證券投資人及期貨交易人保護中心

委託專案研究

各國關於財務報告及公開說明書不實之損害賠償責任研究

財團法人中華民國
證券暨期貨市場發展基金會
SECURITIES & FUTURES INSTITUTE

2013 年 9 月

各國關於財務報告及公開說明書

不實之損害賠償責任研究

計畫主持人：林國全

協同主持人：陳惟龍

研究人員：蘇秀玲

陳茵琦

目　錄

第一章　緒論

第一節　研究目的……..……...1

第二節　研究方法……..……...2

第二章　我國財報及公開說明書不實之規範暨民事責任

第一節　相關規範…….....…..5

第二節　相關判決…….....…17

第三章　國外財報及公開說明書不實規範制度介紹

第一節　美洲（美國、開曼群島）……..……..…..49

第二節　歐盟（英國、德國、法國）……..…87

第三節　亞太地區（日本、韓國、香港、新加坡、中國大陸）….129

第四章　各國財報及公開說明書不實之民事責任比較分析

第一節　公開說明書不實之民事責任……...……...……..…179

第二節　財報不實之民事責任…….……193

第五章　結論與建議……...203

參考文獻……..……209

附錄一、期中諮詢委員會會議紀錄……215

附錄二、期末諮詢委員會會議紀錄…….…223

附錄三、各國公開說明書與財報不實規範比較表……229

第一章 緒論

第一節　研究目的

證券市場詐欺之不法案件類型主要有：公開說明書不實、財報不實、操縱股價與內線交易，其中又以財報及公開說明書不實類型案件最為複雜。除涉入其中之不法行為人人數眾多外，其多出自於公司內部人員為掩飾公司真實財務狀況或掏空公司資產等不法意圖，利用各類名目之交易手法，製作不實會計憑證，虛增公司營收或支出，美化公司財務，致使市場投資人因誤信公司發布之不實公開說明書或財務報告等資訊買賣該公司股票，蒙受價差損害。

證券之價值決定於市場供需，市場評價基礎在於證券相關資訊，有心人士自會運用資訊不對稱情形而為證券詐欺之牟利。證券詐欺行為損害證券市場公平性，若放任其戕害投資大眾，處於資訊弱勢地位的投資人必然退出市場，資金流量萎縮，有害市場發展與國家經濟。為保障投資人的權益、維護市場的公正與效率，各國莫不致力於防治證券詐欺行為，要求行為人承擔刑罰及民事損害賠償責任。而我國「證券交易法」（下稱「證交法」）對財報及公開說明書不實之損害賠償責任訂有明文，分別為第 20 條、第 20 條之 1 及第 32 條。按「證交法」立法體例觀之，其內容多仿傚美、日等國相關證券法規所制定，觀諸第 20 條之 1 立法理由：「…爰參考本法第三十二條、美國證券法第十一條、日本證券交易法第二十一條之規定，…」亦可證之。因此，我國證交法倘有不足或未臻明確之處，或可參考援引美、日等國相關規定及司法解釋，以為我國法之補充，填補相關規定之缺漏。而隨著外國企業來臺上市櫃之家數日漸增多，為使對外國公司之規範更為明

確，並同時強化相關監理機制運作與保障投資人權益，我國已於 101 年 1 月 4 日修訂「證交法」，增訂第五章之一「外國公司」及第 165 條之 1 至 3，明文規定來臺上市櫃之外國公司於財報及公開說明不實亦有本法相關條文之適用。惟來臺上市櫃之外國企業係依他國法令設立之公司，其本國規定與我國或有不同，實有必要瞭解其他國家對此類不法事件之規定及實踐狀況。本研究擬以各國財報及公開說明書不實之民事責任為研究範圍，包括：(1) 應負賠償責任之主體；(2) 請求權人；(3) 責任型態、因果關係及舉證責任；(4) 損害賠償範圍；(5) 相關案例（含事實說明、請求權基礎及爭點整理、法院見解（含不同意見）及判決結果)，進行比較分析。擬蒐集證券市場發展蓬勃且為主要證券交易所所在國家或地區，如：美國、英國、德國、法國、日本、韓國、香港、新加坡、中國大陸及開曼等地相關規範，俾利未來研議投資人保護措施及訴訟之參考。

第二節　研究方法

本文欲整理、比較我國及各國涉此議題的相關法規、學說及實務見解，以利理解各國證券詐欺民事損害賠償制度。採用比較法研究方法，以歸納法為主，並將蒐集歸納後之各國法例進行比較分析，執行步驟如下：

一、 研究小組討論會議

不定期召開研究小組討論會議，由計畫主持人指導研究人員關於研究方向、報告架構與內容重點等，以利後續資料蒐集與研析。

二、 文獻探討

蒐集全球證券市場發展蓬勃且為主要證券交易所所在國家，如：美國、英國、德國、法國、日本、韓國、香港、新加坡、中國大陸及開曼等國家與地區，有關此一議題之相關書籍、期刊、報導與案例等。

三、 撰寫文稿

由研究人員研讀文獻資料後，依研究主題範圍撰寫報告文稿內容。

四、 徵詢外部專家學者意見

為使本研究報告更臻完善，邀請政府機關、業界及學術界人士與會，藉由學者專家提出之分析與建議，俾使本研究案之建議方案更為切實可行。

第二章 我國財報及公開說明書不實之規範暨民事責任

第一節 相關規範

證券市場可分為發行市場與交易市場，故「資訊公開」依證券市場之區別，亦分為「初次公開」與「繼續公開」，如有不實陳述（Misrepresentation）者，自應予法律制裁。初次公開不實陳述之民事責任，規定於「證券交易法」（下稱「證交法」）第32條，通稱「公開說明書不實責任」；而繼續公開不實陳述之民事責任，則規定於「證交法」第20條第2項以下，通稱「財報不實責任」。其目的係要求發行人誠實揭露企業資訊，以保護投資人，惟「證交法」第32條與第20條第2項規定形式上卻有不同。至於證交法第20條第1項，乃涵蓋較廣之「一般反詐欺條款」，則非本研究之重點[1]。簡要說明規範要件如下：

一、行為主體

（一）賠償義務人

依「證交法」第 20 條第 2 項規定，依本法規定申報或公告之財務報告及財務業務文件，若內容有虛偽或隱匿情事，致有價證券之善意取得人或出賣人受有損害者，發行人負賠償責任。由於本條規定之行為主體與範圍未臻明確，如解為僅由發行公司負責，實質上卻是由全體股東共同分擔，卻使公司負責人得以藉發布不實財報以掩飾犯罪

[1] 證交法第20條第1項，實為一廣泛之反詐欺條款，除非另有條款，實可包括證券市場所有之詐欺或操縱之行為，如發行人、證券商及其他關係人之行為。余雪明，「證券交易法」，證基會，2003年4月，頁620。

行為，不但有失公平，亦無法達到嚇阻違法之立法目的[2]。故除第 32 條規範公開說明書相關人員責任外，另於第 20 條之 1 明定下列之人應為第 20 條第 2 項財務報告及財務業務文件與第 36 條第 1 項之財務報告不實所致損害負責：

1. 發行人及其負責人

   依「證交法」第 5 條規定，發行人指募集及發行有價證券之公司，或募集有價證券之發起人，公司法人亦得為侵權行為責任之主體。負責人依「公司法」第 8 條第 1 項之規定，除當然負責人外，另包含職務負責人，如：公司之經理人或清算人、股份有限公司之發起人、監察人、檢查人、重整人或重整監督人等。

2. 發行人之職員，曾在財務報告或財務業務文件（公開說明書）上簽名或蓋章者。

   指有價證券之募集、發行，交易過程中，發行人職員曾於財務業務相關文件上簽名或蓋章，以示負責者。

3. 其他人員

   如第 20 條之 1 第 3 項及第 32 條第 4 項之會計師，第 32 條第 1 項第 3 款之證券承銷商，同條第 4 款之律師、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者。

為免失之過苛，同法於第 20 條之 1 第 2 項、第 3 項及第 4 項，及第 32 條第 2 項，運用舉證免責或減輕事由之方式，使違法行為與責任負擔間符合比例原則，並顧及執法彈性。是以，除發行人（公司）、發行人之董事長和總經理（具公司經營決策權者）應對善意相對人負絕對責任外，其餘依其職權或職業關係負責之義務人，仍有主張免責或減輕責任之機會。

[2] 賴英照，股市遊戲規則-最新證券交易法解析（自版），2006 年 8 月，頁 510。

（二）請求權人

我國損害賠償制度係以債權人為標準，以填補損害為目的，有受損害之請求權人即債權人。公開說明書與財務報告不實責任之請求權人，一般泛稱「投資人」，惟投資人之範圍廣泛，簡述相關條文規定如下：

1. 依「證交法」第32條之規定為善意「相對人」。
2. 除依「證交法」第20條第3項之規定，系爭有價證券之善意「取得人或出賣人」外，另包括同條第4項之「委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，視為前項之取得人或出賣人。」
3. 依第20條之1第1項之規定系爭有價證券之善意取得人、出賣人或持有人。

惟第32條規定之「相對人」是否限於第31條規定之直接與發行人有契約關係之認股人或應募人？若依文義解釋，似僅限於有契約關係者為限；但若基於目的性解釋，侵權行為責任不以契約關係為限，較能保障投資人[3]。觀察第20條民事責任於1988年修正後確定為侵權行為類型，即賠償義務人包括交易對象以外之第三人[4]。則基於體系解釋之合理性，「證交法」第32條之民事責任，亦應屬於侵權行為類型[5]，而不以有契約關係者為限。

二、構成要件

（一）主觀要件

1. 投資人須善意

[3] 陳春山，證券交易法論，2008 年 8 月，頁 352-353。

[4] 77 年證交法第 20 條之修正理由(四)；參見立法院法律系統：http://lis.ly.gov.tw/lgcgi/lglaw。另參見王文宇，從公司不法行為之追訴論民、刑、商法之分際，月旦法學雜誌第 103 期，頁 58。

[5] 見王志誠，發行市場證券詐欺規範之解釋及適用，律師雜誌第 297 期，2004 年 6 月，頁 28。

「證交法」第32條、第20條第3項，及第20條之1第1項之請求權人，皆明定須為「善意」，通說指事前「不知」公開文件之主要內容有不實陳述之情事，而誤信其為真實者，明確宣示本法不保護惡意之原則。如知悉有不實陳述之情事，非因信賴該文件而受損害之投資人，則無此請求賠償之權利，近似於英美法上之「信賴」（Reliance）要件[6]。

2. 原則上採推定過失責任

（1）依「證交法」第20條之1第1項規定：「第20條第2項之財務報告及財務業務文件，或依第36條第1項公告申報之財務報告，其主要內容有虛偽或隱匿之情事，應負責任者對善意取得人、出賣人或持有人因而所受損害應負賠償責任。」又同法第2項規定，除負絕對責任之發行人及董事、總經理外，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。復依第20條之1之立法總說明第九點謂：「為確保公開發行公司財務業務資訊之正確性，以維護證券市場之公正性並保障投資人權益，有必要強化公司財務報告及相關文件製作之管理及會計師查核之民事責任。另鑒於現行證券交易法第20條第2項有關財務報告及財務業務文件內容虛偽、隱匿情事，相關人員所應負擔之賠償責任，有其特殊性，爰就業務文件之範圍、賠償責任之主體、過失責任及其舉證責任之倒置與會計師責任予以明定，俾資明確。」

（2）「證交法」第32條第2項亦有相似之規定，依77年證交法第32條第2項新增之修正理由（二）謂：「本條現行規定採結果責任主義，即公開說明書記載之主要內容如有虛偽或欠缺之情事，

[6] 此「善意」實為因果關係之必要條件，其象徵意義大於實質意義；參見蔡嘉裕，論證券詐欺損害賠償之因果關係，東海大學法律學研究所碩士論文，2005年7月，頁20-21。

本條各款所列之人應與公司負連帶賠償責任，並無免責之餘地。就保護投資人言，固有其優點，但對發行人以外之人，如已極盡調查或相當注意之能事，縱無過失，仍須負連帶賠償責任，顯屬過苛，故增訂第2項可免責之事由，以減輕各該人員之責任，並促進其善盡調查及注意之義務。」

是以，國內學說及實務見解大多認為，關於公開說明書與財報不實所造成之損害，採推定過失責任。而公開說明書不實與財報不實之民事責任，僅利用市場不同、應公開之文件不同，無論初次公開與繼續公開，皆以保護投資人為目的，擔保證券市場上公開資訊之正確性，雖有不同之請求權基礎，但在構成要件上不應存在不合理之差異，在法律解釋時，應力求衡平。在英美法上，信賴與因果關係為不同要件，原告仍須證明效率市場存在或被告不實陳述已反映在市價上，以間接證明其實際信賴存在，則「信賴」為責任成立必要條件之一。信賴推定在性質上屬於事實上推定，事實上推定仍為緩和原告舉證責任之方法，有助於解決實際信賴難以直接證明的問題，確有保障證券市場投資人之價值。惟法律上推定與事實上推定之效果並不相同，「民事訴訟法」第281條、第282條分別定有明文，「證交法」第20條第2項與第32條得否適用？在證券訴訟原告仍須就信賴負舉證責任之情形下，可否解為法律上推定之舉證責任轉換？仍有疑問。

（二）客觀要件

1. 公開說明書

依「證交法」第13條之規定：「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。」學者析其要件[7]：（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。惟「證交法」第32條公開說明書不實責任所指之公開說明書，除初次發行之公開說明書較無爭論外，上市或上櫃之公開說明書、再次發行之公開招募說明書，或第31條以外之公開說明書是否包括在內？向來皆有疑義。實務上有刑事判決持否定說[8]，亦有民事判決持肯定說，故刑事案件無罪，不代表民事賠償責任亦因而免除[9]。依「證交法」第30條第3項之新規定，公司申請上市或上櫃亦有編製公開說明書之義務，將以往「臺灣證券交易所股份有限公司」（下簡稱證交所）及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心」（下簡稱櫃買中心）之私法人內部規章，提升至法律位階，目前公司申請上市或上櫃之公開說明書，亦適用「證交法」第32條之民事責任。

又「證交法」第32條規定不實陳述之客體，乃公開說明書應記載

---

[7] 賴英照，證券交易法逐條釋義第一冊，三民，1996 年 8 月，頁 139。

[8] 台灣高等法院高雄分院88年上重訴字第14號判決謂：「證交法第30 條、第32 條所稱之公開說明書係指公司募集、發行有價證券，於申請審核時應具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已公開發行之股票申上櫃買賣（提撥老股承銷），與證交法第30條、第32條所定之公開說明書未合，自與證交法第174 條第1 項第1款、第3 款之構成要件不符，尚難論以該罪，公訴人援引證交法第174 條第1 項第3 款起訴尚有未合。」

[9] 新竹地方法院90年重訴字第162號判決謂：「被告公司為申請其有價證券在證券交易所上市所出具之公開說明書，是否亦受證交法第32 條之規範？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，倘認為非證交法第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，必須求諸證交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。又證交法於91年6月12日修正時，於第30 條第3 項增列公司申請其有價證券在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣者，準用同條第1 項有關於公司募集、發行有價證券，於申請審核時，除依公司法所規定記載事項外，應另行加具公開說明書之規定；而同法第32 條文義雖僅及於因募集有價證券所交付之公開說明書，然於流通市場繼續公開應出具公開說明書之義務，既準用因募集有價證券所交付者，則關於確保其真實性之法規範，於修法後自應一併適用。故本件原因事實雖係發生於證交法前開法文修正前，依上述說明，被告公司出具之公開說明書亦應類推適用證交法第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。」

事項之主要內容，其應記載事項，散見於各種行政命令，乃發行人編製公開說明書應遵守之形式規定。所謂「主要內容」係一「不確定法律概念」[10]，一般認為相當於英美法上之「重大」（Material）[11]。參考新竹地方法院90年重訴字第162號判決謂：「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。」

2. 財務報告

為確保投資人能取得充分、即時及正確之資訊，藉以評估有價證券所表彰之價值，已發行有價證券之公司，仍有繼續公開（流通市場的公開）之義務，主要規定於「證交法」第36條[12]。依同法第36條第1項、第2項、第3項及「證券發行人財務報告編製準則」第15條之規定，應繼續公開之文件包括：年度財務報告、半年報、季報、月報、臨時報告、年報及財務預測等。發行人為擔保此等公開資料之正確性，並填補投資人之損害，如有不實陳述者，自應依同法第20條第2項以下負民事責任[13]。

3. 誤導性陳述或重大遺漏

資訊揭露文件中某事項記載雖為真實，但因內容有瑕疵易被誤解，致使投資人無法獲得正確認知。如：語意模糊造成一般大眾理解歧異；語意晦澀難懂，雖文義正確，但一般大眾難以理解；部分陳述遺漏，致未完全表述事實全部情形等。另一種情形是，

---

[10] 主要內容一詞，性質上屬於不確定法律概念，故須於個案中依價值判斷，予以具體化；參見劉連煜，新證券交易法實例研習，頁248 註5；陳春山，前註3，頁354。

[11] 余雪明，前註1，頁612。

[12] 林仁光，論證券發行人不實揭露資訊之法律責任—兼論證券交易法修正草案第二十條，律師雜誌第297期，2004年6月，頁35。

[13] 民國77年證交法第20 條之修正理由(二)：第2 項新增。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。參見立法院法律系統：http://lis.ly.gov.tw/lgcgi/lglaw；併參陳春山，前註3，頁347-348。

資訊揭露文件未記載依法應記載事項，或未記載為避免文件不致被誤解所必須記載之重大事項，係以不作為方式進行消極不實陳述，如：公司因故意或過失，對其涉及對公司有重大影響之訴訟案件，未記載於募集資金之公開說明書中，使投資人難以瞭解所面臨之風險。故要求資訊公開揭露，凡對投資人判斷證券價值有影響之資訊應全部公開，俾使具有理性之個人於公開文件發出時對公司股份或債券，及公司財務狀況與營利能力，可得到確切之結論。除法定所列舉之事項外，對於法律規定應填具表格以外之資訊，若可能被投資人期待與信賴，並據以根據做成投資決策，揭露義務人必須為其誤導負起損害賠償之民事責任。類型如下：

（1）不實陳述

所謂不實陳述可分為發行市場的不實陳述與交易市場上的不實陳述：前者指證券發行過程中的機構或者個人對證券發行之事實、性質、未來預測，及相關法律規定等事項之陳述有虛假、誤導或重大事項遺漏之情形，致使投資人於不明真相的情況下為投資之決定。簡述不實陳述行為如下：

（2）虛偽

所謂虛偽係指陳述之內容與客觀之事實不符，而為陳述者在陳述時所明知[14]。如在公開說明書或財務報表中積極傳達與客觀事實不符之資訊內容，即構成「證交法」第32條或第20條第2項規定之虛偽行為。如：杜撰客觀上沒有發生或未剔除無合理基礎之事項等，最常出現於財務報表，包含以下幾類：

A. 虛增資產負債比例，虛構公司償債能力。

B. 虛構股東權益，誇大公司實力。

C. 虛報營利或虛報資產價值。

[14]劉連煜，前註 10，頁 249。

D. 虛構成本費用，誇大公司效益。

E. 運用多報營業收入、虛構營業資本周轉率、高估無形資產，誇大公司信用等手段進行財務報表不實記載。

（3）隱匿

所謂隱匿係指明知重要之事實而不予陳述，或陳述不完整而言[15]；除包括完全不記載之情形外，亦應包括「誤導性陳述」（Misleading statement），即陳述偏頗，使投資人誤解之情形[16]。惟隱匿是否限於主觀故意？有學者認為：如就違反「證交法」第32條及第20條之刑事責任，應以處罰故意犯為限；但如就民事責任而言，即使僅為過失，亦應負責[17]。關於隱匿部分事實之陳述與徹頭徹尾的謊言，效果上並無差別，其陳述皆非真實（Untrue）[18]。完全不揭露（Complete nondisclosure），原則上並無法律責任，除非交易之當事人一方，意圖妨礙他方取得重要資訊；或者因雙方間有忠實義務（Fiduciary duty）或相類似的信賴（Trust and confidence）關係，而一方對他方負有合理注意事項之義務（Duty of reasonable care）。我國最高法院亦認為，單純緘默原則上不構成詐欺，惟例外於有告知義務卻違背之者，則仍構成詐欺，可供參照[19]。

（四）責任要件

1. 不法行為與損害賠償間有因果關係

依我國通說，無論責任成立因果關係或責任範圍因果關係之認

[15]陳春山，前註 3，頁 354；劉連煜，前註 10，頁 249。
[16]劉連煜，同前註 10；陳春山，同前註 3。
[17]王志誠，發行市場證券詐欺規範之解釋及適用，律師雜誌第 297 期，2004 年 6 月，頁 27。
[18] Loss, Louis & Seligman, Joel, Fundamentals of Securities Regulation, 5th ed., 912 (New York: Aspen Publishers, 2004).
[19]最高法院33年上字第884號判例謂：民法第92條第1項所謂詐欺，雖不以積極之欺罔行為為限，然單純之緘默，除在法律上、契約上或交易之習慣上就某事項負有告知之義務者外，其緘默並無違法性，即與本條項之所謂詐欺不合。

定，向以相當因果關係說（Adäquanztheorie）為判斷標準：有認為「依一般經驗法則，認為有此行為，通常即足生此種損害者，則行為與結果之間即有因果關係；無此行為，必不生此種損害；有此行為，通常亦不生此種損害者，即無因果關係」；亦有認為「某原因僅於現實情形發生某結果者，尚不能即斷定其有因果關係，必須在一般情形，依社會通念，亦能發生同一結果者，始得認定有因果關係」[20]。就相當因果關係之要件而言，可區分為「條件關係」與「相當性」，相當於英美法上之「事實上因果關係」與「法律上因果關係」。惟美國聯邦法院對於損害因果關係之法律上因果關係判斷標準不一，有採直接因果關係說、損害預見說、風險實現說、些許因果關聯說等[21]。而所謂之法律上原因（Legal cause） 通常以直接（Direct）、最近似（Proximate）或可預見（Foreseeable）作為判斷標準，雖與「相當性」地位相當，但標準並不相同。

對「證交法」第32條或第20條第2項之請求權人而言，證明責任成立之因果關係之相當困難，尤其是證明其因信賴被告而陷於錯誤之部分，類似英美法之信賴關係要件[22]。在涉及財務報告等公開文件不實陳述之證券詐欺案例，一般投資人囿於欠缺會計財務及法律等專業知識，通常缺乏實際閱讀公開說明文件之能力或意願，則投資人似乎並無陷於錯誤之可能。在無法證明原告有實際信賴（Actual reliance）之情況下，既然沒有實際信賴（未因被告

[20]鄭玉波，「民法債編總論」，頁 156，三民，1990 年 9 月 13 版。另參見最高法院 48 年台上字第 481 號、30 年上字第 18 號、23 年上字第 107 號等判例。

[21]莊永丞，「論證券交易法第二十條證券詐欺損害賠償責任之因果關係」，中原財經法學第8期，頁173-177，2002年6月。

[22]聯邦法院肯認「信賴關係」（Reliance）為 Rule10b-5 之構成要件，此一「信賴關係」存在可證明被告不實陳述與原告損害間存在「一般連結」（casual connection），此亦為普通法對詐欺相關之犯罪行為之基本要求。Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988). CERTIORARI TO THE UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE SIXTH CIRCUIT, No. 86-279. Argued November 2, 1987. Decided March 7, 1988.

實施詐術而陷於錯誤），自不構成因果關係使責任成立，故被告不須負損害賠償責任[23]。

2. 損害賠償計算方法與範圍

投資人受損害為民事責任之必要條件，投資人受不實陳述之誤導而為投資（買賣）有價證券之決定，進行不適當之交易，除涉及意思決定自由之侵害外，投資人進行該不適當之交易而蒙受金錢損害，屬「純粹經濟上損失」（Pure economic loss），在計算金錢損害之範圍上，必須確定某數額之金錢損害可歸責於被告之不法行為[24]。賠償請求權人之損害，主要為股價下跌之損失，由於股價變動具波動性與不確定性，甚難判斷證券詐欺行為對股價影響之真實程度，常無法合理計算出投資人損害金額，對此我國「證交法」相關條文亦無明文。基於「證交法」民事責任為「民法」之特別法，對於損害賠償之方法與範圍，自應適用「民法」相關規定。

（1）證券詐欺行為之損害賠償範圍

按「民法」第213條規定，被害人之財產上損害，被害人得逕請求加害人支付回復原狀所必要之費用，以代回復原狀。是以損害賠償以回復或填補他人所受損害，使被害人在法律評價上，回復至未受損害之原狀；手段上可技術上修復，或金錢填補[25]。其損害賠償之範圍，則依同法第216條至218條之1等規定，原則上證券市場應無「民法」第215條所稱「不能回復原狀或回復原狀顯有重大困難」之情形。於計算上，有以賠償義務人所獲利益，或所避免之損失為計算基礎；亦有以

[23]蔡嘉裕，「論證券詐欺損害賠償之因果關係」，頁 158-159。
[24]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」，台大法學論叢，第33卷5期，2004年9月，頁79。
[25]邱聰智，新訂民法債編通則（上），2003 年 1 月，頁 354。

賠償權利人所受損害或所失利益為賠償金額者；亦有主張同時運用兩種標準，擇其對請求權人有利者。

晚進學者多以我國「證交法」立法係仿自美國，主張借鏡其法院實務之見解計算。一般有「毛損益法」（Gross income loss）與「淨損差額法」（Out-of-pocket method）兩種計算方法，即證券之「真實價值」與「買價或賣價間之差額」，其內涵容後再述。

（2） 公開說明書不實之損害賠償範圍

「證交法」第32條僅規定「原告因而所受之損害」，我國向來判決對損失賠償計算方法亦未一致，常見以「民事訴訟法」第222條規定：「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。」為由，目前實務上計算方式略有：

A. 以原告買入之價格與起訴後所受價格之差額，作為賠償金額[26]。

B. 以該個股之股價，在發現公開說明書不實後相當期間之跌幅，減除其他數家相同業務性質公司股價之平均跌幅後之差額，作為賠償金額基礎。

C. 已事實發生日至消息沈澱期間的個股跌幅，與「類股指數」於同段期間之平均指數跌幅之差額，作為計算賠償金額之基礎[27]。

[26]臺灣台中地方法院 90 年度重訴字第 706 號民事判決。
[27]臺灣新竹地方法院 90 年度重訴字第 162 號民事判決。

第二節 相關判決

壹、公開說明書記載不實

一、京元電子案[28]

（一）事實說明

京元電子為國內從事晶圓、積體電路封裝測試產業之公司，2000年底向證交所申請股票上市，經核准後，對外辦理上市前之公開承銷，並於2001年4月2日刊印上市公開說明書。於2001年3月中旬，做為該公司股票競價拍賣期間，2001年4月公開申購。2001年5月9日京元電以65.32元掛牌上市，卻在2個多月後、7月25日就宣布調降財測，獲利陡降97%，每股純益（EPS）降至0.96元；到了10月29日更第二度調降財測，營收再下修到38.43億元，由盈轉虧稅前淨損10.61億元。

京元電一掛牌就二度調降財測，且由盈轉虧，證交所曾兩度到公司進行實地查核，證交所最後以承銷商對財務預測過於樂觀為由，對承銷商予以記點處分。另樺彩公司等多位投資人也向法院提起訴訟，指控公司財務預測作假，要求公司賠償損失，投保中心也替投資人向公司求償。

（二）請求權基礎

依「證交法」第20條、第32條及「公司法」第23條請求京元電子、京元電子負責人、總經理等負損害賠償之責任。

[28] 最高法院97年度台上字第432號，判決歷程參見投資人保護中心網頁 http://www.sfipc.org.tw/business/c8_1text.asp?BcNo=42 瀏覽日期：2013年3月1日。

（三）爭點整理

1.更新財測是否屬「證交法」第32條所規定公開說明書之主要內容？

2.「證交法」第20條所指之虛偽、隱匿、詐欺或其他足致他人誤信之行為，是否僅限於故意？

3.財務預測及公開說明書是否有虛偽隱匿？

4.請求權之行使，是否已罹於時效消滅？

（四）法院見解

1. 更新財測是否屬證券交易法第32條所規定公開說明書之主要內容？

（1）財務預測係對未來財務狀況、經營成果及現金流量所作之「預估」，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」。

（2）「證交法」第32條之規範對象，乃係針對在公開說明書之應記載主要內容有虛偽或隱匿之情事者，而「主要內容」一詞，證券交易法並未加以定義。本件事實係發生在91年6月12日「證交法」第36條之1公布施行日之前，「證交法」第36條之1增訂前，「證交法」及「公司法」尚未對財務預測資訊加以規範。故本件系爭更新財測，應非「證交法」第32條所規定之公開說明書之主要內容。

（3）依「相同事件應為相同處理」之原則，系爭更新財測非「公開說明書之主要內容」，且京元電子並無「證交法」第20條之故意虛偽、隱匿之情，業經最高法院其他判決確定。

（4）本件之系爭更新財測，既非「證交法」第 32 條所規定之公開說明書之主要內容，自無從適用該條之規定，原告等主張依「證交法」第 32 條之規定向請求賠償，即無理由。

2. 證券交易第 20 條所指之虛偽、隱匿、詐欺或其他足致他人誤信之行為，是否僅限於故意？

（1）「證交法」第 20 條條文所指之虛偽、詐欺、隱匿之行為，從條文之文義加以解釋，應係指故意之行為而言。又本件系爭更新財測非「證交法」第 32 條所定公開說明書之主要內容，已如前述，惟因同法第 20 條所規定之虛偽、隱匿之用語，與證交法第 32 條所規定者相同，自應作相同之解釋，均限於故意，不包括過失行為在內。

（2）「證交法」第 20 條之 1 雖明定相關行為人應負無過失責任及推定過失責任，惟查「證交法」第 20 條之 1 係 95 年 1 月 11 日始增訂，而本件訴訟原因事實係發生於 90 年 3 月間，彼時尚無「證交法」第 20 條之 1 之規定，且證交法及相關法令，亦無溯及既往之規定。

（3）縱京元電子等對更新財測之預測結果，就事後檢視而言，係屬高估預測值，與京元電子在其後之實際營運結果有所不合，並有不小之差距，且京元電子等於編製系爭更新財測當時，未將上訴人所指稱之其他當時已看壞半導體景氣之報導，予以一併揭露在該更新財測中，惟京元電子於編製系爭更新財測時，係依據當時已經正式發表，且屬由具有相當公信力之半導體景氣預測機構 Dataquest 及工研院 ITIS 等所作，包括系爭 90 年度在內之半導體景氣預測資料，並參酌京元電子 89 年度、90 年初之營業收入情形、公司歷年之營業客觀數據，再佐以京元電子 88 年度、89 年度所購置之固定資產及 90 年度將購置測試機台

以擴充產能等情事，作為其預測當時之重要基本假設，尚非無據。故依前述之說明，尚難認被上訴人等上開編製系爭更新財測之行為，構成上訴人所指述之故意「虛偽、隱匿、詐欺或其他足致他人誤信」之行為。

3. 財務預測及公開說明書是否有虛偽隱匿？

京元電子等就系爭更新財測之編製、公布，既無「證交法」第20條所定之虛偽、隱匿、詐欺或其他足致他人誤信之行為，亦無同法第32條之適用，準此，即難認京元電子之負責人，對於該公司業務之執行，有何違反法令致投資人受有損害之情形，故依「公司法」第23 條之規定，請求連帶負賠償責任，亦屬無據。

4. 請求權之行使，是否已罹於時效消滅？

本件個別投資人既至遲於91年5月7日京元電子召開股東會時，即已知悉其等所提起本件損害賠償訴訟之原因事實（即系爭更新財測涉嫌有不實、隱匿等虛偽隱匿之原因事實），則至投資人於93年6月1日提起本件訴訟時，已逾請求權行使之2年時效期間，而京元電子復已為時效之抗辯並拒絕給付，則上訴人主張依「證交法」第20條、第32條之規定，訴請被上訴人連帶負賠償責任，亦乏依據。

（五）判決結果

1. 新竹地院

一審[29]：判決京元電子敗訴，判決賠償3303萬7253元。

二審[30]：京元電子勝訴。

三審[31]：京元電子勝訴定讞。

[29]臺灣新竹地方法院民事判決93年度重訴字第59號
[30]臺灣高等法院民事判決96年度金上字第5號
[31]最高法院民事判決97年度台上字第432號

2. 台北地院

一審[32]：投資人所指稱之損害與京元公司之財務預測瑕疵間，並無因果關係，判決京元電子勝訴。

二審[33]：上訴駁回，維持京元電子勝訴判決。

三審[34]：京元電勝訴定讞。

二、順大裕案[35]

（一）事實說明

廣三集團於民國 86 年成立，曾○○擔任總裁，轉投資順大裕等 19 家公司。87 年 3 月以順大裕為支付各項住宅營建工程款，向證期會申請辦理現金增資 100 億 7,000 萬及無擔保可轉換公司債 20 億，於同年 4 月 16 日經核准後，於順大裕公司 87 年 4 月 24 日刊印募集現金增資股票公開說明書中，虛偽記載上述現金增資之目的，致使一般投資大眾因信賴上述公開說明書之內容，而認購順大裕公司現金增資股票，繳交股款。於同年募得款項後，曾○○等未依現金增資計畫執行，而係將其中 36 億償還銀行借款，餘供炒作順大裕、台中企業等股票之用。又為誘使投資大眾購買順大裕股票，於 87 年第 3 季財報同時隱匿該公司將相關財產設質予銀行，及與公司關係人進行虛偽交易之事實。投資人因信賴順大裕對外公布之不實陳述，於 87 年第三季財報公布期間，買進該公司股票，並於嗣後公司遭掏空消息遭揭露後賣出股票，致投資人嚴重受損。保護中心因順大裕 87 年第三季財報不實，替 591 名投資人求償。

---

[32]台北地方法院民事判決 93 年度金字第 40 號

[33]臺灣高等法院民事判決 95 年度台上字第 5 號

[34]最高法院民事判決 97 年度台上字第 1280 號

[35]台中地院 91 年訴字第 1769 號；高等法院台中分院 94 年金上易字 1 號；台中地院 90 年重訴字第 706 號；高等法院台中分院 93 年金上字 2 號。

（二）請求權基礎

「證券交易法」第 32 條、第 20 條及民法第 28 條、第 188 條、第 184 條、第 185 條之規定。

（三）爭點整理

1.投資人提起刑事附帶民事訴訟是否有理由？

2.順大裕公司有無故意為不實資訊致他人誤信之情況？

3.投資人所受損害與公開說明書、財報不實有無直接或相當因果關係？

（四）法院見解[36]

1.刑事附帶民事訴訟制度之原始功能，係使刑事被告之刑事責任與民事責任，能在同一程序中一併解決。因此刑事訴訟法第 487 條第 1 項規定，因犯罪而受損害之人，係刑事附帶民事訴訟之合法原告。惟就合法被告之範圍，同法條規定除刑事被告以外，更兼於「依民法」負賠償責任之人。換言之，在立法形式上已不囿於刑事責任與民事責任合一認定之目的。本院認為原告等對於被告等提起刑事附帶民事訴訟，均合於「刑事訴訟法」第 487 條第 1 項之規定，要無不合法之情形。

2.「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。」學者稱之為「一般的反詐欺條款」。公司所申報或公告之財務報告及其他業務文件內容，如有虛偽或隱匿情事，亦可能符合該項規定，惟為適用明確、並保障善意之有價證券取得人或出賣人之利益起

[36]裁判要旨參見法源資訊整理內容摘自台中地院 90 年重訴字第 706 號，http://www.selaw.com.tw/Scripts/Query1A.asp?no=4I&K1=損害賠償&N1=重訴&N2=706 瀏覽日期：2013 年 3 月 10 日。

見，證交法於 77 年修正時增訂第二項「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」規定。是以，發行人（公司）以外之人，對於公司所申報或公告之財務報告及其他業務文件內容，因故意或重大過失而有虛偽或隱匿之情事，亦應構成「證交法」第 20 條第 1 項所定之「虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為」。換言之，公司以外之行為人意圖誘使善意相對人為有價證券之交易，故意虛偽或隱匿財務報告及其他有關業務文件，致使善意相對人交易有價證券受有損害，應負損害賠償責任，已無庸贅言；倘法律或契約具有作為義務之人，因故意或重大過失而「不作為」，以致公司所申報或公告之財務報告及其他業務文件內容有虛偽或隱匿者，亦應對於善意相對人所受損害，負賠償責任。

3.「證交法」第 32 條關於公開說明書虛偽、隱匿情事，公司負責人應與公司對於善意相對人所受損害負連帶賠償責任之規定，係採取「結果責任」主義，已經 77 年修正立法理由所載明，意即公開說明書記載之主要內容如有虛偽或欠缺之情事，該條各款所列之人應與公司負連帶賠償責任，並無免責之餘地。惟為減輕發行人以外之人之責任，並促進其善盡調查及注意義務，該條第二項乃規定：「前項第一款（即公司負責人）…對於未經前項第四款之人（即會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員）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真實者，免負賠償責任…」免責事由。換言之，在具體訴訟上公司負責人應舉證證明其對於公開說明書未經會計師或律師簽證之主要內容，已盡相當之注意義務，並有正當理由確信其主要內容無虛偽、隱

匿情事；或對於經會計師或律師簽證之意見有正當理由確信其為真實者，始得免除賠償之責。

4.我國「證交法」第 32 條就公開說明書中關於簽證會計師責任之規定，僅限於會計師就其所「應負責部分」與公司負連帶賠償責任，且會計師得舉證證明已經「合理調查，並有正當理由確信其簽證或意見為真實」免除賠償責任。惟「證交法」第 20 條並無「部分責任」及免責事由之規定，對於僅執行核閱財務報告之會計師而言，令其負擔無法預測之民事賠償責任，顯失公平。且違反核閱及查核準則之會計師，均應負擔相同之賠償責任，法理上亦有未合。我國「會計師法」第 18 條關於「利害關係人」之範圍，實務上向無定論，當會計師故意有不正當行為，或故意違反、廢弛其業務上應盡之義務時，擴大會計師負賠償責任之範圍，應無疑義，立法例上亦有此趨勢；惟會計師僅具有過失時，應其對無法預測之潛在投資人所受之一切損害負賠償責任，實屬過苛，亦與「民法」第 184 條規定之一般侵權行為損害賠償要件容有未合。蓋利害關係人所受之損害，可能均為經濟上之損失，其權利遭受侵害，實難想像。因此當會計師故意有不正當行為，或故意違反、廢弛其業務上應盡之義務時，解釋上或可認為其「故意以背於善良風俗之方法加損害於他人」，惟會計師僅具過失情節，而有違反一般公認之審計準則之時，各該審計準則乃會計師從事審計工作之行為規範，尚難認為係「保護他人之法律」，故單純以會計師違反審計準則，而使其與實際製作不實財務報告之行為人，均對於第三人所受之經濟上之損失，同負賠償之責，理論上恐有失衡之嫌。

5.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、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。就外國實務上，美國法院曾以集體訴訟之背景為動力，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「以信賴市場之股價」為由說明其間接信賴了公開之資訊，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害者。

（五）判決結果[37]

1. 一審[38]：投資人保護中心因順大裕 87 年第 3 季財報不實，替 591 名投資人求償，其中控告順大裕及其董事長張○○、負責人曾○○、財務經理黃○○部分勝訴，判決順大裕公司及經營高層須負 2.02 億元的連帶賠償責任，但在控告會計師和董監事部分則敗訴。
2. 二審[39]：一審敗訴被告指摘一審判決不當，求予廢棄，上訴無理由駁回。

貳、財務報告記載或說明不實

一、立大畜案[40]

（一）事實說明

[37] 本件投資人另有依操縱市場、內線交易等請求提起訴訟，一審:台中地方法院 90 年度重訴字第 700 號;二審:台灣高等法院台中分院 97 年度金上字第 6 號;三審:最高法院 99 年度台上字第 2244 號；更審:台灣高等法院台中分院 100 年度金上更(一)字第 2 號。

[38] 台中地方法院 90 年度重訴字第 706 號

[39] 台灣高等法院台中分院 93 年度金上字第 2 號

[40]高雄地方法院 91 年重訴字第 447 號、高等法院高雄分院 94 年金上字第 1 號判決、最高法院 97 年台上字第 1118 號、第 1119 號、高等法院高雄分院 97 年金上更（一）字第 2 號判決。

立大農畜股份有限公司（以下稱立大畜）先後任董事長於 1999 年 5 月 6 日至同年 11 月 30 日止，陸續藉董事長職權，私自挪用侵占公司款項，並以預付土地款之名義等不實會計科目登載於帳冊上，進而於該公司 1999 年上半年度及第三季財報為虛偽之記載。原告係於立大畜上述不實財報公布後買進該公司股票之投資人，因善意信賴上開財務報告內容，自公告後 1999 年 9 月 24 日起，於股票市場買受立大畜公司股票。直到立大畜公布 1999 年度財務報告時，始知悉上述公司資產遭侵占之事實[41]。

（二）請求權基礎及爭點整理

原告依照「證交法」第 20 條、「公司法」第 23 條、「民法」第 28 條、第 184 條、第 185 條及「會計師法」第 17 條、第 18 條等規定，向立大畜及相關行為人請求損害賠償。本案爭點如下：

1. 被告不實財務報告與原告所受損失間「因果關係」之認定，法院見解如下[42]：

（1）立大畜於 1999 年半年報與第三季財報中隱匿被告私自挪用侵占立大畜款項之事實，足堪認定該財務報告顯有應揭露而未揭露或未及時揭露之虛偽及隱匿情事。財務報告係「投資人投資有價證券之主要參考依據，應具有可靠性、公開性及時效性，以使投資大眾瞭解公司之現況及未來展望[43]。」故法院認為：股價為反應公開財務資訊之媒介，「在多重因素相互交叉影響下，實難認某特定不實之資訊對某特定股票交易並無影響。況本件特定股票之交易，立大畜之財務報告若有不

[41]高雄地方法院 91 年重訴字第 447 號判決。
[42]臺灣高等法院高雄分院 94 年金上字第 1 號判決參照。
[43]臺灣高等法院高雄分院 94 年金上字第 1 號判決參照。

實，自會影響其股價之漲跌及投資人購買該股票之意願[44]。」

（2）本案原告「因信賴該財務報告，不知大股東侵占款項之事實，始仍購入股票，其後大股東侵占之事實陸續揭露後，股價持續下跌，致其中部分低價賣出，或因投資目的仍持有股票，或因不願低價賣出，致股票下市時仍未賣出，而受有損害，其損害與財務報告不實間，自有相當因果關係[45]。」

2. 對於損害賠償數額之認定：

（1）高等法院認為：「（原告）等人主張其所受股價之差額損害，係以買入時之價格減去賣出時之價格，如尚未賣出，因係暫停交易而無法出售，則以暫停交易當月（90 年 7 月 19 日暫停交易）之月平均價易為計算（如先後多次買入，則以先入先出法為計算[46]）。」且立大畜並不爭執，據以計算數額。

（2）最高法院認為：被告應賠償者，應以原告對於本件股票之「不當購買價」與「該股票「真實價格」之差額，違背上訴人得求償之金錢損害，而真實價格應係不實資訊揭露反映至股票市場，經合理期間所形成之價格。為此參採美國「1995 年證券民事訟爭改革法」（即 PSLRA）有關以不實消息更正日起 90 日平均價格，擬制為該有價證券未受不實財務資訊影響之所謂「真實價格」，作為計算投資人損害賠償標準。

3. 立大畜案法院認定不實財報與股價變動間具有直接關係，且不實財報與原告損害具有「相當因果關係」，被告應負損害賠償責任[47]。但前後審法院對損害賠償數額之認定，卻出現歧異。高等

---

[44] 同前註。

[45] 同前註。

[46] 先入先出法者，以先買入者與先賣出者之差價計算，再以次買入者與次賣出者之差價計算，依序算定損害賠償額度。

[47] 台灣高等法院高雄分院 94 年金上字第 1 號判決：「…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，立大畜之財務報告若有不實，自會影響其股價之漲跌；其後大股東侵占之事實陸續揭露後，股價持續下跌，致其中部分低價賣出，或因投資目的仍持有

法院係以完全價差法（或有稱毛損益法）為計算原則，即以原告買入時之價格減去賣出時之價格計算損害賠償額，將交易後所生損害歸被告負擔。

4. 最高法院以「公告此項資訊至暫停交易日之期間長達一年有餘，則市場適當反應該項重要資訊所需之期間為何？倘投資人於適當反應期間內未出脫持股導致擴大其損害是否有與有過失情事，核與應否減免上訴人之賠償責任攸關[48]。」僅以「(原告)起訴前已賣出股票者，以賣出之價額計算，仍持有股票者以暫停交易當月之月平均價計算未出售股票部分之股價損失，不無可議[49]。」為由廢棄原判決，發回高等法院續為審理。

（三）判決結果

1. 一審[50]：高雄地方法院援引美國詐欺市場理論：認原告之損害與立大畜不法行為有因果關係，本於「證交法」第 20 條第 1、2、3 項，「公司法」第 23 條及民法第 28 條、第 185 條第 1 項規定，請求丙○○、戊○○、乙○○等三人與立大畜連帶給付賠償。
2. 二審[51]：高等法院高雄分院認為，因果關係推定，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，即可受推定已就交易因果關係部分盡其舉證責任，而維持原判決。
3. 三審[52]：最高法院認為，董事挪用侵占公司款項之資訊，確屬影響投資人進場投資及繼續持有該股票意願之重要資訊，然上訴人公告此項資訊至暫停交易日之期間長達一年有餘，則市場適當反

股票，或因不願低價賣出，致股票下市時仍未賣出，而受有損害，其損害與財務報告不實間，自有相當因果關係…。」

[48] 最高法院 97 年台上字第 1118 號判決。

[49] 同前註。

[50] 高雄地方法院 91 年度重訴字第 447 號判決。

[51] 台灣高等法院高雄分院 94 年度金上字第 1 號判決。

[52] 最高法院 97 年度台上字第 1118 號判決、第 1119 號判決。

應該項重要資訊所需之期間為何？倘投資人於適當反應期間內未出脫持股導致擴大其損害，是否有與有過失情事？與應否減免上訴人之賠償責任攸關。原審就此未詳加調查審認明晰，徒以起訴前已賣出股票者，以賣出之價額計算，仍持有股票者以暫停交易當月之月平均價計算未出售股票部分之股價損失，不無可議。上訴論旨不當，聲明廢棄，非無理由，發回更審。

4. 更審法院[53]：

（1）被上訴人（原告）因誤信上訴人（立大畜）不實之財務報告而高價購買股票，該公平合理價格應以不實情事揭露後 90 個營業日收盤平均價，擬制為該有價證券未受不實財務資訊影響之所謂「真實價格」，計算投資人損害。就此損害賠償部分，被上訴人對於損害之發生並無可歸責原因，自無與有過失可言。

（2）上訴人更正不實消息後，被上訴人未適時出脫持股，該公平合理價格以外之盈虧，即屬被上訴人自身對上訴人公司財務狀況加以評估及未來發展有所期待後，判斷是否應繼續持股之結果，其損益即非上訴人所造成，應由被上訴人自行承擔此風險，上訴人對此應無須負賠償責任。被上訴人雖主張上訴人更正其不實財務報告後，股價持續下跌，成交量甚低，伊無法出脫持股，此損害不可歸責於伊云云。惟股票持有人能否出脫持股，應視市場買賣雙方對公司未來前景、業務、財務判斷及所要求買賣價 格（報價）等因素而定，尚難就成交量單一因素具體認定。

二、大中鋼鐵案[54]

[53] 臺灣高等法院高雄分院 97 年度金上更（一）字第 2 號判決。

[54]大中鋼鐵公司財報不實之訴訟案件有二，分別由投資人個別提起（台中地院 91 訴字第 243 號判決 台灣高等法院台中分院 92 年上易字第 471 號判決），及由證基會與投保中心提起之團體訴

（一）事實說明

大中鋼鐵公司（以下簡稱大中鋼鐵）於 1998 年間，其負責人為掌控公司經營權，以編造同業往來、股東往來、預付款之虛偽不實會計科目挪用資金炒作股票，嗣後為掩飾公司財務困境，於該公司 1998 年第 3 季財務報告隱匿相關資訊。又於該公司 1997 年及 1998 年度財務報告中，隱匿負責人擅自簽發公司票據及以公司名義擔任背書保證對外借款等情事。原告係於大中鋼鐵公布上述不實財務報告期間買進該公司股票，並於該公司爆發財務危機後賣出股票遭受損害之投資人，依「證交法」第 20 條，請求被告大中鋼鐵及相關行為人負損害賠償責任。

（二）請求權基礎及爭點整理

1. 高等法院對因果關係之認定[55]：

（1）被告確實以積極詐偽行為，掩飾大中鋼鐵資產遭掏空之情事，且被告捏造不實會計憑證資料使編製於上開財報，依「證券發行人財務報告編製準則」第 5 條第 1 項之規定，財務報告內容應能允當表達發行人財務狀況、經營結果及現金流量，且不致誤導利害關係人之判斷與決策。本案大中鋼鐵確有應揭露而未揭露於財務報告之行為，顯然違背「證交法」第 20 條第 2 項虛偽或隱匿財務報告之情事。

（2）法院以「投資人因信賴上述該等不實之財務報告而陷於錯誤，產生誤信，進而購買（大中鋼鐵）股票之情形，因而受有損失

訟（台中地院 91 年重訴字第 334 號判決，台灣高等法院台中分院 93 年金上字第 4 號判決），以下論述係以台灣高等法院台中分院 93 年金上字第 4 號判決為主，先予敘明。

[55] 臺灣高等法院台中分院 93 年金上字第 4 號判決。

[56]。」復以「(大中鋼鐵)須舉證證明所為虛偽詐欺行為或不實財務報告與投資人之損害無因果關係方屬已足，否則不得免除其責任[57]。」認為被告應負擔損失因果關係之舉證責任。

2. 援用「相當因果關係」理論

高等法院指出，縱不採詐欺市場理論，依據實務通說之相當因果關係理論，亦應認定大中鋼鐵公告不實財務報告與被上訴人等人之損害間有因果關係。「蓋如無公告不實財務報告，隱匿財務狀況惡化之情形，則該消息對外公告經媒體轉載後，必影響股票之價格，投資人實不致以過高之價格買進大中鋼鐵之股票，而蒙受日後真相爆發後股價下跌之損失。故主張不實財務報表之記載，與(原告)損害間並無因果關係，顯係卸責之詞[58]。」

(三)判決結果

1. 一審[59]：「詐欺市場理論」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「以信賴市場之股價」為由說明其間接信賴了公開之資訊，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害者。原告投資人，並無證據足以證明其等明知各該文書之內容不實，客觀上合於證券交易法第二十條所稱之「善意取得人」文義，是原告等所受損害與被告亥、丁、辛、戊、黃○○、癸、丑等刑事被告故意行為

[56] 同前註。
[57] 台灣高等法院台中分院 93 年金上字第 4 號判決。
[58] 同前註。
[59] 台中地方法院 91 年度重訴字第 334 號判決。

間，具有相當因果關係，被告大中鋼鐵應負證券交易法第二十條第二項之發行人之責任。

2. 二審[60]：被上訴人等 224 人皆為一般投資大眾，因信賴上訴人大中鋼鐵之 87 年第 3 季財務報告，而買進該公司股票，後因該公司之弊案事發敗露，乃分別賣出股票或繼續持有股票。本件投資人其因上訴人等 8 人罪行所遭致之損害，係自上訴人罪行於 88 年 1 月 16 日晚被揭露後的第一個交易日（88 年 1 月 18 日）開始，大中鋼鐵股價連續 29 個交易日無量跌停，終至下市，造成被上訴人等 224 人慘重損失，此種損失和傷害，已超出被上訴人等 224 人在法理和正當投資行為上應該承擔之投資風險和責任，且由上訴人等人惡意挪用掏空上市公司資金，製作不實的財務報表和發布不實的公開訊息，欺瞞主管機關和投資大眾之罪行所造成。況於原審所受損害計算方式上訴人同意以「先進先出法」計算損失，經計算後，除已和解而撤回部分外，參酌「民事訴訟法」第 222 條第 2 項規定，被上訴人所受損害如原判決附表所示金額，其請求於法有據[61]。

3. 更審[62]：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」，自應將非可歸責於債務人之變動狀況考慮在內。是本件計算方式，應以被上訴人購買股票價格減去該股票公平價格之差額，以計算賠償金額，始為合理。至被上訴人主張以毛損益法計算損害，即以售出價格為公平價格，由買進價格扣除售出價格得出損害。惟此計算損害賠償方式，無異於使投資人買賣股票將無損益負擔，而回復

[60] 台灣高等法院台中分院 93 年度金上字第 4 號判決。

[61] 臺灣高等法院台中分院 93 年金上字第 4 號判決：「…投資人因信賴上述該等不實之財務報告而陷於錯誤，產生誤信，進而購買股票之情形，因而受有損失…」;「…（大中鋼鐵）須舉證證明所為虛偽詐欺行為或不實財務報告與投資人之損害無因果關係方屬已足，否則不得免除其責任。」

[62] 臺灣高等法院台中分院 98 年金上更（一）字第 1 號判決。

於未購買前之原來狀態，而不必市場因素所產生之價格變動風險。應以類比指數比較法計算被上訴人之損失，即不論被上訴人等是否已售出股票，或何時售出，均以自投資人買入大中公司股票時至 88 年 2 月 4 日之市價之跌幅扣除鋼鐵類股大盤跌幅後之結果，以投資人買受之價格乘以上開結果。

4. 最高法院[63]：上訴無理由，維持原審判決。

三、遠森案[64]

（一）事實說明

遠森網路科技股份有限公司負責人（被告）指示遠森公司不知情之會計人員，製作不實之遠森公司楊梅購地案各項成本明細表，再要求鑑價公司配合抬高鑑價以製作不實之鑑價報告。並將其後發生的各不實交易均記載於遠森公司 1998 年起之各期財務報告內。善意投資人（原告）分別從遠森公司所揭露之財務報告中，得知該公司之財務狀況及其經營現況，因此自 1999 年 4 月 24 日起半年內購入遠森公司股票。嗣後於前揭利益輸送之消息揭露時（即同年 4 月 28 日），原告不得已出售所購入之股票，因此所生價差，投資人認受有損失，依法提起訴訟。

（二）請求權基礎及爭點整理

1. 依「證交法」第 20 條第 2 項、第 3 項及「民法」第 28 條、第 184 條第 1 項後段、第 2 項及第 185 條之規定，請求遠森公司負損害賠償責任。又部分共同被告甲、庚為公司之負責人，另依「公司

[63] 最高法院 100 年度台上字第 640 號判決。
[64] 臺灣高等法院 94 年度金上易字第 1 號判決。

法」第 23 條、「證交法」第 20 條第 2 項、第 3 項及「民法」第 185 條之規定，對原告負連帶損害賠償責任。

2. 遠森公司主張原告並未依「證交法」第 20 條第 2 項及第 3 項規定舉證其等確係曾購入遠森公司股票之投資人，依「投資人自己責任原則」，投資風險本即應由投資人自行負擔。原告不得以「投資人必為經濟上弱者」之錯誤前提，扭曲舉證責任之基本精神。惟原審（地方法院）引用美國「詐欺市場理論」認為：被上訴人等如依法誠實公告財務報告，則投資人當時必將不會購入系爭股票，也不致發生嗣後的差價損失，則依一般經驗法則，投資人之損害與被上訴人之行為間，自應認有相當因果關係之存在。若有人提供不實的訊息誤導投資大眾，則投資人之投資決策即受不實資訊之不正影響，何能再責令其仍應自行判斷」。

3. 遠森公司支付永慶國際開發股份有限公司、力霸建設公司、陸輝公司、東森育樂公司各項費用，係基於契約內容給付，並無虛偽或隱匿之情形。該公司甚至主張，縱使有此情形，原告應舉證其與上訴人等受損害間有因果關係。高等法院認為：台北地方法院 90 年度訴字第 87 號刑事判決雖認定被告確有抬高土地鑑價之價格，製作不實鑑價報告，致使臺開公司不知情之董事陷於錯誤，亦不足以證明上訴人因而受有損害。

4. 刑事第一審判決認定被上訴人有罪部分，僅係被上訴人妨害商業行政之管理、金融之秩序，非屬私權遭受侵害，不得成立侵權行為。若謂上訴人有投資損失，如股價之價差，並非權利受侵害，而係純粹經濟上損失，並非一般侵權行為所欲保護之對象。

（三）判決結果

1. 高等法院認為：損害賠償之債，以有損害之發生及有責任原因

之事實，並二者之間，有相當因果關係為成立要件。故原告所主張損害賠償之債，如不合於此項成立要件者，即難謂有損害賠償請求權存在。從而，原告就其所主張之事實及其因果關係，應負舉證責任[65]。惟證券市場每日股票價格不同，漲跌之因素至為繁雜，非常人所能理解，故有自稱股市專家者，為人解盤或代為操作，乃眾所週知，是縱然上市公司按規定，定期就其公司財務資料向社會大眾公示，而其所發表之財務資料，對股市行情究屬利多或利空，仍有各自不同之解讀及看法。但上訴人始終未指明遠森公司公示之財務資料何處有記載不實，上訴人因閱讀該不實之記載，致其購入遠森公司股票；且因該不實之記載，致其所購入之股票因而遭受損害，揆諸上開說明，已難謂上訴人有損害賠償請求權存在[66]。

2. 法院認為投資人需證明親自閱讀財務報告，並依此而購入證券，以及該不實資訊如何影響股價，致使投資人受有損害，對因果關係證明，採取極嚴格之標準。

遠森案法院遵循一般侵權行為構成要件及舉證分配，要求原告就該不實陳述與股價變動致生損害的事實負舉證責任。反觀順大裕案法院雖提到以過高價額買進之事實認定，卻也點出真相爆發後股價下跌之情形[67]。遠森案屬典型證券詐欺案例，難以判斷法院認為損失成立時點究係「以過高股價買入」的時點，抑或「真相爆發後股價下跌」之時點。遠森案法院有考量到除不實陳述外，影響股價之其他市場因素及資訊解讀的複雜特性[68]。法院是否因此而對原告

[65] 臺灣高等法院 94 年度金上易字第 1 號民事判決。
[66] 同前註。
[67] 台中地方法院 90 年重訴字第 706 號判決：「…投資人實不致以過高之價格買進順大裕之股票，而蒙受日後真相爆發後股價下跌之損失…。」
[68] 台灣高等法院 94 年度金上易字第 1 號民事判決：「…惟證券市場每日股票價格不同，漲跌之

損害賠償之訴採取極嚴格的謹慎作法，亦值推敲。

由上述判決可知，我國法院對損失因果關係之證明，目前仍各有主張且南轅北轍，即使同採「相當因果關係」方式論斷，法院間卻出現截然不同的結論，可能招致對法適用之可預測性及安定性的質疑。此外，對於損害賠償認定範圍，涉及各法院對係爭個股「真實價格」以及計算方法等價值判斷，於實務常出現前後審看法歧異之問題，甚至為此援引外國立法例作為立論依據，此部分仍有待法院判決建立先例。

四、正義食品案[69]

（一）事實說明

正義公司之股票獲准於 84 年 5 月 22 日起在櫃檯買賣中心（下稱櫃買中心）買賣，其後於 86 年 2 月 1 日因鉅額退票而遭櫃買中心停止買賣。正義公司自 81 年至 85 年止之財務報表及股票上櫃公開說明書之內容，有下列虛偽不實之處：（1）至 85 年 10 月 30 日止之財務報表內容虛列有新台幣（下同）12 億 1,500 萬元以無記名可轉讓定期存單之盈餘（下稱虛偽盈餘），實際上並無。業經上訴人張登旺自首明確，並為高雄地檢署 85 年度偵字第 28124 號、86 年偵字第 11311 號檢察官起訴書及正義公司重整聲請書所載述。（2）另至 85 年 10 月止，在「材料進、耗、存」月報表內列有庫存 7 億 8,890 餘萬元，實際上空無一物，有虛列存貨情事（下稱虛列存貨）。

1. 上訴人張登旺為正義公司董事長，已經高等法院高雄分院 95 年度重金上更(三)字第 1 號判處有罪，再經最高法院 96 年度台上字

因素至為繁雜，非常人所能理解，故有自稱股市專家者，為人解盤或代為操作，乃眾所週知，是縱然上市公司按規定，定期就其公司財務資料向社會大眾公示，而其所發表之財務資料，對股市行情究屬利多或利空，仍有各自不同之解讀及看法…。」

[69]臺灣高等法院 96 年度金上字第 1 號判決。

第 3218 號駁回上訴確定。另上訴人張天曜為正義公司總經理，被上訴人孫繼珠為正義公司之財務及業務經理，依公司法第 8 條規定均為公司負責人。被上訴人王木池及中華開發工銀（指派代表陳崑永執行職務，即被上訴人曹美富、陳立國、陳立庸之被繼承人，下稱曹美富等 3 人）均為正義公司之董事，依公司法第 193 條規定負有依照法令章程及股東會決議執行正義公司業務之義務，並應依同法第 228 條規定編造表冊；被上訴人張永乾及中華開發工銀（指派代表被上訴人楊俊賢）均為正義公司之監察人，依公司法第 219 條規定有查核正義公司董事會造具財務報表之責任，並依同法第 218 條之 2 規定有監督董事會依法令章程執行正義公司業務之義務。另視同上訴人張富盛為正義公司財務部經理，主管財務事項，並依視同上訴人張登旺指示辦理可轉讓定存單之存取事宜；被上訴人李樹瑾、葉美玲主辦經辦會計事項，為正義公司職員。

2. 第三上訴人朱立容及藍憲南等 2 人之被繼承人藍時欣均為被上訴人正風事務所之合夥人，並為正義公司 81 年起財務報表之簽證會計師，在正義公司股票上櫃公開說明書上簽認。正義公司財務報表內容有虛偽不實，可見會計師朱立容及藍時欣於簽證時有違會計師簽證財務報表規則、審計準則規定；正義公司於 84 年 3 月 25 日製作之公開說明書登載上開不實之 81 至 83 年財務報表內容，交付予投資人，藍時欣於 89 年 4 月 1 日死亡，損害賠償債務應由第三上訴人藍憲南等 2 人繼承，爰依證交法第 20 條、第 32 條及其法理，暨依民法第 184 條、第 185 條等規定請求第三上訴人朱立容及藍憲南等 2 人負連帶賠償責任；被上訴人正風事務所為合夥組織，依民法第 679 條、第 28 條、第 184 條、第 185 條及第 188 條等規定應負連帶賠償責任。第一上訴人另追加

主張朱立容、藍時欣應依修正前之會計師法第 17 條、第 18 條規定負損害賠償責任。

3. 大華證券、建弘證券（現為永豐金證券）、日盛證券及台育證券（現為凱基證券）等 4 家證券公司，係正義公司股票上櫃之推荐承銷商並承銷正義公司股票，應依「股票初次申請為櫃檯買賣之推荐證券商評估報告應行記載事項要點」等相關規定在該正義公司公開說明書上簽名，證明正義公司公開說明書所載內容真實，已依內控制度辦理。被上訴人劉潔芝、湯柔分別為當時大華證券評估人員，楊添仁、林足惠為當時建弘證券評估人員，另李文華為當時日盛證券評估人員，而正義公司虛列 12 億餘元盈餘及存貨 7 億餘元等不實內容，未依內控制度執行且就鉅額存單未予盤點，於證期會發函敦促上開證券公司注意查核正義公司上櫃申請事項是否真實後仍未注意，負責主辦之大華證券於輔導正義公司上櫃過程中曾發現正義公司內控制度有缺失而建議改善，未經正義公司合理改善即評估及簽證推荐正義公司之股票上櫃，顯然簽證不實，亦應依證交法第 20 條、第 32 條及其法理，暨民法第 184 條、第 185 條、第 28 條、第 188 條等規定負連帶損害賠償責任。

（二）請求權基礎

正義公司之負責人、董事、監察人及主辦經辦會計之職員故意配合張登旺或違反善良管理人注意義務，致正義公司自 81 年至 85 年之財務報表及公開說明書有虛偽不實之情事，依證交法第 20 條、第 32 條及其法理，暨民法第 184 條、第 185 條、第 28 條及公司法第 23 條等規定負連帶損害賠償責任。

（三）爭點整理

1. 「證交法」第 20 條第 1 項規定係因公司股票、債券等有價證券之交易（證交法第 6 條參照）性質特殊，不以券面價值表彰其實際價值，而係以發行股票公司之營業內容、財務狀況、經營理念、營運方針及其他因素為其實際價值之衡量，一般投資大眾不容易取得此部分完整資訊，在交易過程中如藉虛偽不實之資訊募集或買賣證券者，極易遂行詐財之目的，且被害人動輒萬千，妨礙證券市場健全發展，為維護公益並促進市場發展而予規範，以確保有價證券交易之真實及公平性。從 77 年之修正理由揭櫫：「原規定文義僅限於『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，未包括其他第三人，顯欠周密，爰修正為『有價證券之募集、發行或買賣』，俾資涵蓋第三人」等語，可知：此項規範目的涵括有價證券募集、發行或買賣之交易行為過程之公平性及正直性，為維護證券市場交易秩序及保護投資人權益，解釋上規範主體不限於參與交易之人。第 2 項規範之客體係發行人申報或公告之「財務報告及其他有關業務文件」，並無限定行為主體僅為發行人之必要，故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、負責查核財務報告之監察人、負責查核簽證之會計師等，均包含在內，以資確保公開發行公司公開資訊之正確，保護之對象應包含發行市場及交易市場之投資人。

2. 「證交法」第 20 條之行為責任類型，是否限於故意？

學者通說認為本條係侵權行為之特別規定，復參證交法其後於 95 年 1 月 11 日針對第 20 條第 2 項增訂第 20 條之 1 規定，其中第 3 項針對會計師辦理財務報告查核簽證亦規定違反或廢弛業務上應盡義務之過失情形應負賠償責任，益見證交法第 20 條規

範之行為人責任類型應不以故意為限，理論上共同侵權行為之類型應可存在，以符上開規範目的。

3. 請求權人之損害與有價證券買賣之虛偽行為或公開發行公司公告之財務報告內容有虛偽不實，二者間之因果關係如何判斷？

（1）參考美國 1934 年證交法規定，只要股票善意持有人能證明行為人有虛偽不實陳述或隱匿應公告之資訊，並受有損害，依市場詐欺理論，請求權人無須再個別證明其係因信賴行為人之虛偽、不實資訊而受有損害，以達保護證券交易市場純潔公正及投資人權益之目的。斟酌我國股票市場投資人多以自然人為主，投資知識傳播普及，非法人之投資人亦可就上市公司公告之資訊為理性分析判斷，若仍如一般民事訴訟中要求投資人舉證證明其係因閱知財務報告內容始作成投資決定者，未免過苛，不足以達到證交法保護投資人權益之旨意，故在此投資人所負之舉證責任不在是否因直接閱讀信賴不實公告之財務報告內容而買賣股票，而僅以賠償義務人所為財務報告之不實資訊足以影響股價，且該不實資訊遭揭露或更正後股價因而有大幅變動，致賠償請求人受有損害，該有價證券之取得人或出賣人於買賣時不知有虛偽或隱匿情事，於不實資訊公告之後，被揭露或更正之前買賣該股票，即足當之，方足以保護投資人，並符合資本市場之本質（最高法院 99 年度台上字第 2274 號判決意旨可供參考）。

（2）證交法其後於 95 年 1 月 11 日修正時，增訂第 20 條之 1，本件正義公司有財務報告虛列無記名定期存單及存貨等不實內容之行為時間係在 81 至 85 年間，理論上並無適用日後修正公布之證交法第 20 條之 1 規定之餘地。然查：(一)95 年 1 月 11 日增訂之第 20 條之 1 第 1 項所列之賠償義務人，均應就財務報告虛

偽記載之損害負責,此依舊法第 20 條規定解釋時通常情形下包括之賠償義務人，原因析述如下：財務報告均應由公開發行公司之負責人、主辦會計及經辦會計人員就內容之真正負責，故財務報告內容有虛偽或隱匿情事,依證交法第 20 條第 2 項規定文義，上開在財務報告內簽署之相關人員即應對有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害負賠償之責。由此種觀點出發，觀察 95 年 1 月 11 日修正公布之證交法第 20 條之 1 規定，僅係將舊法之證交法第 20 條第 2 項有關財務報告內容不實之簽署人範圍進一步明文而已，非謂舊法時期該類簽署人即非賠償義務人。又依證交法第 36 條規定，在舊法時間，苟會計師就公開發行公司提出之財務內容之虛偽隱匿情事有參與行為者，即為舊法第 20 條第 2 項規定之賠償義務人。準此觀察 95 年 1 月 11 日修正公布之證交法第 20 條之 1 第 3 項規定：「會計師辦理第 1 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者，致第 1 項之損害發生者，負賠償責任」，亦係將舊法之證交法第 20 條第 2 項有關財務報告內容不實之行為人範圍予以明確而已。

（3）95 年 1 月 11 日修正公布之證交法第 20 條之 1 立法理由揭櫫：「…… (二)另考量財務報告及有關財務業務文件內容之正確性應屬公司管理當局及曾在有關書件上簽章加以證明相關人員之責任，而會計師簽證功能係執行查核或核閱等相關程序，以合理確保發行人所公告申報財務報告等有關書件之正確性，若其出具虛偽不實或不當之意見，亦應對有價證券之善意取得人、出賣人或持有人因而所受之損害，負賠償責任，爰訂定第 3 款」等語可明。另增訂之第 20 條之 1 條第 2 項規定，就發行人、董事長、總經理以外之其他負責人及職員，列有「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」之精神，不妨作為法理予以參照作為舊法時期賠償義務人之免責事由，使賠償義務人在新舊法時期免責與否之價值判斷一致，以資平允。

4. 上訴人依「證交法」第 20 條請求損害賠償，有無理由？

（1）按公司經營良否，與財務及業務狀況休戚相關，公司財務報告揭櫫之「存貨」及「可轉讓定存單」方式存在之盈餘，係有關公司財務及業務之重要內容。經會計師查核簽證之財務報告應屬證交法第 20 條第 2 項之「財務報告及財務業務文件」範圍。查本件正義公司自 81 年至 85 年第 3 季等財務報告就「存貨」及「可轉讓定存單」之記載均係虛偽不實，且正義公司 84 年 3 月 25 日上櫃公開說明書內援引上開不實之 81 至 83 年財報告相關內容，發行市場之善意買受人，不知正義公司上櫃公開說明書內有 81 至 83 年財務報告之內容虛偽不實；公司股票於 84 年 5 月 22 日上櫃買賣後，每股股價最高曾達 30.3 元，迨正義公司退票消息於 85 年 11 月 8 日爆發，當天股票價格每股 14.15 元，董事長張登旺向法務部調查局自首有關公司財務有上開虛列可轉讓定存單及存貨之情，股價更大幅下跌，於 85 年 12 月 21 日止每股最低 2.4 元，同年 12 月 31 日止每股最低 2.11 元，可見上開虛偽不實之財務及業務內容遭揭露後，正義公司股價大幅下跌。本件林陳金雙等 15 人為發行市場之善意買受人，不知正義公司上櫃說明書內之財務報告內容虛偽不實，其後受有股價下跌之損害，二者間有相當因果關係，核與證交法第 20 條第 1 項規定相符，渠等依同條第 3 項規定請求損害賠償，洵屬有據。其餘第一、二上訴人係交

易市場之善意投資人，不知正義公司申報或公告之 81 至 85 年第 3 季等財務報告內容虛偽不實，其後受有股價下跌之損害，二者間有相當因果關係，核與證交法第 2 項規定相符，渠等依同條第 3 項規定請求損害賠償，亦屬正當。

（2）應負損害賠償責任之人：

A. 上訴人張登旺為正義公司之董事長，將正義公司大宗物資玉米、魚粉低價變賣，並指示營業部經理虛列不實之出貨單及發票；另將公司資金購得之無記名可轉讓定存單指示財務部經理辦理融資變現，實際無現金盈餘存在，就正義公司歷年來財務報告之「存貨」及「可轉讓定存單」有關業務及財務文件內容均虛偽不實知之甚明，並在歷年財務報告「負責人」欄蓋章，自應負賠償責任。

B. 正義公司應以侵權行為人之身分對被害人負損害賠償責任，且為使被害人增加求償機會，故令其負責人與之負連帶賠償之責。公司法 23 條所定公司負責人對於第三人之責任，乃基於法律之特別規定，並非侵權行為之責任，不以公司負責人有故意或過失為成立之要件，最高法 院 73 年度台上字第 4353 號、76 年度台上字第 2474 號判決可供參考。本件正義公司依證交法第 20 條第 3 項規定，應對本件林陳金雙等 15 人於發行市場善意買進股票之人及其餘第一、二上訴人於交易市場善意買進股票之人負損害賠償責任。

C. 會計師在財務報告上查核簽證，係一種由會計師提供之確信服務（Assurance services），會計師與受查公司間依通說見解屬於委任關係，惟會計師受託查核簽證具有其獨立性，應依「會計師查核簽證財務報表規則」（下稱會計師

查核規則）之規定辦理，未規定者則依一般公認審計準則辦理，為會計師查核規則第 1 條第 1 項所明定。會計師經運用檢查、觀察、函證、分析、比較等方法，獲得高度但非絕對之確信，對於財務報告之聲明以積極確信之文字表達即出具無保留意見之報告，屬於對財務報告為積極之擔保。…依審計準則公報第四號「查核之證據」規定，查核人員為對財務報表表示意見，基於其專業判斷所蒐集之資料，查核證據之足夠與適切，係基於查核人員之專業判斷，證據之足夠著重於所獲得證據之數量，證據之適切著重於證據之可靠性及相關性。正義公司 82 年度及 83 年度大宗物資貨物之營收約占總營收一半，雖大宗物資交易筆數較油品交易筆數少，惟每筆交易之數量及金額均大，而大宗物資之進銷貨程序及存貨管理與自製油品之控制程序有重大差異，會計師朱立容等 2 人應對占營收一半之大宗物資交易蒐集足夠及適切之證據，茲於 82 年度未為任何抽樣，83 年度僅抽樣 1 筆，樣本數明顯不足，顯然未對正義公司 82、83 年度大宗物資銷貨交易之內部控制作業取具足夠及適切之證據，無從判斷內部控制作業是否有效運作。會計師執行銷貨循環遵行測試交易抽查時，未針對選樣抽核提貨單，致未發現出貨單未經客戶簽認、提貨單未由理貨人員之簽章，違反大宗物資管理辦法規定之程序。查會計師朱立容等 2 人對於：正義公司大宗物資寄存於倉儲公司，進出貨物非由該公司自行管理，而係由理貨公司負責代辦，作業型態與一般進銷貨流程不同知之甚明，…會計師就此程序未予查核，無法確認正義公司內部控制制度是否有效遵行，則其以其他查核程序用以推估銷

貨交易內部控制作業有效運作，應無可採。朱立容等 2 人未就正義公內部控制制度發現弊端，益見其等就正義公司 81 年至 83 年度財務報告出具無保留意見之積極擔保，顯有違反其業務上注意義務之情事。

5. 正義公司老股承銷上櫃買賣交付之公開說明書，是否屬於證交法第 32 條之範圍？

「老股承銷」係將公司之前已發行之股份提撥出售，並未重新發行股份，公司之實收資本與已發行股份並未增加，公司未因老股承銷而取得資金，股份從既存之持有人流向其他投資人，屬「股份再次發行」。然不論係初次發行或再次發行股份予不特定投資人者，均須製作並向投資人提出公開說明書，此觀證交法第 13 條：「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」及第 22 條第 3 項：「第 1 項非經主管機關核准或向主管機關申報生效後不得為之之規定，於出售所持有之公司股票而對非特定人公開招募者，準用之」等規定自明，以達同等保障公開招募投資人權益之精神。證交法第 32 條僅規範有關公司發起設立或發行新股對非特定人公開招募股份時對公開說明書保證主要內容真實之責任，竟對老股承銷亦須提出公開說明書之情形未同予規範，有法律漏洞。新股承銷與老股承銷之非特定投資人既有同等需要保障之法律基礎，則依「相類似事件，應為相同處理」之平等原則，就公司老股承銷提出之公開說明書自應類推適用「證交法」第 32 條規定，以達完足保障非特定投資人權益之旨。

6. 證交法第 32 條之「請求權人」，是否限於自發行人或承銷商處認購證券之善意相對人？

「善意之相對人」係指不知公開說明書主要內容有虛偽或隱匿情事，而購買有價證券之投資人。所謂「相對人」，學者看法不一，有主張限於直接自發行人或承銷之證券商認購有價證券之人，即僅保護發行市場之投資人；有主張不限於承銷期間直接自發行人或承銷之證券商認購之投資人，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有價證券之人；亦有主張：應及於信賴公開說明書而於交易市場上買進者。我國證交法第 32 條係參考美國 1933 年證券法第 11 條而定，證交法第 20 條（證券詐欺行為）則係參考美國 1934 年證交法第 10 條第 2 項而來。再觀察證交法第 32 條列在「有價證券之募集、發行及買賣」章節中；係就公司募集發行有價證券時公司應就提出之公開說明書負保證主要內容真實之責任，並將證券承銷商列為賠償義務人等點，足認本件規範目的係就公司募集發行時提出公開說明書之非特定投資人（發行市場）予以保護。至於公司有價證券經發行市場後流通進入交易市場，買賣發生於投資人彼此之間，為繼續確保投資人取得充分、即時及正確之資訊，證交法規定公司有「繼續公開義務」，即以定期性報告與即時性報告為中心，此觀「證交法」第 36 條、第 25 條等規定可明。因認證交法第 32 條係就公司針對發行市場提出公開說明書之公開義務責任予以規範，則賠償請求權人應僅限於自發行人或承銷商處認購證券（即發行市場）之善意相對人為限，而不及於其後交易市場之投資人。

（四）判決結果

1. 地方法院[70]：原告如依證交法第 20 條、第 32 條為其請求權基礎，有關因果關係之證明，僅須舉證證明財務報告內容不實、被隱匿之資訊具有重要性等，即可推定已就因果關係部分盡其舉證責任，與後述依民法為請求權基礎應負之舉證責任不同。審酌正義公司於 84 年 5 月 22 日上櫃前即有虧損金額 2,000 萬至 2,500 萬元，每年虧損金額約為 3 億元，是其上櫃後股價之下跌，甚至於 86 年 2 月 1 日因鉅額退票遭櫃檯買賣中心終止上櫃，均係肇因於該公司財務報表及公開說明書之虛偽不實所致（詳後），核與市場因素無關，故原告據以主張之差額損失自可採用。
2. 高等法院[71]：依一般客觀情形判斷，正常理性之投資人若知悉正義公司真實之財務及業務狀況且已發生虧損情形者，應無任何意願作成買受正義公司股票之舉措，因認：不論係就發行市場或交易市場買受股票之第一、二上訴人，均應採取前開(一)毛損益法計算損害，始符公允。
3. 最高法院[72]：按正義公司自八十一年間起財務報告內容就存貨及可轉讓定存單之記載均虛偽依一般客觀情形判斷，正常理性之投資人若知悉其事者，應無任何意願買受正義公司股票，故應採取毛損益法計算第一、二上訴人損害，始符公允。從而，第一、二上訴人依上開規定，請求第三上訴人按原判決附表甲「原審判決賠償金額」欄所示之金額本息，為有理由，逾此之請求，則屬無據。

[70] 台北地方法院 87 年度重訴字第 1347 號。
[71] 臺灣高等法院 96 年度金上訴字第 1 號判決。
[72] 最高法院 101 年度台上字第 1695 號判決。

第三章　國外財報及公開說明書不實規範制度介紹

第一節　美洲（美國、開曼群島）

壹、美國

美國的證券侵權民事責任因果關係之認定有其獨特性，蓋因美國對侵權行為並無統一定義；且侵權行為類型眾多，各類型之構成要件亦不相同，因而對因果關係證明之具體要求亦不一致。一般而言，證券侵權行為可依照「1933 年證券法」、「1934 年證券交易法」（下稱「1934 年證交法」）Section 10b 與 Rule 10b-5 規定之請求權提起訴訟，亦可依州制訂之證券法規提起訴訟，或依衡平法請求損害賠償，不同依據所提起之訴訟因果關係要求自會不同。本研究除介紹美國聯邦證券法律規範外，另援引聯邦最高法院案例，探討投資人如何證明證券發行人之不實陳述、虛偽詐欺行為與其損失間存在因果關係，及如何計算損害賠償之範圍。

一、 證券反詐欺條款

（一） 1933 年證券法（The Securities Act of 1933）[73]

「1933 年證券法」共 28 條，又稱「證券真實法」（Truth in securities law），2005 年 6 月 29 日曾修訂證券發行程序，為配合

[73] Securities Act of 1933, 48 Stat. 74, enacted 1933-05-27, codified at 15 U.S.C.§77a et seq..有關美國 1933 年證券法各條文之相關內容，可至美國證管會網頁 http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf 查詢。瀏覽日期：2013 年 1 月 20 日。

2009 年「金融改革法案」(又稱「華爾街改革與消費者保護法」，Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009)[74]公布，最近一次修訂為 2010 年 8 月 11 日[75]。該法係以證券之初次發行為主要規範對象，其立法目的主要有二：(1) 對公開發行股票之募集行為，必須提供投資人足夠之資訊；(2) 防止於銷售證券時，有不正確之表達、隱匿或詐欺等不法行為[76]。簡述其相關內容如下：

1. 登記之目的

   透過證券之登記揭露重要財務資訊，可使投資人藉以評估公司之價值，作為購買公司股票之判斷依據。故規定公司非經登記，不得發行證券，且應提供正確之資訊。一旦投資人證明其購買證券所遭受之損失，係因重大資訊揭露不完整或不正確所致，得請求賠償。

2. 登記程序

   於美國境內銷售證券原則上均應登記，主管機關對各種不同公司訂有不同之登記格式與揭露事項，惟原則上均應揭露下列事項：

   (1) 公司資產持有狀況及行業情形。

   (2) 募集有價證券之說明，及該有價證券與公司發行之其他有價證券間之關係。

   (3) 公司營運之資訊。

   (4) 經會計師簽證後之財務報表。

---

[74] Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (introduced 12/2/2009, latest Conference Report: 111-517 (in Congressional Record H4977-5202), related Bills: H.RES.956, H.RES.964, H.RES.1490, H.R.3126, H.R.3818, S.3217, July 21, 2010. http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf 瀏覽日期：2013 年 1 月 30 日。

[75] Securities Act of 1933, http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf。瀏覽日期：2013 年 1 月 30 日。

[76] 節譯自美國證券管理委員會網站 http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf。瀏覽日期：2013 年 1 月 30 日。

應登記資料及公開說明書經向主管機關登記後，即成為公開資料，但仍需證管會審查生效後，始能募集發行有價證券，並可在證管會網站上 EDGAR 系統查詢。所有登記資料均需符合應行揭露之法令遵循要求，任何發行人對所公開資料之重大事實為虛偽或隱匿者，即視為不法，依法應負民事與刑事責任。

3.豁免登記證券

並非所有之證券均應向證管會登記，如：Section 3 所規範之證券屬豁免登記證券，藉由豁免小額發行之登記程序，降低發行成本，加速資本形成。說明如下：

（1）對特定類型或限制名額之人（含自然人與法人）進行私募；

（2）募集部位數量有限（Limited size）；

（3）屬於各州境內（Intrastate）募集行為；與

（4）各州與聯邦政府為自治需要所發行之地方債券。

「1933 年證券法」於 2005 年修訂時新增電子傳訊之處理方式，包括電子說明會（Roadshows）及連結到發行人網站上之資訊等。除非發行人提供電子說明會資訊給所有投資大眾（如在網站上發布），否則電子說明會應依公開說明書方式向證管會申報，至於文件不實陳述或遺漏之評估係著重在投資人決定投資當時所接受之資訊，而非其後所傳達或申報之資訊。

4.相關條文

（1）Section 5：除申請登記證券之登記申報書生效者，任何人不得直接或間接從事媒介銷售證券之行為，應登記申報之資訊包含 Section 2 所稱之申報書及其他呈請證管會核備之報告書、文件或備忘錄，以及徵募書等。

（2）Section 8：證管會如果發現登記申報書（含補正）中有不實陳述或為避免導致誤解所必要記載之事實未予記載，或記載不完備，可以發布停止生效令阻止登記申報生效或暫時停止其生效。

（3）Section 11：對虛偽不實或重要事項不實陳述省略或遺漏者，賦予取得證券之人起訴之權利，原告除對發行人起訴不需負舉證責任外，對其他被訴人之行為應負舉證責任。簡要說明細項如下：

- 依（a）項規定登記申報書虛偽記載之民事責任，由取得證券者得向下列人員提起訴訟：所有簽署公開說明書之人；在申報公開說明書時擔任發行人之董事、合夥人或履行類似職務者；所有在公開說明書中簽名同意；及可能快成為公司董事、合夥人或履行類似職務者；編製或簽章公開說明書某部分，或其他因職業關係（會計師、工程師或鑑定人等）於報告中為有證明力之陳述；或與該證券有關之承銷人。
- 依（e）項規定，賠償金額計算以不超過該證券公開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（不超過該證券公開發行之價格）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。
- 依（f）項規定，原則上（a）項規定之人應負連帶責任。

（4）Section 12：除違反第 5 條規定而募集或出售證券者應對向其購買證券之人負責外，募集或出售證券係使用州際商業之運輸或通訊方法或工具，或使用郵件，經由徵募書或口頭說明者，其所記載重要事項不實，或其應記載之重要事項或為避免導致誤解所必須記載事項於當時未予記載，購買人對不實或未予記載不知不負舉證責任。購買人得依法起訴請求賠償其支付該證券之金額及利息，減去從該證券取得之任何收入金額，或不在持有該證券時請求賠償因此所生損害。惟募集或出售證券者證明其損失非基於記載不實或為記載重大事實所導致者，不在此限。

（5）Section 17：任何人經由州際商業之運輸或通訊方法或工具，或經由郵件募集或出售證券者，不得直接或間接（1）運用任何方法、計策或手段而為詐欺；或（2）重要事項記載不實，或應記載之事項為避免導致誤解所必須記載者，於當時未予記載而取得金錢或財產；或（3）從事某項交易、行為或業務之經營，向或將向買受人為詐欺或隱瞞。

美國於「1933 年證券法」公布前，由於證券發行與交易之主管機關為各州政府，美國聯邦政府對於證券詐欺行為，除發生跨州犯罪行為[77]，得由檢察機關進行追訴（Criminal prosecution）外，並無相關法規予以規範。證券詐欺行為之民事責任，悉依普通法中之民事侵權行為處理，亦屬各州法律管轄之問題。「1933 年證券法」公布後，針

[77] 當時跨州不法交易多透過所謂「郵件詐欺」（mail fraud）為手段，對於跨州或外國詐欺行為，美國法律彙編（United States Code）其後亦將無線電（wire）、廣播（radio），或電視等新型傳播媒體納入，18 U.S.C. §1343。

對證券發行時之詐欺行為，納入該法第 5 條[78]、第 17 條（a）項及（b）項規範[79]。

（二） 1934 年美國證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）[80]

1. 相關條文[81]

「1934 年證交法」共 38 條，2010 年 10 月 5 日配合「金融改革法案」再次修訂[82]，該法賦予證管會設立法源，同時給予證管會於證券業之廣泛權限。此等權限包括管理及監督證券經紀商、結算機構、自律組織（如：證券交易所、券商公會等）。該法禁止市場特定之不行為，同時賦予證管會管理此等不法行為之懲戒權。證券交易法廣泛禁止與發行、買賣證券有關之任何形式的詐欺行為，反詐欺條款亦包括禁止內線交易。任何人在獲悉重大非公開資訊之情形下買賣股票，構成其違反保密或限制交易義務，均為不法之內線交易行為。相關條文簡要說明如下：

---

[78]茲摘錄第 5 條（a）項規定如下：除申請登記證券之登記申報書業已生效者外，任何人不得直接或間接從事下列行為：（1）使用州際商業之運輸或通訊之方法或工具，或使用郵件，以徵募書或其他方式為媒介出售證券；（2）經由郵件或州際商業之運輸方式或工具，運送或致使運送該出售之證券，或出售後交付之證券。

[79] 茲摘錄第 17 條「州際交易詐欺之禁止」規定如下：（a）任何人經由州際商業之運輸或通訊之方法或工具，或經由郵件募集或出售證券者，不得直接或間接：（1）運用任何方法、計策或手段而為詐欺；或（2）以記載重要事項不實，或為避免誤導所應記載之事項於當時未予記載，而取得金錢或資產；或（3）從事某項交易、行為或業務之經營，而向，或將向購買證券之人為詐欺或隱瞞之行為。（b）任何人不得經由州際商業之運輸或通訊方法或工具，或經由郵件、發行、公布或傳佈通知、通告、廣告、報紙、論著、信件、投資服務或通訊。雖其目的非為出售證券，如於其上載明該證券得直接或間接由發行人、承銷人，或證券商獲致，或將因此獲致報酬，但未確實載明獲致該項報酬之時間及其金額者亦同。（c）本法第 3 條規定豁免登記之證券不適用本條規定。

[80] Securities Exchange Act of 1934, 48 Stat. 881 (enacted June 6, 1934), codified at 15 U.S.C. §78a et seq. 美國證管會網頁 http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf 查詢，瀏覽日期：2013 年 1 月 30 日

[81]美國一九三四年證券交易法（中譯本），財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，1998 年 10 月，頁 34-146。

[82] Securities Exchange Act of 1934, http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf 瀏覽日期：2013 年 1 月 30 日

（1）Section 9（5）：為誘使他人買賣任何在全國性證券交易所所登記之證券，直接或間接由自營商或經紀商，或其他賣出或買進該項證券之人處散布流言，以影響該證券之價格，如揚言某人或某些人士之作為在證券市場上足以影響其價格，以達成其企圖該證券價格上升或下降之目的。

（2）Section 10：任何人直接或間接利用或州際通商方法或工具，或以郵件，或以任何全國性證券交易所設備，有下列之作為者均為非法：

- 以全國性證券交易所登記之證券，作為賣空期貨交易，或利用停止虧損委託之交易，違反證管會為維護大眾利益及投資人權益認為必要所制訂之相關法規。
- 對全國性證券交易所登記之證券，或未登記之證券，使用操縱及詐欺之手段或籌謀，或違反證管會為維護大眾利益及投資人權益認為必要所制訂之相關法規。

（3）Section 10A（節錄）：依本法審計由會計師所簽證之發行人財務報表，應符合證管會之規定，並得隨時增補一般公認審計原則。審計時發現問題時應進行調查並儘速報告管理階層，發行人董事會之審計委員會或無審計委員會之董事會未採取補救行動，會計師應即解約並通知證管會，簽證會計師不須對其發現、結論或依法通知證管會所作報告之陳述於民事訴訟中負責。

（4）Section 14（e）：任何人對重大事實提出不實說明，或其說明疏忽必要之重大事實均違法，對任何公開收購，或請求或要約公開收購，或徵求證券持有人參與或贊同此項收購、請求或要約，該說明依當時情況，不得有誤導或從事任何詐欺、欺騙或操縱之行為或事實，證管會為本項之目

的應制訂規則，並採取適當措施防止詐欺、欺騙或操縱之行為及事實。

（5）Section 18（a）：任何人依本法及其行政命令規定應呈送之申請書、報告或其他文件，或依本法 Section 15（d）項規定之登記申請書內之承諾，其記載在當時及當時情況下對任何重大事實、或為致使為不實之記載，或做易於導致誤解之記載，該項人員應向因信賴其記載為真實而就在受此項記載所影響之價格下買進證券或賣出證券之他人（不知為記載不實或易致誤解之人），基於其信賴而蒙受之損害負賠償之責。但該被訴之人，如能證明其屬善意，且不知該項記載不實或易於導致誤解者，不在此限。此項請求損害賠償之人，得依法或依衡平法向有權管轄法院以訴訟請求之。法院對該項訴訟，得裁定由雙方當事人之任何一方提供該項訴訟費用之擔保，包括適當之律師費用在內。

2. 證管會依本法發布 Rule 10b-5 所引發之爭議

依「1934 年證交法」Section 10（b）項[83]規定，任何人於買賣證券時，不得透過任何方式，使用欺騙之手段或設計，違反證管會所制定之有關維護投資大眾權益及公共利益之規則。美國證管會依據該條文之授權，制定 Rule 10b-5[84]規定，不得

[83] Securities Exchange Act of 1934 § 10(b), 15 U.S.C. § 78j (2013).
"To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act), any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors."

[84] Securities Exchange Act of 1934 § 10(b), 15 U.S.C. § 78j (2013).
"It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,
(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security."

以任何方式從事下列行為：

（1）運用任何措施、計劃或技巧從事詐欺；

（2）對任何重要事實為不實之陳述，或對依當時情形判斷使該陳述不致產生誤導所必須陳述之事實不為陳述；

（3）於買賣任何證券時，從事對任何人造成或將造成任何詐欺或欺騙效果之任何行為、業務或商業活動。

Rule 10b-5 所涵括之詐欺概念極廣，幾乎可包容任何違法行為，違反該規定者，需對該違法行為而受有損害之人，負擔損害賠償之責任。雖未直接予被害人訴權，然美國司法實務基於普通法之詐欺侵權責任，肯認 Section 10（b）與 Rule 10b-5 賦予私人得依該等規定提起損害賠償訴訟。美國聯邦最高法院在 Dura Pharmaceuticals, Inc., et al. v. Michael Broudo et al.[85]乙案中，彙整引用過去司法判決見解，確立 Rule 10b-5 構成要件如下[86]：

（1）被告有詐欺意圖（Scienter）

指被告存有欺騙、操縱或詐欺之意圖，最高法院於 Ernst & Ernst v. Hochfelder[87]乙案認為從 Section 10（b）「操縱」、「籌謀」（Device）及「詭計」（Contrivance）用語，足以說明本條並不及於過失之不當行為。明確表示「知情」為 Rule 10b-5 民事損害賠償訴訟的必要條件，若缺乏此意圖，僅為過失行為即不應課責。

（2）不實陳述或隱匿具重大性（Material misrepresentation or omission）

[85] 339 F.3d 933 (2005), reversed and remanded.

[86] 曾宛如，證券交易法原理，三版，台北元照出版社，2005 年，頁 218。

[87] Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976) http://laws.findlaw.com/us/425/185.html 瀏覽日期：2013 年 1 月 30 日

何謂「重大」？其判斷標準並不明確，有見解認為依證管會發布 Rule 405 規定，指謹慎的投資人於投資證券前所應獲悉之事實。亦有採 SEC v. Texas Gulf Sulphur[88]案之見解，指包括所有對證券價值有影響之事實。美國最高法院在 TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.[89]認為，徵求委託書書面所未記載之事項是否重大，採「理性之股東極可能認為是影響投票決定之重要因素」為標準。同時，一項消息如單獨考量未能產生重大影響，但如連同其他可獲得之資訊綜合判斷，可能影響理性投資人之決定時，亦認為符合重大性質之要件。而此一重大性之標準，雖係針對徵求委託書之判決，但內線交易案件也同樣適用。聯邦最高法院提供一「重大性」判斷基準：一項未經公開的消息，若為一位「合理投資者」所知悉，在其作投資決定時，「非常可能」會認為此項消息，對其投資決定有重要影響者，則此一消息即為「重大消息」。

（3）被告之詐欺行為與有價證券買賣相關（A connection with purchase or sale of a security）

（4）信賴關係存在（Reliance）[90]

提供被告行為與原告損害間因果關係之判斷標準，原告必須透過證明其損失係基於合理地信賴被告不實陳述

[88] 401 F.2d 833,1968 U.S. App.Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P92,251; 2 A.L.R. Fed. 190

[89] National Industries 公司從 TSC 公司的創辦股東處取得百分之三十四有表決權股份，並由五名 National Industries 公司之代表人擔任 TSC 公司之董事。嗣後，TSC 公司的董事會通過一項議案，決定解散公司並將其全部資產賣予 National 公司（在該次會議中，National 公司的五名代表人曾出席會議，但未參予表決）。為實施此一合併案，TSC 公司與 National 公司遂聯合徵求此兩家公司之股東委託書，委託書徵求說明書內並建議股東同意此一議案。此次委託書之徵求過程頗為順利，最後遂依原先計畫，兩家公司完成合併事宜。TSC 公司之法人股東 Northway 公司，不贊成此一合併事宜，遂起訴主張前述「委託書徵求說明書」之內容有遺漏及不實陳述之情事，請求被告損害賠償及其他衡平救濟。而 Northway 公司所指「委託書徵求說明書」內容有所遺漏者，乃指其未表明 National 公司本身控制 TSC 公司的程度，以及系爭合併計畫的條件對 TSC 公司之股東是否有利等等事實。本例，不難發現因為 National 公司已充分控制了 TSC 公司，因此，合併案表決之結果可謂早已確定。TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.,426 U.S. 438.

[90] Basic Inc. v. Levinsen, at 248-249.

所引起。而做為公開證券市場上「交易間因果關係」（Transaction causation）之判斷標準，如依傳統見解要求原告證明其真實信賴，可能產生舉證責任過苛之問題。於 Blackie v. Barracky[91]乙案中採用對市場詐欺理論，於已發展之非個人市場交易中，信賴要件可以經由購買該證券之證明及被告所為不實陳述之重要性證明，得到適當的證實。如此，信賴要件之舉證責任從原告轉移至被告，減輕投資人之舉證負擔，並增加求償機會。

（5）重大不實陳述與損失間具有因果關係（Loss causation）

原告所受損害與被告不法行為間應具有因果關係，首先原告須證明其因詐欺而形成錯誤行為之「交易因果關係」，若無行為人之不法行為就不會有交易發生；再來是原告須證明錯誤行為與損失間之「損失之因果關係」，即損失係直接因不法行為及不當交易所造成。

（6）經濟上損失（Economic loss）[92]。

目前發展出兩項規則：一是「實際損失原則」（Out-of-Pocket），另一是「交易獲利原則」（Benefit of bargain）。個案使用原則狀況不一，此部分容後敘述。

二、法院實務見解

「反詐欺條款」所規範之人，為「任何人」（Any person），此與「內線交易」限於「內部人」（Insider）並不相同，特別是「內線交易」原重點規範對象為「公司內部人」（Corporate insiders），係基於其對

[91] Blackie v. Barracky, 524 F. 2d 891(9th Cir. 1975), Cert. denied, 429 U.S.816 (1976).

[92] 謝易宏、黃鈳淳，證券求償之訴訟巧門—詐欺市場經典案例，台北五南出版社，2006 年，頁 31。Dura Pharmaceuticals v. Broudo, 125 S. Ct. 1627, 1631 (2005).

公司股東所負之特定義務（Special obligation）而生之責任。「特定義務」主要可從兩個要件來觀察：

1. 因某種關係之存在，而可以直接或間接接觸特定資訊，而這類特定資訊可基於公司目的而取得，且這類資訊並非為任何個人私益而存在。
2. 交易當事人一方明知此類資訊並非與其交易之他方所可取得，而利用此種不公平的狀況[93]。

「公司內部人」之責任來自於其對公司與股東負有「忠實義務」（Fiduciary duty，又有稱為「信賴義務」），從而利用公司內部訊息未公開前之優勢進行交易者，有損公司股東與有意成為公司股東之外部人的權益，此種資訊運用優勢，為證券市場之特色，與典型之「詐欺」不同，已非普通法之詐欺行為所能規範。

（一） Chemical Bank v. Arthur Andersen & Co. [94]

本案法官 Friendly 指出，「1934 年證交法」Section 10（b）與 Rule 10b-5 之目的，係為保護於證券交易中遭受欺騙之人，目的是確保證券買方取得符合他認知的證券，並使賣方不因與價格有關之部分事實被隱瞞，因而做出不適當的賣出決定。本案 Chemical Bank 證券經紀商財務狀況不佳，對於其所承作之附買回契約必造成影響，證券商可能無力履約。故 Chemical Bank 對證券經紀商財務狀況為不實陳述，未說明此一原屬證券移轉契約（Securities transfer）性質之交易，可能轉變為負債（Loan），會影響市場投資人之判斷。其後，美國法律學者整理歷來案例，對於 Rule 10b-5 之構成要件有如下見解：

[93]Louis Loss and Joel Seligman, Securities Regulation, Volume VIII, 3rd Edtion, Little, Brown and Companuy, 1991, at 3552.
[94]726 F.2d 930 (2d Cir. 1984), cert. Denied, 469 U.S. 884.

1. 詐欺行為之構成，非僅以「與證券買賣相關」為判斷依據，如買方或賣方於交易時均明知有事實存在（…was aware of the fact），即不構成詐欺行為。
2. 「我們也注意到，即使未為買進或賣出，但對市場灌輸錯誤資訊，或甚至持有資訊太久[95]，也可能觸犯 Rule 10b-5[96]。」
3. 詐欺行為與證券買賣間必有關連（….some nexus），於各該案例中，法院並不難發現內線交易與「私取」（Misappropriation）間之關連性[97]。
4. 原告（Private plaintiff）[98]必須為證券交易之買方或賣方，其他公眾持股人不得主張其賣出持有股份之行為，與未獲得同等機會有關連。

（二） Birnbaum v. Newport Steel Corp.案[99]

本案原告等主張公司董事會對出售持股與 Feldmann 之行為虛偽陳述，已對 Newport 公司股東構成詐欺，違反 Rule 10b-5 之規定。但地方法院認為 Rule 10b-5 僅適用於「對證券之買受人或出賣人之詐欺行為」，故公司內部人對其股東雖違反忠實義務，但股東並無因此買進或賣出之行為，即非受到詐欺。上訴法院肯認其見解，認為下列三種原告不得依 Rule 10b-5 主張損害賠償請求權：

1. 潛在的股份買受人因受到不實資訊之影響，或因公司隱匿重大資訊，致未買進股票者。
2. 公司股東受虛偽資訊影響，或因公司隱匿重大資訊而繼續持有股

[95] Louis Loss, at 3688.
[96]"The Rule may be violated by feeding misinformation into the marketplace, or even withholding information too long, without any buying or selling. This we have already noticed."surpa note, at 3688.
[97]此一見解在 SEC v. Clark 案被引用，915 F 2d. 439,449 (9th Cir. 1990)
[98] 意指起訴行為非由證管會發動，而係有自認因內線交易受損害之個人所發動者。
[99] Birnbaum et al. v. Newport Steel Corp. et al, 193 F. 2d 461, cert. denied 343 U.S.956 (1952). http://cases.justia.com /us-court-of-appeals /F2/193/461.瀏覽日期：2013 年 3 月 25 日

票者（致公司股東未即時賣出持股）。

3. 未為證券交易之公司股東、債權人或關係人主張，因公司或內部人對相關證券之買入或賣出有違反 Rule 10b-5 之行為，而產生損失者。

Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores[100]再次肯認 Birnbaum 案之見解，認為得提起 Section 10（b）之訴者，限於證券之「買受人或出賣人」其理由如下：

1. 證管會於 1957 年與 1959 年，均試圖透過國會修法，經「任何證券之買入或賣出相關」之字句，修改為「任何證券之買入或賣出相關，或有意為證券買入或賣出之任何人」（…in connection with the purchase or sale of, or "any attempt to" purchase or sell any security），俾使 Section 10（b）亦可適用於潛在性之買入或賣出證券之操縱行為。但國會擔心會過度擴張 Section 10（b）之民事責任而未予通過，顯見國會並無意擴張該條規範範圍[101]。
2. 參酌「1934 年證交法」Section 28（a）規定[102]，亦將請求權人限於受有「實際損害」（Actual damages）之人。蓋詐欺責任本質為侵權責任，自應以受害人受有損失為原則，如尚未進行買入或賣出證券交易，難以計算受損之範圍與金額，成為請求「想像中的賠償」之行為（Conjectural and speculative recovery），難以依原告個人主觀假設來計算損害賠償之範圍。
3. 證券交易為契約行為，需契約違法，受詐欺之一方才有權主張契

[100]Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U. S. 723 (1975), http://supreme.justia.com/us/421/723/case.html 瀏覽日期：2013 年 2 月 20 日。

[101] 戴銘昇，由美國聯邦法院判決論證券詐欺之「適用條件」-有價證券之募集、發行、私募或買賣（上），證券暨期貨月刊第 26 卷第 5 期，2008 年 5 月 16 日。

[102] 該項規定：「本法規定之各項權利與救濟，不影響依現行法律或衡平法存在之各項權利及救濟；但任何人依本法規定提出訴訟請求損害賠償，經由一次或多次之訴訟，其所或補償金額不得超過訴狀陳述之實際損失金額。除本法令有特別規定，本法各項規定不影響各州證管會（或行使相同職權之機關或官員）對於任何證券或任何人之管轄權，若不與本法及其下級法規衝突者。……（以下略）。」，15 U.S.C. §78a et seq.

約無效。但在未有實際買入或賣出證券之行為時，或未訂定買入或賣出證券之契約，即難以主張違反 Section 10（b）之規定。

若無 Birnbaum 原則，則證券市場中其他尚未交易者（Bystander），無須負擔投資風險，只要在個股股價下跌時，宣稱其因受到不實揭露之影響而未賣出，或於股價上揚時，宣稱受到悲觀財務預測之影響，而錯失進場良機，從而據以提起損害賠償訴訟。如此反而濫用法律資源，不符法律公正性、訴訟經濟性之要求。聯邦法院另於 SEC v. National Securities , Inc.乙案[103]中，表明 Birnbaum 原則並不適用於證管會依 Section 10(b)規定所提起之禁制處分，亦即證管會對交易行為人發佈禁制令，並不以行為人「須為買受或賣出證券之一方當事人」為條件。

三、私人訴訟證券改革法（PSLRA）

為避免投資人在交易市場遭受損失隨即提起證券求償訴訟反成濫訴，維護資本市場的整體健全性與發展，美國國會於 1995 年通過「私人證券訴訟改革法」（Private Securities Litigation Reform Act, PSLRA），提高原告起訴的門檻，避免公司動輒發生須負擔高額賠償情事[104]。對於損失因果關係的證明，「私人證券訴訟改革法」規定，若原告主張被告詐欺之行為造成原告之損害，原告應負舉證之責。為了不讓證券詐欺損害賠償之訴被濫用成為投資人投資損失的保險機制，即使交易因果關係受推定，原告仍須證明有價證券之價格係受被告不實陳述所影響，藉由要求原告對股價受不實陳述影響始生波動之事實負有舉證責任，來限制原告僅得請求因被告詐欺行

[103] SEC v. National Securities, Inc., 393 U. S. 453 (1969).

[104] 邵慶平(2006)，證券訴訟上「交易因果關係」與「損害因果關係」之認定-評析高雄地院九一年重訴字第四四七號判決-，台灣本土法學第 79 期，頁 59。

為所致生的損害，而非將原告之投資損失歸咎被告[105]。

依 PSLRA 規定，證券詐欺民事訴訟之請求權要件為：「原告對每一個誤導陳述之主張必須特定，且應舉理由說明該陳述如何誤導，或刻意隱匿之資訊導致投資人產生確信，主張必須舉出特定事實，其強度需足以證明被告行為當時為故意[106]。「1934 年證交法」為此增訂 Section 21D（e）[107]，就得請求之損害賠償範圍的上限加以規定。以原告買賣證券之價格，與不實陳述或隱匿資訊之更正消息於市場發佈後 90 天之平均價格，兩者之差價作為原告得主張損害賠償之上限[108]，避免不當擴張被告應負損害賠償責任的範圍。

四、因果關係與損害賠償範圍之認定

（一）交易因果關係之發展

「1934 年證交法」Section 10（b）及 Rule10b-5，以及「1933 年證券法」Section 17（a）之立法目的非僅限於防制詐欺行為，主要目的為修補因證券交易所衍生出來之誤導或欺騙等不法行為的規範漏洞，如何補強投資人資訊地位之不平等（或稱為「資訊不對稱」），已非普通法之「詐欺行為」或是「公司法」所能處理。而資訊不對稱現象來自於內部人之特殊身分，特別是公司高階人員（Officer）、董（監）事或具控制力之股東，法院見解認為此等人士必須對與他們交易之人公開他們因職位所獲取之主要事實，以免影響交易相對人的投

[105]謝易宏，黃鈴淳，同前註 92，頁 82。
[106] P.L. 104-67,109 Stat.737 (1995).
[107] 15 U.S.C. §78u–4(e) Limitation on damages "(1) Except as provided in paragraph (2), in any private action arising under this chapter 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 90-day 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."
[108] 謝易宏、黃鈴淳，同註 92，頁 82。

資判斷。未公開此類資訊即觸犯「反詐欺條款」，反之，也可能為影響取得或賣出證券，而刻意在交易進行前揭露未公開資訊。

過去證券詐欺訴訟，原告必須舉證證明其買賣股票之行為與被告公司之不實說明間具有「直接信賴關係」（Direct reliance）。如依傳統「忠實義務」關係判斷，必須證明公司之前之不實聲明，已違反公司對其股東之忠實義務責任，但若公司隱匿合併磋商消息，本質屬商業保密行為，且為避免事後合併未成功引發誤導爭議，則難以將其隱匿視之為「違反忠實義務」。

原告在個案中如何證明交易因果關係？傳統上透過條件說（But-for rule），須證明若無被告之行為，原告不會買進股票。在隱匿的狀況，原告可只需證明消息的重大性，即可推定信賴要件的成立[109]。而在被告不實陳述的情形，由於集中市場交易模式不是傳統的面對面交易，原告也未必親自閱讀相關財務報告。為了減輕原告舉證之負擔，美國法院實務發展出「詐欺市場理論」（Fraud-on-the-market theory），認為股價係由所有可獲得的公司重大資訊所決定，所以當投資人以市場決定的價格進行股票買賣時，即使投資人並未直接信賴該不實陳述，其對該不實陳述的信賴可以透過對市場價格的信賴加以推定，故以信賴「市場」取代信賴該「不實陳述」[110]，不須再證明信賴該資訊，大幅減輕原告的舉證責任[111]。

（二） 損失因果關係之發展

損失因果關係（Loss causation）指投資人之損害與該不實陳述間具有因果關係，原告必須主張其購買之有價證券跌價並導致其交

---

[109] 邵慶平，同前註 94，頁 52-53。另參 Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128 (1972)

[110] 張心悌，證券詐欺之因果關係與損害賠償-板橋地方法院九六年金字第二號民事判決評釋，台灣本土法學，101 期，2007 年，頁 254。曾宛如，前註 24，頁 23-24。

[111] Merritt B. Fox, After Dura: Causation in Fraud-On-The-Market Actions, 31 J. Corp. L. 829, 839-40 (2006).

易損失，且該跌價損失與被告不實陳述，進而誘使原告購買有價證券之行為間具有合理關連性。在 Dura 案前，美國有若干法院採取凡購買當時股價經不實陳述灌水，即可充分證明損失因果關係之見解[112]，惟備受學理批評。該見解無視於損失因果關係於傳統侵權法上限縮損害賠償範圍之內涵，且用以認定損失因果關係之方式，使得某些事實證據既能證明交易因果關係成立，又能說明損失因果關係，形同架空損失因果關係此一要件。

Dura 案後主流見解認為：原告須更進一步的證明不實陳述與該股價隨後的跌價間有因果關連，亦即原告須就被告不實陳述係造成隨後股票跌價之主要因素此一事實為證明，方能成立損失因果關係（An investor must also establishing that the alleged misrepresentation proximately caused the declined in the security's value to satisfy the element of loss causation）[113]。

（三） 損害賠償計算

「1934 年證交法」並未對如何計算證券詐欺損害賠償金額明確規定，在立法例上，有以賠償義務人所獲利益或所避免之損失為計算基礎者，亦有以賠償權利人所受損害或所失利益為賠償金額計算基礎者[114]。美國法是以賠償權利人所受損害為計算基準。實務上主要有兩種計算：一為「毛損益法」或「完全價差法」(Gross income loss)；另一為「淨損差額法」或「真實價差法」(Out-of-pocket

[112]Knapp v. Ernst & Whinney, 90 F.3d 1431, 1438 (9th Cir. 1996); Gebhardt v. ConAgra Foods, Inc., 335 F 3d 824, 831 (8th Cir. 2003).

[113]Matthew L. Fry, Pleading and Proving Loss Causation in Fraud-On-The-Market-Based Securities Suits Post-Dura Pharmaceuticals, Securities Regulation Law Journal, Spring 2008. http://hayboo.com/files/Publication/e19c0362-4e02-4672-b469-23791b644cfd/Presentation/PublicationAttachment/7f515f2d-d66c-442b-8582-280bf1b53360/Pleading%2520and%2520Proving%2520Loss%2520Causation%2520in%2520Fraud-On-The-Market_Based%2520Securities%2520Suits%2520Po.pdf 瀏覽日期：2013 年 2 月 25 日

[114]賴英照，同前註 2，頁 533。

method）。簡述如下：

1. 毛損益法（Gross income loss）

為衡平法中契約損害賠償方式，基於回復原狀之原則，使賠償權利人回復至交易締結前之狀態。理由為：若無被告的詐欺行為，原告不會受不實陳述誤導而買賣該有價證券，因此被告應賠償原告全部的價差損失[115]。故無論損害是否由財報不實所引起，被告皆應承擔股價下跌的損失。此種計算方式的優點是簡單明確好操作，但飽受批評之處為忽略股票價格發生變動，除受被告不實陳述影響外，亦可能為其他因素導致。有論者提出修正後的「毛損益法」，以「不實陳述期間該有價證券之平均價格」與「不實陳述更正後一定期間該有價證券之平均價值」之間的差額作為損害賠償認定的標準[116]，惟仍舊存在相同問題。

2. 淨損差額法（Out-of-pocket method）

起源於普通法，原告得請求的損害賠償金額範圍限於因證券詐欺所導致的損害，即計算原告的交易價格與有價證券若未受不實陳述影響，其與真實價格（True value）之間的差額，被告僅負擔因詐欺因素所引起的損失。雖論理上可取，但缺點是難以計算有價證券的真實價格。尤其是市場上的資訊係同時對價格產生作用，難以清楚切割這些資訊如何個別影響價格，將不實陳述或詐欺行為的影響加以特定實非易事[117]。

「1934 年證交法」並未直接規定詐欺侵權行為損害賠償的計

[115] 黃郁嵐，投資人保護制度之研究-以投資人團體訴訟為中心，國立台灣大學法律學研究所碩士論文，2008 年，頁 132。
[116]黃郁嵐，同前註。
[117]賴英照，同前註 2，頁 533-534。

算方式，但「1933 年證券法」Section 11（e）卻訂有公開說明書不實損害計算方式之規定，係以買進價格配合起訴時之價格，起訴前若已出售，則以出售的價格；若為起訴後出售，價格較起訴時為高，則依出售價格[118]。該條後段規定，行為人得證明損害與行為之間並不存在因果關係而主張免責[119]。前段即是運用「毛損益法」的概念，後段則是採取「淨損差額法」的概念。主要考量因素為：公司發行人為買賣當事人，掌握相關資訊，並且發行證券取得資金，而投資人僅能由市場上取得資訊，地位明顯不對等，但交易市場中因買賣雙方未必具有如發行人般之身分，故課予較輕之責任[120]。

（四）案例實務

損失因果關係如何證明，是目前美國法院實務針對證券詐欺、財報不實等案件中，損害賠償成立與否認定之關鍵因素。美國最高法院在 2005 年的 Dura Pharmaceuticals, Inc., et al. v. Michael Broudo et al.[121]一案中，表明了最高法院對於損失因果關係所採取的立場，特別是針對原告應如何建立損失因果關係之證明方式。

1. Dura 案事實

Dura 藥品公司（Dura Pharmaceuticals, Inc.，以下簡稱 Dura）總部位於美國加州聖地牙哥，以購買市面上其他大型藥廠之相關權利（專利權等）以生產製造藥品為公司之主要業務，並於 1992 年辦理公開發行。1995 年 Dura 為拓展公司獲利及市場佔有率，開始及於醫療器材生產與相關藥品開發。1996 年底，Dura 股價高達 47.87 元，隨後則急速下跌至 1997 年 4 月 27.87 元。由於

[118] 曾宛如，同前註 86，頁 234。
[119] 曾宛如，同前註 86，頁 235。
[120] 賴英照，同前註 2，頁 517。
[121] 339 F.3d 933 (2005), reversed and remanded.

公司股價下滑幅度極大，Dura 內部人趁低點陸續行使選擇權購入公司股票，且 Dura 高階經理人在現金紅利（須視公司 1997 年股價表現及 EPS 而定）誘惑下，開始於同年 4 月起進行一連串以提高公司股價為目的之各項舉動，包括有：Dura 公開表示 1997 年度其所研發之抗生素藥方 Ceclor CD[122]銷售額增加，且公司正成功進行 Aluterol Spiros（以下簡稱氣喘噴劑）[123]各項研發及測試工作等等。

最後，在 1998 年 2 月 24 日公司宣布，由於去年購入 Ceclor CD 藥品銷售情況欠佳，銷售不如預期導致 1998 年度收益與每股淨利不如預期，次日 Dura 股價從 39.13.元跌到 18.38 元，跌幅達 47%。此外，關於氣喘噴劑研發上市事宜，Dura 於 1998 年 9 月底揭露公司對於氣喘噴劑申請新藥上市過程中，Dura 持續公告其研發技術因提交主管機關食品藥物管理局（Food and Drug Administration，以下簡稱 FDA），而需要延後上市之訊息。1998 年 11 月 4 日，由於氣喘噴劑生產良率過低且穩定度不足，Dura 宣布該氣喘裝置確定無法獲得食品藥物管理局批准上市。消息發佈後，Dura 股價直接從 12.50 美元跌至 9.34 美元，跌幅達 21%。同年 11 月 6 日，FDA 發予 Dura 之函中指出 Dura 公佈之訊息顯然誤導大眾，蓄意粉飾其氣喘噴劑經 FDA 檢驗後發現需要重新進行臨床測試計畫之實情，事情經揭露後股價再次重挫，至此 Dura 宣布由於無法克服氣喘噴劑之穩定度與可信度，全面終止氣喘噴劑之研發及申請工作。

原告依「1934 年證交法」Section 10（b）及 Rule 10b-5 提起集體

[122] Dura 在 1996 年八月自 Eli Lilly 獲得 Ceclor CD 之銷售權利，Ceclor CD 性質上屬於 1990 年代經常被使用的 Cefactor 的改良版本，具有較少副作用且療效更強。

[123] Dura 自 1995 年開始研發氣喘噴劑，該噴劑之創新研發技術，能在治療氣喘發作上具有市場優勢。

訴訟訴請賠償，主張被告虛偽陳述的內容，包括氣喘噴劑將獲批准上市及誇大 Ceclor CD 獲利能力等，故意促使股價上漲。原告主張被告公司隱瞞公司實際運作情形，虛偽聲稱銷售額及對氣喘噴劑研究作出不實陳述。原告主張如下：

（1）在買入股票期間之前與期間內，Dura（或其公司高層）對 Dura 藥品獲利與未來「聯邦食品與藥物管理局」（FDA）是否核准新藥上市二事項為不實之陳述；

（2）在藥品獲利方面，Dura 不實宣稱該公司預期其藥品銷售額成長將有獲利；

（3）至於在新藥（一種噴劑）進度發佈方面，Dura 不實宣稱 FDA 將很快核准其上市。

（4）在買入股票期間最後一日（即 1998 年 2 月 24 日），Dura 宣布其盈餘因藥品銷售額下降而低於預期。

（5）Dura 股價翌日（即 2 月 25 日）下跌近 47%（由每股 39 美元下跌至每股 21 美元）。

（6）八個月之後（即同年 11 月），Dura 公司宣布 FDA 將不核准該公司新藥上市。

（7）翌日 Dura 股價大跌，大約花了一週的時間才回復到原有股價。

原告並指控被告公司經理個人自 1997 年 5 月至 7 月、1998 年 1 月止共計賣出市值 920 萬美元的 Dura 股票。而原告善意信賴市場健全，依照市價購入 Dura 股票，因此受有損害。

2. 本案訴訟經過

聯邦地方法院判決原告敗訴，理由是原告未證明氣喘噴劑未獲

核准上市，與其損失之間具有因果關係[124]。聯邦地方法院亦指出，原告所提出之證據，無法證明被告於得知 Ceclor CD 存貨過多卻仍宣稱銷售額提高時，主觀上具備故意，原告不服判決隨即上訴[125]。

第九巡迴上訴法院採取與地院相反的見解認為，原告只要證明證券價格在取得當日因不實陳述被追捧（Inflated），即可證明其與損失間因果關係存在。尤其在新藥噴劑未經核准這個部分的主張，上訴法院認為應分開看待原告不同主張，以確定各主張是否具有因果關係，故原告難以主張其損失係源自該公司過於樂觀估計其未來獲利；但在公司預告新藥將被 FDA 核准這個資訊的部分，原告主張因錯誤資訊而受損之因果關係是存在的。因此，上訴法院認為原告主張公司內部人刻意誤導投資人，「損失在交易時即已發生」，內線交易獲利為有理由[126]。故本案原告主張其購入公司股票當時股價被高估，且已提出相當之證據證明上開被灌水股價之事實，則本案原告已充分舉證損失因果關係之成立[127]。由於第九巡迴法院就損失因果關係之見解有別於其他巡迴上訴法院，聯邦最高法院（以下簡稱最高法院）認為有必要對此爭議為統一之見解。以下為最高法院之判決理由：

（1）最高法院首先檢驗原告是否只需主張「於購入股票當時」，股價因不實資訊而遭灌水，即足以建立「經濟上損失」之成立要件。邏輯推論交易發生時，無論原告購入 Dura 股票之價格是否遭到灌水，原告本身係以其願付價格做為 Dura 公司股票之對價，則原告購入股票當時根本並

[124] In re Dura Pharmaceuticals, Inc. Securities Litigation, 2001 WL 35925887 (S.D.Cal.)
[125] 同前註。
[126] Broudo v. Dura Pharmaceuticals, Inc., 339 F.3d 933, 938 (2003).
[127] Supra note，941.

無任何經濟上損失發生[128]。

（2）最高法院認為一個投資人購入股票時必然著眼於日後股價波動趨勢，並且期待日後股價上漲後能獲得一個好的賣出價格。倘若當初原告在 Dura 不實資訊遭揭穿或更正前（亦即股價未因此下跌前）就把股票賣出，則該不實資訊根本並未帶給原告任何經濟上損失。但倘若原告係於 Dura 不實資訊遭揭穿或更正後始賣出股票，其賣出價格雖然可能受到該不實資訊影響而生跌價損失，但也不盡然如此[129]。即使股票持有人賣出價格低於購入價格，該股價可能同時反應許多市場因素，包括經濟環境改變、投資人期待改變、特定產業或廠商條件改變等，都可能在不實資訊尚未影響股價前而率先反應[130]。甚至持有股票期間越長，其他市場因素更容易累積造成股價波動的影響。在相互作用下難以辨明究竟是何種市場資訊導致投資人虧損的發生，若 Dura 股價下跌經證明係因其他市場因素，或無法確切證明係因 Dura 不實資訊遭揭發或更正而導致者，則法律賦予投資人的損害賠償請求權即失其附麗，本案原告請求自無理由。

（3）最高法院明確指出：「不實資訊必須直接造成（Cause）原告經濟損失，若僅如同巡迴法院所言單純涉及（Touch upon）嗣後產生之經濟損失，顯然不符合法律規定得請求損害賠償要件[131]。」第九巡迴法院所持見解亦欠缺先例支持，不但與普通法上要求原告應盡舉證證明「若原告知悉

[128] Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 125 S.Ct. 1627, 1632 (2005).
[129]Spra note.
[130]Supra note 102.
[131] "… the inflated purchase price suggests that the misrepresentation (using language the Ninth Circuit used) "touches upon" a later economic loss. But, even if that is so, it is insufficient. To "touch upon" a loss is not to cause a loss, and it is the latter that the law requires." Supra note 102。

事實則將不為該行為」、「確實受有經濟損失」[132]等要件有違，且亦為其他判決[133]所不採。

（4）若將損失因果關係採取寬鬆認定角度，使那些並非基於信賴不實資訊而購入股票之投資人亦得請求損害賠償的結果，可能使證券法變質成大眾投資保險，所可能衍生社會成本龐大，非社會大眾所樂見，亦非法律所允許。最高法院檢視原告訴狀聲明主張之內容是否充足，依「聯邦民事訴訟法」Section 8（a）（2）之要求，原告訴狀至少必須符合「簡單清楚之主張（Short and plain statement）而足以說明原告應獲得賠償」。所謂原告所需提出「簡單清楚之主張」，至少必須給予被告「公平通知」（Fair notice）之功能始足當之[134]。故原告所提訴狀中僅提及「接獲『氣喘噴劑即將上市』之不實資訊後股價遭到灌水，而原告以灌水價格購入 Dura 公司股票而受有損失」，並未對「Dura 公司股票因不實資訊遭揭穿或更正後股價大幅下跌」此一事實做進一步主張，最高法院推斷：原告顯然認為「主張 Dura 公司股價遭到灌水」本身即足以成立損失因果關係[135]。

故聯邦最高法院認為，證券詐欺訴訟適用法條為「1934 年證交法」Section 10（b）之規定，即禁止「（1）使用或運用….任何欺騙機制，（2）為任何證券之買入或賣出，及（3）違反證管會發布之規則….」，故須援引證管會發布之 Rule 10b-5 規定，對「任何重大事實之不實陳述，或省略為製作陳述所必要之任何事實，….且不得誤導。」法院須適用這些成文法的規定，以解決

[132]Supra note 102。

[133] Emergent Capital Inv. Management, LLC v. Stonepath Group, Inc., 343 F.3d 189, 198 (CA2 2003); Semerenko v. Cendant Corp., 223 F.3d 165, 185 (CA3 2000); Robbins v. Koger Properties, Inc., 116 F.3d 1441, 1447-1448 (CA11 1997).

[134] Conley v. Gibson, 335 U.S. 41, 47 (1957).

[135]Supra note 102，1634。

本質上屬於普通法侵權行為之訴的詐欺與不實陳述處罰（Sanction）。又依「1934 年證交法」Section 21D（b）之規定，證券詐欺民事訴訟之請求權要件為：「原告對每一個誤導陳述之主張必須特定，且應舉理由說明該陳述如何誤導，或刻意省略之資訊導致投資人產生確信，主張必須舉出特定事實，其強度需足以證明被告行為當時為故意[136]。」因此，最高法院認為原告主張之事由並不充分，股價遭到灌水並不代表經濟損失當然成立，且 Dura 公司氣喘噴劑之相關不實資訊與經濟損失間之因果關係，單憑原告訴狀理由顯不充分，而撤銷第九巡迴法院判決發回重新審理。

4.爭議問題

最高法院於 Dura 案明確指摘以灌水股價（Inflated price theory）來認定損失因果關係之不當，惟並不表示損失因果關係之證明方式已獲得最終定論。因為證券交易市場瞬息萬變，影響股價及投資人交易決定之因素繁多，為因應個案裡對維護投資人權益及證券市場健全之要求，學者多認為其他證明損失因果關係之方式與損害賠償計算之方法仍有存在之必要。美國學界對該案判決之支持、反對，甚或補充的意見仍莫衷一是，留待法院於具體個案裡釐清實踐。簡述主要論點如下：

（1） 嚴格認定說

此說認為價格既由市場形成，損失是否存在亦應交由市場檢驗，僅是當初購買價格遭到灌水，欠缺隨後的跌價事實，仍不足以說明損失因果關係之成立。投資人必須證明在正確資訊公開後，股價明顯下挫（Truth-then-drop），才能證明

[136]Securities Exchange Act of 1934 §21D (b): "….the complaint shall specify each statement alleged to have been misleading, the reason or reasons why the statement is misleading, and, if an allegation regarding the statement or omission is made on information and belief, the complaint shall state with particularity all facts on which that belief is formed.", P.L. 104-67,109 Stat.737 (1995).

該不實陳述與原告損失間成立損失因果關係。故法院處理因果關係時應將政策性考量、應予賠償之損失、實定法上舉證責任分配等理由，納入參考[137]。

A. 此說隱含自由經濟市場的思維，認為在面對證券詐欺損害賠償案件時，是否具備不實陳述損失，以及損失因果關係是否成立等問題，最適決定者並非法院，而是市場。在市場對該消息的更正未有顯著反應的情形，法院應思考是否適宜成為代替市場決定價格的手。

B. 以實際效果觀之，對發行公司提起證券詐欺集體訴訟，實係將公司其他所有未提起訴訟之股東的財富移轉予起訴股東的一個財富重分配過程，而法院為財富重新分配的同時，要注意對整體社會的效果可能僅導致淨損失。

C. 溢付股價（The original price inflation）是否為「損害」而得請求賠償（Recoverable damages）？同 Dura 案最高法院之見解，此說認為無論原告購入 Dura 股票之價格是否遭到灌水，原告以其願付價格做為 Dura 公司股票之對價，並取得股東權利，原告購入股票當時並無任何經濟上損失發生。倘若當初原告在 Dura 不實陳述遭揭穿或更正前（股價未因此下跌前）就把股票賣出，則該不實陳述並未使原告蒙受任何經濟上損失。

D. 在舉證責任分配上，依 1995 年 PSLRA§78i 規定，將損失因果關係之舉證責任歸原告負擔[138]，法院若採灌水股價推定因果關係說之見解，將牴觸立法者規範之舉證分配責任。

---

[137]同註 77，頁 533。

[138] 15 U.S.C. §78i(e) (2000).

在 Dura 案前，許多巡迴上訴法院皆採取嚴格證明損失因果關係的立場，以 1997 年第十一巡迴上訴法院於 Robbins v. Koger Properties Inc.[139]乙案為例，投資人起訴請求公司會計師就其不實陳述造成溢付價額的損失予以賠償，並以公司於 1990 年 10 月公告縮減年度紅利分配後下跌的股價，作為認定溢付價額範圍的替代方式，理由係基於投資人認為盈餘分派縮減係為被告對公司現金流量不實陳述所導致的必然後果。

Robbins 案法院認為系爭股價因會計師不實陳述而灌水的效果到 1990 年 10 月後仍然存在，因而原告的損失並非導因於會計師之不實陳述。必須等到 1991 年公司更正過去營運收益數據及 1992 年調整先前對資產的超估後，原告的損失才有可能因被告詐欺行為而產生[140]。此案件突顯出嚴格證明說的缺點，即詐欺者得以在揭露真相前，利用「其他看似與不實陳述無關」之利空消息的釋出及操作，使得股價在真相揭露的時點前，即已慢慢反應消化完畢，等到真相揭露時，股價已經無太大波動，投資人自然無法以更正不實陳述後資訊下跌此一現象來證明損失因果關係。況且，資訊更正的方式及態樣並無一致性判斷標準，可供法院觀察股價是否顯著反應。例如：一連串事件的發生，方達到資訊完全更正的效果，但過程中股價已階段性反應完畢；或因內部人或其他人利用與不實陳述相關之未公開重大消息於市場上買賣，導致正確價格漸漸於市場顯現出來等，都可能導致「更正資訊後系爭股票明顯下跌」的事實證明困難異常。若強制以 Dura 案之證明為唯一證明損失因果關係之方法，將無以應付瞬息萬變的證券交易市場，無形中增加資

[139] 116 F.3d 1441 (11th Cir. 1997).

[140] Ann Morales Olazabal, Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals, 3 Berkeley Bus. L.J. 337 at 370-372 (2006).

訊進入市場的阻礙，反有害促進證券市場效率的法制目標。

（2）寬鬆證明說

若行為人提供具重大性的消息給一有效率市場（The efficient market），該資訊必定反應於市場價格上，故因不實陳述而以灌水股價購入（Inflated purchase price）該股票的投資人將因此受有損害。縱使在真相揭露前投資人已經賣出系爭股票，如投資人能證明其賣出時，不實陳述支撐溢價的效果業已消失，即使投資人賣出時仍有利差，仍可以主張該不實陳述使其在當初買進股票時，因溢付價額而遭受損失。例如：A 公司為不實陳述後，股價受不實消息激勵，由 10 元上漲為 15 元，投資人因而買進。其後公司雖未更正資訊，但市場因其他因素對該不實陳述內容做出正確反應下跌 5 元，但同時該檔股票又因其他利多因素而上漲 8 元，投資人以 18 元賣出。看似投資人獲有利潤而無損害，但投資人得主張其賣出時灌水效果已消退，其買入當時仍因 A 公司不實陳述而蒙受溢付價額 5 元之損害或請求賠償其所失利益 8 元的損失。依此說論點，投資人因不實陳述而溢付價額時，損失因果關係業已成立，縱股價未因資訊更正出現明顯下挫的情形，原告賣出股票時灌水效果確已消退，其仍受有溢付價額等之損失，而得請求損害賠償。

要證明股價經灌水最直覺也最重要的方法，即是說明該不實陳述本身具有重大性（Materiality），畢竟利多消息本身具備重大性即表示股價會因之而上漲。如此形同放寬損失因果關係證明門檻，將引發投資人利用訴訟以彌補投資虧損的動機，增加社會成本[141]。故採取相關見解的法院，會進一步要求原告不僅須

[141] See John C. Coffee, Jr., Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo, 60 Bus. Law. 533, at 537-538 (2005).

證明其買進股票當時的價格因不實陳述而灌水，更須證明未在不實陳述仍作用於股價時出脫持股，將溢付價額轉由他投資人承擔。故在上述的例子，投資人若在不實陳述尚作用於股價、市場未由其他管道得知並反應正確資訊前，即為相反買賣，則該損失已因相反買賣行為而轉嫁予其他投資人，故不得再主張損害賠償。為找出交易當時未經灌水之真實價格（True/Actual value），方可能得知原告溢付價額的多寡。實務上有下列損害賠償金額計算方法：

A. Out-of-pocket method[142]：以原告購買股票當時的「支付價額」與購買當時該股票的「真實價額」之差價為損害賠償計算方式。

B. Expedient out-of-pocket method[143]：因為應付淨損差額法之真實價額難尋，改以「更正資訊後的市場價格」作為認定真實價格的方式。

C. Net loss measure[144]：針對 Expedient out-of-pocket method 忽略其他市場上因素所造成的影響，計算上進一步扣除同類股其他公司、整體產業或全市場因素等所造成的跌價影響。

（3）折衷說

根據公司融資原理（Corporate finance theory），公開交易股票的價值反應市場投資人對發行人未來現金流量的預估，發行人基於過去或現在財務表現所為之陳述，市場都將之視為發行公司未來現金流量的指標，無論資訊揭露內容是否與先前不實陳述有關，只要該資訊導致市場認為未來現

[142]如何求得真實價值？經濟學家提出指數比較法（comparable index approach）、事件研究法（event study approach）來計算，參見 Edward S. Adams & David E. Runkle, Solving a Profound Flaw in Fraud-on-the-Market Theory: Utilizing a Derivative of Arbitrage Pricing Theory to Measure Rule 10b-5 Damages, 145 U. Pa. L. Rev., at 1097, 1108.

[143] Esplin v. Hirschi, 402 F.2d 94, 104-05 (10th Cir. 1968).

[144] Barry Reder, Measuring Buyers' Damages in 10b-5 Cases, 31 Bus. Law 1893, 1846-50 (1976).

金流量將不如預期，股價便會遭受打擊。故此說認為凡是投資人信賴的股價經過不實陳述灌水，無論該詐欺事實何時被揭露，投資人隨時有遭受損失的可能。故主張損失因果關係之證明方式，得依原告起訴請求之損害賠償內容及範圍而有不同。亦即視投資人請求內容之不同，而分別採取灌水股價推定損失因果關係說或資訊更正後顯著下跌說[145]。

A. 本說主張若投資人僅就因詐欺而支付的溢價部分（The premium paid due to the fraud）求償，僅需證明該詐欺行為誤導其對現金流量的預估[146]，致其支付過高價格進行買賣[147]，即可成立損失因果關係。

B. 設若投資人就其交易後損失（Post-transaction losses）進行求償，投資人須就詐欺行為顯著影響股價之事實而為證明，方得建立交易後損失與不實陳述間之因果關係。

若原告請求賠償之內容為溢付差額，為證明該不實陳述確實對股價有灌水效果，法院可以參酌：（1）不實陳述公布後，股價隨之上揚；（2）該不實陳述資訊內容之重要性；（3）對該股票價格決定有影響力之投資人是否相信該陳述，亦即對

[145]李韋誠、劉怡婷、黃琬珺，論證券交易法上不實陳述之損失因果關係-以美國 Dura 案為檢討核心，司法新聲月刊，台美證券交易法研討會專刊，第 78 期，98 年 1 月。http://ja.lawbank.com.tw/pdf/Dura%20 案研究報告，瀏覽日期：2013 年 2 月 15 日

[146] Jay W. Eisenhofer, Geoffery C. Jarvis & James R. Banko, Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Fiance-Based Theory of Loss Causation, 59 Bus. Law, 1442-43 (2004).

[147] 此涉及「買貴或賤賣本身，算不算是損失？」的問題。為了計算損失範圍，通常仍必須追蹤其後續事實發展（其中有許多可能態樣，例如：(1)在真相未揭露前，投資人再行買賣。後來為相反買賣時價格仍有不實資訊支撐，故未受損害；(2)真相揭露，損失在後續交易中實現，投資人遭受損失。第 2 種類型案件，美國學者稱"classic securities fraud case"（典型證券詐欺）。惟若投資人不曾從事後續買賣，因詐欺而支付的溢價（「買貴了」），亦應成為"損失"而得以請求賠償，畢竟，依公司融資原理（Corporate finance theory）理論，不實陳述使投資人錯估投資標的公司未來之現金流量，導致其產生支付過高價額的損害。Supar note，1419-20。

該資訊的市場接受度等具體因素為綜合判斷[148]。

若請求賠償內容不限於溢付價額的部分，除 Dura 案最高法院指出的更正後股價明顯下跌（Truth-then-drop）方法外，尚還有下列判斷因素：（1）在正式更正資訊前，公司已些微透露釋放消息給市場，股價亦隨之有所修正；（2）內部人或其他人基於該真相及相關傳言等未公開資訊進行交易，使價格漸漸反應正確訊息；（3）市場上專業投資人開始正視先前與該不實陳述衝突、當時卻被忽略的事實；（4）基於不實陳述而生的獲利預期後來落空，或發行人漸顯財務困境，讓真相慢慢被市場察覺[149]。

上述三說見解的差異在於何者標準較有利於達成健全證券市場之目的，亦即在保障投資人對市場之信心與投資人自己責任原則間尋求適當規範手段。但在真相揭露後並無明顯證券價格變動的情況下：採寬鬆見解者，因損失因果關係早已成立於股價經灌水（或壓抑）之時點，故容許由投資人另以他法證明損害範圍而得求償[150]。而採嚴格證明見解者，若真相公布後，證券價格並無明顯受影響，則難以認定投資人之投資損失與系爭詐欺行為間具有損失因果關係，自然不論損害賠償範圍之計算。折衷說則認為凡是投資人信賴的股價經過不實陳述灌水，無論該詐欺事實何時被揭露，投資人隨時有遭受損失的可能。故主張損失因果關係之證明，得視投資人請求內容之不同，而分別採取灌水股價推定損失因果關係說或資訊更正後顯著下跌說。

---

[148]同前註 120，頁 853-854。

[149]同前註 120，頁 853-854。

[150] 例如，採“out-of-pocket method”計算損害賠償範圍時，若無明顯價格變動之差額作為真實價額之參考，可由原告依財務分析方法等其他方法計算出交易當時，系爭股票之真實價額，以為損害賠償之依據。

貳、開曼群島

一、概述

臺灣企業多透過境外公司（Offshore Company）進行大陸投資，或據以建立或調整集團控股架構，主要原因不外乎為租稅規劃、資金調度或間接投資等目的。境外公司多於開曼群島（下稱「開曼」）、英屬維京群島（下稱BVI）、百慕達等租稅天堂設立登記，由於此類地區之公司法在一定條件下，不要求公司在當地有實際營業，亦無須配置辦公室及人員，公司設立及維持多半只是紙上作業，亦常被稱為紙上公司（Paper Company）。以開曼公司為例，除具備一般境外公司之優點外，由於公司法令相對而言尚稱完備，在美國、香港及我國等地亦允許作為上市主體，故為台灣企業設立境外公司常見之選擇[151]。本研究以開曼當地政府所公布之開曼「公司法」（Cayman Islands Companies Law 2009 Revision，下稱「開曼公司法」），及開曼「投資企業法」（Securities Investment Business Law, 2011 Revision，下稱「投資企業法」）為基礎，說明如下：

（一）公司設立

依「開曼公司法」設立所謂豁免公司（Exempted company），以享受租稅豁免及免除部分行政程序等好處，須主要營運活動均在開曼境外，並訂立公司設立備忘錄（Memorandum of Association），明確規定公司名稱、註冊地址及資本構成等。開曼公司法雖未強制訂立公司章程，但在實務上多半都會訂立公司章程以規範公司內部運作事項如股東會、董事或董事會等。開曼公司法在其附錄中有規定所謂標準

[151]紀天昌，開曼公司法與台灣法令主要差異之比較，資誠通訊。http://www.deloitte.com/view/tc_tw/tw/69a4041262025210VgnVCM100000ba42f00aRCRD.htm，瀏覽日期：2013 年 2 月 5 日。

章程（First Schedule Table A，下稱「標準章程」），除有特別需求外，開曼公司設立時可逕行採用標準章程之規定，而不需自行訂定公司章程內容。公司須至少有一名股東，且至少發行一股，對於股東或董事並無居住地或資格上之要求，且除非公司章程規定，亦未強制須召開股東會或董事會。一般而言，董事之書面決議即可決定公司運作事項。

（二）股東權利義務

開曼公司為有限責任，惟並未強制股東之股款必須在認股時繳足。標準章程規定在股東未繳足股款時，公司對未繳足股款之股份有最優先之擔保權利（Paramount Liens），且在股東經公司要求（Calls）而拒絕或無法補足所欠股款時，公司得強制該股東放棄欠款部份之股份，並將該股份轉讓予他人。由於開曼法律屬英美法系，部分案例已採用「揭穿公司面紗原則」，在股東利用公司形式而使公司形同股東個人之分身，藉公司有限責任規避個人責任時，股東可能須承擔公司應負之責。

（三）董事責任

董事依法負有忠實義務（Duty of loyalty）及注意義務（Duty to act with skill and care），並應為適當目的執行董事職務（Duty to act for a proper purpose）。董事亦須避免與公司之利益衝突，避免藉由董事之地位謀求私密利益，並應公平對待公司股東（Duty to avoid conflicts, not to make secret profits from the director’s position as director and to act fairly as between different shareholders）。公司法並未強制設立董事會，亦無須常設董事會主席（董事長），依章程規定可由董事以書

面決議決定公司業務方針。值得注意的是，開曼公司法允許所謂交錯選舉董事制度（Staggered board）[152]，此為我國「公司法」所不許。

二、主管機關

開曼證券主管機關為金融監理局（Monetary Authority，簡稱CIMA），局長由開曼行政長官（Governor）任命，採董事會制，必要時行政長官得指派獨立第三人審查其執行績效。CIMA 主要職能有四：

（1）貨幣政策：發行開曼群島貨幣及貨幣儲備之管理。

（2）對金融服務業進行監理並制訂監理規範，特別針對洗錢防制與監視、證券發行及資訊揭露等方面發布原則與指引；

（3）國際合作：透過簽署瞭解備忘錄之方式，協助其他國家監理機構執行。

（4）諮詢顧問：提供開曼政府在貨幣、監理與國際合作事務之諮詢服務。

三、法律依據

（一）法律規定

依開曼「證券投資業法」（Securities Investment Business Law，2011 Revision）第四部（Part IV）「虛偽或誤導市場與內線交易」將

[152]分期分級董事會條款（Staggered Board Provision）其典型做法是在公司章程中規定，董事會分成若干組，每一組有不同的任期，以使每年都有一組的董事任期屆滿，每年也只有任期屆滿的董事被改選。如此有意收購公司者人即使控制了目標公司多數股份，只能在較長時間後才能完全控制董事會。在敵意收購人獲得董事會控制權之前，董事會可提議採取增資擴股或其他辦法來稀釋收購者的股票份額，也可決定採取其他辦法達到反收購目的，使收購人的初衷不能實現。因此，分期分級董事會條款明顯減緩收購人控制目標公司董事會的進程，使得收購人不得不三思而後行，從而有利於抵禦敵意收購。在立法例上，美國「模範公司法」（2002 年版）第 8．06 條有明確規定。儘管美國理論界仍對分期分級董事會條款仍存有爭議，但仍有 70%以上的上市公司在章程中規定了分期分級董事會條款。在香港地區，分期分級董事會條款則具有明確的法律依據，且於實務中廣泛採用。

證券詐欺與內線交易等市場不法行為一併列入本部規範，依該法第24 條規定，任何人對任一上市證券創設（Create）或預備創設（Calculated to create）虛偽或誤導交易活動市場或價格之外觀，應認定其危害證券市場。本條適用於任何人為虛偽或誤導市場交易或價格之行為，屬於廣義反詐欺條款。又依同法第 25 條規定，任何公司內部人擁有相關消息者，應避免下列行為[153]：

（1）利用資訊影響上市證券價格以進行交易；

（2）鼓勵他人進行上市證券交易以利用資訊影響證券價格（不論其是否明知），或

（3）揭露其利用其職務處於辦公處所之便，或基於其專業所取得之資訊

規範標的為與上市證券之內部資訊有關且「價格受影響」（Price-affected）者，且內部資訊屬於「具價格敏感性」（Price-sensitive），若資訊一經公開揭露，即有可能對該上市證券之價格或價值產生重大影響[154]。依同法第 31 條定義「內部資訊」，指[155]：

（1）對特定上市證券有關，或與特定上市證券之發行人有關，或雖對特定發行人有影響但未必對上市證券或其發行有一般性影響者；

（2）該影響特定且明確；

---

[153] Securities Investment Business Law (2011 Revision), Supplement No. 10 published with Gazette No. 24 of 21st November, 2011. http://www.cimoney.com.ky/WorkArea/ Download Asset.aspx?id. 瀏覽日期：2013 年 2 月 5 日。

[154]Section 32: Listed securities are “price-affected” securities in relation to inside information, and inside information is “price-sensitive” in relation to listed securities, if and only if the information would, if made public, be likely to have a significant effect on the price or value of the listed securities.

[155]Section 31:Inside information” means information which-(a) relates to particular listed securities or to a particular issuer of listed securities or to particular issuers of listed securities and not to listed securities generally or to issuers of listed securities generally; (b) is specific or precise; (c) has not been made public; and (d) is price sensitive.

（3）尚未公開；且

（4）具價格敏感性。

（二）抗辯事由

1. 依第 26 條（1）規定任何人得舉下列證明，對內線交易之指控提出抗辯：

   （1）交易時並未期待其獲利源自於系爭資訊屬於與上市證券有關之價格敏感性資訊[156]；

   （2）交易當時行為人基於合理確信，相關資訊已被廣泛揭露，並確保上市證券交易並非基於未公開資訊之預先判斷[157]；或

   （3）行為人證明交易當時即使其並未取得任何資訊，也會進行交易[158]。

2. 同條第（2）項規定：任何人可基於下列舉證之資訊揭露主張並未進行內線交易：

（1）交易當時並未期待任何人揭露相關資訊以利上市證券交易[159]；

（2）即使當時曾有如此期待，但並未期待成交獲利係源自於與上市證券有關之具價格敏感性資訊[160]；

3. 獲利係來自於避免損失[161]；

4. 其他特別抗辯事由：

---

[156] Section 26(1)(a): that he did not at the time expect the dealing to result in a profit attributable to the fact that the information in question was price-sensitive information in relation to the listed securities;

[157]Section 26(1) (b) that at the time he believed on reasonable grounds that the information had been disclosed widely enough to ensure that none of those taking part in the dealing in the listed securities would be prejudiced by not having the information; or

[158]Section 26 (1)(c)：that he would have done what he did even if he had not had the information.

[159] Section 26(2)(a) that he did not at the time expect any person, because of the disclosure, to deal in listed securities; or

[160]Section 26(2)(b)：that, although he had such an expectation at the time, he did not expect the dealing to result in a profit attributable to the fact that the information was price-sensitive information in relation to listed securities.

[161]Section 26(3)：References to a profit include avoidance of a loss

（1）任何人涉及上市證券內線交易或鼓勵他人進行內線交易，若能證明其係基於下列原因所為之善意（Good will）行為者無罪：A.其職務為市場造市者；或 B.其雇主為市場造市者[162]。

（2）任何人涉及上市證券內線交易或鼓勵他人進行內線交易，若能證明其係基於下列原因者無罪：A.其基於內部人地位所持有之資訊係「市場資訊」[163]，且 B.任何人基於其職位所為之合理行為，而取得內部人之地位或資訊，並將下列事項納入考量：（a）資訊之內容；（b）第一次取得資訊之環境及其能力，且（c）目前執行之能力[164]；

（3）任何人涉及上市證券內線交易或鼓勵他人為內線交易者，如能證明下列事由者無罪：A.其行為與購併或處分資產有關談判；或為提高經營效率所為之一連串購併或處分資產之行為；且B.基於內部人之地位所取得之市場資訊，係肇因於一連串之購併或處分資產行為[165]。

---

[162]Section 26(4)(a) a person is not guilty of insider dealing by virtue of dealing in listed securities or encouraging another person to deal if he shows that he acted in good faith in the course of- (i) his business as a market maker; or (ii) his employment in the business of a market maker;

[163]「市場資訊」之定義，市場資訊之定義：資訊包含下列一或多個事實，說明如 Section 26 (5)：Market information is information consisting of one or more of the following facts- (a) that listed securities of a particular kind have been or are to be acquired or disposed of or that their acquisition or disposal is under consideration or the subject of negotiation; (b) that listed securities of a particular kind have not been or are not to be acquired or disposed of; (c) the number of listed securities acquired or disposed of or to be acquired or disposed of or whose acquisition or disposal is under consideration or the subject of negotiation; (d) the price (or range of prices) at which listed securities have been or are to be acquired or disposed of or the price (or range of prices) at which listed securities whose acquisition or disposal in under consideration or the subject of negotiation may be acquired or disposed of; and (e) the identity of the persons involved or likely to be involved in any capacity in the acquisition or disposal.

[164]Section 26(4)(b)： a person is not guilty of insider dealing by virtue of dealing in listed securities or encouraging another to deal if he shows that- (i) the information which he had as an insider was market information; and (ii) it was reasonable for a person in his position to have acted as he did despite having that information as an insider at the time, and in determining whether it is reasonable for an individual to do any act despite having market information at the time, there shall in particular be taken into account-(A) the content of the information; (B) the circumstances in which he first had the information and in what capacity; and (C) the capacity in which he now acts;

[165]Section 26(4)(c)： a person is not guilty of insider dealing by virtue of dealing in listed securities or encouraging another person to deal if he shows- (i) that he acted- (A) in connection with an acquisition or disposal which was under consideration or the subject of negotiation, or in the course of a series of such acquisitions or disposals; and (B) with a view to facilitating the accomplishment of the acquisition or disposal or the series of acquisitions or disposals; and (ii) that the information which he had as an

（三）適用限制

1. 領域上之限制

（1）依同法第27條規定，行為人需於起訴時位於開曼群島境內，或該交易係於開曼群島交易所發生。

（2）若行為人被起訴之事由為：未符合揭露資訊義務或鼓勵他人進行內線交易，於起訴時須位於開曼群島境內；或起訴事實指控行為人資訊接收或鼓勵他人內線交易者，須行為人起訴時於開曼群島境內。

2. 一般適用限制

第25條之適用有其限制，依第28條規定，任何人之行為係代表公部門（Public sector）所為之貨幣政策，或基於管理公債或外匯交易所為之政策性任務之行為，並無內線交易規範之適用。且交易上市證券之目的，如係基於依法律或依契約規定，而為購併或處分資產之需要所進行者，亦無內線交易規範之適用。

第二節　歐盟（英國、德國、法國）

壹、英國

一、 主管機關監理變革

原金融服務管理局（Financial Service Authority，簡稱 FSA）的權責包括研訂市場行為法規，防範人為炒作、內線交易、資訊濫用等不法行為，惟僅具有民事處理權力，不若美國證管會有命令強制執行之

---

insider was market information arising directly out of his involvement in the acquisition or disposal or series of acquisitions or disposals.

權限。但 FSA 可協調配合重大調查案，並將涉嫌犯罪之行為，交由檢察官或商工部執行起訴。更負責對銀行、證券業之檢查，以確保其內部控制與內部稽核有效落實。然而，2008 年全球金融海嘯發生時，中央銀行、財政部及 FSA 等，並未致力發展審慎監理的工具，來衡量整體市場的曝險程度，國家財政部門對於系統風險所製造的損害，也無法及時提出特殊有效的解決方案。為此英國政府開始進行相關改革，新金融監理組織架構於 2012 年底完成改制，FSA 於 2013 年起停止運作，並將其職權拆分予三個機構[166]：

（一）央行成為監管金融系統風險並迅速反映之單一責任機構

由英格蘭銀行（央行）新設的金融政策委員會(Financial Policy Committee，FPC)負責。該委員會包括 11 名成員，央行總裁擔任主席，其他成員將包括現任的負責貨幣政策和金融穩定性的副總裁，負責市場和金融穩定性的執行理事，計劃的消費者保護和市場管理局（Consumer Protection and Markets Authority）的首席執行長，4 名外部成員以及英國財政部的一位代表。FPC 將對國會負責，每年將會晤至少 4 次，將在 6 周內發布會議紀要，類似於貨幣政策委員會（MPC）方式。FPC 還將公布金融穩定性報告。FPC 將掌握總體審慎政策工具（可能工具包括：根據經濟實力得出的、或用於控制某類貸款的資本要求；槓桿限制措施；前瞻性損失準備；抵押品要求；信貸控制措施；準備金要求），FPC 將負責找出金融系統潛在問題並採取行動以保護經濟。

（二）新的審慎監理主管機關

[166] A new approach to financial regulation:building a stronger system,HM Treasury, February 2011. https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/81411/consult_newfinancial_regulation170211.pdf 瀏覽日期：2013 年 3 月 5 日。

審慎監理局（Prudential Regulatory Authority，PRA）為隸屬於英格蘭銀行下之機構，主要負責總體經濟謹慎監理，除對英國金融業進行日常監管（Day-to-day supervision），並負責制訂重要審慎規範等職責，包括制定各別銀行的資本及流動性標準。與 FSA 採取原則性監理（Principle-based）不同，PRA 監理方法著重於評價判斷（Judgment-focused），以引導商業模式禁得起挑戰，並可立即辨認風險，且迅速採取行動以維持金融穩定。FSA 原關鍵職能也將移至審慎監管局（PRA），審慎監管局將代表 FPC 實施政策調整。

（三）獨立消費者保護與市場規範機構

由新成立的金融行為管理局（Financial Conduct Authority，FCA）為獨立專責機構，負責消費者保護的職能，並以更嚴格的標準規範金融服務業執行業務之行為，制訂強制性規定以提振對金融服務業的信心與透明度。基於行政與司法分立原則，司法部則另行成立經濟犯罪司（Economic Crime Agency）負責打擊經濟犯罪。

二、 資訊揭露規定

英國證券市場主要依靠市場本身的自律機制在運作，沒有過多的市場干預，此一機制使英國證券市場維持了市場的公平、公正和有效運行。公司欲公開發行，僅須向英國貿易部（Department of Trade and Industry）下之公司註冊管理處（Companies House）申請註冊登記即可。公司註冊管理處就相關註冊申請書審閱，若無錯誤，約3至5個營業日即可審核完畢。另為便於公眾監督，公開發行公司須每年定期向公司註冊管理處送交年度財務報告。為配合歐盟「公開說明書指令」

（PD）公布與施行，英國FSA檢視國內相關規定並修正下列規範：（一）證券法規中之「公開發行」規定；（二）2000年FSMA第4章（Part VI）及2001年FSMA修正法案有關「證券上市」之規定；（三）依FSMA授權所制訂之上市證券規則（Listing Rules）[167]，修改相關表格（schedule ）7到11，及FSA所制訂之上市規則等。

為因應歐盟「資訊透明指令」（Transparency Directives）之公布與施行，FSA 著手修改原「揭露規則」（Disclosure Rules），並改名為「揭露與透明規則」（Disclosure and Transparency Rules，簡稱 DTR）。其修改主要有下列三大項目[168]：

1. 定期財務報告

   新規定僅適用於在受規範市場（如 LSE 倫敦證交所主版）交易之發行人與商品。依照歐盟指令之要求，原年報由須於會計年度終了前 6 個月內提出，縮短為 4 個月；半年報改稱期中報告（Interims）則須於期間終了後 90 天內提出縮短為 2 個月內。但除年報應以書面寄送股東外，期中報告無須出版書面或寄送予股東[169]。此外，發行人如未採行國際會計準則（IAS）34 號公報者，期中報告中須說明配合改變之任何會計政策。若發行人採行英國一般公認會計準則者，則建議改採國際會計準則（IFRS）。

2. 季報或營運報告書

---

[167]由於英國最大的受規範市場-倫敦證券交易所（LSE）所管理的市場多元，各種商品之上市條件各異，甚至也管理一些得排除指令適用之非受規範（non-regulated）店頭市場，故 LSE 也必須修正其公開說明書相關規定[167]。按英國原「POS 規則」之規定，即使未上市之公司，若為「公開要約」（offer to the public）行為都必須向公司法主管機關（Company House）申報公開說明書，故過去屬於場外交易（店頭市場）之「另類投資市場」（AIM）商品，亦需提供公開說明書，但在歐盟 PD 公布後，AIM 即不再被視為受規範市場，因而也豁免適用公開說明書之規定。

[168] New UK reporting and disclosure obligations under the FSA's Transparency Rules, November 2006. http://www.linklaters.com/pdfs/publications/Corporate/1106TransparencyDirective.pdf 瀏覽日期：2013年3月2日。

[169] FSN: EU Transparency Directive will force listed companies in Europe to accelerate their Fast Close,, July 2, 2007. http://www.fsn.co.uk/channel_financial_reporting/eu_transparency_directive_will_force_listed_companies_in_europe_to_accelerate_their_fast_close 瀏覽日期：2013 年 3 月 2 日。

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，本規則要求發行人需公布季報或期中營運報告書（Interim management statement，簡稱 IMS），並說明下列事項：

（1）期間內之財務狀況、部位與績效表現之一般敘述；及

（2）說明重大事項（Material events）與交易及其對財務狀況的影響。

規則也要求上市公司內部責任者應公開陳述下列事項（即責任聲明 Responsibility statement）：窮其知識之能，依法規定之會計標準製作財務報表，並真實與公平提供公司合併資產負債表；年度營運報告應公平審視企業發展與績效，與企業在市場之地位，並說明其主要風險與未來可能面臨之不確定風險。每半年營運報告書應公平審視過去 6 個月內（會計年度）所發生之重大事件，並敘述其主要風險與未來 6 個月內之不確定風險，並對關係人交易訂有更嚴格之揭露要求[170]。

3. 主要股東持股揭露制度

原本英國自 1985 年公司法至目前的 FSMA 法以來，已建立完整的大股東持股申報與揭露標準與規範，故依本指令配合修改股東持股揭露規定幅度不大。惟本指令也允許會員國訂定較指令更為嚴格之規定，故 FSA 新增主要持股利益之通知之責任（Notifications of major interests in shares），除英國境內公司外，施行範圍更擴及在英國受規範市場上交易股份之外國公司，這些外國公司同時依「公開說明書規則」（Prospectus Rules）應向 FSA 申報並更新年度資訊。由於大部分股東將其投票權透過委託書委託他人（多半為公司派）投票，故新規則認為委託書徵求人為間接持有這些股權，故應負相關通知義務，如於股東會開議前 48 小時應提供目前投票

[170] Implementation of the EU Transparency Directive, Freshfields Bruckhaus Derigner, January 2007.

權持有狀況，及多少投票權已非由原股東所執行等。發行人應揭露總投票權數與每種等級股份所代表之資本額，另於每月最後一日前公布其變化。

三、 公開說明書與財務報告記載不實責任

（一）市場濫用行為（Market Abuse）

FSMA 第 8 章（Part VIII）「市場濫用行為」專章 Section 118 至 Section 131，規範英國境內市場濫用行為之規範架構與認定條件，依 FSMA Section 118 與 FSMA 規則 Regulation 2005 SI 2005/381 定義，市場濫用包含下列行為[171]：

[171] Section 118：(1)For the purposes of this Act, market abuse is behaviour (whether by one person alone or by two or more persons jointly or in concert) which— (a)occurs in relation to— (i)qualifying investments admitted to trading on a prescribed market, (ii)qualifying investments in respect of which a request for admission to trading on such a market has been made, or (iii)in the case of subsection (2) or (3) behaviour, investments which are related investments in relation to such qualifying investments, and (b)falls within any one or more of the types of behaviour set out in subsections (2) to (8). (2)The first type of behaviour is where an insider deals, or attempts to deal, in a qualifying investment or related investment on the basis of inside information relating to the investment in question. (3)The second is where an insider discloses inside information to another person otherwise than in the proper course of the exercise of his employment, profession or duties. (4)The third is where the behaviour (not falling within subsection (2) or (3))— (a)is based on information which is not generally available to those using the market but which, if available to a regular user of the market, would be, or would be likely to be, regarded by him as relevant when deciding the terms on which transactions in qualifying investments should be effected, and (b)is likely to be regarded by a regular user of the market as a failure on the part of the person concerned to observe the standard of behaviour reasonably expected of a person in his position in relation to the market. (5)The fourth is where the behaviour consists of effecting transactions or orders to trade (otherwise than for legitimate reasons and in conformity with accepted market practices on the relevant market) which— (a)give, or are likely to give, a false or misleading impression as to the supply of, or demand for, or as to the price of, one or more qualifying investments, or (b)secure the price of one or more such investments at an abnormal or artificial level. (6)The fifth is where the behaviour consists of effecting transactions or orders to trade which employ fictitious devices or any other form of deception or contrivance. (7)The sixth is where the behaviour consists of the dissemination of information by any means which gives, or is likely to give, a false or misleading impression as to a qualifying investment by a person who knew or could reasonably be expected to have known that the information was false or misleading. (8)The seventh is where the behaviour (not falling within subsection (5), (6) or (7))— (a)is likely to give a regular user of the market a false or misleading impression as to the supply of, demand for or price or value of, qualifying investments, or (b)would be, or would be likely to be, regarded by a regular user of the market as behaviour that would distort, or would be likely to distort, the market in such an investment, and the behaviour is likely to be regarded by a regular user of the market as a failure on the part of the person concerned to observe the standard of behaviour reasonably expected of a person in his position in relation to the market. (9)Subsections (4) and (8) and the definition of "regular user" in section 130A(3) cease to have effect on and subsection (1)(b) is then to be read as no longer referring to those subsections.

（1）內線交易；

（2）內部資訊揭露；

（3）未建立監視市場行為適當標準；

（4）提出錯誤或誤導性陳述；

（5）利用虛構設計影響交易或令其交易；

（6）散播誤導性資訊；

（7）扭曲市場運作；

（8）鼓勵其他人為市場濫用行為。

（二）記載不實責任規範

1. 資訊揭露責任要求

FSMA Section 80 與 FSMA Section 87A（2）要求上市特定項目（Listing particulars）及公開說明書應揭露投資人及其顧問所需之資訊，目的係提供該等人士評估其資產責任、部位、利得與損失，及證券發行人對未來之期待，及附著於證券上之權利。又依 81 與 87G 之規定，發行人於特定狀況下應印製補充文件，如：任何足以影響發行證券之重大變動，或重要新事實。

2. FSMA Section 90A 規定之損害賠償責任

依 FSMA Section 90A 之規定，任何依上市特定項目與公開說明書負責之人，應對下列之人負損害賠償責任：

（1）取得或依契約買進上市特定項目或提供公開說明書之證券；

（2）因下列二行為結果之一而承受損害者：

A. 上市特定項目或公開說明書有任何不實或誤導性陳述；

B. 隱匿（省略）依同法 Section 80、81 與 82 規定上市應記載之事項及其補充文件，或依同法 Section 87A、87G 與

87B 公開說明書及其補充文件應記載之事項。

Section 90A 雖未明文涵蓋發行人於定期性財務報告揭露（例如：年報、半年報與審計報告）之誤導性陳述或隱匿，亦未涵蓋透過經認可資訊服務機構對市場公開資訊管道，但本條損害賠償範圍仍及於上述兩種情形。

3. 應負賠償責任之人

涉及在上市特定項目與公開說明書文件上為誤導性陳述或隱匿之人，均可能成為應負賠償責任之人。FSMA 並未明確定義何種人士應為此負責，而係依 FSMA 之授權，於 2001 發布證券上市規則（SI 2001/2956），及公開說明書規則（PR 5.5）規定應負責任之人[172]：

（1）證券發行人，即發行公司。

（2）發行人之董事。

（3）任何人於上市特定項目或公開說明書記載被提名或即將被任命為董事者。

（4）任何人接受，且在上市特定項目或公開說明書中被描述為接受，或為所記載內容負責者。

（5）任何人不屬於上述各項規定範圍，但授權相關內容者。

（6）專業顧問，如投資銀行、律師或會計師，即使符合上述各項之敘述，若能主張其僅純粹提供建議者可免責。

FSMA Section 90A 規定，發行人應對任何人（投資人包括已為公司之股東及尚未成為股東之人）因誤導性陳述或隱匿資訊，而取得證券且蒙受損失者負責。亦即只要該等人士基於合理性，因而仰賴這些資訊作為投資判斷，即為以足。因 FSMA 為業法，屬於

[172] Paul Davies, DAVIES, Review of Issuer Liability, March 2007. http://www.treasurers.org/node/3258 瀏覽日期：2013 年 3 月 6 日。

行政法，故依本條規定之賠償責任，屬於民事處罰（Civil Penalty），投資大眾不須證明發行人之行為有故意或過失，舉證責任較普通法詐欺行為為輕，可獲得賠償金額亦較依民事侵權行為法請求可獲得之賠償為低[173]。

4. 請求權人

依 Section 90（1）（7）之規定，必須取得上市證券或公開說明書之對象，或基於兩者之原因而有契約關係或利益者，方具有請求權。是以請求權人無須登記為證券所有人，故持有選擇權契約（Option agreement）得買進證券者亦屬之。

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。請求權人不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[174]。

5. 抗辯事由

FSMA Schedule 10 訂有免責抗辯事由如下：

（1）被告合理相信陳述為真實，且無誤導或隱匿，被告應證明其對陳述是否適當無過失存在。

（2）相關陳述係由「專家」（如：專業顧問）所做成，致使被告合理相信該陳述為恰當，並認為陳述已含法律要求之格式與內容。

（3）被告於請求權人取得證券前已更正不實或誤導性陳述，或

[173] "A civil penalty or civil fine is a financial penalty imposed by a government agency as restitution for wrongdoing. The wrongdoing is typically defined by a codification of legislation, regulations, and decrees. The civil fine is not considered to be a criminal punishment, because it is primarily sought in order to compensate the state for harm done to it, rather than to punish the wrongful conduct. As such, a civil penalty, in itself, will not carry jail time or other legal penalties. For example, if a person were to dump toxic waste in a state park, the state would have the same right to seek to recover the cost of cleaning up the mess as would a private landowner, and to bring the complaint to a court of law, if necessary". Ronald B. Standle, Differences between Civil and Criminal Law in the USA, 1998. .http://www.rbs2.com/cc.htm 瀏覽日期：2013 年 3 月 10 日。

[174] Davies Review of Issuer Liability, March 2007, p.p.26-27.

發通知予「專家」提醒其注意陳述不適當或未依規定之格式與內容要求，或被告採取一切合理步驟試圖更正已揭露之陳述，且合理相信其更正已對外生效。

（4）若由公司官方人士基於正確與公平性重製相關陳述，或於公開正式文件中陳述。

（5）請求權人明知陳述為錯誤或誤導，或認知隱匿之事實之情形下仍取得證券。

6. 賠償範圍

FSMA Section 90A 雖規定被告應對請求權人因誤導性或隱匿資訊所導致之損失負賠償責任，但並未明文衡量損害之方法，亦未規範任何執行機構（Direct authority）。論者認為難以認定此一權利究竟屬詐欺侵權？抑或過失誤導行為侵權？前者法律效果為回復原狀，應負擔取得證券人所有損失；後者僅賠償因過失導致錯誤或誤導性陳述所生之損害，由於此為訴訟程序上之攻防重點，故法院適用本條時採用不同見解，將使個案損害賠償範圍差異甚大。

（三）誤導性陳述之類型

英國判例法將誤導性陳述區分為三類：意圖詐欺（Fraudulent）、過失（Negligent）及完全無知（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

其成立要件係由 Herschell 勳爵於 1889 年 Derry v. Peek[175] 案所確立，錯誤陳述必須係基於（i）故意（Knowingly）或（ii）不認其為真實（Without belief in its truth），或(iii) 行為人對其究否為真或虛假具重大過失或間接故意（Recklessly, Careless）。若

[175] Derry v. Peek (1889) 14 App Cas 337.

行為人為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，故成立詐欺之難度甚高。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

過去最高法院認為因過失致為誤導性陳述所造成之財物損失，依侵權行法規定以回復原狀為原則。但「1967 年誤導性陳述法」（Misrepresentation Act of 1967）Section 2（1）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。」可知條文並不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[176]。

3. 完全無知之誤導性陳述

指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 年誤導性陳述法」Section 2（2）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。

（四）影子董事（Shadow Director）之認定

英國2006年公司法第251條對「影子董事」之定義為：

（1）「公司法」所稱與公司有關之「影子董事」，指任何人所為之指示或命令為公司董事所奉行（are accustomed to act.）。

[176] Howard Marine &Dredging Co v. Ogden & Sons [1978] QB 574.

（2）任何人對董事之行為僅基於其專業能力之建議者，基於合理性不應被認為是影子董事

（3）公司之任何子公司之法人董事所為之指示或命令為公司董事所奉行者為影子董事，但若係基於下列目的而行為者，不被視為影子董事：

履行第2章董事一般職責規定。

第四章規定之交易須經董事會成員同意。或

第六章與其他任一董事會成員聯繫。

又依同法第165條「董事應註冊其住居地址」規定，影子董事被視為公司高階人員（…a shadow director is treated as an officer of the company），但本條僅規範自然人之情形，不含法人董事。此外，同法第187條「影子董事宣稱其享有既存交易之利益」規定：

（1）本章條款與第 182 條（聲明享有既存交易或契約之利益的職責）規定之職責有關，適用於影子董事之情形，但應符合下列規定：

（2）第 182 條第 2 項（2）（a）於董事會中聲明不適用，

（3）第 185 條第 2 項（4）（於董事會中提及或提出與宣讀之事項）不適用。

（4）影子董事所為一般事項並無效力，除非其係依第 184 條規定書寫提出。

1995年的In re PFTZM Limited案[177]認為，影子董事指任何自然人或法人，雖未經正式指派為董事會成員，卻具有控制或影響公司管理之能力。但若係基於專業能力提供指示或建議者，如：律師或會計師，

[177] "A shadow director is therefore a person or corporate body which, although not officially appointed to the Board of Directors, controls or influences the management of the Company. Those giving instructions or advice in a professional capacity however, as an accountant or as a lawyer for instance, are not deemed to be shadow directors as their advice tends to be limited to a particular aspect of the business. In contrast, in order to be considered a shadow director, the individual or corporate body must have the power to control a majority of the Board, or the Board in its entirety, over a period of time."In re PFTZM Limited [1995] BCC 280.

因為所提供之指示或建議侷限於業務特定範圍，則不被認定為影子董事。主要認定標準：是否於一定期間內，擁有足以控制董事會多數成員之權力？及其能行使與董事會董事相同之職權與義務，而與持有多少股權無關[178]。

英格蘭威爾斯高等法院於 2005 年 Ultraframe (UK) Ltd v Fielding & others 案[179]中表示，並非依公司法條文所稱，任何人所為之指示或命令為公司董事所奉行（are accustomed to act.）者，即被認定為影子董事，而賦予其董事應盡職責與義務。影子董事除需足以影響其他董事之行為外，尚須於一定期間內具有「實質上董事」（de facto director）之權力，與其他董事對公司營運之重大決定具有同等發聲之地位，且為公司治理架構之一部分（he had at least an equal voice with the de jure directors in important business decisions and was part of the corporate structure of governance）。高等法院更認為於「1985 年公司法」（當時適用舊法）第 320 條規定之特定交易（如：出售公司重大資產或營業）情形，才足以認定為影子董事。

「2006 年公司法」第 223 條因此規定「應經董事會成員通過之交易」於影子董事相關條款之適用：

（1）基於下列目的-

（a）第 188 條與第 189 條（董事服務契約）

（b）第 190 條至 196 條（不動產交易）

（c）第 197 條至 214 條（貸款等），與

（d）第 215 條至第 222 條離職補償金之給付

影子董事與一般董事負相同責任。

（2）任何涉及董事離職補償金條款不適用於影子董事喪失其身分狀

[178] Shadow Directors – The Legal Principles in the UK & Ireland, Pearse Trust, Nov 16, 2011. http://www.pearse-trust.ie/blog/bid/77558/Shadow-Directors-The-Legal -Principles-in-the -UK-Ireland 瀏覽日期：2013 年 5 月 20 日。

[179] Ultraframe (UK) Ltd v Fielding & others [2005] EWHC 1638 (Ch).，July 27, 2005.

態之情形。

四、實務案例

Caparo Industries plc v. Dickman[180]

早期英國實務認為不實說明或誤導性陳述屬於過失侵權行為，必須舉證證明被告有詐欺之意圖方能成立，且損害賠償範圍不及於純粹經濟上之損失（Economic loss）[181]。直到「詐欺市場理論」出現，認為誤導性陳述對市場價格造成影響，即屬投資人受損之原因，即使特定投資人未必知悉資訊不實或誤導，如投資人能證明其所受損害係基於誤導性陳述所致價格波動，義務人應負損害賠償責任。試舉 Caparo 案說明如下：

（1）本案源於 Caparo 買進在倫敦證券交易所上市甲公司股票，當時有其他人欲收購甲公司（目標公司），從市場上買進該公司股票，甲公司於 1984 年 3 月公布獲利警告（Profit-warning），致使該公司股價腰斬。同年 5 月，該公司董事發布獲利預測聲明指出，承認獲利確實不如預期，並於 6 月分配股息與股東。惟不久前，原先並無該公司持股之 Caparo 開始陸續買進該公司股票，並持續買進至持有該公司股權達 29.9%。依「倫敦市行規」（City Code）之規定，強制要求 Caparo 進行公開收購，並對大眾提出公開收購要約。但 Caparo 指出由於當時公司前景不明，致使其高估該公司價值，且該公司董事會與會計師審計過失未偵測出該公司預測不正當或可能有過度高估公司財務部位之詐欺行為，故控告該公司董事與審計人員應為其不實財務報告負

[180] [1990] 1 All E R 568, HL.
[181] Derry v. Peek, (1889) 14 App Cas 337.

詐欺責任，但 Caparo 於法院審理期間，撤回對該公司董事之訴訟，最終被告僅剩審計相關人員。

（2）第一審法院認為審計相關人員對 Caparo 並無注意義務（Duty of care）[182]，故不須為其過失行為負責。上訴法院多數意見則認為：在 Caparo 買進該公司股票並登記為股東前，甲公司的確無須對其負責，但在其買進該公司股票後，即負起相對應之責任。最高法院則支持地方法院見解，認為甲公司之審計人員無法預見預測誤差，更無法預知 Caparo 將買進該公司股票，故該等人員並不須負過失責任。惟最高法院反駁上訴法院見解，認為公司依「公司法」規定為年度會計作業，其相關審計基準，以及審計人員應負責任，應依普通法原則論斷是否已盡勤勉義務，則公司之勤勉義務，僅對當時已存在之股東（Existing shareholders）負責，而無須對將來持有公司股票之潛在性股東負責。按上訴法院見解，將使公司進行年度會計作業時，必須將未來發生之損失納入計算，已經超過侵權行為要件對過失之認定。最高法院更認為，「公司法」會計法規（statutory accounts provisions）僅保護公司既存之股東，以便股東能有效行使對公司董事會之治理權利（如：可據以要求更換無效率管理部門），而非提供投資人進行投資決定。不論對已存在之股東或非股東而言，勤勉義務與買進公司股票之行為無關。

貳、德國

為因應歐盟頒佈以「市場濫用指令」（Market Abuse Directive，簡

[182] 注意義務(Duty of Care)和忠實義務一併構成公司董事和高階管理人員法律義務：忠實義務的著重點在於董事行為之目的和實際決策的出發點是否正確，是否係以公司股東最大利益為考量；注意義務的重點則是董事行為本身和做出決策的過程是否盡其職責，是否為股東之最大利益為考量。

稱 MAD）為首之各指令必須轉化為內國法之要求，德國政府於 2004 年起即陸續修訂相關法令。2007 年 5 月 11 日頒布「金融市場指令執行法」（Financial Market Directive Implementation Act, FRUG），包括證券交易法、交易所法、銀行法、投資法在內等資本市場相關法規也隨之修改，統稱為「德國資本市場法」（Kapitalmarkrecht）。與公開說明書與財報記載不實相關修訂法律內容分述如下：

一、投資人保護改善法

2004 年 7 月 1 日，德國國會通過「投資人保護改善法」（Anlegerschutzverbesserungsgesetz，以下簡稱 AnSVG），並於 2005 年 7 月 1 日全面施行。AnSVG 屬於包裹立法，該法案係針對「證券交易法」及其相關規定，依歐盟指令之要求進行修正，其內容包含下列幾個部分：

（一） 公開說明書

舊「公開說明書法」（Prospectis Act, Act on the Prospectus for Securities Offered for Sale，下稱 VerProspG，已廢止）規定，於銷售時發行公開說明書僅限於證券公開發行之情形，惟此一規定在「證券交易法」（Securities Trading Act，Wertpapierhandelsgesetz，下稱 WpHG）依歐盟指令要求，將標的擴及「金融商品」（Financial instruments）後，已不合時宜。AnSVG 配合修正，將「證券」擴大範圍至「金融商品」，故包括貨幣市場工具、衍生性商品、有價證券認購權利，及其他經德國或歐盟會員國認可市場所掛牌交易之商品均納入規範。除擴大商品規範範圍，AnSVG 也擴大 WpHG 之適用範圍，由原先之交易所，擴大至店頭市場交易，甚至及於與德國證交所掛牌商品有關之海外金融

商品交易。

1. 依 AnSVG 規定，將特定非證券型態的投資納入「銷售說明書法」（Sales Prospectus Act）之範圍，過去未納入受規範市場之投資利益，也一併要求需出具公開說明書。
2. 公開說明書之要求涵蓋封閉型基金（如不動產信託基金）之利益，且基於本地與外國公司參加人之利益，是否出具公開說明書並非取決於發行人之資格，而係以所涵蓋之利益為考量，故信託財產與經註冊之債券待遇相同，均應出具公開說明書。主管機關 BaFin 應於公開說明書送達（Delivery）後 20 工作日內為核准之通知，若遲至 20 日仍未通知，則可能引發對 BaFin 的行政訴訟。公開說明書必須包含所有能使大眾理解發行人及其所投資資產之相關事實與法律資訊，說明書也必須包含對事實的簡要說明（Express reference），並保證其內容為正確之資訊，且無須再經主管機關查核。
3. AnSVG 提供公開說明書要求之各種例外狀況（即豁免不須提供之情形）如下：
   （1） 保險公司之要約；
   （2） 已發行之同種類投資要約不超過 20 個股份（Shares）者；
   （3） 要約利益於 12 個月內銷售價格總額不超過 10 萬歐元；
   （4） 每一要約利益價格對每一位投資人至少為 20 萬歐元；
   （5） 基於商業往來目的，僅向收購或賣出相關投資之人所提出之要約；
   （6） 僅對特定人（A limited group of persons）所提出之要約；
   （7） 由雇用人或其關係人對其員工所提出之要約。

舊「公開說明書法」（VerProspG）對公開說明書揭露不正確或不完全資訊之責任，於 AnSVG 中均擴及至該法所定義之金融商品。除

此之外，AnSVG 也對未依規定出具公開說明書之投資或證券要約人訂定應負責任。

（二）與公開揭露不實有關之規範

1. 公開揭露

（1）特定公開義務（Ad hoc publicity）

AnSVG 擴大原「證券交易法」特定公開之規定，金融商品發行人若經許可於市場交易，必須將直接影響其交易行為之任何內線消息予以公開。所謂內線消息可直接影響發行人之狀況，不僅限於該資訊是基於發行人自身之業務活動，也可能是發行人領域外之活動所引發。例如：由第三人（公司）所提出之購併要約，或是信用評等機構對發行人降低信用評級，也可能影響發行人。因此，所謂內線消息之構成要件，以不影響市場價格為限，一旦任何人依法對該消息負揭露責任，或得以接觸該內線消息，則該消息即應立即公開。此外，發行人於特定狀況下可能暫時延遲公開揭露，故規定豁免其揭露義務之理由必須是發行人係為保護合法利益，而此一延遲並無誤導大眾，且發行人確保其秘密性（Confidentiality）不受侵害。延遲公開之理由必須向主管機關 BaFin 申報（Submit），並陳述相關決定（Decision making）之時點。

（2）揭露責任

發行人管理階層、固定接觸內線消息之人，及有權對公司主要事務下管理決策之人，運用自己帳戶為發行人所發行之股份或金融商品之交易後五日內應通知發行人與 BaFin。同樣的規定也適用於密切配合上述管理階層與由其

所控制之企業，且不得任意延誤通知。金融商品發行人或其代理人或其帳戶所為交易應列表並持續更新。但此一通知要求並不適用於一年內未達 5,000 歐元之交易，應為通知之交易則以每個月達 2 萬 5 千歐元為準。至於基於員工僱傭關係買入之股票或商品，如係屬於薪資之一部分者，毋庸通知。

2. 公開說明書法

於「證券交易所法」（Stock Exchange Act,德文為 Börsengesetz）[183]存在時期，非於交易所上市之證券受「證券買賣公開說明書法」（Securities Sales Prospectus Act，Wertpapieprospektgesetz）規範，於交易所上市之證券即受 VerProspG 及「證券交易所法」規範。惟「證券交易所法」廢止後，公開發行有價證券之公開說明書適用法律為新訂之「公開說明書法」（Securities Prospectus Act，Wertpapierprospektgesetz，下稱 WpPG）[184]，於 2005 年 6 月 22 日公布施行，最近修正日為 2011 年 6 月 22 日。茲簡述章節內容如下表：

章節名稱	條號	規範內容摘要
第一章 適用範圍、定義	§1~§4	規範本法之適用範圍、定義與發布公開說明書之義務與豁免情形。
第二章 公開說明書之制定	§5~§12	公開說明書、基本事項、最低限度資訊、資訊省略、公開說明書之有效性、基本公開說明書與登記文件、年報、公司章程引註、公開說明書附件。
第三章 公開說明書和核准與發布	§13~§16	公開說明書之核准、申報與發布、廣告，公開說明書補正。

[183] http://www.boersenaufsicht.de/boersg.htm，瀏覽日期：2013 年 3 月 10 日。

[184] Wertpapierprospektgesetz, Federal Law Gazette I, p. 1698. http:// www.bafin.de /SharedDocs /Aufsichtsrecht/EN/Gesetz/wppg_en.html?nn=2821360，瀏覽日期：2013 年 3 月 10 日。

章節名稱	條號	規範內容摘要
第四章 跨境要約與交易核准	§17~§18	經核准公開說明書之跨境效力、核准證明書。
第五章 使用語言與發行人所在地於第三地之情形	§19~§120	使用語言、發行人來自於其他國家。
第六章 主管機關與程序	§21~§26	監理主管機關之權限、保密義務、與其他EEA會員國監理機關之合作、事前警示措施、公布措施、立即執行
第七章 其他條款	§27~§31	登記、費用、指定代理人之責任、依法行政罰鍰、轉換條款。

資料來源：本研究整理自德國 BaFin 網頁。http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetz/wppg_en.html?nn=2821360

（1）適用範圍

本法僅適用於公開發行或欲請求受規範市場許可其進行交易之有價證券，此等有價證券應制定、經核准並發布公開說明書，不適用於下列情形：

A. 資產管理公司、依「投資法」Section 2（9）規範之投資證券公司或外國投資公司所發行之單位或股份，因該等證券持有人有贖回權。

B. EEA 領域內國家所發行之非股權證券或區域或地方型政府發行之非股權證券，歐洲央行或其他 EEA 領域會員國央行所發行之證券。

C. 經 EEA 領域會員國無條件且不能撤回擔保之證券，或 EEA 領域會員國內區域或地方政府所發行之證券。

D. 信貸存保機構所發行之證券，或已經受規範市場許可交易之證券，且所有證券賣出價低於 250 萬歐元，且發行期超過 12 個月者。

E. 由存託機構持續或重複性發行之非股權證券，所有證券賣出價低於 5,000 萬歐元，且發行期超過 12 個月者。

（2）省略（Omission）資訊

證券發行價格（要約價），及對一般大眾公開要約之總數量若未於公開說明書上記載，應說明其依據何條件或條款所為之決定。若僅記載最高要約價格，且未說明其依據何條件或條款，買受人得於最後要約價格與數量申報日後 2 工作日（含週六）以書面撤回其購買意願，且無須附理由。要約人或申請許可人應依本法 Section 14（2）規定，發布最後要約價格與數量。若要約未依規定公布者，應即於 1 個工作日（含週六）及公布其最後報價。最後要約價格與數量必須於公布日向主管機關申報，且公開說明書中應清楚記載有關撤回權之說明。

二、證券交易法

（一）概述

WpHG 於 1998 年 9 月 9 日公布，最近一次修訂為 2011 年 6 月 22 日。最近一次大幅修正為 2009 年 7 月，主係配合轉化歐盟金融工具市場指令（MIFID）為德國國內法而修訂相關條文，特別是配合落實歐盟市場濫用指令與資訊透明化指令，修改上市公司資訊揭露的相關規範，包括持股申報通知中有關持股比例、通知期間等條款，修訂後全文分為 13 章共 47 條[185]。其內容簡要說明如下表：

章節名稱	條號	規範內容摘要
第一章	§1~§2b	規範本法之適用範圍，並詳細定義證券、衍生性

[185] http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetz/wphg_101119_ en.html?nn=2821360瀏覽日期：2013年3月15日。

章節名稱	條號	規範內容摘要
適用範圍、釋義		商品、金融商品等內容。
第二章 聯邦金融監督管理局	§3~§11	本章提供BaFin之設置法源及職權內容，BaFin下設證券委員會，該委員會中包含各邦的代表，並諮詢來自市場中的產、官、學各界專家。
第三章 監視內部人	§12~§20	本章規範內部人、內線證券（Insider securities）、內線消息之定義，以及對內部人交易之限制，一旦違反本章規定，即禁止其「取得與處分金融商品」（Acquisition and disposal financial instruments）並規定聯邦金融監管局對內部人交易之監督方式，以及觸犯規定之刑事罰等[186]。
第四章 有價證券交易之禁止事項與市場價格操縱之監視	§20a~§20b	受規範市場之發行人應公布所有對財務業務或證券價格有重大影響之事件，未公開發行者則不適用此規範，違反者將處以罰款。BaFin負責監督發行人是否符合證券交易法案之揭露規定，交易執行委員會（Exchange Operating Board）負責判斷公告之訊息是否需暫停交易。
第五章 上市公司持股異動之通知及揭露	§21~§30	本章對應向主管機關通知持股數量者之資格條件加以定義，並依各種投票權通知屬性，訂定應為揭露之時點與內容。除發行人持股，與關係企業之持股外，修正後之新法更將金融商品持有人納入應為通知與揭露之範圍。另針對特定狀況與條件，訂定豁免通知與揭露之義務。
第五a章 行使有價證券權利之必要資訊	§30a~§30g	本章針對發行人對證券持有人的義務、利用遠距資訊系統(如電子公報)傳輸或認可資料的公開、對歐盟及EEA等地區發行人相關條款、額外資訊的公開，以及關於相關資訊公開之豁免條款等，進行規範。
第六章 商業行為責任、組織要求、透明	§31~§37	本章針對金融業商業行為應遵守之規範與責任、受客戶委託進行交易行為或為其管理資產時，應注意之行為規範與及對所提供之商品與服務之資訊揭露責任等予以詳細規範。並將原「交易所法」

[186] Jürgen van Kann, Karen C. Wiedemann & Clemens Just, German Securities Trading Law - New Share Ownership Notification Rules, http://www.germanlawjournal.com/print.php?id=804，瀏覽日期：2013年1月10日。

章節名稱	條號	規範內容摘要
度責任		規範之事項納入本章。
第七章 怠於公開之賠償責任	§37b~§37c	資訊公開與透明是證券市場公平交易的不二法門，因此本法特別針對未即時公開影響股票價格之重要事實、或散布與股價相關之不實事實，必須要負損害賠償責任的規定。
第十一章 企業財務報表的監督、財務報告的公開—第一項企業財務報表的監督	§37n~§37u	包括對企業財務報表及財務報告的審計、主管機關之檢查權限與檢查時機、其他主管機關之認可、國際合作、檢查結果之報告與不符檢查結果之申訴程序等。
第十一章 企業財務報表的監督、財務報告的公開—第二項企業財務報告的公開及傳送	§37v~§37z	本章包括企業年度財務報告、半年報、期中管理報告、合併財報等之相關規範。公告語言應使用德文，依主要標準上市之公司，亦需公告英文版本。在公告前，所有訊息應送至金融監管局及交易執行委員會。 主要標準上市之揭露事項包括：(1)年度財務報告：需以國際會計準則（IFRS）或美國一般會計準則（US GAAP）編製。使用語言為德文及英文，未在德國註冊之公司可僅使用英文。(2)年度財務報告公告期限（含合併報表）：需於年度結束後4個月內連同電子檔檢送管理委員會，由該會以網路公告之。(3)季報：使用語言為德文及英文，未在德國註冊之公司可僅使用英文。(4)季報公告期限：期間結束之2個月連同電子檔檢送管理委員會，由該會以網路公告之。 (5)每年年初需以德文及英文公告發行公司年度計畫(Corporate Action Timetable)，包含股東會日期，記者會，及分析師會談日期，並以電子格式送交管理委員會，由該會以網路公告之。(6) 一年至少舉行一次分析師會談（Meeting of Analysts），宣布公司營運成果。 (7) 所有公告及重大訊息均需同時以英文發布。
第十二章 刑事及行	§38~§40a	對於違反內線交易者（§14），處以刑事制裁。其他有關違反申報義務（§9）、申報義務人的通知義

章節名稱	條號	規範內容摘要
政罰條款		務（§21）、表決權追加計算（§22），以及對影響股價的事實疏於通知和公告（§15）等，則處以行政罰。
第十三章轉換條款	§41~§47	有關前面條款有關通知或公開之要件、§11之賠償費用認定、§37a有關損害賠償之範圍限制、外國受規範市場之範圍，以及歐盟資訊透明指令適用法（TDI）之轉換適用等解釋性條文。

資料來源：本研究整理，相關條文可至 http://www.bafin.de/cln_109/nn_720786/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetze/wphg_en.html #doc721676bodyText105 查閱，瀏覽日期，2013 年 1 月 10 日。

WpPG 與 WpHG 規範範圍不再侷限於證券，擴及所有金融商品，包括：經許可於德國證券交易所交易，或於受規範市場或其他非官方市場等待許可或正在申請許可程序中者；經許可於其他歐盟會員國或於歐盟經濟區 EEA 設立之市場組織交易者；及直接或間接依據上述金融商品為獨立定價交易者。但不實公開說明書責任，WpPG 並未規定。公開發行有價證券之資訊不實責任納入 WpHG 規範。並於 WpHG 要求在金融市場活動之特定人士，如證券服務業、信用機構與金融商品交易之店頭市場經營者，應向主管機關 BaFin 適時報告任何可能涉及內線交易或市場操縱行為之事實的責任。為增進投資人保護，BaFin 依據本法規定可對涉嫌違反 WpHG 之行為發動監視與追訴權。BaFin 本其職權得隨時間視市場行為是否遵循 WpHG 相關法律規定與要求，為適當命令或處置以確保法令遵循。除此之外，BaFin 於市場出現不法行為與內線交易之案件時，得暫時禁止或延後金融商品交易，BaFin 亦有權傳喚與質問嫌疑人，並要求提出相關資訊與文件。BaFin 若為此必須公開資訊或為揭露時，其依 WpHG 規定進行公開揭露之費用由應負責任者支付。

（二）公開揭露

1. 即時公開義務（Ad-hoc-Mitteilung）

依 WpHG 第 15 條規定，金融商品之發行人有即時公開其內部人資訊之義務，所謂內部人資訊則依同法第 13 條規定，指一旦公開將影響有價證券之市場價格之資訊，稱之為即時公開義務。若發行人怠於公開內部人資訊（同法第 37b 條），或公開不實資訊（同法第 37c 條），應負損害賠償責任。此外，發行人於特定狀況下可能暫時延遲公開揭露，故規定豁免其揭露義務之理由必須是發行人係為保護合法利益，而此一延遲並無誤導大眾，且發行人確保其秘密性（Confidentiality）不受侵害。延遲公開之理由必須向主管機關 BaFin 申報（Submit），並陳述相關決定（Decision making）之時點。

2. 揭露之法定義務

公開揭露為法定義務，必須依法律（Act of law）、行政慣習（命令，Ordinance），或是歐盟指令及其規則（Regulation）之規定，方有揭露義務之產生。此外，於外國交易所掛牌交易者，亦須遵循交易國證券法令及其行政慣習之要求，履行公開揭露義務。反之，商業行為準則如不具成文法效力，或自願簽署之契約（Agreement），並非法定義務。對比 WpHG 第 13 條，明文規定內線消息必須對交易所或市場價格有顯著影響（Significant effect），在同法第 15 條之應揭露資訊部分，卻並未明文規定必須具有「顯著」影響[187]。因此，在操縱市場規範上，不需要錯誤陳述或未予揭露之資訊對市場價格有顯著影響，只要對市場價格可能造成影響即為以足，該條款亦不要求實際發生之買進或賣出行為，作為構成操縱市場之必要條件[188]。惟主管機關認為陳述是否以資本市

[187] 依 BaFin 對 WpHG 條文之英譯，在第 15 條之規定為："…..have an effect on the exchange or market price ……"。

[188] BaFin, Issuer Guideline, VI.3.2.5, July 2005, p91.

場或市場參與者為對象亦非所問，例如：某發行人董事會成員，在接受一家甚受歡迎的雜誌專訪時，對公司之事務為錯誤陳述；或是某公司董事會成員，對某位持有該公司大量股權之私人投資人，為防止該股東透過交易所市場大量賣出股票，對其為錯誤陳述，使其參與任何與交易所有關之活動，這些行為仍有觸犯禁止操縱市場條款[189]。

3. 公開揭露責任

發行人違反公開揭露義務，應負損害賠償責任，賠償權利人可分為兩類：

（1）依第 37b 條第 1 項第 1 款或第 37c 條第 1 項第 1 款規定，內部人資訊成立，但發行人怠於公開前，或是在不實資訊公開後買入有價證券，但在真實的內部人資訊公開時仍未賣出者。

（2）依第 37b 條第 1 項第 2 款或第 37c 條第 1 項第 2 款規定，內部人資訊形成之前買入證券，並在發行人怠於公開資訊，或在內部人資訊公開後賣出證券之投資人。

損害賠償如何實行，法無明文，惟多數學者見解認為，應不包括積極利益[190]。由於積極利益係契約當事人間基於契約約定而生之履行利益，因投資人與發行公司間未必訂有契約，使發行公司負擔公布真實消息之契約義務，故認為積極利益不得請求。準此，投資人僅能請求消極利益之賠償，即以投資人真實之財產狀況，與假設發行人所公開者為真實資訊之可能財產狀況加以比較，其差額即為消極利益 損害。換言之，即投資人買入證券之價格與發行人若公布真實資訊之假定真實價格間之差

[189]同上註。

[190] 葉新民，論資本市場上因不實資訊而致投資人損害的賠償方法-以德國法為中心，中原財經法學，第 23 期，2009 年 12 月，頁 118

額。例如：某公司股價原為每股 20 元，某甲乙 20 元購入，於公司公布假消息後漲至 50 元。設若公司公布正確消息，其真實股價應為 30 元，則甲之積極利益損害為 50－20＝30 元，消極損害為 30－20＝10 元。除可請求消極損害外，另依德國民法第 249 條規定可請求回復原狀，亦有學者認為得由投資人擇一行使[191]。

4. 不實資訊責任

WpHG第20條以下有關「禁止操縱市場條款」，為資訊通知與揭露義務規範架構之一部分，由於資訊透明度為金融商品的評價之重要關鍵，故錯誤或誤導陳述為禁止行為，發行人應時時考量如何合法且適當揭露資訊，以避免操縱市場行為之發生。為配合歐盟MAD指令適用，另修訂WpHG第20a條，以符合歐盟一致性標準。

（1）規範標的

任何人使用或傳播錯誤或誤導資訊，或負有更正資訊之義務而不為更正，即應為此一錯誤或誤導資訊所產生之結果負責。例如：某公司董事會成員A打算賣出大量持股，所賣出的量已達到公司（發行人）應依WpHG第15a條第（3）項規定揭露此資訊之標準。但A其實想賣出更多持股，惟恐此一大量賣出行為一旦公開會影響公司股價，將影響之後賣出股的價格。因此，他故意通知公司錯誤股數，使公司受到欺瞞，公司董事會其他成員（統稱為B）均被蒙在鼓裡。然而公司與董事會其他成員均因此而違反同法第15條及第15（a）條之特定事實揭露義務，需負連帶責任。A則依同法第20a條規定，必須為其錯誤引導行為負操縱市場之刑事責任，但B則因違反揭露義務並非故意犯罪行為，只要舉證主張其不知此一錯誤事實，應可免責。

[191] 同上註，121 頁。

（2）陳述（Statement）

所謂製造陳述（Making a statement）指於可證實的環境（Verifiable circumstances）下，依法律規定對外宣言之情形。陳述不需要以印刷或出版（Publish）方式為之，或使廣大公眾所取得。事實上，只要至少為行為人以外之一人所知（Take notice）即可。陳述多半係遵循揭露義務而來，如在法人說明會或與分析師會談中為自願性陳述，或在與投資人或其顧問間之一對一會談中，或僅對特定媒體或財經新聞網絡透露或說明消息，均屬陳述之一種，不論其為口頭、書面或正式文件，甚至透過電子郵件或在網路發表均屬之。陳述事實本身，以及對此一陳述加以評論、分析，甚至依據此一陳述進而為預測，只要其核心事實並非真實，即可能誤導投資人。若資訊完全為不真實，如謠言、不具事實基礎的推薦或警告等，均為本法禁止範圍，屬於第20a條第（1）項第1段（Sentence）與第3段所稱之「其他欺騙行為」（Other deceptive act）。

（3）錯誤

陳述若無法反映真實狀況（如：事實陳述事後結果為不真實），亦成為錯誤陳述。故發行人於使用相關事實前，應對其真實程度加以辨識，以作為其本身陳述、對陳述發表意見、評價或預測之基礎。發行人若未加以辨識即對外據以陳述，也可能觸犯「禁止操縱市場條款」。

（4）誤導

所謂「誤導」係指資訊之內容雖然為真實，但在呈現與表達（Presentation）過程中對資訊接收者導入錯誤印象，遂使陳述成為欺騙。例如：在增資公開說明書中，發行人指出因應未來需求增加，必須增加特定商品產量。此部分敘述為真，但發行

人並未說明其公司所生產的產品並未符合市場要求，導致銷量下滑之事實，則發行人之陳述即有誤導之虞。

（5）更正義務

任何負責任之人（或任何人基於其個人之目的使用陳述之內容者）明知陳述為錯誤或有誤導之虞，應予更正、完整陳述，或更新陳述。若錯誤或誤導資訊曾依WpHG規定之即時揭露規定對外公開，依同法第15條第（2）項第，須再依即時揭露規定更正。

（6）未依法令規定進行揭露

錯誤或誤導陳述之事實或評價對金融商品之評價將產生顯著性的影響，因而理性投資人於進行投資決定時會將之納入考量。因此，只要任何與金融商品評價有關之資訊，未依法令規定揭露影響評價之可能情形，亦將被認定為錯誤或誤導陳述。

（7）未公開揭露之資訊

若該資訊可能影響金融商品評價必須立即揭露，卻因某些因素而未予揭露之情形；或是未依揭露規範格式要求進行揭露之情形。例如：發行人未依WpHG第15條規定，依指定格式，完整履行揭露義務，反而僅在該公司所主事務所所在地，對地方媒體公開該資訊。

（8）謠言（Rumor）與推薦行為

謠言、不具事實佐證之推薦或警示行為，雖因缺乏事實基礎（Factual basis），難以定義為錯誤陳述，但因該等資訊之傳播，仍可能構成第20a條第（1）項第3段之「其他欺騙行為」。

（9）WpHG之懲罰規定

禁止操縱市場之賠償責任可分為行政責任與刑事責任兩方面，而究竟是負行政或刑事責任，則決定於下列兩個因素：

A. 對交易所或市場價格之影響程度；及

B. 違法行為是否為故意或僅係為過失。

若交易所或市場價各確實受到違法行為之影響，且行為人為故意（Willfully），則依WpHG第38條第（1）項第1款與第2款規定，及第38條第（2）項第11款規定（配合第20a條第（1）項第1段），為5年以下有期徒刑。而同法第38條第（2）項更規定，「臨時起意」（Contingent intent）亦為充分的主觀構成要件。

綜上所述，構成刑事處罰之構成要件為：

（1）負有義務之人已是先考慮到，若為錯誤或誤導陳述對金融商品價格評價將造成顯著影響之可能性；

（2）對價格之影響可能引發之結果已有預見；

（3）行為人接受此一結果之發生。

若應負責任之人為故意，但其行為對金融商品價格未必引發事實上之影響（Actual influence），則可能僅受行政處罰，多以罰款之方式為之。至於應負責任之人因過失而觸犯操縱市場條款者，亦僅為行政處罰[192]。

（三）損害賠償請求權

依 WpHG 第 15 條第 6 項規定，發行人違反同條第 1 項至第 4 項者，應依同法第 37b 條與第 37c 條規定負賠償責任，惟並未規範公司負責人的責任範圍，德國法院係以民法侵權行為作為不實資訊責任範圍之請求權基礎。依德國「民法」第 826 條（相當於我國「民法」第 184 條第 1 項後段）規定，須故意以背於善良風俗之方法加損害於他人，並經由同法第 31 條法人的侵權行為責任（相當於我國「民法」

[192] BaFin, Issuer Guideline, VI.3.2.10-3.2.12, July 2005, p94.

第 28 條）規定，使發行公司及其負責人負連帶損害賠償責任[193]。

通說認為行為人有未必故意即為已足，因此，為滿足「違反善良風俗」之要件，僅是違法行為並不足夠，行為人之行為必須具有可苛責性（Verwerfichkeit）。德國聯邦法院認為，公司負責人為影響股價散播假消息，即有足夠之可苛責性，並以之為間接事實推論違反善良風俗行為成立。於 Informatec 乙案[194]中，該公司董事於不實消息公開後，立即大量賣出公司股票，以不正行為追尋自我利益，其行為違反善良風俗為由，判決公司董事應負損害賠償責任。

參、法國

一、法律規範

為加強對法國資本市場之管理及提昇市場效率，法國政府在2003年8月制定「金融安全法」（Financial Security Law），該法提供法源基礎將原主管機關證券暨期貨管理委員會（COB）、金融管理局（CMF）以及金融自律諮詢委員會（The Conseil de discipline de la gestion financiere，CDGF）整合為單一金融監理機關，稱為金融市場管理局（Autorité des Marchés Financiers，簡稱AMF）。以下簡述相關法規如下：

（一）1966 年商法（Commercial Code）

本法為規範商業組織的基本法律，該法內容中與證券管理有關者，規定於第四章—股份公司（§70~§262）以及第五章—股份公司發行的有價證券（§263~§339 之7），其簡要內容如下：

[193] 同上註，頁 125。

[194] BGHZ 160, 149, 157=NJW 2004, 2971, 2973d.-Infomatec I. 瀏覽日期：2013 年 3 月 10 日。

1. 定義公開發行公司及公開發行之程序；
2. 定義各種可轉讓證券（股票、債券、可轉換證券等）及其涉及公開發行之相關規範；
3. 規範公開發行公司與上市公司製作公開財務報告及其他文件之義務；
4. 公司揭露年報義務；
5. 公司大股東向證券交易理事會（Stock Exchange Council，簡稱CBV，1996年改名為Conseil des Marches Financier即CMF，現已整合為AMF）的申報義務；
6. 財務報告的製作、核可、申報的規定以及簽證會計師的任用與義務。

為配合歐盟指令規範，法國政府於2001年5月16日公布「新經濟規範法」（Loi sur les Nouvelles Regulations Economique， New Economic Regulations，簡稱NRE），為包裹立法，主管機關為經濟部，並依該法修訂「商法」多項條文，對上市及非上市公司均適用。立法目的為：強化法國在公平交易法、公司法與銀行法之規範架構，增進金融服務監理之透明度與可靠性，並擴大金融監理主管機關之權利，使法國法律得以與國際接軌，並增訂洗錢防制相關措施與處罰[195]。該法也強化負責管理公司收購、合併與股權交換各工作諮詢部會（Work councils，如經濟部、勞工部等相關部會）。除修改「商法」外，更修訂「貨幣與金融法」相關條文。

（二）金融安全法（Financial Security Law）

有鑑於國際金融法規的加速發展，借鏡國際間企業醜聞頻生，為

[195] New Economic Regulations Act (France), International Financial Law Review, September 1, 2001, http://www.highbeam.com/doc/1G1-8817767 1.html. 瀏覽日期：2013 年 3 月 1 日。

加強在國際金融市場的競爭力，法國政府加速對金融法規的改革，其中最重要的變革即是在2003年7月17日頒布「金融安全法」（Loi de sécurité financiére，Financial Security Law，簡稱LSF）[196]。內容包括：

1. 整合成為單一金融市場管理架構；
2. 改革證券推銷部分，針對1972年證券推銷法不合時宜部分及1988年證券法有關「合格投資人」（Qualified investor）定義等部分，進行相關修正；
3. 會計監督與上市公司透明度部分，主要參考美國沙氏法案（Sarbanes-Oxley Act）設置類似機制，除加重公司負責人之責任外，另特別著重內部控制與降低利益衝突來源等規範；
4. 強化上市企業的公司治理[197]。

由於「金融安全法」規範重點為公司治理與提昇財務報告透明度，適用範圍及於有限責任公司（Societe Anonym，S.A.）[198]與向公眾募集資金之公司，故有法國版沙氏法案之稱[199]。

法國身為歐盟會員國，須於2004年10月12日前依歐盟「市場濫用指令」（Market Abuse Directive, 2003/63EC, 簡稱MAD）之要求，將指令所規範之內容修訂於內國法律條文予以落實。故主管機關AMF整理原COB與CMF對法國證券市場之規範，除於2004年11月24日公布「金融市場管理局規章」（詳後述），先行納入部分指令規範，另於「金融安全法」中增訂有關公司財務監視、財務資訊、投資服務提

[196] The AMF Publishes its General Regulation: Towards the Unification of the French, Securities Laws, Baker &McKenzie, Client Alert, January 2005.

[197] France's draft Financial security law proposed much-needed reforms， WSLR, 03/03, P.26-27.

[198]"This is the most commonly used corporate structure for large businesses in France. The SA has a minimum share capital of EUR37,000 (as at 1 April 2011, US$1 was about EUR0.7). It must have at least seven shareholders." Corporate Governance and Directors' Duties: France, http://eu.practicallaw.com /8-502-1296# 瀏覽日期：2013 年 3 月 15 日。

[199] Olivier Patole, consultant sécurité XMCO, Présentation de la Loi de Sécurité Financière (LSF), June 2006.http://www.xmco.fr/article-lsf.html 瀏覽日期：2013年3月15日。

供者、集合投資基金，及金融市場等相關規範。

（三）貨幣與金融法（Monetary and Financial Code）[200]

「貨幣與金融法」為法國金融監理架構之根本大法，本法以銀行體系出發，管理範圍包括貨幣政策、金融機構監理，以及金融商品。主管機關主要為法國中央銀行（The Banque de France）；惟於本法中有關公司與機構法人之設立資格與程序與公司內部管理等事務，係由經濟部主管；而金融市場之商品交易與相關業務活動，則分別由中央銀行董事長兼任銀行委員會主委管理銀行與信用機構，以及金融監督管理局管理投資服務公司與交易行為。茲簡述該法章節名稱如下：

章名稱	節名稱
第一冊 貨幣 （**Art. L111-1至L165-1**）	第一部 總則
	第二部 貨幣信用
	第三部 銀行貨幣工具
	第四部 中央銀行
	第五部 與外國間之金融交易
	第六部 刑責
第二冊 商品 （**Art. L211-1至L232-2**）	第一部 金融商品
	第二部 存款商品
	第三部 刑責
第三冊 服務 （**Art. L311-1至L353-6**）	第一部 銀行間之交易
	第二部 投資服務與其他相關服務
	第三部 銀行間結算與金融商品結算交割制度
	第四部 利益團體遊說
	第五部 刑責
第四冊 市場 （**Art. L411-1至L466-1**）	第一部 公開發行
	第二部 市場分類
	第三部 金融商品交易
	第四部 市場後台與結算所

[200] MONETARY AND FINANCIAL CODE, http://195.83.177.9/upl/pdf /code_ 25.pdf. 瀏覽日期：2013 年 3 月 1 日

章名稱	節名稱
	第五部 投資人保護
	第六部 刑責
第五冊 服務提供者（**Art. L511-1至L600-1**）	第一部 銀行
	第二部 貨幣交換
	第三部 投資服務提供者
	第四部 其他服務提供者
	第五部 各類地產仲介商
	第六部 避免洗錢之義務
	第七部 刑責
第六冊 銀行與金融主管機關（**Art. L611-1至L642-3**）	第一部 信用機構與投資公司之一般主管機關
	第二部 金融市場主管機關
	第三部 資訊交換
	第四部 刑責
第七冊 法國海外領土之主管機關（**Art. L711-1至L766-8**）	第一部 海外領土主管機關之共同條款
	第二部 聖皮耶島（Saint-Pierre-et-Miquelon）
	第三部 馬爾他（Mayotte）
	第四部 新加勒多尼亞（Caledonia）
	第五部 法屬波里尼西亞（French Polynesia）
	第六部 瓦利斯和富圖納群島（Wallis and Futuna Islands）

資料來源：蘇秀玲，「世界主要證券市場相關制度」-德國篇壹、主要法規，臺灣證券交易所彙編，2012年7月。

為賦予主管機關足夠之法源依據，並使法國法律得以配合歐盟規範。2006年1月修改「貨幣與金融法」第L621-18-2條規定，除明確定義應提供內部人資訊之發行人或公司外，並授權主管機關AMF管理規章制訂相關規定，要求發行人（投資公司）定期更新名單與交易資訊。本次修正「貨幣與金融法」增訂第L621-17條至第L621-17-7條，目的係落實MAD指令第6條第（9）項之規定，投資服務提供者對於受規範市場之任何可疑交易（Suspicious transactions），可能引發內線交易與操縱市場一律者，應即通知主管機關。該法也授權AMF制定一套申報程序，申報人可透過電子郵件、傳真或郵寄方式，提供符

合該法規範之可疑交易之相關資訊。為確保提供資訊之秘密性，以免因資訊洩漏反而阻礙調查，另明文規定提供資訊之機構與個人受到法國刑法之保護，違反規定洩漏相關資訊者，可能觸犯法國刑法（Criminal Code）而負刑責[201]。

（四）金融市場管理局規章（General Regulation of AMF, 2004）[202]

2003年11月24日成立的「金融市場管理局」（Autorité des marches financiers，簡稱AMF），為企業金融、財務資訊、投資服務的提供、集合投資機制、金融市場的監督者。AMF為國際證券主管機關組織（IOSCO）、CESR、金融穩定論壇（Financial Stability Forum，簡稱FSF），及法語區金融規範機構（IFREFI）等組織之重要成員，並致力改善與增進金融市場規範與國際化[203]。AMF 於2004年11月24 日頒布「金融市場管理局規章」（Réglement general de I'Autorité des marchéés financiers，AMF General Regulation，簡稱RGAMF），除修訂與重整原先COB 規則及CMF規則的條款，並納入歐盟相關指令外，為落實經濟現代化法及相關命令，並參酌市場參與者實際需求，更新相關內容。RGAMF第六冊「市場濫用行為」中規範內部人交易與市場操縱行為態樣與處罰，主要包含內線交易與操縱市場兩大類，依「貨幣與金融法」與AMF相關規則進行不法行為之監理與訴追。由於法國為歐盟會員國，與英國相同，相關法令均依歐盟「公開說明書指令」、「資訊透明指令」與「市場濫用指令」之要求修改或新增，以期達到歐盟境內法規標準一致之目標。

依RGAMF所訂程序，AMF對市場濫用之不法行為之調查決定，

[201]同上註，第 L621-17-5 條及第 L621-17-6 條規定。
[202] The AMF Publishes its General Regulation: Towards the Unification of the French, Securities Laws, Baker &McKenzie, Client Alert, January 2005.
[203] AMF 網頁，http://www.amf-france.org/，瀏覽日期：2013 年 3 月 15 日

係由秘書長發動，惟需先行取得董事會之授權。啟動調查程序通常係基於長期以來對市場監控所獲之結果，亦有可能來自於投資人或業者申訴，必要時亦須獲得國外對等主管機關管轄權之協助。調查程序須依金融管理規章之規定進行，並由AMF內部人員，亦得要求AMF外部稽核人員、上市公司稽核人員與法務人員，或其他對等人士或主管機關之協助。調查人員得要求保留任何紀錄，包括紙本資料或通聯紀錄之副本，若有必要，AMF秘書長更可請求地區法院之審判長協助，以確保搜索證據之時效性。調查結果報告應向AMF董事會報告，惟報告不公開，報告指控之嫌疑人與關係人則移送懲罰委員會（Enforcement Committee），董事會亦可視情況需要，命令涉案機構暫停業務。至於涉嫌操縱市場（包括操縱市場價格、誤導資訊，或內線交易等）案件，董事會應立即轉交報告予巴黎地院檢察官調查，AMF亦可主動告發。若涉及其他主管機關或外國管轄，AMF亦可轉送上述調查報告其他相關主管機關，如：銀行委員會、保險委員會，甚至是外國主管機關[204]。

二、有關財報與公開說明書不實之法律規範

（一）法律架構

相關規範主要分為下列三大類：

1. 歐盟公開說明書指令（Prospectus Directive 2003/71/EC）

證券公開發行或許可於市場上交易，其公開說明書之內容應符合指令之要求。歐盟依本指令之規定另有「公開說明書規則」（Prospectuses Regulation，Regulation (EC) 809/2004）為適用上之細部規定，特別是針對公開說明書廣告散布（Dissemination of

[204] Inspections and Investigations, AMF, http”//www.amf-finance.org. 瀏覽日期：2013 年 3 月 15 日

advertisements）。

2. 法國「貨幣與金融法」第L411-1條以下之規定。

3. RGAMF及其相關指引與建議等。

為穩定個股價格，並防制操縱市場行為，AMF制訂規則採用歐盟MAD指令有關內線交易與操縱市場原則性規範，及歐盟據此發布之規則(EC) 2273/2003，除非為維持價格穩定所為之買回計畫（Buy-back program）與金融商品穩定外，應尊重市場機制。此外，主要證券掛牌市場泛歐證券交易所（NYSE Euronext）亦訂有市場規則（Euronext Market Rules Books I and II）配合市場監理。

（二）應公開揭露資訊

上市證券除應揭露定期性財務報告外，依規定另有不定期資訊揭露義務，AMF為此建立公開揭露網站www.info-financiere.fr，提供發行人公開資訊揭露管道。應公開揭露資訊項目說明如下：

1. 年報

上市公司應於每年度結束後4個月內出版並向AMF申報年度財務報告（Rapport financier annuel），並依「商業公司法」Article R 232-11規定，應於證券交易所上市公司需於股東大會後45天內，至「佈告欄」（Bulletin des annonces légales obligatoires，BALO）公告股東大會議事錄。年度財務報告與最近期合併財務報表應經公認會計師審計，並經股東大會決議通過。

2. 半年報

上市公司應於上半年結束後2個月內出版並申報半年報。.

3. 季報

上市公司應於第一季及第三季結束後45日出版並申報季報。

4. 即時公開義務（Ad hoc disclosure）

為配合歐盟MAD指令要求，發行人應先行提供符合內部人資格條件之名單，通稱之為「內部人名單」（Insider list）。修訂RGAMF第223條之27規定，於2003年起要求發行人應揭露內部人之交易資訊，內容則包括內部人姓名、成為內部人之原因，及內部人變動情況等。內部人不限於董事會成員，亦包括負責公司業務執行之高階經理人，以及與上述之人具有「密切關係者」，只要有可能於資訊公開前接觸內部資訊者，均納入控管與申報名單。另依RGAMF Book II第621條之1規定，所有未公開，與發行公司或金融商品有關之消息，若公開將對該金融商品或相關金融商品之價格產生重大影響，均屬於「內部消息」。

（三）違反資訊揭露義務之責任

證券發行人若違反資訊揭露義務，應負責任主要為行政責任，由主管機關AMF決定行政處分或罰鍰，懲處方式包括：警告、譴責、暫時性或永久性禁制令（如：停業或解任等），最高可處以150萬歐元以上罰金，或不法所得10倍以上之損害賠償。

（四）說明不實之民事責任

1. 民法與其他法律之關係

（1）法國財務報告陳述不實（不正確），不僅需為其所引發之損害負民事損害賠償責任，更與刑事責任相連結，另須負「刑法」（Penal Code）與「貨幣與金融法」規定之刑事責任。刑事責任另有檢察官進行偵查起訴，由刑事法庭審理，於訴追期間，相關民事審判必須暫時停止，俟刑事程序完成並判決後，始可續行[205]。

[205] Florian Burnat, Liability arising from inaccurate statement made to the market-Assessment regarding France, Review of Issuer Liability-Question on Foreign Market, London Stock Exchange, January 13, 2007. http://www.hm-treasury.gov.uk/d/davies_research_france.pdf 瀏覽日期：2013 年 3

因本研究以民事責任與侵權責任為主，於此不另贅述。

（2）對於發行人民事責任部分，法國並無特別立法，以「民法」侵權行為責任為原則性規定，規範於第1382條至第1386條。若任何人之陳述（Statement）內容有錯誤或引起偏見之情事，因此受損害之人得依「民法」第1382條規定請求損害賠償[206]。而證券市場相關陳述之民事責任，對於特定義務人（如：董事），另援引「商法」Article L.225-251有關董事因代表公司執行業務，對第三人（含股東）應負法定義務（包含「商法」、「貨幣與金融法」，及AMF規則之規定），若應對市場公開揭露之陳述有錯誤、不正確或誤導之情形，因而違反上開民法與其他特別法所定之法律者，應為此負民事責任。

2. 訴訟行為

（1）參加訴訟：針對無法進行刑事訴訟之證券案件，由商業法庭（Commerce Tribunal）授權有2人以上成員之原告，且總持股達公司股本5%者，可透過廣告或新聞稿等公開方式，徵求其他有相同訴權參加已提起之民事訴訟。

（2）過失行為：行為人對市場公開之陳述或揭露資訊行為有過失致他人產生偏見或誤導他人之情形，請求權人應負舉證責任，而舉證困難為最大問題所在。

（3）舉證責任轉換之情形：若法院已透過刑事訴追，建立該行為係錯誤之基礎，則請求權人得因檢察官已進行起訴程序，例如：刑事附帶民事訴訟之情形，而無庸為此負舉證責任，並可節省訴訟費用。

（4）損害賠償之範圍：必須係因請求權人買進或賣出金融商品所受

月 10 日。

[206] 法國民法第 1382 條翻譯如下：「任何人所為之任何行為，引起他人損害。或使他人因其錯誤之發生負有義務，應為其所造成之損害負賠償責任。」

之損失，若僅是股東而持續持有，即不得據以求償。

3. 與說明不實有關之刑事責任

（1）檢察官依「貨幣與金融法」Article L.165-2規定及AMF據以訂定之相關規則，對公司或公司董事，以其對市場溝通或傳遞錯誤或誤導性資訊為由，提起公訴者，該公司或董事需為第三人因此所受之損害負民事損害賠償責任。而所謂資訊包括公開發行公司對一般大眾之公開說明書、公司章程、新聞稿、網路或透過金融分析人員溝通等行為，惟僅對董事會溝通相關資訊，並非對一般大眾公開，尚非責任範圍。

（2）除公司及其董事外，其他如會計審計人員、股東、新聞記者、次級傳遞者或發行金融商品者，亦有可能因公開或傳遞錯誤或誤導性資訊，而成為被訴追之對象。但原則上仍負相對責任，可舉證其行為非故意或過失而免責。

（3）因市場錯誤（誤導性）陳述而受損者，並無法以AMF行政處罰作為啟動AMF起訴調查程序之依據，一般投資人僅能於發現所投資公司董事有詐欺行為時，對AMF擔任類似吹哨人（Whistle blower）之角色，向AMF告發後由AMF啟動調查程序。但此種告發行為並無法使投資人獲得損害賠償，AMF係基於保護存款與市場大眾之目的進行訴追，而非保護特定之投資人。此外，證券市場上的非專業人士（如：董事、發行人、其他投資人等）與專業人士（如：銀行）得以AMF之行政處罰不當為由，向巴黎上訴法院提起抗告。

（五）相關案例

此類案件於法國多為刑事附帶民事訴訟案，單純提起民事訴訟，或以集體訴訟方式民事求償，鮮有訴訟獲得賠償案例。主要原因為目

前法國訴訟制度對群體提起訴訟並未有集體訴訟制度可供利用，亦無降低訴訟成本之配套措施，故多數原告欲提起證券不法案件民事求償時，必須先面臨預繳大筆訴訟費用之困境[207]。最近著名案例為Flammarion案，說明如下[208]：

（1）本案為2003年10月26日在巴黎上訴法院提訟之純粹民事案件，本案股東於公司半年報出版公開後，發現公司狀況不佳而拋售持股，卻發現事後該公司被出售以取得較高溢價（Premium）。為此股東認為公司於半年報陳述指稱公司狀況不佳，並未說明係對未來之短期預測，與之後賣出公司時於買賣契約中對公司狀況之陳述不同，認為有誤導股東以低價賣出手中持股之行為，致股東無法以更高價格出售持股，因而受有損害為由，向公司提起損害賠償之訴。由於誤導性資訊發生時該公司負責人（President）已不在公司服務行使職權，故本案僅能向公司請求。

（2）本案具有指標性意義，其為首件法院認定原告得因機會喪失所產生可能損害請求賠償。股東拋售持股後，發現更晚賣出可以更高價格賣出，乃是一種機會上的損失，而非純粹經濟上損失。以過去法國司法實務而言，雖法國「民法」承認機會上損失亦為可請求賠償之標的，但過去從未於證券侵權訴訟取得勝訴判決。

[207] 法國司法部門於 2007 年向國會提案訂定集體訴訟法，惟該法案僅限於消費者團體訴訟（Consumer Protection Act），證券案件方面並無集體訴訟制度可資利用。

[208] 同註 179，頁 8。

第三節 亞太地區（日本、韓國、香港、新加坡、中國大陸）

壹、日本

一、市場法規架構概述

日本的「證券交易法」（証券取引法）於 1948 年制定，其內容與精神在當時立法環境之影響下係襲自美國之 1933 年證券法與 1934 證券交易法，後經多次修訂，一般而言，日本證券管理相較於其經濟發展，顯得較為保守。

1990 年以後，日本泡沫經濟後出現的經濟大蕭條，將證券市場的積弊凸顯無疑，日本政府開始進行證券市場的法制的改革，因而在證券法規出現相當大的變革。1996 年日本推出包括金融體系在內之六大改革措施，以求徹底解決日本國內景氣低迷的問題，六大措施中的金融改革（Big Bang）於 1998 年 4 月 1 日起開始分階段進行市場全面革新，以朝向自由、公平及全球化為原則，以建立一個具有競爭力之市場制度為目標邁進[209]。緊接於 2001 年中發表的證券市場改革計畫，除再度強化證券交易監視委員會（於 1992 年設置）執法體制，並要求未來證券行政應轉變為對個人投資人的重視。經此，改革後日本證券市場規範，已從過去以行政為主之事前控制模式逐漸改變為事後監督模式。2004 年 6 月通過的「證券交易法」修正案，並引進由主管機關對違反行為人課處金錢負擔「課徵金制度」之行政處分及對於財報不實揭露的民事責任，促使主管機關得對應不同違反行為程度、態樣，以謀求法執行手段的多樣性。

[209] 許永邦、陳惟龍，出席日本東京證券市場管理研討會報告，行政院所屬各機關因公出國人員報告書，民國 87 年 5 月，第 3-4 頁。

為發展日本金融市場成為亞洲金融中心，日本進行第二階段的金融改革，2004 年 12 月日本金融廳於公布「金融改革計劃—面對金融服務立國的挑戰」，全力發展直接金融，具體措施之一即包括「創立新的金融法律體系及具活力與效率的金融市場」，提供國民多種選擇的金融商品。因此，近年來日本金融法制，包括證券交易法制在內均進行不少改革與修正，整體法制改革之最終目標，乃在於重新整編現行證券交易法制，制定一部規範範圍更為廣泛，得以涵蓋整體資本市場規範之「投資服務法（Investment services law）」，擴大對消費者投資金融商品及商品期貨等的法律保障。

日本初步係以英國金融服務及市場法做為參考模式，以「行為別」來規範金融服務業之橫向整合，達成制定「單一金融法制」的目標，具體做法乃將原證券交易法、金融期貨交易法、投資信託及投資法人法、投資顧問業法、金融商品販賣法、甚至銀行法、信託（業）法、保險（業）法等法律中相關的投資服務規範，統合納入單一金融法制中。惟因涉及之相關主管機關與業者非常錯綜複雜，如一次即將所有之縱向業法加以彙整，在行政管理者之整合及市場參與者運作實務上，難度實在過高，由於整合不易，日本乃採取一步一步慢慢橫向整合，以達成制定單一金融法制的目標。首先，在 2000 年 5 月制訂「金融商品販賣法」，2004 年底開始制訂整合證券交易法、投資信託法及期貨交易法的「投資服務法」，於 2005 年 7 月由金融廳金融審議會期中報告提出規劃制定日本的「投資服務法」的基本架構與內容，並徵詢各方意見。2006 年 3 月金融廳彙整修訂各方意見後，原擬定為之「投資服務法」正式定名為「金融商品交易法」，並於 2007 年 9 月正式實施[210]。

[210]陳茵琦，從「證券交易法」到「金融商品交易法」－淺談日本新金融商品交易法之規範，證交資料，第 546 期 (2007)

二、財務報告及公開說明書不實之之損害賠償責任

依「金融商品交易法」規定，有價證券申報書、公開說明書、財務報告中，對重要事項有虛假記載，或應記載的重要事項或為免生誤解所必須的重要事實記載有欠缺時，應負損害賠償責任，簡述主要條文如下：

1. 第 17 條[211]：因故意或過失使用不實公開說明書之人的損害賠償責任。
2. 第 18 條[212]：公開說明書等資訊揭露不實申報人之損害賠償責任。
3. 第 21 條[213]：公開說明書等資訊揭露不實申報人以外之人的損害賠償責任

---

[211] 第 17 條（虛偽記載のある目論見書等を使用した者の賠償責任）
第四条第一項本文、第二項本文若しくは第三項本文の規定の適用を受ける有価証券又は既に開示された有価証券の募集又は売出しについて、重要な事項について虛偽の記載があり、若しく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事実の記載が欠けている第十三条第一項の目論見書又は重要な事項について虛偽の表示若しくは誤解を生ずるような表示があり、若しくは誤解を生じさせないために必要な事実の表示が欠けている資料を使用して有価証券を取得させた者は、記載が虛偽であり、若しくは欠けていること又は表示が虛偽であり、若しくは誤解を生ずるような表示であり、若しくは表示が欠けていることを知らないで当該有価証券を取得した者が受けた損害を賠償する責めに任ずる。ただし、賠償の責めに任ずべき者が、記載が虛偽であり、若しくは欠けていること又は表示が虛偽であり、若しくは誤解を生ずるような表示であることを知らず、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を証明したときは、この限りでない。

[212] 第 18 條（虛偽記載のある届出書の届出者等の賠償責任）
有価証券届出書のうちに、重要な事項について虛偽の記載があり、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、当該有価証券届出書の届出者は、当該有価証券を当該募集又は売出しに応じて取得した者に対し、損害賠償の責めに任ずる。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虛偽であり、又は欠けていることを知つていたときは、この限りでない。
２前項の規定は、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虛偽の記載があり、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、前項中「有価証券届出書の届出者」とあるのは「目論見書を作成した発行者」と、「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当該目論見書の交付を受けて」と読み替えるものとする。

[213] 第 21 條（虛偽記載のある届出書の提出会社の役員等の賠償責任）
有価証券届出書のうちに重要な事項について虛偽の記載があり、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、記載が虛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虛偽であり、又は欠けていることを知つていたときは、この限りでない。

4.第 21 條之 2[214]:財務報告等資訊揭露不實申報人的損害賠償責任。

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
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、第百九十三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。
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。
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

[214]第 21 条之 2 第 1 項（虚偽記載等のある書類の提出者の賠償責任）
第二十五条第一項各号（第五号及び第九号を除く。）に掲げる書類（以下この条において「書類」という。）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、当該書類の提出者は、当該書類が同項の規定により公衆の縦覧に供されている間に当該書類（同項第十二号に掲げる書類を除く。）の提出者又は当該書類（同号に掲げる書類に限る。）の提出者を親会社等（第二十四条の七第一項に規定する親会社等をいう。）とする者が発行者である有価証券を募集又は売出しによらないで取得した者に対し、第十九条第一項の規定の例により算出した額を超えない限度において、記載が虚偽であり、又は欠けていること（以下この条において「虚偽記載等」という。）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際虚偽記載等を知つていたときは、この限りでない。

5.第 22 條第 1 項[215]：有價證券申報書揭露不實申報人以外之人的損害賠償責任

6.第 24 條之 4[216]：財務報告等資訊揭露不實申報人以外之人的損害賠償責任（準用第 22 條有關舉證免責之規定）

（一）應負賠償責任之主體

日本關於不實公開說明書、財務報告之損害賠償責任，依「金融商品交易法」第 18 條、第 21 條之 2 規定，有價證券申報書、公開說明書、財務報告等對重要事項有虛假記載，或應記載的重要事項或為免生誤解所必須的重要事實記載有欠缺時，發行人對其認購或應募之相對人，應負損害賠償責任，但該相對人若明知其為不實記載者，不在此限。另同法第 21 條第 1 項、第 24 條之 4 亦針對發行人以外之人的民事責任加以規範。準此，日本針對公開說明書、財務報告不實應負責之賠償主體如下[217]：

（1）發行人：依「金融商品交易法」第 18 條第 1 項。

（2）申報當時之董監經理人等高階人員或發起人：依金融商品交易法第 21 條第 1 項第 1 款。

（3）再次發行之持有人：依「金融商品交易法」第 21 條第 1 項第 2 款。

---

[215]第 22 條第 1 項（虛偽記載等のある届出書の提出会社の役員等の賠償責任）
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又は売出しによらないで取得した者に対し、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。

[216]第 24 條之 4（虛偽記載のある有価証券報告書の提出会社の役員等の賠償責任）
第二十二条の規定は、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「有価証券を募集又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。

[217]廖大穎，揭露不實企業資訊之民事責任--比較日本法例的經驗，實用稅務，2004 年 10 月，頁 22-27。

（4）簽證會計師：依金融商品交易法第 21 條第 1 項第 3 款。

（5）證券承銷商：依金融商品交易法第 21 條第 1 項第 4 款。

（二）請求權人

上述責任主體對該認購或應募之相對人，因該不實的企業資訊所生致生損害，應負損害賠償責任，但該相對人若明知其為不實記載者，不在此限（參見「金融商品交易法」第 18 條、第 21 條）。換言之，請求權人應為「善意相對人」。

（三）責任型態、因果關係及舉證責任

1.發行人：無過失責任

依「金融商品交易法」規定，發行人就公開說明書、財務報告有虛偽記載不實、應記載之重要事項或為避免發生誤解之必要重要事項事實欠缺時之民事責任規定，應負無過失責任，投資人不需證明不實陳述與其所受損害間有因果關係存在。

2.發行人以外之人：過失推定責任（舉證責任倒置、中間責任[218]）

金融商品交易法第 21 條第 2 項另特別規定，適用第 21 條第 1 項之人如能證明無故意或過失，或已盡相當之注意亦無法知其為不實者，免負賠償之責。亦即日本對發行人以外之人課以「過失推定責任」，由其就已盡相當之注意義務，負舉證之責。儘管投資人無須舉證發行公司之故意及過失，但仍須就損害與虛偽記載之因果關係負舉證責任[219]。

以證券承銷商為例，現行法規對何謂證券承銷商已盡「相當之注意義務」之標準，規範並不明確。日本證券業協會制定之「有価

[218]中間責任（又稱過失推定責任），為介於過失責任與無過失責任間之一種責任類型。中間責任先推定加害人有過失，而加害人就其無過失負舉證責任，為舉證責任之倒置。

[219]吳啟順，論公開發行公司財務報告不實之民事責任—以董事責任為中心，國立政治大學法律學研究所 95 年度碩士論文，頁 85-90。

証券の引受け等に関する規則」中，要求證券承銷商應就該企業 IPO 之適當性、企業經營之健全性與獨立性、公司治理與內部控制狀況、獲利情況等項目加以評估；並於「有価証券の引受け等に関する規則--公正慣習規則第 14 号」、「有価証券の引受審査手続きに関する事務処理指針」，對證券商對評估申請 IPO 之對象及有價證券、審查準則之評估、審查程序中應注意之事項，作更詳細之規定，提供證券承銷商作為免責抗辯之基準，惟學說仍認為以上之規範基準欠缺具體性[220]。

此外，證券承銷商能證明有價證券取得人係已知悉有價證券申報書之重要事項，相關記載是虛偽不實或有所欠缺者，免負賠償責任，即能證明該取得人非屬善意之相對人，自亦無上述之賠償責任（「金融商品交易法」第 21 條第 1 項）。

賠償責任主體	賠償責任	依據條文
發行人	■無過失責任 ■以免責事由作為抗辯者，應由發行人就否定因果關係存在舉證 ■法定損害賠償額	金商法： ■第 21 條之 2 第 1 項、第 2 項 ■第 19 條第 1 項
役員等(註) 簽證會計師 證券承銷商	■過失推定責任 ■請求人(投資人)應舉證因果關係存在	金商法： ■第 24 條之 4 ■第 21 條第 1 項 ■第 22 條

資料來源：彙整自(1)Deloitte--有価証券報告書等の虚偽記載等に関する賠償責任、罰則[221]及(2)株式上場実務 Navi--虚偽記載の賠償責任[222]

(註)：包括董事、會計參與、監察人等，參見金融商品交易法第 21 條。

（四）損害賠償範圍

[220] 戸本　幸亮，発行市場における引受証券会社の責任，http://www.blaw.gsbs.tsukuba.ac.jp/ronbun/0703Tomoto.pdf'，瀏覽日期:2013 年 7 月 25 日。

[221] Global > Japan > ナレッジ > 会計情報 > 会計・監査用語集，http://www.tohmatsu.com/view/ja_JP/jp/knowledge/ek/accounting/d3d3323ebbd10210VgnVCM100000ba42f00aRCRD.htm，瀏覽日期:2013 年 4 月 25 日。

[222] 株式公開入門 Navi クローズアップ » ディスクロージャー企業内容等の開示届出書の虚偽記載 http://www.ipo-navi.com/closeup/disclosure/company/falset.html 瀏覽日期:2013 年 1 月 5 日。

有關損害賠償額的認定，「金融商品交易法」第 19 條[223]賦予受害人求償額之法定計算基準：

1.有價證券尚未處分：如於請求賠償時，投資人尚未處分該證券，則以取得證券時所支付的價格扣除請求時之市場價格後所得金額作為上限額。

2.有價證券已處分：如於請求賠償時，投資人已將其證券處分，則以取得證券時所支付的價金與所出售價格之差額定之。

雖然「金融商品交易法」第 19 條明文法定損害賠償計算基準，但其適用的範圍，似乎侷限於公開發行時，以不實有價證券申報書與不實公開說明書之發行人為對象，至於公司的負責人（例如董監經理人）、簽證會計師、證券承銷商是否得以類推適用，不無疑義。因此，在無特別規定下，就損害額之認定，其舉證原則上適用「民法」的侵權責任法理。

三、案例--西武鐵道案

（一）事實說明[224]

2004 年 11 月 16 日，東京證券交易所正式宣布將於 12 月 17 日取消西武鐵道（Seibu Railway）的上市資格，西武鐵道也就此成為日本

---

[223]第 19 條（虚偽記載のある届出書の届出者等の賠償責任額）

前条の規定により賠償の責めに任ずべき額は、請求権者が当該有価証券の取得について支払つた額から次の各号の一に掲げる額を控除した額とする。

1・前条の規定により損害賠償を請求する時における市場価額（市場価額がないときは、その時における処分推定価額）

2・前号の時前に当該有価証券を処分した場合においては、その処分価額

２　前条の規定により賠償の責めに任ずべき者は、当該請求権者が受けた損害の額の全部又は一部が、有価証券届出書又は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たことによつて生ずべき当該有価証券の値下り以外の事情により生じたことを証明した場合においては、その全部又は一部については、賠償の責めに任じない。

[224]梁爽，日本證券虛假陳述責任法律適用對我國的啟示，法學，第 1 期，2011 年。http://article.chinalawinfo.com/Article_Detail.asp?ArticleId=68463，瀏覽日期:2013 年 6 月 30 日。

20 多年以來首個因資訊揭露不實而下市的公司。

2004 年 10 月日本有關方面發現西武鐵道長期作假，股分申報不實，在「有價證券報告書」中沒有如實報告大股東的持股比例，使大股東西武集團旗下的國土集團（Kokudo 株式會社，堤義明身兼該集團會長）的實際持股比例大大低於報告書上所公布的數字。同時，西武鐵道公司還長期違反大股東的持股比例不得超過 80％的上市準則。由於日本東京證交所規定，上市公司前十大股東的持股比率不得超過 80%，然而西武鐵道大股東國土集團（堤義明身兼該集團會長），及其它九家公司的持股比率，早已超越此數。為符合證交所規定，堤義明下令偽造財務報表，將國土集團持股比例由原本六成改為四成，且在醜聞爆發前，秘密通知關係企業購買西武鐵道股票降低自身持股，透過內線交易出脫持股，保持上市資格。

東京證券交易所認為，西武鐵道公司的行為已經大大傷害了投資者對市場的信賴，影響了中小投資者的投資決策，因此必須給予嚴厲懲罰，11 月 16 日東京證交所作出了終止西武鐵道公司上市資格的決定。12 月 17 日，公司終止了一切上市活動[225]。此後，一些持有西武鐵道股票的股東（原告），相繼對西武鐵道及其董事等（被告）提起損害賠償訴訟。[226]

（二）請求權基礎

本案的原告認為，上市公司（及董事）負有「為使投資者不受損害，而正確及時地公開公司資訊」的義務，依「民法」第 709 條規定向西武鐵道及其董事請求損害賠償[227]。對於損害結果，原告 A 主張

[225] 損害賠償（西武鉄道有価証券報告書虚偽記載）（平成 17（ワ）1768 等），http://hanrei.atpedia.jp/，瀏覽日期:2013年4月10日。

[226] 福田直邦&宮健太郎，西武鉄道事件最高裁判決，CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE，2011 年 10 月，www.amt-law.com/pdf/bulletins10_pdf/111013_2.pdf，瀏覽日期:2013 年 7 月 10 日

[227] 本案為為金融商品交易法通過前之案例。

若事先得知該虛偽陳述存在，則絕不會買入該股票，故買入價減去實際處分價為實際損害。其次，作為預備請求，原告 B 主張虛偽陳述未實施情況下「應形成的正常股價」和「實際買入價」間的差價為損害。

（三）法院見解（含不同意見）

1.法院判決

2009 年 1 月 30 日和 3 月 31 日東京地方和高等法院分別作出了判決：在 4 個判決中，法院均認為，對公開文件中的任何重要事項進行的虛偽陳述，均構成對市場公平公正交易的重大違法，其行「擾亂了正確資訊環境作用下的市場秩序」，並侵害了投資者「在正確市場訊息環境作用下的市場秩序中進行交易」的權利。同樣，公司董事在上任之後，本可及時發現並制止虛偽陳述的繼續存在，但董事沒有盡到相當的注意義務，未做出糾正行為，因此，董事行為構成“不法行為”。而不同點是，2009 年 3 月 31 日的民事第 12 部判決和 1 月 30 日的民事第 4 部判決中，法院認為原告賣出股票的行為屬於「迫不得已」，且法院認可「可推知投資者若明知該虛偽陳述，則必定不會購買該股票」因此，法院認為被告應負包括間接損失在內的完全的原狀恢復責任，即「買入價-處分價」的責任。而 2009 年東京高等法院第 4 民事部判決中，法院認為，根據不法行為法賠償規則中的“原狀恢復”規則，被告應承擔對“不法行為未發生時應有的財產狀態進行恢復”的責任，即實際取得價格（虛偽陳述被揭露前的價格）和正常股價之差。該案中，關於正常股價和取得價間的差額，依據日本「民事訴訟法」第 248 條之規定，法院自由裁量為虛偽陳述揭露日前 1 日最終交易價的 15%。

2.不同意見

黑沼悅郎教授認為，如能證明若沒有虛偽陳述，投資者絕對不會取得股票時，即可認定取得行為本身是損害；如能證明若沒有虛偽陳述，投資者可以用更低的價格取得股票時（前提是投資者一定會購買股票），則應計算「合理價格」。而更多的學者則認為，採取確定虛偽陳述損害賠償的方法更為簡便，但仍需考慮排除非虛偽陳述造成的下跌部分。

（四）判決結果

東京的地方法院裁定，堤義明以觸犯內線交易與偽造記錄兩罪，判處兩年半徒刑，緩刑 4 年，並處罰金 4.32 萬美元。2005 年 3 月 3 日堤義明因虛報母公司持股比例而被捕，10 月判入獄 30 個月罰款 500 萬日元（緩刑 4 年）。

西武鐵道對公開文件中的任何重要事項進行的虛偽陳述，構成對市場公平公正交易的重大違法，公司董事沒有盡到相當的注意義務，構成不法行為。被告應向原告負擔損害賠償責任。

貳、韓國

一、市場法規架構概述

韓國證券市場在 1955 年時即由 5 家證券商成立之協會訂立「證券買賣規約」，而有店頭市場式的買賣。為便利政府債券的流通，韓國政府於 1956 年 11 月設立大韓證券交易所（Daehan Stock Exchange），並於 1962 年 1 月頒定「證券交易法」[228]。

1976 年韓國大幅修訂證券交易法，並依該法成立「證券管理委

[228] 李新仁，韓國證券市場簡介（上），載於證券管理第七卷第十期，民國 78 年 10 月，頁 35。

員會」，為適應新時代，韓國證券交易法也歷經多次修正，以及導入多項新制度[229]。然於 1997 年 11 月韓國發生金融危機，造成韓元大貶、股價暴跌，外匯存底快速流失，韓國經濟及金融接近崩盤，最後被迫由國際貨幣基金（IMF）接管，也迫使韓國政府展開一連串的金融改革，搶救國家金融體系。韓國有鑒於金融風暴之所以發生，主要原因為過去沒有健全的金融產業，且現代金融商品界線日益模糊，金融市場管理應採行前瞻與創新之作法，使從事相同的行業，受相同法令規範，並鼓勵金融創新與落實對投資人的保障。為達成這項目標，韓國政府參考英國模式，於 2003 年初提出整合金融法規計畫，制定一部規範範圍更為廣泛，讓金融市場、金融機構能提高其附加價值及全球競爭力[230]

金融改革首要工作即是將金融機構予以整合，其結果設立了一個專司金融事務的「金融監理委員會」(Financial Supervisory Commission, FSC)，由於 FSC 重在政策之形成，至於實際之執行工作，則交由「金融監理服務公司」（Financial Supervisory Service, FSS）。在組織架構調整的同時，法律架構亦必須相應建立[231]。

韓國在 2007 年 7 月 3 日通過「投資服務暨資本市場法（Financial Investment Services and Capital Markets Act）」，該法整合證券交易法、期貨交易法、資產管理法、不動產投資公司法、投資管理公司法、信託法等六個資本市場相關法令，投資服務暨資本市場法以負面表列的方式規範金融投資商品範圍，同時則加強企業內部控制機制，並以金融功能別為中心以進行金融行業的監理，上述的種種改革稱為韓國的金融大改革（Big Bang），投資服務暨資本市場法也已於 2009 年 2 月

[229] 蘇松欽，韓國證券交易法修正之內容，載於證券管理第六卷第八期，民國 77 年 8 月，頁 16 以下。

[230] 陳春山，金融整合及資本市場發展策略(上)，證管雜誌，93/10/12。

[231] 劉科，韓國金融改革概述，載於證券暨期貨管理第二十卷第二期，民國 91 年 2 月，頁 7。

4 日正式施行。

二、財務報告及公開說明書不實之之損害賠償責任

韓國對財務報告及公開說明書不實行為之損害賠償責任，主要規定在「投資服務暨資本市場法」以下條文：

1. 第 125 條[232]：因虛偽記載所生的賠償責任。
2. 第 126 條[233]：依第 125 條損失賠償額之計算。

---

[232] 第125條 (Liabilities for Damages Caused by False Statements, etc.)
(1) The following persons shall be liable for damages inflicted upon any person as a result of acquiring securities by including a false description or representation of any material fact in a registration statement (including a corrective registration statement and supplements thereto; hereafter the same shall apply in this Article) and an investment prospectus (including a preliminary investment prospectus and a short-form investment prospectus; hereafter the same shall apply in this Article) or omitting a material fact there from : Provided, That such person shall not be liable if he/she proves that he/she was unable to discover such inclusion or omission even if he/she exercised reasonable care or that the person who acquired the securities knew the fact at the time when he/she made an offer to acquire them:
1. The registrant of the relevant registration statement and directors of the issuer at the time of filing the registration (referring to persons in a similar position if there is no director, or promoters if the registration statement was filed before the corporation was incorporated);
2. A person who falls under any of subparagraphs of Article 401-2 (1) of the Commercial Act and who instructed or executed the preparation of the registration statement;
3. A certified public accountant, a certified appraiser, or a specialist in credit rating, who certified with his/her signature that the descriptions of the registration statement or the supplements thereto are true and correct (including an organization to which each of them belongs), as specified further by Presidential Decree;
4. A person who consented to include his/her statement of evaluation, analysis, or verification in the descriptions of the registration statement or the supplements thereto and confirmed such statement therein;
5. A person who executed a contract for underwriting the securities (referring to a person specified by Presidential Decree, if there are two or more persons who signed such underwriting contract);
6. A person who prepared or delivered the investment prospectus; and
7. The holder of the securities for sale at the time the registration statement for sale was filed, if the case involved a sale of securities.

(2) If the forecast information is described or indicated in accordance with the following subparagraphs, the persons listed in the subparagraphs of paragraph (1) shall not be liable for any damage incurred there from: Provided, That such persons shall be liable, if the person who acquired the securities involved proves that he/she did not know that there was any false description or representation of a material fact in the forecast information or any omission of description or representation of a material fact therein and that there was an intentional or grossly negligent act on the part of the persons listed in the subparagraphs of paragraph (1) in connection with such description or representation:
1. It was clearly stated that the description or representation at issue was a forecast information;
2. The grounds for supposition or judgement related to the forecast or prospect were clearly stated;
3. The description or representation at issue was made in good faith on the basis of a reasonable ground or supposition; and
4. It included a warning clause that the description or representation at issue may differ from other estimates or actual outcomes.

(3) Paragraph (2) shall not apply in cases where a registration statement is filed in order for an unlisted corporation to make an initial public offering or sale of stocks.

[233] 第126條 (Amount of Damages)

3. 第 159 條：申報營業報告書等。

4. 第 160 條：申報半年報/季報。

5. 第 161 條：重大資訊之即時揭露。

6. 第 162 條[234]：財報不實等之損害賠償責任。

---

(1) The amount of damages for which a person shall be held liable in accordance with Article 125 shall be the amount estimated by subtracting an amount under any of the following subparagraphs from the amount actually paid by the claimant for acquiring the securities at issue:

1. The market price of the securities at the time of closing the proceedings of the lawsuit filed for the claim of damages in accordance with Article 125 (referring to an estimate disposal price if there is no market price available); and
2. The disposal price if the securities are disposed of before the closing of the proceedings under subparagraph 1.

(2) Notwithstanding paragraph (1), a person who shall be otherwise liable in accordance with Article 125 shall not be held liable for partial damages, if he/she proves that all or part of the damages sustained by the claimant were not caused by a false description or representation of any material fact, or by an omission of a description or representation of such material fact.

[234] 第162條(Liability for Damages Caused by False Description, etc.)

(1) The following persons shall be liable for damages sustained by a person who acquired or disposed of securities (including securities depositary receipts related to such securities and other securities specified by Presidential Decree; hereafter the same shall apply in this Article) issued by a corporation obligated to submit a business report due to a false description or representation of a material fact in such business report, half-yearly report, quarterly report, or material fact report under Article 159 (1) (hereinafter referred to as business report, etc.) or a document attached thereto (excluding audit reports prepared by an accounting auditor), or due to an omission of a description or representation of a material fact therein: Provided, That a person held liable for such damages shall not be liable if he/she proves that he/she was unable to know such fact although he/she exercised reasonable care, or that the person who acquired or disposed of such securities knew the fact at the time he/she acquired or disposed of the securities:

1. A person who submitted the business report, etc. and the directors of the corporation obligated to submit the business report at the time of its submission;
2. A person falling under any subparagraph of Article 401-2 (1) of the Commercial Act, who gave direction on, or carried out, preparation of the business report, etc.;
3. A certified public accountant, an appraiser, a specialist in credit rating, etc. (including the organization to which he/she belongs) who certified and with his/her signature thereon that the descriptions of the business report, etc., and the documents attached thereto, were true and correct, as specified further by Presidential Decree; and
4. A person who consented to include his/her opinion regarding evaluations, analyses, or confirmations in the descriptions of the business report, etc. and the document attached thereto, and confirmed the contents as described therein.

(2) If forecast information is described or indicated in the following manners, the persons under subparagraphs of paragraph (1) shall not be liable for damages caused by such information, notwithstanding paragraph (1): Provided, That the persons under subparagraphs of paragraph (1) shall be liable for such damages, if the person who acquired or disposed of the relevant securities was not aware of the existence of a false description or representation of a material fact, or an omission of a description or representation of a material fact, in the forecast information, at the time he/she acquired or disposed of the securities, and if the person proves that there was an intentional or grossly negligent act on the part of the persons under subparagraphs of paragraph (1) in connection with such descriptions or representations:

1. The description or representation at issue was clearly identified as forecast information;
2. The grounds for supposition or judgement related to the forecast or prospect were clearly stated;
3. The description or representation at issue was made in good faith on the basis of a reasonable ground or supposition; and
4. The forecast information included a warning clause that the description or representation at issue may differ from an estimated or actual outcome.

（一）應負賠償責任之主體

針對有價證券申報文件及投資公開說明書中有虛偽表示或漏未記載重要事項，從而對有價證券取得者造成損害，下列各款之人，應負有損害賠償責任：

1. 該有價證券申報書的申報人及申報當時發行人的董事（或公司成立前之發起人）。
2. 隸屬「商法」第 401 條之 2 第 1 項各款之一，指示或執行申報書準備之人。
3. 曾在該有價證券申報書記載或附加文件簽名以證實其所載內容之專業人士（包括簽證會計師、鑑定人）。
4. 在該有價證券申報書記載或附加文件簽名證實其所載內容或陳述意見。
5. 承銷商（承銷商如有 2 人以上，則依總統令所訂者）。
6. 製作及交付投資公開說明書之人。
7. 提出有價證券申報書期間銷售該證券當時之持有人，倘有涉及銷售情形時。

（二）請求權人

---

(3) The amount of damages for which a person shall be held liable in accordance with paragraphs (1) and (2) shall be estimated by calculating the difference between the amount actually paid or received by the claimant as the price for acquisition or disposition of the securities and any of the following amounts (in a case of disposition, only subparagraph 1 shall apply):

1. The market price (referring to an estimated disposal price if there is no market price available) of the securities at the time of closing the proceedings of the lawsuit filed for the claim of such damages in accordance with paragraphs (1) and (2); and
2. The disposal price if the securities were disposed of before the closing of proceedings under subparagraph 1.

(4) Notwithstanding paragraph (3), a person who shall be liable under paragraphs (1) and (2) shall not be held liable for partial damages, if he/she proves that all or part of the damages sustained by the claimant were not caused by a false description or representation of any material fact, or an omission of a description or representation of such material fact.

(5) The liability for damages under paragraphs (1) and (2) ceases, if the claimant fails to exercise the right to claim within one year from the day on which he/she knew of the fact, or within three years after the relevant submission date.

另查「投資服務暨資本市場法」第 125 條第 1 項但書規定上述應負賠償責任之主體的免責事由，「但負有賠償責任者若可證明即使有相當的注意仍無法知道發現上述虛偽或隱匿的事實，或證券持有人於募集申購時已明知上述虛偽或隱匿的事實時，不負損害賠償責任（“That such person shall not be liable if he/she proves that he/she was unable to discover such inclusion or omission even if he/she exercised reasonable care or that the person who acquired the securities knew the fact at the time when he/she made an offer to acquire them.”）」其中之一即說明請求權人應以不知道虛偽陳述而交易的投資人為限，換言之，即以「善意投資人」為限，倘當事人於取得有價證券時明知虛偽陳述存在仍購買而受損，則各責任主體可主張免責。

（三）責任型態、因果關係及舉證責任

韓國針對財務報告[235]及公開說明書[236]不實行為之民事責任為相同處理，就其應付責任之標準及請求對象為相同之規範[237]，且不論是發行人或發行人以外之人，均採過失推定原則。有價證券的公開說明書或財務報告有虛偽不實記載，從而對有價證券取得人造成重要損害時，上述各主體負有損害賠償責任。但有證據證明賠償責任主體雖盡相當注意，仍不能知道或有價證券取得者在要約取得時已知其為虛偽不實者除外。此等規範方式減免原告證明責任，排除原告對被告信賴關係過失及損失因果關係的舉證責任，請求權人證明公開說明書或財務報告之重要記載事項有虛偽或隱匿，不需有閱讀的事實，自然構成信賴關係，也不必就被告的過失進行證明[238]。

---

[235] 參見「投資服務暨資本市場法」第 162 條。
[236] 參見「投資服務暨資本市場法」第 125 條。
[237] 陳春山，不實財務報告之民事責任法律適用之爭議，證券暨期貨月刊，第 22 卷，第 6 期，93 年 6 月，頁 46-47。
[238] 羅斌，證券集團訴訟研究，法律出版社（北京），2011 年 7 月，頁 169-173。

（四）損害賠償範圍

依「投資服務暨資本市場法」第 126 條規定，依第 125 條請求的損害賠償金額，以請求權人取得該證券實際支付的金額扣除以下各款任一的金額後推算：

1.依第 125 條提起請求賠償訴訟程序終結時，該證券的市場價格（倘無市價則以推估處分該證券的價格計算）。

2.假如於第 1 款訴訟程序終結前已處分完成，則以該證券的處分價格計算

雖有第 1 項規定，但依第 125 條賠償責任主體舉證請求權人所受損失金額的全部或部分，並非因公開說明書重要事實有虛偽記載等不實陳述所產生，對該部分不負賠償責任。

三、案例：大宇集團

（一）事實說明

1997 年亞洲金融風暴前，南韓的經濟是以大企業為主，大宇集團（Daewoo Group）一度是韓國第二大企業集團，當時大宇集團在海外的企業由 15 家增加到 600 多家，在擴張的高峰期曾創下每 3 天接管一家企業的紀錄，然也為此大宇大肆舉債，在 1995 年債務已高達 190 億美元，其後更攀升至 500 億美元，超過其淨資產的 5 倍，然因不健全的會計標準與財務揭露原則，讓企業可以隱瞞問題，而導致日後更大的損失與傷害。在亞洲金融風暴重創韓國經濟之際，大宇集團也因負債經營和盲目擴張，於 1999 年終因負債高達 800 億美元宣告破產，創辦人金宇中（Kim Woo-choong）隨即逃離韓國，當時韓政府被迫以 30 兆韓元紓困大宇，相當目前的 317 億美元，可謂南韓史上最大的財務醜聞之一。

1999 年 5 月韓國的小股東組織（PSPD[239]的經濟參與委員會）向金宇中及其他高階主管訴訟就其等所造成之損失提出民事求償[240]。

（二）請求權基礎

金宇中被控進行金額達 20 兆韓元的財務欺詐、非法集資 9.8 兆韓元和將 19 兆韓元資金違法轉移到國外。

（三）爭點整理

在 1997 年到 1998 年間，金宇中下令公司行政主管，向銀行虛報公司資產，非法超貸。大宇集團宣告倒閉當時，金宇中逃亡海外，並被指控非法移轉資金 32 億美元到海外，涉及財務欺詐 41 萬億韓元、欺詐貸款 10 萬億韓元、外轉財產 25 萬億韓元、罰款 23 萬億韓元等總計達到 99 萬億韓元，相當於韓國 2001 年的財政預算。

金宇中的律師則認為，一名企業家承擔大宇集團倒閉全部責任並不公平，因為大宇集團倒閉很大程度上由亞洲金融危機導致流動資金短缺造成。

（四）法院見解（含不同意見）

法院認定，金宇中所犯罪行包括獲取銀行貸款時欺詐、通過造假帳虛報公司資產、非法集資和挪用公司公款，其中造假帳總額為 20

[239]PSPD為民主參與的人民團結聯盟（People's Solidarity for Participatory Democracy）之簡稱，其為一非官方組織。在PSPD旗下的參與經濟委員會主導下，PSPD會透過一般性訴訟、代表訴訟、股東大會提案、要求政府特別調查等手段，揭發財團的不法交易與不當投資，此委員會成員以財團股東的身分，結合其他小股東、外國機構投資者的合作，聯手實踐股東行動主義，捍衛股東權益。韓國的小股東們在PSPD等的帶領之下高舉股東積極主義的旗幟，積極利用各種法律手段去聲張自己的權利、抵制財閥對小股東的控制和掠奪，給正在進行的韓國財閥改革和公司治理都帶來了很大的影響。參閱葉銀華，透視上市公司：聰明選股，遠離地雷，先覺出版社，2004年，頁248-251。

[240]Joongi Kim. "A Forensic Study of Daewoo's Corporate Governance: Does Responsibility for its Meltdown Lie Solely with the Chaebol and Korea?" *Northwestern Journal of International Law and Business* 28.2 (2008)., http://works.bepress.com/joongi_kim/1, 瀏覽日期:2013 年 4 月 20 日

萬億韓元，非法集資總額為 9.8 萬億韓元。金宇中還透過大宇英國分公司「英國金融中心」向境外非法轉移資金 32 億美元。

判決書指控金宇中在經營大宇集團時有違法行為，最終導致集團倒閉，集團的不良貸款給金融機構造成損失，也給提供公共資金的民眾增加了負擔。金宇中對此負有責任，因此應當受到嚴懲。

（五）判決結果

2006 年 5 月 30 日，韓國首爾中央區法院以財務欺詐和挪用公款等罪名判處大宇集團前董事長金宇中 10 年監禁，命令他退賠 21.4 萬億韓元（約合 220 億美元）的資產，並對他處以 1000 萬韓元（約合 1.06 萬美元）罰款，但因個人健康因素而暫緩執行[241]。2006 年 11 月 3 日首爾高等法院駁回金宇中的上訴，仍維持有罪判決，但有期徒刑縮短，由原先的判決十年，改為八年六個月徒刑。

參、香港

一、市場法規架構概述

香港最早之證券交易可追溯至 1866 年，直到 1891 年「香港股票經紀會」成立後，香港才有正式之股票交易市場，該協會並於 1914 年更名為香港證券交易所（HKSE），惟當時之證券市場並無制定特別之法令管理，1973-74 年間香港經濟嚴重受創，證券市場大崩盤，為管制證券交易及投資顧問業務，以保障投資者權益，香港政府於 1974 年制定「證券條例」，作為規範證券市場及證券交易商之相關法令。

自 1996 年起香港政府為提供徹底有效及現代化之證券暨期貨市

[241] 韓國大宇集團創始人獲刑 10 年賠 220 億美元，人民網，2006 年 6 月 1 日 http://homea.people.com.cn/BIG5/41397/4425907.html，瀏覽日期:2013 年 7 月 20 日。

場監管制度，將原先管理證券及期貨業者之九項條例及部分公司條例內容，綜合與更新為「證券及期貨條例」，期使其監管制度符合國際標準，落實香港成為中國內地主要集資中心、亞太地區金融中心、橫跨紐約及倫敦間時區之金融中心等三大目標[242]。該項條例於 1999 年 7 月提交立法局審議，2002 年 3 月 13 日獲立法局通過，已於 2003 年 4 月 1 日正式生效，並訂立實施該條例所需的 40 項附屬法例。

「證券及期貨條例」針對香港證券市場一系列監管重大變革中，針對市場失當行為民事責任的重要措施列舉有如：

1. 成立「市場失當行為審裁處」的獨立機構，在新的法定訴訟權之下，市場失當行為審裁處所作出的裁決，將可在個人民事訴訟中獲接納為證據。
2. 賦予尋求法院協助的新權力，以強制有關人士遵守若干限制性規定，從而保障投資者的權益。任何人士如因市場失當行為而蒙受金錢損失，或因依賴有關證券或期貨的虛假或具誤導性公開陳述而蒙受金錢損失，將會賦予私人民事訴訟權。
3. 打擊市場失當行為：就所有類別的市場失當行為，提供更為寬廣的民事制裁制度（而非像原先法例只有內幕交易方屬民事制裁範圍）。新成立的「市場失當行為審裁處」與原有「內幕交易審裁處」比較，會依較易達到的民事舉證準則作出裁決，並可運用更多種民事制裁措施（例如：下令違規者交出所賺取的利潤、發出「停止及終止令」及「冷淡對待令」，以及撤銷違規者出任公司董事或管理層的資格[243]）。

---

[242]「證券及期貨條例」引進多項新的監管措施，以確保市場是公平有序及具透明度，藉以更新及精簡合理化現有的監管規定；並提高對投資者權益的保障，重要措施可分為以下幾類：一、證監會的效率及透明度；二、打擊市場失當行為；三、綜合對仲介人的監管；四、幫助投資者保障自身利益；五、對來自市場及投資者的新要求作出回應；六、新保障。

[243]市場失當行為審裁處可以對香港上市公司及其高級人員施加如下民事制裁：(a)取消該高級人員擔任上市公司董事或以其他方式參與上市公司管理事務的資格，為期不超過五年；(b)向該高級人員發出“冷淡對待”令，即在不超過五年的期間內他們不得使用市場設施；(c)向該上市公司或

4. 多個審裁處可同時間運作：香港依「證券及期貨條例」，分別成立「市場失當行為審裁處」和「證券及期貨事務上訴審裁處」。「市場失當行為審裁處」以民事程序處理市場失當行為，並對違規人士作出民事制裁。「證券及期貨事務上訴審裁處」負責覆核由證監會、香港金融管理局及證監會認可的投資者賠償公司根據「證券及期貨條例」作出的各項決定，以有效確保有關規管的決定合理和公平。透過此種多個審裁處可同時間運作模式，可有效處理轉介給市場失當行為審裁處的個案，和個別人士就不滿金融監管機構作出的規管及紀律處分決定向證券及期貨事務上訴審裁處所作出的申訴[244]。

二、財務報告及公開說明書不實之損害賠償責任

公開說明書、財務報告不實等揭露虛假或具誤導性的的資料以誘使進行交易，為「證券及期貨條例」定義下之市場失當行為[245]。就公開說明書、財務報告不實之民事賠償責任，「公司條例」及「證券及期貨條例」均有相關規定：

公司條例	證券及期貨條例
■ **第 40 條**：招股章程內錯誤陳述的民事法律責任 ■ **第 165 條**：與高級人員及核數師的法律責任有關的條文 ■ **第 275 條**董事對欺詐營商的責任(Responsibility of	■ **第 108 條**：在某些情況下誘使他人投資金錢的民事法律責任 ■ **第 213 條**：某人若揭露可能會誘使他人進行「虛假或具誤導性的資料」，則會被視

高級人員發出“終止及停止”令，即指令他們不得再次違反法定披露規定；(d)分別向該上市公司、每名董事及／或最高行政人員處以最高 800 萬港元的規管性罰款；(e)建議該高級人員所屬的任何團體對該人採取紀律行動;(f)由該上市公司或高級人員繳付民事研訊費用及／或證監會的調查開支；(g)審裁處認為需要的命令，以確保上市公司採取適當行動，防止發生類似的違反披露規定。

[244]委任市場失當行為審裁處和證券及期貨事務上訴審裁處主席，新聞公報，２０１２年４月２０日，http://www.fstb.gov.hk/fsb/simpchi/ppr/press/doc/pr200412_c.pdf

[245]「證券及期貨條例」第 245 條的定義，市場失當行為包括下列六項：（1）內幕交易、（2）第 274 條虛假交易、（3）第 275 條操控價格、（4）第 276 條披露關於受禁交易的資料、（5）第 277 條披露虛假或具誤導性的資料以誘使進行交易，以及（6）第 278 條操縱證券市場。

directors for fraudulent trading) ：對上市公司公開發行股票及董事、高階經理人的民事責任作出規定。 ■ **第 276 條**：法院針對犯罪高級人員等而評估損害賠償的權力	為市場失當行為。任何人因他人做出與市場失當行有關的行為而蒙受金錢損失，可透過民事訴訟向有關人士請求賠償 ■ **第 281 條**：就市場失當行為須負的民事法律責任 ■ **第 298 條**：揭露虛假或具誤導性的資料以誘使進行交易的罪行 ■ **第 370Z 條**：就違反披露規定須負的民事法律責任 ■ **第 390 條**：法團高級人員對法團所犯罪行的法律責任，及合夥人對其他合夥人所犯罪行的法律責任(Liability of officers of corporations for offences by corporations, and of partners for offences by other partners)

資料來源：本研究整理，彙整自：(1)黃紫玲，打擊市場失當行為—又見「證券及期貨條例」第 213 條，中國法律期刊，2012 年 8 月。(2)赴香港上市中國企業風險解決方案及服務，華潤保險顧問有限公司，2012 年 12 月，http://www.cr-ins.com/CR_INC_WEB/uploads/hong%20kong%20ipo.pdf ，瀏覽日期:2013 年 7 月 28 日。

（一）負賠償責任主體

依「公司條例」第 40 條規定，下列之人應對公司的股份或債權證認購人因招股章程內所載的任何不真實陳述而蒙受的損失或損害支付賠償：

1. 所有在該招股章程發出時身為該公司董事的人。
2. 所有批准將其本人的姓名列於並且已列於招股章程作為董事或已同意立即或經過一段時間後成為董事的人。
3. 所有身為該公司發起人的人。
4. 所有批准發出該招股章程的人。

香港「證券及期貨條例」第 281 條對於市場失當行為應負之民事責任設有明文，規定若任何人作出市場失當（Market misconduct）之相關行為，則必須對於因此受損害之人負損害賠償責任；若其他公司或個人共同觸犯市場失當之相關行為，或協助、縱容該人之觸犯市場失當行為，則亦須負損害賠償[246]。另 2012 年修訂之「證券及期貨條例」第 370Z 條亦規定，任何違反揭露規定的人，負有法律責任以損害賠償的方式，賠償另一人因該項違反而蒙受的金錢損失。

因此，下列人士可能要就市場失當行為所導致的損失承擔賠償責任，惟涉及市場失當行為的人是否要承擔民事法律責任，需因應個別實際情況視乎參與程度而定：

（1）有參與進行市場失當行為的人；

（2）作出市場失當行為的公司的董事，而有關市場失當行為是在這些董事的同意或縱容下進行的；

（3）在明知有關行為屬市場失當行為的情況下，仍協助或縱容他人進行這些行為的人。

（二）請求權人

依上述條文，投資者如因信賴與證券有關的虛假或誤導性公開陳述（無論是出於欺詐或疏忽）而蒙受損失，依法有權利涉及發出那些陳述的人士提出訴訟。從香港「公司條例」第 40（1）條規定，「認購人基於對該招股章程的信賴而認購任何股份或債權證」，可因招股章程內的不真實陳述而引致的損失請求提出賠償。此外，「公司條例」第 40（7）條[247]將可以請求提出賠償的人的類別澄清及擴大至下列人士：

[246] 王志誠，推薦證券商於各國多層次資本市場所應盡之職責，證券櫃檯第146期，2010年4月。
[247] 同時參看「公司條例」附表 22。

1.依據招股章程中的要約而認購或購買股份或債權證的人士。

2.透過代理人依據招股章程中的要約而收購股份或債權證的人士。

3.依據（a）股份或債權證的發行人或賣主；與（b）為有關要約而委任的中介人，之間的安排而收購該等股份或債權證的人士。

（三）責任型態、因果關係及舉證責任

若任何人在明知某些資料屬虛假或誤導性，或罔顧有關資料是否屬虛假或誤導性的情況下，而揭露或授權揭露那些虛假或誤導性資料，便犯了揭露虛假或誤導性資料以誘使進行交易的罪行（除非其中一項法定免責辯護適用於此）。惟「公司條例」第 40（2）、（3）條訂有法律免責抗辯條款，明文規定多款免責事由[248]。因此，不論是否為

---

[248] 「公司條例」第 40 條第(2)、(3)條法律免責抗辯條款規定如下：

(2)任何人如能證明下述各項，則無須根據第(1)款負上法律責任

(a) 該人雖曾同意成為該公司董事，但在招股章程發出前已撤回同意，且該招股章程是未經其批准或同意而發出的；或

(b) 該招股章程是在該人不知情或未經其同意的情況下發出的，而當該人察覺該招股章程發出時，已立即發出合理公告，表明該招股章程是在其不知情或未經其同意的情況下發出的；或

(c) 在該招股章程發出後及在根據該章程作出分配前，當該人察覺該章程內載有任何不真實陳述時，已撤回其對發出招股章程所給予的同意，並就撤回以及撤回的原因發出合理公告；或

(d) (i) 就每項看來並非是根據專家的權威意見、或並非根據官方公開文件或聲明的權限而作出的不真實陳述而言，該人有合理理由相信，以及直至分配股份或債權證(視屬何情況而定)時，仍相信該項陳述乃屬真實；及

(ii) 就每項看來是屬專家所作陳述的不真實陳述，或每項載於看來是一份專家報告或估價文件或其摘錄內的不真實陳述而言，該項不真實陳述公正地表達該專家的陳述，或是該份報告或估價文件的正確及公正的文本或摘錄，而該人有合理理由相信，以及直至該招股章程發出時，仍相信作出該項陳述的人是有資格作出該項陳述的，而且作出該項陳述的人已給予按第 38C 條所規定有關發出該招股章程的同意，並且在將一份招股章程交付註冊前，或就被告所，在根據該章程作出分配前，作出該項陳述的人並未撤回同意；及

(iii) 就每項看來是屬公職人員所作陳述的不真實陳述，或每項載於看來是一份官方公開文件或其摘錄內的不真實陳述而言，該項不真實陳述是該項陳述或該份官方公開文件或其摘錄的正確及公正的表達：

但任何人如因給予上述第 38C 條規定其所須給予的同意而作為招股章程的批准發出者就一項看來是由其以專家身分作出的不真實陳述負上法律責任，則本款並不適用。

(3) 任何人如若非因本款即會因給予第 38C 條規定其所須給予的同意而作為招股章程的批准發出者就一項看來是由其以專家身分作出的不真實陳述根據第(1)款負上法律責任，如其能證明下述其中一項，則無須如此負上法律責任—

(a) 該人根據第 38C 條對發出招股章程給予同意後，已在一份招股章程交付註冊前，書面撤回同意；或

發行人，負賠償責任主體之責任型態偏向過失推定原則，如能證明「公司條例」第 40 條第（2）、（3）款所列各項，則無須根據第（1）款負法律責任。

那些負責發出與證券有關的虛假或誤導性資料的人士，而又知道有關資料是虛假的，或枉顧資料是否真實，便可能要向那些因依賴有關資料而蒙受損失的人承擔法律責任。

儘管如此，某些人士（如印刷商、參與直播節目者或某些網際網路服務供應商）即使在技術上可能有參與散播有關資料，但他們未必是「罪有應得」的。針對這種情況，現行的免責辯護將予擴闊，使那些純粹是真誠地以資料發放渠道的身分行事，而且沒有就供發布的資料作出修改的人士，可獲豁免承擔法律責任[249]。

從前述條文可知請求權人必須基於信賴關係，因此投資者為依據民事法律責任請求損害賠償，要能夠確立蒙受損失與招股章程內的不真實陳述之間的因果關係，故必須證明其損失是由於招股章程內的不真實陳述引致。此外他也必須證明自己曾倚賴該招股章程，投資者必須提出確實曾閱讀該招股章程的證據。因此，請求權人在提出賠償請求時須證明他們確實曾閱讀及依賴招股章程的規定[250]。

過去任何人如因依賴虛假或誤導性陳述而蒙受損失，可根據普通法提出訴訟。原訴人須證明他曾經信賴有關的不實陳述，而其蒙受的損失是可合理地預見的[251]。故「證券及期貨條例」尚未制定前，因市

(b) 在一份招股章程交付註冊後及在根據該章程作出分配前，當該人察覺該項不真實陳述時，已書面撤回其同意，並就撤回以及撤回的原因發出合理公告；或

(c) 該人有資格作出該項陳述，且有合理理由相信，以及直至分配股份或債權證(視屬何情況而定)時，其本人仍相信該項陳述乃屬真實。

[249]證監會網站：常見問題--證券及期貨條例與你，
http://www.sfc.hk/web/ TC/faqs/others/sfo-and-you.html#11，瀏覽日期:2013 年 3 月 15 日

[250]有關對《公司條例》的招股章程制度的可行性改革諮詢文件的諮詢總結，證監會，2006 年9 月，http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/listing-and-takeovers/conclusion?refNo=05CP9, 瀏覽日期:2013年4月12日。

[251] 香港金融市場投資指引，人本投資集團香港投資團隊，中國經濟出版社，2007 年 2 月 1 日 http://data.book.hexun.com.tw/chapter-1048-5-18.shtml，瀏覽日期:2013 年 1 月 24 日。

場失當行為而蒙受損失，倘要透過民事法庭尋求補償，首先要對違規者確立訴訟因由，請求權人必須證明無合理疑點才可獲得勝訴，因而使求償變得相當困難。

在「證券及期貨條例」制定後，「市場失當行為審裁處」處理各種形式的市場失當行為民事個案，該審裁處會按較易達到的民事舉證準則作出裁決，並可施加多種民事制裁[252]。在證明某人曾犯罪時，定罪紀錄可做為證據，但只限於與個人民事訴訟案相關的情況。法院在判定兩者是否相關時會傾向嚴謹。就市場失當行為作出的定罪，如果與投資者提出的個人訴訟涉及相同事件，一般會被判定為相關事件。故市場失當行為審裁處所作出的裁決，將可在個人民事訴訟中獲接納為證據。

投資者如要投訴上市公司，應首先接觸聯交所，就市場失當行為透過民事法庭尋求補償。因市場失當行為而蒙受損失的投資者，現在可借著新的個人民事訴訟權向違規者索償。這類潛在的民事法律責任應可進一步遏制市場失當行為。個人民事訴訟權對在「證券及期貨條例」生效前發生的市場失當行為沒有否追溯力，這項權利只適用於在「證券及期貨條例」生效後發生的市場失當行為。請求權人如要獲得勝訴，必須使法院採納就有關個案而言，要求違規者支付的賠償是「公平、公正和合理」的。

2012 年新修訂的證券及期貨條例，將以往由證監會進行調查後，將涉嫌市場失當行為的報告轉交財政司司長，以考慮是否需要在市場失當行為審裁處提起民事研訊程序，或轉交律政司以考慮作出刑事起訴，讓有關方面將根據律政司的檢控政策，決定選擇採取民事還是刑事途徑之的程序，改為證監會無須先把個案提交財政司司長作出決

[252] 參閱證監會網站：常見問題 -- 證券及期貨條例與你，http://www.sfc.hk/web/TC/faqs/others/sfo-and-you.html，瀏覽日期:2013 年 7 月 11 日。

定，便可直接在市場失當行為審裁處席前提起研訊程序，以執行股價敏感資料披露規定，以及處理現時「證券及期貨條例」所訂的六種市場失當行為。

證監會並獲賦予權力對違規者判處罰款，最高可達 1,000 萬港元，或相等於違規者藉失當行為而賺取的利潤或避免的損失的 3 倍金額（以較高者為準），亦可暫時吊銷或撤銷持牌人獲發牌進行的部分業務，更靈活地因應失當行為的嚴重性而作出相稱的制裁。

三、案例--洪良國際控股有限公司（洪良案）[253]

（一）事實說明

洪良國際控股有限公司（洪良）係一家中國運動布料製造商，從事產銷針織布料和成衣，及以 MXN 品牌銷售休閑服，於 2009 年 12 月 24 日在香港聯合交易所上市，惟上市僅 3 個月即遭香港證監會勒令停牌。香港證監會指稱，在其 2009 年 12 月的招股章程中作出了重大虛假和具誤導性的陳述，包括誇大其營業額。

證監會具體指出，洪良在招股章程中嚴重誇大洪良集團截至 2006 年、2007 年及 2008 年 12 月 31 日止年度的營業額。據證監會資料顯示，有關年度的營業額分別被誇大約人民幣 380,934,125 元、人民幣 708,894,820 元及人民幣 974,733,321 元。證監會又指，該集團於上述各財政年度的除稅前溢利亦分別被誇大了約人民幣 102,935,289 元、人民幣 185,001,887 元及人民幣 298,286,785 元，而現金及現金等價物的結餘及特許經營店的數目也被虛增。洪良違反「證券及期貨條例」第 298 及 300 條及／或「公司條例」第 342F 條及／或「證券及期貨條例」第 384 條。洪良同意其違

[253] 香港證監會網站，新聞稿，執法消息，

反「證券及期貨條例」第 298 條。這足以讓法庭根據「證券及期貨條例」第 213 條行使權力，可按其決定作出補救命令。證監會於 2010 年 3 月 29 日以「證券及期貨條例」第 213 條強制令為法律依據，成功申請凍結洪良國際新股上市獲得的淨額資金約 10 億港元。

香港證監會不僅中止涉嫌欺詐上市的洪良國際在香港上市，而且還申請高等法院要求洪良國際將上市集資所得近 10 億港元歸還給投資者，儘管這一申請被高等法院的否決。然而，香港證監會並不認同高等法院的否決，並宣佈將就此申請上訴。

（二）請求權基礎

- 洪良違反「證券及期貨條例」第 277 條及 298 條，在日期為 2009 年 12 月 14 日的首次公開招股的招股章程中，披露重大的虛假或具誤導性的資料，而這些資料相當可能曾誘使投資者認購及購買洪良的股份（「證券及期貨條例」第 298 條規定，凡任何資料在要項上屬虛假或具誤導性，並相當可能會誘使他人認購或購買證券，則任何人如知道該資料屬虛假或具誤導性，或罔顧該資料是否屬虛假或具誤導性，均不得分發該資料。第 298 條是一項有關市場失當行為的條文）
- 洪良在首次公開招股的招股章程中嚴重誇大了公司財政狀況；
- 洪良向香港聯合交易所提供虛假或具誤導性的資料，違反「證券及期貨條例」第 384 條（「證券及期貨條例」第 384 條禁止任何人在遵從法律規定時向香港聯合交易所及證監會提供虛假或具誤導性的資料）

- 洪良使用欺詐或欺騙手段進行在香港的上市安排，違反「證券及期貨條例」第 300 條（「證券及期貨條例」第 300 條禁止作出欺詐行為或意圖欺騙而使用任何手段或計劃）。
- 「公司條例」第 342F 條禁止在招股章程中載列不真實陳述

（三）爭點整理

洪良承認違反「證券及期貨條例」第 298 條，但洪良、其董事或其他被告並非承認在刑事上違反該條文，亦不可被視為承認在刑事上違反該條文。洪良以無法核實真正狀況為由，不同意證監會所指有關資料的誇大程度。不過，洪良接納，其首次公開招股章程內的有關數字，在要項上屬虛假。

（四）法院見解（含不同意見）

2011 年 6 月 21 日，原訟法庭在針對 Tiger Asia 及其三名人員的法律程序中裁定，除非有關事宜已先由刑事法庭或市場失當行為審裁處作出裁決，否則原訟法庭在「證券及期貨條例」第 213 條下，並無司法管轄權判定有人違反「證券及期貨條例」第 XIII 及 XIV 部中有關市場失當行為的條文。原訟法庭其後剔除證監會提出的個案。證監會已就這項決定向上訴法庭提出上訴，有關上訴將於 2012 年 2 月 7 日進行聆訊。

在法院作出不利於投資者判決的情況下，香港證監基於維護公衆投資者權益的立場，積極上訴[254]。其後洪良除承認招股書內容不可靠，更表示決定賠償投資者。

[254] 香港證監會對欺詐上市零容忍，新浪網，2011 年 10 月 2 日，http://finance.sina.com/bg/chinamkt/sinacn/20111002/1638371139.html，瀏覽日期:2013 年 6 月 15 日。

（五）判決結果

洪良承認其違反「證券及期貨條例」第 298 條過失，法庭遂根據「證券及期貨條例」第 213 條作出有關命令，除了依香港證監會取得的臨時命令凍結的 832,244,497 元之外，上述命令還要求洪良在 28 天內向法庭繳付 197,755,503 元的額外款項，並還要求洪良召開股東大會，批准向大約 7,700 名公眾股東回購股份。洪良向之前在首次公開招股中認購洪良股份或在二手市場買入洪良股份的投資者，提出回購。

肆、新加坡

一、市場法規架構概述

馬來亞證券交易所於 1960 年[255]（Malayan Stock Exchange）成立，該交易所在新加坡和吉隆坡均設有交易廳。1963 年馬來西亞脫離英國獨立後，馬來亞證交所更名為馬來西亞證券交易所（Stock Exchange of Malaysia）。1965 年 8 月新加坡脫離馬來西亞，該交易所又改名為馬來西亞與新加坡證交所（Stock Exchange of Malaysia and Singapore），當時雖有各種規定、細則及上市標準等，惟尚無明確管理制度[256]。

1973 年 5 月，由於馬來西亞政府廢止兩國間貨幣等價交換制度，因此馬來西亞與新加坡交易所，正式劃分為新加坡證券交易所（Stock Exchange of Singapore；SES）與吉隆坡證券交易所（Kuala Lumpur Stock Exchange；KLSE）兩個獨立的交易所[257]。新加坡政府於 1974

[255] 該交易所係由十家在新加坡之股票經紀人與七家在馬來西亞之股票經紀人所組成。
[256] 朱富春，「新加坡證券市場簡介」，載於證券管理，民國 72 年 11 月，頁 35。
[257] 兩個交易所分開獨立後，兩個市場上之上市企業，仍在對方市場上繼續上市掛牌買賣，馬來

年制訂證券業法（Securities Industry Act, SIA），以奠定政府管理證券市場的基礎，俾促進證券市場之健全發展。

2001 年 10 月 5 日新加坡國會通過金融管理局(Monetary Authority of Singapore，MAS）提出之「證券暨期貨法」(Securities and Futures Act, SFA)，該法首次將新加坡原有 1.證券業法；2.期貨交易法；3.交易所法；4.公司法部份條文等，均併入同一全新之法律中，以因應全球化、科技趨勢及創新發展而重新調整的監理架構。證券暨期貨法，共分為 15 章，全文共計 343 條，該法於 2002 年分階段開始實施。[258]

在現在的監管體制下，監督管理證券業務的責任由新加坡金融管理局(MAS）擔當，惟 2005 年的「證券與期貨法」修改案通過後，MAS 對交易所的處罰程序和規則日漸減少關注，日常的市場監管由新加坡交易所（SGX）來負責。SGX 分別交易規則制定「上市指南」及「交易規則」來規範上市標準、上市公司的義務以及證券交易[259]。因此公司一旦上市，即進入 SGX 的管轄範圍，上市公司有義務遵守 SGX 的「公司揭露政策」[260]。

二、財務報告及公開說明書不實之之損害賠償責任

新加坡對財務報告及公開說明書不實行為之損害賠償責任，主要規定在「證券及期貨法」以下條文[261]：

1.第 203 條：持續揭露之要求。

西亞籍企業同時在新加坡交易所與吉隆坡交易所上市時，在兩個交易所皆以馬幣計價買賣；而新加坡籍企業，同時在兩個交易所掛牌買賣時，則皆以新幣計價。參諸葛祺等著，「我國與中國大陸、香港、新加坡、日本及美國證券承銷制度比較分析研究」，民國 87 年 11 月，頁 77。

[258] 李新穎，新加坡證券暨期貨法簡介，證券暨期貨管理，第 20 卷第 1 期，民國 91 年 1 月，頁 24。

[259] 公司融資與證券監管，新加坡法律參考文章，Singapore Academy of Law，http://www.singaporelaw.sg/content/CorporateFinanceChi.html#section4，瀏覽日期:2013 年 1 月 25 日。

[260] 參見 SGX「上市手冊」第 7 章和附件 7.1。

[261] ABS IPO Due Diligence Guidelines, 1 November, 2012, http://www.abs.org.sg/pdfs/Publications/ABS_IPO_Due_Diligence_Guidelines.pdf

2.第 234 條：未遵循持續揭露規定之民事責任。

3.第 240 條：申報公開說明書之要求。

4.第 243 條：公開說明書應記載事項。

5.第 254 條：公開說明書揭露不實之民事責任

6.第 255 條[262]：免責抗辯條款

（一）應負賠償責任之主體

依新加坡「證券及期貨法」第254條規定[263]，倘有：(a）在相關

---

[262] 第 255 條 (Defences)

(1)A person referred to in section 253(4)(a), (b) or (c) is not liable under section 253(1), and a person referred to in section 254(3) is not liable under section 254(1), only because of a false or misleading statement in a prospectus or a profile statement if the person proves that he —
(a) made all inquiries (if any) that were reasonable in the circumstances; and
(b)after doing so, believed on reasonable grounds that the statement was not false or misleading.

(2) A person referred to in section 253(4)(a), (b) or (c) is not liable under section 253(1), and a person referred to in section 254(3) is not liable under section 254(1), only because of an omission from a prospectus or a profile statement in relation to a particular matter if the person proves that he —
(a)made all inquiries (if any) that were reasonable in the circumstances; and
(b)after doing so, believed on reasonable grounds that there was no omission from the prospectus or profile statement in relation to that matter.

(3)A person is not liable under section 253(1) or 254(1) only because of a false or misleading statement in, or an omission from, a prospectus or a profile statement if the person proves that he placed reasonable reliance on information given to him by —
(a) if the person is an entity, someone other than —
(i)a director or an equivalent person; or
(ii)an employee or agent,
of the entity; or
(b)if the person is an individual, someone other than an employee or agent of the individual.

(4)For the purposes of subsection (3), a person is not the agent of an entity or individual merely because he performs a particular professional or advisory function for the entity or individual.

(5)A person who is named in a prospectus or a profile statement as —
(a)a proposed director or an equivalent person of the issuer, or an issue manager or underwriter;
(b)having made a statement included in the prospectus or the profile statement; or
(c)having made a statement on the basis of which a statement is included in the prospectus or the profile statement,
is not liable under section 253(1) or 254(1) only because of a false or misleading statement in, or an omission from, the prospectus or the profile statement if the person proves that he publicly withdrew his consent to being named in the prospectus or the profile statement in that way.

(6)A person is not liable under section 253(1) or 254(1) only because of a new circumstance that has arisen since the prospectus or the profile statement was lodged with the Authority if the person proves that he was not aware of the matter.

(7)For the purposes of this section, any reference to a statement shall include a reference to any information presented, regardless of whether such information is in text or otherwise.

[263] 第 254 條(Civil liability for false or misleading statements)

(1)Where an offer of securities is made in or accompanied by a prospectus or profile statement, or, in the case of an offer referred to in section 280, where a prospectus or profile statement is prepared and issued in relation to the offer, and —
(a) a false or misleading statement is contained in —
(i) the prospectus or the profile statement; or

招股文件或基本資料中有虛偽不實之陳述；（b）在相關招股文件中有隱匿依第243條規定應納入相關招股文件中之資訊，或在基本資料中隱匿依第246條規定應納入基本資料中之資訊；（c）在向MAS登記相關招股文件或基本資料後發生應依第243條或第246條規定納入相關招股文件或基本資料中之新狀況，卻予以隱匿者等情形，下列各款

(ii) any application form for the securities;

(b) there is an omission to state any information required to be included in the prospectus under section 243 or there is an omission to state any information required to be included in the profile statement under section 246, as the case may be; or

(c) there is an omission to state a new circumstance that —

(i) has arisen since the prospectus or the profile statement was lodged with the Authority; and

(ii) would have been required by section 243 to be included in the prospectus, or required to be included in the profile statement under section 246, as the case may be, if it had arisen before the prospectus or the profile statement was lodged with the Authority, the persons referred to in subsection (3) shall be liable to compensate any person who suffers loss or damage as a result of the false or misleading statement in or omission from the prospectus or the profile statement, even if such persons, unless otherwise specified, were not involved in the making of the false or misleading statement or the omission.

(2) For the purposes of subsection (1), a false or misleading statement about a future matter (including the doing of, or the refusal to do, an act) is taken to have been made if a person makes the statement without having reasonable grounds for making the statement.

(3) The persons liable are —

(a) the person making the offer;

(b) where the person making the offer is an entity —

(i) each director or equivalent person of the entity; and

(ii) if the entity is also the issuer, each person who is, and who has consented to be, named in the prospectus or profile statement as a proposed director or an equivalent person of the entity;

(c) where the issuer is controlled by the person making the offer, one or more of the related parties of the person making the offer, or the person making the offer and one or more of his related parties —

(i) the issuer;

(ii) each director or equivalent person of the issuer; and

(iii) each person who is, and who has consented to be, named in the prospectus or the profile statement as a proposed director or an equivalent person of the issuer;

(d) an issue manager to the offer of the securities who is, and who has consented to be, named in the prospectus or the profile statement;

(da) an underwriter (but not a sub-underwriter) to the issue or sale of the securities who is, and who has consented to be, named in the prospectus or the profile statement;

(e) a person named in the prospectus or the profile statement with his consent as having made a statement —

(i) that is included in the prospectus or the profile statement; or

(ii) on which a statement made in the prospectus or the profile statement is based, but only in respect of the inclusion of that statement; and

(f) any other person who made the false or misleading statement or omitted to state the information or circumstance, as the case may be, but only in respect of the inclusion of the statement or the omission to state the information or circumstance.

(4)A person who acquires securities as a result of an offer that was made in or accompanied by a profile statement is taken to have acquired the securities in reliance on both the profile statement and the prospectus for the offer.

(4A)For the purposes of this section, any reference to a statement shall include a reference to any information presented, regardless of whether such information is in text or otherwise.

(5)No action under subsection (1) shall be commenced after the expiration of 6 years from the date on which the cause of action arose.

(6)This section does not affect any liability that a person has under any other law.

之人負有法律責任須向因公開說明書內的具誤導性陳述或遺漏而蒙受損失的投資者作出賠償，包括：

1.做出發售要約或要約邀請的人；

2.如果該要約人為一實體，則為該實體的董事或職位相當的人員；

3.如果該要約人為實體，同意在公開說明書中被列為擬任董事或職位相當的人員；

4.如果發行人是被要約人所控制，則是此要約人的一個或多個關聯方之(i)發行人 (ii)董事或職位相當者；(iii)同意在公開說明書中被列為擬任董事或職位相當者；

5.同意在公開說明書中列名的發售此證券的發行經理（此類人員只有在故意或疏忽造成不實陳述時才負刑事責任）；

6.同意在公開說明書中列名的承銷人，但不包括分銷商（此類人員只有在故意或疏忽造成不實陳述時才負刑事責任）；

7.同意在公開說明書中列名，表明其已經做出一項包含在說明書中的陳述，但該人的責任只限於該項陳述（此類人員只有在故意或疏忽造成不實陳述時才負刑事責任）；

8.任何其他做出錯誤或誤導性陳述或遺漏的人，但該人的責任只限於包含在說明書之內的該項錯誤或誤導性陳述或遺漏（此類人員只有在故意或疏忽造成不實陳述時負刑事責任[264])。

除了民事責任以外，上述人士亦須就招股章程內的錯誤陳述及遺漏負刑事責任[265]。2005年修訂的「證券及期貨法」第254條，並將有關的民事及刑事法律責任將擴大至涵蓋證券要約的「發行經理」（即

[264]公司融資與證券監管，新加坡法律參考文章，Singapore Academy of Law，http://www.singaporelaw.sg/content/CorporateFinanceChi.html#section4，瀏覽日期:2013 年 1 月 25 日

[265] 新加坡證券及期貨法 (SFA) 第 253 條。

相等於香港的IPO的「保薦人」）[266]。

新加坡採取「以交易為本」的運作方式來規管證券要約的發出，透過規定在作出證券要約前，除非該要約屬於某項指明豁免的範圍以內，否則須先向相關的監管機構提交或註冊符合相關規定的公開說明書等招股章程或揭露文件[267]。

「證券及期貨法」第243條也規定，公司應於公開說明書中完整揭露資訊，並符合一般資訊揭露檢驗，讓「理性投資人」能夠取得評估投資決策所需的資訊。

針對財務報表之資訊揭露，「證券及期貨法」第203條規定持續揭露之要求，違反揭露規定會導致民事以及刑事責任，惟具體責任要看揭露義務人當時的主觀意圖狀態[268]。

（二）請求權人

「證券及期貨法」第234條許可因在同時段與違法者作對手交易而受到損失的人，申請針對違法方的法庭命令以使其支付民事罰款或賠償，惟違法人的賠償責任限於所獲得的利潤或避免的損失。同法第255條許可被故意誤導性公開說明書損害的投資者可以因此以欺詐行為為訴由獲得賠償金。[269]

（三）責任型態、因果關係及舉證責任

---

[266] 有關對《公司條例》的招股章程制度的可行性改革諮詢文件，證監會，2005年8月，頁31。http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/listing-and-takeovers/openFile?refNo=05CP9，瀏覽日期:2013年6月25日。

[267]有關對《公司條例》的招股章程制度的可行性改革諮詢文件，證監會，2005 年 8 月，頁 15。http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/listing-and-takeovers/openFile?refNo=05CP9，頁 31，瀏覽日期:2013 年 6 月 25 日。

[268]公司融資與證券監管(17.5.3)，新加坡法律參考文章，Singapore Academy of Law ，http://www.singaporelaw.sg/content/CorporateFinanceChi.html#section4，瀏覽日期:2013 年 1 月 25 日

[269]公司融資與證券監管(17.4.7)，新加坡法律參考文章，Singapore Academy of Law ，http://www.singaporelaw.sg/content/CorporateFinanceChi.html#section4，瀏覽日期:2013 年 1 月 25 日

依新加坡證券暨期貨法第255條第（1）項規定，同法第254條第(3)項所定之義務人若可舉證證明其已完成一切合理之調查，且有正當理由信賴該陳述非虛偽不實者，則可免除其依第254條第（1）項因相關招股文件或基本資料之虛偽不實所需負擔之民事責任，因此包括發行經理人及其他列名作成聲明之人（例如保薦人）內在，即可依該條款主張免責。又發行經理人或其他列名作成聲明之人可證明已公開撤銷其在相關招股文件或基本資料中列名之同意者，亦同。

此外，新加坡證券暨期貨法第255條第（6）項並規定，若發行經理人或其他列名作成聲明之人可證明其確不知情時，亦可免除第254條第（1）項有關相關招股文件或基本資料經MAS登記後因新情事發生所附隨而生之法律責任[270]。

新加坡未規定投資人必須證明曾經實際閱讀及信賴該公開說明書文件。依民事法律責任求償之投資者，必須證明其損失是由於招股章程內的不真實陳述引致。他亦必須證明自己曾倚賴該招股章程，如能確立蒙受損失與招股章程內的不真實陳述之間的因果關係，應無須證明確實曾閱讀或依賴招股章程。若招股章程內的不真實陳述是招致投資損失的原因，對於有關投資者是否因依賴招股章程、有關公司其後作出的揭露、報章評論、研究報告、或經紀行或財務顧問的推薦而買入有關證券，應屬無關重要。

（四）損害賠償範圍

依「證券暨期貨法」第 234 條規定，任何人於同時段與違法行為者為對手交易，因而遭受損失者，得向法院請求違法行為人應支付民

[270]王志誠，推薦證券商於各國多層次資本市場所應盡之職責，證券櫃檯月刊，2010 年 4 月，頁 14-15。

事罰款或賠償，其損失以「相關證券交易時之實際價格，與假設違法行為未發生時該證券之可能價格間之差價」計算。

請求權人應於損失發生日起 6 年內請求損害賠償，違法行為人之賠償責任限於其所獲得之利潤或避免之損失。

法院得針對下列條件考量請求權人是否符合於同時段與違法行為者為對手交易之投資人[271]：

1.同一證券於內線交易之日期時間與正常交易之日期時間之間的交易量；

2.內線交易證券進行結算的期間；

3.證券的正常交易發生在內線交易之前還是之後；

4.證券正常交易發生在內線消息為公眾獲悉之前或之後；

5.新加坡或其他地方的其他因素與事件發展，法院認有相關性者。

伍、中國大陸

一、市場法規架構概述

大陸證券市場自 1980 年代初期開始發展，而隨著 1990 年上海、深圳證券交易所的設立，大陸的證券發行與交易市場已初具規模[272]。為促進證券市場之健全發展並保護投資大眾，大陸有關部門與地方政府，分別制定和頒佈了一系列規範性文件[273]。

---

[271]蘇秀玲、陳茵琦，各國證券集體訴訟制度之研究，證券投資人及期貨交易人保護中心委託研究專案，2012 年 8 月，頁 120。

[272] 郭鋒，「大陸證券交易法制之研究---大陸證券立法主要制度的述評與分析」，收錄於第一屆海峽兩案證券暨期貨法制研討會論文集，頁 15。

[273]包括：(一) 發行股票暫行管理辦法：1984 年上海市人民政府發佈。(二) 證券櫃檯交易暫行規定：1986 年上海是人民政府、中國人民銀行上海分行相繼發佈。(三) 國營企業股份化試點暫行規定：1986 年 10 月深圳市人民政府制定頒佈。(四)證券交易管理辦法：1990 年頒佈。(五) 上海市人民幣特種股票管理辦法、上海市人民幣特種股票管理辦法實施細則：1991 年頒佈。(六) 深圳市股票發行與交易管理暫行辦法：1991 年深圳市人民政府、中國人民銀行深圳市分行相繼

大陸證券市場，除由地方政府與地方有關部門管理外，國務院及與證券市場有直接關係的中央有關部門也對其進行管理與規範，這些部門包括：中國人民銀行、國家體改會、財政部、國有資產管理局及工商、稅務等部門[274]。惟國務院與有關部委及地方政府制頒的各種規範性文件，雖有規範證券市場之功能，但這些文件的制定機構、產生背景不同，適用範圍侷限性大，且上述文件大都不具有法律效力[275]。因此，1992 年大陸成立「中國證券監督管理委員會」，由其與國務院證券委完成「股票發行與交易管理暫行條例」之草擬與修訂，並於 1993 年 4 月由國務院發布，同年 6 月 3 日生效施行，該條例成為第一部較為完整且具有個全國性法律位階的證券交易法規。由於大陸證券市場建立時間不長、發展速度過快，市場的監督者、發行者、投資者、證券業機構主體還不夠成熟；再加上證券市場本身具有高風險、高流動及價格波動變化劇烈等之特性。長期以來大陸之證券市場，呈現出行政主管機關干預濃厚、多頭發展，以及證券法規體系不完整之狀態，任其市場幕後操縱者與詐欺者為所欲為，卻沒有嚴格的法律規範和監督，致使大陸投資者與證券從業機構，對於建立完善的證券法律制度有高度期盼。經歷反覆修改，最後於 1998 年 12 月 29 日經大陸全國人民代表大會通過，「證券法」至此取代 1993 年制定的「股

制頒。（七）深圳市人民幣特種股票管理暫行辦法、深圳市人民幣特種股票管理暫行辦法實施細則：1991 年頒佈。（八）深圳市證券機構管理暫行規定：1991 年頒佈。（九）深圳市內部股份証管理暫行辦法：1992 年頒佈。（十）深圳市上市公司監管暫行辦法：1992 年制頒。

[274]國務院與前述部門頒發管理證券市場的法規依制頒先後計有：（一）1987 年頒佈「企業債券管理暫行條例」、「國務院關於加強股票債券管理之通知」。（二）1990 年頒佈「中國人民銀行跨地證券交易管理暫行辦法」。（三）1992 年頒佈「股份制企業試點辦法」、「國家體改委股份有限公司規範意見」、「國家體改委有限責任公司規範意見」、「股份制試點企業會計制度」、「股份制試點企業勞動工資暫行規定」、「股份制試點企業財務管理若干問題暫行規定」、「股份制試點企業宏觀管理暫行規定」、「股份制試點企業申請暫行規定」、「股份制試點企業土地資產管理暫行規定」、「股份制試點企業國有資產管理暫行規定」、「註冊會計師執行股份制試點企業有關業務暫行規定」等。

[275] 在中國大陸，只有全國人民代表大會通過的規範性文件才屬於法律，國務院頒佈的文件係屬行政法規，中央各部委及地方人民政府制頒之規範性文件，則分別屬於部門地方規章。因此，在本文中所提到的各種文件，除個別由國務院頒佈之行政法規，具法規效力外，大多為規章不具有法律效力。

票發行與交易管理暫行條例」，於 1999 年 7 月 1 日正式施行，全文共 12 章，總計 214 條[276]。

二、財務報告及公開說明書不實之之損害賠償責任

中國大陸證券相關法規對財務報告及公開說明書不實行為予以禁止，並規定相應的民事責任制度，主要展現在下列條文及法規中：

1. 「證券法」第 31 條規定：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[277]。
2. 「證券法」第 20 條規定：發行人向國務院證券監督管理機構或者國務院授權的部門報送的證券發行申請文件，必須真實、準確、完整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。
3. 「證券法」第 63 條規定：發行人、上市公司依法揭露的資訊，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。
4. 「證券法」第 69 條規定：發行人、上市公司公告的招股說明書、公司債券募集辦法、財務會計報告、上市報告文件、年度報告、中期報告、臨時報告以及其他資訊揭露資料，有虛假記載、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，發行人、上市公司應當承擔賠償責任；發行人、上市公司的董事、

[276] 參見中國證監會網頁 http://big5.csrc.gov.cn/SuniT/www.csrc.gov.cn/pub/newsite/xxfw /fgwj/，瀏覽日期:2013 年 3 月 15 日。

[277] 參見中國證監會網站，http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/xxfw/fgwj/gjfl/200802/t20080225_77645.htm/，瀏覽日期:2013 年 3 月 15 日。

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，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；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。

5. 「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。

6. 「證券法」第 193 條規定：發行人、上市公司或者其他資訊揭露義務人未按照規定揭露資訊，或者所揭露的資訊有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏的，責令改正，給予警告，並處以 30 萬元以上 60 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 3 萬元以上 30 萬元以下的罰款。發行人、上市公司或者其他資訊揭露義務人未按照規定報送有關報告，或者報送的報告有虛假記載、誤導性陳述或者重大遺漏的，責令改正，給予警告，並處以 30 萬元以上 60 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 3 萬元以上 30 萬元以下的罰款。發行人、上市公司或者其他資訊揭露義務人的控股股東、實際控制人指使從事前兩款違法行為的，依照前兩款的規定處罰。

7. 「首次公開發行股票並上市管理辦法」第 55 條規定：發行人及其全體董事、監事和高級管理人員應當在招股說明書上簽字、蓋章，保證招股說明書的內容真實、準確、完整。保薦人及其保薦

代表人應當對招股說明書的真實性、準確性、完整性進行核查，並在核查意見上簽字、蓋章。

8. 「最高人民法院關於審理證券市場因虛偽陳述引發的民事賠償案件的若干規定」：由於證券法中對虛偽陳述給投資者權益造成損失的民事賠償問題，規定過於簡陋。為解決這一實際問題，正確審理證券市場因虛偽陳述引發的民事賠償案件，規範證券市場民事行為，大陸最高人民法院根據「民法通則」、「證券法」、「公司法」以及「民事訴訟法」等法律、法規的規定，結合證券市場實際情況和審判實踐，另於 2002 年 1 月 15 日制定「最高人民法院關於審理證券市場因虛偽陳述引發的民事賠償案件的若干規定」，並於 2003 年 2 月 1 日起開始施行[278]。該規定共八項 37 條，包括一般規定、受理與管轄、訴訟方式、虛偽陳述的認定、規則與免責事由、共同侵權責任及損失認定等，是司法機構審理證券市場因虛偽陳述引發的民事侵權賠償糾紛案相關案件的重要法律文件[279]。

（一）應負賠償責任之主體

「證券法」中對承擔有關文件不實陳述的責任主體作較為詳細的規定。「證券法」第 69 條規定中不僅規定了發行人、承銷商以及其負有責任的董事、監事和經理對公開文件的不實陳述承擔賠償責任，而且規定了專業仲介機構對其出具的報告負有責任的部分承擔連帶責任。因此，從「證券法」的規定來看，應負賠償責任之主體主要有以下幾類：

1. 發行人、上市公司

[278] 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，百度百科，http://baike.baidu.com/view/2751202.htm，流覽日期 2013 年 7 月 8 日。

[279] 證券市場虛假陳述法律實務，中國會計網，2009 年 4 月 8 日，http://www.canet.com.cn/wenyuan/jrlw/200904/08-96602.html，流覽日期 2013 年 7 月 10 日。

2. 發行人、上市公司的董事、監事、高級管理人員和其他直接責任人員
3. 證券上市的保薦人
4. 承銷的證券公司
5. 發行人、上市公司的控股股東
6. 發行人、上市公司的實際控制人

另依「關於審理證券市場因虛偽陳述引發的民事賠償案件的若干規定」第 7 條規定，虛偽陳述證券民事賠償案件的被告，應當是虛偽陳述行為人，包括：

1. 發起人、控股股東等實際控制人
2. 發行人或者上市公司
3. 證券承銷商
4. 證券上市推薦人
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；
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
7. 其他作出虛偽陳述的機構或者自然人

（二）請求權人

從「證券法」第 69 條規定可看出，中國並不以該投資者是否確實依賴該文件進行投資決策為做為請求損害賠償的前提，只要有關文件中存在不實陳述，給投資者造成了損失，投資者就可以要求民事賠償，這樣規定有利於保護投資者的利益，尤其在中國大多數股民缺乏理性投資理念時，要投資者證明對公開文件的依賴顯得不合實際，只

要證明不實陳述的存在和投資者受到損失的事實，就足以證明其中的因果關係[280]。

根據最高人民法院「關於審理證券市場因虛偽陳述引發的民事賠償案件的若干規定」第 19 條規定，對於已經知悉股份公司公布的是不真實資訊的投資者，法院將不認為其損害與虛偽陳述間有因果關係，有關人員不承擔賠償責任[281]。準此，縱然「證券法」無明文規定，請求權人仍宜解釋為「善意相對人」。

（三）責任型態、因果關係及舉證責任

1. 責任型態

從「證券法」第 69 條觀察，資訊揭露不實之損害賠償責任型態，依不同責任主體，大致可分為下列三種類型：

（1）發行人、上市公司：無過失責任

公告的招股說明書、公司債券募集辦法、財務會計報告、上市報告文件、年度報告、中期報告、臨時報告以及其他資訊揭露資料，有虛假記載、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，發行人、上市公司應當承擔賠償責任。

（2）發行人以外之人：過失推定責任

發行人、上市公司的董事、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，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。對發行人之外的人可以提出的免責事由沒有明文規定。

（3）控股股東、實際控制人：過失責任

---

[280] 證券發行中不實陳述的民事責任研究（下），2010 年 7 月，頁 8，http://www.110.com/falv/zhengquanfa/zhengquanfalunwen/2010/0715/116672_3.html，流覽日期 2013 年 7 月 23 日。

[281] 同前註。

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。

2.信賴（Reliance）－因果關係

因果關係是歸責的基礎和前提。在證明因果關係時，首先應當證明原告對被告不實陳述信賴的存在。如果不實陳述和投資者的損害後果之間不存在任何因果關係，則投資者不能因此要求有關人員承擔民事責任。因果關係關係到責任的承擔，這就要區分到底哪些是由於資訊揭露義務人的不實陳述導致了投資者的損失，哪些是應當由投資者自己承擔的風險。在要求被告對不實陳述承擔民事責任時，因果關係和信賴關係成了舉證責任的核心。這也是中國大陸法院在受理證券民事賠償案件時的難點。

中國大陸「證券法」中未明文規定因果關係的證明方法，最高人民法院「關於審理證券市場因虛偽陳述引發的民事賠償案件的若干規定」對因果關係的證明採用推定的方式，依第 18 條規定：「投資人具有以下情形的，人民法院應當認定虛偽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偽陳述直接關聯的證券；（二）投資人在虛偽陳述實施日及以後，至揭露日或者更正日之前買入該證券；（三）投資人在虛偽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。」亦即原告的交易行為是在一定的期間內進行的，就認為交易與損害的結果之間存在因果關係[282]。

3.舉證責任

對虛偽陳述引發的訴訟，直接認定損失因果關係，依「關於審理證券市場因虛偽陳述引發的民事賠償案件的若干規定」第 19 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偽陳述

[282]羅斌，證券集團訴訟研究，法律出版社，2011 年，第一章，頁 8-9。

與損害結果之間不存在因果關係：（一）在虛偽陳述揭露日或者更正日之前已經賣出證券；（二）在虛偽陳述揭露日或者更正日及以後進行的投資；（三）明知虛偽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。

（四）損害賠償範圍[283]

中國大陸針對財報或公開說明書不實的損害賠償計算方式，採取設定「基準日」作為計算方式。對「基準日」的確定如下[284]：

1. 揭露日或者更正日起，至被虛偽陳述影響的證券累計成交量達到其可流通部分 100%之日。但透過大宗交易協議轉讓的證券成交量不予計算。
2. 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。
3. 已經退出證券交易市場的，以下市日前一交易日為基準日。
4. 已經停止證券交易的，可以下市日前一交易日為基準日；恢復交易的，再以第 1.項規定確定基準日。

被視為股價已能充分反應不實資訊更正之日的「基準日」確認後，即以之計算投資人的投資損失：

1. 投資人在基準日及之前賣出證券[285]：

   投資差額損失=(買入證券平均價格-實際賣出證券平均價格)*投資人所持證券數量計算

2. 投資人在基準日之後賣出或仍持有證券者[286]：

[283]楊晴翔，證券詐欺與資訊不實損害賠償之研究－以責任要件及計算方法為中心，96 年度中原大學財經法律研究所碩士論文，頁 101-104。

[284] 參見「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

[285]參見「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 31 條

投資差額損失=(買入證券平均價格-虛偽陳述揭露日或更正日起至基準日期間每個交易日收盤價)*投資人所持證券數量

三、案例：五糧液案

（一）事實說明

宜賓五糧液股份有限公司（以下簡稱五糧液）是深圳證券交易所上市績優公司，以五糧液及其系列酒的生產經營為主，同時生產經營精密塑膠製品、成套小汽車模具、以及生物工程、藥業、印刷、物流運輸和相關服務業等多元發展。總市值約為 850 億元左右，位列深市總市值排行榜的第二名。其流通股總股本為 37.95 億股。其中，宜賓市國有資產經營有限公司持有 21.28 億股，占總股本的 56.07％，2009 年 6 月 30 日統計的股東戶數為 47.77 萬戶。

2009 年 4 月，上海 4 位小股民以「虛增利潤」為由控訴五糧液索賠，遭四川省中級人民法院駁回。2009 年 9 月，五糧液發布公告稱因涉嫌違反證券法規受到中國證監會立案調查。2011 年 5 月 28 日，五糧液發布公告稱收到證監會的行政處罰決定書，認定五糧液資訊揭露存在的違法事實主要包括下列事項[287]：

1. 「澄清公告」存在重大遺漏：2009 年 3 月 17 日，五糧液公司刊登的關於在亞洲證券的證券投資款的「澄清公告」中存在重大遺漏，五糧液 2009 年 3 月 17 日發佈「澄清公告」否認投資公司在亞洲證券存放任何款項，沒有將投資公司對媒體報導的智溢塑膠存放在亞洲證券款項承擔的負責收回責任予以揭露，存在資訊揭

[286]參見「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
[287]第 15 號股民維權徵集令：五糧液虛假陳述，鳳凰財經，2012 年 5 月 17 日，http://finance.ifeng.com/315/gmwqdt/20120517/6474154.shtml，流覽日期 2013 年 7 月 17 日。

露不完整，違反「證券法」第 63 條關於上市公司資訊揭露必須真實、準確、完整的規定。五糧液在該公告中沒有將投資公司對智溢塑膠存放在亞洲證券款項承擔的負責收回責任揭露是重大遺漏，足以影響投資者的理性投資決策，構成「證券法」第 193 條所述揭露資訊有重大遺漏的違法行為[288]。

2. 資訊揭露不及時、不完整：五糧液在中國科技證券有限責任公司的證券投資資訊揭露不及時、不完整。

3. 報表差錯未及時更正：五糧液 2007 年年度報告存在登錄錯誤未及時更正，查 2009 年 4 月 30 日五糧液在向證監會的書面說明中承認出現了筆誤，將供銷公司的主營業務收入 725,066.15 萬元誤寫為 825,066.15 萬元，但是五糧液一直未對資料差錯及時更正，直到 2009 年 8 月 18 日才在 2009 年半年報中予以更正公告。

4. 未及時揭露董事被司法羈押事項

根據五糧液公司等當事人違法行為的事實、性質、情節與社會危害程度，中國證監會決定對五糧液公司給予警告，並處以 60 萬元罰款；對唐橋、王國春等八名高級管理人員均給予警告和罰款。

北京、上海、河北、廣東和浙江等地多家律師事務所的律師已經組成維權律師團，目前正在向投資者徵集證券民事賠償訴訟委託授權，將代理投資者對虛偽陳述行為人宜賓五糧液股份有限公司、絕對控股股東宜賓市國有資產經營有限公司、虛偽陳述主要負責人及五糧液董事長唐橋提起侵權賠償訴訟。五糧液正面臨著一場可能成為 A 股有史以來涉案範圍最廣、金額最高的證券市場民事損害賠償訴訟。

（二）請求權基礎

[288] 莫麗娟，五糧液信批存重大遺漏 7 大上市公司存在虛假陳述，投資快報，2011 年 12 月 28 日，http://finance.ifeng.com/stock/special/gmwq/20111228/5353595.shtml，流覽日期 2013 年 7 月 17 日。

根據「中華人民共和國證券法」與 2003 年 1 月 9 日最高人民法院公佈的「關於審理證券市場因虛偽陳述引發的民事賠償案件的若干規定」，因五糧液虛偽陳述行為將受到中國證監會行政處罰且權益受損的投資者都可以向有管轄權的法院提起民事賠償訴訟，可以索賠因虛偽陳述行為導致的投資損失，包括投資差額損失、印花稅、傭金及利息。

（三）爭點整理

1. 未按規定揭露重大證券投資行為及較大投資損失：起訴理由主張 2000 年五糧液投資亞洲證券失敗，智溢公司向集團公司借款 5,500 萬元。惟五糧液 2008 年的營業額是 300.8 億元，利潤是 60 億元。2001 年的損失 5500 萬元損失對五糧液來說是九牛一毛，何況這筆錢是智溢公司的借款，應由智溢公司來支付，這也清楚的寫在帳目上，無理由讓五糧液股份公司來承擔。
2. 未如實揭露重大證券投資損失：2000-2005 年五糧液投資中科證券失敗，損失 1.3 億元的事。但五糧液這次沒有呈報在帳目上，而是認定其在中科證券的投資損失內。
3. 揭露的主營業務收入數據存在差錯：2007 年五糧液的年報中，其子公司營業額多報 9.22 億，數額雖不小，不過五糧液在 2008 的年報中已經將其誤報部分進行銷減，所以總的來看，是否會構成故意虛增利潤的問題，不無疑義。

（四）法院見解（含不同意見）

根據最高人民法院關於審理虛偽陳述證券民事賠償的有關司法解釋，虛偽陳述索賠類案件的訴訟時效為 2 年，從處罰決定公告之日起計算，也就是說，至 2013 年 5 月 28 日五糧液索賠訴訟期屆滿，法院確立

起訴金額和人數，必會進行實質性審理。有多少股民加入維權，起訴金額多少，以及最終獲賠金額在 2013 年將一一呈現。[289]

[289] 五糧液虛假陳述索賠案時限將至　明年或審理 - 財經新聞 - 新浪新聞中心，http://news.sina.com.tw/article/20121224/8624179.html ，流覽日期 2013 年 7 月 20 日。

第四章　各國財報及公開說明書不實之民事責任比較分析

第一節　公開說明書不實之民事責任

本節以下擬就我國與第三章所介紹之十個國家對公開說明書記載不實之民事責任相關規定，進行逐項比較分析。

一、 規範模式

多數國家對公開說明書陳述不實行為均予以禁止，也規定相關民事責任，讓投資人可對因不實記載所造成的損害請求賠償，惟對請求權基礎規範則不盡相同，茲彙整各國相關規定如表 4-1。

表 4-1：各國公開說明書記載不實之民事責任規範比較表

國別	法源基礎
我國	證券交易法§32
美國	1.1933 年證券法§11、§12、§17 2.1934 年證交法§10、§14（e）、§18、§21D（e）Rule §10b-5。
開曼	1.開曼「公司法」Cayman Islands Companies Law 2009 Revision 2.「投資企業法」Securities Investment Business Law, 2011 RevisionPart IV「虛偽或誤導市場與內線交易」§24
英國	1.FSMA Part VIII「市場濫用行為」專章§118-§131 2.FSMA §80、§87A（2）、§90A 3.證券上市規則（SI 2001/2956），及公開說明書規則（PR 5.5）
德國	「證券交易法」（Wertpapierhandelsgesetz，WpHG） 1.§37c：若發行人公開不實資訊，應負損害賠償責任。 2.§20、§20a：任何人使用或傳播錯誤或誤導資訊，或負有更正資訊之義務而不為更正，即應為此一錯誤或誤導資訊所產生之結果負責。
法國	相關規範主要分為下列三大類： 1.歐盟公開說明書指令、公開說明書規則。 2.法國「貨幣與金融法」§L411-1 以下之規定。 3.主管機關 RGAMF 及其相關指引與建議等。 4.發行人民事責任部分，並無特別立法，以「民法」侵權行為責任為原則性規定，規範於第 1382 條至第 1386 條。

國別	法源基礎
日本	**金融商品交易法** 關於「公開說明書」不實應負損害賠償責任者之規定： **§17：**故意或過失使用不實公開說明書 **§18：**申報人 **§21：**申報人以外之人
香港	1.**公司條例** §40：規定公開說明書不實陳述之民事法律責任 2.**證券及期貨條例** **§213**：揭露不實資料，視為市場失當行為。因他人做出市場失當行有關的行為而蒙受金錢損失，可向有關人士請求賠償 **§281：**市場失當行為須負的民事法律責任 **§298：**揭露不實資料以誘使進行交易的罪行 **§370Z：**違反揭露規定需付的民事法律責任
韓國	**投資服務暨資本市場法** **§125：**規定虛偽記載之損害賠償責任 **§162**：規定財報不實之損害賠償責任
新加坡	**證券及期貨法** **§234：**規定未遵循持續揭露要求之民事責任 **§254：**規定公開說明書揭露不實之民事責任 **§255：**規定免責抗辯條款
中國大陸	1.**證券法** §69：規定公開說明書揭露不實之損害賠償責任 **2.首次公開發行股票並上市管理辦**法§55 **3.最高人民法院關於審理證券市場因虛偽陳述引發的民事賠償案件的若干規定：**包括一般規定、受理與管轄、訴訟方式、虛偽陳述的認定、規則與免責事由、共同侵權責任及損失認定等。

資料來源：本研究整理

（一）歸納上述規範可發現，由於各國因應金融環境的變遷對金融法制進行調整，也讓各國對公開說明書陳述不實民事求償法源基礎，呈現下列不同規範風貌，以致各國在可能涉及投資人保護的金融商品涵蓋範疇或有差異：

1.維持分業監理金融法制國家：包括我國及美國、德國、中國大陸等，主要係依據證券法規之相關規定。如我國證券交易法、美國 1933 年證券法及 1934 年證交法、德國證券交易法（WpHG）。

2.進行金融法制整合國家：依其金融法規整合程度，又可歸納為：

（1）一次完成整合：如英國金「金融服務及市場法（FSMA）」

（2）分階段逐步整合：

A.以資本市場或投資為範疇的整合基礎：日本「金融商品交易法」、韓國「投資服務暨資本市場法」、法國「貨幣與金融法」。

B.以證券及期貨為整合基礎：香港「證券及期貨條例」、新加坡「證券及期貨法」。

（二）對因公開說明書揭露不實而受有損害的投資人，各國法制在規定投資人可依據證券法規求償的同時，並不否定投資人依一般民商法求償，例如香港「公司條例」亦同時規定公開說明書不實陳述之民事法律責任。甚至有些國家對發行人民事責任部分，並無特別立法，以「民法」侵權行為責任為原則性規定，如法國。在美國，投資人對公開說明書不實陳述請求損害賠償，可根據其構成要件或有利性選擇的法律有：普通法或衡平法、州證券法、1933 年證券法及 1934 年證交法。我國與日本、韓國等在堅持大陸法系傳統的同時，又繼受美國法的經驗。例如日本投資人可以依據「金融商品交易法」中規定民事責任的特殊條款，並結合「民法」及「公司法」中有關民事責任的條款，請求賠償責任主體負擔民事責任。故投資人在在請求侵權責任時，可以針對更為廣泛的責任主體要求負擔民事賠償責任。

二、 賠償責任主體

各國對公開說明書不實應負民事賠償責任主體，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，惟英美法系國家與大陸法系國家對此方面的規範表達方式不盡相同，茲彙整各國相關規定如表 4-2：

表 4-2：各國公開說明書記載不實之賠償責任主體比較表

國別	賠償責任主體
我國	證券交易法（§32） （1）發行人及其負責人 （2）發行人之職員，曾在財務報告或財務業務文件（公開說明書）上簽名或蓋章者。 （3）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者。
美國	(1)發行人 (2)發行人以外，任何於證券登記申請書或揭露事項為記載者，其記載在當時及當時情況下對任何重大事實、或為致使為不實之記載，或做易於導致誤解之記載。
開曼	任何人對任一上市證券創設或預備創設虛偽或誤導交易活動市場或價格之外觀，應認定其危害證券市場。
英國	（1）證券發行人，即發行公司。 （2）發行人之董事。 （3）任何人於上市特定項目或公開說明書記載被提名或即將被任命為董事者。 （4）任何人接受，且在上市特定項目或公開說明書中被描述為接受，或為所記載內容負責者。 （5）任何人不屬於上述各項規定範圍，但授權相關內容者。
德國	依 WpHG 第 15 條第 6 項規定，發行人違反同條第 1 項至第 4 項者，應依同法第 37b 條與第 37c 條規定負賠償責任，惟並未規範公司負責人的責任範圍
法國	(1)證券發行人若違反資訊揭露義務，應負行政責任，由主管機關 AMF 決定行政處分或罰鍰，最高可處以 150 萬歐元以上罰金，或不法所得 10 倍以上之損害賠償。 (2)證券市場相關陳述之民事責任，對於特定義務人（如：董事），另援引「商法」Article L.225-251 有關董事因代表公司執行業務，對第三人（含股東）應負法定義務（包含「商法」、「貨幣與金融法」，及 AMF 規則之規定），若應對市場公開揭露之陳述有錯誤、不正確或誤導之情形，因而違反上開民法與其他特別法所定之法律者，應為此負民事責任。
日本	(1)發行人 (2)申報當時之董監經理人等高階人員或發起人 (3)再次發行之持有人 (4)簽證會計師 (5)證券承銷商
香港	(1)依公司條例§40，應對招股章程內不實負賠償責任者包括： a.所有在該招股章程發出時身為該公司董事的人 b.所有批准將其本人的姓名列於並且已列於招股章程作為董事或已同意立即或經過一段時間後成為董事的人 c.所有身為該公司發起人的人 d.所有批准發出該招股章程的人。

國別	賠償責任主體
	(2)依證券及期貨條例§281，若任何人作出市場失當之相關行為，則必須對於因此受損害之人負損害賠償責任；若其他公司或個人共同觸犯市場失當之相關行為，或協助、縱容該人之觸犯市場失當行為，則亦須負損害賠償。
韓國	(1)申報人及申報當時發行人的董事 (2)指示或執行申報書準備之人 (3)於申報書簽名之專業人士 (4)於申報書簽名證實其所載內容或陳述意見 (5)承銷商 (6)製作及交付投資公開說明書之人 (7)銷售該證券當時之持有人
新加坡	(1)做出發售要約或要約邀請的人 (2)法人之董事或職位相當的人員 (3)同意在公開說明書被列為擬任法人之董事或職位相當的人員； (4)如果發行人是被要約人所控制，則是此要約人的一個或多個關係人之(i)發行人 (ii)董事或職位相當者；(iii)同意在公開說明書中被列為擬任董事或職位相當者 (5)同意在公開說明書中列名發售此證券的發行經理； (6)同意在公開說明書中列名承銷人，但不包括分銷商； (7)同意在公開說明書中列名，表明其已經做出一項包含在說明書中的陳述，但該人的責任只限於該項陳述； (8)任何其他做出錯誤或誤導性陳述或遺漏的人，但該人的責任只限於包含在說明書之內的該項錯誤或誤導性陳述或遺漏
中國大陸	(1)發起人、控股股東等實際控制人 (2)發行人或者上市公司 (3)證券承銷商 (4)證券上市推薦人 (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； (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； (7)其他作出虛偽陳述的機構或者自然人

資料來源：本研究整理

（一）從各國的立法例中可以看出，各國證券法基本上都規定證券的發行人、高階管理人員、為證券發行人提供服務的中介機構，以及在申報註冊文件中聲明承擔責任的人員。美國、英國、香港、新加坡等英美法系國家對公開說明書不實應負賠償責任之主體，範圍較廣泛，除直接、間接參與證券之發行者外，尚包括受上述人員控制的人、購買證券而目的在於銷售

（Distribution）之人、所有代理發行人在發行過程中發出銷售要約或銷售證券的人，也可能被起訴承擔該項責任。大陸法系國家在此方面的規定則相對單純，多為簡單的列示規定。

（二）大陸法系國家中，中國大陸的立法或試圖納入英美法系精神，對公開說明書不實陳述之責任主體作較詳細的規定，條文已將「控股股東等實際控制人」納入負責賠償責任的對象。

（三）我國與同屬大陸法系國家的日、韓、中國大陸等相較，對負賠償責任主體範圍似較局限，國外立法趨勢或有值得我國未來證券法規修定時參考。

三、請求權人

公開說明書記載不實之民事賠償之請求，有的國家係依「民法」為請求權基礎（如：法國），請求權人則依民法之相關規定求償，多數國家係於證券相關法規中訂定民事責任特別條款，請求權人可依據構成要件選擇以證券法規、民法等法律請求民事賠償。茲以我國證券交易法第 32 條之請求權人基礎，彙整比較各國證券相關法規就民事賠償請求權人規定如表 4-3：

4-3：各國公開說明書記載不實之民事責任請求權人規範比較表

國別	請求權人
我國	善意「相對人」 (證券交易法§32)
美國	證券購買人或買受人對虛偽不實或重要事項不實陳述省略或遺漏者，賦予取得證券之人起訴之權利，原告除對發行人起訴不需負舉證責任外，對其他被訴人之行為應負舉證責任。
英國	(1)Section90(1)(7)規定，必須取得上市證券或公開說明書之對象，或基於兩者之原因而有契約關係或利益者，方具有請求權，故持有選擇權契約的買進證券者亦屬之。 (2)應對下列之人負損害賠償責任： A.取得或依契約買進上市個別項目或提供公開說明書之證券 B.因下列二行為結果之一而承受損害者： a.上市個別項目或公開說明書有任何不實或誤導性陳述；

國別	請求權人
	b.隱匿（省略）Section 80~82 規定上市應記載之事項及其補充文件，或 Section 87A、87G 與 87B 公開說明書及其補充文件應記載之事項。
德國	分為兩類： （1）依第 37b 條第 1 項第 1 款或第 37c 條第 1 項第 1 款規定，內部人資訊成立，但發行人怠於公開前，或是在不實資訊公開後買入有價證券，但在真實的內部人資訊公開時仍未賣出者。 （2）依第 37b 條第 1 項第 2 款或第 37c 條第 1 項第 2 款規定，內部人資訊形成之前買入證券，並在發行人怠於公開資訊，或在內部人資訊公開後賣出證券之投資人。
法國	受損害之人得依「民法」第 1382 條規定請求損害賠償。
日本	善意相對人
香港	(1)認購人基於對該招股章程的信賴而認購任何股份或債權證(公司條例§40（1）) (2) 擴大至下列人士(公司條例§40(7)) A.依據招股章程中的要約而認購或購買股份或債權證的人 B.透過代理人依據招股章程中的要約而收購股份或債權證的人 C.依據(a)股份或債權證的發行人或賣主；與(b)為有關要約而委任的中介人，之間的安排而收購該等股份或債權證的人士
韓國	善意投資人
新加坡	(1)在同時段與違法者作對手交易而受到損失的人(§234) (2)被故意誤導性公開說明書損害的投資者可以因此以欺詐行為為訴由請求賠償金(§255)
中國大陸	善意相對人（虛偽陳述若干規定§19）

資料來源：本研究整理

（一）從國外立法例觀察，各國對賠償請求權人的範圍或較我國廣泛，如美國證券法中的賠償請求權人主要是證券的善意購買者，但不限於直接應募或認股之人[290]，而及於信賴公開說明書而於交易市場上買進者，其他如英國、香港等，亦有類似之規定。

（二）公開說明書不實之請求權人範圍，我國證券交易法所用的文字為「善意相對人」，而對「相對人」乙詞，是否以應公開發行而

[290] 但請求權人必須證明其所涉之特定有價證券，故市場購買者求償不易。

認募者為限，學者見解不一，有學者主張僅指「自發行人認購證券之人」，亦有學者主張「不限於直接向發行公司或承銷商購取者，即於應募或承銷期間間接付出對價而取得證券之人亦包括在內。」實務上京元電子判決中曾指出[291]，「按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。蓋依本條之規範目的言，主要在規範公開說明書虛偽或隱匿記載之責任，故凡因信賴公開說明書而取得有價證券之人，均應解為受保護之投資人；況參酌同法第二十條第四項既明訂委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，視為同條第三項所指之取得人或出賣人，亦可見所謂『善意相對人』之範圍並無限縮於直接向發行公司或承銷商取得者之立法依據」。

（三）公開說明書不實之民事責任求償，最主要的障礙為請求權人難以就交易因果關係之成立進行證明。於公開說明書資訊不實因果關係之證明，外國法有認為投資人只需就公開說明書之內容有虛偽隱匿之情況加以證明即可，而無需就其係信賴虛偽或隱匿之公開說明書而購買有價證券一事為證明，如此時大幅減輕投資人於因果關係方面證明之負擔。我國公開說明書不實之請求權人範圍，在學說及實務見解不一，理論上，倘若應負賠償責任之人之主觀要件為過失，且為推定過失，此時立法政策上似有縮減請求權人範圍之必要，例如美國對此有採所謂追蹤理論（Tracing requirement）予以處理，亦即美國對請求權人之範圍雖不限於直接應募或認股之人，但請求權人主張公開說明書虛偽隱匿的民事責任時，其必須證明自己取得的有價證券正是

[291]臺灣新竹地方法院民事判決九十年度重訴字第一六二號。

該次公開發行的有價證券，以限制求償權人之範圍。未來我國或可參酌國外立法例，立法明定，並將應負賠償責任之人之主觀要件亦納入考量，以免爭議[292]。

四、責任型態

在民事責任，尤其在損害賠償問題上，最重要且最複雜的部分當屬責任歸責問題。由於在證券市場中，受害人對侵權人的主觀過錯難以舉證證明，因此各國證券法中規定的特殊侵權行為歸責原則，除一般過失責任、無過失責任外，多數另採取所謂「推定過失責任」，此為介於過失責任與無過失責任間之一種責任類型。在此種「推定過失責任」型態下，將先推定加害人有過失，由加害人就其無過失負舉證責任，為舉證責任之倒置。公開說明書記載不實之民事責任歸責原則中，針對不同的主體，有不同的歸責原則，茲彙整各國相關規定如表4-4：

4-4：各國公開說明書記載不實之民事責任之歸責原則與舉證

國別	歸責原則與舉證
我國	除發行人、發行人之董事長和總經理應對善意相對人負絕對責任外，其餘依其職權或職業關係負責之義務人，仍有主張免責或減輕責任之機會（推定過失責任）。
美國	1933 年證券法 Section 11：「對虛偽不實或重要事項不實陳述省略或遺漏者，賦予取得證券之人起訴之權利，原告除對發行人起訴不需負舉證責任外，對其他被訴人之行為應負舉證責任。」 （a）項規定登記申報書虛偽記載之民事責任，由取得證券者向下列人員提起訴訟：所有簽署公開說明書之人；在申報公開說明書時擔任發行人之董事、合夥人或履行類似職務者；所有在公開說明書中簽名同意；及可能快成為公司董事、合夥人或履行類似職務者；編製或簽章公開說明書某部分，或其他因職業關係（會計師、工程師或鑑定人等）於報告中為有證明力之陳述；或與該證券有關之承銷人。 （f）項規定，（a）項規定之人應負連帶責任。
英國	專業顧問，如投資銀行、律師或會計師，即使符合上述各項

[292]曾宛如，前註 86，頁 201-212。

國別	歸責原則與舉證
	之敘述，若能主張其僅純粹提供建議者可免責。
德國	德國法院係以民法侵權行為作為不實資訊責任範圍之請求權基礎。依德國「民法」第 826 條（相當於我國「民法」第 184 條第 1 項後段）規定，須故意以背於善良風俗之方法加損害於他人，並經由同法第 31 條法人的侵權行為責任（相當於我國「民法」第 28 條）規定，使發行公司及其負責人負連帶損害賠償責任。
日本	(1)發行人：無過失責任。以免責事由作為抗辯者，應由發行人就否定因果關係存在舉證 (2)發行人以外：過失推定責任。舉證責任倒置，由其就已盡相當之注意義務舉證。
香港	1.負賠償責任主體之責任型態偏向過失推定原則，如能證明公司條例§40 第(2）(3)款所列各項免責抗辨條款，則無須根據第(1)款負法律責任。 2.請求權人必須證明其損失是由於招股章程內的不真實陳述引致；此外，投資者必須提出確實曾閱讀該招股章程的證據。因此，請求權人在提出賠償請求時須證明他們確實曾閱讀及依賴招股章程。
韓國	不論發行人或發行人以外之人，均採過失推定責任，減免原告證明責任，排除原告對被告信賴關係過失及損失因果關係的舉證責任。
新加坡	發行經理人或其他列名作成聲明之人，若可舉證證明其已完成一切合理之調查，且有正當理由信賴該陳述非虛偽不實者，則可免責。
中國大陸	1.責任型態 (1)發行人、上市公司：無過失責任 (2)發行人以外之人：過失推定責任 (3)控股股東、實際控制人：過失責任 2.舉證責任： (1)認定存在因果關係： a.投資人所投資的是與虛偽陳述直接關聯的證券； b.投資人在虛偽陳述實施日及以後，至揭露日或者更正日之前買入該證券 c.投資人在虛偽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。 (2)認定不存在因果關係： a.在虛偽陳述揭露日或者更正日之前已經賣出證券； b.在虛偽陳述揭露日或者更正日及以後進行的投資； c.明知虛偽陳述存在而進行的投資； d.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； e.屬於惡意投資、操縱證券價格的

資料來源：本研究整理

（一）從上述各國的規定來看，證券法規對公開說明書記載不實之特殊侵權行為歸責，大致可歸納出下列原則：

1.發行人、發起人：無過失責任

2.發行人以外之人：推定過失責任

（二）上述歸納原則並非絕對，本研究蒐集資料顯示韓國、香港不論發行人或發行人以外之人，均採過失推定責任。另中國大陸除上述歸納的兩項原則外，另有規範對控股股東、實際控制人採「過失責任」原則。德國以民法侵權行為作為不實資訊責任範圍之請求權基礎，採「過失責任」原則。

（三）在我國現行法下，請求因公開說明書記載不實而受有損害之投資人，依法條用語「對於善意之相對人，因而所受之損害……負連帶賠償責任」,似表示原告之損害與公開說明書之虛偽或隱匿，需有因果關係，此將使投資人負擔沉重的舉證責任[293]。從各國立法例觀察，中國大陸以條文明白列示「認定存在舉因果關係」及「認定不存在舉因果關係」之情形（參見虛偽陳述若干規定），規定因果關係的證明方式。美國、英國、韓國法之規定，採取「推定信賴原則」，請求權人只需要證明公開說明書的重要事項有虛偽或隱匿即可，無庸證明自己為善意，對投資人而言舉證責任較輕。而在香港，投資人除證明自己買賣股票的價格受到公開說明書不實陳述的影響，尚需證明自己對不實陳述的依賴，因此，投資人如未閱讀或無力閱讀公開說明書，因果關係便無法建立。

（四）公開說明書有虛偽隱匿時，應由發行人證明投資人並非信賴該不實資訊始購入有價證券而受有損害，或投資人是因獨立的原因始受有損害，始可免責。免責事由方面，根據民法的一般原

[293] 賴英照，同前註 2，頁 552-553。

理和各國證券法的做法，以及判決形成要件，歸納發行人之外的人只要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；或對專家簽證之意見有正當理由確信其為真實者，可提出免責抗辯。

五、損害賠償範圍

價格受各方面因素的影響瞬息萬變，在公開書明書記載不實的損害賠償中，確定投資人因公開書明書記載不實所造成的損害成為各國立法和實踐中的難題。投資人存在實際發生損害後，是否是基於不實陳述而導致，以及在多大程度上依賴於不實陳述，幾乎很難量化，茲彙整各國相關損害賠償之計算方式如下表 4-5：

4-5：各國公開說明書記載不實之民事責任之損害賠償範圍

國別	損害賠償範圍
我國	我國「證交法」相關條文無明文。 1.證交法§20II 與§20-1 案件：適用民法第213條、第216條至218條之1。 2 證交法第 32 條案件：我國判決亦未一致，常以民事訴訟法第 222 條規定為據。
美國	1933 年證券法 Section 11（e）項規定，賠償金額計算以不超過該證券公開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（不超過該證券公開發行之價格）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。
英國	被害人所給付之對價若與真正之消息再招募時或交易時為市場所知，則其證券應有之真正價值間之差距再加計利息為損害之數額，一般稱為”Out-of-pocket method”，損害計算有一時點作標準。
德國	損害賠償如何實行，法無明文，惟多數學者見解認為，應不包括積極利益，投資人僅能請求消極利益之賠償，即已投資人真實之財產狀況，與假設發行人所公開者為真實資訊之可能財產狀況加以比較，其差額即為消極利益損害。換言之，即投資人買入證券之價格與發行人若公布真實資訊之假定真

國別	損害賠償範圍
	實價格間之差額。
日本	明文法定損害賠償計算基準(§19) 1.有價證券尚未處分：如於請求賠償時，投資人尚未處分該證券，則以取得證券時所支付的價格扣除請求時之市場價格後所得金額作為上限額。 2.有價證券已處分：如於請求賠償時，投資人已將其證券處分，則以取得證券時所支付的價金與所出售價格之差額定之。
韓國	明文法定損害賠償計算基準，以請求權人取得該證券實際支付的金額扣除以下各款任一的金額後推算(§126)： 1.依第 125 條提起請求賠償訴訟程序終結時，該證券的市場價格（倘無市價則以推估處分該證券的價格計算）。 2.假如於第 1 款訴訟程序終結前已處分完成，則以該證券的處分價格計算
新加坡	損失以「相關證券交易時之實際價格，與假設違法行為未發生時該證券之可能價格間之差價」計算
中國大陸	明文法定損害賠償計算基準，採取設定「基準日」作為計算方式，並定義「基準日」： 1.投資人在基準日及之前賣出證券： 投資差額損失=(買入證券平均價格-實際賣出證券平均價格)*投資人所持證券數量計算 2.投資人在基準日之後賣出或仍持有證券者： 投資差額損失= (買入證券平均價格-虛偽陳述揭露日或更正日起至基準日期間每個交易日收盤價)* 投資人所持證券數量

資料來源：本研究整理

（一）從各國立法例上觀察，損害賠償金額之計算有以賠償責任主體所獲利益或所避免損失為計算基礎，有以賠償權利人所受損失或所失利益為計算基礎（主要為股價下跌的損失），或有同時運用兩種標準者[294]。實務上以賠償權利人所受損害為計算基準，主要有兩種計算方式：（1）毛損益法（Gross income loss）及（2）淨損差額法（Out-of-pocket method）。

（二）美國法則以「1933 年證券法」明文項規定賠償金額計算標準，原則上以不超過該證券公開發行之價格與提起訴訟時或訴訟前

[294]賴英照，同前註 2，頁 552-553。

證券之價值或出售價格之差額為準，主要考量發行人應負較大責任，採毛損益法之概念。

（三）我國「證交法」對具體賠償額的計算沒有明確規定，法院對公開說明書損害賠償之計算，亦無統一標準，有法院採毛損益法，有判決採淨損失額法。日本、韓國、中國大陸等與我國同屬大陸法系國家，於其證券法規已明文法定損害賠償計算基準，或可提供我國未來證券交易法修正之參考。

第二節　財報不實之民事責任

以下擬就我國與第三章所介紹之十個國家對財報不實記載不實之民事責任相關規定，進行逐項比較分析。惟與公開說明書民事責任相同規定，或類似性比較敘述，於本節不再贅述。

一、規範模式

觀察比較各國相關法律規定後發現，幾乎將公開說明書記載不實與財務報告記載不實一併視為資訊公開揭露不實，對於其責任主體及範圍多合併規範。故我國將公開說明書與財務報告記載不實之應負責任主體與責任範圍，分別規定並予差別待遇者，並非常見。

表 4-6：各國財報記載不實之民事責任規範比較表

國別	法源基礎
我國	證券交易法§20、§20-1、§36
美國	1.1933 年證券法§11、§12、§17 2.1934 年證交法§10、§14（e）、§18、§21D（e）Rule §10b-5
開曼	1.開曼「公司法」Cayman Islands Companies Law 2009 Revision 2.「投資企業法」Securities Investment Business Law, 2011 RevisionPart IV「虛偽或誤導市場與內線交易」§24
英國	1.FSMA Part VIII「市場濫用行為」專章§118-§131 2.FSMA §80、§87A（2）、§90A
德國	「證券交易法」（Wertpapierhandelsgesetz，WpHG） 1.§37c：若發行人公開不實資訊，應負損害賠償責任 2.§20、§20a：任何人使用或傳播錯誤或誤導資訊，或負有更正資訊之義務而不為更正，即應為此一錯誤或誤導資訊所產生之結果負責
法國	相關規範主要分為下列三大類： 1. 法國「貨幣與金融法」§L411-1 以下之規定。 2.主管機關 RGAMF 及其相關指引與建議等。 3.發行人民事責任部分，並無特別立法，以「民法」侵權行為責任為原則性規定，規範於第 1382 條至第 1386 條。

國別	法源基礎
日本	**金融商品交易法** 關於「財務報告」不實應負損害賠償責任者之規定： **§21-2**：申報人 **§22I**：申報人以外之人（申報書） **§24-4**：申報人以外之人
香港	**證券及期貨條例** **§213**：揭露不實資料，視為市場失當行為。因他人做出市場失當行有關的行為而蒙受金錢損失，可向有關人士請求賠償 **§281**：市場失當行為須負的民事法律責任 **§298**：揭露不實資料以誘使進行交易的罪行 **§370Z**：違反揭露規定需付的民事法律責任
韓國	**投資服務暨資本市場法** **§125**：規定虛偽記載之損害賠償責任 **§162**：規定財報不實之損害賠償責任
新加坡	**證券及期貨法** **§234**：規定未遵循持續揭露要求之民事責任 **§255**：規定免責抗辯條款
中國大陸	**1.證券法§69**：不僅規定了發行人、承銷商以及其負有責任的董事、監事和經理對公開文件的不實陳述承擔賠償責任，而且規定了專業仲介機構對其出具的報告負有責任的部分承擔連帶責任。 **2.最高人民法院關於審理證券市場因虛偽陳述引發的民事賠償案件的若干規定**：包括一般規定、受理與管轄、訴訟方式、虛偽陳述的認定、規則與免責事由、共同侵權責任及損失認定等。

資料來源：本研究整理

此外，我國「證交法」第 20 條之 1 本條明定除發行人，及其董事長、總經理採無過失責任之認定（或有稱為絕對責任）外；對於發行人職員採推定過失責任，對簽證會計師則採過失責任，後兩者可透過舉證免責，甚至得主張依責任比例負責，可見立法者有意減輕發行人職員與簽證會計師責任。

二、請求權人

財務報告記載不實之民事賠償之請求，先進國家如美、英、德、法等國家，仍依詐欺侵權行為做為請求權基礎，責任範圍認定依民法

（普通法）相關規定判斷。另亞洲國家如日本、韓國、新加坡、臺灣、中國大陸等係於證券相關法規中訂定民事責任特別條款，請求權人可依據構成要件選擇以證券法規、民法等法律請求民事賠償。以下彙整比較各國證券相關法規就民事賠償請求權人規定如表 4-7：

4-7：各國財報記載不實之民事責任請求權人規範比較表

國別	請求權人
我國	1.除依「證交法」第20條第3項之規定，系爭有價證券之善意「取得人或出賣人」外，另包括同條第4項之「委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，視為前項之取得人或出賣人。 2.依第20條之1第1項之規定系爭有價證券之善意取得人、出賣人或持有人。
美國	證券購買人或買受人對虛偽不實或重要事項不實陳述省略或遺漏者，賦予取得證券之人起訴之權利，原告除對發行人起訴不需負舉證責任外，對其他被訴人之行為應負舉證責任。
英國	1.Section90(1)(7)規定，必須取得上市證券或公開說明書之對象，或基於兩者之原因而有契約關係或利益者，方具有請求權，故持有選擇權契約的買進證券者亦屬之。 2.應對下列之人負損害賠償責任： （1）取得或依契約買進上市個別項目或提供公開說明書之證券。 （2）因下列二行為結果之一而承受損害者： a.上市個別項目或公開說明書有任何不實或誤導性陳述； b.隱匿（省略）Section 80~82 規定上市應記載之事項及其補充文件，或 Section 87A、87G 與 87B 公開說明書及其補充文件應記載之事項。
德國	1.依第 37b 條第 1 項第 1 款或第 37c 條第 1 項第 1 款規定，內部人資訊成立，但發行人怠於公開前，或是在不實資訊公開後買入有價證券，但在真實的內部人資訊公開時仍未賣出者。 2.依第 37b 條第 1 項第 2 款或第 37c 條第 1 項第 2 款規定，內部人資訊形成之前買入證券，並在發行人怠於公開資訊，或在內部人資訊公開後賣出證券之投資人。
法國	受損害之人得依「民法」第 1382 條規定請求損害賠償。
日本	善意相對人
香港	除公開說明書所列之人外，擴大至下列人士(公司條例§40(7))。 1.依據招股章程中的要約而認購或購買股份或債權證的人。 2.透過代理人依據招股章程中的要約而收購股份或債權證的人。 3.依據(a)股份或債權證的發行人或賣主；與(b)為有關要約而委任的中介人，之間的安排而收購該等股份或債權證的人士
韓國	善意投資人
新加坡	1.在同時段與違法者作對手交易而受到損失的人(§234)

國別	請求權人
	2.被故意誤導性公開說明書損害的投資者可以因此以欺詐行為為訴由請求賠償金(§255)
中國大陸	善意相對人（虛偽陳述若干規定§19）

資料來源：本研究整理

三、賠償主體

參照我國「證交法」第 20 條第 1 項一般詐欺責任規定，「任何人」不得於有價證券募集、發行、私募或買賣時，有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為，違反者依同條第 3 項規定，對有價證券之善意取得人或出賣人所受損害負責。而「證交法」新增第 20 條之 1 第 1 項、第 3 項明定賠償主體為：(1) 發行人及其負責人；(2) 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；(3) 簽證會計師。可見我國在財務報告與財務業務文件虛偽不實責任規範上，限縮應負責任之賠償主體。

觀察各國相關規定後發現，美、英、德、香港、新加坡，甚至中國大陸等賠償主體及於行為符合構成要件之「任何人」，僅法、日、韓與我國係以條文規定身分條件限縮賠償主體範圍，參見下表 4-8：

表 4-8 各國財報記載不實民事責任賠償主體比較表

國別	賠償主體
我國	1.發行人及其負責人。 2.發行人之職員，曾在財務報告或財務業務文件（公開說明書）上簽名或蓋章者。 3.律師、工程師或其他專門職業或技術人員，曾在公開說明書或財務報告上簽章以證實其所載內容者。
美國	1.發行人。 2.發行人以外，任何於證券登記申請書或揭露事項為記載者，其記載在當時及當時情況下對任何重大事實、或為致使為不實之記載，或做易於導致誤解之記載。
開曼	任何人對任一上市證券創設或預備創設虛偽或誤導交易活動市場或價格之外觀，應認定其危害證券市場。

國別	賠償主體
英國	1.證券發行人，即發行公司。 2.發行人之董事。 3.任何人於上市特定項目或公開說明書記載被提名或即將被任命為董事者。 4.任何人接受，且在上市特定項目或公開說明書中被描述為接受，或為所記載內容負責者。 5.任何人不屬於上述各項規定範圍，但授權相關內容者。
德國	依 WpHG 第 15 條第 6 項規定，發行人違反同條第 1 項至第 4 項者，應依同法第 37b 條與第 37c 條規定負賠償責任，惟並未規範公司負責人的責任範圍。
法國	1.證券發行人若違反資訊揭露義務，應負行政責任，由主管機關 AMF 決定行政處分或罰鍰，最高可處以 150 萬歐元以上罰金，或不法所得 10 倍以上之損害賠償。 2.證券市場相關陳述之民事責任，對於特定義務人（如：董事），另援引「商法」Article L.225-251 有關董事因代表公司執行業務，對第三人（含股東）應負法定義務（包含「商法」、「貨幣與金融法」，及 AMF 規則之規定），若對市場公開揭露之陳述有錯誤、不正確或誤導之情形，因而違反上開民法與其他特別法所定之法律者，應為此負民事責任。
日本	1.發行人 2.申報當時之董監經理人等高階人員或發起人 3.再次發行之持有人 4.簽證會計師 5.證券承銷商
香港	**依證券及期貨條例§281，**若任何人作出市場失當之相關行為，則必須對於因此受損害之人負損害賠償責任；若其他公司或個人共同觸犯市場失當之相關行為，或協助、縱容該人之觸犯市場失當行為，則亦須負損害賠償。
韓國	1.申報人及申報當時發行人的董事 2.指示或執行申報書準備之人 3.於申報書簽名之專業人士 4.於申報書簽名證實其所載內容或陳述意見 5.承銷商 6.製作及交付投資公開說明書之人 7.銷售該證券當時之持有人
新加坡	任何其他做出錯誤或誤導性陳述或遺漏的人，但該人的責任只限於包含在說明書之內的該項錯誤或誤導性陳述或遺漏
中國大陸	1.發起人、控股股東等實際控制人； 2.發行人或者上市公司； 3.證券承銷商； 4.證券上市推薦人； 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； 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

國別	賠償主體
	高級管理人員以及(5)項中直接責任人； 7.其他作出虛偽陳述的機構或者自然人

資料來源：本研究整理

四、責任型態與舉證免責

美、英、德及香港等仍以過失責任為主，由被告提出抗辯事由以減輕責任。我國、日、韓、新加坡與中國大陸則由發行人負絕對責任，發行人以外之人則有採過失責任者，亦有採推定過失責任者。

表 4-9 各國財報記載不實責任型態與舉證免責比較表

國別	責任型態與舉證
我國	除發行人、發行人之董事長和總經理應對善意相對人負絕對責任外，其餘依其職權或職業關係負責之義務人，仍有主張免責或減輕責任之機會。
美國	判例法形成之要件: (1)被告有詐欺意圖 (2)不實陳述或隱匿具重大性 (3)被告之詐欺行為與有價證券買賣相關 (4)信賴關係存在 (5)重大不實陳述與損失間具有因果關係 (6)造成經濟上損失 (7)原告對每一個誤導陳述之主張必須特定，且應舉理由說明該陳述如何誤導，或刻意隱匿之資訊導致投資人產生確信，主張必須舉出特定事實，其強度需足以證明被告行為當時為故意。避免不當擴張被告應負損害賠償責任的範圍。
英國	1.發行人應對任何人（投資人包括已為公司之股東及尚未成為股東之人）因誤導性陳述或隱匿資訊，而取得證券且蒙受損失者負責。亦即只要該等人士基於合理性，因而仰賴這些資訊作為投資判斷，即為以足。FSMA 並未明確定義何種人士應為此負責，而係依 FSMA 之授權，於 2001 發布證券上市規則（SI 2001/2956），及公開說明書規則（PR 5.5）規定應負責任之人[295]： (1)證券發行人，即發行公司。 (2)發行人之董事。 (3)任何人於上市特定項目或公開說明書記載被提名或即將被

[295] Paul Davies, DAVIES Review of Issuer Liability, March 2007 http://hm-treasury.uk/davies 瀏覽日期：2013 年 4 月 22 日。

國別	責任型態與舉證
	任命為董事者。 (4)任何人接受，且在上市特定項目或公開說明書中被描述為接受，或為所記載內容負責者。 (5)任何人不屬於上述各項規定範圍，但授權相關內容者。 (6)專業顧問，如投資銀行、律師或會計師，即使符合上述各項之敘述，若能主張其僅純粹提供建議者可免責。 2.FSMA Schedule 10 訂有免責抗辯事由如下： (1)被告合理相信陳述為真實，且無誤導或隱匿，被告應證明其對陳述是否適當無過失存在。 (2)相關陳述係由「專家」(如：專業顧問）所做成，致使被告合理相信該陳述為恰當，並認為陳述已含法律要求之格式與內容。 (3)被告於請求權人取得證券前已更正不實或誤導性陳述，或發通知予「專家」提醒其注意陳述不適當或未依規定之格式與內容要求，或被告採取一切合理步驟試圖更正已揭露之陳述，且合理相信其更正已對外生效。 (4)若由公司官方人士基於正確與公平性重製相關陳述，或於公開正式文件中陳述。 (5)請求權人明知陳述為錯誤或誤導，或認知隱匿之事實之情形下仍取得證券。
德國	德國法院係以民法侵權行為作為不實資訊責任範圍之請求權基礎。依德國「民法」第 826 條（相當於我國「民法」第 184 條第 1 項後段）規定，須故意以背於善良風俗之方法加損害於他人，並經由同法第 31 條法人的侵權行為責任（相當於我國「民法」第 28 條）規定，使發行公司及其負責人負連帶損害賠償責任。
日本	(1)發行人：無過失責任；以免責事由作為抗辯者，應由發行人就否定因果關係存在舉證 (2)發行人以外：過失推定責任；舉證責任倒置，由其就已盡相當之注意義務舉證。
香港	1.負賠償責任主體之責任型態偏向過失推定原則，如能證明公司條例§40 第(2）(3)款所列各項免責抗辨條款，則無須根據第(1)款負法律責任。 2.請求權人必須證明其損失是由於招股章程內的不真實陳述引致；此外，投資者必須提出確實曾閱讀該招股章程的證據。因此，請求權人在提出賠償請求時須證明他們確實曾閱讀及依賴招股章程。
韓國	不論發行人或發行人以外之人，均採推定過失責任，減免原告證明責任，排除原告對被告信賴關係過失及損失因果關係的舉證責任。
新加坡	發行經理人或其他列名作成聲明之人，若可舉證證明其已完成一切合理之調查，且有正當理由信賴該陳述非虛偽不實者，則可免責。
中國大陸	1.責任型態

國別	責任型態與舉證
	(1)發行人、上市公司：無過失責任 (2)發行人以外之人：過失推定責任 (3)控股股東、實際控制人：過失責任 2.舉證責任： (1)認定存在因果關係： (a.)投資人所投資的是與虛假陳述直接關聯的證券； (b)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 (c)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。 (2)認定不存在因果關係： a.在虛假陳述揭露日或者更正日之前已經賣出證券； b.在虛假陳述揭露日或者更正日及以後進行的投資； c.明知虛假陳述存在而進行的投資； d.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； e.屬於惡意投資、操縱證券價格的

資料來源：本研究整理

五、賠償範圍

我國「證交法」相關條文並未明訂財報不實損害賠償之計算方式，司法實務除援引「民法」損害賠償規定外，亦有引用美國裁判見解等比較法觀點，試圖建立損害賠償計算模式。法律未予明文，造成個案責任認定與計算方式不一，有採行毛損益法者、淨損差額法，甚至是類股比較法等不同方式，影響投資人求償權利。觀察美國「1933 年證券法」與「1934 年證交法」之規定，可發現美國發行市場之責任規範較交易市場嚴格，除發行人負絕對責任外，損害賠償方法係採毛損益法計算，主要也是因為公司有掌握相關資訊、決定承銷價格，並因發行有價證券獲取資金之優勢，基於市場地位與資訊取得明顯不對稱，故課與較重之責任。此外，美國「1933 年證券法」Section 11、Section 12 與「1934 年證交法」Section 14（e）、Section18（a）之構成要件規定，均有「重要事項不實陳述」或對「重大事實」為不實記載或致誤解等要件規定。反觀

我國「證交法」第 20 條第 2 項、第 20 條之 1 均無「重大性」之規定，僅於第 32 條有關「公開說明書虛偽或隱匿責任」中有「主要內容」之類似規定。顯見我國對於財報記載不實之責任範圍較美國法為寬，且發行人於發行市場為公開說明書僅對主要內容不實負責，於交易市場上則並無資訊影響性程度之區分。不僅產生是否課與發行人過重責任之疑問？也影響發行人之職員之免責舉證，以及責任比例分擔之認定。

表 4-10 各國財報記載不實民事責任賠償範圍比較表

國別	損害賠償範圍
我國	1.我國「證交法」相關條文無明文。 2.證交法§20II 與§20-1 案件：適用民法第 213 條、第 216 條至 218 條之 1。
美國	1.1934 年證券交易法並未對如何計算證券詐欺損害賠償金額明確規定。 2.實務上以民法侵權責任（普通法）賠償權利人所受損害為計算基準。主要有兩種計算方式： （1）「毛損益法」或「完全價差法」（Gross income loss）； （2）「淨損差額法」或「真實價差法」（Out-of-pocket method）。
英國	被害人所給付之對價若與真正之消息再招募時或交易時為市場所知，則其證券應有之真正價值間之差距再加計利息為損害之數額，一般稱為”Out-of-pocket method”，損害計算有一時點作標準。
德國	損害賠償如何實行，法無明文，惟多數學者見解認為，應不包括積極利益，投資人僅能請求消極利益之賠償，即已投資人真實之財產狀況，與假設發行人所公開者為真實資訊之可能財產狀況加以比較，其差額即為消極利益損害。換言之，即投資人買入證券之價格與發行人若公布真實資訊之假定真實價格間之差額。
法國	N/A
日本	明文法定損害賠償計算基準(§19) 1.有價證券尚未處分：如於請求賠償時，投資人尚未處分該證券，則以取得證券時所支付的價格扣除請求時之市場價格後所得金額作為上限額。 2.有價證券已處分：如於請求賠償時，投資人已將其證券處分，則以取得證券時所支付的價金與所出售價格之差額定之。
韓國	明文法定損害賠償計算基準，以請求權人取得該證券實際支付的金額扣除以下各款任一的金額後推算(§126)：

國別	損害賠償範圍
	1.依第 125 條提起請求賠償訴訟程序終結時，該證券的市場價格（倘無市價則以推估處分該證券的價格計算）。 2.假如於第 1 款訴訟程序終結前已處分完成，則以該證券的處分價格計算
新加坡	損失以「相關證券交易時之實際價格，與假設違法行為未發生時該證券之可能價格間之差價」計算
中國大陸	明文法定損害賠償計算基準，採取設定「基準日」作為計算方式，並定義「基準日」： 1.投資人在基準日及之前賣出證券： 投資差額損失=(買入證券平均價格-實際賣出證券平均價格)*投資人所持證券數量計算 2.投資人在基準日之後賣出或仍持有證券者： 投資差額損失= (買入證券平均價格-虛偽陳述揭露日或更正日起至基準日期間每個交易日收盤價)* 投資人所持證券數量

資料來源：本研究整理

第五章　結論與建議

一、各國對證券不法行為之規範模式不盡相同

我國對「證券管理」不法行為之防制與求償，於規範體系上偏向美國制度，固係立法之初即參考美國法制，另也基於證券市場監理環境與參與者呈現多元發展之特色。故證券市場監理之規範形式上除涵括法律、行政命令，乃至會計研究發展協會、證券交易所或證券商業同業公會等組織訂定之各式標準、規則、辦法等，針對財務資訊之公正性與即時性，不論自律機制與他律機制均有規範。財務資訊之揭露義務為其中最為重要者，姑且不論揭露資訊之真確性，至少揭露制度促使公司將其營運及財務狀況公開，藉此政府機關、專業人士、乃至所有社會大眾皆有閱讀、檢視資訊之管道，相關制度設計與防杜財務資訊不實之目的攸關。

財務報表起始於公司管理階層負責財務報表的編製工作，編製完成後，依我國公司法規定，須經會計師查核簽證（第20條第2項）、監察人查核（第219條、第228條第1項）、由董事會提出於股東常會請求承認（第20條第1項、第230條第1項、第231條）。而證券分析師選定標的公司進行分析，再經由新聞媒體及其他管道釋出財務報表內容及相關分析結果，投資人及其他利害關係人再參考報表內容或其分析結果後作出決策；準則制定者及主管機關則負責整體流程所涉規範之訂定及監督或執行。觀察發行公司財務報表供應鏈，可知建立公眾對財務報表之信賴，乃是資本市場健全程度之關鍵。財務報表不實衍生之後果，除因企業破產導致投資人及債權人蒙受財產損失，也破壞公眾對證券市場之信心。

我國對於公開說明書與財務報表不實之防制體系主要以「證交法」為核心，不論民、刑事與行政責任，均規範於該法中。此與英國、法國、德國等歐洲國家，仍將證券管理規範視為「行政法」，相關民事求償與責任負擔，仍依民法（普通法）規定有所不同。概因我國「民法」對一般交易之進行，有瑕疵擔保相關規定可供援引救濟，但在買賣標的為有價證券時，除買受人可獲得之交易資訊受限外，倘成交後發覺發行公司體質不佳，也難以構成所謂瑕疵。在交易雙方資訊不對稱的情況下，適用一般交易之法律規範有失公允。此外，為免掛一漏萬，我國對公開說明書與財務資訊真實性規範之適用法律，非僅限於民、刑之普通法，也包含了參與證券市場運作的團體多種自律規章。

然而，基於我國司法實務運作之現實，以及投資人保護中心靈活運用訴訟策略之考量，於公開說明書或財報不實民事損害賠償之訴中，提出所有可能適用之法條蔚為主流。故每每於訴訟中可見「證交法」第20條、第20條之1（或第32條）、「民法」第184條、第185條規定之侵權行為責任，同法第28條法人侵權責任，甚至是「公司法」第23條負責人忠實義務與注意義務等規定交錯，進而產生請求權競合之爭議。雖是為了擴大打擊面之不得不然，但法律交錯適用之結果，請求權人對其可行使權利範圍易生錯亂混淆，進而法院於認事用法上，發生個案裁判標準各異，判決結果不一致之現象，實有必要加以釐清、辨明。宜釐清「證交法」第20條、第20條之1或第32條之民事責任，與民法侵權行為相關條文是否適用特別法優於普通法之原則，以及公司法之法人侵權行為責任，與上開法條發行人之民事責任之關係。

二、應思考如何在法律上明確化因果關係之認定

我國「證交法」並未明訂投資人與公司間需具有「信賴」要件，故一般對於因果關係之認定，採相當因果關係說，基於「民事訴訟法」第277條舉證責任分配原則之規定，當事人主張有利於己之事實者，就其事實負舉證責任。若在無法於財報不實案件中推定因果關係存在之情形，即可能因無法舉證證明財報不實與損害間具有因果關係，敗訴機率也隨之提高，降低投資人請求賠償之機會。

美國法院以集體訴訟之背景為動力，結合市場效率理論發展出所謂「詐欺市場理論」，將行為人故意公開虛偽不實之資訊於市場中，視為對整體市場的詐欺行為，而市場投資人得以「信賴市場之股價」為由說明其間接信賴了公開之資訊，則投資人無須一一證明個人之「信賴關係」。易言之，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害者。美國司法實務經過數十年發展逐漸形成較為一致性之見解：當詐欺情事據稱在證券市場對非特定對象造成影響，並因而造成損失時，因果關係僅須證明該等詐欺影響了市場並造成對原告的損害即可，至於原告本身關於信賴的想法與因果關係是全然無關的。即只要不實陳述具備重大性（Materiality），便可推定交易市場中有相當數量之投資人會信賴該等不實陳述。

目前美國主流以採用詐欺市場理論做為減輕原告舉證責任之信賴推定方式，我國司法實務上亦有多起判決直接或間接援引本理論。然受限於我國「證交法」並未明確採取「對市場產生信賴」之要件，且缺乏不實財報與投資人損害間之因果關係認定之明確標準，為避免法官對法律解釋所採立論不同，使法院實務判決有遵循依據，建議可否透過司法實務統一見解，思考在法律上將因果關係明確化之可能。

三、「證交法」第20條之1與第32條有關會計師舉證責任應使其一致

「證交法」第20條之1與第32條均規定發行人負無過失責任，在公開資訊文件上簽章發行人之職員應負舉證責任，證明以盡注意義務，始得免責。但第20條之1規定會計師過失責任需由原告負舉證責任，顯然較第32條規定會計師應自行舉證免責為輕。則會計師於發行市場簽證責任是否應較交易市場為重？其二者間之差別處遇理由為何？於立法政策與技術上有探討之必要。

依「會計師法」第18條規定，會計師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等情事，即有同法第17條所定情事，致指定人、委託人或利害關係人受有損害時，應負賠償責任。自條文文義觀之，所定違法行為性質並不以故意為限，縱會計師有過失行為，亦應負賠償責任。又究竟投資人是否為會計師法第18條所稱「利害關係人」？按會計師依同法第24條、第25條、「證交法」第36條之立法目的，於查核公開發行公司之財務報告，對投資人權益之保護負有注意義務。自比較法角度觀之，關於會計師就不實陳述之過失行為是否須對第三人負損害賠償責任？美國司法實務上有所謂「主要利益原則」、「關係原則」以及「合理預見原則」，該三原則均強調會計師對財務報表執行審計工作所負責任對象，均不以委託人或指定人為限[296]。英國司法實務見解亦認為，第三人從具有專業技能之資訊提供者獲取資訊，且信賴該資訊提供者將盡其注意義務，而資訊提供者亦明知或可得而知第三人信賴其專業技能或判斷則法律賦予資訊提供者對該第三人負有注意義務，且第三人對資訊提供者之過失不實陳述，得請求財產上之損害賠償；惟2008年修正2006年「公司法」時，新增對會計師財報不實責任賠償金額之上限[297]。自我國相關

[296]Lazare, Stephen M., H. Rosenblum, Inc. v. Adler: A Foreseeably Unreasonable Extension of an Auditor's Legal Duty, 48 Alb. L. Rev. 876, 1983-1984.
[297]Michael T. Gass and Ashwani Kochhar, UK Gives Auditor Liability Limitation Agreements A

規定觀之，輔以英、美法律實務見解，投資人為「會計師法」第18條所稱利害關係人，乃合理解釋。如會計師查核或核閱財務報表存在故意或過失情節，致投資人信賴其出具之報告而受有損害，投資人應得依本條項請求會計師負損害賠償責任。

在民事訴訟實務中，舉證困難常為敗訴之原因，一般投資人未必具會計專業，且無法直接接觸發行公司資訊，反觀會計師在資訊活動處於具主導性與優勢之地位。雖「證交法」第20條之1第4項規定投資人調閱或要求抄錄工作底稿，會計師及其事務所不得拒絕之補救性條款，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，也可能因為時間過久，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，法律設計之舉證分配對投資人而言明顯不利[298]。若能明確規範會計師於何種狀況下可主張免責，或明訂其注意義務之要件，則使會計師負推定過失責任，不致於使會計師負擔過重，應為可行之作法。若認為會計師所負者應屬專家責任，另可參考英國公司法之規定，明訂會計師財報不實責任賠償金額之上限。

Greenlight But U.S. Is Unlikely To Do The Same, MEALEY'S LITIGATION REPORT: Insurance Insolvency, Vol. 19, #11 March , P.P. 30-34, 2008. http://www.edwardswildman.com/files/News/8315cbe8-dae5-4015-9db0-2fce04850e56/Presentation/NewsAttachment/8e368dcb-bb4b-413b-8a8b-2fd3e03f777f/UK%20Gives%20Auditor%20Liability.pdf 瀏覽日期：2013年3月20日。

[298] 黃永隆，財務報表不實之民事法律責任，國立成功大學法律學系碩士論文，2009 年 1 月 16 日，頁 160。

參考文獻

一、中文部分

（一）書籍

美國一九三四年證券交易法（中譯本），財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，1998 年 10 月。

余雪明，「證券交易法」，證券暨期貨市場發展基金會，2003年4月4版。

邱聰智，新訂民法債編通則（上），元照出版社，2003 年 1 月。

陳春山，證券交易法論，五南出版社，2008 年 8 月。

曾宛如，證券交易法原理，元照出版社，2005年3月。

葉銀華，透視上市公司：聰明選股，遠離地雷，先覺出版社，2004年。

鄭玉波，民法債編總論，三民書局，1990 年 9 月 13 日。

賴英照，股市遊戲規則-最新正券交易法解析，自版，2006 年 8 月。

賴英照，證券交易法逐條釋義第一冊，頁 139，三民書局，1996 年 8 月 7 刷。

賴源河，證券管理法規，鼎茂出版社，2002年1月。

劉連煜，新證券交易法實例研習，元照出版社，2011 年 9 月。

謝易宏、黃鈳淳，證券求償之訴訟巧門—詐欺市場經典案例，五南出版社，2006 年。

羅斌，證券集團訴訟研究，法律出版社（北京），2011 年 7 月。

（二）期刊

王文宇，從公司不法行為之追訴論民、刑、商法之分際，月旦法學雜誌第 103 期，2003 年 12 月。

王志誠，發行市場證券詐欺規範之解釋及適用，律師雜誌第 297 期，2004 年 6 月 15 日。

王志誠，推薦證券商於各國多層次資本市場所應盡之職責，證券櫃檯月刊，第 146 期，2010 年 4 月。

林仁光，論證券發行人不實揭露資訊之法律責任—兼論證券交易法修正草案第二十條，律師雜誌第297期，2004年6月。

朱富春，「新加坡證券市場簡介」，證券管理，民國 72 年 1 月。

李新仁，韓國證券市場簡介（上），證券管理第 7 卷第 10 期，民國 78 年 10 月。

李新穎，新加坡證券暨期貨法簡介，證券暨期貨管理，第 20 卷第 1 期，民國 91 年 1 月。

李韋誠、劉怡婷、黃琬珺，論證券交易法上不實陳述之損失因果關係-以美國 Dura 案為檢討核心，司法新聲月刊，台美證券交易法研討會專刊，第 78 期，2010 年 1 月。

邵慶平，證券訴訟上「交易因果關係」與「損害因果關係」之認定-評析高雄地院九一年重訴字第四四七號判決，台灣本土法學第 79 期，2006 年 2 月。

莊永丞，論證券交易法第二十條證券詐欺損害賠償責任之因果關係，中原財經法學第8期，2002年6月。

陳春山，不實財務報告之民事責任法律適用之爭議，證券暨期貨月刊，第 22 卷第 6 期，民國 93 年 6 月。

陳春山，金融整合及資本市場發展策略（上），證券管理，民國 93 年 10 月 12 日。

陳茵琦，從「證券交易法」到「金融商品交易法」－淺談日本新金融商品交易法之規範，證交資料，第 546 期，2007 年。
梁爽，日本證券虛偽陳述責任法律適用對我國的啟示，法學第 1 期，2011 年。
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，台大法學論叢第33卷5期，2004年9月。
張心悌，證券詐欺之因果關係與損害賠償-板橋地方法院九六年金字第二號民事判決評釋，台灣本土法學，101 期，2007 年。
葉新民，論資本市場上因不實資訊而致投資人損害的賠償方法-以德國法為中心，中原財經法學，第 23 期，2009 年 12 月。
劉科，韓國金融改革概述，證券暨期貨管理，第 20 卷第 2 期，民國 91 年 2 月 7。
戴銘昇，由美國聯邦法院判決論證券詐欺之「適用條件」-有價證券之募集、發行、私募或買賣（上），證券暨期貨月刊第 26 卷第 5 期，2008 年 5 月 16 日。
蘇松欽，韓國證券交易法修正之內容，證券管理第 6 卷第 8 期，民國 77 年 8 月。
蘇秀玲，歐盟市場濫用指令研析，證交資料第 579 期，2010 年 7 月。
蘇秀玲，美國內線交易案例與理論發展研析，證券櫃檯第 137 期，2008 年 10 月。

（三）論文

黃郁嵐，投資人保護制度之研究-以投資人團體訴訟為中心，國立台灣大學法律學研究所碩士論文，2008 年。
黃永隆，財務報表不實之民事法律責任，國立成功大學法律學系碩士論文，2009 年

蔡嘉裕，論證券詐欺損害賠償之因果關係，東海大學法律學研究所碩士論文，2005年7月。
許永邦、陳惟龍，出席日本東京證券市場管理研討會報告，行政院所屬各機關因公出國人員報告書，民國 87 年 5 月。
郭鋒，大陸證券交易法制之研究---大陸證券立法主要制度的述評與分析，收錄於第一屆海峽兩案證券暨期貨法制研討會論文集。
楊晴翔，證券詐欺與資訊不實損害賠償之研究－以責任要件及計算方法為中心，中原大學財經法律研究所碩士論文，2007 年。
諸葛祺等著，「我國與中國大陸、香港、新加坡、日本及美國證券承銷制度比較分析研究」，民國 87 年 11 月。

（四）網頁

立法院法律系統：http://lis.ly.gov.tw/lgcgi/lglaw。
司法院裁判書查詢系統：http://jirs.judicial.gov.tw/FJUD/FJUDQRY01 _1.aspx
紀天昌，開曼公司法與台灣法令主要差異之比較，勤業眾信，http://www.deloitte.com/view/tc_tw/tw/69a4041262025210VgnVCM100000ba42f00aRCRD.htm，瀏覽日期：2013 年 8 月 12 日。
證券市場虛偽陳述法律實務，中國會計網，2009 年 4 月 8 日。http://www.canet.com.cn/wenyuan/jrlw/200904/08-96602.html，瀏覽日期：2013 年 4 月 12 日。
委任市場失當行為審裁處和證券及期貨事務上訴審裁處主席，新聞公報，2012 年 4 月 20 日，http://www.info.gov.hk/gia/general/201204/20/P201204200383.htm，瀏覽日期：2013 年 4 月 20 日。
證監會網站：常見問題--證券及期貨條例與你，http://www.sfc.hk/web/TC/faqs/others/sfo-and -you.html#11，瀏覽日期：2013 年 4 月 20 日。
有關對《公司條例》的招股章程制度的可行性改革諮詢文件的諮詢總

結，證監會，2006 年9 月，http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/listing-and-takeovers/conclusion?refNo=05CP9，瀏覽日期：2013年4月20日。

香港金融市場投資指引，人本投資集團香港投資團隊，中國經濟出版社，2007 年 2 月 1 日 http://data.book.hexun.com.tw/chapter-1048-5-18.shtml，瀏覽日期：2013 年 4 月 20 日。

二、英文部分

（一）書籍

BaFin, Issuer Guideline, VI.3.2.10-3.2.12, July 2005.

Davies Review of Issuer Liability, March 2007.

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act introduced 12/2/2009, latest Conference Report: 111-517 (in Congressional Record H4977-5202), related Bills: H.RES.956, H.RES.964, H.RES.1490, H.R.3126, H.R.3818, S.3217, July 21, 2010.

ISSA Handbook (V)，1996-97，UK76-78.

Loss, Louis & Seligman, Joel, Fundamentals of Securities Regulation, 5th ed., 912 （New York: Aspen Publishers, 2004）.

New UK reporting and disclosure obligations under the FSA's Transparency Rules, November 2006.

（二）期刊

The AMF Publishes its General Regulation: Towards the Unification of the French, Securities Laws, Baker &McKenzie, Client Alert, January 2005.

Barry Reder, Measuring Buyers' Damages in 10b-5 Cases, 31 Bus. Law 1893, 1846-50 (1976).

Edward S. Adams & David E. Runkle, Solving a Profound Flaw in Fraud-on-the-Market Theory: Utilizing a Derivative of Arbitrage Pricing Theory to Measure Rule 10b-5 Damages, 145 U. Pa. L. Rev., at 1097, 1108.

France's draft Financial security law proposed much-needed reforms，WSLR, 03/03.

Implementation of the EU Transparency Directive, Freshfields Bruckhaus Derigner, January 2007.

Jay W. Eisenhofer, Geoffery C. Jarvis & James R. Banko, Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Fiance-Based Theory of Loss Causation, 59 Bus. Law. 1442-43 (2004).

Merritt B. Fox, After Dura: Causation in Fraud-On-The-Market Actions, 31 J. Corp. L. 829, 839-40 (2006).

三、日文部分

戸本幸亮，発行市場における引受証券会社の責任，http://www.blaw.gsbs.tsukuba.ac.jp/ronbun/ 0703Tomoto.pdf#search="'引受%20and%20 民事責任%20and%20due%20diligence' 瀏覽日期：2013 年 7 月 25 日。

株式公開入門 Navi クローズアップ-ディスクロージャー） 企業内容等の開示届出書の虚偽記載，http://www.ipo-navi.com/closeup/disclosure/company/falset.html 瀏覽日期：2013 年 1 月 5 日。

福田直邦＆宮健太郎，西武鉄道事件最高裁判決，CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE，2011 年 10 月。

附錄一、期中諮詢委員會會議紀錄

記錄：蘇秀玲、陳茵琦

時間：102 年 4 月 23 日（星期五）下午 2 時 30 分

地點：台北市南海路三號九樓會議室

主席：林董事長國全

出席：劉教授連煜、莊評議主任委員永丞、張教授心悌

列席：財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心吳總經理崇權、黃研究員建中、本基金會陳總經理惟龍、葉處長淑玲

壹、 主席致詞：(略)

貳、 研究報告簡報：(略)

參、 與會人員發言摘錄

- **張教授心悌**

本研究報告蒐集國家包含臺灣共有 11 國，蒐集部分國家資料確有相當的侷限性，撰寫實屬不易。針對報告內容提出意見如下：

一、我國法部分：P.13-14 頁標題為「因果關係及舉證責任」，但在下面小標卻討論推定過失，似乎將主觀要件與因果關係混為一談。如：P.15 第一段最後三行，也將推定過失責任與因果關係舉證責任轉換歸為同一種構成要件，我的認知這是兩種不同的要件。

二、P.33 美國法部分，註 51 引用大陸學者對美國法的意見，認為美國證券法對侵權責任採推定過失，美國法並未有推定過失責任的相關討論，另外本段也有把主觀要件與因果關係混為一談的問

題。P.50 第二段有關 Dura 案後主流見解，引註的年代在該案之前，時間點對不起來，宜再確認。P.64 最後一段的論述與註 126 說明似乎將證券詐欺案件損失因果關係分為典型與非典型兩種類型，但其實兩種類型在寬鬆見解的適用上並不會產生太大的差別，因為寬鬆見解只考慮交易的一端股價是否被灌水的問題，與真相公布後股價是否下跌無關。

三、英國法 P.79 似乎不太需要舉證，但 P.81 部分請求損害賠償時須舉證主觀要件的故意過失，其差異為何？

四、德國與法國屬於大陸法系國家，在詐欺侵權行為民事責任部分卻不採「證交法」立法，仍適用民法。我國雖為大陸法系國家，但證券法立法偏向美國法，證券法與民法在個案適用上應如何調和？「證交法」第 20 條、第 20 條之 1 與民法侵權行為責任，目前實務上並未區分適用，由於法律見解不同，導致個案上有連帶責任或比例責任的差異。如果德國與法國並未在證券交易法上訂有特殊的民事損害賠償責任規定，應瞭解其適用上有無困難，或可提供我國借鏡。

五、日本法部分 P.119 表格不同主體因果關係認定似有不同，但看不出來有損失因果關係或交易因果關係上之區分。

六、P.151「證券法」第 69 條把控制股東從事證券詐欺行為時也一併納入處理，為中國大陸的法律特別之處。關於控制股東是否適用財報不實責任，我國可否藉由引用新修訂「公司法」第 8 條第 3 項規定，一併處理，也是可以討論的問題。

- **劉教授連煜**

本研究第一章研究目的指出，研究 10 個國家或地區的目的為「俾利未來研議投資人保護措施及訴訟之參考」，我認為須先釐清：究竟是研議投資人保護措施，作為修法參考，或是要提供投保中心進行外國訴訟時參考，二者著重點不同，將會影響本報告結論的走向。如果兩個兼有之，恐怕會有內容過多的問題。立法重視的是立法技巧，案例可能就含糊帶過；若為訴訟參考，案例內容就必須詳細。又我國「證交法」第 32 條、第 20 條及第 20 條之 1 與「民法」第 184 條、第 185 條間如何適用？此涉及「證交法」立法目的有無取代民法責任認定的意圖，問題非常多。如果是希望瞭解在外國訴訟時應選擇何適用法，涉及管轄權的問題，所以才要研究各國規定，就必須著重在實務面的探討。研究報告採取哪一種立場，將與結論提出之建議有關。

在財報與公開說明書不實認定上，是否要以「重大性」為前提？但是在「證交法」相關條文，甚至同法第 174 條都沒有提到。則在個案適用上，不實的程度如何區分？責任範圍如何認定？可能有爭議。則在美國法中的「重大性」是否也屬於我國法的要件？也值得研究。至於損失因果關係，只有在傳統大陸法系國家如德國、法國或日本存在，我國「證交法」是否也這樣認定？進行比較研究相當有意義。

另外有一些小問題 Duty of care 依我們公司法第 23 條，翻譯應為「注意義務」，報告中有翻譯為勤勉義務，也有審慎義務，應該予以統一。我也對研究人員的辛勞表示高度肯定，寫得很好。

- **莊教授永丞**

二、 目前國內通說對證交法第 20-1 條、第 32 條發行人、董事長以外之人的舉證責任，似採「推定過失責任」的見解。此部分或可參考林誠二教授債篇各論書中提到民法學者對民法第 187 條

（法定代理人之責任）[299]、第 188 條（僱用人之責任）等特殊侵權責任之探討。大陸法系民法學者對僱用人應否負連帶責任，是否只要能證明僱用人無過失即不需負賠償責任，此是否為「推定過失責任」？民法學者對此也有不同見解，邱聰智教授與林誠二教授對此即持不同看法。林誠二教授認為此應為「絕對責任」[300]，例外才可以舉證免責，亦即原則上都負連帶責任，例外才可以舉證免責。此概念類似美國 1933 年證券法第 11 條對負絕對責任的解釋概念，例外才可以 due diligence 免責。此絕對責任條文的設計目的即在對初級市場中發行人與買受人嚴重資訊不對稱的問題，提出保護措施。但國內持絕對責任的見解卻是少數，多數學者認為從證交法第 32 條觀察，發行人以外之人可舉證免責，此即為推定過失責任。建議未來在與美國法進行比較時，或可於此處再加著墨。

三、 書中部分內容參考大陸學者見解，似宜找出原文再確認（例如報告中援引大陸學者見解提到美國所謂「法官造法」的概念，恐有疑慮或誤解）。

- **劉教授連煜**

美國 1933 年證券法 section11 有關 due diligence 規定賦予其例外免責，也是絕對責任，與前述所謂「舉證免責」概念相近，只是用語不同。

- **張教授心悌**

[299] 187 方涉及法定代理人之「無過失責任」。可參閱：林誠二，債法總論新解體系化解說（上），2010 年 9 月，頁 382、383。

[300]林老師書上用語為「無過失責任」（絕對責任的歸責原理上屬於「無過失責任」，因此，意思上是可以互通的）。林誠二，債法總論新解體系化解說（上），2010 年 9 月，頁 387、388。

此為法系不同的關係，美國沒有大陸法系「推定過失」的用語，而將大陸法系用語套在美國類似概念上即產生此問題。

- **莊教授永丞**

我國證交法第 32 條對發行人以外之人主張應負連帶賠償責任，理應不管主觀構成為何。惟如採「推定過失」之主張要律師負責，似又要討論主觀構成要件，語氣上有點奇怪。

- **林董事長國全**

此為語意問題的爭議，主張「推定過失」概念乃為因其有故意或過失的關係予以處罰，因此「故意、過失」會成為其構成要件；「絕對過失」則是不論其有無故意或過失，只有例外舉證無過失才不罰。建議研究報告中可維持原來用語，並加附註予以說明。目前國內通說多數主張其為「推定過失」。

- **莊教授永丞**

英國章節中有關 negligence、recklessness 等字翻譯宜修正，日本章節「役員」譯法有誤宜修正。

- **林董事長國全**

本研究報告將會針對各位就期中報告所提出的指正，包括：格式用語要統一、「民法」上的侵權行為與「證交法」侵權行為間應加以區隔釐清、報告應清楚區隔因果關係與構成要件以避免混淆、引用大陸學者文章應謹慎小心，以及增加對「重大性」的探討等，加以修正及補充。

- **劉教授連煜**

開曼的公司法規定有相當大比例係參考美國德拉瓦州公司法，簡報標題中有關規定簡陋的用語似不妥。

- **陳總經理惟龍**

一、感謝各位提供寶貴意見，本研究案涵蓋 10 個國家，難免涉及英美法及大陸法在法制上衝突問題。傳統民刑法律對因果關係、過失責任等方面的探討非常深入，然而財經法律講求實務、實用，從過去修法的經驗來看，對因果關係、過失責任等方面往往未如各位專家探討得這麼深入，或可藉由這個機會好好研究兩者間究竟應如何搭配、調和。

二、另就法官造法與重大性的問題，最近剛好看到一個案例，「重大性」往往是決定起訴與否的關鍵，目前證券交易法有針對利益輸送、背信、內線交易等個案所得如超過一定金額以上加重其刑的處分，但對所得未達一定金額以上的個案，雖然有符合利益輸送的構成要件，有時檢察官也未必予以起訴，是否是因為考量不符「重大性」的要件，此是否會有法官造法，甚至檢察官造法的疑慮，是很值得就「重大性」要件加以探討。

- **吳總經理崇權**

一、委託本研究的主要目的是希望藉由探討各國規定及案例，以研議保護投資人的相關措施，作為未來訴訟的參考。我國法院在進行判決時，有時也會援用國外相關制度，例如關於因果關係的探討，法官也相當有興趣，並會細問國外相關規定的具體內容，因此投保中心希望能藉此研究案蒐集不同國家多方面的資訊，提供法官作為審理案件的參考。

二、針對我國「公司法」第 8 條新修訂「影子董事」之規定，研究報告中所蒐集大陸證券法規中亦提到規範「控股股東」的相關規定，或許也可以提供參考。

三、此外，證交法第 20-1 條有關比例過失責任，也希望能透過本研究蒐集相關資訊。

散會（下午四點）

附錄二、期末諮詢委員會議紀錄

記錄：蘇秀玲、陳茵琦

時間：102 年 7 月 23 日（星期二）下午 2 時 30 分

地點：台北市南海路三號九樓會議室

主席：林董事長國全

出席：劉教授連煜、莊評議主任委員永丞、張教授心悌

列席：財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心吳總經理崇權、黃組長建中、本基金會陳總經理惟龍、葉處長淑玲

壹、 主席致詞：(略)

貳、 期末報告簡要說明：(略)

參、 與會人員發言摘錄

- **張教授心悌**

針對報告內容提出意見如下：

一、P.59 有關美國法學者提出 Rule 10b-5 共識，第二點表示若沒有買賣，仍有可能違反 Rule 10b-5，既然沒有交易，沒有原告，是否仍有違反的問題？

二、損失因果關係加上折衷說後，P.79 應改為上述「三」說，後面應增列若採折衷說應如何證明，比較完整。

三、P.97 第二段「…於判例法實務上，法人董事應被歸類為影子董事…」，我不確定英國法上是否有如同我國之法人董事制度，此處是否係想要表達影子董事也可以是法人，而不限於自然人？

四、第四章加入很多整理，P.181-182 賠償責任主體應在發行，上面提到 distribution 這個字應翻譯為「銷售」較妥。中國大陸將控制股東納入損害賠償對象，應該也可以提供我國參考。因為若將公司法第 8 條第 3 項實質董事概念也納入證交法第 20 條之 1 或第 32 條考量的話，我們的賠償責任主體範圍並不小。P.184 第 3 點應再釐清，若參考曾老師的見解，應寫清楚請求權範圍是否因過失或推定過失而有所不同。

五、P.189 各國公開說明書不實的法條列舉，美國部分不應引判例法，應該引 1933 年證券法第 11 條規定。

六、P.187 公開說明書虛偽不實的抗辯事由，第四點提到發行人的免責事由，我認為這三點都不是免責事由，第一點投資人非善意，第二點不具重大性，第三點是時效經過，前兩點是構成要件不該當。

七、我認為可以單獨列一個「因果關係」要件的比較，因為我國第 32 條法院適用市場詐欺理論的情形並不一致。

八、P.193 第二段，表示賠償主體較為受限，證交法第 20 條之 1 第 1 項通常連結到前條第 2 項財報不實的案子，但第 20 條第 1 項賠償主體並沒有任何限制。所以若以第 20 條論，我們範圍並未較他國狹窄。

九、建議 P.195 新增對因果關係的比較分析。

- **林董事長國全**

P.193 新增第 20 條之 1 較第 20 條第 1 項範圍限縮之敘述；P158. 英國案例可以稍微提一下，有助於澄清。

- **劉教授連煜**

一、法人董事這部分是否受到公司法第 8 條第 3 項的影響，把它應用到同法第 27 條？仍有疑問。我認為應該還有其他國家可能有法人董事存在，我國應非特例。倒是第 8 條第 3 項是否有引用到第 27 條的意思？我想應該是沒有。

二、對於第五章結論與建議部分，雖然點到一些重點，但應該再釐清。一般訴訟除提到第 20 條、第 20 條之 1，也會提到公司法第 23 條，接下來就會續引民法第 184 條有關侵權行為之規定，甚至援引同法第 28 條。報告也提到德、法對民事責任另行適用民法，在我國也是如此。證券法與民法混在一起，雖然報告點到這裡，但並未建議如何處理？到底是直接適用證券法？還是混雜交錯適用更能保護投資人？委託單位可能也會困惑到底應該採取何種方式較好？前面的鋪陳反而在最後沒提出建議，或是想法，相當可惜。例如證交法第 20 條之 1 已經明文規範民事責任，如果還引用民法第 184 條、第 185 條或第 28 條交錯適用並不妥當，類似這樣的建議，影響層面比較小。

三、結論第二點的標題參酌修改，內文提到損失因果關係認定標準應明確，但要將其條文化相當困難。股價下跌是否為損失因果關係之因素？即使 Dura 案也僅點出問題，但也沒有明確的答案。

四、P.199 結論第三點，其實第 20 條之 1 條文是不同意見拉扯後的結果，內容很有爭議，若第 32 條也修改與之相同，很難解釋為何會計師責任範圍不與他人一致。把各條文規範不一致的現象點出來即可，以持平的方式呈現，標題看起來似乎有加重舉證責任的意思，可以改成應使舉證責任一致。

- **林董事長國全**

目前委託單位提起訴訟就是提出所有可能適用法條，很難建議他們以後不要這樣做，建議可以從理論上以適用特別法為主，但實務上受限於目前司法實務狀況，委託單位訴訟策略最好所有法條都列上，比較周全。有關結論第二點損失因果關係討論，既然已經闡述一大段，可否以折衷方式，敘明「宜思考在法律上將因果關係明確化之可能」，不要直接建議修法。

- **莊教授永丞**

以下從形式與實質內容兩方面分別提出幾項意見供參：

一、形式面

（一）參考文獻的編排方式，除區分中外文，建議再細分期刊、書籍、網站等項。

（二）注釋部分格式宜統一。

（三）網站的注釋建議增加瀏覽日期。

二、實質內容面

（一）美國部分 P.52 提到「民事賠償禁制令（civil remedy of injunction）」，究竟係指 civil penalty 或 civil injunction？解讀上

似應為 civil injunction。另同頁中「隱匿（misrepresentation）」的英文用語，建議應用 omission 較恰當。

（二）美國部分 P.58 中的特定義務（Special “oblgation”）應為 obligation。

（三）表格 4-4（P.185），美國部分如果是在討論第 11 條，是否還要有「被告有詐欺意圖」這個要件？

（四）表格 4-5（P.188）美國 1933 年證券法第 11 條應該有提到損害賠償的計算方式，目前表格係第 10 條的計算方式，建議應採第 11 條的計算方式。

（五）表格 4-6（P.190）美國部分，私人證券訴訟改革法（PSLRA）的內容因已行文在新證券交易法上，似不用再特別強調。

（六）結論（P.198）第二點標題抽象，如果真的要討論損害因果關係，可能用不到「詐欺市場理論」，因為美國「詐欺市場理論」主要是在討論信賴（reliance）要件的交易因果關係，而非解決損害因果關係的問題。

- **劉教授連煜**

一、報告封面的計畫主持人、研究人員等，建議應加入職稱或頭銜，以視尊重。

二、英文詞語有時第一個字有大寫，第二個字沒大寫，有時兩個都有大寫，建議格式上應注意統一。

三、表格國別部分不宜用臺灣，或可用類似「我國」的中性字眼。

四、表格中出現 N/A 的部分建議刪除。此外表格應註記資料來源。

五、報告一旦公開，被告或可能引用其中的內容作為抗辯，結論有關「損失因果關係」部分仍宜謹慎處理。

- **林教授國全**

一、表格 4-4 美國部分建議參考張教授、莊教授意見，改列 1933 年證券法第 11 條。

二、建議結論二關於損失因果關係部分，或可另起一段說明損害因果關係目前未有明文，是否應思考如何明確化即可。

- **吳總經理崇權**

投保中心為保護投資人權益而提起的團體訴訟，幾乎都會依據證交法、民法，甚至公司法等規定提供請求權基礎，而本研究報告更進一步蒐集國外案例並作分析，其研究成果值得肯定，並感謝兩位計畫主持人、各位諮詢委員的指導及提供寶貴意見，讓報告更充實與完整。

- **陳總經理惟龍**

一、感謝大家對研究報告成果表示肯定，報告涵蓋的範圍真的很廣，這個議題投保中心、金融評議中心較感興趣，做這個研究非常有意義，剛才各位先進從形式面、實質面提出很多寶貴的建議，研究團隊會儘量修正與補齊。

二、儘管各國證券市場環境不完全一致，但各國法制均強調投資人保護，因此立法趨勢也傾向加重發行人、中介機構等的責任，保護善意投資人。

- **林教授國全**

研究報告形式的部分一定會改正，實質內容就儘量調整，今天謝謝大家的參與。

散會（下午三點三十分）

附錄三　各國公開說明書與財報不實規範比較表

	臺灣	美國	開曼	英國	德國	法國	日本	香港	韓國	新加坡	中國大陸
法律依據	**證券交易法** §20、§20-1、§32、§36	1.**1933 年證券法**§11、§12、§17 2. **1934 年證交法** §10、§14（e）、§18、§21D（e）Rule §10b-5。 3.**私人訴訟證券改革法**（PSLRA）	1.開曼「公司法」Cayman Islands Companies Law 2009 Revision 2.「投資企業法」Securities Investment Business Law, 2011 RevisionPart IV「虛偽或誤導市場與內線交易」§24	1.**FSMA** Part VIII「市場濫用行為」專章 §118-§131 2.FSMA §80、§87A（2）、§90A 2.**證券上市規則**（SI 2001/2956），及**公開說明書規則**（PR 5.5）	1.**「證券交易法」**（**WpHG**） 1.§15：金融商品之發行人有即時公開其內部人資訊之義務。 2.若發行人怠於公開內部人資訊（§37b），或公開不實資訊（§37c），應負損害賠償責任。 3.§20、§20a：任何人使用或傳播錯誤或誤導資訊，或負有更正資訊之義	相關規範主要分為下列三大類： 1.**歐盟公開說明書指令、公開說明書規則**。 2.**法國「貨幣與金融法」**§L411-1 以下之規定。 3. 主管機關 AMF 相關行政規則 **RGAMF** 及其指引與建議等。 4.發行人民事責任部分，並無特別立法，以	**「金融商品交易法」** 1.關於「公開說明書」不實應負損害賠償責任者之規定： **§17：**故意或過失使用不實公開說明書 **§18：**申報人 **§21：**申報人以外之人 2.關於「財務報告」不	1.**公司條例**§40：規定公開說明書不實陳述之民事法律責任 2.**證券及期貨條例** **§213：**揭露不實資料，視為市場失當行為。因他人做出市場失當行有關的行為而蒙受金錢損失，可向有關人士請求賠償 **§281：**市場失當行為須負的民事法	**投資服務暨資本市場法** **§125：**規定虛偽記載之損害賠償責任 **§162：**規定財報不實之損害賠償責任	**證券及期貨法** **§234：**規定未遵循持續揭露要求之民事責任 **§254：**規定公開說明書揭露不實之民事責任 **§255：**規定免責抗辯條款	1.**證券法**§69：規定公開說明書揭露不實之損害賠償責任 **2.首次公開發行股票並上市管理辦法**§55 **3.最高人民法院關於審理證券市場因虛偽陳述引發的民事賠償案件的若干規定：**包括一般規

	臺灣	美國	開曼	英國	德國	法國	日本	香港	韓國	新加坡	中國大陸
					務而不為更正，即應為此一錯誤或誤導資訊所產生之結果負責。	**「民法」侵權行為**責任為原則性規定，規範於第 1382 條至第 1386 條。	實應負損害賠償責任者之規定： **§21-2**：申報人 **§22I**：申報人以外之人（申報書） **§24-4**：申報人以外之人	律責任 **§298**：揭露不實資料以誘使進行交易的罪行 **§370Z**：違反揭露規定需付的民事法律責任			定、受理與管轄、訴訟方式、虛偽陳述的認定、規則與免責事由、共同侵權責任及損失認定等
應負賠償責任主體	(1)發行人及其負責人 （2）發行人之職員，曾在財務報告或財務業務文件（公開說明	(1)發行人 (2)發行人以外，任何於證券登記申請書或揭露事項為記載者，其記載在當時及當時情況下對任何重大事實、或為致使為不實	任何人對任一上市證券創設或預備創設虛偽或誤導交易活動市場或價格之外觀,應認定其危害證券市場。	（1）證券發行人，即發行公司。 （2）發行人之董事。 （3）任何人於上市特定項目或公開說明書記載被提名或即將被任命為董事者。	依 WpHG 第 15 條第 6 項規定，發行人違反同條第 1 項至第 4 項者，應依同法第 37b 條與第 37c 條規定負賠償責任，惟並未規範公司負責人的責任範圍。	(1)證券發行人若違反資訊揭露義務，應負行政責任，由主管機關 AMF 決定行政處分或罰鍰，最高可處以 150 萬歐元以上罰金，或不	(1)發行人 (2)申報當時之董監經理人等高階人員或發起人 (3)再次發行之持有人 (4)簽證會計師 (5)證券承	(1)**依公司條例§40**，應對招股章程內不實負賠償責任者包括：(a)所有在該招股章程發出時身為該公司董事的人(b)所有批准將其本人的姓名	(1)申報人及申報當時發行人的董事 (2)指示或執行申報書準備之人 (3)於申報書簽名之專業人士	(1)做出發售要約或要約邀請的人 (2)法人之董事或職位相當的人員 (3)同意在公開說明書中被列為擬任法人之董事或職位相當的人員；	(1)發起人、控股股東等實際控制人； (2)發行人或者上市公司； (3)證券承銷商； (4)證券上市推薦人； (5)會計師事務所、律師事

	臺灣	美國	開曼	英國	德國	法國	日本	香港	韓國	新加坡	中國大陸
	書）上簽名或蓋　章者。 （3）律師、工程師或其他專門職業或技術人員，曾在公開說明書或財務報告上簽章以證實其所載內容者。	之記載，或做易於導致誤解之記載。		（4）任何人接受，且在上市特定項目或公開說明書中被描述為接受，或為所記載內容負責者。 （5）任何人不屬於上述各項規定範圍，但授權相關內容者。		法所得 10 倍以上之損害賠償。 (2)證券市場相關陳述之民事責任，對於特定義務人（如：董事），另援引「商法」Article L.225-251 有關董事因代表公司執行業務，對第三人（含股東）應負法定義務（包含「商法」、「貨幣與金融法」，及 AMF 規則之規定），若	銷商	列於並且已列於招股章程作為董事或已同意立即或經過一段時間後成為董事的人(c)所有身為該公司發起人的人(d)所有批准發出該招股章程的人。 (2)**依證券及期貨條例§281，**若任何人作出市場失當之相關行為，則必須對於因此受損害之人負損害賠償責任；若其他公司或	(4)於申報書簽名證實其所載內容或陳述意見 (5)承銷商 (6)製作及交付投資公開說明書之人 (7)銷售該證券當時之持有人	(4)如果發行人是被要約人所控制，則是此要約人的一個或多個關係人之(i)發行人 (ii)董事或職位相當者； (iii)同意在公開說明書中被列為擬任董事或職位相當者 (5)同意在公開說明書中列名發售此證券的發行經理； (6)同意在公開說明書中列名承銷人，但不包括分銷商； (7)同意在公	務所、資產評估機構等專業仲介服務機構； (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； (7)其他作出虛偽陳述的機構或者自然人

	臺灣	美國	開曼	英國	德國	法國	日本	香港	韓國	新加坡	中國大陸
						應對市場公開揭露之陳述有錯誤、不正確或誤導之情形，因而違反上開民法與其他特別法所定之法律者，應為此負民事責任。		個人共同觸犯市場失當之相關行為，或協助、縱容該人之觸犯市場失當行為，則亦須負損害賠償。		開說明書中列名，表明其已經做出一項包含在說明書中的陳述，但該人的責任只限於該項陳述； (8)任何其他做出錯誤或誤導性陳述或遺漏的人，但該人的責任只限於包含在說明書之內的該項錯誤或誤導性陳述或遺漏	
請求權人	（1）善意相對人（證§32)。 （2）除	證券購買人或買受人對虛偽不實或重要事項不實陳述省	N/A	(1)FSMA Section 90(1)(7)規定，必須取得上市證券或	分為兩類： （1）依第 37b 條第 1 項第 1 款或第 37c 條第 1 項第 1 款	受損害之人得依「民法」第 1382 條規定請求損害賠償。	善意相對人	(1)認購人基於對該招股章程的信賴而認購任何股份或債	善意投資人	(1)在同時段與違法者作對手交易而受到損失的	善意相對人

	臺灣	美國	開曼	英國	德國	法國	日本	香港	韓國	新加坡	中國大陸
	依「證交法」第20條第3項之規定，系爭有價證券之善意「取得人或出賣人」外，另包括同條第4項之「委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，視為前項之取	略或遺漏者，賦予取得證券之人起訴之權利，原告除對發行人起訴不需負舉證責任外，對其他被訴人之行為應負舉證責任。		公開說明書之對象，或基於兩者之原因而有契約關係或利益者，方具有請求權，故持有選擇權契約的買進證券者亦屬之。 (2) 應對下列之人負損害賠償責任： A.取得或依契約買進上市個別項目或提供公開說明書之證券； B.因下列二行為結果之一而承受損害者：a.上	規定，內部人資訊成立，但發行人怠於公開前，或是在不實資訊公開後買入有價證券，但在真實的內部人資訊公開時仍未賣出者。 （2）依第37b條第1項第2款或第37c條第1項第2款規定，內部人資訊形成之前買入證券，並在發行人怠於公開資訊，或在內部人資訊公開後賣出證券之投資人。			權證(公司條例§40（1）） (2) 擴大至下列人士(公司條例§40(7)) A.依據招股章程中的要約而認購或購買股份或債權證的人 B.透過代理人依據招股章程中的要約而收購股份或債權證的人 C.依據(a)股份或債權證的發行人或賣主；與(b)為有關要約而委任的中		人(§234)； (2)被故意誤導性公開說明書損害的投資者可以因此以欺詐行為為訴由請求賠償金(§255)	

	臺灣	美國	開曼	英國	德國	法國	日本	香港	韓國	新加坡	中國大陸
	得人或出　賣人。」(3)依第20條之1第1項之規定系爭有價證券之善意取得人、出賣人或持有人。			市個別項目或公開說明書有任何不實或誤導性陳述；b.隱匿（省略）FSMA Section 80~82 規定上市應記載之事項及其補充文件，或 Section 87A、87G與87B公開說明書及其補充文件應記載之事項。				介人，之間的安排而收購該等股份或債權證的人士			
責任型態與舉	除發行人、發行人之董事長和總經理應對	**判例法形成之要件** (1)被告有詐欺意圖 (2)不實陳述或隱匿具	N/A	專業顧問，如投資銀行、律師或會計師，即使符合上述各項之敘	德國法院係以民法侵權行為作為不實資訊責任範圍之請求權基礎。依德	**N/A**	(1)發行人：無過失責任；以免責事由作為抗辯者，應由發行人就	1.負賠償責任主體之責任型態偏向過失推定原則，如能證明公司條例	不論發行人或發行人以外之人，均採過失推定責任，減	發行經理人或其他列名作成聲明之人，若可舉證證明其	**1.責任型態** (1)發行人、上市公司：無過失責任 (2)發行人

	臺灣	美國	開曼	英國	德國	法國	日本	香港	韓國	新加坡	中國大陸
證	善意相對人負絕對責任外，其餘依其職權或職業關係負責之義務人，仍有主張免責或減輕責任之機會。	重大性 (3)被告之詐欺行為與有價證券買賣相關 (4)信賴關係存在 (5)重大不實陳述與損失間具有因果關係 (6)造成經濟上損失 (7)原告對每一個誤導陳述之主張必須特定，且應舉理由說明該陳述如何誤導，或刻意隱匿之資訊導致投資人產生		述，若能主張其僅純粹提供建議者可免責。	國「民法」第826條（相當於我國「民法」第184條第1項後段）規定，須故意以背於善良風俗之方法加損害於他人，並經由同法第31條法人的侵權行為責任（相當於我國「民法」第28條）規定，使發行公司及其負責人負連帶損害賠償責任。		否定因果關係存在舉證 (2)發行人以外：過失推定責任；舉證責任倒置，由其就已盡相當之注意義務舉證。	§40第(2)(3)款所列各項免責抗辯條款，則無須根據第(1)款負法律責任。 2.請求權人必須證明其損失是由於招股章程內的不真實陳述引致；此外，投資者必須提出確實曾閱讀該招股章程的證據。因此，請求權人在提出賠償請求時須證明他們確實曾閱讀及依賴招股章程。	免原告證明責任，排除原告對被告信賴關係過失及損失因果關係的舉證責任。	已完成一切合理之調查，且有正當理由信賴該陳述非虛偽不實者，則可免責。	以外之人：過失推定責任 (3)控股股東、實際控制人：過失責任 **2.舉證責任**： (1)認定存在因果關係： (a.)投資人所投資的是與虛偽陳述直接關聯的證券； (b)投資人在虛偽陳述實施日及以後，至揭露日或者更正日之前買入該證券 (c)投資人

	臺灣	美國	開曼	英國	德國	法國	日本	香港	韓國	新加坡	中國大陸
		確信，主張必須舉出特定事實，其強度需足以證明被告行為當時為故意。避免不當擴張被告應負損害賠償責任的範圍。									在虛偽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。 (2)認定不存在因果關係： a.在虛偽陳述揭露日或者更正日之前已經賣出證券； b.在虛偽陳述揭露日或者更正日及以後進行的投資； c.明知虛偽陳述存在而進行的投

	臺灣	美國	開曼	英國	德國	法國	日本	香港	韓國	新加坡	中國大陸
											資； d.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； e.屬於惡意投資、操縱證券價格的
損害賠償範圍	我國「證交法」相關條文無明文。 1.**證交法§20II與§20-1案件**：適用**民**	1.證券交易法並未對如何計算證券詐欺損害賠償金額明確規定 2.實務上以賠償權利人所受損害為計算基準。主要有兩種計算方式：（1）「毛損益法」或「完全價差法」	N/A	被害人所給付之對價若與真正之消息再招募時或交易時為市場所知，則其証券應有隻真正價值間之差距再加計利息為損害之數額，一般稱為“Out -of -pocket method”，亦	損害賠償如何實行，法無明文，惟多數學者見解認為，應不包括積極利益，投資人僅能請求消極利益之賠償，即以投資人真實之財產狀況，與假設發行人所公開者為真實資訊之可能財	N/A	明文法定損害賠償計算基準(§19) 1.有價證券尚未處分：如於請求賠償時，投資人尚未處分該證券，則以取得證券時所支付的價格扣除請求時之市場	N/A	明文法定損害賠償計算基準。以請求權人取得該證券實際支付的金額扣除以下各款任一的金額後推算(§126)： 1.依第125 條提	損失以「相關證券交易時之實際價格，與假設違法行為未發生時該證券之可能價格間之差價」計算	明文法定損害賠償計算基準，採取設定「基準日」作為計算方式，並定義「基準日」： 1.投資人在基準日及之前賣出證券： 投資差額損失=(買入證券平均價格

	臺灣	美國	開曼	英國	德國	法國	日本	香港	韓國	新加坡	中國大陸
	法第213條、第216條至218條之1。 2 **證交法第32條案件**：我國判決亦未一致，常以**民事訴訟法第222條**規定為據。	（Gross income loss）；（2）「淨損差額法」或「真實價差法」（Out-of-pocket method）。		即損害計算有一時點作標準。	產狀況加以比較，其差額即為消極利益 損害。換言之，即投資人買入證券之價格與發行人若公布真實資訊之假定真實價格間之差額。		價格後所得金額作為上限額。 2.有價證券已處分：如於請求賠償時，投資人已將其證券處分，則以取得證券時所支付的價金與所出售價格之差額定之。		起請求賠償訴訟程序終結時，該證券的市場價格（倘無市價則以推估處分該證券的價格計算）。 2.假如於第 1 款訴訟程序終結前已處分完成，則以該證券的處分價格計算		-實際賣出證券平均價格)*投資人所持證券數量計算 2.投資人在基準日之後賣出或仍持有證券者：投資差額損失=(買入證券平均價格-虛偽陳述揭露日或更正日起至基準日期間每個交易日收盤價)*投資人所持證券數量
重要	1.**公開說明書**	**Dura Pharmaceutic**	**N/A**	**Caparo Industries plc**	**Informatec 案** 該公司董事	**Flammarion 案**	**西武鐵道案** 1.西武鐵道	**洪良國際** 1.洪良集團	**大宇集團案**	**N/A**	**五糧液案** 1.五糧液為

	臺灣	美國	開曼	英國	德國	法國	日本	香港	韓國	新加坡	中國大陸
案例	**記載不實** (1)京元電子案 (2)順大裕案 (3)正義食品案 **2.財務報告記載或說明不實** (1)立大畜案 (2)大中鋼鐵案 (3)遠森案 (4)正義食品案	**als, Inc., et al. v. Michael Broudo et al.** (1)最高法院首先檢驗原告是否只需主張「於購入股票當時」,股價因不實資訊而遭灌水，即足以建立「經濟上損失」之成立要件。 (2)股價可能同時反應許多市場因素，包括經濟環境改變、投資人期待改變、特定產業或廠商條件改變等，都可		**v. Dickman** 英國判例法將誤導性陳述區分為三類，不同類型之損害賠償範圍不同： 1.意圖詐欺錯誤陳述必須係基於（i）故意或（ii）不認其為真實，或（iii）行為人對其究否為真或虛假具重大過失或不注意。 2.粗心「1967 年誤導性陳述法」Section 2(1)規定：「任何人受	於不實消息公開後，立即大量賣出公司股票，以不正行為追尋自我利益，其行為違反善良風俗為由，判決公司董事應負損害賠償責任。	1.股東於公司半年報出版公開後，發現公司狀況不佳而拋售持股，卻發現事後該公司被出售以取得較高溢價。為此股東認為公司於半年報陳述指稱公司狀況不佳，並未說明係對未來之短期預測，與之後賣出公司時於買賣契	在「有價證券報告書」中未如實報告大股東的持股比例，使大股東西武集團旗下的國土集團的實際持股比例大大低於報告書上所公布的數字，長期違反東京交易所大股東的持股比例不得超過 80%的上市準則。為符合證交所規定，並偽造財務報表，2004 年 11 月 16 日，東京証券交易	在其 2009 年 12 月的招股章程中作出了重大虛假和具誤導性的陳述，嚴重誇大洪良集團截至營業額，上市僅 3 個月即遭香港證監會勒令停牌。 2.洪良同意其違反「證券及期貨條例」第 298 條場失當行為規定。證監會以此為強制令為法律依據，成功申請凍結洪良國際新股上市獲得	1.大宇集團(Daewoo Group)因盲目擴張而大肆舉債，惟不健全的會計標準與財務揭露原則，讓企業可以隱瞞造假帳虛報公司資產、非法集資和挪用公司公款等問題，亞洲		深圳證券交易所上市績優公司，2009 年 9 月五糧液發布公告稱因涉嫌違反證券法規受到中國證監會立案調查，2011 年 5 月 28 日證監會的行政處罰決定書認定五糧液資訊揭露有「澄清公告」存在重大遺漏、揭露不及時與不完整、報表差錯未及時更正、未及時揭露董事被司法羈

	臺灣	美國	開曼	英國	德國	法國	日本	香港	韓國	新加坡	中國大陸
		能在不實資訊尚未影響股價前而率先反應在相互作用下甚難辨明究竟是何種市場資訊導致投資人虧損的發生，若Dura股價下跌經證明係因其他市場因素，或無法確切證明係因Dura不實資訊遭揭發或更正而導致者，則證券法賦予投資人之損害賠償請求權即失所附麗，本案原		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。」 3.完全無知行為人對於其所為之虛偽陳述行為毫不知悉，而認其為真實。則補救		約中對公司狀況之陳述不同，認為有誤導股東以低價賣出手中持股之行為，致股東無法以更高價格出售持股，因而受有損害為由，向公司提起損害賠償之訴。 2.股東拋售持股後，發現更晚賣出可以更高價格賣出，乃是	所正式宣布取消西武鐵道的上市資格，此成為日本20多年以來首個因資訊揭露不實而下市的公司。此後，一些持有西武鐵道股票的股東（原告），相繼對西武鐵道及其董事等（被告）提起損害賠償訴訟。 2.西武鐵道對公開文件中的任何重要事項進行的虛偽陳述，構成對市場公平公	的淨額資金約10億港元。 3.洪良向之前在首次公開招股中認購洪良股份或在二手市場買入洪良股份的投資者，提出回購。	金融風暴後該企業於1999年終因負債高達800億美元宣告破產，最終導致集團倒閉。 2.韓國的小股東組織(PSPD的經濟參與委員會)1999年5月向金宇中及其他高階		押事項等違法事實。 2.北京、上海、河北、廣東和浙江等地多家律師事務所的律師已經組成維權律師團，目前正在向投資者徵集證券民事賠償訴訟委託授權，將代理投資者對虛偽陳述行為人宜賓五糧液股份有限公司、絕對控股股東宜賓市國有資產經營有限公司、虛偽陳述主要負責

	臺灣	美國	開曼	英國	德國	法國	日本	香港	韓國	新加坡	中國大陸
		告請求自無理由。 (3)最高法院明確指出,「不實資訊必須直接造成原告經濟損失，若僅如同巡迴法院所言單純涉及嗣後產生之經濟損失，顯然不符合法律規定得請求損害賠償要件。		方式為法院依「1967 年誤導性陳述法」Section 2（2）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。		一種機會上的損失，而非純粹經濟上損失。 3.本案具有指標性意義，其為首件法院認定原告得因機會喪失所產生可能損害請求賠償。	正交易的重大違法，公司董事沒有盡到相當的注意義務，構成不法行為。被告應向原告負擔損害賠償責任。		主管訴訟就其等所造成之損失提出民事求償。 3.韓國首爾中央區法院以財務欺詐和挪用公款等罪名判處大宇集團前董事長金宇中 10 年監禁，命令他退賠 21.4 萬億韓元(約合 220 億美元)的資產。		人及五糧液董事長唐橋提起侵權賠償訴訟。