執筆，收錄於：神田秀樹、黑沼悅郎、松尾直彥編，金融商品取引法コンメンタール 1——定義・開示制度，商事法務，2016 年 8 月初版第 1 刷，頁 443-444。

<sup>220</sup> 加藤貴仁執筆，收錄於：岸田雅雄監修，注釈金融商品取引法【第 1 卷】定義・情報開示，

## 第二節 財報不實

第 22 條之規定，於財務報告之重要事項有虛偽之記載、應記載之重要事項或為不致使人誤解之必要之重要事實之記載有欠缺時準用之(第 24 條之 4)<sup>221</sup>。

第 22 條之規定，於半年度財務報告、臨時報告書及其訂正報告書之重要事項有虛偽之記載、應記載之重要事項或為不致使人誤解之必要之重要事實之記載有欠缺時準用之(第 24 條之 5 第 5 項)<sup>222</sup>。

而第 22 條規定，有價證券申報書之重要事項有虛偽之記載、應記載之重要事項或為不致使人誤解之必要之重要事實之記載有欠缺時，第 21 條第 1 項第 1 款及第 3 款之人應對非因募集而取得或處分有價證券、且不知記載有虛偽或欠缺之人，就其因此所生之損害負賠償責任(第 1 項)；第 21 條第 2 項第 1 款及第 2 款之規定，於依前項

---

金融財政事情研究会，2011 年 4 月第 1 刷，頁 276。

<sup>221</sup> 金融商品取引法第二十四條の四

第二十二條の規定は、有価証券報告書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている場合について準用する。この場合において、同条第一項中「有価証券を募集若しくは売出しによらないで取得した者」とあるのは、「有価証券を取得した者」と読み替えるものとする。

<sup>222</sup> 金融商品取引法第二十四條の四

5 第七条第一項、第九条第一項及び第十条第一項の規定は半期報告書及び臨時報告書について、第二十二條の規定は半期報告書及び臨時報告書並びにこれらの訂正報告書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている場合について、それぞれ準用する。この場合において、第七条第一項中「第四条第一項から第三項までの規定による届出の日以後当該届出がその効力を生ずることとなる日前において、第五条第一項及び第十三項の規定による届出書類」とあるのは「半期報告書（第二十四條の五第一項（同条第三項において準用する場合を含む。）に規定する半期報告書をいう。以下この条、第九条第一項、第十条第一項及び第二十二條において同じ。）又は臨時報告書（第二十四條の五第四項に規定する臨時報告書をいう。以下この条、第九条第一項、第十条第一項及び第二十二條において同じ。）」と、「届出者」とあるのは「半期報告書又は臨時報告書の提出者」と、「訂正届出書」とあるのは「訂正報告書」と、第九条第一項中「届出者」とあるのは「半期報告書又は臨時報告書の提出者」と、「訂正届出書」とあるのは「訂正報告書」と、第十条第一項中「届出者」とあるのは「半期報告書又は臨時報告書の提出者」と、「訂正届出書の提出を命じ、必要があると認めるときは、第四条第一項から第三項までの規定による届出の効力の停止」とあるのは「訂正報告書の提出」と、第二十二條第一項中「有価証券届出書の届出者が発行者である有価証券を募集若しくは売出しによらないで取得した者」とあるのは「半期報告書若しくは臨時報告書又はこれらの訂正報告書の提出者が発行者である有価証券を取得した者」と、同条第二項中「前項」とあるのは「第二十四條の五第五項において準用する前項」と読み替えるものとする。

規定應負責任之人準用之(第 2 項)<sup>223</sup>。

因此，財報不實之責任主體為役員(第 21 條第 1 項第 1 款)及會計師(第 21 條第 1 項第 3 款)，而且是逕行準用公開說明書之規定。

### 第三節 專家管理與責任研究

#### 第一項 立法沿革

金融商品交易法第 21 條是在昭和 46 年(1971)制定(法律第 4 號)，立法目的在於強化發行人(發行者)以外之參與有價證券申報書作成之相關人之民事責任<sup>224</sup>。制定時便已將會計師之責任列入，至今未曾修法再變動其責任內涵。

把責任主體擴及於發行人以外之人，其立法趣旨在於，若責任僅止於發行人，則對於投資人之救濟、違法行為之防止等，均有所不足。例如發行人之財務狀況不佳，甚至可能破產時，若將責任主體限定於發行人，則投資人的損害可能難以實際獲得填補<sup>225</sup>。

#### 第二項 會計師負推定過失責任

資訊不實之賠償責任之成立，必須有故意或過失。但是，與民法第 709 條(侵權行為)不同，投資人請求時不必證明會計師有故意或過失，而是於金商法第 21 條第 2 項規定其免責事由，會計師能舉證時則免負責任。因此，會計師所負之責任是舉證責任倒置之推定過失責

---

<sup>223</sup> 金融商品取引法第二十二條

有価証券届出書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときは、第二十一条第一項第一号及び第三号に掲げる者は、当該記載が虚偽であり、又は欠けていることを知らないで、当該有価証券届出書の届出者が発行者である有価証券を募集若しくは売出しによらないで取得した者又は処分した者に対し、記載が虚偽であり、又は欠けていることにより生じた損害を賠償する責めに任ずる。

2 第二十一条第二項第一号及び第二号の規定は、前項に規定する賠償の責めに任ずべき者について準用する。

<sup>224</sup> 加藤貴仁執筆，收錄於：岸田雅雄監修，注釈金融商品取引法【第 1 卷】定義・情報開示，金融財政事情研究会，2011 年 4 月第 1 刷，頁 264。

<sup>225</sup> 加藤貴仁執筆，收錄於：岸田雅雄監修，注釈金融商品取引法【第 1 卷】定義・情報開示，金融財政事情研究会，2011 年 4 月第 1 刷，頁 267。

任<sup>226</sup>。

### 第三項 會計師之免責要件

由於請求權人限於善意，因此，若會計師能證明請求權人為惡意(知悉有虛偽記載之存在)，亦可免責(金商法第 21 條第 1 項但書反面解釋，此為第 1 項 4 款主體均得主張之事由)。

依據金商法第 21 條第 2 項第 2 款之規定，會計師若欲免責，必證舉證其於出具證明時無故意或過失。

### 第四項 金商法與民法之適用關係

因有價證券申報書或財務報告不實(合稱「資訊不實」)而受損害之投資人，也可依據民法第 709 條<sup>227</sup>等侵權行為之規定對於應負責之人提起損害賠償之請求。金商法之所以在民法的一般性規定之外再設特別規定的意義在於，讓構成要件更為明確、損害賠償的請求更為容易<sup>228</sup>。

金商法的規定被解為是民法第 709 條(侵權行為)之特別規定(特則)。金商法第 21 條是把本應依民法第 709 條就故意過失所負之舉證責任，以資訊不實存在之事實取代之<sup>229</sup>。但是，金商法未特別規定之要件，還是要回歸適用民法侵權行為之原則性規定，投資人均須負舉證責任<sup>230</sup>。

---

<sup>226</sup> 加藤貴仁執筆，收錄於：岸田雅雄監修，注釈金融商品取引法【第 1 卷】定義・情報開示，金融財政事情研究会，2011 年 4 月第 1 刷，頁 268。

<sup>227</sup> 民法第 709 條：

因故意或過失而侵害他人之權利或法律上保護之利益者，應就因此所生之損害負賠償責任。

原文：

故意又は過失によって他人の権利又は法律上保護される利益を侵害した者は、これによって生じた損害を賠償する責任を負う。

<sup>228</sup> 加藤貴仁執筆，收錄於：岸田雅雄監修，注釈金融商品取引法【第 1 卷】定義・情報開示，金融財政事情研究会，2011 年 4 月第 1 刷，頁 267。

<sup>229</sup> 也就是說，投資人若能證明資訊不實(客觀要件)，就可取代對於故意過失(主觀要件)之舉證責任。以客觀要件取代主觀要件之舉證責任。

<sup>230</sup> 加藤貴仁執筆，收錄於：岸田雅雄監修，注釈金融商品取引法【第 1 卷】定義・情報開示，金融財政事情研究会，2011 年 4 月第 1 刷，頁 269。

## 第五項 連帶責任

民法第 719 條規定，數人因共同不法行為對他人造成損害者，應連帶負損害賠償責任。共同行為人不知造成該損害時，亦同(第 1 項)。教唆或幫助者，視為共同行為人，適用前項之規定(第 2 項)<sup>231</sup>。應負責之主體有複數時，應依民法負連帶責任<sup>232</sup>。發行人與會計師間之責任亦為連帶責任。連帶債務人之間亦可進行求償<sup>233</sup>。

## 第四節 相關案例

### 第一項 山一證券案<sup>234</sup>

山一證券發生應歸屬於其負擔之帳外債務(簿外債務)，應於財務報告(有価証券報告書)中加以揭露，但是自平成 4 年(1992)3 月期至平成 9 年(1997)3 月期之財務報告，均未記載上述帳外債務。山一證券自平成 4 年 3 月期以後應該提列與帳外債務隱含損失相當之準備金(特別是或有債務損失準備金)，但是其並未提列，若依其金額觀之，此為應記載於財務報告之重要事項。因此，山一證券自平成 4 年 3 月期至平成 9 年 3 月期之各期財務報告，重要事項之記載有欠缺<sup>235</sup>。

依據證券交易法第 193 條之 2 第 1 項本文出具監查證明之被告，是否無故意或過失(證交法第 24 條之 4、第 22 條、第 21 條第 1 項第

---

<sup>231</sup> 民法第七百十九條：

數人が共同の不法行為によって他人に損害を加えたときは、各自が連帯してその損害を賠償する責任を負う。共同行為者のうちいずれの者がその損害を加えたかを知ることができないときも、同様とする。

② 行為者を教唆した者及び幫助した者は、共同行為者とみなして、前項の規定を適用する。

<sup>232</sup> 民法第 432 條：

數人負連帶債務時，債權人得對連帶債務人中之一人、同時或依次對全體，為全部或一部給付之請求。

原文：

數人が連帶債務を負担するときは、債権者は、その連帶債務者の一人に対し、又は同時に若しくは順次にすべての連帶債務者に対し、全部又は一部の履行を請求することができる。

<sup>233</sup> 加藤貴仁執筆，收錄於：岸田雅雄監修，注釈金融商品取引法【第 1 卷】定義・情報開示，金融財政事情研究会，2011 年 4 月第 1 刷，頁 271。

<sup>234</sup> 大阪地判平成 18 年 3 月 20 日 事件番号 平 10 (ワ) 2992 号。

<sup>235</sup> 原告另外提出幾點虛偽記載之主張，則未被法院接受。

3 款、同條第 2 項第 2 款)，分析如下。

### 第一款 注意義務之內涵

平成 4 年 3 月期至平成 9 年 3 月期之監查係適用下列由企業會計審議會作成之監查基準、監查實施準則、監查報告準則及修正註記(即平成 3 年 12 月 26 日修正後監查基準等)。

#### 壹、監查基準之設定

所謂之「監查基準」，係指由監查實務中較為成熟之習慣、一般認為公正妥當之原則之中，職業監查人於進行財務報表之監查時，即使法令未強制要求，也必須遵守者。監查基準係由監查一般基準、監查實施準則及監查報告基準三部分組成。監查時所採用之程序，依各個企業之狀況而有不同，不可能統一加以規定，監查能力及經營也因人而異，若將監查程序全部委由監查人自行決定，將無法獲得社會的信賴。他方面，關於監查的實施，公正妥當的任務若無明確的界限，會使監查人須負過重的責任。因此，就監查人之判斷規制應設一定之基準，並令其遵守之。

#### 貳、監查基準摘用

##### 第一 一般基準

一 對於企業發布之財務報表之監查，應由具適當的專業能力及實務經驗，且對該企業具獨立性之人為之。

三 監查者，於實施監查及作成報告書時，應盡專家(職業的專門家)該有之正當注意。

##### 第二 實施基準

一 監查者，應取得充分之監查佐證資料，以獲得足以對於財務報表形成自己意見之合理基礎。

三 監查者，應掌握內部控制之狀況，應充分考量監查對象之重要性、監查上之危險性及其他相關因素，決定應適用之監查程序、實施時期及試查範圍。

#### 參、監查實施準則摘要

一 監查者，於監查財務報表時，應依據監查基準實施通常應施行之程序。通常應實施之程序為，由監查人依公正之監查慣行，取得充分之監查佐證，採取獲得足以對於財務報表形成自己意見之合理基礎之必要監查程序。

三 監查者於選擇應適用之監查程序為，實際調查、出席、確認、詢問、觀察、閱覽、憑證核對、帳簿核對、計算核對、帳目分析等分析程序。監查程序原則上採抽查方式為之。

五 監查者於監查計畫之設定時，不可忽略財務報表之重要虛偽記載，應從有效率的實施監查的觀點，掌握內部控制狀況，進行有效性之評價，充分考量監查上之危險性。

於評價內部控制之有效性時，不僅須對內部控制架構之完整及運用狀況進行掌握與評價，也必須包括對之產生影響之經營環境。

於評價監查上之危險性時，不僅應留意監查對象項目內在虛偽記載發生的可能性、掌握經營環境，也應考量導致發生虛偽記載之可能性。

九 監查者應向經營者取得確認書。確認書中至少應記載下列事項：

- 1 由經營者就財務報表負作成責任之旨。
- 2 實施監查所必要之一切資料，應提供予監查者之旨。
- 3 重要之或有事項(偶發事象)及期後事項(後發事象)。

監查者，不得以已取得確認書為由，而省略通常應實施之監查程序。

#### 肆、準委任契約關係

會計師與山一證券間締結之監查契約，應解為是依據證交法第193條之2以監查為目的之準委任契約，由此觀之，身為監查者，於監查財務報表時，應以善良管理人之注意義務，依據監查基準實施通常應實施之監查程序，此一通常應實施之監查程序為，遵守監查實施準則之規定，履踐公正之監查慣行，取得充分之監查佐證，進行能得

出對財務報表表示意見之合理基礎之必要程序。

## 第二款 法院分析

原告主張，會計監查的目的在於不能忽略重要之虛偽記載，身為會計監查人之被告應努力發現不正當之情事，應隨時謹記是可能存在不正當及謬誤，以此為前提進行監查。

確實，會計監查的功能之一在於讓財務報表中無虛偽記載之存在，或使應記載之事項無所欠缺，前述之監查基準等規定中亦有相同論述，此點無法加以否定。

但是從另一方面來說，會計監查人與搜查機關或證券交易等監視委員會不同，並無強制搜查(檢查)權限，只是接受被監查公司之委託，僅能依據由被監查公司取得之報酬，而撥出合理的人力及時間實施查核程序。無論是前述之監查基準或監查實施準則，均與此等前提條件不同，依前述規定及事實，山一證券對被告所做之委託為法定監查，尤其是考慮到並非以發現不正當情事為目的，不可因未能發現虛偽記載即逕認為被告有過失，依據當時的會計監查水準，以監查專家一般被要求之注意程度義務，實施通常應實施之監查程序後，仍有虛偽記載情事時，不能謂有過失。

## 第二項 福德銀行、浪速銀行案<sup>236</sup>

### 第一款 事實摘要<sup>237</sup>

被告(會計師)對於福德銀行及浪速銀行之平成 10 年(1998 年)3 月期財務報告出具無保留意見書，原告(經營期貨買賣之公司)依據此等文件，於同年 9 月購入福德銀行之股份，兩家銀行於同年 10 月合併為なみはや銀行，原告於同年 12 月取得新銀行發行之新股。

新銀行於平成 11 年(1999 年)8 月 7 日遭金融再生委員會認定為

---

<sup>236</sup> 東京地判 平成 18 年 9 月 27 日事件番号 平 14 (ワ) 16955 号。

<sup>237</sup> 監査法人の法的責任に関する裁判例，日本公認会計士協会 法規委員会研究報告第 15 号，平成 25 年 6 月 27 日，頁 20。

破產，原告所擁有之股份喪失價值，上開財務報告中之無保留意見為虛偽，若無該無保留意見，原告不會買入上開股份，原告據此對會計師，依據證券交易法(當時尚未更名)第 24 條之 4、民法第 709 條請求損害賠償。

法院駁回原告請求，原告未提起上訴，判決定讞。

## 第二款 是否有虛偽記載之判斷基準

證券交易法第 24 條之 4 財務報告重要部分「虛偽」，係指與事實相反之記載。不過，原告所指摘之虛偽，被告(會計師)所提供之無保留意見(無限定適正意見)，資產負債表(貸借對照表)中關於呆帳準備金(貸倒引当金)之記載為正確之部分，呆帳準備金係呆帳預估額(貸倒見積り高)之債權評價方法，也就是預估金額(見込金)，係資產負債表基準日之後的預測，並不是一成不變的，只能以某些一定的方法來決定，除此之外，別無他法。他方面，呆帳準備金為資產負債表其中一個項目，資產負債表係依據商法等規定作成之計算文件(商法第 281 條第 1 項第 1 款)，其內容必須斟酌公正之會計慣例(商法第 32 條第 2 項參照)。照此等規定，關於被告所提供之前開意見，前開報告書中所記載之呆帳準備金之數額，並未斟酌公正之會計慣行、依法令規定之方法所算出及記載，惟卻是適正、但與事實不符的情形，前開「虛偽」應解為係此種情形。

關於此點，福德銀行及浪速銀行之平成 10 年 3 月期財務報告中，計入資產負債表中之呆帳準備金者，係依據資產算定通告(資產算定通達)、舊實務指針及修正後決算經理基準而來。呆帳準備金是否係依據此等基準而來，原告主張應據此決定被告之意見是否有虛偽。

但是原告所指摘這點，據被告所提供之意見的意旨，只是表達將呆帳準備金計入為妥當而已，此是否構成虛偽，應該取決於將呆帳準備金計入是否妥當，原告的主張並未直接掌握事物的本質。

因此，應該檢討的是，平成 10 年 3 月期當時係依據何種基準將銀行之呆帳準備金計入。

### 第三款 平成 10 年 3 月期計入呆帳準備金基準之當否

首先，「公正」之會計慣行，亦即，商法及證券交易法之目的，為保護公司之利害關係人或投資人，適正表示公司財產狀態，此為「會計慣行」，亦即關於會計方法之事實上習慣(民法第 92 條參照)，且必須是現存習慣。不僅上述之法令，綜合考量稅法的相關法令及行政廳據此所頒布之指導，必須是該銀行得無實行障礙之內容。依據上開法令之限制，無法完全滿足純粹在會計學理上之公正性之情形，也會存在。

以此為前提檢視平成 10 年 3 月期之會計基準，當時的法人稅法與現行法不同，不可依據個別具體債權回收預估為基準而將呆帳準備金之損失計入，例外將之轉入債權償還特別會計科目(債權償却特別勘定)，並無法令上之根據。關於確保將法人之呆帳準備金計入之公正性確保，在法人稅法上有一定之限制，此點不僅銀行，包括原告般之法人而言，一般均認為妥當，可以說是從事企業會計之人所周知之事實。再者，平成 9 年度以前已有決算經理基準存在，依法人稅法、法人稅法施行令，原則上承認計入之損失金額限額為 0.3%(未稅準備)，可超過此額度提撥準備金(含稅準備)，於此情形，不僅應對負責之人預先提出債權內容，而且並不存在含稅準備之基準等規定。再者，實施重整計畫(再建計畫)之債務人，含稅準備的做法在企業會計上並非無合理性，設立特殊目的公司(特別目的会社)以促進債權之流動化(以下，此種做法稱為「稅法基準」)。

於此情況下，身為銀行，以含稅為前提，並非不可計入高於稅法基準之呆帳準備金，此時對於計入金額須負擔高利率之法人稅，尚未引納稅影響會計制度(稅效果會計制度)，頂多只能說，計入含稅的呆帳準備金有可能損及財務健全性而已。再者，如上所述，依據債權之種類，自會抑制含稅的準備金提撥，身為銀行，要計入高於稅法基準之呆帳準備金並不是全無阻礙。其結果是，只能依據稅法基準的限度內計入，而且，必須依照公正之會計慣行評價之。

然而，大藏省(相當於台灣之財政部)進行資產算定通告之發出及決算經理基準之修改，促使銀行於計入呆帳準備金時勿執著稅法基準，此等均非法律規範，因此無法改變前述評價。

據上，平成10年3月期，福德銀行及浪速銀行計入呆帳準備金時若符合稅法基準即可，兩家銀行均計入高於基準之金額，被告出具意見表示此為適當，此顯然不構成「虛偽」。

被告所提供之意見，於兩家銀行之呆帳準備金計算時，與是否遵守資產算定通告、舊實務指針及修改法決算經理基準(以下合稱為「資產算定通告」)無關。

#### 第四款 小結

本件財務報告中所檢附之被告意見，並無虛偽記載。

### 第三項 Live Door(ライブドア)案<sup>238</sup>

Livedoor公司將違法利益及假交易(架空取引)之利益計入其股份中，被告Y13及被告會計師(被告Y14監查法人)朝提出無保留意見(無限定適正意見)的方向努力，被告Y15及Y16在無保留意見內之監查報告書中簽名，被告Y20及Y25則將監查報告書放置不管。原告對會計師及其代表人Y15，依據會計師法(公認會計士法)第34條之22第1項、會社法第600條及舊證券交易法第24條之4、第22條請求損害賠償。另外Y15、Y16、Y20、Y25，依據民法第709條、第719條請求損害賠償。

財務報告中重要之事項有虛偽記載時，會計師卻出具其無虛偽之監查證明時，無法舉證無故意或過失之會計師應負損害賠償責任(舊證交法第24條之4、第22條、第21條第1項第3款、第21條第2項第2款)。企業之財務報表對投資人而言為進行投資判斷之重要資料，除強制身為獨立專家之會計師進行監查外，也課予會計師負重責，以實現正確的揭露公司資訊。此時對於監查報告書加以簽章之代表人及執行業務人有過失時，應負損害賠償責任(民法第709條)。

---

<sup>238</sup> 平成21年5月21日 東京地裁 平18(ワ)11635号。

以上述法律為基礎，下列事實足堪認定：會計師對於平成16年9月期連結損益計算書之出具無保留意見之監查報告書，未提出足資證明無故意或過失之證據，應負損害賠償責任(舊證交法第24條第4、第22條第1項)。

#### 第四項 平成 26 年東京地方法院判決<sup>239</sup>

##### 第一款 售後租回交易

A 公司於平成 11 年(1999 年)開始便反覆進行售後租回交易(セル・アンド・リースバック取引)。

於進行售後租回交易時，正確的會計處理是賣出之利益遞延計入(繰延計上する)，而 A 公司卻是將之一次計入(一括計上していた)。

平成 11 年 12 月 16 日，被告會計師(被告 Y 8 法人)於 A 公司股票公開發行之預備調查報告書，A 公司進行售後租回交易，於電腦周邊產品之情形，於購買價格再加 3%之毛利(粗利益)後售出，3%此一數字本身並無特別合理的根據，對售後租回交易來說，被指摘其若具有重要性的話就是，出售時的損益，於支付予租賃公司之每一期之租金必須調節處理。

對於此一指摘，監查法人的對應窗口及 A 公司之財務人員均回答，今後打算減少此等交易。

A 公司之售後租回交易量擴大，於平成 16 年(2004 年)6 月期達到最高峰。同期之合併銷售額為 788 億 844 萬 5 千元，售後租回之銷售額為 10 億 9995 萬元，假設租賃契約之平均期間為 5 年，對利益造成之影響為 5747 萬 6 千元。

A 公司平成 16 年 6 月期之售後租回交易金額增加，會計師研判對利益造成的影響也會增加，於平成 16 年 10 月 6 日建議 A 公司對利益進行遞延處理。

---

<sup>239</sup> 東京地判 平成 26 年 12 月 25 日事件番号 平 2 1 (ワ) 3 0 7 0 0 号。東京高判平成 27 年 11 月 4 日 事件番号 平 2 7 (ネ) 5 9 8 号：關於會計師之部分，肯定地院判決。

平成 17 年(2005 年)6 月期，售後租回交易之營業額減少為 1 億 3820 萬 7 千元。因此，會計師認為 A 公司已妥善處理之。

企業會計應依規定之會計處理方法正確進行計算，其目的在於，讓企業有清楚的財務內容，使利害關係人於判斷企業狀況時不會發生錯誤。欠缺重要性之處，不必依照嚴密的會計處理程序，而可依其他簡便的方法為之，這也是被正規的簿記原則所承認。適用重要性原則者，如預付收益(前払收益)、未收收益、未付費用、預收收益，欠缺重要性的部分，可以不必做為「經過勘定」(似指權責發生制)項目處理(企業會計原則註解之註 1)。

監查基準委員會報告書第 24 號(中間報告)「監查報告」為監查人應遵守之監查基準，於日本，為一般認為公正妥當之監查基準。若依據監查基準委員會報告書第 5 號(中間報告)「監查風險及監查上之重要性」(「監查リスクと監査上の重要性」)，監查人於考量監查風險時，必須檢討監查上之重要性；監查上之重要性之判斷必須考量虛偽表示對財務報表整體產生之影響；於判斷所發現之虛偽表示(個別或整體)是否重要時，應考量對財務報表之利用者之經濟上意思決定所造成之影響程度(平成 14 年 5 月 30 日修正報告書 29 項、平成 16 年 3 月 17 日修正報告書 29 項、平成 17 年 3 月 31 日修正報告書 2 項)。再者，監查人關於監查計畫之制定，應決定判斷財務報表是否為虛偽表示之金額之重要性基準值。於作成此一決定時，也應注意虛偽表示的「質的影響」，並未要求監查人必須制定可以發現所有在金額上並不重要之虛偽表示。具重要性之基準值，通常是依據金額方面的影響而加以決定(平成 14 年 5 月 30 日修正報告書 32 項、平成 16 年 3 月 17 日修正報告書 32 項、平成 17 年 3 月 31 日修正報告書 5 項)。

會計師於判斷在監查上有無重要性時，對於售後租回金額最高之平成 16 年 6 月期，記載錯誤的容許值設定為 5%，乘以過去 3 年稅前純益及稅後純益平均額，將重要性之判斷基準額(計画上の重要性の判断基準額)設定為稅前純益 1 億 1695 萬 5 千元、稅後純益 6960 萬

元。

據上所述，會計師已考量金額的影響，也已設定重要性之判斷基準額，合於監查基準之要求。此一基準之數值為稅前純益及稅後純益的 5%，依據文獻之記載，於判斷重要性時容許採取簡易的會計處理，應認為上述基準值之設定為合理。

因此，依據前述認定之事實，平成 16 年 6 月期之售後租回交易對 A 公司造成之影響為 5747 萬 6 千元，無論由稅前純益或稅後純益來看，此均已低於前述判斷基準，並未違反監查基準。因此，關於售後租回交易，會計師並無故意或過失。

## 第二款 滯銷庫存商品

關於時價已比取得時之原來價格低之滯銷庫存商品(滯留在庫)之評價，A 公司並未設定跌價(評価減)基準。

但是，於平成 15 年至 16 年(2003~2004)，滯銷庫存商品數量不斷增加，會計師於同年 10 月 6 日建議公司將滯銷庫存商品依滯銷期間制定跌價原則(評価減するルール)。

於平成 16 年 6 月期，可以從網路上經常性下載最新版之套裝軟體(無實體)之庫存及其他庫存，已滯銷 6 個月以上、且已評價為達 1 千萬以上者，會計師已向 A 公司內部人就庫存管理之狀況、有無收到訂單、販售可能性等問題進行詢問調查。於是其判斷解決滯銷庫存應無問題。

於檢討同期庫存餘額紀錄之正確性時，發現有雖已接獲特定客戶之預約訂單、但卻未實際下訂而成為庫存之商品，會計師向負責之人詢問調查後，確認對於商品評價之記載並無錯誤。

於平成 17 年(2005 年)6 月期，會計師也是採取同樣的監查程序。

於平成 18 年(2006 年)6 月期，決定將與醫療機關有關之 IT 產業與 ASP 事業 (Application Service Provider) 作為公司之核心事業之前年度開始，軟體交易量增加，平成 18 年 1 月至 2 月，會計師前往 A 公司總公司之倉庫實地檢查所保管之軟體，以確認 CD-ROM 及許

可證等實物之外觀。同年 7 月也再度前往做實地檢查。

於進行實地檢查時，A 公司之從業人員，為了不讓把不存在之軟體做為庫存品計入之事實被發現，將空白 CD 裝入信封中，用透明膠帶捲起來，讓人無法看到內容物，在信封上載有軟體名稱，對會計師派來的人，製造出軟體為庫存品之外觀。

經過兩次的實地檢查，都沒有發現不恰當之處。

會計師於平成 18 年 12 月 15 日，實際檢視醫療機關使用之軟體之 Web 版的展示畫面，確認軟體的實在性。

會計師於平成 18 年 11 月 13 日視察「名護資料中心」，此時正對 ASP 服務事業用資產之實在性及減損處理之必要性等進行監查程序，固定資產之實存性並無問題，因此研判沒必要進行減損處理。

A 公司於平成 17 年 6 月期制定滯銷庫存之跌價原則。此即，半年減價 12.5%，商品販售循環 4 年經過時減價達 100%。會計師於調查後，判斷跌價原則的內容合理。

會計師於平成 18 年 6 月期檢討跌價原則時，與 A1 公司(因公司分割而承受 A 公司營業部門)之負責人員之間，對於跌價原則運用產生齟齬，要求該公司必須將規定予以改善。於平成 19 年 6 月期，關於跌價原則之規定，會計師對於負責人員加以詢問調查，不充分之處則請其追加修正，判斷規定之內容為合理。

平成 18 年 7 月 15 日企業會計基準委員會訂定之企業會計基準第 9 號「庫存資產評價會計基準」(「棚卸資産の評価に関する會計基準」)，超過一定回轉期間之庫存資產，應定期將帳面價值予以減除，庫存資產(棚卸資産)收益低迷之情形於財務報表中加以反映的方法也是適當的會計處理方法。

依據上開認定事實，會計師關於庫存滯銷品，採取詢問調查等方式確認販售可能性，已對於跌價必要性之有無進行判斷，滯銷庫存增加的平成 16 年 6 月期，要求制定跌價原則，並確認其內容之合理性。於平成 18 年 6 月期，採行實地檢查，A 公司之員工為了不讓因不當

交易之虛偽庫存被發現而採取一些手段。因此，會計師已對於滯銷庫存採行充分之監查，即使未能發現虛偽庫存，也不能認為具有故意或過失。

### 第三款 其他不正當之徵兆

原告主張，關於售後回租交易，被告 Y2 是被會計師要求於出售時將出售利益一次計入帳簿。但是，如前所述，會計師由對 A 公司利益造成之重要影響加以評價，判斷其並不具重要性，於此情形，容許採取簡便的會計處理。即使會計師容許被告 Y2 採取簡便的會計處理，也不構成不正當之徵兆。

平成 16 年 6 月期，A 公司的業務大幅超越預定之目標。平成 17 年 6 月期，因為記載之業績目標超過前期，原告主張感受到來自機構投資人的壓力。但是，即使 A 公司感受到來自機構投資人的壓力，也不能說進行不正當交易的可能性就會提高，不構成不正當之徵兆。

原告主張，A 公司內部多數社員之間流傳著進行循環交易的傳聞。但是，假設即使如此，如前述認定般，A 公司之員工為了不讓會計師發現虛偽庫存而採取了一定之手段，由此觀之，會計師不會有機會聽到上述傳聞，上述事實不構成不正當之徵兆。

原告主張，役員及從業人員享有高額之獎勵性報酬(インセンティブ報酬)。但是，即使假設有此情形，也不能因此即懷疑有不正當交易，此不構成不正當之徵兆。

A 公司在平成 17 年 3 月左右，透過 E 公司的介紹，從事在傳票上記載向 B 公司購入實際上不存在的商品後賣給 D 公司之過水交易(スルー取引)，因無法從 D 公司獲取訂單，致生 20 億 5605 萬 4 千元之損失，未將此計入平成 17 年 6 月期之特別損失，利用過水交易的循環交易，將銷售之原價 4 億 4 千萬元及虛偽的庫存 16 億 1605 萬 4 千元計入，以回避上開損失。

原告主張，A 公司參與過水交易，可懷疑其係有其他不適切交易存在之徵兆。再者，根據日本會計師協會在平成 17 年 3 月 11 日發布

的「資訊服務業監查上諸問題」(「情報サービス産業における監査上の諸問題について」)報告，過水交易係無實體存在、以操縱利益為目的之異常交易，監查人應慎重應對，原告主張應對其他交易也實際確認顧客之監查程序。

依據證據及辯論之全部旨趣，以下之事實，足堪認定。

會計師於平成 17 年 6 月期進行庫存資產評價妥當性之檢證時，已對於 D 公司退回之庫存商品存在之事實加以了解，也聽取了 D 公司對於退貨過程之說明。

上開交易是 A 公司過去便已參與之系統架構的更新案件，若依本來的規劃，係由 A 公司直接向 E 公司進貨，本應將之售予 C 銀行或 F 公司，惟依 E 公司之意願，在進貨的階段由 B 公司、在銷售階段由 D 公司參與，依據系統架構係欲由 D 公司進行，對 A 公司而言，只不過是透過帳簿而進行之交易。平成 17 年 1 月左右，D 公司研判自己並無該項系統架構之技術，於是向 A 公司請求退貨，對 A 公司來說，並無接受退貨的義務，F 公司希望代替 D 公司進行系統建構，於是接受退貨，退貨的庫存中，一部分已實際出貨予 F 公司。D 公司表示未來會拒絕此種交易之請求。

關於 D 公司之說明及一部分庫存商品已實際出貨予 F 公司等事實，會計師已依據出貨請求書(出荷依頼書)及出貨報告書(出荷報告書)等文件進行確認，由於此等文件均屬完備，就 D 公司退貨商品在庫之實在性及評價之妥當性，均判斷並無問題。

依上開說明，A 公司原本向 E 公司購入商品後建構 C 銀行之系統，依據 E 公司之意向，於進貨階段由 B 公司、銷售階段由 D 公司參與，系統建構由 D 公司進行。再者，於 D 公司退貨後，依據原來規劃，係由 A 公司自行建構該系統。然後，亦有證明 A 公司出貨予 F 公司的訂單，而且又有 D 公司表示以後不再參與此種交易之論述，因此，無法以此等交易之存在為由做為懷疑有其他不適切交易存在之徵兆。

第四款 監查品質管理、組織業務營運

監查審查委員會基於對於會計師之檢查結果，於平成 18 年 6 月 30 日對於金融廳長官提出建議(勸告)，會計師(監查法人)之監查品質管理之組織營業營運不充分，基於此等體制而採行之監查，原告主張被告不能謂無過失。

但是，根據於審查會做出建議之同日發表之「四大監查法人之監查品質管理」(「4大監查法人の監查の品質管理について」)，前開之檢查係針對監查法人，並不是針對各別監查業務所進行之全面性之評價，主要是指出監查品質管理的問題，並不是全因監查業務而生之問題，並未僅因監查品質管理組織營業營運不充分，而逕認為各個監查法人所出具之監查意見為不適當。

因此，並不會因為有上開建議而變更 A 公司個別監查並無過失之判斷。

#### 第五款 監查紀錄記載不完備

會計師監查 A 公司時所做成之監查紀錄(監查調書)，調查人(查閱者)欄位為空白，未記載監查實施者，原告主張，監查紀錄中，調查人及監查實施者為應記載事項，此違反監查基準委員會報告書第 16 號「監查紀錄」之規定。

但是，即使監查紀錄記載之形式不備，也不能依此即逕認為監查也不備。

#### 第六款 小結

據上論述，會計師已採行符合監查基準之監查，得出具無保留意見(無限定適正意見)及有用意見，關於出具本件財務報告無虛偽記載之證明，並無故意或過失，無須負金融商品交易法第 24 條之 4、第 24 條之 5 第 5 項、第 22 條之責任。

#### 第五項 平成 30 年東京高等法院判決<sup>240</sup>

A 股份有限公司係平成 17 年 12 月 14 日上市(新規上場)之公司，

---

<sup>240</sup> 東京高判平成 30 年 3 月 19 日 事件番号 平 29 (ネ) 3882 号。

上市審查資料中含有美化財報文件(粉飾決算書類)，A 公司之社長及會計師等人，因為有於財務報告(有價証券報告書)等文件中為虛偽記載之嫌疑，而遭受証券交易監視委員會(証券取引等監視委員會)之強制調查，此一消息於平成 20 年(2008)9 月 19 日揭露，該公司於同年 10 月 27 日下市(上場廢止)。

取得 A 公司股票之第一審原告，因 A 公司於財務報告為虛偽記載而受損害，對第一審之被告(出具監查證明者為 B 監查法人，已被被告吸收合併)提起損害賠償之請求。請求之依據為金融商品交易法(以下稱「金商法」)第 21 條、第 22 條及第 24 條之 4。地方法院將原告之請求全部駁回，原告不服而提起本件上訴。

本案之有價証券申報書所附之平成 17 年 6 月期綜合損益表(損益計算書)，營業額記載為 31 億 976 萬 3 千元，稅後純益 1 億 9111 萬 9 千元；真正之營業額為 14 億 7688 萬 9 千元，真正之稅後純益 6118 萬 4 千元之虧損。本案之財務報告所附之平成 18 年 6 月期綜合損益表，所記載之營業額為 58 億 8561 萬 8 千元，稅後純益 6 億 9420 萬 2 千元，真實之營業額為 24 億 5071 萬 6 千元，真實之稅後純益為虧損 2 億 4305 萬元。

於綜合損益表中所記載之營業額及稅後純益為表達公司營業狀況之重要數據，是投資人於証券市場為投資判斷時之重要指標。平成 17 年 6 月期綜合損益表(附於有價証券申報書中)及平成 18 年 6 月期綜合損益表(附於財務報告中)，均有明顯就獲利等重要事項進行盈虧轉換(赤黑轉換)之虛偽記載行為。

第一審被告主張，就前述認定之美化數額之計算方法、各個具體的美化手法，未加以具體的說明，由於並未就各個美化方法、對數據造成如何之影響均為未說明，因此本案之有價証券申報書及財務報告並未存在虛偽記載。但是，依據相關證據，本案之有價証券申報書及財務報告之重要事項有虛偽記載一事已能充分證明。第一審被告的主張不過是為了免除自己的賠償責任，要求一般投資人負過重的舉證責

任，甚至是為了拖延訴訟，忘卻其身為確保證券市場公正性、透明性一環的使命感。

會計師就本案之有價證券申報書及財務報告內所檢附之財務報表(財務諸表)，出具無保留意見(無限定適正意見)之監查證明，因此應依金商法第 21 條、第 22 條、第 24 條之 4 及會計師法(公認會計士法)第 34 條之 19 第 4 項之規定，對於因虛偽記載所生之損害負賠償責任。

會計師關於虛偽記載之內容，具有確定故意，實行巨額盈虧轉換之美化行為，於平成 14 年 6 月期以後之每期財報，與 A 公司社長及副社長共謀，以巧妙的手法為虛偽記載，出具無保留意見。會計師明顯具有故意之情形，提出無過失之抗辯並不恰當，應認無免責之餘地。

## 第五章 中國大陸

### 第一節 證券法

現行「中華人民共和國證券法」於 2019 年 12 月 28 日第十三屆全國人民代表大會常務委員會第十五次會議第二次修訂，自 2020 年 3 月 1 日起施行。此次修正係根據 2013 年「十二屆全國人大常委會立法規劃」，「證券法(修改)」被列為一類項目。2015 年 4 月首次向立法機關提交審議，先後歷經四次審議，歷時近七年。原證券法一共 240 條，此次共修正 166 條、刪除 24 條、新增 24 條<sup>241</sup>。

#### 第一項 資訊不實之概括規定

##### 第一款 禁止編造、傳播虛假信息或誤導性信息

禁止任何單位和個人編造、傳播虛假信息或者誤導性信息，擾亂證券市場(證券法第 56 條第 1 款)。與原證券法第 78 條相比，新證券法第 56 條第 1 款，將主體由「國家工作人員、傳播媒介從業人員和有關人員」擴大為「任何單位與個人」。客體則由「虛假信息」擴大為「虛假信息或誤導性信息」<sup>242</sup>。

禁止證券交易所、證券公司、證券登記結算機構、證券服務機構及其從業人員，證券業協會、證券監督管理機構及其工作人員，在證券交易活動中作出虛假陳述或者信息誤導(證券法第 56 條第 2 款)。

各種傳播媒介傳播證券市場信息必須真實、客觀，禁止誤導。傳播媒介及其從事證券市場信息報導的工作人員不得從事與其工作職責發生利益衝突的證券買賣(證券法第 56 條第 3 款)。本款規定為新證券法新增。

編造、傳播虛假信息或者誤導性信息，擾亂證券市場，給投資者

<sup>241</sup> 郭鋒等著，中華人民共和國證券法制度精義與條文評注(上冊)，中國法制出版社，2020 年 8 月，序言。

<sup>242</sup> 郭鋒等著，中華人民共和國證券法制度精義與條文評注(上冊)，中國法制出版社，2020 年 8 月，頁 310-311。

造成損失的，應當依法承擔賠償責任(證券法第 56 條第 4 款)。

本條之規定，並不論行為人編造、傳播虛假信息或者誤導性信息的目的，與操縱市場(蠱惑交易操縱)之規定不同，後者應具備「影響或意圖影響證券交易價格或者證券交易量」之結果要件<sup>243</sup>。

## 第二款 信息披露義務之相關制度

發行人及法律、行政法規和國務院證券監督管理機構規定的其他信息披露義務人，應當及時依法履行信息披露義務(證券法第 78 條第 1 款)。依據本款規定，證券市場的「信息披露義務人」有兩類，包括發行人及其他信息披露義務人。負有信息披露義務的發行人，不僅包括公開發行證券的公司，也包括非公開發行、但股份公開轉讓的新三板掛牌公司。其信息披露義務人，則主要包括控股股東、實際控制人、大額股份持有人、上市公司收購人、破產管理人及其高級管理人員、證券交易所等組織或個人<sup>244</sup>。

信息披露義務人披露的信息，應當真實、準確、完整，簡明清晰，通俗易懂，不得有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏(證券法第 78 條第 2 款)。證券同時在境內境外公開發行、交易的，其信息披露義務人在境外披露的信息，應當在境內同時披露(證券法第 78 條第 3 款)。此二款規定披露五項基本要求：

- (1) 真實原則
- (2) 準確原則
- (3) 完整原則
- (4) 簡明原則

<sup>243</sup> 郭鋒等著，中華人民共和國證券法制度精義與條文評注(上冊)，中國法制出版社，2020 年 8 月，頁 311。

<sup>244</sup> 郭鋒等著，中華人民共和國證券法制度精義與條文評注(上冊)，中國法制出版社，2020 年 8 月，頁 393-394。全國中小企業股份轉讓系統簡稱股轉系統，俗稱新三板，最早起源於 2001 年股權代辦轉讓系統，幾經擴大之後，新三板成為大陸全國性的非上市股份有限公司股權交易平台，也是繼上交所、深交所之後，第三家全國性證券交易場所。新三板負責安排非上市股份公司股份的公開轉讓，為非上市股份公司融資、併購等業務提供服務，目前掛牌公司達 7,976 家。參閱陸證監會 挺台企登新三板，經濟日報，2021 年 2 月 28 日，<https://money.udn.com/money/story/12926/5282947>，最後瀏覽日：2021 年 8 月 23 日。

## (5) 同步原則

### 第一目、公平披露原則

信息披露義務人披露的信息應當同時向所有投資者披露，不得提前向任何單位和個人洩露。但是，法律、行政法規另有規定的除外(證券法第 83 條第 1 款)。任何單位和個人不得非法要求信息披露義務人提供依法需要披露但尚未披露的信息。任何單位和個人提前獲知的前述信息，在依法披露前應當保密(證券法第 83 條第 2 款)。

### 第二目、自願披露、承諾披露

除依法需要披露的信息之外，信息披露義務人可以自願披露與投資者作出價值判斷和投資決策有關的信息，但不得與依法披露的信息相衝突，不得誤導投資者(證券法第 84 條第 1 款)。發行人及其控股股東、實際控制人、董事、監事、高級管理人員等作出公開承諾的，應當披露。不履行承諾給投資者造成損失的，應當依法承擔賠償責任(證券法第 84 條第 2 款)。

### 第三目、對於信息披露行為之監管

國務院證券監督管理機構對信息披露義務人的信息披露行為進行監督管理(證券法第 87 條第 1 款)。證券交易場所應當對其組織交易的證券的信息披露義務人的信息披露行為進行監督，督促其依法及時、準確地披露信息(證券法第 87 條第 2 款)。

### 第四目、行政罰

信息披露義務人未按照本法規定報送有關報告或者履行信息披露義務的，責令改正，給予警告，並處以 50 萬元以上 500 萬元以下的罰款；對直接負責的主管人員和其他直接責任人員給予警告，並處以 20 萬元以上 200 萬元以下的罰款。發行人的控股股東、實際控制人組織、指使從事上述違法行為，或者隱瞞相關事項導致發生上述情

形的，處以 50 萬元以上 500 萬元以下的罰款；對直接負責的主管人員和其他直接責任人員，處以 20 萬元以上 200 萬元以下的罰款(證券法第 197 條第 1 款)。

信息披露義務人報送的報告或者披露的信息有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏的，責令改正，給予警告，並處以 100 萬元以上 1,000 萬元以下的罰款；對直接負責的主管人員和其他直接責任人員給予警告，並處以 50 萬元以上 500 萬元以下的罰款。發行人的控股股東、實際控制人組織、指使從事上述違法行為，或者隱瞞相關事項導致發生上述情形的，處以 100 萬元以上 1,000 萬元以下的罰款；對直接負責的主管人員和其他直接責任人員，處以 50 萬元以上 500 萬元以下的罰款(證券法第 197 條第 2 款)。

#### 第五目、信息披露義務人之賠償責任

信息披露義務人未按照規定披露信息，或者公告的證券發行文件、定期報告、臨時報告及其他信息披露資料存在虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏，致使投資者在證券交易中遭受損失的，信息披露義務人應當承擔賠償責任；發行人的控股股東、實際控制人、董事、監事、高級管理人員和其他直接責任人員以及保薦人、承銷的證券公司及其直接責任人員，應當與發行人承擔連帶賠償責任，但是能夠證明自己沒有過錯的除外(證券法第 85 條)。

##### 壹、適用主體之分類<sup>245</sup>

證券法第 85 條明定之主體，可分為下列四類：

- (1) 信息披露義務人：主要是指發行人、上市公司、法律、行政法規和國務院證券監督管理機構規定的其他負有信息披露義務的主體。
- (2) 發行人(上市公司)的控股股東、實際控制人。
- (3) 發行人(上市公司)的董事、監事、高級管理人員和其他直接責

---

<sup>245</sup> 郭鋒等著，中華人民共和國證券法制度精義與條文評注(上冊)，中國法制出版社，2020 年 8 月，頁 443-444。

任人員。

(4) 保薦人、承銷的證券公司及其直接責任人員。

另外，學說上認為，證券法第 85 條規定之適用主體，還包括為證券的發行、上市、交易等證券業務活動製作、出具審計報告及其他鑑價報告、資產評估報告、財務顧問報告、資信評級報告或法律意見等文件的證券服務機構。

貳、責任區分<sup>246</sup>

### 一、無過錯責任

前述第一類之信息披露義務人：承擔無過錯責任(無過失責任；證券法第 85 條前段)，無論其主觀上對虛假陳述有無故意或過失，均應負責。證券法並沒有規定信息披露義務人免除民事賠償責任的事由，因此無論是信息披露義務人自己原因導致的虛假陳述，還是其他機構或者人員的原因導致的虛假陳述，信息披露義務人都應當承擔民事賠償責任。

### 二、推定過錯責任

其他機構及個人：依照過錯推定承擔責任(推定過失責任；證券法第 85 條後段)。此等人若能證明自己沒有過錯的，免負賠償責任。在訴訟中，讓受損害的投資者證明這些機構和個人存在過錯，十分困難！因此證券法將舉證責任倒置，將舉證責任分配給此類之人，如果這些機構和個人不能證自身沒有過錯，就推定其有過錯。此類之人必須負連帶賠償責任。這種民事責任在責任性質上屬於侵權行為，「最高人民法院民事案件案由規定」將證券虛假陳述責任歸類為證券欺詐責任糾紛。

修正前，原證券法第 69 條規定「發行人、上市公司的控股股東、實際控制人有過錯的，應當與發行人、上市公司承擔連帶賠償責任」。原本，控股股東及實際控制人是負典型的過錯責任(過失責任)，而新證券法將其責任修改加重為推定過錯責任。立法的背景是因為，近年

---

<sup>246</sup> 郭鋒等著，中華人民共和國證券法制度精義與條文評注(上冊)，中國法制出版社，2020 年 8 月，頁 444-445。

來發行人的控股股東、實際控制人違反信息披露規定損害投資者和上市公司利益的現象頻發，而作出的有針對性的規定。

## 第二項 公開說明書不實

### 第一款 公開發行股票時應提供之文件

設立股份有限公司公開發行股票，應當符合《中華人民共和國公司法》規定的條件和經國務院批准的國務院證券監督管理機構規定的其他條件，向國務院證券監督管理機構報送募股申請和下列文件：

- (一) 公司章程；
- (二) 發起人協議；
- (三) 發起人姓名或者名稱，發起人認購的股份數、出資種類及驗資證明；
- (四) 招股說明書；
- (五) 代收股款銀行的名稱及地址；
- (六) 承銷機構名稱及有關的協議(證券法第 11 條第 1 款)。

公司首次公開發行新股，應當符合下列條件：

- (一) 具備健全且運行良好的組織機構；
- (二) 具有持續經營能力；
- (三) 最近三年財務會計報告被出具無保留意見審計報告；
- (四) 發行人及其控股股東、實際控制人最近三年不存在貪污、賄賂、侵佔財產、挪用財產或者破壞社會主義市場經濟秩序的刑事犯罪；
- (五) 經國務院批准的國務院證券監督管理機構規定的其他條件(證券法第 12 條第 1 款)。

上市公司發行新股，應當符合經國務院批准的國務院證券監督管理機構規定的條件，具體管理辦法由國務院證券監督管理機構規定(證券法第 12 條第 2 款)。公開發行存托憑證的，應當符合首次公開發行新股的條件以及國務院證券監督管理機構規定的其他條件(證券法

第 12 條第 3 款)。

依照本法規定聘請保薦人的，還應當報送保薦人出具的發行保薦書(證券法第 11 條第 2 款)。法律、行政法規規定設立公司必須報經批准的，還應當提交相應的批准文件(證券法第 11 條第 3 款)。

公司公開發行新股，應當報送募股申請和下列文件：

- (一)公司營業執照；
- (二)公司章程；
- (三)股東大會決議；
- (四)招股說明書或者其他公開發行募集文件；
- (五)財務會計報告；
- (六)代收股款銀行的名稱及地址(證券法第 13 條第 1 款)。

依照本法規定聘請保薦人的，還應當報送保薦人出具的發行保薦書。依照本法規定實行承銷的，還應當報送承銷機構名稱及有關的協議(證券法第 13 條第 2 款)。

## 第二款 證券發行申請文件之真實性等要求

發行人報送的「證券發行申請文件」，應當充分披露投資者作出價值判斷和投資決策所必需的信息，內容應當真實、準確、完整(證券法第 19 條第 1 款)。為證券發行出具有關文件的證券服務機構和人員，必須嚴格履行法定職責，保證所出具文件的真實性、準確性和完整性(證券法第 19 條第 2 款)。

國務院證券監督管理機構或者國務院授權的部門應當自受理證券發行申請文件之日起三個月內，依照法定條件和法定程式作出予以註冊或者不予註冊的決定，發行人根據要求補充、修改發行申請文件的時間不計算在內。不予註冊的，應當說明理由(證券法第 22 條)。

發行人的董事、高級管理人員應當對證券發行文件簽署書面確認意見(證券法第 82 條第 1 款)。發行人的監事會應當對董事會編製的證券發行文件進行審核並提出書面審核意見。監事應當簽署書面確認意見(證券法第 82 條第 2 款)。董事、監事和高級管理人員無法保證證

券發行文件內容的真實性、準確性、完整性或者有異議的，應當在書面確認意見中發表意見並陳述理由，發行人應當披露。發行人不予披露的，董事、監事和高級管理人員可以直接申請披露(證券法第 82 條第 4 款)。

### 第三款 責任

#### 第一目 賠償責任

信息披露義務人未按照規定披露信息，或者公告的證券發行文件、定期報告、臨時報告及其他信息披露資料存在虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏，致使投資者在證券交易中遭受損失的，信息披露義務人應當承擔賠償責任；發行人的控股股東、實際控制人、董事、監事、高級管理人員和其他直接責任人員以及保薦人、承銷的證券公司及其直接責任人員，應當與發行人承擔連帶賠償責任，但是能夠證明自己沒有過錯的除外(證券法第 85 條)。

證券服務機構為證券的發行、上市、交易等證券業務活動製作、出具審計報告及其他鑒證報告、資產評估報告、財務顧問報告、資信評級報告或者法律意見書等文件，應當勤勉盡責，對所依據的文件資料內容的真實性、準確性、完整性進行核查和驗證。其製作、出具的文件有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏，給他人造成損失的，應當與委託人承擔連帶賠償責任，但是能夠證明自己沒有過錯的除外(證券法第 163 條)。

#### 第二目 恢復原狀<sup>247</sup>

國務院證券監督管理機構或者國務院授權的部門對已作出的證券發行註冊的決定，發現不符合法定條件或者法定程式，尚未發行證券的，應當予以撤銷，停止發行。已經發行尚未上市的，撤銷發行註冊決定，發行人應當按照發行價並加算銀行同期存款利息返還證券持

---

<sup>247</sup> 郭鋒等著，中華人民共和國證券法制度精義與條文評注(上冊)，中國法制出版社，2020 年 8 月，頁 195-201。

有人；發行人的控股股東、實際控制人以及保薦人，應當與發行人承擔連帶責任，但是能夠證明自己沒有過錯的除外(證券法第 24 條第 1 款)。

股票的發行人在「招股說明書」等證券發行文件中隱瞞重要事實或者編造重大虛假內容，已經發行並上市的，國務院證券監督管理機構可以責令發行人回購證券，或者責令負有責任的控股股東、實際控制人買回證券(證券法第 24 條第 2 款)。本款規定是新證券法所增訂。是本次修法，完善民事賠償優先機制的重要創新。

證券法第 24 條規定之態樣可分為三種：

- (1) 尚未發行：予以撤銷後，停止發行(第 1 款)。
- (2) 已經發行、尚未上市：撤銷註冊決定，將出資返還股東(第 1 款)。
- (3) 已經發行、並上市：責令回購或買回證券(第 2 款)。

第 2 款適用的情形是，招股說明書等證券發行文件中存在隱瞞重要事實或者編造重大虛假內容，同時發行人已發行上市。此一規定是民法上恢復原狀規則在證券市場的運用。從行政法律關係上看，本款賦予證監會新的行政權力，即以類似行政決定的命令性規範，要求欺詐發行責任人回購相關股份，不以投資者提出請求為條件。本款規定之措施並未包括撤銷發行註冊，主要考慮的是，發行人已發行並上市，撤銷註冊意義不大，後續處理將啟動重大違法退市程式。

#### 壹、第 1 款之責任主體

本款之主體可以為二類：

- (1) 發行人：對於不符合法律規定的證券發行，發行人必須負無過錯責任，無論有無故意或過失，發行人都必須承擔返還相應款項、承擔民事賠償之責任。
- (2) 發行人的控股股東、實際控制人以及保薦人：此等人須負推定過錯責任，而且必須與發行人承擔連帶責任(第 1 款)。

#### 貳、第 2 款之責任主體

本款之責任主體可分為下述兩類：(第 1 款規定之保薦人，未明定於第 2 款中)

(1) 發行人。

(2) 負有責任的控股股東、實際控制人。

### 第三目 證券公司不得進行銷售活動

證券公司承銷證券，應當對公開發行募集文件的真實性、準確性、完整性進行核查。發現有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏的，不得進行銷售活動；已經銷售的，必須立即停止銷售活動，並採取糾正措施(證券法第 29 條第 1 款)。

### 第四目 行政罰

發行人在其公告的證券發行文件中隱瞞重要事實或者編造重大虛假內容，尚未發行證券的，處以 200 萬元以上 2,000 萬元以下的罰款；已經發行證券的，處以非法所募資金金額百分之 10 以上 1 倍以下的罰款。對直接負責的主管人員和其他直接責任人員，處以 100 萬元以上 1,000 萬元以下的罰款(證券法第 181 條第 1 款)。

發行人的控股股東、實際控制人組織、指使從事前款違法行為的，沒收違法所得，並處以違法所得百分之 10 以上 1 倍以下的罰款；沒有違法所得或者違法所得不足 2,000 萬元的，處以 200 萬元以上 2,000 萬元以下的罰款。對直接負責的主管人員和其他直接責任人員，處以 100 萬元以上 1,000 萬元以下的罰款(證券法第 181 條第 2 款)。

## 第三項 財報不實

### 第一款 定期報告(財務會計報告)之報送與公告

上市公司、公司債券上市交易的公司、股票在國務院批准的其他全國性證券交易場所交易的公司，應當按照國務院證券監督管理機構和證券交易場所規定的內容和格式編製定期報告，並按照以下規定報

送和公告：

- (一)在每一會計年度結束之日起四個月內，報送並公告年度報告，其中的年度財務會計報告應當經符合本法規定的會計師事務所審計；
- (二)在每一會計年度的上半年結束之日起二個月內，報送並公告中期報告(證券法第 79 條)。

發行人的董事、高級管理人員應當對定期報告簽署書面確認意見(證券法第 82 條第 1 款)。發行人的監事會應當對董事會編製定期報告進行審核並提出書面審核意見。監事應當簽署書面確認意見(證券法第 82 條第 2 款)。發行人的董事、監事和高級管理人員應當保證發行人及時、公平地披露信息，所披露的信息真實、準確、完整(證券法第 82 條第 3 款)。董事、監事和高級管理人員無法保證定期報告內容的真實性、準確性、完整性或者有異議的，應當在書面確認意見中發表意見並陳述理由，發行人應當披露。發行人不予披露的，董事、監事和高級管理人員可以直接申請披露(證券法第 82 條第 4 款)。

## 第二款 臨時報告之報送及公告

發生可能對上市公司、股票在國務院批准的其他全國性證券交易場所交易的公司的股票交易價格產生較大影響的重大事件，投資者尚未得知時，公司應當立即將有關該重大事件的情況向國務院證券監督管理機構和證券交易場所報送臨時報告，並予公告，說明事件的起因、目前的狀態和可能產生的法律後果(證券法第 80 條第 1 款)。

前款所稱重大事件包括：

- (一)公司的經營方針和經營範圍的重大變化；
- (二)公司的重大投資行為，公司在一年內購買、出售重大資產超過公司資產總額百分之 30，或者公司營業用主要資產的抵押、質押、出售或者報廢一次超過該資產的百分之 30；

- (三)公司訂立重要合同、提供重大擔保或者從事關聯交易，可能對公司的資產、負債、權益和經營成果產生重要影響；
- (四)公司發生重大債務和未能清償到期重大債務的違約情況；
- (五)公司發生重大虧損或者重大損失；
- (六)公司生產經營的外部條件發生的重大變化；
- (七)公司的董事、三分之一以上監事或者經理發生變動，董事長或者經理無法履行職責；
- (八)持有公司百分之 5 以上股份的股東或者實際控制人持有股份或者控制公司的情況發生較大變化，公司的實際控制人及其控制的其他企業從事與公司相同或者相似業務的情況發生較大變化；
- (九)公司分配股利、增資的計畫，公司股權結構的重要變化，公司減資、合併、分立、解散及申請破產的決定，或者依法進入破產程式、被責令關閉；
- (十)涉及公司的重大訴訟、仲裁，股東大會、董事會決議被依法撤銷或者宣告無效；
- (十一)公司涉嫌犯罪被依法立案調查，公司的控股股東、實際控制人、董事、監事、高級管理人員涉嫌犯罪被依法採取強制措施；
- (十二)國務院證券監督管理機構規定的其他事項(證券法第 80 條第 2 款)。

公司的控股股東或者實際控制人對重大事件的發生、進展產生較大影響的，應當及時將其知悉的有關情況書面告知公司，並配合公司履行信息披露義務(證券法第 80 條第 3 款)。

發生可能對上市交易公司債券的交易價格產生較大影響的重大事件，投資者尚未得知時，公司應當立即將有關該重大事件的情況向

國務院證券監督管理機構和證券交易場所報送臨時報告，並予公告，說明事件的起因、目前的狀態和可能產生的法律後果(證券法第 81 條第 1 款)。

前款所稱重大事件包括：

- (一)公司股權結構或者生產經營狀況發生重大變化；
- (二)公司債券信用評級發生變化；
- (三)公司重大資產抵押、質押、出售、轉讓、報廢；
- (四)公司發生未能清償到期債務的情況；
- (五)公司新增借款或者對外提供擔保超過上年末淨資產的百分之二十；
- (六)公司放棄債權或者財產超過上年末淨資產的百分之十；
- (七)公司發生超過上年末淨資產百分之十的重大損失；
- (八)公司分配股利，作出減資、合併、分立、解散及申請破產的決定，或者依法進入破產程式、被責令關閉；
- (九)涉及公司的重大訴訟、仲裁；
- (十)公司涉嫌犯罪被依法立案調查，公司的控股股東、實際控制人、董事、監事、高級管理人員涉嫌犯罪被依法採取強制措施；
- (十一)國務院證券監督管理機構規定的其他事項(證券法第 81 條第 2 款)。

### 第三款 責任

信息披露義務人未按照規定披露信息，或者公告的證券發行文件、定期報告、臨時報告及其他信息披露資料存在虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏，致使投資者在證券交易中遭受損失的，信息披露義務人應當承擔賠償責任；發行人的控股股東、實際控制人、董事、監事、高級管理人員和其他直接責任人員以及保薦人、承銷的證券公司及其直接責任人員，應當與發行人承擔連帶賠償責任，但是能夠證明自己

沒有過錯的除外(證券法第 85 條)。

證券服務機構為證券的發行、上市、交易等證券業務活動製作、出具審計報告及其他鑒證報告、資產評估報告、財務顧問報告、資信評級報告或者法律意見書等文件，應當勤勉盡責，對所依據的文件資料內容的真實性、準確性、完整性進行核查和驗證。其製作、出具的文件有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏，給他人造成損失的，應當與委託人承擔連帶賠償責任，但是能夠證明自己沒有過錯的除外(證券法第 163 條)。

## 第二節 最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定<sup>248</sup>

「最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定」(2003 年 2 月 1 日起施行；文獻上有簡稱為虛假陳述司法解釋、若干規定)第 7 條規定，虛假陳述證券民事賠償案件的被告，應當是虛假陳述行為人，包括：

- (一) 發起人、控股股東等實際控制人；
- (二) 發行人或者上市公司；
- (三) 證券承銷商；
- (四) 證券上市推薦人；
- (五) 會計師事務所、律師事務所、資產評估機構等專業仲介服務機構；
- (六) 上述(二)、(三)、(四)項所涉單位中負有責任的董事、監事和經理等高級管理人員以及(五)項中直接責任人；
- (七) 其他作出虛假陳述的機構或者自然人。

### 第一項 主體

---

<sup>248</sup> 此一規定的條文所引用之證券法為 1998 年之舊法，閱讀時須注意此點。

### 第一款 發起人、控股股東等實際控制人

「發起人」是指參加公司設立活動並對公司設立行為承擔責任的人。股份有限公司及有限責任公司，都必須要有發行人或創辦人負責公司籌辦過程中的事宜。「控股股東」往往直接或間接控制股份有限公司的表決權，他們很有可能操縱發行人或者上市公司進行虛假陳述，也有可能直接進行虛假陳述。事實上，上市公司的確往往被大股東所控制，造假等舞弊行為往往是大股東授意所為，例如億安科技案<sup>249</sup>。

### 第二款 發行人或者上市公司

「發行人」是指為籌集資本或調整股權結構，在證券市場向投資人發行股票或企業債券的股份有限公司或有限責任公司。發行成功後，股票在市場掛牌交易的發行人即成為「上市公司」<sup>250</sup>。

### 第三款 證券承銷商

證券公司承銷證券，應當對公開發行募集文件的真實性、準確性、完整性進行核查。發現有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏的，不得進行銷售活動；已經銷售的，必須立即停止銷售活動，並採取糾正措施。

證券公司承銷證券，不得有下列行為(證券法第 29 條第 2 款)：

- (一)進行虛假的或者誤導投資者的廣告宣傳或者其他宣傳推介活動；
- (二)以不正當競爭手段招攬承銷業務；
- (三)其他違反證券承銷業務規定的行為(證券法第 29 條第 1 款)。

---

<sup>249</sup> 李國光主編、最高人民法院民事審判第二庭編著，最高人民法院關於審理證券市場虛假陳述案件的理解與適用，人民法院出版社，2015 年 9 月第 2 版 2017 年 4 月第 3 次印刷，頁 140-142。

<sup>250</sup> 李國光主編、最高人民法院民事審判第二庭編著，最高人民法院關於審理證券市場虛假陳述案件的理解與適用，人民法院出版社，2015 年 9 月第 2 版 2017 年 4 月第 3 次印刷，頁 142。

證券公司有前款所列行為，給其他證券承銷機構或者投資者造成損失的，應當依法承擔賠償責任(證券法第 29 條第 3 款)。

證券承銷商在承銷股票時，負有對招股說明書的真實性、正確性和完整性進行核查的義務，不能僅依靠發行人或上市公司的介紹，便相信有關文件的真實性，如果沒有盡到勤勉責任或不能舉證證明自己已經盡到相當注意義務而沒有過錯，就將被推定為有過錯而承擔民事責任<sup>251</sup>。

#### 第四款 證券上市推薦人

股票發行與交易管理暫行條例第 32 條規定，股份有限公司申請其股票在證券交易所交易，應當向證券交易所的上市委員會送交下列文件：

- (一) 申請書；
- (二) 公司登記註冊文件；
- (三) 股票公開發行的批准文件；
- (四) 經會計師事務所審計的公司近三年或者成立以來的財務報告和由二名以上的註冊會計師及其所在事務所簽字、蓋章的審計報告；
- (五) 證券交易所會員的推薦書；
- (六) 最近一次的招股說明書；
- (七) 證券交易所要求的其他文件。

證券公司出具的推薦書是上市的必要條件之一，所以上市推薦人所出具的推薦書具有公示意義。上市推薦人必須在「上市推薦書」中，保證其所推薦的證券沒有虛假、嚴重誤導性陳述或重大遺漏，而且是真實、準確和完整的。上市推薦人大多是由主承銷商兼任，但是也有

---

<sup>251</sup> 李國光主編、最高人民法院民事審判第二庭編著，最高人民法院關於審理證券市場虛假陳述案件的理解與適用，人民法院出版社，2015 年 9 月第 2 版 2017 年 4 月第 3 次印刷，頁 143。

其他證券公司與主承銷商共同擔任的情形。在大多數情況下，上市推薦人與承銷商合一，但兩者的職責不同<sup>252</sup>。

#### 第五款 會計師事務所、律師事務所、資產評估機構等專業仲介服務機構

本處規定之「專業仲介服務機構」(文獻上似多簡稱為仲介機構)，在證券法第 160 條第 1 款規定中，合稱為「證券服務機構」(第十章)。「證券服務機構」之範圍包括：會計師事務所、律師事務所以及從事證券投資諮詢、資產評估、資信評級、財務顧問、信息技術系統服務等機構。

為證券發行出具有關文件的證券服務機構和人員，必須嚴格履行法定職責，保證所出具文件的真實性、準確性和完整性(證券法第 19 條第 2 款)。證券服務機構及其從業人員，禁止在證券交易活動中作出虛假陳述或者信息誤導(證券法第 56 條第 2 款)。

證券服務機構為證券的發行、上市、交易等證券業務活動製作、出具審計報告及其他鑒證報告、資產評估報告、財務顧問報告、資信評級報告或者法律意見書等文件，應當勤勉盡責，對所依據的文件資料內容的真實性、準確性、完整性進行核查和驗證。其製作、出具的文件有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏，給他人造成損失的，應當與委託人承擔連帶賠償責任，但是能夠證明自己沒有過錯的除外(證券法第 163 條)。

證券服務機構為了自身的私利，往往與證券發行人或上市公司串聯，弄虛作假，擾亂證券市場<sup>253</sup>。

<sup>252</sup> 李國光主編、最高人民法院民事審判第二庭編著，最高人民法院關於審理證券市場虛假陳述案件的理解與適用，人民法院出版社，2015 年 9 月第 2 版 2017 年 4 月第 3 次印刷，頁 143-144。

<sup>253</sup> 李國光主編、最高人民法院民事審判第二庭編著，最高人民法院關於審理證券市場虛假陳述案件的理解與適用，人民法院出版社，2015 年 9 月第 2 版 2017 年 4 月第 3 次印刷，頁 144-145。

第六款 上述第二、三、四款所涉單位中負有責任的董事、監事和經理等高級管理人員以及第五款中直接責任人

此等人之責任，可參見前述證券法第 85 條。此處所稱之「直接責任人」，以律師事務所及會計師事務所為例，便是指律師及會計師。

第七款 其他作出虛假陳述的機構或者自然人

此為概括條款，將未能被列舉之人涵蓋在內。證券法第 56 條第 1 款也直接概括規定：「禁止任何單位和個人編造、傳播虛假信息或者誤導性信息，擾亂證券市場。」此外，證券法也規定下列之人也不可為虛偽陳述，此等人均為前 6 項所未列舉之人：

- (1) 證券交易所及其從業人員(證券法第 56 條第 2 款)
- (2) 證券公司及其從業人員(證券法第 56 條第 2 款)
- (3) 證券登記結算機構及其從業人員(證券法第 56 條第 2 款)
- (4) 證券業協會及其工作人員(證券法第 56 條第 2 款)
- (5) 證券監督管理機構(證券法第 56 條第 2 款)
- (6) 保薦人(證券法第 182 條)
- (7) 國家工作人員(證券法第 193 條第 2 款)
- (8) 傳播媒介及其從事證券市場訊息報導的工作人員(證券法第 193 條第 3 款)

## 第二項 虛假陳述的認定

證券市場虛假陳述，是指信息披露義務人違反證券法律規定，在證券發行或者交易過程中，對重大事件作出違背事實真相的虛假記載、誤導性陳述，或者在披露信息時發生重大遺漏、不正當披露信息的行為(虛假陳述司法解釋第 17 條第 1 款)。對於重大事件，應當結合證券

法第 59 條<sup>254</sup>、第 60 條<sup>255</sup>、第 61 條<sup>256</sup>、第 62 條<sup>257</sup>、第 72 條<sup>258</sup>及相關規定的內容認定(虛假陳述司法解釋第 17 條第 2 款)。

虛假記載，是指信息披露義務人在披露信息時，將不存在的事實在信息披露文件中予以記載的行為(虛假陳述司法解釋第 17 條第 3 款)。

---

<sup>254</sup> 1988 年證券法第 59 條：「公司公告的股票或者公司債券的發行和上市文件，必須真實、準確、完整，不得有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏。」

<sup>255</sup> 1988 年證券法第 60 條：

股票或者公司債券上市交易的公司，应当在每一会计年度的上半年结束之日起二个月内，向国务院证券监督管理机构和证券交易所提交记载以下内容中期报告，并予公告：

- (一) 公司财务会计报告和经营情况；
- (二) 涉及公司的重大诉讼事项；
- (三) 已发行的股票、公司债券变动情况；
- (四) 提交股东大会审议的重要事项；
- (五) 国务院证券监督管理机构规定的其他事项。

<sup>256</sup> 1988 年證券法第 61 條：

股票或者公司債券上市交易的公司，应当在每一会计年度结束之日起四个月内，向国务院证券监督管理机构和证券交易所提交记载以下内容的年度报告，并予公告：

- (一) 公司概况；
- (二) 公司财务会计报告和经营情况；
- (三) 董事、监事、经理及有关高级管理人员简介及其持股情况；
- (四) 已发行的股票、公司债券情况，包括持有公司股份最多的前十名股东名单和持股数额；
- (五) 国务院证券监督管理机构规定的其他事项。

<sup>257</sup> 1988 年證券法第 62 條：

发生可能对上市公司股票交易价格产生较大影响、而投资者尚未得知的重大事件时，上市公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易所提交临时报告，并予公告，说明事件的实质。

下列情况为前款所称重大事件：

- (一) 公司的经营方针和经营范围的重大变化；
- (二) 公司的重大投资行为和重大的购置财产的决定；
- (三) 公司订立重要合同，而该合同可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响；
- (四) 公司发生重大债务和未能清偿到期重大债务的违约情况；
- (五) 公司发生重大亏损或者遭受超过净资产百分之十以上的重大损失；
- (六) 公司生产经营的外部条件发生的重大变化；
- (七) 公司的董事长，三分之一以上的董事，或者经理发生变动；
- (八) 持有公司百分之五以上股份的股东，其持有股份情况发生较大变化；
- (九) 公司减资、合并、分立、解散及申请破产的决定；
- (十) 涉及公司的重大诉讼，法院依法撤销股东大会、董事会决议；
- (十一) 法律、行政法规规定的其他事项。

<sup>258</sup> 1988 年證券法第 72 條：

禁止国家工作人员、新闻传播媒介从业人员和有关人员编造并传播虚假信息，严重影响证券交易。

禁止证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券交易服务机构、社会中介机构及其从业人员，证券业协会、证券监督管理机构及其工作人员，在证券交易活动中作出虚假陈述或者信息误导。

各种传播媒介传播证券交易信息必须真实、客观，禁止误导。

誤導性陳述，是指虛假陳述行為人在信息披露文件中或者通過媒體，作出使投資人對其投資行為發生錯誤判斷並產生重大影響的陳述(虛假陳述司法解釋第 17 條第 4 款)。

重大遺漏，是指信息披露義務人在信息披露文件中，未將應當記載的事項完全或者部分予以記載虛假陳述司法解釋(第 17 條第 5 款)。

不正當披露，是指信息披露義務人未在適當期限內或者未以法定方式公開披露應當披露的信息(虛假陳述司法解釋第 17 條第 6 款)。

### 第三項 因果關係

投資人具有以下情形的，人民法院應當認定虛假陳述與損害結果之間存在因果關係：

- (一) 投資人所投資的是與虛假陳述直接關聯的證券；
- (二) 投資人在虛假陳述實施日以及後，至揭露日或者更正日之前買入該證券；
- (三) 投資人在虛假陳述揭露日或者更正日以及後，因賣出該證券發生虧損，或者因持續持有該證券而產生虧損(第 18 條)。

被告舉證證明原告具有以下情形的，人民法院應當認定虛假陳述與損害結果之間不存在因果關係：

- (一) 在虛假陳述揭露日或者更正日之前已經賣出證券；
- (二) 在虛假陳述揭露日或者更正日以及後進行的投資；
- (三) 明知虛假陳述存在而進行的投資；
- (四) 損失或者部分損失是由證券市場系統風險等其他因素所導致；
- (五) 屬於惡意投資、操縱證券價格的(第 19 條)。

本規定所指的虛假陳述實施日，是指作出虛假陳述或者發生虛假陳述之日(第 20 條第 1 款)。虛假陳述揭露日，是指虛假陳述在全國範圍發行或者播放的報刊、電臺、電視臺等媒體上，首次被公開揭露之日(第 20 條第 2 款)。虛假陳述更正日，是指虛假陳述行為人在中國證券監督管理委員會指定披露證券市場訊息的媒體上，自行公告更正虛

假陳述並按規定履行停牌手續之日(第 20 條第 3 款)。

#### 第四項 訴訟前置程式

投資人對虛假陳述行為人提起民事賠償的訴訟時效期間，適用民法通則第 135 條的規定<sup>259</sup>，根據下列不同情況分別起算：

- (一) 中國證券監督管理委員會或其派出機構公佈對虛假陳述行為人作出處罰決定之日；
- (二) 中華人民共和國財政部、其他行政機關以及有權作出行政處罰的機構公佈對虛假陳述行為人作出處罰決定之日；
- (三) 虛假陳述行為人未受行政處罰，但已被人民法院認定有罪的，作出刑事判決生效之日(第 5 條第 1 款)。

因同一虛假陳述行為，對不同虛假陳述行為人作出兩個以上行政處罰；或者既有行政處罰，又有刑事處罰的，以最先作出的行政處罰決定公告之日或者作出的刑事判決生效之日，為訴訟時效起算之日(第 5 條第 2 款)。

投資人以自己受到虛假陳述侵害為由，依據有關機關的行政處罰決定或者人民法院的刑事裁判文書，對虛假陳述行為人提起的民事賠償訴訟，符合民事訴訟法第 108 條規定的<sup>260</sup>，人民法院應當受理(第 6 條第 1 款)。

投資人提起虛假陳述證券民事賠償訴訟，除提交行政處罰決定或者公告，或者人民法院的刑事裁判文書以外，還須提交以下證據：

- (一) 自然人、法人或者其他組織的身份證明文件，不能提供原件的，應當提交經公證證明的影本；
- (二) 進行交易的憑證等投資損失證據資料(第 6 條第 2 款)。

人民法院受理虛假陳述證券民事賠償案件後，受行政處罰當事人對行政處罰不服申請行政覆議或者提起行政訴訟的，可以裁定中止審

<sup>259</sup> 民法通則第 135 條：「向人民法院請求保護民事權利的訴訟時效期間為二年，法律另有規定的除外。」

<sup>260</sup> 民事訴訟法第 108 條：「當事人對保全或者先予執行的裁定不服的，可以申請覆議一次。覆議期間不停止裁定的執行。」

理(第 11 條第 1 款)。人民法院受理虛假陳述證券民事賠償案件後，有關行政處罰被撤銷的，應當裁定終結訴訟(第 11 條第 2 款)。

## 第五項 調解、和解

人民法院審理虛假陳述證券民事賠償案件，應當著重調解，鼓勵當事人和解(第 4 條)。

## 第六項 賠償責任

### 第一款 負自己責任者

發起人、發行人或者上市公司對其虛假陳述給投資人造成的損失承擔民事賠償責任(第 21 條第 1 款)。

實際控制人違反證券法第 4 條<sup>261</sup>、第 5 條<sup>262</sup>以及第 188 條<sup>263</sup>規定虛假陳述，給投資人造成損失的，由實際控制人承擔賠償責任(第 22 條第 2 款)。

證券承銷商、證券上市推薦人對虛假陳述給投資人造成的損失承擔賠償責任。但有證據證明無過錯的，應予免責(第 23 條第 1 款)<sup>264</sup>。

專業中介服務機構及其直接責任人違反證券法第 161 條<sup>265</sup>和第 202 條<sup>266</sup>的規定虛假陳述，給投資人造成損失的，就其負有責任的部

---

<sup>261</sup> 1988 年證券法第 4 條：「證券發行、交易活動的當事人具有平等的法律地位，應當遵守自願、有償、誠實信用的原則。」

<sup>262</sup> 1988 年證券法第 5 條：「證券發行、交易活動，必須遵守法律、行政法規；禁止欺詐、內幕交易和操縱證券交易市場的行為。」

<sup>263</sup> 1988 年證券法第 188 條：「編造並且傳播影響證券交易的虛假信息，擾亂證券交易市場的，處以三萬元以上二十萬元以下的罰款。構成犯罪的，依法追究刑事責任。」

<sup>264</sup> 第 23 條第 2 款：「負有責任的董事、監事和經理等高級管理人員對證券承銷商、證券上市推薦人承擔的賠償責任負連帶責任。其免責事由同前款規定。」

<sup>265</sup> 1988 年證券法第 161 條：「為證券的發行、上市或者證券交易活動出具審計報告、資產評估報告或者法律意見書等文件的专业机构和人員，必須按照執業規則規定的工作程序出具報告，對其所出具報告內容的真實性、準確性和完整性進行核實和驗證，並就其負有責任的部分承擔連帶責任。」

<sup>266</sup> 1988 年證券法第 202 條：「為證券的發行、上市或者證券交易活動出具審計報告、資產評估報告或者法律意見書等文件的专业机构，就其所應負責的內容弄虛作假的，沒收違法所得，並

分承擔賠償責任。但有證據證明無過錯的，應予免責(第 24 條)。

本規定第 7 條第(七)項規定的其他作出虛假陳述行為的機構或者自然人，違反證券法第 5 條、第 72 條、第 188 條和第 189 條<sup>267</sup>規定，給投資人造成損失的，應當承擔賠償責任(第 25 條)。

### 第二款 負連帶責任者

發行人、上市公司負有責任的董事、監事和經理等高級管理人員對前款的損失承擔連帶賠償責任。但有證據證明無過錯的，應予免責(第 21 條第 2 款)。

### 第三款 負追償責任者

實際控制人操縱發行人或者上市公司違反證券法律規定，以發行人或者上市公司名義虛假陳述並給投資人造成損失的，可以由發行人或者上市公司承擔賠償責任。發行人或者上市公司承擔賠償責任後，可以向實際控制人追償(第 22 條第 1 款)。

## 第七項 共同侵權責任

發起人對發行人信息披露提供擔保的，發起人與發行人對投資人的損失承擔連帶責任(第 26 條)。

證券承銷商、證券上市推薦人或者專業仲介服務機構，知道或者應當知道發行人或者上市公司虛假陳述，而不予糾正或者不出具保留意見的，構成共同侵權，對投資人的損失承擔連帶責任(第 27 條)。

發行人、上市公司、證券承銷商、證券上市推薦人負有責任的董事、監事和經理等高級管理人員有下列情形之一的，應當認定為共同

---

处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款，并由有关主管部门责令该机构停业，吊销直接责任人员的资格证书。造成损失的，承担连带赔偿责任。构成犯罪的，依法追究刑事责任。」

<sup>267</sup> 1988 年证券法第 189 条：「证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券交易服务机构、社会中介机构及其从业人员，或者证券业协会、证券监督管理机构及其工作人员，在证券交易活动中作出虚假陈述或者信息误导的，责令改正，处以三万元以上二十万元以下的罚款；属于国家工作人员的，还应当依法给予行政处分。构成犯罪的，依法追究刑事责任。」

虛假陳述，分別與發行人、上市公司、證券承銷商、證券上市推薦人對投資人的損失承擔連帶責任：

- (一) 參與虛假陳述的；
- (二) 知道或者應當知道虛假陳述而未明確表示反對的；
- (三) 其他應當負有責任的情形(第 28 條)。

## 第八項 損失認定

虛假陳述行為人在證券發行市場虛假陳述，導致投資人損失的，投資人有權要求虛假陳述行為人按本規定第 30 條賠償損失；導致證券被停止發行的，投資人有權要求返還和賠償所繳股款及銀行同期活期存款利率的利息(第 29 條)。

虛假陳述行為人在證券交易市場承擔民事賠償責任的範圍，以投資人因虛假陳述而實際發生的損失為限。投資人實際損失包括：

- (一) 投資差額損失；
- (二) 投資差額損失部分的傭金和印花稅(第 30 條第 1 款)。

前款所涉資金利息，自買入至賣出證券日或者基準日，按銀行同期活期存款利率計算(第 30 條第 2 款)。

投資人在基準日及以前賣出證券的，其投資差額損失，以買入證券平均價格與實際賣出證券平均價格之差，乘以投資人所持證券數量計算(第 31 條)。

投資人在基準日之後賣出或者仍持有證券的，其投資差額損失，以買入證券平均價格與虛假陳述揭露日或者更正日起至基準日期間，每個交易日收盤價的平均價格之差，乘以投資人所持證券數量計算(第 32 條)。

投資差額損失計算的基準日，是指虛假陳述揭露或者更正後，為將投資人應獲賠償限定在虛假陳述所造成的損失範圍內，確定損失計算的合理期間而規定的截止日期。基準日分別按下列情況確定：

- (一) 揭露日或者更正日起，至被虛假陳述影響的證券累計成交量達到其可流通部分 100%之日。但通過大宗交易協定轉讓的

證券成交量不予計算。

(二) 按前項規定在開庭審理前尚不能確定的，則以揭露日或者更正日後第 30 個交易日為基準日。

(三) 已經退出證券交易市場的，以摘牌日前一交易日為基準日。

(四) 已經停止證券交易的，可以停牌日前一交易日為基準日；恢復交易的，可以本條第（一）項規定確定基準日(第 33 條)。

投資人持股期間基於股東身份取得的收益，包括紅利、紅股、公積金轉增所得的股份以及投資人持股期間出資購買的配股、增發股和轉配股，不得沖抵虛假陳述行為人的賠償金額(第 34 條)。

已經除權的證券，計算投資差額損失時，證券價格和證券數量應當複權計算(第 35 條)。

### **第三節 最高人民法院關於審理涉及會計師事務所在審計業務活動中民事侵權賠償案件的若干規定**

#### **第一項 故意時：全部連帶賠償責任**

註冊會計師在審計業務活動中存在下列情形之一，出具不實報告並給利害關係人造成損失的，應當認定會計師事務所與被審計單位承擔連帶賠償責任：

(一) 與被審計單位惡意串通；

(二) 明知被審計單位對重要事項的財務會計處理與國家有關規定相抵觸，而不予指明；

(三) 明知被審計單位的財務會計處理會直接損害利害關係人的利益，而予以隱瞞或者作不實報告；

(四) 明知被審計單位的財務會計處理會導致利害關係人產生重大誤解，而不予指明；

(五) 明知被審計單位的會計報表的重要事項有不實的內容，而不予指明；

(六) 被審計單位示意其作不實報告，而不予拒絕(第 5 條第 1 款)。

對被審計單位有前款第(二)至(五)項所列行為，註冊會計師按照執業準則、規則應當知道的，人民法院應認定其明知(第 5 條第 1 款)。

## 第二項 過失時：比例補充賠償責任

會計師事務所在審計業務活動中因過失出具不實報告，並給利害關係人造成損失的，人民法院應當根據其過失大小確定其賠償責任(第 6 條第 1 款)。

註冊會計師在審計過程中未保持必要的職業謹慎，存在下列情形之一，並導致報告不實的，人民法院應當認定會計師事務所存在過失：

- (一) 違反註冊會計師法第 20 條第(二)、(三)項的規定；
- (二) 負責審計的註冊會計師以低於行業一般成員應具備的專業水準執業；
- (三) 制定的審計計畫存在明顯疏漏；
- (四) 未依據執業準則、規則執行必要的審計程式；
- (五) 在發現可能存在錯誤和舞弊的跡象時，未能追加必要的審計程式予以證實或者排除；
- (六) 未能合理地運用執業準則和規則所要求的重要性原則；
- (七) 未根據審計的要求採用必要的調查方法獲取充分的審計證據；
- (八) 明知對總體結論有重大影響的特定審計物件缺少判斷能力，未能尋求專家意見而直接形成審計結論；
- (九) 錯誤判斷和評價審計證據；
- (十) 其他違反執業準則、規則確定的工作程式的行為(第 6 條第 2 款)。

人民法院根據本規定第 6 條確定會計師事務所承擔與其過失程度相應的賠償責任時，應按照下列情形處理：

(一) 應先由被審計單位賠償利害關係人的損失。被審計單位的出資人虛假出資、不實出資或者抽逃出資，事後未補足，且依法強制執行被審計單位財產後仍不足以賠償損失的，出資人應在虛假出資、不實出資或者抽逃出資數額範圍內向利害關係人承擔補充賠償責任。

(二) 對被審計單位、出資人的財產依法強制執行後仍不足以賠償損失的，由會計師事務所在其不實審計金額範圍內承擔相應的賠償責任。

(三) 會計師事務所對一個或者多個利害關係人承擔的賠償責任應以不實審計金額為限(第 10 條)。

### 第三項 責任免除或減輕

會計師事務所能夠證明存在以下情形之一的，不承擔民事賠償責任：

(一) 已經遵守執業準則、規則確定的工作程式並保持必要的職業謹慎，但仍未能發現被審計的會計資料錯誤；

(二) 審計業務所必須依賴的金融機構等單位提供虛假或者不實的證明文件，會計師事務所在保持必要的職業謹慎下仍未能發現其虛假或者不實；

(三) 已對被審計單位的舞弊跡象提出警告並在審計業務報告中予以指明；

(四) 已經遵照驗資程式進行審核並出具報告，但被驗資單位在註冊登記後抽逃資金；

(五) 為登記時未出資或者未足額出資的出資人出具不實報告，但出資人在登記後已補足出資(第 7 條)。

會計師事務所在報告中注明「本報告僅供年檢使用」、「本報告僅供工商登記使用」等類似內容的，不能作為其免責的事由(第 9 條)。

利害關係人明知會計師事務所出具的報告為不實報告而仍然使用的，人民法院應當酌情減輕會計師事務所的賠償責任(第 8 條)。

## 第四節 重要案例

### 第一項 華澤鈷鎳虛假陳述案(仲介機構改負全部連帶責任)

#### 第一款 案例事實

關於華澤鈷鎳案件，係原告周琴與被告成都華澤鈷鎳材料股份有限公司（以下簡稱華澤鈷鎳）、國信證券股份有限公司（以下簡稱國信證券）、瑞華會計師事務所（特殊普通合夥）（以下簡稱瑞華會計）證券虛假陳述責任糾紛一案。

華澤鈷鎳是深交所主機板上市公司，前身為聚友網路。聚友網路因連續虧損，股票自 2007 年 5 月暫停上市，後聚友網路與首控聚友集團有限公司及陝西華澤實際控制人簽署重大資產重組協定<sup>268</sup>，並聘請國信證券擔任重組財務顧問。重大資產重組獲批後，國信擔任聚友網路恢復上市保薦人，並更名為華澤鈷鎳後，於 2014 年 1 月 10 日恢復上市，由瑞華會計擔任其審計機構。

根據 2018 年 1 月中國證券監督管理委員會(以下簡稱證監會)的處罰決定<sup>269</sup>及華澤鈷鎳的公告，華澤鈷鎳自 2013 年至 2015 年上半年期間在相關年度報告中隱瞞關聯方非經營性佔用資金及累積發生關聯交易情形，為掩蓋關聯方長期資金佔用的事實，華澤鈷鎳並將無效票據入帳，相關年報也存在虛假記載且有重大遺漏，另有隱瞞為關聯方提供擔保的事實，涉案金額總計甚至高達 70 多億，而認為違反證券法。

另外，證監會認定國信證券在核查上市公司關聯方非經營性佔用資金和應收票據，並利用審計專業意見等方面未勤勉盡責；亦認定瑞華會計於年報財務報表審計過程中存在虛假記載而未勤勉盡責。基於上述事實，證監會分別對於國信證券以及瑞華會計分別處以警告以作

<sup>268</sup> 包括「成都聚友網路股份有限公司重大資產重組之框架協議」以及「資產重組協議」。

<sup>269</sup> (2018) 8 號行政處罰決定書。

成處罰決定書<sup>270</sup>。

## 第二款 中級人民法院認定<sup>271</sup>

法院依據證監會所作成之行政處罰決定書，認定華澤鈷鎳違反證券法規定而有證券市場虛假陳述之行為。其實施日為華澤鈷鎳承繼了聚友網路的權利義務並恢復上市之日，即 2014 年 1 月 10 日；揭露日為 2017 年 7 月 7 日，認為該日為華澤鈷鎳的虛假陳述行為首次全面在全國範圍內被揭露，包括立案調查、權威媒體揭露與市場明顯反應相結合；虛假陳述糾紛投資差額損失計算的基準日為華澤鈷鎳股票從 2017 年停牌狀態至復牌期間，累計成交量達到華澤鈷鎳可流通部分的 100%之日，亦即 2019 年 7 月 5 日為基準日，其基準價依據最高人民法院關於「審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定」之規定<sup>272</sup>，計算出本案投資差額損失的基準價格為 3.72 元。

本案中，關於原告的損失，被告華澤鈷鎳以「虛假陳述期間係屬於股市大盤巨跌(股災)的背景下，原告損失應是由證券市場系統風險等其他因素所導致，且華澤鈷鎳當時的股價不僅未下跌，反而逆勢上漲」為由，主張原告的損失與華澤鈷鎳的虛假陳述行為沒有因果關係。法院認為，原告如買入華澤鈷鎳股票時間在虛假陳述實施日之後且揭露日之前，並在虛假陳述揭露日後基準日之前賣出全部/部分華澤鈷鎳股票、基準日後繼續持有部分華澤鈷鎳股票，由此可以推定，原告買賣華澤鈷鎳股票的虧損與華澤鈷鎳的虛假陳述行為之間具有因果關係。另對於系統風險之扣除<sup>273</sup>，法院認定同期滬深股市大盤均未出現明顯震盪，且略有上漲，華澤鈷鎳的個股表現與大盤表見完全背離，

<sup>270</sup> (2018) 126 號行政處罰決定書。

<sup>271</sup> 四川省成都市中級人民法院(2019)川 01 民初 1626 號民事判決書。

<sup>272</sup> 最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定第 32 條：「投資人在基準日之後賣出或者仍持有證券的，其投資差額損失，以買入證券平均價格與虛假陳述揭露日或者更正日起至基準日期間，每個交易日收盤價的平均價格之差，乘以投資人所持證券數量計算」。

<sup>273</sup> 系統風險是指國家宏觀經濟政策變化、匯率波動等對證據市場產生普遍影響的市場風險，屬企業實體之外的因素，對該風險個別企業實體無法控制。四川省高級人民法院(2020)川民終 293 號民事判決書。

從個股走勢上看，不足以說明大盤或整個行業存在何種不確定的負面因素，不足以說明存在系統風險和行業風險，故不考慮系統風險扣除。

本案中，關於國信證券以及瑞華會計是否對於華澤鈷鎳的虛假陳述行為承擔連帶責任。國信證券主張至多僅對於與自己相關聯的虛假陳述行為承擔連帶責任，惟法院認為，依據「最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定」第 23 條<sup>274</sup>，該規定採的是推定過失責任，又關於華澤鈷鎳實際控制人有意識的欺詐行為，即便在欺騙投資者的同時，也向國信證券、瑞華會計師事務所提供虛假資訊、隱瞞相關事實，然國信證券作為保薦人，卻對華澤鈷鎳實際控制人的上述行為並不知情，亦無通過行政手段調查、制裁華澤鈷鎳實際控制人之責任和能力，其主要過錯在於保薦華澤鈷鎳恢復上市過程及持續督導過程中未勤勉盡責，疏忽大意，故國信證券在其過失範圍內承擔連帶賠償責任，應當對原告的損失承擔 40% 的賠償責任；另外，瑞華會計本身是負責華澤鈷鎳財務審計工作，在此次虛假陳述中，理應對華澤鈷鎳的財務異常通過審計手段及時發現並披露，而瑞華會計師作為專業會計師事務所，對上市公司年報作出無保留意見的年度財務審計報告，對投資者的影響更為深遠，故瑞華會計師事務所應當承擔更高的責任，而認為瑞華會計亦應對原告過失範圍內承擔連帶賠償責任，並負擔 60% 的賠償義務。

### 第三款 高級人民法院認定<sup>275</sup>

關於揭露日之認定，依據《最高人民法院〈全國法院民商事審判工作會議紀要〉》(法〔2019〕254 號)第 84 條規定，虛假陳述的揭露和更正，是指虛假陳述被市場所知悉、瞭解，其精確程度不要求達到全面、完整、準確的程度，並應從三面向考量，包括「虛假陳述行為

<sup>274</sup> 最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定第 23 條：「證券承銷商、證券上市推薦人對虛假陳述給投資人造成的損失承擔賠償責任。但有證據證明無過錯的，應予免責」。

<sup>275</sup> 四川省高級人民法院(2020)川民終 293 號民事判決書。以下內容僅就對於下級法院不支持之認定加以陳述。

屬首次被公開，但並不要求達到全面、完整、準確的程度」、「在全國範圍發行、傳播」、「揭露對證券交易產生了實質性的影響」；而 2015 年 11 月 24 日為華澤鈷鎳公告被證監會立案調查之公告日，此日對於該公司股價影響重大<sup>276</sup>，股價明顯下滑而與大盤指數背離，並認為客觀上對於投資人已起到足夠的警示作用，短期內換手率迅速達到並超過 100%，故以華澤鈷鎳涉嫌資訊披露不實等證券違法違規公告被證監會立案調查之公告日，亦即 2015 年 11 月 24 日認定為揭露日；又從 2015 年 11 月 24 日至 2015 年 11 月 30 日，華澤鈷鎳股票的累計成交量達 291,716,276 股，達到其可流通股股數的 100%，依照「最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定」第 33 條之規定<sup>277</sup>，本案虛假陳述基準日應認定為 2015 年 11 月 30 日；再依同法第 32 條之規定<sup>278</sup>，經計算，本案虛假陳述揭露日 2015 年 11 月 24 日至基準日 2015 年 11 月 30 日期間，華澤鈷鎳股票每個交易日收盤價的平均價格為 19.87 元，故以 19.87 作為本案虛假陳述基準價。

關於國信證券以及瑞華會計是否對於華澤鈷鎳的虛假陳述行為承擔連帶責任一事，投資人主張國信證券等共同侵權人均應對投資者承擔 100% 的連帶賠償責任，瑞華會計師事務所亦應對該虛假陳述行為給投資者造成的損失承擔全部連帶賠償責任。國信證券主張，一審法院區分賠償責任正確，但其分責比例過高。瑞華會計師主張其在本案中不應承擔任何賠償責任；法院認為，依照證監會對於國信證券以及瑞華會計所作成的處罰決定書所載，華澤鈷鎳的虛假陳述行為，國信證券以及瑞華會計皆未勤勉盡責，依照最高人民法院關於審理證券

---

<sup>276</sup> 在深證綜指漲幅 1.39%，深證成指漲幅 0.86%，上證指數漲幅 0.16%之餘，華澤鈷鎳股價單日跌幅達 7.51%。

<sup>277</sup> 最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定第 33 條規定：「投資差額損失計算的基準日，是指虛假陳述揭露或者更正後，為將投資人應獲賠償限定在虛假陳述所造成的損失範圍內，確定損失計算的合理期間而規定的截止日期。基準日分別按下列情況確定：（一）揭露日或者更正日起，至被虛假陳述影響的證券累計成交量達到其可流通部分 100% 之日。但通過大宗交易協定轉讓的證券成交量不予計算……」。

<sup>278</sup> 最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定第 32 條規定：「基準價應為虛假陳述揭露日或者更正日起至基準日期間，每個交易日收盤價的平均價格」。

市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定第 23 條及第 27 條規定<sup>279</sup>，兩者作為專業的上市公司保薦人和審計機構，對於未勤勉盡責以及盡到基本必要之注意義務一事，構成「知道或者應當知道發行人或者上市公司虛假陳述，而不予糾正或者不出具保留意見」之要件，故國信證券、瑞華會計應當就華澤鈷鎳的共同侵權行為向投資者承擔 100%的連帶賠償責任。

## 第二項 藍田股份案(會計師事務所虛假陳述民事賠償第一案)

藍田股份有限公司(後來改名為生態農業；以下簡稱藍田)，為一家從農業為主的綜合性經營公司，自 1996 年 6 月上市後一直保持業績優良且具高速成長特性，但在 2002 年 1 月突然被停牌。

若從每股收益及 2000 年年報看，是一家已步入穩定發展軌道的公司。從財報上看是穩定的財務結構，且在 2000 年末董事會提議的配股、配息相當好。但其實早在 2001 年 10 月 8 日就已經對外公告接受中國證監會調查中。

藍田公司虛增無形資產及銀行存款，捏造虛假的資產結構，在銷售收入高達億元同時僅有百萬元的應收帳款，十分不合理，會計師事務所給出與實際不符的審計意見。主要疑點如下：

- 1.造假財報：佔公司 70%的水產品都是現金交易。
- 2.1995 年淨利潤 2,743.72 萬元後幾年業績幾乎年年翻倍成長，創造魚塘養殖業績奇蹟。
- 3.飲料毛利不可思議利潤率高達 61.71%。
- 4.虛增銀行存款 2,770 萬元，公司向銀行大量融資，在報表顯示每年均有大量淨現金流入。
- 5.公開發行前總股本為 8,370 萬股改為 6,696 萬股，同時對公司

---

<sup>279</sup> 最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定第 23 條規定：「證券承銷商、證券上市推薦人對虛假陳述給投資人造成的損失承擔賠償責任，但有證據證明無過錯的應予免責」。同法第 27 條規定：「證券承銷商、證券上市推薦人或者專業仲介服務機構，知道或者應當知道發行人或者上市公司虛假陳述，而不予糾正或者不出具保留意見的，構成共同侵權，對投資人的損失承擔連帶責任」。

國家股、法人股等做相應的縮減，卻刻意隱瞞的資本不實行為，後來被法院判提供虛假註冊資本罪。

最後法院判藍田賠五百四十多萬，包括會計師事務所在內。

### 第三項 大智慧案

#### 第一款 案例事實

關於大智慧案件，係原告投資人數人與被告上海大智慧股份有限公司（以下簡稱大智慧公司）、立信會計師事務所（特殊普通合夥）（以下簡稱立信所）證券虛假陳述責任糾紛一案。

大智慧公司於 2014 年 2 月 28 日公佈了 2013 年年報，其中以各種違法行為虛增收入，構成虛假陳述，也因此中國證券監督管理委員會（以下簡稱證監會）於 2015 年 11 月 7 日發出《行政處罰及市場禁入事先告知書》的公告<sup>280</sup>；並於 2016 年 7 月 20 日做出行政處罰決定書<sup>281</sup>，認定大智慧公司通過承諾「可全額退款」的銷售方式提前確認收入，以「打新股」等為名進行行銷、延後確認年終獎少計當期成本費用等方式以虛增利潤，並違反證券法。另外，立信所作為大智慧公司 2013 年財務報審計機構，證監會議做出行政處罰決定書<sup>282</sup>，認定立信所並未勤勉盡責對所依據的資料內容真實性、準確性、完整性進行核查和驗證，而違反證券法。

其中，於 2015 年 11 月 7 日大智慧公司發佈關於收到證監會《行政處罰及市場禁入事先告知書》的公告後，自該日後第一個交易日 2015 年 11 月 9 日至 2016 年 1 月 12 日，大智慧股票換手率達到 100%。自 2015 年 11 月 9 日起至 2016 年 1 月 12 日期間，每個交易日收盤價的平均價格為 13.37 元/股。投資人原告主張大智慧公司賠償投資期間所造成的差額損失，並請求立信所對被告大智慧公司的上述賠償責任承擔連帶責任。

---

<sup>280</sup> 處罰字[2015]147 號。

<sup>281</sup> [2016]88 號。

<sup>282</sup> [2016]89 號。

## 第二款 中級人民法院認定<sup>283</sup>

法院依據證監會所作成之行政處罰決定書，認定大智慧公司違反證券法規定而有證券市場虛假陳述之行為，其實施日為大智慧公司發佈 2013 年年度報告之日，即 2014 年 2 月 28 日；揭露日為其發佈關於收到中國證券監督管理委員會《行政處罰及市場禁入事先告知書》的公告之日，即 2015 年 11 月 7 日，基準日為大智慧股票自揭露日後換手率達到 100% 之日，即 2016 年 1 月 12 日，基準價為揭露日至基準日每個交易日大智慧股票收盤價的平均價格，即 13.37 元/股。

本案中，關於對投資人所占損失比例，大智慧公司以當時證券市場中存在多種利空因素，大智慧股票係由於證券市場大幅暴漲，並非受到被告虛假陳述行為的誘導，以相關指數大幅下跌為由，主張投資者損失多數係由市場風險因素造成。立信所則主張原審法院對證券市場系統風險認定有誤。法院認為，投資者係基於對股票市場價格的信賴而作出投資決定，而非基於對特定資訊的充分瞭解和分析，即使投資者不知虛假資訊的存在，只要該虛假資訊對股票的市場價格產生了影響，使其發生扭曲，即可認定相應虛假陳述行為與投資者損失間具有因果關係；又經查明，2016 年 1 月 4 日至基準日，上證綜合指數和軟體服務板塊指數均發生異常的大幅下跌，該期間大智慧股票股價的漲跌幅部分係受到證券市場風險影響，故投資者相應的損失與大智慧公司的虛假陳述行為缺乏關聯，該部分損失不應屬於大智慧公司的賠償範圍。至於該種市場風險所致投資者權益減少部分在投資者投資差額損失中所占的比例，法院酌情認定為 30%。

大智慧公司主張，其資訊披露違規主要是將 2014 年才能確認的收入提前至 2013 年確認，故對於原告投資人而言，不具有交易損失上的因果關係。立信所也主張投資者的損失與虛假陳述之間沒有因果關係。

---

<sup>283</sup> (2017)滬 01 民初 943 號。上海市高級人民法院 (2018) 滬民終 147 號民事判決書維持原審裁判。

依照《最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定》，投資人具有以下情形的，人民法院應當認定虛假陳述與損害結果之間存在因果關係：（一）投資人所投資的是與虛假陳述直接關聯的證券；（二）投資人在虛假陳述實施日及以後，至揭露日或者更正日之前買入該證券；（三）投資人在虛假陳述揭露日或者更正日及以後，因賣出該證券發生虧損，或者因持續持有該證券而產生虧損。而原告方投資人於虛假陳述行為的實施日至揭露日之間買入大智慧股票，並於揭露日後賣出或持續持有至基準日後，因此根據上述規定，其原告投資人之投資損失與被告虛假陳述行為存在因果關係。

關於上訴人立信所是否應承擔連帶賠償責任，立信所主張證監會所認定大智慧公司存在六項違法事實中，立信所僅就其中四項內容未履行必要審計程式，並係屬於過失行為，依據《最高人民法院關於審理涉及會計師事務所在審計業務活動中民事侵權賠償案件的若干規定》，應承擔部分補充賠償責任，並非連帶賠償責任。

依照《最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定》，證券承銷商、證券上市推薦人或者專業仲介服務機構，知道或應當知道發行人或者上市公司虛假陳述，而不予糾正或者不出具保留意見，構成共同侵權，對投資人的損失承擔連帶責任。又依照證監會之行政處分，明確指出立信所在審計過程中，對多個事項未採取必要的、進一步的或充分適當的審計程式，而存在的多項違法事實。因此立信所按照職業準則、規則應當知道大智慧公司 2013 年年報存在虛假陳述事實，卻仍出具標準無保留意見的審計報告，符合《審計侵權若干規定》第 5 條第 2 款的規定，立信所之違法行為與大智慧公司的虛偽陳述行為雖然並非完全對應，但主要方面皆基本吻合，而認為可將立信所與大智慧公司的共同虛假陳述行為視為一個整體，立信所應當就投資者的損失與大智慧公司承擔連帶賠償責任。

#### **第四項 金亞科技案**

## 第一款 案例事實

金亞科技股份有限公司（以下簡稱為金亞科技）於 2014 年，公司董事長為了使公司年度利潤報告由虧轉盈，於公司的會計核算帳套分別設置了 003 帳套以及 006 帳套，前者核算之數據供內部管理用，後者則係財務負責人將真實季度利潤數據報告給董事長，再由董事長決定當季度對外披露的利潤資料後，將該數據予以對外披露用，以此偽造財務數據，並通過虛構客戶、偽造合同、偽造銀行單據、偽造材料產品收發紀錄、隱瞞費用支出等方式虛增利潤。因此，中國證監會認定該公所披露 2014 年之年報有虛偽記載的行為，因為違反證券法第 63 條之規定，並構成同法第 193 條之行為<sup>284</sup>，對金亞科技及董事長等人作出中國證監會行政處罰決定書<sup>285</sup>。

當時，立信會計事務所（以下簡稱為立信所）對於金亞科技所審計之 2014 年年度財務報表出具了存在虛假記載的審計報告，其行為包括：（一）2015 年 1 月 20 日，立信所審計人員對金亞科技公司基本帳戶函證時，未對詢證函保持控制，未對詢證函是否加蓋銀行公章事項給予充分關注，導致未能發現銀行回函系金亞科技公司偽造，金亞科技公司因此得以虛增銀行存款；（二）銷售與收款迴圈函證程式不當，未關注重大合同的異常情況；（三）採購與付款函證程式不當；（四）預付工程款審計程序不當。對此，中國證監會認為立信所並未特別關注以及保持合理的職業懷疑，有欠缺勤勉盡責，對立信所作出中國證監會行政處罰決定書<sup>286</sup>。

## 第二款 當事人主張及法院意見<sup>287</sup>

金亞科技主張，於 2014 年發布年報後，金亞科技公司的股價連

---

<sup>284</sup> 證券法第 63 條：「發行人、上市公司依法披露的資訊必須真實、準確、完整，不得有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏」。同法第 193 條：「發行人、上市公司或者其他資訊披露義務人未按照規定披露資訊，或者披露的資訊有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏」。

<sup>285</sup> (2018)10 號行政處罰決定書。

<sup>286</sup> (2018)78 號行政處罰決定書。

<sup>287</sup> 四川省高級人民法院(2021)川民終 201 号民事判決書。

續 8 個交易日下跌，說明金亞科技公司 2014 年年報雖有虛增利潤，但沒有刺激金亞科技公司股價上漲，所為之虛假陳述實施前後並未引起股價上漲，對投資者交易決策並無實質性影響，所以金亞科技公司 2014 年年報財務數據差錯不具有重大性，不屬於司法解釋規定的虛假陳述行為。

法院認為，依據中國證監會所認定，該公司透過一定方式虛增利潤，並使利潤由虧損為盈，在金亞科技公司發佈《關於收到中國證監會立案調查通知書的公告》後，金亞科技股價在停牌前的三個交易日均跌停，下跌幅度高達 27%，而同期深圳創業板指數僅下跌 6%。由此可見，金亞科技公司的披露消息，已對投資者產生股票購買意願或拋售之影響，該公司已經違反法律規定的資訊披露必須真實、準確、完整的原則，屬於嚴重、惡劣的財務造假行為，該行為對投資者作出投資決定有重大影響，屬於重大虛假陳述行為。

金亞科技主張，2015 年下半年發生了股災，公司股價下跌幅度與創業板指數下跌幅度一致，甚至比較主營業務相同的公司股價下跌幅度相同或更大，故虛假陳述行為被揭露後，股價下跌是因為系統風險和之前金亞科技公司重組引發的股票泡沫所致，並與投資者的損失無因果關係。立信所亦主張，公司重組導致的股價上漲，所出具的審計報告並未實質影響投資者的交易決策，投資者對審計報告的信賴明顯不合理，投資者損失與審計報告沒有事實上的因果關係。

法院認為，依據最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定<sup>288</sup>，投資人買入公司股票之時間，於虛假陳述實施日之後、揭露日之前，在基準日之後繼續持有公司股票，由此可以推定投資人買賣公司股票之虧損與金亞科技所為之虛假陳述行為之間具有因果關係。

---

<sup>288</sup> 最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定》第 18 條規定：「投資人具有以下情形的，人民法院應當認定虛假陳述與損害結果之間存在因果關係：(一)投資人所投資的是與虛假陳述直接關聯的證券；(二)投資人在虛假陳述實施日及以後，至揭露日或者更正日之前買入該證券；(三)投資人在虛假陳述揭露日或者更正日及以後，因賣出該證券發生虧損，或者因持續持有該證券而產生虧損」。

立信所主張，虛假陳述行為被揭露後，股價下跌是因為系統風險和之前金亞科技公司重組引發的股票泡沫所致；即使投資者損失與虛假陳述行為具有因果關係，立信所合理的賠償範圍應與其過失程度相當，而不應該與金亞科技負擔連帶賠償責任。

法院認為，依據最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定<sup>289</sup>，董事長所作出實施虛假陳述違法行為，被中國證監會認定為直接責任的主管人員，自應該對投資人承擔連帶賠償責任；又依據證券法第 173 條之規定<sup>290</sup>，關於中國證監會所認定，立信所對於金亞科技公司 2014 年年度財報表審計中存在未對銀行詢證相關有無違法規則之程序<sup>291</sup>，足以認定立信所對於該公司 2014 年年度財報之審計並未勤勉盡責，未對其進行相關查核、驗證之動作，故自應該與金亞科技公司連帶賠償責任。

#### 第五項 中安科案(比例連帶責任首例)

中安科股份有限公司（以下簡稱中安科）2014 年 2 月 14 日，中安科董事會通過重大資產出售、發行股份募資及關聯交易案，決定向深圳市中恆匯志投資有限公司（以下稱中恆匯志）發行股票，購買中恆匯志持有的中安消技術有限公司（以下稱中安消）100%股權。投資人主張被告中安科在重大資產重組所發布的公告中存在虛增置入資產評估報告及 2013 年年營收收入，構成證券虛假陳述。虛假陳述實施日：2014.6.11；揭露日：2016.12.24。

---

<sup>289</sup> 最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定第 21 條規定：「發起人、發行人或者上市公司對其虛假陳述給投資人造成的損失承擔民事賠償責任。發行人、上市公司負有責任的董事、監事和經理等高級管理人員對前款的損失承擔連帶賠償責任。但有證據證明無過錯的，應予免責」。

<sup>290</sup> 證券法第 173 條規定：「證券服務機構為證券的發行、上市、交易等證券業務活動製作、出具審計報告、資產評估報告、財務顧問報告、資信評級報告或者法律意見書等文件，應當勤勉盡責，對所依據的檔資料內容的真實性、準確性、完整性進行核查和驗證。其製作、出具的檔有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏，給他人造成損失的，應當與發行人、上市公司承擔連帶賠償責任，但是能夠證明自己沒有過錯的除外」。

<sup>291</sup> 包括保持控制以及取得異常銀行回函未實施驗證程式、銷售與收款迴圈函證程式不當、應收賬款函證程式不當、未充分關注重大合同中的異常情況以及未實施進一步審計程式、採購與付款函證程式不當、3.1 億元預付工程款的審計程式不當等違反執業準則。

中國證券監督管理委員會對中安科及中安消做出處罰決定。

中安科主張，縱使資訊揭露行為與投資人交易損失之間存在因果關係，但股票下跌是因為系統風險和非系統風險等其他因素導致，認為二者間不存在因果關係。法院認定<sup>292</sup>，部分損失是受到證券市場風險因素、退市風險警示及公司經營利多與利空消息等在內的風險因素影響，故部分損失不屬中安科賠償範圍。

招商證券主張，投資人職業和工作單位等資訊不全，部分投資人與本案利害關係尚存疑；公司對於交易定價的合理性與公平性已獨立判斷，已盡善良管理人注意義務，無過失；且部分投資人是在虛假陳述揭露後仍持續買入股票，其損失與虛假陳述無因果關係。法院認定，招商證券公司作為獨立財務顧問，在審核「班班通」項目相關資料並出具專業意見過程中存在過失，導致出具的「獨立財務顧問報告」中存在誤導性陳述，導致投資人損失，考量其行為性質、過失程度、與投資者損失之間的原因力等因素，酌定 25% 範圍內與中安科負連帶賠償責任。

瑞華會計事務所主張，請求駁回原告請求；其未受到行政罰，原告起訴不符合《最高人民法院關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定》所規定的前置程序；投資人於中安科公司二次併購期間購買的股票，並不存在涉重大資產重組利多的信賴，故損失與虛假陳述不具交易因果關係；且在審計程序上進行全面的核查，已盡善良管理人注意義務，不應承擔賠償責任。法院認定，在重大資產重組的交易中，未能舉證證明其按照審計業務準則盡到勤勉盡責義務，導致其出具的審計報告中部分內容存在虛假陳述，且行政處罰決定是法院受理案件的依據而非確定被告訴訟的依據，法律也無明文要求，故不能僅以缺乏前置程序而為免責，故法院酌定在 15% 範圍內與中安科負連帶賠償責任。

---

<sup>292</sup> 一审案号(2019)沪 74 民初 1049 号，二审案号(2020)沪民终 666 号。

## 第六項 保千里案(涉及資產評估機構)<sup>293</sup>

深圳市保千里電子有限公司(以下簡稱保千里),於2015年以收購方式借江蘇中達新材料集團股份有限公司(以下簡稱中達股份)殼上市,後更名為江蘇保千里視像科技股份有限公司。

銀信資產評估有限公司(以下簡稱銀信公司)與保千里公司簽訂資產評估契約,對該公司的股東權益進行評估,但保千里公司提供9份虛假意向協議,導致虛增資產評估值,保千里合併報表中歸屬母公司股東權益帳面價值為2.5億,評估值為28.8億元,評估增值率高達1,021%,且未對作為未來銷售的意向性協議適當關注並有效的評估程序,導致高估,對市場投資人產生嚴重誤導,損害被收購公司中達股份及其股東的合法權益,違反證券法第20條第2款「為證券發行出具有關文件的證券服務機構和人員,必須嚴格履行法定職責,保證其所出具文件的真實性、準確性和完整性」以及第173條「證券服務機構為證券的發行、上市、交易等證券業務活動製作、出具審計報告、資產評估報告、財務顧問報告、資信評級報告或者法律意見書等文件,應當勤勉盡責,對所依據的文件資料內容的真實性、準確性、完整性進行核查和驗證」,且構成第223條「證券服務機構未勤勉盡責,所製作、出具的文件有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏」的情形。法院對評估師違法行為分別作警告與罰款。

法院判決<sup>294</sup>認定保千里公司在2014年底至2015年初的破產重整過程中,旗下的保千里公司向銀信評估公司提供虛假協議,虛增資產評估值,構成證券法披露訊息有虛假記載的違法行為。

銀信公司抗辯主觀上並不具惡意串通不應承擔連帶賠償責任,原告不能僅因中國證監會對銀信公司作出處罰決定,就認應與保千里承擔連帶賠償責任,公平性考量及若承擔連帶責任將對公司造成致命打擊,且在證券法法律層面中不應承擔連帶賠償責任等抗辯不應承擔連

<sup>293</sup> 參見(2016)蘇01民初2071號民事判決書。

<sup>294</sup> 案由證券虛假陳述責任糾紛,案號(2020)粵03民初5749號。

帶責任。

法院最終認定保千里公司證券虛假陳述行為與投資者投資損失之間存在因果關係，且 2018 年 11 月 23 日中國證監會經調查也對銀信公司行政罰，法院判決銀信公司承擔補充賠償責任<sup>295</sup>，保千里公司須賠償股東損失人民幣一千四百多萬。

證監會則認定資產重組過程中存在虛假記載的信息披露的違法行為，認定銀信評估公司未盡勤勉盡責，所出具的《評估報告》存在誤導信陳述，並作出行政處罰<sup>296</sup>。

### 第七項 五洋債案(律師事務所承擔民事賠償責任的第一案)<sup>297</sup>

五洋建設集團股份有限公司(以下簡稱五洋建設)透過承銷商德邦證券在市場上發行債券，早在 2017 年 1 月 15 日變更之前由北京興華會計師事務所作帳，2015 年 7 月，五洋建設在沒有達到公開發行公司債券的條件下、且近三年平均可分配利潤不足支付所發行公司債券一年的利息，在這種情況下透過所承建的工程項目「應收帳款」和「應付帳款」對抵的方式，同時虛減應收帳款及應付帳款，導致少計呆帳。並於 2015 年以虛假申報資料騙取中國證監會的公司債券公開發行審核許可<sup>298</sup>。

五洋建設通過詐欺發行債券，共募集資金 13.6 億人民幣，2016 年 4 月 27 日上海證券交易所對五洋建設作出紀律被爆出挪用募集資金的醜聞，五洋建設將實際收到募集資金後將其中 10.48 億匯往非關聯公司，亦將部分資金匯入控制公司帳戶中，2016 年 12 月 28 日未按時如實公開企業訊息問題，被列為失信被執行人名單。2017 年 8 月無正當理由未公開 2016 年度財報。其後大公國際評級機構多次對五洋債券等級下調，呈現斷崖式下降。而錦天城律師事務所在《2015 年

<sup>295</sup> 指不法行為人(主責任人)不能承擔全部賠償責任時，與其有特定關係的當事人依法就其不能償付部分承擔的間接責任。

<sup>296</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201708/t20170818\\_322296.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201708/t20170818_322296.html)

<sup>297</sup> 參見杭州市中級人民法院(2020)浙01民初1691號《民事判決書》。

<sup>298</sup> 曾毅、高姍姍，五洋建設債券欺詐發行案例研究，企業改革與管理 2020 年 14 期，頁 71-72。

公司債券信用評級報告》已公告五洋建設之子公司出售投資性房產事宜，未對契約所涉重大資產變化事項予以關注查核，未盡不動產權屬的調查義務，未能發現比重高的重大資產減少，對發債主體償還能力引發法律風險。

## 第一款 中國證監會<sup>299</sup>

### 壹、針對五洋建設

告知涉嫌違法事實如下：1.以虛假申報文件騙取公開發行公司債券核准，2012-2014年財報違反會計準則，2015年近三年平均利潤不足支付債券一年利息 2.非公開發行公司債券披露文件存在虛假記載針對證券市場詐欺發行與信息披露違規行為而做出行政罰，對五洋建設處以罰款4,140萬元，予以警告，責令改正。對於相關責任人員給予處罰<sup>300</sup>。

### 貳、針對大信會計

認定五洋建設應收帳款與應付帳款對抵得處理影響深遠，且在得知五洋建設發債計畫時，為按照其制定的《審計業務項目分類管理暫行辦法》的規定將風險等級調高，並在審計時未獲取充分、適當的審計證據，為五洋出具無保留意見的審計報告，亦存在虛假記載。

### 參、針對德邦證券

未充分調查應收帳款問題、形成原因、收回可能性等，僅根據對發行人詢問而已，並對投資性房產未充分履行核查程序，並未獲取五洋建設所有投資性房地產的資產評估報告。

## 第二款 法院意見<sup>301</sup>

資本市場的健康發展依託於市場主體的誠信建設，切實地履行信息披露制度是證券市場健康繁榮的根本保障，也是投資者在充分了解

<sup>299</sup> 中國證監會《行政處罰事先告知書》〔處罰字(2018)3號〕。

<sup>300</sup> 中國證監局〔2018〕54號行政處罰決定書；唐曉雪，對債券欺詐發行中介機構連帶賠償責任的初步探討—以“五洋債”欺詐發行案為例，清華金融評論2021年第4期，2021.4，頁75-77。

<sup>301</sup> 浙江省杭州市中级人民法院（2020）浙01民初1691号2020-12-31。

真實情況的基礎上自行做出交易判斷，承擔交易風險的前提。虛假陳述直接傷害投資者，更對公平公開的交易環境造成極大的破壞，讓破壞者付出破壞的代價，讓裝睡的「看門人」不敢裝睡，是司法審判對證券市場虛假陳述的基本態度。發行人財務造假騙取債券發行資格，承銷商與中介機構不勤勉盡責履職，不當嚴重損害市場信用，擾亂市場秩序，侵犯廣大投資人合法權益。信息披露不實者，怠於勤勉履職者均應付出違法違規的成本，對投資者的損害予以賠償。

五洋債發行所涉及中介機構均存在不同程度的過錯，均承擔連帶賠償責任，其中承銷商德邦證券和會計師事務所與五洋建設承擔連帶賠償責任。大公國際資信評估有限公司承擔民事責任 10%，錦天城律師事務所在 5%範圍內承擔連帶賠償責任。

## 第六章 我國法

### 第一節 證交法對公開說明書內容不實之規範

證交法第 13 條規定：「本法所稱公開說明書，謂發行人為有價證券之募集或出賣，依本法之規定，向公眾提出之說明文書。」學者指出其要件為：(1)編製人為發行人；(2)編製目的係為有價證券之募集或出賣；(3)須向主管機關申報並向公眾提出<sup>302</sup>。其中，「發行人」依證交法第 5 條之規定，係指募集及發行有價證券之公司，或募集有價證券之發起人。

公開說明書內容不實之民事責任，則規定在證交法第 32 條。按證交法第 32 條規定：「前條之公開說明書，其應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，左列各款之人，對於善意之相對人，因而所受之損害，應就其所應負責部分與公司負連帶賠償責任：一、發行人及其負責人。二、發行人之職員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部者。三、該有價證券之證券承銷商。四、會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者(第 1 項)。前項第一款至第三款之人，除發行人外，對於未經前項第四款之人簽證部分，如能證明已盡相當之注意，並有正當理由確信其主要內容無虛偽、隱匿情事或對於簽證之意見有正當理由確信其為真實者，免負賠償責任；前項第四款之人，如能證明已經合理調查，並有正當理由確信其簽證或意見為真實者，亦同(第 2 項)。」

#### 第一項 證交法第 32 條之適用範圍

由於證交法第 32 條規定：「前條之公開說明書」。而按同法第 31 條規定：「募集有價證券，應先向認股人或應募人交付公開說明書。」

<sup>302</sup> 賴英照，證券交易法逐條釋義第一冊，三民出版，1996 年 8 月，頁 139。

因此，證交法第 32 條之適用對象應為募集有價證券所編製交付之公開說明書。然而，申請上市、上櫃或興櫃(證交法第 30 條第 3 項)、補辦公開發行(證交法第 42 條第 1 項、發行人募集與發行有價證券處理準則第 66 條、第 69 條)、公開招募(證交法第 22 條第 3 項、發行人募集與發行有價證券處理準則第 62 條)等情形下亦需編製公開說明書<sup>303</sup>。若從文義解釋，將證交法第 32 條之適用範圍限於募集有價證券時所編製交付之公開說明書，將無法貫徹證交法之公開原則以及對投資人之保護。

實務上，在京元電子案中，新竹地方法院認為「按修正前證券交易法第 32 條所指之公開說明書，固係指同法第 31 條為募集有價證券時先向認股人或應募人交付之公開說明書。然證券交易法第 13 條明訂之公開說明書，尚包括發行人為有價證券之募集或出賣，依本法之規定，向公眾提出之說明文書。參酌編製公開說明書之目的，主要在於確保在發行市場上發行有價證券時，企業內容公開得以符合正確性、完整性、最新性及利用容易性等基準，亦即使發行人於募集、發行或賣出有價證券時，將該次發行有價證券之權利義務內容，以及發行人本身之財務、業務狀況對投資人公開，作為投資人為投資決定之參考。復衡諸我國現行證券市場上所見之公開說明書，其對於投資人之資訊價值均同等重要，並無在資訊真實性之保護上為差別待遇之必要。另自法制面言，倘認為非證券交易法第 31 條所規定之公開說明書即不受同法第 32 條規範，則於此類公開說明書發生虛偽或隱匿情事時，必須求諸證券交易法上之一般詐欺條款或回歸民法侵權行為法則尋求救濟，不僅徒生迂迴，更不符立法者就證券交易之特殊性及舉證責任等安排上所為之特別考量。... 依上述說明，被告公司出具之公開說明書亦應類推適用證券交易法第 32 條，此與判斷違反該條之刑事責任時應嚴守罪刑法定主義者不同，合先敘明<sup>304</sup>。」換言之，新竹地

<sup>303</sup> 賴英照，最新證券交易法解析，自版，2020 年 4 月四版，頁 50-52。

<sup>304</sup> 臺灣新竹地方法院 90 年度重訴字第 162 號民事判決。

方法院認為京元電子為申請上市所編製之公開說明書，如有虛偽不實之情事，在民事責任上仍可類推適用證交法第 32 條之規定尋求救濟。

然而，在正義食品案中，臺灣高等法院高雄分院認為正義食品公司為申請上櫃而編製內容虛偽不實之公開說明書，並非證交法第 32 條之公開說明書，此係由於「證券交易法第三十條、第三十二條所稱之公開說明書係指公司募集、發行有價證券，於申請審核時應據之公開說明書及募集有價證券應向認股人或應募人所交付之公開說明書而言，而被告係將正義公司以公開發行之股票申請上櫃買賣(提撥老股承銷)，與證券交易法第三十條、第三十二條所定之公開說明書未合<sup>305</sup>。」學者則指出，由於證交法第 22 條第 3 項公開招募有價證券時，出賣人並非原發行公司，其取得足以影響證券價值之公司資訊有其事實上之困難，故其所編製公開招募說明書，內容與發行新股時之公開說明書顯不相當；且第 32 條之責任主體，並不包括有價證券之出賣人。故將公開招募說明書解釋為證交法第 32 條所規定之公開說明書，於現行法上恐有困難<sup>306</sup>。故正本清源之道仍有賴修法明定之。

## 第二項 主要內容之認定

依本條之規定，公開說明書虛偽或隱匿之情事必須屬於公開說明書之主要內容。而主要內容係屬不確定之法律概念，必須透過解釋始能確定其範圍。在京元電子案中，新竹地方法院認為：「按證券交易法第 32 條第 1 項所指『公開說明書應記載之主要內容』之範圍為何，固無明文規定。然依公開說明書之目的以觀，所謂『主要內容』，應指記載於公開說明書內用以供一般投資人於購買有價證券前得以獲悉之重大事項，俾使投資人獲得投資該公開發行有價證券之公司所需之重要財務、業務及人事等資訊。就其程度而言，應以該項內容是否會影響一理性之投資人對於決定是否購買發行人公司發行之有價證

<sup>305</sup> 臺灣高等法院高雄分院 92 年度金上重更(一)字第 2 號刑事判決。

<sup>306</sup> 王志誠，公開說明書不實記載之民事責任，政大法學評論，第 82 期，2004 年 12 月，頁 29。

券所為之風險評估為斷<sup>307</sup>。」

有疑義者，本條之主要內容是否限於「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」中之應記載事項？在寶祥建設案中，臺灣高等法院認為，寶祥公司於 86 年申報辦理現金增資發行新股，對外募集資金，主要係用於轉投資富保和中公司經營花蓮火力發電廠，如該公司於公開說明書所揭露之商業運轉計畫與實際台電公司締結之購售電合約規範不符，足以影響該轉投資計畫之可行性，勢將影響投資人之投資決策，縱證期會(現金管會證期局)所發布之「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」並未明文規定發行公司應記載轉投資公司與其他公司簽訂契約之重要內容，寶祥公司仍有揭露之義務<sup>308</sup>。換言之，公開說明書「主要內容」之判斷不以應記載事項為限。非屬公開說明書應行記載事項，而可能影響理性投資人之投資判斷者，仍應予以揭露。

又主管機關曾以「密件」處理之事項是否為公開說明書之主要內容？在台東企銀案中，臺灣高等法院認為，「被告游淮銀雖辯稱該財政部金融局限制措施之函令因屬密件而未於公開說明書上記載相關函令內容云云，然上該金融局限制函雖列為『密』字等級，依其案件性質，應係屬『文書處理』規定第 48 條應以機密文書處理之各機關內部業務機密事項第(五)項重要案件正在商討、調查或處理中之事項，蓋金融業發生異常情事，其實際情況如何、應為如何處置，在尚未確定前均有保密之必要，惟該處分案件既已確定，就其性質而言亦無影響國家安全或利益之虞，雖該函令未有註明解密條件，宜認為不再有保密之需要，則其應予揭露尚無疑義，參以依東企公司行為時之『金融業募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則』第 23 條第 5 款之規定，公司應揭露最近兩年內違法受處分情形及金融檢查主要缺失及改善情形，而就金融業發生『違法受處分情形及金融檢查主要缺

<sup>307</sup> 臺灣新竹地方法院 90 年度重訴字第 162 號民事判決

<sup>308</sup> 臺灣高等法院 91 年度上訴字第 2775 號刑事判決。

失』之事項，財政部金融局一向以『密』件處理，惟仍將之納入揭露之範圍，主要即基於該事項之重要性，應對投資人之投資決策具有重大影響力，足證並非屬於『密』件性質之事件即可免於資訊之揭露<sup>309</sup>。」因此，如該事項具有重要性，對於投資人之判斷具有重大影響力，並不能因主管機關曾以「密件」處理而主張免除其於公開說明書上資訊揭露之義務。

再者，公開說明書中有關發行公司財務預測之記載是否為公開說明書之主要內容？在京元電子案中，新竹地方法院認為：「按公開發行公司財務預測制度，旨在於提供投資人投資有價證券之一項判斷依據，並期避免公司及其內部人未循公開之方式或任意提供無根據之營運展望，及減低公司外部人士對於公司營運之揣測。而觀之公開發行公司財務預測實施要點第二條、公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則第二十七條、第三十四條規定，公司在初次上市上櫃、發行新股、可轉換公司債等對外公開發行有價證券時，應揭露財務預測，其目的要在提供投資人投資證券時得以評估風險之依據。參以被告公司於系爭公開說明書第八十九頁以下揭露『更新後財務預測報告』，且其於第九十四頁記載其編製財務預測之目的除作為內部經營管理指標外，並提供主管機關及投資人有關未來營運之資訊。是以財務預測顯然足供投資人作為判斷是否購買有價證券之參考之一，自應認為屬公開說明書之主要內容<sup>310</sup>。」

然而，本案上訴至臺灣高等法院，臺灣高等法院則認為：「按財務預測與財務報表不同，財務預測係對未來之預估；財務報表則係歷史資訊之陳述。財務預測涉及判斷人之專業素養、景氣之變化、各種不特定之因素，因不同人之判斷可能發生不同結果，須待時間驗證，任何人無法擔保預測準確，財務預測僅供參考，為任何投資人應有之認知，故非『公開說明書之主要內容』，如果財務預測不準，即應負損

<sup>309</sup> 臺灣高等法院 90 年度上訴字第 1019 號刑事判決。

<sup>310</sup> 臺灣新竹地方法院 90 年度重訴字第 162 號民事判決。

害賠償責任，其性質即非『預測』，而係擔保。故上訴人第一次更新財務預測並非『公開說明書之主要內容』<sup>311</sup>。」觀察本案，新竹地方法院認為財務預測係公開說明書之主要內容，但臺灣高等法院卻採取否定之見解，可能係為避免發行人因財務預測失準而須負無過失責任，可能會有過於嚴苛之情形<sup>312</sup>。

關於本條主要內容之認定，國內學者之見解認為，公開說明書記載之事項是否為主要內容應以其是否具重大性(materiality)為判斷，亦即依具體情形為判斷，任何可能影響一理性投資人之投資判斷的記載而言。且如某項記載雖單獨觀察並無影響投資判斷之重要性，然與數項記載合併觀察後，足以產生重要影響力者，仍應屬主要內容<sup>313</sup>。

### 第三項 賠償義務人及其責任型態

證交法第 32 條之賠償義務人包括發行人、發行人之負責人、職員、證券承銷商、會計師、律師、工程師及其他專門職業或技術人員。其中，發行人係採取無過失責任。發行人之負責人、職員、證券承銷商、會計師、律師、工程師及其他專門職業或技術人員則採取推定過失責任。由於本研究計畫之目的係針對證券承銷商、會計師、律師、工程師及其他專門職業或技術人員等專家之責任進行探討，因此接下來將以此等專家之責任型態與免責抗辯予以分析。

#### 一、證券承銷商

由於證券承銷商主要為協助、輔導發行公司申請上市(櫃)以及辦理公開籌資案件之相關評估與承銷作業，其扮演著資金需求者(發行公司)與供給者(投資人)間之橋樑之角色，且處於可對發行公司之品質給予擔保認可之地位。同時，證券承銷商亦擁有專業人員以供進行調

<sup>311</sup> 臺灣高等法院 93 年度重上字第 220 號民事判決。

<sup>312</sup> 賴英照，同前註 303，頁 765-766。

<sup>313</sup> 劉連煜，現代證券交易法實例研習，新學林出版，十八版，2021 年 9 月，頁 370；賴英照，同前註 303，頁 764；曾宛如，同前註 184，頁 208。

查之用。且證券承銷商受有特別之報酬，並對於是否承銷該有價證券，具有莫大的彈性與裁量性，從而應對於廣大之投資人有確保公開說明書真實之義務存在<sup>314</sup>。故課與其公開說明書不實之相關責任。

依證交法第 32 條第 2 項前段之規定，證券承銷商係負推定過失責任。而證券承銷商之免責要件，依有無經專門職業技術人員簽證而有所不同。

#### (一) 對於未經專門職業或技術人員簽證部分

對於未經專門職業或技術人員簽證部分，證券承銷商如欲主張免責，依條文文字須「能證明已盡相當之注意，並有正當理由確信其主要內容無虛偽、隱匿情事」，始能免責。

其中，所謂「已盡相當之注意」，依通說見解，係指依其本身職位身分，已盡相當注意義務，並為其應為之行為。而所謂「有正當理由確信其主要內容無虛偽、隱匿情事」，則必須對於相關事項進行合理之調查，而未能發現有任何虛偽或隱匿之情事，始足當之<sup>315</sup>。換言之，如證券承銷商已依主、客觀情事，考慮盡合理注意之能事，且已詳閱公開說明書並提出適當問題，或在職權範圍內查證，並無理由使其懷疑公開說明書內容之正確性或完整性，則可認為其已滿足確信之要求<sup>316</sup>。

#### (二) 對於經專門職業及技術人員簽證之部分

對於經專門職業及技術人員簽證之部分，證券承銷商如欲免責，依條文文字必須證明「對於簽證之意見有正當理由確信其為真實者」。其中，所謂「有正當理由確信其為真實」應係指對於專家簽證部分已盡其瞭解之能事(不以進行獨立的重新調查為必要)，且無跡象顯示專

<sup>314</sup> 劉連煜，同前註 313，頁 376-377。

<sup>315</sup> 劉連煜，同前註 313，頁 379；賴英照，同前註 303，頁 771。

<sup>316</sup> 余雪明，證券交易法，證券暨期貨市場發展基金會，頁 613。

家簽證之意見有不實之情形<sup>317</sup>。換言之，證券承銷商必須依其本身學識或職位身分已盡其瞭解之能事，並無理由懷疑該專家之簽證意見有虛偽或隱匿情事。因此，相較於未經專門職業或技術人員簽證部分，證券承銷商對於經專家簽證部分所負之舉證責任，顯然較輕<sup>318</sup>。

## 二、會計師、律師、工程師及其他專門職業或技術人員

對於會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者，如欲免責，依條文文字須「能證明已經合理調查，並有正當理由確信其簽證或意見為真實者」，始可免責。因此，此等專家對於其簽證或陳述意見，必須證明其在簽證或陳述意見前，對於相關事項已進行合理調查，方可主張免責。

由於會計師、律師等專門職業或技術人員依各種特別法之規定，有其應遵守之行為準則及自律組織所頒訂之自律規範，故所謂「已經合理調查」，解釋上似可依其行為是否符合上開行為準則或自律規範具體判斷之。例如會計師已依會計師查核簽證財務報表規則、一般公認審計準則公報等規範執行查核，作為該等專家是否已經合理調查之參考。又實務上，此等專門職業與技術人員常會舉行所謂「實地查核程序」(due diligence)以查詢、討論公開說明書內容上之疑義，並藉由此一程序之進行，彰顯其於調查上已盡善良管理人注意義務，以便日後興訟時免責抗辯之依據。惟如該調查程序易流於形式，法院可能拒絕以之作為免責事由<sup>319</sup>。

在順大裕案中，臺中地方法院認為：「查核或核閱財務報告之會計師，形式上之注意義務及工作內容，雖然有程度不同的差別，惟無論查核或核閱財務資訊，均應經過會計師所設計、執行之蒐集證據程序。

<sup>317</sup> 劉連煜，同前註 313，頁 379。

<sup>318</sup> 賴英照，同前註 303，頁 771。

<sup>319</sup> 賴英照，同前註 303，頁 773。

此一蒐集證據程序，係會計師為取得查核或核閱證據，俾對財務報告表示意見之用，其等蒐集證據之方法，雖非專為發現舞弊或錯誤而設計，但仍應保持專業上之警覺(Due Professional Care)，而依當時情況採行適當之程序，以期能發現財務資訊重大不實表達之情事。因此，查核或核閱財務報告之工作內涵，絕非一陳不變，亦非審計準則公報得以明確規範。重點在於，會計師是否基於客觀、公正第三人之地位，善盡其專業義務。是以，會計師形式上依循一般公認審計準則，並不能遽認會計師已盡善良管理人之注意義務；而應就個別案例及事實定之<sup>320</sup>。」準此，會計師等專門職業與技術人員是否已盡合理調查義務之判斷，並不能單純以是否符合行為準則或自律規範以斷，故即便已符合行為準則或自律規範之行為，亦非當然即屬已盡善良管理人注意義務。

#### 第四項 因果關係

由於證交法第 32 條第 1 項規定賠償義務人，「對於善意之相對人，因而所受之損害，應就其應負責部分與公司負連帶賠償責任」。依文義解釋，原告認購證券之行為似乎須與公開說明書內容不實間有因果關係，且其損害之發生與公開說明書不實之情事間亦應具有因果關係。

在東隆五金案中，台灣高等法院認為「公開說明書或財務報告之內容，往往有相當多的專業術語，並非一般未具專業會計、財經或法律知識之投資人所能瞭解，投資人以公開說明書或財務報告之內容作為投資依據或重要資料者鮮為可見，是以從未閱讀公開說明書或財務報告之投資人得否請求損害賠償，非無探究之餘地。就此，我國實務上之案例鮮少。惟就外國實務上，美國法院曾以集團訴訟之背景為動力，結合市場效率理論發展出所謂『詐欺市場理論』(the Fraud-on-the-Market Theory)。意即將行為人故意以虛偽不實之資訊公開於市場之中，視為對整體市場的詐欺行為，而市場投資人可以『以信賴市場之

---

<sup>320</sup> 臺灣臺中地方法院 90 年度重訴字第 706 號民事判決。

股價』為由說明其間接信賴公開之資訊，故投資人無須一一證明個人之『信賴關係』，換言之，即使投資人並未閱讀詐欺行為人所公開之資訊（公開說明書或財務報告），亦可推定為詐欺行為之被詐受害者。本件被告己宇○、己黃○等係為誘使一般投資大眾認購或購買東隆五金公司股票，共同就公開說明書及 87 年上半年之財務報告而為虛偽不實之記載，本件原告等為一般之投資人，並無證據足以證明其等明知各該文書之內容不實，已合於證交法第 32 條、第 20 條規定之「善意相對人」及「善意取得人」文義，是依前開分析，足認原告等所受損害與被告己宇○、己黃○等之故意行為間，具有相當因果關係，是原告之請求於法自屬有據，應予准許<sup>321</sup>。」因此，台灣高等法院對於公開說明書內容不實似乎亦援引詐欺市場理論，以建立因果關係。

#### 第五項 損害賠償請求權人

依證交法第 32 條第 1 項之規定，損害賠償請求權人為「善意之相對人」。所謂「善意」係指於行為時不知公開說明書有虛偽或隱匿之情事<sup>322</sup>。有疑義者，此處「相對人」之範圍為何？從文義解釋觀之，由於本條所稱的公開說明書限於「前條之公開說明書」，即同法第 31 條為募集有價證券時向認股人或應募人交付之公開說明書。由此推論，本條所稱之「相對人」應限於直接認股人或應募人（即自發行人或承銷商認購有價證券之人），對於非屬認股人或應募人之一般投資人並不包括在內。惟從保護投資人之角度來看，公開說明書製作之目的無非是希望投資人於決定是否投資前能夠正確且充分地瞭解與發行人或發行證券有關之資訊，而公開說明書所揭露資訊之使用者並不限於發行市場之投資人，如所揭露之資訊有不實之情形，投資人因信賴該等資訊而於交易市場買進，若認為於交易市場買進之投資人非本條保護之對象，恐有對投資人保護不盡周全之虞，故似應不限於直接自發行人或承銷商處認購有價證券之人，尚包括在應募、承銷期間或公開說

<sup>321</sup> 臺灣高等法院 93 年度重訴字第 33 號民事判決。

<sup>322</sup> 賴英照，同前註 303，頁 767。

明書刊行後與應募、承銷期間密切緊接之時期支付對價取得證券之人  
323。

實務上，在京元電子案中，原告三人自民國 90 年 4 月 6 日起至同年月 27 日止，先後向盤商買進京元電子尚未上市之股票(京元電子於民國 90 年 5 月 9 日上市)，而非自公開承銷或公開申購取得股票。新竹地方法院在本案中採取廣義見解，認為：「證券交易法第三十二條所指之『相對人』，應不限於直接向發行公司或承銷商取得之人，尚包括於應募、承銷期間或公開說明書刊行後與應募、承銷期間密切緊接之時期付出對價取得證券之人<sup>324</sup>。」然而，台灣高等法院在本案中卻採狹義見解，認為：「證券交易法第三十一條第一項規定之說明書係指募集有價證券向認股人或應募人交付之公開說明書而言。易言之，該條保護之對象為自發行人直接認股或應募之人。發行人依法律規定應對認股人或應募人交付公開說明書，係為擔保公開說明書內容正確，避免誤導認股人或應募人，致發行人得利，故課發行人及其負責人法律責任。本件被上訴人係透過未上市盤商購進上訴人公司股票，上訴人京元公司並非出賣人，亦無法自該交易中得利；被上訴人既非認股人或應募人，自與證券交易法第三十二條第一項第一款規定要件不合<sup>325</sup>。」因此，實務上對於本條「善意之相對人」之範圍似乎並無一致之見解。

證交法第 32 條對發行人課予無過失責任，並對於其他賠償義務人採取推定過失責任。雖然本條之規定減輕原告有關舉證行為人故意或過失之要求，有助於保護投資人，但相對地對於發行人及其他賠償義務人較為嚴苛。在法律無明文規定本條損害賠償請求權人及於自交易市場買進之投資人的情況下，似乎不宜過度擴張本條損害賠償請求權人之範圍。從比較法觀之，美國實務上認為公開說明書如有不實記

<sup>323</sup> 劉連煜，同前註 313，頁 372-373；賴英照，同前註 303，頁 767-768。

<sup>324</sup> 臺灣新竹地方法院 90 年度重訴字第 162 號民事判決

<sup>325</sup> 臺灣高等法院 93 年度重上字第 220 號民事判決。

載之情事，除了須對該次發行買進有價證券之投資人負損害賠償責任外，對於自交易市場買進之投資人僅限於其能證明所買進之證券係當次發行之證券，方可據此請求損害賠償，此即所謂「追蹤理論」(tracing doctrine)。透過此一追蹤要件，雖非直接自發行人認購有價證券之人，但得追蹤其買進係該公開說明書所涉當次發行之有價證券者，亦得請求損害賠償，以適度限縮交易市場請求權人之範圍<sup>326</sup>。現階段我國可考慮參酌美國法上的追蹤理論，將證交法第 32 條損害賠償請求權人擴及於自交易市場間接取得該公開說明書所涉當次發行之有價證券者。未來若立法政策欲擴大本條之規範功能，宜透過修法方式為之，較為妥當。

## 第二節 證交法對財報不實之規範

證交法第 14 條第 1 項規定：「本法所稱財務報告，指發行人及證券商、證券交易所依法令規定，應定期編送主管機關之財務報告。」金管會依據本條第 2 項之授權，訂定「證券發行人財務報告編製準則」。該準則第 4 條第 1 項、第 2 項謂：「財務報告指財務報表、重要會計項目明細表及其他有助於使用人決策之揭露事項及說明(第 1 項)。財務報表應包括資產負債表、綜合損益表、權益變動表、現金流量表及其附註或附表(第 2 項)。」申言之，財務報告主要包括「財務報表」、「重要會計項目明細表」及「其他有助於使用人決策之揭露事項及說明」三部分。

又按公司法第 228 條第 1 項規定：「每會計年度終了，董事會應編造左列表冊，於股東常會開會三十日前交監察人查核：一、營業報告書。二、財務報表。三、盈餘分派或虧損撥補之議案。」同法第 219 條第 1 項復規定：「監察人對於董事會編造提出股東會之各種表冊，應予查核，並報告意見於股東會。」同法第 230 條第 1 項亦規定：「董事會應將其所造具之各項表冊，提出於股東常會請求承認，經股東常

---

<sup>326</sup> See HAZEN, *supra* note 1, at 296-97; COX, *supra* note 1, at 489.

會承認後，董事會應將財務報表及盈餘分派或虧損撥補之決議，分發各股東。」以及證交法第 36 條第 1 項規定：「已依本法發行有價證券之公司，除情形特殊，經主管機關另予規定者外，應依下列規定公告並向主管機關申報：一、於每會計年度終了後三個月內，公告並申報由董事長、經理人及會計主管簽名或蓋章，並經會計師查核簽證、董事會通過及監察人承認之年度財務報告。二、於每會計年度第一季、第二季及第三季終了後四十五日內，公告並申報由董事長、經理人及會計主管簽名或蓋章，並經會計師核閱及提報董事會之財務報告。三、於每月十日以前，公告並申報上月份營運情形。」由此可知，財務報告由董事會編製完成後，交由外部的會計師查核(核閱)及內部的監察人查核、股東會承認後始屬完成。如設置審計委員會者，依證交法第 14 條之 5 規定，則由審計委員會全體成員二分之一以上同意由董事長、經理人及會計主管簽名或蓋章之年度財務報告及須經會計師查核簽證之第二季財務報告，以替代監察人。準此，財務報告編製之責任主體為董事會，財務報告監督之責任主體在公司內部為監察人(審計委員會)、股東會，外部則為會計師。

然而，實務上財務報告不可能由日理萬機的董事實際參與製作，必須仰賴會計主管指揮其下的會計人員，蒐集、辨認、評估各項交易結果，並記錄、分類、彙總各項單據、會計表冊後，始得編製出財務報告之初稿，送交董事會決議。此觀商業會計法第 5 條第 1 項規定「商業會計事務之處理，應置會計人員辦理之。」同法第 66 條復規定「商業每屆決算應編製下列報表：一、營業報告書。二、財務報表(第 1 項)。...決算報表應由代表商業之負責人、經理人及主辦會計人員簽名或蓋章負責(第 3 項)。」自明。準此，會計人員亦為財務報告編製的責任主體之一。

### **第一項 財報不實之民事責任**

證交法第 20 條第 2 項規定：「發行人申報或公告之財務報告及其

他有關業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。」，本條之責任主體範圍究竟為何，文義上並不明確，因而引發爭議。嗣於 2006 年證交法修正時，立法者考量財務資訊不實之民事責任應有其特殊性，從而增訂第 20 條之 1，將第 20 條第 2 項之責任主體、主觀要件、責任比例等做出細緻化的規範<sup>327</sup>。2015 年進一步修正第 20 條之 1 將董事長、總經理之主觀要件修正為推定過失，以完備財報不實之民事損害賠償請求權。

按證交法第 20 條之 1 規定：「前條第二項之財務報告及財務業務文件或依第三十六條第一項公告申報之財務報告，其主要內容有虛偽或隱匿之情事，下列各款之人，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：一、發行人及其負責人。二、發行人之職員，曾在財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章者(第 1 項)。前項各款之人，除發行人外，如能證明已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事者，免負賠償責任(第 2 項)。會計師辦理第一項財務報告或財務業務文件之簽證，有不正當行為或違反或廢弛其業務上應盡之義務，致第一項之損害發生者，負賠償責任(第 3 項)。前項會計師之賠償責任，有價證券之善意取得人、出賣人或持有人得聲請法院調閱會計師工作底稿並請求閱覽或抄錄，會計師及會計師事務所不得拒絕(第 4 項)。第一項各款及第三項之人，除發行人外，因其過失致第一項損害之發生者，應依其責任比例，負賠償責任(第 5 項)。前條第四項規定，於第一項準用之(第 6 項)。」

#### 第一款 賠償義務人及其責任型態

依證交法第 20 條之 1 規定，賠償義務人之範圍包括發行人及其負責人、發行人之職員以及簽證會計師。其中，發行人採無過失責任。

---

<sup>327</sup> 立法院第 6 屆第 2 會期第 11 次會議議案關係文書(2006 年增訂第 20 條之 1 的立法說明)，第 20 頁。

發行人之負責人及職員則採取推定過失責任，由其負舉證之責，證明其已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事，則可免負賠償責任。至於簽證會計師，則採取過失責任。

依證交法第 20 條之 1 第 3 項之規定，會計師辦理財務報告或財務業務文件之簽證，有不正當行為或違反或廢弛其業務上應盡之義務，致損害發生者，始應負賠償責任。所謂「不正當行為或違反或廢弛其業務上應盡之義務」係指應為而不為，及所為未達會計師應有之水準而言。該文字係仿自當時會計師法第 17 條「會計師不得對於指定或委託事件，有不正當行為或違反或廢弛其業務上應盡之義務」之規定，其目的在於確立會計師之行為標準及注意義務<sup>328</sup>。因此，就財務報告不實，原告必須證明被告會計師對該財務報告之簽證，有不正當行為或違反或廢弛其業務上應盡之義務，致損害之發生，始應負責。

由於會計師在資本市場中扮演著守門員的角色，透過專業會計師對公司財務報告或其他財務資訊之簽證，為企業財務資訊之真實性提供合理確信之依據，並消弭投資人與企業資訊不對稱之情形。

基本上，會計師所提供財務簽證服務主要有「查核」與「核閱」。前者在使會計師對財務報表是否按一般公認會計原則編製並基於重大性之考量，對財務報表是否允當表達表示其意見，其提供高度但非絕對之確信，而此項確信於查核報告中以積極之文字表達；後者在使會計師根據核閱程序執行之結果，說明是否未發現財務報表有違反既定準則或規定而須作重大修正之情事，其提供中度之確信，而此項確信在核閱報告中以消極之文字表達<sup>329</sup>。

財務報告之內容有虛偽或隱匿之情事，雖然會計師可能未參與虛偽或隱匿重要財務資訊，但其卻可能因對不實的財務報告把關不周、未能偵測出錯誤，而須對投資人負損害賠償責任。

---

<sup>328</sup> 賴英照，同前註 303，頁 696-697。

<sup>329</sup> 審計準則公報第 1 號「審計準則公報制定之目的與架構」第 3 項第 1 點、第 3 點、第 4 點。

在立法之初，證交法第 20 條之 1 之原始草案對於簽證會計師係採取推定過失責任。後經協商改採一般過失責任，但為緩和原告舉證負擔，便於原告蒐集有利證據，因而增訂第 4 項：「前項會計師之賠償責任，有價證券之善意取得人、出賣人或持有人得聲請法院調閱會計師工作底稿並請求閱覽或抄錄，會計師及會計師事務所不得拒絕。」然而，縱使無本項之增訂，原告仍可透過民事訴訟法第 343 條至第 345 條之規定<sup>330</sup>，達到類似目的，故本項之增訂對受害投資人而言，似無太大實益。

有疑義者，證交法第 20 條之 1 雖未將會計師事務所列為賠償義務人，但公司委任辦理財報簽證，接受委任者往往是會計師事務所，再由受委任的會計師事務所指派會計師擔任簽證工作，且簽證文件上除辦理簽證的會計師簽名外，亦會明列會計師事務所為查核報告之製作人，從而會計師事務所對於財報不實是否應負連帶賠償之責？

在正義食品案中，台灣高等法院認為：「第一、二上訴人依民法第 679 條規定，作為請求上開 2 位會計師所屬之正風事務所(合夥)應就合夥人賠償責任負連帶責任之請求權基礎，然該規定僅表明合夥事務執行人於執行合夥事務範圍之對外代表權而已，非得作為合夥就執行業務合夥人之侵權行為負連帶賠償責任之法律依據。且參證交法第 32 條規定，係由在公開說明書上簽章之會計師個人負賠償責任；又依同法第 37 條規定，會計師辦理財務報告之查核簽證若發生錯誤或疏漏，係會計師個人遭處分；另參證交法第 20 條第 2 項規定於 95 年 1 月 11 日修正增訂之第 20 條之 1 第 3 項針對會計師就不正當行為或違反

---

<sup>330</sup> 民事訴訟法第 343 條規定：「法院認應證之事實重要，且舉證人之聲請正當者，應以裁定命他造提出文書。」同法第 344 條規定：「下列各款文書，當事人有提出之義務：一、該當事人於訴訟程序中曾經引用者。二、他造依法律規定，得請求交付或閱覽者。三、為他造之利益而作者。四、商業帳簿。五、就與本件訴訟有關之事項所作者（第 1 項）。前項第五款之文書內容，涉及當事人或第三人之隱私或業務秘密，如予公開，有致該當事人或第三人受重大損害之虞者，當事人得拒絕提出。但法院為判斷其有無拒絕提出之正當理由，必要時，得命其提出，並以不公開之方式行之（第 2 項）。」同法第 345 條則規定：「當事人無正當理由不從提出文書之命者，法院得審酌情形認他造關於該文書之主張或依該文書應證之事實為真實（第 1 項）。前項情形，於裁判前應令當事人有辯論之機會（第 2 項）。」

其業務上義務而負損害賠償責任之精神，在在可見：會計師為公開發行公司之財務報告查核簽證之業務，有其獨立性，苟有故意或未盡業務上注意義務之行為時，由其個人負責之特殊性。…。職故，第一、二上訴人依民法第 679 條規定，請求被上訴人正風事務所就會計師朱立容、藍時欣查核簽證業務所致之損害負連帶損害賠償責任，尚屬無據<sup>331</sup>。」

然而，最高法院在本案中卻認為：「合夥雖僅為二人以上互約出資以經營共同事業之契約(民法第 667 條第 1 項參照)，而不具有法人之資格，但參酌民法相關之規定，如各合夥人之出資，構成合夥財產，而存在於合夥人個人財產之外(第 668 條參照)，合夥人依約定或決議執行合夥事務者，於執行事務之範圍內，對於第三人為他合夥人之代表(第 679 條參照)，另對於合夥所負之債務，不得以之對於合夥人個人之債權抵銷(第 682 條第 2 項參照)，關於合夥之事務，可以採多數決方式為之(第 670 條參照)，並設有合夥人之加入、合夥人之退夥、合夥之解散、合夥之清算... 等規定，已見合夥人因經營共同事業，須有合夥代表、一定之組織、財產及活動管理機制，故於契約之外，亦同時表現團體之性質，與法人之本質並無軒輊。是以，合夥人若因執行合夥事務，侵害他人權利而成立侵權行為者，與法人之有代表權人，因執行職務加損害於他人之情形相類，其所生之法效應等量齊觀，被害人自可類推適用民法第 28 條之規定，請求合夥與該合夥人連帶負賠償責任。本件正風事務所乃合夥組織，朱立容等二人為該事務所合夥人，既為原審認定之事實...，則朱立容等二人如因執行合夥事務，侵害第一、二上訴人之權利而成立侵權行為時，依上說明，第一、二上訴人即非不得類推適用民法第 28 條之規定，請求正風事務所與朱立容等二人負連帶責任<sup>332</sup>。」

在宏億案中，新北地方法院指出：「參證交法第 37 條規定，會計

<sup>331</sup> 台灣高等法院 96 年度金上字第 1 號民事判決。

<sup>332</sup> 最高法院 101 年度台上字第 1695 號民事判決。

師辦理財務報告之查核簽證若發生錯誤或疏漏，係會計師個人遭處分；另參證交法第 20 條之 1 第 3 項針對會計師就不正當行為或違反其業務上義務而負損害賠償責任之精神，在在可見：會計師為公開發行公司之財務報告查核簽證之業務，有其獨立性，苟有故意或未盡業務上注意義務之行為時，由其個人負責之特殊性。是原告主張依據民法合夥及證券交易法第 20 條、第 20 條之 1 規定，被告勤業會計師事務所與被告會計師韋亮發、王小蕙查核簽證業務所致之損害負連帶損害賠償責任，尚屬無據。... 按法人對於其董事或其他有代表權之人因執行職務所生他人之損害，與該行為人連帶負賠償之責任，民法第 28 條固有明文，惟係針對法人所為侵權行為之規範，被告勤業會計師事務所乃合夥組織，性質上屬於非法人團體，已如上述，自無從適用針對法人所為規範之民法第 28 條規定。又被告勤業會計師事務所乃非法人團體，係靠所屬之合夥人或人員為法律行為，無從自為法律行為或侵權行為，則原告依民法第 184 條、第 185 條等有關自然人侵權行為之規定，請求被告勤業會計師事務所負損害賠償責任，自非正當<sup>333</sup>。」

本案上訴後，台灣高等法院則引用正義食品案中最高法院之見解，認為會計師事務所應連帶賠償<sup>334</sup>。而最高法院在本案中亦認為，簽證會計師「二人為勤業事務所之合夥人，以勤業事務所名義與宏億公司簽訂審計委任書，核閱系爭財報係執行合夥業務，其二人因執行合夥業務所生侵害他人權利行為，與法人之代表人執行職務加損害於他人之情形相類，應類推適用民法第 28 條規定<sup>335</sup>。」

在力霸案中，最高法院認為：「鼎信事務所於 91 年第 3 季至 94 年第 2 季承辦力霸公司財報簽證業務，由所屬譔清、單思達會計師執行簽證業務，在會計師查核報告列載鼎信事務所名義後會計師欄位上簽章。單思達於 94 年 10 月 1 日加入廣信事務所，與郝麗麗執行力霸公司 94 年第 3 季至 95 年第 3 季財報查核或核閱，為廣信事務所屬會計

<sup>333</sup> 臺灣新北地方法院 98 年金字第 3 號民事判決。

<sup>334</sup> 臺灣高等法院 101 年金上字第 7 號民事判決。

<sup>335</sup> 最高法院 104 年台上字第 225 號民事判決。

師，並在會計師查核報告列載廣信事務所名義後會計師欄位上簽章。... 足見諶清、單思達以鼎信事務所名義；單思達及郝麗麗以廣信事務所名義，在力霸公司系爭財報簽證時，係該事務所之合夥人。... 執行職務且有過失，類推適用民法第 28 條規定，鼎信事務所、廣信事務所各應就所屬會計師應負責任範圍內，負連帶損害賠償責任<sup>336</sup>。」

觀察國內實務發展，早期實務見解認為，會計師為公司財務報告查核簽證之業務，有其獨立性，苟有故意或未盡業務上注意義務之行為時，應由簽證會計師個人負責。且因聯合會計師事務所屬合夥之組織，並非法人。其應負責任如何，當應適用合夥相關責任之規定，並非民法第 28 條規範之範疇。同時，民法第 679 條僅表明合夥事務執行人於執行合夥事務範圍之對外代表權而已，而非係執行業務合夥人所為侵權行為，其效力及於合夥之規定，故民法第 679 條之規定，當非執行業務合夥人與合夥，應負連帶賠償之請求權基礎。因此，簽證會計師所屬之聯合會計師事務所無須連帶負責<sup>337</sup>。

惟晚近最高法院認為，合夥雖僅為二人以上互約出資以經營共同事業之契約，而不具有法人之資格，但參酌民法相關規定，如各合夥人之出資，構成合夥財產，而存在於合夥人個人財產之外，合夥人依約定或決議執行合夥事務者，於執行事務之範圍內，對於第三人為他合夥人之代表，另對於合夥所負之債務，不得以之對於合夥人個人之債權抵銷。同時，合夥人因經營共同事業，須有合夥代表、一定之組織、財產及活動管理機制，故於契約之外，亦同時表現團體之性質，與法人之本質並無軒輊。是以，合夥人若因執行合夥事務，侵害他人權利而成立侵權行為者，與法人之有代表權人，因執行職務加損害於他人之情形相類，其所生之法效應等量齊觀，被害人自可類推適用民法第 28 條之規定，請求合夥與該合夥人連帶負賠償責任<sup>338</sup>。換言之，

<sup>336</sup> 最高法院 107 年度台上字第 2 號民事判決。

<sup>337</sup> 例如台灣高等法院 96 年度金上字第 1 號民事判決、台北地方法院 87 年度重訴字第 1347 號民事判決、新竹地方法院 100 年度重訴字第 131 號民事判決。

<sup>338</sup> 例如最高法院 107 年度台上字第 2 號民事判決、最高法院 104 年度台上字第 225 號民事判決、

合夥制會計師事務所對於其合夥會計師因執行職務造成財報不實時，亦應負擔連帶賠償責任。站在保護投資人的立場，本研究贊同最高法院有關會計師事務所對於財報不實應負連帶賠償之見解，且將會計師事務所納入賠償義務人，可提高受害投資人獲得賠償的機會。

## 第二款 比例責任制

基於責任平衡考量，證交法第 20 條之 1 第 5 項對於財報不實之損害賠償責任，設有比例責任之規定。按證交法第 20 條之 1 第 5 項規定：「第一項各款及第三項之人，除發行人外，因其過失致第一項損害之發生者，應依其責任比例，負賠償責任。」因此，依現行規定，發行人不適用比例責任制。而發行人之負責人、職員及簽證會計師對於財報不實之損害賠償，除其係故意而仍應負全部賠償責任外，否則僅就其過失負比例責任。

就簽證會計師於比例責任制之適用而言，在合邦案中，新竹地方法院認為：「本件苟非各董事淪為經營階層之橡皮圖章及會計師長期為合邦公司簽證卻未盡其專業注意義務，陳錦塘等 5 人刑事被告亦不能為虛偽進銷貨交易長達 1 年，且係因櫃買中心專案查核始行中止其不法行為，顯見合邦公司內控機制與外部監督機制蕩然無存，由各董事按其實際任職期間、與負責系爭財報全程核閱、查核之會計師、及與刑事被告 5 人共同賠償，應認已符合其等責任比例。」因此，核定 100%之責任比例<sup>339</sup>。

然而，在力霸案中，台灣高等法院認為：「參酌渠等辦理力霸公司財報之查核簽證，並無證據證明渠等因簽證不實財報，而獲得其執行業務報酬之額外利益，且渠等雖未盡善良管理人之注意義務，惟尚屬外部監督單位，所能獲得之查核之相關資訊不如力霸公司董事、監察人及內部會計員工，本院認渠等對授權人因財報不實所受之損害，應

---

最高法院 101 年度台上字第 1695 號民事判決。

<sup>339</sup> 臺灣新竹地方法院 100 年度重訴字第 131 號民事判決。

負 1/20 賠償責任。且廣信聯合事務所、鼎信聯合事務所亦應負同一比例之連帶賠償之責<sup>340</sup>。」

同樣地，在雅新案中，台灣高等法院認為，簽證會計師「在雅新公司治理之角色及性質，僅為外部審查監控者，其因過失所承擔證交法上資訊不實賠償責任之比例責任應與內部監督查核之監察人相當，故以 25% 為適當<sup>341</sup>。」

惟在宏傳案中，台灣高等法院認為：「金昌民、林志隆為審核宏傳公司財報之會計師，於核閱該公司 93 年第 1 季、第 3 季財報，及查核 93 年上半年度財報時，未盡到審計準則公報所規範之標準，而存有前述違背專業上注意義務之過失。... 倘董事、監察人及會計師均能善盡監督、檢查之善良管理人注意義務，當可避免公司財務報告內容有虛偽不實之情事發生。」因此，應負 100% 責任<sup>342</sup>。

而在名鐘案中，台灣高等法院則認為：「會計師 2 人各就所負 8% 比例責任，與勤業事務所負連帶責任，會計師 2 人間則就 8% 責任範圍為不真正連帶債務關係。如會計師 2 人中 1 人就 8% 責任範圍為給付，則另 1 人於清償範圍內，免給付義務<sup>343</sup>。」另外，在遠航案中，台灣高等法院亦認為：「審酌董事及監察人均屬公司常設之內部監督機關，並與外部監督之會計師各發揮其功能，確保公司財報內容之真實，...，依董事、監察人、簽證會計師權限大小、負責領域之不同，對結果防免之可能性，職司內部稽核之董事、監察人及外部審查之會計師，應各負 70%、30% 之總體責任。... 另系爭財報均由 2 名會計師簽證，復斟酌違失行為特性、過失程度等一切因素，各董事、監察人（陳每文、陳致遠、林寶璋、黃瑞柔、鄭博修、蘇龍淳、王化宇）就其應負責季別財報各負 10% 之比例責任，會計師邱明玉、盧啟昌應

<sup>340</sup> 臺灣高等法院 104 年度金上字第 8 號民事判決。

<sup>341</sup> 臺灣高等法院 104 年度金上字第 14 號民事判決。

<sup>342</sup> 臺灣高等法院 104 年度金上更(一)字第 6 號民事判決。

<sup>343</sup> 臺灣高等法院 106 年度金上更(一)字第 1 號民事判決。

各負 15% 之比例責任。負比例責任之董事林寶璋、黃瑞柔、監察人鄭博修、蘇龍淳、王化宇、陳致遠，係依所任職期間所負責之財報季別計算責任金額，僅就其任職期間之財報季別負 10% 之比例責任，而毋庸就非任職期間之財報季別負責，並非就系爭財報均負責」<sup>344</sup>。

觀察國內實務見解，會計師之比例責任從 5% 至 100% 皆有，差距懸殊。而採取 100% 之比例責任等於應負連帶責任，變相廢除比例責任制。基本上，會計師之比例責任較低者（25% 以下），法院多認為會計師屬外部監督單位，其所能獲得之查核之相關資訊不如執行業務之董事，因而給予較低的責任比例。

### 第三款 損害賠償請求權人

依證交法第 20 條之 1 第 1 項之規定，財報不實民事損害賠償之請求權人為「發行人所發行有價證券之善意取得人、出賣人或持有人」。其中，所謂「善意」係指於買賣證券時，不知財報有虛偽或隱匿之情事<sup>345</sup>。

2006 年增訂證交法第 20 條之 1 時，立法者為更加周延的保護投資人，除明文賦予善意信賴財務資訊而積極為買賣之投資人（買受人及出賣人）損害賠償請求權外，亦增列該有價證券善意持有人之損害賠償請求權<sup>346</sup>。所謂持有人係指財務資訊公布前已買入證券，因不實財務資訊而誤信公司財務良好，決定繼續持有者（即潛在賣者/原股東）<sup>347</sup>。

惟持有人之範圍為何？金管會曾於 2007 年 8 月 1 日以函釋指出，凡在 2006 年 1 月 13 日（證交法第 20 條之 1 增訂生效日）之後公布

<sup>344</sup> 臺灣高等法院 108 年度金上字第 7 號民事判決。

<sup>345</sup> 賴英照，同前註 303，頁 699。

<sup>346</sup> 立法理由謂：「為使投資人之保護更行周延，除對於善意信賴財務報告及財務業務文件而積極為買賣行為之投資人明定其損害賠償之請求權外，對於該有價證券之持有人，亦明定其損害賠償請求權。」

<sup>347</sup> 賴英照，同前註 303，頁 699。

不實財務報告之行為人，對行為時之持有人（無論係在 2006 年 1 月 13 日前或 2006 年 1 月 13 日買進）因已具預見可能性，應負損害賠償責任<sup>348</sup>。對此，學者認為基於法不溯及既往原則、避免將持有人納入大幅瓜分善意買受人能獲得的賠償金額及避免形成全體或大部分股東自己告自己的窘境，持有人應指 2006 年 1 月 13 日證交法修正施行後買進並持有之人，此外，考量「善意」之要件，還須再扣除不實資訊更正後方買入之持有人及不實資訊公開前買入但屬經營階層之持有人<sup>349</sup>。

#### 第四款 主要內容

證交法第 20 條之 1 財報不實民事損害賠償責任之適用係以「主要內容」有虛偽或隱匿之情事為前提，亦即該虛偽或隱匿之情事具有重大性。實務上，關於主要內容之認定，我國大多參考美國實務上的「理性投資人判斷標準」以及「質性與量性判斷標準」。

以東森案為例，台灣高等法院指出：「證券交易法上『重大性』概念判斷的核心，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，仍然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的核心概念下，藉由前述『量性指標』和『質性指標』進行全面性的綜合判斷<sup>350</sup>。」

#### 第五款 因果關係

##### 一、交易因果關係

所謂「交易因果關係」係指投資人因對不實陳述產生信賴而作出投資判斷。由於現今證券市場主要係採取電腦搓合之非面對面交易型態，要求原告直接舉證因果關係要件的存在，無疑是一項沉重的負擔。

<sup>348</sup> 金管會 2007 年 8 月 1 日金管證六字第 09600315074 號函。

<sup>349</sup> 劉連煜，同前註 313，頁 415。

<sup>350</sup> 臺灣高等法院 108 年度金上更（二）字第 1 號民事判決。

因此，目前國內實務界針對原告交易因果關係之舉證，大多參酌美國實務上所發展出的「詐欺市場理論」，以減輕原告在交易因果關係舉證上所面臨的障礙。

惟持有人買入股票後因相信不實財報而決定不予賣出股票，因而遭受損害，此種消極不作為之因果關係應否證明？有無詐欺市場理論之適用？

以宏億案為例，台灣高等法院指出「證券市場法則，係建立在企業內容公開之前提，因股票之價值認定與一般商品不同，無從依外觀認定其價值，在一個有效率市場下，往往參酌公司過往經營績效、資產負債、市場狀況等，藉由企業內容資訊之揭露，提供市場上的理性投資人得以形成自己投資之判斷；如企業未揭露正確、及時並完整之資訊，理論上即影響投資人因不實資訊而形成之買賣判斷。蓋在效率市場中，所有影響股票價格之資訊都將被市場所吸收，且將充分反映於股票價格上，證交法第 36 條乃規定發行有價證券之公司應定期或不定期揭露其企業經營及財務資訊，提出月報、季報、半年報、年報及重大資訊。而財務報告之可靠性、正確性，應屬公司管理階層之責任，公司管理階層不僅掌握公司之營業、財務及資金調度，並可利用其專業知識及公司之資訊，提供不實之財報，使原本應依市場機能自然形成之股價受到無形干預與影響；因此，倘若證券發行公司公開之財報資訊失真、造假，一般投資人根本無從由公開市場得知真相，亦不具抗衡之能力。是審酌證券市場之交易型態、資訊之傳遞與公開有賴財務報告，及財務報告之公布足以影響股價漲跌等特性，倘仍如一般之民事事件要求投資人舉證證明係因閱覽財務報告內容始做成投資之買賣即損害與不實財務報告間具有因果關係，客觀上不僅困難，且屬過苛，故依民事訴訟法第 277 條但書之立法精神，並參考美國法之詐欺市場理論，基於保護善意投資人之原則，因認只要善意投資人能證明證券發行公司所為之財務報告不實足以影響股價，且善意投資

人因不知財務報告不實而投資買入股票，其後受有股價下跌之損害，即應推定二者間有因果關係，並應由不法行為人就其二者間無相當因果關係之抗辯負反證推翻之責任，以符公平趣旨。」

台灣高等法院並將受害投資人分為兩類，第一類授權人是在系爭財報公告後至不法情事揭露日善意買入宏億公司股票者；第二類授權人則是在系爭財報公告日前買入因誤信系爭財報而繼續持有該股票至系爭財報不實訊息揭露日後始賣出持股或無法賣出而受有損害之人。高等法院表示「系爭財報內容既有不實，依一般客觀情形判斷，第一類授權人若知悉宏億公司真實之財務及業務狀況，而有隱匿鉅額備抵存貨跌價損失之情形者，應無任何買入宏億公司股票之意願，顯見第一類授權人係受宏億公司系爭財報訛詐，誤信宏億公司獲利良好，並無任何虧損狀況，而買入宏億公司股票；迨宏億公司於短短不到一個月之時間內，陸續退票後立即停工倒閉，造成第一類授權人受有股價下跌之損失，自應推定第一類授權人之損失與系爭財報不實之間存在因果關係。而上訴人... 未能反證第一類授權人所受股價下跌之損失，係由於國內外政經情勢、金融局勢、大盤表現或其他非經濟因素所致，而非導因於系爭財報，自無從推翻上開因果關係之推定，遽認渠等就二者間無因果關係之抗辯為可採。是第一類授權人受有宏億公司股價下跌之損失與系爭財報不實間存在因果關係乙節，洵堪認定。至第二類授權人買入宏億公司股票之際，系爭財報尚未公告，尚不能經由美國法之詐欺市場理論，遽予推定第二類授權人買入宏億公司股票與系爭財報不實間存在交易因果關係；而投保中心復未能舉證證明第二類授權人係因誤信系爭財報，仍持有宏億公司股票致受有股價下跌之損失，顯難認第二類授權人所受股價下跌之損失與系爭財報不實間有何因果關係存在<sup>351</sup>。」因此，台灣高等法院認為投保中心主張第一類授權人得就宏億公司股價下跌之損失請求損害賠償，洵屬有據；

---

<sup>351</sup> 台灣高等法院 101 年度金上字第 7 號民事判決。

至其主張第二類授權人亦得請求股價下跌之損失云云，尚無可採。

本案上訴至最高法院，最高法院亦將受害投資人分成第一類授權人與第二類授權人。針對第一類授權人，最高法院表示「依證交法應公告或申報之財務報告及財務文件或依同法第三十六條第一項公告申報之財務報告，其主要內容有虛偽或隱匿之情事，有價證券之善意取得人、出賣人或持有人就其因而所受之損害，得依同法第二十條之一第一項至第三項之規定，向應負賠償責任之發行人、負責人、曾於財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章之發行人職員及簽證會計師請求賠償，其性質為侵權行為損害賠償。請求權人原應證明因信賴不實財報而陷於錯誤，因此一誤信而為投資之決定(買進、賣出或持續持有)，並因該投資決定而受有損害。關於買賣投資行為與不實財報間之因果關係，基於股票價值之認定與一般商品不同，無從依外觀認定其價值，往往須參酌公司過往經營績效、公司資產負債、市場狀況等資訊之揭露，使市場上理性之投資人得以形成判斷；於投資人買進或賣出時，此不實消息已有效反應於股價上，故依『詐欺市場理論』，不論投資人是否閱讀此不實財報均推定其信賴此財報而有交易因果關係。」因此，最高法院認為第一類授權人符合詐欺市場理論而建立證券詐欺損害賠償之交易因果關係。

就第二類授權人部分，最高法院則認為「按不實財報公告前已取得有價證券之持有人，就其因而所受之損害，依證交法第二十條之一第一項至第三項規定，為損害賠償請求者，須證明其損害及與不實財報間有因果關係。原審認第二類授權人不能依『詐欺市場理論』推定其買入股票與財報不實間有交易因果關係，投保中心復未能舉證證明第二類授權人係誤信系爭財報，仍持有宏億公司股票致受有跌價損失，難認其損失與系爭財報不實間有因果關係。爰就第二類授權人部分為投保中心敗訴之判決，於法並無違誤<sup>352</sup>。」換言之，最高法院認為第

---

<sup>352</sup> 最高法院 104 年度台上字第 225 號民事判決。

二類授權人並無詐欺市場理論之適用，同時亦認為詐欺市場理論僅在處理交易因果關係，投資人仍須證明損害與不實財報間之損失因果關係。

## 二、損失因果關係

所謂「損失因果關係」係指因不實資訊所為之投資判斷，與投資人所受損失間有因果關係。關於損失因果關係之證明，國內實務似乎尚缺乏一致的標準。

在智盛案中，最高法院認為「似智盛公司上開股價下跌係因 102 年 1 月 31 日、同年 2 月 7 日之公告及同年 3 月 7 日之停止興櫃買賣所致，惟 102 年 1 月 31 日之重大訊息公告並未揭露假交易或財報不實，則 102 年 1 月 31 日、同年 2 月 7 日之公告及同年 3 月 7 日之停止興櫃買賣，是否與系爭財報及系爭公開說明書之虛增機器設備及營業收入淨額之不實資訊有關，洵非無疑。智盛公司之股價重挫與該不實資訊之因果關係究竟何在，尚有不明，自待推研釐析。原審未遑詳究，徒以上開公告及停止興櫃買賣後股價挫跌之結果，遽認本件授權人所受股票交易價格下跌之損害與系爭財報及系爭公開說明書之不實資訊間有因果關係，未免速斷。又損害賠償之目的在填補所生之損害，其應回復者，並非原來狀態，而係應有狀態，自應將非可歸責於債務人之變動狀態予以排除，僅應有狀態之損失始與財報或公開說明書之不實資訊間有因果關係。原審既認本件授權人係於智盛公司真實財務狀況揭露，因股價下跌而受有損害，依上說明，即應以授權人買進之股價與真實財務狀況揭露時下挫之股價，斟酌有無非可歸責於智盛公司之變動狀態，予以核算授權人所受之損害。原審不察，逕依毛損益法（即不問損害額係不實財報引起或其他市場因素所造成）及起訴時智盛公司已無資產，其股價為 0 元，據以計算授權人之損害額，而為上訴人不利之判斷，自有可議<sup>353</sup>。」本案最高法院就損失因果關

---

<sup>353</sup> 最高法院 108 年度台上字第 1417 號民事判決。

係採取嚴格的證明方式，要求相關更正揭露須與財報不實有關，且損害賠償之計算，亦應釐清跌價損失中，何者係歸屬於被告的部分。

在東森案中，最高法院認為「按發行公司之財務報告為投資人投資有價證券之主要參考依據，如內容不實，足以影響投資人判斷，而於不實資訊揭露後，倘股價下跌，投資人即受有股價差額之損害，此與公司實際上是否受有損害，或財務報告有無重編無涉。查東森公司自 93 年 6 月 17 日起至 95 年 10 月 2 日止，與嘉新食化公司間有共計 11 次假交易，並據此填製不實會計憑證，虛增東森公司之進、銷項金額達 8 億 9,303 萬 1,520 元、8 億 9,992 萬 5,772 元，致系爭財報內容有虛偽情事，且系爭股票於 96 年 8 月 13 日因檢察官以系爭刑案提起公訴而揭露財報不實後，股價確有下跌，為原審認定之事實。果爾，系爭財報上開不實內容，與東森公司之營業狀況、收入等關係頗切，似難認不足以影響投資人之投資判斷，則投資人於該財報公告後買入系爭股票，於不實資訊揭露後，股價下跌，能否謂渠等未受有股價下跌之差額損害，尚非無疑<sup>354</sup>。」因此，最高法院以不實財報被揭露後，股價下跌，認定具有損失因果關係。

然而，在邦泰案中，臺灣高等法院臺中分院表示：「況被上訴人復未舉證證明本件授權投資人所受之損害，核與邦泰公司前揭不實財務報告間，並無因果關係，是上訴人主張被上訴人應就授權投資人所受之損害，負賠償責任，洵屬有據，應堪可採。是被上訴人認上訴人依美國『效率資本市場』主張之『詐欺市場理論』，與『詐欺市場理論』僅行為人有『故意』虛偽不實陳述致影響證券價格真實性之情事，始有適用，及上訴人依證券投資人保護法成立之機構，對應證事實之舉證、非顯無能力，就交易及損失因果關係，上訴人應負舉證責任，而無民事訴訟法第 277 條但書之適用云云，揭繫前揭說明，洵無足採。又上訴人或授權投資人就本件訴訟有關舉證責任之減輕，尚不因上訴人係代授權投資人提起本件訴訟，而有所不同，衡諸上情，被上訴人

<sup>354</sup> 最高法院 106 年度台上字第 2513 號民事判決。

前揭所指，亦無可取<sup>355</sup>。」換言之，臺灣高等法院臺中分院似認為依民事訴訟法第 277 條但書規定，舉證責任轉換由被告（即被上訴人）證明不實財報與受害投資人之損害無損失因果關係。

## 第二項 財報不實之刑事責任

我國證交法關於財報不實刑事責任之規範條文，主要有第 171 條第 1 項第 1 款以及第 174 條第 1 項第 5 款。按證交法第 20 條第 2 項規定：「發行人依本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。」同法第 171 條第 1 項第 1 款復規定，違反法第 20 條第 2 項規定者，處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金。又證交法第 174 條第 1 項第 5 款規定，發行人、公開收購人、證券商、證券商同業公會、證券交易所或第十八條所定之事業，於依法或主管機關基於法律所發布之命令規定之帳簿、表冊、傳票、財務報告或其他有關業務文件之內容有虛偽之記載者，處一年以上七年以下有期徒刑，得併科新臺幣二千萬元以下罰金。由於此二條文之構成要件相似，但刑度卻不同。當發行人財報不實時，究應適用何條文，即生爭議。

從證交法有關財報不實刑事責任之歷史發展來看，證交法在 1968 年制定之初，針對財報不實之刑事責任，係以第 174 條第 1 項第 5 款為依據。當時的證交法第 174 條第 1 項第 5 款規定：「發行人、證券商、證券商同業公會或證券交易所，於依法或主管機關基於法律所頒布之命令規定之帳簿、表冊、傳票、財務報告或其他有關業務文件之內容有虛偽之記載者」處五年以下有期徒刑、拘役或科一萬元以下罰金。其後，證交法於 1988 年修正時，增訂第 20 條第 2 項：「發行人申報或公告之財務報告及其他有關業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。」並將當時的第 20 條第 2 項「違反前項規定者，對於該有價證券之善意取得人因而所受之損害，應負賠償之責。」移列至第

---

<sup>355</sup> 臺灣高等法院臺中分院 108 年度金上字第 1 號民事判決

3 項。其立法理由謂：「對發行人應編送主管機關之財務報告或其他有關業務文件，有虛偽之記載情事者，依第 174 條僅規定刑事責任，對善意之有價證券取得人或出買人並無實益，爰增訂第 2 項<sup>356</sup>。」由此可知，當時增訂第 20 條第 2 項之目的在於使有價證券之善意取得人得以其作為民事損害賠償之請求權基礎，而財報不實之刑事責任則於證交法第 174 條已有規定。

惟 2004 年證交法修正時，第 171 條第 1 項第 1 款復將違反第 20 條第 2 項之行為論處刑事責任。其立法理由謂：「第二十條第二項有關發行人申報或公告之財務報告有虛偽不實之行為，為公司相關人之重大不法行為，亦屬重大證券犯罪，有處罰之必要，爰於第一項第一款增列違反第二十條第二項之處罰規定<sup>357</sup>。」而此次修正亦於第 174 條第 1 項第 6 款增訂：「有下列情事之一者，處一年以上七年以下有期徒刑，得併科新臺幣二千萬元以下罰金：... 六、於前款之財務報告上簽章之經理人或會計主管，為財務報告內容虛偽之記載。但經他人檢舉、主管機關或司法機關進行調查前，已提出更正意見並提供證據向主管機關報告者，減輕或免除其刑。」明定財報不實應負責之人包含經理人及主辦會計。其立法理由謂：「依據『證券發行人財務報告編製準則』第四條第三款規定，財務報告之主要報表及其附註應由發行人之負責人、經理人及主辦會計人員逐頁簽名或蓋章；基於公開發行公司財務報告之不實表達影響投資者及閱表者之權益甚鉅，且上開人員於財務報告上亦簽章表示負責，故宜訂定有關刑責使其有所警惕；爰針對財務報告有虛偽情事者，明定所應負責之人員上包括經理人及主辦會計人員<sup>358</sup>。」觀諸前述立法理由之內容，並未說明證交法第 171 條第 1 項第 1 款與第 174 條第 1 項第 5 款有關財報不實刑事責任之差異，顯見立法者似乎遺忘了證交法第 174 條第 1 項第 5 款早已針對財報不實設有刑事責任，而再度於第 171 條第 1 項第 1 款規定

<sup>356</sup> 參見立法院公報，第 76 卷第 19 期，頁 30。

<sup>357</sup> 參見立法院公報，第 93 卷第 2 期，頁 193。

<sup>358</sup> 同前註，頁 200。

違反第 20 條第 2 項之刑事責任。

依證交法第 171 條第 1 項第 1 款之規定，違反第 20 條第 2 項者，處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金。而同法第 174 條第 1 項第 5 款則規定，發行人、公開收購人、證券商、證券商同業公會、證券交易所或第十八條所定之事業，於依法或主管機關基於法律所發布之命令規定之帳簿、表冊、傳票、財務報告或其他有關業務文件之內容有虛偽之記載者，處一年以上七年以下有期徒刑，得併科新臺幣二千萬元以下罰金。比較兩條文，證交法第 171 條第 1 項第 1 款之刑度明顯較第 174 條第 1 項第 5 款為高。

誠如前述，在 2004 年證交法修正前，有關財報不實之刑事責任係以證交法第 174 條第 1 項第 5 款為依據。惟 2004 年證交法後，將違反第 20 條第 2 項之行為，論處第 171 條第 1 項第 1 款之刑事責任。由於證交法第 20 條第 2 項規定：「發行人依本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。」當發行人之財報不實時，即產生財報不實之刑事責任應依第 171 條第 1 項第 1 款或第 174 條第 1 項第 5 款處罰之爭議。

實務上，針對第 171 條第 1 項第 1 款或第 174 條第 1 項第 5 款之適用問題，有認為證交法第 171 條第 1 項第 1 款與第 174 條第 1 項第 5 款二者間係法律競合之關係，應從一重即第 171 條第 1 項第 1 款之規定處罰<sup>359</sup>。亦有認為證交法第 171 條第 1 項第 1 款與第 174 條第 1 項第 5 款之適用應以系爭財務報告是否已「申報或公告」為判斷依據，如財務報告已申報或公告，顯然已影響市場中善意投資人之正確判斷，自應有重懲之必要，而以刑度較重之第 171 條第 1 項第 1 款之違反第 20 條第 2 項規定處罰。如系爭財務報告尚未公告，因尚未影響投資大眾，則以第 174 條第 1 項第 5 款作為適用之依據<sup>360</sup>。亦有主張第

<sup>359</sup> 最高法院 99 年度台上字第 4772 號刑事判決。

<sup>360</sup> 最高法院 101 年度台上字第 4407 號刑事判決。

171 條第 1 項第 1 款與第 174 條第 1 項第 5 款之立法目的不同，應以行為人之意圖加以區分，如行為人主觀上具有詐欺故意及不法所有意圖，客觀上財務報告內容有虛偽或隱匿之情事，致投資人因而陷於錯誤並受有損害者，應適用第 171 條第 1 項第 1 款。倘行為人主觀上僅有偽造文書之故意，而不具詐欺故意及不法所有意圖，則應適用第 174 條第 1 項第 5 款之規定處罰<sup>361</sup>。

然而，若認為證交法第 171 條第 1 項第 1 款與第 174 條第 1 項第 5 款係法律競合關係，而從重處斷之結果，將架空第 174 條第 1 項第 5 款之規範，且不分犯罪情節之輕重，一律依第 171 條第 1 項第 1 款處罰，似乎有違刑法謙抑性思想<sup>362</sup>。而採取依行為人之意圖加以區分，似較合理，但將面臨行為人之意圖難以認定之困擾<sup>363</sup>。本研究認為針對證交法第 171 條第 1 項第 1 款與第 174 條第 1 項第 5 款之適用問題，我國未來應透過修法方式處理。

再者，證交法第 171 條第 1 項第 1 款與第 174 條第 1 項第 5 款雖然皆對財務報告不實課予刑事責任，但相較於證交法第 20 條之 1 對財務報告不實之民事責任，明定以「主要內容」有虛偽或隱匿之情事為要件，同法第 20 條第 2 項與第 171 條第 1 項第 1 款之條文用語卻僅以「內容」有虛偽或隱匿之情事為要件，而第 174 條第 1 項第 5 款亦僅以財務報告「內容」有虛偽之記載為要件，則第 171 條第 1 項第 1 款及第 174 條第 1 項第 5 款之適用是否以相關內容具備重大性為前提，不無疑問。

在普揚案中，最高法院認為「違反該法第 20 條第 2 項規定者，即屬重大不法行為。該條犯罪並無『重要性』或『詐欺意圖』之構成要件。況該罪保護法益，除一般投資人可能因公告申報不實而受害外，

---

<sup>361</sup> 最高法院 104 年度台上字第 889 號刑事判決。

<sup>362</sup> 洪令家，論證券交易法財報不實之刑事責任，中正財經法學，第 12 期，2016 年 1 月，頁 145-146。

<sup>363</sup> 劉連煜，同前註 313，頁 480。

更侵害證券交易制度所欲維護之申報、公告真實性、可信性等社會法益。上訴意旨主張該罪構成要件應限縮解釋，增列『重要性』及『詐欺意圖』之要件，顯乏依據<sup>364</sup>。」惟此一見解似有討論的空間。

從證交法第 20 條第 2 項之規範目的觀察，其係在於避免投資人因不實資訊而作成錯誤之投資決定。理論上若非重大事項之虛偽或隱匿，應不致於影響投資人之投資判斷，故應將證交法第 20 條第 2 項關於財務報告及財務業務文件之虛偽或隱匿，限於主要內容之不實。亦即發行人虛偽或隱匿財務報告或財務業務文件之資訊，應具備重大性<sup>365</sup>。

又從體系解釋，我國於 2006 年證交法修正後，違反第 20 條第 2 項資訊不實之民事責任改適用增訂後的第 20 條之 1，而其適用之前提係以「主要內容」有虛偽或隱匿之情事為限。從而就體系解釋，第 20 條第 2 項之資訊不實，亦應以具有重大性為限，始能成立相關罪責。否則該二條條文前後規範即有不一致<sup>366</sup>。同時，依刑法最後手段性原則，應係民事責任與行政管理已無從有效維護市場秩序時始得啟動刑事處罰機制，若財務報告不實之刑罰標準低於民事責任之要求，似有違刑法最後手段性原則。因此。證交法第 20 條第 2 項、第 171 條第 1 項第 1 款規定之適用，應以具備「重大性」為要件。

### 第三項 財報不實會計師之懲戒處分

證交法第 37 條第 3 項賦予主管機關對於會計師辦理財務報告之查核簽證，發生錯誤或疏漏者，得視情節之輕重，為下列處分：一、警告；二、停止其二年以內辦理本法所定之簽證；三、撤銷簽證之核准。證交法第 37 條之立法理由謂：「為加強發行公司管理，促進公司財務充分公開及忠實表達，首須健全會計師財務之簽證，強化其功能，

<sup>364</sup> 最高法院 106 年度台上字第 2097 號刑事判決。

<sup>365</sup> 劉連煜，同前註 313，頁 464。

<sup>366</sup> 同前註。

特規定會計師查核簽證發行公司財務報告應經主管機關之許可，俾能擇優汰劣，提高簽證品質，爰授權主管機關訂定許可準則以資規範。會計師於辦理本法之簽證時，發生錯誤或疏漏者，主管機關並得按其情節予以處分，俾資警誡。」依上開立法意旨，證交法第 37 條第 3 項之行政處分並不以公司之財務報表有虛偽不實為前提要件<sup>367</sup>。

早期實務見解認為，證交法第 37 條第 3 項之行政處分係為懲罰會計師過去辦理財務報告查核簽證之錯誤行為，並敦促會計師克盡專業上應有的注意義務。然而，晚近實務見解亦有自證交法保障投資之立法目的，來闡述本條所賦予主管機關行政處分之目的<sup>368</sup>。依實務見解，證交法第 37 條第 3 項規定會計師辦理簽證，發生錯誤或疏漏者，主管機關得視情節之輕重，為警告、停止其二年以內辦理證交所定之簽證、撤銷簽證之核准，係就會計師依證交法辦理簽證時，發生錯誤或疏漏者，主管機關得按其情節予以處分，俾資警惕，以督促簽證公開發行公司財務報告之會計師善盡查核責任。

### 第三節 證交法對證券詐欺之規範

按證交法第 20 條第 1 項規定：「有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。」違反本項規定者，除依同法第 171 條負刑事責任外，應依同條第 3 項規定，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，負賠償責任。

基本上，證交法第 20 條第 1 項之適用範圍涵蓋發行市場及交易市場。1988 年證交法修法前，證交法第 20 條第 3 項之責任類型，有契約說、侵權行為說及獨立類型說之爭。主張契約說者，以當時法條規定由「募集、發行或買賣有價證券者」對於「該有價證券之善意取得人」因而所受之損害應負賠償之責為其依據，自文義解釋出發，

<sup>367</sup>臺北高等行政法院 99 年度訴更一字第 112 號判決。

<sup>368</sup>陳文智，證交法第 37 條第 3 項行政處分之目的-懲罰會計師過去錯誤行為？維護證券市場交易秩序？，證券暨期貨月刊，第 27 卷第 12 期，2009 年 12 月，頁 49-51。

而認為責任之成立須以請求權人與賠償義務人間須有契約關係為前提。主張侵權行為說者，認為應貫徹保障投資人之立法意旨，使實際為虛偽或詐欺行為者，無論是否為交易相對人，對於該有價證券之善意取得人因而所受之損害，均應負賠償之責。主張獨立類型說者，則認為證交法有其特別目的，本條之規定有其獨立要素，故應獨立為解釋，而無庸強行納入民法之責任類型<sup>369</sup>。

1988年修法時，證交法第20條之修正理由指出本條之賠償義務人為「侵權行為人」，而非屬契約責任，故目前我國通說採取侵權行為說之見解<sup>370</sup>。

### 第一項 賠償義務人

1988年證交法修正前，證交法第20條第1項原規定：「募集、發行或買賣有價證券者，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。」將賠償義務人限於「募集、發行或買賣有價證券者」，而未包括第三人，對於投資人之保護欠缺周延。因此，在1988年證交法修正時，爰將「募集、發行或買賣有價證券者」等文字，修正為「有價證券之募集、發行或買賣」，俾資涵蓋第三人。

該次修正雖欲解決證交法第20條第1項賠償義務人範圍過狹之問題，現行證交法第20條第1項及第3項均未指明賠償義務人之範圍，使得賠償義務人是否包括證券承銷商、會計師及律師等證券專家？又賠償義務人是否包括次要行為人（次要行為人係指除主要行為人以外之人，基於教唆、幫助之意思，而造成財務報告不實之相關人士）？因而產生疑義。

在正義食品案中，臺北地方法院認為：「按證交法第20條規範之賠償義務對象雖非僅限於『發行人』，惟依上開之說明，其對象應限於發行人、發行人之負責人、曾在財務報告或在財務業務文件上簽名

<sup>369</sup> 賴英照，同前註302，頁329-330。

<sup>370</sup> 賴英照，同前註303，頁683註1。

之發行人職員，及簽證之會計師，惟不包括有價證券之證券承銷商，是原告依證交法第 20 條之規定，請求被告應負損害賠償之責，自無理由<sup>371</sup>。」本案上訴至最高法院後，最高法院認為：「上開第二十條之一第一項規定之賠償義務人為發行人及其負責人與在財務報告或財務業務文件上簽章之發行人職員，則財務報告及財務業務文件參與作業之人，及同條第三項規定辦理財務報告簽證事務之會計師，於簽證行為有故意或違反會計師業務上之義務致發生損害者，均應就財務報告虛偽記載之損害負責，於解釋同法第二十條規定時應包括上列之賠償義務人<sup>372</sup>。」觀諸本案事實雖發生於證交法第 20 條之 1 增訂前，但法院援引證交法第 20 條之 1 的規定，來界定第 20 條第 3 項的賠償義務人。對於本條之賠償義務人似乎未包括證券承銷商、律師等專家在內。

再者，賠償義務人是否包括次要行為人？實務見解似乎是認為證交法第 20 條第 1 項之責任主體應予限縮，不及於次要行為人。其理由不外乎下列兩者：第一、次要行為人並未參與財務報告之編製，自非第 20 條第 1 項之責任主體；第二、次要行為人並未在財務報告上簽名或蓋章，並非第 20 條之賠償義務人。而實務見解於證交法第 20 條第 1 項將次要行為人排除在責任主體外後，往往又依民法第 184 條、第 185 條論述其責任是否構成，而對此實務見解並無一致的判斷，主要判斷的基準為是否符合因果關係。若符合因果關係則構成民法第 184 條、第 185 條，次要行為人即須與主要行為人負連帶責任<sup>373</sup>。

然而，近來在揚華案中，財報不實之次要行為人部分，黃采蘋、歐惠貞、李素雲、孫國彰、顏維德、顏貫軒、張清淵 7 人均明知或可得而知其等擔任負責人之公司與揚華公司間並無買受、出賣之真意，其等所為之出賣、買進等法律行為均屬通謀虛偽意思表示等情，而被

<sup>371</sup> 臺灣臺北地方法院 87 年度重訴字第 1347 號民事判決

<sup>372</sup> 最高法院 101 年度台上字第 1695 號民事判決。

<sup>373</sup> 邵慶平，證券交易法第 20 條第 1 項之民事責任主體不及於次要行為人？：以企業財報不實類型案例為中心，臺大法學論叢，第 42 卷第 1 期，2013 年 3 月，頁 171-207。

告林華毅擔任千亞公司之財務主管，亦明知此情，其等 8 人分別與被告詹世雄、林家毅基於填製不實會計憑證並記入帳冊等犯意聯絡，由被告黃采蘋提供晶鴻公司、被告歐惠貞提供永晴公司、被告李素雲提供鉸光公司、被告孫國彰提供宇加公司、被告顏維德與顏貫軒提供千亞公司與亞軒公司，並由被告林華逸作為與林家毅協調開立不實發票之聯絡人，被告張清淵則提供聚芯公司，以及被告詹世雄、林家毅自行提供之鳴測公司，均作為揚華公司之直接進項公司，由揚華公司以貨到付現之方式向該等公司購貨，並由前述被告黃采蘋、歐惠貞、李素雲、孫國彰、顏維德、顏貫軒、林華逸、張清淵、詹世雄、林家毅分別交由前述各公司之員工等人開立統一發票予揚華公司，並計入 7 家公司（即晶鴻、永晴、鉸光、宇加、千亞、亞軒、聚芯公司）及鴻測公司之帳冊，將此等不實事項填載於該等公司間之相關業務文件，被告游惠屏則依據被告詹世雄、林家毅之指示製作不實之揚華公司進貨紀錄，且晶鴻公司等 7 間公司穿插在詹、林集團如鴻測公司、綠能公司與揚華公司之交易鏈間，使該等公司所收取之揚華公司貸款得以迅速流入詹、林集團公司之帳戶或直接由被告詹世雄、林家毅挪用。

針對黃采蘋等財報不實配合廠商之民事責任，新北地方法院認為：「證券交易法第 20 條及第 20 條之 1 分別定有明文。上開規定不限於適用於發行人，於財務報告或業務文件上有虛偽或隱匿情事，凡參與編製財務報告之董事、總經理、財務主管等人，均包含在內，以資確保公開發行公司公司資訊之正確，以資保護發行市場及交易市場投資人，故該規定之適用，並不以發行人為限，但此等人員以故意不法行為致財報不實者為限，負其責任。故被告揚華公司及林家毅、詹世雄、黃采蘋、游惠屏、劉鈞浩、顏維德、林美惠等人俱為安排虛偽交易之行為人，被告廖振淵、張世杰則為揚華公司之財務主管，依上所述，自應負前揭法條所規定之責任<sup>374</sup>。」換言之，本案法院對證交法第 20 條第 1 項之責任主體採取廣義解釋，將安排虛偽交易之行為人的配合

<sup>374</sup> 臺灣新北地方法院 105 年度金字第 21 號民事判決

廠商負責人(即次要行為人)亦涵蓋在內<sup>375</sup>。

雖然證交法第 20 條第 1 項並未就證券承銷商、會計師或律師等專家設有特別之責任，然因本項適用之範圍最為廣泛，於原告請求損害賠償時，除主張證交法第 20 條第 2 項或第 32 條時，通常會一併主張本條項以作為行使權利之最後一道防線。因此，從保護投資人之角度來看，本條賠償義務人之範圍不宜過窄。

## 第二項 主觀要件

由於證交法第 20 條第 1 項規定之不法行為類型，即「虛偽」、「詐欺」或「其他足致他人誤信之行為」之意涵，均以行為人有故意為前提。故從文義解釋來看，證交法第 20 條第 1 項之證券詐欺行為責任應為故意責任。然證交法第 20 條第 1 項之賠償既為侵權責任，依民法第 184 條規定，無論故意或過失均應負責。

實務上，法院見解並不一致。在京元電子案中，最高法院認為應以行為人故意為要件<sup>376</sup>。惟在正義食品案，台灣高等法院則認為，證交法第 20 條規範之行為人責任類型應不以故意為限<sup>377</sup>。學者有認為本條項之民事責任以出於故意、重大過失者為限，而不及於一般過失行為，否則將對發行人及其他市場參與者造成過重的責任，而不利於資本市場之活絡<sup>378</sup>。自立法政策觀之，由於證交法第 20 條第 1 項為一般反詐欺條款，其適用範圍較其他民事責任為廣，倘加以一般過失責任，恐對發行人或其他市場參與者造成過重之負擔，而有礙於證券市場之活絡，因此宜以故意、重大過失者為限。

## 第三項 請求權人

依證交法第 20 條第 3 項之規定，請求權人為「有價證券之善意

<sup>375</sup> 張心悌，從美國聯邦最高法院次要行為人判決思考我國財報不實民事責任之規範，臺灣財經法學論叢，第 2 卷第 1 期，2020 年 1 月，頁 36。

<sup>376</sup> 最高法院 95 年度台上字第 2385 號民事判決。

<sup>377</sup> 台灣高等法院 96 年度金上字第 1 號民事判決。

<sup>378</sup> 劉連煜，同前註 313，頁 388-389。

取得人或出賣人」。亦即有價證券之取得人(購買人)或出賣人，且買賣時不知有虛偽、詐欺之情事。由於本項中既以「取得」或「出賣」為要件，則如因虛偽、詐欺或其他足致誤信之行為而不為行為者，如信賴虛偽陳述，本欲出賣而未賣，或本欲買進而未買進之人，皆不受本條規範之保障。換言之，信賴他人虛偽、詐欺或其他足致誤信之行為，因而未實際取得或賣出之人，不能以此條規定求償。蓋此種情形在訴訟實務上，不僅原告難以舉證，請求權人之範圍亦過於寬鬆，對被告誠屬不利<sup>379</sup>。又依同條第 4 項之規定，委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，視為取得人或出賣人，得以自己名義訴請賠償。

#### 第四項 因果關係

##### 第一款 交易因果關係

關於交易因果關係，實務上，大致依循兩條主軸：一是實質引進美國法上的詐欺市場理論，另一是以投資人舉證困難為基礎，認為要求投資人證明交易因果關係顯失公平，因而引用民事訴訟法第 277 條但書作為依據。

在京元電子案中，新竹地方法院曾表示：「惟證券市場參與之投資人眾多、投資訊息紛雜，倘要求投資人證明因善意信賴不實之陳述而為投資之決定實屬困難，亦顯非公允，... 另觀之一健全而足以反應各項與投資相關之訊息之證券市場，任何影響一理性投資人判斷是否購買有價證券之資訊，均會對該有價證券之交易價格產生實質之影響... 從而，除一主張非常態事實之一方對其主張需積極舉證之舉證責任分配原則外，另基於訴訟上公平原則，依民事訴訟法第二百七十七條但書之規定緩和投資人之舉證責任，認應由提供不實訊息之一方，負擔證明相對人並非信賴該不實資訊始購入有價證券而受有損害，或

---

<sup>379</sup> 曾宛如，論證券交易法第二十條之民事責任-以主觀要件與信賴為核心，臺大法學論叢，33 卷 5 期，2004 年 9 月，頁 58。

相對人係因獨立之原因始受有損害等情之舉證責任，亦應屬合理<sup>380</sup>。」

在立大農畜案中，法院指出：「則在整體交易市場之運作下，任何以不實資訊公開於股票交易市場之行為，應均可視為對參與股票交易之不特定對象為詐欺，並進而推定任何參與股票交易之善意取得人或出賣人，均有信賴該資訊之真實性，而不須舉證證明其有如何信賴財務報告之事證，亦即因果關係係被推定，此從證交法第二十條及第三十二條規定之意旨觀之，亦可得佐證，並為美國就有關股票交易訴訟時所發展出之『詐欺市場理論』所採用；況依民事訴訟法第二百七十七條但書規定，如舉證分配之情形顯失公平者，並非必然由主張有利之事實者為舉證，而本件係屬股票交易下所生之損害，就其交易型態係藉由公開市場及信賴公開資訊交易而言，如將舉證責任責由原告為之，勢將產生舉證其信賴財務報告而交易上之重大困難，且亦違反公開資訊者應確保其資訊真實性之原則，故本院認上開因果關係推定之見解，應可適用於本件爭議，故原告僅須舉證證明財務報告內容不實，即可受推定已就因果關係部分盡其舉證責任。... 就此而言，原告所受之損害，與立大公司之不實財務報告間，即有相當因果關係存在<sup>381</sup>。」

## 第二款 損失因果關係

目前國內實務關於原告應如何證明損失因果關係之存在，如同本章第二節第一項第五款所述，法院並無一致之標準。然不少法院認為若發布不實資訊足以影響股價，且因該不實資訊揭露後導致股價下跌，應可成立損失因果關係。以立大農畜案為例，法院認為：「影響股票交易之因素，固不祇財務報告一項，其他如各項政經情狀或國際局勢，甚或各該產業之特殊性質所面臨之境況，亦可影響該產業之股票行情，但就整體交易市場而言，因投資大眾並非專就單一股票為交易，在相

<sup>380</sup> 臺灣新竹地方法院 90 年度重訴字第 162 號民事判決

<sup>381</sup> 臺灣高雄地方法院 91 年度重訴字第 447 號民事判決

互交差影響下，實難認某特定不實之資訊對某特定股票交易並無影響，況本件係特定股票之交易，立大公司之財務報告若有不實，自會影響其股價之漲跌，此從立大公司於公告上開財務報告後其股價下跌之情形即可得佐證，就此而言，原告所受之損害，與立大公司之不實財務報告間，即有相當因果關係存在，故被告有關影響股價之因素並不以財務報告為唯一依據之因果關係抗辯，本院尚難為其有利之認定<sup>382</sup>。」

然而，有學者指出，若以不實資訊更正後股價明顯下跌作為證明損失因果關係之唯一方法，可能會產生下列問題：第一，如公司先發布不實利多資訊，使股價灌水上揚，投資人購買後，公司發布利空消息(但並非更正先前之不實利多資訊)，造成股價下跌，於跌到一定價位後，再更正先前不實利多資訊。此時，更正後之股價可能沒有明顯下跌，則即使投資人受有損失，是否亦無法求償？第二，如公司始終未更正不實資訊，即無法證明損失因果關係。第三，何種情形構成拆穿或更正不實資訊？如分次更正不實資訊，使股價徐緩下跌，則上述標準恐不敷使用<sup>383</sup>。

## 第五項 損害賠償金額之計算

由於證交法第 20 條、第 20 條之 1 並未規定損害賠償之計算方式，實務上則見解分歧，有採取毛損益法，亦有採取淨損差額法。

在博達案中，士林地方法院採取毛損益法，其認為：「國內證券交易市場每日交易價格設有漲跌比例限制，因跌停價受有限制，即便真實資訊揭露後，當日該股票之交易市價亦無法正確反應股票公平價格，甚至短時間內均無法充分反應完畢，且欲出售股票之投資人，恐因該股票連日跌停無交易量而苦無出售股票之機會，則倘逕以真實資訊揭露時之市價與交易價格間之差額為計算基礎，對投資人保障尚有不周。」

<sup>382</sup> 臺灣高雄地方法院 91 年度重訴字第 447 號民事判決

<sup>383</sup> 賴英照，同前註 303，頁 731-732。

至於淨損差額法係以市場模型及預期報酬率或實際報酬率推估股票真實價值，建立在假設之基礎上，然真實資訊揭露後，市場及投資人主觀對於此事件之可能反應，尚有各種變因，並非機械性之公式所能計算，尤其在真實資訊揭露後，該公司股價因而連日無量跌停，甚至股票遭停止交易或終止上市之情況，如仍認為投資人僅得請求美化資訊造成之交易價格與真實價值間之差價，無視於真實資訊揭露後對股價之衝擊，實乃低估投資人之損害，過度限縮被告賠償範圍。復查，誠如前述，一般認為反詐欺條款乃侵權責任，依侵權行為救濟方法，以填補其實際所受損害，回復投資人至未受詐欺行為前應有之經濟狀態為準，而依最高法院見解，關於物之喪失或損害，請求金錢賠償，其有市價者，應以請求時或起訴時之市價為準。蓋損害賠償之目的在於填補所生之損害，其應回復者，並非『原來狀態』，而係『應有狀態』，應將損害事故發生後之變動狀況考慮在內，故其價格應以加害人應為給付之時為準，被害人請求賠償時，加害人即有給付之義務，算定被害物價格時，應以起訴時之市價為準，被害人於起訴前已曾為請求者，以請求時之市價為準（最高法院 95 年度臺上字第 1798 號判決要旨參照，同院 81 年度臺上字第 2961 號判決、64 年度第 6 次民庭庭推總會決議同此意旨）。而證券詐欺事件投資人所受損害雖為純粹經濟上損失而非股票滅失，然上開實務見解對於證券詐欺訴訟公平價格之認定仍具有一定啟示性。基於證券詐欺訴訟之被告非難性高，尚無限縮被告賠償範圍之必要，與其耗費勞力、時間、費用以財務理論去計算全然假設性且恐有爭議之真實價格，不如回歸傳統損害賠償填補損害之理論，並斟酌被告博達公司不實資訊於 93 年 6 月 15 日揭露後，連續跌停 5 日，成交量劇烈萎縮，旋於 93 年 6 月 24 日停止交易，93 年 9 月 8 日正式終止上市，其在證券交易市場最後交易價格並無法充分反應該公司股票真實價值，投資人亦無充足機會售出股票縮小虧損，本院認以投資人之損害賠償額，應以不當交易價格即買入價格與起訴時之市價或真實資訊揭露後出售價格之差價作為計算基

礎，較符合本案實際情況及公平原則<sup>384</sup>。」

同樣地，在銳普案中，臺灣高等法院亦採取毛損益法，其認為：「按『當事人已證明受有損害而不能證明其數額或證明顯有重大困難者，法院應審酌一切情況，依所得心證定其數額。』民事訴訟法第 222 條第 2 項定有明文。本院斟酌股票交易在每 1 分甚或每 1 秒之交易價額均有差異，此項損害之計算，如仍責由請求權人即附表一『姓名』欄之訴訟實施權授與人舉證證明其確實數額，顯有重大困難；且銳普公司系爭營收及財務報告有明顯不實情形，於 94 年 7 月 21 日不法情事遭揭露後，銳普公司遭淘空 6 億 3,944 萬 6,310 元，於 94 年 9 月 9 日後遭停止交易嗣經終止上市，95 年 12 月 31 日及 96 年 12 月 31 日之股東權益均為負 1 億 2,390 萬 1,000 元及負 1 億 9,557 萬 9,000 元等情，正常理性之投資人若知悉銳普公司真實之財務及業務狀況且有上開巨額掏空、虛偽不實交易情形者，應無任何意願買受銳普公司股票，是本院認為附表一『姓名』欄之訴訟實施權授與人因系爭營收及財務報告所受股價下跌之損失，應採取前開毛損益法計算損害，始符公允。<sup>385</sup>」本案上訴後，最高法院予以維持<sup>386</sup>。

然而，在雅新案中，士林地方法院對於財報不實損害賠償之計算方式採取淨損差額法。士林地方法院認為：「雅新公司於 96 年 4 月 3 日發佈重大消息更正財報內容後，其交易價值並非立刻下跌至零，在 96 年 5 月 7 日停止交易前，其市場交易價格，亦非以每日無量跌停之方式下跌，...足見其經更正財務報表後，仍有市場所認同之交易價格。此外，雅新公司在宣告破產前，亦曾經過長達近二年之重整階段，足認其在破產前仍有重整價值。倘逕以毛損益法計算各授權人損害，等同重整失敗因素，所造成之損害，均向前歸咎由僅對財報不實負損害賠償責任之被告負責，如此不僅有失公平，亦不符證交法第 20 條

<sup>384</sup> 士林地方法院 93 年度金字第 3 號民事判決。

<sup>385</sup> 臺灣高等法院 102 年度金上更（一）字第 1 號民事判決

<sup>386</sup> 最高法院 106 年度台上字第 700 號民事判決

之 1 之法律文義。淨損差額法，係指原告授權人買賣股票時之市價與標的股票真實或實際價值之差額。此項計算方法之目的在於限縮損害之因果關係，使原告之損害僅侷限於與被告不實財報有因果關係之損害，如由市場因素或其他系統性風險等非被告不實財報所造成之股票價值損失，被告無庸負責。因此，淨損差額法原則較能避免原告藉由證券訴訟之提起，將所有投資損失之風險，全部移轉給被告承擔。據上，本件損害賠償之計算方式應採用淨損差額法為適當。...在本件辯論中有：財報不實更正後 10 日平均股價、90 日平均股價、類股指數比較法等方法被提出討論。其中類股指數比較法須經迴歸方程式求得，涉及標的股票之無風險利率、標的股票之系統性風險、標的股票所屬產業投資組合系統性風險等參數，必須經財務經濟學專家提供鑑定意見，始能算出其數值。但本件中兩造並未聲請鑑定或提出財務經濟學專家依此方法計算之結果，顯然此一計算方法，並不具可行性。此外，標的股票之系統性風險、標的股票所屬產業投資組合系統性風險等參數之設定，恐亦與所採取之統計方法有關，而可能有一定程度之主觀因素，並非絕對客觀正確。故此方法應不予採納。財報不實更正後 10 日平均股價或 90 日平均股價，均係建立在市場對於財報不實更正之消息，須要一定時間加以傳遞、消化及沈澱之事實前提，故應經一定固定期間之平均股價，始能顯現其價值，故以此推估標的股票之真實市價，應屬可採。比較此兩種推估方式，其中又以財報不實更正後 90 日之平均股價，較能充分正確消化財報不實更正之消息，並可消弭短期間內財報更正對於市場價格之過份扭曲影響。是本件應採取財報不實更正後 90 日平均股價作為標的股票之真實價格。此外，我國集中證券交易市場有每次交易日漲跌幅百分之七之限制，此應為公眾週知之事實，倘財報不實之消息，其嚴重程度將致使股價最終趨近於零，則漲跌幅限制將令股價無法於 10 日內完全反映，但如延長至 90 日，其股價以每日跌停之方式下跌，則較能反映最終趨近於零之情況...。由此觀之，亦應以財報不實更正後 90 日平均股價作為標的股票之真

實價格較為可採。...惟以財報不實更正後 90 日平均股價所推估之標的股票真實價格，僅係反映出標的股票於財報不實更正後之交易期間，市場之認同價格，而非財報不實公告以來之真實價格，否則等同標的股票之真實價格恆久不變，此明顯反於一般市場真實狀況。因此，請求權人之損害並不能逕以其當初買入或賣出價格（在本件為買入）與財報不實更正後 90 日平均價格之價差作為其損害。如此計算方式，仍有其他市場因素所導致之股價漲跌均歸由被告享有或負擔，而與毛損益法有相同錯誤。為儘量純化財報不實所造成損害之計算，摒除其他市場因素所造成之標的股票價格漲跌，應進一步以財報不實更正前 90 日之平均股價，作為市場受到不實財報影響之股價，並以此與財報不實更正後 90 日平均股價之差額，作為每股受到財報不實所致之淨損差額。<sup>387</sup>」

在訊碟案中，最高法院指出：「查上訴人自九十一年四月三十日起所申報公告之九十一年度第一季至九十三年度上半年度之財務報告不實，於該財報資訊不實期間，於公開市場買進上訴人股票之投資人，受有『市價』與『真實價格』間價差之損害，應以『淨損益法』即投資人買進股票之市價與當時『真實價格』之差額計算之，始為合理，為原判決認定之事實。果爾，是否上訴人於證券交易市場顯現之財務資訊會因陸續申報公報之財務報告內容有所變動，所反應之市場股價會有不同？真實價格亦會與時調整？參以附表所示各投資人係在不同時期、以不同價格買入上訴人股票，則各投資人各買入時之真實價格是否一致無異？並非無疑，自有釐清之必要。原審未區辨各投資人買入股票之時點及市價差異，即概以上訴人虧損重大訊息公開揭露後十個營業日收盤平均價格三·三七八元，作為計算各投資人損害之真實價格，不無疏略，失之速斷<sup>388</sup>。」

<sup>387</sup> 士林地方法院 98 年度金字第 3 號民事判決。

<sup>388</sup> 最高法院 102 年度台上字第 1294 號民事判決

近期在新泰伸案中，地方法院<sup>389</sup>與高院<sup>390</sup>對於財報不實損害賠償之計算方式皆採取毛損益法，惟最高法院則採取淨損差額法。最高法院認為：「財報不實所生損害之計算，理論上固有毛損益法或淨損差額法之別，前者認為股票價值之差額不論係虛偽不實行為引起或其他市場因素所造成，賠償義務人就其價格下跌結果均應為賠償。後者則認賠償義務人僅應賠償因虛偽不實行為造成之股票價格損失，至於市場因素造成之股價下跌，並不在賠償範圍，即以投資人買賣股票之價格，與無詐欺因素影響之真實價格差額，為其損害額。惟損害賠償之目的在填補所生損害，其應回復者，並非原有狀態，而係應有狀態之損失。投資人請求賠償之損害額，自應限於因詐欺因素所導致之股票價格下跌損害，始為法規保護之範圍，至於非可歸責於債務人之變動狀態，當無許其請求賠償之理。原審認定授權人因信賴不實之系爭財報而買賣或持有新泰伸公司股票，遭受股票價格下跌之損失，得依證交法第 20 條之 1 第 1 項規定請求賠償。果爾，其得請求賠償之金額，自應排除非可歸責債務人之變動狀態所致之價格下跌。乃原審未詳予調查釐清，逕依所謂毛損益法，以授權人之買價減去 96 年 8 月 1 日以後之賣價(股票已出賣)或零元計算(未出賣仍持有)後之差額，認係其得請求賠償之損害額，自有可議<sup>391</sup>。」

雖然國內實務對於證交法第 20 條、第 20 條之 1 損害賠償之計算方式見解分歧，但晚近實務似乎有傾向採取淨損差額法之趨勢。惟採取淨損差額法之困難在於股票真實價格如何認定？有學者認為如採取淨損益法計算，則擬制真實價格確有必要，並提出不實財報存續期間內，每一期財報影響期間擬制該期間內一個真實價格的作法。擬制真實價格的計算方式：最後一期財報之真實價格，以資訊揭露後 90 日或 10 個交易日之平均收盤價來擬制，其餘各期之真實價格則以「最

---

<sup>389</sup> 臺灣士林地方法院 100 年度金字第 5 號民事判決。

<sup>390</sup> 臺灣高等法院 105 年度金上字第 6 號民事判決。

<sup>391</sup> 最高法院 109 年度台上字第 1910 號民事判決。

後一期財報之擬制真實價格」再依大盤或類股指數依比例回推<sup>392</sup>。

#### 第四節 律師與會計師出具不實意見之刑事責任

按證交法第 174 條第 2 項規定：「有下列情事之一者，處五年以下有期徒刑，得科或併科新臺幣一千五百萬元以下罰金：一、律師對公司、外國公司有關證券募集、發行或買賣之契約、報告書或文件，出具虛偽或不實意見書。二、會計師對公司、外國公司申報或公告之財務報告、文件或資料有重大虛偽不實或錯誤情事，未善盡查核責任而出具虛偽不實報告或意見；或會計師對於內容存有重大虛偽不實或錯誤情事之公司、外國公司之財務報告，未依有關法規規定、一般公認審計準則查核，致未予敘明。...。」同條第 3 項則規定，犯本項之罪，如有嚴重影響股東權益或損及證券交易市場穩定者，得加重其刑至二分之一。此外，同條第 5 項亦規定，「主管機關對於有第二項第二款情事之會計師，應予以停止執行簽證工作之處分。」

觀諸證交法第 174 條第 2 項之規定，律師就公司、外國公司有關證券募集、發行或買賣之契約、報告書或文件，出具虛偽或不實意見書，皆須負本項之刑事責任，並不限於在募集、發行有價證券之公開說明書上簽章的情形，即使在其他不涉及發行有價證券所編製之公開說明書上簽章，也同樣有本條之適用。惟僅處罰故意之行為<sup>393</sup>。至於會計師，本項除處罰其明知公司申報或公告之財務報告、文件或資料有重大虛偽不實或錯誤情事仍予簽證外，亦處罰故意未依有關法規規定、一般公認審計準則查核之情形<sup>394</sup>。惟相較於律師，第五項主管機關所為之處分，僅有針對會計師違反第 2 項第 2 款之情事，給予停止執行簽證工作之處分，但對於律師卻未做任何之規定。

在力霸案中，台灣高等法院認為，會計師「郝麗麗明知王又曾利

<sup>392</sup> 劉連煜，財報不實損害賠償之真實價格如何認定及投資人是否與有過失問題-最高法院 102 年度台上字第 1294 號等民事判決研究，月旦法學雜誌，第 232 期，2014 年 9 月，頁 243-244。

<sup>393</sup> 賴英照，同前註 303，頁 650。

<sup>394</sup> 同前註。

用亞太固網向力霸集團小公司購買公司債、亞太固網給予關係人及工商同業短期資金融通及亞太固網向關係人出售大宗物資等項交易掏空亞太固網，詎郝麗麗為圖獲取高額會計師簽證費，竟基於違背職務及業務上登載不實文書之概括犯意，依陳明海所傳遞之王又曾指示，全力配合掩飾王又曾等在財務報表上作假之行為，於執行查核簽證時，將不實查核意見，登載於其業務上作成之查核報告上，又據其查核亞太固網 92、93、94 年度財務報表所為查核工作底稿顯示，郝麗麗於查核前述重大交易所生之下列各年度列示科目餘額時，在備抵呆帳、資產評價、債權保全、函證、實地盤點及關係人交易等查核程序上重大違反『會計師查核簽證財務報表規則』及『一般公認審計準則』等相關規定，故郝麗麗違背其職務為業務上登載不實文書，致生損害於亞太固網及全體股東之權益。」因此，台灣高等法院依證交法第 174 條第 2 項對其論罪處刑<sup>395</sup>。

## 第五節 檢討與建議

從本研究計畫先前有關各國對公開說明書與財務報告不實之探討可知，在公開說明書不實之民事賠償責任主體，原則上係針對負責公開說明書的內容產生決定性影響的人，包括發行人、高階管理人員、證券承銷商以及會計師等專門職業或技術人員。其中，美國、英國對公開說明書不實應負賠償責任之主體，範圍較廣，除直接、間接參與證券之發行者外，尚包括控制上述人員之人、任何接受且在公開說明書中載明同意為所記載內容負責者或任何人針對公開說明書之部分或全部授權同意相關內容者亦包括在內。我國與各國相比，賠償義務人之範圍似乎較為侷限(有關各國公開說明書不實之賠償義務人範圍之比較請參見下表一)。又就公開說明書不實之賠償義務人之責任型態而言，大致上各國對發行人多採取無過失責任，發行人以外之人則採取過失推定責任(例如英國、日本、中國大陸)。此與我國法類似(關於公開說明書不實賠償義務人之責任型態請參見下表二)。

<sup>395</sup> 臺灣高等法院 98 年度矚上重訴字第 23 號刑事判決。

表一 各國公開說明書與財務報告不實之賠償義務人

	公開說明書不實之賠償義務人	財務報告不實之賠償義務人
美國	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.發行人</li> <li>2.發行人以外,任何於註冊申報書為記載者</li> <li>3.控制人負連帶責任</li> </ol>	<p>任何人直接或間接利用州際通商之方法或工具,或以郵件,或以任何全國性證券交易所之設備,為下列三種行為:(1)使用任何方法、計畫或計謀從事詐欺;(2)對重要的事實作不實的陳述,或在可能誤導的情形下,對重要事實加以隱瞞;(3)從事任何行為、業務或商務活動而對任何人構成詐欺或欺騙者。</p>
英國	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.發行人。</li> <li>2.發行人之董事。</li> <li>3.任何人接受提名且於公開說明書記載被提名或即將被任命為董事者之人。</li> <li>4.任何人接受,且在公開說明書中載明同意為所記載內容負責者,在接受範圍內為應負賠償責任之人。</li> <li>5.任何人針對公開說明書之部分或全部授權同意相關內容者。在授權範圍內為應負賠償責任之人</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.發行人。</li> <li>2.發行人之董事。</li> <li>3.任何人接受提名且於財務報告記載被提名或即將被任命為董事者之人。</li> <li>4.任何人接受,且在財務報告中載明同意為所記載內容負責者,在接受範圍內為應負賠償責任之人。</li> <li>5.任何人針對財務報告之部分或全部授權同意相關內容者。在授權範圍內為應負賠償責任之人</li> </ol>
日本	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.發行人。</li> <li>2.役員或發起人。</li> <li>3.再次發行人。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.發行人。</li> <li>2.役員。</li> <li>3.會計師。</li> </ol>

	<p>4.會計師。</p> <p>5.證券承銷商。</p>	
中國大陸	<p>1.發起人、控股股東等實際控制人；</p> <p>2.發行人或者上市公司；</p> <p>3.證券承銷商；</p> <p>4.證券上市推薦人；</p> <p>5.會計師事務所、律師事務所、資產評估機構等專業仲介服務機構；</p> <p>6.上述 2、3、4 項所涉單位中負有責任的董事、監事和經理等高級管理人員以及 5 項中直接責任人；</p> <p>7.其他作出虛假陳述的機構或者自然人。</p>	同左
我國	<p>1.發行人</p> <p>2.發行人之負責人</p> <p>3.職員</p> <p>4.證券承銷商</p> <p>5.會計師、律師、工程師及其他專門職業或技術人員</p>	<p>1.發行人</p> <p>2.發行人之負責人</p> <p>3.職員</p> <p>4.會計師</p>

資料來源:本研究計畫自行整理

然而，我國證交法第 32 條公開說明書不實民事損害賠償之規定，僅限於因募集有價證券所編製之公開說明書，因申請上市(櫃)、補辦公開發行、公開招募等情形下所編製之公開說明書，依文義解釋均無適用，對投資人之保護似有不足。同時，證交法第 32 條第 2 項對於

第 1 項第 3 款之承銷商與同項第 4 款之會計師、律師等專門職業或技術人員各賦予不同之免責抗辯事由。證券承銷商如證明對經會計師或律師等專門職業或技術人員簽證之意見有正當理由確信其為真實者，即可免責；第 4 款之會計師、律師等專門職業或技術人員如對於證券承銷商評估之意見主張有正當確信其為真實者，則其若未經合理調查，仍不能主張免責。如此區分之法理基礎何在，觀諸修正理由並未說明。

由於證券承銷商、會計師及律師等專門職業或技術人員於證券市場中各肩負不同之任務，其功能角色互異。若會計師針對發行公司之訴訟狀況函證律師表示分析意見，因不能期待會計師必定具有專業法律素養可判斷該法律意見內容之可信性，如會計師有正當理由可確信該法律意見為真實者，針對公司訴訟狀況之評估結果，依照該律師之意見出具評估報告，應可就此部分抗辯免責，否則會計師何以有能力合理調查並評估發行公司之訴訟狀況。同樣地，若律師有正當理由可確信會計師之簽證意見為真實，應可就此部分抗辯免責。否則不僅違反專業分工，且要求律師必須具備會計、審計專業能力，以合理調查經會計師簽證之財務報告，亦不合理。再者，從比較法觀察，英國金融服務暨市場法附錄 10 之免責抗辯規定，就專家意見部分，亦允許專業人士之被告若能證明其合理相信該專家有能力製作或授權製作該等陳述，且該專家已同意公開說明書上該等陳述登載之方式及內容，即可免責。因此，本研究計畫建議未來我國可考慮就證交法第 32 條第 1 項第 4 款之會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員，如能證明對經其他專門職業或技術人員簽證之意見有正當理由確信其為真實者，即可免責。以會計師為例，若會計師就發行公司之訴訟狀況函證律師表示分析意見，如其有正當理由可確信律師出具之法律意見為真實者，針對公司訴訟狀況之評估結果，依該律師之意見出具評估報告，應可就此部分抗辯免責。

又在財務報告不實之民事賠償責任主體方面，我國與各國相比，範圍似乎較為侷限，專家部分僅有會計師。而英美各國對於專家部分，

並不僅限於會計師，凡賠償責任之主體及於行為符合構成要件之「任何人」。而中國大陸亦將會計師事務所、律師事務所、資產評估機構等專業仲介服務機構納入財務報告不實之民事賠償責任主體(有關各國財報不實賠償義務人範圍之比較請參見表一)。此外，我國證交法第 20 條之 1 雖未將會計師事務所列為賠償義務人，但誠如前述，目前國內實務見解多類推適用民法第 28 條之規定，要求會計師事務所應與簽證會計師負連帶賠償責任。因此，本研究計畫建議未來我國可考慮修正證交法第 20 條之 1，將會計師以外之其他專門職業或技術人員以及其事務所亦納入規範，如此對於投資人之保障將更為充足。

再者，觀察證交法第 20 條之 1 與第 32 條賠償義務人之責任型態，會計師於公開說明書之民事損害賠償係採取推定過失責任，但在財務報告及財務業務文件之民事損害賠償則採取過失責任，顯然較第 32 條規定為輕。雖然從證交法第 20 條之 1 之立法過程可知，會計師在行政院版草案下係負推定過失責任。惟嗣後經會計師公會強力遊說，立法院修法時乃將會計師改負擔過失責任，同時增設第 4 項「前項會計師之賠償責任，有價證券之善意取得人、出賣人或持有人得聲請法院調閱會計師工作底稿並請求閱覽或抄錄，會計師及會計師事務所不得拒絕」。然誠如前述，縱使無本項之增訂，原告仍可透過民事訴訟法第 343 條至第 345 條之規定，達到類似目的，故本項之增訂對受害投資人而言，似無太大實益。

由於在民事訴訟中，舉證困難常為敗訴之原因，一般投資人未必具有會計專業，且無法直接接觸發行公司之資訊，反觀會計師在資訊上處於具主導性與優勢之地位。證交法第 20 條之 1 第 4 項雖規定受害投資人可調閱會計師工作底稿並請求閱覽或抄錄，會計師及其事務所不得拒絕，但縱使投資人有能力判讀簽證報表及其附件，並順利取得工作底稿，亦可能因為時間過久，涉案行為人以重新整理或更改憑證資料，使本項規定無法發揮效果。因此，本研究計畫認為，未來如能明確規範會計師於何種狀況下可主張免責，使會計師負推定過失責

任，應不致於使會計師負擔過重，且較能保護投資人。

表二 賠償義務人之責任型態

	公開說明書	財務報告
美國	發行人：無過失責任 發行人以外之人：過失推定責任	行為人須為故意(scienter)
英國	發行人：無過失責任 發行人以外之人：過失推定責任	行為人須為故意或重大過失
日本	發行公司：無過失責任(指發行市場) 其他人：推定過失責任	發行公司：推定過失責任(2014年以前為無過失責任) 其他人：推定過失責任
中國大陸	發行人：無過錯責任 其他人：過錯責任(推定過失)	同左
我國	發行人：無過失責任 發行人之負責人、職員、證券承銷商、會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員：推定過失責任	發行人：無過失責任 發行人之負責人、職員：推定過失責任 會計師：過失責任

資料來源:本研究計畫自行整理

又 2006 年增訂證交法第 20 條之 1 時，草案原授權主管機關訂定準則以決定過失比例，但遭立法院刪除。雖然立法理由中指出法院在決定所應負責任時，可考量「導致或可歸責於原告損失之每一違法人員之行為特性」及「違法人員與原告損害因果關係之性質與程度」就個案予以認定<sup>396</sup>。然此前開二考量因素係模糊且不明確，且自先前關於國內實務就簽證會計師於比例責任制之適用亦可發現，會計師之比

<sup>396</sup> 賴英照，同前註 303，頁 706。

例責任從 5%至 100%皆有，差距懸殊。由於證交法第 20 條之 1 有關比例責任制之規定係仿效美國法而來，美國 1934 年證券交易法第 21D 條第 f 項第 3 款第 C 目亦規定，法院認定責任比例時，應考量之因素。因此，本研究計畫建議，未來我國應於證交法第 20 條之 1 中授權主管機關訂定責任比例認定準則，斟酌行為人於個案中之可非難性（例如是否受懲戒或其他行政處分、是否刑事有罪判決確定等）、行為人於個案中所扮演之角色及程度、發現問題之可能性等，擬定一套責任比例認定標準，以利法院審理相關案件之客觀性及判決結果之可預測性。

此外，在損害賠償之計算上，證交法對於公開說明書或財報不實之民事損害賠償皆無損害賠償計算方式之規定，而實務上有採取毛損益法，亦有採取淨損差額法，但晚近實務見解似乎有逐漸採取淨損差額法之趨勢。從先前外國法之探討可知，各國立法各有不同，美國 1934 年證券交易法第 21D 條第 e 項訂有損害賠償上限之規定。原告求償金額以其「購買證券價格(或賣出價格)」與「更正不實陳述之日起 90 日該證券平均收盤價格」間的差額為上限；如原告於不實陳述更正後不滿 90 日的期間內賣出證券者，賠償金額上限為「賣出價格」與「不實陳述更正日起至賣出日止的平均收盤價格」的差額。不論是採取毛損益法或淨損差額法計算賠償金額，皆受到此一條款的限制。日本法則「以事實公開日前一個月內該證券市場價值平均值之金額，扣除公開日後一個月內該證券市場價值平均值之金額」推定為其因虛偽記載等所生之損害額。若原告得舉證證明損害額度超過此一推定，則得以毛損益法為上限請求之。中國大陸對於損害賠償擬制之時間基準亦訂有一個月之期間。而英國與我國則未明文擬制損害賠償額度。然英國實務上係依照被告之主觀係屬故意或過失而異其損害賠償範圍。若行為人係故意者，採取「直接因果關係說」，即因行為直接發生之一切損害皆需負責。若行為人係過失則採取「預見可能性」，只有在行為人可預見的範圍內負責(關於各國公開說明書與財務報告不實之損害

賠償計算方法請參見下表三)。

表三 各國公開說明書與財務報告不實之損害賠償計算方法

	公開說明書	財務報告
美國	<p>實務上有「毛損益法」及「淨損差額法」兩種方式。</p> <p>惟1933年證券法第11條第e項規定，賠償金額計算以不超過該證券發行之價格與下列各款之一間之差額：(1)提起訴訟時該證券之價值；(2)提起訴訟前向市場出售該證券之價格；(3)如其損害少於已付證券金額(不超過該證券發行之價格)與提起訴訟時該證券價值間之差額者，提起訴訟後判決前向市場出售該證券之價格。</p>	<p>實務上有「毛損益法」及「淨損差額法」兩種方式。</p> <p>惟多數法院採「淨損差額法」，且1934年證券交易法第21D條第e項訂有損害賠償上限之規定</p>
英國	<p>依行為人之不法行為係出於故意或過失而採用不同損害賠償標準。</p> <p>若行為人係故意者，採取「直接因果關係說」，只要是不法行為引起之直接結果，皆應由被告承擔(其運用會產生類似毛損益法之結果)；若行為人為過失，則採取「預見可能性」，僅在行為人可預見的範圍內負責(其運用會產生類似淨損差額法之結</p>	同左

	果)。	
日本	發行公司：須扣除股票之市價或處分價 其他人：未明定	發行公司：虛偽記載事項之實情公布時，在前一年內取得有價證券、在公布日繼續持有者，以公布日前一個月間該有價證券之平均市價扣除公布日後一個月間之平均市價之數額，作為損害賠償額 其他人：未明定
中國大陸	基準日以前已賣出者：以平價買入與賣出價之差額計算 基準日後賣出或仍持有者：以買入證券平均價格與虛假陳述揭露日或者更正日起至基準日期間，每個交易日收盤價的平均價格之差額計算	同左
我國	證交法並無明文規定損害賠償計算方式，實務上有採毛損益法，亦有採淨損差額法。	同左

資料來源:本研究計畫自行整理

本研究計畫認為就損害賠償之計算，我國未來似可參考英國之作法，區分行為人係故意或過失而採用不同損害賠償標準之見解。若行為人為故意者，因可非難性較高，採取毛損益法，將可收嚇阻不法以及訴訟經濟之效。若行為人為過失者，則採取淨損差額法。至於淨損差額法下，真實價格之認定若要求個別受害投資人皆透過財務經濟學專家提供專業計算結果，將使得計算損害金額成為一項成本浩大之工程，未必符合訴訟經濟，且參酌日本與中國大陸亦設有擬制價格之規定，故實有採取擬制真實價格之必要。若以此作為司法判決之參考方

向，應不至於對實務產生過大衝擊。

再者，依證交法第 174 條第 2 項第 1 款之規定，律師對公司有關證券募集、發行或買賣之契約、報告書或文件，出具虛偽或不實意見書者負有刑事責任。惟同條第 5 項主管機關所為之處分，僅有針對會計師違反第 2 項第 2 款之情事，給予停止執行簽證工作之處分，但對於律師卻未為任何之規定。由於目前證券主管機關無法直接對律師為懲戒處分，而是由律師懲戒委員會為之。本研究計畫認為證交法既已規定律師不得出具虛偽或不實意見書，則參酌規範會計師之規定及我國現行律師懲戒制度之運作，故建議於證交法第 174 條第 5 項明定對於違反第 2 項第 1 款之律師，主管機關得將該律師移送律師懲戒委員會處理。

## 第七章 結論

由於證券承銷商、會計師及律師等專門職業或技術人員擔任證券市場中發行人及投資人間之橋樑，協助發行公司符合相關法令要求以進行資金之募集，並介紹投資大眾可供選擇之投資標的，以共享發行公司之經營成果。為維持證券市場之秩序及保障投資人權益，證交法要求發行公司必須依法提出公開說明書、財務報告等文件，並藉由證券承銷商、會計師及律師等專門職業或技術人員之專業能力，為投資人把關。

在比較美國、英國、歐盟、日本及中國大陸有關公開說明書及財報不實之專家管理與責任，以及檢討我國相關法制後，本研究計畫建議如下：

### 一、增訂公開招募、申請上市(櫃)、補辦公開發行等情形下所編製之公開說明書不實民事損害賠償之規定

我國證交法第 32 條公開說明書不實民事損害賠償之規定，僅限於因募集有價證券所編製之公開說明書，因公開招募、申請上市(櫃)、補辦公開發行等情形下所編製之公開說明書，依文義解釋均無適用，對投資人之保護似有不足。雖然有法院認為可類推適用證交法第 32 條之規定，但以證交法第 22 條第 3 項公開招募有價證券為例，出賣人並非原發行公司，其取得足以影響證券價值之公司資訊有其事實上之困難，故其所編製公開招募說明書，內容與發行新股時之公開說明書顯不相當；且第 32 條之責任主體，並不包括有價證券之出賣人。故將公開招募說明書解釋為證交法第 32 條所規定之公開說明書，於現行法上恐有困難。故本研究計畫建議未來應修法明定公開招募、申請上市(櫃)、補辦公開發行等情形下所編製之公開說明書不實民事損害賠償之規定。

### 二、修正證交法第 32 條第 2 項第 4 款會計師、律師、工程師或

### 其他專門職業或技術人員免責抗辯之規定

誠如本研究計畫第六章所述，證交法第 32 條第 2 項對於第 1 項第 3 款之承銷商與同項第 4 款之會計師、律師等專門職業或技術人員各賦予不同之免責抗辯事由。證券承銷商如證明對經會計師或律師等專門職業或技術人員簽證之意見有正當理由確信其為真實者，即可免責；第 4 款之會計師、律師等專門職業或技術人員如對於證券承銷商評估之意見主張有正當確信其為真實者，則其若未經合理調查，仍不能主張免責。由於證券承銷商、會計師及律師等專門職業或技術人員於證券市場中各肩負不同之任務，其功能角色互異。若會計師針對發行公司之訴訟狀況函證律師表示分析意見，因不能期待會計師必定具有專業法律素養可判斷該法律意見內容之可信性，如會計師有正當理由可確信該法律意見為真實者，針對公司訴訟狀況之評估結果，依照該律師之意見出具評估報告，應可就此部分抗辯免責，否則會計師何以有能力合理調查並評估發行公司之訴訟狀況。同樣地，若律師有正當理由可確信會計師之簽證意見為真實，應可就此部分抗辯免責。否則不僅違反專業分工，且要求律師必須具備會計、審計專業能力，以合理調查經會計師簽證之財務報告，亦不合理。又自從比較法觀察，英國金融服務暨市場法附錄 10 之免責抗辯規定，就專家意見部分，亦允許專業人士之被告若能證明其合理相信該專家有能力製作或授權製作該等陳述，且該專家已同意公開說明書上該等陳述登載之方式及內容，即可免責。因此，本研究計畫建議未來我國可就證交法第 32 條第 1 項第 4 款之會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員，如能證明對經其他專門職業或技術人員簽證之意見有正當理由確信其為真實者，即可免責。

### 三、擴大證交法第 20 條之 1 民事賠償責任主體之範圍

透過本研究計畫先前各國財報不實民事賠償責任主體之比較可以發現，我國財報不實民事賠償責任主體之範圍較各國侷限，專家部

分僅有會計師。而英美各國對於專家部分，並不僅限於會計師，賠償責任之主體及於行為符合構成要件之「任何人」。而中國大陸亦將會計師事務所、律師事務所、資產評估機構等專業仲介服務機構納入財務報告不實之民事賠償責任主體。同時，我國證交法第 20 條之 1 雖未將會計師事務所列為賠償義務人，但誠如本研究計畫第六章所述，目前國內實務見解多類推適用民法第 28 條之規定，要求會計師事務所應與簽證會計師負連帶賠償責任。因此，本研究計畫建議未來我國可考慮修正證交法第 20 條之 1，專家除會計師之外，亦將律師或其他專門職業或技術人員以及其所屬之事務所亦納入規範，亦即「會計師、律師或其他專門職業或技術人員及其所屬之事務所，曾在財務報告或財務業務文件上簽章，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者」皆應負擔證交法第 20 條之 1 的民事損害賠償責任，如此對於投資人之保障將更為充足。

#### **四、證交法第 20 條之 1 會計師之責任型態應改採推定過失責任**

誠如本研究計畫第六章第五節檢討與建議中所述，現行證交法第 20 條之 1 與第 32 條賠償義務人之責任型態，會計師於公開說明書之民事損害賠償係採取推定過失責任，但在財務報告及財務業務文件之民事損害賠償則採取過失責任，顯然較第 32 條規定為輕。因此，本研究計畫認為，未來如能於證交法第 20 條之 1 明確規範會計師於何種狀況下可主張免責，使會計師負推定過失責任，應不致於使會計師負擔過重，且較能保護投資人。

#### **五、證交法第 20 條之 1 應授權主管機關訂定責任比例之認定標準**

由於國內實務就簽證會計師於比例責任制之適用情形可以發現，會計師之比例責任從 5% 至 100% 皆有，差距懸殊。從比較法觀察，美國 1934 年證券交易法第 21D 條第 f 項第 3 款第 C 目訂有法院認定責任比例時，應考量之因素。因此，本研究計畫建議，未來我國可考慮

於證交法第 20 條之 1 中授權主管機關訂定責任比例認定準則，斟酌行為人於個案中之可非難性（例如是否受懲戒或其他行政處分、是否刑事有罪判決確定等）、行為人於個案中所扮演之角色及程度、發現問題之可能性等，擬定一套責任比例認定標準，以利法院審理相關案件之客觀性及判決結果之可預測性。

**六、證交法第 174 條第 5 項增訂違反第 2 項第 1 款規定之律師，主管機關得將其移送律師懲戒委員會處理。**

目前證交法第 174 條第 2 項第 1 款規定，律師對公司有關證券募集、發行或買賣之契約、報告書或文件，出具虛偽或不實意見書者負有刑事責任。惟同條第 5 項主管機關所為之處分，僅有針對會計師違反第 2 項第 2 款之情事，給予停止執行簽證工作之處分，但對於律師卻未為任何之規定。由於目前證券主管機關無法直接對律師為懲戒處分，而是由律師懲戒委員會為之。然證交法既已規定律師不得出具虛偽或不實意見書，則參酌規範會計師之規定及我國現行律師懲戒制度之運作，本研究計畫建議於證交法第 174 條第 5 項明定對於違反第 2 項第 1 款之律師，主管機關得將該律師移送律師懲戒委員會處理，如此將可進一步貫徹本條之立法意旨。

## 參考文獻

### 中文文獻

#### 書籍(依姓氏筆畫順序排列)

1. 王志誠等合著，實用證券交易法，2018年3月，第五版。
2. 余雪明，證券交易法比較證券法，2016年9月，第五版。
3. 李國光主編、最高人民法院民事審判第二庭編著，最高人民法院關於審理證券市場虛假陳述案件的理解與適用，人民法院出版社，2015年9月第2版。
4. 馬其家，證券民事責任法律制度比較研究，中國法制出版社，2010年10月。
5. 郭鋒等著，中華人民共和國證券法制度精義與條文評注(全2冊)，中國法制出版社，2020年8月。
6. 陳麗娟，歐洲共同體法導論，五南出版，二版，2005年6月。
7. 曾宛如，證券交易法原理，元照出版，六版，2012年8月。
8. 楊旭、何積華，證券虛假陳述民事案件裁判規則研究，北京大學出版社，2018年11月。
9. 廖大穎，證券市場與企業法制論，元照出版，2007年。
10. 劉連煜，現代證券交易法實例研習，2021年9月增訂18版。
11. 樊健，我國證券市場虛假陳述民事責任理論與實踐的新發展，中國法律圖書公司(法律出版社)，2021年3月。
12. 賴英照，最新證券交易法解析，2020年4月，4版。
13. 賴英照，證券交易法逐條釋義-第一冊，三民出版，1987年3月，
14. 戴銘昇，臺灣證券交易法，2019年9月。
15. 戴銘昇，證券交易法物語(一)，元照，2016年9月初版第1刷。
16. 戴銘昇，證券交易法物語(二)，元照，2018年1月初版第1刷。

#### 期刊論文(依姓氏筆畫順序排列)

1. 王志誠，公開說明書不實記載之民事責任，政大法學評論，第82期，2004年12月。

2. 林志潔、林孝倫，從力霸案論臺灣會計師簽證財報不實之法律責任：一個實證的分析，臺大法學論叢，第 39 卷第 3 期，2010 年 9 月。
3. 林國全，財報不實之民事責任，月旦民商法雜誌，第 48 期，2015 年 6 月。
4. 武永生、馮震宇，資本市場律師之角色與職責—以美國證券法規律師守門員規範之改革為中心，證券櫃檯月刊，第 123 卷，2006 年 9 月。
5. 邵慶平，證券交易法第 20 條第 1 項之民事責任主體不及於次要行為人？：以企業財報不實類型案例為中心，臺大法學論叢，第 42 卷第 1 期，2013 年 3 月。
6. 邵慶平，證券訴訟上「交易因果關係」與「損失因果關係」之認定-評析高雄地院九一年重訴字第四四七號判決，臺灣本土法學雜誌，第 79 期，2006 年 2 月。
7. 洪令家，論證券交易法財報不實之刑事責任，中正財經法學，第 12 期，2016 年 1 月。
8. 洪德欽，歐盟法的淵源，華岡法粹，第 57 期，2014 年 12 月。
9. 孫建立，證券業務中註冊會計師虛假陳述民事責任之法律規範分析，金融法苑，2005 年第 7 期。
10. 康春柳，論證券市場註冊會計師虛假陳述的民事法律責任，法律適用，2004 年第 5 期。
11. 張心悌，從美國聯邦最高法院次要行為人判決思考我國財報不實民事責任之規範，臺灣財經法學論叢，第 2 卷第 1 期，2020 年 1 月。
12. 莊永丞，論證券交易法第 20 條之 1 之功過得失，月旦財經法雜誌，第 36 期，2015 年 5 月。
13. 莊永丞，證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方法之省思，臺大法學論叢，第 34 卷第 2 期，2005 年 3 月。
14. 郭大維，財報不實案件中會計師與會計師事務所之損害賠償責任，月旦法學教室，第 223 期，2021 年 5 月。
15. 陳文智，證交法第 37 條第 3 項行政處分之目的-懲罰會計師過去錯誤行

- 為？維護證券市場交易秩序？，證券暨期貨月刊，第 27 卷第 12 期，2009 年 12 月。
16. 陳俊元，我國會計師因財報不實對第三人民事責任之法律實證分析，政大法學評論，第 159 期，2019 年 12 月。
  17. 曾宛如，論證券交易法第二十條之民事責任-以主觀要件與信賴為核心，臺大法學論叢，33 卷 5 期，2004 年 9 月。
  18. 馮果、王怡丞，證券市場虛假陳述中責任人員類型劃分的制度邏輯，法律適用第 21 期，2020 年。
  19. 廖大穎，日本證券交易法對於公開說明書專家責任之規範，全國律師，第 10 卷第 11 期，2006 年 11 月。
  20. 劉連煜，財報不實之損害賠償責任：法制史上蜥蜴的復活？—證券交易法新增訂第二十條之一的評論，月旦民商法雜誌，第 11 期，2006 年 9 月。
  21. 劉連煜，財報不實損害賠償之真實價格如何認定及投資人是否與有過失問題—最高法院一〇二年度台上字第一二九四號等民事判決研究，月旦法學雜誌，第 232 期，2020 年 1 月。
  22. 劉連煜，推測的消息是內線交易之重大消息？Basic 案的再審思，台灣法學雜誌，第 130 期，2009 年 6 月。
  23. 樊健，證券虛假陳述訴訟的新發展及其挑戰，證券法苑，第 28 卷第 1 期 2020 年。
  24. 蔡彥守，論律師在證券業務中不實陳述的民事責任—以律師之第三人責任為中心，律師雜誌，第 324 期，2006 年 9 月。
  25. 賴英照，遵守文義或司法造法：會計師事務所財報簽證的賠償責任，東吳法律學報，第 31 卷第 3 期，2020 年 1 月。
  26. 繆因知，證券虛假陳述賠償中審計人責任構成要件與責任限縮，財經法學，2021 年第 2 期。
  27. 魏頌瑤，論虛假陳述行政處罰中責任人身份重合問題，金融法苑，2018 年第 1 期。

## 學位論文

林文里，證券市場資訊不實損害賠償的因果關係與責任範圍，臺北大學法律學系博士論文，2009年6月。

## 英文文獻

### 書籍(依字母順序排列)

1. Coffee, C. John, Sale, Hillary A, and Henderson, M. Todd, Securities Regulation (2015).
2. George Walker, Robert Purves, et al., Financial Services Law (4th ed.2018)
3. James D. Cox et al., Securities Regulation: Cases and Materials (9th ed. 2020).
4. John C. Coffee, Jr., Hillary A. Sale, Securities Regulation: Cases and Materials (12th ed., 2012).
5. John L. Powell et al., Jackson & Powell on Professional Liability (2007).
6. Louis Loss, Joel Seligman, Troy A. Paredes, Fundamentals of Securities Regulation (7<sup>th</sup> ed. 2018)
7. Niamh Moloney, EU Securities and Financial Markets Regulation (3rd ed. 2014).
8. Thomas Hazen, The Law of Securities Regulation (8<sup>th</sup> ed. 2021)

### 期刊論文(依字母順序排列)

1. Alan J. Berkeley, Materiality, Informal Disclosure, Soft Information, and Forward Looking Statements Under Securities Laws, SW017 ALI-CLE 143, Page 4 (March, 2015).
2. Arthur B. Laby, Differentiating Gatekeepers, 1 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 119 (2006).
3. Charles Kooyman, Accounting for the PCAOB, 5 Geo. J. L. & Pub. Pol'y 241 (2007).
4. Deborah A. DeMott, Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation, 1988 Duke L.J. 879 (1988).
5. Eric Alan Isaacson, The Roberts Court and Securities Class Actions: Reaffirming

- Basic Principles, 48 Akron L. Rev. 923 (2015).
6. Herbert Bernstein, Civil Liability for Pure Economic Loss under American Tort Law, 46 AM. J. COMP. L. 111 (1998).
  7. Ian Ayres, Back to Basics: Regulating How Corporations Speak to the Market, 77 Va. L. Rev. 945 (1991).
  8. James J. Park, Assessing the Materiality of Financial Misstatements, 34 J. Corp. L. 513 (2009).
  9. Jeffrey L. Oldham, Taking “Efficient Markets” Out of the Fraud-on-the-Market Doctrine After the Private Securities Litigation Reform Act, 97 Nw. U. L. Rev. 995 (2003).
  10. John C. Coffee, Jr., The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC, 103 Colum. L. Rev. 1293 (2003).
  11. L.S. Sealy, Fiduciary Relationships, 1962 Cambridge L.J. 69 (1962).
  12. Michael H. Rubin, The Ethical Negotiator: Ethical Dilemmas, Unhappy Clients, and Angry Third Parties, 26-SUM Construction Law. 12 (2006).
  13. Paul A. Ferrillo et al., The “Less Than” Efficient Capital Markets Hypothesis: Requiring More Proof from Plaintiffs in Fraud-on-the-market Cases, 78 St. John’s L. Rev. 81 (2004).
  14. Paula J. Dalley, The Law of Deceit, 1790-1860: Continuity Amidst Change, 39 Am. J. Legal Hist. 405 (1995).
  15. Robert B. Thompson, Federal Corporate Law: Torts and Fiduciary Duty, 31 J. Corp. L. 877 (2006).
  16. Theresa A. Gabaldon, Causation, Courts, and Congress: A Study of Contradiction in the Federal Securities Laws, 31 B.C. L. Rev. 1027 (1990).

## 日文文献

1. 江頭憲治郎，株式会社法，有斐閣，2021年4月第8版第1刷。
2. 岸田雅雄監修，注釈金融商品取引法【第1巻】定義・情報開示，

- 金融財政事情研究会，2011年4月第1刷。
3. 近藤光男，最新株式会社法，中央経済社，2014年7月第7版第1刷。
  4. 青竹正一，法律学の森 新会社法，信山社，2015年4月第4版第1刷。
  5. 泉田栄一，法律学の森 会社法論，信山社，2009年7月第1版第1刷。
  6. 神田秀樹、黒沼悦郎、松尾直彦編，金融商品取引法コンメンタール 1——定義・開示制度，商事法務，2016年8月初刷第1刷。
  7. 黒沼悦郎，会社法，商事法務，2017年8月初版第1刷。
  8. 黒沼悦郎，金融商品取引法，有斐閣，2016年10月初版第1刷。