

國立臺灣大學法律學院法律學研究所



碩士論文

Department of Law
College of Law
National Taiwan University
Master Thesis

財報不實民事責任的分擔與承擔

Sharing and Taking of Responsibility in Financial
Statement Misrepresentation

章懿心

Yi-Hsin Chang

指導教授：邵慶平 博士

Advisor: Ching-Ping Shao, J.S.D

中華民國 109 年 7 月

July 2020

誌謝



在臺大求學階段即將告一個段落，一路上要感謝許多人的幫忙。首先感謝我的父母，無後顧之憂念書的我是十分的幸運，感謝家人無怨無悔地付出。

感謝邵慶平老師在這段期間的指導，不僅僅是學業上，在生活中邵老師親切的笑容及朝氣十足的問候，都能讓人一掃陰霾！論文撰寫期間也很感謝老師在百忙之中與我討論相關的議題，不斷地拋出疑問，讓我能更加小心地處理每一個爭議。也謝謝口試委員曾宛如老師及朱德芳老師。曾老師跟朱老師在證交法上的學養深厚，針對論文的形式與實質都給予許多寶貴的意見，從不同面向切入探討，讓我的論文能夠更加妥善。

很開心也很幸運能夠在碩士生涯中認識許多一起研究、玩樂的朋友。書萍、容萱、易勳、薛能、怡欣、大寶、雅文、品瑜、兆安、敬穎、丞晏學長，感謝你們讓我穿梭在萬才各個研究室，陪我度過無數思考論文的夜晚、耍廢的下午以及吃飯時光。謝謝臺大法籃，峙錡、阿ken、少甫、聰毅、茂峻、德維，永遠不會忘記跟大家一起打球（基本上我都在場下）、吃宵夜、開嘴的日子，跟你們在一起無拘無束也沒有壓力！謝謝CLSS教會我的一切，仍然記得社員們一起學習、辦講堂、討論問題以及社遊的點滴，期待CLSS更加壯大！

感謝我的母校東吳大學，提供我許多學習資源及環境。最感謝林育廷老師，不僅指導我科技部的研究計畫，在我考研究所時也願意幫我寫推薦信。能夠跨出研究的一小步，都要感謝老師的鼓勵與幫忙！謝謝東吳法籃讓我認識許多夥伴，跟著你們瞎起鬨、打球以及二連霸的歲月十分美好。謝謝東吳大學每個階段陪伴過的每個朋友，雖然現在未必熟悉，但所有回憶都很珍貴。

謝謝在我就讀碩士時提供工作機會的元照出版社，我參與期刊的企劃發想使我接觸到不同面向的議題。感謝安中法律事務所，能到安中工讀是我三生有幸。包律師總是能想出有趣的議題交代我研究，讓我自由發揮。王律師、貽珮對於訴



狀撰寫的建議、教導也十分受用。佳欣對事務所大小事的張羅以及吐槽包律師都讓我佩服。最後，感謝最罩的宇捷，總是要跟你討論包律師交辦下來的工作，感謝你許多見解的分享，讓我在議題研究上更加順利！在安中的日子裡獲益良多也十分愜意！

謝謝展哥。與展哥的認識是在 CLSS 開始，不論是社團的合作或是私底下的學業討論，展哥都很嚴謹並樂於求知。感謝你願意跟我分享你所知的一切，並彼此討論論文。謝謝 2405 訂餐好夥伴翰萱、願意陪我亂開玩笑的念真以及會走路的 BlueBook 信維，在 2405 與你們聊天吃飯佔據了我三下大部分的回憶，當我論文有問題的時候你們也都輪番被我騷擾，並給我許多建議與幫助！

感謝最 Carry 的理律盃隊員，語涵、士剛、欣柔、一心。拿下冠軍、最佳書狀的喜悅（及難以置信）我至今難以忘懷。討論爭點、書狀鋪陳、互相質疑、分隊互打、北京之旅至今回味無窮（撇除 40 份書狀畫線、蝴蝶標的勞作時間）。希望我們未來都能保持面對理律盃的積極與自信！

謝謝律訓邊緣人，姿穎、巴布、婉榕。感謝生活上很鬧事的吳姿，每次與妳瞎聊總是能虛度光陰（？）並分擔寫論文時的孤寂，願妳在司法官學院能夠順利。感謝巴布總是成為法籃圍剿攻擊的目標，帶給我很多歡樂。雖然你不常出現在研究室，還愛抱怨很遠很熱很累沒錢家裡有煮飯要回家吃等等，但任何問題找你商量你總是義不容辭。感謝晚龍，感謝你律訓時在組內罩我，也謝謝你時常分享一些奇聞軼事及奇怪的冷知識。雖然你們都會比我早開始就業，希望之後工作空檔還能夠一聚，巴布會請客。

謝謝依萍、育珣、玠宇，從大學後能保持聯繫極其不易。尤其是依萍，雖然我不是一個很好的傾聽者，但你還是願意跟我分享你的生活雜事。未來工作上還要靠各位前輩多多提攜了！謝謝莉晴，你是我到臺大以來第一個好朋友，總是關心朋友、開朗的你為我的碩士生活注入不一樣的色彩。雖然後來各自忙碌，但妳仍不忘關心近況。之後還是要保持聯繫！感謝一路從東吳到臺大的明智、魏尊。



明智總是在我論文遇到瓶頸的時候給予建議、補充實務的操作。論文有很多部分都是跟他討論後才有更進一步的想法。雖然明智很聰明，但在生活上也總是能鬧出笑話，為枯燥煩悶的生活增添樂趣。謝謝魏尊在球場以及其他休閒時光的陪伴，畢竟你幾乎不會出現在學校或是讀書的場合。雖然你的生活重心也跟大家不太一樣，未來還是能常常見到你在球場馳騁。謝謝主修電競輔法律的林晉毅，在地閱能跟考試神童討論讓我有所進步。檢座如果選到臺北，下次可以改約重訓，莫再貪杯。感謝秀玉，即使分隔兩地我們也各自為目標努力，不過今年過後我們都會往彼此更加前進一步，一起加油努力！

求學以及論文撰寫時曾經迷惘過，幸好一路上有許多朋友陪伴、貴人相助，無法一一致謝，就在此跟我的朋友們說聲感謝了！



摘要

在投保中心成立後，我國實務逐漸著手處理財報不實事件的相關爭議。透過近 20 年來的努力，在民事損害賠償仍留下些許未竟之功。首先，在請求權規範競合底下，法院對財報不實事件的責任主體以及各主體責任成立的論述十分模糊。有鑑於此，本文主張以證券交易法（下稱證交法）第 20 條、第 20 條之 1 建構我國財報不實責任主體。除了劃定責任主體的範圍及釐清各主體構成要件的判斷，並將財報不實事件的原理原則封鎖在證交法中。

其次，財報不實中各主體的責任分擔計算，在比例責任制引入我國以後有顯著的影響。通說認為財報不實事件的連帶債務關係是由數個真正、不真正連帶債務所構成。如此一來，當實務遇有一人清償、和解時，責任分擔免除適用卻模糊不清。因此，本文建議將比例責任制視為投資人對過失行為人的請求額限制，所有行為人的責任仍為一個真正連帶債務，以此作為清償、和解的計算前提。此外，財報不實事件中一人和解時，過去法院會扣除解金額後，再就剩餘行為人進行比例責任分配，然此一方法恐使未和解行為人分擔過重責任。本文認為應修法將和解金額效力明定生絕對效力，並於和解金額小於內部分擔額時，就兩者間的差額亦生絕對效力，以釐清和解於連帶債務中的效用。

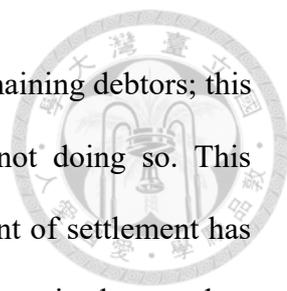
最後，就各行為人責任承擔方面，本文建議發行公司對負責人、他行為人積極行使求償權，而投保中心可以適時地提起代表訴訟，替發行公司求償。當投保中心與發行人和解時，應該要求發行人提出對其他行為人的求償的求償計畫，並限制和解契約的當事人、參與人不得對外聲稱自己無任何違法情事。若該等人惡性重大，或投保中心掌握較高證據，而認為該等人有公共問責的必要性，投保中心應要求該等行為人承認自己的違法行為，以達責任承擔之目的。

關鍵字：財報不實、責任主體、比例責任制、和解、求償權、代表訴訟、求償計畫。

Abstract

After the establishment of the Securities and Futures Investors Protection Center (“SFIPC”), lawsuits regarding financial statement misrepresentations are gradually being addressed by Taiwanese jurisprudence as well. Through 20 years of effort, there are still some unfinished work with respect to the civil damages in financial statement misrepresentation lawsuits in Taiwanese judicial practices. First, the courts fail to elaborate on the subjects of responsibility in financial statement misrepresentations and the establishment of responsibility in such cases when concurrent claims against those subjects exist. This Thesis therefore suggests constructing the subjects of responsibility under Article 20 and 20-1 of Taiwanese Securities and Exchange Act (“SEA”). In this way, not only does this Thesis define the scope of the subjects of responsibility and clarify the determination of each requirement, but it also locks up the principles of financial statement misrepresentations in the SEA.

Second, through observing Taiwanese jurisprudence, this Thesis proceeds to point out that the introduction of proportionate liability has a significant impact on the calculation of responsibility in each subject in financial statement misrepresentations. The prevailing literature considers the liability in financial statement misrepresentations consist of multiple joint and several liabilities and quasi-joint and several liabilities. However, in practice, the application of the exemption in this kind of liability is unclear when an actor performs or settles his/her own debt. This Thesis hence suggests that, as the premise of the calculation of the performance and settlement, the proportionate liability be considered a restriction on the investors’ claims against the negligent actors, and that the responsibility of all actors still be viewed as one single joint and several liability. In addition, when a joint and several debtor settles his/her own debt in financial statement misrepresentations, the courts would, in the past, deduct the amount of such



settlement and then allocate the proportionate liability within the remaining debtors; this method, however, might impose excessive liabilities on debtors not doing so. This Thesis asserts that the SEA be revised to clearly state that the amount of settlement has absolute effectiveness and that when the amount of settlement is lower than proportionate liability of debtor who settles with creditors, the difference between those two amounts should have absolute effectiveness as well in order to clarify the functions of settlements in joint and several liability and to be applied to financial statement misrepresentations.

Eventually, this Thesis suggests that, with regard to the taking of responsibility of each actor, the issuers actively seek remedies against the responsible persons and other actors, while the SFIPC could institute derivative actions or other legal actions for the issuer. Furthermore, when settling with the issuers, this Thesis contends that the SFIPC should ask the issuers to submit a performance plan regarding how the issuers will seek damages from other actors, and request that the parties and the participants of the settlement not publicly declare that they are innocent; this Thesis also suggests that the SFIPC should ask the actors to admit their own unlawful behaviors based on the evidence it has, the extent of the actors' malice, and whether there is obvious necessity for public accountability. In this way, we can let actors undertake their responsibility.

Keywords: Financial statement misrepresentation, Subject of responsibility, Proportionate liability, Settlement, Contribution, Derivative action, Contribution plan.

目錄



第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機.....	1
第二節 研究方法.....	2
第三節 論文架構.....	2
第二章 財報不實規範與責任主體.....	4
第一節 美國法規範架構.....	4
第一項 1934 年證券交易法案.....	4
第一款 1934 年證券交易法 Section10 (b) 及 Rule10b-5.....	4
第二款 1934 年證券交易法案 Section 18 (a).....	8
第二項 責任主體實務發展.....	9
第一款 教唆犯與幫助犯的不承認.....	10
第二款 加強信賴要件的要求.....	12
第三款 擁有最終決定權之人方負證券詐欺之責.....	14
第三項 小結.....	15
第二節 我國請求權基礎.....	16
第一項 證交法上請求權基礎.....	16
第一款 第 20 條.....	16
第二款 第 20 條之 1.....	19
第二項 其他請求權基礎.....	20
第一款 侵權行為、僱用人責任與共同侵權行為.....	20
第二款 法人責任.....	22
第三款 負責人與公司責任.....	23
第四款 會計師與會計師事務所責任.....	25
第三節 我國責任主體範圍之問題與劃定.....	26
第一項 規範競合於我國的省思.....	26
第一款 誰該為財報不實負責?.....	27
第二款 修法是否為限縮責任主體?.....	29
第三款 構成要件交互援用.....	29
第二項 我國責任主體之劃定與請求權基礎之思考.....	31
第一款 我國財報不實並無主體之限制.....	31
第二款 以證交法作為優先適用之規範.....	33
第三款 由證交法建構責任主體.....	35
第四節 小結.....	39

第三章 財報不實責任分擔之計算	41
第一節 比例責任制的介紹	42
第一項 美國法下之比例責任制	42
第一款 美國改革前的責任—連帶賠償責任	42
第二款 私人證券訴訟改革法之規範	44
第二項 我國比例責任制之引進	46
第三項 新制度下的挑戰	48
第一款 各行為人如何連帶	48
第二款 行為人責任比例的認定	51
第三款 財報不實的和解應該如何計算	53
第二節 財報不實連帶與和解	58
第一項 財報不實中之連帶債務	58
第一款 真正連帶債務	58
第二款 不真正連帶債務	60
第三款 真正連帶與不真正連帶之區分	61
第四款 財報不實連帶債務之學說現況	66
第二項 和解於財報不實之計算	69
第一款 民法和解之介紹	69
第二款 連帶債務和解計算	73
第三款 財報不實和解之學說現況	83
第三項 小結	85
第三節 財報不實責任分擔計算之重構	86
第一項 比例責任制之解釋	86
第一款 連帶或是不連帶?	86
第二款 限制請求額之連帶債務	87
第二項 財報不實和解的計算	91
第一款 連帶債務和解效力之釐清	92
第二款 和解計算上之建議	97
第三款 運用到財報不實	99
第三項 非明文主體亦適用比例責任制	100
第四項 正確分配內部分擔額	103
第四節 釐清後的分擔計算—以美嘉生電案為例	106
第四章 財報不實責任承擔的改革方向	110
第一節 發行人責任與投保中心和解的困境	110
第一項 發行人承擔高額責任	110
第一款 財報不實現況觀察—和解主導損害賠償	110

第二款 責任承擔的失序—發行人成為代罪羔羊？	115
第二項 投保中心和解政策加劇責任承擔之不合理性	117
第一款 投保中心之權限來源	117
第二款 未受監督的和解	118
第三款 允許「無辜聲明」的和解？	120
第二節 美國證券訴團體訴訟與和解之趨勢	122
第一項 發行人責任減輕與否	122
第一款 發行人責任支持之理由	122
第二款 分散投資與循環賠償的辯證	127
第三款 發行人責任改革未定	130
第二項 承認錯誤之和解政策	131
第三節 我國財報不實事件前進方向	133
第一項 發行人落實求償權的行使	134
第二項 投保中心的改善之道	137
第一款 由投保中心行使股東代表訴訟	137
第二款 以求償計畫為前提的和解	140
第三款 公共問責之要求	142
第五章 結論	145
參考文獻	147

表目錄

(表一): 連帶債務一人和解實務計算例示	76
(表二): 連帶債務一人和解債權總額上限說計算例示	80
(表三): 連帶債務一人和解和解債務人不脫離說計算例示	82
(表四): 實務和解金額概況	112





第一章 緒論

第一節 研究動機

在民國 90 年初由於證券投資及期貨交易人保護中心(下稱投保中心)的成立，帶起大量財報不實訴訟，促使法院對於重大性、因果關係等構成要件判斷，逐漸參考學者意見、美國實務判決等，為謹慎的處理。於後，在民國 95 年更是新增證券交易法(下稱證交法)第 20 條之 1，為解決財報不實事件到底有無責任主體限制之爭議。該條對於明文主體的主觀構成要件採取較有利於投資人的模式，並認識到令所有行為人對外負全部連帶賠償責任並不妥適，進而在責任分擔上引進比例責任制。實務的發展似乎為財報不實民事事件帶來正面的影響，因財報不實事件過去有民法、證交法等法律適用競合的問題，導致法院判斷構成要件、責任範圍莫衷一是。新法修正後針對不同主體、主觀狀態構成不同責任型態，並令過失行為人得以自己責任比例對外負責，期能符合公平分擔之目的。

不過現況是否如此順利發展？透過相關判決的查詢，實務在修法後仍然落入規範競合的適用問題，對於各行為人責任成立的判斷上，構成要件敘述大多含糊不清，也無一定之準則。另外，由於比例責任制如何適用於連帶債務實務見解不一，在財報不實事件中往往淪為誰先清償誰倒楣的不合理情形。如此一來是否有達到公平的責任分擔？此外，比例責任制仍有許多概念需要釐清。如比例責任制是否以所有行為人加總百分之一百為上限？是否須要對各別行為人認定比例責任？已脫離訴訟的行為人是否應該加入責任比例的判斷？上開判斷都將影響各行為人責任的計算，但法院見解卻大相逕庭，甚難期待實務能夠達到公平分擔的結果。

除了責任分擔計算問題外，透過觀察可以發現先清償的倒楣行為人往往都是發行公司。其與投保中心進行和解後，承擔絕大部分的民事責任。那麼發行公司是否有再向公司內部人或其他行為人行使求償權呢？根據公開可得的資料，鮮少發行公司行使其求償權。一方面可能受限於連帶關係紊亂而無法行使求償，但更



可能是發行公司或是股東沒有誘因進行訴訟。那麼投保中心在財報不實事件中能否發揮一定程度的功用呢？投保中心能否透過訴訟或其他紛爭解決機制，要求各行為人達成公平分擔、責任承擔呢？

近年來，財報不實事件仍層出不窮¹，在法院判決混沌不明的情況下，正確理解責任的分擔乃當務之急。此外，由投保中心主導的訴訟或其他紛爭解決機制，時至今日已成為投資大眾仰賴的手段，如何適當監督並發揮功效，使行為人承擔起責任亦是重要的課題。準此，對於財報不實事件的分擔與承擔在現行法下應如何發展，以及投保中心政策的採擇，十分值得探究。

第二節 研究方法

本文研究方法主要以政策分析為主軸，即針對現況拋出問題，討論替代機制，或是提出評量的計畫或方法、建議解決方案。而通常須要注意到的問題包含目的與手段間的差距、不同目的間的強烈衝突，抑或是社會、經濟、生物與技術背景的改變導致規範或實務運作不妥適，以及透過歷史回顧、經濟模組、心理學研究或其他不同領域的證據顯示出當前政策存有錯誤的假設²。

因此，對於財報不實民事事件的分擔與承擔，本文將從現行法律以及實務的運作情況，發現問題的所在，並檢視問題發生的原因，進而以公平分擔、責任承擔兩者為主軸，蒐集並分析過往學者、先進的研究，提出本文對於現行法下的解決辦法。此外，比較法研究部分，由於我國證交法承襲自美國法，本文以美國聯邦最高法院判決見解、美國證券交易委員會的政策演變以及美國學者文章內容，作為比較法研究的標的，以期能更加全面。

第三節 論文架構

¹ 金管會網站(03/23/2020)，〈最新消息：本中心即日起受理福大公司財報不實案投資人求償登記〉，<https://www.sfipc.org.tw/MainWeb/Article.aspx?L=1&SNO=v/Fw1gH8ZssFILL7w7ycJQ==>，(最後瀏覽日：07/11/2020)；金管會網站(02/11/2020)，〈最新消息：本中心即日起受理翔耀公司財報及公開說明書不實案投資人求償登記。〉，<https://www.sfipc.org.tw/MainWeb/Article.aspx?L=1&SNO=sm7XiehMLKR010JY3MZsw==>，(最後瀏覽日：07/11/2020)。

² Martha Minow, *Archetypal Legal Scholarship: A Field Guide*, 63 J. LEGAL EDUC. 65, 66 (2013).



誠如上述，論文目的之一即是檢討現行財報不實事件中，各行為人的責任是否有達到公平的分擔，亦即，是否行為人都依照自己對於財報不實事件的因果關係程度、性質而負損害賠償責任。同時，也要檢驗財報不實事件中各該行為人是否承擔起相對應之責任，除了損害賠償責任外，對於採取和解之行為人是否有受到公共問責亦應受到檢視。準此，本文最主要以責任的「分擔」以及責任的「承擔」作為主要之兩大主軸，並展開討論。

本文總共有五章，第一章為緒論，提出研究的動機、方法以及文章架構的介紹。本文第二章為財報不實事件的規範以及主體的探討，其屬於本文最先位探討之概念，由本章介紹財報不實事件的各個規範以及責任主體範圍，並以此確定我國財報不實事件的責任主體建構方式。第三章為責任分擔的計算，建立在第二章責任主體的確定後，本章重點目標是建構各行為人間公平分擔的計算方法。除了比較美國比例責任制的運作外，本章也檢視了目前實務、學說對於財報不實事件中的連帶債務關係、和解計算的方法，整理分析後提出責任分擔計算之建議。透過確認責任分擔後，本文更希望財報不實行為人能夠自行承擔應負之責，但往往我們可以發現出面承擔責任之人都是發行公司，某程度而言，每每承擔起財報不實損害賠償責任之人，都會是發行公司的股東。因此，第四章將進入財報不實事件責任的承擔，除了借鏡美國學術發展討論我國發行人承擔大部分之責任是否有辦法舒緩外，也檢討投保中心在財報不實事件中的和解程序以及採取的和解政策是否適宜。第五章為結論，將各章串聯統整，給予我國財報不實民事事件責任分擔與承擔的建議。



第二章 財報不實規範與責任主體

第一節 美國法規範架構

第一項 1934 年證券交易法案

第一款 1934 年證券交易法 Section10 (b) 及 Rule10b-5

(一) 緣起

美國 1933 年的證券法案及 1934 年的證券交易法案的制定肇因於西元(下同) 1929 年華爾街股災的發生。當時股票市值蒸發了將近百分之 90，也因此催生此二法案³。1933 年證券法案主要規範公開發行公司之資訊揭露及申報，並強調公開原則的適用，申報資訊將由美國證券交易委員會(Securities and Exchange Commission, SEC) 進行審查⁴。1934 年證券交易法案則是關注次級市場的交易行為，制定了大家耳熟能詳的 Section10 (b)。Section10 (b) 的條文主要是在限制在證券交易中任何意圖誤導投資人的操縱或是詐欺行為。這被廣泛認為本條是擴展以往以普通法 (common law) 跟州法律對投資人的保護⁵。

Section10 (b) 規範如下:「禁止任何人直接或間接利用州際商務工具或郵件，或證券交易所之設備基於證券之交換契約，違背證券交易委員會為公益或為保護投資人所制定之規章，而對上市或非上市之證券，基於證券之交換契約買賣使用操縱或欺騙之手法⁶。」由於 Section10 (b) 並不直接發生效力，導致最初只能對櫃檯交易之證券商以及買入註冊證券以誘使他人買入者提起證券詐欺訴訟⁷。為了

³ See DONNA M. NAGY, RICHARD W. PAINTER & MARGARET V. SACHS, SECURITIES LITIGATION AND ENFORCEMENT: CASE AND MATERIALS 2 (3d ed. 2012).

⁴ *Id.* at 3-4.

⁵ Enzo Incandela, *Recourse under § 10 (B) On Life Support: The Displacement of Liability and Private Securities Fraud Action After Janus v. First Derivative*, 43 LOY. U. CHI. L.J. 935, 942 (2012).

⁶ 原文為 "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, or any securities-based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors." 翻譯參考自: 余雪明 (2016), 《證券交易法比較證券法》, 5 版, 頁 669, 台北: 自刊。

⁷ 余雪明, 前揭註 6, 頁 670。

填補此一漏洞，在 1942 年根據 Section10 (b) 的規定，SEC 採用與 1933 年證券法案 Section17 (a) 相近似的文字頒布了 Rule 10b-5，禁止不實陳述以及對於證券買賣的重要事實忽略而不陳述的行為⁸。Rule 10b-5 規範如下：「任何人不得直接或間接使用任何州際商務之工具或郵件，或任何全國性證券交易所之設施，從事下列三種與任何證券之買或賣相關行為：(a) 使用任何方法、計畫或計謀從事詐欺；(b) 對重要事實作不實陳述，或在可致誤導之情形下，對重要事實不予陳述；(c) 從事任何行為、業務或商務活動而對任何人構成詐欺或欺騙⁹。」

最一開始 Rule 10b-5 並不是為了解決私人民事追索請求的問題，而是為了避免刑事追訴無法企及。但對於證券投資人的高額損害，一般私人得否主張 Rule 10b-5 作為請求權基礎，仍然成為了美國證券詐欺訴訟發展中的一個疑問；而這個問題在各州間一直存在不同見解。直到 1971 年，美國聯邦最高法院在 *Superintendent of Insurance of New York v. Bankers Life & Casualty Co.* (Bankers Life 案) 指出法院創制 Section10 (b) 的目的並不只是要解決公司的不當管理，立法者同時也為了規制詐欺行為普遍出現在證券交易中。此外，法院認為 Section10 (b) 對於索賠的標準非常廣，對於「有相關」(in connection with) 的解釋，只要是「觸及」(touching) 任何與出售證券的詐欺行為導致的損害，投資人皆能求償¹⁰。因此，聯邦最高法院無疑是承認 1934 年的證券交易法案 Section10 (b) 與 Rule 10b-5 的規範，有隱含著私人起訴請求損害賠償的功能。

(二) 主觀要件與交易因果關係

⁸ NAGY, PAINTER & SACHS, *supra* note 3, at 23.

⁹ 原文為 "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." 翻譯參考自：余雪明，前揭註 6，頁 671。

¹⁰ *Superintendent of Ins v. Bankers Life & Cas. Co.*, 404 U.S. 6, 13 n.9, 165, 169 (1971).

關於 Section 10 (b) 與 Rule 10b-5 一般反詐欺條款，美國通常將其分為三種型態，分別為不實陳述、內線交易以及操縱行為三種¹¹，而本文僅就不實陳述部分作檢討。在民事事件上不實陳述之相關構成要件依照美國法判例解釋必須滿足：消息必須是重要不實陳述或是遺漏而未陳述、主觀上必須要不法意圖 (scienter)、詐欺行為與買賣相關、原告對被告存有信賴 (交易因果關係)、原告必須有經濟上損失、重大不實陳述與原告損失必須要有因果關係等要件¹²。

就消息重大性而言，美國多以 *TSC Industries, Inc v. Northway, Inc.* 案¹³中提供的見解作為判斷標準，即未經公開或揭露的消息如果極有可能影響理性投資人的決定時，此一消息即有重大性¹⁴；詐欺行為與買賣相關的要件，從 *Bankers Life* 案中即可知法院一直都採取較寬廣的態度；就損失因果關係而言 *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Bruoudo* 案¹⁵則說明原告如僅證明不實資訊使股價灌水，尚不足以成立損失因果關係¹⁶。就剩下兩要件與本文內容較相關，以下分述之：

1. 主觀要件

主觀上要件上的 scienter 即為拉丁語中之知情、知悉的意思，這個用語是用來描述行為人行為時之主觀心態。而這個主觀心態必須是故意 (intentionally) 或是至少是未必故意 (recklessly)，換句話說，在美國法下如果只是過失 (negligently) 甚至是重大過失 (gross negligently) 並非此所稱之不法意圖¹⁷。在 *Ernst & Ernst v. Hochfelder* 一案中 (下稱 Ernst 案)，SEC 嘗試說明 Section 10 (b) 並未如其他條文般明示必須要有故意，因此判斷上不宜要求行為人需要高於過失之主觀心態¹⁸。但聯邦最高法院則不採納 SEC 見解，並認為 SEC 所提不須以故意為限不能與過去

¹¹ 曾宛如 (2008)，〈資本市場中之民事責任 (一) 論證券交易法第二十條及第二十條之一之民事責任—以主觀要件與信賴為核心〉，《公司管理與資本市場法治制論》，頁 92，台北：元照。

¹² 余雪明，前揭註 6，頁 679-688。

¹³ See generally *TSC Industries, Inc v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976).

¹⁴ 劉連煜 (2015)，《新證券交易法實例研習》，13 版，頁 404-405，台北：新學林。

¹⁵ See generally *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Bruoudo*, 544 U.S. 336 (2005).

¹⁶ 劉連煜，前揭註 14，頁 379。

¹⁷ NAGY, PAINTER & SACHS, *supra* note 3, at 107.

¹⁸ *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 208 (1976).

歷史相符，並認為文義上操縱（manipulation）及欺騙（deception）等行為都明顯要求必須有故意的主觀心態，因此肯認主觀心態上必須限於故意¹⁹。雖然在 Ernst 案中法院並未明確表示未必故意是否符合不法意圖的要件，但實際上多數的聯邦巡迴法院在某種形式上皆認同之²⁰。由此可知，在 Section 10（b）與 Rule 10b-5 的主觀要件上，至少要為故意或是未必故意。

2. 信賴要件

就信賴要件而言，此一要件的要求是從侵權行為法而來，其主要目的是要限縮法院賦予 Section 10（b）與 Rule 10b-5 隱含私人訴權的效果，賦予私人訴權並不在於給予投資人買賣有價證券時之保險，仍然需要考量到買者自負原則的適用²¹。在信賴原則的舉證責任證明，早期 *Affiliated Ute Citizens v. United States*（下稱 Ute 案）一案為經典案例。該案中 Americans of the Ute tribe 對一家銀行以及他的兩名員工工作提起訴訟。銀行作為猶他部落為聚集資產所成立公司的代理人，原告控訴該銀行在向他們買入公司股票時並沒有告知他們已經設立一個次級市場，而那些股票在次級市場中的股價比起銀行收購的價格更高，因此原告控訴被告之行為屬於證券詐欺。在本案爭議即在於消極不告知的行為，原告是否需要證明其出賣股票乃出於對被告的信賴。法院認為當消極不告知之消息具有重大性時，原告毋庸對交易因果關係舉證²²。本案因為銀行對於重大消息未揭露在先，因此原告毋庸證明對於被告的信賴。從 Ute 案我們可以知道對於證券買賣的信賴要件，原告似乎毋庸負擔舉證責任。不過早期多數見解認為 Ute 案法院指的情形是只有在消極不告知（omission）的案件，原告方毋庸證明信賴關係，因為在消極不告知的情形下是難以證明信賴關係存在的；而積極為不實陳述（misrepresentation）原告仍必須要證明信賴關係的存在²³。

¹⁹ *Id.* at 213.

²⁰ 余雪明，前揭註 6，頁 682。

²¹ NAGY, PAINTER & SACHS, *supra* note 3, at 149.

²² *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128, 154 (1972).

²³ NAGY, PAINTER & SACHS, *supra* note 3, at 150.



不過這一切在 *Basic Inc v. Levison* 案（下稱 Basic 案）後有了改變，聯邦最高法院提供了新的方法——詐欺市場理論。在 Basic 案提及詐欺市場理論是基於一個假設，假設內容為在一個公開且成熟的證券市場內，公司股票的價格將會由所有可得的重重大資訊及營運成果來決定；縱使買賣證券之人並未直接或間接信賴不實財報，該不實財報仍將因此被視作詐騙證券之買賣人²⁴。有質疑者認為詐欺市場理論的提出，是否減輕了對信賴要件的要求？更況信賴要件在普通法的詐欺，是原告必須證明的構成要件之一²⁵，便以此認為詐欺市場理論無適用的道理。但最高法院指出現代股票市場的交易已經不同於過往面對面的交易，而是一天有成千上萬的股票不停買賣，Rule 10b-5 的信賴要求必須要接受這樣的不同²⁶。這樣的轉變也是為了支持國會的 policy，能夠促成 Rule 10b-5 訴訟進行。此後在信賴要件上就多以詐欺市場理論作為交易因果關係的推定，並以投資人信賴市場取代信賴不實陳述。

第二款 1934 年證券交易法案 Section 18 (a)

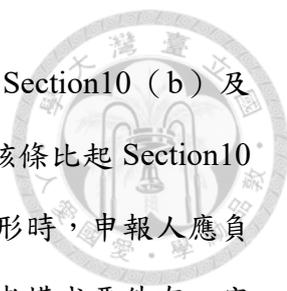
依 1934 年證券交易法案 Section 18 (a) 前段規範，任何人依證券交易法及相關行政命令規定應申報之申請書、報告或其他文件，或依本法 Section 15 (d) 規定之登記申請書內之承諾，其記載在當時有任何重大事實錯誤或有任何誤導，將對於因信賴該記載買進或賣出有價證券之人，負起損害賠償責任，除非被訴之人能夠證明他的行為是出於善意 (good faith) 並且不知悉 (knowledge) 該申報文件是不實或有誤導²⁷。

²⁴ *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 242 (1988).

²⁵ *Id.* at 244.

²⁶ *Id.* at 245.

²⁷ 原文為“(a) Any person who shall make or cause to be made any statement in any application, report, or document filed pursuant to this title or any rule or regulation thereunder or any undertaking contained in a registration statement as provided in subsection (d) of section 15 of this title, which statement was at the time and in the light of the circumstances under which it was made false or misleading with respect to any material fact, shall be liable to any person (not knowing that such statement was false or misleading) who, in reliance upon such statement shall have purchased or sold a security at a price which was affected by such statement, for damages caused by such reliance, unless the person sued shall prove that he acted in good faith and had no knowledge that such statement was false or misleading. A person seeking to enforce such liability may sue at law or in equity in any court of competent jurisdiction. In any such suit



在不實陳述的民事案件中最常與 1934 年證券交易法案 Section10 (b) 及 Rule10b-5 作比較者即為 1934 年證券交易法案 Section 18 (a)。該條比起 Section10 (b) 及 Rule10b-5，直接明訂了有關依法應申報之文件不實情形時，申報人應負之責任。在早期兩者條文是否能夠競合有所爭議，但實際上兩者構成要件有一定程度差距，所以併存並不影響²⁸。如在主觀要件上 Section 18 (a) 只要有錯誤記載或有誤導情形，除非被訴之人能夠證明自己出於善意或不知悉，否則推定被告的主觀心態；但在 Section10 (b) 及 Rule10b-5 中原告必須證明被告具有一定的主觀心態。就信賴要件而言，Section 18 (a) 則要求 Eyeball Test，必須以投資人證明實際看過文件，並因此信賴該財報才為有價證券之買賣。如果投資人僅看過發行人準備之包含相似資訊的其他文件，也是不足構成本條之信賴要件²⁹。此外，並非所有依法應申報之文件皆會構成 Section 18 (a) 之責任，如公司須向 SEC 申報並給予股東的年報，原則上無本條之適用³⁰。

第二項 責任主體實務發展

從上述請求權基礎，我們可以得知在美國法下不實陳述並沒有預設何人為責任主體，任何人只要符合 1934 年證券交易法案 Section10(b)及 Rule10b-5、Section18 (a) 都可能成為責任主體。不過正如上述，雖然 Section18 (a) 為不實陳述民事責任規範的具體化條文，但自從 Bankers Life 案承認 Section10 (b) 及 Rule10b-5 隱含私人訴權後，由於構成要件證明較為簡易，不實陳述案件就多會以此作為請求權基礎核心討論。雖然法條上是任何人都能成為被請求之人，但實際上法院判決真的是如此嗎？到底要怎麼劃定界線呢？在一個不實陳述案件中如果只有單一行為人，那麼很輕易就能分辨出誰才是應該負責之人，不過這往往只是理想的狀態。因此美國法對於違反證券相關規範之人以行為進行區分，如果是構成法條所

the court may, in its discretion, require an undertaking for the payment of the costs of such suit, and assess reasonable costs, including reasonable attorneys' fees, against either party litigant.”

²⁸ 曾宛如，前揭註 11，頁 94-95。

²⁹ THOMAS LEE HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION 550 (5th ed. 2006).

³⁰ *Id.* at 550-551.

描述之行為者，則為主要行為人，如果是次要行為人³¹則是為幫助（assist）或支撐（support）主要行為人之人，或因為與主要行為人之關係，如僱主責任（doctrine of respondeat superior），而須要負責之人³²。在次要行為人方面，由於不實陳述具填補損害的本質，而通常應該負起不實陳述的主要違反人，往往會陷於破產、財產不足清償或者早已潛逃出國，進而使得被害人想要尋求財力雄厚（deep pocket）的次要行為人求償³³。但美國法的實務上又是如何運作呢？主要行為人與次要行為人真的都需要負上不實陳述的責任嗎？

第一款 教唆犯與幫助犯的不承認

在次要行為人的幫助與教唆行為討論中，美國聯邦巡迴法院在 *Brennan v. Midwestern United Life Ins. Co.* 案討論一般侵權行為幫助責任在證券詐欺案件中適用的可能性，由於其闡述了幫助責任在一般侵權行為之正當性，被認為是具有發展性的判決；在開啟了先例後，許多法院對於證券詐欺的幫助責任採取相同立場³⁴。不過證券詐欺的幫助責任在 *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank, N.A.* 案（下稱 Central Bank 案）則有了相當大的轉變。該案事實為，Central Bank 是公債發行的受託人，但最後該公債違約而引起訴訟。投資者主張 Central Bank 明知該公債的價值被高估，或者縱使不知也未對該公債進行鑑價，因此應負起次要行為責任。在 Central Bank 一案要解決的問題就是在 Section 10 (b) 所隱含的私人訴權是否有及於教唆及幫助犯³⁵？這樣的問題必須透過決定 Section 10 (b) 禁止行為之範圍以及 Section 10 (b) 在民事請求上的構成要件為何，即本案被告是如何違反 Section 10 (b) ³⁶。

³¹ 原文中是 primary violator 以及 secondary violator，但本文所參考的外文文獻較常見者為 primary actor 以及 secondary actor，因此本文以主要行為人與次要行為人作為統一的描述。

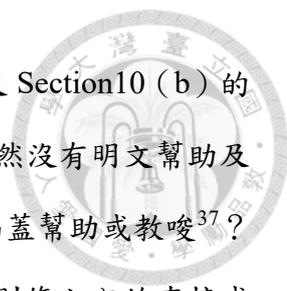
³² See JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN, DONALD C. LANGEVOORT, SECURITIES REGULATION CASE AND MATERIALS 793 (8th ed. 2017).

³³ *Id.*

³⁴ 戴銘昇(2006)〈論美國證券詐欺之民事幫助責任——以聯邦最高法院 Central Bank 案為中心——〉，《華岡法粹》，36 期，頁 165-166。關於幫助責任在巡迴法院的認定，參頁 168-171。

³⁵ *Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver*, 114 S.Ct. 1439, at 1443.

³⁶ *Id.* at 1445.



聯邦最高法院從歷史解釋出發，提及數個次要行為是否違反 Section10 (b) 的先例，進而引導出幫助或教唆人在 Section10 (b) 下的難題：雖然沒有明文幫助及教唆，但條文中的直接 (directly) 或間接 (indirectly) 是否能夠涵蓋幫助或教唆³⁷？對此議題，最高法院表示既然條文沒有明白寫出教唆與幫助，則條文內的直接或間接並不當然包含教唆或是幫助。不論被告提及教唆與幫助應該適用於所有聯邦民事法規、1934 年證券交易法案立法者有意讓幫助與教唆適用於整部法律、或者是指出幫助與教唆本來就是侵權行為的一種而應適用，都被聯邦最高法院從歷史、體系解釋一一駁斥；聯邦最高法院並認為如果國會想要規範幫助或教唆的情形，會直接明文於法條中³⁸。此外，聯邦最高法院也提及如果將幫助或教唆行為納入規範，則在審前程序會造成過重的負擔。責任主體的不確定以及頻繁訴訟會造成漣漪反應，越小的公司越難取得專業建議，專業人士將會畏懼幫較新較小的公司提供服務，而這些不確定性的費用將會轉換至需求者（公司）的身上，再轉換至投資人身上³⁹。雖然 SEC 一再強調刑事中的幫助與教唆責任，但法院也回應並非所有違反刑事責任的情形都一定具有民事責任，且表示 SEC 推論的結果會導致 1934 年證券交易法案中的規範都含有民事訴權，顯然是不合邏輯的。

基於上述理由，法院拒絕將 Section10 (b) 的範圍擴大包含教唆與幫助。不過法院在判決的最後卻留下一個伏筆，其指出「並非所有在證券市場中的次要行為人都不會構成證券交易法案之責任。任何人或者是法人，包含律師、會計師或者是銀行，不論是何人使用 (employ) 操縱手段 (manipulative device) 或者是製作一個重大不實的陳述 (或者不為陳述)，使得所有買賣證券之人信賴，則其等同於 Section10 (b) 下主要違反者，而必須要負起主要責任。」

在 Central Bank 案的見解，似乎隱含著在 Section10 (b) 的陳述不實有主要行為人以及次要行為人兩種，在該案舉例的次要行為人如會計師、律師、承銷商等

³⁷ *Id.* at 1446-47.

³⁸ *Id.* at 1450-52.

³⁹ *Id.* at 1454.



都非為直接製作財報不實之人。因此可以推斷所謂的主要行為人為製作財報之發行人、發行人的內部人等。如果次要行為人並沒有實際上使用操縱手段或是製作重大不實陳述使買賣證券之人信賴，則其行為為幫助與教唆，毋庸負主要責任；反之則須要與主要行為人共同負起主要責任。這樣的見解也影響接下來實務攻防的發展。

在 2002 年沙賓法案 (Sarbanes-Oxley Act) 通過之後，對於較常被認為是次要行為人的專職人員如證券分析師、會計師以及律師等，國會希望他們做到「守門人」的角色，即為投資人準備、認證或是檢驗他們所收到文件（如財報）之獨立專業人員⁴⁰。對於守門人的角色，沙賓法案下主要藉由加強專業人員的獨立性、防止利益衝突、錯誤呈報機制作為規範手段⁴¹。對於未完成守門義務是否能依 Section 10 (b)、Rule 10b-5 請求，則僅在該等人員有實質參與不實陳述計畫時，才能夠探討以幫助或是教唆等次要行為人的角色究責。不過縱使在沙賓法案通過後，對於守門人有實質參與財報不實是否將成為責任主體的爭議，也只有第九巡迴法院採取實質參與測試 (Substantial Participation Test) 來擴大責任主體的可能性；相較於此，大部分的巡迴法院都採取明線測試 (Bright-Line Test)，即只有當次要行為人實際「製作」不實陳述才須要負起主要責任⁴²。

第二款 加強信賴要件的要求

承上，由於聯邦最高法院明確表示證券詐欺的教唆或是幫助犯不被條文所包含，各巡迴法院對於實質參與但未製作的次要行為人，是否以 Section 10 (b)、Rule 10b-5 究責意見不一，因此在 *Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta* 案（下稱 Stoneridge 案）中，雙方的攻防都轉變為「本案的幫助或教唆行為是否會成為證券詐欺的主要行為人」。

⁴⁰ See John C. Jr. Coffee, *Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC*, 103 COLUM. L. REV. 1293, 1296 (2003).

⁴¹ *Id.* at 1301.

⁴² See Scott Siamas, *Primary Securities Fraud Liability for Secondary Actors: Revisiting Central Bank of Denver in the Wake of Enron, WorldCom, and Arthur Andersen*, 37 U.C. DAVIS L. REV. 895, 905-907 (2004).



在該案例中，渣打通訊公司為了美化他的收入預估，因此向兩家（其中一家是本案被告）公司邀約，如果兩家公司提供機上盒的訂單給渣打通訊，渣打通訊會提供每個用戶 20 元的額外回饋金，而他們再向渣打通訊購買廣告來退還價金，安排此種無經濟利益的假交易。兩家公司答應後，渣打公司就將美化過後的財務報告申報給 SEC 並對外發布，之後引發訴訟。由於 Central Bank 案的影響，原告不主張被告 Scientific-Atlanta 是詐欺幫助行為，而是去爭執被告與渣打通訊安排假交易的行為，不僅僅為幫助或教唆，而是已經構成詐欺行為應負擔起主要責任。

然而這樣的見解遭到聯邦最高法院否定，聯邦最高法院認為本案最主要問題是，原告主張被告之行為與投資人的損害是否有必要的接近關聯（proximate relation），在二審上訴法院認為兩者間並沒有必要之關聯性，而聯邦最高法院亦肯認之⁴³。聯邦最高法院指出原告對於被告詐欺行為的信賴是 Section 10 (b) 中的重要要件，在 Basic 案也提及，唯有被告不實陳述與原告損害間具有必要因果關係（requisite causal connection）對於被告才能有可預期之責任⁴⁴。在信賴要件的證明上，如果是有揭露義務而消極不告知，則依 Ute 案毋庸證明信賴關係；若是積極為不實陳述則採用 Basic 案揭示之詐欺市場理論。但在本件中被告既無義務揭露，其行為也未傳達（communicated）於大眾之中，原告自然無法證明其對於被告之行為有信賴⁴⁵。

雖然原告在此提及計畫責任（scheme liability）的適用，希望以此證明被告該詐欺計畫行為實際上已透過渣打通訊的財報傳達於公眾，已經符合因果關係⁴⁶。但聯邦最高法院認為信賴關係必須緊隨著因果關係，並判斷原告損害與被告行為間到底是接近的，又或者是過於遙遠⁴⁷。聯邦最高法院認為 Section 10 (b) 中的欺

⁴³ Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, 552 U.S. 148, 159 (2008).

⁴⁴ *Id.* at 160.

⁴⁵ *Id.*

⁴⁶ *Id.* at 161.

⁴⁷ *Id.*

騙行為必須與證券之買賣相關，雖然並非對於因果關係的要求，但在本件中被被告行為與原告損害間之因果關係過於遙遠，因此不構成信賴⁴⁸。

在本件中的發展，我們可以知道聯邦最高法院除了對於幫助與教唆犯的不承認外，如果非傳統典型的主要行為人，而欲以主要責任請求損害賠償，則仍需要透過信賴要件的檢驗。首先，如果該次要行為人沒有義務揭露其行為，則縱使該次要行為人在整個財報不實中有消極不告知的行為，原告仍然無法對其建立起信賴要件；再者，若次要行為人積極欺騙，仍須要考量該行為是否已經公開於眾而使得原告信賴。若欲主張透過財報上記載的交易關係，則要檢視此一欺騙行為是否與證券買賣相關而為。若否，則因果關係過於遙遠，不得主張對此有信賴。顯然在何人應負起主要責任的部分，解釋上是越來越為限縮。

第三款 擁有最終決定權之人方負證券詐欺之責

被認為最限縮責任主體之案件，則是 *Janus Capital Grp., Inc. v. First Derivative Traders* 案⁴⁹，探討在財報不實案件中誰才能成為責任主體。Janus Capital Group Inc. (下稱 JCG) 是上市公司，並且完全持有其子公司 Janus Capital Management LLC (下稱 JCM)。JCG 百分之 90 的收入都是靠 JCM 的營運，而兩個公司仍然為獨立的法人，但兩家公司的執行人有相當大的重複。Janus Funds 則是由 JCG 在麻薩諸塞州成立的商業信託公司，它存在的目的只是為了持有 Janus 家族的基金。Janus Fund 僱 JCM 為投資建議人，且由 JCM 提供編製基金的招股說明書的意見，透過與 JCG 同一個網站發布於公眾。而後該基金的招股說明書有不實之情形，導致 JCG 股價暴跌，隨後身為投資建議人的 JCM 也遭受起訴。原告主張 JCM 對 Janus Fund 具有宰制性的決定權以及獨一無二的控制關係，因此投資人對其有信賴關係而可歸責，必須負起損害賠償責任。

⁴⁸ *Id.* at 162. 此外法院判決尚討論將私人民事訴權拓展至日常業務、將普通法民事詐欺的概念導入聯邦法中等，因與信賴要件較無關係，於此不討論。

⁴⁹ See *Janus Capital Grp., Inc. v. First Derivative Traders*, 564 U.S. 135 (2011).



不過聯邦最高法院從文義解釋出發，解釋 make 一字的用法，並表達製作人 (maker) 在 Rule 10b-5 的目的必須是對於陳述有最終決定權 (ultimate authority)，可以決定其內容以及如何傳達，缺少這個控制要件，其他人只能成為建議如何撰寫之人，而不是製作陳述之人⁵⁰。製作的概念並不能被更廣泛的解釋成任何提供 (provide) 錯誤或誘導資訊，否則將有違反先例而不一致⁵¹。雖然原告提出本家中 JCM 作為投資建議人與 Janus Fund 此共同基金間的特殊關係，JCM 的角色正如同編劇，其將台詞寫下來交給演員⁵²。但法院拒絕此一說法，並區分 JCM 以及 Janus Fund 為不同的法人主體，且若要規範投資建議人與共同基金間緊密關係所帶來的問題，則應交由國會決定而非法院；況且在 1934 年證券交易法案 Section 20 已經規範控制者責任，若採用原告見解在 Rule 10b-5 中，其適用上將會更廣於國會已明文的控制者責任，因此法院拒絕適用原告的見解⁵³。

在本判決中可以得知原告認為 JCM 與 Janus Fund 之間的親近關係，使得 JCM 應成為 Rule 10b-5 所規範之責任主體，且提供招股說明書建議應該也能夠該當該條的製作不實陳述的構成要件。然而法院再一次採取限縮態度，將製作定義為必須要有最終決定權之人方得為之，其他提供建議之人並無法該當製作之構成要件。

第三項 小結

美國 1934 年證券交易法案 Section 10 (b) 以及 Rule 10b-5 規範不實陳述，其最初並不是為了使私人能夠依此條文向行為人求償，但由於法院判決認為其隱含著私人訴權的概念，並且挾帶著較有利的舉證責任，使得原先專為財報不實規範的 Section 18 (a) 被架空。責任主體方面則是一貫採取較嚴格的態度，從幫助與

⁵⁰ *Id.* at 143.

⁵¹ *Id.* at 146.

⁵² *Id.*

⁵³ *Id.* at 147.

教唆案的不承認，到次要行為人信賴要件的要求，一直到有最終決定權之人方為財報不實之製作人，在在都是限縮責任主體的趨勢。

近來有學者提及 *Lorenzo v. SEC* 案中非為最終決定權人的投資部副執行長，在私募案件中仍該當證券詐欺的責任，似乎放寬次要行為人構成主要責任之門檻⁵⁴；不過該案屬於私募案件而非流通市場的案例，因此較有特殊性，投資人對該副執行長有直接信賴關係，在該案中聯邦最高法院也提及若 Lorenzo 為一個收發室的職員情況可能就大為不同⁵⁵。因此，本文以為 Lorenzo 案是否能代表在財報不實事件中責任主體採較寬鬆的態度，仍有待商榷。總體而言美國在證券詐欺財報不實的責任主體是採取較限縮的態度。

第二節 我國請求權基礎

我國為民商合一體系之國家，就財報不實請求權基礎，除了證交法相關規定外，實務上往往會尋求民法侵權行為向行為人請求，或者是其他特別法中對於個別行為人規範損害賠償責任的條文作為依據。以下將整理實務上常見作為請求依據之條文，以利觀察我國財報不實的規範與責任主體發展認定。

第一項 證交法上請求權基礎

第一款 第 20 條

現行證交法第 20 條規定：「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。發行人依本法規定申報或公告之財務報告及財務業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。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。」本條即參考美國 Rule 10b-5 之發展所訂定⁵⁶。從修法歷史觀察，民國 77 年前舊證交法第 20 條第 1 項規

⁵⁴ 張心悌 (2020)，〈從美國聯邦最高法院次要行為人判決思考我國財報不實民事責任之規範〉，《臺灣財經法學論叢》，2 卷 1 期，頁 50。

⁵⁵ *Lorenzo v. SEC*, 139 S.Ct. 1094, 1102 (2019).

⁵⁶ 余雪明，前揭註 6，頁 690。

範為「募集、發行或買賣有價證券者，不得有虛偽詐欺或其他足致他人誤信之行為。」文義解釋上似乎僅及於募集人、發行人以及直接買賣之人方能成為責任主體。不過 77 年修正理由即指出修法後改為「有價證券之募集、發行...」之目的即為涵蓋第三人。由此可知證交法第 20 條第 1 項對責任主體的範圍較為寬廣，並不限於募集、發行、私募或直接買賣之人，亦包含間接參與之其他關係人⁵⁷。此即揭示任何人在從事證券法上相關行為不得有虛偽或詐欺等情事，該條屬於一般的反詐欺條款。依現行法違反第 20 條第 1 項規定須要依照第 3 項負起民事損害賠償責任。

就證交法第 20 條第 1 項其責任性質究竟為何，學說上素來有爭議，可分為獨立法定責任、契約行為以及侵權行為。

（一）獨立法定責任說

此說主張證交法第 20 條應屬於獨立的法定責任，僅係以侵權行為之要件作為適用時之參考⁵⁸。就採取此說之學者正是注意到若將證交法第 20 條定性為侵權行為責任，那麼在構成要件的適用上可能會受到請求權基礎相互影響，導致最終須負責任之人過於廣泛，因此主張證交法第 20 條為獨立的法定責任，並且給予兩個建適用上的建議，一是將民法侵權行為視為證交法第 20 條之補充，並嚴格限制主體範圍；二是將證交法第 20 條不再限縮主觀要件於故意，而包含重大過失，並以此限縮民法侵權行為之適用⁵⁹。

（二）契約責任說

此說為 1988 年證交法修正前的見解，在該次修正前因為條文規定為「募集、發行或買賣有價證券者...」，因此被認為要主張證交法第 20 條第 1 項必須要買賣雙方具有契約上的連結，始能適用；若虛偽詐欺出於第三人，縱使受有損害亦不

⁵⁷ 余雪明，前揭註 6，頁 691。

⁵⁸ 曾宛如，前揭註 11，頁 88-89。

⁵⁹ 曾宛如，前揭註 11，頁 122。



得依本條請求⁶⁰。顯而易見，在該次修法過後因為證交法第 20 條第 1 項修正為「有價證券之募集、發行...」，不再以有契約連結作為前提，故契約說已被揚棄。

(三) 侵權行為說

此說為學說⁶¹、實務⁶²多數見解。自從 1988 年證交法修正之後，於修法理由即已明確表達其屬於侵權行為之性質，就條文的本質上，證券詐欺自該當侵權行為的態樣。

上開見解中，契約責任說於修法後顯屬不可採；法定責任與侵權行為責任都有其支持者。但就侵權行為的機能觀察，包含贖罪、懲罰、威嚇、教育、填補損害及預防損害⁶³等；證券詐欺的主要目的亦不脫離威嚇與填補損害二者，甚且詐欺行為本屬於侵權行為的態樣之一，故證交法第 20 條定性為侵權行為要屬無疑。

證交法第 20 條第 2 項則是於民國 77 年新增訂，主要規範發行人不得有財報、相關業務文件以及財務文件等不實的情形，相較於第 1 項一般反詐欺條款更為具體。發行人違反第 2 項在民國 95 年以前亦是依第 3 項負損害賠償責任，但在民國 95 年新增訂第 20 條之 1 後，發行人即依該條負起損害賠償責任。雖然證交法第 20 條第 2 項是財報不實之具體化規定，但其細緻程度並不如之後增訂證交法第 20 條之 1 如此詳實。

就證交法第 20 條第 1 項與第 2 項有無不同，實務上有認為公司如果僅有依法應申報之財務業務文件不實，乃是違反第 2 項規定，若進一步將此不實之財務業務文件用以募集、發行、私募或者是買賣，則違反第 1 項規定；不過亦有從寬解釋不嚴格區分二者之適用⁶⁴。本文以為第 20 條第 1 項乃一般反詐欺條款之規定，

⁶⁰ 賴英照 (1996)，《論證券交易法逐條釋義第四冊》，頁 107，台北：自刊。

⁶¹ 廖大穎 (2017)，《證券交易法導論》，7 版，頁 572，台北：三民。相同見解，劉連煜 (2006)，〈財報不實之損害賠償責任：法制史上蜥蜴的復活？—證券交易法新增訂二十條之一的評論〉，《月旦民商法雜誌》，11 期，頁 53。

⁶² 臺中高分院 99 年金上字第 4 號民事判決、臺灣臺北地方法院 99 年度金字第 6 號判決、臺灣高等法院 104 年度金上字第 14 號判決參照。

⁶³ 王澤鑑 (2010)，《侵權行為法》，再版，頁 7，台北：自刊。

⁶⁴ 賴英照 (2011)，《最新證券交易法解析》，再版，頁 717，台北：自刊。



而財報不實本為證券詐欺的一種型態，違反財報不實當然會構成證交法第 20 條第 1 項規定，只是將各種類型具體化後當然優先適用具體化後之條文，故二者應無庸嚴格區分。

第二款 第 20 條之 1

現行證交法第 20 條之 1 規定：「前條第二項之財務報告及財務業務文件或依第三十六條第一項公告申報之財務報告，其主要內容有虛偽或隱匿之情事，下列各款之人，對於發行人所發行有價證券之善意取得人、出賣人或持有人因而所受之損害，應負賠償責任：一、發行人及其負責人。二、發行人之職員，曾在財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章者。前項各款之人，除發行人外，如能證明已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事者，免負賠償責任。會計師辦理第一項財務報告或財務業務文件之簽證，有不正當行為或違反或廢弛其業務上應盡之義務，致第一項之損害發生者，負賠償責任。法院調閱會計師工作底稿並請求閱覽或抄錄，會計師及會計師事務所不得拒絕。」

證交法第 20 條之 1 於民國 95 年新增，學者指出此條之增訂係為了明定財報不實的賠償義務主體⁶⁵，從立法院提案的修正理由也提及過去對於財報不實相關人員承擔責任規範不清，為杜爭議方對於財務業務文件簽名或蓋章之人須負擔民事損害賠償責任做規範。相較於證交法第 20 條第 1、2 項，本條對於財報不實之相關構成要件規定的更是鉅細靡遺，包含責任主體、重大性以及比例責任等明文。關於其責任定性，則應與證交法第 20 條作相同解釋，為侵權行為責任。由上開條文我們可以知道民國 95 年將財報不實的責任主體先作了區分，其中包含了：

(一) 發行人及其負責人

發行人及發行公司，負責人則依公司法第 8 條規定為公司之董事、公司之經理人、清算人或臨時管理人；股份有限公司之發起人、監察人、檢查人、重整人或重整監督人，在執行職務範圍內亦為公司負責人。此外，實質董事與影子董事依

⁶⁵ 賴英照，前揭註 64，頁 791。



同條第 3 項，與本法董事同負民事、刑事及行政責任。該等人雖非明文之負責人，然我國公司法在制度安排上仍使其與本法之董事同負責任，該等人亦能成為責任之主體。

在民國 104 年以前，發行人及負責人中之董事長、總經理對外是負無過失責任，但在民國 104 年以後為了避免過重之損害賠償以及降低優秀人才出任之意願，修正為發行人負無過失責任，其餘負責人負推定過失責任。

(二) 發行人之職員

發行人之職員只要在財務報告或是財務業務文件上有簽名者，即為明文之財報不實責任主體。其責任型態屬於推定過失責任，除非已證明自己盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事者外，必須負起損害賠償責任。

(三) 會計師

會計師在修法當初多有爭議，行政院修正草案有意將會計師之責任提升為推定過失責任，但此項建議並未成功，現行法會計師仍負一般過失責任，僅於第 4 項增加會計師文書提出之義務⁶⁶。

第二項 其他請求權基礎

第一款 侵權行為、僱用人責任與共同侵權行為

(一) 民法第 184 條

除了證交法上的請求權基礎外，實務上亦常見以民法侵權行為作為財報不實的請求權基礎之一。畢竟財報不實為詐欺型態，本來就構成民法侵權行為。但須注意者乃民法第 184 條第 1 項前段原則上限於權利（固有利益），而不及於權利以外之利益，特別是學說上所稱之純粹經濟上損失或純粹財產上損害⁶⁷。證券詐欺中構成的價值減損應非本條之權利。

⁶⁶ 劉連煜，前揭註 14，頁 366。

⁶⁷ 參最高法院 98 年度台上字第 1961 號判決。



就民法第 184 條第 1 項後段、第 2 項雖然不以權利為限，但仍分別須符合「故意以背於善良風俗之方法」以及「違反保護他人之法律」。就前者，實務上多認為如有故意共謀、參與導致財報內容不實之行為屬於故意以背於善良風俗之方法⁶⁸。後者則在實務上多有歧見，有認為證交法第 1 條明定為發展國民經濟，並保障投資，特制定本法，是違反證交法第 20 條之 1 之情事，自屬民法第 184 條第 2 項規定之違反保護他人法律⁶⁹；亦有認為證交法第 1 條所保障者僅及於社會法益，而非保護個別股票投資人⁷⁰。更有進者認為民法第 184 條第 2 項之目的是為了轉介立法者未直接規定的公私法強制規範，始成為民事侵權責任的規範，但證券交易法中有獨立特殊侵權行為者，自不得再解為保護他人之法律⁷¹。就上開紛亂的實務見解可以得知，投資人若要從民法第 184 條各項主張損害賠償，只有民法第 184 條第 1 項後段或第 2 項較可以成為請求權基礎。

（二）僱用人責任

僱用人責任旨在規範其受僱人不法侵害他人權利時，因僱用人利用他人擴大其活動範圍，則其應承擔受僱人侵害他人權利所生之損害賠償，以此保護被害人⁷²。該條之制定目的在於僱用人對於受僱人有選任及監督之責任，當受僱人有侵權行為時，即推定僱用人有選任及監督上之過失。證交法第 20 條之 1 明文的責任主體多半與公司並非僱傭關係，如董事、監察人、經理人、外部會計師等，僱用人（即公司）無適用本條之餘地。投資人若對上開主體以民法第 188 條作為請求權基礎，多會被法院認為無理由；但若是在財務報告或財務業務文件上簽名蓋章的職員，其等非屬委任關係的情形下，投資人自得主張該職員受僱於公司底下，請求公司為連帶賠償。

⁶⁸ 參臺灣臺北地方法院 96 年度金字第 22 號判決、臺灣高雄地方法院 102 年度金字第 2 號判決、臺灣高等法院 107 年度金上更一字第 1 號判決。

⁶⁹ 參臺灣高等法院 105 年度金上字第 6 號判決，相近見解參臺灣高等法院臺中分院 100 年度金上字第 2 號判決。

⁷⁰ 臺灣高等法院 107 年度金上更一字第 1 號判決。

⁷¹ 參臺灣臺北地方法院 99 年度金字第 37 號判決、臺灣高等法院 104 年度金上字第 8 號判決。

⁷² 王澤鑑，前揭註 63，頁 523。

不過證交法第 20 條之 1 本身規定發行公司須負全部賠償責任，因此職員之損害本來就被包含在發行公司應負損害範圍內，現行法下適用民法第 188 條請求發行公司負連帶責任較無實益；財報不實之僱用人責任最常出現在發行公司委請非法人會計師事務所簽證的情形。因會計師法第 42 條第 1 項只規範會計師本身之損害賠償責任，且該條第 3 項無法對非法人會計師事務所請求連帶賠償。因此，民法第 188 條作為一般受僱會計師有違反或廢弛業務上應盡之義務時，投資人對僱用人即非法人會計師事務所的求償依據⁷³。

（三）共同侵權行為

依民法第 185 條，數人共同不法侵害他人之權利者，連帶負損害賠償責任。其中最著名的爭議即為「共同」的定義為主觀說或者是客觀說。採取主觀說者認為各加害人間須有意思聯絡以及行為分擔，方符合共同侵權行為。若無意思聯絡與行為分擔，則數人僅就同一損害依其過失程度定其損害賠償責任⁷⁴。採客觀說者則認為各加害人間毋庸有意思聯絡，只要數人的行為客觀上發生同一結果，即應成立共同侵權行為，有無意思聯絡則在所不問⁷⁵。此項爭議在我國實務上較無歧見，因自從司法院例變字第一號後，我國法院多以客觀說為依歸⁷⁶。

就財報不實事件，各行為人適用共同侵權行為較無爭議，且縱使數行為人間就財報不實部分為故意而部分為過失，進而無意思聯絡，也因我國實務對共同行為採取客觀說，因此須對外負連帶賠償責任。

第二款 法人責任

⁷³ 臺灣臺北地方法院 99 年度金字第 33 號判決。

⁷⁴ 王澤鑑，前揭註 63，頁 441。

⁷⁵ 王澤鑑，前揭註 63，頁 440。

⁷⁶ 參司法院例變字第一號「...共同侵權行為人間不以有意思聯絡為必要，樹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，即所謂行為關聯共同，亦足成立共同侵權行為...」。雖然判例、決議制度已被廢除，但最高法院亦多認為共同侵權行為毋須意思聯絡；參最高法院 108 年度台上字第 986 號判決、最高法院 108 年度台上字第 1905 號判決、最高法院 106 年度台上字第 2898 號判決等。



依民法第 28 條「法人對於其董事或其他有代表權人，因執行職務所加於他人之損害，與該行為人連帶負賠償責任。」在我國法下採取法人實在說，肯認法人是一種組織體，該組織體由自然人代為法律行為，自然人就是法人的代表機關。基此，法人之董事為其機關，其所為的侵權行為就是法人之侵權行為⁷⁷。而行為人應與法人連帶，乃是基於法人的財產通常較行為人多，被害人獲得賠償機會較大，對被害人保護較為周密的原因⁷⁸。由上開論述可知本條應屬於法人侵權行為之明文。

在財報不實案例中，依公司法第 228 條第 1 項第 2 款董事會有編造財務報表的職責，若對於財報中之重大內容有不實之情形，導致投資人有損失，自該當因執行職務所加他人之損害，使得該法人必須與董事負起連帶賠償責任。此之其他有代表權人包含清算人、公司重整人、及代表法人之監察人等，但不包含一般職員⁷⁹。不過財報不實之公司本身即因證交法第 20 條之 1 對外負全部責任，雖然實務上都會一併請求，但本條真正的用意在於法人擔任財報不實公司之董監事的情形，請求權人可依民法第 28 條請求法人與其代表人連帶賠償。

第三款 負責人與公司責任

依公司法第 23 條第 2 項「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。」其要件必須為公司的負責人因執行與業務密切相關之行為，導致他人受有私權的損害⁸⁰。

在財報不實案件中若是由公司的負責人所為，董事會有編造財務報表的職責，自該當負責人於公司業務執行的範疇；甚且其違反證交法第 20 條、20 條之 1 等反詐欺之法令，並致投資人受有損害時，當然亦符合本條之要件，該負責人必須與

⁷⁷ 施啟揚（2010），《民法總則》，八版，頁 172-173，台北：自刊。

⁷⁸ 施啟揚，前揭註 77，頁 174-175。

⁷⁹ 施啟揚，前揭註 77，頁 173。

⁸⁰ 劉連煜（2019），《現代公司法》，14 版，頁 126，台北：新學林。

公司負起連帶賠償責任。該條性質上是否需要以公司負責人有故意過失為前提，即本條究竟屬於特別侵權行為抑或是法定特別責任，亦有爭論。

採法定特別責任說者，實務上有認為該條乃董事對於第三人之特別責任，異於一般侵權行為，因此毋庸判斷董事之故意過失⁸¹；學說上有從立法意旨探之，並認為現代巨型公司所有與經營漸次分離，公司經營階層之權限日漸擴張，公司社會責任甚囂塵上之際，強化公司負責人之民事責任有其必要，並認為本條應屬於法定特別責任，與侵權行為有別⁸²。不過，採特別侵權行為說者，其認為從外國法觀察、企業社會責任以及法律體系、法律價值判斷上，應肯認仍須具備一般侵權行為之要件⁸³。

公司法第 23 條第 2 項與民法第 28 條間之互動深深影響特別侵權行為說或法定特別責任說的採擇。採取特別侵權行為說者，則認為公司法第 23 條第 2 項將優先民法第 28 條之適用；反之，法定特別責任說者，則認其非特殊侵權行為，自可能與民法第 28 條形成規範競合之關係⁸⁴。本文認為公司法第 23 條第 2 項屬於特別侵權行為責任較為可採，適用本條之前仍然需判斷一般侵權行為所應具備之要件。

此外，本條中「他人」的要件是否排除公司股東亦有不同意見。若投資人在相信不實財報後持續持有股票，但就財報不實揭露後股價大跌卻也無法脫手時，該股東究竟能否以本條作為求權基礎？實務上有認為該「他人」包含股東，進而肯認得請求⁸⁵。有學者亦認為股東並非不可能成為侵權行為的受害者，其提出應區

⁸¹ 最高法院 73 年台上字第 4345 號判決、最高法院 96 年度台上字第 2517 號判決、最高法院 98 年度台上字第 1857 號判決參照。

⁸² 陳春山（1987），〈公司負責人違反法令之損害賠償責任〉，《軍法專刊》，33 卷 6 期，頁 12。

⁸³ 劉連煜，前揭註 80，頁 126。

⁸⁴ 林大洋（2011），〈公司侵權責任之法律適用——民法第 28 條與公司法第 23 條第 2 項之交錯與應用〉，《台灣法學雜誌》，175 期，頁 82。

⁸⁵ 參最高法院 96 年度台上字第 186 號民事判決。

分是否僅為公司內部事務之處理或者是外部關係。若為外部關係，股東仍有可能依公司法第 23 條第 2 項求償⁸⁶。



第四款 會計師與會計師事務所責任

會計師法第 41 條規定「會計師執行業務不得有不正當行為或違反或廢弛其業務上應盡之義務。」復於第 42 條⁸⁷第 1、3、5 項規定違反第 41 條之損害賠償責任、會計師事務所之股東與事務所的連帶責任以及事務所對於該股東的求償權。就會計師法第 41 條、第 42 條之規定，因過去立法過程中並無詳載其立法理由，無從由當初立法背景判斷該損害賠償責任性質；然就立法用語、體系觀察，定性為侵權行為要屬無疑。在財報不實方面，若會計師對於財務報表之簽證有違反或廢弛職務上應盡之義務，導致投資人（利害關係人）受有損害，投資人亦得依會計師法第 41 條、第 42 條第 1 項向該會計師請求損害賠償。

惟在此須注意，投資人若欲援引第 3 項請求會計師事務所負連帶賠償責任，必須以違反第 41 條之會計師為該會計師事務所之股東，且該會計師事務所為法人型態，始有本條之適用。而會計師事務所於賠償後，對於該股東基於同條第 5 項享有求償權。另依會計師法第 30 條第 1 項，法人會計師事務所不得由股東以外之人執行業務；由此可知第 42 條的設計較近似於公司法下有限公司的設計。

然而，臺灣會計師事務所以合夥型態較為常見，就上開會計師法第 42 條相關規定於我國較無用武之地。雖是如此，實務上有認為合夥事業雖不具有法人資格，但參酌民法相關規定，認為合夥間除了契約之外，亦同時表現團體之性質，與法人之本質並無軒輊。是合夥人若因執行合夥事務，侵害他人權利而成立侵權行為

⁸⁶ 曾宛如（2008），〈少數股東之保護與公司法第二三條第二項—兼評台南高分院八十七年度重上更一字第二二號判決及九十六年度台上字第一八六號判決〉，《月旦法學雜誌》，159 期，頁 268-269。

⁸⁷ 會計師法第 42 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害者，負賠償責任。會計師因過失致前項所生之損害賠償責任，除辦理公開發行公司簽證業務外，以對同一指定人、委託人或受查人當年度所取得公費總額十倍為限。法人會計師事務所之股東有第一項情形者，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保險者，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。」

者，與法人之有代表權人，因執行職務加損害於他人之情形相類，其所生之法效應等量齊觀，被害人自可類推適用民法第 28 條之規定⁸⁸；學說上亦有從社會交易活動功能出發，承認非法人團體得類推適用民法第 28 條之規定⁸⁹。

就合夥團體得類推適用民法第 28 條規定，使其合夥人與合夥團體負起連帶賠償責任，看似是為投資人增加求償管道，不失為美事一樁。但就立法體系而言，民國 96 年會計師法修法時已限定法人會計師事務所方有對外連帶賠償之適用；但合夥是否得類推適用民法第 28 條之見解，卻是於民國 96 年後方有實務加以討論。由此可知，在立法者將連帶賠償責任限制於法人會計師事務所時，司法卻又採取類推適用之作法，將合夥性質之會計師事務所納入連帶賠償責任的適用，似與當初立法意旨相衝突。雖然會計師法第 42 條查其立法理由僅表示配合會計師事務所新增組織型態，並使有過失股東負擔起無限賠償責任，但對於為何區分公司組織型態異其適用連帶賠償責任，似無堅強之理由。相較之下，非法人團體類推適用民法第 28 條為實務、學說普遍接受之見解。不過上開的衝突也在在顯示出了複數規範下法之適用之重要性。

第三節 我國責任主體範圍之問題與劃定

第一項 規範競合於我國的省思

從上開請求權基礎中我們可以知道，光是受害投資人主張侵權行為，只要能夠符合侵權行為的構成要件，不論上至董事長下至經手財務業務文件的員工，甚至連發行公司員工以外之人都能夠成為責任主體。不過從證交法的面向觀察，在新增第 20 條之 1 後到底是有意識地限制責任主體在明文之人身上，抑或是投資人對於該等明文主體享有較有利的舉證責任，似乎不甚明確。從實務判決觀察，非明文主體的請求權基礎亦是不清不楚。在判決論述會針對明文主體就財報不實的構成要件進行檢討；但對於非明文主體，往往不會詳細論述該行為人之構成要件

⁸⁸ 最高法院 101 年度台上字第 1695 號判決、臺灣高等法院 101 年度金上字第 7 號民事判決、臺灣高等法院 101 年度金上字第 5 號民事判決參照。

⁸⁹ 陳聰富（2014），〈法人的意義、種類與能力〉，《月旦法學教室》，139 期，頁 48。

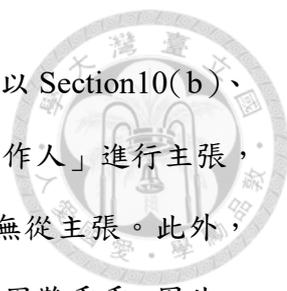
(如因果關係的探討常常付之闕如)，多會在判決最後以刑事故意共同行為人，與故意明文主體一同究責。這樣的見解似乎只要明文責任主體構成財報不實，法院就會將證交法第 20 條、第 20 條之 1、民法第 184 條、185 條等請求權基礎羅列，並「順便」將非責任主體之共同行為人加入連帶賠償負責任⁹⁰。或有法院將此等刑事故意共同行為人直接以共同侵權行為論述，並認為無論任何身分皆有詐欺市場理論之適用，然而此與母國法之見解即有相當之不同，也未見深刻的論述⁹¹。

由此我們可以知道，最大的問題點在於非明文主體的責任判斷，法院以一般侵權行為、共同侵權行為作為請求權基礎，但卻未思考財報不實事件是否有其特殊性。在因果關係、責任狀態的判斷上已發展出有別於傳統侵權行為的認定時，是否仍應探尋民法侵權行為作為請求依據？因此，本項將從財報不實事件中的規範競合，點出目前待解決的問題。

第一款 誰該為財報不實負責？

⁹⁰ 如臺灣士林地方法院 99 年度金字第 10 號判決對於非明文主體之符正居涵攝如下「...查，被告陳泓伍、彭慧貞、鍾立娟、林真嶽為刑事被告，均已判刑確定，符正居與陳泓伍、彭慧貞、鍾立娟、林真嶽共同為虛偽循環交易，造成聯豪公司財務報告不實，共同犯證交法第 171 條第 1 項第 1 項第 1 款申報不實罪，有臺灣臺北地方法院 100 年度金訴字第 15 號判決書可參，**自屬故意以背於善良風俗之方法，加損害於授與原告之訴訟實施權人，而構成侵權行為**，依民法第 184 條第 1 項後段、依民法第 185 條規定，應與其他不法行為人即陳泓伍、林真嶽、彭慧貞、鍾立娟連帶負責。陳泓伍、彭慧貞、鍾立娟、符正居，對於附表一甲-1、乙-1、丙-1、丁-1、戊-1 之訴訟實施權授與人，因系爭財報不實所受之損害負連帶賠償責任。林真嶽僅就附表一甲-1、戊-1 之訴訟實施權授與人負連帶賠償責任...」判決中僅於此論述，並未就各項構成要件有深入分析。

⁹¹ 臺灣臺中地方法院 98 年度金字第 21 號判決「...在美國司法實務上，傳統證券詐欺訴訟應由原告證明「交易因果關係」及「損失因果關係」，適用「詐欺市場理論」之後，採「推定交易因果關係」及「推定損失因果關係」，原告對於上開因果關係則無須再作實際證明。是以，依美國詐欺市場理論在司法實務上的發展可知，該理論主要目的是在於解決「因果關係證明」之訴訟上舉證責任分配的問題，而因果關係本質上為一客觀要件，並不涉及求償對象的身分，**故不應區分為不實陳述或隱匿行為的被告身分，加以限制詐欺市場理論的適用範圍**。此外，在我國財報不實證券求償訴訟的司法實務中，不乏有採用「詐欺市場理論」的推定因果關係，作為認定公司董監事成立因果關係而應負損害賠償責任的案例，如：皇統案（台北地方法院 95 年度金字第 8 號民事判決參照，對於公司董事及監察人亦適用推定因果關係。是以，詐欺市場理論的適用對象，除發行公司（即本件被告金兩公司）、刑事不法行為人（顧名珠、謝振益、張大方；池啟光、楊俊德、林春、曾志忠，詳下段所述），並包括應負責之公司董、監事（即於被告金兩公司為虛偽交易期間擔任公司董事長之被告顧熾松及監事顧英哲）在內...」。過去亦有文獻與本文有相同觀察。陳威達（2017），《財務報告不實因果關係之再建構》，頁 294，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。該篇論文以交易因果關係說明法院大多僅就各項請求權基礎間之共通要件進行分析，但未詳加闡述。



從美國法的啟示我們可以知道，在美國財報不實事件中若欲以 Section 10(b)、Rule 10b-5 提起民事求償訴訟，則原告只能對於財報不實的「製作人」進行主張，且必須以該行為人對於不實之財報有故意或未必故意，過失則無從主張。此外，對於投資人若想令次要行為人負起財報不實之責任，其請求更是困難重重。因此，美國對於財報不實民事求償的核心應該是要找出「故意製作不實陳述之人」。

反觀臺灣對於財報不實製作人以外之人，仍會以侵權行為作為請求權基礎。在主觀要件上更是不限於故意或未必故意，任何人牽涉財報不實事件，其過失行為仍可能依民法 184 條第 2 項被請求。在民國 95 年修法後則更是明文部分主體須負無過失（在民國 104 年以前董事長、總經理負無過失責任）、推定過失負責；非明文主體則仍須依民法 184 條第 2 項負損害賠償責任。不論是修法前或修法後我國財報不實可能與美國走出不一樣的路，我們除了要找出「故意製作不實陳述之人」外，也想要找到「未盡責發現財報不實之人」。例如在公司的職員若是在應申報的財務業務文件簽章但未發現有不實陳述，其仍須負推定過失的責任；會計師對於簽證之文件未發現有詐欺或隱匿之事項，也須負過失之責任。對於過失也須要負起財報不實責任，或許是受到我國民法侵權行為本即規範過失行為須負損害賠償責任的影響，以及證交法第 32 條在初級市場公開說明書不實，行為人有免責要件作為立法參考。適用的結果造就了任何人都可能為財報不實負責，且不論其對於財報不實之製作是否故意，只要有過失即須為不實財報負責。

這樣的見解是好是壞可能取決於價值判斷，不過對於我國財報不實事件打擊規範過廣仍有幾點值得審慎思考。首先將初級市場規範套用在次級市場的合適性可能有疑問，兩者不僅涉及的層面不同，連構成要件也不一樣⁹²，就這樣參考立法的方式可能需要更多的說明。我國雖然有民法侵權行為為過失行為負損害賠償責任撐腰，但財報不實事件到現今已然發展成一種特殊的事件，在因果關係的認定

⁹² 如初級市場對於交易因果關係就無詐欺市場理論的適用，雖美國法上有詐欺進入市場理論但未被廣泛接受，詳見劉連煜，前揭註 14，頁 377。



上採取詐欺市場理論較為寬鬆，如果再搭配主觀要件不進行限縮，亦有可能造成財報不實事件打擊面過廣的問題，這樣的結果可能非立法者當初所預見。

第二款 修法是否為限縮責任主體？

就上開打擊面過廣的問題，在證交法第 20 條之 1 新修正時，實務上即出現一種抗辯為證交法第 20 條之 1 限縮行為人的主體，因此僅有該條所列之行為人方須要為財報不實負起民事責任，且亦不得再以其他請求權基礎請求負連帶賠償責任⁹³。不過法院對於這樣的抗辯往往會先肯認該等人非證交法第 20 條之 1 的責任主體；但話鋒一轉，便會改以民法第 184 條侵權行為進行涵攝，並再以民事訴訟法第 277 條但書導入詐欺市場理論，輕易地將原告在民法侵權行為中須舉證之相當因果關係減輕⁹⁴。就這樣的論斷，可能要先釐清：證交法修正後是否有要限縮責任體？如果這個答案是肯定的，那麼法院依民法侵權行為主張非明文主體之責任時，是否會與修法的意旨相衝突？如果答案為否定的，那麼證交法第 20 條第 1 項可否作為請求權基礎？若再回過頭尋求民法侵權行為作為請求依據，是否只要有過失的非明文主體都可能成為賠償責任人？這都是在我國法下值得深思的問題。

第三款 構成要件交互援用

⁹³ 臺灣高等法院 104 年度金上字第 14 號判決「...伊等非雅新公司負責人，僅是受僱勞工，亦未在系爭財報或財務業務文件上簽名或蓋章，並非證交法第 20 條之 1 第 1 項規定之賠償主體。再者，證交法第 20 條之 1 規定應屬民法一般侵權行為之特別規定，兩種請求權不能並存，僅能適用具特別法性質之證交法第 20 條之 1，是伊等既非證交法第 20 條之 1 之責任主體，亦非雅新公司負責人，上訴人自不得再依民法第 184 條第 1 項後段、第 184 條第 2 項、第 185 條、公司法第 23 條第 2 項、民法第 28 條向伊等請求連帶賠償，更不得援引市場詐欺理論以免除民事侵權行為因果關係舉證責任...」，另臺灣臺北地方法院 99 年度金字第 33 號判決、臺灣新北地方法院 105 年度金字第 21 號判決等原告皆有採類似抗辯。

⁹⁴ 臺灣高等法院 104 年度金上字第 14 號判決「按『當事人主張有利於己之事實者，就其事實有舉證之責任。但法律別有規定，或依其情形顯失公平者，不在此限。』，民法第 277 條定有明文。而證券市場，乃企業與社會大眾資金流通及資本形成之主要平台。企業藉由此一市場，得以發行有價證券（公司債、股票等）籌措長期且安定之資金，社會大眾亦可經由此市場購買企業所發行之有價證券，以分享企業經營之成果，並尋求較佳之投資理財管道，獲取較好之投資報酬率，乃資本市場體系中相當重要之一環。其因此衍生之損害賠償事件，其複雜性與專業性，較諸公害事件、交通事件、商品製造人責任及醫療糾紛等事件，毫不遜色。是以，企業經營管理者，倘利用其資訊上之優勢，故意製作虛偽之財報申報或公告，既足使投資人誤以該企業之業績將有成長或有所轉機，而作出買賣股票之決定，衡量危險領域理論、蓋然性理論、武器平等原則及誠信原則等因素，若責由投資人舉證證明交易因果關係，舉證實有困難，顯失公平，故就受害之投資人交易因果關係之舉證責任，自應依民事訴訟法第 277 條但書之規定予以減輕...」。



在規範競合底下即可能會造成構成要件的交互援用的情形，正如同第二款所提，實務判決會以民事訴訟法第 277 條但書將詐欺市場理論推定因果關係引入民法侵權行為的判斷。詐欺市場為源於效率的資本市場假說，即在有效率的資本市場中，對於影響股票漲跌的因素將可以即時完全反映在股票的價格上。而在此一前提之下，行為人對財報之主要內容有虛偽隱匿的情形，投資人縱使沒有閱讀財報，但因為其信賴市場提供價格乃是正確的財報所反映而生，藉此認定有交易因果關係⁹⁵。就此觀點而言，既然詐欺市場理論在我國法未明文為證交法財報不實中特殊因果關係，似乎不論投資人依據民法侵權行為或者是證交法財報不實都能在法庭上主張詐欺市場理論。但若是詐欺市場理論如此有利投資人的推定，能夠無限制地適用到民法侵權行為的主張，反而會侵蝕證交法在處理財報不實事件所設下其他的構成要件。申言之，由證交法第 20 條、20 條之 1 所構成的財報不實請求權基礎，我們從文字上可以發現前者將行為人限縮於故意，後者則有責任主體的限制，並設置了許多不同的責任型態、比例責任適用等，明顯與單純侵權行為故意過失不法侵害他人權利、故意違背善良風俗或是違反保護他人法律等要件不同。證交法的規定在主觀要件、責任主體限縮之下，對於因果關係的要求以詐欺市場理論推定交易因果關係較為放寬。但在侵權行為中若得任意運用詐欺市場理論，在主觀要件未有設限的情形下，可能會使過多人落入財報不實的民事賠償責任。

除了因果關係之外，行為人間的連帶與比例責任衝突也會因為規範競合，在適用上產生問題。我們可以發現在證交法第 20 條之 1 增訂後，對於各行為人的責任並未規範連帶關係，但依我國民法第 272 條規定，連帶債務必須明示或是法律有規定者為限，造成實務上若欲使所有行為人有連帶債務，又必須回歸民法第 185 條共同侵權行為作為連帶請求的依據。在財報不實事件證交法與其他法律適用關係不明的情形，最極端的狀況可能會產生原告依侵權行為主張所有責任主體不論

⁹⁵ 廖大穎 (2017)，〈詐欺市場理論〉，《月旦法學教室》，177 期，頁 27。

故意過失都應該依民法第 185 條負起對外連帶賠償責任，而拒斥適用比例責任制⁹⁶。顯然這又是證交法與民法間構成要件交互援用的案例，即一方面以證交法較有利投資人之規範認定行為人之責任，最後民法又以共同侵權行為將所有人連帶。

尤有進者，證交法請求權基礎之行使依第 21 條較其他侵權行為類行為短，如待時效消滅後又能以證交法外之請求權基礎請求，除了享有較低程度的舉證利益外，還能夠規避比例責任制之適用，如此運作下來，將使得行為人不適用證交法請求權基礎改以其他請求權基礎請求的問題更加嚴重⁹⁷。

第二項 我國責任主體之劃定與請求權基礎之思考

就上開問題，財報不實事件在證交法與其他規範間的互動，確實須要統合性地思考。在現行實務渾沌不明的情況下，以下為本文提出規範競合下責任主體的認定與法條適用的建議。

第一款 我國財報不實並無主體之限制

就美國法對於財報不實的責任主體爭論，大多來自於適用 Section 10 (b) 以及 Rule 10b-5 的時候，究竟教唆與幫助犯、參與不實財報製作之人以及擁有最終決定權以外之人是否應負起主要責任，即受害投資大眾能否向這些次要行為人請求損害賠。但自從 Stoneridge 案後明確拒絕實質參與測試法，以及 Janus 案後採取最終決定權人方須對財報不實負責後，次要行為人的問題在美國即定調。從判決發展

⁹⁶ 實際上也有實務見解如此判斷，如臺灣新北地方法院 105 年度金字第 21 號判決「...另原告主張被告梁喜紅、蕭永金、林傳健、吳清源、黃裕昌、陳慶田、李文祥、溫文進、氮晶公司等人分別為揚華公司之董事或監察人，為公司法第 8 條第 1 項所定之負責人，有依第 23 條負注意義務，而發行有價證券公司之董事有編製該公司財務報表，及審核該公司定期對外公告之半年度及年度財務報告之義務，及確保其對外公告之財務報告並無虛偽隱匿之情事，原告依證券交易法第 20 條之 1 第 1 項第 1 款，主張渠等為公司負責人，並就上開不實財報有疏未盡注意義務負推定過失責任，即屬可採...另依民法第 184 條第 1 項後段、第 185 條第 1 項、民法第 28 條規定，請求被告梁喜紅、蕭永金、林傳健、吳清源、黃裕昌、陳慶田、李文祥、溫文進、氮晶公司等人連帶賠償；則原告之訴於被告揚華科技股份有限公司、林家毅、詹世雄、黃采蘋、游惠屏、劉鈞浩、顏維德、林美惠、梁喜紅、蕭永金、林傳健、吳清源、黃裕昌、陳慶田、李文祥、溫文進、氮晶科技有限公司、廖振淵、張世杰應連帶給付如「附表 1、附表 1 之 1、附表 2、附表 3、附表 3 之 1」所示之訴訟實施權授與人如各該表所示求償金額欄之金額，共 9 億 3,694 萬 0,167 元...」一方面認為部分董監事為過失，最後卻依民法第 185 條主張該等人與故意行為人對外連帶賠償。

⁹⁷ 陳威達，前揭註 91，頁 294。

的結果觀察，美國對於財報不實的責任主體僅希望限制在發行公司及公司內部對財報具有最終決定權之人。因此，雖然 Section 10 (b) 以及 Rule 10b-5 隱含的私人民事訴權對於「任何人」都可以請求，但在請求上似乎不是這麼的容易。

觀察我國財報不實案件的發展，或許我們可以認為大量財報不實案件於民國 90 年代爆發後，立法者才開始關注財報不實案件中何人應該負起責任的問題，並且於民國 95 年新增訂證交法第 20 條之 1，作較為完善的規範。實際上也正是因為行為人皆以證交法第 20 條第 2 項在財務業務文件不實的情形僅規範發行人作為抗辯，才迫使立法者以修法之方式釐清。在跨越新舊法時期的判決中，我們也可以看見法院以「責任主體的明文化」作為向董監事、簽章職員以及會計師應負責的依據。但有學者即表示證交法第 20 條之 1 法理的明文化指的是比例責任制的明文化，而非責任主體的明文化。因為證交法第 20 條第 1 項是屬於一般的反詐欺條款，適用上更廣於新增訂證交法第 20 條之 1，沒有理由於新增訂後而改採限縮的態度⁹⁸。本文亦贊同此一見解，正如同第二節所述證交法第 20 條第 1 項本來就屬於一般反詐欺條款，證交法自始自終都未對責任主體進行限制，此一議題僅是行為人誤解法律而被「創造」出來。相較而言，證交法第 20 條之 1 並不是在限縮責任主體的範圍，而是針對較常被認定為財報不實行為人的責任主體，就其構成要件作進一步的規範。至於美國就財報不實之行為人採取限縮之態度，我國是否亦應同調之問題，我國學者提及在臺灣其實沒有面臨到美國法由律師主導訴訟進而導致濫訴的問題⁹⁹，本文亦認為就臺灣財報不實發展時空背景不同本有相異之考量，從我國對於明文責任主體過失行為亦須損害賠償責任即可明白。然而沒有責任主體的限制僅代表明文主體以外之行為人仍有可能負起民事損害賠償責任，但其仍須符合其他構成要件方須負責。

⁹⁸ 邵慶平 (2013)，〈證券交易法第 20 條第 1 項之民事責任主體不及於次要行為人？：以企業財報不實類型案例為中心〉，《臺大法學論叢》，42 卷 1 期，頁 206。

⁹⁹ 蔡彥守 (2011)，〈從美國聯邦最高法院 Stoneridge 案看臺灣證券詐欺民事責任法制之未來〉，《月旦民商法雜誌》，32 期，頁 150-151。



第二款 以證交法作為優先適用之規範

在確認過責任主體沒有限制之後，那麼到底誰應該為財報不實負起責任、應該依哪一條負起責任？由於太過繁雜的規範競合，在明文責任主體下，我國實務往往不會區分一般侵權行為的構成要件或者是證交法下財報不實之構成要件，皆一起摻雜論述，或是表示已構成證交法第 20 條之 1，其餘請求毋庸論述。但在非明文主體之下，常見實務依民法侵權行為作為請求權基礎，且構成要件適用標準模糊已如上述。藉由第二節的整理，我們可以清楚知道實務上常出現的請求權基礎除了證交法第 20 條、第 20 條之 1 外，對任何行為人有民法第 184 條第 1 項後段及第 2 項、對董監事及經理人則有公司法第 23 條作為請求權基礎；對會計師則有會計師法第 42 條作為請求權基礎。此外，對於會計師事務所是否連帶，則區分查核的會計師是否為合夥人而分別依類推適用民法第 28 條或者民法第 188 條進行論證；而董事監察人若為法人代表人董事的情形，則該法人依民法第 28 條亦必須負起連帶賠償；最後，所有行為人則有可能依民法 185 條連帶。法院對於財報不實事件出現複數規範作為判決依據可以歸咎於兩點，其一為誤以為證交法對非明文主體無請求權的依據；其二為證交法對於各行為人並沒有連帶責任的明文。這兩點使得請求權人及法院必須依賴證交法以外的規範作為請求權基礎，進而產生規範競合。

在此種規範競合底下，本文嘗試簡化各請求權基礎間的關係。處理規範競合中首要任務即是判斷各該規範是否有排除、互斥關係的存在。若是，則屬於法條競合。若只是併存關係，則為請求權競合¹⁰⁰。法條競合的意義在於某一法條被規範之原因具有特別性，而其可排除其他請求權規範的適用¹⁰¹。通常各規範在法位階上無優越地位時，必須取決於各該規範的意義、目的及其背後的價值判斷。如果立法者基於某種特殊理由制定一法律，該法欲將特定事件做一致而終局的規定，

¹⁰⁰ 王澤鑑 (2019)，《法律思維與案例研習請求權基礎理論體系》，頁 95，台北：自刊。

¹⁰¹ 王澤鑑 (2016)，《法律思維與民事實例》，頁 198，台北：自刊。



法院在認事用法時，若僅因該特定事件符合其他規範的構成要件，而將其他規範適用於該特定事件，最終只會造成制定法律之目的不達¹⁰²。易言之，當一規範對某類事件有其價值上之特殊性，則此時為法條競合，對於此類事件應該優先適用該規範而非其他規範。就民事法與商事法間是否有特別性的存在，可觀察到證交法之本質與一般民事法規範不同，其制定之目的乃在於保護投資人，並且由政府規範相關業者之行為，進而維護證券市場的形成¹⁰³，具有一定程度的公法色彩。此外，在財報不實民事賠償責任，我國承襲自美國法，對於財報不實的構成要件也發展出詐欺市場理論、損失因果關係計算等，並只針對主要內容有虛偽或隱匿不實為限制，其發展已與民事法的原理原則有所不同。因此，我們可以得知在證券詐欺中財報不實的案件以證交法作為規範，應有其特殊性。解釋上似宜排除其他請求權基礎之適用，進而與其他侵權行為成為法條競合而非請求權競合，證交法規範之事項不得再尋求民法侵權行為適用。

至於未規範的事項，能否回歸民法？若以特別法、普通法的關係來看，似乎未規範者都得回歸民法。但過去有學者認為僅以特別法與普通法來界定商事法與民法間的關係似嫌粗糙，也會使得商法的立法目的及內部規範邏輯無法一致¹⁰⁴。不過一味地排除證交法以外的法規適用，是否即能達到規範之目的？恐怕尚待考量。如排除其他規範的適用可能造成部分法人、僱用人、合夥團體等不須為財報不實責任負責。舉例而言法人代表人董事的情形下，難道要排除公司法第 23 條第 2 項的適用，讓該法人（公司）毋庸對財報不實事件負責嗎？在合夥型會計師事務所，當非合夥人之會計師有財報不實的情形，拒絕適用民法第 188 條僱用人責任，使得會計師事務所脫免責任是否合理？因此，不能單單僅就規範競合間是否具有特別關係進行論述，規範競合最終要的目的是要清除可能的規範矛盾，並決定規

¹⁰² Karl Larenz (著)：陳愛娥 (譯) (1996)，《法學方法論》，頁 166，台北：五南。

¹⁰³ 賴英照，前揭註 64，頁 1-2。

¹⁰⁴ 王文宇 (2016)，〈從商法特色論民商合一制度〉，《月旦法學雜誌》，251 期，頁 89。



範的效力範圍、劃定彼此之界線¹⁰⁵。本文以為若僅單純理解為證交法為特別法而排除其他法律適用的法條競合，在財報不實案件中仍有其困難性。因此，將上開規範間理解為證交法優先適用於其他法律，並在考慮財報不實事件之特殊性後，有限度地適用其他規範，方為解釋論上應採取的態度。申言之，僅有各行為人應先以證交法財報不實事件相關規範進行檢討，若依證交法相關規範毋庸負責，則不宜再探求其他法律。至於所有行為人的連帶責任，本文以為應明文於證交法之中，詳如下述。

第三款 由證交法建構責任主體

對於責任主體的建構，本文以明文主體與非明文主體作為區分，蓋若稱證交法第 20 條之 1 之行為主體為主要行為人，實際上與美國對主要行為人的認知並不相同，恐招致混淆。因此，本文在探討我國法時，則以證交法第 20 條之 1 所列之行為人作為明文主體，其他不在該條所列之人，則為非明文主體。雖然主要、次要行為人與明文、非明文主體間有些許的差異，但可以確定的是，美國之次要行為人以及我國的非明文主體，應該是被認定為財報不實事件中較不具主導地位之人。以下，即以本文之分類說明如何以證交法建構各行為人之責任：

(一) 明文主體請求權基礎

藉由上一款描述以證交法優先適用為前提，我們可以先找出財報不實案件中最應受規範之對象，即證交法第 20 條之 1 已明文之責任主體。這些責任主體被規範之理由乃在於財報公開前，往往需要這些行為人經手，因此在財報不實案例中，該明文責任主體必會顯名於該財報上，若財報之重要內容有虛偽或隱匿之情形，該責任主體應為財報不實負起責任之人。在法律適用上，即應以證交法第 20 條之 1 作為請求權基礎，並可適用財報不實案件中所發展出的原理原則進行檢驗。就法人代表人董事、會計師與會計師事務所此種證交法未明文，但民法或其他規範因其有代表關係或僱傭關係課予連帶責任之條文，仍應以民法或證交法外之特別法

¹⁰⁵ Karl Larenz (著)：陳愛娥(譯)，前揭註 102，頁 218。



作為補充。對於法人代表人董事的部分，在經由證交法第 20 條之 1 確認該董事須負責後，對於指派代表人參選董事之公司宜以法第 23 條第 2 項連帶責任作為架橋；而在會計師事務所方面，若會計師須依證交法第 20 條之 1 負起責任時，法人制之會計師事務所須依會計師法第 42 條第 3 項則與股東連帶；合夥制會計師事務所中則區分是否為合夥人，若是則實務上類推適用民法第 28 條進行連帶，若否則適用民法第 188 條連帶。

此外，若是實質董事或是影子董事等事實上董監事，不顯名於財務業務文件上，但是其實對於財務業務文件內容有著極大的影響力，此種人是否為亦應負起財報不實的民事責任？在美國法下依照 1933 年證券法案 Section 15 以及 1934 年證券交易法案 Section 20 (a) 規定控制人責任同其所控制之人，而在 Section 20 (a) 指出除非控制人能夠證明所作為具有善意 (good faith) 並且沒有直接或間接促成控制人之行為或構成違法行為或是訴訟原因¹⁰⁶。在 *Donohoe V. Consolidated Operating & Production Corp.* 案中即表示在被控制人有為證券詐欺的情形下，法院必須要關注的是在此情形控制人是否能夠證明其行為為善意，並著眼於在當下的情形控制人能否避免行為的違反，以及是否能夠採取措施或是為什麼不採取作為去判斷¹⁰⁷。本文以為事實上董監事應與其控制之董監事同負責任，因此也毋庸判斷投資人受損對於事實上董監事有無因果關係，若其控制之董監事須負起財報不實責任則該控制者必須同負責任，但也允許事實上董事提出善意抗辯。我國事實上董事依公司法第 8 條第 3 項後段與本法董事同負民事責任，但其並未規範事實上董事的抗辯權。因此，或許可以參考美國法，除了使事實上董監事應與其所控制之董監事同負責任外，並在其能夠提出善意抗辯時免其責任。

¹⁰⁶ 原文為 "Every person who, directly or indirectly, controls any person liable under any provision of this title or of any rule or regulation thereunder shall also be liable jointly and severally with and to the same extent as such controlled person to any person to whom such controlled person is liable (including to the Commission in any action brought under paragraph (1) or (3) of section 21(d)), unless the controlling person acted in good faith and did not directly or indirectly induce the act or acts constituting the violation or cause of action."

¹⁰⁷ *Donohoe V. Consolidated Operating & Production Corp.*, 30 F.3d 907, 912 (1994).



(二) 非明文主體之請求權基礎

正如本項第一款所述，財報不實責任主體並沒有限制在證交法第 20 條之 1 所列舉之明文主體。對於非明文主體，在證交法中我們依然可以透過第 20 條第 1 項一般反詐欺條款推導出請求權基礎，而毋庸依賴民法侵權行為或其他法律作為補充。以證交法第 20 條第 1 項作為非明文主體之請求權基礎好處有二。其一，將所有行為人，不論明文或非明文主體都以證交法作為請求之依據，如此一來即能將財報不實所適用之特殊商事法原理原則，限縮於證券交易法之適用。舉例而言，民法侵權行為中並無比例責任制的適用，那麼在財報不實關係中扮演教唆或幫助等邊緣角色的非明文主體，可能須依民法第 185 條與故意行為人負擔連帶全部責任，顯不合理。此時若以證交法第 20 條第 1 項作為請求權基礎，並許其適用比例責任制，比起以民法作為請求權基礎而欲適用比例責任制，邏輯較為一貫¹⁰⁸；其二在於該條條文已經將次要行為人的主觀要件限制在「故意」或「未必故意」，大幅度減少任何人都可能成為財報不實的應負責人，使得整體財報不實案件應負責任之人更加明確且可預期。

不過此時仍有一個疑問，即非明文主體的範圍到底多廣？或許可以從信賴要件作為思考。美國在 Basic 案中所提出的詐欺市場理論推定交易因果關係，即為美國聯邦最高法院探尋證券詐欺案件特殊性後，對於構成要件中因果關係推定所適用的原理原則，其在責任主體的判斷上也有相當大程度的關係。具體而言，對於非明文主體依證交法第 20 條第 1 項請求時，得否適用詐欺市場理論？有學者認為我國並無濫訴問題，詐欺市場理論之精神應得以適用於次要行為人，進而與 Stoneridge 案之嚴格因果關係要求作區別¹⁰⁹。就美國實務而言，聯邦上訴審第三巡迴法院曾在 *In re DVI, Inc. Sec. Litig* 案表示，投資人不能對行為無須揭露於公眾且無揭露之人主張詐欺市場理論，因此可以得知欲適用詐欺市場理論推定因果關係

¹⁰⁸ 非明文主體之比例責任制的適用將於第三章論述。

¹⁰⁹ 張心悌，前揭註 54，頁 51。



的前提，必須是該行為在投資人買賣前已揭露給公眾¹¹⁰。本文認為會有這樣的見解實際上是美國以詐欺市場理論的適用去劃定財報不實應負責任之人，因為財報不實的因果關係證明須仰賴詐欺市場理論勾勒出投資人信賴財報所反映出的市場價值，但此種推定有因果關係的效果過於強大，若讓與財報不實中邊緣角色皆得適用詐欺市場理論，毋寧是對責任主體過度擴張。在我國學說上不乏有學者認為詐欺市場理論應該限縮適用¹¹¹，或者是以因果關係作為責任主體阻絕¹¹²，其實就是在確保詐欺市場理論不會過度波及。從美國法的啟示，應只有行為人之行為有公開揭露或有義務應揭露時方有詐欺市場理論的適用。而從詐欺市場理論的本質，公司股價是由可取得的公司及其業務重大資訊所決定，當公開流通的資訊反應在股價上，可以推定投資人對於重大不實陳述有信賴關係存在¹¹³。因此本文以為在非明文主體下應該區分該重大資訊是否已然公開對公司股價造成反映，若該非明文主體之行為無明確顯現於財報業務文件或未為公開，則本應當無從適用詐欺市場理論。舉例而言，假設 A 公司與 B 公司為美化 A 公司之財報進行假交易，若 A 公司之財報有與 B 公司進行交易之重要資訊¹¹⁴，則該資訊自然已揭露於公眾，得適用詐欺市場理論；舉一反例，若是董事長特助協助掏空公司，但實際上董事長特助之行為並無法記載於財報上，也沒有任何管道揭露於公眾，自然不得依詐欺市場理論推定交易因果關係。

如同第二節所述，有學者對於民法侵權行為以及證交法財報不實相關條文競合時構成要件的互動十分擔憂，進而主張不應相互援用。或者認以證交法關於財報不實的行為屬於特別規定應排除民法侵權行為之適用，且相關理論或見解亦不

¹¹⁰ In re DVI, Inc. Securities Litigation, 919 F.Supp.2d 498, 508 (2013).

¹¹¹ 曾宛如，前揭註 11，頁 121-122。

¹¹² 邵慶平，前揭註 98，頁 206。

¹¹³ 戴銘昇（2011），〈證券詐欺之交易因果關係〉，《華岡法粹》，49 期，頁 164。

¹¹⁴ 不明確的資訊並不能如此主張，例如投資人主張財報最終呈現的是 A 公司與所有公司進行交易後的紀錄，因此其財報上的收入支出必定有與 B 公司為交易之計算，如此之主張本文認為並不足以適用詐欺市場理論。



得適用於民法侵權行為¹¹⁵。本文贊同上開構成要件不得相互援用、將財報不實事件相關理論見解封鎖在證交法中之看法，在確認非明文主體得以證交法第 20 條第 1 項作為請求權基礎後，我們可以以證交法第 20 條第 1 項以及證交法第 20 條之 1 建構財報不實事件各責任主體請求依據，如此一來，即可避免上開情形發生。

第四節 小結

本文以財報不實訴訟責任的分擔與承擔為核心，本章所探討財報不實責任主體為最上位概念，先確認財報不實案件中所有應負責任之人請求權依據，劃定範圍後再探討各負責人的責任。就美國法的觀察，不若我國實務多涉及請求權規範競合面臨到的問題，在美國聯邦最高法院承認了 Section 10 (b) 與 Rule 10b-5 隱含私人訴權的概念，而投資人利用團體訴訟能在聯邦法院提起民事賠償訴訟後，使得財報不實訴訟案件多會以 Section 10 (b) 與 Rule 10b-5 作為請求權基礎，與我國法在規範競合中將所有法條都作為請求權基礎有相當大的不同。此外，美國法對於責任主體的認定在近年歷次判決中也越來越限縮。

臺灣在發展中則是曖昧不明，再加上證交法以外的法條作為請求權基礎，在判決中更是無法釐清各主體的責任應如何建構。就現狀而言，本文認為在財報不實案件中應以證交法作為特別法優先適用，以證交法第 20 條之 1 作為主要行為人之請求權基礎，證交法第 20 條第 1 項作為次要行為人的請求權基礎，並明文連帶責任。財報不實事件毋庸再以民法侵權行為、共同侵權行為等作為請求權基礎，導致財報不實事件所發展出體系性的原理原則被割裂適用。不過就法人代表人董事、合夥會計師事務所此種證交法未明文，而民法因其有代表關係或僱傭關係課予連帶責任之條文仍應作為補充。此外，對於財報不實信賴要件的推定也應該限縮在證交法上之適用，並且對於非明文主體之信賴要件是否應以詐欺市場理論推定，應視其行為是否已然於財報上公開，作為次要行為人範圍的劃定。透過上述

¹¹⁵ 邵慶平，前揭註 98，頁 191-192。

配合，以期能確立財報不實事件請求權基礎之適用並充分認識個事件中責任主體之範圍。





第三章 財報不實責任分擔之計算

本文第二章探討了責任主體的限制與否以及範圍劃定，在此即進入財報不實責任分擔計算。同樣地，請求權基礎的規範競合除了影響責任主體的認定外，由於證交法新增訂比例責任制，使得責任分擔的計算上也會產生如何適用的問題。

在舊法時期，由於沒有證交法第 20 條之 1 的明文，任何人只要有為財報不實的相關行為，都會依證交法第 20 條、民法第 184、第 185 條等所組成的請求權基礎負起損害賠償責任。由於該當共同侵權行為，因此法院在判決時多表明所有人對外負全部連帶賠償責任¹¹⁶。在證券詐欺、財報不實案件剛興起的年代，請求權人對於法條的操作不熟悉，因此在規範競合的情形下拋出全部請求權基礎，讓承審法院一一檢視在所難免。況且，未增設證交法第 20 條之 1 前，各請求權基礎構成要件差異並不大，法院對財報不實事件的構成要件，與民法侵權行為相比，也未見差異性的論述。更不用提及行為人間的分擔計算，因為所有行為人是真正連帶債務，各行為人對外皆負全部責任，法院只須要說明何等人須負起損害賠償責任即為已足，在各行為人相互起訴前，不用去計算內部分擔。

不過這樣的計算方式在比例責任制引進後即產生困難，亦即，當證交法增訂第 20 條之 1 以後，因為過失行為人僅負起比例責任，能否再透過共同侵權行為、民法或公司法等連帶規定，有對外負全部連帶責任的適用，進而架空證交法第 20 條之 1 所增設的比例責任制？此外，比例責任制底下各行為人的責任分擔尚須面臨其中一人清償、和解等等行為對於全部債務效力的問題，著實是我國民法、證交法的一大課題。

本章第一節先從比例責任制談起，並先介紹美國法下比例責任制的運作，再比較臺灣與美國在比例責任制之異同。緊接著探討比例責任制引入證交法後對於

¹¹⁶ 台中地方法院 91 年度訴字第 243 號、臺灣臺北地方法院 94 年度金字第 22 號參照。



臺灣財報不實事件連帶關係的衝擊，說明比例責任制如何模糊各行為人間的責任分擔，最後整合問題並給予建議。

第一節 比例責任制的介紹

第一項 美國法下之比例責任制

比例責任制的引進對於財報不實責任分擔的計算有著舉足輕重的地位，因為過去條文中並沒有辦法讓財報不實的共同侵權行為人得主張依其內部分擔額對外負責，因此全體共同侵權行為人必須連帶對外負責。我國證交法繼受於美國，在比例責任制的引進也明顯受到美國私人證券訴訟改革法案（Private Securities Litigation Reform Act, PSLRA）的影響。美國 1995 年通過私人證券訴訟改革法案後，對於證券詐欺案件下，符合一定條件之行為人得依其責任比例對外負擔賠償；在約莫十年後我國也檢討財報不實中各個行為人不論故意過失皆須對外負連帶責任有過重之嫌，故引進比例責任制。對於比例責任制的引進，我們應先理解母國法的運作。因此，本項將先探討私人證券訴訟改革法案前，美國證券詐欺責任分擔的運作，並分析私人證券訴訟改革法中比例責任制興起的原因與其規範條文。

第一款 美國改革前的責任—連帶賠償責任

1995 年私人證券訴訟改革法案通過以前，Section 10 (b) 以及 Rule 10b-5 並沒有明示各行為人必須負擔連帶賠償責任（joint and several liability）。這樣的原因無待多言，正是因為私人享有證券詐欺的訴訟權是由聯邦最高法院表示「隱含」於 Section 10 (b)，其訴權並非透過立法明文，自然也不會想到民事責任的相關問題。雖然法條並未明文，但大多數法院也認為此一私人訴權也有隱含連帶賠償責任¹¹⁷。不過美國侵權概念下的連帶責任與我國民法連帶責任較為不同，雖然每個行為人對於原告都必須負擔全部的損害，因此承擔起可能給付超過自己內部應分擔額的

¹¹⁷ Vincent P. Liberti, *Joint and Several Liability under Rule 10B-5: The Apportionment of Liability for Contribution Claims Involving Non-Settling Defendants--The Modified Pro Tanto Rule: The Fairest Solution May Be a Thing of the Past*, 7 DEPAUL BUS. L.J. 45, 59 (1994).



風險¹¹⁸，但美國的連帶責任在各行為人間沒有內部分擔的規範，而是透過衡平理論發展，賦予被告有權利向其他行為人求償（contribution）¹¹⁹。由於是衡平法發展而未明文求償權的關係，美國早期證券侵權案件中不乏法院認為故意行為人並不能向其他行為人請求分擔。一直到 *Musick, Peeler & Garrett v. Employers Ins. of Wausau* 一案（Musick 案），最高法院才認為 Rule10b-5 同時隱含被告能夠尋求分擔的權利。聯邦最高法院表明 Rule10b-5 的被告與 1934 年證券交易法案 Section 9(e) 以及 Section 18 (b) 的被告皆須具備一定的不法意圖（scienter）方能成罪，認為三者間具可比性，因此 Section 9 (e) 以及 Section 18 (b) 有明示行為人分擔的規定，則在 Rule 10b-5 亦應適用¹²⁰。雖然法院肯認負全部責任被告有向其他行為人求償的權利，但其求償權的計算上仍是相當模糊。在未明示全部責任被告應該如何求償的情況下，實務發展出了不同種求償的計算方式，最常見的分別是依照人數比例、所獲利益、按過錯比例分擔以及整體重新分配這四種¹²¹。

美國契約法，對於連帶債務內部人分擔方式是採取依照人數均分，由於 Section 9 (e) 以及 Section18 (b) 明示尋求分擔賠償之方法依照契約法，因此有支持者認為此舉是將契約法中尋求分擔制度導入聯邦法律，也就是不論各行為人有責程度的多寡，每個行為人所應負擔的數額均相等¹²²。這樣的見解對法院而言不需要認定各行為人的有責程度，因此 1980 年前為法院主流見解。不過相對而言也有人質疑 Section 9 (e) 以及 Section18 (b) 的文字只是支持有求償權的適用，並非支持求償分配的方式應該適用契約法¹²³。況且只計算人數而不判斷有責程度的方式有明顯不公平存在，不少法院反思這樣的認定是否有違背衡平法的嫌疑¹²⁴。

¹¹⁸ Ronald A. Dabrowski, *Proportionate Liability in 10b-5 Reckless Fraud Cases*, 44 DUKE L. J. 571, 579 (1994).

¹¹⁹ Liberti, *supra* note 117, at 64.

¹²⁰ *Id.* at 65.

¹²¹ Dabrowski, *supra* note 118, at 580.

¹²² Liberti, *supra* note 117, at 70-71.

¹²³ *Id.* at 71.

¹²⁴ *Id.* at 69-71.

上開討論可知，私人證券訴訟改革法案以前，美國法下證券詐欺的行為人也是負起連帶賠償責任，雖然法條中並未明文各行為人間是否有求償權的適用，但基於衡平的概念，法院也逐漸肯認被告對其他行為人的求償權，只不過個別行為人的應分擔額應如何計算仍有許多歧見。

第二款 私人證券訴訟改革法之規範

美國於 1995 年頒布私人證券訴訟改革法案，其起因乃是為了解決濫訴問題，其中包含許多證券團體訴訟的相關規定，例如欲成為團體訴訟當事人應聲明事項、須於提起訴訟 20 日內通知團體成員、指定領導訴訟的首席原告、根據每人在團體訴訟的比例應獲同等賠償、非法院認定之正當理由不得私下和解、對律師費用的限制、對團體訴訟的成員揭露和解條款等等，規範詳細完整¹²⁵。其中也包含了比例責任制的制定，增訂之目的是為了避免邊緣被告因為連帶賠償責任而負擔原告全部數額的請求之不合理情形¹²⁶。此外，在過往連帶責任的計算，會使得會計師、律師等專門職業人員在未察覺發行人有證券詐欺的情形下負擔起過重的賠償責任；因此，藉由將責任與賠償比例做連結，除了正確評價各行為人間應負的責任外，也減輕專門職業人員的負擔¹²⁷。

私人證券訴訟改革法案過後，在 1934 年的證券交易法第 21D 條 (f) 中即為比例責任制的相關規範。在本法第 21D 條 (f) (2) (A) 規定，故意 (knowingly) 違反證券交易法之行為人，應負起連帶賠償責任¹²⁸。在第 21D 條 (f) (2) (B) (i) 則規定，除了 (A) 所述之人，其他行為人則依照第 21D 條 (f) (3) 按其比例負

¹²⁵ 王文字、張冀明 (2007)，〈非營利組織主導的證券團體訴訟—論投資人保護中心〉，《月旦民商法雜誌》，15 期，頁 10。

¹²⁶ 賴英照，前揭註 64，頁 799。

¹²⁷ Dabrowski, *supra* note 118, at 595.

¹²⁸ 原文為 "Any covered person against whom a final judgment is entered in a private action shall be liable for damages jointly and severally only if the trier of fact specifically determines that such covered person knowingly committed a violation of the securities laws."

責¹²⁹。就比例責任的判斷，第 21D 條 (f) (3) (A) 指出法院必須指示陪審團或在沒有陪審團時，對於被告或者是非被告但是對原告損失有因果關係、貢獻者，以及已達成和解者進行比例責任的認定，並考量以下因素：(i) 是否違反證券交易法；(ii) 責任比例依對於原告所產生的損害的因果關係、貢獻程度進行總體的比較；(iii) 該人是否故意違反證券交易法¹³⁰。此外，在第 21D 條 (f) (3) (C) 更進一步指出法院決定每個人的責任比例時，應該考量 (i) 每個被告的行為本質對於原告所造成損害以及 (ii) 該行為人與原告損害間因果關係之本質與程度¹³¹。由上開可知在 PSLRA 通過後，美國對於證券詐欺事件的連帶責任已經採取了明確的規範，即對於故意行為人採取連帶責任，而其他行為人（未必故意）改採取比例責任。較值得注意的是，法條中針對比例責任的程度認定，除了就在訴訟中的被告判斷外，還必須判斷未在訴訟中但對於原告損害具有因果關係之人。這些非被告之人可能是已與原告達成和解，或者就只是單純原告未列為被告之人。

不過對於非故意行為人採取比例責任只是原則，根據本法第 21D 條 (f) (4) (A) 的規定，若原告無法自比例責任之人就其分擔額一部或全部獲償，且無法從應負全部責任人中獲償，則每一個比例責任人，對於符合下列資格且於終局判決六個月內提出申請之原告，進行賠償。其中一類為，原告應受給付之賠償額大於

¹²⁹ 原文為“Except as provided in subparagraph (A), a covered person against whom a final judgment is entered in a private action shall be liable solely for the portion of the judgment that corresponds to the percentage of responsibility of that covered person, as determined under paragraph (3).”

¹³⁰ 原文為“In any private action, the court shall instruct the jury to answer special interrogatories, or if there is no jury, shall make findings, with respect to each covered person and each of the other persons claimed by any of the parties to have caused or contributed to the loss incurred by the plaintiff, including persons who have entered into settlements with the plaintiff or plaintiffs, concerning—

(i) whether such person violated the securities laws;

(ii) the percentage of responsibility of such person, measured as a percentage of the total fault of all persons who caused or contributed to the loss incurred by the plaintiff; and

(iii) whether such person knowingly committed a violation of the securities laws.”

¹³¹ 原文為“In determining the percentage of responsibility under this paragraph, the trier of fact shall consider—

(i) the nature of the conduct of each covered person found to have caused or contributed to the loss incurred by the plaintiff or plaintiffs; and

(ii) the nature and extent of the causal relationship between the conduct of each such person and the damages incurred by the plaintiff or plaintiffs.”

其淨資產的百分之十，且原告個人的淨資產小於二十萬美金時，比例責任人將例外地不適用比例責任制，而與其他應負全責的被告連帶賠償。此外，若非上開資力不足之原告，但也有未獲償的情形，則各比例責任人對於未獲償之部分，以自身比例進行賠償，且以原本賠償額的百分之五十為上限¹³²。顯見美國法對於財報不實的民事責任在 PSLRA 過後，不僅於實體規範上，連程序的設計也算是相當的完善，一改過往模糊不清的法律適用。

第二項 我國比例責任制之引進

證交法在民國 95 年修正，引進了比例責任制。本次修法理由，就行政院提案主要是因為美國發生安隆案後增訂沙賓法案，且我國亦發生如博達案之重大弊案¹³³，於是決定強化董事獨立性與功能，並落實專業人員的經營責任，朝向健全公司治理並加強究責、調整證券商經營業務範圍、與外國資訊交換技術合作等規定，以及加強操縱市場與內線交易不法行為的防制等¹³⁴。

該提案針對財報不實新增第 20 條之 1，除了上開章節已討論之責任主體明文之外，在第 2 項就發行人、負責人、蓋章簽名職員與會計師分別適用無過失、推定過失責任等。而在該提案第 3 項規定「第一項各款及第三項之人，除發行人、

¹³² 原文為”Notwithstanding paragraph (2)(B), upon motion made not later than 6 months after a final judgment is entered in any private action, the court determines that all or part of the share of the judgment of the covered person is not collectible against that covered person, and is also not collectible against a covered person described in paragraph (2)(A), each covered person described in paragraph (2)(B) shall be liable for the uncollectible share as follows:

(i)Percentage of net worth

Each covered person shall be jointly and severally liable for the uncollectible share if the plaintiff establishes that—

(I)the plaintiff is an individual whose recoverable damages under the final judgment are equal to more than 10 percent of the net worth of the plaintiff; and

(II)the net worth of the plaintiff is equal to less than \$200,000.

(ii)Other plaintiffs

With respect to any plaintiff not described in subclauses (I) and (II) of clause (i), each covered person shall be liable for the uncollectible share in proportion to the percentage of responsibility of that covered person, except that the total liability of a covered person under this clause may not exceed 50 percent of the proportionate share of that covered person, as determined under paragraph (3)(B).”

¹³³ 自由時報(07/072005)〈財報不實 會計師須連帶賠償〉, <https://ec.ltn.com.tw/article/paper/24283> , 最後瀏覽日 09/16/2019。

¹³⁴ 立法院第 6 屆第 2 會期第 1 次會議議案關係文書, (院總第 727 號, 政府提案第 10191 號), 頁 232。



發行之董事長、總經理外，因其過失致第一項損害之發生者，應依其責任比例，負賠償責任」，並於該提案第 4 項規定「前項責任比例認定之準則，由主管機關定之」。參照立法理由第四點、五點，比例責任制的引進乃是為了責任衡平考量，並參考美國等先進國家的規範，未來法院在決定所應負責任時，可考量導致或可歸屬於原告損失之每一違法人員的行為特性，即違法人員與原告損害間因果關係之性質與程度，就個案予以認定，並授權主管機關制定準則¹³⁵。但經過審查會後，該提案的第 4 項授權主管機關制訂準則之依據被刪除¹³⁶。在民國 104 年時，證交法第 20 條之 1 再次修正，不過該次修正只針對董事長與總經理負無過失責任更正，改為推定過失責任，對於比例責任制的相關規範並未修正。

我國證交法之比例責任依修法理由說明，主要是讓因過失違反證交法財報不實責任之人，能減輕其對外的賠償責任。其適用之結果即過失之行為人只須依其內部分擔額對外負責。簡言之，在過往數侵權行為人造成之損害，會因為共同侵權行為之規定對外負起連帶賠償責任；但有了比例責任制後，僅剩故意行為人對外負全部損害賠償責任；過失行為人只須依其在此財報不實案件中應負之責任比例，對外負賠償責任即可，並不須要為全體行為人負責。

我國雖然參考美國立法例引進比例責任制，但未言明故意之行為人是否有連帶債務之適用。除此之外，我國法的規定對於過失行為人全面適用比例責任制而無例外（在美國過失行為人毋庸負起民事責任），PSLRA 通過後，1934 年證券交易法案則在 21D 條 (f) (4) (A) 制定了比例責任制的例外，對於資力不足且無法獲償的原告改採連帶責任；對於未獲償而非資力不足的原告，就未獲償之部分各比例責任人按比例賠償，但已原本賠償額的百分之五十為上限。就此點觀察，美

¹³⁵ 立法院第 6 屆第 2 會期第 11 次會議議案關係文書，(院總第 727 號，政府提案第 10191 號)，頁 245。

¹³⁶ 立法院第 6 屆第 2 會期第 11 次會議議案關係文書，(院總第 727 號，政府提案第 10191 號之 1)，頁 23。



國法除了非故意行為人責任減輕外，亦重視投資人的損害填補。我國比例責任制雖著眼於責任的減輕，但無上開例外規定。

第三項 新制度下的挑戰

第一款 各行為人如何連帶

規範競合導致財報不實請求權基礎眾多缺點，已在第二章多有論述，除了影響責任主體的判斷外，也會影響到各應負責人之損害賠償計算。縱使提出再多的請求權基礎，損害都是固定的，並不會因為有複數的請求原告就能受領複數的給付。就過去財報不實訴訟案件中為何會有多數的請求權基礎被提出，在證券交易法 50 周年研討會裡，投保中心董事長邱欽庭董事長也給出了解答，其在與會中表明「...用亂槍打鳥，看看法院會用哪一個請求權的依據判給我們...」¹³⁷，雖然邱欽庭董事長隨即表明這是早期的作法，然而觀察近年來投保中心所提起的訴訟，仍然都是以「亂槍打鳥」的方式¹³⁸，只要能用的請求權基礎一定都會提出。

不過在證交法新增訂第 20 條之 1 後，為財報不實案件帶來莫大的轉變，不僅在財報不實案件中增加了明文主體，且對於各該主體的故意過失責任劃出了明確的範圍，並明文過失行為人有比例責任制的適用。在不區分證交法財報不實責任與民法侵權行為所衍伸問題是：證交法第 20 條之 1 之責任主體若主觀上並非故意，則依照第 5 項規定該過失之行為人只須以其比例對外負責；但此時若再適用民法第 185 條共同侵權行為時，則過失行為人將對外負全部連帶賠償責任，兩者明顯相衝突。1934 年證券交易法案於 PSLRA 通過後，條文已明確指出故意行為人之間負有連帶賠償責任，而故意以外之行為人僅負比例責任，且法院必須判斷各行為人所負的責任比例為何。但我國在修法當初並未明文各主體間的連帶關係，導致請求權人、法院在尋求連帶責任之時，必須回到民法適用。然而民法共同侵權行

¹³⁷ 月旦實務講座 (03/23/2020)，〈從美國聯邦最高法院次要行為人判決思考財報不實民事責任之規範〉，<http://www.angle.com.tw/media/ListDetail.aspx?iS=44907&iMG=2675>，(最後瀏覽日：05/19/2020)。詳參影片報告結束後邱董事長與談內容。

¹³⁸ 參臺北地方法院 106 年度金字第 12 號判決。

為連帶責任易於構成，財報不實事件縱使是過失行為人，其也會與故意行為人對外負全部連帶責任，與比例責任制的原意相衝突。因此，在未釐清各請求權基礎的關係下，不同法院所適用法的結果也大相逕庭，甚至連帶的方式也是五花八門，以下試舉幾例說明。為聚焦在比例責任與連帶間之關係，以下判決不做事實背景的簡介，僅說明應負責任之人之類型以及法院判斷：

(一) 宏傳案

宏傳案中主要被告為宏傳電子股份有限公司（下稱宏傳公司）、董監事、董事長特助以及會計師與會計師事務所。在第二審中¹³⁹，法院對上訴之董事、監察人以證交法第 20 條之 1 之法理認為有違反證交法財報不實相關規定¹⁴⁰，對有過失之會計師依修正前證交法第 20 條第 2、3 項，並以第 20 條之 1 的法理作為依據使會計師負起比例責任，並依照民法第 185 條就各自負擔之部分，分別與負全部責任之人連帶；就會計師事務所則類推適用民法第 28 條，分別與會計師連帶。

最高法院¹⁴¹就二審對過失之會計師依民法第 185 條共同侵權行為與全部責任之人連帶提出質疑，指連帶責任依民法規定必須有法律明文規定為限，又共同侵權行為必須各行為人皆已具備侵權行為為前提，在二審法院以修正前證交法第 20 條第 2、3 項作為依據，且最高法院認高等法院既依證交法第 20 條第 2、3 項認定過失之董監事、會計師之責任，而非依民法第 184 條為依據，則會計師並未具備侵權行為要件，從而不得以民法第 185 條侵權行為作為連帶依據¹⁴²。發回後更一審¹⁴³，法院即認定過失之董監事、會計師依其比例責任負責，且因不該當共同侵權行為，與故意行為人並無連帶關係，毋庸對負連帶責任¹⁴⁴。

¹³⁹ 臺灣高等法院 101 年度金上字第 5 號判決。由於本案事實發生於 95 年修法前，惟二審後法院方認有證交法第 20 條之 1 的法理適用，因此由二審判決為例。

¹⁴⁰ 這裡僅說明法院對於董事、監察人是否能成為財報不實的主體，非為最終法院判決認定。

¹⁴¹ 最高法院 104 年度台上字第 1700 號判決。

¹⁴² 最高法院似認為證交法第 20 條第 2、3 項並非侵權行為之性質。

¹⁴³ 臺灣高等法院 104 年度金上更（一）字第 6 號判決。

¹⁴⁴ 本件部分被告再上訴且最高法院亦發回更審，然上訴理由與本文欲探討之部分較無關係，故省略。



(二) 雅新案

本案一審¹⁴⁵在財報不實認定負全部責任者為雅新公司與其部分董事、經理職之人；負比例責任之人為部分董事、監察人以及會計師。在請求權基礎上的認定，一審法院認為民法法人侵權、侵權行為、公司法負責人侵權、會計師法相關規定與證交法財報不實責任構成要件判斷不同，因此上開行為人皆無法依民法規定求償，同時也表明無法依共同侵權行為負連帶賠償責任。法院依照證交法第 20 條、第 20 條之 1 分別依各行為人故意過失究責。關於各行為人間是否連帶，則認為連帶責任必須法有明文，證交法相關規定雖無明文，但各行為人間在其責任比例內產生「類似連帶債務」之效果¹⁴⁶。

在二審¹⁴⁷時，法院則認為證交法僅為侵權行為特別規定，本案部分被上訴人雖非證交法第 20 條之 1 責任主體（如董事長特助、公司未登記之副理、協理、襄理）仍可依民法第 184 條、185 條負起損害賠償責任並連帶負賠償責任。證交法第 20 條之 1 責任主體，二審法院即依證交法第 20 條之 1，就各責任主體故意過失分別論全部、比例責任。此外，二審法院認為上訴人（一審原告）請求應為重疊合併，僅須就任一請求權有理由下判決已足（證交法第 20 條之 1 明文責任主體毋庸再論述其他請求權基礎），但因為各被上訴人之請求權基礎均係基於同一法律及經濟目的而生，因此各被上訴人在其給付義務限額內，屬於不真正連帶。

(三) 揚華科技案

揚華科技案¹⁴⁸可以說是所有行為人連帶的最極端情形。在本案中行為人責任型態被區分為故意董事、經理、簽章職員以及過失之董事與監察人，在會計師部分則認為其簽證並無過失。投保中心於本案中依然是將所有請求權基礎列上，但法院在故意行為人依證交法第 20 條之 1 作為請求權依據，在過失行為人卻只依證

¹⁴⁵ 臺灣士林地方法院 98 年度金字第 3 號判決。

¹⁴⁶ 此外，一審法院認為比例責任不以總和 100% 為限，而各行為人就各該責任比例負連帶債務，只要最後金額不超過法院認定之金額即為已足。

¹⁴⁷ 臺灣高等法院 104 年度金上字第 14 號判決。

¹⁴⁸ 臺灣新北地方法院 105 年度金字第 21 號判決。



交法第 20 條之 1 表示推定過失，再以民法第 184 條第 1 項後段、第 185 條第 1 項、民法第 28 條作為依據¹⁴⁹，並未考量到證交法第 20 條之 1 第 5 項的比例責任，因此不論是故意或過失之行為人都必須對外負全部連帶賠償責任。值得注意的是，該案事實發生在民國 101 年至 104 年間，並非比例責任制制定以前之案例，法院於此完全架空比例責任制之適用，也未加以論述比例責任制與共同侵權行為間之關係。

藉由上開案例我們可以得知，在現行法下法院面對請求權人提出複數請求權基礎，究竟要如何處理比例責任與連帶責任間的問題並沒有一致的見解。這樣的不一致所帶來的個案責任差距甚大，例如宏傳案最高法院似乎否認證交法第 20 條為侵權行為性質，因此各行為人無法依證交法第 20 條進而構成共同侵權行為，使得全部以及比例責任之行為人間並不產生連帶關係。在雅新案一審中認定行為人不該當民法侵權行為要件，僅得依證交法第 20 條、20 條之 1 作為請求權基礎，而連帶關係則以全部與比例責任之人間有「類似連帶債務之法理」論述；但在二審法院認為各行為人仍可以構成民法共同侵權行為，只是請求權基礎為重疊合併，而所有行為人就責任範圍間屬於不真正連帶。在揚華案法院則未詳細交代請求權基礎間的關係，就直接論述各行為人必須依民法第 185 條對外負連帶賠償責任。現今法院對於比例責任適用上的差異，似難以論斷誰對誰錯，但對於相同法律問題法院卻出現了兩個以上的不同見解，確實無法讓人民預測行為的結果，並無法使人民產生法之信賴。此外，縱使在證交法中明文連帶責任，也僅僅是讓財報不實事件毋庸考量與共同侵權行為競合的問題，使過失行為人得適用比例責任制，卻無法解決比例責任制下的「連帶債務」型態為何。因此，對於我國連帶債務的影響究竟應如何處理，應屬於證交法財報不實事件中首要釐清的問題。

第二款 行為人責任比例的認定

¹⁴⁹ 雖然法院在前將部分董監認定推定過失，但在此討論請求權基礎時，卻用以故意為主觀要件之民法第 184 條第 1 項後段作為請求權基礎，前後有所矛盾。極有可能是在規範競合底下，疏未檢驗各請求權基礎之要件。

在最典型的連帶債務中，每個連帶債務人之內部分擔額加總之後應等於債權人請求總額，換言之，若以百分比計算每個連帶債務人應分擔之比例，加總後最終會是百分之百。而這樣的計算模式在比例責任制引進後應無二致，蓋法條用語上為過失行為人應就其責任比例對外負責，亦即，在判斷過失行為人的對外責任時，乃是以其對於損害之責任比例為基礎。

不過過去即有文獻指出，現行法院對於比例責任制的比例認定並無統一之標準¹⁵⁰，例如臺灣臺北地方法院 96 年度金字第 23 號判決（力霸案）就過失行為人的職務群體作為單位，認定團體的比例責任，卻沒有針對每一個行為人認定比例責任；上一款提及的雅新案則以故意或無過失責任之人比例為 100%、推定過失董事為 50%、推定過失監察人 25%、過失會計師 25%作認定，並表示責任比例不以 100%為限，但債權人不能受領超過原本請求之總額；在臺灣士林地方法院 95 年度金字第 19 號判決（協和案）則是先劃出每一個職務群體的應負擔責任比例，並再依照人數決定每個行為人之比例；臺灣新竹地方法院 100 年度重訴字第 131 號判決（合邦案）似認為比例責任制之適用屬於法院對於各行為人酌減事項，縱使判斷出部分過失董事以及會計師屬於非為故意，但仍認為董事與會計師長期以來未盡其義務，已淪為橡皮圖章因此無比例責任制之適用，全部與故意行為人連帶；臺灣高等法院 106 年度金上字第 6 號判決（智盛案）則針對每一過失被告的責任比例進行認定。

就上開案例，明顯看出法院對行為人責任比例之認定方式不一。除了應該針對各行為人分別論述，或者可以依照群體認定比例有不同意見以外，比例總和是否以百分之百為限，法院亦有不同想法。有法院認為總和不必以百分之百為必要¹⁵¹，其理由略為「倘以 100%為限，將發生應負賠償責任之人越多，越能分散減輕賠償

¹⁵⁰ 吳沂靜（2019），《財報不實之民事責任歸屬—以比例責任制為核心》，頁 194-195，國立政治大學法律科技整合研究所碩士論文。

¹⁵¹ 除上開雅新案外，臺灣高雄地方法院 102 年度金字第 2 號判決（美嘉電案）、100 年度金字第 5 號（新泰申案）都採相同見解，也認為加總毋庸為百分之百。



數額，且當其間有應負故意責任之人越多時，剩餘應負賠償責任之人，即可能須分擔負較重責任，而形成自己責任範圍取決於他人行為之不合理現象，是責任比例應不以比例總和 100% 為必要。」此外，甚至有法院認為比例責任制是法院酌減事項，對過失之被告，法院可以衡量一切證據決定是否令該等行為人適用比例責任制，如此一來完全逸脫當初立法的精神。從當初立法理由來看，由美國引進比例責任制就是希望法院在決定每個行為人應負責任時，能夠考量導致或可歸屬於原告損失的行為特性，並以損害間的因果關係之性質與程度個案認定。不論從美國立法例或是從我國立法理由來看，若欲讓過失行為人適用比例責任，則必須要判斷每一行為人，不論是故意或是過失行為人，對於造成損害的因果關係之成數。亦即，所有行為人對於全部損害的百分比加總應為百分之百方能正確計算。實務雖認為若以 100% 為限，則故意行為人越多，剩餘應負賠償責任之人可能需負擔較重之責任；但實際上若欲使故意行為人負擔較重之責任本來即可透過提高故意行為人之比例或降低過失行為人的比例責任來達成。更況依照實務見解比例責任之人與全部責任之人屬於不真正連帶，若數個比例責任之人比例等於或大於 100% 且已先全部清償，是否全部行為人即無庸負賠償責任？那麼比例責任之人到底可不可以向全部責任之人尋求內部分擔呢？不真正連帶可以適用或類推適用民法第 281 條第 1 項嗎？縱使可以，那麼內部分擔額又要怎麼計算呢？這些都是待解決的問題。

第三款 財報不實的和解應該如何計算

規範競合造成的問題除了連帶債務的型態不明確以外，財報不實事件中的和解也十分棘手。在比較法的部分，PSLRA 通過後除了比例責任制的制定外，同時也規範了和解後求償的相關條文。在 21D 條 (f)(7)(A) 中規範被告與原告在裁決或判決前的任何時間點達成和解時，其他被告不得向該和解被告求償。和解條款經法院同意，法院應該發出豁免和解被告對原告所有義務的禁制令，該禁制令包含 (i) 禁止任何人向和解被告請求分擔求償，以及 (ii) 禁止和解被告向任何人

求償，但任何人因和解被告之和解免除責任時則不在此限¹⁵²。另外在 21D 條 (f) (7) (B) 也規範裁決或判決前已達成和解之被告，法院在計算其他被告的賠償額時，應該扣除該和解被告的責任比例或是其支付金額中兩者較大者¹⁵³。相較於此，證交法並未規範和解的相關規定，因此必須回歸我國民法觀察。惟我國民法連帶債務相關條文中也未明文和解之效力，僅由實務、學說自一部免除的觀點適用民法第 276 條，但適用的過程以及計算的方法大相逕庭¹⁵⁴，更不用說比例責任制的影響下，究竟該如何正確評價和解過後的求償分擔。

承接上述實務對比例責任的認定，我們進一步觀察實務行為人和解後，對於投資人的求償額會有何影響。雖然財報不實案例眾多，但因為涉及不同行為人的任期、不同時期買賣股票的投資人等，相關案件往往會製作成附表來說明各行為人應負賠償金額，但該附表未必於每一個判決會附上，也使得在判決中未必看得出每個行為人正確之賠償金額¹⁵⁵。當然，誠如上述，法院也不一定會在判決中指出每個行為人的責任比例。因此在財報不實和解的情形下，判決中很難找到和解債務人之責任比例、依責任比例所應負賠償額以及和解後縮減金額等關聯資訊。因此我們挑選部分涉及和解之案例，並去除事實背景部分，僅針對連帶債務和解計算作說明。

¹⁵² 原文為“A covered person who settles any private action at any time before final verdict or judgment shall be discharged from all claims for contribution brought by other persons. Upon entry of the settlement by the court, the court shall enter a bar order constituting the final discharge of all obligations to the plaintiff of the settling covered person arising out of the action. The order shall bar all future claims for contribution arising out of the action—

(i) by any person against the settling covered person; and

(ii) by the settling covered person against any person, other than a person whose liability has been extinguished by the settlement of the settling covered person.”

¹⁵³ 原文為“If a covered person enters into a settlement with the plaintiff prior to final verdict or judgment, the verdict or judgment shall be reduced by the greater of—

(i) an amount that corresponds to the percentage of responsibility of that covered person; or

(ii) the amount paid to the plaintiff by that covered person.”

¹⁵⁴ 相關議題將於本章第二節第二項第二款詳細介紹。

¹⁵⁵ 如最高法院 104 年度台上字第 1894 號判決中會計師和解，在判決中僅說明「保中心在訴訟期間與涉案會計師達成和解獲得和解賠償金八百十萬元應予扣除等情，認附表五之授權人（編號一至三八九號）請求賠償之金額為附表四（d）欄（即 $d=a-b-c$ ）所示，即如附表五「賠償金額」欄所示」，但無法在判決中查到附表四。



（一）博達案

在解說其他案例之前，我們先將焦點放在博達案一審和解的計算¹⁵⁶。實際上博達案事實發生之前並沒有比例責任制之適用，但在此提出博達案作為案例是為與其他案件作比較，並觀察比例責任制引入後實務對於財報不實事件和解產生了什麼變化。在博達案中，雖然沒有比例責任制之適用，因此全部行為人，不論故意過失都必須回歸民法第 185 條對外負連帶賠償責任。在一審判決前，許多證券商以及會計師事務所已與投保中心達成和解。然而，有和解必定會對投保中心請求金額有所影響。於此，法院先一一闡述各個和解債務群體的內部分擔額，緊接著依照請求金額算出各行為群體的應分擔金額，並指出和解金額若低於內部應分擔金額時，有民法第 276 條之適用，反之則否¹⁵⁷。在比例責任制引進之前，如此之計算方式完全符合實務一貫之邏輯。

（二）聯豪案

在本案中，除聯豪公司與投保中心以 3500 萬元達成和解外，另有一位負 10% 之比例責任人以低於自己內部應分擔額之金額與投保中心達成和解。在一審中¹⁵⁸，對於聯豪公司的和解，其他債務人主張負全部責任人和解後，其債務自然已經消滅；但法院認為聯豪公司應無內部分擔額（發行人無內部分擔額），因此自然無免除債務之效力，聯豪公司和解之數額則由投保中心自己就此部分縮減請求額。就另一比例責任之人之和解，在其比例責任內發生民法第 276 條第 1 項之效力，即

¹⁵⁶ 臺灣士林地方法院 93 年度金字第 3 號判決。

¹⁵⁷ 博達案法院表示「...每一會計師事務所就其責任區間所應分擔責任比例定為 3% 為適當。復查，修正前證券交易法 20 條雖無連帶責任之規定，且修正後證券交易法第 20 條之 1 第 3 項、第 5 項規定會計師應依其責任比例負賠償責任，然修正前證券交易法第 20 條既無如修正後創設責任比例之明文規定，自無直接援引之理，而證券交易法第 20 條通說認為屬特殊侵權責任，適用上應回歸民法第 185 條共同侵權行為，與其他共同侵權行為人連帶負責，而有內部責任分擔額之問題。是以，安侯會計師事務所、蔡添源、何靜江、游萬淵應分擔額為附表 1 至 8 求償金額 34 億 312 萬 2,917 元之 3% 即 1 億 209 萬 3,688 元，**與其於本件分配之和解金額 3,849 萬 474 元差額為 6,360 萬 3,214 元**，另勤業會計師事務所、王金山、李振銘應分擔額為附表 9 至 10 求償金額 24 億 2,257 萬 2,294 元之 3% 即 7,267 萬 7,169 元，**與其給付之和解金額 4,100 萬元差額為 3,167 萬 7,169 元**，此部分既經原告拋棄其請求，除被告博達公司、天○○以外之連帶債務人自得主張免除...」。

¹⁵⁸ 臺灣士林地方法院 99 年度金字第 10 號判決。

就其所應負之比例責任，對於全部責任人（故意行為人）生免除之絕對效力，但對於其他比例責任人，因為彼此之間沒有連帶關係並不生任何效力。

在二審¹⁵⁹時，法院認為聯豪公司與其他比例責任人屬於不真正連帶關係，而不真正連帶債務因為沒有內部分擔，投保中心對應負絕對、全部賠償責任之聯豪公司就超過 3,500 萬元部分之損害賠償請求權既已拋棄，其效力應及於就同一損害應負推定過失比例賠償責任之人，而非投保中心所主張連帶債務損害額扣減之問題。

該案上訴到最高法院，最高法院則又認為既然聯豪公司與比例責任之人非屬真正連帶關係，而為不真正連帶，即無所謂內部分擔之適用（無法適用民法第 276 條）。觀察和解契約也有提及對於聯豪公司的和解不免除其他債務人之債務，因此對於聯豪公司和解契約之效力不應及於不真正連帶之比例責任人。

從聯豪案實務見解觀察，從地院到最高法院對於不真正連帶債務彼此間沒有內部分擔的適用屬於共識；但沒有內部分擔適用後，對外負全部連帶責任之人和解之效力，究竟是全部債權額發生絕對效力而他債務人全額免除，抑或是對於他債務人不生任何效力則有歧見。

（三）仕欽案

仕欽案一審¹⁶⁰時，投保中心求償共 14 億 5,354 萬 260 元，一審法院判決認定只有發行人與刑事不法之故意行為人須連帶賠償，就非刑事不法之董監事、會計師則認其已盡義務。在二審¹⁶¹中，非刑事不法的董監事以及會計師、會計師事務所於判決前與投保中心達成和解。但投保中心就全部求償額扣除和解金額，對於請求權額進行縮減。而其他被告認為應該要計算和解債務人的內部分擔額，進行免除數額的計算。但有趣的是，法院表示由於投保中心與非刑事不法行為簽訂的和解契約中表明其目的屬於「公益和解」，並不代表該等人就財報不實有故意過失，

¹⁵⁹ 臺灣高等法院 104 年度金上字第 12 號判決。

¹⁶⁰ 臺灣新北地方法院 99 年度金字第 2 號判決。

¹⁶¹ 臺灣高等法院 101 年度金上字第 23 號判決。

並以此認為該等之和解無民法第 276 第 1 項連帶債務人內部分擔比例應予扣減之問題。

就任欽案的部分，法院並未認定非刑事不法行為人的責任比例，或者是說因為投保中心簽訂的和解契約「限制」法院不得判斷。但這樣的結果有很明顯的問題存在，如果該等和解人並非財報不實事件應負責任之人，那麼求償數額為何要縮減呢？進行縮減不就是認定該等和解人屬於財報不實之債務人嗎？

（四）美嘉生電案

美嘉生電案一審¹⁶²判決前美嘉生電公司先行和解，該案判決中認定故意董事負 100%比例，過失董事 50%比例，而監察人負 25%之比例，外部會計師已盡其義務毋庸負責。就和解部分，他等債務人欲適用民法第 276 條第 1 項進行同免責任之免除，但法院認為故意從事不法犯罪行為本應負最終賠償責任，就內部關係而言，美嘉生電公司並無應分擔之部分，其他債務人不得主張免除。關於其餘董事、監事以及會計師的部分，法院認為應依證交法第 20 條之 1 第 2 項負「連帶」賠償責任¹⁶³，並且該等人均與其他行為人具有共同歸責之原因，因此系爭財報不實之債務人彼此間均無得主張分擔額或行使內部求償權之餘地。

美嘉生電案法院提及故意行為人對美嘉生電公司並不得行使內部求償權乃是因為美嘉生電公司本身並沒有內部分擔額，因此其他行為人無法藉由民法第 276 條第 1 項主張美嘉生電公司和解金額與其內部分擔額有差額。就非故意行為人，法院則認為該等人亦應對於財報不實負最終責任，彼此間無法主張內部求償，也不得向美嘉電主張，故亦無民法第 276 條第 1 項之適用。

（五）遠航案

遠航案一審法院將不同財報發布日期切割成不同族群，並且鉅細靡遺說明每一授權投資人的損害賠償額、比例責任之人就其任期、比例應負之金額。該案中

¹⁶² 臺灣高雄地方法院 102 年度金字第 2 號判決。

¹⁶³ 法院於後又表示過失行為人適用比例責任制，彼此之間並無連帶關係，在此可能係誤繕。

由部分比例責任人與投保中心達成和解，而法院認為和解被告僅影響整體賠償總額，且該部分已經投保中心縮減，並且該等和解被告所負乃比例責任非連帶責任，和解被告與其他連帶責任被告間屬於不真正連帶，自無法適用民法第 276 條第 1 項規定。同樣地，我們又可以發現只要有人與投保中心和解，和解金額就會直接從全部請求額中扣除，法院也不會再去探究該行為人的過失以及責任比例，當然也無法正確評價出和解金額與行為人之責任比例是否有差距。

就上開各個案件我們可以看出投保中心對於和解後往往會縮減請求額，但將和解金額從請求額直接扣除恐將遭來「和解並不同於清償，不應該先扣除和解金額」的質疑，亦即，和解債務人與債權人達成和解實際上仍未清償債務，因此對於和解金額並非當然發生絕對效力，投保中心直接扣除和解金額似有疑問。再來，假設行為人就和解金額額已為全部給付，法院如果沒有計算和解債務人的應分擔額，而肯認扣除和解金額後之請求額，並針對剩餘的債務人進行責任比例的分配，可能造成每個行為人的責任分擔計算產生錯誤。例如在法院尚未判決以前，假定和解債務人的真實責任比例為 20%，但他卻以總金額的 15% 進行和解，若法院沒有意識到須要判斷和解債務人的責任比例，並討論該 5% 的效力，不就是讓未和解的債務人承擔多餘的 5% 嗎？或有認為實務將財報不實事件部分連帶關係判斷為不真正連帶，而其真諦即為不真正連帶債務人間沒有內部分擔額適用，法院自然毋庸評價差額之效力。但比例責任制的用意不就是希望正確評價行為人的責任，並對於過失行為人減輕對外負擔嗎？如此一來顯然與當初引進之用意有所差距。因此，如何建構財報不實的連帶狀態，就顯得更為重要。

第二節 財報不實連帶與和解

就上開新制度的挑戰，本文欲由連帶債務的本質、和解解釋進行探討，再將其概念適用到比例責任制後之財報不實事件，以下將依序進行介紹。

第一項 財報不實中之連帶債務

第一款 真正連帶債務



在探討財報不實連帶債務以前，我們必須先了解連帶債務之定義。連帶債務依民法第 272 條，是以數人負同一債務，明示對於債權人各負全部給付之責任者，為連帶債務。若無明示時，則以法律有規定者為限。所謂連帶債務屬於多數債務人對債權人各負全部給付之責任，各債務人均負擔獨立之債務，且任一人為全部給付者，他債務人所負債務亦因此消滅，其性質上屬於多數之債¹⁶⁴。連帶債務內涵可分成對內以及對外之效力：

（一）對內效力

所謂對內效力為債務人間對內之權利義務關係，其中最為重要者是民法第 281 條第 1 項求償權的規範，即連帶債務人一人若因清償、代物清償、提存等致他債務人同免責任，該債務人得請求他債務人各自應分擔的部分。就內部分擔計算方法，依民法第 280 條規定，除契約或法律另有規定外，應平均分擔義務。先撇除契約明文安排部分，就侵權行為所導致的連帶債務，因為法條未明文共同侵權行為中的連帶債務應該如何分擔，依照民法第 280 條前段，似應平均分擔。然而現行實務發展下，就共同侵權行為部分縱使法條未有分擔計算之明文，仍會類推適用民法第 217 條關於與有過失的規定，就各行為人個別行為對於損害的原因力及與有過失的輕重來分擔其應賠償的部分¹⁶⁵。

（二）外部效力

對外效力所指涉者乃債權人對債務人之權利及個別債務人之事項及於其他債務人之權利。就債權人對債務人之權利，即債權人可對於債務人全部、一部或是一人請求全部或是一部之給付。就個別債務人事項及於其他債務人之權利，可再區分為絕對效力事項以及相對效力事項。雖然連帶債務原則上仍屬多數債務，債務人中一人所生事項的利益與不利益皆不影響他債務人；但為簡化法律關係，民法在第 274 條至 278 條特別規定了絕對效力事項，例如債務消滅、非個人關係並

¹⁶⁴ 孫森焱（2013），《民法債編總論下冊》，修訂版，頁 862，台北：自刊。

¹⁶⁵ 王澤鑑，前揭註 63，頁 468。

利於他債務人之確定判決、時效消滅等主張，就債務人中一人所生之事項，即因法律規定對於其他債務人亦生相同效力。相對效力事項則是規定於民法第 279 條，連帶債務本於多數債務之本質，原則上連帶債務人中之一人所生之事項其利益或是不利益對於他債務人不生效力。因此，對於他債務人不生效力之事項即屬於相對效力事項¹⁶⁶。舉例而言如請求、給付遲延、債權讓與等都屬於相對效力事項。

第二款 不真正連帶債務

除了法有明文的真正連帶債務以外，我國學說與實務上亦承認不真正連帶債務，學說將其定義為數債務人具有同一目的，本於個別之發生原因，對債權人各負全部給付之義務，因債務人中一人為給付，他債務人即同免其責任之債務。真正連帶債務與不真正連帶債務並不完全相同，其相同處乃兩者皆為多數債務、債務人各負全部給付之責任、債務人中之一人或數人為全部之給付者他債務人之債務隨同消滅¹⁶⁷。而其相異處在於不真正連帶債務是債權人基於同一目的，對於數債務人有個別之請求權發生競合。因此，比較之下，真正連帶債務係基於同一發生原因，不真正連帶債務係基於不同之發生原因；真正連帶債務具有主觀上的共同目的，不真正連帶具有客觀上單一目的；真正連帶債務發生的原因乃因明示之意思或法律規定，而不真正連帶則是相關法律關係偶然競合所致¹⁶⁸。

不真正連帶債務亦有對內以及對外之效力，對外效力而言其相對效力事項與真正連帶債務較無區別；但就絕對效力事項，則必須同時滿足不真正連帶債務之客觀上單一目的時始發生絕對效力¹⁶⁹。關於對內效力，由於不真正連帶債務人間並沒有相互分擔之部分，真正連帶債務中內部人求償關係於不真正連帶並不發生，雖然在部分情形有請求權讓與的規定，如民法第 218 條之 1、民法第 190 條第 2 項等，但其皆為債務人間之另一法律關係所生，與真正連帶債務之求償關係性質並

¹⁶⁶ 孫森焱，前揭註 164，頁 877。

¹⁶⁷ 孫森焱，前揭註 164，頁 892。

¹⁶⁸ 孫森焱，前揭註 164，頁 892-893。

¹⁶⁹ 孫森焱，前揭註 164，頁 894。

不相同¹⁷⁰。不過亦有從比較法觀點認不真正連帶已不乏肯定求償關係的存在，故不真正連帶關係中縱使無法明文之求償權，也應該於個案中斟酌，類推適用連帶債務求償條文，即民法第 281 條相關規定¹⁷¹。由此可知不真正連帶債務是否當然適用連帶債務之條文仍有相當大的歧見。

第三款 真正連帶與不真正連帶之區分

從上兩款的介紹我們可以得知真正連帶與不真正連帶的共通性為「多數債務」、「債務人對債權人有同一給付之利益」、「各債務人單獨負擔全部給付義務」以及「債權人僅得受領一份全部之給付」。由於不真正連帶與真正連帶在上開要件並無不同，使得數人負同一債務並各負全部給付義務亦有可能存在不真正連帶的情形。如一部分債務人係基債務不履行對債權人負擔全部責任，而其他債務人係因侵權行為對債權人負擔全部責任。最典型之例子即為寄託物被第三人竊取之案例，受託人對寄託人因債務不履行負擔寄託物被盜之損害賠償責任；同時，第三人也因竊取寄託物對寄託人負有侵權行為的損害賠償責任。雖然符合「多數債務」、「債務人對債權人有同一給付之利益」、「各債務人單獨負擔全部給付義務」以及「債權人僅得受領一份全部之給付」的特性，但在該案例中受託人與第三人間普遍被認為是不真正連帶債務。

因此，學說上為了區別兩者的關係，提出了不同看法。我國多數學說認為不真正連帶債務係客觀上單一目的偶然相互結合；另有論者指出除了客觀上單一目的偶然相互結合以外，我國不真正連帶債務因為民法第 271 條規定，尚必須以無法律明文規定且未有明示意思表示為限制¹⁷²。但「客觀上單一目的偶然相互結合」到底是什麼意思？以法律明文規定者即為真正連帶債務，是否能根本地區別出真正連帶與不真正連帶的差異性？似乎都不甚明確。因此，如何區別真正連帶債務

¹⁷⁰ 孫森焱，前揭註 164，頁 895。

¹⁷¹ 陳聰富（1990），《連帶債務之研究》，頁 236，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

¹⁷² 王千維（2002），〈論可分債務、連帶債務與不真正連帶債務（下）〉，《中正大學法學集刊》，8 期，頁 32。



及不真正連帶債務，進而探討是否適用相同規範至關重要。近年來對於兩者的區分一直存在不同見解，此乃肇因於民法學說見解的轉變，以下將簡短介紹文獻中所提及的區分標準，並檢討我國民法真正連帶與不真正連債務的區分：

（一）目的共同體說

此說在過去為德國對連帶債務的重要見解，而在德國法的規範中也面臨真正連帶債務與不真正連帶債務如何區分的問題。德國民法第 421 條乃連帶債務的明文，其要件為數債務人針對同一債權人存在數個個別獨立的債之關係、數構成連帶債務之數個債之關係，皆在滿足債權人之同一給付利益、各債務人個別對債權人皆單獨負擔全部之給付義務、及各債權人僅得受領一份之給付¹⁷³。同於台灣民法，這樣的規範並沒有完整掌握真正連帶債務的輪廓，而無法區別出其與不真正連帶債務的差異，因此目的共同體說就被提出¹⁷⁴。

目的共同體說係指除了符合上開要件之外，還必須要當事人間有共同目的而結合成連帶債務之關係。共同目的在探討中又可區分為主觀共同目的與客觀共同目的，不過主觀共同目的無法說明基於法律關係所發生的連帶債務，因此不被接受¹⁷⁵。如民法第 185 條共同侵權行為中之各侵權行為人，其行為間可能無主觀之共同目的，但其仍屬於真正連帶債務。雖然採主觀共同目的之學者認為在個別義務中，各侵權行為人之義務皆指向相同債務目的，進而擴大主觀目的共同的適用，但仍被批評此舉無異使主觀目的無法界定且不一貫¹⁷⁶。在客觀共同目的則是指數債務人為滿足債權人客觀上之同一利益而負擔債務，各該連帶債務人即係藉由此之債權人客觀上同一利益而結合¹⁷⁷。

¹⁷³ 陳忠將（2010），〈多數債務人間求償關係之法律問題研究—以德國民法為中心之探討〉，《東吳法律學報》，21 卷 4 期，頁 42。

¹⁷⁴ 此外尚有同一之法律原因說，然而部分典型的連帶債務的成立（如數人先後為他人保證，即非同一法律原因）亦係基於不同的法律原因，因此此說不被德國通說所接受，本文也略過不提，詳參王千維，前揭註 172，頁 23。

¹⁷⁵ 王千維，前揭註 172，頁 24。

¹⁷⁶ 陳聰富，前揭註 171，頁 49-50。

¹⁷⁷ 王千維，前揭註 172，頁 24。



雖然客觀共同目的較被接納，但對於「共同目的」之本質為何，卻沒有一個明確的定義。有認為所謂客觀上的共同目的係指「以債權人之擔保及滿足為目的」，即債務人依其意思或法律規定為相同目的之達成而互相結合，個別義務僅係手段¹⁷⁸。但此說被質疑在不真正連帶情形下，不同債務人間亦有對債權人之債務擔保與滿足之目的，因此認為此一見解無法作為區別之特徵¹⁷⁹。有認為所謂共同目的係指具有同一經濟上之目的，體現之結果乃債務人中一人給付而達其目的，他債務人所負債務亦因給付目的消失，而其存在隨同消滅¹⁸⁰。但是否具有經濟上目的，該說又表示須以法律明文或當事人明示意思決定，即有論者批評如此一來連帶債務成立之原因即為經濟上之目的，根本無區分之必要¹⁸¹。尤有進者，明示意思表示或法律明文係屬於連帶債務成立之限制，並非連帶債務本質之必然，此一見解將使連帶債務之本質與限制混淆¹⁸²。

此外，此說對於真正連帶與不真正連帶的區別，除了共同目的以外，還必須以該目的並非是偶然之同一。在限制越來越多的情況下，不難發現單純的目的共同其實並不足以區分真正連帶與不真正連帶。且實務欲以偶然之同一或非偶然之同一論證該行為屬於真正或不真正連帶時，往往陷入循環論證的難題，即論述不真正連帶會表明其目的非偶然同一，而為何目的非偶然同一時則說明因其屬於不真正連帶，並無法給出精確的標準¹⁸³。上開的發現也促使德國學者思考是否揚棄共同目的理論，並發現所謂非偶然同一皆有相似的樣貌—不同層次的債之關係，故同一階層性說即被提出。

（二）同一階層性說

¹⁷⁸ 陳聰富，前揭註 171 頁 52。

¹⁷⁹ 陳聰富，前揭註 171 頁 54。

¹⁸⁰ 孫森焱，前揭註 164，頁 862-863。

¹⁸¹ 楊淑文（2001），〈論連帶保證與連帶債務—最高法院八十八年度臺上字第一八一五號民事判決評釋〉，《台灣本土法學雜誌》，25 期，頁 31。

¹⁸² 陳聰富，前揭註 171，頁 65。

¹⁸³ 陳忠將，前揭註 173，頁 45。



同一階層性說是德國法區分連帶債務與不真正連帶債務的通說¹⁸⁴，其不再以目的共同作為額外的要件，而是以「外部關係同一階層性」與否作為判斷的依歸，外部關係屬於同一階層者，則屬於真正連帶債務，反之則屬於不真正連帶。文獻上論述是否屬於同一階層時，皆自讓與請求權之規定說明階層相同與否之關聯性¹⁸⁵。若多數債務人間不屬於同一階層，則多數債務人中對於債權人屬於較近階層之人，對債權人之給付方有終局清償之效力，其他債務人為給付時，較近階層之人之債務並不隨之消滅。換言之，階層較遠之人所為之給付乃為一種預付，可藉由請求權之讓與而全部求償¹⁸⁶。如何認定同一階層，在多數學說下認為沒有一個簡單的公式能夠判斷¹⁸⁷。僅能抽象地大略區分，若多數債務之成立屬於法律行為合意，則應該考量其成立之目的及意義來判斷；若是法律規定成立之連帶債務，則需要透過法律規定之類推適用來決定是否屬於同一階層¹⁸⁸。

雖然同一階層的認定已經比目的同一性更為精確，然而有學者指出在德國法中仍然存有不同階層之數個債務人卻只產生內部求償之效力¹⁸⁹。其所指涉者乃德國民法第 840 條第 2 項僱用人責任、監護義務人責任之內部分擔問題¹⁹⁰。這樣的指摘在我國民法也可以窺見，以僱用人責任為例，我國民法第 188 條第 1 項規定受僱人與僱用人對外負連帶賠償責任，而在此通說皆認為僱用人內部分擔為零，因此僱用人先行賠償後，得依其內部關係向受僱人請求百分之百的賠償。然而，受僱人與僱用人間應屬於不同階層，僱用人因現代分工社會不可能事必躬親，而必須仰賴他人擴大經濟活動的範圍，為了避免受害人求償無門，因此法條使僱用

¹⁸⁴ 楊淑文，前揭註 181，頁 31；王千維，前揭註 172，頁 25；陳忠將，前揭註 173，頁 45；管靜怡（2019），〈不真正連帶債務與讓與請求權〉，《法學叢刊》，253 期，頁 107。

¹⁸⁵ 陳聰富，前揭註 171，頁 95。

¹⁸⁶ 陳聰富，前揭註 171，頁 97。

¹⁸⁷ 陳聰富，前揭註 171，頁 100。

¹⁸⁸ 楊淑文，前揭註 181，頁 31。

¹⁸⁹ 陳忠將，前揭註 173，頁 46。

¹⁹⁰ 德國民法第 840 條規定「I 數人因侵權行為負損害賠償責任者，成立連帶債務。II 與第 831 條、第 832 條應負賠償責任之人共同應負賠償責任者，於其內部關係應負全部賠償責任，第 829 條之情形則由監護義務人負全部責任。」，翻譯參考：王怡蘋（2012），〈論僱用人之侵權責任〉，《月旦民商法雜誌》，35 期，頁 129。



人負起連帶責任；但於立法理由中已明白表示加害行為終究是出於受僱人，其當然不能免除責任。顯然若僱用人賠償完後，受僱人仍須終局負起責任，兩者明顯不在同一階層，而構成不真正連帶。此際，若以同一階層性說來區分，僱用人責任似乎為不真正連帶，但明顯在我國法下僱用人責任是真正連帶債務。當然，僱用人責任可以解讀成兩者間是法定的真正連帶，僱用人與受僱人間還是有內部分擔額，只是僱用人內部分擔額為零。但這樣的解釋完全為了維持受僱人屬於真正連帶而解釋，追根究柢兩者仍不屬於同一階層。

（三）類型化區別說

就上開二說我國都有擁護者，但皆無法區別真正連帶或不真正連帶，由上觀之，不論是共同目的或者是同一階層理論似非源自於真正連帶或不真正連帶之本質，且無法解決如何區辨真正連帶與不真正連帶。既然真正連帶與不真正連帶不論從發生原因、目的性質或者不真正連帶乃偶然發生等都無法區隔出兩者間的差異，近來有學者認為所謂的不真正連帶其實只是非屬法定連帶的情形，在不真正連帶中是否類推適用連帶債務之規定，則應該就個案決定¹⁹¹。

（四）小結

誠如上述，對於真正連帶或不真正連帶的區分似乎無法明確切割，縱使採取德國通說同一階層性說，在我實務上亦有將位於同階層之債之關係認定為不真正連帶債務¹⁹²。本文認為在學說實務尚無法以統一標準區分真正連帶與不真正連帶前，以類型化區別作為所有連帶債務法律效果之適用應為最佳之辦法。換言之，縱使在傳統上被歸類為不真正連帶債務的案型中，如果可以適用民法第 218 條之 1 讓與請求權或其他法有明文之規定而得到公平分擔，則毋須再類推適用民法真正

¹⁹¹ 陳聰富（2017），《侵權行為法原理》，頁 52，台北：元照。

¹⁹² 王千維，前揭註 172，頁 33。



連帶債務的相關條文；但如果無法適用之際，則應依具體事實案情斟酌，在具備一定要件下仍可類推適用連帶債務的求償規定，以符合公平觀念¹⁹³。

第四款 財報不實連帶債務之學說現況

理解我國民法對於連帶債務規範以後，緊接著我們回顧先前所提及財報不實中連帶債務的情形。實務見解如前一節第三項第一款所示十分紊亂，有認為全部責任之人與比例責任之人並不產生連帶債務的關係；有認為全部責任人對外負真正連帶債務，比例責任之人僅以自己責任部分與全部責任之人連帶，而比例責任人間不連帶；亦有認為以民法共同侵權行為作為請求權基礎，卻忽略證交法第 20 條之 1 第 5 項比例責任制，使全部行為人對外負連帶賠償責任者。法院的差異性見解使得財報不實案件責任的探討根本無法進入連帶債務內部分擔的層次。

就上開數種實務見解，先拋下請求權基礎的適用問題，全部責任之人與比例責任之人不連帶或兩者依民法第 185 條為真正連帶都屬於少數見解。學說上也多支持在財報不實事件中，其連帶型態為故意行為人對外全部連帶責任，過失行為人間無連帶責任，而過失行為人以自己之責任比例分別與故意行為人不真正連帶¹⁹⁴。就不真正連帶關係應由何人負擔起最終賠償義務，劉連煜教授指出若立法精神是在保護過失行為被告，則應由故意行為人負擔。不過劉連煜教授較贊同從投資人保護以及可以將和解金額提高的角度切入，比例責任仍應課予過失行為人相當程度之責任，以善盡其職責，因此終局責任仍由過失行為人負擔較為合理¹⁹⁵。此外，也有文獻認為比例責任制並非立法者考量到劉連煜教授所論述兩點面向，而是從財報不實事件發生後，發行人會面臨破產問題、故意行為人可能會進行惡意脫產或潛逃出國觀點。故其認為應回歸不真正連帶債務之本質，任一人給付後他債務人之債務消滅¹⁹⁶。舉例說明三者之差異，假設一財報不實案件投資人甲有

¹⁹³ 陳聰富，前揭註 171，頁 235-236。

¹⁹⁴ 劉連煜，前揭註 14，頁 372。

¹⁹⁵ 劉連煜，前揭註 14，頁 372-373。

¹⁹⁶ 吳沂靜，前揭註 150，頁 161。



100 萬元損害，A 負全部責任 100 萬元，B 與 C 負擔比例責任各 20 萬元。此時連帶關係是 B 僅以自己應負擔之 20 萬元與 A 應負全部 100 萬元中之 20 萬元有不真正連帶關係，C 與 A 之部分亦相同，而 B、C 之間則無連帶關係。就內部分擔之部分，站在保護過失被告的態度而言，則 B、C 的 20 萬皆由 A 負擔終局責任；採取投資人保護並有效提高和解金額之見解，將會由 B、C 就其 20 萬元部分負擔終局賠償責任；採取文獻見解則端視 A 先給付 100 萬元或者是 B、C 先給付各自之 20 萬元。

從上開整理，學說似乎針對財報不實事件的連帶情形，認定以「故意行為人對外全部連帶責任，過失行為人間無連帶責任，而過失行為人以自己之責任比例分別與故意行為人不真正連帶」，而終局責任則區分成了「全部責任之人負擔」、「比例責任之人負擔」以及「任一人給付消滅」三種計算方式。但我們回過頭檢視我國對於連帶債務之定義，不論是真正連帶債務或者是不真正連帶債務，都必須符合「多數債務」、「債務人對債權人有同一給付之利益」、「各債務人單獨負擔全部給付義務」以及「債權人僅得受領一份全部之給付」四個要件。在比例責任制的體制下，相同例子，A 對外單獨負擔 100 萬元之債務，而 B 與 C 僅負擔 20 萬元之債務，A、B 及 C 三人並非「單獨負擔全部給付義務」，而係由 B 及 C 負擔部分之給付義務，顯然比例責任制的外觀上已不合於「連帶債務」。或許論者會提出 A、B 跟 A、C 之間就 20 萬元的範圍確實是單獨負擔全部給付義務，此一關係確實是符合連帶債務的特性；但從另一個角度觀察，此舉無異是將財報不實事件所造成的共同損害，切割成數個未必相關之可分之債。更況這樣的解釋在求償的適用上會難以操作。

舉例同例言，從純粹理論上的觀點來探討，如果財報不實事件爆發後，投資人甲尚未提起訴訟之前，C 出於愧疚先行給付 30 萬元，但甲、C 對於該 30 萬元並



無任何和解、免除的意思¹⁹⁷。法院判決確定後才得知 A、B、C 三人之內部分擔額為 60 萬元、20 萬元、20 萬元，而 A 是故意行為人需要對外負全部責任，B、C 僅需要負起對外 20 萬元的比例責任。我們回過頭來看 C 當初的清償行為，因為 C 只須要對自己 20 萬元的內部分擔額負責，因此當初清償了 30 萬元中的 10 萬元屬於非債清償。那麼該 10 萬元會在法律上應該怎麼評價呢？按照連帶債務的學說見解，由於 B、C 間沒有連帶關係因此對 B 不產生任何效力；對於 A 而言，雖然 A、C 之間存有不真正連帶關係，但只有在 C 之內部分擔額即 20 萬元內與 A 負有不真正連帶關係，因此超過內部分擔額的 10 萬元也不會對 A 產生任何效力，C 只能依不當得利向甲請求返還。但在此如果可以讓該 10 萬元生絕對效力，讓甲先行取得 10 萬元，待 C 向 B 或 A 進行內部求償，是否更能保障甲呢？此外，如果相同情形，C 的 30 萬元是和解，那麼超過內部分擔額的 10 萬元 C 要如何跟甲進行求償？不當得利？但和解契約不就是甲受有 10 萬元的依據嗎？或者是甲可以憑藉著和解契約，多得 10 萬元呢¹⁹⁸？由此可見，將比例責任制的財報不實事件切割成數個不同的連帶債務反而使得當事人關係更為混亂。

實際上學說及文獻一方面想將比例責任人與全部責任人的責任以我國連帶債務做連結，但礙於民法第 272 條規範無法律規定或契約明示不能成為真正連帶債務，因此方將財報不實事件比例責任人與全部責任人的關係以「不真正連帶」作為解釋¹⁹⁹。正如上述，將財報不實事件割裂成數個連帶關係似乎並不合適，亦不合理。更進一步來看，對於比例責任制之連帶關係若未界定清楚，則全部責任之人與比例責任之人間是否產生內部分擔的問題或者屬於不真正連帶關係請求權讓

¹⁹⁷ 申言之，此 30 萬元純粹只是 C 先為給付，若 C 在法院判決確定後被認為故意行為人而須要對外負全責，C 仍需要再為給付；若 C 為過失行為人，且 C 之責任大於 30 萬元，則 C 亦必須負差額的責任。當然，在此僅為凸顯理論缺失處，現實上難以想見何人會於判決前先給付而不商量和解或免除的可能性。

¹⁹⁸ 究竟要令投資人可以依和解契約多得賠償，或者是讓和解債務人能夠向其他連帶債務人進行求償，屬於法律設計的選擇，將於本章第三節第二項分析之。

¹⁹⁹ 但學說卻又不反對故意行為人援用民法第 185 條成立真正連帶債務，參劉連煜，前揭註 14，頁 372。

與的問題也無法解答。雖然文獻對此表明回歸不真正連帶債務的本質，一人給付所有債務即消滅，但這樣的見解是否符合當初引進比例責任制的目的？是否符合公平分擔的概念？就此，將財報不實事件的連帶關係區別成數個連帶債務到底有無意義即須再思考，而這樣的觀點也影響著財報不實和解的計算。

第二項 和解於財報不實之計算

在民事事件中和解屬於訴訟外紛爭解決機制的一環，當事人在法院外透過自主、自律之交涉，共同就紛爭達成解決之方案乃為民事紛爭的常態，亦能依據各種情況調整當事人間的利益，真正解決紛爭²⁰⁰。財報不實事件中，以美國為例，在證券詐欺事件中因為起訴審查標準的提高，且律師採取後酬制度，原告毋庸先行負擔龐大的律師費用而造成原告律師過度主導訴訟，進而有濫訴情形的產生²⁰¹。而身為被告的一方則須要負擔巨額的律師費用，且在證據開示階段也必須花費大量的金錢。因此，被告往往會在經濟的壓力下尋求和解。就我國而言，對於公開發行公司涉及證券詐欺的民事訴訟絕大多數都是由投保中心進行。在投保中心 2018 年年報中也指出和解為證券詐欺民事訴訟上的手段之一，而自投保中心運作以來迄 2018 年年底已和解或勝敗訴確定且已執行之賠償金共有 78 億餘元，其中 48 億餘元為和解所獲²⁰²。從上可知，不論美國或我國，有關證券詐欺訴訟以和解之方式尋求損害賠償擁有相當重要的地位。財報不實事件為證券詐欺訴訟之一，對於和解在該事件的地位不言可喻，如何正確計算及評價各行為人和解後對於他行為人應分擔部分也是本項的重點，以下將先介紹我國民法和解的制度，並探討連帶債務和解中之計算，最後分析和解於財報不實事件中所面臨的問題。

第一款 民法和解之介紹

（一）和解的意義

²⁰⁰ 陳自強（2014），《和解與計算錯誤—契約法之現代化 III》，頁 4，台北：元照。

²⁰¹ 林郁馨（2008），〈從美國證券集團訴訟談證券詐欺訴訟的填補損害與嚇阻功能〉，《月旦財經法雜誌》，14 期，頁 178。

²⁰² 證券投資人及期貨交易人保護中心（2018）。《中華民國 107 年年報》。載於：
<https://www.sfipc.org.tw/MainWeb/Article.aspx?L=1&SNO=cETUAHmwj7bwkiS59QXNww==>。



依民法第 736 條規定「稱和解者，謂當事人約定，互相讓步，以中止爭執或防止爭執發生之契約。」而其中所稱之爭執乃指當事人對於某種法律關係之存否、內容、效力等為相反之主張，該爭執即為和解之範圍，且該範圍以當事人主觀為準，客觀上法律關係之種類如何並沒有限制²⁰³。條文中所指涉互相讓步係拋棄權利之一部及承認負擔損失之一部；在解釋上，如果其中一方拋棄全部權利或者是承認負擔全部損失，而由他方對此給付一定報酬者，仍可認為雙方互相讓步。不過若是僅有一方讓步而他方未為任何補償，則應屬於權利之拋棄和義務的承擔，並非和解²⁰⁴。

和解最大的好處為彈性即高，縱使無第三者的參與，其仍能以未制度化之方式達成紛爭解決機制，而此係私法自治原則賦予，雙方當事人以締結契約達成問題的解決²⁰⁵。此外，在訴訟進行中，雙方當事人也得於法官前或於審判外達成和解以求訴訟終結之目的；甚至在訴訟終結判決確定後，仍然能夠以和解之方式，僅須注意該和解無法除去判決之效力，僅能作為執行異議時之抗辯²⁰⁶。簡單而言，和解的意義即在定紛止爭，其所欲達成之目的為雙方當事人所爭執之事項獲終局之解決。

（二）和解創設效與認定效之爭議

和解契約因雙方當事人意思表示合致而成立，原則上當事人受到該契約所拘束，並不得任意反悔，更無法就和解之前之法律關係再行主張²⁰⁷。最高法院亦表示：「和解契約合法成立，兩造當事人即均應受該契約之拘束，縱使一造因而受不利利益之結果，亦不得事後翻異，更就和解前之法律關係再行主張²⁰⁸。」此即為和解之確定效力。

²⁰³ 林誠二（2015），《債編各論新解—體系化解說（下）》，頁 253，台北：瑞興。

²⁰⁴ 林誠二，前揭註 203，頁 255。

²⁰⁵ 陳自強，前揭註 200，頁 8-9。

²⁰⁶ 林誠二，前揭註 203，頁 255。

²⁰⁷ 林誠二，前揭註 203，頁 264。

²⁰⁸ 最高法院 99 年度台上字第 1525 號判決。

在和解效力中最多探討者乃和解究竟屬於「確認原來之法律關係而使繼續」之認定效力，或者為「使發生新法律關係」之創設效力²⁰⁹。認定效即指和解契約僅確認以前之法律關係仍然存在，並非創設新法律關係²¹⁰。根據上述，從屬於原法律關係的擔保不會因為和解契約而消滅。但如果發見新證據足以證明以前的法律關係與和解確定者不符時，和解應歸於無效²¹¹。所謂創設效力則是指和解契約乃創設新法律關係，使其消滅原權利而取得新權利，至於以前法律關係為何並非重要，有認為民法第 737 條「和解有使當事人所拋棄之權利消滅及使當事人取得和解契約所訂明權利之效力」即屬於創設效力之體現²¹²。

對於我國民法和解之效力，有學者認依民法第 737 條已明示為創設之效力，故對於債權之有無和數額之多寡有所爭執時，當事人一方因自己讓步而拋棄之權利即歸消滅²¹³。另有學者認為在債權之絕對存否與數額之多寡若以和解契約確定，則其不符之部分發生創設效力；但若是以向來之法律關係為基礎而和解者，則仍不否認其具有認定之效力²¹⁴。亦有論者從文義解釋作為立論基礎，表明若立法者對於和解只具有創設效或只具有認定效二者之一，則其應可以在輕易地於民法條文中完整規範，但立法者並未作出這樣的限定，因此和解契約之效力應該為具有創設效或具有認定效或者同時具備創設效與認定效三種可能²¹⁵。各該契約究竟是何者，則應該先探究當事人的意思，只有在當事人沒有表示意思時，始能依民法第 737 條認定²¹⁶。故民法第 737 條並非在解決創設效或認定效的問題，該條最重要之意義乃在於提醒認事用法之人應去了解訂立和解契約之人之真意²¹⁷。

²⁰⁹ 史尚寬（1986），《債法各論》，頁 818，台北：自刊。

²¹⁰ 林誠二，前揭註 203，頁 266。

²¹¹ 鄭玉波（1988），《民法債編各論（下冊）》，11 版，頁 812，台北：自刊。

²¹² 林誠二，前揭註 203，頁 266。

²¹³ 鄭玉波，前揭註 211。

²¹⁴ 史尚寬，前揭註 209，頁 820。

²¹⁵ 游進發（2011），〈系爭和解是認定或創設或認定且創設的？／最高院九九台上九二七〉，《臺灣法學雜誌》，167 期，頁 170。

²¹⁶ 游進發，前揭註 215，頁 171。

²¹⁷ 游進發，前揭註 215，頁 172。



對於和解契約究竟是具有創設效力或是認定效力亦或兩者兼備，我國實務則有最高法院決議作為依歸。依最高法院 77 年度第 19 次民事庭會議決議（一）：「和解之本質，究為創設，抑為認定，應依和解契約之內容定之。當事人以他種之法律關係或以單純無因性之債務約束等，替代原有之法律關係時，屬於創設；否則，以原來而明確之法律關係為基礎而成立和解時，則屬認定。本件甲乙兩造就十萬元借款成立和解，同意由甲償還七萬元，其餘部分拋棄，係以原來明確之法律關係為基礎而成立之和解，應認僅有認定之效力。乙固非不得依原來消費借貸之法律關係訴請甲為給付，但法院不得為與和解結果相反之認定。」換言之，最高法院認為和解本身具有創設或認定之效力，並且依和解契約之內容判斷其究竟屬於原法律關係消滅之創設效，抑或是對於原法律關係繼續之認定效力。值得注意的是，過往有學者認為債權之絕對存否與數額之多寡若以和解契約確定，則其不符之部分發生創設效力；惟實務見解似認為對於債權數額的確定屬於認定效力。

（三）和解效力之反思

和解創設效與認定效之爭議，在實務見解表明依和解契約內容認定後，似乎於我國趨於一致。不過近來有學者對和解認定效或創設效的二分法提出反思。首先就創設效而言，在新法律關係之發生而從屬於原法律關係消滅一事，可能有違於當事人之意思，蓋從和解契約之目的出發僅係為定紛止爭，當事人若有意賦予原有債之關係完全獨立之新基礎的情形並非常見，且債之同一性也未必消失。舉例而言，如甲乙對於買賣標之物之清償地有所爭執，最後雙方同意減少價金百分之 5，乙至甲之公司取貨，此一和解亦未使原有法律關係消滅²¹⁸。又以給付數額有爭執之情況，由於雙方當事人客觀上對於給付之數額並無法確定，根本難認雙方有對於真實數額拋棄或是承認的意思，雙方當事人真意僅為確定債權的數額，難認創設任何新的權利義務²¹⁹。就認定效的基本論述，一和解契約內容係依原來而

²¹⁸ 陳自強，前揭註 200，頁 64。

²¹⁹ 陳自強，前揭註 200，頁 67。



明確之法律關係為基礎而成立，若於後發見新證據足以證明與和解所確定不符時，則和解將歸於無效。但實際上私權的存在與否，若未依一定之權利形成過程，則該私權無論如何無法確定²²⁰，更況嗣後以和解內容不符於真實反而認定和解無效，則和解契約終將目的不達。因此，論者認為創設效與認定效之爭議應無討論之實益，重要者應為和解產生確定效即為已足，就創設效與認定效本為個案認定；又民法第 737 條和解有關權利取得與拋棄，其僅屬於和解契約典型之一而並非唯一，縱使約定以取得或拋棄權利以外之方式所為的互相讓步仍屬於和解契約的一種²²¹。所謂和解確定效之目的即在司法自治容許的範圍內，將當事人因和解所形成的具體內容，作為共同確認之法律關係，並拘束和解契約之當事人；除非有其他否認法律拘束力之事由發生，否則從和解契約之目的及國家法律秩序之觀點而言，若再由其他權利形成過程（如提起民事訴訟）欲重新確定法律關係，已失其正當性與必要性²²²。換言之，該說對於和解契約不再簡單區分為創設效或認定效，而是將和解契約的本質定調為權利的確定，對於客觀上尚未確定的權利透過雙方當事人意思表示互相讓步，進而促成權利的確定。就創設效與認定效並非為和解契約必然之本質，而是必須由雙方約定內容方能體現。

第二款 連帶債務和解計算

在了解和解效力的發展後，進入到財報不實事件和解之前，我們要進一步了解和解於連帶債務中是如何運用，即數人當中一人和解對於其他債務人的效力為何？接下來將從學說實務分析之²²³。

（一）對連帶債務人中之一人全部免除

依民法第 276 條第 1 項：「債權人向連帶債務人中之一人免除債務，而無消滅全部債務之意思表示者，除該債務人應分擔之部分外，他債務人仍不免其責任。」

²²⁰ 陳自強，前揭註 200，頁 79。

²²¹ 陳自強，前揭註 200，頁 88。

²²² 陳自強，前揭註 200，頁 101。

²²³ 由於財報不實事件中和解進行多半係以金額增減作為讓步，故暫且擱置代物清償效果之討論，留待未來著手研究。

以債務人應分擔部分作為絕對效力的目的，在於避免免除行為因連債務內部分擔之特性徒勞無功。若不使應分擔部分產生絕對效力，則債權人仍得對受免除債務之債務人以外之他債權人請求全部債權，此時他債權人又可對於受免除債務之債務人依民法第 281 條第 1 項進行求償，則債務免除之效力似已目的不達。若受免除債務之債務人再向債權人請求返還其應分擔部分，由於債權人受領他債權人之給付非無法律上之原因，其請求返還之法律關係將益趨複雜且為循環求償²²⁴。因此，法律明文規定連帶債務一人免除就其內部分擔額發生同免責任之絕對效力，即可以阻絕上開問題。

在全部免除的情形下各連帶債務人之對內、外分擔易於計算，即以其他債務人就「全部債務額扣除被免除債務人之內部分擔額」，對債權人負連帶賠償責任。以 A、B、C 三人對甲負 1200 元連帶債務，各自內部分擔額為 400 元為例（下稱例 1）。倘若甲向 A 表示 A 免給付 1200 元之義務，此時可以視為甲免除 A 對外負擔之 1200 元。此際依民法第 276 條第 1 項後段，免除之 1200 元逾越 A 內部分擔額之 400 元，因此僅就 400 萬元對 B、C 發生絕對效力，故 B、C 對甲應連帶給付剩餘之 800 元（1200 元全部債務額－400 元甲內部分擔額）。

（二）連帶債務中之一人和解

對連帶債之一人和解，學說指出和解約定內容因為具有債務人應為一定清償以及債權人在約定給付額以外的債權免除，因此探討此議題應該以民法第 276 條第 1 項連帶債務對其中一人債務免除效力出發²²⁵。實務雖然也以民法第 276 條對連帶債權中一人和解做解釋，但其原因與學說較為不同，以下分述之：

1. 實務見解

²²⁴ 孫森焱，前揭註 164，頁 873。

²²⁵ 楊智守（2018），〈負連帶賠償責任之一人和解之效力——以債權人無消滅全部債務之意思表示為中心〉，《月旦司律評雜誌》，創刊號，頁 8；相同見解如：邱玫惠（2018），〈連帶債務債權人與債務人間和解效力之實務爭議——最高法院 103 年度台上字第 1646 號、106 年度台上字第 815 號民事判決之評析〉，《月旦裁判時報》，69 期，頁 26；林誠二（2010），〈連帶債務人中一人所訂和解契約之效力〉，《月旦法學教室》，97 期，頁 19；王千維（2006），〈連帶債務與不真正連帶債務一評最高法院八十九年度台上字第一七三四號民事判決〉，《月旦法學雜誌》，137 期，頁 263。



連帶債務中一人和解，目前實務最多引用者乃最高法院 98 年度台上字第 759 號判決，法院表示：「按債權人向連帶債務人中之一人免除債務，而無消滅全部債務之意思表示者，除該債務人應分擔之部分外，他債務人仍不免其責任，民法第二百七十六條第一項定有明文。此項規定，旨在避免當事人間循環求償，簡化其法律關係，故於債權人向連帶債務人中一人表示免除該債務人之全部債務時，固有上開規定之適用；惟於債權人與連帶債務人中之一人和解，同意該債務人為部分給付時，如和解金額低於該債務人『應分擔額』（民法第二百八十條），為避免其他債務人為清償後，向和解債務人求償之金額高於和解金額，就其差額部分，應認其他債務人亦同免其責任；反之，如和解金額多於該和解債務人之『應分擔額』，因不生上述求償問題，該項和解自僅具相對效力，而無民法第二百七十六條第一項之適用。」申言之，在連帶債務人中之一人和解，實務將發生絕對效力者乃和解金額與免除額之差額，且必須以和解金額小於內部應分擔額為前提，方得以差額作為免除的計算。

以例 1 而言，依實務邏輯金額增減除非明確表示以他種關係取代，否則和解僅具有認定效，故例 1 中甲與 A 之和解並非創設新的權利義務關係。甲與 A 若以 300 元達成和解且尚未履行，先發生絕對效力者乃 100 元（A 之內部分擔額 400 元扣除和解金額 300 元），此際甲得跟 A、B、C 請求連帶給付 1100 元，但向 A 請求時僅得請求 300 元，向 B、C 得請求 1100 元。A、B、C 三人最終之內部分擔額為 300 元（100 元已被免除）、400 元、400 元。若甲與 A 以 500 元和解（和解金額高於內部分擔額），此時依實見解即無民法第 276 條第 1 項之適用，和解僅生相對效力。A、B、C 三人對外仍負擔 1200 元，不過甲若跟 A 請求即應受到和解契約限制，僅能請求 500 元，跟 B、C 則仍可請求 1200 元。由於甲與 A 之和解僅生相對



效力，A、B、C 三人間之內部分擔亦無受任何影響，故若 A、B、C 任一人給付逾自己內部分擔額（400 元），仍得依民法第 281 條向他人求償²²⁶。

質言之，在連帶債務人中一人和解的情形，首先應注意實務認為金額增減之和解應屬於認定效，再來實務以避免循環求償作為適用民法第 276 條第 1 項之先決條件，且並未積極表示和解為債務免除。對於連帶債務人之一人和解的討論則應區分兩種情形。第一種為「和解金額低於內部分擔額」。在此情形之下，若不適用民法第 276 條第 1 項則將產生和解金額與內部分擔間之差額有循環求償的疑慮，因此適用民法第 276 條第 1 項，使其差額亦同免責任。第二種為「和解金額高於內部分擔額」，則此情形無循環求償的疑慮，因此無民法第 276 條第 1 項之適用。此際，和解是否含有免除的效力最高法院也無提及，僅表示和解只生相對效力，亦即，和解內容僅在於和解債務人與債權人間發生效力，對其他債務人而言並不生效。雖未言明和解具有免除之效力，但這樣的見解似以和解金額是否小於內部分擔額作為有無免除額的計算標準，即和解金額高於內部分擔額則無免除之概念；和解金額低於內部分擔額，則有其差額為發生絕對效力。不過實務真正核心仍是著眼於是否造成循環求償，對於和解是否為一部免除則曖昧不明。

（表一）：連帶債務一人和解實務計算例示

甲為債權人，A、B、C 為連帶債務人，甲對三人有 1200 元債權，且內部分擔額分別為 400 元，今甲與 A 達成和解。					
	計算公式	和解金額	甲得請求	外部連帶關係	內部關係
實務見解 （最高法院 98 台上字第 759 號	和解金額 > 內部分擔額 → 無§276 條 I	500 元	A→500 B→1200 C→1200	A、B、C 三人對外連帶 1200 元	A→400 B→400 C→400

²²⁶ 對於實務見解的算法本文直接以判決文義進行操作，即和解金額是否高於或低於內部分擔額進行適用，但過往學說對實務計算有與本文不同之計算式。有認為在和解金額高於內部分擔額時仍然應該以全部債權額計算免除額，詳參陳聰富（2013），〈共同侵權之責任分擔：兼論最高法院 98 年度台上字第 1790 號民事判決〉，《法令月刊》，第 64 卷 1 期，頁 14；另有認為實務對於免除額的計算是以和解債務人之內部分擔額作為計算基礎，楊智守，前揭註 225，頁 9。

判決)	適用，且和解僅生絕對效力。				
	和解金額 < 內部分擔額 → 有§276 條 I 適用，兩者間的差額發生絕對效力。	300 元 (差額為 100 元)	A→300 B→1100 C→1100	A、B、C 三人對外連帶 1100 元	A→300 B→400 C→400

2. 學說見解

相較於實務見解，學說見解多半認為對於連帶債務人中之一人和解，其內含債務人應為一定清償以及債權人在約定給付額以外的債權免除，因此不以和解金額低於內部分擔額作為有民法第 276 條第 1 項適用之前提。此外，對於發生絕對效力的金額也與實務不同，實務見解係以內部分擔額作為判斷標準；但就學說見解而言，其回歸連帶債務屬於多數之債的情形，因此各債務人對於債權人皆負有全部債務。其中一人和解兼含一部免除之效力，其免除額應以「全部債務」扣除「和解金額」作為計算。此時，「全部債務扣除和解金額」即為連帶債權人對其中一債務人之免除額，此金額依民法第 276 條第 1 項發生絕對效力；但若免除額大於內部分擔額時，僅以內部分擔額為限發生絕對效力。同樣以例 1 言，若甲與 A 以 300 元達成和解，此時甲免除 A 之債務額應為 900 元（全部債務 1200 元－和解金額 300 元），又 900 元之免除額大於 A 內部分擔額 400 元，因此發生絕對效力者乃 400 元，而非 900 元。若甲與 A 以 900 元達成和解，此時甲免除 A 之債務額為 300 元（全部債務 1200 元－和解金額 900 元），又 300 元並未大於 A 之內部分擔額 400 元，因此發生絕對效力者為 300 元。

上述免除額的計算為大部分學說見解共通部分，不過釐清學說對於發生絕對效力之數額後，針對各連帶債務人間之關係該如何分擔則有不同的見解，為求方



便以下區分各學者的見解並命名，且分別針對免除額大於、小於內部分擔額描述各說之差異：

(1) 債權總額上限說

該說首先強調和解與清償並不相同，因此和解若未履行尚不發生絕對效力，發生絕對效力者乃免除額²²⁷。此之免除額如上所述，係全部債權額扣除和解金額。在免除額大於內部分擔額時，由於民法第 276 條第 1 項之限制，發生絕對效力者以內部分擔額為限（免除額 > 內部分擔額，全部債權人同免責任之範圍 = 和解債務人之內部分擔額）。就該說之計算方式套入例 1，甲與 A 以 300 元達成和解，甲免除 A 之債務額應為 900 元，900 元免除額因大於 A 之內部分擔額，故發生絕對效力者乃 A 之內部分擔額 400 元。此際，甲僅得跟 A 依和解契約請求 300 元，若 A 給付後甲跟 B、C 則可請求兩人連帶給付 800 元。但該說並未明確說明各債務人間與債權人的關係為何。

在免除額小於內部分擔額時，發生絕對效力之範圍即不受到內部分擔額之限制，而是以免除額作為同免責任之範圍（免除額 < 內部分擔額，全部債權人同免責任之範圍 = 免除額）。就該說之計算方式套入例 1，甲與 A 以 1000 元達成和解，甲免除 A 之債務額應為 200 元，故發生絕對效力者乃 A 之受免除額 200 元。此際，甲僅得跟 A 依和解契約請求 1000 元，跟 B、C 則可請求兩人連帶給付 1000 元。又該說表示若甲依約履行 1000 元後，則依民法第 274 條 B、C 於 1000 元範圍內同免責任，因此甲僅得再向 B、C 連帶請求 200 元。相同地，該說並未明確說明債權人與各債務人間之關係。

從上開即可得知該說仍有許多不清楚之地方，先舉「免除額大於內部分擔額」為例，和解過後 A 與 B、C 三人對外是否仍為連帶關係？從該說舉例而言似乎是沒有，否則何以 A 給付 300 元後，仍可向 B、C 請求 800 元呢？若有外部連帶關係，A 給付 300 元給付後，甲應該只能向 B、C 請求 500 元。顯然，在此情形 A

²²⁷ 陳聰富，前揭註 191，頁 554。



似已與 B、C 無外部連帶關係。但若我們假設該說認為和解債務人於和解後即已剔除外部連帶之關係，觀察「免除額小於內部分擔額」的情形似乎又不是如此。和解過後甲依和解契約對 A 有 1000 元債權，對 B、C 有連帶之 1000 元債權。如果沒有外部連帶關係，此時對 A 之 1000 元債權以及對 B、C 有連帶之 1000 元應是相互分離而不發生連帶債務清償之效果。因此債權人甲即能獲得最高 2000 元之損害賠償。但該說顯然不是如此，在該說舉例中若 A 依和解契約先行給付 1000 元，此時 B、C 卻又受到民法第 274 條連帶債務清償之效力。更令人詫異的是此時連帶債務數額又回歸 1200 元。但在甲與 A 和解時，不是有 200 元的債務被免除了嗎？為何到頭來甲仍全額受償呢？如果我們假設甲與 A 和解後，是 B 先清償 1000 元，那麼 C 是否仍應再負擔 200 元債務？此時 A 依和解契約原本應給付 1000 元，是否又會縮減成 200 元？答案並不清楚。

該說在和解後尚未清償前似乎較無問題，但是對於同免責任之免除額計算完之後，各債權人與債務人之間的關係卻無法邏輯一貫地解釋。在免除額小於內部分擔額的情況，針對各連帶債務人的連帶情形、求償權行使，無法同等地套用至免除額大於內部分擔額的情況。可以得知兩者的計算方式大相逕庭，但該說卻也未給予理由。換言之，在前者情形，當 A 依約給付後，甲仍得向 B、C 請求免除過後的金額；但在後者的情形下，當 A 依約給付後，甲卻無法向 B、C 請求免除過後的全額。正是因為該說未決定和解債務人和解過後是否脫離外部連帶關係，才會導致計算上看起來互不協調，僅可得知債權人最終不會收受超過債權總額之損害賠償。

(表二): 連帶債務一人和解債權總額上限說計算例示

甲為債權人，A、B、C 為連帶債務人，甲對三人有 1200 元債權，且內部分擔額分別為 400 元，今甲與 A 達成和解。					
	計算公式	和解金額	甲得請求	外部連帶關係	內部關係
債權總額 上限說	免除額 > 內 部分擔額→ 內部分擔額 生絕對效力。	300 元 (免除額 為 900 元)	A→300 B→800 C→800	<u>不明確</u> 若內部分擔 額生絕對效 力，看似 A 應該脫離外 部連帶關 係。 但依該說例 示，僅知 A 給付 300 元 後，甲仍可 跟 B、C 連 帶請求 800 元。	<u>未說明</u> 但可能為 A→300 B→400 C→400
	免除額 < 內 部分擔額→ 免除額發生 絕對效力。	1000 元 (免除額 為 200 元)	A→1000 B→1000 C→1000	<u>不明確</u> 依該說例 示，僅知 A 給付 1000 元後，甲仍 可跟 B、C 連帶請求 200 元。 (但 200 元 不是被免除 了?)	A→ <u>400</u> B→400 C→400 (被免除的 200 元再度 復活)



(2) 和解債務人不脫離說

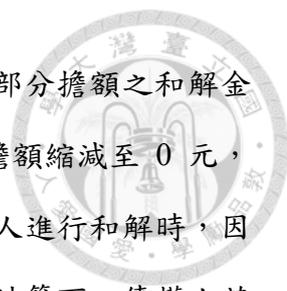
此說顧名思義即可得知連帶債務人中一人和解時，該和解債務人並不會脫離連帶債務關係。依照此說見解，和解後所產生的絕對效力將使債權人自行吸收²²⁸，而債權人僅得就原本全部債權數額扣除發生絕對效力之免除額的範圍內，向各債務人請求。不過如果向和解債務人請求時，因為受到和解契約之限制，僅能請求和解契約之數額。此外，如果免除額大於內部分擔額，則和解債務人之內部分擔比例即歸為 0；如果免除額小於內部分擔額，則和解債務人之內部分擔額應縮減成內部分擔額扣除免除額²²⁹。同樣將該說之計算方式套用至例 1，在免除額大於內部分擔額之情形下，甲與 A 以 300 元達成和解，甲免除 A 之債務額為 900 元，900 元免除額因大於 A 之內部分擔額，故發生絕對效力者乃 A 之內部分擔額 400 元。此際，A、B、C 三人對於甲仍負有連帶 800 元之債務，但甲因和解契約僅得向 A 請求 300 元，且若 A 依約履行則甲可再向 B、C 連帶請求 500 元。又此時 A、B、C 三人內部分擔為 0 元、400 元、400 元，故 A 若給付 300 元後，其得再依民法第 281 條第 1 項請求 B、C 依各自分擔之部分即各 150 元。相反地，若 B 或 C 先為給付，則不得向 A 請求內部分擔之求償權。

在免除額小於內部分擔額之情形下，甲與 A 以 1000 元達成和解，甲免除 A 之債務額為 200 元，200 元免除額因小於 A 之內部分擔額，故發生絕對效力者乃 200 元。此際，A、B、C 三人對於甲仍負有連帶 1000 元之債務，甲因和解契約得向 A 請求 1000 元，向 B、C 亦為 1000 元，且任一人清償皆會發生絕對效力。又此時 A、B、C 三人內部分擔為 200 元、400 元、400 元，A、B、C 三人若清償數額超過自己內部分擔額，則可行使民法第 281 條之求償權。

該說明確點出和解債務人不脫離連帶關係，並且依其免除額之高低改變其內部分擔額的大小，但仍有許多問題尚待釐清。首先，依照該說之見解，由於和解

²²⁸ 王千維，前揭註 225，頁 263。

²²⁹ 邱玟惠，前揭註 225，頁 28。



金額越高即代表免除額越低，當有意願和解之債務人以低於內部分擔額之和解金額與債權人進行和解時，其最終的效果為和解債務人之內部分擔額縮減至 0 元，毋庸負起終局之責任；若和解債務人以較高之和解金額與債權人進行和解時，因為免除額小於內部分擔額因此仍需要負擔一定責任。在這樣的計算下，債權人若以低和解金額和解時，反而無須負擔內部分擔額，如此將無提高和解金額之誘因，不會有債務人願意以較高之和解金額與債權人和解。再者，該說的計算下在一人和解時看似十分合理，但如果和解之人有二人則會相當弔詭。再以例 1 言，甲與 A 以 300 元達成和解，A、B、C 三人對於甲仍負有連帶 800 元之債務，甲得對三人請求分別為 300 元、800 元、800 元，三人內部分擔分別為 0 元、400 元、400 元。此時若 A 尚未履行而甲又再與 B 達成 300 元和解，此時免除額為 500 元（A、B、C 三人之連帶債權額 800 元 - 300 元）且大於 B 之內部分擔額 400 元，因此僅有 400 元發生絕對效力，A、B、C 三人對甲連帶負 400 元（800 元 - B 之內部分擔額 400 元），甲得對三人請求分別為 300 元、300 元、400 元，三人內部分擔分別為 0 元、0 元、400 元。此時會發現，甲先後跟複數債務人進行和解，甲最後所能獲之債權額只會越來越少，甚至他再跟第三個人以 300 元和解，最後免除額會變成 100 元並發生絕對效力，A、B、C 三人對甲負 300 元連帶債務，且三人內部分擔皆為 0，此時連帶債務已經殘破不堪，而甲可以隨意向三人任意請求 300 元內之任何數額，該三人不得相互請求分擔。如此真的符合和解債務人以及債權人之本意嗎？

（表 三）：連帶債務一人和解和解債務人不脫離說計算例示

甲為債權人，A、B、C 為連帶債務人，甲對三人有 1200 元債權，且內部分擔額分別為 400 元，今甲與 A 達成和解。					
	計算公式	和解金額	甲得請求	外部連帶關係	內部關係
和解債務人不脫離說	免除額 > 內部分擔額 → 內部分擔額	300 元 (免除額為 900 元)	A → 300 B → 800 C → 800	A、B、C 三人對外連帶剩 800 元。	A → 0 B → 400 C → 400

	生絕對效力。				
	免除額 < 內 部分擔額→ 免除額發生 絕對效力。	1000 元 (免除額 為 200 元)	A→1000 B→1000 C→1000	A、B、C 三 人對外連帶 剩 1000 元。	A→200 B→400 C→400

(三) 小結

由上開實務與學說見解的分析，在連帶債務一人和解的計算上仍存有相當大的歧異，目前搜尋到的判決中，學說的意見仍未被採納，多數法院判決仍然以和解金額與內部分擔額的大小作為和解發生絕對效力的計算基礎。

第三款 財報不實和解之學說現況

或許是涉及真正連帶債務與不真正連帶債務、比例責任制以及和解效力的多層次探討，財報不實和解的效力探討在我國文獻中較少，或是僅針對效果做出結論，並未完整梳理脈絡。在提及財報不實比例責任制的和解問題時，最先提出見解者乃劉連煜教授，其設例甲、乙、A、B、C 五人為財報不實的賠償責任主體，其中甲、乙負擔全部責任，A、B、C 負擔比例責任，全體賠償總額為 100 元，而 A、B、C 三人比例責任賠償額別為 5 元、10 元、20 元²³⁰。劉連煜教授對於全體的連帶關係本文在前曾提及，乃甲、乙對外負全部連帶責任，而 A、B、C 三人間互不負連帶關係，但 A、B、C 三人分別就其責任範圍內，與甲、乙負不真正連帶債務關係²³¹。對於和解後的效力，該例表示若甲、乙以 80 元達成和解，則 A、B、C 就和解金超過甲、乙二人內部分擔（65 元）之 15 元，A、B、C 三人按其責任比例同免責任；反之若甲、乙二人以 30 元達成和解，則因為和解金額未足甲、乙二人潛在內部分擔額，而 A、B、C 三人本來即依自己內部分擔額負責，因此不生免除的問題²³²。

²³⁰ 劉連煜，前揭註 14，頁 358。

²³¹ 劉連煜，前揭註 14，頁 372。

²³² 劉連煜，前揭註 14，頁 373。



由上開學者舉例觀察，似將和解的效力作為清償進而生絕對效力，並以和解金額是否有超過和解債務人之內部分擔額作為計算，若已逾越內部分擔額，則其他比例責任人依比例同免責任；若和解金額低於內部分擔額，則視為債權人不得再與全部責任人請求，而比例責任之人仍須依比例責任負責。但這樣的計算方式其實會產生一些問題。首先，適用這套計算方式的前提是以「財報不實事件由真正連帶與不真正連帶關係構成」，那麼不真正連帶是否有內部分擔額的適用？依最高法院100年度台上字第1715號裁定，不真正連帶債務人相互間因無分擔額部分，故不真正連帶債權人縱對於債務人中之一人為免除，原則上對其他債務人不生效力。縱使認為不真正連帶得適用內部分擔額的相關規定，由於涉及對外金額不同的複數連帶關係，在一人和解的情形會產生計算上的困難，如比例責任人和解金額高於自己的比例責任時，是否為非債清償？相關問題已如本章第二節第一項第四款提及。再者，學者之計算方法也不同於本項第二款民法學說、實務對於連帶債務一人和解的計算式，儼然自己發展出一套計算方法。雖然有其道理，但在現行法下似找不到依據。

相較於我國比例責任連帶債務的和解，美國法對於和解的計算上有相當明確的規範，無論故意或是過失的責任主體進行和解，在訴訟上判斷剩餘未和解債務人的金額時，應將和解債務人的內部分擔額或已依和解支付金額取較高者扣除，且同時禁止任何人向和解債務人請求賠償，也禁止和解債務人向他人請求分擔。另須注意是1934年證券交易法案第21D(7)(A)雖然表示和解債務人可以向因和解而免除責任之其他債務人請求分擔；但依照文獻案例，若和解債務人和解金額大於內部分擔額時，該和解債務人仍無法就兩者間的差額請求其他債務人分擔²³³。顯見該條規定意涵與我國連帶債務清償後得向其他債務人分擔不同。所謂「因和解而免除責任」較有可能是指和解債務人在和解契約中約定一併為他連帶債務

²³³ 林郁馨、朱德芳(2014)，〈美國證券訴訟比例責任制之規範與實務案例研究期末報告〉，財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心，頁13-14，<https://www.sfipc.org.tw/MainWeb/Article.aspx?L=1&SNO=w0ABiS1wAlnfTbxJDt11lg==>。



人的數額清償，而非是和解金額超過和解債務人之內部分擔額，導致他連帶債務人同免責任的情形。如此一來，就 1934 年證券交易法案第 21D (7) 規範，我們可以得出簡單的結論：和解債務人和解後即從財報不實事件中脫離，原則上不得請求分擔，他人亦不得向其請求分擔，債權人得請求之數額則就和解金額或和解債務人內部分擔額取其高者扣除。有學者指出這樣的規範能夠避免未和解被告對和解被告求償，且未和解被告也不會因為和解被告以較低金額達成和解而必須負擔更高的比例責任，更可以避免原告獲得高於損失的賠償金額²³⁴。依 1934 年證券交易法案的計算，舉例而言，A、B、C 三人由 A 為故意負擔全部連帶責任，B、C 二人為過失負擔比例責任分別 10%跟 20%，全部債務為 100 元。此時若 B 以 30 元達成和解，則債權人得對 A、C 請求剩下 70 元。不過就 A、C 少付的 20 元如何分配並不明確，究竟是負比例責任的 C 可主張依比例減免，或者僅得向故意行為人 A 請求內部分擔無從得知²³⁵。若 B 以 5 元達成和解，則因為和解金額低於比例責任額，債權人對 A、C 得請求為 90 元 (100 元 - 10 元)。不過這樣的計算規則，在我國法引進比例責任制之初未同時引進，僅能做為未來修法參考。

第三項 小結

本節最大目標為分析財報不實事件的連帶關係，因比例責任制的影響下在現行學說、實務對於法律的適用、各責任主體的金額分擔有何不同，並對其提出質疑。其中最重要的概念即為連帶債務關係的釐清與和解之計算。在財報不實事件連帶債務型態中，由於實務見解差距甚大根本無法進行探討，因此本文在分析時以與部分實務見解相同的學說見解作為目標。該相同見解認為比例責任制是由全部責任人與比例責任人產生數個真正連帶、不真正連帶關係所構成。這樣的關係無疑是將同一財報不實事件所生的連帶關係切割成數個可分之債，且該數個可分之債又有真正連帶債務或不真正連帶債務的性質。這樣的認定雖然不失為比例責

²³⁴ 林郁馨、朱德芳，前揭註 233，頁 14。

²³⁵ 林郁馨、朱德芳，前揭註 233，頁 13。



任制進入連帶債務的解釋之一，但在適用民法連帶債務之法條時，卻在清償、和解時的責任分擔計算始終無法得到圓滿解釋，更遑論不真正連帶究竟有無民法連帶債務相關法條之適用也未說明清楚。

第三節 財報不實責任分擔計算之重構

財報不實責任分擔的計算經由比例責任制引進，確實為我國連帶債務的適用帶來一定程度的衝擊。但過往文獻並未將財報不實比例責任制與連帶債務和解進行整合性的探討。雖然曾有學者已注意到比例責任制適用連帶債務時，內部分擔以及和解計算上可能有問題，但也僅僅提供計算上的想法，未從連帶債務的性質探討此一議題，以致財報不實的責任分擔計算上，仍留有部分論述待釐清。

經由第二節分析連帶債務的本質以及和解的介紹，本文嘗試重新詮釋財報不實事件連帶債務的類型，說明此種認定方式對於財報不實事件的清償、和解可能是較佳的安排。最後，連結到第二章明文主體究竟有無比例責任制的適用，以圓滿財報不實事件責任分擔的探討。

第一項 比例責任制之解釋

第一款 連帶或是不連帶？

在比例責任制進入我國以前，財報不實事件被歸類為真正連帶債務毫無爭議，畢竟其本質上屬於證券詐欺而可以歸類為侵權行為之一環，就共同侵權行為人所構成的債務依民法第 185 條所揭示，就應對外負擔全部連帶賠償責任，而毋庸考量各行為人的責任比例問題。在過往財報不實所生之損害，亦符合連帶債務中多數債務人對債權人各負全部給付之責任，各債務人均負擔獨立之債務，且任一人為全部給付者他債務人債務消滅之特徵，就債務消滅後僅剩連帶債務人內部求償問題。但在證交法第 20 條之 1 同時新增明文責任主體以及比例責任制後，卻未處理該條行為人間是否具備連帶債務之特性，以及其與比例責任制間的互動為何。

比例責任制的引進確實已經打破過去民法對於連帶債務的想像，即各行為人間對外所負的債務範圍不盡相同，並將各行為人的內部責任外部化。如此一來，



對於施行行為人的債務關係是否要固守民法連帶債務的相關條文，值得探討。實則，在複數債務人的關係下，最主要的考量就是在各債務人的公平分擔債務與保障債權人得以獲償下進行拉扯，只要在制度上有完整的配套模式，在財報不事件並非不得脫離連帶債務的束縛。就現行法的條文底下，較好的做法或許是將比例責任制與連帶債務判斷為不同的制度。將比例責任制的制度理解為故意行為人對外負百分之百的損害賠償（彼此間也無連帶關係），過失行為人以比例責任對外負損害賠償，而投資人僅能受領一份給付。除此之外，再加上各行為人的求償權規定，以及和解的計算。如此一來，即可以在證交法中對於財報不實事件的損害賠償責任計算處理完善，毋庸再落入民法連帶債務的窠臼。不過這樣的作法可能在短期內難以說服大眾，一來縱使是美國法的比例責任制也規定故意行為人之間成立連帶債務；二來，在多數之債而債權人僅能受領一份給付的情形，若非連帶債務，可能需要更深層的理论進行建構。本文則嘗試以現行制度進行解釋，並釐清計算方式。

就現行法的解釋上，較有可能解決的辦法還是要從連帶債務著手。第一步要解決的便是比例責任制底下是否有連帶關係。過去探討中，學說上有認為過失之行為人縱使構成共同侵權行為也會因為比例責任制而無連帶責任的適用²³⁶，其反面可推知學說認為故意行為人仍有連帶責任之適用，但未敘明連帶之基礎。亦有學者進一步指出全部責任人與比例責任人間有不真正連帶之適用，已如上述²³⁷。或許故意行為人的連帶可以從共同侵權行為導出，但正如本文第二章所述，在請求權基礎上應該盡量避免再適用民法相關規定，若欲使行為人負起連帶責任，實則應該於證交法第 20 條之 1 內明文較佳，以免一方面在責任主體認定排除民法規定，討論連帶責任時卻又想要援用而遭人口實。

第二款 限制請求額之連帶債務

²³⁶ 曾宛如，前揭註 11，頁 120。

²³⁷ 劉連煜，前揭註 14，頁 372。



雖然對於連帶責任的基礎不一，但基本上實務與學說的共識是財報不實事件中應存在連帶關係，只不過各行為人間怎麼連帶則人言言殊。自比例責任制引進證交法後，財報不實事件的連帶關係即失去了一個重要的特徵——「多數債務人各負全部給付之責任」。換言之，因為過失行為人僅須依其內部分擔比例負責，而故意行為人則不論其內部分擔額多寡皆對外負全部責任，造成不同主體給付範圍不相等的情形。這樣的改變在連帶債務的適用上實務見解不一，而學說曾提出想法者，則認為比例責任制將財報不實事件的連帶關係應由「全部責任之人為真正連帶」、「比例責任人間互不連帶」且「全部責任人與各比例責任人在比例責任範圍內為不真正連帶」所構成。雖然該說並未說明不真正連帶債務適用或類推適用民法連帶債務的原因為何，不過相關爭議在本章第二節第一項即已提及，近年來有學者主張不應區分連帶債務或不真正連帶債務，重點應著眼於公平分擔。因此，縱使被歸類為不真正連帶債務者，也未必不得類推適用連帶債務的相關規定。不過不真正連帶債務類推適用民法連帶債務條文之見解並未受我國實務採納，亦尚未成為通說。

但就算認為不真正連帶債務可以類推適用民法連帶債務的條文，這樣的連帶方式，也無法解釋原本因為同一事件、原因所構成的財報不實事件的真正連帶債務，為何得以被切割成數個連帶債務。為何同一事件且請求權基礎相同的情形下，財報不實事件會區分成真正連帶債務與不真正連帶債務？更況學說見解認為不真正連帶定義乃數債務人本於各別的原因發生，對債權人各負全部給付義務之債²³⁸，但全部責任人與比例責任人不就是本於違反財報必須公開揭露且不得詐欺的義務，進而對投資人負起全部之債務嗎？縱使以同一階層性說觀察，實際上行為人皆屬於同一階層，僅係過失行為人得以內部分擔額作為對外請求之限制，並未產生階層遠近。由上觀察，學說似未能詳盡說明構成不真正連帶的理由。實則，不論是真正連帶或不真正連帶都十分強調債務人對債權人的外部關係必須為相同債權額，

²³⁸ 劉連煜，前揭註 14，頁 372。

不得以內部分擔額作為給付的對抗事由；但比例責任制恰巧是以內部分擔額作為責任人對外給付的金額，完全顛覆典型的連帶債務。將財報不實事件切割成數個可分的連帶債務或許正是學說上為了使其合於連帶債務定義而不得不的辦法。

綜觀民法連帶債務的發展，不論真正連帶債務或不真正連帶債務，皆無法直接適用於財報不實事件。縱使學說為貼近連帶債務之特徵，進而割裂財報不實事件的連帶關係，然在內部分擔的計算上，仍無法圓滿適用民法連帶債之條文。本文以為，與其如此，不如著眼於各案中內部關係與外部關係的分擔是否公平進行解釋。在財報不實事件此種特殊的連帶債務關係中，將比例責任制視為「限制債權人對個別債務人請求數額」之明文，而全部債務人仍屬於真正連帶關係亦不失為解釋方法。首先，從財報不實事件的原因觀察，我們可以得知是數個財報不實行為主體因違反反詐欺、公開揭露的義務進而對市場上投資人造成損害，由於都是由單一事件所構成的損害，實際上各行為人之間的連帶關係應屬於典型的「真正連帶債務」，並不會因為行為人的主觀狀態不同進而構成「不真正連帶債務」，亦不宜將同一事件之連帶關係解釋為數個可分的連帶債務，更何況在比例責任制以前，財報不實事件的各行為人本屬於真正連帶債務，除了單純法未明文規定為連帶以外，並無堅強理由區分成真正連帶與不真正連帶²³⁹。在確立真正連帶債務後，比例責任制面臨的挑戰是如何解釋證交法第 20 條之 1 第 5 項所稱「因過失致損害發生者，應依其責任比例負賠償責任」。本文認為可將上開規定視作「債權人（受害投資人）對比例責任人請求數額之限制」，亦即，在外觀上各個行為主體不論其主觀狀態為故意或是過失，對外仍負起「全部責任」，只是債權人請求時對於過失行為主體會受到比例責任之限制，僅得請求過失行為人內部分擔之數額，如此一來即可以確保連帶關係的完整性。

²³⁹ 換個角度想，現行法下除了共同侵權行為外，在證交法中也尚未明文連帶，但學說卻不認為所有行為人是不真正連帶債務。

此一見解最大的好處就是——維持單一的連帶債務關係。與學說、實務見解不同，本文並不將財報不實事件切割成數個連帶債務，而是**透過限制債權人請求數額作為比例責任制的體現**。將財報不實事件切割的缺點已如第二節、第一項、第四款所述，當比例責任人在判決確定自己責任比例前，先行清償但未為和解或免除之合意，且其清償超過自己的內部分擔額時，由於比例責任人與全部責任人間的不真正連帶關係已因全部清償而消滅，超過之部分並無求償權之適用，僅能由比例責任人再向債權人請求不當得利返還；若是和解的情形則必須尊重權利形成之過程，該超過之部分即由債權人取得，對於財報不實事件不發生絕對效力，債權人則從和解中多獲取賠償。如此一來，不僅無法達到連帶債務使債權人得以迅速、完整獲償的目的，還會將求償關係複雜化。在維持單一連帶債務時，民法連帶債務相關條文計算上也能趨於同一。

我們以學者舉例來說明²⁴⁰，甲、乙、A、B、C 五人為財報不實的賠償責任主體。甲、乙為全部責任人，A、B、C 負擔比例責任。全體賠償總額為 100 元，而甲、乙之責任比例分別為 30% 以及 35%，A、B、C 三人責任比例換算賠償額分別為 5 元、10 元、20 元，因此投資人分別得請求 100 元、100 元、5 元、10 元、20 元。正如同上述，甲、乙、A、B、C 五人構成一個連帶關係，而比例責任制之適用僅是限制投資人對於 A、B、C 三人的請求額。因此，假設 C 出於愧疚先償還 10 元（未達成和解也未協議免除），此時投資人能跟甲、乙、A、B、C 請求之金額為 90 元、90 元、5 元、10 元、10 元²⁴¹。後甲全額給付 90 元，則甲得依民法第 281 條第 1 項行使其求償權，對乙、A、B、C 分別請求分擔 35 元、5 元、10 元、10 元。假設 C 以 30 元清償，此時投資人能跟甲、乙、A、B、C 請求之金額為 70 元、70 元、5 元、10 元、0 元，而 C 因為給付逾越自己內部分擔額，就逾越 10 元

²⁴⁰ 在此先以「清償」作為例示，關於財報不實連帶債務和解的見解，詳見本節第二項第三款說明。

²⁴¹ 在這裡尚有民法第 281 條之老爭議，即清償低於自己內部分擔額是否能夠向其他債務人請求分擔。一說認為債務人之清償係為自己以及他人債務履行，自然只要清償即取得求償權；另一說認為未超過內部分擔額之部分僅為履行自己之債務，因此不取得求償權。本文同實務採後者，因非本文重點故不詳細論述，詳參陳聰富，前揭註 226，頁 13-14。

的部分依民法第 281 條第 1 項向甲、乙、A、B 按比例求償，或待投資人債權全部清償後，向未依自己內部分擔額為給付者求償。

在 C 給付 30 元的情況，或有認為該逾越的 10 元，不是應該要使得全體行為人依照比例減少給付嗎？但本文再次強調，就本文所建構的連帶關係，甲、乙、A、B、C 五人是一真正連帶債務，比例責任制只是限制投資人對於 A、B、C 三人的求償限制。在 C 先為給付後，該連帶債務額剩餘 70 元，除非原本連帶債務金額扣除已給付的金額小於比例責任人之內部分擔額，否則比例責任人仍須依其責任比例對投資人負損害賠償責任。舉例而言，今天責任比例為 5 元的 A 以 90 元先行清償（殊難想像有此情形，但當行為人較多時，實際上大家責任比例相仿，在法院判決以前，以高於自己內部分擔額的金額進行和解即有可能發生），此時對外連帶債務關係僅剩 10 元。投資人得對甲、乙、B、C 請求的數額分別為 10 元、10 元、10 元、10 元。甲、乙本身不受比例責任限制，當對外連帶債務剩多少，他們就必須負擔多少。B 因為對外連帶債務與自己內部分擔額相同，因此也不受影響。其中 C 依其責任比例原本須對外負 20 元，但因為 A 的清償已使總體債務下降至 10 元，其當然只須負 10 元的債務。相同地，A 仍然可以對所有人行使求償權。

因此，本文以為比例責任制的引進，應為投資人對過失行為人請求權額之限制，並不更動全體行為人本屬於同一連帶債務的性質。如此之解釋，一方面較貼近現行法制，另一方面也較合於公平分擔的計算。

第二項 財報不實和解的計算

在財報不實事件和解對於個別當事人的責任計算資料蒐集可說較為困難，一來和解契約的內容並不會完整的在判決呈現；二來和解後如果個別當事人未以訟爭方式，不論是內部求償或是同免責任範圍進行數額的確定，皆難有相關資料研究。因此，財報不實比例責任制的和解計算上較多探討者為學說、比較法的研究。雖然在第二節有關和解的部分提及了近年來，未涉及比例責任制的連帶債務和解已有許多學者強調「同免責任的免除額的計算應以全部債務額扣除和解金額」。不



過此種觀點將會造成和解計算上的困難，詳細情形業如本章第二節第二項第二款所提。

美國法的規範或可作為參考，然而在私人證券訴訟改革法案前，美國法體系下對於證券詐欺連帶債務的相關規範並未明文，而是以判決從衡平法的角度發展出求償權的適用。在比例責任制制定的當初，美國即考量到和解計算所帶來的困擾，因此藉由立法專門為證券詐欺設計比例責任制和解的計算條文。相較於此，我國民法對於連帶債務本即有相當程度的規範，在比例責任制引進後，由於未制定專門的計算方式，自然僅得在既有制度體系下進行法律的適用。

本文於本節第一項業已說明，財報不實事件實際上仍然是一個連帶債務關係，僅由比例責任限制債權人對於過失行為人請求額。因此，確立連帶債務和解的計算，即能夠解決財報不實事件和解之計算問題。不過，不論採取學說或實務見解，似乎都未能圓滿解決和解計算的爭議。此外，亦有學者已注意到和解計算的不洽當可能使得求償金額的嚴重不足²⁴²。本文試以下列幾點為由，對於連帶債務一人和解之效力提出想法：

第一款 連帶債務和解效力之釐清

(一) 和解是否一定有免除之意思？

連帶債務一人和解的效力在民法中並未準確的規範，因此僅能尋求最接近概念，即民法第 276 條第 1 項免除的相關規定。不過在連帶債務中低於全部債權額的和解是否一定要解釋成一部免除，其實尚待斟酌。依民法第 273 條第 1 項「連帶債務之債權人，得對於債務人中之一人或數人或其全體，同時或先後請求全部或一部之給付。」債權人本得在全部債權額下自行決定對個別債務人的求償數額。若從債權人得自行分配請求數額的角度出發，和解契約非不得解釋為債權人對於個別債務人欲求償之數額之分配。實則，債務人或債權人對於連帶債務可能連真

²⁴² 洪令家 (2016)，〈從美國法規範看我國證券集團訴訟和解制度之不足〉，《台灣法學雜誌》，290 期，頁 124-125。



正數額、有無都存在爭執。由此可知，雙方在未知、對數額未有共識的情形下，和解之內容本身即為達到權利義務關係的確定，此情形下似難以說債權人有一部免除之意思。更況在連帶債務中與一人和解，債權人心中真意未必是「免除未請求數額」，更常見的情形可能為「先與該債務人達成和解減輕訴訟負擔，剩餘之金額仍可向其他連帶債務人請求」。另外從和解債務人的角度，可能希望「先求和解免去被全額求償的可能」。從這樣的面向來看，連帶債務與一般對一人請求的債權債務關係並不相當。當債務人與債務皆為單數時，與債務人達成債權額縮減的和解認定為免除較有理由，因為債權人也無法從其他人獲得賠償。但在連帶債務中因為為複數之債的關係，債權人只能受領一份，其與一債務人達成部分和解時，當事人真意可能想的是迅速從該和解債務人獲償，剩餘金額再向其他債務人請求²⁴³。兩者情形並不相等也未必可以相提並論。因此，強解和解為一部免除而必須適用民法第 276 條第 1 項為解釋，反而與債權人心中真意不同。若令債權人在進行和解的時候即毋庸考量與個別債務人和解是否會造成全部債務額的一部免除，或許更能無後顧之憂地迅速以和解之方法獲得賠償。

（二） 民法第 276 條第 1 項的極限

暫且擱置和解是否為一部免除的問題，在此先假定和解即為一部免除。若是如此，連帶債務中的和解，直觀而言，適用民法第 276 條第 1 項之規範確實有其道理。現今學說、實務以不同方法適用民法第 276 條第 1 項也是無可厚非。但我們從條文用語觀察「債權人向連帶債務人中之一人免除債務，而無消滅全部債務之意思表示者，除該債務人應分擔之部分外，他債務人仍不免其責任。」並無法導出實務與學說一部免除的適用結果。本文認為，民法第 276 條第 1 項在立法之初只考慮到「全部免除」的情形，一部免除並非其典型。蓋債權人若對連帶債務人中一人「一部免除」，當然不會有消滅「全部債務」之意思表示，自然也不需要

²⁴³ 不過這樣的見解仍須注意和解金額與內部分擔額的差額是否會構成循環求償的問題，後詳述。



特別提及「無消滅全部債務之意思」才描述其法律效果；相較於此，若是全部免除的情形，在連帶債務中當然有可能產生對一人的全部免除，而有消滅全部債務之意思。因此從法條用語觀察，民法第 276 條第 1 項當然是針對全部免除作為典型。不論是實務或者學說之所以適用民法第 276 條第 1 項乃是因為將和解的效果看為對全部債務之一部免除，進而尋找連帶債務中有關免除的條文進行法條上的操作，但文義解釋上並不能產生以「和解金額高低」或「免除額高低」區分適用「債務人應分擔之部分外其他人仍不免其責任」的結果。因此，對連帶債務人中一人全部免除適用民法第 276 條第 1 項，計算上並不會產生任何問題；但當連帶債務人中一人一部免除適用民法第 276 條第 1 項的時候，顯然畫虎不成反類犬，不僅文義上無法適用外，計算上也不合理。

既然學說實務對於和解一部免除適用民法第 276 條第 1 項的計算上並不符合文義解釋，於此我們嘗試在一部免除的情形下，尋找是否有其他解釋方法能夠符合民法第 276 條第 1 項之文義。若欲將一部免除適用民法第 276 條第 1 項為計算，則文義解釋上若解釋為：「只要債權人有與債務人為和解（即一部免除）且未有消滅全部債務的意思時，不論免除額的多寡，除和解債務人內部分擔額外，他債務人仍不免其責任。」可能較能與文義相符。此外，既然在債務全部免除的效力是將被免除之債務人排除於連帶債務關係中，則該債務人亦應排除之。舉例而言，A、B、C 三人連帶對甲負 900 元債權且內部分擔額相等，此時甲與 A 以 400 元、200 元甚至是 700 元和解時，因為無論如何都適用民法第 276 條第 1 項，因此甲對於 B、C 得請求之數額皆為 600 元（900 元扣除 300 元內部分擔額），A 已脫離連帶關係，僅依和解契約對甲負給付責任。甲最終獲得賠償額則分別為 1000 元、800 元、1300 元。如此一來，更貼近民法第 276 條第 1 項之文義，只要有免除，不論免除額的大小，在受免除債務人分擔額外，其他債務人仍不免除責任。

但採取此一見解仍有一些疑問。首先，可能被強烈質疑者乃「甲最終獲償金額將大於損害額」。這個問題從和解契約本質觀察可以輕易解釋。查甲、A 間的和



解契約本係兩人為免訟累並欲迅速解決紛爭，縱使甲最終能獲得較高的賠償額，也係 A 考量訴訟經濟後所為之決定，本即應予以尊重。從另一角度思考，當債權人在連帶債務關係未明確之時，以低於和解債務人之內部分擔額和解，致無法全部獲償時，從來沒有人為和解債務人的低額給付或債權人無法完整獲償感到不公。這都是因為這樣的結果乃源於和解契約的約定，並產生確定效以確認雙方法律關係。那麼在和金額高於內部分擔額時何嘗又不是如此？或許第一個問題可以迎刃而解，但此種計算方式仍會遇到一個問題，即若和解之連帶債務人內部分擔額為 0 元時，會顯得債權人與和解連帶債務人和解後一點意義也沒有。舉例而言，A、B、C 三人連帶對甲負 900 元債權，A 內部分擔額為 0 元，B、C 分別為 450 元，此時甲與 A 不論以多少元和解，由於 A 的內部分擔額為 0 元，對於總債權額無論如何都不發生絕對效力。此時甲與 A 縱使是為了迅速解決紛爭，也只會讓 A 成為甲的「提款機」。顯然，這樣的見解也非公平分擔的最佳解套。

就此，在嘗試各種可能的解釋辦法，都沒有得到合理、公平的結果，我們可以得出一個簡單的結論：連帶債務中一部免除（和解）的效力其實並未被規範！因此，在無明文的情況下，一部免除則不生絕對效力，而是生相對效力，亦即，對於連帶債務人中一人為一部免除，效力不及於他連帶債務人。就這樣的結果而言，或許實務見解才是最貼近相對效力的操作。雖然實務見解在和解金額小於內部分擔額的部分，認為兩者間的差額有民法的 276 條的 1 項的適用而發生絕對效力。但就此部分適用民法第 276 條第 1 項絕對效力有其堅強的理由，即為了避免差額間的循環求償。因此，實務見解僅在和解金額小於內部分擔額時才使得和解金額與內部分擔額的差額發生絕對效力，而相反情形則無適用。

（三）以和解本質探討對於連帶債務之影響

行文至此，聚焦於和解的效力進行分析。就實務見解而言，依最高法院 77 年第 19 次民事庭會議決議（一）之見解，如果和解內容係以明確之法律關係為前提，表明和解內容為一部給付一部拋棄時，則該和解判斷具有認定效力。雖然該決議



看似給予合理的區分標準，但何謂「明確之法律關係」仍有疑問。在意定之債中或許可認為雙方在原契約關係所給付之義務較為確定，但在侵權行為事件中，雙方對侵權行為構成要件認定不一是否屬於不明確之法律關係？雙方針對數額有所爭議是否為不明確之法律關係？為了解釋明確法律關係，最高法院 100 年度台上字第 139 號判決給出了一個判斷標準：「和解之本質有創設性及認定性兩種，當事人以他種之法律關係或以單純無因性之債務約束等，替代原有之法律關係時，屬於創設；否則，以原來而明確之法律關係為基礎而成立和解時，則屬認定。即前者係一方否認有債務存在，但尋求與對方和談解決爭端；後者則係承認有債務存在，當事人本於原來而明確之法律關係，協議債務人縮小其應給付之範圍。」該見解某種程度上更明確地解釋何謂明確之法律關係，並說明創設效與認定效的區分辦法，即否認債務存在而進行和解者生創設效；若未否認債務存在但對於給付範圍的縮小者生認定效。套用至連帶債務事件，於判決確定後達成和解時生認定效應無爭議；但在起訴前或判決確定前，債權人請求之損害額適用這樣的判斷標準是否適宜？進一步言，該標準將和解發生之效力取決於連帶債務人到底是否認債務的存在，或者是承認債務存在但對數額有爭議而異其適用。因此，今天和解之債務人否認自己構成財報不實，但為免曠日廢時的訴訟糾紛進而與投資人和解，則該和解即生創設效。又創設效造成替代的效果屬於債之更改或者代物清償，對於其他未和解連帶債務人而言發生絕對效力而毋庸再對債權人清償²⁴⁴。如此一來，上開討論和解適用一部免除的效果也屬於白費心力，因為只要被認為創設性和解，對他債務人即發生債之更改或代物清償之絕對效力，但這樣的結果顯然不合理。

正如同本文於民法和解效力反思所提及，和解的效力亦非單純之創設效或認定效之爭，重要的應該是和解契約本身的確定效力，即該和解契約欲發生的效果必須判斷和解雙方當事人的真意。不論原本法律關係明確與否，只要雙方對於權

²⁴⁴ 孫森焱，前揭註 164，頁 868-869。



利之實現存有疑義，當事人所為之和解則為雙方在私法自治允許範圍內對於權利形成的過程，並以此確定法律關係，此一見解於連帶債務中的和解亦相同。因此，不論是債權存在與否或是數額多寡的爭執，在連帶債務的和解當事人真意，相對於一部免除，較可能為「債權人對和解債務人關於財報不實事件之紛爭僅就和解契約之內容為請求」、「和解債務人先求和解免去被全額求償的可能」，而使債權債務關係確定。

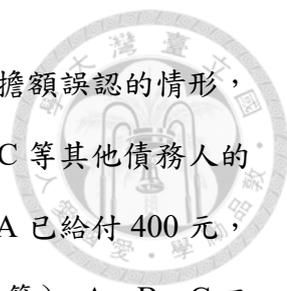
第二款 和解計算上之建議

經過上開澄清，和解契約在連帶債務中並非單純涉及債權人與和解債務人之權利義務，就兩人所約定之事項當然可以使兩人間的債權債務關係確定；但連帶債務僅有法律明定之事項才會發生絕對效力，因此本文認為連帶債務之和解效力，不宜片面適用民法第 276 條第 1 項，且其未有明文規定。那在計算上到底應該如何是好？

（一）採取實務見解

我們可以發現，相較於學說見解，實務見解操作方式較能公平分擔計算。但正如同前述，實務適用民法第 276 條第 1 項的方法並無法於文義中被合理解釋，本文認為最好的方式是立法明文和解在連帶債務中的效力，不再去適用民法第 276 條第 1 項。但如果法未明文底下，依照目前實務見解對於連帶債務和解進行操作也不無不可，也就是，僅於和解金額小於內部分擔額時，其差額為了避免發生循環求償，因此適用民法第 276 條第 1 項產生絕對效力。

須注意者是，在和解契約內如果有對於債務金額的誤認或內部分擔額的誤認，也僅生相對效力。舉例而言，甲自認為 A、B、C 三人對甲負有連帶債務 1500 元，且內部分擔額分別為各自 500 元。甲就上開條件與 A 以 400 元達成和解並給付後，向 B、C 請求其餘數額；但經法院認定實際上甲對 A 等三人僅有 900 元債權且分擔額均等。探求甲與 A 達成和解的目的就是希望迅速解決紛爭，且透過雙方當事人合意協商之金額為給付弭平訟累，則應該尊重雙方當事人對於權利形成的過程，



不宜擅自判斷屬於創設效力或是確認效力。縱使有總額或內部分擔額誤認的情形，和解契約也只會拘束甲、A 雙方當事人，並不會影響甲對於 B、C 等其他債務人的請求，也不會影響 A、B、C 間內部分擔額的分配。就上開情形 A 已給付 400 元，甲對 B、C 則只能請求 500 元（必須以法院確定 900 元債權額計算），A、B、C 三人間仍具有連帶關係且有求償權之適用，即 A 仍得就最後 B、C 給付之數額分來進行 A 逾越 100 元內部分擔額之求償。

（二）立法明文：和解對他債務人生絕對效力

若要以立法方式，當然有不同的選擇模式。或有認為在財報不實事件的和解計算，在和解後應該是從總和解金額扣除和解債務人的內部分擔額並禁止求償權行使。如此一來可以避免訟累，縱使債權人可能獲得超過債權的給付，也因其來源為和解契約，並非不當得利。雖然和解後禁止和解債務人求償可能使得債務人給付逾越自己內部分擔額的部分，但同時和解債務人也免去訴訟費用以及時間成本，並無太大的不利益。不過該模式的缺點已如上述，在和解債務人的內部分擔額為 0 的時候，和解過後並無法扣除該和解債務人的內部分擔額。此外，與投資人先行和解的理由真意不一，有可能係和解債務人出於良知、盡自己最大善意與投資人和解。此時，和解之效果僅為扣除內部分擔額，可能促成和解債務人都只願意以自己內部分擔額進行和解，對於和解金額斤斤計較，未必有利於財報不實事件的和解進行。

因此，本文以為將和解明文發生絕對效力，可能更加貼近「債權人對和解債務人關於財報不實事件之紛爭僅就和解契約之內容為請求」、「和解債務人先求和解免去被全額求償的可能」的意思。亦即，當連帶債務人中一人和解時，該和解金額對他債務人生絕對效力，且免除其連帶責任。這樣的好處一來在和解後之請求可以實際扣除和解金額，在請求與執行上可以更加快速明確；二來債權債務人就和解金額關係可以更加確定，即就和解金額債權人僅能向和解債務人請求，而和解債務人若以高於內部分擔額的部分進行和解，則和解債務人必須自行向其他



債務人請求內部分擔。不過縱使讓債權人得對於各債務人的請求額做分配，仍然要注意循環求償的部分，避免和解契約徒勞無功。因此除了和解金額視為清償外，若和解債務人以低於自己內部分擔額進行和解，則其差額亦須生免除之絕對效力。因此，條文可以訂為「債權人與連帶債務人中之一人和解，和解金額對他債務人生絕對效力，並免除其連帶責任。若和解金額低於該債務人應分擔額時，就差額部分他債務人同免責任。」此說與實務見解的差異在於，實務見解僅有在和解金額小於內部分擔額時，就兩者間的差額產生絕對效力，就和解金額本身不生絕對效力；當和解金額大於內部分擔額時，和解金額也不生效力。而本說則是將無論和解金額是否大於內部分擔額，都發生絕對效力，但當和解金額小於內部分擔額時，兩者間的差額亦生絕對效力。

舉例 1 說明，A、B、C 三人對甲負 1200 元連帶債務，各自內部分擔額為 400 元，若甲與 A 達成 300 元和解，則甲僅得向 A 請求 300 元並發生絕對效力。又 B、C 因為 A 與甲和解金額低於 A 之內部分擔額，其差額為 100 元(400 元-300 元)，B、C 就此差額亦發生同免責任之絕對效力。因此甲對 B、C 得連帶請求 800 元(1200 元-300 元-100 元)，A、B、C 三人內部分擔額為 300 元、400 元、400 元。B、C²⁴⁵給付逾越各自分擔部分，對彼此得行使求償權。若甲與 A 以 500 元達成和解，則甲僅得向 A 請求 500 元並發生清償之效力，而 B、C 此時連帶負 700 元債務。A、B、C 三人內部分擔額仍為 400 元、400 元、400 元，互得行使求償權。

就兩種建議中，本文認為採取以和解對他債務人生絕對效力之見解較為明確。但修正民法依目前情形難以期待，又若僅在證交法中修正連帶債務和解計算方式亦非妥適。因此，現行實務見解在尚未立法前則可以作為依歸。而財報不實事件亦得以上開兩種建議進行計算，下款詳述。

第三款 運用至財報不實

²⁴⁵ A 因為和解契約效力僅須付低於內部分擔額之部分，自然也不可能行使求償權。



本文以學者舉例來說明。甲、乙、A、B、C 五人為財報不實的賠償責任主體。甲、乙為全部責任人，A、B、C 負擔比例責任。全體賠償總額為 100 元，而甲、乙之責任比例分別為 30% 以及 35%，A、B、C 三人責任比例換算賠償額分別為 5 元、10 元、20 元。正如同上述，甲、乙、A、B、C 五人構成一個連帶關係，而比例責任制之適用僅是限制投資人對於 A、B、C 三人的求償額。設 C 以 10 元達成和解，採取本文立法建議，除了和解契約的 10 元發生絕對效力外，因為和解金額小於內部分擔額，差額 10 元亦發生絕對效力，投資人對甲、乙、A、B 分別能請求 80 元、80 元、5 元、10 元，C 脫離外部連帶關係，投資人僅能依和解契約請求 10 元。最終投資人僅能獲得 90 元的賠償。若採取實務和解模式，C 尚未依約給付（下面括號內為已依約給付的計算金額），投資人對甲、乙、A、B 分別能請求 90 元（80 元）、90 元（80 元）、5 元（5 元）、10 元（10 元）。其中差額的 10 元，在實務見解終將適用民法第 276 條第 1 項產生絕對效力。

若 C 以 30 元為達成和解，採本文立法建議模式，則甲、乙、A、B 分別能請求 70 元、70 元、5 元、10 元，C 脫離外部連帶關係，投資人可以依和解契約向 C 請求 30 元，此時 C 得向其他人請求分擔逾越比例責任之 10 元。採取實務和解模式，C 尚未依約給付（下面括號內為已依約給付的計算金額），而和解並不生絕對效力，投資人對甲、乙、A、B 分別能請求 100 元（70 元）、100 元（70 元）、5 元（5 元）、10 元（10 元）。同樣地，依約給付後的 C 也能夠向其他行為人請求分擔逾越比例責任之 10 元。

第三項 非明文主體亦適用比例責任制

除了討論財報不實事件中比例責任對於連帶債務的計算外，要全面公平分擔計算在現行法下尚有一個疑問，即非明文主體是否有比例責任制之適用？誠如第二章肯認非明文主體應對財報不實事件負責，但就本文見解以及現行法條文，若以民法第 20 條第 1 項作為請求權基礎，似難主張比例責任制的適用。學說有認為比例責任制的適用為證交法第 20 條第 1 項法理的明文化，且若僅讓證交法第 20

條之 1 的責任主體適用比例責任，卻不讓非明文主體適用比例責任制，則會產生輕重失衡的情形，因此證交法第 20 條第 1 項之非明文主體也應當有比例責任制之適用²⁴⁶。此外，亦有文獻認為非明文主體中若寬予肯定信賴要件推定，在有比例責任制之下仍然使其負起全部責任可能有過於嚴厲的情形²⁴⁷。

在美國雖然次要行為人在現行實務下難以構成證券詐欺之責任，但對於次要行為人的責任仍不乏探討。在 Stoneridge 案後即有論者探討對於次要行為人的責任應該如何劃分，有認為應該對於次要行為人設置責任上限 (Caps)，並區分法人或自然人作不同標準²⁴⁸。不過有認為上開做法會造成可責程度不同的人擁有相同的賠償上限的問題，進而建議應該回歸私人證券訴訟改革法案中去探求次要行為人的責任²⁴⁹。該學者認為必須對外負起全部連帶賠償責任者，應該只有明知 (actual knowledge) 且負擔主要責任之人，若僅負起次要責任之人縱使其主觀上明知也僅負起比例責任²⁵⁰。由此可見美國學說探討下亦有認為次要行為人應該享有比例責任制之適用。

對於我國法下非明文主體是否有比例責任制的適用，財報不實本質上屬於侵權行為，因此若非明文主體無明文規定適用比例責任制，則在多數行為人構成的財報不實事件，不論是直接適用共同侵權行為或是共同侵權行為之法理，對外本來就應負起全部連帶賠償責任。或有認為非明文主體對於整體財報不實事件可責程度較低，但傳統共同侵權行為中並不會因為共同侵權行為人之一對損害的原因力及與有過失輕重的差別，對外負起不同程度的連帶責任，其至多影響內部分擔的數額。縱使非明文主體可能多為教唆或是幫助之行為，然民法第 185 條第 2 項規範造意人及幫助人，視為共同行為人，也未區分共同侵權行為事件中是否屬於

²⁴⁶ 邵慶平，前揭註 98，頁 192-193。

²⁴⁷ 蔡彥守，前揭註 99，頁 151。

²⁴⁸ Donald C. Langevoort, *Reading Stoneridge Carefully: A Duty-Based Approach to Reliance and Third-Party Liability under Rule 10b-5*, 158 U.P.A. L. REV. 2125, 2167-68 (2010). 該見解為 Coffee 教授的見解，但 Langevoort 教授於文章中所引註的網頁已失效。

²⁴⁹ *Id.* at 2168.

²⁵⁰ *Id.*

主要行為或者是教唆、幫助等次要行為而對連帶賠償責任異其適用。不論從什麼角度切入，結果上似乎沒有適用比例責任制的空間。

正如上述，以本文所建構非明文主體責任，證交法第 20 條第 1 項作為請求權基礎，理論上仍無法適用比例責任制。縱使有論者提出將證交法第 20 條第 2 項作為第 1 項的特別規定，在非明文主體以證交法第 20 條第 1 項作為請求權基礎時，應一併適用比例責任制²⁵¹，但證交法第 20 條第 1 項的主體範圍終究只針對故意或有未必故意之非明文主體，因此會成為財報不實事件應負責任之非明文主體，根本不可能為過失之行為人，也就無比例責任適用的可能性。但非明文主體因為並非財務業務文件撰寫的主要核心角色，基本上對於財報的內容並無決定性的影響，若非為明文主體卻能夠主導財報內容的行為人，則應以公司法第 8 條論以事實上董事。此外，稽核財報真實與否並簽名其上的會計師已被劃入明文主體的範疇。因此，非明文主體對於財報不實的作為基本上也只是幫助或教唆的行為，對於整體財報不實的貢獻可以說是微不足道，但依現行法卻須與故意之明文主體對外負起全部連帶賠償責任，如此是否合理？

本文以為當初引進比例責任制的目的本來就是責任衡平的考量，因此對於過失的明文主體享有比例責任制，其連帶賠償責任以內部分擔的數額為限制。與明文主體相比，非明文主體在整體財報不實事件中扮演邊緣角色，既不能控制財務業務文件的內容撰寫，也非查核簽證財報之人，雖然行為可歸責但整體而言其就財報不實事件造成投資人損害的原因力甚為薄弱。若是過失的明文主體得主張比例責任制，但位居次要之行為人卻必須對外負連帶賠償責任確實如學者所言有輕重失衡之嫌。既然財報不實事件與一般侵權行為事件相比有其特殊性存在，而比例責任制的引進係為衡平各行為人的責任，則本文亦贊同前述美國學者見解，在我國法下僅有證交法第 20 條之 1 的故意明文主體應對外負擔起連帶賠償責任，而依證交法第 20 條第 1 項論以次要責任之人則應使其有比例責任之適用，方能正確

²⁵¹ 吳沂靜，前揭註 150，頁 225。



評價整體財報不實事件各行為人之責任。至此，應修正證交法第 20 條之 1，將比例責任制適用於非明文主體。

第四項 正確分配內部分擔額

在部分法院判決計算責任比例的結果，我們可以發現兩個問題，第一個問題為，只要財報不實事件涉及和解後（不論是否清償），法院都不會再去判斷和解行為人的內部分擔額，如此一來即無法評價和解金額是否相當於和解行為人的內部分擔額，無法達成公平分擔之目的。第二個問題為，法院在判斷各行為人的比例責任會出現加總超過百分之一百的問題，甚至出現法院認為比例責任為職權酌減事項，法院得職權判斷過失行為人是否得對外主張比例責任。上開問題的出現其實可以找出一個非常好的理由：我國財報不實行為人遠比美國多。有別於美國法只針對故意或未必故意之行為人作為民事賠償的主體，我國法認為過失行為人也須要負起民事損害賠償責任。想當然而，這會使得一件財報不實事件中須要負起損害賠償責任的人數倍增，造成法院在判斷每個人的比例責任的時候較為複雜與麻煩。如此一來，就會出現法院對於已和解債務人之數額直接扣除，再就剩餘被告對於剩餘金額進行比例責任分配的便宜作法。第二個問題的產生，也是因為責任主體眾多的因素。若將每個行為人的責任比例總和限制在 100%，實務認為會發生「應負賠償責任之人越多，越能分散減輕賠償數額，且當其間有應負故意責任之人越多時，剩餘應負賠償責任之人，即可能須分擔負較重責任，而形成自己責任範圍取決於他人行為之不合理現象。」因此比例責任加總超過 100%較不會分散減輕賠償數額，且每個人所應負的責任比例不會因為人數而被減輕。當然，也有法院解釋成職權酌減的情形而不適用比例責任制，讓不論是故意或過失的行為人都必須對外負起 100%的責任。

本文認為實務上開兩個做法是對於比例責任制的錯誤理解，並造成比例責任制為了減輕過失行為人責任與公平分擔的目的不達。首先針對第一個問題，涉及和解之人不論其內部分擔額而直接扣除和解金額，往往會造成剩餘被告承擔過高



的責任。舉例而言，當和解債務人以低於自己內部分擔額的金額與原告達成和解，若依照本文對於連帶債務和解的建構上，若原告自願與和解債務人達成低於內部分擔額的和解，此時要無問題。但如果不論青紅皂白直接扣除和解金額，未去考量和解債務人的內部分擔額與和解金額的高低，這樣將造成和解金額與和解債務人內部分擔額間的差額由剩餘被告承受。在現行實務，法院不會將和解債務人的比例考慮進去，只會就剩餘的金額在未和解之被告間依責任比例進行分配。如此一來，便會使未和解的被告必須承擔起和解金額與和解債務人內部分擔額之差額，顯然不合理。雖然我國未如 PSLRA 法案通過後，在第 21D 條 (f) (3) 明文對於所有行為人不論是否被訴或是已達成和解都須判斷責任比例，但從證交法第 20 條之 1 第 5 項也沒有辦法導出比例責任僅須就訴訟中的被告為判斷。因此，考量所有對於財報不實事件造成損害的行為人間之責任比例，不論有無被訴或是否已和解，才能達成公平分擔的目的。實際上在比例責任制引進前的博達案，法院即按實務見解操作和解金額與內部分擔額的高低進行總請求額的減少，在修法後也沒有針對和解計算進行修正，後續法院直接扣除和解金額的做法似乎找不到可支持的依據。

針對第二個問題，對於比例責任制是否為法院職權酌減事項，光從文義解釋來看，即無法得出比例責任制應屬法院職權酌減事項；再觀立法目的也明白表示為了責任平衡考量，不使過失行為人須要負起全部對外連帶的過重責任，因此引進比例責任制的適用。顯見比例責任的判斷並非屬於法院得職權酌減事項。再來針對比例責任制對於所有行為人的比例總和是否不以 100% 為限的問題。在美國法的判斷下，比例責任制將全部行為人責任比例，不論是否在訴訟中、不論其為明文主體或非明文主體，加總以 100% 為限制²⁵²。實際上我國的連帶債務也應當是如此理解。最多論者質疑者乃過多故意行為人時，過失行為人的責任會因此與故意

²⁵² See John C. Coffee Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 COLUM. L. REV. 1534, 1573 (2006).



行為人沒有區別。將此種見解例示，假設今天投資人有 100 萬元的損害，造成財報不實事件的有 10 個故意行為人與 5 個過失行為人，法院認為每個故意行為人都對全部損害負起 50% 的責任，而 5 個過失行為人都須負起 10% 的責任，其總和為 550%。但如果只能加總 100%，經過百分比換算後，每個故意行為人只須要負約 9.09% 的責任而過失行為人要負約 1.1% 的責任；因此，限制在 100% 的結果會造成故意行為人與過失行為人間的責任比例相差過小。其實不僅僅是過失行為人與故意行為人的責任差距不大，更可能因為當財報不實行為者眾時，當過失行為人主張內部分擔額為責任比例，則過失行為人對外所負的責任可能會極小，在情感上可能會難以接受。

然而，本文以為財報不實事件在行為者眾時，本來每個被判斷須負責之行為人，對財報不實事件有一定程度的因果關係在，比例被瓜分實屬當然，刻意做出故意行為人與過失行為人明顯的差距顯然沒有意義。更何況，縱使令相加的比例超過百分之百，當行為人在請求內部分擔之時，仍然須要回歸以 100% 為限的計算式。亦即，假設上開故意行為人中之一人先行清償 100 萬元，他也不可能跟剩餘 9 個故意行為人分別請求 50 萬元以及跟 5 個過失行為人請求 10 萬元。他只能再將所有人原先加總為 550% 的比例，以數學計算轉換成 100% 後請求分擔。如果責任比例超過 100% 的見解是正確的，那可以很明顯的看出來「過失行為人所負對外的責任不以自己的內部分擔額為限」，若以上開比例責任總和為 550% 的例子觀察，過失行為人對外須要負 10 萬元的債務，但他實際內部分擔的部分卻是只有 1.1 萬元。這樣的見解明顯與比例責任制希望以過失行為人的內部分擔額²⁵³作為外部連帶責任相左。至於過失行為人對外責任過少的部分會不會造成投資人受到較少保障？換個層面想，財報不實事件在故意行為者眾時，須要對外連帶負全部責任的

²⁵³ 本文認為修正理由說依照違法人員的行為特性以及與損害間的因果關係性質與程度判斷責任比例，實際上就是在衡量各個行為人對於所有損害間應負之責任。雖然未明文比例責任屬於內部分擔額，但其與一般連帶債務在判斷內部分擔額的標準相同。

人也相應增加。既然對外負全部責任的人增加，似乎未必要使過失行為人對外負更多責任，進而破壞比例責任制的目的與基礎。

最後，就發行人是否有內部分擔額的問題，採取法人實在說的見解，有別於僱傭責任、法定代理人責任，發行人本身為施行財報不實事件的行為人²⁵⁴，其為共同侵權行為人，理論上負擔一定程度的責任比例。不過我國通說認為法人對外須依侵權行為負責時，由於真正行為人應該屬於董事及其他表權人，故最終都可以適用²⁵⁵或準用²⁵⁶委任，向董事或其他代表權人求償²⁵⁷。實則最終法人應負擔的責任都得被分散至代表人、董事等真正為施行行為之人身上。是否要令發行人負擔一定程度的責任比例，值得思量。更況到底要如何判斷法人的責任比例十分困難，是要以董事長的責任比例為判斷？所有董事的責任比例為判斷？抑或是故意為財報不實行為的人為判斷？目前尚未有一個明確的方法。因此，在判斷發行人責任比例時，由於判斷法人責任比例具有一定的難度，本文以為或許可以令發行人對外負 100%的責任，但將其對內的責任比例為設計為 0%。如此一來法院對於責任比例的分配上，更能專注在真正為不法詐欺行為的行為人以及過失行為人身上；對投資人而言，其亦能向較有資力的發行人先行請求損害賠償²⁵⁸。

第四節 釐清後的分擔計算—以美嘉生電案為例

上開案例是由學者為方便表達計算方式因此設計而出，本文於此試以美嘉生電案為例，實際適用本文建構之財報不實事件分擔計算。美嘉生電案發生於民國 104 年以前，故董事長、總經理仍與發行人負無過失責任。本案係美嘉生電公司與永大網路公司進行循環資金進出而有財報不實的情況，於後美嘉生電公司在一审判決前先行和解。法院認定會計師丁與會計師事務所午並無過失；此外有兩位被

²⁵⁴ 當然，因為法人不可能為自然意義中的施行行為，而是透過代表人行為所體現。

²⁵⁵ 王澤鑑（2014），《民法總則》，新增訂版，頁 206，台北：自刊。

²⁵⁶ 施啟揚，前揭註 77，頁 175。

²⁵⁷ 當然近來也有不同見解認為法人在部分情形下應該依民法第 184 條成立自己責任之侵權行為，詳參陳聰富（2011），〈法人團體之侵權責任〉，《國立臺灣大學法學論叢》，40 卷 4 期，頁 2113-2118。

²⁵⁸ 當然，縱使不接受發行人內部分擔比例為 0%的見解，在法院判斷發行人內部分擔比責責任後，實際上還是能透過其他方式向代表人、行為人請求，詳見第四章第三節之內容。

投保中心認定須負責任之非明文主體，分別是經理未以及維修技師已，但法院則認為其無參與財報不實之過程，因此毋庸負責。其他行為人分述如下。

酉（在財報不實期間曾任職：董事長、總經理、實質負責人）、乙（副總經理、董事、兼任總經理）、辰（副總經理、總經理、會計處主管），其三人因為屬於舊證交法無過失責任，且該三人亦為刑事不法行為人，法院認定該組人無比例責任制之適用，且對外須負 100%之責任。

辛（監察人）、戊（董事、財務主管）、癸（戊之配偶、美嘉電電子事業處經理、美嘉網路公司董事長、美嘉網路公司監察人）、寅（受酉指揮管理大陸地區財務）、壬（卯之外甥，受酉指揮參與發行人資金循環進出）、子（在美嘉網路公司辦公，負責美嘉生電公司及酉存款提款匯款業務）、卯（酉之外甥，受酉指揮參與發行人資金循環進出）、甲（美嘉網路公司出納、與子同受酉指揮）該等八人皆為刑事不法行為人，僅有辛、戊曾擔任美嘉生電公司董事之職位，其他六人皆非法所明文之責任主體，應可認為為協助財報不實事件之非明文主體。法院認為該等刑事不法行為人亦無比例責任制之適用，並對外負 100%之責任。

申（酉之子、董事）、庚（董事）、吳○○（董事）三人未提出具體事證證明已盡善良管理人之注意義務並具有正當理由，因此推定具過失，對外負比例責任，並負 50%之責任。

丑（監察人）、己（監察人），分別未善盡內部管控監督職責、亦未實質審查財務報告內容正確性，確有怠忽監察人職務之疏失。丙（會計主管）未能舉證證明已盡相當注意，並有正當理由可合理確信系爭財報內容無虛偽或隱匿之具體情事，故該等三人推定過失，對外負比例責任，其比例為 25%。

稍微總結美嘉生電案法院見解。發行人和解 47,084,000 元，法院認為投保中心與發行人和解屬於創設性質的和解，與財報不實事件的連帶債務無關，自然無民法第 276 條第 1 項之適用。投保中心扣除和解金額後，縮減債權額為 219,827,864 元，但法院最後判決總賠償金額為 219,762,571 元。尚在訴訟中之被告，法院則是

分成三組。無過失責任行為人、故意明文主體、故意非明文主體對外負 100%之責任；推定過失之董事負 50%之責任；推定過失之監察人及簽章之會計主管，負 25%之責任。三組內的行為對於應負賠償額屬於真正連帶債務，彼此間則為真正連帶債務關係²⁵⁹。

以下先按照本文建構「所有行為人為一真正連帶債務關係」，搭配「實務連帶債務和解計算」進行說明。首先，先確定未和解前原告所起訴請求之總金額為 266,846,571 元（法院判決金額加上和解金額）。接下來，應該要準確計算每個行為人的比例責任，當然包含已和解之發行人，並以百分比的方式呈現。在美嘉生電案中法院大致以職務群體作為分類而未針對每個行為人認定責任比例，若按照本案法院分法計算，最後會呈現故意行為人只須在內部分擔上與過失監察人、會計主管負相等責任，但過失董事卻要負起比故意行為人更大的責任²⁶⁰。由於按照原法院的比例責任認定方式會造成過失行為人負起比故意行為人更大的比例責任，因此本文於此自行假定。在 100%的群體中，加上發行人後²⁶¹，總共有 12 人。假定法院認為該等 11 人的責任比例皆為 100%；同樣地，在 50%、25%的每個人負擔的責任比例皆相同。那麼全部的比例責任加總為 $100\% \times 12 + 50\% \times 3 + 25\% \times 3 = 1425\%$ ，那麼要換算為總額 100%，則全部人原先的責任都必須除以 14.25，則 12 個故意行為人採四捨五入至千分位，約為 7%，約 15,383,380 元；3 位過失董事約為 3.5%，約 7,691,690 元，3 位過失監察人及會計主管約為 1.8%，約 3,955,726 元。

就發行人和解部分，其和解 47,084,000 元大於內部分擔額 15,383,380 元，依實務見解無民法第 276 條第 1 項之適用。若發行人和解後尚未給付，則不生絕對

²⁵⁹ 顯然，這又是另外一種連帶債務的認定方式。

²⁶⁰ 其實這邊就發生一個實務所說的故意行為人越多，過失行為人要負的責任比例卻越大的問題，而且還是在比例責任不以百分之百為限制的情況下。美嘉生電案將行為人分成三組連帶關係，而負 100%責任的有 12 人（加上發行人）但負 50%責任以及 25%責任的人數分別只有 3 個。照美嘉生電案的分法，到最後內部分擔計算，故意行為人只有約 8.4%的責任；過失董事卻要負約 16.7%的責任；而過失監察人跟會計主管卻要負跟故意行為人相等約 8.4%的責任。顯然，美嘉生電案在最先開始就完全沒有考慮到這樣的後果。

²⁶¹ 本文在此以發行人算入責任比例為例示。



效力。因此，彼此間的關係為投保中心得以和解契約向美嘉生電請求 47,084,000 元；對於酉、乙、辰、辛、戌五位故意明文主體得各請求 266,846,571 元；癸、寅、壬、子、卯、甲雖為故意之非明文主體，但本文以為該等人應適用比例責任制，因此對外僅須各負 15,383,380 元；申、庚、吳○○三位過失董事，各依其比例對外負 15,383,380 元；丑、己、丙三位過失監察人及會計主管，各依其比例對外負 3,955,726 元。

若以本文建構「所有行為人為真正連帶債務關係」，搭配「立法模式—和解生絕對效」進行說明，則發行人和解部分，其和解 47,084,000 元大於內部分擔額因此生絕對效力，且發行人已排除連帶債務關係中，僅得就 31,700,620（和解金額與內部分擔額之差額）依民法第 281 條行使求償權。投保中心對於酉、乙、辰、辛、戌五位故意明文主體得各請求 219,762,571 元；癸、寅、壬、子、卯、甲雖為故意之非明文主體，但該等人應可適用比例責任制，因此對外僅須各負 15,383,380 元；申、庚、吳○○三位過失董事，各依其比例對外負 15,383,380 元；丑、己、丙三位過失監察人及會計主管，各依其比例對外負 3,955,726 元。

就本文所建構的規則運用在實際案例的計算上，比起現在紊亂的連帶方式、比例責任認定方法以及分擔計算的公式，更能達到公平分擔的目的，也不會令行為人負擔起過高的責任。

第四章 財報不實責任承擔的改革方向

經由上一章建構了財報不實中責任分擔的體系，我們應可期待按照上開方法計算，每一個行為人都能夠依照自己的內部分擔額承擔起自己應負之責任。然而現行實務運作底下，縱使我們釐清法制下各行為人應該如何分擔責任，透過和解的運作，一部分之行為人似乎都能輕易規避損害賠償的公平計算，使得他部分行為人不公平地承擔起責任。更糟糕的是，該等達成和解的行為人能夠利用和解條款，對外宣稱自己為事件中無辜之人。這樣的發展是否合於我國財報不實政策的期待，值得考究。本章將就上開問題做更深入的分析，並比較美國法制，提出本文對於行為人責任承擔更好的改革方向。

第一節 發行人責任與投保中心和解的困境

第一項 發行人承擔高額責任

第一款 財報不實現況觀察—和解主導損害賠償

對於財報不實損害填補的功能，有認為財報不實訴訟不同於公開說明書不實，財報不實中真正獲得利益者既非發行公司，亦非公司的高階主管，而是市場上幸運買賣股票的投資大眾²⁶²，因而損害填補金額低是正常現象。明顯地，在行為人製作財務業務文件有重大不實的情形，若無搭配內線交易，該等行為人是沒有獲利的。只有在公開市場的同一年間內為買賣有價證券的人（在我國實務持有人亦得請求），才有可能取得財報不實所帶來的利益。相對而言，財報不實的行為人其所獲得的利益比較不像是金錢，而是來自於公司的聲譽、抵擋敵意併購、避免公司暫時性的危機以及延長自己的任期²⁶³等等，這些利益往往與投資人的損害不相當。從證券詐欺的類型來看，財報不實確實是不若公開說明書不實或內線交易，獲得利益者乃發行公司、未戒絕交易之行為人，如果要讓受害投資人獲得完全填補，似乎應該是讓幸運的投資人將所得返還。不過向詐欺行為人以外之第三人請

²⁶² Janet Cooper Alexander, *Rethinking Damages in Securities Class Actions*, 48 STAN. L. REV. 1487, 1496 (1996).

²⁶³ *Id.* at 1498.



求可以說是毫無依據，不僅在證交法上無請求權基礎，縱使想要尋求民法詐欺的相關規定，依民法第 92 條但書也必須證明幸運的投資人明知或可得而知詐欺的事實。

回歸到我國財報不實現況，根據過去研究顯示，雖然投保中心勝訴判決金額可達到起訴求償金額的 93.3%，但投資人獲得補償卻只有勝訴判決金額的 8%²⁶⁴；就投保中心 2020 年的記者會新聞稿中，其亦表示投保中心目前全部勝訴或部分勝訴金額高達 388 億餘元，但目實際執行、和解得到的金額卻只有 62 億餘元²⁶⁵。顯見縱使成功帶動證券相關訴訟²⁶⁶，投資人仍然拿不到實際上的補償。在「財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心辦理證券期貨事件合作追償處理辦法」總說明中也提及「有鑒於證券期貨事件不法行為人於事件發生後，往往先行脫產，然仍享受奢華生活，社會觀感不佳，爰此，擬建立與第三者之合作追償機制，加強對行為人國內外隱匿財產之追償，以增進投資人損害賠償之填補效果，惟為避免合作追償受託人之行為損及本中心或投資人權益，就合作追償關係之建立，亦擬定相關條件與應遵循原則，俾利運作。」顯見脫產情形為財報不實實際取得金額低落的原因之一。過去文獻亦指出行為人之所以有足夠時間可以脫產，可以歸咎於法院認定假扣押的釋明標準不一以及投保中心民事起訴程序依賴刑事判決確定導致被告有時間脫產²⁶⁷，進而使得損害賠償金額較低。

雖然種種原因造成投保中心取得損害賠償金額較低，不過我們仍能從已取得之金額來做分析觀察。自投保中心成立以來已獲取的 62 億元餘中，實際上可以區

²⁶⁴ 林郁馨 (2014)，〈投資人的諾亞方舟—投資人保護中心與證券團體訴訟之實證研究〉，《月旦法學雜誌》，229 期，頁 83、86。

²⁶⁵ 金管會網站 (01/08/2020)，〈109 年 1 月 8 日記者會新聞稿〉
<https://www.sfipc.org.tw/MainWeb/Article.aspx?L=1&SNO=1et12wwXyw0WqzMkA0yGmg>，(最後瀏覽日：03/15/2020)。

²⁶⁶ 由於投保中心分類項目並無法再細分各種不同型態的團體訴訟，目前只能就現有資料進行論述。

²⁶⁷ 曾偉哲 (2017)，〈證券投資人及期貨交易人保護法對於金融監理之助益—以投資人保護中心主導之證券團體訴訟為中心〉，頁 167，國立成功大學法律學系碩士班論文。



分成兩個部分，其中一部分是依賴強制執行、判決確定償還及不法所得部分取得，共 8 億元餘；另外一部分則是憑藉和解取得，共 54 億元餘。這樣的數據可以見得，在財報不實事件中，與不法行為人進行和解所獲得之損害賠償金額占了全部的最大宗。這也代表著若欲一窺財報不實的實務面貌，觀察投保中心的和解必定不可遺漏。

對於和解如何主導訴訟，本文從投保中心公開資料中「賠償款分配尚未領取案件彙總表」以及新聞報導，整理出最近 10 件已與投保中心達成和解之財報不實案件²⁶⁸，分別是光洋科²⁶⁹、慶豐富²⁷⁰、美嘉生電（現改名為台原藥）²⁷¹、金雨²⁷²、吉祥全²⁷³、中電²⁷⁴、名鐘科技（現改名為安鈦克）²⁷⁵、宏達科（財）（現改名為豐達科）²⁷⁶、合邦²⁷⁷、宏億²⁷⁸案。

（表 四）：實務和解金額概況

案件	是否和解 ²⁷⁹	和解行為人 ²⁸⁰	一審求償額 （未加計利息）	一審法院判決 金額（未加計利息）	和解金額
光洋科	是	發行人	3 億 2403 萬 5,872 元	0 元（無法證明因果關係）	發行人： 3 億 3400 萬
慶豐富	否	未查詢到相	未在團體訴	未查詢到相關	未查詢到

²⁶⁸ 近十件係以投保中心原賠償款分配公告之時間作為標準，並非財報不實事件發生的先後順序。

²⁶⁹ 臺灣臺南地方法院民事判決 106 年度金字第 4 號。

²⁷⁰ 在投保中心公告「賠償款分配尚未領取案件彙總表」中，慶豐富案之賠償款被歸類為「財報不實」事件，經查詢新聞後，慶豐富在民國 96-97 年有操縱股價之案件；而在民國 105 年前董事長被調查出在民國 97-99 年間有財報不實的行為。不過在彙總表中的公告受理時間卻是民國 100 年，似乎與財報不實事件被調查時間不相符，但已無更相關之資料可以佐證。

²⁷¹ 臺灣高雄地方法院 102 年度金字第 2 號判決。

²⁷² 臺灣臺中地方法院 98 年度金字第 21 號判決。

²⁷³ 臺灣臺北地方法院 101 年度金字第 5 號判決。

²⁷⁴ 臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 85 號（一審尚在審理中）。

²⁷⁵ 臺灣新北地方法院 98 年度金字第 1 號判決。

²⁷⁶ 臺灣臺北地方法院 95 年度金字第 18 號判決。

²⁷⁷ 臺灣新竹地方法院 100 年度重訴字第 131 號判決。

²⁷⁸ 臺灣新北地方法院 98 年度金字第 3 號判決。

²⁷⁹ 因公開資訊有限，僅由判決以及新聞搜尋觀察各案中是否有行為人和解。

²⁸⁰ 斜體表示在一審判決前即已和解之行為人。

		關資料	訟進行中案件彙總表	資料	相關資料
美嘉生電	是	發行人	無法得知	2 億 1976 萬 2571 元	發行人:4708 萬 4000 元
金雨 ²⁸¹	是	發行人連同故意行為人	2412 萬 5,290 元	2412 萬 5,290 元	發行人連同故意行為人:3,127 萬 342 元 (2412 萬 5,290 元加計利息)
吉祥全	是	發行人	8330 萬 3623 元	0 元 (無法證明因果關係) 282	發行人:700 萬元
中電	是	發行人 ²⁸³	1 億元餘	尚未判決	發行人:7900 萬元
名鐘科技	是	會計師及會計師事務所以外之被告	5,568 萬 3,209 元	5,318 萬 3,746 元	(1) 發行人與部分董監事共同和解 (2) 經理與一法人董事和解 無法判讀分別金額 共計: 4893 萬 6,730 元
宏達科 ²⁸⁴	是	(1)發行人	5 億 5891 萬	1 億 7971 萬	(1) 發行

²⁸¹ 由於和解金額分期付款，在高等法院更一審的時候投保中心對過失董監事仍繼續請求尚未和解之部分。

²⁸² 不過最高法院判決針對因果關係部分發回高等法院重審。

²⁸³ 從新聞中僅可得知中電與投保中心達成協議，但在新聞中中電公司表示「任何人均不得以本協議作為當事人有認罪或承認故意、過失、不法行為之主張。」可能隱含部分行為人。

(財)		(2)會計師及會計師事務所	420 元	610 元	人: 2 億 8150 萬元 (2) 會計師及會計師事務所: 1670 萬元
合邦 ²⁸⁵	是	(1)部分刑事有罪非明文主體 (2)監察人 (3)發行人	1 億 2081 萬 6682 元	1 億 770 萬 9337 元	(1) 部分刑事有罪非明文主體及監察人，但無法得知和解金額 (2) 發行人: 7546 萬
宏億	否		2 億 572 萬 6862 元	2 億 572 萬 6862 元	

從投保中心「賠償款尚未領取案件彙總表」整理出的近十件財報不實案件裡，我們可以發現高達 8 件有和解之紀錄。以和解時間點作觀察，在這 8 件當中有 6 件在一審判決前即有行為人與投保中心達成和解。若以行為人作觀察，有和解的案件中每一件都有發行人參與和解；會計師事務所參與者僅有 1 件；故意行為人參與者有 3 件，但其中 1 件和解的故意行為人是非明文主體。從和解金額較無法精準分析，蓋若於一審判決確定前投保中心與被告或行為人有達成和解（無法得知是否已經清償），偶爾投保中心會縮減請求金額，如美嘉電案、吉祥全案投保中心即縮減請求金額（原請求額扣除和解金額）；但偶爾投保中心會主張和解債務人屬於分期付款，如金雨案、宏達科（財）案，投保中心對尚未清償之金額仍得向

²⁸⁴ 二審時法院認為投保中心損害已受完全填補，對剩下行為人請求無理由。不過值得注意的是在二審判決時和解債務人根本還沒有全部給付完和解金，按照實務見解應該是尚未完成清償，法院怎麼會認為投保中心損害已受完全填補呢？法院態度顯然與金雨案不同；不過該案到最高法院後，最高法院認為二審法院判斷損害賠償金額方法不正確，因此發回。

²⁸⁵ 公司和解 8796 萬元，二審只剩五個行為主體但被判無罪。最高法院發回。

其他未和解被告請求²⁸⁶。不過正如同本文在第三章所描述，投保中心對於和解的計算其實都沒有考量到和解債務人的內部分擔額。按照現行實務做法，應該是要計算和解債務人之內部分擔額，並比較其與和解金額間是否有生免除之效力。

雖然無法精確地描繪出請求判決額與和解金額間較正確的連動關係，但從上開分析我們可以得知，基本上財報不實的和解無論在判決確定前或後都對投保中心請求數額有著相當大的影響。這樣的觀察也與投保中心所發布年報的相關資訊吻合。過去也有研究指出和解之所以在財報不實訴訟具有影響力，是因為投保中心十分倚賴刑事訴訟程序，而當被告得知刑事敗訴時，即欲以投保中心進行和解以避免給付過高；對於投保中心而言，強制執行不僅金額低，成本也過高，因此也樂於與被告進行和解²⁸⁷。

第二款 責任承擔的失序—發行人成為代罪羔羊？

在財報不實案件在目前的運作制度有兩大特徵，其一為填補損害之金額極低，其二為和解已成為獲得損害賠償之主要手段。在補償率低的情況下，與行為人進行和解彷彿是投保中心的曙光，自 2006 年後投保中心的年報中都將和解視為重點宣傳項目，宣揚每一年度和解金額取得多大的成效；2014 年的年報中，更是將和解項目獨立列為標題，以「洽商和解，使投資人儘速取償，填補損害」作為宣傳，顯見投保中心也十分滿意和解所帶來的成效，並也欲以此作為主要的政策目標。和解確實為投資人帶來及時的損害填補，不過我們仔細觀察投保中心的年報，並未再細分個案中是與哪些被告和解。因此我們可以回過頭檢視上開表四所作的整理。從整理的案件中觀察，每一個和解案件中我們都可以找到發行人的身影，而且和解案件中發行人的和解金額都是最高的。在發行人的和解金額中，除了美嘉生電明顯低於投保中心求償額、一審判決的求償額外，其他發行人和解所給付的

²⁸⁶ 相關問題已如第三章所述，實務認為和解不等同於清償，因此和解的金額不會當然發生絕對效力。因此縱使和解，若和解債務人未為清償，債權人仍然可以請求。在財報不實事件中請求數額端視法院是否有適用民法第 276 條第 1 項進行免除。不過正如同此述，投保中心在和解過後可能會縮減請求金額，亦可能不縮減，態度不一。

²⁸⁷ 林郁馨，前揭註 264，頁 85。



金額大致與請求額或判決金額相當²⁸⁸。就上開觀察，我們可以歸納出—投保中心的和解金來源極大部分都是從發行人身上獲取。但在財報不實案件中最具可責性、應負最大責任的全部責任人有沒有在和解中出現呢？8 件和解案中只有金雨案、名鐘科技案以及中電案確定有全部責任人參與和解。

如果以全部責任之人應該負起最大民事損害賠償責任的角度而言，8 件中只有 3 件有全部責任之人參與和解，比例上不能算是太高，更何況也不知道全部責任人所負責任為多少。或有論者認為投保中心不與故意行為人和解是政策上的因素，因為若太早與故意行為人和解可能造成社會觀感不佳，尤其當損害賠償額未完全填補時可能會引來輕放故意行為人的批評。但當我們深究，發行人雖為對外全部責任之人，但若是以超出自己內部分擔額（有一定比例或為零）的部分賠償的話，對於他人仍得行使求償權。那麼上開發行人究竟有無尋求內部分擔？從新聞以及年報的所提供的資訊觀察，本文發現大部分公司都先行認列虧損，但是否有向其行為人請求分擔則是不得而知。若認為發行人應負一定程度的比例責任，由於真正行為人應該屬於董事及其他表權人，故最終都可以適用或準用委任，向董事或其他代表權人求償，更不用提及財報不實行為明顯違反負責人的忠實義務（Fiduciary Duty）。若發行人承擔逾越自己分擔額時，其亦應該向其他連帶債務人行使求償權。但僅有金雨公司在新聞以及 105 年年報中提及由故意行為之董監事承擔支付和解金額。中電公司雖在 107 年年報中提及公司與董監事與相關同仁共同負擔，但也未說明各董監事及相關同仁負擔比例。此外，合邦公司和解的 7546 萬元則由保險公司給付。其他和解的發行公司則是無相關資料。

總結上開 10 件案例，僅有金雨公司明確表達出金雨公司的損害完全由故意行為人承擔，其他發行人則可能由公司承擔起和解金，縱使董監事有一同與發行公司參與和解，或是發行人表示董監事負部分責任的情形，也未知董監事承擔責任

²⁸⁸ 吉祥全雖然發行人和解遠低於請求額且已先扣除，但在一、二審法院都駁回投保中心全部請求，直到第三審法院才撤銷二審判決發回，目前仍在審理中。



的部分為多少，或者是根本微不足道。很明顯地，目前實務上財報不實事件大多都是由發行人承擔起接近全部的責任，但真正造成財報不實事件的行為人，因為發行人未行使求償權，在民事責任上沒有承擔起合理的責任，進而造成責任承擔的失序。若發行人不對該等行為人行使求償權，實際上就是由不必負起終局責任的發行人為這些故意、過失行為人承擔起損失，如此一來財報不實訴訟不僅無法達成損害填補的目的，連嚇阻功能也被大大的降低。

第二項 投保中心和解政策加劇責任承擔之不合理性

第一款 投保中心之權限來源

有別於美國都是由投資人自行提起、律師主導的證券團體訴訟，我國最一開始意識到證券團體訴訟會因為受害者眾、投資金額小以及投資人分散各處而不易起訴，為免證券詐欺規範形同具文，陸續由財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會協助進行證券團體訴訟的業務，並成立投資人服務與保護中心進行相關事宜²⁸⁹。而後於民國 91 年通過證券投資人及期貨交易人保護法（下稱投保法），並以此法成立投保中心，以此一含有公家色彩的非營利組織來主導證券團體訴訟²⁹⁰。

由投保中心提起的證券團體訴訟在我國規範於投保法第 28 條，係以保護公益為目的，當有造成多數證券投資人受有同一原因引起損害之證券事件，得由 20 人以上的投資人授予投保中心訴訟實施權，由其提起訴訟。投資人於言詞辯論終結前得隨時撤回，未加入之投資人於一審言詞辯論終結前得隨時加入。此乃我國證券團體訴訟的明文，而我國採取選擇加入模式，並且由投保中心作為任意訴訟擔當團體，替授予訴訟實施權之投資人進行訴訟。

²⁸⁹ 謝明辰（2017），《再思投保中心於團體訴訟之定位》，頁 38，國立臺北大學法律學系碩士論文。

²⁹⁰ 王文宇、張冀明，前揭註 125，頁 7。



雖然民事訴訟法第 44 條之 2 選定當事人制度亦可以達到團體訴訟的效果，但實際上甚難期待受害者集合自己之力量進行訴訟，且由投保中心提起證券集團訴訟者受較多保障。依照投保法第 34 條第 2 項，法院就投保中心聲請的假扣押、假處分得為免收擔保金之裁定；另依照投保法第 35 條，裁判費以及保全費用，若團體訴訟係由投保中心提起，則訴訟標的金額或價額超過三千萬者，超過部分有相關暫免徵收、免予徵收以及保全費暫免繳納之規定；依投保中心第 36 條為假執行者，法院應依其聲請免供擔保假執行。如此之做法不僅減輕訴訟標的金額動輒上億元的證券訴訟原告負擔，也可以提高投資人願意授予訴訟實施權以及對被告提起訴訟之意願。

第二款 未受監督的和解

除了上開訴訟的權限外，依投保法第 31 條第 1 項：「保護機構就證券投資人或期貨交易人授與訴訟或仲裁實施權之事件，有為一切訴訟或仲裁行為之權。但證券投資人或期貨交易人得限制其為捨棄、認諾、撤回或和解。」可以知道投保中心在投資人沒有限制的情況下，亦得與財報不實的行為人進行和解。此外，從投保中心於每次團體訴訟案件發生時所公布的「求償登記注意事項」所檢附的「授權約定書」第一條第四款：「甲方授權乙方有一切和解之權限（包括訴訟外及訴訟上和解），相關權限於本事件訴訟或仲裁程序終結後，於乙方就本事件主張權益及分配和解金額之必要範圍內仍然存在。關於和解所取得金額之後續一切分配事宜（包括但不限於甲方得分配比例、分配方式及分配日期等），甲方同意均由乙方決定之。」第三條：「甲方依第一條授權與乙方後，甲方同意不就本事件另行提起訴訟或仲裁；若甲方逕與對造達成和解或以其他方式解決紛爭，應即時通知乙方，乙方得終止本契約。」

可以得知若投資人欲透過投保中心代為提起團體訴訟必須先授予其和解的權限，並且還要授權投保中心針對和解所取得的金額全權處理，而投保中心在決定

以和解方式解決紛爭則必須通知投資人，並由投資人決定是否退出。由上觀之投資人似乎不得對於投保中心分配之和解金額不服，且投資人後續若有爭議，除了退出以外似乎無其他救濟之管道。不過投保中心和解最讓人詬病的並非上開授權和解與有絕對分配和解金額權限的問題，反倒是民事和解內容²⁹¹的不公開以及和解內容的事項。

就和解內容不公開的部分，在過去數十年來已有許多論者批評投保中心的和解制度缺乏公開透明的程序²⁹²。有學者即指出在美國法中證券訴訟的和解，其程序與內容受到了嚴格的監督。由於美國聯邦民事訴訟法的規定，只要團體訴訟中涉及和解，則該和解必須踐行聽證的程序，只有在法院確保和解內容屬於公平、合理並適當方會核准。顯見美國法下法院被視為和解的守門人²⁹³，一方面保護投資大眾，一方面也可以確保公平分擔。相較於此，我國對於投保中心和解即大開方便之門，不僅授權的投資人在一開始就將所有的權限釋出，而和解金額的分配也是投保中心一開始先預設好的公式計算。此外，就和解的內容、條件也都是由投保中心自行決定。當然，或許可以認為投資人想要享受低金錢成本、花費較少時間的團體訴訟本應當全權授權統合處理，況投保中心屬於半官方色彩的法人，比起美國法下選任首席原告更沒有利益衝突關係而得以公平進行和解。不過是否具有半官方色彩與是否不用受到一定程度的監督應該是兩回事，在過往情形下，連最基本的公開和解內容也往往因為和解契約內含有保密條款都無法得知²⁹⁴。目前和解內容不僅投資人無法從投保中心相關網站獲得相關資訊，就連在訴訟中未和解被告想得知和解內容以利於訴訟上的主張，例如同時與多數人和解時如何計

²⁹¹ 此外亦有學者已深入探討涉及證券詐欺等事項行政和解的爭議，惟本文著重於民事和解的部分故不深究，詳參曾宛如（2005），〈有關證券投資人保護之未來發展〉，《月旦財經法雜誌》，2期，頁203-205。

²⁹² 王文宇、張冀明，前揭註125，頁23-24。相同見解：林郁馨，前揭註264，頁85；洪令家，前揭註242，頁125-126。

²⁹³ 洪令家，前揭註242，頁115-116。

²⁹⁴ 林郁馨，前揭註264，頁85。



算內部分擔額與和解金額差額的問題，都可能被以保密條款拒絕。在完全不公開的情形下，較能得到的資訊僅剩下最後和解的金額以及哪些行為人參與了和解。

第三款 允許「無辜聲明」的和解？

正是因為保密條款導致外界根本無從窺探投保中心和解契約所訂定的完整內容，才會讓人對於投保中心和解內容投以更高的關注。雖然難以取得更多的和解資訊，我們能仍能從法院判決、新聞中發現投保中心和解不妥之處，其中又以行為人於和解後，得對外宣稱對於財報不實並無任何故意過失之「無辜聲明」最令人詫異。例如在中電案中電公司及部分董監事與投保中心達成和解，但其對外發布的新聞稿竟聲稱「中電基於兼顧社會投資大眾之訴訟經濟利益及以和為貴宗旨，並非就本事件承認有任何故意、過失或不法行為，**任何人均不得以本協議作為當事人有認罪或承認故意、過失、不法行為之主張**²⁹⁵。」財報不實事件的當事人竟然在和解後能夠向大眾釋出無任何故意或過失的訊息，那麼是不是表示財報不實的發生是由其他行為人所造成？更況在和解當時，中電刑事訴訟一審都尚未判決，如此一來在無形中是否正減損投資大眾對證券市場的信賴？證券市場真的有受到良好的監管嗎？畢竟正常而言，涉及刑事責任之人與他人達成民事上和解可能是獲取緩刑、衡量刑度的參考標準。今日在財報不實訴訟卻反過來，在當事人達成和解後還能主張自己並無故意或過失，似乎不甚妥當。

更糟糕的是，在仕欽案中會計師事務所、部分董監事與投保中心達成和解，而法院更在判決中指出：「...依投保中心與安永會計師事務、會計師黃素珍、李惠美、楊文安、佟韻玲之和解協議書所載，雙方係基於公益目的而和解，和解書之簽訂，不代表會計師及會計師事務所於負責查核、簽證仕欽公司財務報告期間，於執行職務過程有任何故意、過失或疏失之行為，或應負任何法律責任（見協議書第5條），是上開和解未涉及本件曾吉志、曾建誠、鄭登自、黃秀英因侵權行為

²⁹⁵ 中時電子報（08/30/2017），〈中電與投保中心和解 將賠 7,900 萬〉，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20170830000228-260206?chdtv>，（最後瀏覽日：04/28/2020）。



所負之連帶賠償責任。另許庭禎、陳瑞星、蔣為峯等人於92年6月26日至98年6月25日擔任仕欽公司董事、監察人期間，並無依證交法第20條之1及民法第184條第1項、第2項之侵權行為賠償責任，已如上述，故投保中心撤回對安永會計師事務所、會計師黃素珍、李惠美、楊文安、佟韻玲、仕欽公司董事許庭禎、陳瑞星、監察人蔣為峯之起訴，均無民法第276條第1項之連帶債務人內部分擔比例應予扣減之問題，附此敘明...」除了直接提出「公益目的」和解的概念之外，法院更是依據該和解協議第5條的規定，表示該等會計師事務所、會計師以及董監事對於財報不實事件並無故意過失，當然不會發生和解金額與免除額間差額會產生的絕對效力。不過如果該和解若真的屬於公益目的之和解而當事人真的對財報不實事件無任何故意過失，那麼該等人自然不屬於財報不實事件連帶債務之債務人，其所為和解金額理應與財報不實損害賠償額無涉；但我們從判決可以發現投保中心十分配合地將求償總額扣除和解金額，進行金額的縮減。如果真的屬於公益目的的和解，為何投保中心需要縮減請求金額？顯然，該和解無論如何都與財報不實事件有關，而和解之行為人是否有故意或過失而對於財報不實事件分擔損害賠償，仍然須要經過法院審酌。蓋連帶債務中和解債務人的契約內容並不會對其他未和解連帶債務人發生絕對效力，相關內容已於第三章第二項論述。今天法院僅以單一連帶債務人與債權人的和解契約內容，對其他連帶債務人為不利的判斷，明顯不合現行法的規範。如果該作法可行，是否未來只要與投保中心達成和解，行為人都可以主張自己屬於「公益目的」的和解，而法院也毋庸去計算和解債務人真正應負擔的責任比例，進而使得未和解之連帶債務人可能須要承擔不符自己責任比例的債務？若該等和解債務人以高於自己內部分擔額的金額和解或許沒關係，但若和解債務人以遠低於自己責任比例的金額進行和解，再加上我國對於投保中心的和解並無如同美國須要踐行聽證、法院核准等監督機制，對於未和解之債務人必須就剩餘金額承擔起責任，可說是大大的不公平，亦減低了嚇阻的可能性。

第二節 美國證券訴團體訴訟與和解之趨勢

無獨有偶，美國證券團體訴訟以及和解政策，在近年來也遇到了與我國相類似的問題。就相關議題美國亦比我國更早著手探討，除了提出不同面向的觀察以外，也提出相對應的建議、政策，以下將依發展的時序簡介美國法的趨勢。

第一項 發行人責任減輕與否

美國證券團體訴訟近年來對於發行人需要在次級市場的證券詐欺訴訟負責有許多的批評，且公司責任須要被檢討可以說是學界的共識²⁹⁶。有論者提及一般公司責任與財報不實責任不同，在一般公司侵權行為中，如產品瑕疵或是環境污染，讓公司負擔（間接使股東負擔）責任，是為了讓股東去監督公司的負責人。在上開情況受害者不會是股東，而是消費者或是不相干之第三人。反之，在財報不實中受害者往往會是股東。如果令該等受害者必須負起損害賠償責任，則似乎是懲罰被竊盜者沒有做好防竊措施一樣²⁹⁷。更有進者認為證券市場上的詐欺行為與一般侵權行為亦不相同，因為一般侵權行為的目標著重在提高行為人的注意義務以避免損害；而證券詐欺的相關規範實際上是為了能讓代表人不去進行證券詐欺的事項，因此不存在有過度嚇阻的問題²⁹⁸。在美國法下，公司責任被檢討最主要的論點有二，其一為發行人負損害賠償責任可能造成股東自己賠給自己的循環賠償（Circularity）。其二為股東透過分散投資（Diversification），長時間下來此消彼漲，並不需要透過證券訴訟來填補投資人損害。此外，上開兩個原因可能造成公司股東不合理地承擔全部損失，學者們並以此作為證券團體訴訟與發行人責任須要重新審慎思考的原因。不過對於上開批評，近年來亦有檢討循環賠償、分散投資觀點正確與否的異音，以下將完整介紹。

第一款 發行人責任支持之理由

²⁹⁶ 邵慶平（2019），〈財報不實民事責任法制中公司作為責任主體之反思〉，《月旦法學雜誌》，290期，頁123。

²⁹⁷ Coffee, *supra* note 252, at 1562.

²⁹⁸ Jennifer H. Arlen & William J. Carney, *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*, 1992 U. ILL. L. REV. 691, 692 (1992).



(一) 分散投資足以填補損害

近代美國眾多學者認為透過分散投資其實就足以填補投資者受到證券詐欺的損害，對於分散投資觀點的源起，大部分文獻都會引用 Easterbrook 教授與 Fischel 教授在 1985 年的文章。該文認為採取分散投資的投資人，在市場上發生證券詐欺後可能成為獲利者亦可能成為損失者。在長時間的觀察下，一個理性的分散投資者，在遇到的證券詐欺事件中有一半成為損失的買家，有另一半成為獲利的賣家。就這樣的機會而言，透過證券訴訟尋求損失的補償並沒有一點好處²⁹⁹。之後有學者亦有類似的概念，其認為在單純的財報不實事件中（未有內線交易存在），所有分散投資的投資人可以被視為一個群體，在群體中有人獲利就會有他人受害，因此實際上分散投資之投資人並不會因為證券詐欺而直接遭遇到經濟上的損害。簡而言之這只是一個零合遊戲，在發行公司之內部人沒有為證券交易的情況下，證券詐欺團體訴訟不過就是將原本即為零和的財富再重新分配³⁰⁰。其更進一步指出，分散投資與未分散投資者都會因為證券詐欺受到損害，但學者認為證券交易法所保護的是會分散投資的理性投資人，而不是那些明知道要分散投資卻自願冒風險而未分散投資者。對於分散投資之投資人而言，雖然以單一證券詐欺事件觀察，他們還是會受到損害，但長期下來輸贏互見，實際上他們是不需要損害賠償來保護的³⁰¹。

當然支持相類似概念還可以舉出更多學者的文章及理由，如 Langevoort 教授認為分散投資的投資人長期而言損害是零，因此透過團體訴訟尋求的損害賠償會超過社會淨傷害（net societal harm）³⁰²；Mahoney 教授在探討 Basic 案出現而實務改用詐欺市場理論後，將原本信賴要件的證明轉變成信賴市場價格等同於對於信

²⁹⁹ Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 U. CML. L. REV. 611, 641 (1985).

³⁰⁰ Richard A. Booth, *The End of the Securities Fraud Class Action as We Know It*, 4 BERKELEY BUS L. J. 1, 10 (2007).

³⁰¹ See *id.* at 10-11.

³⁰² Donald C. Langevoort, *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, 38 ARIZ. L. REV. 639, 646 (1996).



賴原告的陳述，是否會降低證券詐欺預防成本（precaution coast）時，亦有提到不進行資料搜尋的市場價格接受者（price-takers），他所受的損失其實是可以透過分散投資被填補的³⁰³。雖然每位學者提出的理由以及觀察方向不盡相同，不過隨著時間發展與演進，越來越多學者將分散投資之投資人長期下來損害是零的概念，作為支持減輕或刪去公司責任以及證券團體訴訟不當的理由。

（二）循環賠償的爭議

在循環賠償的問題，過去美國學者指出證券團體訴訟沒有辦法發揮其補償與嚇阻的功能，正是因為只要有陳述不實訴訟發生，現實上往往都是由發行人進行和解，而如此一來。雖然發行人的行為通常都是由代表人所為，但基本上都會由發行人與投資大眾達成和解，代表人並不會對損害有任何填補³⁰⁴。Cox 教授以 A 公司做了不實陳述且沒有任何保險理賠情況下做說明，若 A 公司全額和解賠償 1000 萬美元，在財報不實訴訟之原告仍為 A 公司之股東時，則該等原告類似於間接地自己提供和解金額的一部分。舉例而言，若原告之中有 5% 仍為 A 公司之股東，則損害賠償中的 5% 其實就是由這些股東自己賠給自己，而剩下的 95% 則是 A 公司非團體訴訟原告股東所承受³⁰⁵。

在 Langevoort 教授對循環賠償則是使用 pocket-shifting 來表達相類似的概念。在其文章中表示公司責任少見的情形下會由董監事負起責任，大部分責任承擔都將落在公司上，這些損害賠償也都是由股東身上所提供，因此只是將金錢作股東口袋間的移轉，實際上沒有得到損害賠償。此外，縱使在有保險的情形下，無論是公司的保險或者是董監事的保險大多也是由公司給付保險費用，因此保費的成本也是由股東所支出，形成另外一種口袋間的移轉情形。因此，證券團體訴訟所獲得的賠償有很大一部分其實是由股東自己資助³⁰⁶。

³⁰³ Paul G. Mahoney, *Precaution Costs and Fraud in Impersonal Markets*, 78 VA. L. REV. 623, 639 (1992).

³⁰⁴ James D. Cox, *Making Securities Fraud Class Actions Virtuous*, 39 ARIZ L. REV. 497, 509 (1997).

³⁰⁵ *Id.* at 509-510.

³⁰⁶ Langevoort, *supra* note 302, at 648-649.



Coffee 教授則是沿用 Circularity 一詞，更深入描述證券團體訴訟的問題。Coffee 教授在文章中並沒有清楚定義 Circularity 的概念，而是將其與分散投資作為結合說明。不過有趣的是，Circularity 的概念是由 Cox 教授提出，但提出此一概念的 Cox 教授卻是發行人責任的支持者³⁰⁷；相反地，Coffee 教授則較反對發行人責任，並且對 Circularity 的描繪似已與 Cox 教授不大相同³⁰⁸。教授舉出三個例子來作說明。第一個例子設定的條件為證券團體訴訟被提起而公司沒有買賣證券的行為，此種情形因為美國屬於高度股權分散的證券市場，因此證券訴訟的提起其實就是在不實期間購入股票的股東對公司進行的訴訟，損害賠償額由公司承受。而公司承受損害賠償額實際上就是間接地讓現在持有股票的股東負起損害賠償。因此證券團體訴訟或是和解只會導致單純的財富移轉，並且沒有任何一方的股東是對於財報不實應負起責任的³⁰⁹。第二個例子，他先說明在上開情形中股東時常同時為原告與被告，因此實際上財富的移轉是從自己的一個口袋移轉到另外一個口袋。不過他隨即表示應該以更寬廣的角度觀察，他假定公司的股東大多數為分散投資之投資人，因此除非有第三人對於損害賠償的和解有所分擔，否則證券訴訟的財富移轉實際上是移轉至分散投資的投資人身上。而更糟糕的是，在這種單純的財富移轉，還必須要扣除訴訟費用、時間成本以及可能停業的成本等等，導致最終這些支出往往會高過團體訴訟原告的淨損害賠償額³¹⁰。最後，Coffee 教授假定市場中有許多未分散投資的投資人，則此類投資人可能可以從證券集體訴訟上獲得利益（如果他們能夠幸運地只出現在原告端）。但實際上他們比起分散投資人暴露更多的風險，其理由在於這些未分散投資者無法像其他較大的投資人享有低廉的手續費、通常沒有足夠的資訊以及不夠專業而無法時常進出市場。上開理由造就這些未分散投資人往往在財報不實之前就已經持有股份，不太可能只成為證券團體訴

³⁰⁷ See generally Cox, *supra* note 304, at 511-515.

³⁰⁸ See James Cameron Spindler, *We Have a Consensus on Fraud on The Market-And It's Wrong*, 7 HARV BUS. L REV. 67, 88 (2017).

³⁰⁹ Coffee, *supra* note 252, at 1557-58.

³¹⁰ *Id.* at 1558-59.

訟的原告。這樣的結果則是導致證券訴訟只是將財富從買入並持有公司股東的手上移轉至分散投資人手中。然而這些分散投資的股東反而比起買入並持有的股東更能利用手上的投資組合達成避險，因此明顯的輸家就是這裡的散戶投資人³¹¹以及公司的員工³¹²。

Coffee 教授所指稱的 Circularity 的問題則是以上開三種例子作為說明，表達了在不同情形下，證券團體訴訟對於任何一種投資大眾都是沒有益處的。雖然循環賠償的觀點是由 Cox 教授所提出，但晚近學者較多採取 Coffee 教授的見解，較為贊同循環賠償的問題會導致團體訴訟的原告根本無法獲得賠償³¹³。

（三）變相使股東承擔損失

基於分散投資的基礎下，不乏學者進一步表示公司責任實際上只是變相使現存股東承擔損失。有學者在一般公司責任的情況下，藉由侵權行為損失分散 (Loss spreading) 的概念，闡明讓多數股東負損害賠償責任比起任部分受害者自己承擔損失要合理的多，但其對於損失分散概念能不能運用在次級市場的詐欺事件中提出質疑。因為不論是證券詐欺的受害者或是因為公司責任要負責任的股東，他們通常都是完全分散投資的投資人，而在兩邊都是風險中性 (risk neutral) 的情況下，將損失分散從一方轉移至另外一並不會產生福利增益 (welfare gain)³¹⁴。如果兩邊都是風險趨避者 (risk averse)，則損失分散的概念亦無法使用，因為在交易量龐大的證券市場中，潛在的團體原告十分可能超過身為股東的被告，因此損失分散應由人數較多的受害者承擔³¹⁵。在 Coffee 教授的觀點已如上述，其認為團體訴訟中的公司責任實際上會讓買入並長期持有股票的股東承擔損失；而 Langevoort 教

³¹¹ *Id.*

³¹² *Id.* at 1559-60. 因為公司會以股份作為員工的獎勵政策，此時員工為「持有股票之股東」而非「分散投資的股東」。除此之外，公司員工的利益在證券訴訟上也不會被考量，因為目前團體訴訟原告大多為與公司員工利益相反的分散投資之投資人作為首席原告的關係。

³¹³ See Spindler, *supra* note 308, at 90.

³¹⁴ Arlen & Carney *supra* note 298, at 718-719. ; see also Merritt B. Fox, *Why Civil Liabilities for Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade?*, 2009 WIS. L. REV. 297, 304-305 (2009).

³¹⁵ Arlen & Carney, *id.* at 719.

授也認為買入並長期持有的股東實際上都會成為證券團體訴訟或是和解中的輸家，因為比起為分散投資人的原告，他們更有可能出現再被告的那一端³¹⁶。

綜合上開論述，多數學者都會以分散投資、循環賠償並造成股東承擔損失的情形，認為目前財報不實團體訴訟對於公司責任的規定應該予以改進，不外乎有降低公司責任以及刪除公司責任等論調。

第二款 分散投資與循環賠償的辯證

(一)對分散投資與循環賠償見解的批評

分散投資以及循環賠償的批評在美國進 20 年來可說是主宰了證券團體訴訟中公司責任的討論。不過近來 Spindler 教授指出過往對於分散投資以及循環賠償的指摘並非正確。

首先，對於循環賠償的問題，過去認為讓公司負起損害賠償責任會有股東自己賠給自己的現象。Spindler 教授則指出過往對於循環賠償的問題沒有考量到原告與被告重疊率並非百分之百，循環賠償的問題實際上是隨著重疊率越高，問題才會更加嚴重，這也是 Cox 教授最先提出來的完整觀點，爾後的描述似乎過於跳躍，直接認為公司責任等同於股東自己賠給自己。此外，其更進一步提出反饋效應（feedback effect）對於損害賠償的影響也未被納入考量。所謂反饋效應即當財報不實事件發生，公司的股價會因為投資人預期公司須要給付損害賠償而下跌，而股價的下跌又會使得公司所負之損害賠償增加，這又會再讓股價下跌，反覆循環到一定值³¹⁷。若考量到反饋效應在公司預期負債與股價間的影響，經過代數計算後，股東所獲得損害賠償再加上其手上股票的價值，會完全等同於公司當初購買股票的價格³¹⁸，因此現行公司責任是能夠使得股東獲得完全的賠償的。

針對分散投資的謬誤，Spindler 教授說明分散投資果真可以填補損害的話，那麼會導出任何證券團體民事訴訟皆為多餘的，因為透過分散投資長期下來不會有

³¹⁶ Langevoort, *supra* note 302, at 649-650.

³¹⁷ Spindler, *supra* note 308, at 70.

³¹⁸ *Id.* at 95.



任何人受到損害。但過往的學說似乎也發現此點，因此大家開始尋找須要證券訴訟的理由，例如嚇阻不法或者是將經理人的不法利得取回等等。此外，也有論者認為許多外部性問題如資本分配錯誤（capital misallocation）或是代理成本、公司監管成本等等是證券詐欺所造成的，因此需要證券團體訴訟來獲得填補。但 Spindler 教授也指出這些損失實際上難以計算，提出這些問題的學者也沒有好的理由說明該等損失等同於原告股東的損害。最後過往學說只能提出或多或少要減少 Rule 10b-5 在損害賠償的適用³¹⁹。Spindler 教授對分散投資足以填補損害的爭議，他認為過去學者忽略了預防成本（precaution cost）無法透過分散投資所填補。他強調縱使視投資人為一個群體，但在這個群體中大家還是會想要成為贏家³²⁰。除非在這個群體都是沒有情報且無助的投資人，該等人不會去進行任何資料的搜尋，否則每個投資人仍然會有如搜尋公司的資料、請理財專員等的預防成本，而這樣的花費實際上是無法被分散投資給彌補的³²¹。上開見解在文章中他也以賽局模型提出論證，並且指出在所有投資人都是有資訊且有進行預防成本時，在沒有損害賠償機制的情況下，每一個投資人都會有預防成本的產生，然而這些成本都是無謂損失（deadweight loss）³²²。在賽局理論的論證，其亦認為在有損害賠償制度的情況下，因為投資人知道自己可以獲得賠償，不會特別進行資料的搜尋。亦即，在有證券團體訴訟的情況，是可以降低投資大眾採取預防成本的動機，因此分散投資的理論也並不正確³²³。

憑藉著反饋效應的計算以及預防成本的賽局理論，Spindler 教授認為近二十年來對於循環賠償以及分散投資的見解似有可議之處。

(二)對批評者的回擊

³¹⁹ *Id.* at 84.

³²⁰ 實際上這個概念在 Easterbrook 教授與 Fischel 教授的文章即有提出，See Easterbrook & Fischel, *supra* note 299, at 641.

³²¹ Spindler, *supra* note 308, at 112.

³²² *Id.* at 108-109.

³²³ *Id.* at 109.



Spindler 教授對於循環賠償的問題主要以加入反饋效應認為證券詐欺訴訟能夠達到全部損害的填補；對於分散投資的概念，他則認為預防成本並沒有辦法被分散投資進行填補，因此以證券詐欺訴訟來作為消除預防成本的誘因。不過 Booth 教授在 Spindler 教授發表文獻後一年隨即進行反駁。對於循環賠償的問題，Booth 教授認為目前證券團體訴訟的制度其實會放大反饋效應的影響，舉例而言，如果一投資者是持有 ABC 公司 1000 股的股東，有 100 股是在財報不實期間所買進，雖然該 100 股會獲得完全的賠償，但投資者其中的 900 股會因為反饋效應下跌，如此一來現行制度其實是讓買入的投資者會因為證券團體訴訟付出更多的代價³²⁴。除了上開問題外，證券團體訴訟可能會有過度嚇阻的情形，如此一來將造成證券市場上的寒蟬效應，投資人因此會得到更少資訊，對於投資大眾並不是好的面向³²⁵。Booth 教授更進一步批評 Spindler 教授一方面捍衛證券團體訴訟是正確的策略，另一方面又表示大部分的證券團體訴訟會以和解收場或者是最後仍會面臨執行不到財產的問題，顯然自相矛盾。此外 Booth 教授認為在循環賠償的重點並不是賠償機制的有無好壞，更重要的是去思考為什麼要由買入並持有之股東賠償原告投資人的損失³²⁶。

就分散投資的部分，Booth 教授對於預防成本無法由分散投資填補的問題，首先他認為 Spindler 教授將資料蒐集 (research) 作為檢測是否詐欺的預防成本是不對的，因為資料的蒐集最主要的目的是要擊敗市場，找出市場的價格可能有錯誤的狀況，而非單純檢測陳述的真實與否。更何況在現行有證券團體訴訟的制度底下，美國投資人每年花相當於六兆美元在資料蒐集的管理費用上，顯然證券團體訴訟並沒有同 Spindler 教授所述能夠免除預防成本；其更無發覺證券團體訴訟所帶來的反饋效應，反而造成投資大眾為了填補其所帶來的損失，花費更多的錢在預

³²⁴ Richard A. Booth, *Sense and Nonsense About Securities Litigation*, 21 U. PA. J. BUS. L. 1, 4-5 (2018).

³²⁵ *Id.* at 7.

³²⁶ *Id.* at 8-10.

防成本上³²⁷。其次，Booth 教授認為次級市場的詐欺損失實際上是由「分散投資可避免的損害」以及「無法以分散投資避免的損害」所構成，前者透過分散自己持股的類型即為已足，而後者無法避免的損害，則應該透過股東代表訴訟來進行填補。其理由在於代表訴訟能夠適度地提供嚇阻以及回復無法分散的損害，並且因為代表訴訟意味著公司的支出得以獲得填補，不會有反饋效應發生³²⁸。

第三款 發行人責任改革未定

自從 2018 年 Booth 教授回應 Spindler 教授之後，尚未有專文探討循環賠償以及分散投資以填補損害的相關議題。不少學者以循環賠償與分散投資的角度，分別建議不同修法意見。例如有認為基於發行人責任根本無法達到嚇阻效果且損失分散由股東承受為不合理的情形下，主張法院可以在次級市場詐欺時拒絕適用傳統法的公司責任，並且讓發行人可以主張善意抗辯以免於控制人責任³²⁹；Langevoort 教授以發行人責任仍然能夠適時地提供監督功能，並且以嚇阻的角度出發，並以 American Law Institute's Federal Securities Code 作為參考，提出發行人以獲利或總營收的一定比例作為定額賠償的建議³³⁰。相較於定額賠償，亦有著重在加重董監事責任作為改革方向者。如上開反擊最猛烈的 Booth 教授認為最簡單且無庸以立法就能立即見效的方式，其實就是讓公司對實行詐欺行為的董監事求償，以股東代表訴訟的方式來填補公司和解或因訴訟所付出的金額，如此一來公司、買入並長期持有的股東就不會永遠都是證券團體訴訟的輸家³³¹。亦有激進者主張最有效的方式其實是讓 SEC 豁免發行人在次級市場的責任，並且在民事訴訟中原告應該去向發行人的內部人以及守門人（gatekeeper）求償，而不是發行人，以避免損失分擔不合理的情形³³²。

³²⁷ *Id.* at 16.

³²⁸ *Id.* at 34.

³²⁹ Arlen & Carney, *supra* note 298, at 734.

³³⁰ Langevoort, *supra* note 302, at 657-658.

³³¹ See Booth, *supra* note 300, at 34. See also Booth, *supra* note 324, at 40.

³³² Coffee, *supra* note 252, at 1562.



Spindler 教授支持現行證券團體訴訟以及發行人責任的觀點，確實為近二十年來的穩定見解提出異音，況且發行人責任的改革縱使為學術界主流的觀點，仍然無法撼動實行已久的現行法，顯見該爭議在美國中似乎仍是未定之天。

第二項 承認錯誤之和解政策

除了上開發行人責任的改革外，在和解中當事人到底需不需要承認自己違反證券交易法，或者是可以主張自己為無辜人的問題，美國近年來在「行政和解」也產生了許多爭議。在 1970 年代以前 SEC 與當事人達成和解時，當事人並不需要特別對於該和解有任何聲明或承認(admission)自己有任何不當行為。不過在 1970 年初期，SEC 發現行為人會同時和解但對外否認指控，因此改採取較為積極的和解政策，即要求行為人和解後可以不承認自己有不當行為，但也不能對外否認指控。此外，單純的沉默也會被 SEC 視為是否認指控，因此和解人能做的就是對外聲明他既不承認也不否認指控³³³。SEC 採取「不承認也不否認」政策在 2000 年初期開始有些質疑的聲音，並在 2007 年金融海嘯爆發後開始發酵，直到 2012 年因為花旗集團一審和解被拒絕後受到大眾關注。美國聯邦一審法院在審理花旗集團與 SEC 和解時，認為 SEC 不要求和解人承認自己有不當行為的政策是歷史因素而並沒有任何理由，因此拒絕了該項和解協議。雖然在二審法院撤銷了一審法院的決定，但花旗集團一審案件也被新聞廣泛傳播，進而影響後續的政策發展³³⁴。

此一事件過後，SEC 執行部門的主管 Robert Khuzami 宣布新政策，當行為人在刑事案件也有和解或者刑事已定罪時，即不得在行政和解時採取既不承認也不否認的聲明。2012 年之後的政策沒有要要求和解的行為人就刑事案件尚未發現的事實進行承認，但要求他們不能不合於在刑事案件已經承認或已被發現的事實。在 2013 年的 9 月，Mary Jo White 當上 SEC 的主席後，宣布了新政策，該政策是針對部分特別需要公共問責(public accountability)以及行為人承擔責任(acceptance

³³³ Verity Winship & Jennifer K. Robbennolt, *An Empirical Study of Admissions in SEC Settlements*, 60 ARIZ. L. REV. 1, 5 (2018).

³³⁴ *Id.* at 5.



of responsibility) 的案件時，會特別要求和解時行為人要承認自己不當的行為。他指出四種類型案件：有大量投資人受損或是行為重大之事件、行為對於市場或是投資人有重大風險、案件中該承認將有助於投資人在未來決定與特定人士解決爭端、說明目前模糊不清的事實將會傳遞重要訊息到市場上等四種類型時，需要承認自己的不當行為³³⁵。這樣的轉變也在 2013 年幾個高度受關注的案件達到效果，其中包含 2012 年造成債券市場大亂的倫敦鯨魚事件，SEC 即要求摩根大通必須對綽號為倫敦鯨魚的交易員所帶來的影響承認自己有錯誤的行為，以作為行政和解的條件³³⁶。雖然 White 主席對於 2013 年後的政策轉變感到十分滿意，並且認為 SEC 改變後馬上實施對於和解有著轉變性的影響 (transformative impact)，但學者表示這樣的轉變仍然有許多的批評存在，其中包含只有少部分的和解案件有承認自己錯誤的行為、這些和解案件實際上都瞄準了小公司以及個人行為，鮮少見於大型機構，以及大多數行為人都是對於事實的承認，但沒有針對法律的違反以及故意過失進行承認³³⁷。

學者就上開批評進行實證研究，首先，研究結果顯示政策轉變後還是鮮少有和解行為人有進行承認的情形³³⁸，不過對於和解的對象與都找個人或是關注度較小的公司部分的指摘是否正確，則是較為模糊的。雖然實證研究的結果個人與公司的比例相去不遠，但因為資料侷限性無法做深入比較。是否針對小案進行和解，學者認為從民事制裁金以及新聞發布的情形可以得知該案是否高度關注。研究結果顯示，全部目標案例中有 46% 的制裁金是低於一百萬美元；不過 2010 年至 2016 年十大民事制裁金和解，即有七件被要求要有一定程度的承認³³⁹。就和解行為人只針對承認事實的部分，實證研究的結果也與批評相符，但學者認為這乃是人之

³³⁵ MARY JO WHITE, DEPLOYING THE FULL ENFORCEMENT ARSENAL (2013), <https://www.sec.gov/news/speech/spch092613mjw>, (last visited: 07/25/2020).

³³⁶ 鉅亨網新聞中心(08/09/2013),〈倫敦鯨事件巨虧 據悉 SEC 要摩根大通認錯〉, <https://news.cnyes.com/news/id/1653702>, (最後瀏覽日: 07/25/2020)。

³³⁷ Winship & Robbenolt, *supra* note 333, at 7.

³³⁸ *Id.* at 42.

³³⁹ *Id.* at 44-46.

常情，因為要讓行為人承認自己違反法律或是有故意、未必故意都會使和解行為人猶豫而較難達成和解³⁴⁰。

學者進一步認為，要求行為人對外承認違反法律或是對主觀心態的承認，並且認知自己行為是錯誤，確實是達成公共問責的有效的方法。但僅對事實的承認並非無任何好處。只針對事實的承認雖然不同於法律違反、主觀心態的承認效果來的大，但這些承認還是能夠迫使行為人在其他程序中無法輕易否認他們已承認的行為，並受到一定程度的牽制。另外，從受害者的角度而言，有別於專業的律師，投資大眾是否能夠區別出承認事實與承認違反法律的不同是未知的。有時候受害投資人只是想要從加害人身上得到一個解釋，他們想要得知自己是為什麼受害³⁴¹。因此，學者認為僅對事實承認仍然有一定程度的影響力。

目前 SEC 雖然主要還是以不承認與不否認為主軸，但對於刑事程序已承認或是已被認定的事實和解債務人不得不承認外，對於特別需要公共問責以及行為人承擔責任的事件，SEC 也會要求必須為一定程度的承認。雖然透過實證研究顯示，目前的政策改革並不能說有轉變性的影響，但行政和解在美國至少是在往好的層面發展。

第三節 我國財報不實事件前進方向

我國財報不實事件承襲美國 1934 年證券交易法案 Section 10 (b) 以及 SEC 所制定的 Rule 10b-5 的相關規定，雖然訴訟法上制度的差異各自面臨些許不同問題，舉凡美國苦惱於濫訴以及律師費過高問題，而我國則是在交易因果關係與損失因果關係間有著熱烈的探討。但不可否認的是，我國與美國都遭遇到了發行人承擔過重責任與行為人和解後不承認相關行為的問題，但相較於美國，我國對於該等議題的探討的成熟度是較低的。發行人責任的安排屬於實體法上制度選擇的問題，另一個為訴訟外紛爭解決機制是否應受監督問題，兩者加總的結果使得財報不實

³⁴⁰ *Id.* at 47.

³⁴¹ *Id.* at 47-48.



訴訟的承擔有著不合理的分配。以下將以美國學者探討的觀點為借鏡，作為建議我國財報不實事件未來的走向。

第一項 發行人落實求償權的行使

關於發行人不當承擔責任的問題，我國學者近年來亦有提出相關意見。從循環賠償的角度觀察，我國肇因於持有人得請求財報不實之損害賠償，因此股東自己賠給自己的問題反而更加嚴重。蓋除了在財報不實期間買入股票的投資者會有原、被告重疊的情形外，連決定不賣出的股東也能享有財報不實訴訟的保障³⁴²，則訴訟雙邊重疊造成循環賠償的情形可能比美國更加嚴重。就分散投資部分，有學者認為美國因為資本市場的大型機構投資人占多數，該等機構有能力進行分散投資；臺灣資本市場則由散戶為主，該等人是否有能力分散投資是存疑的³⁴³。股東承擔損失的部分，姑且不論被告公司的股東比起分散投資的投資人是否更需要保護，在現行實務底下，財報不實的和解也大多由發行人進行相當高比例的和解，雖然投資人受損害是無辜，且買入而持有的股東或許也應對於自己投資眼光負起相當責任，但實際上財報不實事件最應該承擔責任者，不正是那些真正對不實財報有故意過失的行為人嗎？由股東承受損失並非是責任承擔的最佳安排。此外，學者更從債權人保護的觀點以及我國對財報不實構成要件的操作上易使公司易於落入財報不實行為人的範疇，說明現行法下的不當之處³⁴⁴。雖然學者對於現行法的狀態有所批評，不過對於公司責任要有進一步的改革，目前沒有明確的方向，大多止於呼籲檢討。

對於循環賠償以及分散投資的概念，美國在近三年來有學者提出相反見解已如上述；固然反對見解顯然是學術界的少數說，但在近二十多年來主流見解的帶領之下，美國法亦未對證券團體訴訟的公司責任作直接變動，顯然是對於公司責任的設計仍有所猶豫。縱使美國學者有以嚇阻、監督的角度分析，提出過重的公

³⁴² 邵慶平，前揭註 296，頁 130。

³⁴³ 林郁馨，前揭註 201，頁 192。

³⁴⁴ 邵慶平，前揭註 296，頁 132-135。



司責任會強加過大的資訊揭露義務、公司責任欲達到監督的效用必須考量所財報不實造成的社會成本以及公司防免成本為計算等³⁴⁵，但上開所提出抽象的社會成本也大不相同，亦難以計算。

對於以數學模組所、經濟學角度下的分析，本文力有未逮無法評析誰是誰非，更況上開分析尚未成定論，且支持循環賠償與分散投資見解的學者提出的理論也不盡相同，我國是否應效法美國學者提出法定賠償數額或者全面刪除公司責任仍應審慎思考。縱使如此，仍可以從其他面向分析我國財報不實中的公司責任。我國法過往侵權行為損害賠償的思考底下，本來就是行為人必須為自己加害行為所造成的損害，對受害者回復原狀或填補，鮮少有人提出侵權行為人行為後所獲利益是否等於受害者所受的損害的觀點。因此由「行為人」填補「受害者」的損害應為侵權行為不變的定理，似乎也不會因為受害者在其他不相關侵權行為事件中可能成為幸運獲利者，而免除加害人損害賠償的責任。因此，因為分散投資因而刪除公司責任似無更堅強的道理。此外，從「發行人承擔大部分損害賠償金額」以及「發行人未行使求償權」即可得知，落實「公司對於應承擔責任之人的求償權」正是我國當前最可以改善的目標，更可以解決循環賠償、股東承擔責任的問題。比起探討公司責任的刪去、公司責任法定限額制度，本文以為要求發行人行使求償權可能為較佳解套。

如認發行人毋庸負擔一定程度的責任比例，則發行人所為的和解都應被解為逾越自己內部分擔額，此時發行人可向其他行為人行使民法第 281 條的求償權。採取本文第三章所提之見解，財報不實事件實際上屬於一個連帶債務關係，不論全部責任人或比例責任之人，若有給付逾越自己應分擔額之部分，都得向他人請求分擔。因此，發行人不僅對於董事、總經理，甚至對簽章之職員、會計師以及其他非明文主體之人，即可依民法第 281 條第 1 項行使求償權。如此一來，發行

³⁴⁵ 邵慶平，前揭註 296，頁 132-135。

人也不會礙於全部責任人與比例責任人為不真正連帶關係無內部分擔的問題，而使得股東承受不合理的損失。

若認為發行人仍須負擔一定程度的責任比例，則財報不實之行為本係由公司內部人員所為致公司對外須負損害賠償責任。發行人的責任比例部分，比起向過失責任主體請求，本文以為向故意之責任主體求償實際上較為公平。對於故意行為人求償權的行使既不用修法，也有許多文獻、研究作為支持，已如第三章第三節第四向所述。我國目前公司責任的制度底下，公司得以委任契約關係向董事及代表人求償。此外，故意的違法行為明顯違反忠實義務（Fiduciary Duty），故意負責人亦應該對公司負起損害賠償責任。無論如何公司因為代表人、負責人所為的行為而負損害賠償責任時，都能以委任契約或忠實義務請求真正行為人負責任。就職員或會計師等對財報不實事項有故意的情形，雖亦得以僱傭、委任契約關係向該等人進行求償，不過就目前實務運作情況看來，較多案例的故意行為人為董事、經理人等負責人職位，故本文著重於對該等人求償之問題。

不過過去鮮少有公司向負責人提起訴訟的原因，可能受到了提起訴訟權限的限制影響。若在財報不實事件爆發後，負責人尚未解任的情形，從股東為本位的方法³⁴⁶，可能的途徑為公司法第 212 條由股東會決議提起、及公司法第 214 條由少數股東請求監察人或董事會（當被請求人為監察人時）提起，或是三十日內未提起由少數股東代表公司向負責人提起。不過財報不實情形下往往董事與監察人等都會成為被公司求償的對象，由雙邊互代表公司進行訴訟除了有利益衝突外，也甚難期待雙邊人馬會竭盡全力為公司提起訴訟。再者，由少數股東代表提起訴訟時，則又會因為現行法制承擔過高風險，除了要達到持股期間以及總數的限制

³⁴⁶ 至於董事會是否得對單一董事、負責人提起訴訟，學說上有採取肯定見解者，如劉連煜（2019），〈對股東代表訴訟可否對已卸任之董監事提起？——最高法院 106 年度台上字第 2420 號民事判決評析〉，《月旦法裁判時報》，79 期，頁 12。亦有認為若採肯定見解，可能造成董事會內部惡鬥。因此認為對單一董事、負責人提起訴訟宜交由股東會決議者，如洪秀芬（2008），〈公司對董事責任追究之探討——以股份有限公司董事之民事賠償責任為研究對象〉，《輔仁法學》，36 期，頁 95-96。但上開探討非本文重點，故不贅述。

外，訴訟時尚須供擔保，若不幸敗訴還要負損害賠償責任。此外，若在負責人已解任的情形，則對於卸任董事的求償權限也有所爭議，實務上即認為對卸任董事訴訟的權限應該回歸董事會³⁴⁷，這也使得股東會欲對卸任董事提起求償更加困難³⁴⁸。

因此，不論發行人是否應有一定程度之責任比例，在現行法下雖發行人需要對外負起全部責任，但在最理想的情況下發行人是可以將全部責任透過求償權分散掉的。或有認為此一方法在執行不到其他行為人財產時，仍然是由全部股東承擔起責任。但正如我國學者所述，臺灣市場上較多為無能力分散投資之散戶，且美國對於分散投資到底能不能完全填補損害亦有歧見，在未見更多的討論底下，本文以為執行不到財產時由當初決定投資公司的股東負擔起最終損害賠償責任，亦無明顯不公平之處。綜言之，使董事會意識到發行人所受損害能夠向行為人，不論是施行行為的董事、監察人等，或者是簽章之職員、會計師甚至是非明文主體等行使求償權，是足以改善由股東承擔損失的不當情形。

第二項 投保中心的改善之道

第一款 由投保中心行使股東代表訴訟

承接上開問題，雖然確認公司之內部分擔額能夠向故意為財報不實行為的董事等代表人、負責人請求，但公司向負責人、代表人行使求償權可能會因為人情壓力、或是本身具有利益衝突而消極不行使³⁴⁹；股東雖然有誘因，在財報不實事件中，也鮮少見有股東透過股東會決議向負責人行使求償，更不用提及股東代表訴訟在現行法中對於少數股東必須承擔過高的風險問題。因此，投保中心可能是一個較為適合的角色，過去亦有學者主張投保中心得依投保法第 10 條之 1 第

³⁴⁷ 最高法院 106 年度台上字第 2420 號判決參照。

³⁴⁸ 另有認為對於股東選任出之董事訴訟不論卸任與否，應為股東會之權限，廖大穎（2018），〈對卸任董事提訴程序與公司法第 212 條一評最高法院 103 年度台抗字第 603 號民事裁定〉，《月旦裁判時報》，69 期，頁 47-48。

³⁴⁹ 劉連煜，前揭註 346，頁 14。但亦有認為讓董事會對於卸任董事提起訴訟反而會引起新舊董事間的鬥爭，廖大穎，前揭註 348，頁 48。

1 項對於財報不實事件的董監事提起訴訟³⁵⁰。對尚未卸任之董事可能較無疑義，但相同地，在卸任董事方面，實務認為既然對卸任董事之訴訟權限應在於董事會，且對卸任董事原則上無所謂董事間情誼或利益衝突之問題，則監察人無法取得公司法第 214 條之代表權，投保中心自然也無法依投保法第 10 條之 1 第 1 項取得訴訟實施權³⁵¹。

學者對於上開實務見解將公司法第 214 條、投保法第 10 條之 1 限縮於現任董事大多採批評的見解，有認為公司法第 214 條乃創設少數股東發起訴訟的機制，與公司法第 212、第 213 條性質不同、公司法第 214 條僅為程序性規範不應限縮如公司法第 23 條請求權基礎的範圍，因此批評實務見解不當限縮公司法第 214 條以及投保法第 10 條之 1³⁵²。另外有論者除贊同上開觀點外，從公司治理的觀點進行分析，認為股東代表訴訟有監督董事怠惰的機能，否則只要董事違法後辭職，股東即無法對其求償³⁵³。或有認為「現任董事若不對卸任董事提起訴訟，應該是現任董事違反忠實義務的問題，因此應該對現任董事提起訴訟」，但學者一針見血地提出因果關係以及損害將難以計算的問題，而這難解的問題將隨著董事屆期拉長可能造成循環追償³⁵⁴。本文亦贊同公司法第 214 條、投保法第 10 條之 1 實際上無以現任董事為限制，學者見解洵屬的論。此外，由投保中心依投保法第 10 條之 1 對卸任董事提起求償不僅可以消除股東無誘因的情形，也能更適時地發會監督功能。話雖如此，投保中心在過去也積極運用投保法第 10 條之 1 條相關規定，欲對卸任董事有所作為，但明顯法院採取相反之見解。

³⁵⁰ 邵慶平（2015），〈投保中心代表訴訟的公益性：檢視、強化與反省〉，《臺大法學論叢》，44 卷 1 期，頁 242。

³⁵¹ 參最高法院 106 年度台上字第 2420 號判決。

³⁵² 張心悌（2017），〈對卸任董事提起代表訴訟之限制——評臺灣高等法院 106 年度金上字第 5 號民事判決〉，《月旦法裁判時報》，66 期，頁 48-51。

³⁵³ 劉連煜，前揭註 346，頁 13。

³⁵⁴ 劉連煜，前揭註 346，頁 13-14。



或許是投保中心於法院上失利及學界多有批判，今年（2020 年）投保法修正後³⁵⁵，便加強投保中心對於現任、卸任董事的究責。其中投保法第 10 條之 1 第 1 項新訂「保護機構辦理前條第一項業務，發現上市、上櫃或興櫃公司之董事或監察人，有證券交易法第一百五十五條、第一百五十七條之一或期貨交易法第一百零六條至第一百零八條規定之情事，或執行業務有重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項，得依下列規定辦理：一、以書面請求公司之監察人為公司對董事提起訴訟，或請求公司之董事會為公司對監察人提起訴訟，或請求公司對已卸任之董事或監察人提起訴訟。監察人、董事會或公司自保護機構請求之日起三十日內不提起訴訟時，保護機構得為公司提起訴訟，不受公司法第二百十四條及第二百二十七條準用第二百十四條之限制。二、訴請法院裁判解任公司之董事或監察人，不受公司法第二百條及第二百二十七條準用第二百條之限制，且解任事由不以起訴時任期內發生者為限。」新增特定的證券詐欺事項投保中心得提起代表訴訟，並明文投保中心對於卸任董事提起代表訴訟的權利，毋庸再落入過往爭議之中³⁵⁶。

除了董事、監察人以外，投保法第 10 條之 1 第 5 項更新訂「保護機構依第一項第一款規定提起訴訟時，就同一基礎事實應負賠償責任且有為公司管理事務及簽名之權之人，得合併起訴或為訴之追加；其職務關係消滅者，亦同。」修法理由表示考量經理人對公司亦負受任人義務，保護機構自得將與董事或監察人同負賠償責任之經理人納入提起代表訴訟之對象，又衡酌實務上對經理人定義，並不明確，且為避免行為人以其職稱非經理人或未經公司登記主管機關登記為由規避

³⁵⁵ 施行日目前待行政院另訂。

³⁵⁶ 修正理由一、(二)指出：「…另保護機構之代表訴訟及裁判解任訴訟，主要係在督促公司管理階層善盡忠實義務及注意義務，並透過保護機構之訴追，收嚇阻不法之功能，以促進公司治理，有其公益目的，該代表訴訟權本應及於不法行為之人於『行為時』具有董事、監察人身分者，否則董事、監察人只要藉由不再任或辭任等方式，即可輕易規避本款規定之訴追，致本款規定形同具文，與立法旨嚴重相違。參考日本會社法及美國法就代表訴訟相關規範及實務運作，均得對已卸任董事、監察人起訴，爰於第一款明定保護機構得依規定對已卸任董事、監察人提起代表訴訟。如董事、監察人於保護機構請求後起訴前卸任者，則保護機構仍應重新依本款規定，先向公司請求對其提起訴訟，併予敘明。」

賠償責任，因此增訂第五項。某種程度而言，也解決過往條文在財報不實事件，投保中心欲提起代表訴訟時，無法對於故意之經理人、簽章職員請求的困境。

由上開修正條文觀察，就請求事項雖僅將證券詐欺中的內線交易、操縱價格以及其他特別背信罪的民事求償明文在投保法第 10 條之 1，但修正理由係表示該等行為在過往存有「是否為業務執行之重大事項」之爭議，而財報之撰寫本即為業務執行之一部，解釋上而言較無問題，縱使無明文，仍然屬於執行業務有重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項，而得以請求。不過，從另外一個角度觀察，未特別明文財報不實的求償權很有可能是投保中心也未意識到發行人賠償投資人後，理應向負責人，不論卸任與否，行使求償權。本文認為投保中心除了專注在上開已明文對卸任董事的民事求償外，也不宜忽略財報不實事件中公司對於董、監事的求償權行使。至於新增訂對經理人、簽章職員的代表訴訟，本文則是樂觀其成。

綜言之，要求發行人自行落實求償權的行使似乎遙不可及，但透過投保中心出面處理，加上新修法已明文規範對於卸任董事投保中心得行使股東代表權訴訟，在未來我們期盼投保中心發揮其公益、監督之功能，對於該等負責人進行求償，以免讓財報不實的損失由股東承擔。

第二款 以求償計畫為前提的和解

我國在投保中心和解的部分過去即已受到許多批判，學者多提及應該讓整個程序、內容公開透明。雖然公開透明有助於大眾監督，但若讓和解契約內容必須放大審視，或是在投保法中制訂較嚴格的規範，在某種程度上會可能會降低行為人進行和解的意願，使得原本已經為數不多和解金額再往下探。本文以為財報不實的和解中應該保持相當程度的彈性，因此最好的做法可能是投保中心自己對於和解要有政策的制定，而非以立法方式限縮和解的權限。



首先關於和解對象的選擇，過去有學者即表示投保中心可以適時地選擇不要將發行人列為被告或是同時也提起對董監事的代表訴訟³⁵⁷，但若是投保中心在訴訟上排除發行人為被告可能會遭受質疑是否輕放發行人，何況若是在負責人執行不到財產時，更會直接影響到損害賠償的金額。此外，同時對董監事提起代表訴訟雖與本文建議相同，但一方面在投保法修法尚未通過前仍須受法院見解的挑戰，另一方面代表訴訟與財報不實訴訟因為不屬於同一事件，無法形成共同訴訟，必須開啟他訴訟來進行亦是添增訴訟成本。不過，若將該等意見貫徹於和解契約中，本文以為可以大大降低上開兩個意見的缺點。學者提出的意見最重要的目的是讓真正行為人承擔起自己應負之責任，而發行人某種程度上類似於「代負責任」³⁵⁸，使得受害人獲得更完足的保障。透過和解契約的安排，投保中心在與發行人達成和解之時，要求發行人必須要有與代表人、負責人，甚至是其他行為人的求償計畫為條件。如此一來，可以確保公司在代負責任後，會轉向真正應負責任之人求償，不會讓股東承擔該等損失，且也能達到嚇阻之目的。該求償計畫必須要包含：

(一) 發行人預計向何人求償

發行人可能就投保中心求償金額全部和解或一部和解，無論何種情形都應該提出發行人預計向何人行使求償權。例如發行人的董監事欲與發行人一同向投保中心成和解，則發行人必須提出對該等行為人的求償計畫。如此一來，有利投保中心判斷該等和解真正行為人是否有公平承擔，且決定餘額應該向何人請求。

(二) 發行人向行為人的求償金額

發行人應該要以與法院判決相當的責任比例對於各行為人進行求償，使得各行為人承擔起自己之責任；若於法院判決前進行和解，則仍應先行判斷各行為人之責任以供投保中心評估是否合理。

³⁵⁷ 邵慶平，前揭註 350，頁 242-243。

³⁵⁸ 所謂典型的代負責任應屬於僱用人責任、法定代理人責任等，亦即僱用人與法定代理人實際上並無侵權行為；一方面認為法人具有侵權行為能力，但也肯認法人得依其他法律關係向代表人求償，而法人侵權行為究竟屬於自己責任或是代負責任，本文以為在民法上仍有討論空間。



(三) 選擇以訴訟進行或是其他協議進行求償

就被列出的行為人，若以訴訟進行必須排定訴訟計畫，並且注意時效問題；以其他協議而不以民事訴訟求償，則應提出雙方協議的條款如金額、一次清償或分期清償等，不得以保密條款作為抗辯，必須讓投保中心判斷是否公平且不嚴重損害股東權益。

第三款 公共問責之要求

除了上開和解對象的選擇以及求償計畫的要求以外，關於和解債務人得否於和解過後對外發表「無辜聲明」亦十分值得考究。透過美國 SEC 行政和解的政策以及手段演變，從一開始無管制改為既不承認及不否認，到後來對於重大侵害投資人事件或特別需要公共問責的事件必須要對於犯罪事實或是違法行為進行承認，雖然實證研究指出目前美國對於和解承認的政策未積極落實，但無論如何都已比我國目前毫無限制的做法好上許多。

或有認為行政和解與民事和解的目的並不相同，一者為國家公權力的行使，另一者為私人權利安排；不過投保中心的成立其實並非單純只是民間所發起的，從歷史脈絡發展，投保中心的前身「投資人服務與保護中心」即是受到政府機關的指示所形成³⁵⁹。現今投保中心更是有官方的高度色彩，依投保法第 10 條第 1 項第 5 款即有規定投保中心的業務規則必須規範主管機關委託辦理的事項；第 11、第 12 條及第 39 條關於董事選解任、董事長的產生也是由主關機關高度介入。第 16 條更直接規範主管機關必要時，得命令保護機構變更其章程、業務規則、決議，或提出財務或業務之報告資料，或檢查其業務、財產、帳簿、書類或其他有關物件。上開種種規範，顯然投保中心不單純僅是由民間所發起的機構而純粹處理私權關係的問題，或多或少也有接受政府指導及任務的使命，就此看來 SEC 所採取的政策方向，對於投保中心未嘗不是效法的對象。

³⁵⁹ 謝明辰，前揭註 289，頁 38-39。



在我國判決確定前和解的問題，一方面因為沒有限制和解行為人對外得否聲稱自己於此事件無關，可能會造成社會大眾對此有誤導並減損公共問責的力量；另一方面還會造成法院錯誤判斷和解債務人與財報不實事件無關，進而在分擔額的計算上產生錯誤。關於第一個問題其實較為棘手，在我國民事責任十分依賴刑事責任的判斷³⁶⁰，故基本上在民事被判斷有故意之行為人，大多數為刑事方面已為一審有罪判決，要求該等人對外宣稱自己違反財報不實之規範可能較為容易，更況和解也是法院考量刑期的因素之一。不過困難就在於，我國在財報不實事件被民事究責之人遠比美國廣泛，過失行為人也必須對於財報不實負起損害賠償責任。但過失行為人在刑事責任上沒有相對應的刑責，該等人更可能認為自己確實無辜，進而想竭盡全力證明自己並無過失。因此要求他們先行承認自己的違法行為，可能比起故意行為人更加困難。

本文以為對於判決確定前與行為人和解，或許可以依據投保中心已掌握之資料來判斷和解條款以及和解後該等行為人得否對外宣示自己為無辜之人。首先，可以肯定的是任何行為人在與投保中心和解時，都不得否認自己在財報不實事件中並無故意過失。若是投保中心所掌握之證據不足而行為人有和解之意願，則投保中心可視情況要求該等行為人沉默或是對外發布「不承認以及不否認」之聲明，並在保密的和解契約中表明「和解並非指行為人有違反任何證券及其他相關法規，但行為人亦不否認有違反的可能」。雖然在 SEC 之政策下，沉默會被視為否認，但在我國行為人態樣較美國廣，對於犯行較不重大、投保中心較無把握之時，似可要求該等行為人對外沉默。對於不承認也不否認的情形，或有認為這樣的聲明過於模糊，但正是此等模糊的空間可以令法院於後續審判中，判斷該等和解債務人是否對於財報不實有因果關係以及貢獻的程度，不會讓法院有機會表示該等和解

³⁶⁰ 林郁馨，前揭註 264，頁 81-82。



債務人依和解契約非為財報不實的行為人，進而將其剔除於財報不實事件³⁶¹。對於投保中心所掌握證據，判斷該等行為人明顯構成過失時，則應該使該等行為人在和解契約中承認自己在財報不實事件中有過失，且亦應對外表示自己就財報不實事件有所疏忽。若掌握證據明顯屬於故意，則該等行為人和解後，不僅在和解契約必須承認自己係不當違反財報不實之相關規範，並且要對外宣示相同之內容，以對自己之行為負責。對於就財報不實事件明顯有故意、過失之行為人，在和解時要求他們必須對外承認自己不當之行為，此一目的係為達到嚇阻之效果，蓋承認自己做錯之外，接受公眾的譴責也是追究責任的一部分³⁶²。因此明顯有故意、過失之行為人若在民事上欲和解，則其應該向公眾道歉、承認錯誤。一方面可以達到公共問責之目的，另外一方面亦符合投保中心作半官方色彩、公益目的之角色應發揮的功能。

³⁶¹ 不過不論和解契約如何訂定，當其他行為人主張內部分擔之扣除，法院本來就不應受和解契約拘束，而必須判斷內部分擔額。

³⁶² See Daryl Koehn, *When Saying "I'm Sorry" Isn't Good Enough: The Ethics of Corporate Apologies*, S. THICS Q. 239, 246 (2013).

第五章 結論

為探尋我國財報不實民事事件各行為人對於損害賠償的責任分擔計算是否公平，以及行為後責任主體是否妥適承擔責任，本文從責任規範的探討與主體的劃定，到財報不實事件連帶債務的型態與和解計算，最後檢視實務上財報不實事件責任的分配，分析現行法制下的缺失以及可能的解套方法。

首先，由於我國財報不實事件面臨請求權基礎競合的問題，除了造成責任主體的不確定以外，法院判決對於請求權基礎的依據、構成要件的論述也都紊亂不清。就此，本文認為財報不實事件的請求權基礎，應優先適用證交法之相關規定，並將財報不實事件之商事法原理原則適用限制在證交法的條文運用，如此一來能避免因果關係證明、時效以及連帶關係的適用困難。同時，以證交法第 20 條之 1 作為明文主體的請求權基礎，並輔以第 20 條第 1、3 項作為非明文主體的依據，建構並劃定責任主體範圍。若並非行為人但與上開為行為之主體有代表、僱傭關係而須負連帶責任時，則因為證交法無法針對各種代表、僱傭關係作規定，此時即適用證交法外相關連帶規範。

在責任分擔計算上，過往學說、實務對於各行為人間連帶責任型態言人人殊，兩者間的交集即故意行為人對外負真正連帶債務、過失行為人以自己內部分擔額部分與故意行為人負不真正連帶債務、過失行為人彼此間無連帶關係。不過這樣的見解除了將財報不實事件的共同施行行為人僅因主觀狀態的不同，割裂成數個真正與不真正連帶關係外，在涉及和解清償等內部分擔額的計算上也會造成困難。本文以為將比例責任制視為投資人對於過失行為人的請求額限制，實際上所有行為人仍為一真正連帶債務為較佳之方法。維持一個真正連帶債務的關係，各行為人彼此間的責任分擔數額得以確定，並得以此為基礎適用民法連帶債務中所有相關條文，且在其中一行為人和解、清償時，也能夠正確計算絕對效力的數額。至於財報不實事件的一人和解計算適用上，雖然以修法之方式改為「大於內部分擔額之和解發生絕對效力，小於內部分擔額之和解以內部分擔額發生絕對效力」較



為妥適，但目前現況似難期待直接修正民法。故在修法前，最佳方法應為謹守實務見解在一般連帶債務採行之計算方式，即對於已和解的債務人宜判斷其內部分擔額之大小，而非以和解金額作為剩餘請求額的扣除，並以和解金額之大小是否逾越內部分擔額作為發生絕對效力的界線。在比例責任制的評價上，法院應納入所有行為人的責任比例進行考量，並以總和 100%為限制。此外，應修法將非明文主體適用比例責任制及將連帶責任明文於證交法第 20 條之 1，以達公平分擔之目的。

最後，現行實務運作的情況使得發行公司承擔絕大部分的民事責任，而真正為財報不實的行為人反而毋庸負起損害賠償責任，除了造成發行公司、股東莫名承擔損失以外，也無法發揮嚇阻的目的。就此，在現行法制下可以達成的目標即要求發行公司行使求償權，就發行人自己應分擔額部分，對故意之負責人依委任關係、公司法第 23 條第 1 項請求；對於應分擔額以外之部分則依民法第 281 條第 1 項行使求償權。就該求償權的行使，原則上得由股東會、少數股東等對現任、卸任董事提起；但若發行公司自行請求困難，投保中心亦得依投保法第 10 條之 1，對董事、監察人提起訴訟。就投保中心代替投資人和解的部分，為達到責任的承擔與合理的分配，若投保中心就大部分金額與發行公司和解，應要求發行公司提出求償計畫，包含向何人求償、訴訟或和解方式求償、求償期限等等，而非毫無限制地與發行公司和解。此外，和解內容部分，除了不得令和解行為人對外宣稱自己就財報不實事件無故意過失、違法行為以外，亦應針對證據掌握的高低，要求惡性程度不同的和解債務人沉默，或是在和解條款或對外宣示自己就財報不實事件是有故意過失、違法行為等，以達到公共問責的目的，並進而承擔起自己應負之責任。



參考文獻

一、中文參考文獻

(一) 專書

- 王澤鑑 (2010)。《侵權行為法》，再版，台北：自刊。
- 王澤鑑 (2014)。《民法總則》，台北：自刊。
- 王澤鑑 (2016)。《法律思維與民事實例》，台北：自刊。
- 王澤鑑 (2019)。《法律思維與案例研習請求權基礎理論體系》，台北：自刊。
- 史尚寬 (1986)。《債法各論》，台北：自刊。
- 余雪明 (2016)。《證券交易法比較證券法》，5 版，台北：自刊。
- 林誠二 (2015)。《債編各論新解—體系化解說 (下)》，台北：瑞興。
- 施啟揚 (2010)。《民法總則》，8 版，台北：自刊。
- 孫森焱 (2013)。《民法債編總論下冊》，修訂版，台北：自刊。
- 陳自強 (2014)。《和解與計算錯誤—契約法之現代化 III》，台北：元照。
- 陳聰富 (2017)。《侵權行為法原理》，台北：元照。
- 廖大穎 (2017)。《證券交易法導論》，7 版，頁 572，台北：三民。
- 劉連煜 (2015)。《新證券交易法實例研習》，13 版，台北：新學林。
- 鄭玉波 (1988)。《民法債編各論 (下冊)》，11 版，台北：自刊。
- 賴英照 (1996)。《論證券交易法逐條釋義第四冊》，台北：自刊。
- 賴英照 (2011)。《最新證券交易法解析》，再版，台北：自刊。

(二) 翻譯書籍

- Karl Larenz (著)，陳愛娥 (譯) (1996)。《法學方法論》，台北：五南。

(三) 書之篇章



曾宛如 (2008)。〈資本市場中之民事責任 (一) 論證券交易法第二十條及第二十一條之一之民事責任—以主觀要件與信賴為核心〉, 收於: 曾宛如 (編), 《公司管理與資本市場法治制論》, 頁 73-124, 台北: 元照。

(四) 期刊論文

王千維 (2002)。〈論可分債務、連帶債務與不真正連帶債務 (下)〉, 《中正大學法學集刊》, 8 期, 頁 3-65。

王千維 (2006)。〈連帶債務與不真正連帶債務—評最高法院八十九年度台上字第一七三四號民事判決〉, 《月旦法學雜誌》, 137 期, 頁 256-264。

王文宇 (2016)。〈從商法特色論民商合一制度〉, 《月旦法學雜誌》, 251 期, 頁 85-103。

王文宇、張冀明 (2007)。〈非營利組織主導的證券團體訴訟—論投資人保護中心〉, 《月旦民商法雜誌》, 15 期, 頁 5-33。

王怡蘋 (2012)。〈論僱用人之侵權責任〉, 《月旦民商法雜誌》, 35 期, 頁 124-142。

林大洋 (2011)。〈公司侵權責任之法律適用—民法第 28 條與公司法第 23 條第 2 項之交錯與應用〉, 《台灣法學雜誌》, 175 期, 頁 69-86。

林郁馨 (2008)。〈從美國證券集團訴訟談證券詐欺訴訟的填補損害與嚇阻功能〉, 《月旦財經法雜誌》, 14 期, 頁 73-193。

林郁馨 (2014)。〈投資人的諾亞方舟—投資人保護中心與證券團體訴訟之實證研究〉, 《月旦法學雜誌》, 229 期, 頁 75-97。

林誠二 (2010)。〈連帶債務人中一人所訂和解契約之效力〉, 《月旦法學教室》, 97 期, 頁 18-19。

邱玟惠 (2018)。〈連帶債務債權人與債務人間和解效力之實務爭議——最高法院 103 年度台上字第 1646 號、106 年度台上字第 815 號民事判決之評析〉, 《月旦裁判時報》, 69 期, 頁 23-34。

- 
- 邵慶平 (2013)。〈證券交易法第 20 條第 1 項之民事責任主體不及於次要行為人？：以企業財報不實類型案例為中心〉，《臺大法學論叢》，42 卷 1 期，頁 171-214。
- 邵慶平 (2015)。〈投保中心代表訴訟的公益性：檢視、強化與反省〉，《臺大法學論叢》，44 卷 1 期，頁 223-262。
- 邵慶平 (2019)。〈財報不實民事責任法制中公司作為責任主體之反思〉，《月旦法學雜誌》，290 期，頁 118-136。
- 洪令家 (2016)。〈從美國法規範看我國證券集團訴訟和解制度之不足〉，《台灣法學雜誌》，290 期，頁 111-126。
- 洪秀芬 (2008)。〈公司對董事責任追究之探討——以股份有限公司董事之民事賠償責任為研究對象〉，《輔仁法學》，36 期，頁 57-112。
- 張心悌 (2017)。〈對卸任董事提起代表訴訟之限制——評臺灣高等法院 106 年度金上字第 5 號民事判決〉，《月旦法裁判時報》，66 期，頁 46-52。
- 張心悌 (2020)。〈從美國聯邦最高法院次要行為人判決思考我國財報不實民事責任之規範〉，《臺灣財經法法學論叢》，2 卷 1 期，頁 1-54。
- 陳忠將 (2010)。〈多數債務人間求償關係之法律問題研究——以德國民法為中心之探討〉，《東吳法律學報》，21 卷 4 期，頁 39-85。
- 陳春山 (1987)。〈公司負責人違反法令之損害賠償責任〉，《軍法專刊》，33 卷 6 期，頁 11-17。
- 陳聰富 (2011)。〈法人團體之侵權責任〉，《國立臺灣大學法學論叢》，40 卷 4 期，頁 2087-2126。
- 陳聰富 (2013)。〈共同侵權之責任分擔：兼論最高法院 98 年度台上字第 1790 號民事判決〉，《法令月刊》，64 卷 1 期，頁 1-24。
- 陳聰富 (2014)。〈法人的意義、種類與能力〉，《月旦法學教室》，139 期，頁 39-54。
- 曾宛如 (2005)。〈有關證券投資人保護之未來發展〉，《月旦財經法雜誌》，2 期，頁 191-207。



曾宛如 (2008)。〈少數股東之保護與公司法第二三條第二項—兼評台南高分院八十七年度重上更一字第二二號判決及九十六年度台上字第一八六號判決〉，《月旦法學雜誌》，159 期，頁 264-273。

游進發 (2011)。〈系爭和解是認定或創設或認定且創設的？／最高院九九台上九二七〉，《臺灣法學雜誌》，167 期，頁 169-172。

楊淑文 (2001)。〈論連帶保證與連帶債務—最高法院八十八年度臺上字第一八一五號民事判決評釋〉，《台灣本土法學雜誌》，25 期，頁 14-36。

楊智守 (2018)。〈負連帶賠償責任之一人和解之效力——以債權人無消滅全部債務之意思表示為中心〉，《月旦司律評雜誌》，創刊號，頁 7-14。

廖大穎 (2017)。〈詐欺市場理論〉，《月旦法學教室》，177 期，頁 25-28。

廖大穎 (2018)。〈對卸任董事提訴程序與公司法第 212 條—評最高法院 103 年度台抗字第 603 號民事裁定〉，《月旦裁判時報》，69 期，頁 43-49。

管靜怡 (2019)。〈不真正連帶債務與讓與請求權〉，《法學叢刊》，253 期，頁 99-123。

劉連煜 (2006)。〈財報不實之損害賠償責任：法制史上蜥蜴的復活？—證券交易法新增訂二十條之一的評論〉，《月旦民商法雜誌》，11 期，頁 51-62。

劉連煜 (2019)。〈對股東代表訴訟可否對已卸任之董監事提起？——最高法院 106 年度台上字第 2420 號民事判決評析〉，《月旦法裁判時報》，79 期，頁 5-18。

蔡彥守 (2011)。〈從美國聯邦最高法院 Stoneridge 案看臺灣證券詐欺民事責任法制之未來〉，《月旦民商法雜誌》，32 期，頁 135-152。

戴銘昇 (2006)。〈論美國證券詐欺之民事幫助責任—以聯邦最高法院 Central Bank 案為中心—〉，《華岡法粹》，36 期，頁 161-196。

戴銘昇 (2011)。〈證券詐欺之交易因果關係〉，《華岡法粹》，49 期，頁 133-176。

(五) 學位論文

吳沂靜 (2019)。《財報不實之民事責任歸屬—以比例責任制為核心》，國立政治大學法律科技整合研究所碩士論文。

陳威達 (2017)。《財務報告不實因果關係之再建構》，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

陳聰富 (1990)。《連帶債務之研究》，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

曾偉哲 (2017)。《證券投資人及期貨交易人保護法對於金融監理之助益—以投資人保護中心主導之證券團體訴訟為中心》，國立成功大學法律學系碩士班論文。

謝明辰 (2017)。《再思投保中心於團體訴訟之定位》，國立臺北大學法律學系碩士論文。

(六) 網路文獻

林郁馨、朱德芳 (2014)。〈美國證券訴訟比例責任制之規範與實務案例研究期末報告〉，財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心，

<https://www.sfipc.org.tw/MainWeb/Article.aspx?L=1&SNO=w0ABiS1wAlnfTbxJDt1Ilg>。

月旦實務講座 (03/23/2020)。〈從美國聯邦最高法院次要行為人判決思考財報不實民事責任之規範〉，

<http://www.angle.com.tw/media/ListDetail.aspx?iS=44907&iMG=2675>。

二、英文參考文獻

(一) 專書

DONNA M. NAGY, RICHARD W. PAINTER & MARGARET V. SACHS (2012), SECURITIES LITIGATION AND ENFORCEMENT: CASE AND MATERIALS, 3d ed.

THOMAS LEE HAZEN (2006), THE LAW OF SECURITIES REGULATION, 5th ed.

JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN, DONALD C. LANGEVOORT (2017), SECURITIES REGULATION CASE AND MATERIALS, 8th ed.

(二) 期刊論文

Daryl Koehn (2013), *When Saying "I'm Sorry" Isn't Good Enough: The Ethics of Corporate Apologies*, 23 BUSINESS ETHICS QUARTERLY 239.

Donald C. Langevoort (1996), *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, 38 ARIZONA LAW REVIEW 639.

Donald C. Langevoort (2010), *Reading Stoneridge Carefully: A Duty-Based Approach to Reliance and Third-Party Liability under Rule 10b-5*, 158 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW 2125.

Enzo Incandela (2012), *Recourse under 10(b) on Life Support: The Displacement of Liability and Private Securities Fraud Action after Janus v. First Derivative*, 43 LOYOLA UNIVERSITY CHICAGO LAW JOURNAL 935.

Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel (1985), *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 UNIVERSITY OF CHICAGO LAW REVIEW 611.

James Cameron Spindler (2017), *We Have a Consensus on Fraud on The Market-And It's Wrong*, 7 HARVARD BUSINESS LAW REVIEW 67.

James D. Cox (1997), *Making Securities Fraud Class Actions Virtuous*, 39 ARIZONA LAW REVIEW 497.

Janet Cooper Alexander (1996), *Rethinking Damages in Securities Class Actions*, 48 STANFORD LAW REVIEW 1487.

Jennifer H. Arlen & William J. Carney (1992), *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*, 1992 UNIVERSITY OF ILLINOIS LAW REVIEW 691.

John C. Coffee Jr. (2006), *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 COLUMBIA LAW REVIEW 1534.

John C. Jr. Coffee (2003), *Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC*, 103 COLUMBIA LAW REVIEW 1293.

Martha Minow (2013), *Archetypal Legal Scholarship: A Field Guide*, 63 JOURNAL OF LEGAL EDUCATION 65.

Merritt B. Fox (2009), *Why Civil Liabilities for Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade?*, 2009 WISCONSIN LAW REVIEW 297.

PAUL G. MAHONEY (1992), *Precaution Costs and Fraud in Impersonal Markets*, 78 VIRGINIA LAW REVIEW 623.

Richard A. Booth (2007), *The End of the Securities Fraud Class Action as We Know It*, 4 BERKELEY BUSINESS LAW JOURNAL 1.

Richard A. Booth (2018), *Sense and Nonsense About Securities Litigation*, 21 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA JOURNAL OF BUSINESS LAW 1.

Ronald A. Dabrowski (1994), *Proportionate Liability in 10b-5 Reckless Fraud Cases*, 44 DUKE LAW JOURNAL 571.

Scott Siamas (2004), *Primary Securities Fraud Liability for Secondary Actors: Revisiting Central Bank of Denver in the Wake of Enron, WorldCom, and Arthur Andersen*, 37 UNIVERSITY OF CALIFORNIA AT DAVIS LAW REVIEW 895.

Verity Winship & Jennifer K. Robbennolt (2018), *An Empirical Study of Admissions in SEC Settlements*, 60 ARIZONA LAW REVIEW 1.

Vincent P. Liberti (1994), *Joint and Several Liability under Rule 10B-5: The Apportionment of Liability for Contribution Claims Involving Non-Settling Defendants--The Modified Pro Tanto Rule: The Fairest Solution May Be a Thing of the Past*, 7 DEPAUL BUSINESS LAW JOURNAL 45.

