

私立東海大學法律學研究所

碩士論文

指導教授 李成博士

論證券詐欺損害賠償之因果關係

The Causation of Remedies for Securities Fraud

研究生 蔡嘉裕

中華民國九十四年七月

## 論文摘要

證券詐欺損害賠償乃保護投資人之重要機制，請求權基礎散見於證券交易法、會計師法、公司法、民法等，惟投資人買賣系爭證券致生金錢損失，是否皆可歸責於被告之證券詐欺行為？其因果關係實難以證明，故我國實務上投資人求償成功者幾稀矣！有鑑於此，研析證券詐欺損害賠償之因果關係，實乃保護投資人之基石。又因果關係之認定，為法律解釋與適用問題，宜採法詮釋學途徑。

我國民事責任之因果關係，主要承襲德國學說理論，而證券詐欺損害賠償，本質上為民事責任，依我國判例及通說見解，自應採相當因果關係說。惟證券詐欺因果關係有其特色，可參考英美法上之信賴推定理論，以緩和原告之舉證責任，俾達成填補損害之目的。英美法上之「詐欺市場理論」，除學說文獻外，目前亦有若干地方法院判決採之，特別值得留意其在我國司法實務上之發展。

經本文研究後發現，英美法上之信賴要件與交易因果關係，相當於德國法上之責任成立因果關係，而英美法上之損害因果關係，相當於德國法上之責任範圍因果關係。英美法上之信賴要件有別於因果關係，故推定信賴並不等於推定因果關係。此外，所謂推定信賴，相當於德國法上之表見證明，乃事實上推定，並非法律上推定，自無舉證責任轉換可言。惟目前實務操作情形，似不無誤會之處。



## 致 謝 辭

四年，從法律門外漢，到律師、司法官上榜，並順利完成東海法律碩士學位。回首來時路，感謝主耶穌，有許多人幫助我，在我困頓的時候，拉我一把。

首先要感謝李成教授指導本論文，並寬容我為了國家考試而延宕論文寫作計劃，又同意我變更論文題目並提示研究方向。也要感謝洪秀芬教授、劉興源教授擔任口試委員，提供諸多精闢指正，讓本論文得以修正通過。

感謝黃啟禎教授、劉渝生教授推動成立法研所丙組，使非法律系畢業的我有機會成為法律人。感謝郭振恭教授告知準備國家考試的觀念，不厭其煩解答我的問題。感謝陳隆修教授、林朝榮教授的啟發與勉勵。其他東海法律系師長的諄諄教誨，不勝枚舉，一併獻上感謝！

感謝前立委賴來焜教授、前陸委會副主委陳明通教授、淡江大陸所所長郭建中教授，分別是我前老闆、台大國發所碩士班導師及台大碩士論文指導教授，在我考法研所時支持我，並為我寫推薦函（雖然沒考上政大、東吳）。感謝蒙藏委員長許志雄教授、淡江公行系周志宏教授，在大學時期的啟蒙，教我常存仗義執言的理念。

感謝建業法律事務所的指導律師劉興源教授，讓我有寬廣的實習歷練，並對我的生涯規劃給予祝福。感謝師兄黃清濱醫師律師夫婦的照顧暨建業全體同事的關心。

感謝蔡耀州助教在行政上的協助與提醒。感謝甲組同學周仲鼎律師無私分享國考及自行執業的秘訣。丙組同學伍勝民、陳婉姿、余啟名、林文禎等兄弟關照小弟之情誼，難以忘懷。並感謝學妹陳妍菽律師、楊玉華律師、陳湘茹律師的協助。摯友江建和為我借閱逢甲圖書館外文藏書，則是完成本論文不可或缺的助力。

特別要感謝我的父親蔡壽男律師，也是我另一位指導律師，基於對兒子無限的愛，仍支持我在三十而立之後再轉業。如今初步達成父親的期望，是我唯一的回報。父親的老友，台中高檢署蔡秀男檢察官及蔡振修教授，也都對我轉讀法律十分關心，我心中只有感激。

也要感謝我其他家人，在美國當會計師的姊姊慧君，多次與我透過國際電話一起研討本論文的法律問題，還有母親及妹妹的默默支持。結婚四年多的愛妻彩虹，則無疑是最重要的幕後功臣，她承擔一切家務，包括兩歲半寶貝女兒恩雅出生以來，幾乎不增加我在時間上的負擔，讓我能夠專心致力於學業及工作，並隨時當我的心理諮商師，聽我傾訴所有理想與煩惱。

最後我要感謝台灣基督長老教會台中三一教會牧長及會友為我代禱，讓我蒙 神眷顧。但願這一切恩賜，使我能夠時常幫助別人，為主耶穌作好的見證。

嘉裕謹識

2005.7.10

## 簡目

第一章 緒論 .....	1
第一節 問題意識 .....	1
第二節 研究架構 .....	3
第三節 研究方法 .....	6
第二章 證券詐欺之意義及民事責任 .....	7
第一節 概念界定 .....	7
第二節 證券交易法上有關規定 .....	17
第三節 會計師法上有關規定 .....	62
第四節 公司法上有關規定 .....	64
第五節 民法上有關規定 .....	69
第六節 小結 .....	75
第三章 民事損害賠償之因果關係 .....	77
第一節 思考模式 .....	77
第二節 判斷標準 .....	82
第三節 舉證責任 .....	107
第四節 小結 .....	114
第四章 特殊因果關係理論--證券詐欺 .....	117
第一節 信賴要件與詐欺市場理論 .....	117
第二節 交易因果關係與損害因果關係 .....	149
第三節 舉證責任之緩和 .....	163
第四節 小結 .....	169
第五章 我國有關證券詐欺因果關係之案例 .....	173
第一節 丸億案 .....	173
第二節 順大裕案 .....	176
第三節 大中鋼鐵案 .....	184
第四節 京元電子案 .....	190
第五節 立大農畜案 .....	199
第六節 小結 .....	202
第六章 結論 .....	205

第一節 問題檢討 .....	205
第二節 修法建議 .....	210
參考文獻 .....	213
附錄 .....	220

## 目次

第一章 緒論 .....	1
第一節 問題意識 .....	1
第二節 研究架構 .....	3
第三節 研究方法 .....	6
第二章 證券詐欺之意義及民事責任 .....	7
第一節 概念界定 .....	7
一、定義 .....	7
二、涵蓋行為態樣 .....	12
三、民、刑事責任之分際 .....	14
第二節 證券交易法上有關規定 .....	17
一、第二十條第一項（一般反詐欺條款） .....	17
(一)責任性質 .....	17
(二)不法行為 .....	18
1.客觀要件 .....	18
2.主觀要件 .....	20
(三)損害及因果關係 .....	20
(四)請求權人 .....	21
二、第三十二條（公開說明書不實責任） .....	22
(一)不法行為 .....	23
1.客觀要件 .....	23
2.主觀要件 .....	31
(二)損害及因果關係 .....	33
(三)請求權人 .....	33
(四)賠償義務人及其免責要件 .....	34
1.發行人 .....	34
2.發行人之負責人 .....	35
3.發行人之職員 .....	37
4.證券承銷商 .....	38
5.會計師、律師、工程師等專技人員 .....	38

三、第二十條第二項（財報不實責任） .....	40
(一)不法行爲 .....	41
1.客觀要件 .....	41
2.主觀要件 .....	43
(二)損害及因果關係 .....	45
(三)請求權人 .....	46
(四)賠償義務人 .....	47
四、第一五五條（操縱股價責任） .....	50
(一)不法行爲 .....	51
1.客觀要件 .....	51
2.主觀要件 .....	55
(二)損害及因果關係 .....	56
(三)請求權人 .....	56
五、第一五七條之一（內線交易責任） .....	56
(一)不法行爲 .....	58
1.客觀要件 .....	58
2.主觀要件 .....	60
(二)請求權人 .....	60
(三)損害及因果關係 .....	60
(四)賠償義務人 .....	61
第三節 會計師法上有關規定 .....	62
一、第十八條（會計師責任） .....	62
第四節 公司法上有關規定 .....	64
一、第二五一條（發行公司債不實責任） .....	64
二、第二七一條（發行新股不實責任） .....	65
三、第二十三條第一項（公司負責人責任） .....	66
四、第二十三條第二項（公司侵權責任） .....	67
第五節 民法上有關規定 .....	69
一、第一八四條第一項前段（一般侵權責任之一） .....	69
二、第一八四條第一項後段（一般侵權責任之二） .....	70
三、第一八四條第二項（一般侵權責任之三） .....	71
四、第一八五條（共同侵權責任） .....	73

第六節 小結 .....	75
第三章 民事損害賠償之因果關係 .....	77
第一節 思考模式 .....	77
一、因果關係之意義 .....	77
二、因果關係二階論 .....	79
(一)責任成立因果關係 .....	80
(二)責任範圍因果關係 .....	81
第二節 判斷標準 .....	82
一、條件說 .....	83
二、原因說 .....	85
三、相當因果關係說 .....	86
(一)條件關係 .....	89
1. 交通事故 .....	89
2. 勞工職業病 .....	91
3. 公害案件 .....	91
4. 醫療糾紛 .....	93
(二)相當性 .....	93
1. 責任成立之相當性 .....	94
2. 責任範圍之相當性 .....	97
四、預見說 .....	100
五、法規目的說 .....	101
六、不作為因果關係 .....	103
七、多數因果關係 .....	104
(一)累積因果關係 .....	104
(二)共同因果關係 .....	105
(三)擇一因果關係 .....	106
八、修補因果關係 .....	106
第三節 舉證責任 .....	107
一、傳統的紛爭事件 .....	107
二、現代型紛爭事件 .....	110
(一)表見證明 .....	111
(二)舉證責任轉換 .....	112

第四節 小結.....	114
第四章 特殊因果關係理論--證券詐欺.....	117
第一節 信賴要件與詐欺市場理論.....	117
一、信賴要件.....	117
(一)信賴要件之定位.....	117
(二)信賴要件之內涵.....	121
1.主觀信賴與客觀信賴.....	121
2.直接信賴與間接信賴.....	123
3.信賴必須合理.....	126
二、詐欺市場理論.....	129
(一)肯定說.....	129
1.早期見解.....	129
2.目前見解.....	131
(二)反對說.....	136
1.Basic 案之不同意見書.....	136
2.對反對說的檢討.....	138
(三)效率資本市場假設.....	140
1.理論內涵.....	140
2.與詐欺市場理論之關連性.....	145
(四)詐欺創造市場理論.....	148
第二節 交易因果關係與損害因果關係.....	149
一、證券詐欺因果關係二階論.....	149
二、交易因果關係與信賴要件.....	150
(一)交易因果關係.....	150
(二)與信賴要件之關連性.....	152
三、損害因果關係與損害賠償範圍.....	156
(一)損害因果關係.....	156
(二)損害賠償範圍之計算方法.....	157
第三節 舉證責任之緩和.....	163
第四節 小結.....	169
第五章 我國有關證券詐欺因果關係之案例.....	173
第一節 九億案.....	173

一、案例事實 .....	173
二、判決要旨 .....	174
三、評析 .....	175
第二節 順大裕案 .....	176
一、案例事實 .....	176
二、判決要旨 .....	178
三、評析 .....	183
第三節 大中鋼鐵案 .....	184
一、案例事實 .....	184
二、判決要旨 .....	185
三、評析 .....	188
第四節 京元電子案 .....	190
一、案例事實 .....	190
二、判決要旨 .....	191
三、評析 .....	197
第五節 立大農畜案 .....	199
一、案例事實 .....	199
二、判決要旨 .....	200
三、評析 .....	201
第六節 小結 .....	202
第六章 結論 .....	205
第一節 問題檢討 .....	205
第二節 修法建議 .....	210
參考文獻 .....	213
附錄 .....	220
公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則	220



## 第一章 緒論

### 第一節 問題意識

#### 證券詐欺損害賠償之因果關係究應如何認定？

近年來國內學術界出現兩波研究證券詐欺的熱潮，分別是 2001 年底美國爆發安隆案以後及 2004 年台灣爆發博達案以後。美國第七大企業安隆公司（Enron）於 2001 年 12 月 2 日聲請破產，成為美國史上最大的破產案，嚴重衝擊美國資本及金融市場，安隆的簽證會計師安達信（Anderson）因未查出安隆財務報表的不實表達而備受各界指責<sup>1</sup>。而博達公司於 1991 年成立，1999 年底上市成功，每股價格曾高達 368 元（當時股王），不料博達竟於 2004 年 6 月中突然聲請重整，7 月 1 日博達股票下市<sup>2</sup>，10 月 25 日董事長葉素菲、副董事長賴哲賢、副總經理謝世芳等人遭檢方起訴，根據檢方調查，葉素菲自民國 88 年以來，透過國內外人頭公司，以假買賣三角循環手法，做帳達 141 億元新台幣（下同），並藉子公司、海外銀行之手，掏空博達資產約 70 億，目前只知 12 億流向葉素菲，尚有

---

<sup>1</sup> 林柄滄，〈安隆（Enron）破產事件引發的會計危機〉，《會計研究月刊》第 195 期，2002 年 2 月，頁 21。

<sup>2</sup> 馬秀如，〈物不知其數：博達與會計師〉，《會計研究月刊》第 226 期，2004 年 9 月，頁 66-67。

高達約 58 億的鉅額資金下落仍不明<sup>3</sup>。

對證券詐欺案件，有多種觀察面向（dimensions），而法律學者多傾向關注法律責任之追究問題，尤其是民事責任問題<sup>4</sup>。以往民事責任較被忽略，並非法律上欠缺損害賠償之請求權基礎，而是實務運作使然，蓋最高法院認其相當因果關係難以認定<sup>5</sup>。事實上，因果關係是損害賠償法上最複雜的核心問題<sup>6</sup>，況且證券詐欺多牽涉財務金融及會計等專業領域，證券實務更複雜，若依傳統侵權行為由原告負擔因果關係之舉證責任，原告幾無可能透過訴訟成功求償。

多數學者皆認為，在證券詐欺損害賠償中，因果關係之證明，乃是關鍵因素，並經常援引美國法上判例學說之「信賴推定」作為理論依據，實發人省思。令本文亦不禁思索，如何在我國固有之相當因果關係說之脈絡下，擷取外國經驗，參照我國證券市場之實際案例，找出解決上開問題之道，使投資人有合理的機會得到損害填補。

本文研究範圍限於民事損害賠償之因果關係，不包括

---

<sup>3</sup> 自由時報 93 年 10 月 26 日社會新聞版  
<http://www.libertytimes.com.tw/2004/new/oct/26/today-so1.htm>

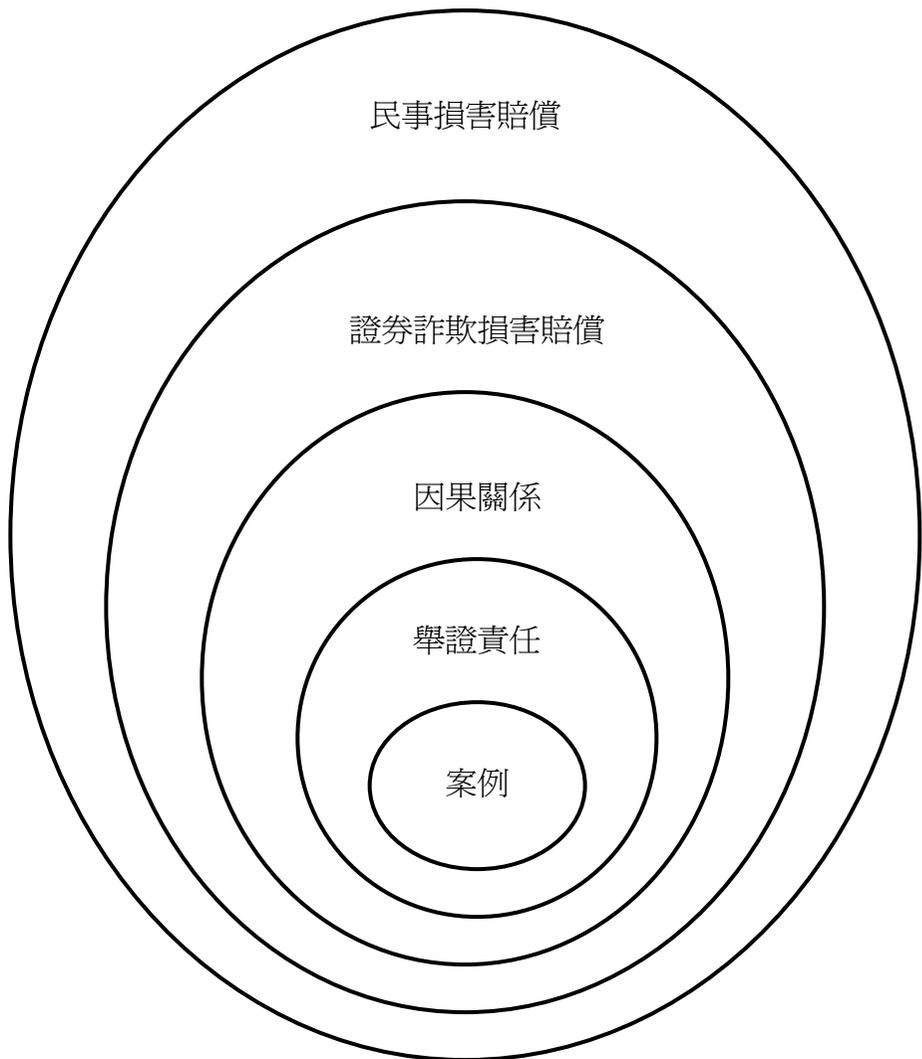
<sup>4</sup> 賴英照，〈建立更完備的民事責任機制〉，《律師雜誌》第 297 期，2004 年 6 月，頁 2-5；林仁光，〈論證券發行人不實揭露資訊之法律責任—兼論證券交易法修正草案第二十條〉，《律師雜誌》第 297 期，2004 年 6 月，頁 32-47；黃銘傑，〈從安隆（Enron）案看我國會計師民事責任之現狀〉，《月旦法學》第 85 期，2002 年 6 月，頁 105-118。

<sup>5</sup> 最高法院 78 年台上字第 2437 號判決。

<sup>6</sup> 王澤鑑，侵權行為法，第一冊，自版，2001 年 7 月，頁 212。

刑事責任因果關係之探討。希望本文之研究，一方面提供我國實務上處理相關案件時之參考，另一方面亦提供立法部門於將來修正證券交易法等相關法規時之參考。

## 第二節 研究架構



本文之探討對象，乃證券詐欺損害賠償責任之因果關係，論述層次包含證券詐欺之意義與規範、民事損害賠償責任及其因果關係之一般與特殊類型，並落實於民事訴訟之舉證責任上。由於證券詐欺損害賠償所牽涉問題十分龐雜，爭議非常多<sup>7</sup>，而且是較新的議題，自應開闢專章來探討證券詐欺相關問題。至於因果關係是民事損害賠償之核心問題，甚為複雜而具爭議性，自應另闢專章加以探討，從而本文於第二章、第三章分別探討證券詐欺之意義與規範、民事損害賠償之因果關係。

證券詐欺損害賠償固然是民事損害賠償之一種，我國通說就因果關係有無之判斷，向來採相當因果關係說<sup>8</sup>，惟證券詐欺損害賠償之因果關係卻有獨到特色，尤其美國法上之證券詐欺損害賠償之判例學說<sup>9</sup>，近年來極受我國學者推薦引進<sup>10</sup>，事實上目前探討此一議題之文獻及最新法院判決，幾無不引介英美法者，從而本文第四章乃針對證券詐欺損害賠償之因果關係，探討英美法脈絡下之證券詐欺因果關係，進行比較法之研究。

邏輯上，第四章關於證券詐欺因果關係之探討，應係

---

<sup>7</sup> 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 15；曾宛如，〈論證券交易法第二十條之民事責任—以主觀要件與信賴為核心〉，《臺大法學論叢》第 33 卷第 5 期，2004 年 9 月，頁 52。

<sup>8</sup> 最高法院 23 年上字第 107 號判例、33 年上字第 769 號判例及 48 年台上字第 481 號判例。

<sup>9</sup> Thomas Lee Hazen, *The law of securities regulation*, 612-627 (4<sup>th</sup> ed. 2002).

<sup>10</sup> 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，頁 147-183。

第二章探討證券詐欺與第三章探討因果關係之交集，然而證券詐欺之因果關係主要來自美國法，我國傳統上對因果關係之理解卻主要來自德國法，兩者思考模式大不相同，在論述流程上，實難以直接冶為一爐，故本文於第三章儘可能呈現德國法脈絡下之我國通說，於第四章儘量忠於美國法之原意，即為避免類似法律用語在概念上的混淆，並使第三章與第四章有相互參照之作用。

對證券詐欺相關規範有一定瞭解後，對我國通說上之相當因果關係，以及極具參考價值之美國證券詐欺因果關係理論，都有一定瞭解後，最重要者仍是如何應用於實際案例？況且我國近來案例已有引進美國法者<sup>11</sup>，但是否能為上級審所維持，則尚有疑問，故此刻特別有研究價值。本文於第五章討論這些實務案例，亦即以第二章、第三章、第四章之論證為基礎，查究目前最新實務係如何整合相當因果關係及美國法所謂之信賴推定。

最後，本文將利用結論提出檢討與建議，現行法縱有缺失，在未修法之前提下，吾人應如何解釋適用有關證券詐欺之因果關係？一方面不至牴觸既有判例所示之相當因果關係，另一方面融入美國法所謂之信賴推定而有助於緩和原告之舉證責任，達到保障投資人之目的。就現行法

---

<sup>11</sup> 2004年2月18日台中地方法院90年重訴字第706號判決（順大裕案）；2004年3月19日新竹地方法院90年重訴字第162號判決（京元電子案）；2004年7月30日台中地方法院91年重訴字第334號判決（大中鋼鐵案）；2004年11月30日高雄地方法院91年重訴字第447號判決（立大農畜案）等。

之缺失，如果將來有可能修法，應如何修法較能平息爭議而取得共識，本文也將提出拙見以供參考。

### 第三節 研究方法

研究方法須配合研究對象，本文之研究對象，主要是證券詐欺相關規範之解釋，尤其是因果關係規定之解釋。顯而易見，本文研究途徑（approach）乃傳統之法詮釋學，基本上是以解釋論為主，以立法論為輔。

立法者於立法之際，受限於時空因素，或者受限於表達的方法和能力，以致條文之意義不清楚，故解釋是適用法律的第一步工作<sup>12</sup>。各種解釋之方法，可分為文義解釋、論理解釋、歷史解釋、比較法解釋、目的解釋等方法。在其中，論理解釋又稱系統解釋，包括擴充解釋、限制解釋、當然解釋、反面解釋等方法。法律條文有時無法僅用單一方法找出真正之意義何在，此際，除注意文義解釋之極限外，應著重目的解釋有整合各種解釋方法之功能<sup>13</sup>。準此，面對爭議性條文之分析，本文將特別強調不同結論往往基於不同的解釋方法，並清楚交代本文所採之立場。

---

<sup>12</sup> 王海南等合著，法學入門，元照出版公司，2000年10月元照二版，頁179。

<sup>13</sup> 王海南等合著，同前註，頁180-184。

## 第二章 證券詐欺之意義及民事責任

### 第一節 概念界定

#### 一、定義

「證券詐欺」(securities fraud)，不易明確定義，一般係泛指與有價證券買賣相關之詐欺行為<sup>1</sup>。美國聯邦證券交易委員會，曾於1963年證券市場特別報告中提到：「聯邦證券立法之全部構造之中樞，乃在於企業內容之公開。運用有關其即將投資或已投資證券之適當的財產狀況資料或其他資訊，乃使投資人能作明智之投資判斷，且係防止證券詐欺之最好方法<sup>2</sup>。」對於「證券詐欺」，一個涵蓋較廣的解釋為：「證券投資或交易法規所禁止的不法行為」(A crime in which securities investing or trading laws have been violated.)<sup>3</sup>。由此看來，證券詐欺似乎為企業內容公開之反面，應與虛偽陳述或隱匿等詐欺概念有關，卻不限於傳統詐欺概念，而應在證券法規上找到新的意義。

“securities fraud”之用語，來自美國法，自不妨參考在

<sup>1</sup> 蔡朝安、游志煌，〈從投資人保護法之制定看我國證券詐欺訴訟之發展〉，《全國律師》第8卷第1期，2004年1月，頁68。

<sup>2</sup> 賴源河，證券管理法規，自版，2003年9月修訂版，頁57-58。

<sup>3</sup> 線上字典 <http://www.investorwords.com/cgi-bin/getword.cgi?4441>

美國法脈絡下之“securities fraud”與“fraud”之意義。

“fraud”與“deceit”大約是同義詞，都有欺騙、詐欺、詭計、騙局、奸詐的意思。在英美習慣法上（common law）之詐欺侵權行為訴訟，稱為“action of deceit”，一般認為應包含六項要件：客觀上，被告對於 (1)重要的（material）(2)事實（fact）(3)為不實陳述（false representation）；主觀上，(4)被告必須知悉（know）該虛假情事（the falsity）（又稱為「知情」“scienter”），卻仍然為該陳述，目的是引誘（induce）原告信任（rely on）該陳述；而 (5)原告必須有正當理由地（justifiably）信任該陳述，並且 (6)因而受到損害（suffer damages as a consequence）。上列詐欺要件，並非針對證券市場而設，但在美國證券法規上之證券詐欺訴訟中，大部分仍繼續存在<sup>4</sup>。

關於隱匿部分事實（half truth）之陳述，與徹頭徹尾的謊言（outright lie），效果上並無差別，其陳述皆非真實（untrue），顯然是不實陳述，實際上，帶有部分真實性的謊言，更令人難以對抗<sup>5</sup>。此外，關於完全不揭露（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；或者因雙方間有信託（fiduciary）或相類似的信賴（trust and confidence）關係，而一方對他方有以合理注意（reasonable care）揭露

---

<sup>4</sup> Louis Loss and Joel Seligman, *Fundamentals of securities regulation*, New York: Aspen Publishers, 910 (5<sup>th</sup> ed. 2004).

<sup>5</sup> *Id.*, at 912.

(disclosure) 相關事項之義務 (duty)<sup>6</sup>；在上述例外之情況，應揭露而未揭露，亦構成不實陳述之責任。

然而，美國證券法規上之反詐欺 (anti-fraud) 規定，被聯邦最高法院稱為「一網打盡」(catch-all) 條款者<sup>7</sup>，即依據 1934 年證券交易法授權由美國證交會 (SEC) 制定之 Rule 10b-5，其規定在買賣證券時，除了禁止詐欺、不實陳述；也禁止從事任何行為、業務或商業作法，其影響或將會影響他人就如同詐欺或詐騙一般者<sup>8</sup>。Rule 10b-5 之母法，即 1934 年證券交易法 Section 10(b) 本文，則並列操縱 (manipulative) 與詐欺 (deceptive) 之手段 (device) 為規範禁止對象<sup>9</sup>。實務上認為，Rule 10b-5 所禁止的不法

---

<sup>6</sup> Id., at 913.

<sup>7</sup> Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 203 (1976).

<sup>8</sup> Rule 10b-5 -- Employment of Manipulative and Deceptive Devices

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.

資料來源：<http://taft.law.uc.edu/CCL/34ActRIs/rule10b-5.html>

<sup>9</sup> Section 10 -- Regulation of the Use of Manipulative and Deceptive Devices

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--

- b. 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, any manipulative or deceptive device or any securities-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act), or contrivance in

行為也包括內線交易 (insider trading)<sup>10</sup>。總之，雖然操縱行為與內線交易，不一定涉及不實陳述，卻也同樣是 Rule 10b-5 所禁止之不法行為。蓋未利用不實陳述之操縱行為與內線交易，雖非傳統意義之詐欺，但對於一般投資人或其他關係人之影響，仍如同詐欺或詐騙一般。據上所述，「證券詐欺」似包含證券市場上所發生之詐欺以及相當於詐欺之其他不正方法，範圍相對大於傳統詐欺概念。當然，以上僅為多數見解，並不是毫無爭議<sup>11</sup>。

我國民法總則編與債編通則分別定有詐欺及侵權行為之規定。按詐欺之定義，最高法院 18 年上字第 371 號判例謂：「民事法上所謂詐欺云者，係謂欲相對人陷於錯誤，故意示以不實之事，令其因錯誤而為意思之表示。」

又按緘默是否構成詐欺？最高法院 33 年上字第 884 號判例謂：「民法第九十二條第一項所謂詐欺，雖不以積極之欺罔行為為限，然單純之緘默，除在法律上、契紙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。」亦即，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，

---

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.

資料來源：<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/34act/sect10.htm>

<sup>10</sup> Thomas Lee Hazen, *The law of securities regulation*, 625 (4<sup>th</sup> ed. 2002).

<sup>11</sup> 贊同多數見解者，參見劉志豪，〈網際網路證券交易詐欺之研究〉，中原大學財經法律研究所碩士論文，2001 年 7 月，頁 12-13；而認為操縱行為與證券詐欺性質不同者，參見王士珮，〈證券交易法上一般反詐欺條款之研究〉，國立中興大學法律學研究所碩士論文，1996 年 6 月，頁 27-29。

則仍構成詐欺。

再按詐欺是否構成侵權行為？最高法院 67 年度第 13 次民庭庭推總會會議決定事項：「六十三年四月九日本院六十三年度第二次民庭庭推總會會議議案(二)之決議謂：『因受詐欺而為之買賣，在經依法撤銷前，並非無效之法律行為，出賣人交付貨物而獲有請求給付價金之債權，如其財產總額並未因此減少，即無受損害之可言，即不能主張買受人成立侵權行為而對之請求損害賠償…。』旨在闡明侵權行為以實際受有損害為其成立要件。非謂此類事件，在經依法撤銷前，當事人縱已受有實際損害，亦不得依侵權行為法則請求損害賠償。」顯係肯定詐欺得構成侵權行為。有學者更進一步主張，詐欺侵權行為之損害不以金錢損害為限，詐欺僅侵害「意思決定自由」者，亦可納入侵害人格權而構成侵權行為<sup>12</sup>。

我國證券交易法第 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。」一般認係仿自美國 Rule 10b-5 之規定<sup>13</sup>。有學者更明白指出，本條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，

<sup>12</sup> 王澤鑑，侵權行為法，第一冊，自版，2001 年 7 月，頁 134-136。

<sup>13</sup> 余雪明，證券交易法，證券暨期貨市場發展基金會，2003 年 4 月四版，頁 619；賴英照，證券交易法逐條釋義，第一冊，自版，1996 年 8 月，頁 349；曾宛如，〈論證券交易法第二十條之民事責任—以主觀要件與信賴為核心〉，《臺大法學論叢》第 33 卷第 5 期，2004 年 9 月，頁 59；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，頁 149-150。

如發行人、證券商及其他關係人之行為<sup>14</sup>。可見「證券詐欺」涵蓋之不法行為，範圍應較民法上之詐欺侵權行為廣，不以虛偽、詐欺為限，尚包括其他足致他人誤信之行為。但民法似較重視權利主體之人格保護，而證券法規著重於健全資本市場並保障投資人之政策，故「證券詐欺」之損害賠償，應以金錢損害為限，較符合規範目的，並且與英美習慣法上之「詐騙訴訟」較為一致<sup>15</sup>。

析言之，「證券詐欺」之特徵為：關於有價證券買賣；且該不法行為具有詐欺性，包含詐欺及相當於詐欺之其他不正方法。故本文將之扼要定義為：「關於有價證券買賣之詐欺行為及相當於詐欺之其他不正方法，造成他人金錢損害，而為證券法規所禁止者。」

## 二、涵蓋行為態樣

具體而言，就「證券詐欺」所涵蓋之行為態樣，仍有爭議。例如，是否包括完全不涉及不實陳述之不法行為？又被告主觀要件是否限於故意？

在邏輯上，「證券詐欺」應可分為狹義說、廣義說、最廣義說。詳言之，「狹義證券詐欺」限於不實陳述，帶有不實陳述內涵之操縱行為及內線交易，仍屬不實陳述；

---

<sup>14</sup> 余雪明，同前註，頁 620。

<sup>15</sup> 劉興善譯，美國法律學會（American Law Institute）原著，美國法律整編侵權行為法（Restatement of the Law, Second -- Torts），司法院秘書處，1986 年 4 月，頁 431。

「廣義證券詐欺」包括不實陳述、操縱行為及內線交易，不問操縱行為及內線交易是否帶有不實陳述內涵；「最廣義證券詐欺」除了以上範圍，尚包括過失不實陳述。

依據前述歷史解釋、比較法解釋、目的解釋等法學方法，以多數見解之廣義說似乎較可採；但不涉及不實陳述者，卻無法就證券詐欺內涵提出明確的要件，而必須分別提出操縱行為之要件與內線交易之要件，事實上，採廣義說者通常仍以不實陳述之態樣為論述中心。更令人困擾者，我國證券交易法上明定不實陳述之過失責任，在多數人共同參與不實陳述之案例，故意不實陳述者，可能構成證券詐欺較無疑問，過失不實陳述者，亦可能被追究同一法律責任，因而形成最廣義說；對照在英美法上，主觀要件上「知情」(scienter)之標準為“recklessness”，應解釋為未必故意或重大過失？仍莫衷一是，有學者認為是介於故意與過失間一種具有高度非難性的心理狀態<sup>16</sup>。此爭點在後述證券交易法第 20 條第 1 項之一般反詐欺條款之主觀要件部分，將再討論。就我國法之立場，由於故意過失不實陳述責任合併規定，似採最廣義說較能涵蓋周全。

此外，依證券市場之分類，「證券詐欺」可能發生於「初級市場」(primary market)或「次級市場」(secondary market)，所謂初級市場又稱為發行市場，所謂次級市場又稱為流通市場或交易市場。而初級市場又分為「初次發

<sup>16</sup> 曾宛如，前揭註 13 文，頁 65、72。

行」(primary offer)與「再次發行」(secondary offer)，初次發行乃證券原始的、第一次的自發行人流向投資人之行為，再次發行則是證券從既存之持有人流向其他投資人之行為，例如將已發行之證券申請上市或上櫃；再次發行與流通市場之差別在於，前者是大規模公開向投資人要約之發行為，後者則是自交易市場中為買賣<sup>17</sup>。

發生在初級市場之證券詐欺，主要是公開說明書不實，惟在初次發行之公開說明書以外，是否包括再次發行或上市上櫃之公開說明書？非無爭論。發生在次級市場之證券詐欺，包括定期財務報告不實、重大資訊揭露不實、財務預測不實、操縱行為、內線交易等態樣<sup>18</sup>。

### 三、民、刑事責任之分際

證券詐欺之法律責任，可包含民事責任、刑事責任。例如，我國證券交易法第 20 條、第 32 條、第 157-1 條、第 155 條等皆為民事上損害賠償之請求權基礎。但違反第 20 條、第 157-1 條、第 155 條等，同時構成第 171 條之刑事責任；違反第 32 條等，同時構成第 174 條之刑事責任。亦即，在立法技術上，刑事責任之構成要件準用民事責任之構成要件，由形式上觀之，民刑事構成要件相同。

在上開證券交易法規範體例之下，實務上，追究上市

<sup>17</sup> 曾宛如，證券交易法原理，自版，2001 年 12 月二版，頁 75。

<sup>18</sup> 劉志豪，前揭註 11 文，頁 14、22。

上櫃公司內線交易、操縱股價或掏空公司資產等情事，仍以刑事訴訟為主軸，由檢察機關循線主動偵查，並由證基會協助或由證券暨期貨交易投資人保護中心受讓二十名以上投資人之訴訟實施權後以自己名義起訴求償。而這些案例之共同特徵為：(1)多屬上市上櫃之公開發行公司；(2)損及廣大投資人之利益；(3)證基會或證券暨期貨交易投資人保護中心代為起訴；(4)求償對象多為全體董事；(5)檢方多以內線交易、財報不實、操縱股價等為由提起公訴，其中可能涉及刑法上之偽造文書罪、詐欺罪、業務侵占罪及背信罪等<sup>19</sup>。

此外，證券不法案件之事實錯綜複雜且舉證困難，而檢調單位透過搜索、扣押或訊問被告及關係人等所得之證據資料較為豐富，民事舉證往往必須透過法院調閱刑事偵審卷證的方式為之；況且，證券案件求償金額龐大，裁判費亦高，為了節省訴訟費用，因此實務上常見於刑事訴訟中附帶請求民事損害賠償<sup>20</sup>。

由於上開實務情形，導致民事判決受到刑事判決之影響牽連，失去其自主性<sup>21</sup>。惟理論上，刑事責任重於犯罪行為之嚇阻與預防，而民事責任以填補個人損害為目的；刑事責任以法院心證達「無合理懷疑」(beyond reasonable

<sup>19</sup> 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》第 103 期，2003 年 12 月，頁 53。

<sup>20</sup> 劉連煜、林俊宏，〈投資人團體訴訟新時代的來臨〉，《月旦法學》第 111 期，2004 年 8 月，頁 92。

<sup>21</sup> 王文宇，前揭註 17 文，頁 54。

doubt) 之程度始得為有罪判決，而民事責任則以「優勢證據」為判決標準。某些構成要件之解釋，在民、刑事亦不盡相同，例如民法上故意之成立，行為人須有違法性之認識，刑法通說採犯罪三階論者則否；又例如民法上過失採客觀標準，分為重大過失、具體輕過失、抽象輕過失等，刑法則純就行為人主觀意思為斷。況且，刑法理論強調其最後手段性或「謙抑思想」，又極強調「罪刑法定原則」，面對證券交易法上複雜性、技術性之條文，在避免冤抑之同時，能否兼顧健全資本市場、保護投資人及損害分配？實在值得懷疑；民法上卻是無法律規定者，可依習慣法、法理，甚至允許類推適用。因此，目前實務上形成民事賠償責任與刑事責任同一命運之情況，非常不合理。

對於證券詐欺案件民事責任之探討，在法律構成要件之解釋上，實不宜考慮刑事責任之因素，以免徒增不必要之混淆。即使民、刑事責任在立法技術上共用構成要件之相同文字，但由於兩者之規範目的、學理、解釋方法、證據法則等皆有所不同，故實際上不構成刑事責任者，未必不構成民事責任，反之亦然。事實上，亦有必要純就證券詐欺之民事責任加強論述，以矯正實務上之偏離。本文即基於此一立場，爰僅就民事損害賠償責任為探討對象。

## 第二節 證券交易法上有關規定

### 一、第二十條第一項（一般反詐欺條款）

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。

（略）

違反前二項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償之責。

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。

#### （一）責任性質

民國 77 年修法前，對於證券交易法第 20 條第 1 項之性質，有「契約說」、「侵權行為說」及「獨立類型說」之爭論<sup>22</sup>。修法後確定為「侵權行為類型」，亦即賠償義務人包括交易對象以外之第三人<sup>23</sup>。英美法上之證券詐欺訴

---

<sup>22</sup> 賴英照，前揭註 13 書，頁 329。

<sup>23</sup> 參見 77 年證券交易法第 20 條修正之立法理由(一)。

訟，亦脫胎自習慣法（common law）上之侵權行為法（torts），可供參考比較。

我國證券交易法第 20 條第 1 項如同美國 Rule 10b-5 亦通稱為「一般反詐欺條款」，包括證券市場所有之詐欺或操縱之行為<sup>24</sup>，亦即為證券詐欺損害賠償之概括條款，只是我國條文過分抽象簡潔，更容易令人望文生義而滋生疑問，實有賴學說與比較法解釋加以補充。

## (二)不法行為

### 1.客觀要件

有價證券<sup>25</sup>、募集、私募、發行<sup>26</sup>之意義，分別於證券交易法第 6 條、第 7 條第 1 項、第 7 條第 2 項、第 8 條定有立法解釋。民國 77 年修法前，證券交易法舊第 9 條

<sup>24</sup> 余雪明，同註 14。

<sup>25</sup> 證券交易法所規範之有價證券，採列舉式規定，與民商法上之有價證券範圍有所不同。某些民商法上常見之有價證券，例如支票、本票、匯票等之貨幣證券，或與運送證券、倉庫證券等合併而稱為財物證券，無法成為投資標的，並非證券交易法上之有價證券；某些非民商法上之有價證券，例如新股認購權利證書、新股權利證書及有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書，或無實體交易及無實體發行之有價證券，其款券僅以帳簿劃撥方式交付，在民商法上皆不認為是有價證券，但具有投資意義，屬於證券交易法上之有價證券；參見賴源河，前揭註 2 書，頁 26-27。

<sup>26</sup> 公開招募多以 public offer 或 public distribution 稱之，通常直接譯為「公開發行」，然依證券交易法第 8 條之規定，卻將「發行」限縮在「製作並交付有價證券之行為」，是否妥適？非無疑問。按製作交付之行為，無所謂公開與否之問題，事實上，招募過程始有公開與否之問題，而製作交付之行為僅係該過程後階段之部分。又按公司法第 266 條以下有關「發行新股」之規定，乃指股票由公司到股東手中的過程；而公司法第 161-1 條所稱之「發行股票」，乃指製作交付之動作，可知「發行」之用語，其含義有廣狹之分，不宜一概而論，故宜刪除證券交易法第 8 條；參見曾宛如，前揭註 17 書，頁 60。

有「買賣」之立法解釋，其排除發行市場上之募集及非公開之發行，亦不包括交易市場上之場外買賣，將不當限制證券交易法第 20 條第 1 項之適用，不利投資人求償，現已刪除<sup>27</sup>；蓋買賣之定義及效力，民法已有專節規定，證券交易法上所稱買賣，亦應適用民法上一般意義，避免規範漏洞，以保護投資人<sup>28</sup>。簡言之，證券交易法上之有價證券，無論在發行市場上公開招募（public offer）或對特定人招募（民國 91 年 2 月修正證券交易法第 20 條第 1 項始增列私募），或是在交易市場上進行買賣，皆不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。

所謂「虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為」，乃模仿美國 1934 年證券交易法授權由美國證交會（SEC）制定之 Rule 10b-5，其規定三種禁止行為：(1)使用任何手段、計劃或詭計進行詐欺；(2)對重要事實為不實陳述，或省略陳述上必要的重要事實，按照該情況下使人誤解；(3)從事任何行為、業務或商業作法，其影響或將會影響他人就如同詐欺或詐騙一般<sup>29</sup>。兩相對照下，Rule 10b-5 禁止之三種行為，即分別相當於我國法上之「詐欺」、「虛偽」及「其他足致他人誤信之行為」，兩者文義及語法結構，皆有近似之處。惟「其他足致他人誤信之行為」是否限於有不實陳述內涵者？此涉及「證券詐欺」定義及涵蓋範圍

<sup>27</sup> 余雪明，前揭註 13 書，頁 152。

<sup>28</sup> 參見 77 年證券交易法第 9 條刪除之立法理由(三)。

<sup>29</sup> Supra note 8.

之爭論，本文採最廣義說，請參閱本章第一節所述。

## 2.主觀要件

行為人主觀上是否具備詐欺故意？尚無定論。從文義上「虛偽、詐欺」似僅限於故意型態，但「其他足致他人誤信之行為」卻未必如此；況且參照證券交易法第 32 條規定禁止「虛偽或隱匿」，文義上亦似僅限於故意型態，卻在同條第 2 項有推定過失之舉證免責規定，顯有疑義。即使參照英美法在證券詐欺之主觀要件，認為「知情」(scienter)之標準為“recklessness”，應解釋為未必故意或重大過失？有學者認為是介於故意與過失間一種具有高度非難性的心理狀態<sup>30</sup>，亦非明確的判斷標準。台中地方法院於 90 年重訴字第 706 號判決（順大裕案）則指出，證券交易法第 20 條第 1 項包括過失型態。

### (三)損害及因果關係

違反證券交易法第 20 條第 1 項者，依同條第 3 項之規定，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償之責。

本條項所謂「因而所受之損害」，亦即原告須受有損害，且被告之不法行為與原告之損害間須有因果關係。又本條項所謂「善意」，亦即原告於交易時「不知」被告有「虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為」之不法行為。

---

<sup>30</sup> 曾宛如，同註 16。

其實「善意」應放在因果關係中一併評價，蓋「原告誤信被告」與「被告造成原告誤信」，似乎是一體兩面，而原告誤信被告之「善意」，亦即被告造成原告誤信，因原告誤信導致系爭交易，因系爭交易導致原告損害等一連串因果關係之最初條件。若欠缺「善意」者，必定無因果關係，然而具備「善意」者，卻未必有因果關係，可見「善意」實為因果關係之必要條件，僅論因果關係已足。故「善意」之規定，僅可謂不保護惡意之明確宣示。

或許立法者當初欲藉由原告主觀上之「善意」，引進英美法上之信賴要件，以彰顯英美法上之信賴要件有別於因果關係要件，惟至今探討信賴要件者，毫無例外均認為其與因果關係有密切關連。就英美法上之信賴要件與因果關係等問題，在本文第四章有更深入的剖析。

#### (四)請求權人

原告須為有價證券之「取得人或出賣人」，但實際上證券經紀商受託買賣有價證券可以「行紀」與「居間」方式為之，其以「行紀」受託買賣者，買賣直接當事人為證券經紀商，並非委託人，若買賣有虛偽、詐欺等情事，委託人欲提出賠償之訴，並不能逕行向侵權行為人請求，而須透過受託證券經紀商輾轉向侵權行為人請求，致權利之行使程序，顯過於繁雜<sup>31</sup>。故民國 77 年修正證券交易法時增訂第 20 條第 4 項，擬制規定委託證券經紀商以行紀名

<sup>31</sup> 參見 77 年證券交易法第 20 條修正之立法理由(四)。

義買入或賣出之人，視為前項之取得人或出賣人。

## 二、第三十二條 ( 公開說明書不實責任 )

前條之公開說明書，其應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，左列各款之人，對於善意之相對人，因而所受之損害，應就其所應負責部分與公司負連帶賠償責任：

- 一 發行人及其負責人。
- 二 發行人之職員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部者。
- 三 該有價證券之證券承銷商。
- 四 會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者。

前項第一款至第三款之人，除發行人外，對於未經前項第四款之人簽證部分，如能證明已盡相當之注意，並有正當理由確信其主要內

容無虛偽、隱匿情事或對於簽證之意見有正當理由確信其為真實

者，免負賠償責任；前項第四款之人，如能證明已經合理調查，並

有正當理由確信其簽證或意見為真實者，亦同。

## (一)不法行為

### 1.客觀要件

公開說明書係將公開原則 (principle of full disclosure) 落實於發行市場之公開制度。公開說明書之立法解釋，依證券交易法第 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。析其要件：(1)編製人為發行人；(2)編製目的係為有價證券之募集或出賣；(3)須向主管機關申報並向公眾提出<sup>32</sup>。

發行人<sup>33</sup>、有價證券、募集之意義，另規定於本法第 5 條、第 6 條、第 7 條第 1 項；而「出賣」之用語，在證券交易法中並無立法解釋，是否適用民法上買賣之概念？非無爭論。曾有學者主張證券交易法第 13 條所稱「出賣」

<sup>32</sup> 賴英照，前揭註 13 書，頁 139。

<sup>33</sup> 初次發行之發行人係募集及發行有價證券之發行公司，而設立中公司，因公司尚未成立，應以發起人為發行人；參見賴源河，前揭註 2 書，頁 68。惟於再次發行之場合，再次發行人應解釋為出售該有價證券之持有人。但礙於證券交易法第 5 條規定：「本法所稱發行人，謂募集及發行有價證券之公司，或募集有價證券之發起人。」如認為再次發行人之解釋，有牴觸發行人之立法解釋之虞者，本文認為該民事責任仍可類推適用。

宜改為「發行」，蓋發行人依證券交易法第 30 條第 1 項，僅於募集、發行有價證券時始有編製公開說明書並交付投資人之義務，而證券在交易市場（流通市場、次級市場）期間，發行人並無編製公開說明書之規定<sup>34</sup>。

另有學者主張「出賣」係指民國 77 年證券交易法新增第 22 條第 3 項之已發行證券而對非特定人公開招募之出售行為<sup>35</sup>，亦即再次發行，依「發行人募集與發行有價證券處理準則」（民國 93 年 12 月 9 日修正）第 63 條至第 67 條之規定，有價證券持有人申報公開招募時，有編製並委由證券承銷商代理交付「公開招募說明書」之義務。公開招募說明書，由再次發行之發行人（有價證券持有人）編製，目的是為了有價證券之募集（公開招募、公開發行）或出賣（再次發行），且須向主管機關申報並交付投資人，完全符合證券交易法第 13 條所稱公開說明書之要件，依現行法令，亦即再次發行之公開說明書。

此外，民國 91 年證券交易法新增第 30 條第 3 項，規定公司申請上市上櫃亦有編製公開說明書之義務，將以往實務上「臺灣證券交易所股份有限公司」（以下簡稱為證交所）及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心」（以下簡稱為櫃買中心）之私法人內部規章，提升至法律位階，使上市上櫃亦有編製公開說明書之法定義務。又依 93 年

<sup>34</sup> 賴英照，前揭註 13 書，頁 141。

<sup>35</sup> 陳春山，證券交易法論，五南圖書出版公司，2003 年 9 月六版，頁 57。

修正後之「臺灣證券交易所股份有限公司初次申請有價證券上市用之公開說明書應行記載事項準則」第 13 條、「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心申請有價證券於證券商營業處所買賣之公開說明書應記載事項準則」第 18 條，分別規定公司申請上市或上櫃，其依據相關法令規定所編製之完整版公開說明書，已按規定之格式以電子檔案方式傳至指定之網際網路資訊申報系統，並以書面備置於證交所、櫃買中心、證基會、證券商公會、本次募集發行案件主協辦證券承銷商之總公司，供投資人查閱者，得以簡式公開說明書交付認股人。簡言之，上市上櫃之公開說明書，乃初次發行（發行新股）或再次發行（老股承銷）之發行人，為了有價證券之募集或出賣所編製之公開說明書，並有向主管機關申報並交付投資人之義務，亦符合證券交易法第 13 條所稱公開說明書之要件。

綜上所述，證券交易法第 13 條所謂「出賣」，解釋為再次發行，應較妥適。民法上買賣之概念，可包含一般人在流通市場上之出售行為，未必涉及公開原則，其涵義似失之過廣。學說上「出賣即發行」之說，或可擴張解釋兼指初次發行與再次發行，不宜拘泥於狹義之發行。質言之，初次發行、再次發行或上市上櫃之公開說明書，同為證券交易法第 13 條之公開說明書。

雖然實務上有認為：「至於證券交易法第三十條、第三十二條所稱之公開說明書係指公司募集、發行有價證

券，於申請審核時應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），與證券交易法第三十條、第三十二條所定之公開說明書未合，自與證券交易法第一百七十四條第一項第一款、第三款之構成要件不符，尚難論以該罪<sup>36</sup>。」但那是刑事判決，依罪刑法定主義，刑事責任之解釋方法較嚴格，並不當然適用於民事責任之判斷，而且那是在民國 91 年修法前之見解。有學者便認為，民國 91 年證券交易法新增第 30 條第 3 項以後，公司申請上市上櫃之公開說明書，解釋上應有證券交易法第 32 條之適用<sup>37</sup>。

依文義解釋，證券交易法第 32 條之規範對象，似僅限於「前條」之公開說明書，亦即證券交易法第 31 條之「募集」有價證券，且發行人對認股人或應募人有交付義務之公開說明書。惟有學者認為，應援引證券交易法第 13 條使之及於「出賣」有價證券，否則證券交易法第 32 條在最重要之地方反而不能適用，自不合理，故其主張不必考慮可能是筆誤之「前條」二字<sup>38</sup>。進而言之，已公開發行公司之大股東透過交易市場化整為零出售相當數量之股票，對市場造成衝擊者，亦即發行公司透過此等人將

<sup>36</sup> 台灣高等法院高雄分院 88 年上重訴字第 14 號判決。

<sup>37</sup> 劉連煜，新證券交易法實例研習，元照出版公司，2004 年 2 月增訂二版，頁 247。

<sup>38</sup> 余雪明，前揭註 13 書，頁 613。

名目上已發行之股票再度發售分散公眾，實屬再次發行之一種，只是利用之市場不同，但對市場皆可能有擾亂或破壞之作用，為保護投資人，有必要納入管理<sup>39</sup>。總之，強制企業內容資訊公開揭露，以保護投資人，其功能似不因發行人所利用之市場不同而有異，實無排除該等公開說明書不實責任之理由。同此見解，如為貫徹證券交易法第 32 條之立法意旨，解釋上應認為舉凡為初次發行或再次發行所編製之公開說明書，皆應納入其規範對象<sup>40</sup>。

就保護投資人之規範目的而言，不妨從寬解釋證券交易法第 32 條之公開說明書，按「募集」(public offer 或 public distribution) 係向「非特定人公開招募」之行為<sup>41</sup>，至於再次發行是將已發行有價證券向非特定人公開招募之出售行為，實質上不脫募集之意涵。又按現行法令下，再次發行或上市上櫃之公開說明書，均有編製及交付之義務，反對說最主要的理由已不存在。基於體系解釋、目的解釋及擴張解釋之法學方法，在未踰越文義通常可能理解範圍之前提下，證券交易法第 32 條之公開說明書與第 13 條之公開說明書，解釋上趨於一致較合理，應包含初次發行、再次發行或上市上櫃之公開說明書，故第 32 條規定「前條」之文字實屬贅文，或者乾脆修法刪除「前條」二字，

<sup>39</sup> 余雪明，前揭註 13 書，頁 155-156。

<sup>40</sup> 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 24。

<sup>41</sup> 曾宛如，前揭註 17 書，頁 53。

以免徒生爭執。

公開說明書之應記載事項，詳細規定於多項行政命令及相關規章中。例如：依據證券交易法第 30 條第 2 項之規定訂定之「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」(民國 92 年 12 月 30 日修正)、「金融業募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」(民國 91 年 9 月 20 日修正)、「金融保險業募集設立公開說明書應行記載事項準則」(民國 88 年 2 月 23 日修正)；依據證券交易法第 30 條第 3 項之規定訂定之「臺灣證券交易所股份有限公司初次申請有價證券上市用之公開說明書應行記載事項準則」(民國 93 年 8 月 3 日修正)、「臺灣證券交易所股份有限公司初次申請第三類股票上市之公開說明書應行記載事項要點」(民國 83 年 8 月 12 日修正)、「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心申請有價證券於證券商營業處所買賣之公開說明書應記載事項準則」(民國 93 年 8 月 3 日修正)；依據證券投資信託事業管理規則第 40 條之規定訂定之「證券投資信託事業發行受益憑證編製公開說明書應行記載事項」(民國 92 年 4 月 30 日修正)、「中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會組合理證券投資信託基金公開說明書資訊揭露事項」(民國 92 年 1 月 27 日修正)；依據金融資產證券化條例第 17 條第 2 項及第 101 條準用第 17 條第 2 項規定訂定之「受託機構公開招募受益證券特殊目的公司公開招募資產基礎證券公開說明書應行記載事項準則」(民國 91 年 10 月 2 日修正)；民

國 92 年公布之不動產證券化條例第 15 條第 1 項亦規定，受託機構依不動產投資信託計畫募集受益證券時，受託機構應依證券交易法規定之方式，向應募人或購買人提供公開說明書；其應行記載事項，由證券主管機關定之。

應記載事項以「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」為例。第二章「編製內容」包括第一節「公司概况」（第 8 條至第 16 條）、第二節「營運概況」（第 17 條至第 21 條）、第三節「發行計畫及執行情形」（第 22 條至第 25 條）、第四節「財務概況」（第 26 條至第 28-1 條）、第五節「特別記載事項」（第 29 條至第 29-1 條）、第六節「重要決議、公司章程及相關法規」（第 30 條至第 31 條），至於募集設立之公開說明書，另規定於同準則第四章（第 34 條），詳請參閱本文附錄。

證券交易法第 32 條所謂之「主要內容」，較為抽象，容有解釋空間。有學者認為，舉凡法律或命令上規定應記載公開之事項，即屬「主要內容」<sup>42</sup>。但多數學者認為，所謂「主要內容」，法無明文，係一不確定法律概念，解釋上應指可能影響一理性投資人（reasonable man）之證券投資判斷之記載而言<sup>43</sup>。

按「主要內容」可參考美國 1933 年證券法 Rule 405

<sup>42</sup> 賴源河，前揭註 2 書，頁 380。

<sup>43</sup> 賴英照，前揭註 13 書，頁 247；余雪明，前揭註 13 書，頁 612；曾宛如，前揭註 17 書，頁 201；陳春山，前揭註 35 書，頁 354；劉連煜，前揭註 37 書，頁 248。

對於 materiality 之解釋<sup>44</sup>，指一普通之謹慎投資人在購買證券前所應獲悉之事實。亦即投資人對於證券投資價值判斷所必要之有關發行公司之事實，通常指發行人之財務、業務及重要人事等有關情形，惟應依具體情形而判斷<sup>45</sup>。除了投資人在購買證券前所應獲悉之事實，亦包括對其購買決定可能有影響之事實，後者意義較前者為廣<sup>46</sup>。一般而言，以該內容是否具有重要性（materiality）做為判斷標準，亦即「該項隱匿或不實陳述是否會影響一個謹慎投資人對有價證券風險之評估，而非採絕對影響力之測試」，在英國法上以“would”為標準；但在美國法上歷來判決見解不一，有“might”（也許）、“would”（將會）、“significant propensity”（顯著的傾向）、“substantial likelihood”（大體上的可能）等標準，而美國證交會（SEC）之立場應是偏向於“substantial likelihood”此一標準<sup>47</sup>。對於證券律師而言，判斷是否屬於主要內容，並非易事，實務上除非能證明該事實不重要，否則應予列入，並力求正確，以免招致法律責任<sup>48</sup>。

<sup>44</sup> Rule 405 -- Definitions of Terms

*Material.* The term *material*, when used to qualify a requirement for the furnishing of information as to any subject, limits the information required to those matters to which there is a substantial likelihood that a reasonable investor would attach importance in determining whether to purchase the security registered.

資料來源：<http://www.law.uc.edu/CCL/33ActRIs/rule405.html>

<sup>45</sup> 賴源河，前揭註 2 書，頁 69。

<sup>46</sup> 余雪明，前揭註 13 書，頁 612。

<sup>47</sup> 曾宛如，前揭註 17 書，頁 200-201。

<sup>48</sup> 劉連煜，前揭註 37 書，頁 249。

按一般法律用語，所謂「虛偽」係指明知為不實之事實而陳述，所謂「隱匿」係指對重要事實之故意遺漏<sup>49</sup>。民國 77 年證券交易法修正第 32 條第 1 項，將「欠缺」改為「隱匿」，同時新增第 2 項採推定過失責任主義，造成本條第 1、2 項之法條文義自相矛盾。實則本條包括故意行為與過失行為，詳見後述主觀要件部分。

虛偽為明知或可得知為不實而記載固屬之，如因不注意事實上重要之記載不實者，亦應包括在內，亦即以客觀為原則<sup>50</sup>。而「隱匿」除包括完全不記載之情形外，亦應包括「誤導之陳述」(misleading statement)，即陳述偏頗，使投資人誤解之情形<sup>51</sup>。例如「本公司有銀行存款 63 億元」之陳述正確，但如未註明該 63 億元已成為公司與銀行間另一擔保契約之擔保品而不能動支，令人誤以為該公司有約當現金 63 億元，資產雄厚，敢與之交易，即屬誤導。

解釋上，公開說明書內容真實完整性之認定，似乎應以申報生效時為基準。惟嗣後有情況變遷，仍不得再使用過時之公開說明書，應儘速增補，以免誤導投資人<sup>52</sup>。

## 2. 主觀要件

證券交易法第 32 條第 1 項於民國 77 年修正前之條文

<sup>49</sup> 劉連煜，同前註。

<sup>50</sup> 余雪明，前揭註 13 書，頁 612。

<sup>51</sup> 余雪明，同前註；賴英照，前揭註 13 書，頁 247；陳春山，前揭註 35 書，頁 354。

<sup>52</sup> 余雪明，前揭註 13 書，頁 612。

為「有虛偽或欠缺之情事」，立法院將「欠缺」修改為「隱匿」，原不在行政院修正草案之列，乃立法委員於審查時認為「欠缺」屬公司業務上之疏忽，並非故意隱瞞，若公開說明書內容有欠缺，可通知補正，以示本條僅處罰故意行為之意<sup>53</sup>。但同條新增第2項推定過失責任之免責要件之規定，前後不免有所矛盾。如依第1項認為本條僅處罰故意行為，則第2項全屬贅文；如依第2項認為本條處罰過失行為，則第1項顯係立法錯誤<sup>54</sup>。相較之下，認為第1項應擴張解釋者，較能合理解釋，並配合本條修正之立法理由，故所謂「隱匿」在本條實仍與「欠缺」無異。

據此，判斷公開說明書「虛偽或隱匿」，應以客觀為原則<sup>55</sup>。或可直接稱為「公開說明書不實」，更為貼切。事實上，民國77年證券交易法第32條新增第2項之前，係採結果責任主義，性質上是一種法定擔保責任，只要公開說明書應記載之主要內容，客觀上有不實陳述（含積極或消極），本條所列舉之人，不問故意過失，均須一律負責。但對於發行人以外之人，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<sup>56</sup>。

<sup>53</sup> 賴英照，證券交易法逐條釋義，第四冊，自版，1996年8月，頁229；劉連煜，前揭註37書，頁249。

<sup>54</sup> 證券交易法第32條第1項之文字修正，唯一合理的解釋是從刑事責任觀點出發，依刑法第12條第2項之規定，過失行為之處罰以有特別規定者為限，故修正為「隱匿」，應係明確排除過失行為之刑事責任，以免滋生罪刑法定原則之疑義，但對於證券交易法第32條之民事責任，應無影響。

<sup>55</sup> 余雪明，前揭註13書，頁612。

<sup>56</sup> 參見77年證券交易法第32條修正之立法理由(二)。

證券交易法第 32 條新增第 2 項可免責之事由後，除發行人不問主觀要件以外，其餘各款之人須舉證證明自己已善盡調查及注意之義務，顯係推定有過失。

## (二)損害及因果關係

公開說明書不實之民事責任，係對善意之相對人，因而所受之損害，應就其所應負責部分與公司負連帶賠償責任。所謂「善意」，通說係指事前「不知」公開說明書之主要內容有虛偽欠缺之情事，而誤信其為真實<sup>57</sup>，相當於英美法上之信賴（reliance）。關於損害及因果關係要件，投資人通常難以證明自己是因為看了公開說明書之不實陳述才導致損害，本文以為此與一般證券詐欺之情形相同，涉及原告舉證責任緩和之議題，亦請參閱本文第四章之探討。惟須注意引用美國法上之「詐欺市場理論」（fraud on the market theory）推定實際信賴（actual reliance）時，在初次發行市場會有問題，但另有「詐欺創造市場理論」（fraud created the market theory）可提供解決之道，本文第四章將有進一步探討。

## (三)請求權人

所謂「相對人」是否限於直接與發行人有契約關係之

---

<sup>57</sup> 賴英照，證券交易法逐條釋義，第二冊，自版，1996年8月，頁252-253；陳春山，前揭註35書，頁352；曾宛如，前揭註17書，頁202；余雪明，前揭註13書，頁612；賴源河，前揭註2書，頁381；劉連煜，前揭註37書，頁250。

認股人或應募人？學說上有持肯定見解者<sup>58</sup>，亦有持否定見解者<sup>59</sup>。或謂相對人應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，此與交付時須有來往之情形者不同<sup>60</sup>。就文義解釋，肯定說似較符合立法原意；然就目的解釋，以主張侵權行為責任或法定責任，不以契約關係為限，較能保障投資人。美國法上轉手買入者亦有訴權<sup>61</sup>。本文以目的解釋應優於文義解釋，復參考外國立法例，故較贊同否定說之見解。

#### (四)賠償義務人及其免責要件

##### 1.發行人

依證券交易法第 32 條第 1 項第 1 款前段之規定，發行人應與公司負連帶賠償責任。按公開說明書為發行人所製作，其內容如有虛偽或欠缺之情事，發行人自應負責。於初次發行之場合，發行人應包括發行有價證券之公司或發起人；於再次發行之場合，再次發行之發行人為該有價證券持有人。發行人與其他賠償義務人不同之處，在於發行人就公開說明書不實之民事責任，並無免責事由，仍採

<sup>58</sup> 賴英照，前揭註 57 書，頁 252；劉連煜，前揭註 37 書，頁 250-251；余雪明，前揭註 13 書，頁 612-613；賴源河，前揭註 2 書，頁 381。

<sup>59</sup> 曾宛如，前揭註 17 書，頁 202；陳春山，前揭註 35 書，頁 352-353；黃銘傑，公開發行公司法制與公司監控—法律與經濟之交錯，元照出版公司，2001 年 11 月，頁 268-269。

<sup>60</sup> 賴源河，前揭註 2 書，頁 69。

<sup>61</sup> 余雪明，前揭註 13 書，頁 612。

結果責任主義，亦稱為絕對責任<sup>62</sup>。亦即只要客觀上符合前述公開說明書不實之各項要件，發行人縱無過失，仍應與公司負連帶賠償責任。解釋上，如發行人為公司，應自行負責固毋論；如發行人為發起人，則發起人似應與設立登記後之公司連帶負責，發起人有數人者亦同。

## 2. 發行人之負責人

依證券交易法第 32 條第 1 項第 1 款後段之規定，發行人之負責人應與公司負連帶賠償責任。設立中公司之負責人即發起人，殆無疑問。而股份有限公司之負責人，則應依公司法第 8 條之規定，主要是董事，及執行職務範圍內之監察人、經理人等。此謂經理人，實務上多為總經理（或執行長 CEO, Chief Executive Officer）、財務長（CFO, Chief Finance Officer）、財務經理或會計經理等。因發起人應負發行人責任，故非本款後段所謂之負責人。負責人對於公開說明書之各部分均應負責，亦即應負全面性之責任，並非僅對其簽名部分負責<sup>63</sup>。

自民國 77 年證券交易法修正新增第 32 條第 2 項後，對於發行人以外之其他賠償義務人，不再採結果責任主義，改採推定過失責任主義，以減輕各該人員之責任，並促進其善盡調查及注意之義務。依該第 2 項前段之規定，

---

<sup>62</sup> 參見 77 年證券交易法第 32 條修正之立法理由(二)。

<sup>63</sup> 賴英照，前揭註 57 書，頁 248；劉連煜，前揭註 37 書，頁 251；余雪明，前揭註 13 書，頁 613。

分為二種情形：(1)對於未經會計師、律師等專家簽證部分，如負責人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；(2)對於經會計師、律師等專家簽證部分，如負責人對於專家簽證之意見有正當理由確信其為真實者，免負賠償責任。本條項得由被告舉反證證明自己無過失之規定，乃舉證責任倒置之規定，對請求權人較為有利，亦稱為中間責任。

無專家簽證之情形，所謂「盡相當之注意」，有學者認為，係指依其本身職位身分，已盡與處理自己事務相同之注意義務，並為其應為之行為而言，亦即指具體輕過失責任<sup>64</sup>。惟本文以為，參照民國 90 年修正之公司法第 23 條第 1 項之規定，公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，又參照民法第 535 條後段之規定，有償委任之受任人應盡善良管理人之注意義務，故負責人之注意義務應以抽象輕過失為標準較妥。至於所謂「有正當理由確信其主要內容無虛偽、隱匿情事」，應指已依其職位身分，對於有關事項作合理之調查而言<sup>65</sup>。

有專家簽證之情形，所謂「有正當理由確信其為真實者」，係指經會計師、律師等專家簽證部分，已盡其瞭解之能事，並無跡象顯示專家簽證之意見有虛偽隱匿之情事而言，尚無獨立進行調查之義務，相較於無專家簽證之情

<sup>64</sup> 賴英照，前揭註 53 書，頁 230；余雪明，前揭註 13 書，頁 614。

<sup>65</sup> 賴英照，前揭註 53 書，頁 230-231。

形，有專家簽證之情形責任較輕<sup>66</sup>。若根本未看或看不懂便放棄而不問，即屬未盡其瞭解之能事，縱委由專家簽證，仍不能據以卸責。

有學者指出，證券交易法第 32 條第 2 項是由美國法上之「合理調查抗辯」(due diligence defense)簡化而來<sup>67</sup>。美國實務上有「調查會議」(due diligence meeting)，由承銷商與發行人之有關人員開會討論，但如流於形式，尚不能滿足「盡相當之注意」之義務，尚須考慮有關人員之職責，社會所接受之職業上起碼之標準（客觀主義），以及該人之學識、背景及當時之情形（主觀主義），以判斷有關人員履踐調查義務時是否符合應有之注意程度<sup>68</sup>。應可供我國法解釋上之參考。

### 3. 發行人之職員

依證券交易法第 32 條第 1 項第 2 款之規定，發行人之職員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部者，應就其所應負責部分與公司負連帶賠償責任。所謂「職員」，體系解釋上應指負責人以外之公司員工，故學者認為本款之職員，應指法人之受僱人，而在公開說明書上簽章者而言<sup>69</sup>。實務上較有可能發生者，應係公開說明書內含之財務報表上會有公司內部財會承辦人

<sup>66</sup> 賴英照，前揭註 53 書，頁 231；劉連煜，前揭註 37 書，頁 257。

<sup>67</sup> 余雪明，前揭註 13 書，頁 614。

<sup>68</sup> 余雪明，同前註。

<sup>69</sup> 賴源河，前揭註 2 書，頁 381；賴英照，前揭註 57 書，頁 248。

員之簽章。又職員所負之連帶賠償責任並非全面性，僅就其簽章之部分負責，應非過苛。

至於職員之免責要件，與負責人大致相同，但本文就職員之注意程度，則採取與多數見解相同之具體輕過失之標準，蓋職員既為受僱人，自不受公司負責人注意義務或民法上有關委任規定之拘束，況且在勞動關係上，職員相對於負責人，誠屬弱勢，故解釋上應相對減輕其責任。

#### 4. 證券承銷商

依證券交易法第 32 條第 1 項第 3 款之規定，證券承銷商就其所承銷有價證券之公開說明書不實，應與公司負連帶損害賠償責任。承銷商負責該有價證券之承銷，而不承擔公開說明書之編製，亦未在公開說明書上簽名，然基於立法政策之考量，亦負全面性之責任，對公開說明書之全部內容負責，主要理由有三：(1)證券承銷商處於可對發行公司之內容給予保證之地位；(2)證券承銷商對有關發行公司事項之調查與確認，處於特別有利之地位；(3)證券承銷商於最後是否承銷證券，具有很大之任意性<sup>70</sup>。

至於承銷商之免責要件，基於立法政策之考量，應與負責人完全相同。

#### 5. 會計師、律師、工程師等專技人員

依證券交易法第 32 條第 1 項第 4 款之規定，會計師、

---

<sup>70</sup> 賴源河，前揭註 2 書，頁 71-72；劉連煜，前揭註 37 書，頁 253-255。

律師、工程師或其他專門職業或技術人員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者，應就其所負責部分與公司負連帶賠償責任。

專門職業或技術人員對於其簽證或陳述意見之部分，欲主張免責抗辯者，依證券交易法第 32 條第 2 項後段之規定，必須「證明已經合理調查，並有正當理由確信其簽證或意見為真實者」，亦即在簽證或陳述意見前，對於有關事項已作獨立深入之調查，並已盡善良管理人之注意義務，始能免責<sup>71</sup>。實務上最重要者，乃會計師於簽證前是否遵守一般公認審計原則(GAAS, Generally Accepted Auditing Standards)，若違反一般公認審計原則，即違反客觀注意義務，顯有過失，惟縱未違反一般公認審計原則，是否有過失仍應具體判斷。

### 公開說明書不實責任對照表

賠償義務人	責任範圍	免責要件
發行人	全面性	無
發行人之負責人	全面性	無專家簽證：抽象輕過失之合理調查
		有專家簽證：有正當理由確信為真實
發行人之職員	簽章部分	無專家簽證：具體輕過失之合理調查
		有專家簽證：有正當理由確信為真實

<sup>71</sup> 賴英照，前揭註 53 書，頁 231；劉連煜，前揭註 37 書，頁 258。

證券承銷商	全面性	無專家簽證：抽象輕過失之合理調查
		有專家簽證：有正當理由確信為真實
會計師、律師、 工程師等專業技 術人員	簽章部分	抽象輕過失之合理調查

(自製)

### 三、第二十條第二項 ( 財報不實責任 )

( 略 )

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。

違反前二項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償之責。

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。

## (一)不法行為

### 1.客觀要件

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，包括應依法公開年度財務報告、半年報、季報、月報、臨時報告、年報及財務預測等：

#### (1)定期財務報告（證交法§36 I）：

- ①年度財務報告：於每營業年度終了後四個月內公告並向主管機關申報，經會計師查核簽證、董事會通過及監察人承認之年度財務報告。
- ②半年報：於每半營業年度終了後二個月內，公告並申報經會計師查核簽證、董事會通過及監察人承認之財務報告。
- ③季報：於每營業年度第一季及第三季終了後一個月內，公告並申報經會計師核閱之財務報告。
- ④月報：於每月十日以前，公告並申報上月份營運情形。

#### (2)即時揭露重大資訊之臨時報告（證交法§36 II）：

有下列情事之一者，應於事實發生之日起二日內公告並向主管機關申報：

- ①股東常會承認之年度財務報告與公告並向主管機關申報之年度財務報告不一致者。

②發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項。

(3)年報（證交法§36Ⅲ）：

應編製年報，於股東常會分送股東；其應記載之事項，除金融控股公司、銀行等另有規定者外，一般應依「公開發行公司年報應行記載事項準則」（民國93年12月21日修正）辦理。

(4)財務預測：

依「證券發行人財務報告編製準則」（民國92年1月30日修正）第15條，發行人應揭露財務預測。民國91年6月證券交易法新增第36-1條，授權主管機關訂定「公開發行公司公開財務預測資訊處理準則」（民國93年12月9日修正），以供遵循。

發行人申報或公告之財務報告及其他有關業務文件，其內容如有虛偽或隱匿之情事，亦即違反上開繼續公開義務者，應依民國77年增訂證券交易法第20條第2項之規定，負損害賠償之責任<sup>72</sup>。實務上認為「其他有關業務文件」之範圍不明確，造成爭議，為此，目前本條項之修正草案擬改為「依本法或其他法律所發布之命令規定之財務業務文件」，並在立法理由舉例，如財務預測、每月

---

<sup>72</sup> 可參照「公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點」（民國91年11月14日廢止）第25條之規定，財務預測內容有虛偽或隱匿之情事者，應依證券交易法第20條負賠償之責。

營運情形、取得或處分資產等資訊等，以臻明確<sup>73</sup>。

## 2.主觀要件

證券交易法第 20 條第 1 項、第 2 項並列，多數學者認為其分別仿自美國 1934 年證券交易法 Section 10(b)之 Rule 10b-5 及 Section 18(a)，針對證券交易法第 20 條第 2 項之解釋，可參考 Section 18(a)<sup>74</sup>。美國聯邦最高法院在 Ernst & Ernst v. Hochfelder 一案中認為，Section 18(a)之主觀要件並非過失（The legislative history of ...section 18 suggests something more than negligence on the part of the defendant is required for recovery）<sup>75</sup>。另從舉證責任而言，Section 18(a)中原告只須證明註冊文件中就重大事實有虛偽或隱匿即可推定被告有故意<sup>76</sup>。

民國 77 年增訂證券交易法第 20 條第 2 項之行政院版草案原擬規定「不得有虛偽或欠缺之情事」，與民國 77 年修法前之同法第 32 條規範行為之文字相同。惟於立法院審議時，有立法委員認為「欠缺」係屬行政過失，如據以處罰賠償，在執行上最滋爭議，為配合法律習用語言及確定行政責任，爰修正為「隱匿」<sup>77</sup>。

<sup>73</sup> 證券交易法修正草案第 20 條之立法理由(二)；參見立法院議案關係文書，93 年 9 月 15 日，院總第 727 號 政府提案第 9773 號，頁 98。

<sup>74</sup> 曾宛如，前揭註 13 文，頁 62。

<sup>75</sup> 425 U.S. 185 (1976), at 211.

<sup>76</sup> 曾宛如，前揭註 13 文，頁 66。

<sup>77</sup> 立法院公報第 76 卷第 96 期，1987 年 12 月 2 日，頁 39-40。

惟體系解釋上，比較證券交易法第 20 條第 2 項與第 32 條，同樣是不實陳述而違反公開制度之民事責任，僅差別在前者發生於流通市場，而後者發生於發行市場，就貫徹公開原則及保障投資人之立場，兩者在解釋上不應有過多歧異，始符合平等原則。如前者採故意責任，而後者採推定過失責任，未免差距太大，顯非合理。況且第 32 條一樣是民國 77 年由立法委員將「欠缺」改為「隱匿」，卻仍採推定過失責任，以致解釋上「隱匿」仍等於「欠缺」，顯然有顧此失彼之缺失，自不足以作為故意責任之理由，對於第 20 條第 2 項亦應採相同方式之理解<sup>78</sup>。

目前證券交易法修正草案擬將違反第 20 條第 2 項之民事責任，移列至新增第 20-1 條，該條第 3 項擬規定一般責任人「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」，同條第 4 項擬規定會計師「依其過失比例負責」且「能證明其已善盡專業上之注意義務者，免負賠償責任」，均採推定過失責任<sup>79</sup>，近似於第 32 條，與本文見解較接近。有關於修正草案第 20-1 條與現行法第 32 條之比較，十分有趣，惟嫌超出本文研究範圍，宜另文探討。

<sup>78</sup> 至於刑事責任之解釋，本來就不必與民事責任之解釋強求一致，許多爭議都是來自於民刑合用構成要件的立法技術，本文再次強調應作民刑分立之解釋，較不致混為一談，故本文不理會刑事責任解釋上之爭論。

<sup>79</sup> 證券交易法修正草案第 20-1 條之立法理由(四)指出，推定本條過失責任乃是參考美國證券法第 11 條、日本證券交易法第 21 條之規定；參見立法院議案關係文書，93 年 9 月 15 日，院總第 727 號 政府提案第 9773 號，頁 政 100。

惟於上開修正草案通過之前，因法無明文，尚不宜就過失採舉證責任倒置，以保障被告權益，但至少解釋上，應認為現行第 20 條第 2 項採過失責任，不以行為人主觀上故意為必要，較為妥適。相形之下，前述美國證券交易法之 Section 18(a)採故意要件，其責任範圍比較窄。

## (二)損害及因果關係

依現行法，違反證券交易法第 20 條第 2 項之民事責任，一樣規定於第 3 項，亦須具備損害及因果關係要件，自不待言。惟相對於美國 1934 年證券交易法 Section 10(b) 之 Rule 10b-5 發展出「詐欺市場的信賴推定」(a fraud on the market presumption)，Section 18(a)卻要求「眼見原則」(eyeball test)<sup>80</sup>，亦即原告必須真正看過那份文件(可以是影本)<sup>81</sup>。有學者就主張，證券交易法第 20 條第 2 項應遵循 eyeball test，故本條項不宜使用詐欺市場理論<sup>82</sup>。

其重點在於，原告舉證責任是否應予緩和？查 Section 18(a)之民事責任，係 1934 年立法明定。但 Rule 10b-5 之民事責任，法無明文，乃 1946 年以後由實務上所承認<sup>83</sup>，而詐欺市場理論更是在 1970 年代以後產生。如果原告依 Section 18(a)訴請賠償，恐不能證明其直接信賴被告不實

<sup>80</sup> Thomas Lee Hazen, *The law of securities regulation*, 662-663 (4<sup>th</sup> ed. 2002).

<sup>81</sup> 曾宛如，前揭註 13 文，頁 67。

<sup>82</sup> 曾宛如，同前註，頁 88。

<sup>83</sup> 賓州東區之聯邦地方法院於 *Kardon v. National Gypsum Co.* 一案中首次肯定私人訴權 (private right of action)，認為 Rule 10b-5 有隱含賠償 (implied remedy) 之意旨，以後逐漸受到其他法院支持。

陳述之文件者，該原告也可以依 Rule 10b-5 訴請賠償，藉由詐欺市場理論等以緩和信賴要件之舉證責任。從趨勢上來看，是朝向緩和原告舉證責任的方向發展。

我國證券交易法第 20 條與上開美國法不同之處，乃證券交易法第 20 條將第 1、2 項並列為不法行為，並共用第 3 項作為請求權基礎；而 Section 18(a)與 Rule 10b-5 則是完全不同的訴因；就同一條民事請求權基礎，得否分歧解釋，不無可疑。況舉重以明輕，涵蓋範圍較廣的第 1 項如得依詐欺市場理論緩和原告舉證責任，何以涵蓋範圍較窄的第 2 項反而不能？顯失平衡。故本文以為，依現行法第 1 項如得援引詐欺市場理論，第 2 項亦得援引之。

### (三)請求權人

依證券交易法第 20 條第 3 項之規定，請求權人為該有價證券之善意取得人或出賣人。又依同條第 4 項，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，以擴大請求權人之範圍。

為使投資人之保護更形周延，除對於善意信賴財務報告及財務業務文件而積極為買賣行為之投資人賦予損害賠償之請求權外，目前修正草案第 20-1 條第 1 項，對於該有價證券之持有人，亦賦予損害賠償請求權<sup>84</sup>。

---

<sup>84</sup> 證券交易法修正草案第 20-1 條之立法理由(二)；參見立法院議案關係文書，院總第 727 號 政府提案第 9773 號，頁 政 99。

#### (四)賠償義務人

發行人申報或公告之財務報告及財務業務文件，內容不得有虛偽或隱匿之情事。惟本條項之責任主體是否限於發行人？向來有爭論，有些判決認為只限於發行公司，有些判決認為不限於發行公司，但在財報不實的情況，如果董事被架空，沒有實際參與決策，就不必負責<sup>85</sup>。如認為責任主體限於發行公司，將導致公司負責人違法亂紀，卻僅由公司負責賠償，等於全體股東一起買單，顯非合理。且如果責任主體限於發行人，似僅適用於發行市場，但本條項明明是為貫徹交易市場之繼續公開制度而設，結果造成交易市場之不實財報，反而無法依據本條項請求賠償，規範上產生很大的疏漏<sup>86</sup>。學說上傾向認為，令實際製作或參與製作之行為人負責，較為正確<sup>87</sup>。

有鑑於此，修正草案第 20-1 條擬明確規定「發行人之負責人及於書面上簽名或蓋章者」及「會計師出具虛偽不實或不當之意見者」為賠償義務人，而發行人僅就賠償義務人之財產強制執行而未能完全獲償者，就其不足部分，負補充賠償責任。

在修法前，仍應解釋為發行人申報或公告之財務報告及財務業務文件等「繼續公開之場合」，其內容不得有虛

<sup>85</sup> 賴英照，〈建立更完備的民事責任機制〉，《律師雜誌》第 297 期，2004 年 6 月，頁 3。

<sup>86</sup> 賴英照，同前註。

<sup>87</sup> 曾宛如，前揭註 13 文，頁 56-58。

偽或隱匿之情事，易言之，責任主體不限於發行人，所有參與製作該不實文件之行為人，都可能是賠償義務人。

證券交易法修正草案第二十條

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。

發行人申報或公告之財務報告及依本法或其他法律所發布之命令規定之財務業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。

違反第一項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任。

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。

證券交易法修正草案第二十條之一

前條第二項之財務報告及財務業務文件或依第三十六條第一項公告

申報之財務報告，其主要內容有虛偽或隱匿之情事，發行人之負責人及於書面上簽名或蓋章者，對於發行人所發行有價證券之善意取得人、出賣人或持有人因而所受之損害，應負連帶賠償責任。

前項損害如就賠償義務人之財產強制執行而未能完全獲償者，就其不足部分，發行人應負賠償責任。

第一項之人，如能證明已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事者，免負賠償責任。

第一項之財務報告及財務業務文件，其主要內容有虛偽或隱匿之情事，會計師出具虛偽不實或不當之意見者，會計師對於發行人所發行有價證券之善意取得人、出賣人或持有人因而所受之損害，應依其過失比例與第一項之人負連帶賠償責任。但會計師能證明其已善盡專業上之注意義務者，免負賠償責任。

前條第四項規定，與本條準用之。

#### 四、第一五五條 ( 操縱股價責任 )

對於在證券交易所上市之有價證券，不得有左列各款之行為：

- 一 在集中交易市場報價，業經有人承諾接受而不實際成交或不履行交割，足以影響市場秩序者。
- 二 ( 刪除 )
- 三 意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，與他人通謀，以約定價格於自己出售，或購買有價證券時，使約定人同時為購買或出售之相對行為者。
- 四 意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格，自行或以他人名義，對該有價證券，連續以高價買入或以低價賣出者。
- 五 意圖影響集中交易市場有價證券交易價格，而散布流言或不實資料者。
- 六 直接或間接從事其他影響集中交易市場某種有價證券交易價格

之操縱行為者。

前項之規定，於證券商營業處所買賣有價證券準用之。

違反前二項規定者，對於善意買入或賣出有價證券之人所受之損

害，應負賠償之責。第二十條第四項之規定，於前項準用之。

## (一)不法行為

### 1.客觀要件

操縱行為（manipulation），或稱市場操縱（market manipulation），或稱操縱股價。按證券市場之操縱價格，係指對於應由市場供需關係自然形成之證券價格，意圖拉高、或壓低、或防止其變動，而加以人為操縱之行為<sup>88</sup>。證券交易法第 155 條，通稱「反操縱條款」，主要是參考美國 1934 年證券交易法<sup>89</sup>及日本證券交易法第 159 條<sup>90</sup>。惟第 155 條第 1 項僅規範集中交易市場（在證交所上市）之操縱行為，又依第 2 項，在證券商營業處所（店頭市場）買賣有價證券（在櫃買中心上櫃）準用之，故不及於上市公司及上櫃公司以外之公開發行公司。本條所禁止的操縱

---

<sup>88</sup> 龍田節，「證券取引法の規制」，現代經濟構造法，頁 518，1975 年；轉引自林國全，證券交易法研究，元照出版公司，2000 年 9 月，頁 161，註 1。

<sup>89</sup> 賴英照，證券交易法逐條釋義，第三冊，自版，1996 年 8 月，375。

<sup>90</sup> 日本證券交易法有關操縱行為原規定於第 125 條，1992 年修正改列第 159 條，實質內容大致相同；林國全，前揭註 88 書，頁 162。

行為，可分類說明如下：

(1)藉虛偽買賣所為之操縱價格行為

「相對委託」(watched order)之禁止，規定於本條第1項第3款，按「相對委託」係指行為人與他人通謀，利用虛假之交易行為，創造某種有價證券交易熱絡的表象，使投資大眾產生誤解<sup>91</sup>。

「沖洗買賣」(wash sale)或稱「沖銷性買賣」之禁止，原規定於本條第1項第2款「不移轉證券所有權而偽作買賣者」，於民國89年修法刪除。按「沖洗買賣」係指買賣雙方之委託人同屬一人，實際上並無移轉證券所有權，而連續使用此方法，以造成某種有價證券交易熱絡的表象<sup>92</sup>。相較於「相對委託」係由二人通謀，「沖洗買賣」係由同一人所為<sup>93</sup>。惟投資人以行紀關係委託證券經紀商買賣有價證券，買賣主體為經紀商，買賣標的之有價證券仍在受託買賣之經紀商間移轉，並無「不移轉證券所有權」之事<sup>94</sup>。類此，前揭「相對委託」也有行紀關係的問題，將造成「相對人」在解釋上的困難，猶待修法解決。

(2)藉真實買賣所為之操縱價格行為

「連續以高價買入或以低價賣出」影響股價之行為，

<sup>91</sup> 林國全，同前註，頁172。

<sup>92</sup> 賴英照，前揭註89書，381。

<sup>93</sup> 賴英照，同前註，382。

<sup>94</sup> 賴英照，前揭註53書，頁502。

規定於本條第 1 項第 4 款。最高法院有認為：「客觀上有對於某種有價證券連續以高價買入或以低價賣出之行為，始克成立。所謂『連續以高價買入』，係指於特定期間內，逐日以高於平均買價，接近最高買價之價格或以最高之價格買入而言」<sup>95</sup>。惟學說上認為，本款目的在於，藉連續買入或賣出以抬高或壓低某種有價證券價格，進而誘引他人購買或賣出；其重點並非在於「高價」或「低價」如何認定<sup>96</sup>。

### (3) 藉不實表示所為之操縱價格行為

「散布流言或不實資料」影響股價之行為，規定於本條第 1 項第 5 款。所謂「散布」，指對不特定之多數人為傳布，親自為之固不待言，藉助他人而為傳布，亦應構成本款行為<sup>97</sup>。其創造投資人誤判之風險，應係積極作為。所散布之內容，包括完全虛偽之陳述及隱匿部分真實之誤導陳述。實務上，檢察官對於刊登廣告誘人買賣特定股票之股友社，認為違反本款之規定而予以起訴<sup>98</sup>。

### (4) 其他情形

「違約交割」實為違約不交割，即「不實際成交或不履行交割」足以影響市場秩序者，規定於本條第 1 項第 1

<sup>95</sup> 最高法院 74 年台上字第 5861 號判決。

<sup>96</sup> 賴英照，前揭註 53 書，頁 503。

<sup>97</sup> 莊勝榮，「論證券集中交易市場操縱行為之刑事責任」，證券金融 27 期，頁 66，1990 年；轉引自林國全，前揭註 88 書，頁 186，註 61。

<sup>98</sup> 賴英照，前揭註 53 書，頁 503。

款，為我國所獨有。按「不實際成交」於我國採取電腦化交易制度後，已不復存在。又按在集中交易市場「報價」而「不履行交割」之人，依證券交易法第 151 條之規定，限於證券自營商或證券經紀商，故一般投資人似不具行為人資格<sup>99</sup>。本款行為之成立，尚須具備足以影響市場秩序之客觀危險性<sup>100</sup>。惟實務上有將未對受託證券商履行交割義務之投資人移送、起訴、判刑之例，實有疑問<sup>101</sup>。

為免挂一漏萬，直接或間接從事其他影響集中交易市場某種有價證券交易價格之操縱行為者，皆可適用本條第 1 項第 6 款之規定。

「合法操縱」(legitimate manipulation)或「安定操作」(stabilization)，參照日本證券交易法第 159 條第 3 項之規定，採原則禁止、例外容許，主要是有價證券之募集或再次發行時，該種有價證券大量的、同時的進入市場，將造成暫時性之供給過剩現象，故適度容許在限制下的安定操作<sup>102</sup>。我國證券交易法並無此規定，但在「證券商管理規則」第 28 條第 3 項有規定「證券商辦理上市有價證券之承銷或再行銷售，得視必要進行安定操作交易，其管理辦法由證券交易所訂定，並應函報本會核定。」

<sup>99</sup> 林國全，前揭註 88 書，頁 188。；賴英照，前揭註 53 書，頁 501。

<sup>100</sup> 林國全，同前註，頁 189。

<sup>101</sup> 林國全，同前註。

<sup>102</sup> 林國全，前揭註 88 書，頁 191-192。

## 2.主觀要件

本條所規範之各款操縱行為，共同原則是行為人主觀上須兼具「意圖影響市場行情」及「使人誤信之故意」。所謂「意圖影響市場行情」，更明確的表達方式為「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」<sup>103</sup>。且學說上認為應其目的須為「引誘他人從事有價證券之買賣交易」，始符合操縱行為之意義<sup>104</sup>。

惟第1款「違約交割」之規定較有疑問，就文義言，似無主觀要件之要求，但依解釋論，如將「違約交割」列為操縱行為之一種態樣，實無法想像不具操縱主觀意思之操縱行為，故該款仍須具備意圖故意<sup>105</sup>。然而依立法論，由於該款本來就有很多瑕疵，前已述及，其繼續存在似無實益，故本文認為宜予刪除<sup>106</sup>。

<sup>103</sup> 證券交易法於民國77年修正前之第155條第1項第2款至第4款，均有「意圖影響市場行情」之規定，77年修正後，第3、4款修正為「意圖抬高或壓低集中交易市場某種有價證券之交易價格」，第5款增列「意圖影響集中交易市場有價證券交易價格」，使其意義更為明確。

<sup>104</sup> 林國全，前揭註88書，頁182。

<sup>105</sup> 比較「詐欺」與「操縱」，依照契約、法律或習慣上有所謂據實說明的義務，如果一個人有據實說明的義務，卻因其未盡應有之注意義務，造成不實陳述之客觀結果發生，致投資人因而受損害，即使無詐欺故意，就民事損害分擔而言，仍有可歸責性，稱之為最廣義之詐欺責任，應不過分；但很難解釋一個人有所謂不操縱股價的注意義務，亦即無法解釋過失操縱之型態。假設僅符合操縱行為之客觀要件，卻非因故意造成投資人誤信，應回歸其他反詐欺條款處理。

<sup>106</sup> 投資人保護協會曾以本款刪除為主要訴求向立法院陳情，有學者認為，即使保留該款，至少亦應增訂行為人之主觀意思要件，方為合理；參見林國全，前揭註88書，頁189。

## (二)損害及因果關係

如違反第 1、2 項者，應依民國 77 年增訂之第 3 項負民事責任，對於善意買入或賣出有價證券之人所受之損害，負賠償之責。請求本項損害賠償，須具備損害及因果關係之要件，自不待言，惟要求原告證明係因被告之操縱行為造成自己誤信致受損害，仍非易事。由於操縱行為仍屬於廣義證券詐欺之一種，就因果關係舉證責任之緩和，詳請參閱本文第四章之探討。

## (三)請求權人

請求權人除善意買入或賣出有價證券之人外，亦準用第 20 條第 4 項，使之擴大至委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，以符證券市場實際情形。

## 五、第一五七條之一（內線交易責任）

左列各款之人，獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息未公開前，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券，買入或賣出：

- 一 該公司之董事、監察人及經理人。
- 二 持有該公司股份超過百分之十之股東。

三 基於職業或控制關係獲悉消息之人。

四 從前三款所列之人獲悉消息者。

違反前項規定者，應就消息未公開前其買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額限度內，對善意從事相反買賣之人負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將責任限額提高至三倍。

第一項第四款之人，對於前項損害賠償，應與第一項第一款至第三款提供消息之人，負連帶賠償責任。但第一項第一款至第三款提供消息之人有正當理由相信消息已公開者，不負賠償責任。

第一項所稱有重大影響其股票價格之消息，指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息。

第二十二條之二第三項之規定，於第一項第一款、第二款準用之；

第二十條第四項之規定，於第二項從事相反買賣之人準用之。

## (一)不法行為

### 1.客觀要件

「內線交易」(insider trading)，又稱「內部人交易」，利用內部消息買賣公司股票圖利之禁止，規定於證券交易法第 157-1 條「獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息未公開前，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券，買入或賣出」。準此，公司內部人於獲知內部消息後，只有兩個選擇，第一是公開該項消息，第二是不公開該項消息亦不買賣該公司股票。此即美國法上的「公開消息否則不能買賣」的原則 (disclose or abstain rule)<sup>107</sup>。此外，須注意第 157-1 條僅規範上市公司及上櫃公司，不及於其他公開發行公司，值得檢討。

惟「發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項」時，依證券交易法第 36 條第 2 項第 2 款之規定，應於事實發生之日起二日內公告並向主管機關申報，有即時揭露重大資訊之義務，若有因故意或過失而隱匿之情事，另外將構成證券交易法第 20 條第 2 項之民事責任。

內線消息 (inside information)，亦即第 157-1 條第 1 項所稱「有重大影響其股票價格之消息」，依第 4 項規定解釋係指：(1)涉及公司之財務、業務或該證券之市場供

---

<sup>107</sup> 賴英照，前揭註 53 書，頁 537。

求、公開收購，對其股票價格有重大影響，或(2)對正當投資人之投資決定有重要影響之消息。此外，可參考證券交易法施行細則第 7 條，對本法第 36 條第 2 項第 2 款所稱「發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項」之具體規定，惟不以之為限：

- (1)存款不足之退票、拒絕往來或其他喪失債信情事者。
- (2)因訴訟、非訟、行政處分、行政爭訟、保全程序或強制執行事件，對公司財務或業務有重大影響者。
- (3)嚴重減產或全部或部分停工、公司廠房或主要設備出租、全部或主要部分資產質押，對公司營業有影響者。
- (4)有公司法第 185 條第 1 項所定各款情事之一者。
- (5)經法院依公司法第 287 條第 1 項第 5 款規定其股票為禁止轉讓之裁定者。
- (6)董事長、總經理或三分之一以上董事發生變動者。
- (7)變更簽證會計師者。但變更事由係會計師事務所內部調整者，不包括在內。
- (8)重要備忘錄、策略聯盟或其他業務合作計畫或重要契約之簽訂、變更、終止或解除、改變業務計畫之重要內容、完成新產品開發、試驗之產品已開發成功且正式進入量產階段、收購他人企業、取得或出

讓專利權、商標專用權、著作權或其他智慧財產權之交易，對公司財務或業務有重大影響者。

(9)其他足以影響公司繼續營運之重大情事者。

## 2.主觀要件

被告主觀上須對於「未公開」、「內部消息」有認知，但不必證明利用內部消息之故意，對次級內部人亦不必證明認知其消息來源者違背責任，或與其有任何關係<sup>108</sup>。

### (二)請求權人

請求權人為「善意從事相反買賣之人」，不必為交易之直接相對人，因有組織之交易市場不易辨明對方，亦無意義，解釋上包括同一期間（同一日）所有從事相反買賣之人<sup>109</sup>。所謂「善意」，指不知內線消息而言，亦即不知內部人擁有內線消息而與之為股票買賣<sup>110</sup>。依本條第5項準用第20條第4項，從事相反買賣之人包括委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人。

### (三)損害及因果關係

內線交易之損害範圍計算比較特殊。違反本條第1項規定而為內線交易者，依第2項規定，應就消息未公開前被告買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日

<sup>108</sup> 余雪明，前揭註13書，頁657。

<sup>109</sup> 余雪明，同前註，頁656。

<sup>110</sup> 賴英照，前揭註53書，頁545。

收盤平均價格之差額限度內，對善意從事相反買賣之人負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將責任限額提高至三倍。如果差價為零或負，即無責任可言，至於被告有無實現利益，則非所問，亦不必證明原告損害與被告作為之因果關係<sup>111</sup>。惟該項對損害範圍計算之規定，既不是以內部人實際獲得的利益或所避免的損失為基礎，亦非以請求權人的實際損害為賠償金額，與美國 1934 年證券交易法第 20A 條不同，有學者認為並不合理<sup>112</sup>。

#### (四)賠償義務人

內部人 (insider)，泛指接觸有關公司股票重要消息之人，依第 157-1 條第 1 項，列舉四種人：

- (1)該公司董事、監察人及經理人，依本條第 5 項準用第 22-2 條第 3 項，亦包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有股票者。
- (2)持有該公司股份超過 10%之股東，依本條第 5 項準用第 22-2 條第 3 項，亦包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有股票者。
- (3)基於職業或控制關係獲悉消息之人，如律師、會計師、建築師或關係企業等。

<sup>111</sup> 余雪明，前揭註 13 書，頁 656。

<sup>112</sup> 賴英照，前揭註 85 文，頁 4。

(4)從前三款所列之人獲悉消息者，稱為「消息受領人」(tippee)。學說上參考美國法院實務，肯定解釋上包括間接獲悉消息者<sup>113</sup>。又稱「次級內部人」，含第二代以後之消息受領人，除非已至公開程度<sup>114</sup>。

而消息受領人(tippee)負賠償責任時，前三款之人實際提供消息者，依本條第3項規定，亦負連帶賠償責任。但提供消息之人有正當理由相信消息已公開者，不負賠償責任，有無免責事由應依客觀具體事實認定。

### 第三節 會計師法上有關規定

#### 一、第十八條(會計師責任)

會計師有前條情事致指定人、委託人或利害關係人受有損害時，應負賠償責任。

按會計師不得對於指定或委託事件，有不正當行為或違反或廢弛其業務上應盡之義務，會計師法第17條(修正草案第41條)定有明文。倘若違反上開規定致指定人、委託人或利害關係人受有損害時，應負賠償責任。

會計師法修正草案擬將本條進行重大修正<sup>115</sup>：(1)將

<sup>113</sup> 賴英照，前揭註53書，頁539-540。

<sup>114</sup> 余雪明，前揭註13書，頁656。

<sup>115</sup> 參見行政院版會計師法修正草案第42條之立法理由；立法院議案關係文書，

「受查人」從「利害關係人」抽出來改為列舉，以臻明確；(2)規定指定人、委託人、受查人或利害關係人如與有過失，會計師依其過失比例負責（類似民法第 217 條）；(3)配合會計師事務所組織之新增<sup>116</sup>，明定法人會計師事務所股東應與法人會計師事務所負連帶賠償責任；(4)為避免因法人會計師事務所投保之保險金額不足，損及投資大眾權益，爰規定法人會計師事務所於負擔賠償責任時，若未依規定投保者，法人會計師事務所之全體股東應就投保不足部分，與事務所負連帶賠償責任；(5)法人會計師事務所依規定為賠償後，對於該股東有求償權。

惟會計師實務界極力反對，主張會計師民事賠償應以明知故意或重大過失為要件，且投資大眾及社會損失與會計師簽證缺失有因果關係為限<sup>117</sup>。如此看來，主要爭論還是在過失責任與證明因果關係，仍有討論空間。

#### 會計師法修正草案第四十二條

會計師因前條情事致指定人、委託人、受查人或利害關係人受有損

---

93 年 9 月 22 日，院總第 492 號 政府提案第 9771 號，頁 政 77。

<sup>116</sup> 未來會計師事務所之組織型態，將分為個人事務所、聯合事務所、法人事務所三種，最重要的修正為增列法人事務所，設立人數至少五人，資本額最低 2500 萬元，由事務所負有限責任，該執業會計師負無限責任，而且強制投保並訂定最低投保金額；參見呂東英，〈塑造嶄新的金融監理體系—從證券交易法及會計師法修正談起〉，《金管法令》創刊號，2004 年 8 月，頁 14-15。

<sup>117</sup> 陳兆伸，〈對博達案的省思 談「會計師法」修正〉，《金管法令》創刊號，2004 年 8 月，頁 42。

害者，負賠償責任。

前項賠償責任，如指定人、委託人、受查人或利害關係人與有過失者，會計師依其過失比例負賠償責任。

法人會計師事務所之股東有前二項情形者，由該股東與法人會計師事務所負連帶賠償責任。

法人會計師事務所未依主管機關規定投保業務責任險者，法人會計師事務所之全體股東應就投保不足部分，與法人會計師事務所負連帶賠償責任。

法人會計師事務所依第三項規定為賠償者，對該股東有求償權。

## 第四節 公司法上有關規定

### 一、第二五一條（發行公司債不實責任）

公司發行公司債經核准後，如發現其申請事項，有違反法令或虛偽情形時，證券管理機關得撤銷核准。

為前項撤銷核准時，未發行者，停止募集；已發行者，即時清償。

其因此所發生之損害，公司負責人對公司及應募人負連帶賠償責任。

第一百三十五條第二項規定，於本條第一項準用之。

於發行公司債之場合，如其申請事項有虛偽情形時，證券管理機關得撤銷核准，因此所生之損害，公司負責人對公司及應募人負連帶賠償責任。公司債券乃證券交易法第6條明定之有價證券，在公司債券之發行市場上，發生有虛偽不實之詐欺情事者，亦屬發行市場之證券詐欺，因違反公開制度<sup>118</sup>，須依本條負民事責任<sup>119</sup>。本條之請求權人包括該公司債券之應募人及發行公司，賠償義務人為發行公司之負責人。

## 二、第二七一條（發行新股不實責任）

公司公開發行新股經核准後，如發現其申請事項，有違反法令或虛

偽情形時，證券管理機關得撤銷其核准。

為前項撤銷核准時：未發行者，停止發行；已發行者，股份持有人，

得於撤銷時起，向公司依股票原定發行金額加算法定利息，請求返

---

<sup>118</sup> 賴源河，前揭註2書，頁67。

<sup>119</sup> 陳錦旋，〈我國有價證券發行市場民事法律責任之現況〉，《東海大學法學研究》第7期，1993年2月，頁80。

還；因此所發生之損害，並得請求賠償。

第一百三十五條第二項之規定，於本條準用之。

於發行新股之場合，如其申請事項有虛偽情形時，證券管理機關得撤銷核准，股份持有人，得於撤銷時起，向公司依股票原定發行金額加算法定利息，請求返還；因此所發生之損害，並得請求賠償。公司股票乃證券交易法第6條明定之有價證券，在公司股票之發行市場上，發生有虛偽不實之詐欺情事者，亦屬發行市場之證券詐欺，因違反公開制度<sup>120</sup>，須依本條負民事責任<sup>121</sup>。本條之請求權人為股份持有人，賠償義務人為發行公司。

### 三、第二十三條第一項（公司負責人責任）

公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，如有違反致公司受有損害者，負損害賠償責任。

美國法上對於公司負責人對於公司應盡之義務，稱為「受託義務」(fiduciary duty)。「受託義務」可分為「注意義務」(duty of care)與「忠實義務」(duty of loyalty)。民國90年修正公司法第23條第1項予以引進，學者認為

---

<sup>120</sup> 賴源河，前揭註2書，頁67。

<sup>121</sup> 陳錦旋，前揭註119文，頁80。

本條項之「善良管理人之注意義務」相當於 duty of care，而「應忠實執行業務」相當於 duty of royalty<sup>122</sup>。

所謂公司負責人，包括公司法第 8 條第 1 項之當然負責人及同條第 2 項之職務負責人，不以公司董事、監察人及經理人為限。公司負責人依公司法第 23 條第 1 項應盡善良管理人之注意義務，不論是否委任或是否受有報酬，在所不問，排除民法有關規定。所謂忠實義務，係指公司負責人，必須本於為公司謀求最佳利益之信念而執行業務，不得圖謀自己或第三人之利益。

如有證券詐欺之情事，可歸責於發行公司之負責人，未盡注意義務（疏失）或未盡忠實義務（自肥），則發行公司之負責人須對發行公司負損害賠償責任。

#### 四、第二十三條第二項（公司侵權責任）

公司負責人對於公司業務之執行，如有違反法令致他人受有損害時，對他人應與公司負連帶賠償之責。

如發行公司之負責人，因執行業務而違反證券交易法第 20 條、第 32 條或公司法第 251 條等規定，依法人實在說之理論，公司之業務執行是由其機關擔任，公司負責人所為之侵權行為應由法人負責，因此認股人或應募人等尚

---

<sup>122</sup> 王文宇，公司法論，元照出版公司，2003 年 10 月，頁 123。

得向公司主張侵權行為責任<sup>123</sup>。

公司法第 23 條第 2 項之侵權行為損害賠償責任之成立要件：(1)須為公司負責人之行為；(2)行為須因執行業務所生；(3)行為須具備一般侵權行為要件<sup>124</sup>。

公司負責人之行為，含法律行為與事實行為。所謂執行職務，凡在外觀上足認為機關之職務行為，及在社會觀念上與職務行為有適當牽連關係之行為，均屬之<sup>125</sup>。實務上有認為公司董事長代表公司所為之更新財務預測及在公開說明書所為之不實記載，即屬執行業務之行為<sup>126</sup>。

公司侵權責任之成立是否以具備一般侵權行為要件（尤其是公司負責人有故意或過失）為前提？學者通說採肯定說，認為公司法第 23 條及民法第 28 條之規定，均屬特別之侵權行為，故須具備一般侵權行為要件。實務上，最高法院 43 年台上字第 634 號、62 年台上字第 2 號、65 年台上字第 3031 號判例及 66 年第 10 次民庭決議(一)，均採肯定說。惟實務上亦有否定說，例如最高法院 73 年台上字第 4345 號判決謂：「公司法第二十三條所定董事對於第三人之責任，乃基於法律之特別規定，異於一般侵權行為，就其侵害第三人之責任，原不以該董事有故意或過失為成立要件」，僅供參考。

---

<sup>123</sup> 王志誠，前揭註 40 文，頁 18。

<sup>124</sup> 王文宇，前揭註 122 書，頁 112-113。

<sup>125</sup> 最高法院 91 年台上字第 2221 號判決。

<sup>126</sup> 新竹地方法院 90 年重訴字第 162 號判決。

## 第五節 民法上有關規定

### 一、第一八四條第一項前段（一般侵權責任之一）

因故意或過失，不法侵害他人之權利者，負損害賠償責任。

證券詐欺案件適用本條項前段之困難，主要是因證券詐欺所受之金錢損失，似屬「純粹經濟上損失」（pure economic loss）或「純粹財產上損害」（reines Vermögensschaden），與本條項前段保護之「權利」有所區別<sup>127</sup>。純粹經濟上損失之特色，在其範圍不確定，即美國法官 Cardozo 所言：「對不確定的人，於不確定期間，而負不確定數額的責任」（Liability in an indeterminate amount for an indeterminate time to an indeterminate class）<sup>128</sup>。

對於「過失不實陳述」案件（negligent misstatement 或 misrepresentation，德國法上稱為 Auskunftshaftung），英國法院均肯定注意義務（duty of care）的存在，認為得構成過失侵權行為；德國判例學說皆認為得因當事人間的信賴而成立契約關係，而發生不完全給付的債務不履行責任<sup>129</sup>。在我國法上，得否適用民法第 184 條第 1 項前段，爭點即在於「純粹經濟上損失」與「權利」之關係。最高

<sup>127</sup> 曾宛如，前揭註 13 文，頁 79；王澤鑑，前揭註 12 書，頁 110。

<sup>128</sup> Ultramares Corporation v. Touche, 255 NY. 170, 174 N.E. 441 (1931).

<sup>129</sup> 王澤鑑，前揭註 12 書，頁 114。

法院亦有將「純粹經濟上損失」權利化之見解，其認為銀行職員故意高估信用，非法超貸，係不法侵害銀行之金錢（似指貨幣所有權），與民法第 184 條第 1 項前段規定要件相符<sup>130</sup>。

在證券詐欺案件中，如原告證明被告有故意或過失、原告「權利」受侵害且被告行為與原告損害間有因果關係者，非不得依本條項前段請求損害賠償，惟不易舉證。

## 二、第一八四條第一項後段（一般侵權責任之二）

故意以背於善良風俗之方法，加損害於他人者亦同。

民法第 184 條第 1 項後段，乃保護他人之「損害」，不限於前段僅保護「權利」，係以概括方式保護純粹財產上利益，適用於證券詐欺之金錢損害較無問題。其以故意背於善良風俗為要件，不是在於懲罰，而是鑑於加害人明知而為之，責任範圍可得預見，自不應免於賠償責任<sup>131</sup>。

在證券詐欺案件中，如原告證明被告故意散布不實陳述或有任何詐欺或操縱股價之故意，自得依本條項後段請求損害賠償。惟原告須對被告主觀要件及因果關係負舉證責任，實際上相當困難。

---

<sup>130</sup> 最高法院 77 年 11 月 1 日第 19 次民事庭會議決議。

<sup>131</sup> 王澤鑑，前揭註 12 書，頁 112。

### 三、第一八四條第二項（一般侵權責任之三）

違反保護他人之法律，致生損害於他人者，負賠償責任。但能證明

其行為無過失者，不在此限。

本條項就「違反保護他人之法律」之獨立侵權行為類型，推定加害人過失，保護範圍亦及於純粹經濟上損失。按證券交易法第 20 條、第 32 條或公司法第 251 條、第 271 條等規定，係為保護投資人而設，但違反上開證券交易法或公司法有關規定，是否當然構成民法第 184 條第 2 項之「違反保護他人之法律」？

有學者認為證券交易法第 20 條、第 32 條及公司法第 251 條、第 271 條等規定，既為特殊侵權行為責任之類型，則不應再解為民法第 184 條第 2 項所稱「違反保護他人之法律」，故不構成民法第 184 條第 2 項之一般侵權行為責任<sup>132</sup>。另有學者認為，民法第 184 條第 2 項之規定在實務上幾無反證推翻之可能性，實質上趨近於無過失責任；又現代社會，幾乎所有問題均有法令加以保護，卻不宜將民法第 184 條第 2 項之適用無限擴大，以免過失推定責任掩蓋過失責任，而瓦解侵權行為過失責任體系<sup>133</sup>；準此，就

---

<sup>132</sup> 王志誠，前揭註 40 文，頁 21。

<sup>133</sup> 陳聰富，〈論違反保護他人法律之侵權行為〉，《台灣本土法學》第 30 期，2002 年 1 月，頁 2。

證券詐欺之過失責任，雖非不得引用民法第 184 條第 2 項補充，但參考英美法，法院應先認定被告於本案所涉事實中是否負有對原告之注意義務（duty of care），以嚴格限定責任主體之範圍<sup>134</sup>。

本文以為，由於證券交易法第 20 條等規定在主觀要件上仍有爭議，若認為證券交易法第 20 條之民事責任限於故意型態，不包括過失，卻又排除民法第 184 條第 2 項之適用，可能既無法達成健全證券市場保護投資人之目的，亦無法達成民法第 184 條第 2 項欲填補規範漏洞之目的，兩頭皆空，對「過失不實陳述」等案例類型產生規範漏洞，對投資人保護欠周。按無論證券交易法第 20 條之主觀要件是否包括過失，與民法第 184 條第 2 項為請求權競合關係之基本立場，應先予肯定。再參照證券交易法第 32 條及修正草案第 20-1 條亦採推定過失責任，可見適用民法第 184 條第 2 項之推定過失責任，實非過苛，至於證券詐欺適用民法第 184 條第 2 項之推翻過失推定之方法，亦不妨參考證券交易法第 32 條第 2 項之規定，在具體事實基礎上，由被告證明其已盡注意義務。

此外，原告仍須證明「違反保護他人之法律」與「侵害他人」間有責任成立因果關係，至於應予賠償的損害及範圍，則應依法規目的加以判定<sup>135</sup>。對原告而言，在證券

---

<sup>134</sup> 曾宛如，前揭註 13 文，頁 85-86。

<sup>135</sup> 王澤鑑，前揭註 12 書，頁 347。

詐欺案件中證明因果關係，仍非易事。

#### 四、第一八五條（共同侵權責任）

數人共同不法侵害他人之權利者，連帶負損害賠償責任；不能知其

中孰為加害人者，亦同。

造意人及幫助人，視為共同行為人。

證券詐欺往往牽涉多數人參與，如構成共同侵權行為者，須依民法第 185 條負連帶賠償責任。

民法第 185 條之規範客體，包括「共同侵害行為」及「共同危險行為」。按「共同侵害行為」又可分為「狹義共同侵權行為」及「造意及幫助」，前者即「共同行為人」，規定於第 1 項前段；後者即「視為共同行為人」，規定於第 2 項。目前實務上認為，數人所為違法行為致生同一損害者，縱然行為人相互間無意思聯絡，仍應構成共同侵權行為，包含共同過失行為<sup>136</sup>。而「共同危險行為」係指加害人不明之情形，規定於第 1 項後段，尤其重要。

民法第 185 條之特殊性在於：(1)在擇一因果關係中，減輕被害人對因果關係的舉證責任；(2)明定數加害人連帶負損害賠償責任。此項特殊規定有助於保護被害人，並規

---

<sup>136</sup> 司法院 66 年 6 月 1 日例變字第 1 號。

範數加害人的內部求償關係，對交通事故、商品缺陷、公害等現代社會常見的損害，深具意義<sup>137</sup>。

---

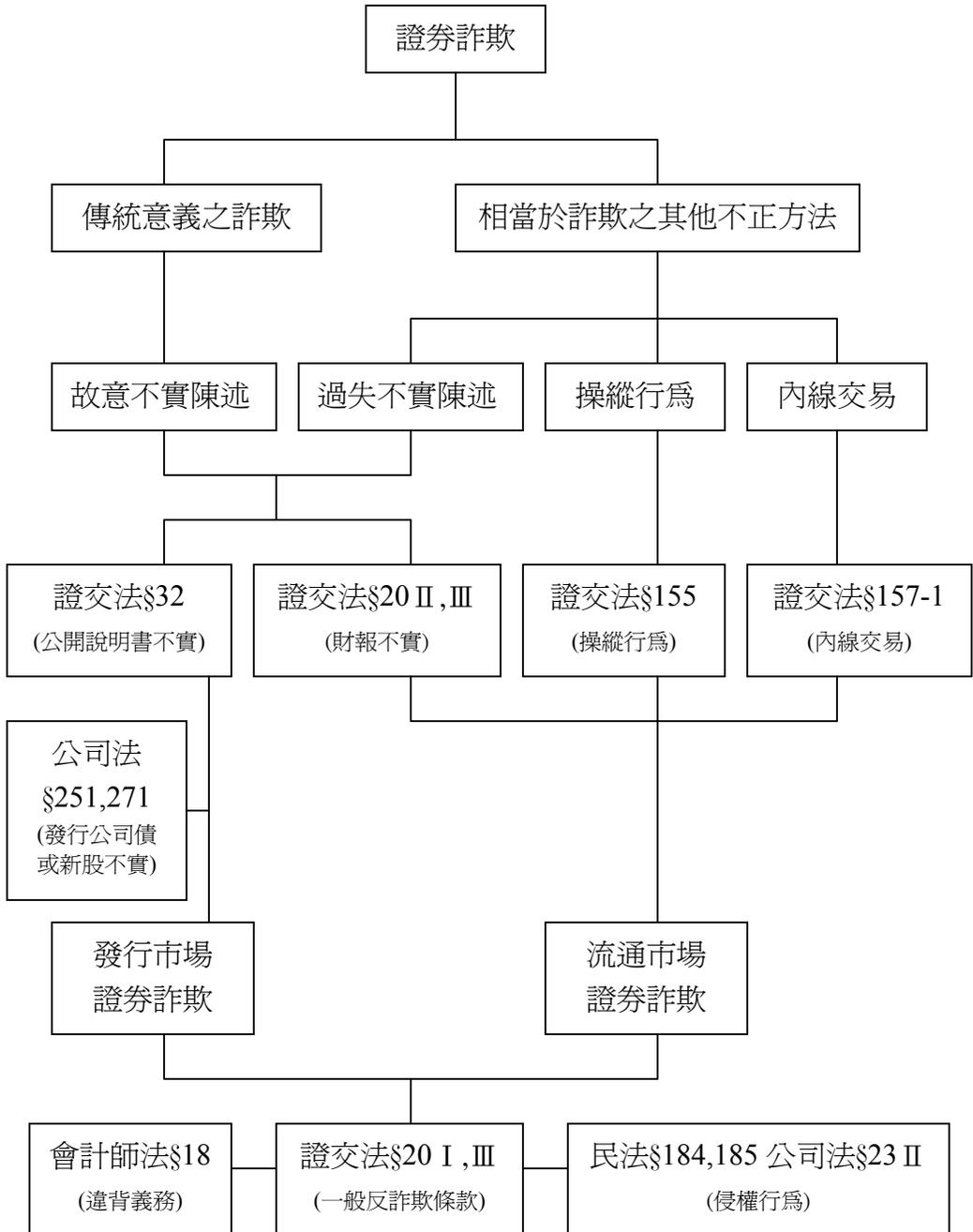
<sup>137</sup> 王澤鑑，〈特殊侵權行為(二)－共同侵權行為(上)〉，《台灣本土法學》第 59 期，2004 年 6 月，頁 60。

## 第六節 小結

綜本章所述，所謂「證券詐欺」可定義為：「關於有價證券買賣之詐欺行為及相當於詐欺之其他不正方法，造成他人金錢損害，而為證券法規所禁止者。」進而言之，狹義的證券詐欺限於故意不實陳述之行為，廣義的證券詐欺包括故意不實陳述、操縱行為及內線交易之行為，最廣義的證券詐欺包括故意或過失不實陳述、操縱行為及內線交易之行為，就我國法而言，宜採最廣義說。

有關「證券詐欺」民事損害賠償責任之規定繁多，諸如證券交易第 20 條第 1、3 項之一般反詐欺條款、第 32 條之公開說明書不實責任、第 20 條第 2、3 項之繼續公開文件不實責任、第 155 條之操縱行為責任、第 157-1 條之內線交易責任；會計師法第 18 條之會計師責任；公司法第 251 條之發行公司債不實責任、第 271 條之發行新股不實責任、第 23 條第 1 項之公司負責人忠實義務與注意義務之責任、第 23 條第 2 項之公司侵權責任；民法第 184 條之一般侵權責任、第 185 條之共同侵權責任等。上開請求權基礎或多或少都有解釋上疑義，本文均已逐一整理並提出管見。適用上，各該規定應為請求權競合關係。

## 證券詐欺民事責任：以投資人求償為中心



## 第三章 民事損害賠償之因果關係

### 第一節 思考模式

#### 一、因果關係之意義

因果關係者，原因與結果之關係也。換言之，後事實之發生，必基於前事實，若無前事實，即不可能有後事實，則前事實為「因」，後事實為「果」，稱為因果關係<sup>1</sup>。按損害之發生必有其原因，構成損害發生之原因則非必單一，加上因能生果，果復為因，因果循環，其牽連永無休止，是為自然的因果關係。法律上因果關係即在此因果關係中，確定應負賠償責任的原因。換言之，因果關係之認定乃對於應負賠償責任之原因，自法律上加以相當之評價，以決定引發原因事實之行為人，是否應負賠償責任，於各種原因中，劃定其界線<sup>2</sup>。質言之，損害結果之發生，必有其原因，由於原因恆非單一，故恆須思考該損害，究可歸責於那些原因？不可歸責於那些原因？所涉及的非純係科學概然律或價值中立的邏輯推理，實乃歸責問題，即決定如何將發生的損害歸由加害人負擔之法的判斷<sup>3</sup>。

---

<sup>1</sup> 曾隆興，詳解損害賠償法，三民書局，2003年1月，頁81。

<sup>2</sup> 孫森焱，新版民法債編總論，上冊，自版，2001年9月修訂版，頁229。

<sup>3</sup> 王澤鑑，侵權行為法，第一冊，自版，2001年7月，頁257。

實際上，因果關係之探討對象，主要是歸責理論。

依我國民法第 216 條之規定，損害賠償，除法律另有規定或契約另有訂定外，應以填補債權人所受損害及所失利益為限，乃以賠償權利人為出發點<sup>4</sup>。問題是向誰請求填補損害？填補損害範圍何在？依損害賠償制度，原告請求被告填補其損害，必因被告之行為與原告之損害間，有適當之因果關連，被告始有排除損害之責任可言。然通常較簡化的說法是：「被告之行為與原告之損害間有無因果關係？」有學者便認為，因果關係者乃加害行為與損害之間，有前因後果之牽連是也<sup>5</sup>。另有學者指出，被害人遭受損害而請求加害人賠償，必須證明其所受之損害，確係由於加害人之行為所致。若加害人之行為與被害人之損害之間，並無因果關係存在，則被害人縱受有損害，亦不得請求賠償<sup>6</sup>。準此，因果關係似為損害賠償請求權之構成要件之一，如欠缺因果關係要件，則請求權不成立。實則因果關係既牽涉構成要件之問題，亦牽涉屬於法律效果之損害賠償範圍<sup>7</sup>。惟我國實務見解認為：「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其成立要件<sup>8</sup>。」似採統一思考模式。

<sup>4</sup> 曾世雄，損害賠償法原理，自版，1989 年 10 月三版，頁 24。

<sup>5</sup> 鄭玉波，民法債編總論，三民書局，1990 年 9 月十三版，頁 156。

<sup>6</sup> 曾隆興，前揭註 1 書，頁 81。

<sup>7</sup> 姚志明，侵權行為法研究(一)，元照出版公司，2002 年 9 月，頁 164。

<sup>8</sup> 最高法院 30 年第 18 號判例。

## 二、因果關係二階論

依德國法上的通說，因果關係分為兩個階段，第一階段須行為人之行為（Verhalten）與法益之被侵害（Verletzung）之間具備有因果關係，此時稱為責任成立因果關係（Haftungsbegründende Kausalität），第二階段是法益之侵害與發生之損害（Schaden）間須具備有因果關係，此時稱為責任範圍因果關係（Haftungsausfüllende Kausalität）。前者屬於構成要件之問題，而後者則為法律效果層次之問題。而德國的因果關係二階論，論述層次分明，應有助於我國評價因果關係之體系化，故有學者大力主張引進<sup>9</sup>。另有學者主張，侵權行為的因果關係可分為二種：(1)加害行為與損害發生之間的因果關係；(2)加害行為與損害賠償範圍之間的因果關係。前者為侵權行為責任成立的要件；後者為行為人應就如何損害負賠償責任的問題<sup>10</sup>。某些微差異在於，德國法上之責任範圍因果關係，乃探討法益侵害與損害間之因果關係，而非加害行為與損害間之因果關係<sup>11</sup>。

本文以為，因加害行為導致法益侵害，又因法益侵害導致損害發生，實為一系列推理過程，分別探討總是比較清楚，況且責任成立因果關係顯然是責任範圍因果關係之

---

<sup>9</sup> 姚志明，前揭註7書，頁164、169-170；王澤鑑，前揭註3書，頁214-216。

<sup>10</sup> 孫森焱，前揭註2書，頁229。

<sup>11</sup> 王澤鑑，前揭註3書，頁215。

前提，若前者不成立，便毋庸探討後者，故本文亦採二階論做為思考模式。此外，雖然我國實務上似採統一思考模式，然在具體案例上仍可看出，有時是針對責任成立因果關係加以探討，有時是針對責任範圍因果關係加以探討，隱然存在二階論之分析架構，舉例如下：

### (一)責任成立因果關係

最高法院 76 年台上字第 158 號判決謂：「侵權行為之債，固須損害之發生與侵權行為間有相當因果關係始能成立，惟所謂相當因果關係，係以行為人之行為所造成的客觀存在事實，為觀察的基礎，並就此客觀存在事實，依吾人智識經驗判斷，通常均有發生同樣損害結果之可能者，該行為人之行為與損害之間，即有因果關係。原審既認定陳榮輝駕駛之七六一二一〇二號小客車，擦撞前車後，引起連環追撞，並因起火燃燒，相繼波及三二一二七八七號、一七一一六二九號、七一八六五五號（中興號大客車）三車，中興號大客車旅客下車後，又見火勢猛烈，惟恐車身爆炸，遂將橋縫誤為安全島紛紛跳下而造成傷亡。則依此項客觀存在之事實觀察，如車身爆炸而不及時走避，其造成之傷亡將更為慘重，且當時又係夜晚，更易引起慌亂，在此緊急情況之下，欲求旅客保持冷靜，安然離開現場，殆無可能，故依吾人一般智識經驗，上述旅客在慌亂中跳落橋下傷亡，是否與陳榮輝駕車追撞而造成之上開車禍，無相當因果關係，非無研究餘地。」查該判決旨在探

究旅客傷亡（身體法益受侵害）與加害行為間有無相當因果關係，事涉侵權行為成立要件。

## (二)責任範圍因果關係

司法院院字第 1662 號解釋(二)謂：「侵權行為之賠償責任，以加害人之故意或過失與損害有因果聯絡者為限，來問所稱事主被盜失牛，懸紅尋覓，此項花紅如有必要，即不能謂無因果聯絡，至其數額是否相當，則屬於事實問題。」本件解釋旨在探究「花紅」之損害，是否與加害人之故意或過失（行為）有因果聯絡？是否在損害賠償範圍內？此際，應以認定牛隻被盜（所有權受侵害）確因加害行為所致，而損害賠償請求權已成立為前提。

最高法院 79 年台上台上字第 1809 號判決謂：「上訴人須每隔二、三星期至馬偕醫院竹圍分院更換一次引流管，每隔一、二日須灌洗膀胱一次。從而上訴人之病況如未獲改善，則上訴人提出之掛號費收據，載有病歷號碼，縱漏列姓名，非不得函詢該醫院查明上訴人是否因前開病情前往治療而繳納，而與被上訴人前開侵權行為所生損害有因果關係。依第二五八三號判決記載，上訴人因被上訴人侵權行為所受傷勢不輕，前往該竹圍分院為治療等行為，能否自提引流管搭乘公車？如須乘坐計程車來往，因目前計程車少有出具收據之情形，上訴人所提出者，倘能證明往返醫院通常所需計程車費金額，即非不得憑以認定增加生活上需要所支出。」本件判決旨在探究上訴人（被

害人)支出之「掛號費」、「計程車費」等損害，是否與被上訴人之侵權行為所生損害(身體法益受侵害)有因果關係?法院之推論過程，係先認定「上訴人因被上訴人侵權行為所受傷勢不輕」，確定因被上訴人(加害人)之行為造成上訴人(被害人)之身體法益受侵害，並確定侵權行為成立，繼之探究「掛號費」、「計程車費」等支出與上訴人(被害人)之身體法益受侵害有無因果關係、是否屬於增加生活上需要所支出之損害賠償範圍，實際上相當符合因果關係二階論之思考模式。

## 第二節 判斷標準

因果關係之認定，嚴格言之，並非從靜態的事實狀態循係客觀的原因、結果的關連性，實係自錯綜複雜的各種動態的事實狀態認定何者為引致該結果的原因。其判斷基準復繫於觀察該事件的人主觀的目的及立場而有不同。換言之，因果關係存否之認定，乃出自觀察該事件的人所為主觀的價值判斷而已<sup>12</sup>。故行為人的行為係受社會非難者，法官一旦認為該行為人應受譴責，即愈容易認行為與損害間有因果關係<sup>13</sup>。為避免流於恣意，無論是責任成立因果關係或責任範圍因果關係，都需要某種判斷標準，協助法院認定因果關係之存否，並建立法之安定性。

---

<sup>12</sup> 孫森焱，前揭註2書，頁229。

<sup>13</sup> 孫森焱，同前註，頁230。

## 一、條件說

條件說 (Bedingunstheorie) 以哲學上之因果關係為基礎，推斷引發損害之原因<sup>14</sup>。有謂發生某結果所必要之一切條件，均為發生結果之原因<sup>15</sup>，有同一之價值及效力<sup>16</sup>。有謂對於結果之發生具有原因力之事實均屬原因<sup>17</sup>。從橫切面而言，一損害可能由數因素所共同或同時造成，則該數因素皆為損害之原因；從縱切面而言，一條件造成損害後，該損害可能成為另一損害之條件，該另一損害亦可能為又一損害之條件，則原始條件與後續引發條件皆為最終損害之原因<sup>18</sup>。此說亦稱作等價說 (Äquivalenztheorie)、等同說、條件即原因說、無限制說。

反面言之，若無此事件，即無結果之發生，則此事件對於結果即具有因果 (condicio sine qua non)<sup>19</sup>。因而所有之造成結果發生之原因 (或稱要件) 都是等價的 (äquivalent oder gleichwichtig)<sup>20</sup>。於互相交錯之多數原因之時，若結果之發生須此原因之共同結合時方會發生，

<sup>14</sup> 曾世雄，前揭註 4 書，頁 61。

<sup>15</sup> 鄭玉波，前揭註 5 書，頁 156。

<sup>16</sup> 曾隆興，前揭註 1 書，頁 81。

<sup>17</sup> 孫森焱，前揭註 2 書，頁 230。

<sup>18</sup> 曾世雄，前揭註 4 書，頁 61。

<sup>19</sup> Palandt/Heinrichs, a.a.O., Vor §249 Rn.57. 轉引自姚志明，前揭註 7 書，頁 142，註 8。

<sup>20</sup> Grunsky, Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 3. Auflage, 1994, Vor §249 Rn.36. 轉引自姚志明，前揭註 7 書，頁 142，註 9。

則每個原因均視為等價，因而每個原因均為構成果關係之原因<sup>21</sup>。總之，對於結果之發生，不可想像其不存在之原因，皆有因果關係。

例如某 A 遭某 B 殺傷，在送醫途中 A 所乘救護車竟被 C 駕駛砂石車不慎撞毀，致 A 當場斃命。依條件說，若非 B 之殺傷行為，則 A 不致搭乘救護車，便不致被 C 撞死，若非 C 駕駛不慎，A 也不致被撞死，故 B 之故意行為與 C 之過失行為，對於 A 之死亡都有因果關係。

又例如某甲與某乙分別駕車相撞，傷及路人丙，致丙受傷住院數日，丙原定出國機票被迫改期，待丙傷癒出國，所乘坐丁航空公司飛機恰巧機件故障發生空難，致丙不幸罹難，留下其配偶戊。今因丙死亡，戊對甲乙丁請求連帶賠償扶養費用。依條件說，如果甲乙未共同肇事，則丙不致受傷住院，機票不致延期，就不致恰巧搭乘失事飛機，就不致因空難死亡，戊就不會喪失配偶，故甲乙丁之過失行為均為丙死亡不可想像其不存在之原因，均有責任成立因果關係；如丙未死亡，則戊喪失扶養義務人之損害則不發生，故戊喪失扶養義務人之損害與丙之死亡亦有責任範圍因果關係，甲乙丁均應負賠償責任。

條件說亦即以自然的因果關係來認定因果關係，惟在損害賠償制度中，責任範圍牽連過廣，顯不符合一般人對公平正義的認知，故不宜遽以認定損害賠償之因果關係。

<sup>21</sup> 姚志明，前揭註 7 書，頁 142。

但條件說仍有其不可或缺的重要性，蓋僅條件說才是真正的因果關係理論，其他所謂因果關係理論，其實都是歸責理論。雖然條件說欠缺合理歸責作用，卻是各種歸責理論之前提，在審究歸責問題時，須有自然的因果關係存在，如欠缺條件說之因果關係，原則上即毋庸審究歸責問題，實具備因果關係檢驗第一層次之消極排除功能。

## 二、原因說

原因說亦稱條件原因區別說。有謂將發生結果之一切條件，區別為有原因力之條件，與無原因力之條件，而僅認有原因力之條件與結果間有因果關係，至無原因力之條件與結果間，則不認其有因果關係存在<sup>22</sup>。有謂在多數條件中，認定其中之一為損害發生之原因，有因果關係，而其餘條件與結果無因果關係<sup>23</sup>。該唯一原因之認定標準，莫衷一是，因而有所謂必要條件說、最後條件說、直接條件說、異常條件說、優勢條件說、動力條件說等<sup>24</sup>。

有認為促成結果之發生者為積極條件，防止結果之發生者為消極條件，破壞此積極條件與消極條件之均衡，以致發生損害之事實即為原因，例如火車之行駛為積極條件，欄柵之放下為消極條件，由於欄柵之未放下，以致破

<sup>22</sup> 曾隆興，前揭註 1 書，頁 81。

<sup>23</sup> 孫森焱，前揭註 2 書，頁 230；鄭玉波，前揭註 5 書，頁 156。

<sup>24</sup> 鄭玉波，同前註。

壞均衡而發生車禍，是未放下欄柵為發生車禍之原因，此為均衡破壞說。又有認為引起結果發生的最後條件為原因者，例如甲欲毒殺乙，將毒藥交乙，乙未食毒藥，誤交丙食之致死，則乙之行為為原因，是為最後條件說。有認為應以對於結果之發生最具影響力者為原因，例如甲欲燒丙之房屋，置大量汽油於丙屋之旁邊，適乙經過，誤引火種，致引起火災，則甲之放置汽油為引起火災之最有力原因，是為最有力條件說是<sup>25</sup>。由於此說之判斷標準不一，不免流於主觀，故不為多數見解所採。

### 三、相當因果關係說

相當因果關係說（Adäquanztheorie），有謂依一般經驗法則，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<sup>26</sup>。有謂其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<sup>27</sup>。我國實務亦採此說，最高法院著有 23 年上字第 107 號判例、30 年上字第 18 號判例、48 年台上字第 481 號判例等可稽。

<sup>25</sup> 孫森焱，前揭註 2 書，頁 230-231。

<sup>26</sup> 曾隆興，前揭註 1 書，頁 81-82。

<sup>27</sup> 鄭玉波，前揭註 5 書，頁 156。

德國多數學者視 Träger 教授於 1904 年所發表之「刑法及私法之因果概念」(Der Kausalbegriff im Straf- und Civilrecht) 之著作，最具代表性之意義<sup>28</sup>。Träger 教授提出相當因果關係乃謂：(1)行為或其他事件不惟為發生一定結果不可或缺之條件，且於通常情形，亦足以助長同類結果的發生；換言之，於通常情形亦可提高發生同類結果之客觀可能性時，為該結果相當的原因。(2)作成前項可能性之判斷，須以完整經驗的知識為基礎，而且行為當時所存在，於該時點最有洞察力的人所得認識的事實為前提。(3)行為人本身所認識其他之事實，亦應採為判斷之前提<sup>29</sup>。

德國實務見解亦採之，帝國法院於 RGZ 78,272 之判決中指出：「損害發生之可能不應遠到，如當此可能性依生活之經驗，在合理性將不會被考慮時。」二次大戰後之德國聯邦法院於 BGHZ 3,266 及 57,255 之判決指出：「此事件必須是普遍相當大的提高所發生類型之結果的可能性 (Wahrscheinlichkeit)<sup>30</sup>。」

相當因果關係說，係以「可能性」為判斷標準，法國學者有對此說批評為「在德國之學說裡，此一法律問題被視為可能率之科學問題 (une question scientifique de

<sup>28</sup> Grunsky, a.a.O., Vor §249 Rn.40. Larenz, Lehrbuch des Schuldrechts, Band I, Allgemeiner Teil, 14. Auflage, 1987, S.435. 轉引自姚志明，前揭註 7 書，頁 144，註 16、17。

<sup>29</sup> 孫森焱，前揭註 2 書，頁 231。

<sup>30</sup> 姚志明，前揭註 7 書，頁 144-145。

probabilité)，它包含著很多陰暗」<sup>31</sup>。若依此說，因果關係的判斷範圍，遠超過行為人所能預見的事實，因果關係之存在，不以通常情形可預期有此結果之發生為必要，縱於例外情形始有可能發生之事實，苟依一般的經驗，有可能發生者，亦符合「相當」之要件，似無法合理限制賠償範圍<sup>32</sup>。蓋德國實務上係採所謂「客觀事後判斷」標準（objektive nachträgliche Prognose），以所謂最適判斷者（optimaler Beobachter）就其所知或依其生活經驗可得而知的情況作為判斷基礎，此種最適判斷者幾乎無所不知，而對無所不知者，任何非屬通常事務均可預見，而據以認定其相當因果關係，致不能合理限制賠償責任的成立或範圍，為此，Larenz 教授建議應以「經驗的判斷者」（erfahrener Beobachter）取代「最適判斷者」<sup>33</sup>。Medicus 教授，亦採同一見解<sup>34</sup>。反觀我國實務上，常提及「依吾人的智識經驗」，比起德國「最有洞察力的人」或「最適判斷者」之標準，似較能合理限制賠償責任的成立或範圍。

有學者主張，相當因果關係說的結構，是由「條件關係」與「相當性」分階段構成<sup>35</sup>。本文以為，相當因果關係說之重點固然在於是否「相當」，亦即是否可歸責，惟

<sup>31</sup> Ripert et Boulanger, 1005 段 381 頁；轉引自曾世雄，前揭註 4 書，頁 72，註 1。

<sup>32</sup> 孫森焱，前揭註 2 書，頁 231。

<sup>33</sup> Larenz, Schuldrecht, I, Allgemeiner Teil, S.436. 轉引自王澤鑑，前揭註 3 書，頁 259，註 1。

<sup>34</sup> Medicus, a.a.O. (Fn.10), Rn.598. 轉引自姚志明，前揭註 7 書，頁 146，註 26。

<sup>35</sup> 王澤鑑，前揭註 3 書，頁 217。

任何歸責理論皆以條件說之自然因果關係存在為前提，將二者整合評價並沒有錯，故本文贊同先評價「條件關係」，後評價「相當性」之分析架構。核先評價「條件關係」，實非相當因果關係說所獨有，只不過相當因果關係說既然是目前我國通說，自有特別詳加論述之必要。

### (一)條件關係

我國學說判例對於相當因果關係，常謂「無此行為，必不生此種損害」，即指條件關係。條件關係是採「若非…即不」(but for)的反證檢驗規則，旨在認定：「若A不存在，B仍會發生，則A非B之原因」，在德國學說上稱為「假設的消除程序」(hypothetisches Eliminationsverfahren, Hinwegdenken)<sup>36</sup>。例如甲駕車追撞某汽車，在橋上起火燃燒，乙跳落河下受傷殘廢，住院支出醫藥費、收入減少、家中蘭花枯死、委任律師提出訴訟，在此情形，乙之權利受侵害及因此所生損害，均具有條件關係，至於是否可歸責，應再審酌「相當性」以認定之<sup>37</sup>。我國實務上有若干代表性之案例可供參考：

#### 1. 交通事故

最高法院 86 年台上字第 1205 號判決謂：「查林輝俊於前開時地駕車，應注意並能注意在晝晦視線不清時，應

<sup>36</sup> 王澤鑑，前揭註 3 書，頁 219。

<sup>37</sup> 王澤鑑，同前註，頁 220。

使用燈光，竟疏未注意使用燈光，而撞及未於行人穿越道穿越大同路之蘇唐腰等情…。按受傷後因病身死，應視其病是否因傷所引起，如係因傷致病，因病致死，則侵權之行為與死亡之結果即有相當因果關係，否則如係受傷後因他病而死，自無因果關係可言。查依長庚醫院八十三年五月六日診斷書之記載，蘇唐腰死亡之直接原因為鬱血性心臟病、兩側肋膜積水、肺炎併呼吸衰竭、糖尿病、高血壓、老舊下壁心肌梗塞等病。若蘇唐腰係受傷後，因久未能痊癒導致身體衰弱引起上開病症而死，則受傷與死亡不能謂無相當因果關係；若蘇唐腰之顱內出血，及多處骨折已痊癒，於進行復健中，因宿疾或年老體衰感染引起上開病症而死，則受傷與死亡間即無相當因果關係可言。」本件判決指出「應視其病是否因傷所引起」，依 but for 之反證檢驗規則，若無受傷，蘇唐腰仍會因宿疾或年老體衰感染引起上開病症而死，則受傷並非蘇唐腰死亡之原因，亦即無條件關係；反之，若蘇唐腰係受傷後，因久未能痊癒導致身體衰弱引起上開病症而死，則有條件關係，法院所審究之主要爭點，實乃條件關係。

最高法院 84 年台上字第 2170 號判決謂：「原法院前審為查明此項間接誘發因素，與上訴人之本件車禍受傷有無相當因果關係，再函請台大醫院加以說明，據台大醫院函復稱：『如無此次車禍外傷，賴美媛目前之病態亦可能因任何身體、生理、心理、社會壓力因素而誘發』，有該醫院八十二年八月十九日函可稽。足徵因車禍受有外傷，

通常並不足以生有精神分裂症之結果，本件車禍與上訴人目前之病態並無相當因果關係。」本件判決，依 but for 之反證檢驗規則，若無此次車禍外傷，賴美媛即上訴人之精神分裂仍會發生，則車禍外傷並非其精神分裂之原因，法院所審究之主要爭點，亦屬條件關係。

## 2. 勞工職業病

最高法院 77 年台上字第 479 號判決謂：「上訴人…受僱於被上訴人以前，曾在小格頭煤礦、建星煤礦、台一煤礦等礦坑工作達十餘年之久，為其所承認，足見上訴人早已染有肺塵症。…按損害賠償之債，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。…上訴人之得有肺塵症而喪失勞動能力，亦與其受僱於被上訴人擔任礦工之間，無相當因果關係存在，尚難認其對被上訴人有損害賠償請求權存在，其請求被上訴人賠償，即屬無據，不應准許。」本件判決，依 but for 之反證檢驗規則，上訴人若無受僱於被上訴人，仍染有肺塵症，則受僱於被上訴人並非其肺塵症之原因，其主要爭點，亦屬條件關係。

## 3. 公害案件

最高法院 76 年台上字第 1949 號判決謂：「查國立台灣大學農學院鑑定結果載明：『1.送檢稻谷樣品，測得氟含量為 260PPM，2.正常稻谷含氟量為 3 至 5PPM，稻谷

中氟化品在 60PPM 以上時，稻谷即嚴重受害枯萎，3.結論上可確定工廠排放氟化物，造成稻谷之枯死』。原審亦認定被上訴人工廠所排廢氣氟化物含量為振源公司在 35.7-13.2 mg/nm<sup>3</sup> 之間，華一公司在 12.1-4.2 之間，興昌公司為 33，王旺公司為 42.8，而其工廠位於上訴人耕地之東側，台灣冬季吹東北風或北風，上訴人主張冬季受損，其耕地受地形、風向之影響，無可避免。果係如此，則被上訴人工廠之廢氣既含有氟化物，吹向上訴人之耕地，因而使上訴人種植之農作物受損，能否認兩者之間仍無相當因果關係，非無疑問。又原審認定上訴人耕地附近，除被上訴人五家工廠外，尚有陶瓷工廠九十餘家，是上訴人耕地附近陶瓷工廠之總數，約在百家之譜。如該百家工廠排出之廢氣均含有氟化物，其污染之程度自較嚴重，倘因而損害上訴人之農作物，被上訴人為該百家工廠中行為人之一，依民法第一百八十五條規定，對於上訴人所受損害，自應連帶負損害賠償責任。上訴論旨，執以指摘原判決不當，聲明廢棄，非無理由。」

上開判決，上訴人主張其稻谷污染之原因為陶瓷工廠排出廢氣，亦即「無此行為，必不生此種損害」。而原審認為「上訴人之受害，顯係整個環境品質所致，尚難證明係由被上訴人五家工廠之廢氣所致」，亦即若無被上訴人五家工廠之廢氣，仍有上訴人之受害結果，則被上訴人五家工廠之廢氣並非其稻谷污染之原因，依 but for 之規則並沒有錯。惟最高法院一方面引用鑑定報告以認定「結論上

可確定工廠排放氟化物，造成稻谷之枯死」，另一方面援引民法第 185 條之共同侵權行為，認定有條件關係。

#### 4.醫療糾紛

最高法院 77 年台上字第 1876 號判決謂：「中華民國醫療糾紛鑑定委員會上述鑑定書固謂：『急性心肌梗塞死亡率頗高，雖經適當治療，亦不一定有存活希望』，然非謂急性心肌梗塞症患者，縱經適當治療，概無存活之希望，故如及時適當治療，仍應有存活之可能。茲杜厚成延誤時間，未為適當治療，致沈麵喪失存活之可能機會，杜厚成之過失行為與沈麵之死亡間，自有相當之因果關係存在，上訴人所辯伊之行為，與沈麵之死亡，無相當因果關係云云，尚非可採。」

上開判決，依 but for 之反證檢驗規則，若無醫師之過失行為，病患仍會死亡，則醫師之過失行為並非病患死亡之原因。但人總會死，故上開情形必須限制在醫療行為時病患幾無存活之可能。假如該鑑定報告非謂「亦不一定有存活希望」，而是寫「存活希望渺茫」，則法院似不致推論「故如及時適當治療，仍應有存活之可能」。據上，若無杜厚成醫師之過失行為，則病患沈麵應不致於當時死亡，故具備條件關係。

#### (二)相當性

相當因果關係，常謂「有此行為，通常即足生此種損

害者」，以認定有相當性，或謂「有此行為，通常亦不生此種損害」，以認定無相當性。判斷有無相當性之觀察者，其實就是法官自己，無可避免其主觀價值滲入，因此實務見解特別重要。關於責任成立與責任範圍之相當性，我國分別有若干重要實務見解可供參考：

## 1. 責任成立之相當性

### (1) 寄放炸藥因電線走火爆炸

最高法院 33 年上字第 769 號判例謂：「縱令上訴人如無寄放炸藥之行為，某丙不致被炸身死，然寄放之炸藥，非自行爆炸者，其單純之寄放行為，按諸一般情形，實不適於發生炸死他人之結果，是上訴人之寄放炸藥，與某丙之被炸身死，不得謂有相當之因果關係。」本件判例認為，縱令有條件關係，但按諸一般情形，單純寄放炸藥通常不會發生炸死他人之結果，故不具相當性。

### (2) 旅客於連環車禍中跳落橋下傷亡

最高法院 76 年台上字第 158 號判決謂：「依此項客觀存在之事實觀察，如車身爆炸而不及時走避，其造成之傷亡將更為慘重，且當時又係夜晚，更易引起慌亂，在此緊急情況之下，欲求旅客保持冷靜，安然離開現場，殆無可能，故依吾人一般智識經驗，上述旅客在慌亂中跳落橋下傷亡，是否與陳榮輝駕車追撞而造成之上開車禍，無相當因果關係，非無研究餘地。」本件判決認為，陳榮輝駕車

追撞而造成之上開車禍，有條件關係自不待言，又認為依吾人一般智識經驗，在此緊急情況之下，通常旅客無法保持冷靜安然離開現場，故具有相當性。

### (3)堆置保利龍因焚燒冥紙引起火災

最高法院 75 年台上字第 462 號判決謂：「堆置之保利龍，既非自行燃燒，而單純堆置保利龍之行為，按諸一般情形，實不適用於發生燃燒致人死傷之結果。是被上訴人之堆置保利龍，與上訴人之損害，不得謂有相當因果關係。」本件判決認為，按諸一般情形，單純堆置保利龍之行為，通常不會發生燃燒致人死傷之結果，故不具相當性。

### (4)誣指他人竊取雜誌致司法警察查扣雜誌

最高法院 83 年台上字第 2261 號判決謂：「查檢察官、司法警察官或司法警察偵辦竊盜罪嫌，按諸一般情形對於贓物均予以查扣，以作為犯罪證據之用。被上訴人具狀向檢察官誣指上訴人竊取雜誌，請求轉飭警方追贓，並向警察局提出失竊報告，被上訴人之行為與司法警察或司法警察官之查扣雜誌，兩者之間能否謂無相當因果關係，尚待推敲。」本件判決認為，按諸一般情形，誣指他人竊取雜誌，通常會發生司法警察依職權查扣雜誌之結果，故具有相當性。

### (5)被害人的特殊體質

學說上認為，被害人的特殊體質對因果關係的成立不

生影響，加害人不得主張被害人患有嚴重心臟病、血友病、藥物過敏、如蛋殼般的頭蓋骨（eggskull），而不負侵權責任，是比較法上的共通見解<sup>38</sup>。查最高法院未有此類民事判決，但有相關刑事判決可供參考：

最高法院 88 年台上字第 7563 號刑事判決謂：「被害人申定龍係因遭毆擊致外傷性顱腦部損傷，加上體質孱弱及被人網綁無法掙脫，導致昏迷死亡…則申定龍之死亡，應與上訴人等之毆擊行為及網綁行為間均有相當因果關係…上訴人等無殺人之故意，主觀上亦無致人於死之預見。惟上訴人毆擊被害人頭部要害造成顱腦部損傷，又將之網綁並以膠帶封住其嘴巴致使無法掙脫，而被害人又年老體質孱弱可能因而昏迷死亡之結果，在客觀上為一般人所得預見，上訴人等對此加重結果，自應負責。」本件判決認為，客觀上一般人能預見，被害人年老體質孱弱可能因而昏迷死亡之結果，故具有相當性，蓋相當因果關係不因行為人主觀上未預見而受影響。

最高法院 82 年台上字第 3157 號刑事判決謂：「所謂相當因果關係，係指依經驗法則，綜合行為當時所存在之一切事實，為客觀之事後審查，認為在一般情形下，有此環境，有此行為之同一條件，均可發生同一之結果者，則該條件即為發生結果之相當條件，行為與結果即有相當因果關係。反之，若在一般情形下，有此同一條件存在，而

---

<sup>38</sup> 王澤鑑，前揭註 3 書，頁 237。

依客觀之審查，認為不必皆發生此結果者，則該條件與結果並不相當，不過為偶然之事實而已，其行為與結果間即無相當因果關係。查曾乾元因係淋巴胸腺體質，在注射止痛劑時，特異體質反應死亡（意外），為卷附台灣高等法院檢察署法醫中心鑑定書所明載，亦為原判決所引用之證據。卷查上訴人在原審曾具狀辯稱曾乾元死亡時，年齡為四十三歲，其胸腺重達一〇〇公克，較諸同年齡者正常胸腺重量一六三三公克，顯為十分大，其因特異體質反應發生猝死，屬無從預測之意外性不可抗力，非上訴人所能注意。」本件判決認為，曾乾元因特異體質反應死亡，在一般情形下，依客觀之審查，不必皆發生此結果，不過為偶然之事實而已，其行為與結果間並不相當。但另一方面，判決亦強調上訴人無從預測，似兼採預見說之立場。

本文以為，依相當因果關係說，無論最有洞察力或有經驗的觀察者均可得預見，特異體質者有發生藥物過敏而導致傷亡結果之可能性，故本案實應具備相當因果關係。法院以上訴人無從預測損害結果，認定無因果關係，十分類似預見說之概念。有關預見說，容後再為詳述。

## 2. 責任範圍之相當性

### (1) 懸紅尋牛

司法院院字第 1662 號解釋(二)謂：「侵權行為之賠償責任，以加害人之故意或過失與損害有因果聯絡者為限，來問所稱事主被盜失牛，懸紅尋覓，此項花紅如有必要，

即不能謂無因果聯絡，至其數額是否相當，則屬於事實問題。」簡言之，懸賞花紅是否具有相當性？應依具體案情視是否有必要而定，在該被盜情形下，如通常有必要支出懸賞費用，該懸賞費用之損失與被盜間即具有責任範圍之相當性。

## (2) 律師費用

司法院院字第 205 號解釋謂：「吾國民事訴訟非採用律師訴訟主義，當事人所支出之律師費用，自不在訴訟費用之內。至當事人之旅費及當事人確有不能自為訴訟行為，必須委任人代理之情形所支出之代理人費用，如可認為伸張權利或防禦上所必要者，應屬訴訟費用之一種，於必要限度內，得令敗訴人賠償。所謂必要限度，依訟爭或代理之事件及當事人、代理人之身分定之，當事人如有爭執，由法院斷定。」本件解釋認為，律師費用原則上並非伸張權利或防禦上所必要者，亦即在民事訴訟中，通常並無支出律師費用之必要，故律師費用之損失與權益受侵害而涉訟不具有相當性，惟本文對此傾向保留態度。此外，民事訴訟法修正後改採第三審律師訴訟主義，故第三審之律師費用具有責任範圍之相當性，殆無疑問。

## (3) 傷害診斷書或檢驗貨損之費用

最高法院 66 年第 5 次民庭庭推總會決議(二)：「當事人因傷害所支出之診斷書費用，非係因侵權行為所生財產上之損害，不得請求賠償。」

最高法院 66 年第 6 次民庭庭推總會議決議(二)：「海上貨物運送，貨物有所毀損短缺，受貨人為檢驗貨損情形，委請公證公司檢驗所支出之公證費用，既不因貨物之有無損害而有所不同，況係因提供證據而支出，與運送人之未完全履行運送契約或侵權行為，並無相當因果關係。」

據上，最高法院認為，無論人格或財產法益被侵害，被害人為保全證據而私下支出之證明或鑑定費用，並不具責任範圍之相當性。但被害人請求損害賠償，依吾人智識經驗，通常會有為證明自己所受損害之費用支出，進而言之，有此花費雖不必然勝訴，但若無此花費則勝訴機會微乎其微，直言之，連診斷證明書都沒有，被害人憑什麼要人家相信其受有損害？實際上，若此類費用屬於「伸張權利或防禦上所必要者」，則具有責任範圍之相當性。

#### (4)掛號費及看病計程車資

最高法院 79 年台上台上字第 1809 號判決謂：「上訴人須每隔二、三星期至馬偕醫院竹圍分院更換一次引流管，每隔一、二日須灌洗膀胱一次。從而上訴人之病況如未獲改善，則上訴人提出之掛號費收據，載有病歷號碼，縱漏列姓名，非不得函詢該醫院查明上訴人是否因前開病情前往治療而繳納，而與被上訴人前開侵權行為所生損害有因果關係。依第二五八三號判決記載，上訴人因被上訴人侵權行為所受傷勢不輕，前往該竹圍分院為治療等行為，能否自提引流管搭乘公車？如須乘坐計程車來往，因

目前計程車少有出具收據之情形，上訴人所提出者，倘能證明往返醫院通常所需計程車費金額，即非不得憑以認定增加生活上需要所支出。」本件判決認為，掛號費與看病計程車資，與上訴人所受傷害具有責任範圍之相當性。

#### 四、預見說

預見說發跡於法國民法。法國對於違反契約之賠償，規定於民法第 1150 條、第 1151 條。依法國民法第 1150 條，賠償義務人所負之賠償責任，以訂約當時預見或得預見者為限；但如違約當事人故意違約者，則依法國民法第 1151 條，縱損害為違約當事人於違約時未預見或不能預見，只要該損害為故意違約之直接結果，違約當事人仍應負責。至於侵權行為之賠償案件，法國法無明文，解釋上稍有分歧<sup>39</sup>。法國民法之規定影響及英國習慣法，英國法自 *Hadley v. Baxendale* 案以後，亦以預見說為依歸<sup>40</sup>。但同是預見說，英法二國實務上所引導出之結果大不相同，法國判例與學說上之預見範圍較之於英國判例與學說上之預見範圍為廣，蓋法國對於「預見」從寬解釋<sup>41</sup>。

有日本學者認為，日本民法第 416 條關於債務不履行損害賠償之規定，依法院在裁判上表示的見解，於侵權行

---

<sup>39</sup> 曾世雄，前揭註 4 書，頁 64。

<sup>40</sup> 曾世雄，同前註，頁 66。

<sup>41</sup> 曾世雄，同前註，頁 77-78。

為判斷損害賠償之範圍時，亦應類推適用。依日本民法第416條第2項規定，對於因特別情事發生之損害，為債務人所預見或可得預見者，始應負賠償責任；而第1項規定通常所生損害則無主張債務人有預見可能性之必要。二者之區別在於債權人就債務人對於損害之發生有預見可能性為證明之必要與否而已。從而損害賠償之範圍無異以債務人之預見可能性為限度，與德國民法所採完全賠償的基本理論迥異，基於德國民法發展的相當因果關係說，於日本民法即無立足餘地<sup>42</sup>。

## 五、法規目的說

法規目的說<sup>43</sup>（Schutzzweck der Haftungsnorm, Normzweck），亦譯為法規保護目的說<sup>44</sup>或法規意旨說<sup>45</sup>。此說主張損害賠償責任的範圍，應依具體規範的保護目的，依公平原則認定<sup>46</sup>。德國學者 Ernst Rabel 建立此說，1950年代經 von Caemmerer 闡揚，在德國逐漸盛行，儼然勝過相當因果關係說成為新的通說，惟現今多數說認為，其應為補充相當因果關係之功能，而非全部取代相當因果

<sup>42</sup> 平井宜雄，損害賠償法の理論，東京大學出版會，1983年10月15日，頁87；澤井裕，不法行為における因果關係，有斐閣出版，民法講座第六冊，頁267；日本大正15年5月22日大審院判決；轉引自孫森焱，前揭註2書，頁232。

<sup>43</sup> 王澤鑑，前揭註3書，頁251。

<sup>44</sup> 姚志明，前揭註7書，頁147。

<sup>45</sup> 曾世雄，前揭註4書，頁79。

<sup>46</sup> 孫森焱，前揭註2書，頁232。

關係<sup>47</sup>。換言之，如依相當因果關係說無法合理界定賠償責任之範圍時，再依法規目的說加以界定。

依德國民法第 823 條第 1 項前段(相當於我國民法第 184 條第 1 項前段)，探求被違反法規之保護範圍，例如法律保護人身不受侵害，故因車禍而傷人者，駕駛人對於被害人受傷部分自應負責。被害人因而自殺者，則應分別情形判斷之。原則上，駕駛人對於自殺部分之損害毋庸負責，蓋法律旨在保護人身不受他人違法傷害，並不在保護殘害己身；但如車禍受傷情形嚴重而有使被害人自殺之自然趨勢者，則自殺之部分全部或一部成為傷害部分之必然結果，駕駛人就自殺之損害仍應負全部或一部之責任<sup>48</sup>。

依德國民法第 823 條第 2 項(相當於我國民法第 184 條第 2 項)，所謂違法性之牽連關係問題上，探求被違反法規之保護範圍，例如公車超載而便利扒手行竊者，公車車掌並無責任，蓋禁止超載之法令，其目的不在防止扒手行竊，而是在於保障旅客安全<sup>49</sup>。

關於責任成立因果關係，德國著名的「道路綠地案件」(BGHZ 58, 162)，即甲駕車疏未注意，肇致車禍，致交通阻塞，乙等不耐久候，駕車跨越道路兩側綠地(或草坪)而離去時，甲應否對該綠地所有人丙所受損害負賠償責

<sup>47</sup> 姚志明，前揭註 7 書，頁 147。

<sup>48</sup> 曾世雄，前揭註 4 書，頁 81。

<sup>49</sup> 曾世雄，同前註，頁 82。

任？法院曾肯定其相當因果關係，備受批評<sup>50</sup>。學說上認為於此類案例應依法規目的否認甲的賠償責任，蓋駕車疏誤對車禍的被害人固應負責，惟道路兩側綠地或草坪不受侵害，則非屬其所違反的行為義務所欲保護的範圍<sup>51</sup>。

關於責任範圍因果關係，德國有著名的「刑事訴訟防禦費用案件」(BGHZ 58, 162)，法院認為原告因車禍發生健康之損害及機車之毀損，固得請求回復原狀，然而原告因車禍受牽連，經刑事訴追獲判無罪而支出之防禦費用（或律師費用），則與發生車禍之過失無因果關係，蓋該費用係財產損害（Vermögensschaden），而財產本身非屬德國民法第 823 條第 1 項所保護之生命、身體或所有權，故該費用之損害在法律保護目的外<sup>52</sup>。

## 六、不作為因果關係

侵害行為造成損害結果，而行為包括作為與不作為，不作為亦有因果關係。倘若有所作為即得防止結果之發生者，因其不作為乃致發生損害，則不作為與損害之間有因果關係<sup>53</sup>。蓋在作為，係因現實的積極的動作，發生現實的結果，自得謂為有真正之因果關係，但在不作為，並無現實的動作，惟無此不作為，即無結果之發生時，其法律

<sup>50</sup> 王澤鑑，前揭註 3 書，頁 253。

<sup>51</sup> 王澤鑑，同前註。

<sup>52</sup> 王澤鑑，同前註，頁 254-255。

<sup>53</sup> 孫森焱，前揭註 2 書，頁 234。

上之價值，與作為相等<sup>54</sup>。準此以言，認為不作為導致損害結果，其實是法理上假設的因果關係。

惟不作為所以應負賠償責任者，須具備不法之要件，亦即有作為義務而不作為時始足當之<sup>55</sup>。換言之，須在法律上，或契約上或因自己之行為，有防止損害發生之義務，而不防止，致發生損害者，則不作為與損害間，即有因果關係<sup>56</sup>。法律上之作為義務，如扶養義務；契約上之作為義務，如醫院之治療義務；本於自己事實行為之作為義務，如拋棄煙蒂之踏熄義務等<sup>57</sup>。

## 七、多數因果關係

### (一)累積因果關係

數人中一人的個別行為均足肇致侵害他人權益，德國學說上稱為 *kumulative Kausalität*，譯為「累積因果關係」或「聚合因果關係」。如甲乙同時分別對丙下毒，其份量各足致丙死。又如甲乙同時持火把至油庫，引起爆破，致丙屋燒毀。此際若適用 *but for* 之反證檢驗規則，則甲或乙各得主張「若我不下毒，丙仍會死亡，故我的下毒之行為並非丙死亡結果之原因」，皆得不負致丙死亡的責任，自

<sup>54</sup> 鄭玉波，前揭註 5 書，頁 157。

<sup>55</sup> 孫森焱，前揭註 2 書，頁 234。

<sup>56</sup> 曾隆興，前揭註 1 書，頁 82。

<sup>57</sup> 鄭玉波，前揭註 5 書，頁 157。

非合理。於此一情形，通說認為是 but for 規則之例外，故甲乙的下毒行為皆為丙死亡之原因<sup>58</sup>。

## (二)共同因果關係

於互相交錯之多數原因時，若結果之發生須此原因之共同結合時方會發生時，則每一個原因均視為等價，則此每一個原因均為構成因果關係之原因，德國學說上稱為 Gesamtkausalität 或 addierte Kausalität，譯為「共同因果關係」。如甲與乙分別以化學物質倒入丙之水池，此二種化學物質個別使用時，尚不至造成任何損害，但其二者混合後，則會產成毒素而有害魚類生存，此時，甲與乙之行為，對於丙之魚類受損間，則具有因果關係<sup>59</sup>。亦有累積因果關係與共同因果關係混合之可能，如公害案件中排放有毒廢氣之工廠多達百餘家，造成鄰地之農作毀損，即使少了其中幾家工廠，其污染仍足致鄰地之農作毀損，故不宜採 but for 規則，卻又不能否定其共同造成污染之事實。

按民法第 185 條第 1 項前段規定：「數人共同不法侵害他人之權利者，連帶負損害賠償責任。」所謂「共同」是否須有意思聯絡？依司法院 66 年 6 月 1 日例變字第 1 號謂：「民事上之共同侵權行為，（狹義的共同侵權行為，即共同加害行為，下同）與刑事上之共同正犯，其構成要件並不完全相同，共同侵權行為人間不以有意思聯絡為必

<sup>58</sup> 在德國法及英美法均同此見解；參見王澤鑑，前揭註 3 書，頁 220。

<sup>59</sup> 姚志明，前揭註 7 書，頁 171。

要，數人因過失不法侵害他人之權利，苟各行為人之過失行為均為其所生損害之共同原因，即所謂行為關連共同，亦足成立共同侵權行為。最高法院民國 55 年臺上字第 1798 號判例應予變更。」準此以言，無論累積因果關係、共同因果關係、累積與共同因果關係混合之案例，均得依民法第 185 條之特別規定，認定有條件關係<sup>60</sup>。

### (三)擇一因果關係

甲、乙在森林中狩獵開槍，其中一彈誤中丙，卻不知何人所射，雖丙無法證明加害人究係甲或乙，但確定當時只有甲、乙在森林中狩獵開槍，故加害人非甲即乙。此種情形，學說上稱為擇一因果關係 (alternative Kausalität)，為減輕原告即被害人對因果關係之舉證責任，民法第 185 條第 1 項後段特別規定：「不能知其中孰為加害人者，連帶負損害賠償責任」<sup>61</sup>。

## 八、修補因果關係

修補因果關係 (überholende Kausalität) 亦稱為假設因果關係 (hypothetischer Ursachenzusammenhang)，係對損害賠償範圍計算問題之探討<sup>62</sup>。此說提出一種可能性，即損害事故因可歸責於賠償義務人之事由已發生，賠償權

<sup>60</sup> 實務同此見解，參見最高法院 76 年台上字第 1949 號判決。

<sup>61</sup> 王澤鑑，前揭註 3 書，頁 222。

<sup>62</sup> Larenz, a.a.O. (Fn.16), S.525. 轉引自姚志明，前揭註 7 書，頁 174。

利人因該事故之發生而受有損害，然該損害縱不因可歸責於賠償義務人之事由而發生，亦將因其他原因而釀成。亦即損害事故有二，而第一與第二事故均會導致同一損害，然以第一事故已引發損害，致使第二事故無法發生損害之作用<sup>63</sup>。在駕車撞死罹患絕症者的案例，第二事故（假設原因、預備原因）即被害人已罹患絕症即將死亡，應參酌此說，關於扶養費請求權（民法第 192 條第 2 項）應推算扶養義務人剩餘生存期間，關於父母、子女、配偶之慰撫金（民法第 194 條），亦應考量請求權人預知被害人短期內即將死亡對其精神痛苦所生程度而酌定之<sup>64</sup>。

### 第三節 舉證責任

#### 一、傳統的紛爭事件

在傳統的（固有的）民事紛爭事件，通常係以當事人間特定權利義務之存在及範圍為處理對象，事件特性具有「權利存否訟爭對立性」，主要程序法理採「二當事人主義」。亦即，傳統紛爭事件通常具有當事人對等性且少有事證偏在性，傳統民事訴訟架構係以二當事人對立、對等之訴訟遂行及當事人自負責任為基礎之理論架構<sup>65</sup>。在此

<sup>63</sup> 曾世雄，前揭註 4 書，頁 132。

<sup>64</sup> 陳哲宏，假設因果關係與損害賠償，台灣大學法律學研究所碩士論文，1984 年，頁 79；轉引自王澤鑑，前揭註 3 書，頁 223，註 1。

<sup>65</sup> 邱聯恭，程序選擇權論，自版，2000 年 9 月，頁 59-61。

前提下，應考慮兩造如何公平的主張及舉證。

法院為裁判之際，必須先確定為裁判基礎之事實關係是否存在，惟訴訟上發生事實存否不明之情形時，法院亦不能拒絕裁判，總有一方須承擔事實存否不明以致敗訴之不利。其中，何人應就何種事實為舉證？於事實存否不明之場合，何人應遭受敗訴判決，即所謂舉證責任之分配問題<sup>66</sup>。我國民事訴訟法第 277 條規定：「當事人主張有利於己之事實者，就其事實有舉證之責任。」惟其標準不甚明確，事實上須仰賴判例學說。

近百年來之德國、日本及目前我國通說，以德國學者 Rosenberg 創立之規範說 (Die Normentheorie) 為主，又稱為法律要件分類說，其將實體法之無數法律規範，分為對立之兩大類，一為權利發生規範 (Rechtsbegründende Norm)，另一類為所謂對立規範 (Gegennorm)。對立規範再分為三種，包括權利妨害規範 (Rechtshindernde Norm)、權利消滅規範 (Rechtsvernichtende Norm)、權利受制規範 (Rechtshemmende Norm)。權利妨害規範，例如未成年人意思表示效力之規定；權利消滅規範，例如清償之規定；權利受制規範，例如消滅時效之規定。主張權利存在之人，應就權利發生之法律要件事實為舉證。否認權利存在之人，應就權利妨害、權利消滅、權利受制之法律

---

<sup>66</sup> 陳榮宗，舉證責任分配與民事程序法(二)，自版，1984 年 3 月再版，頁 2。

要件事實為舉證<sup>67</sup>。而德國就舉證責任分配亦發展若干新學說，如蓋然性說（Wahrscheinlichkeitstheorie）、Prölss之危險領域說（Gefahrenkreistheorie）、Wahrendolf之損害歸屬說（Schadenzurechnungstheorie）等<sup>68</sup>。

然而，法院仍須視具體個案，依公平正義原則分配舉證責任，不宜拘泥於特定學說，我國民事訴訟法第277條於民國89年修正時增訂「依其情形顯失公平者，不在此限」，即聲明此一立場。

傳統侵權行為之因果關係要件，原則上應由主張有侵權行為事實存在之被害人負舉證責任<sup>69</sup>。詳言之，責任成立因果關係，係侵權行為構成要件之一，乃原告主張其法益受侵害可歸責於被告，而責任範圍因果關係，乃原告主張其損害範圍可歸責於被告，均屬權利發生規範，故應由主張權利存在之原告即被害人負舉證責任。

進一步言，德國通說認為，就相當因果關係說之條件關係，原則上應由被害人負舉證責任，但「相當性」既然採客觀認定原則，應歸由加害人負舉證責任，此一見解亦可供參考<sup>70</sup>。

<sup>67</sup> 陳榮宗，同前註，頁16-18。

<sup>68</sup> 陳榮宗，同前註，頁51-59。

<sup>69</sup> 曾隆興，前揭註1書，頁87；曾世雄，前揭註4書，頁251。

<sup>70</sup> 史尚寬，債法總論，頁161；Fikentscher, Schuldrecht, Rn.488. 轉引自王澤鑑，前揭註3書，頁234，註1。

## 二、現代型紛爭事件

現代型紛爭事件，其爭點往往具公共性而社會化、政治化，此間實交錯著公的因素與私的因素之緊張關係。就當事人之特殊性及事證蒐集之難易而言，相較於傳統紛爭事件類型具當事人對等性且少有事證偏在性，現代型紛爭事件類型之處理，則遭遇如何因應其所具當事人互換性喪失及證據偏在一造之問題<sup>71</sup>。準此以言，為貫徹武器平等原則，責任成立因果關係之證明，會因為同一原因受損害之被害人的人數越多，而越降低證明度的要求，實為擴散性損害事件集團化、大量化的現代型紛爭所共同。

因應現代型紛爭事件，尤其是證據偏在一造之問題，應如何緩和被害人的舉證責任？實為重要課題。在醫療過失、交通事故、商品瑕疵、公害糾紛等損害賠償事件，德國聯邦最高法院利用判例解釋，減輕被害人舉證負擔，使能趨於公平，有兩種主要途徑，一為表見證明(Prima facie Beweis, Beweis des ersten Anscheins, Anscheinsbeweis)，另一為舉證責任轉換(Umkehr der Beweislast)<sup>72</sup>。

我國學者亦指出，因果關係多涉及科技及證據距離等專業問題，由原告負舉證責任，有時不符侵權行為法救濟被害人的理念，故合理減輕其舉證責任，實有必要。其可

---

<sup>71</sup> 邱聯恭，程序選擇權論，自版，2000年9月，頁59-60。

<sup>72</sup> 陳榮宗，前揭註66書，頁60。

資採取的途徑，例如學術機關鑑定的利用、表見證據的採行、事實上推定及疫學等相關科學的運用<sup>73</sup>。

### (一)表見證明

表見證明或稱初步證明，係指賠償權利人所提出之證據，雖非直接證明待證事實，然依通常事理進展之過程（typische Geschehensabläufe）而論，有該證據所證明之事實，即有（或即無）待證事實之存在<sup>74</sup>。亦即法院利用一般生活經驗法則，就一再重複出現之典型現象，依某種客觀存在事實，以推斷待證事實之存否。例如卡車司機竟將卡車開上人行道而傷及行人，依據卡車開上人行道此一客觀事實，於一般生活經驗而言，如別無其他特殊原因，通常可推斷卡車司機有故意或過失之事實<sup>75</sup>。

表見證明適用之領域，主要是故意過失或因果關係等難以直接證明之待證事實，使法官之自由心證，在經驗法則及一定客觀事實之運用下，就待證事實為推斷，從而對當事人有爭執而不明之事實狀態，獲得一定之判斷，所以法院得依表見證明而判斷待證事實。負舉證責任之當事人利用表見證明，將待證事實為間接證明之後，該當事人已盡其就本證為證明之責任，若相對人無法提出其他有力之證據，以動搖法院之心證，則相對人將因本證之證明成功

<sup>73</sup> 王澤鑑，前揭註 3 書，頁 228；關於流行病學因果關係之採用，請參見台北地方法院 83 年國字第 18 號判決。

<sup>74</sup> 曾世雄，前揭註 4 書，頁 252-253。

<sup>75</sup> 陳榮宗，前揭註 66 書，頁 60-61。

而受不利益之危險<sup>76</sup>。

我國民事訴訟法第 282 條規定：「法院得依已明瞭之事實，推定事實之真偽。」學說上稱為「事實上之推定」，所謂已明瞭之事實，諸如當事實人自認之事實、於法院已顯著或為其職務上所已知之事實，亦包括由表見證據證明之事實。換言之，表見證明乃事實上之推定之類型。惟須強調者，表見證明，仍以原告提出表見證據為前提。

## (二)舉證責任轉換

舉證責任分配之轉換，係指將通常應由原告證明之事實，改由被告負擔該事實之舉證責任，亦即某待證事實之舉證責任在兩造間倒置。從而，舉證責任之轉換，乃舉證責任原則之例外，而且是完全性之例外。

舉證責任轉換與表見證明在性質上截然不同。蓋舉證責任轉換之情形，舉證責任由被告負擔；然在表見證明之情形，舉證責任仍由原告負擔。又舉證責任轉換時之被告負有提出完全之反證（voller Gegenbeweis），證明與待證事實相反之事實存在，以使法律假設之待證事實失其存在之可能（entkräften）；然在法院採信原告之表見證明時，被告僅須證明有其他事實亦足以導致與表見證明所認定之待證事實，以使由表見證明認定之待證事實發生疑問

---

<sup>76</sup> 陳榮宗，同前註，頁 61。

(zweifeln)，即足以動搖法院心證，使原告立證失敗<sup>77</sup>。

舉證責任轉換可分為二種，一為法律上別有規定某種待證事實之推定，稱為「法律上之推定」依民事訴訟法第 281 條：「法律上推定之事實無反證者，無庸舉證。」

另一種係法律未規定，乃由法院以各種特殊具體情況之事實存在，依公平正義原則，利用解釋、適用法律之方法，將舉證責任由被害人改歸由加害人負擔<sup>78</sup>。如我國民事訴訟法第 277 條規定，當事人主張有利於己之事實者，就其事實有舉證之責任（原則上依法律要件分類說）；但法律別有規定（法律上之推定），或依其情形顯失公平者，不在此限（法律未規定之舉證責任轉換）。

目前我國民法上採推定因果關係之立法例，主要見於特殊侵權行為，諸如民法第 187 條推定法定代理人之監督與損害間有因果關係，民法第 188 條推定僱用人之選任或監督與損害間有因果關係，民法第 190 條推定動物占有人之管束與損害間有因果關係，民法第 191 條推定工作物所有人之設置或保管與損害間有因果關係，民法第 191-1 條推定商品製造人之生產、製造或加工、設計與損害間有因果關係，民法第 191-3 條推定從事危險事業或活動者之危險行為與損害間有因果關係<sup>79</sup>。

<sup>77</sup> 曾世雄，前揭註 4 書，頁 255。

<sup>78</sup> 陳榮宗，前揭註 66 書，頁 62-66。

<sup>79</sup> 王澤鑑，民法概要，自版，2002 年 9 月，頁 221-225。

此外，德國有一種推定因果關係之特殊立法例，融入表見證明之精神。德國環境責任法(Umwelthaftungsgesetz)第6條第1項規定某件設施(Anlage)依其個案的情狀適於損害時，推定其有因果關係(Kausalitätsvermutung)，此際被害人應證明者有三：(1)特定物質的排放與該設施的經營有關；(2)排放的物質與所生損害具有空間及時間上的關連；(3)排放的物質適於肇致所生損害<sup>80</sup>。又德國遺傳科技法(Genetikgesetz)第34條規定，因遺傳改變生物體而生的損害，推定其係因遺傳科技研究生物體之性質所引起，但證明損害可能因其他生物體而發生時，推定失其效力<sup>81</sup>。上開立法例，似能兼顧因果關係之舉證困難並折衝兩造公平，對於現代型紛爭事件，深具啟發性。

#### 第四節 小結

證券詐欺損害賠償，顯然是民事損害賠償類型之一，證券詐欺損害賠償之因果關係，法律上並無特別規定，自應參考其他民事損害賠償之因果關係之判例與學說。

按因果關係之概念，涵蓋構成要件範疇之責任成立因果關係及法律效果範疇之責任範圍因果關係，責任成立因果關係乃確認原告之法益被侵害是否可歸責於被告，而責任範圍因果關係乃確認原告發生之損害是否可歸責於被

---

<sup>80</sup> 王澤鑑，前揭註3書，頁229-230。

<sup>81</sup> 王澤鑑，同前註，頁230。

告侵害其法益。

我國就民事損害賠償之因果關係之認定標準，通說採「相當因果關係說」，最高法院著有 23 年上字第 107 號判例、30 年上字第 18 號判例、48 年台上字第 481 號判例等可稽。而「相當因果關係說」之判斷，又分為「條件關係」與「相當性」，在責任成立因果關係層次，應判斷「條件關係」與「相當性」，在責任範圍因果關係層次，復應判斷「條件關係」與「相當性」。

所謂「條件關係」即採 but for 之消極排除方法，無法想像其不存在之事實，皆為結果之原因。而所謂「相當性」，指於通常情形亦可提高發生同類結果之客觀可能性時，為該結果相當的原因，不以通常情形可預期有此結果之發生為必要，縱於例外情形始有可能發生之事實，苟依一般的經驗，有可能發生者，亦符合「相當」之要件，其判斷可能性之標準，應以「經驗的判斷者」為準。

因果關係在某些民事損害賠償案例有其特色，諸如交通事故、勞工職業病、公害案件、醫療糾紛等，其原告均較難證明因果關係存在。證券詐欺也算是新的特殊類型。換言之，從傳統型紛爭發展到現代型紛爭，如何緩和原告之舉證責任？實非證券詐欺案例所獨有之問題。在民事訴訟法上，緩和原告舉證責任之方法，主要有二，一為表見證明，原告仍負有提出間接證據之舉證責任，而被告僅須提出質疑動搖法官心證即可；另一為舉證責任轉換，被告

須證明該構成要件事實之不存在。舉證責任轉換又分為實體法上之舉證責任轉換及訴訟法上之舉證責任轉換。德國立法例，也有兼具表見證明精神之實體法上之舉證責任轉換，可兼顧原被兩造權益及法安定性，頗值參考。

## 第四章 特殊因果關係理論--證券詐欺

### 第一節 信賴要件與詐欺市場理論

#### 一、信賴要件

##### (一)信賴要件之定位

有關詐欺侵權行為損害賠償要件中，在歐陸法系沒有所謂信賴要件。然而，在英美法系一定會討論信賴要件，大概而言，信賴要件有別於因果關係要件，但事實上卻又關係密切。由於我國證券交易法上有關證券詐欺之規定，主要承襲美國法<sup>1</sup>，而且美國證券詐欺訴訟又極為發達<sup>2</sup>，因此本章節將以美國法為中心進行比較研究。首先應探討

<sup>1</sup> 余雪明，證券交易法，證券暨期貨市場發展基金會，2003年4月四版，頁619；賴英照，證券交易法逐條釋義，第一冊，自版，1996年8月，頁349；曾宛如，〈論證券交易法第二十條之民事責任—以主觀要件與信賴為核心〉，《臺大法學論叢》第33卷第5期，2004年9月，頁59；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，頁149-150。

<sup>2</sup> Milberg & Weiss 是美國證券訴訟領域最著名的法律事務所，該事務所自成立以來已策動近三百億美元的證券訴訟案，並主導在 1995 年私人證券訴訟改革法案通過後超過半數以上的證券訴訟，其主持人 William Lerach，人稱證券訴訟界的第一把交椅，在美國安隆案等一連串會計弊端爆發前，Lerach 被科技公司視為毒蛇猛獸，在安隆案爆發後，則有人將他稱為公司治理英雄與打擊犯罪者，而驅策 Lerach 的背後動機，則是集體訴訟（class action）與抽成酬金（contingent fee）結合下的金錢誘因；參見游志煌，〈主導私權證券訴訟之法制模型探討—律師驅策 vs. 非營利組織〉，《月旦法學》第 113 期，2004 年 10 月，頁 151。

美國法上信賴要件之定位。

在美國法上，因證券交易而受損害者，通常能夠選擇多種民事損害賠償 (private remedies)。為了方便起見，該損害賠償可分為三大類，包括習慣法或衡平法 (at common law or in equity) 之損害賠償、各州證券法規 (the state blue sky laws) 明示或默示之損害賠償、聯邦證券法規 (federal securities statutes) 明示或默示之損害賠償等三大類<sup>3</sup>。

實務上最廣為運用、學說上探討最多者，無疑是 1934 年證券交易法 Section 10(b) 及美國證交會 (SEC) 於 1942 年依其授權所制定之 Rule 10b-5。聯邦最高法院 (the Supreme Court) 甚至將之稱為「一網打盡」(catch-all)<sup>4</sup> 所有廣義證券詐欺者，其重要性可見一斑。因此，有必要先釐清信賴要件與 Rule 10b-5 間之關係。

1934 年證券交易法 Section 10(b) 內容為：「任何人不得直接或間接利用任何州際商務工具或郵件或任何全國性證券交易所之設備，以任何操縱、詐騙手段，或違反證交會為公共利益或保護投資人之必要適當所制定之法規，而買賣已上市或未上市之任何證券<sup>5</sup>。」

---

<sup>3</sup> Louis Loss and Joel Seligman, *Fundamentals of securities regulation*, New York: Aspen Publishers, 1181 (5<sup>th</sup> ed. 2004).

<sup>4</sup> *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 203 (1976).

<sup>5</sup> Section 10 -- Regulation of the Use of Manipulative and Deceptive Devices

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--

b. To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security

Rule 10b-5 之內容為：「任何人不得直接或間接利用任何州際商務工具或郵件或任何全國性證券交易所之設備，於買賣任何證券時：

- (1) 使用任何手段、計劃或詭計進行詐欺；
- (2) 對重要事實為不實陳述，或省略陳述上必要的重要事實，按照該情況下使人誤解；
- (3) 從事任何行為、業務或商業作法，其影響或將會影響他人就如同詐欺或詐騙一般<sup>6</sup>。」

從上開條文來看，顯然 Rule 10b-5 並未明文規定私人得請求損害賠償。惟 1946 年賓州東區之聯邦地方法院於 *Kardon v. National Gypsum Co.* 一案中首次肯定私人訴權 (private right of action)，認為 Rule 10b-5 有隱含賠償

---

registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or any securities-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act), 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.

資料來源：<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/34act/sect10.htm>

<sup>6</sup> Rule 10b-5 -- Employment of Manipulative and Deceptive Devices

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.

資料來源：<http://taft.law.uc.edu/CCL/34ActRIs/rule10b-5.html>

(implied remedy) 之意旨<sup>7</sup>。從此奠定投資人等得依 Rule 10b-5 請求損害賠償之救濟途徑，多年後聯邦最高法院仍維持此一見解。按英美法採用「判決拘束原則」(the doctrine of precedent 或 stare decisis)<sup>8</sup>，故 Rule 10b-5 之損害賠償訴訟，其實主要是來自司法實務之發展，美國聯邦最高法院院長 William H. Rehnquist 曾形容其為「立法上一粒小小的橡樹種子，長出司法上一顆高大的橡樹」(“judicial oak which has grown from little more than a legislative acorn”)<sup>9</sup>，堪稱非常貼切。

實務上在解釋 Rule 10b-5 時，由於欠缺損害賠償構成要件之明文規定，故仍著重於侵權行為之構成要件，但有時會做出背離傳統侵權行為要件之解釋，以符合證券法規之立法目的<sup>10</sup>。詳言之，Rule 10b-5 訴訟之要件，乃參考侵權行為法 (torts) 上「不實說明與未揭露致生金錢損失」之「詐騙訴訟」(action of deceit)<sup>11</sup>，基本上須具備：重要事實之不實陳述 (misrepresentation of a material fact)、

<sup>7</sup> 69 F.Supp.512 (E.D.Pa 1946).

<sup>8</sup> 美國法院分為聯邦法院系統及州法院系統，所謂判決拘束原則，指在同一系統的法院中，對於相類似事實的案件，於不同級法院間，下級法院必須受上級法院判決拘束，於同級法院間，後判決受前判決拘束；至於不同系統間的法院，其適用判決拘束原則，則視其所審理的案件，究係聯邦問題抑或州的問題而定；參見潘維大，英美法導讀講義，瑞興圖書公司，1998年9月二版，頁75。

<sup>9</sup> Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723, 737 (1975).

<sup>10</sup> 曾宛如，前揭註1文，頁60。

<sup>11</sup> 劉興善譯，美國法律學會 (American Law Institute) 原著，美國法律整編侵權行為法 (Restatement of the Law, Second -- Torts)，司法院秘書處，1986年4月，頁431。

信賴 (reliance)、因果關係 (causation)、知情 (scienter) 等要件<sup>12</sup>，於具體案例類型上再加修正。可知 Rule 10b-5 訴訟之信賴要件，實乃由傳統的詐騙訴訟借用而來。

## (二)信賴要件之內涵

### 1.主觀信賴與客觀信賴

如同信賴要件適用於習慣法 (common law) 下的詐騙訴訟 (action of deceit)，信賴要件亦適用於證券詐欺訴訟。有關證券詐欺訴訟下的信賴要件的定義，第二巡迴法院<sup>13</sup>曾指出：「個別的原告必須已依據虛偽陳述的事實 (the fact misrepresented) 而有所行為；同時，一位理性人 (reasonable man) 也會按照虛偽陳述的事實而有所行為<sup>14</sup>。」而所謂「理性人」，在英美法上係指某種客觀上之注意程度，加拿大學者 R. W. V. Dickerson 曾以幽默筆觸形容「理性人」如下：「此位令人難堪的傢伙，昂首闊步地踏過侵權行為法之每一章節…，他從未在街上行走時閱讀報紙，亦從無

---

<sup>12</sup> Barbara Black, *Fraud on the Market: A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transaction*, 62 N.C.L.R. 435, 436 (1984). 轉引自王士珮，〈證券交易法上一般反詐欺條款之研究〉，國立中興大學法律學研究所碩士論文，1996年6月，頁41，註24。

<sup>13</sup> 此指美國第二巡迴區聯邦第二審法院 (United States Courts of Appeals)，簡稱第二巡迴法院 (the Second Circuit)，聯邦第二審法院在美國共有十三個，分布在十三個巡迴區裡，本論文中所稱第○○巡迴法院，均指地方法院 (U.S. District Court)、稅務法院 (U.S. Tax Court) 上級審的聯邦第二審法院；而非國際貿易法院 (Court of International Trade)、聯邦賠償法院 (U.S. Claims Court) 上級審的聯邦巡迴上訴法院 (Court of Appeals of the Federal Circuit)；參見潘維大，前揭註8書，頁54-55, 60。

<sup>14</sup> *List v. Fashion Park, Inc.*, 340 F.2d 457, 462 (2d Cir. 1965).

未事先查看兩旁來車即跨越斑馬線；他有規律地偵測汽車輪胎之胎壓，從未對於來信在 48 小時內未予答覆；購買車票前，先行閱讀運送條款；其從事車床工作必戴護目鏡；瞭解重罪與輕罪之差異；他經常留意房間內之樓梯把手有無鬆開，時常注意花園內榆樹之捕蠅燈；其從未忘記關閉瓦斯；對謠言或閒言閒語不予理會；從未開人玩笑；而長久以來，未與妻離異，係因其妻為 Reasonable Woman—此為法律所不熟悉的人物。儘管此位 Reasonable Man 並未誤認他人與其相同謹慎，惟其具有強烈觀念，認為他人在特定情境下將說什麼或做什麼，此等觀念正是其所傳達予法律人者<sup>15</sup>。」

依上開信賴要件的定義，信賴要件原則上應包括原告的主觀信賴與客觀信賴。所謂客觀信賴，即該虛偽陳述的事實具有重要性（materiality）<sup>16</sup>的必然結果<sup>17</sup>。而所謂主觀信賴，亦即原告內心的實際信賴（actual reliance）。

信賴要件，是 Rule 10b-5 下的民事訴訟的一個要件。並不適用於政府行使公權力的強制行為，因此證交會

---

<sup>15</sup> R. W. V. Dickerson, *Accountants and the law of Negligence*, Canada: T.H. Best Printing Company, 1 (1966). 轉引自陳錦隆，〈會計師查核簽證財務報表之民事責任(上)〉，《會計研究月刊》第 171 期，2000 年 2 月，頁 104，註 7。

<sup>16</sup> 重要性（materiality）亦為 Rule 10b-5 損害賠償要件之一，亦即虛偽不實陳述或隱匿之事實須具有重要性，由於並非本文探討重點，爰不擬詳述，簡言之，指一合理投資人在作決定時，有實質之可能（substantial likelihood）會（would）將此一資訊認為是重要的事實。See *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 US 438 (1976). 轉引自劉連煜，新證券交易法實例研習，元照出版公司，2004 年 2 月增訂二版，頁 248，註 9。

<sup>17</sup> Thomas Lee Hazen, *The law of securities regulation*, 612 (4<sup>th</sup> ed. 2002).

(SEC) 在行政行為中不必證實信賴要件。刑事訴訟方面亦不必證實信賴要件。甚至在一些民事訴訟案例中，法院不要求實際信賴 (actual reliance) 的證據<sup>18</sup>。換言之，信賴要件固然是 Rule 10b-5 下的民事訴訟的一個要件，然在某些案例中，法院不要求原告證明有主觀信賴，而逕以客觀信賴推定主觀信賴。

## 2. 直接信賴與間接信賴

有關信賴 (reliance) 的問題與重要性 (materiality) 問題的情況相同，均為高度事實性 (highly factual) 的問題，因此法院當然不會僅就原告起訴狀輕易駁回。類此，原告主張本案例中要求信賴要件是不合理的，也經常是高度事實性的問題，亦因而不適宜在充分審理前駁回。如同 Rule 10b-5 訴訟的其他要件，原告必須充分陳述系爭案例中有關信賴要件的特性<sup>19</sup>。換言之，既然信賴要件屬於高度事實性的問題，法院應要求何種程度的信賴證明？必須依具體情況加以判斷，無法一概而論。例如，在「未揭露」 (nondisclosure) 的案例，要求原告證明自己直接信賴未曾揭露的資訊，顯然是有疑問的。

聯邦最高法院在 *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*<sup>20</sup> 一案中，即肯定了推定信賴的法則。該案例

---

<sup>18</sup> *Id.*, at 613.

<sup>19</sup> *Id.*

<sup>20</sup> 406 U.S. 128, 153-154, 92 S.Ct. 1456, 1472, 31 L.Ed.2d 741 (1972).

的被告，乃由 Ute 族印地安人持有資產的公司之股票市場操作者且為 Ute 族人之出售代理人，對於股票的優勢市場價格負有公開的義務，卻保持沉默<sup>21</sup>。

在 Affiliated Ute 一案中，法院認為在賣方和買方間的面對面交易（face-to-face transaction）中，被告（買方）在陳述中隱匿了（omitted）重要事實，故原告（賣方）的信賴可藉由該隱匿事實（omissions）的重要性（materiality）加以推定。法院認為，重要性確定後，應由被告舉證證明原告實際上並未依靠此重要事實的隱匿。爾後許多地方法院和上訴法院的判決，依據上開信賴推定的法則，在一定程度上排除證券法規對信賴要件的要求，即使是在面對面交易的案例<sup>22</sup>。從 Affiliated Ute 案以後，依判決拘束原則（the doctrine of precedent），法院應從重要性推定信賴。第十一巡迴法院進一步指出：在非揭露案例中的信賴推定，原告必須證明自己普遍地（generally）相信被告<sup>23</sup>。綜上所述，「Affiliated Ute 案的信賴推定」，應僅侷限於消極隱匿事實的未揭露案例始有適用，並不適用於積極的虛偽不實陳述的案例<sup>24</sup>。簡言之，為了解決未揭露案例中無從證明直接信賴的問題，司法實務上始發展出推定信賴的法則，以解決間接信賴的情形。而信賴推定顯然有利於原

<sup>21</sup> 王士珮，前揭註 12 文，頁 54-55。

<sup>22</sup> Supra note 17, at 613.

<sup>23</sup> Cavalier Carpets, Inc. v. Caylor, 746 F.2d 749 (11<sup>th</sup> Cir. 1984).

<sup>24</sup> Supra note 17, at 613.

告，故法院亦允許被告舉反證推翻信賴推定。

Affiliated Ute 案的信賴推定，形成隱匿、未揭露案例的內容，有些法院認為此一信賴推定不適用於積極的虛偽陳述的情況，原告仍應證明直接信賴<sup>25</sup>；有些法院則認為從 Affiliated Ute 案所確定的信賴推定，應侷限於消極隱匿的案例<sup>26</sup>，結論上殊途同歸。理由在於，Affiliated Ute 案的信賴推定，乃是基於對消極事實舉證的困難<sup>27</sup>。

惟若某些案例的情況是虛偽陳述與隱匿的混合，究應如何處理呢？第九巡迴法院歸納其他法院見解，提出除非是純隱匿的案例，而非虛偽陳述與隱匿混合的案例，否則不得適用 Affiliated Ute 案的信賴推定<sup>28</sup>。

然而在虛偽陳述案例中或前述混合的案例中，有推定信賴的另一個基礎。在涉及公眾資訊傳播的案例中，原告也許能依據詐欺市場的信賴推定（the fraud on the market presumption）<sup>29</sup>。關於詐欺市場理論，容後詳述。

第二巡迴法院曾指出，關於「匿名市場」（a faceless market）中的交易，為了解決信賴的爭點，在一個集體訴訟（class action）中，將原告分別審理可能是有必要的<sup>30</sup>。但發生在公開市場的證券詐欺案件，被害人數可能達成千

<sup>25</sup> Joseph v. Wiles, 223 F.3d 1155 (10<sup>th</sup> Cir. 2000).

<sup>26</sup> Binder v. Gillespie, 184 F.3d 1059 (9<sup>th</sup> Cir. 1999).

<sup>27</sup> Supra note 17, at 614.

<sup>28</sup> Binder v. Gillespie, 184 F.3d 1059, 1063 (9<sup>th</sup> Cir. 1999).

<sup>29</sup> Supra note 17, at 614.

<sup>30</sup> Green v. Wolf Corp., 406 F.2d 291 (2d Cir. 1968).

上萬，在這樣的集體訴訟中，分別審理每一位原告是否符合信賴要件，訴訟成本過高，事實上並不可行，故該早期見解，已被公認是一個謬論（an absurdity）<sup>31</sup>。另一方面，集體訴訟中有代表人，意味著集體訴訟在事實認定上可能是由共通問題（common questions）所主導。例如，集體訴訟中的原告，就被告在交易中促成其他原告購買的具體陳述，未必皆有適宜的代表性。然而，若是基於詐欺市場理論，主張被告有計劃性對公眾進行詐騙，則起訴的原告亦可代表其他的購買者<sup>32</sup>。差別在於，原告是否聽信被告陳述，為個別原告的問題，但被告對公眾詐騙的計劃是否存在，對全體原告而言，只是一個共通問題，較適合集體訴訟中運用代表人的型態。

顯然，證券詐欺訴訟中的原告利用集體訴訟，是已被肯定的趨勢。準此，不管信賴要件的個別審查有無必要，對集體訴訟來說，信賴要件成為一個共通問題，而較恰當的解決方法是讓證券詐欺訴訟繼續形成集體訴訟<sup>33</sup>。

### 3. 信賴必須合理

如同習慣法（common law）下的詐騙訴訟（action of deceit）其信賴須有正當理由（his reliance is justifiable）<sup>34</sup>，

---

<sup>31</sup> Richard W. Jennings & Harold Marsh, Jr., *Securities Regulation: Cases and Materials*, 1049 (5<sup>th</sup> ed. 1982).

<sup>32</sup> *Renz v. Schreiber*, 832 F.Supp. 766, 772-73 (D.N.J. 1993).

<sup>33</sup> *Supra* note 17, at 615.

<sup>34</sup> 美國法律整編侵權行為法，前揭註 11 書，頁 439。

在證券詐欺訴訟中，信賴也必須是合理的（reasonable）。例如當正確的資訊已經被公開揭露以後，投資人卻仍相信相反的陳述即非合理。意識到有誤導情事的投資人，就無法在 Rule 10b-5 訴訟中獲得勝訴。總之，對於虛偽陳述或隱匿有所認知的投資人，並無信賴該陳述的正當理由<sup>35</sup>。

如被告已就可靠資訊發出警告，可能排除原告提出的合理信賴。例如，若原告主張其信賴被告宣稱的重要不實陳述（material misstatements），然而原告私底下認識到有關於投資風險的記錄，則原告的信賴是不合理的<sup>36</sup>。相對地，如被告以口頭陳述，縮減書面上所呈現的重要事實，則仍是可控訴的（actionable）<sup>37</sup>。儘管被告一般性的概括否認信賴要件並沒有實際作用，但在特定具體範圍內否認信賴要件，仍可排除該詐欺訴訟，尤其在面對面協商

---

<sup>35</sup> Koehler v. Bank of Bermuda (New York), 209 F.3d 130 (2d Cir. 2000).

<sup>36</sup> Ambrosino v. Rodman & Renshaw, Inc., 972 F.2d 776 (7<sup>th</sup> Cir. 1992) (written disclosures precluded reliance on oral misrepresentations that were at variance with the writing); Davidson v. Wilson, 937 F.2d 1391 (8<sup>th</sup> Cir. 1992) (no reliance on oral statements in light of written disclaimers); Topalian v. Ehrman, 954 F.2d 1125 (5<sup>th</sup> Cir. 1992), *rehearing denied* 961 F.2d 215 (1992) (offering memorandum explaining risks precluded investors' reliance on alleged false promises of low risk and high profits); Ligon v. Deloitte, Haskins & Sells, 957 F.2d 546 (8<sup>th</sup> Cir. 1992) (detailed disclosure of risks in 18-page offering memorandum precluded reliance on net worth representations); Steinberg v. PRT Group, Inc., 88 F.Supp.2d 294 300 (S.D.N.Y. 2000) (no liability where alleged misrepresentations were in conflict with clear language of the prospectus).

<sup>37</sup> Parkhurst v. North American Financial Services Cos., 919 F.Supp. 270 (E.D.Mich. 1996) (fact that customer signed offering materials which disclosed high risk nature of investment did not preclude action where customer was orally assured that the offering materials were routine and did not have to be read). *Compare, e.g.,* Cremi v. Brown, 955 F.Supp. 499 (D.Md.1997) (broker's disclosure of risk inherent in derivate investments was adequate).

( face-to-face negotiations ) 的情況下<sup>38</sup>。

第十巡迴法院歸納了下列實務上有關的考慮因素，以判斷所謂信賴是否合理<sup>39</sup>：

- (1) 原告對財務金融及證券是否經驗老練與專業？
- (2) 兩造間是否存在維持長久的業務或人際關係？
- (3) 原告有無接觸有關資訊的機會？
- (4) 兩造間是否存在信託關係？
- (5) 被告是否隱瞞詐欺行為？
- (6) 原告發現詐欺行為的機會如何？
- (7) 原告是否初次進行股票交易或急著交易？
- (8) 被告虛偽陳述為廣泛性或具體性？

據上所列，原告經驗老練與否，將是決定其信賴是否合理的考量因素之一。然而，投資人經驗老練的事實，並不當然排除其確實合理地相信該不實陳述<sup>40</sup>。法院仍應就具體情況加以綜合判斷。

但有例外，當被告故意詐騙天真或粗心的投資人時，可能不適用上開合理信賴的客觀要求。亦即有法院認為，當被告知悉或可得知悉投資人的弱點時，受詐騙投資人的天真或粗心，無法用來排除被告的責任<sup>41</sup>。

---

<sup>38</sup> Chavin v. McKelvey, 182 F.3d 898 (2d Cir. 1999).

<sup>39</sup> Zobrist v. Coal-X, Inc., 708 F.2d 1511, 1516 (10<sup>th</sup> Cir. 1983).

<sup>40</sup> Rubin v. Schottenstein, Zox & Dunn, 143 F.3d 263 (6<sup>th</sup> Cir. 1998).

<sup>41</sup> United States v. Davis, 226 F.3d 346, 358 (5<sup>th</sup> Cir. 2000) (“the naivety, carelessness, negligence, or stupidity of a victim” does not preclude criminal liability for fraud).

## 二、詐欺市場理論

### (一)肯定說

一些法院為了證明信賴要件，援引了信賴推定與經濟理論，形成「詐欺市場的信賴推定」(a fraud on the market presumption)。簡言之，這些法院發現，可藉由顯示 (showing) 市場價格 (market price) 遭到不實陳述 (misstatement) 或隱匿 (omission) 所影響，而原告以當時被詐欺引誘後的市場價格 (at the then fraudulently induced market price) 進行證券買賣 (purchase or sale)，因而 (is due to) 受損害 (injury)<sup>42</sup>，滿足證券詐欺訴訟中的信賴要件。

#### 1. 早期見解

於 1975 年，第九巡迴法院在 *Blackie v. Barrack*<sup>43</sup> 一案中，首先採用了詐欺市場理論。法院認為該案有大部分涉及未公開揭露，因此其信賴要件可以採用 *Affiliated Ute* 案的信賴推定。此外，法院更進一步的採用詐欺市場理論，而認為在一個於公開市場進行證券交易之證券詐欺集體訴訟，要求原告證明信賴要件是不可能且沒有理論上價值的。因此，法院特別強調：「在一個非個人 (impersonal)

---

<sup>42</sup> Bradford Cornell & R. Gregory Morgan, *Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases*, 37 U.C.L.A.L.Rev. 883 (1990). See Hazen, *supra* note 17, at 615.

<sup>43</sup> 524 F.2d 891 (9<sup>th</sup> Cir. 1975).

的證券交易環境，因果關係可以藉由買進股票及陳述重要性之證明而適當的建立。」法院也因此而認定僅需證明重要性便可推定具有信賴要件<sup>44</sup>。依據此一見解，信賴要件仍為 Rule 10b-5 請求權成立的要件之一，惟為緩和原告舉證上的負擔，而給予原告可反駁的間接信賴之推定（a rebuttable presumption of indirect reliance）<sup>45</sup>。基本上，Blackie 案之見解，似為 Affiliated Ute 的信賴推定之延伸，而為避免 Affiliated Ute 的信賴推定是否適用於積極虛偽陳述與消極隱匿混合案例之爭議，另以集體訴訟原告信賴證券的市場價格取代信賴不實陳述為論證基礎，承認原告之間接信賴，形成早期較為接受的說法。

於 1981 年，第二巡迴法院在 *Panzirer v. Wolf*<sup>46</sup> 一案中將詐欺市場理論作了更寬鬆的認定，並認為詐欺市場的信賴推定是不可反駁的。其強調不實陳述與原告投資決定間的因果連結關係，雖仍言間接信賴，實際上已完全除去信賴要件，而強調純粹因果關係（pure causation）<sup>47</sup>。不同於 Blackie 案的原告信賴由公眾可利用資訊所決定的市場價格而間接信賴該不實陳述，*Panzirer* 案的原告為投資決策時，並非信賴市場價格<sup>48</sup>。然而，*Panzirer* 案的法院發

---

<sup>44</sup> 劉彥廷，〈論證券投資人及期貨交易人保護法之團體訴訟〉，國立台北大學法學系碩士論文，2003 年 8 月，頁 140-141。

<sup>45</sup> 王士珮，前揭註 12 文，頁 69。

<sup>46</sup> 663 F.2d 365, 368 (2d Cir. 1981).

<sup>47</sup> 王士珮，前揭註 12 文，頁 72。

<sup>48</sup> Barbara Black, *supra* note 12. 轉引自王士珮，前揭註 12 文，頁 73，註 135。

現原告確實是間接信賴年度報告，因為其能夠合理地期待華爾街日報專欄文章上看好被告公司前景之「街頭傳聞的資訊」(information heard on the street) 將正確反映年度報告中的資訊(專欄作家對該證券之評價亦可能影響市場價格)，故原告有權證明，如果知道報告是不正確的，那文章就不會看好該公司的前景，原告就不會購買該股票<sup>49</sup>。

## 2. 目前見解

聯邦最高法院在 *Basic Inc. v. Levinson*<sup>50</sup> 一案中，明確採用了詐欺市場理論 (fraud on the market theory)。此後，依判決拘束原則，詐欺市場理論已經構成聯邦證券法規的一部分。然而，仍有一些法院依據州法，否定詐欺市場理論之適用<sup>51</sup>。1998 年證券訴訟統一標準法 (Securities Litigation Uniform Standard Act) 即在一定程度上限制州法之適用，並規定在州法院提起之某些證券詐欺集體訴訟，應移轉至對該集體訴訟有管轄權之聯邦法院<sup>52</sup>，間接增加了詐欺市場理論之適用機會。

*Basic Inc. v. Levinson* 的案例事實如下：

於 1976 年，Combusion Engineering 公司打算購併

<sup>49</sup> Barbara Black, *supra* note 12. 轉引自王士珮，前揭註 12 文，頁 73，註 136。

<sup>50</sup> 485 U.S. 224, 108 S.Ct. 978, 99 L.Ed.2d 194 (1988).

<sup>51</sup> *Mirkin v. Wasserman*, 5 Cal.4<sup>th</sup> 1082, 23 Cal.Rptr.2d 101, 858 P.2d 568 (1993); *Kaufman v. i-Stat Corp.*, 165 N.J. 94, 754 A.2d 1188 (N.J. 2000). See Christopher Boffey, *Mirkin v. Wasserman: The Supreme Court of California Rejects the Fraud-on-the-Market Theory in State Law Deceit Action*, 49 Bus. Law. 715 (1994).

<sup>52</sup> 劉彥廷，前揭註 44 書，頁 49。

Basic 公司，而 Basic 公司主要業務為製造化學耐火產品 (chemical refractories)。在併購過程中，Combusion 公司向 Basic 公司提出各種關於購併與合併之可能途徑，Basic 公司卻對外宣布三個聲明，其中包括：「紐約證券交易所向 Basic 公司查詢時，Basic 公司回覆內容中否認該公司參與合併協商」(Basic made three public statements, including a reply to an inquiry by the New York Stock Exchange, denying that it was involved in merger negotiation)，不料於 1978 年 12 月 18 日，Basic 公司突然發布聲明，表示已經達成合併，Basic 公司以每股美金 46 元被 Combusion 公司購併，此價格相當高。而當初在 Basic 公司宣稱未參與合併談判聲明後到 1978 年 12 月 18 日 Basic 公司被購併之期間，有些 Basic 公司股東以低於每股美金 46 元之價格出售股權，這些股東乃提起集體訴訟，以 Basic 公司為被告，主張 Basic 公司最初否認合併談判之聲明，為「虛偽或誤導之證券交易訊息」(false or misleading material statement in regard to securitizing trade)，應係違背 Rule 10b-5 之規定。被告即 Basic 公司抗辯原告並未證明信賴要件 (had not demonstrated reliance)。聯邦地方法院判決原告敗訴，原告上訴第二審法院改判原告勝訴，被告即 Basic 公司上訴聯邦最高法院遭駁回，本案確定<sup>53</sup>。

聯邦最高法院在 Basic Inc. v. Levinson 一案中，採用

---

<sup>53</sup> 陳峰富，〈關係企業證券交易違法行為之研究－以股票流通市場為中心〉，國立政治大學法律學研究所博士論文，2004 年 7 月，頁 345-346。

涉及積極虛偽陳述 (affirmative misrepresentations) 的詐欺市場理論。Basic 案涉及被告被控訴 (alleged) 其否認有初步合併談判的重要誤導。聯邦最高法院認為，詐欺市場的信賴推定，是一個「由常識和概然性所支持」(supported by common sense and probability) 的很自然的推論<sup>54</sup>。聯邦最高法院也指出，就兼顧證券詐欺訴訟中的信賴要件與聯邦民事訴訟程序問題而言，詐欺市場的信賴推定不失為一個實用的解決方法<sup>55</sup>。

基於公開散播不實陳述而起訴的集體訴訟，在允許由共通問題主導的情況下，詐欺市場的信賴推定具有強大的力量。例如，在對市場詐欺的案例中，有些法院認為一旦證明市場價格受影響，即證明了市場的信賴<sup>56</sup>，縱令原告未曾看過本案中的被告陳述，亦同<sup>57</sup>。

對市場詐欺的分析並不當然建立信賴要件，而僅僅是建立可反駁的信賴推定。例如，可由被告證明即使已徹底並正確地揭露相關資訊，該原告仍會購買系爭證券，藉以推翻此一信賴推定<sup>58</sup>。此外，除非能顯示市場已經反映出

---

<sup>54</sup> 485 U.S. at 246, 108 S.Ct. at 991, 99 L.Ed.2d at 218.

<sup>55</sup> The Court quoted the district court in explaining that “the presumption of reliance created by the fraud-on-the-market theory provide[s] ‘a practical resolution to the problem of balancing the substantive requirement of proof of reliance in securities cases against the procedural requisites of [Fed.Rule Civ.Proc.] 23.’” *Id.* at 242, 108 S.Ct. at 989, 99 L.E.2d at 215. *See Hazen*, supra note 17, at 615.

<sup>56</sup> *Zweig v. Hearst Corp.*, 594 F.2d 1261, 1271 (9<sup>th</sup> Cir. 1979); *Steiner v. Southmark Corp.*, 734 F.Supp. 269 (N.D.Tex. 1990) (sufficiently alleging fraud on the market).

<sup>57</sup> *In re Control Data Corp. Securities Litigation*, 933 F.2d 616 (8<sup>th</sup> Cir. 1991).

<sup>58</sup> *In re K Mart Corp. Securities Litigation*, 1996 WL 924811, [1997 Transfer Binder]

該不實陳述，僅確定有重要性的虛偽陳述，尚不足以導出詐欺市場的信賴推定<sup>59</sup>。同理，如公眾可取得足夠的警告資訊，即無法成立詐欺市場的信賴推定<sup>60</sup>。一旦建立上開信賴推定後，則須由被告證明該市場價格變動並非因所謂重要不實陳述而受影響<sup>61</sup>。

有些法院提到「對市場誠實」(truth on the market)對詐欺市場理論提出辯護<sup>62</sup>。此種辯護最早出現於聯邦最高法院在 *Basic Inc. v. Levinson* 一案中指出，縱使面對重要的誤導陳述，只要有正確的資訊重新進入市場，喚醒不實陳述所造成的迷夢，則該不實陳述是不宜控訴的<sup>63</sup>。雖然聽來更像是因果關係 (causation) 或重要性 (materiality) 的問題，但許多法院已經將可利用的足夠的正確公共資訊歸類為「對市場誠實」的辯護<sup>64</sup>。無論如何，如確定不實陳述或未揭露並沒有影響市場價格，將駁回詐欺市場的信賴推定<sup>65</sup>。但當資訊不易接觸時，縱使有公眾可取得的正確資訊的事實，仍無法解免被告責任<sup>66</sup>。再者，法院還要

---

Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 99,511 (E.D. Mich. 1996).

<sup>59</sup> *Lee v. Sierra On-Line*, 1994 WL 655898, [1994-1995 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 98,420 (E.D. Cal. 1994).

<sup>60</sup> *Kaplan v. Rose*, 49 F.3d 1363 (9<sup>th</sup> Cir. 1994).

<sup>61</sup> *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 248, 108 S.Ct. 978, 992, 99 L.Ed.2d 194 (1988).

<sup>62</sup> *In re Seagate Technology II Securities Litigation*, 843 F.Supp. 1341, 1368-69 (N.D.Cal. 1994).

<sup>63</sup> 485 U.S. at 248-49, 108 S.Ct. at 992.

<sup>64</sup> *In re Seagate Technology II Securities Litigation*, 802 F.Supp. 271, 275 (N.D.Cal. 1992).

<sup>65</sup> *Heliotrope General, Inc. v. Ford Motor Co.*, 189 F.3d 971 (9<sup>th</sup> Cir. 1999).

審酌本案在市場中的真實資訊是否足以抵銷詐欺陳述<sup>67</sup>。

聯邦最高法院在 *Basic Inc. v. Levinson* 一案明確肯定詐欺市場理論可適用於積極虛偽陳述的案例。但在隱匿重要事實的案例上是否適用？不無疑問。有些法院藉由將隱匿也定性為不實陳述，而推論重要事實之隱匿，亦為不實陳述的一種，故允許原告適用詐欺市場的信賴推定<sup>68</sup>。依前述學說上對詐欺市場理論之定義，似亦贊同將 *Basic* 案之信賴推定，擴張及於隱匿的案例。按重要事實的積極虛偽陳述可能扭曲市場價格，導致投資人誤判，故投資人自得主張詐欺市場之信賴推定；而重要事實如違反公開原則，應揭露而未揭露，使市場價格無法正確反映該證券價值，亦可能導致投資人誤判，似亦不當影響市場價格，其對市場之詐欺性，與積極虛偽陳述並無二致，理應亦有詐欺市場的信賴推定之適用。

對於司法部門所創造的詐欺市場理論，立法部門曾試圖加以阻止。在 1995 年私人證券訴訟改革法案（*Private Securities Litigation Reform Act of 1995*）前身的眾議院草

---

<sup>66</sup> *Berry v. Valence Technology, Inc.*, 175 F.3d 699, 706 (9<sup>th</sup> Cir. 1999) (statement in a magazine article criticizing a company and its stock did not demonstrate that the market already knew of the company's fraud); *In re Unisys Corp. Securities Litigation*, [2000-2001] [Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 91,218, 2000 WL 1367951 (E.D.Pa. 2000) (even though the true information was available through government websites, investors had to pass through two other websites to get to the website in question).

<sup>67</sup> *Ganino v. Citizens Utilities Co.*, 228 F.3d 154 (2d Cir. 2000) (reversing dismissal based on truth on the market defense).

<sup>68</sup> *The Fraud-on-the-Market Theory: A Contrarian View*, 38 *Emory L. Journal* 1268, 1272 (1989). 轉引自王士珮，前揭註 12 文，頁 74，註 138。

案中，就證券詐欺案件之信賴要件規定：「信賴—在任何依照證券交易法 10(b)提起之訴訟中對於證券重要的不實陳述或隱匿，原告必須證明他或她確實認知到且實際信賴於有關於證券之買進或賣出之陳述，以及此虛偽陳述或隱匿是導致任何原告所招受損失之最近原因（包含交易因果關係與損害因果關係）。」（Reliance.--- In any action arising under Section 10(b) based upon a material misstatement or omission concerning a security, the plaintiff must prove that he or she had actual knowledge of and actually relied on such statement in connection with the purchase or sale of a security and that the misstatement or omission proximately caused (through both transaction causation and loss causation) and loss incurred by plaintiff.）<sup>69</sup>。草案中明確將信賴要件之舉證責任歸於原告，排除任何種類的信賴推定。但最後參議院修正且通過柯林頓總統否定案之版本，並不包括此一條款<sup>70</sup>。由此可見，立法部門最後默示不反對法院繼續採用詐欺市場的信賴推定。

## (二)反對說

### 1. Basic 案之不同意見書

Basic Inc. v. Levinson 一案的不同意見書，由聯邦最高

---

<sup>69</sup> Common Sense Legal Reform Act, H.R. 10, 104<sup>th</sup> Cong. §204 (1995). 轉引自劉彥廷，前揭註 44 文，頁 146。

<sup>70</sup> 15 U.S.C. §§77z-1 to 78u-5 (2000). 轉引自劉彥廷，前揭註 44 文，頁 147。

法院 White 大法官執筆，O'Connor 大法官亦支持不同意見書，其主要論點如下：

(1) 詐欺市場理論既然是理論，在未經證明為真前，不宜貿然採用，在法院受限於專業、人力、及財力不足的條件下，有無能力測試該理論是否為真，誠有疑問<sup>71</sup>。

(2) 對於因詐欺市場理論而發展的原告主觀信賴要件推定說，實已顛覆了詐欺事件原告應負舉證責任之規範，嚴格言之，本案之多數意見誠已嚴重侵害國會之立法權限，是故，對於原告主觀信賴要件之推定，宜留由國會立法明文規定，較為妥適<sup>72</sup>。

(3) 現實上，被告舉反證推翻原告信賴要件之推定，若無例外，幾無可能；據此，本案之多數見解，已形同廢除原告立證信賴要件之規範<sup>73</sup>。

(4) 詐欺市場理論的適用，將造成與證券交易法所倡導的公開揭露原則嚴重的衝突矛盾。蓋詐欺市場理論所強調者，在於投資者係信賴一個有效率的誠實公開市場所形成的市價，而非信賴被告之公開揭露內容，因此，被告之揭露內容為何，對於原告之信賴要件應無影響，從而，公開揭露原則已無存在之意義<sup>74</sup>。

---

<sup>71</sup> 485 U.S. at 254. 參見莊永丞，前揭註 1 文，頁 165。

<sup>72</sup> Id.

<sup>73</sup> Id., at 258.

<sup>74</sup> Id., at 258-59.

(5) 最後，本案准許參加集體訴訟的期間長達十四個月，原告成員相當複雜，其中不乏許多的投機客與套利者，甚至充斥許多認知被告說謊的投資人，詐欺市場理論在被告幾乎不可能舉反證之情形下，這些人亦可主張因信賴市場而有權向被告求償，如此見解是否有欠公平<sup>75</sup>？

## 2. 對反對說的檢討

首先，詐欺市場理論是否以效率資本市場假設（Efficient Capital Market Hypothesis，簡稱 ECMH）為前提？頗有爭論。如果效率資本市場假設確實是詐欺市場理論之前提，隨之而來，所有對效率資本市場假設的質疑，也都可能成為對詐欺市場理論的質疑，其理論上所衍生的相關探討較為龐雜，容後詳述。

其次，權力分立原則為憲政主義下之必要因素，法院自應遵守。而詐欺市場理論的確是司法部門自行創作的產物，其結果也的確緩和了原告之舉證責任，改變了傳統侵權行為法上之規範，但如果說這樣已侵害立法部門之專屬權限，恐稍嫌速斷。由後來 1995 年私人證券訴訟改革法案之立法歷程來看，立法部門已默示法院繼續採用詐欺市場的信賴推定。準此，詐欺市場之信賴推定，應無侵害國會立法權限之問題，而屬司法裁量空間。

再者，在原告與被告間舉證責任之合理分配，通常須

---

<sup>75</sup> Id., at 259-61.

以個案事實為基礎，充分考量其具體妥當性。而原告引用詐欺市場之信賴推定，理論上被告有權舉反證推翻，惟在現實上，主觀信賴要件無論由何人舉證，均非易事，然而著眼於證券集體訴訟之特性，要求被告舉反證排除不適當的原告也許有困難，尚非絕無可能，但要求全部原告舉證個別有主觀信賴，卻更是完全不合理，一旦投資大眾在證券詐欺案件中求償無門，恐不利於證券市場之健全發展。兩相權衡下，一個可反駁的信賴推定，是不得不接受的。簡言之，此為法益衝突問題，涉及價值判斷。

很少有投資人在為投資決定時會實際閱讀或了解公開文件，但這並不意味他們不信賴這些文件，因為公開文件複雜且具有技術性，以致未受訓練的投資人在會計及財務分析上，對其內容難以真正了解<sup>76</sup>。實際上投資人可能從其他來源獲得公開文件上的資訊或建議，亦即透過第三人對公開文件之解讀，例如經紀人或報紙專欄評論，同時參考股價的變化，以作出投資決策。而投資者信賴一個有效率的誠實公開市場所形成的市價，當然是以被告遵守公開原則為前提，原告雖非直接信賴被告之公開揭露內容，仍確實有間接信賴存在，絕不能說是原告不在意被告之公開揭露內容。反倒是因為被告違反公開原則，造成市場上供需法則下之均衡價格扭曲，故必須提供原告向被告請求損害賠償的途徑。這樣，詐欺市場理論非但未與公開原則

<sup>76</sup> Barbara Black, *supra* note 12. 轉引自王士珮，前揭註 12 文，頁 104，註 208。

衝突，反而是強化公開原則之落實。

最後，投機客與套利者是否可藉由輕易參加集體訴訟一併求償，其實還是事實認定問題，可依其信賴不合理而加以排除，法院在運用詐欺市場理論以保護一般投資人之際，當然還是要嚴格把關，實務操作上可以改進的問題，不能作為否定詐欺市場理論之充分理由。

一般認為，詐欺市場的信賴推定是從經濟理論與效率資本市場假設（ECMH）借用而來。效率資本市場假設的必要因素之一，即市場是事實上有效率的，故多數見解主張，詐欺市場理論，取決於效率市場（an efficient market）的存在<sup>77</sup>。準此以言，詐欺市場的信賴推定，似亦取決於效率市場的存在。但是否為效率市場應如何認定？設若在初次發行市場中發生證券詐欺，自無效率市場可言，則得否或如何推定信賴？仍有許多爭論，容後詳述。

### (三)效率資本市場假設

#### 1.理論內涵

經濟學的理论認為市場在運作過程中會自行調節將相關資訊融入股價表現中。效率資本市場假設（ECMH）

---

<sup>77</sup> *Feinman v. Dean Witter Reynolds, Inc.*, 84 F.3d 539 (2d Cir. 1996) (the presumption of reliance attaches only to open-market transaction where investors rely on the integrity of the market); *Hayes v. Gross*, 982 F.2d 104 (3d Cir. 1992) (sufficient allegations of efficient market permitted fraud on the market presumption); *Freeman v. Laventhol & Horwath*, 915 F.2d 193 (6<sup>th</sup> Cir. 1990) (primary market for newly issued municipal bonds was not efficient).

即認為證券的價格會反映市場上關於該證券之所有可得資訊，並隨著新的市場資訊不斷釋出而變動其價格<sup>78</sup>。故對於持有新資訊或對於特定個股過去績效作基本面分析的投資人而言，其所持有之資訊或所做之分析，並不能使其「打敗大盤」(beat the market)<sup>79</sup>。因此一個擁有充分資訊的投資人對於特定股票價格之判斷，應相當於當時之市價<sup>80</sup>，這就是所謂效率市場的結果。

效率資本市場假設，起源於「醉步理論」(the random walk theory)，大意是股價未來之變動無法以過去表現之歷史加以預測，理由在於股價時時刻刻都在反映最新可得之資訊，既然未來資訊之內容不可預測，股價自然無法預測<sup>81</sup>。依資訊反映程度，市場的效率分成三種<sup>82</sup>：

(1) 弱勢 (weak form) 效率市場：股價所反映之資訊以過去可得之資訊為限。詳言之，有價證券價格只能反映該證券之全部歷史，然而投資人卻無法利用該證券過去表現之歷史預測該證券未來可能之走向，因此投資人在弱勢的效率市場，無獲取非常規利益之可能，蓋此一市場，有

<sup>78</sup> Jesse H. Choper et al., *Cases and Materials on Corporations*, 342 (3<sup>rd</sup> ed. 1989). 轉引自林繼耀，〈資訊公平揭露與終結內線交易—試論美國證券交易法公平揭露規則新制〉，中原大學財經法律研究所碩士論文，2002年8月，頁18，註56。

<sup>79</sup> Ian Ayres, *Back to Basics: Regulating How Corporations Speak to the market*, 77Va. L. Rev. 945, 965 (1991). 轉引自林繼耀，同前註，頁19，註57。

<sup>80</sup> 林繼耀，前揭註78文，頁19。

<sup>81</sup> 曾宛如，*證券交易法原理*，自版，2001年12月二版，頁44。

<sup>82</sup> Eugene Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 24 J. Fin. 388 (1970). 轉引自莊永丞，前揭註1文，頁167，註72。

價證券之價格，完全遵循醉步理論，根本無法預測<sup>83</sup>。

(2) 半強勢 (semi-strong form) 效率市場：股價所反映之消息不以過去之消息為限，而是包括了現在所有可得之公開資訊在內<sup>84</sup>。換言之，任何已公開之資訊，會藉由市場的力量妥適的調整股價。亦即，不管資訊以何種方式進入市場，均能使資訊散佈於公眾而調整股價，因此企業對於分析師進行選擇性揭露，將發生與企業透過媒體進行公開揭露相同的效果<sup>85</sup>。

(3) 強勢 (strong form) 效率市場：股價反映了現在所有公開及未公開之資訊<sup>86</sup>。在強勢效率市場下，由於未公開資訊亦會影響股價，因此內線交易並不會造成不公平的結果。

由於強勢效率市場與現實環境差距較大，實證研究的焦點通常是研判特定市場究竟屬於弱勢效率或半強勢效率。例如，對於我國效率市場假說之研究，有認為符合弱勢市場假說者<sup>87</sup>，亦有認為不符合弱勢市場假說者<sup>88</sup>；有

<sup>83</sup> Id., at 389-91. 轉引自莊永丞，前揭註 1 文，頁 167，註 73。

<sup>84</sup> Id., at 404-09. 轉引自莊永丞，前揭註 1 文，頁 167，註 74。

<sup>85</sup> John F. Barry III, *The Economics of Outside Information and Rule 10b-5*, 129 U. Pa. L. Rev. 1307, 1348 (1981). 轉引自林繼耀，前揭註 78 文，頁 19，註 60。

<sup>86</sup> *Supra* note 82, at 409-13. 轉引自莊永丞，前揭註 1 文，頁 167，註 75。

<sup>87</sup> 認為符合弱勢市場假說者：徐瑞隆，技術分析之收益性與市場的有效性之研究，國立成功大學工業管理研究所碩士論文(1989)；景志鏞，以模糊時間序列分析對弱式效率市場再臆測，東海大學統計學系碩士論文(1997)；黃惠華，台灣股票集中與店頭市場績效之比較與探討，國立台灣大學會計學研究所碩士論文(1998)；轉引自莊永丞，前揭註 1 文，頁 171，註 89。

<sup>88</sup> 認為不符合弱勢市場假說者：林永福，台灣股票市場過度反應與內部關係人

認為符合半強勢市場假說者<sup>89</sup>，亦有認為不符合半強勢市場假說者<sup>90</sup>。

然而，效率資本市場假設有其缺陷，關於投資者完全理性與資訊無成本這兩個前提在現實中並不存在<sup>91</sup>。因此學說上提出質疑如下：

(1) 忽略非理性投資因素介入：批評者指出，以 1987 年 10 月美國股市暴跌為例，股價之所以重挫乃係投資人對市場有所疑慮，並擔心市場流動性降低，而引起恐慌性賣壓所造成，此時投資人決定價格之因素已非就企業基本面進行判斷，而係基於流動性之考量<sup>92</sup>。在美國 1987 年股

---

效應之實證研究，朝陽大學財務金融研究所碩士論文(1998)；轉引自莊永丞，同前註。

<sup>89</sup> 認為符合半強勢市場假說者：劉燕滢，現金增資宣告對股票價格影響之探討，東海大學企業管理研究所碩士論文(1989)；陳尙群，從股票本益檢定半強式效率資本市場—以台灣股票市場為例，國立台灣大學商學研究所碩士論文(1989)；曾秀惠，台灣股市對盈餘公告的反應之研究，國立成功大學工業管理研究所碩士論文(1991)；王慧雯，晚報推薦資訊對臺灣股票市場影響之研究，國立成功大學工業管理研究所碩士論文(1998)；轉引自莊永丞，同前註。

<sup>90</sup> 認為不符合半強勢市場假說者：張清福，台灣股票市場情報效率性的再探討—春節前後資料之運用，淡江大學管理科學研究所碩士論文(1985)；潘志誠，台灣股票市場效率性之實證研究—股價與財務報表公佈之關係，大同工學院事業經營研究所碩士論文(1987)；林耿步，台灣證券市場上市公司保留意見審計報告所含資訊內容之研究，輔仁大學管理科學研究所碩士論文(1989)；柯孟聰，股票股利公告對股價影響之實證研究，國立交通大學管理科學研究所碩士論文(1990)；丘添富，台灣證券市場上市公司每季盈餘時間效果及消息效果資訊內容之研究，東海大學企業管理研究所碩士論文(1991)；王全祿，上市公司內部關係人之申報轉讓持股與市場效率之實證研究，國立台灣大學商學研究所碩士論文(1991)；陳志健，強制性增加揭露對股票市場的影響—以第十六號公報「財務預測編製要點」為例之實證研究，國立中山大學企業管理研究所碩士論文(1992)；轉引自莊永丞，同前註。

<sup>91</sup> 劉彥廷，前揭註 44 文，頁 143。

<sup>92</sup> Ian Ayres, *supra* note 79, at 977-78. 轉引自林繼耀，前註 78 文，頁 19，註 62。

市崩盤後，一份對於個別投資人與機構投資人所做的調查顯示，投資人並未對於任何市場上新出現的資訊作出回應，而且有許多受訪者表示，在崩盤之前股價已被高估，並預期將有大幅下跌之情形，此外，多數投資人認為造成股價大幅下挫的主要原因是大眾心理因素，而非市場基本面的問題<sup>93</sup>。事實上，不理性的投資任或行為，在資本市場扮演舉足輕重的角色，畢竟，欲追求高報酬而願意承受高風險的套利者，所在多有，而投資大眾針對某特定標的瘋狂追高的行為，亦時有所聞<sup>94</sup>。

(2) 忽略資訊公共財之特性：有反對強制公開揭露制度者認為，既然市場是有效率的，公司為使自己得到投資人之認同，勢必會衡量利益，公布相關資訊，市場機能已經足夠。但批評者指出，市場真的可以產生足夠之資訊嗎？按資訊具有公共財之特性，公共財最大之特色便是無法阻止他人之使用，未付費而使用可謂十分普遍，亦即，搭便車者（free rider）眾多<sup>95</sup>。一旦資訊被反映在股價上其價值便已耗盡，但資訊之供給需要成本，尤其分析師經過專業知識加上努力所得之資訊卻可被他人不付對價而取得時，顯然將喪失分析之動力，在分析到特定程度後便

<sup>93</sup> Jesse H. Choper et al., *supra* note 78, at 344 n.11. 轉引自林繼耀，前註 78 文，頁 20，註 63。

<sup>94</sup> Donald C. Langevoort, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, 140 U. Pa. L. Rev. 851, 851-72 (1992). 轉引自莊永丞，前註 1 文，頁 169，註 86。

<sup>95</sup> 曾宛如，前揭註 81 書，頁 45。

會停止，將有礙資訊之來源<sup>96</sup>。同理，對公司而言，在花費成本準備資訊後卻被市場上其他投資人及他公司所免費使用，而這些成本等於是股東之支出<sup>97</sup>。由此看來，則市場機能可以產生足夠資訊恐怕值得懷疑<sup>98</sup>。

## 2. 與詐欺市場理論之關連性

效率資本市場假設是經濟或財務金融理論，而詐欺市場理論則是推定信賴要件的法律理論，兩者是有區別的。大約在 1980 年代初期，學者及地方法院開始注意到效率資本市場假設與詐欺市場理論之關連性<sup>99</sup>。由於效率資本市場假設提出價格會反映所有相關之資訊，學者發現被告之不實陳述必定會影響股票且反映在價格變動上。因此，若是在一個效率市場中，便可推定原告之信賴要件<sup>100</sup>。析言之，因為原告透過信賴市場價格，即間接信賴所有相關資訊，自然也包括被告之不實陳述。

多數學說認為，效率資本市場假設為詐欺市場理論之前提或理論基礎，亦即原告適用詐欺市場信賴推定的前提

---

<sup>96</sup> 同前註。

<sup>97</sup> George J. Benston, *Corporate Financial Disclosure in the UK and the USA*, 102 (1976). 轉引自曾宛如，前揭註 81 書，頁 46，註 13。

<sup>98</sup> 曾宛如，前揭註 81 書，頁 46。

<sup>99</sup> Daniel Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 *Bus. LAW.* 1, 13 (1982), at 9-10; *In re LTV Sec. Litig.*, 88 F.R.D. 134, 142-46 (N.D.Tex. 1980). 轉引自劉彥廷，前揭註 44 文，頁 142，註 38、39。

<sup>100</sup> 劉彥廷，前揭註 44 文，頁 142。

是必須證明系爭有價證券是在效率市場中進行<sup>101</sup>。在法院判決一般是認為證券市場有能力吸收各式各樣的資訊而不論其為真實的或虛假的，在此情況下，證券價格將隨著資訊的內容而調整<sup>102</sup>。一般而言，法院通常並不會直接指出所謂效率市場之概念，取而代之，法院通常認為當證券在公開、交易活躍且發展良好的市場中買賣時，將是有效率的<sup>103</sup>。在 Basic 一案，法院實際上將該市場稱為「公開且已發展之市場」(open and developed market)，當法院表示大多數公眾可利用的資訊都被反映在股票價格中，似乎正好與半強勢效率市場不謀而合。

然而，如果認為系爭市場為半強勢效率市場，乃適用詐欺市場理論之前提，不可避免須面對前述有關效率資本市場假設的缺陷，所有批評效率資本市場假設的見解，同樣也會讓詐欺市場理論毫無存在餘地。即使假設半強勢效率市場在現實上有可能存在，對於系爭市場是否為半強勢效率市場的問題，不可避免須進行實證研究，正如前述 Basic 案之不同意見書所質疑的，法院是否有能力加以驗證，誠有疑問。準此，我國有學者對於台灣是否適宜引進詐欺市場理論，持較保留的態度<sup>104</sup>。

---

<sup>101</sup> Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, Good Finance, Bad Economics: Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory, 42 Stan. L. Rev. 1059, 1066 (1990). 轉引自王士珮，前揭註 12 文，頁 87，註 158。

<sup>102</sup> 王士珮，前揭註 12 文，頁 87。

<sup>103</sup> Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, supra note 101. 轉引自王士珮，前揭註 12 文，頁 87，註 159。

<sup>104</sup> 陳峰富，前揭註 53 文，頁 351-352。

此外，我國也有學者採取較緩和的主張，認為半強勢效率市場是詐欺市場理論的基礎，惟是否為半強勢效率市場應屬事實認定問題，法院仍得依職權就個案加以判斷，並不影響其作為詐欺市場理論的基礎<sup>105</sup>。

或許 Basic 案之多數見解即有鑑於此，不但刻意避免使用「效率市場」這類經濟學用語，特別還提到詐欺市場的信賴推定，是一個「由常識和概然性所支持」(supported by common sense and probability) 的很自然的推論，前已述及。類此，我國也有學者認為，任何再糟糕之市場多少都會反映資訊，以台灣之發展來看，近幾年來外資投入不少，這也引發證券分析之普及與資訊之公開透明，因此，適用詐欺市場理論應無不可，但原告仍應就特定證券對證定資訊之反應事實加以證明<sup>106</sup>。換言之，參照 Basic 案之多數見解，適用詐欺市場理論，應迴避效率資本市場假設的爭議，而著重於解決證券詐欺集體訴訟的實務問題，並依據一般常識與社會經驗，直接推論市場可能會反映不實陳述，導出原告之信賴推定，以免投資人因舉證困難而求償無門。

從歷史軌跡來看，當效率資本市場假設提出時，詐欺市場理論已發展數年之久。詐欺市場理論的確不是由效率資本市場假設發展出來的，只是剛好可以藉由所謂半強勢

<sup>105</sup> 莊永丞，前揭註 1 文，頁 172。

<sup>106</sup> 曾宛如，前揭註 1 文，頁 87。

效率市場，支持詐欺市場理論的說法。

#### (四)詐欺創造市場理論

在流通市場或再次發行市場上，證券有所謂的市價，亦即在市場上根據供需法則產生之均衡價格，然而在初次發行市場上，價格是由發行人及承銷商等自行議定，由於該證券尚未流入市場，並無市價可言。對此，第十一巡迴法院指出，即使是未發展的市場（undeveloped market），也可以提供給詐欺市場的信賴推定另一個論證基礎：至少被告自己知道，要不是有被告的詐騙計劃，就不會形成該市場<sup>107</sup>。這一類案例，亦即非流通市場的證券詐欺，其實並沒有真正對市場詐欺，而是被告藉由詐欺計劃塑造出一個如果在充分而正確的資訊揭露下根本不會存在的市場，有些法院對此稱為填補損害的「詐欺創造市場」(fraud created the market) 理論<sup>108</sup>。此一理論相當新穎，雖然有部分聯邦法院與大部分州法院對此仍持否定見解，亦有部分聯邦法院持肯定見解，至少有一州法院亦採用之<sup>109</sup>。

---

<sup>107</sup> Shores v. Sklar, 844 F.2d 1485 (11<sup>th</sup> Cir. 1988).

<sup>108</sup> Joseph v. Wiles, 223 F.3d 1155 (10<sup>th</sup> Cir. 2000), relying on Ockerman v. May Zima & Co., 27 F.3d 1151, 1160 (6<sup>th</sup> Cir. 1994) and Ross v. Bank South, 885 F.2d 723, 729 (11<sup>th</sup> Cir. 1989) (“[T]he fraud must be so pervasive that it goes to the very existence of the bonds and the validity of their presence on the market.”).

<sup>109</sup> Rosenthal v. Dean Witter Reynolds, Inc., 908 P.2d 1095 (Colo.1995) *affirming in relevant part* 883 P.2d 522 (Colo.App.1994).

## 第二節 交易因果關係與損害因果關係

### 一、證券詐欺因果關係二階論

在英美法的其他領域，因果關係可具體化為二個不同的概念：事實上因果關係（cause in fact）、法律上因果關係（legal cause）。事實上因果關係的問題，通常是指必要條件（sine qua non）的規則，亦即若無該行為，則損害必不至發生的規則，近似於歐陸法系的條件說。而法律上因果關係，則通常是用來處理最近的原因（proximate cause）方面。法律上因果關係展現出責任應有限制的法律精神，縱使證明有事實上因果關係，亦同。法院無論在侵權行為（tort）或契約（contract）案例中，都經常提到可預見性（foreseeability），以判斷最近因果關係或法律上因果關係的範圍<sup>110</sup>。證券法規上的因果關係，同樣亦涉及事實上因果關係及法律上因果關係之分析<sup>111</sup>。然而，法院就證券案件之因果關係，已習慣改用交易因果關係（transaction causation）與損害因果關係（loss causation）加以分析，並進一步深化發展其概念，詳見下述。

---

<sup>110</sup> Supra note 17, at 620.

<sup>111</sup> First Interstate Bank of Nevada v. Chapman & Culter, 837 F.2d 775 (7<sup>th</sup> Cir. 1988) (dismissing 10b-5 claim; although there was “but for” cause, the violation was not a “proximate cause” of plaintiff’s loss); Sperber v. Boesky, 672 F.Supp. 754 (S.D.N.Y. 1987) (failure to show defendant’s wrongdoing proximately caused plaintiff’s injuries). See Hazen, supra note 17, at 620 n.7.

## 二、交易因果關係與信賴要件

### (一)交易因果關係

首先，原告必須證明交易因果關係（transaction causation），亦即，要不是有誤導，則該交易不至於發生，雖然形式上卻已發生<sup>112</sup>。交易因果關係的概念，嚴格來說，無非是指「若非…即不」的因果關係（nothing more than “but for” causation）。比較模糊的說法是，交易因果關係僅是描述信賴要件的另一種方法（merely another way of describing reliance）<sup>113</sup>。實際上，雖然在 Rule 10b-5 訴訟中，信賴要件與因果關係屬於不同要件，然而建立信賴要件의 同一事實基礎，亦可能建立交易因果關係<sup>114</sup>。進而言之，交易因果關係並不意味著最嚴格形式的「若非…即不」（but for）因果關係，因為，交易因果關係僅止於要求該

---

<sup>112</sup> *Gannon v. Continental Ins. Co.*, 920 F.Supp. 566 (D.N.J. 1996) (allegations failed to establish requisite causation); *Caremark, Inc. v. Coram Healthcare Corp.*, 910 F.Supp. 411 (N.D.Ill. 1996) (failure to plead facts establishing causation) reversed 113 F.3d 645 (7<sup>th</sup> Cir. 1997); *Wong v. Thomas Brothers Restaurant Corp.*, 840 F.Supp.727 (C.D.Cal. 1994) (failure to show that alleged misstatements induced the transaction). See *Hazen*, supra note 17, at 620 n.10.

<sup>113</sup> *Harris v. Union Electric Co.*, 787 F.2d 355, 366 (8<sup>th</sup> Cir.), cert. Denied 479 U.S. 823, 107 S.Ct. 94, 93 L.Ed.2d. 45 (1986). See also *Wilson v. Ruffa & Hanover, P.C.*, 844 F.2d 81, 86 (2d Cir. 1988) (“transaction causation, of course, is simply reliance”). Although reliance and causation are inextricably related, they involve different elements of the claim. *But see Rowe v. Maremont Corp.*, 850 F.2d 1226, 1233 (7<sup>th</sup> Cir. 1988). See *Hazen*, supra note 17, at 620 n.11.

<sup>114</sup> *Arduini/Messina Partnership v. National Medical Financial Services Corp.*, 74 F. Supp.2d 352,360 (S.D.N.Y.1999) (“Plaintiffs may satisfy the element of transaction by pleading either direct reliance on misrepresentations or omissions, or indirect reliance through an allegation of ‘fraud on the market’”). See *Hazen*, supra note 17, at 620 n.12.

交易已受到重要不實陳述或隱匿的深遠影響 (significantly affected)<sup>115</sup>，原告沒有必要證明：假如被告沒有違反 Rule 10b-5 之行為，交易就不會發生<sup>116</sup>。然而，還是必須顯示該違法行為與交易結果間有直接因果關係 (a direct causal nexus)<sup>117</sup>。同時，經過交易因果關係分析後，在通常最近因果關係分析時，中途介入的原因 (intervening causes) 可能阻礙 Rule 10b-5 之損害賠償，當然，並不是所有中途介入的原因都有中斷最近因果關係的效力<sup>118</sup>。

<sup>115</sup> *Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto Dominion Bank*, 250 F.3d 87, 2001 WL 487111 \*4 (2d Cir. 2001).

<sup>116</sup> *Schutzky Distributors, Inc. v. Kelly*, 643 F.Supp. 57 (N.D.Cal. 1986) (a showing that transactions were partially induced by misstatements was sufficient causation). *See also, e.g., Mills v. Electric Auto-Lite Co.*, 396 U.S. 375 90 S.Ct. 616, 24 L.Ed.2d 593 (1970). *See Hazen*, supra note 17, at 621 n.14.

<sup>117</sup> *Grace v. Rosenstock*, 228 F.3d 40 (2d Cir. 2000) (where minority shareholders could not have prevented freezeout merger, transaction causation was not shown); *Scholes v. Moore*, 1993 WL 84428, [1992-1993 Transfer Binder] Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶ 97,362 (N.D.Ill. 1993) (sufficient allegations of transaction causation in action against broker acting as a trading advisor); *Bruno v. Cook*, 660 F.Supp.306 (S.D.N.Y.1987) (failure to show transaction causation); *Kimmco Energy Corp. v. Jones*, 603 F.Supp. 763 (S.D.N.Y.1984) (allegation that misrepresentations with regard to first limited partnership offering induced plaintiff to invest a second limited partnership found to be insufficient transaction causation). *See also, e.g., Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 501 U.S. 1083, 1190-1191, 111 S.Ct. 2749, 115 L.Ed.2d 929 (1991) (failure to establish causation under the proxy rules where shareholder vote was not necessary to accomplishment of the transaction in question). *See Hazen*, supra note 17, at 621 n.15.

<sup>118</sup> *Rankow v. First Chicago Corp.*, 678 F.Supp. 202 (N.D.Ill.1988), *reversed on other grounds* 870 F.2d 356 (7<sup>th</sup> Cir. 1989) (market fluctuations were found to be an intervening cause between the alleged fraudulent conduct and the plaintiff's loss; the Seventh Circuit on appeal pointed out that not every intervening cause will preclude a finding of loss causation); *In re Fortune Systems Securities Litigation*, 680 F.Supp. 1360 (N.D.Cal.1987) (plaintiff failed to prove that decline in value was due to misrepresentation rather than market forces); *Nutis v. Penn Merchandising Corp.*, 615 F.Supp. 486 (E.D.Pa.1985) (loss was caused by breaches of fiduciary duty, not 10b-5 violations). *See Hazen*, supra note 17, at 621 n.16.

聯邦最高法院在 *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*<sup>119</sup>一案中指出，被指控的關於股東投票的不實陳述，並非用來招致本案交易，因而不能形成民事損害賠償訴訟的基礎<sup>120</sup>。據此，法院認為重要不實陳述或隱匿，對交易的影響若僅是附帶作用，則無法建立該訴訟所要求的直接因果關係。於是，直接的交易因果關係，似乎是證券詐欺民事責任的先決條件<sup>121</sup>。

## (二)與信賴要件之關連性

有一派學說認為，交易因果關係與損害因果關係分別代表著信賴與因果關係<sup>122</sup>。蓋信賴是一種必要條件（*causa sine qua non*），屬於一種「若非」（*but for*）型式的要件：如果投資人知道了事實，其將不會為此行為<sup>123</sup>。因而我國學者亦有主張信賴要件相當於交易因果關係概念者<sup>124</sup>。

然而，如果簡單說信賴要件等於交易因果關係，非但

---

<sup>119</sup> 501 U.S. 1083, 111 S.Ct. 2749, 115 L.Ed.2d 929 (1991).

<sup>120</sup> The proxies in question did not relate to a vote directly on the merger that plaintiff was complaining about, but rather to a vote taken under a state corporate law “interested director” statute to cleanse a potential conflict of interest. *See also, e.g., Scattergood v. Perelman*, 945 F.2d 618 (3d Cir. 1991) (since plaintiffs did not have a right to vote in freeze-out merger, the merger broke the chain of causation and thus no recovery could be had on the “forced sale” claims under either Rule 10b-5 or Rule 14a-9). *See Hazen*, supra note 17, at 621 n.24.

<sup>121</sup> Supra note 17, at 621

<sup>122</sup> Barbara Black, supra note 12, at 436. 轉引自王士珮，前揭註 12 文，頁 60，註 95。

<sup>123</sup> Marc I. Steinberg, *Securities regulation*, New York: Matthew Bender, 566 (3<sup>rd</sup> ed. 1998).

<sup>124</sup> 王士珮，前揭註 12 文，頁 60；余雪明，前揭註 1 書，頁 618；曾宛如，前揭註 1 文，頁 87。

無助於理解，反而更容易使人困惑。假如信賴要件等於交易因果關係，而交易因果關係是一種因果關係，又何必區別信賴要件與因果關係？此說亦與信賴要件始終被當成獨立要件之現實不符。關於信賴要件與因果關係之關連性，的確容易混淆，本文將分為三個層次來探討，首先是英美傳統詐欺侵權行為的信賴要件與事實上因果關係之關連性，其次是演進到證券詐欺訴訟上的信賴要件與交易因果關係之變化，最後是如何以我國承襲歐陸法系之因果關係概念去吸收英美法上的信賴要件與因果關係。

參考美國法律整編之侵權行為法上「不實說明與未揭露致生金錢損失」之「詐騙訴訟」(action of deceit)，信賴要件之一般原則係指：「詐欺性不實說明之收受者，信賴該不實說明而作為或不作為，並且其信賴有正當理由<sup>125</sup>。」而事實上因果關係乃指：「合理地信賴詐欺性不實說明之事項之真實性者，如其信賴為決定其受損失之行為過程之主要因素(substantial factor)時，該詐欺性不實說明之行為人就其所受金錢上損失，應負責任<sup>126</sup>。」兩者相較之下，

---

<sup>125</sup> §537. General Rule

The recipient of a fraudulent misrepresentation can recover against its maker for pecuniary loss resulting from it if, but only if,

- (a) he relies on the misrepresentation in acting or refraining from action, and
- (b) his reliance is justifiable.

參見美國法律整編侵權行為法，前揭註 11 書，頁 439。

<sup>126</sup> §546. Causation in Fact

The maker of a fraudulent misrepresentation is subject to liability for pecuniary loss suffered by one who justifiably relies upon the truth of the matter misrepresented, if his reliance is a substantial factor in determining the course of conduct that results in his loss.

雖有部分說明文字重複，但前者著重於「信賴該不實說明而作為或不作為」，而後者著重於「信賴為決定其受損失之行為過程之主要因素」，蓋信賴不實說明而行為，其信賴未必為該行為之主要因素。換言之，假設若非信賴不實說明則無該行為，但同時若非其他因素介入仍可能無該行為，則雖具備信賴要件，但不具備事實上因果關係。亦即，原告必須先證明信賴要件，再證明該信賴為原告行為之主要因素，以符合事實上因果關係。

適用在證券詐欺訴訟上，信賴要件應指：原告已根據不實陳述而買賣證券，理論上，一般客觀理性之人也會按照該不實陳述而買賣證券<sup>127</sup>。而事實上因果關係之概念，則由大同小異之交易因果關係所替代。交易因果關係乃指：被告不實陳述與交易結果間有直接因果關係，亦即該交易已受到重要不實陳述的深遠影響（significantly affected）<sup>128</sup>。在詐欺市場理論下，亦即，交易標的之市場價格已受到重要不實陳述之公開資訊所扭曲。換言之，原告應先證明信賴要件，即對於被告不實陳述有直接或間接之合理主觀信賴與客觀信賴，所謂間接信賴例如信賴市場價格之公正性，而推定有實際信賴；並證明交易因果關係，即買賣之證券價格受到重要不實陳述之公開資訊所扭曲。而被告得舉反證推翻原告有實際信賴，或主張該證券

---

參見美國法律整編侵權行為法，前揭註 11 書，頁 446。

<sup>127</sup> List v. Fashion Park, Inc., 340 F.2d 457, 462 (2d Cir. 1965). See supra note 14.

<sup>128</sup> Supra note 115.

價格未受到不實陳述之影響以切斷交易因果關係。

如何以我國承襲歐陸法系之因果關係概念去吸收美國法上的信賴要件與交易因果關係？就我國民法上詐欺侵權行為導致金錢損害而言，責任成立之完整因果歷程應包括：因被告實施詐術致原告陷於錯誤、因陷於錯誤以致處分財產、因處分財產致受損害。其中，原告是否因被告實施詐術而陷於錯誤？似相當於信賴要件之問題，蓋陷於錯誤亦即誤信該不實陳述為真。而原告是否因陷於錯誤而處分財產致受損害？似相當於交易因果關係之問題，蓋原告誤信被告之不實陳述為真，須為該處分財產行為之主要原因，始得要求被告為原告因而所受之損害負責。

簡言之，若將我國傳統因果關係概念細緻化，似可包括前階段之信賴要件及後階段之交易因果關係。雖然我國法上之因果關係為一單獨要件，但參考美國法上信賴與交易因果關係，似非不得當作我國法上之責任成立因果關係之構成要件要素。

順帶一提，至於我國法上之責任範圍因果關係，則應相當於後述之美國法上之損害因果關係，都是在判斷被告應就原告如何之損害範圍負責，或謂原告有多少損害可歸責於被告之不法行為，容後詳述。

### 三、損害因果關係與損害賠償範圍

#### (一)損害因果關係

原告必須證明損害因果關係 (loss causation)，亦即，原告的損害 (通常指其投資價值的減少)，可直接歸因於不正當的引導及形成該瑕疵交易的方法<sup>129</sup>。損害因果關係的作用，在於提供不正當的引導與原告金錢損失間必要的聯結<sup>130</sup>。然而，損害因果關係並不要求重要不實陳述或隱匿作為損害的唯一原因，而是對損害有顯著貢獻即可<sup>131</sup>。實際上，損害因果關係的爭點可能是高度事實性的 (highly factual)，法院通常無法僅憑起訴狀作出判斷<sup>132</sup>。

於 1990 年，第七巡迴法院 Richard A. Posner 法官對損害因果關係提出一個相對較為限制的觀點<sup>133</sup>，影響 1995 年私人證券訴訟改革法案 (Private Securities Litigation

---

<sup>129</sup> Franklin High Yield Tax-Free Income Fund v. County of Martin, Minnesota, 152 F.3d 736 (8<sup>th</sup> Cir. 1998) (loss causation adequately alleged); Caremark, Inc. v. Coram Healthcare, 113 F.3d 645 (7<sup>th</sup> Cir. 1997) (loss causation adequately alleged). See Hazen, supra note 17, at 622 n.34.

<sup>130</sup> Rothman v. Gregor, 220 F.3d 81, 95 (2d Cir. 2000) (allegations of loss causation were sufficient); Caremark, Inc. v. Coram Healthcare, 113 F.3d 645 (7<sup>th</sup> Cir. 1997) (loss causation adequately alleged, possibility of other causes of loss did not warrant dismissal at pleading stage); Gray v. First Winthrop Corp., 82 F.3d 877 (9<sup>th</sup> Cir. 1996) (evidence that truthful disclosure would have lowered price was sufficient evidence of causation); Citibank, N.A. v. K-H Corp., 968 F.2d 1489 (2d Cir. 1992) (but for causation showed transaction causation but not loss causation requirement). See Hazen, supra note 17, at 622 n.35.

<sup>131</sup> In re Dreyfus Aggressive Growth Mutual Fund Litigation, 2000 WL 10211, [1999-2000 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 90,737 (S.D.N.Y.2000).

<sup>132</sup> Seagoing Uniform Corp. v. Texaco, Inc., 705 F.Supp. 918, 933 (S.D.N.Y.1989).

<sup>133</sup> Bastian v. Petren Resources Corp., 892 F.2d 680, 685 (7<sup>th</sup> Cir. 1990).

Reform Act of 1995) 對 1934 年證券交易法之修正，新增 Section 21D(b)(4)，明文規定損害因果關係為證券民事訴訟要件之一，並將損害因果關係定義為：「原告應負擔證明被告行為或隱匿違反本法導致原告所尋求回復損害之舉證責任<sup>134</sup>。」此外，Posner 法官也認為，在欠缺其他證據時，研究顯示系爭股票波動與競爭者的股票波動串聯者，將難以找到損害因果關係<sup>135</sup>。

## (二)損害賠償範圍之計算方法

Rule 10b-5 訴訟中有關損害 (damages) 的計算，如同任何經濟上損失的測定，對法院都是一項具有挑戰性的工作。由於大部分 Rule 10b-5 訴訟從起訴到最後判決需要一段不短的時間，故評價法律上的流動狀態 (current state) 也很困難。結果，法院就損害問題相對比較少有共識。此外，法院採用各式各樣的途徑 (approaches) 判斷損害。多種解決途徑，加上各該相關案例不足，造成證券案件中的損害問題，在法律上仍無法找出穩定的趨勢<sup>136</sup>。

<sup>134</sup> Section 21D -- Private Securities Litigation

b. Requirements For Securities Fraud Actions.---

4. Loss Causation.--- In any private action arising under this title, the plaintiff shall have the burden of proving that the act or omission of the defendant alleged to violate this title caused the loss for which the plaintiff seeks to recover damages.

資料來源：<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/34act/sect21d.htm>

<sup>135</sup> *Law v. Medco Research, Inc.*, 113 F.3d 781 (7<sup>th</sup> Cir. 1997) (study showing that stock in question moved in tandem with stock of competitors precluded a finding of loss causation without additional evidence). See *Hazen*, supra note 17, at 623 n.54.

<sup>136</sup> *Supra* note 17, at 623.

儘管在 Rule 10b-5 訴訟中處理損害的途徑有很多，但僅有少許歸納如下。首先，這類案例一致同意「懲罰性損害賠償」(punitive damages) 不適用於 Rule 10b-5 訴訟<sup>137</sup>。然而，若援引習慣法上之詐欺訴訟，在「司法補充原則」下 (under the doctrine of pendent, or supplemental, jurisdiction)，有關 Rule 10b-5 的紛爭，還是有懲罰性賠償之適用餘地<sup>138</sup>。詳言之，雖然法律形式上並無懲罰性賠償之規定，在仲裁程序上卻仍可允許懲罰性賠償<sup>139</sup>。當各方提付仲裁，而仲裁允許懲罰性賠償時，依聯邦仲裁法 (the Federal Arbitration Act) 之規定，即應順從該仲裁判斷<sup>140</sup>。實際上，買主與經紀人 (customer-broker) 間證券紛爭的仲裁判斷，最經常允許懲罰性賠償<sup>141</sup>。

在聯邦證券法規下，原告損害之計算，限於實際損害 (damages actually) 以及與本案中的違法行為有最近因果關係者 (proximately caused)<sup>142</sup>。例如，原告對於詐欺導

---

<sup>137</sup> Manufacturers Hanover Trust Co. v. Drysdale Securities Corp., 801 F.2d 13, 29 (2d Cir. 1986).

<sup>138</sup> Mastrobuono v. Shearson Lehman Hutton, Inc., 514 U.S. 52, 115 S.Ct. 1212, 131 L.Ed.2d 76 (1995).

<sup>139</sup> Id.

<sup>140</sup> Lee v. Chica, 983 F.2d 883 (8<sup>th</sup> Cir. 1993).

<sup>141</sup> Supra note 17, at 623.

<sup>142</sup> Abbey v. Control Data Corp., 933 F.2d 616 (8<sup>th</sup> Cir. 1991), *cert. denied* 502 U.S. 967, 112 S.Ct. 438, 116 L.Ed.2d 457 (1991) (damages were properly limited to those occurring up to the time the accounting improprieties in question had been disclosed); Sowell v. Butcher & Singer, Inc., 926 F.2d 289 (3d Cir. 1991) (plaintiffs failed to produce sufficient evidence on damages to withstand motion for directed verdict); James v. Nico Energy Corp., 838 F.2d 1365 (5<sup>th</sup> Cir. 1988) (plaintiff failed to show actual loss); Romano v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, 834 F.2d 523 (5<sup>th</sup> Cir. 1987), *cert. denied* 487 U.S. 1205, 108 S.Ct. 2846, 101 L.Ed.2d. 883 (1988) (losses in commodities transactions were not

致之該交易的期待利益，是無法請求損害賠償的<sup>143</sup>。損害賠償限於實際損害，是 1934 年證券交易法 Section 28(a) 的規定<sup>144</sup>。事實上，損害僅限於實際損害，意味著原告無法獲得雙重賠償<sup>145</sup>。

Rule 10b-5 訴訟的損害問題，並沒有普遍認知的一種理論，有法院表示：「任何人對於 Rule 10b-5 損害問題的研究，都會馬上面臨一再被提到的混亂法律領域，其法院

---

proximately caused by alleged securities fraud). *See Hazen*, supra note 17, at 624 n.12.

<sup>143</sup> *Barrows v. Forest Labs., Inc.*, 1981 WL 1642, [1981 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) § 98,037 (S.D.N.Y. 1981).

<sup>144</sup> Section 28 -- Effect on Existing Law

a. Except as provided in subsection (f), the rights and remedies provided by this title shall be in addition to any and all other rights and remedies that may exist at law or in equity; but no person permitted to maintain a suit for damages under the provisions of this title shall recover, through satisfaction of judgement in one or more actions, a total amount in excess of his actual damages on account of the act complained of. Except as otherwise specifically provided in this title, nothing in this title shall affect the jurisdiction of the securities commission (or any agency or officer performing like functions) of any State over any security or any person insofar as it does not conflict with the provisions of this title or the rules and regulations thereunder. No State law which prohibits or regulates the making or promoting of wagering or gaming contracts, or the operation of "bucket shops" or other similar or related activities, shall invalidate any put, call, straddle, option, privilege, other security subject to this title, or apply to any activity which is incidental or related to the offer, purchase, sale, exercise, settlement, or closeout of any such security. No provision of State law regarding the offer, sale, or distribution of securities shall apply to any transaction in a security futures products, except that this sentence shall not be construed as limiting any State antifraud law of general applicability.

資料來源：<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/34act/sect28.htm>

<sup>145</sup> *Ambassador Hotel Co. v. Wei-Chuan Investment*, 189 F.3d 1017 (9<sup>th</sup> Cir. 1999) (plaintiff who still owned the securities could not recover damages that were recoverable by the joint venture in question). AS the court explained, "where the plaintiff has suffered only one loss, only one measure of damages may be awarded." *Id.* at 1032. *See also, e.g., Rubin v. Schottenstein, Zox & Dunn*, 119 F.Supp.2d 787 (S.D.Ohio 2000). *See Hazen*, supra note 17, at 624 n.15.

被迫依賴自己的判斷力，而創造出無數的解決途徑<sup>146</sup>。」

法院並不總是對 Rule 10b-5 訴訟之損害計算上取得一致意見，嚴格來說，在習慣法（common law）上之損害計算，同樣也是較難理解的概念。在法律形式上，「交易的利益」（benefit of the bargain），在適當的事實基礎上，是可容許的<sup>147</sup>。但多數法院在 Rule 10b-5 案例，卻拒絕以「交易的利益」代替「從口袋取出」（out-of-pocket）的計算方式<sup>148</sup>，只有少數例外<sup>149</sup>。另外，有些法院在內線交易（insider trading cases）之聯邦證券案例上，採用「撤銷或解除」（rescission）的計算方式<sup>150</sup>，以便要求被告吐出全部不法所得（ill-gotten gains）<sup>151</sup>。所謂「從口袋取出」的損害，例如拿出五百元買到一張毫無價值的垃圾證券，損害就是五百元，如果該垃圾證券還有一百元的價值，那損害應該是四百元，因而也有學者將之進一步意譯為「交易時與消息公開後之價差」<sup>152</sup>。

<sup>146</sup> Koch v. Koch Industries, Inc., 6 F.Supp.2d 1192, 1204-1205 (D.Kan.1998).

<sup>147</sup> Farley v. Henson, 11 F.3d 827 (8<sup>th</sup> Cir. 1993) (benefit of bargain was appropriate in common law fraud action in connection with merger).

<sup>148</sup> Wool v. Tandem Computers, Inc., 818 F.2d 1433 (9<sup>th</sup> Cir. 1987) (awarding out-of-pocket loss); Harris v. Union Electric Co., 787 F.2d 355, 367 (8<sup>th</sup> Cir.), cert. denied 479 U.S. 823, 107 S.Ct. 94, 93 L.Ed.2d 45 (1986) (proper measure of damages is difference between the purchase price and the actual value on the date of the transaction). See Hazen, supra note 17, at 624 n.31.

<sup>149</sup> McMahan & Co. v. Warehouse Entertainment, Inc., 65 F.3d 1044 (2d Cir. 1995) (benefit of bargain damages are available under Rule 10b-5 but not under section 11 of the 1933 Act).

<sup>150</sup> Glick v. Campagna, 613 F.2d 31 (3d Cir. 1979).

<sup>151</sup> Pidcock v. Sunnyland America, Inc., 854 F.2d 443 (11<sup>th</sup> Cir. 1988).

<sup>152</sup> 余雪明，前揭註 1 書，頁 619。

涉及「股權議價收購要約」或稱「有價證券公開收購」(tender offer) 的案例<sup>153</sup>，可能採納「交易的利益」之損害計算<sup>154</sup>。此外，當「從口袋取出」的損害難以證明時，則「失去利益」(lost profits) 亦可能適用<sup>155</sup>。採用「交易的利益」應屬例外，而非原則，因為，在本質上，「交易的利益」是基於違反承諾的契約上損害賠償，而非傳統的「從口袋取出」的侵權行為損害賠償。準此，如無特殊情形，「交易的利益」的損害，亦即購買者的預期獲利，在 Rule 10b-5 案例中，並非適當<sup>156</sup>。反之，如果原告依據契約原因起訴，當然不在此限<sup>157</sup>。

在特定案件中決定損害賠償範圍，取決於廣泛的損害賠償理論。當原告之訴因，本質上為誤導、詐欺，亦即，要不是被告的詐欺，原告根本不會加入交易，則撤銷或解除 (rescission) 可以說是適當的損害計算方法。在撤銷或解除的詐欺誤導案例上，則應「回復原狀」(restore the status quo)<sup>158</sup>。然而，如被告並非交易相對人，像是經紀人或董事長，則撤銷或解除並不恰當。此外，當訴訟本質上並非被告勸誘交易，而是被告以欺騙方式，操縱證券價

<sup>153</sup> 有價證券公開收購之定義，參見林國全，證券交易法研究，元照出版公司，2000年9月，頁57以下。

<sup>154</sup> *Osofsky v. Zipf*, 654 F.2d 107 (2d Cir. 1981).

<sup>155</sup> *Gould v. American-Hawaiian Steamship Co.*, 535 F.2d 761, 781 (3d Cir. 1976).

<sup>156</sup> *DCD Programs, Ltd. v. Leighton*, 90 F.3d 1442 (9<sup>th</sup> Cir. 1996).

<sup>157</sup> *Astor Chauffeured Limousine Co. v. Runnfeldt Investment Corp.*, 910 F.2d 1540, 1551 (7<sup>th</sup> Cir. 1990).

<sup>158</sup> *Hatrock v. Edward D. Jones & Co.*, 750 F.2d 767, 773 (9<sup>th</sup> Cir. 1984).

格漲跌，則適當的損害賠償範圍似乎是「從口袋取出」的損害<sup>159</sup>。換言之，若無勸誘詐欺則交易不致進行，這種訴訟才有撤銷或解除可言，一般詐欺訴訟通常導致「從口袋取出」的損害賠償<sup>160</sup>。再者，當有其他因素影響證券價值之減損時，則撤銷或解除亦遭否定，而應採「從口袋取出」的損害<sup>161</sup>。無論如何，除非本案中被告收購或讓售該證券，否則撤銷或解除的損害賠償方法是不適當的<sup>162</sup>。

還有一些案例提出除了「從口袋取出」的損害以外的損害計算方法。當損害賠償的基礎是「歸入」(restitution)與「不正當致富」(unjust enrichment)，而非原告的損害填補(compensable loss)，則不法所得之吐出(disgorgement)可能是適當的。例如，控告某人違背對原告的责任而進行內線交易，歸入與吐出利益自然通常被認為是適當的損害範圍計算方法<sup>163</sup>。當原告有多項請求權基礎，則被賦予多種計算方法，以便獲取較高的損害賠償額<sup>164</sup>。

為了估定原告的實際損害(actual loss)，法院並不總是將損害賠償範圍侷限於系爭股票交易所直接產生的「從口袋取出」的損害。例如，被允諾保證卻未實現的稅金損

---

<sup>159</sup> In re Home Theater Securities Litigation, 1997 WL 820968, [1997 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 99,576 (C.D.CAL. 1997).

<sup>160</sup> Soderberg v. Gens, 652 F.Supp. 560, 565 (N.D.Ill. 1987).

<sup>161</sup> Huddleston v. Herman & MacLean, 640 F.2d 534 (5<sup>th</sup> Cir. 1981).

<sup>162</sup> Ambassador Hotel Co. v. Wei-Chuan Investment, 189 F.3d 1017 (9<sup>th</sup> Cir. 1999).

<sup>163</sup> Supra note 17, at 626.

<sup>164</sup> Cyrak v. Lemon, 919 F.2d 320 (5<sup>th</sup> Cir. 1990).

失，實際上在估定損害時會考慮到<sup>165</sup>。然而，第二巡迴法院卻持反對說，認為 Rule 10b-5 限於實際損害，而期待中的 (hoped-for) 卻未實現的稅金損失，為期待利益的損害 (expectation damages)，應不允許 (impermissible)<sup>166</sup>。這樣看來，似乎是過分地限縮解釋 1934 年證券交易法 Section 28(a) 之規定。在適當的事實基礎上，與違反契約案例相同，期待利益的損害，也是實際損害之一<sup>167</sup>。在允諾保證未實現所造成的詐欺，則期待利益在聯邦證券法規下也是適當的。另一方面，Rule 10b-5 是用來對付詐欺，其損害賠償之限制應與傳統詐欺損害賠償相同，不應過分限制，準此，在適當的事實基礎上，期待利益應是法律所容許的<sup>168</sup>。

聯邦最高法院有一個在證券損害賠償訴訟中關於課稅影響的見解，在 *Randall v. Loftsgaarden*<sup>169</sup> 一案中，法院認為無形的稅金利益有別於有形資產，可供參考。

### 第三節 舉證責任之緩和

證券詐欺訴訟上，最難證明的待證事實，即原告信賴被告之不實陳述；嚴格來說，包括對重要資訊積極虛偽之

<sup>165</sup> *Sharp v. Coopers & Lybrand*, 649 F.2d 175 (3d Cir. 1981).

<sup>166</sup> *Freschi v. Grand Coal Venture*, 767 F.2d 1041 (2d Cir. 1985).

<sup>167</sup> *Supra* note 17, at 627.

<sup>168</sup> *Id.*

<sup>169</sup> 478 U.S. 647, 106 S.Ct. 3143, 92 L.Ed.2d 525 (1986).

不實陳述或消極隱匿重要資訊所產生之誤導。蓋一方面，證券市場之特質為不重視相對人身分之公開交易市場（the impersonal stock exchange），其間不實資訊之傳播、散布，往往帶有公眾性，而較少針對特定交易相對人，有別傳統詐欺侵權行為多為「面對面交易」（face-to-face transaction）之型態，因此原告較難舉證其為不實陳述之收受者。另一方面，在涉及財務報告等公開說明文件不實之證券詐欺案例，一般投資人宥於欠缺會計、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意願，即使看過也可能看不懂。換言之，假設被告確有不實陳述之違法行為，例如財務報告有部分重要內容不實，為被告實施詐術之方法，但投資人並沒有閱讀該財務報告或根本看不懂被告之虛構事實者，被告對之有如「對牛彈琴」，則投資人似乎並無陷於錯誤可言，亦即，在無法證明原告有實際信賴（actual reliance）之情況下，既然原告沒有實際信賴（未因被告實施詐術而陷於錯誤），自不構成責任成立因果關係，故被告不須負損害賠償之責任。

由於上述原告舉證困難的問題，導致投資人遭到證券詐欺事件，難以獲得民事賠償，造成相關規範保護投資人之目的難以達到，並不利於健全資本市場發展。例如我國證券詐欺訴訟由投資人求償成功判決確定的案例，至今僅有一件是二審確定，而且法院認定有因果關係之理由並不

是很充分<sup>170</sup>。我國最高法院見解到目前為止，該類案例仍是欠缺因果關係<sup>171</sup>。以致近年來證券詐欺事件頻傳，許多學者紛紛呼籲要強化相關民事責任之規範<sup>172</sup>。

前已述及，美國證券市場過去也發生相同的問題，其解決問題的辦法是緩和原告對於信賴要件之舉證負擔，先後提出「Affiliated Ute 案的信賴推定」、「詐欺市場的信賴推定」及「詐欺創造市場的信賴推定」等。雖然有反對說，許多爭議仍在，但美國聯邦法院及多數學說仍傾向於放寬原告對信賴要件之舉證負擔，配合證券市場之特性，避免關閉投資人民事求償之救濟途徑。

隨著 2003 年 1 月我國「證券暨期貨交易投資人保護法」施行，「證券暨期貨交易投資人保護中心」成立並依法進行該法第 28 條之證券投資人團體訴訟，並接續原由證基會辦理之集體求償案件<sup>173</sup>。2004 年開始如雨後春筍般地出現許多地方法院判決，紛紛採信「詐欺市場理論」之主張，而認定有因果關係，並判決原告勝訴<sup>174</sup>。於未修法之前提下，在民事事件中，將外國法當作法理來適用並

<sup>170</sup> 台灣高等法院台中分院 92 年上易字第 471 號判決。

<sup>171</sup> 最高法院 78 年台上字第 2437 號判決。

<sup>172</sup> 賴英照，〈建立更完備的民事責任機制〉，《律師雜誌》第 297 期，2004 年 6 月，頁 2-5；莊永丞，前揭註 1 文，頁 182。

<sup>173</sup> 劉連煜、林俊宏，〈投資人團體訴訟新時代的來臨〉，《月旦法學》第 111 期，2004 年 8 月，頁 84。

<sup>174</sup> 2004 年 2 月 18 日台中地方法院 90 年重訴字第 706 號判決(順大裕案)；2004 年 7 月 30 日台中地方法院 91 年重訴字第 334 號判決(大中鋼鐵案)；2004 年 11 月 30 日高雄地方法院 91 年重訴字第 447 號判決(立大農畜案)等。

無不妥，況且民事訴訟上之舉證責任，本來就有一定的司法裁量空間，故我國法院參考外國法解決相同問題的「詐欺市場理論」作為判決基礎之態度，基本上值得贊同。

惟「詐欺市場理論」是否等於推定因果關係？

法律上之「推定」，係法規範為公益需要、簡化法律關係，而就事實存在或不存在先為之假設規定。亦即原告就法律上規定之特定構成要件事實無庸舉證，逕由法律推定構成要件事實存在，若被告無法舉證推翻該推定事實，事實無法證明之不利益即歸於被告承擔。例如民法第 11 條規定：「二人以上同時遇難，不能證明其死亡之先後時，推定其為同時死亡。」然若證明二人死亡確有先後之別，則本條推定之效果不復存在。此與「擬制」之規定結果不得推翻之情形不同<sup>175</sup>。準此，推定因果關係，對被告極為不利，原告不必提出任何證據以證明因果關係之存在，在證券詐欺案件中，原告只須證明被告有不實陳述之違法行為，並證明原告受有損害即可。

參照美國法之信賴要件，應只是責任成立因果關係之構成要件要素。而所謂「信賴推定」，應是指允許原告以證明間接信賴方式，使法院認定有實際信賴關係，而不強求原告證明過於困難的直接信賴；推定成立後，亦允許被告證明實際信賴關係不存在。此外，美國法上之交易因果關係與損害因果關係，仍應由原告負舉證責任。可見所謂

<sup>175</sup> 王海南等合著，法學入門，元照出版公司，2000 年 10 月元照二版，頁 190-191。

「信賴推定」與我國所謂法律上之「推定」，意義其實並不相同，充其量僅為事實上之推定，實乃法院依自由心證認定事實之範疇。

析言之，美國法上之「信賴推定」，只是局部緩和原告之舉證責任，因為要求原告證明直接信賴過於困難，故允許原告提出替代性的證明方法，由原告證明有間接信賴存在，以認定實際信賴存在。亦即，原告即使無法證明其看到或聽到被告不實陳述，仍可藉由其他媒介，推敲原告是因為相信其原本不該相信的被告，陷於錯誤，始為證券交易。等於是將系爭待證事實，由較困難的直接信賴，替換為較容易的間接信賴，並非免除原告對於因果關係之舉證責任。當然，如果原告能夠證明直接信賴也可以。

綜上所陳，可知「信賴推定」其實不同於一般構成要件事實之舉證責任轉換。但就責任成立因果關係構成要件要素之舉證責任而言，仍堪稱為舉證責任之緩和。

美國法上可供我國實務參考之「信賴推定」，也不是只有「詐欺市場理論」一種而已。在初次發行市場，可參考「詐欺創造市場的信賴推定」，如果原告證明被告藉由詐欺計劃塑造出一個如果在充分而正確的資訊揭露下根本不會存在的市場，得推定原告有實際信賴，亦即認為原告因被告詐欺而陷於錯誤。

在純隱匿案例，可參考「Affiliated Ute 案的信賴推定」，如果認為被告之不實陳述具有重要性，得推定原告

有實際信賴，亦即認為原告因被告詐欺而陷於錯誤。

而在流通市場或再次發行市場，並涉及公眾資訊傳播者，可參考「詐欺市場的信賴推定」，此時，如認為「效率資本市場假設」(ECMH)為詐欺市場理論之前提者，原告須證明效率市場存在；反之，原告只須證明被告不實陳述對於系爭證券之市場價格有重大影響，本文採後說。如此一來，可認為原告因信賴市場而間接信賴被告不實陳述，而推斷原告有實際信賴，亦即認為原告因被告詐欺而陷於錯誤。在純隱匿案例，「Affiliated Ute 案的信賴推定」與「詐欺市場的信賴推定」，則有機會同時使用。

在釐清「信賴推定」並非法律上之推定後，亦應明瞭所謂「被告舉反證推翻」信賴推定，也只是法律用語之混淆，非指推翻法律上之推定，推敲其在我國民事訴訟法上之真實意涵，應是指當法院採信原告證明有間接信賴之事實後，等於間接證明原告有實際信賴，此時，被告所提出之反證，是用來殺傷原告所立本證之證明力，藉以動搖法院之心證，稱之為「抗辯」似較貼切。

還有一個重要問題，美國法上的「信賴推定」主要都是由集體訴訟發展而來，引進到我國後，有無適用於團體訴訟以外之情形？尚有爭論，有學者認為僅於證券投資人之團體訴訟有機會適用<sup>176</sup>。但本文認為，基於平等原則，無論團體訴訟、選定當事人訴訟或單一訴訟，原告地位原

<sup>176</sup> 陳峰富，前揭註 53 文，頁 351。

則上不應有差別待遇，尤其有無適用「信賴推定」，往往足以決定訴訟勝負，美國法上也沒有僅限集體訴訟才可以適用「信賴推定」的說法，只是利用集體訴訟之需求來強化「信賴推定」之正當性。例如，同樣是因被告不實陳述扭曲證券市場價格而受害的投資大眾，沒有理由獨厚參與「證券暨期貨交易投資人保護中心」之團體訴訟者，卻歧視自行起訴之投資人。事實上，證券投資人團體訴訟往往採刑事訴訟附帶民事損害賠償，耗費時日較久，個別受害投資人自行提起民事訴訟，應仍是可行方案之一。總之，無論我國法院是否運用「信賴推定」，其標準應該相同，不宜因集體訴訟或單一訴訟而有差別待遇。

#### 第四節 小結

證券詐欺損害賠償，無疑是民事損害賠償類型之一，故第三章關於相當因果關係之認定標準及緩和原告舉證責任之方法，原則上均有適用餘地。惟英美法上針對證券詐欺訴訟之原告舉證困難，所發展出推定信賴要件之判例與學說，亦深具參考價值，足以提供我國實務上面對此類案例時，緩和原告舉證責任之學理基礎。

所謂信賴要件，乃英美 common law 上特有之概念，應相當於我國責任成立因果關係之部分要素。而美國法對證券詐欺訴訟，特別發展出交易因果關係與損害因果關係之概念，前者指原告因誤信被告而為該交易，後者指原告

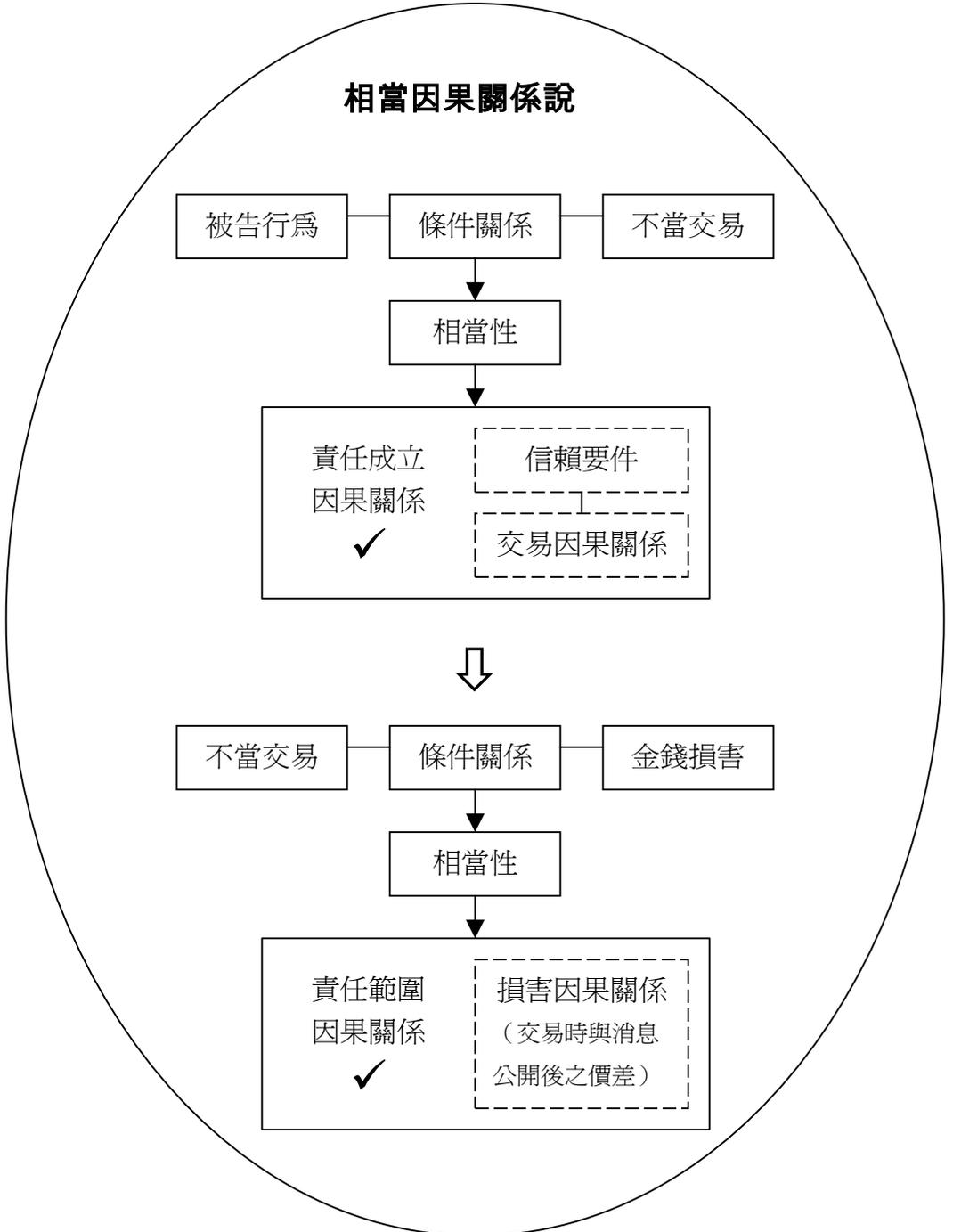
因該交易致生金錢損害。本文以為，英美法上之信賴要件與交易因果關係加起來，即相當於我國責任成立因果關係，信賴要件只要求原告有實際信賴，而交易因果關係則要求原告之信賴須為進行交易之主要原因；而英美法上之損害因果關係，則相當於我國責任範圍因果關係。

以美國 1934 年證券交易法 Section 10(b)及 SEC 於 1942 年依其授權所制定之 Rule 10b-5 為主軸，美國司法實務上發展出數種「信賴推定」之理論，以彌補原告難以證明其實際信賴被告之問題，尤其是集體訴訟中更不可能逐一證明個別原告內在之實際信賴。

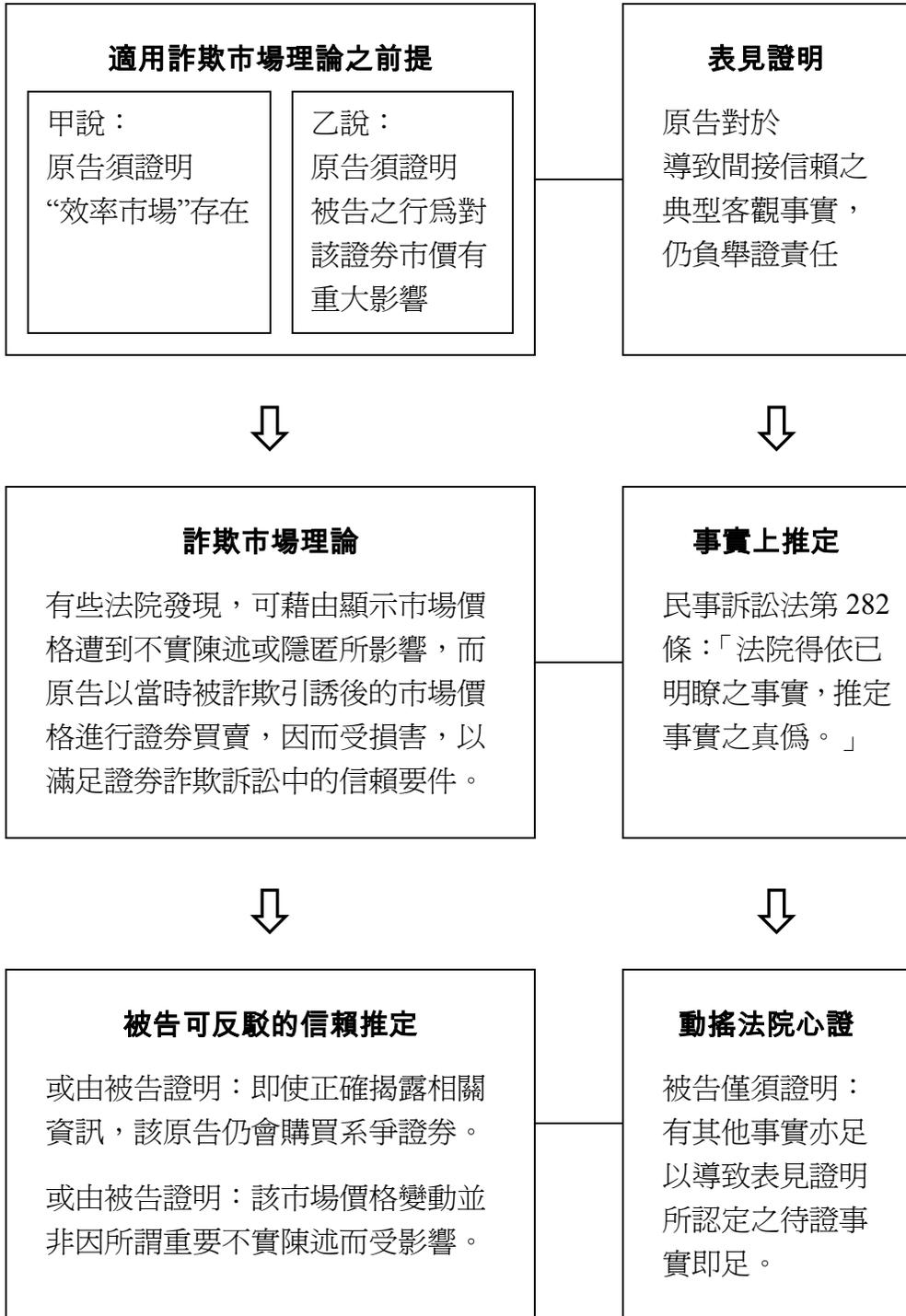
在純隱匿案例，可援引 Affiliated Ute 案的信賴推定；在流通市場或再次發行市場，並涉及公眾資訊傳播者，可援引「詐欺市場」的信賴推定；在初次發行市場，可援引「詐欺創造市場」的信賴推定。在適用「詐欺市場理論」時，原告仍須證明證券之「效率市場」存在，或至少證明被告行為對證券市場價格有重大影響。換言之，原告仍負間接證明之舉證責任，使法院認定其有實際信賴。

交易因果關係，則要求該交易已受到重要不實陳述或隱匿的深遠影響。在「詐欺市場理論」下，亦即交易標的之市場價格已受到重要不實陳述之公開資訊所扭曲。損害因果關係，基本上以交易時與資訊揭露時之「價差」為準，在具體個案上十分複雜，無一定論。而無論交易因果關係或損害因果關係，均仍由原告負舉證責任。

## 證券詐欺之因果關係圖解



## 詐欺市場理論之信賴推定



## 第五章 我國有關證券詐欺因果關係之案例

### 第一節 丸億案

#### 一、案例事實

台灣銀行訴請丸億公司簽證會計師高永哲損害賠償一案，事實為台灣銀行貸與丸億公司信用放款新台幣 800 萬元及 1,200 萬元二筆，合計 2,000 萬元，結果未能全額回收，受有 11,817,326 元之損失。根據最後事實審法院之認定，丸億公司自 70 年 1 月 15 日正式發行股票上市買賣後，適逢經濟不景氣，致大幅虧損，為募集新股，該公司會計經理高玉峰於 71 年 1 月間，製作 70 年度財務報告，將原僅 149,514,923.7 元之原料存貨，虛列為 369,490,000 元，並將所屬楊梅紗廠 70 年 12 月領用 1,114,198 磅原料，於存貨計數帳簿內，短載為領用 990,020.8 磅。會計師助理員楊成志、何治亞依據上開不實資料製作查帳報告書，送交會計師高永哲簽證時，高永哲當可發現上述虛偽記載，縱令並非明知合謀，亦難辭過失之責<sup>1</sup>。

---

<sup>1</sup> 台灣高等法院 77 年重上更三字第 62 號判決；在查帳實務上，存貨必須盤點，會計師助理員對存貨並未親自盤點，直接依據丸億公司之不實財報製作查帳報告書，會計師竟未注意而加以簽證，顯有過失，故法院認定該會計師有過失，洵屬正確。

## 二、判決要旨

### ■ 最高法院 78 年台上字第 2437 號判決

民國 78 年 12 月 14 日

最高法院指出「被上訴人於虛列存貨之查帳報告書簽證，對因此致利害關係人受有損害，依會計師法第十八條及民法第一百八十四條規定，固應負責賠償；然必須被上訴人不實之簽證與利害關係人所受損害之間有相當因果關係存在，被上訴人對之始負賠償責任。」結論是會計師雖有過失，但無相當因果關係，其理由有二：

一理由為「會計師簽發之查帳報告，雖係銀行辦理授信業務之重要參考資料，但僅止於參考資料而已，不能替代徵信，作為授信准駁之唯一依據。依上所述，銀行既應就企業之財務因素、還款財源、債權確保、借款人品格、經營管理能力、未來展望等因素綜合評估，自為徵信。而會計師之查帳報告與銀行授信，尚無必然之關聯，銀行自為徵信判斷，所核定放款不能回收之損害與會計師查帳報告之間，實難謂有相當之因果關係存在。」

另一理由為「關於借款八百萬元部分，…丸億公司提供第三人所有土地為足額之擔保，嗣後所以不能全額受償，係因抵押設定後，七十三、四年間土地價格一度下跌所致，要與被上訴人之簽證無何關聯，其不能回收之損害，與被上訴人之查核簽證間，應無相當因果關係之存

在。關於其中信用狀借款一千二百萬元係憑上訴人認可之國外不可撤銷信用狀，在信用狀金額最高百分之八十五之範圍內撥貸，…既係以具有自償性之信用狀作質，當具回收之十足擔保，所以不能回收，乃因丸億公司貸款後，因故不能出口，致使信用狀失其價值所致，亦不能認上訴人就信用狀借款一千二百萬元不能回收之損害，與被上訴人查帳報告書之不實，有相當因果關係之存在。」

### 三、評析

若無會計師簽發不實之查帳報告，銀行不致誤信其為真實而放款受害，則有條件關係；若無會計師簽證不實，銀行仍會放款，則無條件關係。關於借款 800 萬元部分，既有第三人土地設定抵押權為足額之擔保，縱令台灣銀行知悉丸億公司財務報告不實或會計師簽證不實，無誤信之情事，仍可能貸與丸億公司該 800 萬元，故 800 萬元部分與會計師簽證不實間，不具條件關係。

關於借款 1,200 萬元部分，丸億公司貸款後「因故不能出口」，信用狀便失去價值。惟究係何故致不能出口？與丸億公司原料存貨不足、財務困難有無關連？與會計師簽證不實有無關連？非無研求餘地。若台灣銀行知悉丸億公司故意虛報原料存貨達 2 億餘元，可能就不會接受丸億公司提供信用狀為借款擔保，準此，所謂具有自償性之信用狀性質，尚不足以排除條件關係。進一步言，最高法院

所謂「尚無必然之關聯」，意即會計師之簽證不實，通常不會造成銀行誤信而受損害之結果，實恐有斟酌餘地。依相當因果關係說，於通常情形亦可提高發生同類結果之客觀可能性時，為該結果相當的原因，作成前項可能性之判斷，須以完整經驗的知識為基礎，而且行為當時所存在，於該時點「有經驗之人」所得認識的事實為前提。依吾人的智識經驗，會計師之查帳報告書對於銀行授信之准駁及條件，實有決定性之影響，故應有相當性才對。

依相當因果關係說，確有擴大責任範圍之傾向，惟若法院認為應限制會計師責任，須另覓理論基礎，如預見說或規範目的說等，不宜因主觀上認為不可歸責，率爾主張無相當因果關係，造成因果關係理論上之混淆。

## 第二節 順大裕案

### 一、案例事實

曾正仁於85年11月間利用廣三建設公司持有上市之大裕股份有限公司(即順大裕公司前身，代表人為張文儀)股份之便，以「借殼上市」之方式取得經營權，並將該公司改名為順大裕公司。法院認定之違法事實，主要是公開說明書不實及財務報告不實等，說明如下<sup>2</sup>：

---

<sup>2</sup> 順大裕案之民事訴訟，均以台灣高等法院臺中分院90年上重訴字第21號、91年度上重訴字第19號刑事判決所認定之事實為基礎。

87年3月間，曾正仁與廣三集團財務處長張小華、財務處經理黃芳薇（原名黃祝）及張文儀等人，虛偽以順大裕公司為支付為期二年半之「廣三名人雙星」、「精誠路案」、「廣三金時代」、「大時代第二期」等各項住宅營建工程案之土地款，營建款及土地融資款，以達到減輕財務負擔、改善財務結構、降低負債比率、增加營收利益等積極正面效果為由，向證期會申請辦理現金增資100億7千萬元，同年4月16日經核准後，在順大裕公司87年4月24日刊印募集91億2千萬元之現金增資股票公開說明書第45頁，虛偽記載上述現金增資之目的，致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。得款後，曾正仁等人未依順大裕公司現金增資計畫執行，將其中23億元用以償還銀行借款，1,780,894,546元轉入支存帳戶使用，25億元用以購買無記名可轉讓定期存單（NCD），其餘3,489,105,454元則購買短期票券。87年7、8月間起，前開資金購買之NCD、短期票券，分別提供予廣三集團旗下公司（裕全、曾氏、千友、元裕、康禾、廣正、廣三建設公司等）或王博泉等人頭戶，作為其等向金融機構（銀行及票券公司）等質押借款、保證發行融資性商業本票、票據保證等用途，所得資金全數由曾正仁、張小華、黃芳薇等人用於集中交易市場炒作順大裕公司股票之用。

曾正仁、張小華、黃芳薇、張文儀另為誘使投資大眾購買順大裕公司股票，利用不知情之會計師（許相仁、呂

惠民)於順大裕公司之87年第三季財務報告中為如下之不實登載：

不實財務報告—存單及短期票券部分：順大裕公司87年第三季財務報告第4頁「流動資產」及第33頁「質抵押之資產」，並無針對前述NCD作為質押借款之擔保品，及以短期票券作為發行商業本票質押品情事，作任何揭露或說明；更於第14頁「現金及約當現金」欄，虛偽記載「定期存款及短期票券未提供銀行為借款之擔保或用途受限制」等語。

不實財務報告—關係人交易部分：前述順大裕公司與廣三集團旗下各公司，皆受廣三集團之控制，互為關係人，且曾正仁、張小華、黃芳薇亦屬實質關係人，故順大裕公司將NCD及短期票券提供予廣三集團旗下各公司、人頭戶及曾正仁、張小華、黃芳薇作為借款擔保及發行商業本票之質押品，自屬關係人交易形態之一，依規定應予揭露，但財報第30至33頁關於關係人交易之附註事項，卻未揭露前開關係人交易之情事。

## 二、判決要旨

□ 台中地方法院90年重訴字第706號判決

民國93年2月18日

本件為集體訴訟，在判決中首度援引美國法上之詐欺

市場理論，對證券詐欺之因果關係亦有較詳盡之論述，其見解並受到後來若干判決支持，故極具代表性<sup>3</sup>。

關於美國法上證券詐欺因果關係二階論，本件判決謂：「原告等是否因信賴 (Reliance) 各該文書記載而為順大裕公司股票之投資行為？原告等股票價值之減損，與被告張文儀、曾正仁、黃芳薇等行為間有無相當因果關係？」即採交易因果關係與損害因果關係之二階段思考。

關於詐欺市場理論，本件判決謂：「美國法院曾以集團訴訟之背景為動力，結合市場效率理論發展出所謂『詐欺市場理論』(the Fraud-on-the-Market Theory)。意即將行為人故意以虛偽不實之資訊公開於市場之中，視為對整體市場的詐欺行為，而市場投資人可以『以信賴市場之股價』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受害者。」

本件判決認為，依詐欺市場理論之信賴推定，即導出舉證責任轉換，其謂「被告張文儀、曾正仁、黃芳薇等係為誘使一般投資大眾認購或購買被告順大裕公司股票，共同就公開說明書及第三季財務報告而為虛偽不實之記

<sup>3</sup> 於本件判決之前，除九億案前已述及外，較具代表性的證券詐欺民事案件，尚有台北地方法院 74 年訴字第 15521 號判決（新竹玻璃公司案）謂：「公司負責人以積極之手段欺騙投資人，使原告誤信內容真實，因而買進公司股票，即難謂無因果關係」，但遭批評其說理薄弱。

載，本件原告等為一般之投資人，並無證據足以證明其等明知各該文書之內容不實，已合於證交法第三十二條、第二十條規定之『善意相對人』及『善意取得人』文義，是依前開分析，足認原告等所受損害與被告張文儀、曾正仁、黃芳薇等之故意行為間，具有相當因果關係。」

關於損害賠償金額之計算，依司法院整理之判決要旨 6.：「按證交法除就『內線交易』損害賠償之計算，設有第一百五十七條之一規定外，本件情節所涉之同法第三十二條、第二十條損害賠償範圍或其數額之計算，則未予明文規定。我國證交法第二十條規定，主要係參考美國證券交易委員會於一九四二年制定之規則五（Rule 10b-5）之發展，該規則關於損害賠償（Damages）之方式，規定包括撤銷或回復原狀，以及交易時與消息公開後之價差（out of Pocket）二種。另美國證券交易法第十一條，在註冊書件不實部分係以下列方式計算損害起訴時之價格，或起訴前若已出售，其出售之價格；或起訴後出售若出售價格較起訴時為高者依出售價格；來計算價差。另美國法院於一九七六年 Sneed J. in Green v. Occidental Petroleum Corporation 案主張依『市場模型』（market model）作為計算損害數額之依據，意即在交易市場模型中有有價值線（value line）及市場線（market line）二條線，在不實陳述之前，這二條線是合一的；之後因不實陳述，市場線出現偏離，一旦事實揭露，二條線再度合一，這段期間中，真正損害便是截取二條線間的差異，堪以採取。」

此外，本件判決認為會計師之過失不實陳述，因不具相當因果關係而免責；另相對於公司負責人之故意行為，原告欲追究過失不實陳述，似應負因果關係之舉證責任。其主要相關論述為：「又美國判例法上，原告向行為人請求損害賠償，首應證明其損失是因對於不實陳述（Misrepresentation）之信賴（Reliance）所導致（我國證券交易法使用善意取得人或善意相對人等文句，亦表明信賴關係，必須存在），其次原告所受損失與被告行為間，原則上應有相當因果關係（Proximate cause）。」「本院綜合以下理由，認為被告許相仁、呂惠民對於系爭財務報告之核閱工作雖然欠缺善良管理人之注意，無須對於原告等所受之損害負連帶賠償責任：1. 前述立法例上，對於會計師故意不實陳述，所應負賠償責任之對象，包括具有利害關係之第三人，惟會計師僅具過失時，其賠償之對象或範圍均有相當之限縮，不可一概而論。我國證交法第三十二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。惟同法第二十條並無『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。2. …」 「換言之，任何投資人審閱該消極表達方式之『核閱報告書』後，即可能產

生買賣該公司股票之動念，並非無疑。又依目前集中市場交易常情觀察，投資人實際以公司財務報告作為買賣股票之依據或重要參考資料者幾希？以公司之財務報告（歷史報告）決定買賣時機者顯然少之又少。故以此觀點出發，依最高法院就前開『丸億案』之見解，則本件原告等所受之損害，與被告等核閱財務報告之過失行為之間，自無相當因果關係。」

□ 台中地方法院 91 年訴字第 1769 號判決

民國 93 年 12 月 9 日

本件為個別股東起訴，在判決中對於詐欺市場理論有更多描述：「被告順大裕公司之八十七年現金增資公開說明書及八十七年第三季財務報告，既有前述虛偽不實之情，而依據詐欺市場理論（英文名稱：Fraud-on-the-Market Theory），被告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。蓋證券市場中，重大之不實陳述或遺漏，一般均會影響股價。因為市場投資人普遍以股價作為其價值之表徵，所以即使有投資人並未直接信賴不實陳述或遺漏，此等投資人亦可推定為被詐受害者。換言之，投資人因信賴股價已充分反應所有可得之資訊，不論是正確或虛偽的，等於投資人已閱讀了公開資料而信賴之；以信賴市場取代信賴公開之消息。證券交易法第二十條既係參考美國法制制定，既然美國法制已採納該理論，則我國亦無持相反看法

之理由。」

本件判決亦指出「退而言之，縱不援引詐欺市場理論，但投資人於購買股票時，買賣委託書中皆載明已詳閱財務、業務資訊，則投資人之損害，自屬被告以違反證券交易法第二十條第一項之虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為及違反同條第二項所致。」乃我國民事訴訟法上之形式真實發現主義之體現。

### 三、評析

目前實務上對於證券詐欺因果關係二階論、詐欺市場理論之信賴推定、損害賠償金額之計算等美國法之引進，基本上值得肯定。但有一點是比較嚴重的誤解，關於詐欺市場理論之信賴推定，台中地方法院 90 年重訴字第 706 號判決並未釐清「詐欺市場理論」與「市場效率理論」之關係，既未要求原告證明效率市場存在，亦未要求原告證明該不實陳述對股價之影響，反而主張「並無證據足以證明」原告等明知各該文書之內容不實，顯係混淆表見證明與舉證責任轉換之分際。正確而言，原告就信賴要件之舉證責任並未轉換，只是原告得以證明效率市場存在或證明該不實陳述對股價有重大影響，間接證明信賴關係。況且信賴關係與交易因果關係加起來，始相當於責任成立因果關係，此於本文第四章已作說明，不再贅述。而台中地方法院 91 年訴字第 1769 號判決，亦犯相同錯誤。

其次，台中地方法院 90 年重訴字第 706 號判決認為投資人之損害不可歸責於會計師之過失不實陳述，以不具因果關係為切入點雖屬正確，但其強調是「無法預測」、「顯失公平」，實與相當因果關係說所斟酌之「可能性」無關，姑不論會計師是否無法預見投資人將因而決策錯誤尚有可疑，依該判決之結論，實先有相當因果關係，復依預見說或規範目的說等，始得排除其因果關係，達到限制責任範圍之目的，惟如此一來恐牴觸採相當因果關係說之判例。縱使不採相當因果關係說，本文以為，就我國損害賠償制度係以債權人為標準，以填補損害為目的，行為人係故意或過失並不影響其責任輕重，而法律上既未排除故意行為與過失行為之連帶責任，實務上一貫傾向排除會計師過失行為賠償責任之態度，實有可議之處。

### 第三節 大中鋼鐵案

#### 一、案例事實

上市之大中公司負責人劉文斌為掩飾公司財務困境，避免投資人信心喪失，連續授意辦理財務業務之曾國年、張惠玲、黃文郁、駱怡筠、周梨琴共同於大中公司 87 年 10 月 30 日公告之 87 年第三季財務報告，及友力公司於 87 年 10 月 29 日公告之 87 年第三季財務報告，故意未於期後（即資產負債表日 9 月 30 日後，至財務報告提

出公告日間)事項揭露劉文斌個人自 87 年 10 月 1 日起,以「預付款」、「應收票據」、「應收關係款項」之會計科目,挪用公司資金之實情;且於大中公司 86 年第一季、半年度、第三季、全年度、87 年第一季、半年度及第三季財務報告中,對於劉文斌自 86 年 3 月 24 日起陸續擅自簽發公司票據,或以公司名義擔任背書保證而對外借貸之事實,虛偽記載應揭露事項稱「應收關係企業款、應收關係人款項及暫付款其性質非屬資金融通者,其金額達一億或實收資本額百分之二十以上者:無。」致投資大眾無法從該財務報告之內容得悉公司之財務狀況、經營結果暨現金流量,而影響判斷及決策等<sup>4</sup>。

## 二、判決要旨

- 台灣高等法院台中分院 92 年上易字第 471 號判決  
民國 93 年 3 月 2 日

本件由個別股東起訴,二審判決業已確定。關於未揭露資訊部分,本件判決認為責任成立因果關係之舉證責任轉由債務人(被上訴人)負擔,其謂「今因大中公司之財務報告未揭露該公司負責人擅自挪用款項之事實,致使投資者無法從該財務報告之內容得悉公司之財務狀況、經營

<sup>4</sup> 大中鋼鐵案之民事訴訟,以台灣高等法院台中分院 90 年度上重訴字第 28 號、最高法院 92 年台上字第 2346 號、台灣高等法院台中分院 92 年金上重更一字第 18 號刑事判決所認定之事實為基礎。

結果暨現金流量已有異常，致為投資之錯誤判斷，則上訴人主張被上訴人等之犯行，致其所得資訊錯誤，無從正確判斷風險而善意買入股票，受有損害，合於證券市場交易情況，是於此情形下，應轉由被上訴人舉證證明被上訴人之不實財務報告與投資人之損害無因果關係始可免除責任。惟本件被上訴人未能提出證據證明上訴人投資大中公司股票，與大中公司公布之財務報表間無何關連，則上訴人主張其因被上訴人等之行為受有損害，應屬可採，…證券交易法第一百七十四條、第二十條第二項之規定，既兼有保護投資大眾免於受害之目的，自屬保護他人之法律，…被上訴人等依民法第一百八十四條第二項前段、第一百八十五條第一項之規定，自應對上訴人連帶負損害賠償責任。」

關於責任範圍因果關係（損害範圍之計算），本件判決認為「按當事人已證明受有損害而不能證明其數額或證明顯有重大困難者，法院應審酌一切情況，依所得心證定其數額。民事訴訟法第二百二十二條第二項定有明文。本件上訴人因被上訴人之行為受有損害如上所述，…股價變動之因素非單一，是尚難僅以上訴人買進賣出之差價，即認係上訴人因被上訴人行為所受之損害。然查，…顯然上訴人以低價賣出股票受有損害，與大中公司財務不健全以致爆發友力公司違約交割間有相當因果關係，…差額部分，可認係大中鋼鐵超逾一般鋼鐵類股平均跌幅之部分，爰以之做為計算上訴人得請求被上訴人賠償之依據。」

此外，關於操縱股價部分之責任成立因果關係，本件判決認為不具有相當因果關係，其謂「依民法第一百八十四條、第一百八十五條及證券交易法第一百五十五條第三項之規定，被上訴人等人應連帶負損害賠償責任云云。…然按被上訴人等所為既係加碼買進股票以拉抬股價，則對於同一時期買入大中公司股票而於八十八年一月違約交割案爆發前出售持股之投資人而言，反有獲利空間，是在一般情形下，有此環境，有此行為之同一條件，未必均發生投資受損之結果，依上開說明，即難認本件上訴人所受損害與被上訴人等護盤之不法行為間，具有相當因果關係存在。」

□ 台中地方法院 91 年重訴字第 334 號判決

民國 93 年 7 月 30 日

本件為集體訴訟，尚未判決確定。關於故意虛偽陳述部分之責任成立因果關係，本件判決提出「美國法院曾以集團訴訟之背景為動力，結合市場效率理論發展出所謂『詐欺市場理論』。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受害者。本件原告為投資人，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劉文斌、洪美美、曾國年、張惠玲、黃文郁、劉新統、簡淑惠、蔡宗銘等刑事被告故意行為間，具有相當因果關係，另被告大中公司亦應負證券交易法第二十條第二項之發行人之責任。」上開遣詞用字與前述順大裕案之台中地方法院 90 年重訴字第 706 號判決，幾乎完全相同。

就損害金額之計算，本件判決以「原告個別股票買進之金額，與賣出之金額計算價差」，並否定原告等之損害應扣除當時大盤類股之跌幅幅度，「否則無異使不法者因市場之自然風險因素而有免除責任之不公平現象。」

此外，本件判決認為會計師之過失不實陳述，與投資人所受損害間，無相當因果關係，理由亦與前述順大裕案之台中地方法院 90 年重訴字第 706 號判決完全相同。

### 三、評析

關於未揭露資訊誤導投資人受害之因果關係，台灣高等法院台中分院 92 年上易字第 471 號判決認為應由被告負舉證責任之見解，理論基礎不明，有兩種理解可能，一為法無明文之舉證責任轉換（法律要件分類說之例外），另一係受美國法上所謂「信賴推定」之影響。惟查，前者並未明示舉證責任分配之公平正義原則，也未援引民事訴訟法第 277 條但書，說理不充分，有違例外從嚴之法理。

就後者言，本案有積極虛偽陳述與消極隱匿混合之情形，並非純隱匿之案例，不可適用「Affiliated Ute 案之信賴推定」，應考慮「詐欺市場理論之信賴推定」。

關於故意虛偽陳述誤導投資人受害之因果關係，台中地方法院 91 年重訴字第 334 號判決明白援引美國法上之「詐欺市場理論」，但未釐清「詐欺市場理論」與「市場效率理論」之關係，亦混淆表見證明與舉證責任轉換之分際，此問題自順大裕案以來，仍維持相同錯誤。

關於會計師之過失不實陳述，在中鋼鐵案之台中地方法院 91 年重訴字第 334 號判決的處理，與順大裕案之台中地方法院 90 年重訴字第 706 號判決完全相同，本文自維持相同之批評，不擬贅述。

此外，台灣高等法院台中分院 92 年上易字第 471 號判決認為在拉抬股價之情形下，投資人有獲利空間，未必發生損害，因此不具相當因果關係云云，恐係對相當因果關係說有所誤解，相當因果關係說所謂相當，係指通常情形下之可能性，而非必然性。況參照證券交易法第 155 條禁止操縱行為之規範目的，係避免市場行情受不當影響而造成投資人誤信受騙，當投資人作成錯誤的投資決策反而獲利，毋寧是例外，凡投資人因操縱行為而受騙交易以致發生損害，依相當因果關係說或規範目的說，都是有因果關係。反之，倘若依該判決見解，無論股價作多或放空，投資人都有獲利空間，則證券交易法第 155 條之民事責任

形同具文，自非可採。

關於應否扣除大盤跌幅？台灣高等法院台中分院 92 年上易字第 471 號判決持肯定見解，但台中地方法院 91 年重訴字第 334 號判決卻持否定見解。應否扣除大盤跌幅所牽涉的問題是責任範圍因果關係，亦即投資人所受價差之損害，有多少可歸責於債務人？而股價波動並非單一因素所構成，市場因素、產業因素、公司因素等都可能造成股價波動，若全部歸責於債務人即不無疑問。依美國法之判例學說，在欠缺其他證據時，研究顯示系爭股票波動與競爭者的股票波動串聯者，將難以找到損害因果關係<sup>5</sup>。準此，應以肯定說為可採。

## 第四節 京元電子案

### 一、案例事實

依法院所認定之本件事實如下<sup>6</sup>：被告京元電子公司主要業務為晶圓、積體電路測試服務，於民國 89 年 11 月 16 日向證交所申請上市，每股平均公開申購價格為 65.32 元。原告樺彩公司先後透過未上市盤商購進被告公司 81 萬 2 千股（除權後為 129 萬 9 千 2 百股）；原告吳維忠先

---

<sup>5</sup> Law v. Medco Research, Inc., 113 F.3d 781 (7<sup>th</sup> Cir. 1997) (study showing that stock in question moved in tandem with stock of competitors precluded a finding of loss causation without additional evidence). See Hazen, *supra* note 17, at 623 n.54.

<sup>6</sup> 新竹地方法院 90 年重訴字第 162 號判決。

後買進被告公司股票 31 萬 7 千股（除權後為 50 萬 7 千 2 百股）；原告葉素蓮則買進被告公司股票 33 萬 7 千股（除權後為 53 萬 9 千 2 百股）。

被告公司 90 年 4 月 2 日刊行上市前公開承銷用之公開說明書，將 90 年度第一次更新財務預測作為內容。被告公司於 90 年 5 月 9 日以每股 65.32 元掛牌上市。被告公司於 90 年 7 月 26 日公告 90 年度第二次更新後財務預測報表，稅前盈餘由 16.73 億元降為 44,135 千元，稅後純益由 18.72 億元調降為 4.22 億元，EPS 由 4.19 元減少為 0.96 元。被告公司於 90 年 10 月 29 日公告 90 年度第三次更新後財務預測報表，稅前盈餘由 44,135 千元調整為 -1,104,529 千元，稅後純益由 4.22 億元調整為 -808,416 千元，EPS 由 0.96 元調整為 -1.85 元。…被告公司之 90 年度第一次更新後財務預測及公開說明書之主要內容有虛偽及足致他人誤信之隱匿情事，堪可認定。

## 二、判決要旨

□ 新竹地方法院 90 年重訴字第 162 號判決

民國 93 年 3 月 19 日

針對因果關係，本件判決主張依民事訴訟法第 277 條但書，使用解釋上之舉證責任轉換，以緩和原告之舉證負擔，並依公平、合理之原則，詳細闡述其採用舉證分配原則之例外的理由，推論相當嚴謹。其謂「按一般之給付訴

訟中，為訴訟標的之法律關係之事實，應由主張該為訴訟標的之法律關係存在之原告，就該具體的法律關係之權利發生事實負舉證責任，固屬舉證責任之原則。惟證券市場參與之投資人眾多、投資訊息紛雜，倘欲要求投資人證明因善意信賴不實之陳述而為投資之決定實屬困難，亦顯非公允，反容易造成投資人因對於有價證券之募集、發行及買賣受詐欺或誤導所造成之損害無法舉證，致難以獲取應有之賠償，間接阻礙證券市場之發展。另觀之一健全而足以反應各項與投資相關之訊息之證券市場，任何影響一理性投資人判斷是否購買有價證券之資訊，均會對該有價證券之交易價格產生實質之影響（此所謂之實質影響，亦包括市場上所謂「利空出盡」或「利多不漲」之情形，即非必指有價證券之交易價格發生立即之漲跌），此為證券市場之常情。公開說明書之作用，既在使投資人獲得投資該公開發行有價證券之公司所需之重要財務、業務及人事等資訊，其性質上自然係以公告投資大眾週知為目的，而財務預測則在提供投資人投資有價證券之一項判斷依據，更不能排除傳播媒體加以轉載傳述之可能，此亦屬證券集中交易市場之常態。從而，除依主張非常態事實之一方對其主張需積極舉證之舉證責任分配原則外，另基於訴訟上公平原則，依民事訴訟法第二百七十七條但書之規定緩和投資人之舉證責任，認應由提供不實訊息之一方，負擔證明相對人並非信賴該不實資訊始購入有價證券而受有損害，或相對人係因獨立之原因始受有損害等情之舉證責

任，亦應屬合理。」

本件判決並未直接引用「詐欺市場理論」，惟就駁回被告抗辯之理由中提到「然財務預測及公開說明書內容之虛偽或隱匿訊息，本不限於相對人實際閱覽上述文件之實體，而包括信賴任何正確載述之間接資訊，此方符合資訊揭露之趣旨與本質。」「然以我國發展之現況觀之，就資訊之充分揭露一環，固尚有充實以更臻健全之空間，然我國證券市場對於經過揭露之資訊，已有反應於有價證券證券價格之能力，堪予肯認。況證券之交易價格之決定是否能迅速反應已公開之資訊，應就個股及個案情形而定，並不因整體證券市場必然存在之不理性的因素而一概否定投資人保護之必要性。」實已掌握到「詐欺市場理論」與「效率市場假設」之核心及問題所在。

關於投資風險，本件判決謂：「投資人依自己責任原則自負投資之盈虧者，必需建立在投資人所獲取之資訊係真實或公平之基礎上，意即投資人基於企業所揭露內容真實、合理之公開資訊作為投資判斷之依據，並做成投資之決定，自需就其投資之判斷負責而不能諉責他人；反之，企業則肩負公開揭露完全性、正確性與即時性資訊之義務，違反此一義務者，仍應對善意之投資人負擔民事損害賠償責任，方足以貫徹證券市場保護善意投資人之架構與精神。」換言之，被告提出投資風險之抗辯，不足以排除責任成立因果關係。

關於責任範圍因果關係，即損害金額之計算，本件判決認為「90年7月26日公告90年度第二次更新財務預測後，營運狀況不佳之事實已經揭露」，故設定「翌日起十個交易日」即7月27日至8月10日為消息沉澱期間，「爰以原告以公開申購價格購入股票之花費與如於前開消息沈澱期間出售持股所得價金之損失幅度，大於上市電子工業類股指數自被告公司自九十年五月九日上市交易起相較於同段期間之平均指數跌幅差額部分，做為計算原告得請求被告賠償之依據，又如以上開方式計算之結果高於原告之實際損失，仍以實際損失為準。」例如原告樺彩公司以平均公開收購價格65.32元，購入812000股，支出 $65.32 \times 812000 = 53,039,840$ 元，嗣於「消息沉澱期間」以平均收盤價14.295元，售出除權後1299200股，收回 $14.295 \times 1299200 = 18,572,064$ 元，價差損失為34,467,776元，跌幅為64.98%，同時期上市電子工業類股指數跌幅為11.89%，樺彩公司所受損害為 $34467776 \times (64.98\% - 11.89\%) = 18,298,942$ 元。

此外，本件判決亦解決許多法律爭點，諸如：

證券交易法第32條所指公開說明書之範圍：「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，是否亦受證券交易法第三十二條之規範？…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，倘認為非證券交易法第三十一條所規定之公開說明書即不受同法第三十二條規範，則於此類公開說明書發生虛偽或隱匿情事時，必須求諸證券交易法上之一般詐欺條款或回歸民法侵權行為法則尋求救濟，不僅徒生迂迴，更不符立法者就證券交易之特殊性及舉證責任等安排上所為之特別考量。又證券交易法於九十一年六月十二日修正時，於三十條第三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，準用同條第一項有關於公司募集、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；而同法第三十二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券交易法前開法文修正前，依上述說明，被告公司出具之公開說明書亦應類推適用證券交易法第三十二條，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。」

證券交易法第 32 條所稱主要內容之解釋：「證券交易法第三十二條第一項所指『公開說明書應記載之主要內容』之範圍為何，固無明文規定。然依公開說明書之目的以觀，所謂『主要內容』，應指記載於公開說明書內用以供一般投資人於購買有價證券前得以獲悉之重大事項，俾使投資人獲得投資該公開發行有價證券之公司所需之重要財務、業務及人事等資訊，…財務預測…自應認為屬公開說明書之主要內容。」

證券交易法第 20 條第 2 項所稱業務上文件之解釋：「至所謂業務上文件，舉凡涉及公司生產、行銷、人事、管理及財務等事項而足以影響投資人投資判斷者均應屬之，故本件被告編制之九十年度第一次更新財務預測亦為證券交易法第二十條第二項所指之業務文件，要堪採認。」

證券交易法上所謂虛偽、隱匿、其他足致他人誤信之行為之解釋：「按證券交易法第二十條第二項、第三十二條第一項中，所謂『虛偽』係指陳述之內容與客觀之事實不符；所謂『隱匿』則除對重要事實之遺漏，致使陳述不完整外，尚包括引人誤信之陳述在內，亦即對於真實之陳述有所偏倚或省略，使投資人未能獲得正確完整之認識，而產生誤導之效果而言。次按證券交易法第二十條第一項所謂『其他足致他人誤信之行為』，係指陳述內容有缺漏，或其他原因產生誤導相對人對事實之瞭解發生偏差之效果（最高法院八十三年台上字第四九三一號判決參照），

故該項雖未列舉行為人有隱匿行為時之法律效果，但此一情形本屬於其他足致他人誤信之行為。至於上開法條關於『虛偽』、『隱匿』及『其他足致他人誤信之行為』之判斷，性質上應屬客觀之構成要件，尚無涉及主觀之內涵。」

證券交易法第 20 條第 2 項之責任主體不限發行人：「而參酌證券交易法第三十二條，性質上係屬特殊之證券詐欺類型，適用範圍應不超越同法第二十條第一、二項，…故實際行為人或所有不實財務報告及業務文件之製作者均應同為受證券交易法第二十條第一項、第二項規範之主體，當無侷限發行人之必要。」

證券詐欺在證券交易法、公司法、民法上之關係：「除依證券交易法第三十二條第一項第一款之規定外，亦應依證券交易法第二十條第一項、第二項之規定負擔民事責任，且上開法條性質上為侵權行為之特別規定，自應有民法第一百八十五條及公司法第二十三條規定之適用，即由被告連帶對於原告所受損害負賠償之責。」

### 三、評析

由於本件判決就證券詐欺規範上許多困擾已久的法律爭點，提出明確的見解，並大體上與學說相符，實深具參考價值，值得大力肯定。

對責任成立因果關係之舉證責任，本件判決雖未引用「詐欺市場理論」，卻能提出「詐欺市場理論」中，原告

可藉公眾資訊間接信賴被告不實陳述之關鍵理由。且「詐欺市場理論」是否須以「效率市場假設」為前提？向來有爭論，本件判決提出資訊影響股價應就個股及個案情形而定，並推論本件不實陳述確有影響股價，正好避開該理論爭議。此外，本件判決不引用「詐欺市場理論」導出舉證責任轉換，而係從舉證責任之分配原則論起，詳盡說明適用民事訴訟法第 277 條但書之理由，始導出解釋上之舉證責任轉換，亦即舉證責任分配之例外，本文亦深予肯定。其他判決大多引用「詐欺市場理論」導出舉證責任轉換，根本是對「詐欺市場理論」的誤解，蓋「詐欺市場理論」其實是表見證明或事實上推定的類型。對原告就因果關係舉證責任之緩和，本件判決採用解釋上之舉證責任轉換，而不採「詐欺市場理論」之間接證明，不能說是錯，本來表見證明或舉證責任轉換並無一定對錯，只是後者較前者對原告更有利，此為價值判斷或政策問題。

關於責任範圍因果關係，亦即原告有多少損害可歸責於被告之不實陳述，本件判決之計算方法，基本上，仍採差價損失扣除大盤跌幅，但細節上有其特色，乃為符合個案情狀所致。依民事訴訟法第 222 條第 2 項之規定，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，故本文同意此為法院裁量空間，未必有完全不變之標準。

## 第五節 立大農畜案

### 一、案例事實

本件為團體訴訟。兩造不爭執之事實<sup>7</sup>：原告均為自立大公司 88 年上半年重編後財務報告公告後之 88 年 9 月 24 日起，在股票市場買受立大公司股票之人，嗣立大公司於 89 年 4 月 30 日公告 88 年全年度之財務報告時，因揭露部分董事侵占情形（王汝晟侵占貨款部分），致該公司股價陸續下跌，並經台灣證券交易所公告自 90 年 7 月 19 日暫停交易至 90 年 11 月 20 日，91 年 9 月 16 日轉入櫃檯管理股票，且已於 93 年 11 月 16 日下市。亦即原告為自 88 年 9 月 24 日公告 88 年上半年重編後財務報告後始善意買受股票，並至八十九年四月三十日立大公司公告八十八年全年度財務報告後，始賣出股票或現仍持有股票之投資人，其餘時段之投資人均不在本件原告之列。

本件法院認定之事實<sup>8</sup>：立大公司重編後之八十八年第三季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，足堪認定。此外，會計師之查核並無過失，故會計師不須負責。

---

<sup>7</sup> 高雄地方法院 91 年重訴字第 447 號判決。

<sup>8</sup> 同前註。

## 二、判決要旨

□ 高雄地方法院 91 年重訴字第 447 號判決

民國 93 年 11 月 30 日

本件判決關於責任成立因果關係部分，經司法院整理為要旨：「在證券公開交易市場參與交易者，非僅限於非專業投資人參與而已，專業投資者參與股票買賣，更為股票交易之主要對象，而各該專業投資者均聘僱有相關專業人員從事各項財經資訊等影響股票行情因素之分析、研判，並提出投資意見以供是否進場交易之參考，而此類專業投資者，對各該上市、上櫃公司之財務報告，既可且定會本其專業知識為研判分析，藉以決定是否交易買賣，並使一般非專業之投資大眾因此而跟進或為參與交易之決定，則在整體交易市場之運作下，任何以不實資訊公開於股票交易市場之行為，均可視為對參與股票交易之不特定對象為詐欺，並進而推定任何參與股票交易之善意取得人或出賣人，均有信賴該資訊之真實性，而不須舉證證明其有如何信賴財務報告之事證，亦即因果關係係被推定，此亦為美國就有關股票交易訴訟時所發展出之『詐欺市場理論』所採用；況如將舉證責任責由原告為之，勢將產生舉證其信賴財務報告而交易上之重大困難，且亦違反公開資訊者應確保其資訊真實性之原則，故本院認依民事訴訟法第二百七十七條但書規定，上開因果關係推定之見解，應

可適用於本件爭議，原告僅須舉證證明財務報告內容不實，即可受推定已就因果關係部分盡其舉證責任。就此而言，原告所受之損害，與立○公司之不實財務報告間，即有相當因果關係存在。」

### 三、評析

本件判決就美國法上之「詐欺市場理論」，有更詳細的說明，就理論之介紹大致正確，但就其法律效果則仍持自順大裕一案以來之誤解，尤其是將「詐欺市場理論」之事實上推定信賴，與民事訴訟法第 277 條但書之解釋上舉證責任轉換，混為一談。依「詐欺市場理論」，事實上推定信賴之基礎為效率市場存在或不實陳述對股價有重大影響。況依美國法，事實上推定信賴，不等於事實上推定因果關係，原告仍須證明交易因果關係，即該交易已受到重要的不實陳述的深遠影響（significantly affected）<sup>9</sup>。

法院依民事訴訟法第 277 條但書，利用解釋上之舉證責任轉換，以減輕原告對責任成立因果關係之舉證負擔，不失為可行之道，而且沒有信賴要件的問題，就是針對責任成立因果關係之完全性的舉證責任倒置，推論較單純，對原告亦較有利。但是否對被告過度不利？以「詐欺市場理論」在美國仍不無質疑聲浪而言，比起「詐欺市場理論」

---

<sup>9</sup> Suez Equity Investors, L.P. v. Toroto Dominion Bank, 250 F.3d 87, 2001 WL 487111 \*4 (2d Cir. 2001).

對被告更不利的完全性的舉證責任倒置，是否合理？事涉價值判斷、不同國家之證券市場實況及政策問題，值得吾人深思。

## 第六節 小結

本章分析五個案例，除九億案涉嫌詐騙授信銀行而由最高法院表示意見外，其餘都涉及詐騙投資人的典型，而且都是晚近案例，最高法院尚未表態。

順大裕案主要涉及現金增資發行新股之公開說明書及季財務報告不實，大中鋼鐵案主要涉及季財務報告不實，京元電子案主要涉及財務預測不實及上市之公開說明書不實，立大農畜案主要涉及季財務報告不實。原告皆為投資人，而被告主要為公司、公司負責人及會計師。

針對責任成立因果關係之判斷而言，目前實務表面上仍一貫採取相當因果關係，惟不乏適用錯誤者，主要表現在對公司、公司負責人之故意不實陳述，以及對會計師之過失不實陳述，採雙重標準，其強調會計師「無法預測」、「顯失公平」，實與相當因果關係說所斟酌之「可能性」無關。此外，目前實務上推定因果關係之見解，均限被告為公司或公司負責人之情形。目前實務上推定因果關係者，大多援引美國法上之「詐欺市場理論」，即認為可以推定因果關係，部分並援引民事訴訟法第 277 條但書，以導出舉證責任轉換之心證，惟本文歎難完全贊同。

美國法上之「詐欺市場理論」，本文於前章已述及，其應適用於流通市場、再次發行市場或其他已形成市價可供投資人決策參考之情形，並涉及公眾資訊傳播者。關於順大裕案發行新股之公開說明書不實、京元電子案上市之公開說明書不實，得否適用「詐欺市場理論」？本文以為其已存在依經濟上供需法則形成之市價，供投資人參考，足供投資人間接信賴被告之基礎，故在發行市場上非不得適用「詐欺市場理論」。故本章研討案例中，實務上不分發行市場與流通市場，一律主張「詐欺市場理論」，理論上雖有不足，但在該案例中仍可接受。

所謂「詐欺市場理論」，實乃「信賴推定」之理論，絕非推定因果關係之理論。一方面英美法上之信賴要件不等於因果關係。另一方面，「信賴推定」也不是舉證責任轉換，而是事實上之推定，詐欺市場理論之信賴推定，只是允許原告以證明其間接信賴之事實，使法院在事實上推定其實際信賴之存在。簡言之，原告就其信賴之表見證據、交易因果關係及損害因果關係，仍負舉證責任。此外，一說認為「效率資本市場假設」(ECMH)為詐欺市場理論之前提者，原告須證明有效率市場存在；另一說認為原告無庸證明效率市場，但仍須證明被告不實陳述對於系爭證券之市場價格有重大影響。可惜目前實務上對前開詐欺市場理論之內涵，顯然認識不周。

對民事訴訟法第 277 條但書之運用，在法院斟酌個案

正義及具體妥當性之下，非不得為之。惟法院動輒在個案中為舉證責任轉換，有害法安定性，故有必要詳為說理，以符合例外從嚴之法理。至於緩和證券詐欺訴訟原告對於因果關係之舉證責任，是否有必要使用此最極端的方法？對我國證券市場將產生何種衝擊？尚有待觀察。

針對責任範圍因果關係之判斷而言，亦即原告有多少損害可歸責於被告之不實陳述，目前實務上依民事訴訟法第 222 條第 2 項之規定，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。基本上，大多採交易時與資訊揭露時之差價損失，且應扣除大盤跌幅，本文予以贊同。

## 第六章 結論

### 第一節 問題檢討

#### 一、證券詐欺損害賠償之請求權基礎眾多：

證券詐欺損害賠償之因果關係究應如何認定？首先應明瞭證券詐欺損害賠償之請求權基礎並非單一，所牽涉規範包括證券交易法第 20 條、第 32 條、第 155 條、第 157-1 條，會計師法第 18 條，公司法第 251 條、第 271 條、第 23 條，民法第 184 條、第 185 條、第 28 條等。其中，最典型之「一般反詐欺條款」即證券交易法第 20 條第 1 項、第 3 項，國內學說、實務皆公認係參考美國 1934 年證券交易法 Section 10(b)之行政規則 Rule 10b-5 所制定，從而 Rule 10b-5 證券訴訟所發展之「信賴推定」理論，足供我國解決損害賠償因果關係問題之參考。

#### 二、證券詐欺損害賠償之因果關係可參考英美法：

依法律解釋方法之比較法解釋及歷史解釋而言，參考美國法上之「信賴推定」理論，無可厚非，惟所謂「信賴要件」，乃英美法上之獨特概念，如何將之置於我國通說相當因果關係之脈絡下加以理解，實不無疑問。況且所謂「信賴推定」不僅止「詐欺市場理論」一種，還有「詐欺創造市場的信賴推定」及「Affiliated Ute 案之信賴推定」

等，適用於不同情形，相當複雜，自有先予釐清之必要，以免造成外國法之錯誤移植。

### 三、英美法上之「信賴推定」理論：

在流通市場、再次發行市場或其他已形成市價可供投資人決策參考之情形，並涉及公眾資訊傳播者，可參考「詐欺市場的信賴推定」。此際，一說認為「效率資本市場假設」(ECMH)為詐欺市場理論之前提者，原告須證明有效率市場存在；反之，另一說認為原告無庸證明效率市場，但仍須證明被告不實陳述對於系爭證券之市場價格有重大影響。不論採何說，皆從原告因信賴市場而間接信賴被告不實陳述，而推斷原告有實際信賴。換言之，待證事實為原告因被告詐欺而陷於錯誤，法院得由原告信賴市場之事實，依經驗法則，推斷待證事實存在。在純隱匿案例，可參考「Affiliated Ute 案的信賴推定」，若法院認為被告之不實陳述具有重要性(materiality)，亦得推斷上開待證事實存在。在初次發行市場或尚未形成市價可供投資人決策參考之情形，可參考「詐欺創造市場的信賴推定」，若原告證明被告藉由詐欺計劃塑造出一個如果在充分而正確的資訊揭露下根本不會存在的市場，亦得推斷上開待證事實存在。如現金增資之公開說明書不實，固屬初次發行市場之場合，惟若發行公司已發行有價證券在流通市場上形成市價，足使一般理性投資人錯估新發行證券之市場行情者，則仍應有「詐欺市場理論」之適用。

#### 四、英美法上之信賴要件與因果關係之區別：

此外，英美法上之信賴要件與因果關係，係不同之獨立要件，實為通說。在證券詐欺訴訟上，又特別將因果關係分為「交易因果關係」、「損害因果關係」，與傳統上將因果關係分為「事實上因果關係」、「法律上因果關係」，亦有所差異。國內學者雖有主張信賴要件相當於「交易因果關係」者，亦有主張「交易因果關係」等於「事實上因果關係」，「損害因果關係」等於「法律上因果關係」者，實有概念混淆之虞。

#### 五、英美法上之傳統因果關係：

析論之，英美傳統上「事實上因果關係」、「法律上因果關係」，大約相當於德國傳統之相當因果關係說，前者即為「條件關係」，後者則近似於「相當性」。

#### 六、英美法上之證券詐欺因果關係：

在美國證券詐欺訴訟上，法院通常審究的是「交易因果關係」及「損害因果關係」，前者為「原告等是否因信賴（Reliance）各該文書記載而為有價證券之投資行為？」應屬德國法上責任成立因果關係之層次；而後者為「原告等股票價值之減損，與被告行為間有無相當因果關係？」相當於德國法上責任範圍因果關係。

#### 七、我國法與英美法相關類似概念之比較：

本文以為，信賴要件亦屬責任成立因果關係之層次，

信賴要件與交易因果關係共同構成責任成立因果關係。一方面維持信賴要件與因果關係為區別概念之立場，另一方面，信賴要件乃指原告因被告不實陳述而陷於錯誤，交易因果關係乃指信賴不實陳述為該交易之主要原因，其關係十分密切，有先後銜接之關連性存在。準此，英美法上之「信賴推定」不會等於「因果關係推定」。

#### 八、信賴推定下原告須證明間接信賴及因果關係：

認定證券詐欺損害賠償因果關係之困難，實為舉證責任問題，美國實務上發展出「信賴推定」之相關理論，正是為了緩和原告之舉證責任，卻不是舉證責任轉換，而是事實上推定，主要是利用表見證明之方法，允許原告以較容易證明之間接信賴，代替較難證明之直接信賴，實際上原告仍負舉證責任，但法院得依經驗法則，如美國聯邦最高法院所謂「由常識和概然性所支持」(supported by common sense and probability)，依間接證據推斷原告實際信賴被告不實陳述之待證事實存在，屬於法院自由心證之層次，非關舉證責任轉換。在法院為原告有實際信賴之事實上推定後，被告當然得提出其他證據加以質疑，以動搖法院心證，與完全性之舉證責任倒置，完全不同。此外，交易因果關係解釋上仍應由原告舉證；而現行美國 1934 年證券交易法 Section 21D(b)(4)更明文規定原告應就損害因果關係負舉證責任。

#### 九、我國民事訴訟法上之舉證責任轉換：

反觀我國在證券詐欺損害賠償之實務運作上，就因果關係之待證事實，減輕原告舉證責任之方法，多為舉證責任轉換。由於我國有關證券詐欺損害賠償之請求權基礎，均無因果關係舉證責任轉換之規定，所以均為解釋上之舉證責任轉換，其依據為民事訴訟法第 277 條但書，其理論基礎是公平正義原則在個案具體情狀上之合理體現，屬於舉證責任分配之層次。舉凡民事訴訟，不限於證券詐欺損害賠償訴訟，法院皆有適用解釋上之舉證責任轉換之權限，以追求個案正義及具體妥當性。

#### 十、正確引用「信賴推定」以緩和原告舉證責任：

然而不可諱言，舉證責任轉換相較於事實上推定，對原告更有利，對被告更不利，參考美國學說判例乃採事實上推定之方法來解決相同問題，或許事實上推定會比較接近原被兩造權益之平衡點。況且，相較於傳統侵權行為，就因果關係之待證事實，向來由原告負舉證責任，事實上推定相較於舉證責任轉換，是比較和緩的變動，對被告權益的衝擊相對較小，又能顧及投資人求償之保障，故在法院實務上，若能正確引用美國法上之「信賴推定」，而非逕自解釋為舉證責任轉換，應更為理想。

#### 十一、放寬「信賴推定」理論之適用範圍：

對於證券交易法第 20 條第 1 項、第 3 項之損害賠償訴訟，引用美國法上之「信賴推定」，基於立法淵源，較能為人所接受，但除此之外，其他證券詐欺損害賠償之請

求權基礎，得否適用美國法上之「信賴推定」，恐有爭論。惟本文以為，既然「信賴推定」只是一種事實上推定，法院在自由心證範圍內，本來就有依間接證據推斷待證事實存在之權限，自無不許採「信賴推定」之理。事實上，各種證券詐欺損害賠償之請求權基礎，對因果關係之規定都同樣簡略，依判例，均應採相當因果關係說解釋之，而在相當因果關係說之脈絡下，法院在職權範圍內，均不排除使用事實上推定或表見證明之方法，減輕原告舉證負擔，達成相關請求權基礎保護求償權人之規範目的。

## 第二節 修法建議

為保障投資人求償機會，目前國內學者大多主張修法推定因果關係，甚至有主張修法擬制因果關係者<sup>1</sup>。若修法推定因果關係，變成依法律規定推定因果關係，則往後原告只須主張有因果關係存在即可，該待證事實已由法律所假設，被告須證明待證事實不存在之事實，始能推翻法律上假設之因果關係，要求被告證明因果關係不存在之消極事實，被告能舉反證推翻待證事實假設存在之可能性，微乎其微。更有甚者，若修法擬制因果關係，則無論事實上有無因果關係，在法律上皆視為有因果關係，被告連舉反證推翻之機會都沒有。

---

<sup>1</sup> 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 41。

本文以為，參考美國學說判例，對於證券詐欺案件之原告難以證明因果關係之問題，應採表見證明之方法解決較為妥適，未必一定要修法。但我國除最高法院選編判例或決議外，一般判決並無「判決拘束原則」之適用，因此對於法律爭議問題，還是修法較能確保法安定性。準此，本文第三章第三節關於舉證責任轉換部分，曾介紹德國有一種特殊的舉證責任轉換之立法例，實際上是表見證明與舉證責任轉換之折衷式立法，極具參考性。如套用於證券詐欺損害賠償因果關係之推定，可規定原告應先證明某些事項之前提下，始推定因果關係存在，並規定被告只須證明有其他原因亦可導致原告損害發生，即可推翻被告行為與原告損害有因果關係之法律上推定。據此，本文建議在證券交易法第 20 條增訂上開隱含表見證明精神之法律上推定因果關係之規定，並在其他相關條文準用之。

證券詐欺損害賠償制度，固然是保障投資人，惟投資本有一定程度之投資風險，如證券詐欺損害賠償制度淪落為投資失利之保險機制，自有違損害賠償制度以填補損害為原則之初衷。然而，關於投資風險，投資人依自己責任原則自負投資之盈虧者，必需建立在投資人所獲取之資訊係真實或公平之基礎上，意即投資人基於企業所揭露內容真實、合理之公開資訊作為投資判斷之依據，並做成投資之決定，自需就其投資之判斷負責而不能諉責他人；反之，企業則肩負公開揭露完全性、正確性與即時性資訊之義務，違反此一義務者，仍應對善意之投資人負擔民事損

害賠償責任，方足以貫徹證券市場保護善意投資人之架構與精神。準此以言，如投資人求償過於輕易，而被告幾無招架之力，證券詐欺損害賠償制度便較可能淪為投資失利之保險機制。如何使投資人有合理之機會求償，並賦予被告合理之抗辯空間，使法院能夠在個案中審酌損害填補、損害分擔，方為制度長久之計。

## 參考文獻

### 一、中文部分

#### (一)書籍

1. 王文宇，公司法論，元照出版公司，2003年10月。
2. 王海南、李太正、法治斌、陳連順、顏厥安合著，法學入門，元照出版公司，2000年10月元照二版。
3. 王澤鑑，民法概要，自版，2002年9月。
4. 王澤鑑，侵權行為法，第一冊，自版，2001年7月。
5. 余雪明，證券交易法，證券暨期貨市場發展基金會，2003年4月四版。
6. 林國全，證券交易法研究，元照出版公司，2000年9月。
7. 邱聯恭，程序選擇權論，自版，2000年9月。
8. 姚志明，侵權行為法研究(一)，元照出版公司，2002年9月。
9. 孫森焱，新版民法債編總論，上冊，自版，2001年9月修訂版。
10. 陳春山，證券交易法論，五南圖書出版公司，2003年9月六版。
11. 陳榮宗，舉證責任分配與民事程序法(二)，自版，1984年3月再版。
12. 曾世雄，損害賠償法原理，自版，1989年10月三版。
13. 曾宛如，證券交易法原理，自版，2001年12月二版。
14. 曾隆興，詳解損害賠償法，三民書局，2003年1月。

15. 黃銘傑，公開發行公司法制與公司監控，元照出版公司，2001年11月。
16. 劉連煜，新證券交易法實例研習，元照出版公司，2004年2月增訂二版。
17. 潘維大，英美法導讀講義，瑞興圖書公司，1998年9月二版。
18. 鄭玉波，民法債編總論，三民書局，1990年9月十三版。
19. 賴英照，證券交易法逐條釋義，第一冊，自版，1996年8月。
20. 賴英照，證券交易法逐條釋義，第二冊，自版，1996年8月。
21. 賴英照，證券交易法逐條釋義，第三冊，自版，1996年8月。
22. 賴英照，證券交易法逐條釋義，第四冊，自版，1996年8月。
23. 賴源河，證券管理法規，自版，2003年9月修訂版。

## (二)期刊論文

1. 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》第103期，2003年12月，頁49-60。
2. 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15-31。
3. 王澤鑑，〈特殊侵權行為(二)—共同侵權行為(上)〉，《台灣本土法學》第59期，2004年6月，頁59-73。
4. 王澤鑑，〈特殊侵權行為(二)—共同侵權行為(下)〉，《台灣本土法學》第60期，2004年7月，頁65-73。
5. 呂東英，〈塑造嶄新的金融監理體系—從證券交易法及會計師

- 法修正談起》，《金管法令》創刊號，2004年8月，頁10-19。
6. 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32-47。
  7. 林柄滄，〈安隆（Enron）破產事件引發的會計危機〉，《會計研究月刊》第195期，2002年2月，頁21-28。
  8. 馬秀如，〈物不知其數：博達與會計師〉，《會計研究月刊》第226期，2004年9月，頁58-84。
  9. 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，頁147-183。
  10. 陳兆伸，〈對博達案的省思 談「會計師法」修正〉，《金管法令》創刊號，2004年8月，頁38-43。
  11. 陳錦旋，〈我國有價證券發行市場民事法律責任之現況〉，《東海大學法學研究》第7期，1993年2月，頁76-82。
  12. 陳錦隆，〈會計師查核簽證財務報表之民事責任(上)〉，《會計研究月刊》第171期，2000年2月，頁99-105。
  13. 陳錦隆，〈會計師查核簽證財務報表之民事責任(中)〉，《會計研究月刊》第172期，2000年3月，頁128-134。
  14. 陳錦隆，〈會計師查核簽證財務報表之民事責任(下)〉，《會計研究月刊》第173期，2000年4月，頁63-66。
  15. 陳聰富，〈論違反保護他人法律之侵權行為〉，《台灣本土法學》第30期，2002年1月，頁1-28。
  16. 曾宛如，〈論證券交易法第二十條之民事責任—以主觀要件與信賴為核心〉，《臺大法學論叢》第33卷第5期，2004年9月，

頁 51-93。

17. 游志煌，〈主導私權證券訴訟之法制模型探討—律師驅策 vs. 非營利組織〉，《月旦法學》第 113 期，2004 年 10 月，頁 150-174。
18. 黃鈞淳，〈從順大裕案談證券投資人之保護—以會計師查核(核閱)財務報告之賠償責任為核心〉，《律師雜誌》第 297 期，2004 年 6 月，頁 62-75。
19. 劉連煜、林俊宏，〈投資人團體訴訟新時代的來臨〉，《月旦法學》第 111 期，2004 年 8 月，頁 80-98。
20. 蔡朝安、游志煌，〈從投資人保護法之制定看我國證券詐欺訴訟之發展〉，《全國律師》第 8 卷第 1 期，2004 年 1 月，頁 67-80。
21. 賴英照，〈建立更完備的民事責任機制〉，《律師雜誌》第 297 期，2004 年 6 月，頁 2-5。

### (三)學位論文

1. 王士珮，〈證券交易法上一般反詐欺條款之研究〉，國立中興大學法律學研究所碩士論文，1996 年 6 月。
2. 包國祥，〈論股票集中交易市場不法操縱行為之民事責任〉，國立中興大學法律學研究所碩士論文，1991 年 6 月。
3. 林繼耀，〈資訊公平揭露與終結內線交易—試論美國證券交易法公平揭露規則新制〉，中原大學財經法律研究所碩士論文，2002 年 8 月。
4. 陳峰富，〈關係企業證券交易違法行為之研究—以股票流通市場為中心〉，國立政治大學法律學研究所博士論文，2004 年 7 月。

5. 劉志豪，〈網際網路證券交易詐欺之研究〉，中原大學財經法律研究所碩士論文，2001年7月。
6. 劉彥廷，〈論證券投資人及期貨交易人保護法之團體訴訟〉，國立台北大學法學系碩士論文，2003年8月。
7. 劉連煜，〈論證券交易法上之民事責任〉，國立中興大學法律學研究所碩士論文，1986年6月。

#### (四)網路資料

1. 司法院法學資料檢索系統 <http://nwjirs.judicial.gov.tw/>
2. 證券暨期貨法令判解查詢系統 <http://www.selaw.com.tw/>

## 二、英文部分

### (一)書籍

1. David L. Ratner, Securities regulation: materials for a basic course, 3<sup>rd</sup> ed., St. Paul, Minn.: West Publishing Co., 1986.
2. David L. Ratner and Thomas Lee Hazen, Securities regulation in a nutshell, 7<sup>th</sup> ed., St. Paul, Minn.: West Group, 2002.
3. James M. Bartos, United States securities law: a practical guide, 2<sup>nd</sup> ed., London/ The Hague/ New York: Kluwer Law International, 2002.
4. Louis Loss and Joel Seligman, Securities regulation, 3<sup>rd</sup> ed., Volume 7, Boston/ Toronto/ London: Little, Brown and Company,

- 1991.
5. Louis Loss and Joel Seligman, Securities regulation, 3<sup>rd</sup> ed., Volume 8, Boston/ Toronto/ London: Little, Brown and Company, 1991.
  6. Louis Loss and Joel Seligman, Securities regulation, 3<sup>rd</sup> ed., Volume 9, Boston/ Toronto/ London: Little, Brown and Company, 1992.
  7. Louis Loss and Joel Seligman, Securities regulation, 3<sup>rd</sup> ed., Volume 10 revised, Boston/ New York/ Toronto/ London: Little, Brown and Company, 1996.
  8. Louis Loss and Joel Seligman, Securities regulation, 2003 supplement, New York: Aspen Law & Business, 2003.
  9. Louis Loss and Joel Seligman, Fundamentals of securities regulation, 5<sup>th</sup> ed., New York: Aspen Publishers, 2004.
  10. Marc I. Steinberg, Securities regulation, 3<sup>rd</sup> ed., New York: Matthew Bender, 1998.
  11. Nasser Arshadi and Thomas H. Eysell, The law and finance of corporate insider trading: theory and evidence, Boston/ Dordrecht/ London: Kluwer Academic Publishers, 1993.
  12. Richard W. Jennings and Harold Marsh, Jr., Securities regulation: cases and materials, 5<sup>th</sup> ed., Mineola, New York: The Foundation Press, Inc., 1982.
  13. Thomas Lee Hazen, Treatise on the law of securities regulation, 2<sup>nd</sup> ed., St. Paul, Minn.: West Publishing Co., 1990.

14. Thomas Lee Hazen, The law of securities regulation, 4<sup>th</sup> ed., St. Paul, Minn.: West Group, 2002.

## (二)網路資料

1. <http://www.sec.gov/>
2. <http://www.law.uc.edu/CCL/>

## 附錄

### 公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項 準則

(民國 92 年 12 月 30 日修正)

#### 第一章 總則

##### 第 1 條

本準則依證券交易法第三十條第二項之規定訂定之。

##### 第 2 條

公開說明書編製之基本原則如下：

- 一、公開說明書所記載之內容，必須詳實明確，文字敘述應簡明易懂，不得有虛偽或欠缺之情事。
- 二、公開說明書所記載之內容，必須具有時效性。公開說明書刊印前，發生足以影響利害關係人判斷之交易或其他事件，均應一併揭露。

##### 第 3 條

公開說明書之封面，應於右上角刊印普通股股票代碼，並依序刊印下列事項：

- 一、公司或籌備處名稱及印鑑。
- 二、本公開說明書編印目的係為發行下列有價證券：
  - (一)發行新股：本次發行新股之來源、新股種類、股數、金額、發行條件、公開承銷比例、承銷及配售方式。如屬特別股有特別約定條件者，應另註明參閱本文之頁次。
  - (二)發行公司債：種類、金額、利率、發行條件、公開承銷比例、承銷及配售方式。如有轉換、交換或認股辦法者，應另註明參閱本文之頁次。
  - (三)發行員工認股權憑證：發行單位數、每單位認股權憑證得認購之股

數、認股條件及履約方式。其認股條件，得註明參閱本文之頁次。

(四)募集設立：額定股本、本次發行新股之來源、新股種類、股數、金額、發行條件及發起人已認之股數。

(五)其他。

三、本次資金運用計畫之用途及預計可能產生效益之概要，並註明參閱本文之頁次。

四、以顯著方式刊印下列文字：

(一)有價證券之生效(核准)，不得藉以作為證實申報(請)事項或保證證券價值之宣傳。

(二)本公開說明書之內容如有虛偽或隱匿之情事者，應由發行人及其負責人與其他曾在公開說明書上簽名或蓋章者依法負責。

(三)查詢本公開說明書之網址，包括財政部證券暨期貨管理委員會(以下簡稱本會)指定之資訊申報網站之網址及公司揭露公開說明書相關資料之網址。

五、刊印日期。

前項普通股股票代碼變更者，應於當年度及以後連續二年度併刊印原股票代碼。

第一項公司名稱變更者，應於當年度及以後連續二年度以新舊名稱對照揭露。為申報(請)募集發行有價證券案件所編製之公開說明書，並應於其封面註明係申報(請)用之稿本。

現金增資如擬依規定採安定操作者，並應於封面以顯著字體註明「本次現金增資所發行之股票，為因應證券市場價格之變動，證券承銷商必要時得依規定進行安定操作」。

發行人申報(請)以低於票面金額發行股票者，並應於封面以顯著字體註明公司折價發行新股。

併購(含合併、收購及分割)及受讓他公司股份發行新股，如發行之股份有轉讓或設質之限制者，應於封面以顯著字體註明。

募集設立及股票未在證券交易所上市(以下簡稱未上市)或未在證券商營業處所買賣之公司辦理對外公開發行之案件，並應於封面以顯著字體註明「股票未在證券交易所上市或未在證券商營業處所買賣」。

#### 第4條

公開說明書之封裏，應依序刊印下列與本次發行有關事項：

- 一、本次發行前實收資本之來源，包括現金增資、盈餘轉增資、資本公積轉增資、合併增資及其他來源之金額與各占實收資本額之比率。
- 二、公開說明書之分送計畫：說明公開說明書之陳列處所、分送方式及索取公開說明書之方法。
- 三、證券承銷商名稱、地址、網址及電話。
- 四、公司債保證機構之名稱、地址、網址及電話。
- 五、公司債受託機構之名稱、地址、網址及電話。
- 六、股票或公司債簽證機構之名稱、地址、網址及電話。
- 七、辦理股票過戶機構之名稱、地址、網址及電話。
- 八、信用評等機構之名稱、地址、網址及電話。
- 九、公司債簽證會計師及律師姓名、事務所名稱、地址、網址及電話。
- 一〇、最近年度財務報告簽證會計師姓名、事務所名稱、地址、網址及電話。
  - 一一、發言人、代理發言人姓名、職稱、聯絡電話及電子郵件信箱。
  - 一二、公司網址。

## 第5條

公開說明書之封底，應由公司過半數之董事及總經理或籌備處代表人簽名或蓋章。依規定辦理證券承銷時，證券承銷商及其負責人應於公開說明書所負責之部分簽名或蓋章。

## 第6條

公開說明書編製內容除第三章簡式公開說明書及第四章募集設立公開說明書另有規定者外，應記載事項如下：

- 一、公司概况：包括公司簡介、公司組織、資本及股份、公司債、特別股、海外存託憑證、員工認股權憑證、併購及受讓他公司股份辦理情形。
- 二、營運概況：包括公司之經營、固定資產及其他不動產、轉投資事業、重要契約及其他必要補充說明事項。
- 三、發行計畫及執行情形：包括前次現金增資、併購、受讓他公司股份或發行公司債資金運用計畫分析、本次現金增資或發行公司債資金運用計畫分析、本次受讓他公司股份發行新股及本次併購發行新股情形。
- 四、財務概況：包括最近五年度簡明財務資料、財務報表、財務概況其他重要事項資料及財務狀況及經營結果之檢討分析與風險管理。

五、特別記載事項：包括公司治理運作情形及其他特別記載事項。

六、重要決議、公司章程及相關法規。

銀行、票券、證券、期貨、保險、金融控股及信託投資等特殊行業本會另有規定者，應依其規定辦理。

## 第 7 條

公開說明書依本準則第六條規定應行記載之事項，應全部刊入，並編製目錄、頁次及摘要(附表一)。如無應列內容或經本會核准得予省略者，則在該項之後加註「無」或「略」。

公開說明書應行記載事項重複者，得僅於一處記載，他處則註明參閱之頁次。

## 第二章 編製內容

### 第一節 公司概況

## 第 8 條

公司簡介應記載下列事項：

一、設立日期。

二、總公司、分公司及工廠之地址及電話。

三、公司沿革：最近五年度及截至公開說明書刊印日止辦理公司併購之情形、重要廠房之擴充、新產品之推出、董事、監察人或持股超過百分之十之大股東股權之大量移轉或更換、經營權之改變及其他足以影響投資人權益之重要事項與其對公司之影響，如更早年度之資訊對瞭解公司發展有重大影響時，亦應一併揭露。

## 第 9 條

公司組織應記載下列事項：

一、組織系統：列明公司之組織結構及各主要部門所營業務。

二、關係企業圖：列明公司與關係企業間之關係、相互持股比例、股份及實際投資金額。

三、總經理、副總經理、協理及各部門及分支機構主管：(附表二)

(一)姓名、經(學)歷、持有股份及性質：列明姓名、主要經(學)歷、目前兼任其他公司之職務、就任日期及本人、配偶、未成年子女與利用他人名義持有股份，暨取得員工認股權憑證情形。

(二)與總經理、副總經理間具有配偶或二親等以內之親屬關係者，應列

明該總經理、副總經理之職稱、姓名及關係。

四、董事及監察人：(附表三、附表四)

(一)姓名、經(學)歷、持有股份及性質：列明姓名、主要經(學)歷、目前兼任本公司及其他公司之職務、選任日期、任期、初次選任日期、選任時本人持有股份及現在本人、配偶、未成年子女與利用他人名義持有股份，暨其所具專業知識之情形。屬法人股東代表者，應註明法人股東名稱及該法人之股東股權比例超過百分之十或股權比例占前十名之股東名稱。

(二)與其他主管、董事、監察人間具有配偶或二親等以內之親屬關係者，應列明該其他主管、董事或監察人之職稱、姓名及關係。

五、發起人：

(一)公司設立未滿一年者，比照前款規定，揭露股權比例占前十名之發起人之有關資料。

(二)公司設立未滿三年者，應參照財務會計準則公報第六號之規定，揭露自設立後公司與發起人間除業務交易行為以外之重要交易，包括財產交易與資金融通。其屬財產交易者，尚應揭露該標的之性質、所在及該交易價格之決定方式。向發起人購入之資產，如係發起人於出售前二年內所購置者，並應說明該發起人之購入成本。

六、董事、監察人、總經理及副總經理之酬勞：(附表四之一)

(一)最近會計年度支付每一董事、監察人之車馬費及酬勞；若董事兼任經理人員者，其酬勞應分別按其身分揭露之。

(二)最近會計年度支付給總經理及副總經理之薪資、獎金、特支費及紅利總額。

(三)支付前二目以外之酬勞給董事、監察人、總經理及副總經理，如提供汽車、房屋及其他專屬個人之支出時，應揭露其姓名、職位、所提供資產之性質及成本、實際或按公平市價設算之租金及其他給付。

前項第二款所稱關係企業，係指符合公司法第三百六十九條之一規定者。

## 第 10 條

資本及股份應記載下列事項：

一、股份種類：敘明公司目前已發行之股份種類。(附表五)

二、股本形成經過：敘明公司最近五年度及截至公開說明書刊印日止股本變動之情形，實收資本增加者，應加註股本來源與本次增資生效(核准)

日期、文號及金額。以低於票面金額發行股票者，應以顯著方式標示。以對公司所有之貨幣債權，或公司所需之技術、商譽抵充股款者應予敘明，並加註抵充之種類及金額。屬私募者，應以顯著方式標示，並應揭露最近年度及截至公開說明書刊印日止私募對象及其資格條件、認購數量、認購價格、與公司關係。(附表六)

三、最近股權分散情形：

- (一)股東結構：統計各類股東之組合比例。(附表七)
- (二)股數分散情形：就股東持有股數之多寡分級統計人數及所持股數占已發行股數之百分比。(附表八)
- (三)主要股東名單：列明股權比例達百分之五以上之股東或股權比例占前十名之股東名稱、持股數額及比例。(附表九)
- (四)最近二年度及當年度董事、監察人及持股比例超過百分之十之股東放棄現金增資認股之情形。所放棄之現金增資股洽關係人認購者，尚應揭露該關係人之姓名、與公司、董事、監察人、持股比例超過百分之十股東之關係及認購股數。(附表十)
- (五)最近二年度及截至公開說明書刊印日止，董事、監察人、經理人及持股比例超過百分之十之股東股權移轉及股權質押變動情形。股權移轉或股權質押之相對人為關係人者，尚應揭露該相對人之姓名、與公司、董事、監察人、持股比例超過百分之十股東之關係及所取得或質押股數。(附表十一)

四、最近二年度每股市價、淨值、盈餘、股利及相關資料：(附表十二)

- (一)每股最高、最低及平均市價：列示各年度最高及最低市價，並按各年度成交值與成交量，計算各年度平均市價。
- (二)每股淨值：以年底已發行之股數為準，就分配前與分配後之股東權益，分別計算每股淨值。
- (三)每股盈餘。
- (四)每股股利：按各年度現金股利及股票股利分別列示。如有累積未付之股利者，並應揭露累積未付之數額。
- (五)本益比。
- (六)本利比。
- (七)現金股利殖利率。

五、公司股利政策及執行狀況：應揭露公司章程所訂之股利政策及與本年

度擬(已)議股利分配之情形。

六、本年度擬議之無償配股對公司營業績效及每股盈餘之影響。

七、員工分紅及董事、監察人酬勞：

(一)公司章程所載員工分紅及董事、監察人酬勞之成數或範圍。

(二)盈餘分配議案業經董事會通過，尙未經股東會決議者：

1、董事會通過之擬議配發員工現金紅利、股票紅利及董事、監察人酬勞金額。

2、董事會通過之擬議配發員工股票紅利者，所配發股數及其占盈餘轉增資之比例。

3、考慮擬議配發員工紅利及董事、監察人酬勞後之設算每股盈餘。

(三)盈餘分配議案業經股東會決議者：

1、股東會決議配發員工現金紅利、股票紅利及董事、監察人酬勞金額。

2、股東會決議配發員工股票紅利者，所配發股數及其占盈餘轉增資之比例。

3、考慮擬議配發員工紅利及董事、監察人酬勞後之設算每股盈餘。

(四)上年度盈餘用以配發員工紅利及董事、監察人酬勞情形：應揭露上年度盈餘分配時有關員工紅利及董事、監察人酬勞之實際配發情形、原董事會通過之擬議配發情形及差異。

八、公司買回本公司股份情形：公司應敘明最近三年度及截至公開說明書刊印日止公司申請買回本公司股份之目的、買回股份期間、買回之區間價格、已買回股份種類、數量及金額、已辦理銷除及轉讓之股份數量、累積持有本公司股份數量及累積持有本公司股份數量占已發行股份總數比率。(附表十三)

## 第11條

公司債(含海外公司債)辦理情形應記載下列事項：

一、凡尙未償還及辦理中之公司債，應參照公司法第二百四十八條之規定，揭露有關事項。如有委託經本會核准或認可之信用評等機構評等者，並應揭露該機構名稱、評等日期及公司債信用評等結果。如附有轉換、交換或認股權利者，並應揭露發行及轉換、交換或認股辦法、發行條件對股權可能稀釋情形、對股東權益影響與截至公開說明書刊印日止已轉換、交換或認股之金額。(附表十四)

- 二、一年內到期之公司債：應揭露未來一年內到期之公司債金額及其償還辦法。
- 三、已發行附有得轉換為普通股、海外存託憑證或其他有價證券之轉換公司債者，應分別列示每一轉換公司債之發行日期、發行時之轉換價格暨履行轉換義務方式、最近二年度及截至公開說明書刊印日止之最高與最低市價及轉換價格。(附表十五)
- 四、已發行交換公司債者，應分別列示每一交換公司債之發行日期、交換標的暨發行時之交換價格、最近二年度暨截至公開說明書刊印日止之最高與最低市價、交換價格及公司持有交換標的數量。(附表十六)
- 五、公司採總括申報方式募集與發行普通公司債者，應揭露預定發行總額、已發行總額及總括申報餘額等之相關資訊。(附表十七)
- 六、已發行附認股權公司債者，應分別列示每一附認股權公司債之發行日期、得認股種類及數量、限制認股期間、履約方式、認股價格、截至公開說明書刊印日止未執行認股數量及未執行認股數量占已發行股份總數比率。(附表十八)
- 七、最近三年度私募公司債辦理情形，應揭露公司債種類、股東會或董事會通過日期與數額、價格訂定之依據及合理性、特定人選擇之方式(其已洽定應募人者，並敘明應募人名稱或姓名及其與公司之關係)、辦理私募之必要理由及截至公開說明書刊印日止執行情形。(附表十九)

## 第 12 條

特別股辦理情形應記載下列事項：

- 一、凡流通在外及辦理中之特別股，應揭露每股面額、發行價格、發行條件對特別股股東權益影響、股權可能稀釋情形、對股東權益影響及公司法第一百五十七條所規定之事項。如附有轉換權利或認股權利者，並應揭露發行及轉換辦法或認股辦法(含轉換前原特別股未分配之股息等權利義務於強制轉換後之歸屬)與截至公開說明書刊印日止已轉換或認股之金額。(附表二十)
- 二、已發行附認股權特別股者，應分別列示每一附認股權特別股之發行日期、得認股種類及數量、履約方式、認股價格、限制認股期間、截至公開說明書刊印日止未執行認股數量及未執行認股數量占已發行股份總數比率。(附表二十一)
- 三、特別股已在證券交易所上市或證券商營業處所買賣者，應列示最近二

年度及截至公開說明書刊印日止該特別股之最高與最低市價。

四、上市或上櫃公司發行未上市或未上櫃特別股者，應揭露發行目的、不上市或上櫃原因、對現有股東及潛在投資人權益之影響及未來有無申請上市或上櫃之計畫。

五、最近三年度私募特別股辦理情形，應揭露特別股種類、股東會通過日期與數額、價格訂定之依據及合理性、特定人選擇之方式(其已洽定應募人者，並敘明應募人名稱或姓名及其與公司之關係)、辦理私募之必要理由及截至公開說明書刊印日止執行情形。(附表二十二)

### 第 13 條

參與發行海外存託憑證之辦理情形應記載下列事項：

一、凡已參與發行而尚未全數兌回及辦理中之海外存託憑證應載明下列事項：(附表二十三)

(一)發行日期、發行及交易地點。

(二)發行總金額、單位發行金額及發行單位總數。

(三)海外存託憑證所表彰有價證券，其來源及數額。

(四)海外存託憑證持有人之權利與義務。

(五)受託人、存託機構及保管機構。

(六)海外存託憑證未兌回餘額。

(七)發行及存續期間相關費用之分攤方式。

(八)存託契約及保管契約之重要約定事項。

二、已參與發行海外存託憑證之公司，應列示最近二年度及截至公開說明書刊印日止該海外存託憑證之最高與最低市價。

三、最近三年度私募海外存託憑證辦理情形，應揭露股東會通過日期與數額、價格訂定之依據及合理性、特定人選擇之方式(其已洽定應募人者，並敘明應募人名稱或姓名及其與公司之關係)、辦理私募之必要理由及截至公開說明書刊印日止執行情形。(附表二十四)

### 第 14 條

員工認股權憑證辦理情形應記載下列事項：

一、公司尚未屆期之員工認股權憑證主管機關核准日期、發行日期、發行單位數、發行得認購股數占已發行股份總數比率、認股存續期間、履約方式、限制認股期間及比率、截至公開說明書刊印日止已執行取得

股數、已執行認股金額、未執行認股數量、未執行認股者其每股認購價格、未執行認股數量占已發行股份總數比率及對股東權益影響。(附表二十五)

- 二、累積至公開說明書刊印日止取得員工認股權憑證之經理人及取得認股權憑證可認股數前十大且得認購金額達新臺幣三千萬元以上員工之姓名、取得及認購情形。(附表二十六)
- 三、最近三年度私募員工認股權憑證辦理情形，應揭露股東會通過日期與數額、價格訂定之依據及合理性、特定人選擇之方式(其已洽定應募人者，並敘明應募人姓名及其與公司之關係)、辦理私募之必要理由及截至公開說明書刊印日止執行情形。(附表二十七)

## 第 15 條

併購辦理情形應記載下列事項：

- 一、凡尚未完成之合併或收購案，應揭露下列事項：
  - (一)合併或收購案內容：包括合併或收購目的、合併或收購後財務、業務、人員及資訊等方面之整合計畫與預計產生之效益、換股比例及其計算依據、預定日程、對每股淨值、每股盈餘之影響、承受消滅公司權利義務之相關事項(包括庫藏股及已發行具有股權性質有價證券之處理原則)及被合併或收購公司之基本資料(包括公司名稱、所營業務之主要內容、目前之商品及其用途或服務項目)。
  - (二)執行情形：分析截至公開說明書刊印日之前一季止之執行情形，如執行進度落後者，應具體說明其原因、對股東權益之影響及改進計畫。
- 二、凡尚未完成之分割案，應揭露下列事項：
  - (一)分割案內容：分割目的、預定讓與既存公司或新設公司之營業、資產之評價價值、換股比例及計算依據、被分割公司或其股東所取得股份之總數、種類及數量、既存公司或新設公司承受被分割公司權利義務相關事項(包括庫藏股及已發行具有股權性質有價證券之處理原則)、被分割公司資本減少時，其資本減少有關事項、預計分割效益。
  - (二)執行情形：分析截至公開說明書刊印日之前一季止之執行情形，如執行進度落後者，應具體說明其原因、對股東權益之影響及改進計畫。

## 第 16 條

受讓他公司股份發行新股辦理情形應記載下列事項：

- 一、凡受讓他公司股份發行新股尚未完成者，應揭露下列事項：
  - (一)受讓股份名稱、數量及對象。
  - (二)預定進度。
  - (三)股份交換比例之計算方式及依據。
  - (四)獨立專家(如會計師、律師及證券承銷商等)表示其股份交換比例合理性之意見書。
  - (五)受讓股份未來移轉之條件及限制。
  - (六)預計可能產生效益。
  - (七)受讓他公司股份之對象為關係企業或關係人者，並應列明與關係企業或關係人之關係、選定關係企業或關係人之原因及是否不影響股東權益之評估意見。
  - (八)股份交換之合作契約。
- 二、分析截至公開說明書刊印日之前一季止之執行情形，如執行進度落後者，應具體說明其原因、對股東權益之影響及改進計畫。

## 第二節 營運概況

### 第 17 條

公司之經營應記載下列事項：

- 一、業務內容：
  - (一)業務範圍：列明公司所營業務之主要內容及其營業比重、公司目前之商品(服務)項目及計畫開發之新商品(服務)。
  - (二)產業概況：說明產業之現況與發展，產業上、中、下游之關聯性，產品之各種發展趨勢及競爭情形。
  - (三)技術及研發概況：列明所營業務之技術層次、研究發展、研究發展人員與其學經歷及最近五年度每年投入之研發費用與開發成功之技術或產品。
  - (四)長、短期業務發展計畫。
- 二、市場及產銷概況：
  - (一)市場分析：分析公司主要商品(服務)之銷售(提供)地區、市場占有率及市場未來之供需狀況與成長性、預計銷售數量及其依據、競爭利

基及發展遠景之有利、不利因素與因應對策。

(二)主要產品之重要用途及產製過程。

(三)主要原料之供應狀況。

(四)最近二年度主要產品別或部門別毛利率重大變化之說明：毛利率較前一年度變動達百分之二十者，應分析造成價量變化之關鍵因素及對毛利率之影響。如為建設公司或有營建部門者，應列明申報(請)年度及前一年度營建個案預計認列營業收入及毛利分析，說明個案別毛利率有無異常情事及已完工尚未出售之預計銷售情形。(附表二十八、附表二十九)

(五)主要進銷貨客戶名單：列明最近二年度任一年度中曾占進(銷)貨總額百分之十以上之客戶名稱及其進(銷)貨金額與比例，並說明其增減變動原因。但因契約約定不得揭露客戶名稱或交易對象如為個人且非關係人者，得以代號為之。(附表三十、附表三十一)

(六)最近二年度生產量值：按部門別或主要產品別，列明最近二年度之生產量、生產值及產能，並作變動分析。(附表三十二)

(七)最近二年度銷售量值：按部門別或主要商品別，列明最近二年度內外銷之銷售量及銷售值，並作變動分析。(附表三十三)

三、最近二年度從業員工人數：記載最近二年度及截至公開說明書刊印日止之當年度從業員工按其工作性質分類之統計人數、總平均年歲、平均服務年資及學歷分布比率。(附表三十四)

四、環保支出資訊：

(一)依法令規定，應申領污染設施設置許可證或污染排放許可證或應繳納污染防治費用或應設立環保專責單位人員者，其申領、繳納或設立情形之說明。

(二)列示公司有關對防治環境污染主要設備之投資及其用途與可能產生效益。(附表三十五)

(三)說明最近二年度及截至公開說明書刊印日止，公司改善環境污染之經過，其有污染糾紛事件者，並應說明其處理經過。

(四)說明最近二年度及截至公開說明書刊印日止，公司因污染環境所受損失(包括賠償)，處分之總額，並揭露其未來因應對策(包括改善措施)及可能之支出(包括未採取因應對策可能發生損失、處分及賠償之估計金額，如無法合理估計者，應說明其無法合理估計之事實)。

(五)說明目前污染狀況及其改善對公司盈餘、競爭地位及資本支出之影響及其未來二年度預計之重大環保資本支出。

五、勞資關係：

(一)列示公司各項員工福利措施、進修、訓練、退休制度與其實施狀況，以及勞資間之協議與各項員工權益維護措施情形。

(二)說明最近二年度及截至公開說明書刊印日止，公司因勞資糾紛所遭受之損失，並揭露目前及未來可能發生之估計金額與因應措施，如無法合理估計者，應說明無法合理估計之事實。

**第 18 條**

固定資產、其他不動產及重大資產買賣應記載事項：

一、自有資產：

(一)列明取得成本達實收資本額百分之十或新臺幣(以下同)一億元以上之固定資產名稱、數量、取得日期、取得成本、重估增值及未折減餘額，並揭露其使用及保險情形、設定擔保及權利受限制之其他情事。(附表三十六)

(二)列明閒置不動產及以投資為目的持有期間達五年以上之不動產名稱、面積、座落地點、取得日期、取得成本、重估增值、未折減餘額、公告現值或房屋評定價值及預計未來處分或開發計畫。(附表三十七)

二、租賃資產：

(一)資本租賃：揭露標準及揭露項目同前款第一目。

(二)營業租賃：每年租金達五百萬元以上之營業租賃資產，列明其名稱、數量、租期、年租金、出租人名稱及目前之使用情形。(附表三十八)

三、重大資產買賣情形：列明公司及子公司最近二年度及截至公開說明書刊印日止，交易價額達實收資本額百分之二十或三億元以上之資產買賣情形，包括交易價格、處分損益、相對買方或賣方及與公司之關係。(附表三十九)

四、各生產工廠現況及最近二年度設備產能利用率。(附表四十、附表四十一)

前項第三款、第十九條第四款及第二十七條第三款所稱子公司之定義，依財團法人中華民國會計研究發展基金會發布之財務會計準則公報第五號及第七號之規定。

## 第 19 條

轉投資事業應記載下列事項：

一、轉投資事業概況：

- (一)敘明轉投資事業名稱、所營事業、公司對該轉投資事業之投資成本、帳面價值、持有股份、持股比例、股權淨值、會計處理方法、最近一年度帳列投資損益、配發之現金股利及該轉投資事業持有公司之股份數額。轉投資事業有市價者，應增列市價資料。(附表四十二)
- (二)對轉投資事業具有重大影響力者，有利用本公司資源及技術之情形，應列明其給付對價或技術報酬金之情形。
- (三)對轉投資事業具有控制能力者，應增列最近年度與本公司進、銷貨交易、授信政策、交易條件、款項收回之情形。

二、綜合持股比例：按轉投資事業別，列明公司之持股數、公司之董事、監察人、經理級以上人員及公司直接或間接控制之事業對同一轉投資事業之持股數，並合併計算綜合持股比例。(附表四十三)

三、上市或上櫃公司最近二年度及截至公開說明書刊印日止，子公司持有或處分本公司股票情形及其設定質權之情形，並列明資金來源及其對公司經營結果及財務狀況之影響。(附表四十四)

四、最近二年度及截至公開說明書刊印日止，發生公司法第一百八十五條情事或有以部分營業、研發成果移轉子公司者，應揭露放棄子公司現金增資認購情形，認購相對人之名稱、及其與公司、董事、監察人及持股比例超過百分之十股東之關係及認購股數。

五、已赴或擬赴大陸地區從事投資者，除應依前揭第一款及第二款規定記載外，並應揭露下列資訊：(附表四十五)

- (一)股東會或董事會歷次決議通過投資之日期及金額。
- (二)經濟部投資審議委員會歷次核准通過之日期、金額、已投資金額及目前尚未投資之金額與原因。
- (三)最近二年度認列投資大陸損益金額及獲利匯回金額。
- (四)所投資大陸公司名稱、主要營業項目、實收資本額、最近年度財務報表淨值、損益狀況、公司投資方式、及截至公開說明書刊印日止之持股比例及金額。
- (五)子公司赴大陸地區從事投資者，亦應依前揭規定揭露。

六、轉投資比例超過實收股本百分之四十者，應敘明是否經股東會決議或

公司章程另有規定。

## 第 20 條

重要契約應記載目前仍有效存續及最近一年度到期之供銷契約、技術合作契約、工程契約、長期借款契約及其他足以影響投資人權益之重要契約，載明當事人、主要內容、限制條款及契約起訖日期。(附表四十六)

## 第 21 條

營運概況其他必要補充說明事項：

### 一、訴訟或非訟事件：

(一)公司最近二年度及截至公開說明書刊印日止已判決確定或目前尚在繫屬中之訴訟、非訟或行政爭訟事件，其結果可能對股東權益或證券價格有重大影響者，應揭露其系爭事實、標的金額、訴訟開始日期、主要涉訟當事人及目前處理情形。

(二)公司董事、監察人、總經理、實質負責人、持股比例超過百分之十之大股東及從屬公司，最近二年度及截至公開說明書刊印日止已判決確定或目前尚在繫屬中之訴訟、非訟或行政爭訟事件，其結果可能對公司股東權益或證券價格有重大影響者。揭露資料同本款第一目。

(三)公司董事、監察人、經理人及持股比例超過百分之十之大股東，最近二年度及截至公開說明書刊印日止發生證券交易法第一百五十七條規定情事及公司目前辦理情形。

### 二、公司董事、監察人、經理人及持股比例超過百分之十之大股東最近二年度及截至公開說明書刊印日止，如有發生財務週轉困難或喪失債信情事，應列明其對公司財務狀況之影響。

### 三、其他。

## 第三節 發行計畫及執行情形

## 第 22 條

前次現金增資、併購或受讓他公司股份發行新股或發行公司債資金運用計畫分析應記載下列事項：

### 一、計畫內容：前次現金增資、併購、受讓他公司股份發行新股或發行公司債計畫及截至公開說明書刊印日之前一季止，前各次現金增資、併

購、受讓他公司股份發行新股或發行公司債計畫尚未完成及計畫實際完成日距申報(請)時未逾三年者，應詳細說明前開各次計畫之內容，包括歷次變更計畫內容、資金之來源與運用、變更原因、變更前後效益及變更計畫提報股東會之日期，並應刊載輸入本會指定資訊申報網站之日期。

二、執行情形：就前開各次計畫之用途，逐項分析截至公開說明書刊印日之前一季止，其執行情形及與原預計效益之比較，如執行進度或效益未達預計目標者，應具體說明其原因、對股東權益之影響及改進計畫。前款之各次計畫內容如屬下列各目者，另應揭露下列事項：

- (一)如為併購或受讓其他公司、擴建或新建固定資產者，應就固定資產、營業收入、營業成本及營業利益等科目予以比較說明。
- (二)如為轉投資其他公司，應就該轉投資事業之營運情形、對公司投資損益之影響加以說明。
- (三)如為充實營運資金、償還債務者，應就流動資產、流動負債及負債總額之增減情形、利息支出、營業收入等科目及每股盈餘予以比較說明，並分析財務結構。

## 第 23 條

本次現金增資、發行公司債或發行員工認股權憑證計畫應記載下列事項：

- 一、資金來源：說明本次計畫之資金來源，係現金增資或發行公司債。如資金用於收購或轉投資其他公司、擴建或新建固定資產者，應說明其計畫之總金額；本次募集之資金如有不足，其籌措方法及來源。
- 二、本次發行公司債者，應參照公司法第二百四十八條之規定，揭露有關事項，如有委託經本會核准或認可之信用評等機構評等者，並應揭露該機構名稱、評等日期及公司債信用評等結果。如附有轉換、交換或認股權利者，並應揭露發行及轉換、交換或認股辦法、發行條件對股權可能稀釋情形與對股東權益影響。
- 三、本次發行特別股者，應揭露每股面額、發行價格、發行條件對特別股股東權益影響、股權可能稀釋情形、對股東權益影響及公司法第一百五十七條所規定之事項。如附有轉換權利或認股權利者，並應揭露發行及轉換辦法或認股辦法(含轉換前原特別股未分配之股息等權利義務於強制轉換後之歸屬)。
- 四、上市或上櫃公司發行未上市或未上櫃特別股者，應揭露發行目的、不

擬上市或上櫃原因、對現有股東及潛在投資人權益之影響及未來有無申請上市或上櫃之計畫。

五、本次發行員工認股權憑證者，應揭露員工認股權憑證發行及認股辦法。

六、說明本次計畫之可行性、必要性及合理性，並應分析各種資金調度來源對公司申報(請)年度及未來一年度每股盈餘稀釋影響。以低於票面金額發行股票者，應說明公司折價發行新股之必要性與合理性、未採用其他籌資方式之原因及其合理性暨所沖減資本公積或保留盈餘之數額。

七、說明本次發行價格、轉換價格、交換價格或認股價格之訂定方式。

八、資金運用概算及可能產生之效益：說明資金之運用進度及本計畫完成後預計可能產生之效益。

(一)如為收購其他公司、擴建或新建固定資產者，應說明本次計畫完成後，預計可能增加之產銷量、值、成本結構(含總成本及單位成本)、獲利能力之變動情形、產品品質之改善情形及其他可能產生之效益。

(二)如為轉投資其他公司，應列明下列事項：

1、轉投資事業最近二年度之稅後淨利、轉投資之目的、資金計畫用途及其所營事業與公司業務之關聯性、預計投資損益情形及對公司經營之影響。如持有該轉投資事業普通股股權百分之二十以上者，應列明轉投資事業預計之資金運用進度、資金回收年限、資金回收之前各年度預計產生之效益與其對公司獲利能力及每股盈餘之影響。

2、如轉投資特許事業者，應敘明特許事業主管機關核准或許可情形及其核准或許可之附帶事項是否有影響本次募集與發行有價證券。

(三)如為充實營運資金、償還債務者，應列明下列事項：

1、公司債務逐年到期金額、償還計畫及預計財務負擔減輕情形、目前營運資金狀況、所需之資金額度及預計運用情形，並列示所編製之申報(請)年度及未來一年度各月份之現金收支預測表。(附表四十七)

2、就公司申報(請)年度及預計未來一年度應收帳款收款與應付帳款付款政策、資本支出計畫、財務槓桿及負債比率(或自有資產與風險性資產比率)，說明償債或充實營運資金之原因。

3、增資計畫如用於償債者，應說明原借款用途及其效益達成情形。若原借款係用以購買營建用地或支付營建工程款者，應就預計自購置該營建用地至營建個案銷售完竣所需之資金總額、不足資金之來源及各階段資金投入及工程進度，說明原借款原因，並就認列損益之時點、金額說明預計可能產生效益及其達成情形。

(四)如為購買營建用地或支付營建工程款者，應詳列預計自購買土地至營建個案銷售完竣所需之資金總額、不足資金之來源及各階段資金投入及工程進度，並就認列損益之時點、金額說明預計可能產生效益。

(五)如為購買未完工程並承受賣方未履行契約者，應列明買方轉讓理由、受讓價格決定依據及受讓過程對契約相對人權利義務之影響。

## 第 24 條

本次受讓他公司股份發行新股應記載下列事項：

- 一、受讓股份名稱、數量及對象。
- 二、預定進度。
- 三、股份交換比例之計算方式及依據。
- 四、獨立專家表示其股份交換比例合理性之意見書。
- 五、受讓股份未來移轉之條件及限制。
- 六、預計可能產生效益。
- 七、受讓他公司股份之對象為關係企業或關係人者，並應列明與關係企業或關係人之關係、選定關係企業或關係人之原因及是否不影響股東權益之評估意見。
- 八、股份交換之合作契約。

## 第 25 條

本次併購發行新股應記載下列事項：

- 一、計畫內容：
  - (一)合併或收購案內容：包括合併或收購目的、合併或收購後財務、業務、人員及資訊等方面之整合計畫與預計產生之效益、換股比例及其計算依據、預定日程、合併或收購案公開後影響換股比例重大事項、對每股淨值、每股盈餘之影響、承受消滅公司權利義務之相關事項(包括庫藏股及已發行具有股權性質有價證券之處理原則)及被

合併或收購公司之基本資料。(附表四十八)

(二)分割案內容：分割目的、預定讓與既存公司或新設公司之營業、資產之評價價值、換股比例及計算依據、被分割公司或其股東所取得股份之總數、種類及數量、既存公司或新設公司承受被分割公司權利義務相關事項(包括庫藏股及已發行具有股權性質有價證券之處理原則)、被分割公司資本減少時，其資本減少有關事項、預計分割效益。

二、併購契約。

三、獨立專家對本併購案表示其換股比率合理性之意見書。

四、併購發行之新股未來轉讓或設質限制情形。

五、合併公司與被合併公司於換股比率估算基準日之擬制合併資產負債表。

六、被合併公司最近二年度經會計師查核簽證之財務報表。(被合併公司非屬公開發行公司者，財務報表得僅經由會計師一人查核簽證。)

七、被合併公司決議合併之股東會議事錄。但法律另有規定者，不在此限。

八、被合併公司財務業務概況：

(一)列明被合併公司所營業務之主要內容、目前之商品及其用途或服務項目、主要原料供應狀況及主要商品或業務之銷售地區。

(二)依第十八條第一項第三款及第二十八條第一款規定，列明被合併公司重大資產買賣、背書保證及資金貸與他人情形。

(三)依第十九條第一款規定，列明被合併公司轉投資事業概況。

(四)依第二十條規定，列明被合併公司簽訂之重要契約，並說明合併後其對公司財務業務狀況之影響。

(五)依第二十一條第一款規定，列明被合併公司及其從屬公司尚在繫屬中之重大訴訟、非訟、行政爭訟案件，並說明合併後其對公司財務業務狀況之影響。

(六)被合併公司如為建設公司或有營建部門者，應列明申報(請)年度及前一年度營建個案預計認列營業收入及毛利情形，並說明已完工尚未出售之預計銷售情形。

#### 第四節 財務概況

##### 第 26 條

最近五年度簡明財務資料應記載下列事項：

- 一、簡明資產負債表及損益表：列示最近五年度簡明之資產負債表及損益表資料。上市或上櫃公司並應列示截至公開說明書刊印日之前一季止之簡明資產負債表及損益表資料。財務資料經本會通知應重編者，應以重編後之數字列編，並註明重編之情形及理由，經通知自行更正者，應註明更正之情形及理由。(附表四十九)
- 二、影響上述財務報表作一致性比較之重要事項如會計變動、公司合併或營業部門停工等及其發生對當年度財務報表之影響。
- 三、最近五年度簽證會計師姓名及查核意見：
  - (一)列示最近五年度簽證會計師之姓名及其查核意見，除無保留意見之查核報告外，並應詳述其意見內容。
  - (二)最近五年度如有更換會計師之情事者，應列示公司、前任及繼任會計師對更換原因之說明。
- 四、財務分析：就最近五年度之財務資料綜合分析。上市或上櫃公司並應將截至公開說明書刊印日之前一季止之當年度財務資料併入分析。財務分析至少應包括下列之各項目：(附表五十)
  - (一)財務結構：
    - 1、負債占資產比率。
    - 2、長期資金占固定資產比率。
  - (二)償債能力：
    - 1、流動比率。
    - 2、速動比率。
    - 3、利息保障倍數。
  - (三)經營能力：
    - 1、應收款項週轉率。
    - 2、平均收現日數。
    - 3、存貨週轉率。
    - 4、應付款項週轉率。
    - 5、平均銷貨日數。
    - 6、固定資產週轉率。
    - 7、總資產週轉率。
  - (四)獲利能力：
    - 1、資產報酬率。

2、股東權益報酬率。

3、純益率。

4、每股盈餘。

(五)現金流量：

1、現金流量比率。

2、現金流量允當比率。

3、現金再投資比率。

(六)槓桿度：

1、營運槓桿度。

2、財務槓桿度。

五、會計科目重大變動說明：比較最近兩年度資產負債表及損益表之會計科目，若金額變動達百分之十以上，且金額達當年度資產總額百分之一者，應詳予分析其變動原因。(附表五十一)

## 第 27 條

財務報表應記載下列事項：

- 一、發行人申報(請)募集發行有價證券時之最近兩年度財務報表及會計師查核報告。發行人申報(請)募集發行有價證券時已逾年度開始八個月者，應加列申報(請)年度上半年之財務報表。
- 二、公司申報(請)募集與發行有價證券時，依發行人募集與發行有價證券處理準則規定應編製財務預測者，應揭露經簽證會計師核閱之財務預測。申報(請)時已逾營業年度終結九個月者，並應增加揭露次一年度之財務預測。
- 三、最近一年度經會計師查核簽證之母子公司合併財務報表。
- 四、發行人申報(請)募集發行有價證券後，截至公開說明書刊印日前，如有最近期經會計師查核簽證之財務報表，應併予揭露。
- 五、列示最近三年度財務預測達成情形，說明原預測數(含歷次更新(正)日期、更新(正)金額及更新(正)原因)與實際達成數差異原因(附表五十二)。經臺灣證券交易所股份有限公司、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心及本會處罰者，應說明處罰原因。

## 第 28 條

財務概況其他重要事項應記載下列事項：

- 一、公司應揭露最近二年度及截至公開說明書刊印日止，從事背書保證及資金貸與他人情形：(附表五十三、附表五十四)
- (一)列明被背書保證之公司名稱、與公司之關係、背書保證金額(年度最高及年底餘額)、背書保證原因、解除背書保證責任之條件或日期、擔保品內容及價值、被背書保證公司最近期財務報表之資本額及累積盈虧金額。
  - (二)列明資金貸與對象、與公司之關係、往來科目、資金貸與金額(年度最高及年底餘額)、資金貸與性質、業務往來金額、有短期融通資金必要之原因、提列被抵呆帳金額、資金貸與期限、利率區間及計息方式、擔保品名稱及價值、個別對象資金貸與限額、資金貸與總限額、資金貸與對象最近期財務報表之資本額及累積盈虧金額。
  - (三)子公司從事背書保證及資金貸與他人情形亦應依第一目及前目規定揭露。
- 二、公司應揭露最近二年度及截至公開說明書刊印日止，從事衍生性商品交易之相關內容：(附表五十五)
- (一)以交易為目的者：商品種類、契約總金額(年度最高及年底未沖銷交易餘額)及已實現損益。
  - (二)非以交易為目的者：
    - 1、規避已持有資產或負債風險者：所用衍生性商品種類、契約總金額(年度最高及年底未沖銷交易餘額)、被避險之已持有資產或負債金額、已認列及被明確遞延之避險損益金額。
    - 2、規避預期交易風險者：所用衍生性商品種類、契約總金額(年度最高及年底未沖銷交易餘額)、被避險預期交易金額、被明確遞延之避險損益金額。
  - (三)因客觀環境變動，變更衍生性商品交易目的，由非以交易為目的變更為以交易為目的或由交易為目的變更為非以交易為目的時，應揭露其變更原因及對損益之影響。
  - (四)子公司從事衍生性商品交易情形亦應依第一目至前目規定揭露。
- 三、公司及其關係企業最近二年度及截至公開說明書刊印日止，如有發生財務週轉困難情事，應列明其對公司財務狀況之影響。
- 四、最近二年度及截至公開說明書刊印日止，有發生公司法第一百八十五條情事者，應揭露下列資訊：

- (一)受讓(讓與)營業(資產)之價格、付款條件、付款情形與發展遠景。
  - (二)受讓(讓與)他公司部分營業、研發成果後，目前與未來之經營策略及對公司研發、技術、銷售獲利能力與產能之影響。
- 五、期後事項：自會計師出具最近年度或半年度查核報告後，至公開說明書刊印日止，此段期間若有足以影響財務狀況及經營成果之重大期後事項發生時，應予適當揭露，並說明其影響。
- 六、其他。

### 第 28-1 條

公司應就財務狀況及經營結果加以檢討分析，並說明其風險管理情形，應記載事項如下：(附表五十五之一)

- 一、財務狀況：最近二年度資產、負債及股東權益發生重大變動之主要原因及其影響，若影響重大者應說明未來因應計畫。
- 二、經營結果：最近二年度營業收入、營業純益及稅前純益重大變動之主要原因及預期銷售數量與其依據，對公司未來財務業務之可能影響及因應計畫。
- 三、現金流量：最近年度現金流量變動之分析說明、流動性不足之改善計畫及未來一年現金流動性分析。
- 四、最近年度重大資本支出對財務業務之影響。
- 五、最近年度轉投資政策、其獲利或虧損之主要原因、改善計畫及未來一年投資計畫。
- 六、風險管理應分析評估下列事項：
  - (一)最近年度利率、匯率變動、通貨膨脹情形對公司損益之影響及未來因應措施。
  - (二)最近年度從事高風險、高槓桿投資、資金貸與他人、背書保證及衍生性商品交易之政策、獲利或虧損之主要原因及未來因應措施。
  - (三)最近年度研發計畫、未完成研發計畫之目前進度、須再投入之研發費用、預計完成量產時間、未來影響研發成功之主要因素。
  - (四)最近年度國內外重要政策及法律變動對公司財務業務之影響及因應措施。
  - (五)最近年度科技改變對公司財務業務之影響及因應措施。
  - (六)最近年度企業形象改變對企業危機管理之影響及因應措施。
- 七、其他重要事項。

## 第五節 特別記載事項

### 第 29 條

特別記載事項應列明申報(請)書件之重要內容，包括：

一、內部控制制度執行狀況：列明最近三年度會計師提出之內部控制改進建議及內部稽核發現重大缺失之改善情形，並應揭露下列事項：

(一)內部控制聲明書。

(二)委託會計師專案審查內部控制者，應列明其原因、會計師審查意見、公司改善措施及缺失事項改善情形。

二、委託經本會核准或認可之信用評等機構進行評等者，應揭露該信用評等機構所出具之評等報告。

三、證券承銷商評估總結意見。

四、律師法律意見書。

五、由發行人填寫並經會計師複核之案件檢查表彙總意見。

六、前次募集與發行有價證券於申報生效(申請核准)時經本會通知應自行改進事項之改進情形。

七、本次募集與發行有價證券於申報生效(申請核准)時經本會通知應補充揭露之事項。

八、公司初次上市、上櫃或前次及最近三年度申報(請)募集與發行有價證券時，於公開說明書中揭露之聲明書或承諾事項及其目前執行情形。

九、最近年度及截至公開說明書刊印日止董事或監察人對董事會通過重要決議有不同意見且有紀錄或書面聲明者，其主要內容。

十、最近三年度私募普通股辦理情形，應揭露股東會通過日期與數額、價格訂定之依據及合理性、特定人選擇之方式(其已洽定應募人者，並敘明應募人名稱或姓名及其與公司之關係)及辦理私募之必要理由。(附表五十六)

十一、最近年度及截至公開說明書刊印日止公司及其內部人員依法被處罰、公司對其內部人員違反內部控制制度規定之處罰、主要缺失與改善情形。

十二、其他必要補充說明事項。

發行人視所營事業性質，委請在技術、業務、財務等各方面具備專業知識及豐富經驗之專家，就發行人目前營運狀況及本次發行有價證券後之未來發展，進行比較分析並出具意見者，應揭露該等專家之評估意見。

### 第 29-1 條

上市上櫃公司應就公司治理運作情形應記載下列事項：

- 一、公司治理運作情形及其與上市上櫃公司治理實務守則差異情形及原因。(附表五十六之一)
  - 二、公司如有訂定公司治理守則及相關規章者，應揭露其查詢方式。
  - 三、其他足以增進對公司治理運作情形之瞭解的重要資訊，得一併揭露。
- 證券商、證券投資信託事業、證券投資顧問事業及期貨商為公開發行公司者，亦應適用前項之規定。

## 第六節 重要決議、公司章程及相關法規

### 第 30 條

重要決議應記載下列事項：

- 一、最近兩年度董事會、股東常會及臨時會之重要決議事項，以及與本次發行有關之決議文(含章程新舊條文對照表及盈餘分配表)。
  - 二、取得或處分資產處理程序。
  - 三、資金貸與及背書保證作業程序。
  - 四、其他依本會規定應記載之程序或辦法。
- 前項第二款至第四款均依公司最新修正者刊印。

### 第 31 條

公司章程及有關法規應記載下列事項：

- 一、公司章程：列明公司最新修正之公司章程。
- 二、有關法規：
  - (一)證券交易法第四十條、第二十條、第三十一條、第三十二條及第一百七十四條。
  - (二)會計師法第四十一條、第三十九條、第四十條及證券交易法第三十七條第二項。
  - (三)證券交易法第三十六條、公司法第二百七十三條第二項及證券交易法第三十七條第三項，上市公司增列證券交易法第一百三十九條第二項。

## 第三章 簡式公開說明書

### 第 32 條

公司依發行人募集與發行有價證券處理準則第六條第二項規定申報(請)募集與發行有價證券，依第二章所編製之公開說明書，已按本會規定之格式以電子檔案方式傳至本會指定之資訊申報網站，並以書面備置於下列場所，供投資人查閱者，得以簡式公開說明書交付認股人或應募人：

- 一、臺灣證券交易所股份有限公司。
- 二、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心。
- 三、財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會。
- 四、中華民國證券商業同業公會。
- 五、本次募集發行案件主、協辦證券承銷商之總公司。

符合下列情況者，不受前項之限制，得逕以簡式公開說明書交付認股人或應募人：

- 一、發行普通公司債，並於最近一年內取具經本會許可或認可之信用評等機構之評等報告或經金融機構保證者。
- 二、同一會計年度對外公開募集發行有價證券時已依前項規定辦理，再次申報(請)對外公開募集發行有價證券者。
- 三、未上市或未上櫃公司辦理現金增資發行新股免對外公開發行、附認股權公司債、轉換公司債、併購發行新股或受讓他公司股份發行新股或公開發行公司發行員工認股權憑證者。

### 第 33 條

簡式公開說明書之封面、封裏及封底除應依第三條至第五條之規定記載外，並應於封面以顯著字體標明為簡式公開說明書，且於封裏加註投資人可查閱依第二章所編製公開說明書之網站及場所。

簡式公開說明書編製內容應記載事項如下：

- 一、公司概况：依第八條、第九條第一項第二款及第四款、第十條第二款、第三款第三目及第四目、第四款、第七款之規定記載。
- 二、營運概況：依第十七條第一款第一目至第三目、第二款第一目及第四目、第十八條第一項第三款、第十九條第一款及第三款、第二十條、第二十一條第一款之規定記載。
- 三、發行計畫及執行情形：依第二十三條、第二十四條、第二十五條第一款至第五款之規定記載。
- 四、財務狀況：依第二十六條第四款、第二十七條(但不包括財務報表附註及附表)、第二十八條第四款及第二十八條之一之規定記載。

五、特別記載事項：依第二十九條第一項第一款第二目、第二款、第三款、第四款、第五款、第七款、第九款及第二十九條之一之規定記載。  
符合前條第二項第二款資格之公開發行公司，於本次募集發行時所編製之簡式公開說明書中，除依前項之規定記載外，並應揭露前次公開說明書中已變動或新增之內容。

#### 第四章 募集設立公開說明書

##### 第 34 條

募集設立案件之公開說明書編製內容應記載事項如下：

- 一、公司籌設經過：說明募集設立之緣由、發起人名冊及認股比例占前十名之發起人姓名、經歷、認股數目、出資種類及發起人資格是否符合相關法令規定；並揭露股權分散、關係企業持股情形。
- 二、發起人會議紀錄。
- 三、發行人所屬行業之市場概況及未來發展性。
- 四、發行人之營業計畫書內容：
  - (一)業務範圍：列明主要產品或業務項目。
  - (二)經營原則與方針：列明各項經營原則與方針。
  - (三)業務發展計畫：列明長、短期業務發展計畫、主要目標市場及競爭策略。
  - (四)具體執行方案：
    - 1、營業場所設施：列明選擇營業場所與工廠地址之考慮因素及交易價格之決定方式。
    - 2、列明主要經理人之學經歷。
    - 3、組織系統：列明組織結構及各主要部門之功能、職掌及權責劃分。
    - 4、人力需求規畫：列明人力之需求、人員招募方式、培育、訓練、陞遷、考核、薪資制度及職工福利等各項措施。
    - 5、列明財務規畫及資金運用計畫項目。
  - (五)列明未來年度之營業計畫、產銷計畫及財務預測(附表五十二)。
  - (六)逐項列明最近一年內發起人及其關係人間有無重大資產交易、資金融通及背書保證情形(附表五十七)，或其他交易事項。
- 五、代收股款之銀行名稱、地址及發起人已依規定繳足股款之證明。
- 六、招股章程。

七、證券承銷商評估總結意見。

八、所營事業之目的事業主管機關及重要之相關法令規章。

九、其他依目的事業主管機關規定應列入之文件。

銀行、票券、證券、期貨、保險、金融控股及信託投資等特殊行業本會另有規定者，應依其規定辦理。

## **第五章 附則**

### **第 35 條**

公開說明書稿本應按本會規定之格式以電子檔案方式傳至本會指定之資訊申報網站，並自申報生效或申請核准通知到達之日起三十日內，應將修正後公開說明書定本以電子檔案方式傳至本會指定之資訊申報網站。

### **第 36 條**

本準則自發布日施行。