

國立臺灣大學法律學院法律學系



碩士論文

Department of Law

College of Law

National Taiwan University

Master's Thesis

論公司證券詐欺民事責任之合理性—以可歸責性
為研究核心

The Justification of Civil Liability for Corporate
Securities Fraud: Focusing on Culpability

邱靖恩

Ching-En Chiu

指導教授：林仁光博士

Advisor: Jen-Guang Lin, S.J.D.

中華民國 115 年 7 月

July 2026



謝辭

時光飛逝，還記得當初剛考進台大研究所時對新環境及生活的新鮮感與期待，現在已經進入到研究所第三年且到了尾聲。而畢業論文從一開始的迷茫，到過程中的燒腦與自我懷疑，現在居然也到了完成的階段。在台大法律研究所這三年，深刻感受到與過往不同的學習經驗，於課程中透過不同專題的深入討論與分享，都著實讓我更加對於法律這門學科有不同的想法。其中，林仁光老師絕對是我這三年的重要貴人，從碩一開始陸續跟老師做了兩份研究計劃，從中學習到對於一個議題的研究該如何進行思考、討論過程可以從那些層面著手，甚至報告撰寫的技巧也都受益良多。我想若沒有這段經歷，現在這份論文的進度應該仍然在堪憂的狀態。後續，老師同意作為我的指導教授，也非常不厭其煩地與我討論並為我解惑，這對一開始一直定不下論文題目的我非常有助，也替我排除掉許多我未有想到的研究困難。於研究撰寫過程，老師更是極有耐心並願意撥出時間與我討論各種問題，雖然每次都對於老師精闢的提問感到十分緊張，但結束後都有豐富的收穫，並且更確信下一步研究的方向。這份論文得以完成，一路上受到老師非常多的幫助，實在是感激不盡。同時，也必須感謝口試委員王志誠老師以及陳肇鴻老師，兩位老師都在口試時給予我許多實質討論或論文格式上的建議與分享，讓我得以更加充實並明確整體論文討論的內容。對於兩位口委的幫助，亦是不勝感激。

除學校老師的協助外，一直默默支持著我專心於論文研究的家人也是功不可沒，可以在沒有其他外務壓力下完成論文，實在是一件幸運的事！感謝我最愛的家人，尤其我的父母，在我焦頭爛額於論文時，給予我無盡的關心與支持。他們從來不給予我任何時間或經濟上壓力，只擔心我是否有好好吃飯、休息。這些種種，都讓我在這一年更加充分感受並感恩我生長於一個十分有愛且包容的家庭。在這邊也需要感謝男友，在研究面臨困難的時候，應該吸收不少我的負面能量。但感謝他仍然非常包容並給予我支持，在我感到煩悶時，也常帶著我出門透透氣轉換心情。

我想這一路上，男友應該是最完整接收我所有情緒，並且陪我走完這段路程的人。另外，於這近一年的研究歷程中，很幸運的可以在學校上課及富邦實習時，遇到許多論文研究的好夥伴。大家平時的閒聊與互相鼓勵，都讓研究的路上多了許多樂趣，與你們一同奮鬥完成論文的過程，我想一定會成為未來珍貴的回憶。

最後，論文完成的一路上實在是受到太多人的幫助，難以在此一一列舉，但我十分感激所有幫助我的各位，這份論文得以完成，實在是多虧所有貴人的相助。同時，我也想謝謝我自己，雖然這份論文應該還有許多地方可以改進，但在研究的路上感謝自己的堅持與努力，最後才得以將論文好好的完成。接下來，將離開校園進入職場，對於生活的新篇章，雖然還有許多未知的恐懼與挑戰，但期許自己可以同樣保有堅持與努力的心態去面對，並在未來成為自己期許的法律人。

邱靖恩

誌於桃園市家中

2026 年 8 月 2 號

摘要



證券詐欺民事案例於實務中層出不窮，而除真正不法行為人之外，公司亦常成為原告損害賠償之請求對象。其中，又以一般證券詐欺、財報不實以及公開說明書不實案例為大宗。惟分析實務判決，可以發現公司作為證券詐欺民事責任之被告時，其於個案中究竟應否或為何須為賠償責任負擔，實質上較無具體或更進一步之判斷及討論。然而，公司作為賠償責任主體，其所支出之賠償成本最終將回歸於整體股東為承擔；同時，公司負擔過多責任之結果，亦可能造成真正不法行為人之責任落實減輕疑義。基於以上，公司證券詐欺民事責任負擔是否合理，實為重要之問題。而本文認為，若欲於個案中賦予公司合理之證券詐欺民事責任，則公司究竟是否具有監督義務上之可歸責性判斷，應為重要。因此，本文欲於現行法之規範下，分析為何目前對於公司證券詐欺可歸責性之判斷較為欠缺，並提出將公司監督義務之可歸責性考量納入整體責任判斷過程之建議。

而為得出目前實務欠缺公司可歸責性之判斷原因，本文首先檢視公司一般證券詐欺及資訊不實證券詐欺之民事案例，並分析法院對於公司民事責任之判斷與認定過程。其中，本文發現於一般證券詐欺及資訊不實證券詐欺兩種不同類型下，造成整體判斷欠缺公司可歸責性考量之原因並不相同。前者，係由於法院法條選擇適用下，得依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項規定為公司連帶賠償之認定。後者，則係因證券交易法（下稱證交法）第 20 條之 1 及第 32 條已明文規定發行人之無過失全部賠償責任。基於此，本文先是提出回歸證交法第 20 條第 1 項之要件為判斷公司一般證券詐欺民事責任。同時，針對公司主觀要件判斷之難題，將引美國法適用 Rule 10b-5 時，對於公司證券詐欺主觀意圖判斷之實務發展與學說討論為參考。而最後本文認為美國法學者提出由公司監督義務層面為切入之輔助性考量判斷，係我國未來得參考之方式。亦即，以公司對於不法行為之監督義務執行狀況為考量，進而於現行判斷之基礎上，建立得調整公司主觀要件認定之空間。至於資訊不實證券詐欺，於財報不實及公開說明書不實情形，實則應有不同之討論評



價。而針對財報不實之發行人無過失責任，本文認為得考慮將其調整為設有嚴格免責條件之推定過失責任，以使公司可歸責性考量得有判斷之空間，同時亦不至於過度減輕發行人對於財務報告內容之監督義務責任。最後，公開說明書不實類型，因發行人係作為交易當事人，無過失責任本身似即帶有返還其因不實資訊所獲利益之意涵。對此，本文初步認為縱使對於證交法第 32 條之適用範圍仍有爭執，惟於現行法未修法明確其適用範圍前，尚不宜調整本條之發行人無過失責任規範。

以上，本文嘗試將公司可歸責性之考量納入整體證券詐欺民事責任之判斷過程，惟因民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項作為法人侵權行為責任之依據，其與證交法間之適用關係亦影響整體公司民事責任之負擔。於此，本文提出當公司已為盡職監督義務時，仍適用全部連帶賠償責任規定之反思。同時，本文亦意識到縱使公司已盡職為一切監督義務執行，現階段排除公司連帶賠償責任規定適用之想法，對於被害人救濟仍有衝擊過大之嫌。而學者提出之公司補充責任構想，或許為較緩和之思考方向。綜上所述，期得藉由公司可歸責性之判斷，使公司證券詐欺民事責任之負擔上，得有進一步合理調整之空間。

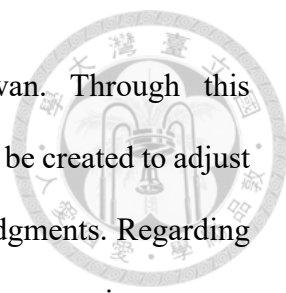
關鍵字：證券詐欺、監督義務、可歸責性、公司主觀要件、無過失民事責任、連帶賠償責任、公司民事責任

Abstract



Civil litigation on securities fraud cases emerges endlessly in practice. Besides the actual wrongdoers, corporations frequently become targets of plaintiffs' claims for damages. Cases involving general securities fraud, financial statement fraud, and misrepresentations in prospectuses. However, analyzing court decisions reveals that when a corporation is a defendant, courts rarely provide specific discussions on whether or why it must bear liability in individual cases. Nevertheless, corporate compensation costs ultimately fall back on the shareholders. Simultaneously, imposing excessive liability on corporations may mitigate the accountability of the actual wrongdoers. Therefore, the justification of corporate civil liability for securities fraud is a critical issue. This thesis argues that to impose justified civil liability on a corporation, determining its culpability is crucial. Through examining current laws and civil cases of general securities fraud and misrepresentation, this thesis analyzes why corporate culpability determinations are lacking and proposes integrating them into the overall liability assessment process.

It finds that the reasons causing the lack of corporate culpability differ between general securities fraud and misrepresentation cases. For the former, courts mostly rely on Article 28 of the Civil Code or Article 23, Paragraph 2 of the Company Act to impose joint and several liability. For the latter, under Articles 20-1 and 32 of the Securities and Exchange Act (SEA), the issuer bears strict liability. Accordingly, this thesis proposes returning to the elements of Article 20, Paragraph 1 of the SEA to determine corporate liability for general securities fraud. Addressing the difficulty of determining a corporation's subjective elements, it references U.S. practical developments and doctrinal discussions on corporate scienter under Rule 10b-5. Ultimately, it suggests that the supplementary framework proposed by U.S. scholars, which infers corporate scienter



based on supervisory duty, is a valuable reference for Taiwan. Through this supplementary consideration of corporate supervisory duty, room can be created to adjust the determination of corporate subjective elements within current judgments. Regarding misrepresentation, cases involving financial statements and prospectuses require separate discussion. For misrepresentation in financial statements, this thesis suggests the issuer's strict liability could be adjusted to a presumed negligence liability with strict exemption defense. This provides room to consider culpability without overly mitigating the issuer's supervisory duty over financial reports. Lastly, regarding misrepresentation in prospectuses, since the issuer is a transaction party, strict liability itself appears to carry the implication of restitution for unjust enrichment obtained through misrepresentation. Thus, while it is widely argued that the scope of Article 32 of SEA is overly restrictive, this thesis suggests it may be premature to adjust the issuer's strict liability before amending the law to clarify its application.

Ultimately, this thesis attempts to integrate corporate culpability into the liability determination process. However, since Article 28 of the Civil Code and Article 23, Paragraph 2 of the Company Act serve as the statutory bases for corporate tort liability, their interaction with the SEA affects the overall extent of corporate liability. Accordingly, this thesis raises a reflection: should a corporation bear full joint and several liability even after fulfilling its due supervisory duty? While directly excluding joint and several liability when a corporation has fulfilled its duties seems unrealistic at present, the concept of corporate subsidiary liability proposed by scholar offers a moderate alternative. In summary, determining corporate culpability could provide room for further reasonable adjustments to the extent of corporate civil liability for securities fraud.

Keywords: securities fraud, due supervisory duty, culpability, corporate scienter, strict liability, joint and several liability, corporate civil liability.

目次



謝辭	i
摘要	iii
Abstract.....	v
目次	vii
第一章 緒論	1
第一節 研究動機與目的	1
第二節 文獻回顧	3
第三節 研究範圍	6
第四節 研究方法	8
第五節 研究架構	9
第二章 公司證券詐欺民事責任規範與性質	14
第一節 證交法下公司證券詐欺民事責任之規範	14
第一項 證券詐欺之定義與民事責任規範	15
第二項 美國法下一般反詐欺條款之規範	26
第二節 公司證券詐欺民事責任規範之立法沿革	35
第一項 財報不實民事責任之修法討論	35
第二項 公開說明書民事責任之修法討論	36
第三項 一般證券詐欺民事責任之修法歷程	37
第三節 證券詐欺民事責任性質與法條適用	40
第一項 證交法下證券詐欺民事責任之性質	40
第二項 證券詐欺行為之民法侵權行為規範適用	43

第三章 公司證券詐欺民事責任之實務判斷與認定	45
第一節 公司證券詐欺民事責任之實務案例分析與討論	45
第一項 發行人財報不實民事責任案例	46
第二項 公開說明書不實民事責任案例	64
第三項 一般證券詐欺民事責任案例	77
第二節 公司證券詐欺民事責任於實務判斷下之疑慮	84
第一項 一般證券詐欺民事責任判斷標準之疑義	87
第二項 資訊不實證券詐欺民事責任之合理性疑義	90
第三節 小結	91
第四章 證交法第 20 條第 1 項作為公司一般證券詐欺民事責任判斷依據之可能與 阻礙	93
第一節 公司主觀要件判斷及法條適用關係之問題	94
第二節 證交法第 20 條第 1 項主觀要件規範之討論	95
第一項 美國法下之證券詐欺主觀要件討論	95
第二項 我國一般證券詐欺主觀要件討論	97
第三節 公司證券詐欺主觀要件判斷標準之討論	100
第一項 公司侵權行為主觀要件判斷標準之討論	100
第二項 美國法下公司證券詐欺主觀要件判斷標準之討論	104
第四節 我國公司證券詐欺主觀要件判斷之建議	111
第一項 納入輔助性考量為公司主觀要件之判斷	111
第二項 輔助性考量之具體判斷內涵	113
第五節 證交法第 20 條及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項間之適用關 係	116
第一項 證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項間 之適用比較	116

第二項 證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項之適用建議.....	120
第六節 小結.....	129
第五章 公司資訊不實證券詐欺無過失民事責任之檢討與建議.....	130
第一節 證交法下證券詐欺之立法目的.....	130
第二節 公司證券詐欺無過失民事責任制度之檢討.....	132
第一項 無過失責任與立法目的間之檢討.....	132
第二項 美國法下對於公司證券詐欺民事責任之建議.....	137
第三節 財報不實發行人無過失民事責任之修法建議.....	140
第一項 嚴格推定過失責任之修法思考及建議.....	141
第二項 發行人財報不實連帶賠償責任之討論.....	151
第四節 公開說明書不實之發行人無過失民事責任探討.....	154
第五節 發行人資訊不實證券詐欺民事責任小結.....	156
第六章 結論與建議.....	159
第一節 公司一般證券詐欺民事責任建議.....	159
第二節 發行人資訊不實證券詐欺民事責任建議.....	162
參考文獻.....	165
附錄：公司一般證券詐欺民事案例整理.....	177



第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

證券交易法（下稱證交法）之立法目的係為保障投資及發展國民經濟，因而對於破壞市場透明性及公平性之證券詐欺行為有明文禁止規範，並設有相關民事責任。例如，一般證券詐欺民事責任規定於證交法第 20 條第 1 項、第 3 項，資訊不實證券詐欺規定於證交法第 20 條第 2 項、第 20 條之 1、第 32 條，操縱股價以欺騙投資人之行為亦有證交法第 155 條為規範。而過往無論係學說或實務判決，關於證券詐欺民事責任之討論，似多集中在行為人責任要件之判斷，至於公司本身之證券詐欺民事責任則較少被提起並作為主要討論對象。實則，證交法下公司作為發行人，其依證交法第 20 條、第 20 條之 1 及第 32 條亦有證券詐欺民事責任之適用，實務上亦常見其作為一般證券詐欺及資訊不實證券詐欺民事案件之被告。而若觀察實務判決，得發現法院對於公司證券詐欺民事責任之論述通常較為欠缺。惟本文於觀察證券詐欺之事實背景，部分案例之證券詐欺情事實則具有一定之隱密性、複雜性，例如行為人刻意隱瞞公司內部機關之行為¹。基於此，本文初步提出認為，若個案中公司已盡其監督義務且難以合理期待其防免該證券詐欺行為發生時，最終公司如仍須負擔全部賠償責任，其結果是否合理即有可議。誠然，公司負全部民事賠償責任，對於被害人之損害填補具有重要助益，因其賠償能力通常優於個別不法行為人，惟對於公司賠償責任之思考上，仍不得忽略公司賠償責任背後，實質為整體股東承擔賠償成本及衍生之負面影響事實²。因此，於討論公司證券詐欺民事

¹ 以漢○公司案為例，本案被告行為人與多間訴外公司負責人為共謀策劃多起虛偽交易，並指示公司內部不知情員工為編製不實會計憑證，並將前述交易記載於財務報告中。而判決中即有被告抗辯認為本案涉及之虛偽交易對象及交易量眾多，且不實會計憑證資料龐雜，縱使已會請外部會計人員為查核仍未發現不法情事。詳細請參臺灣臺北地方法院 104 年度金字第 22 號民事判決、臺灣高等法院 106 年度金上字第 12 號民事判決。

² 相關討論請參本文第三章第二節公司證券詐欺民事責任於實務判斷下之疑慮。

責任賠償議題時，本文認為公司民事責任負擔是否合理之考量亦為重要，否則最終無辜受害人恐成為公司整體之股東。同時，對於真正不法行為人亦無法達到嚇阻之目的。

至於前述造成公司民事責任負擔合理性疑慮之主要問題，本文認為係因現行法規範下，於公司證券詐欺民事責任之判斷過程中，欠缺對公司監督義務執行是否具可歸責之考量，進而於責任認定時未有得以調整之空間。而針對現行實務判斷公司證券詐欺民事責任之法條適用，因證交法第 20 條第 1 項於 1988 年修正後，將第三人包含於責任規範範圍內，依此實務及多數學說認為本條證券詐欺行為係屬特殊侵權行為性質，民法侵權行為規範亦有其適用³。又僅涉及一般證券詐欺行為之情形下，證交法第 20 條第 1 項規定之責任要件有難以適用於公司之問題，因而民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項常作為法院課與公司民事責任之依據，繼而整體責任判斷上係以公司內部行為人之侵權行為構成為前提⁴。資訊不實證券詐欺部分，則因證交法第 20 條之 1 及第 32 條已明文發行人之無過失責任，判斷上亦無須為公司可歸責性之討論。以上，可以得知於現行法規範下，公司是否具證券詐欺之可歸責性，實則並非整體責任判斷過程所必須或需要。然而，此種欠缺對於公司可歸責性之民事責任判斷方式即可能產生前述合理性之疑慮。依此，本文欲針對現行實務判斷公司證券詐欺民事責任之方式為進一步分析與討論，並分別對於公司一般證券詐欺及資訊不實證券詐欺民事責任判斷之核心問題為具體探討，並嘗試提出本文建議。同時，本文於比較法研究當中，發現美國法下對於公司證券詐欺民事責任亦存有許多不同之討論與爭議，其中即包含公司證券詐欺主觀意圖之判斷標準及公司證券詐欺民事責任立法目的上之檢討⁵。而美國學者對於聯邦法院判

³ 關於特殊侵權行為責任說之討論，請參本文第二章第三節第一項第二款特殊侵權行為責任說。

⁴ 關於實務如何判斷與認定單純涉及一般證券詐欺行為之公司證券詐欺民事責任討論，請參本文第三章第一節第三項第二款公司一般證券詐欺民事責任之判斷與認定過程。至於公司一般證券詐欺民事責任適用證交法第 20 條第 1 項為判斷之困難討論，請參本文第四章第一節公司主觀要件判斷及法條適用關係之問題。

⁵ 相關討論請參本文第四章第三節第二項美國法下公司證券詐欺主觀要件判斷標準之討論及第五章第二節第一項第一款美國法公司證券詐欺責任之立法目的檢討。

斷公司證券詐欺主觀意圖之標準上，提出檢討認為其過度依賴內部行為人主觀心態為依據之疑義，進而提出應更注意到公司本身監督義務上之可歸責性判斷建議⁶。公司證券詐欺民事責任制度之立法目的檢討上，則多有針對當公司作為責任主體時，其原先制度欲發揮之補償與嚇阻目的效果不達之批評⁷。實則，前述美國法公司證券詐欺民事責任之檢討，於我國法下亦有相似之情形，且我國證券詐欺規範多有參考美國之立法。因此，於本文討論上，美國法下對於公司證券詐欺責任之檢討與建議亦有重要之參考價值。

承上，我國目前對於公司證券詐欺民事責任之判斷，對於公司本身監督義務是否具可歸責性之討論較為欠缺，進而最終責任認定上恐無法完整兼顧公司民事責任負擔是否合理之問題。基於此，本文欲針對一般證券詐欺及資訊不實證券詐欺民事責任類型為研究，分析於兩種證券詐欺類型下所產生欠缺公司可歸責性考量之核心問題。而於問題釐清後，將再進一步對於一般證券詐欺類型下之法規範適用提出建議；至於資訊不實證券詐欺類型，則嘗試以現行法規範規定為檢討，提出財報不實及公開說明書不實之發行人責任修法討論與建議。綜上，希望藉由以上之討論與建議提出，將公司本身監督義務執行上之可歸責性納入整體責任判斷過程當中，以使公司證券詐欺民事責任之認定上，得有責任負擔合理性之調整空間。

第二節 文獻回顧

關於證券詐欺民事責任於國內已累積許多文獻資料，學說與實務間之不同見解對話亦增加諸多討論上之深度。尤其證交法下證券詐欺民事責任之要件判斷議題，更已有大量學者專書論著或學術期刊之討論內容；實務上亦經由案例累積，逐漸發展出一些穩定見解。然而，於眾多學術與實務資料內容中，似較少有將公司作為責任主體，並聚焦其民事責任之判斷與認定問題為討論。以本文研究範圍之一般

⁶ 相關討論請參本文第四章第三節第二項第二款主觀意圖判斷標準下之輔助性考量建議。

⁷ 相關討論請參本文第五章第二節第一項第一款美國法公司證券詐欺責任之立法目的檢討。

證券詐欺及資訊不實證券詐欺類型為例，證交法第 20 條第 1 項責任主體於文獻上有針對次要行為人之適用與責任判斷為爭議討論⁸，惟似較無以公司作為責任主體對象並討論其責任判斷之問題。證券詐欺主觀要件部分，學說與實務間具有重大不同意見之爭議下，學術文章討論與法院判決論述亦累積許多參考資料基礎⁹，但其尚未發展出公司證券詐欺主觀要件之討論。至於資訊不實證券詐欺民事責任部分，責任要件討論對象亦主要以發行人以外之行為人為主，如證交法第 20 條之 1 會計師民事責任¹⁰、負責人免責抗辯討論等¹¹。

以上，大多數關於證券詐欺民事責任之討論，實則較少聚焦於公司作為責任主體之情形。惟近年有部分學者開始提出公司證券詐欺民事責任負擔是否合理之質疑，並以比較法或立法目的之角度為切入討論。其中，即有文獻針對財報不實發行人無過失民事責任作為討論對象，並提出現行財報不實無過失責任調整討論之必要性¹²。該學者主要以發行人證券詐欺民事責任之嚇阻與補償立法目的為探討，並引美國法下公司證券詐欺責任立法目的所受到之批評為參考，綜合比較下，點出我國發行人財報不實之無過失責任制度，似使發行公司成為證券詐欺損害下之保險人角色，而此縱使自公司責任係為促進公司治理之目的來說，亦有過於沈重之嫌¹³。同時，證交法第 20 條之 1 規定持有人亦得為請求賠償，更導致公司全體股東似皆得向公司為賠償請求¹⁴。學者最後於文章中指出，以上對於發行公司之無過失責任規範，對於公司所承擔之整體財報不實民事責任上恐有過度擴張之疑慮¹⁵。而除對

⁸ 請參邵慶平，證券交易法第 20 條第 1 項之民事責任主體不及於次要行為人？：以企業財報不實類型案例為中心，臺大法學論叢，42 卷 1 期，頁 171-214，2013 年；戴銘昇，證券詐欺行為主體之判斷標準—美國法 VS. 我國法，證交資料，557 期，頁 26-35，2008 年。

⁹ 詳細討論請參本文第四章第二節第二項我國一般證券詐欺主觀要件討論。

¹⁰ 請參郭大維，財報不實案件中會計師與會計師事務所之損害賠償責任，月旦法學教室，223 期，頁 20-22，2021 年。

¹¹ 請參本文第二章第一節第一項第三款一、公開說明書之定義及證交法第 32 條之適用範圍。

¹² 邵慶平，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 118-136，2019 年。

¹³ 邵慶平，註 12，頁 135。

¹⁴ 邵慶平，註 12，頁 130。

¹⁵ 邵慶平，註 12，頁 135。



於財報不實之無過失責任立法上檢討外，亦有學者以責任原則觀點著手，提出現行法下法人證券詐欺民事責任制度似無法將責任真正落實於不法行為人，並進而對現行公司證券詐欺民事責任負擔提出疑義之思考¹⁶。該學者主要先提出法人或公司成立通常係基於合法目的，進而對於其內部行為人若以不合法目的為侵權行為時，是否該行為仍得無例外視為法人或公司行為之質疑出發¹⁷。並認為以代理原則而言，侵權行為本身即非代理權限範圍內之行為，亦即不得要求本人為其行為負責¹⁸。因此，該學者認為侵權行為責任仍應貫徹責任原則，且若已有特定之不法行為人時，應將主要賠償責任落實於該不法行為人，否則若皆由公司為主要賠償責任之負擔，無異係使整體股東共同承擔責任¹⁹。惟學者同時亦注意到法人或公司作為賠償主體時，其被害人損害救濟保障政策之重要性，因而以財報不實無過失責任為例，提出公司作為次順位債務人之制度思考，以平衡公司責任負擔與被害人救濟之考量²⁰。而以上學者對於公司財報不實無過失責任之討論，無論是立法目的上嚇阻與補償之檢討，或是以責任原則為公司賠償責任之討論，其皆點出發行人於財報不實無過失責任下之賠償責任負擔沉重情形。同時，真正不法行為人之責任亦可能因此而被削弱。對此，本文不禁思考，似乎並非僅於財報不實之情形下始有公司證券詐欺民事責任負擔之問題，於一般證券詐欺及公開說明書不實情形下，亦會有相同之狀況。尤其，縱使於一般證券詐欺時公司並未被賦予無過失責任，惟於現行法人或公司內部行為人之侵權行為通常被視為法人或公司之行為見解下，其責任判斷上亦無須對於法人或公司本身之可歸責性為判斷。

實則，美國法下對於公司證券詐欺民事責任討論已行之有年，亦累積不少公司作為證券詐欺民事責任主體之檢討，以及公司證券詐欺主觀意圖判斷之標準探討

¹⁶ 林仁光，建構公司次順位債務人侵權責任之研究—主要責任與補充責任之政策選擇，臺灣財經法學論叢，8卷1期，頁1-60，2026年。

¹⁷ 林仁光，註16，頁36-39，44。

¹⁸ 林仁光，註16，頁45。

¹⁹ 林仁光，註16，頁43。

²⁰ 林仁光，註16，頁46-48。

21。因此，受到前述國內外學者論點啟發，並基於我國公司證券詐欺民事責任較欠缺聚焦及完整之討論前提下，本文欲以過往對於證券詐欺民事責任之判斷與認定討論作為基礎，並嘗試由公司作為責任主體之角度為完整研究。最後本文希望藉由研究之過程與成果，得對於公司證券詐欺民事責任判斷與認定上之合理性考量欠缺有更多之理解，同時嘗試提出本文之要件判斷與修法建議。

第三節 研究範圍

本文欲為研究之核心議題，係針對現行法規範下公司證券詐欺民事責任之合理性疑義，並探討是否將公司本身監督義務作為可歸責性考量之判斷標準，以使公司民事責任判斷與認定上得有調整之空間。因而，本文將公司作為民事責任主體為討論核心，刑事責任則非本文討論之範圍。構成要件上，除公司責任要件討論，本文亦會以其他行為人於現行法規範下之責任要件適用為相互比較與分析。至於證券詐欺類型眾多，本文觀察實務判決後，發現公司作為證券詐欺民事案件之被告，多係以一般證券詐欺及資訊不實證券詐欺為主，其中資訊不實證券詐欺包含財報不實以及公開說明書不實。為聚焦討論，本文將以前述一般證券詐欺及資訊不實證券詐欺之民事案例與責任規範為研究範圍。而本文所謂一般證券詐欺類型，主要係指依證交法第 20 條第 1 項規定為民事責任判斷之案件，於實務上又得分為單純涉及有價證券買賣之詐欺行為，以及涉及財務相關資訊不實之證券詐欺情形。關於法院法條之適用，單純有價證券買賣詐欺之案件似較無疑問，惟對於涉及財報或財務業務相關資訊不實之證券詐欺案件，則會因 2006 年新增證交法第 20 條之 1 而有判斷上之變化。簡要而言，於證交法第 20 條之 1 新增前，涉及財務資訊不實之證

²¹ 請參 Donald C. Langevoort, *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, 38 ARIZ. L. REV. 639 (1996); John C. Jr. Coffee, *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 COLUM. L. REV. 1534 (2006); Emily M. Erickson, *Structural Scierter: Optimizing Fraud Deterrence by Locating Corporate Scierter in Corporate Design*, 124 COLUM. L. REV. 1443 (2024). 相關比較法文獻討論請參本文第四章第二節第二項美國法下公司證券詐欺主觀要件判斷標準之討論，以及第五章第二節第一項第一款美國法公司證券詐欺責任之立法目的檢討、第二項美國法下對於公司證券詐欺民事責任之建議。



券詐欺民事責任判斷，法院主要以修正前第 20 條第 1 項、第 2 項要件為依據，亦即主觀要件上以故意或過失為斷。然而，於 2006 年證交法修正後，法院有認為修正前第 20 條之適用，於參照修正後第 20 條之 1 及同法第 32 條規定，並參酌立法政策、社會價值及法律體系之公平正義下，其責任主體應非限於發行人²²。同時，對於主觀要件判斷，亦認為得參照新增第 20 條之 1 規定之精神或法理，使發行人、董事長及總經理為無過失民事責任負擔²³。基於此，於證交法第 20 條之 1 新增後，對於發行人之財報或財務業務相關資訊不實證券詐欺案件，縱使行為時點為法條修正前，法院仍會以無過失為判斷發行人之民事責任²⁴。因此，本文對於一般證券詐欺類型之討論，主要將著重於涉及證交法第 20 條第 1 項為判斷責任之民事案件為範圍。至於資訊不實之證券詐欺類型，本文將針對財報不實及公開說明書不實之案例為討論。針對此兩種證券詐欺類型，因證交法第 20 條之 1 及第 32 條皆明文發行人之無過失責任，因而現行法下確實並無發行人主觀可歸責性之討論空間。惟發行人作為財報或公開說明書之發行者，其實質上仍由內部自然人為其編製相關內容。依此，本文認為發行人對其內部人員編製相關資訊內容之監督執行上是否具欠缺，於其民事責任判斷上仍有討論之空間。繼而，本文亦會針對財報不實與公開說明書不實之發行人民事責任為區別討論，進而提出相關責任檢討與建議。

法規範部分，因證交法仍為證券詐欺民事責任之特別規定，因此本文於民事責任要件規範及適用討論上，將以證交法第 20 條、第 20 條之 1 及第 32 條規範為主。然而，證券詐欺行為於目前實務係被認為屬特殊侵權行為責任性質，因而民法侵權行為相關規範亦有適用²⁵。依此，於法規範討論上，本文亦會針對實務於認定公司證券詐欺民事責任時所適用之侵權行為規範，如民法第 28 條、第 184 條、第 185

²² 請參最高法院 101 年度台上字第 2037 號民事判決。

²³ 請參臺灣高等法院 96 年度金上字第 1 號民事判決。

²⁴ 相關判決得參臺灣高等法院 101 年度金上字第 6 號民事判決、臺灣高等法院 102 年度金上更二字第 3 號民事判決。

²⁵ 賴英照，證券交易法論，五版，頁 250，2025 年。相關證券詐欺行為民事責任性質討論請參本文第二章第三節證券詐欺民事責任性質與法條適用。



條以及公司法第 23 條第 2 項規定進行討論。具體而言，為使公司本身監督義務執行是否具欠缺之可歸責問題於整體民事責任判斷中為考量，本文討論範圍上將先以公司一般證券詐欺、資訊不實證券詐欺民事案例為分析，並觀察法院之民事責任判斷過程與方式，以得出現行公司證券詐欺民事責任判斷恐造成不合理結果之核心問題為何。至於如何將公司監督義務執行之可歸責性納入整體責任判斷過程之思考，此部分本文研究範圍將圍繞於現行證交法對於一般證券詐欺、資訊不實證券詐欺之民事責任要件為討論，並針對公司此種法人組織之適用上難題為進一步分析與解決。尤其，於證交法第 20 條第 1 項之公司證券詐欺主觀要件判斷將成為本文討論重點之一。另外，資訊不實證券詐欺民事責任，本文則將針對發行人無過失民事責任制度為檢討與分析，並對於財報不實與公開說明書不實之民事責任規範為相互比較，並分析兩者間之修法建議是否須同一視之。最後，證交法與民法侵權行為規範間之適用關係，對於公司證券詐欺民事責任討論上具有重要之影響，因此本文無論於一般證券詐欺或是資訊不實證券詐欺之議題上，皆會對於民法侵權行為規範適用為討論與處理。

第四節 研究方法

研究方法部分，於分析實務判斷公司證券詐欺民事責任之方式前，為對於證券詐欺民事責任於證交法下之規範及責任性質有初步之理解，本文將先針對證交法第 20 條、第 20 條之 1 及第 32 條之要件與責任性質為說明，並主要以國內專書論著、文獻內容及立法資料為研究討論基礎。接續為分析實務上係如何為判斷公司證券詐欺民事責任，本文將以實務案例分析方式為研究，以於各案例之綜合觀察下，得出公司證券詐欺民事責任判斷之過程與法條適用情形。最後於公司證券詐欺民事責任於現行法規範下，得如何為調整並將其本身監督義務之可歸責性納入考量之核心議題上，本文將以國內專書論著、學術期刊內容為主要思考與討論之基礎資料，並以美國法學者之文獻內容與聯邦法院判決為比較法上之參考。綜上，藉由國

內對於證券詐欺民事責任之討論基礎，並參考美國法對於公司證券詐欺民事責任之文獻，本文將嘗試提出未來得如何判斷與認定公司證券詐欺民事責任之建議，以使其責任負擔得有更完整之合理性考量。



第五節 研究架構

本文研究架構分為六章，先自公司證券詐欺民事責任於證交法下之規定基礎出發，接續進行實務案例與問題之分析，最後再針對一般證券詐欺及資訊不實證券詐欺民事責任之判斷與法條適用問題為詳細討論，並提出本文建議。具體而言，第一章緒論將先說明本文問題意識與研究動機，同時對於研究對象與討論議題為界定，以明確本文討論之核心目的與主軸範圍。第二章則以證交法下公司證券詐欺民事責任規範為整體討論，亦即以證交法第 20 條第 1 項、第 20 條之 1 及第 32 條之民事責任要件為簡要說明。本處將針對前述法條要件上之適用與解釋疑義為釐清，例如證交法第 20 條第 1 項規範之「以虛偽、詐欺或足以致生他人誤信」之行為定義，或證交法第 32 條行為客體適用範圍解釋等。而於本章最後，將對於證券詐欺民事責任之性質為定性，此將影響本文後續對於實務案例分析及公司證券詐欺民事責任法條適用之討論。而以上規範說明與爭議之釐清，亦將成為本文後續章節思考與討論之基礎。第三章針對實務判決與問題分析，此處將以公司作為被告之一般證券詐欺及資訊不實證券詐欺民事案例為舉例說明，主要分析與討論對象為個案中證券詐欺行為之目的與手段方法、法院責任判斷過程及最終認定責任之法條適用情形。而於分析前述證券詐欺民事案例後，本文得出於現行法規範下，公司證券詐欺民事責任之判斷上，較欠缺其本身監督義務執行上是否具可歸責之考量，進而於最終認定公司民事責任時較無合理性之調整空間。進一步而言，本文透過觀察實務判決於適用法條及判斷責任之過程，發現一般證券詐欺及資訊不實證券詐欺類型間，其產生前述欠缺公司可歸責性考量之原因不盡相同。一般證券詐欺類型部分，因法院於法條上多選擇以民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項為適用，進而判斷



公司民事責任時，係以其內部行為人侵權行為責任構成為前提，而公司本身可歸責性則非判斷重點。資訊不實證券詐欺部分，則係因證交法第 20 條之 1 及第 32 條規定已明文發行人之無過失民事責任，因而法院於責任判斷上更無須對於發行人是否可歸責為討論。針對此兩種類型下所面臨之相異問題，本文嘗試分別提出回歸證交法第 20 條第 1 項責任要件為判斷公司一般證券詐欺民事責任之想法；資訊不實證券詐欺類型，則針對無過失責任規定下之檢討提出修法之可能。而以上兩建議，將分別於後續第四章及第五章為詳細討論，並提出具體之想法。

第四章為公司一般證券詐欺民事責任討論，本處主要因證交法本於第 20 條第 1 項為一般證券詐欺行為之禁止規定，同條第 3 項亦設有違反之民事責任，繼而本文提出回歸證交法第 20 條第 1 項責任要件為公司一般證券詐欺民事責任判斷建議。依此，公司民事責任判斷之過程，應較現行實務以連帶賠償認定之方式來說更為完整。然而，若欲以證交法第 20 條第 1 項之要件為判斷公司民事責任，須為克服者為公司證券詐欺主觀要件應如何為判斷，以及本條與民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項間之適用關係應如何為評價問題。公司證券詐欺主觀要件判斷，我國實務與學說較少對於此議題為專門論述或撰寫相關文獻內容，因而討論上將先回顧侵權行為責任下法人主觀要件推定之判斷標準，並提出本文認為現階段於證交法下逕直以推定過失之方式為公司證券詐欺主觀要件認定，恐有最終公司責任負擔過重之疑慮。同時，對於公司證券詐欺主觀要件得如何為判斷之問題，本文亦引美國聯邦法院於適用 Rule 10b-5 判斷公司證券詐欺主觀意圖時所使用之雇主責任標準、集體主觀意圖標準及高階管理代理人標準為討論，而美國學者對前述標準之檢討與建議亦為本處重要參考內容。最後，因我國實務現行判斷公司一般證券詐欺民事責任之方式，與前述美國聯邦法院所採取之公司證券詐欺主觀意圖判斷標準有相同之檢討，亦即過度單一依賴行為人之不法行為判斷結果為依據。因此，本文認為美國學者對於聯邦法院判斷標準之批評與建議，於我國法下應有一定之參考價值，並嘗試提出我國未來判斷公司證券詐欺主觀要件時，應得於行為人主觀意圖

之判斷基礎上，納入公司監督義務執行之可歸責性輔助考量標準。

至於適用證交法第 20 條第 1 項為公司民事責任判斷下，其與民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項間之適用關係討論，本文先將重點放在此兩規範下公司所負擔之民事責任性質有何差異之議題上，並以此進一步討論兩者間之適用關係評價。關於本處之民事責任性質，將以公司係為自己行為負責抑或為他人行為負責之性質為區辨，而此區辨本文認為核心應在於公司民事責任負擔之最終歸咎來源係公司本身監督義務之故意過失，或是其內部行為人侵權行為構成而產生之連帶賠償責任而言。依此，證交法第 20 條第 1 項公司所負擔之民事責任即應與民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項有所區別，前者為公司自己責任；後者為公司為他人行為負責。惟縱使對於此兩規範下公司負擔之民事責任性質為明確區辨，本文認為適用關係上，當公司未構成自己證券詐欺行為責任時，仍得有為他人行為負責之民法侵權行為規範適用空間，亦即此兩規範間並非完全互斥。然而，基於公司依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項所成立之連帶賠償責任，其仍係以其內部監督義務為基礎。據此，本文進一步提出若公司已盡職為合理監督義務執行而仍難以防免該不法行為時，未來是否得有例外排除本處法人連帶賠償規定適用之可能思考。當然，本文亦意識到排除民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項規定之適用，對於被害人損害填補將有重大衝擊，因此近期學者提出之公司次順位賠償責任制度建構，於現階段似為較緩和之思考方向²⁶。

第五章進入公司作為發行人之資訊不實證券詐欺民事責任探討。本處主要問題為發行人民事責任依證交法第 20 條之 1 及第 32 條為無過失全部賠償責任，因此於討論如何調整無過失責任前，本處欲先針對無過失責任制度之學說檢討為說明。此部分將以美國法下對於公司負擔證券詐欺民事責任之立法目的檢討為參考，並回歸我國法下發行人無過失全部賠償責任是否有相同之疑義為分析。實則，財報不實與公開說明書不實之發行人無過失責任，可能因應發行人交易地位不同而有

²⁶ 林仁光，註 16，頁 46-54。



相異之檢討與評價。因而，本章亦將對於財報不實與公開說明書不實之發行人責任規範為區別探討，並認為現階段尚不宜對證交法第 32 條之發行人責任為調整。至於財報不實部分，因發行人通常並未直接自不實資訊交易獲得直接利益，且其可歸責性確實有於整體判斷過程中為考量之必要，因而本章將針對財報不實發行人無過失責任為修法建議之提出。具體而言，本文嘗試於發行人財報不實責任負擔合理性及其監督義務責任間取得平衡，並認為得將證交法第 20 條之 1 發行人無過失民事責任調整為嚴格推定過失責任，且其免責抗辯應以嚴格標準審視之。而免責抗辯討論上，本文將以現行負責人於實務常見提出之抗辯事由為分析，並認為發行人得為主張之抗辯類型應以積極抗辯為主較為妥適，同時發行人應須證明其已盡所有必要之監督義務作為始得主張免責。

另外，若將發行人財報不實民事責任修法為嚴格推定過失，則其依現行證交法第 20 條之 1 第 5 項規定將有比例責任之適用。此時，本文將討論發行人負擔比例責任時，其與連帶賠償責任規範間之適用關係問題，而此將著重於實務較常出現之民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項及民法第 185 條之適用為討論。關於發行人連帶賠償責任，本文認為前述規定適用下所賦予發行人連帶賠償責任之性質應有所區別，且將影響發行人連帶賠償責任之範圍討論。此部分與第四章對於公司證券詐欺民事責任性質區辨相似，而本文提出民法第 185 條應係發行人構成自己證券詐欺民事責任所負擔之共同侵權行為連帶賠償責任；至於民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項則係發行人為其內部負責人之侵權行為所負擔之連帶賠償責任。對於證交法第 20 條之 1 第 5 項比例責任與民法第 185 條連帶賠償責任適用上，其連帶賠償責任之範圍，於學說及實務上仍存有不同見解²⁷。惟本文較認同以比例範圍為限之連帶賠償解釋。反之，民法第 28 條與公司法第 23 條第 2 項則因發行人係依照其內部負責人之負擔範圍為連帶，因而最終發行人恐仍會負擔全部賠償責任，此

²⁷ 林仁光，財報不實案件請求權基礎適用疑義之研究，財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心委託專案研究，頁 195-196，2025 年。相關討論請參本文第五章第三節第二項發行人財報不實連帶賠償責任之討論。

時第四章提出法人侵權行為連帶賠償責任適用之反思討論，於此處亦得有相同之思考。

最後，對於公開說明書不實為何本文認為於現階段不宜逕直為發行人無過失責任調整，此涉及證交法第 32 條之文字解釋下，其適用範圍僅限於募集發行有價證券之公開說明書不實情形。因此，縱使學說及實務皆有基於保護投資人目的，而主張認為本條適用範圍應涵蓋其他公開說明書不實類型見解²⁸，本文仍認為於明文修法確定本條適用範圍前，不宜直接調整發行人無過失責任規定。然而，無論係財報不實或是公開說明書不實情形，基於責任原則與考量公司負擔民事責任所帶來之負面影響，前述學者提出之公司次順位債務責任建構思考，於本處亦有適用與參考之價值。

第六章為結論與建議，本處將綜合整體研究脈絡與成果為總結，並分別提出一般證券詐欺及資訊不實證券詐欺類型下，本文對於公司民事責任判斷及法條調整上之建議。以上，希望本文粗淺之研究成果能夠對於未來判斷公司證券詐欺民事責任之思考上有些許幫助，進而使公司證券詐欺民事責任負擔得有更多合理性之考量討論。

²⁸ 賴英照，註 25，頁 87-90。相關討論請參本文第二章第一節第一項第三款公開說明書定義及不實民事責任規範。

第二章 公司證券詐欺民事責任規範與性質

證交法為維持證券交易市場之公開及公平環境，並且保障投資人之權益，對於證券詐欺之行為設有禁止之規定，同時設有相應之民事責任規範。而證交法對於證券詐欺之相關民事責任規範，除自然人之外，公司亦有其適用。至於公司作為發行人，其常見可能適用之證券詐欺民事責任規範為一般證券詐欺、財報不實以及公開說明書不實之類型，此分別規定於證交法第 20 條第 1 項及第 3 項、第 20 條之 1 以及第 32 條。其中，證交法第 20 條第 1 項為證交法下對於證券詐欺責任之基礎規定，其所規範之證券詐欺行為範圍最廣，因此亦稱為一般證券詐欺責任規定。證交法第 20 條之 1 及第 32 條則為財報不實與公開說明書不實之民事責任規範，其由立法者特別獨立於一般證券詐欺為規定，且明確規定發行人之民事責任。本章即欲對於以上之證券詐欺民事責任規範為說明，並對其各自法條規範之不法行為、責任主體及行為客體等解釋為討論與釐清。同時，美國一般反詐欺條款對於我國證券詐欺規範立法與解釋上具有重要之影響，其與我國規範間之異同，亦為討論我國證券詐欺民事責任議題上不得忽略之討論。

而除證券詐欺民事責任之規範外，對於證券詐欺民事責任之性質為何，亦有必要為釐清，此將影響後續對於法條適用上之思考與選擇。因此，本處最後亦將針對證券詐欺責任性質之歷年學說見解為說明，並討論目前實務通說所採取之特殊侵權行為責任見解對於法條適用上有何影響，進而於下文探討實務案例分析時，得更加理解法院對於公司證券詐欺民事責任判斷與認定上之法條適用選擇。

第一節 證交法下公司證券詐欺民事責任之規範

財報不實、公開說明書不實以及一般證券詐欺行為，為實務上公司常見作為被告之證券詐欺民事案例所會涉及之案件類型。因此，以下對於證券詐欺民事責任之討論，亦將以證交法第 20 條第 1 項、第 20 條之 1 以及第 32 條為範圍，並對於其所規範之不法行為為何，以及公司依規定所負擔之民事責任為簡要說明與討論。並

且，我國一般證券詐欺規範多有認為參考美國法 1934 年證券交易法 Section 10(b) 與 Rule 10b-5 規定²⁹。因此，對於美國法一般反詐欺條款之理解亦有必要。以下即先對於證交法下證券詐欺民事責任之規範為討論，再對於美國一般反詐欺條款之發展與適用為說明，並將其與我國法之規範為相互比較，以得出兩者規範間之異同。

第一項 證券詐欺之定義與民事責任規範

首先，證交法下對於證券詐欺之一般規定係於證交法第 20 條第 1 項，惟其所謂虛偽、詐欺或其他使人誤信之行為定義為何，將影響本條之適用範圍。同樣，證交法第 20 條之 1 及第 32 條所指之財務報告以及公開說明書定義解釋，亦有釐清之必要。另外，公司於各法條下負擔之證券詐欺民事責任有所不同，如財報不實與公開說明書不實之情形下，公司作為發行人之責任較一般證券詐欺規範更為嚴苛，對此，公司於各規範適用下所負擔之民事責任亦為本處討論之對象。惟本處對於前述法條之民事責任僅係為簡要之說明，其目的僅係為於實務分析前得有較為清楚之規範理解，至於詳細之責任要件討論，則非本處之重點。

第一款 一般證券詐欺之定義與民事責任規範

證交法第 20 條第 1 項為一般證券詐欺行為之責任規定，亦有稱為反詐欺條款。其規定有價證券之募集、發行、私募或買賣，若有虛偽、詐欺或其他足以致生他人誤信之行為即構成本條之違反，並於同條第 3 項設有民事責任規定。然而，本條所謂之「有價證券募集、發行、私募或買賣」所指為何？以及虛偽、詐欺或其他足以致生他人誤信之行為定義為何？皆仍須有所解釋，以下即先針對以上問題為說明，再為本條之其他民事責任要件為簡要討論。

一、何謂一般證券詐欺之行為

依證交法第 20 條第 1 項之規定，所謂一般證券詐欺，係指於有價證券之募集、

²⁹ 曾宛如，論證券交易法第二十條之民事責任—以主觀要件與信賴為核心，臺大法學論叢，33 卷 5 期，頁 59，2004 年。

發行、私募或買賣情形下，為虛偽、詐欺或其他足以致生他人誤信之行為。

(一) 有價證券之募集、發行、私募或買賣行為

首先，關於有價證券之募集、發行、私募或買賣定義，本處所謂「有價證券」係規定於證交法第 6 條。本條第 1 項即明定本法指稱之有價證券包含政府債權、公司股票、公司債券及經主管機關核定之有價證券；除此之外，第 2 項亦補充新股認購權利證書、新股權利證書等與前項各種相關之有價證券價款繳納憑證或表明權利證書，皆得視為本法之有價證券。另外，針對本條所規定之有價證券定義解釋，有學者認為主管機關於判斷是否為有價證券時，應考量該證券性質是否具保護必要性，以及相關法律是否已有適當之規範兩點，而若無保護必要性或其他相關之適當保護規範已存在，則該證券應無再於證交法上為保護之必要³⁰。

有價證券之「募集、發行及私募」行為，於證交法上亦設有定義性之規定。證交法第 7 條第 1 項規定，所謂募集係指發行人於公司成立前或發行公司於發行前，對非特定人為公開招募之行為；而同法第 8 條則規定，所謂發行係指發行人於募集後製作並交付，或以帳簿劃撥方式交付有價證券之行為。然何謂證交法第 7 條第 1 項之「非特定人」，則有須要進一步解釋。有實務認為違反證交法第 20 條第 1 項將會有刑事之責任，因而所謂非特定人應係指公司原有股東、員工以及協議認購股份之特定人以外之人而言³¹。惟對於已公開發行公司而言，縱使其係對於原有之股東或員工為發行，除非係依照證交法第 43 條之 6 為私募，否則仍應依同法第 22 條第 1 項之規定為辦理申報生效。因而學說有認為若已公開發行公司對其原股東或員工為募集或發行時涉及虛偽或詐欺等情，仍應為證交法第 20 條第 1 項之違反³²。至於非已依證交法發行股票之公司，基於證交法第 6 條第 1 項之條文於立法過程中將「公開募集、發行」文字刪除，有學者即認為解釋上證交法第 20 條第 1 項之

³⁰ 賴英照，註 25，頁 46-47。

³¹ 王志誠，證券詐欺罪「募集、發行、私募或買賣」要件之認定，月旦法學教室，267 期，頁 26，2025 年。

³² 戴銘昇，論證券詐欺之構成要件與民事責任，證交資料，540 期，頁 35-36，2007 年；王志誠，註 31。

適用不限於該有價證券是否公開發行，若其向非原股東、員工等非特定人為募集、發行時涉及虛偽或詐欺之情事，仍應有證交法第 20 條第 1 項之適用³³。另外有關私募行為，則於證交法第 7 條第 2 項有規定，其係指已依證交法發行股票之公司依同法第 43 條之 6 第 1 項及第 2 項，對特定人為招募有價證券之行為。所謂特定人，依證交法第 43 條之 6 第 1 項第 1 至 3 款規定，係指銀行業、保險業等金融機構、符合主管機關條件之自然人、法人或基金³⁴、該公司之董事、監察人及經理人而言³⁵。至於所謂「買賣」有價證券之定義，證交法或公司法中均無針對買賣有相關之特別定義性規定，因而有關有價證券之買賣行為，依證交法第 2 條應回歸適用民法對於買賣之相關規定³⁶。而證交法第 20 條第 1 項作為一般證券詐欺規範，本質上應發揮保護投資人之作用，對於是否為本條保護之範圍，本文認為既然條文係以「有價證券募集、發行、私募或買賣」為規定，因此縱使非於公開市場上為集中交易，其有價證券之買賣本身若涉及詐欺或使人誤信之行為，應即有本條之適用。至於前述學者討論之向非特定人為募集、發行，本文認為公司之原股東或員工對於有價證券資訊之能力或許並無如證交法第 43 條私募所規定之董事、經理人等專業，其於證券詐欺之行為下仍有保護之必要性存在。因此，對於學者提出發行公司向原股東及員工為募集、發行時涉及證券詐欺情事時，仍應有證交法第 20 條第 1 項之適用見解，本文認為應屬合理³⁷。

（二）虛偽、詐欺或足致他人誤信之行為

證交法第 20 條第 1 項規定之虛偽、詐欺或其他足以致生他人誤信之行為，其

³³ 賴英照，註 25，頁 237；王志誠，註 31，頁 27。

³⁴ 主管機關詳細說明，請參金管會 112/9/12 金管證發字第 1120383220 號函。

³⁵ 證交法第 43 條之 6 第 1 項：「公開發行股票之公司，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意，對左列之人進行有價證券之私募，不受第二十八條之一、第一百三十九條第二項及公司法第二百六十七條第一項至第三項規定之限制：一、銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或機構。二、符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金。三、該公司或其關係企業之董事、監察人及經理人」。

³⁶ 賴英照，註 25，頁 238。

³⁷ 對於已公開發行公司向原股東或員工為募集、發行之行為，有認為其原股東或員工之數量可能眾多，實則已與公開發行並無二致。請參賴英照，註 25，頁 63-64。

虛偽係指：「陳述之內容與客觀事實不符，而為陳述者在陳述時明知而言³⁸」。詐欺則係指：「騙取他人財物為目的所為之欺罔行為³⁹」。至於其他足以致生他人誤信行為，則有認為解釋上應係指：「陳述之內容有缺漏，或是其他原因，產生相對人對事實了解出現偏差之效果⁴⁰」。而針對其他足以致生他人誤信之行為，其是否須達詐欺程度之疑義上，有學者認為證交法第 20 條將「其他足以致生他人誤信」之行為與虛偽、詐欺行為並列，且係以「其他……行為」之文字為規定，因而本條上位行為概念應係「其他足以致生他人誤信行為」⁴¹。依此說法，則本條之其他足以致生他人誤信行為，並不須達詐欺之程度，僅須其行為足以對於他人產生誤信之效果即可。而本文認為依本條之文義觀察，其係規定「或其他足致他人誤信之行為」，此解釋下重點應係該行為是否使他人產生錯誤之信賴。惟因其同時又以虛偽、詐欺文字為例示，因此對於其他足以致生他人誤信之行為，似不應與詐欺、虛偽此種具有較強烈意圖之主觀心態有相差太多之解釋⁴²。

二、一般證券詐欺民事責任

證交法第 20 條第 1 項之違反，其民事責任係規定於同條第 3 項，其規定：「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」。關於本條之民事責任性質，實務及多數學說認為係屬特殊侵權行為責任類型，而主要依據係以證交法之立法意旨係為保護投資人，因而無論行為人是否為契約之相對人，受侵害人皆應得向其為賠償請求⁴³。至於一般證券詐欺之民事責任，

³⁸ 張心悌，證券交易法中虛偽陳述之民事責任—兼論大陸銀廣廈案，月旦民商法雜誌，3 期，頁 170，2004 年；戴銘昇，註 32，頁 32；賴英照，註 25，頁 238。

³⁹ 張心悌，註 38。

⁴⁰ 賴英照，註 25，頁 239；張心悌，註 38。

⁴¹ 戴銘昇，註 32，頁 33。

⁴² 學說上亦有認為證交法第 20 條第 1 項之其他足致他人誤信之行為，解釋上應與詐欺、虛偽具有相同之性質，否則條文應會直接以任何足致他人誤信行為為規定。請參曾宛如，註 29，頁 62。

⁴³ 王志誠，發行市場證券詐欺規範之解釋及適用，律師雜誌，297 期，頁 20，2004 年；邵慶平，財報不實損害賠償的法律解釋與法理適用—最高法院 111 年度台上字第 21 號民事判決，台灣法律人，20 期，頁 128，131，2023 年。關於證券詐欺民事責任性質之討論，請參本文第二章第三節第一項證交法下證券詐欺民事責任之性質。



除須符合虛偽、詐欺或其他足以致生他人誤信行為之客觀構成要件外，其仍須構成主觀要件及因果關係要件。主觀要件上，學者多有依文義解釋及參考美國 1934 年證券交易法 Section 10(b)與 Rule 10b-5 規定，認為本條之主觀要件應限於故意或至少重大過失⁴⁴。而實務上對於本條之主觀要件是否擴及於過失，則尚未有統一之定論⁴⁵。因果關係要件部分，於證交法下通常區分為交易因果關係及損失因果關係，前者係指投資人為投資之決定與該不實陳述間具因果關係而言；後者則係指該不實陳述與投資人之損害間具因果關係而言。另外，因果關係之證明因證券市場資訊流通龐大且快速，投資人多難以舉證其實際閱覽或接觸過不實之陳述或資訊，因而我國學說即有討論美國法下發展出之詐欺市場理論適用，以使投資人得以推定方式證明交易因果關係⁴⁶。惟近期最高法院有判決認為我國法下之侵權行為損害賠償規範與美國法仍有不同，對於證交法未為規定之損害賠償部分應回歸民法，至於舉證責任分配之問題，則有民事訴訟法第 277 條規定之適用⁴⁷。損失因果關係證明上，投資人須自行舉證其受之損害與不實陳述間之因果關係，本處即無推定因果關係之適用空間，而對於證明損害因果關係舉證程度亦有不同之討論⁴⁸。

⁴⁴ 曾宛如，註 29，頁 61-62；賴英照，註 25，頁 252；張心悌，註 38，頁 169。

⁴⁵ 賴英照，註 25，頁 252。

⁴⁶ 王志誠，企業財務報告編製之法律風險及法律責任，月旦民商法雜誌，59 期，頁 92-93，95-96，2018 年；林仁光，股份有限公司財務報告之編製義務，月旦法學教室，209 期，頁 56，2020 年；郭大維，我國證券詐欺訴訟「因果關係」舉證之探討—以美國法為借鏡，月旦法學教室，28 期，頁 90，2005 年。

⁴⁷ 請參最高法院 111 年度台上字第 21 號民事判決：「查我國民事損害賠償體例採德國全部損害賠償主義，而與美國法、日本法、法國法採限制賠償主義不同。……我國證交法因財報不實之特殊侵權行為損害賠償責任，證交法未特別規定者，應回歸適用民法一般侵權行為法規定，包括民法第 213 條損害賠償填補損害、回復原狀原理。至於舉證責任分配，仍依民事訴訟法第 277 條規定為之。因此，美國法有關(1)損害發生原因或採擬制因果關係（美國在 Basic Inc. v. Levinson 一案中，以團體訴訟之背景為動力，結合了效率市場理論發展出「詐欺市場理論 the Fraud-on-the-Market Theory」，就投資人之交易與不實資訊間擬制因果關係存在）……即無直接適用、類推或引為我國法解釋法理基礎之餘地。」；另後續最高法院 111 年度台上字第 2511 號民事判決亦以民事訴訟法第 277 條但書為交易因果關係舉證責任之分配。

⁴⁸ 相關討論得參張心悌，從美國最高法院 Dura 案思考證券詐欺之損失因果關係，月旦法學雜誌，155 期，頁 220-228，2008 年。

第二款 財務報告定義及不實民事責任規範



財務報告為公司股東及市場上投資人得以知悉公司之經營、財務狀況之重要參考依據，因此證交法第 36 條對於公開發行公司設有資訊公開之規定，主管機關亦對於相關資訊公開之內容、製作等設有一定之規範。而若財務報告及財務業務報告製作上有內容不實，證交法於第 20 條、第 20 條之 1 設有民事責任規定。至於何謂證交法第 20 條第 2 項之財務報告及財務業務文件，為討論財務報告不實民事責任前，應先確認之定義。並於確認財報不實規定之規範客體後，再對於財報不實之民事責任及損害賠償範圍為說明。

一、財報不實之行為客體—財務報告及財務業務文件

證交法第 20 條第 2 項規定，依證交法規定申報或公告之財務報告或財務業務報告文件不得有虛偽或隱匿之記載。若有違反，依證交法第 20 條之 1 規定，發行人須負無過失全部賠償責任。依此，關於財報不實民事責任行為客體係為「依證交法規定申報或公告之財務報告及財務業務文件」。

何謂財務報告，依證交法第 14 條之規定，係指發行人及證券商、證券交易所依法令規定，應定期編送主管機關之財務報告而言。而此財務報告之編製內容、適用範圍、程序等應遵循之編製準則，則由主管機關依證交法第 14 條第 2 項授權訂定之「證券發行人財務報告編製準則」為規範⁴⁹。依證交法第 14 條對於財務報告之定義，可知係指「定期」應編送至主管機關之財務報告而言，而所謂定期應編製並送主管機關為申報公告之財務報告，於證交法第 36 條為規定。證交法第 36 條第 1 項規定，依本法發行有價證券之公司除特殊情形外，應定期編製年度財務報告以及季財務報告。至於財務報告應記載之內容於證交法規定中亦得窺探一二，例如證交法第 14 條第 5 項規定，上市（櫃）發行公司依同條第 2 項編製之年度財務報告，應為公司之薪酬制度、全體員工之平均薪資及調整情形、董事及監察人之酬

⁴⁹ 關於發行人之財務報告編製義務討論，請參本文第三章第一節第一項第一款發行人財務報告編製義務。

金等資訊揭露。

除財務報告外，財報不實之行為客體仍包含財務業務文件，然證交法並未對於何謂財務業務文件有明確之定義，因此有進一步解釋之空間。有學者認為，本處依證交法第 20 條第 2 項之文義觀察，係以「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」作為行為客體規範，因此解釋上應著重在依法令所申報公告之文件而言⁵⁰。另有學者進一步指出，本條所謂「依本法」編製，其解釋上範圍應擴及至主管機關依證交法授權制定之相關法規命令⁵¹。而本文認為，財務業務文件之定義十分廣泛，以保護投資人之立場而言，若採限於證交法規定之應申報公告文件似有所侷限，解釋上應得擴及至證交法授權主管機關制定之相關應申報公告之財務相關文件較為妥適。

二、財報不實之民事責任

財報不實之行為，若使投資人因而產生誤信，並購買該證券並受到損害，此亦屬於證交法下證券詐欺之行為，而有前述證交法第 20 條第 1 項、第 3 項之民事責任適用。然而，證交法第 20 條於 1988 年修正新增第 2 項之財務報告不實行為，並於 2006 年新增第 20 條之 1 之財報不實民事責任規範，以此將財報不實之責任特別為獨立規定⁵²。而發行人作為財報不實民事責任主體，依證交法第 20 條之 1 規定下，其所負擔之民事責任顯較其他責任主體嚴格。以下即簡要說明發行人之財報不實民事責任，以及其與其他責任主體間之責任設計差異。

依證交法第 20 條之 1 規定，財報不實之民事責任主體包含發行人、發行人之負責人、曾於財務報告或財務業務報告上為簽章之職員、辦理財務報告或財務業務文件報告簽證之會計師。其中，除發行人之外，前述其他責任主體依證交法第 20 條之 1 第 2 項及第 3 項規定，設有舉證免責抗辯條款適用。依此，除發行人係為

⁵⁰ 王志誠，財務報告不實之民事責任，月旦財經法雜誌，1 期，頁 129，2005 年。

⁵¹ 林國全，財報不實之民事責任，月旦民商法雜誌，48 期，頁 8-9，2015 年。

⁵² 關於證交法第 20 條第 2 項及第 20 條之 1 立法沿革與立法理由討論，請參本文第二章第二節第一項財報不實民事責任之修法討論。

無過失全部責任外，其負責人或職員皆係為推定過失責任，並得舉證其已盡相當注意義務且具合理確信該內容無虛偽不實，以推翻推定之過失責任⁵³。至於會計師責任，依本條第 4 項規定，其須由被害投資人舉證其於辦理財務報告或財務業務文件簽證時，有不正當行為或違反、廢弛其業務上應盡之義務，始為民事責任賠償。亦即，會計師於本條係負一般過失責任。以上，發行人之財報不實責任並無舉證推翻之條款適用，且其係為無過失全部賠償責任，因而亦無證交法第 20 條之 1 第 5 項之比例責任適用。由此可知，發行人於證交法規定下之財報不實民事責任係較其他責任主體嚴格。

另外，財報不實之民事責任成立，除上述之主觀要件依不同責任主體而有不同規定外，客觀上財務報告亦須構成主要內容有虛偽不實之要件，亦即該不實陳述內容須對於一般理性投資人有投資判斷上之影響⁵⁴。此主要內容之判斷亦常會提及美國法下重大性判斷標準，其中常見之討論主要圍繞在 Basic 案所發展出之不實資訊事實發生之可能性與影響性標準⁵⁵，及 TSC 案⁵⁶發展出之一般理性投資人是否受該不實內容影響之標準⁵⁷。其中，Basic 案判決係為處理公司合併此種具不確定因素之不實資訊案件下，難以判斷該資訊對於一般理性投資人所產生之影響及信賴程度問題，並提出應同時考量該事實發生機率及其對公司影響力大小兩者之判斷方式⁵⁸。至於本條之因果關係要件，其判斷上同證交法第 20 條第 1 項係以交易因果關係及損失因果關係為認定。

⁵³ 至於免責抗辯之事由，通常得分為積極抗辯與消極抗辯，於實務觀察下，行為人主張未實際參與事務、未參加會議等主張等消極抗辯時，法院多傾向不為採納；而對於積極抗辯之主張，如曾向主管機關舉發、曾於會議中提出異議等，則有較多機會被法院認為已盡相當之注意義務。請參張心悌，證券交易法財報不實之免責抗辯事由，月旦法學教室，174 期，頁 23-25，2017 年；賴英照，註 25，頁 170-176。

⁵⁴ 賴英照，註 25，頁 90。

⁵⁵ Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 238 (1988). “Under such circumstances, materiality will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activity.”

⁵⁶ Tsc Indus. v. Northway, 426 U.S. 438, 445 (1976). “The question of materiality, it is universally agreed, is an objective one, involving the significance of an omitted or misrepresented fact to a reasonable investor.”

⁵⁷ 張心悌，註 38，頁 170-171。

⁵⁸ Basic Inc. v. Levinson, *supra* note 55, at 232.

第三款 公開說明書定義及不實民事責任規範

證交法對於資訊公開之規範，除財務報告外亦設有公開說明書揭露之規定，並同樣於證交法第 32 條設有不實記載之民事責任規定。因而以下將就本條公開說明書不實定義及民事責任為說明。

一、公開說明書之定義及證交法第 32 條之適用範圍

公開說明書多於發行人募集發行有價證券實為編製，其應記載之內容依證交法第 30 條第 2 項授權予主管機關為規定。然而，公開說明書並非僅於募集發行有價證券時始須為編製，依證交法或相關主管機關規範下，亦有其他類型之公開說明書編製要求。有疑義在於，除募集發行所編製之公開說明書外，其他類型之公開說明書是否有證交法第 32 條之適用，此於學說及實務上仍存有爭議。以下即先針對公開說明書之類型、應記載事項為說明，再對於證交法第 32 條之適用範圍解釋為討論。

（一）公開說明書之定義及應記載內容

所謂公開說明書，依照證交法第 13 條之規定，係指發行人為有價證券之募集或出賣，而依本法規定向公眾提出之說明文書。依此規定，所謂公開說明書應符合以下要件：1.須為發行人提出 2.須係為有價證券之募集或出賣目的 3.須依證交法之規定所提出 4.須為書面形式⁵⁹。然而，依證交法及相關主管機關之法規命令，並非僅於募集發行有價證券時始須編製公開說明書。其他須為公開說明書編製情形，如依證交法第 30 條第 3 項申請上市、上櫃應加具之公開說明書、證交法第 42 條第 2 項規定之補辦公開發行說明書、證交法第 43 條之 4 第 1 項之公開收購說明書、老股承銷依發行人募集與發行有價證券處理準則第 62 條規定，亦應交付公開招募說明書⁶⁰。而以上除依證交法第 30 條第 1 項編製之情形外，其他公開說明書嚴格而言皆非證交法第 13 條文義下之公開說明書，因而其是否皆有證交法第 32 條民事

⁵⁹ 賴英照，證券法律的未竟之業，中原財經法學，28 期，頁 4，2012 年。

⁶⁰ 詳細公開說明書編製情形之相關討論，請參賴英照，註 59，頁 5-9。

責任規定之適用，則產生解釋上爭議⁶¹。

另外，關於公開說明書記載內容範圍十分廣泛，其中亦包含證交法第 20 條第 2 項規定之財務報告文件相關內容。至於公開說明書中應行記載之事項，證交法第 30 條第 2 項授權主管機關為規範制定。除銀行、證券、保險等金融業外，公司編製公開說明書所應記載之內容規定於「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」(下稱編製準則)⁶²。依此編製準則，其公開說明書之內容應包含公司概況、營運概況、公司發行計劃及執行情形、公司財務概況與其他特別應記載事項。其中，依編製準則規定，財務概況內容即須包含近五年之簡明財務資料⁶³，以及近兩年之財務報告與會計師查核簽證意見等資料⁶⁴。依此，若財務報告內容有隱匿或虛偽之記載，該不實內容亦可能被記載於公開說明書中，使該不實記載內容同時涉及公開說明書不實及財報不實之規定。

(二) 證交法第 32 條之公開說明書不實適用範圍解釋

依證交法第 32 條第 1 項之條文，其係以「前條之公開說明書……」文字為規定。因此，依文義解釋下，其行為客體係指證交法第 31 條第 1 項所規定於募集有價證券時，應交付與認股人或應募人之公開說明書而言。惟正如前述，並非僅於募集發行有價證券時始須編製公開說明書，因而證交法第 32 條規定之公開說明書定義解釋及本條適用範圍之問題，討論上仍有不同意見⁶⁵。

首先，以法條文義解釋為思考，證交法第 30 條第 1 項及證交法第 31 條第 1 項條文，其個別針對募集發行有價證券時，公司應於申請審核時加具公開說明書，以

⁶¹ 賴英照，註 25，頁 78-80。

⁶² 有關銀行、證券、保險等金融及信託等特定行業，其募集發行有價證券之公開說明書，應依「金融業募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」等規定為辦理。

⁶³ 本處簡明財務資料係指公司近五年之資產負債表及綜合損益表資料、近五年簽證會計師查核意見、近五年財務資料綜合分析及會計項目重大變動說明等。詳細請參公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則第 27 條。

⁶⁴ 公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則第 28 條第 1 項第 1 款：「財務報告應記載下列事項：一、發行人申報募集發行有價證券時之最近二年度財務報告及會計師查核報告，並應加列最近一季依法公告申報之財務報告」。

⁶⁵ 賴英照，證券交易法五十年，月旦法學雜誌，293 期，頁 24-25，2019 年。



及募集時應交付公開說明書為規定。依此，證交法第 32 條第 1 項所謂「前項之公開說明書」解釋上僅限於公司募集有價證券時所編製之公開說明書而言。而除公開收購說明書因證交法第 43 條之 4 第 2 項準用第 32 條外，其他如上市上櫃申請、補辦公開發行、老股承銷時所編製之公開說明書，文義解釋上皆非本條適用之範圍。惟若依嚴格之文義解釋下，證交法第 32 條之適用範圍將僅限於募集發行公開說明書內容不實之情形，此恐有損本條保障投資人之目的，因此學者有認為本條之適用，解釋上應包含初次發行或再次發行所編製之公開說明書⁶⁶。然而，亦有學者提出不同意見，認為法律解釋仍不宜偏離文義，因此在修法前，證交法第 32 條之公開說明書不實適用範圍，仍應限於募集有價證券所編製之公開說明書不實情形⁶⁷。

本文認為，基於投資人保障之立法目的，資訊公開規範即係為使投資人得以知悉正確資訊並以之為投資判斷參考，同時主管機關亦得藉由公告申報之資訊為監管執行。而前述之規範目的應不會受到公開說明書是否係於募集發行有價證券編製而有所影響，於立法目的解釋上，將公開說明書為限縮解釋似有不妥。學者亦有認為證交法第 32 條文義上未包含其他公開說明書種類之適用，應係立法時之疏漏，若以本條保護投資人取得正確之公開資料目的為解釋，實應立法將其他公開說明書之種類納入本條保護之範圍⁶⁸。因而，證交法第 32 條之適用範圍，應不限於募集發行有價證券之公開說明書類型較為妥適，惟此問題仍應由立法機關明文修法始為根本解決之道。

二、公開說明書不實之民事責任

若公開說明書有虛偽或隱匿之不實內容時，其民事責任規定於證交法第 32 條。至於本條之責任主體除發行人、發行人之負責人、曾於公開說明書上簽章以證實所

⁶⁶ 王志誠，註 43，頁 24-25。須為補充者，本文作者最終還是認為證交法第 32 條之公開說明書適用範圍應回歸文義解釋，因此本條之適用範圍仍限於募集、發行所提出之公開說明書；至於上市上櫃申請所編製之公開說明書，因證交法第 30 條第 3 項增列其準用同條第 1 項募集發行有價證券應加具公開說明書之規定，依其立法意旨，作者認為上市上櫃申請之公開說明書，解釋上亦得為證交法第 32 條之適用範圍。

⁶⁷ 賴英照，註 59，頁 14；王志誠，註 43，頁 25。

⁶⁸ 賴英照，註 59，頁 20。

載內容之一部或全部之職員外，亦包含於公開說明書上簽章以證實所載內容一部或全部之會計師、律師或工程師等專門職業或技術人員。而與財報不實之情形相同，發行公司於本條同樣為無過失全部賠償責任負擔，且無免責條款之適用。因此，發行公司之公開說明書不實民事責任亦係較為嚴格。

而證交法第 32 條第 2 項規定行為人之舉證推翻免責條款，並分別針對該不實內容是否經專門人員為簽證，而有不同之免責條件⁶⁹。然而，本條之免責抗辯規定明文排除發行人之適用，因此客觀上若有公開說明書不實之情形，且致投資人產生損害，原則上發行公司即須為全部賠償責任。至於客觀要件外，本處因果關係要件上，原告則同樣須分別為交易因果關係及損失因果關係之證明。另外，值得注意的是，證交法第 32 條第 1 項即有明文各責任主體間之連帶賠償民事責任關係。此與證交法第 20 條之 1 規定不同，並無所謂比例責任制度之適用。同時，亦無須再藉由民法侵權行為相關規範為責任主體間之連帶賠償認定。

第二項 美國法下一般反詐欺條款之規範

證券詐欺之規範及民事責任於美國法下發展悠久，且我國證交法對於證券詐欺之禁止規定及民事責任設計上，多認為有參考美國法之證券詐欺責任規範⁷⁰。實務判決或學說討論上，亦常引美國法下證券詐欺責任規定及要件判斷方式為討論。因此，於探討我國證券詐欺於證交法下之責任規範後，亦有必要對於美國證券詐欺規範為相關討論與理解。以下即先以美國法一般反詐欺條款之發展為說明，並再針對 1934 年證券交易法 Section 10(b)及 Rule 10b-5 為說明。最後則回歸美國一般反詐欺條款與我國證券詐欺規範為相互參照，以得出我國與美國法對於證券詐欺規範間之相似與不同之處。

⁶⁹ 證交法第 32 條第 2 項：「前項第一款至第三款之人，除發行人外，對於未經前項第四款之人簽證部分，如能證明已盡相當之注意，並有正當理由確信其主要內容無虛偽、隱匿情事或對於簽證之意見有正當理由確信其為真實者，免負賠償責任；前項第四款之人，如能證明已經合理調查，並有正當理由確信其簽證或意見為真實者，亦同」。

⁷⁰ 曾宛如，註 29。

第一款 一般反詐欺條款民事責任之發展

美國法下對於證券詐欺之規範，最主要被提及者為美國 1934 年證券交易法 Section 10(b)(下稱 Section 10(b))，以及聯邦證券管理委員會(下稱 SEC)經由 1934 年證券交易法授權而制定之 Rule 10b-5 規定。但實則無論係 Section 10(b)，或其授權 SEC 所制定之 Rule 10b-5 規定，其皆無明文規定違反之民事責任，因此過往即產生原告似無法依 Rule 10b-5 規定為民事賠償請求之爭議⁷¹。然美國聯邦法院 Kardon 案⁷²，以 Rule 10b-5 保護投資人之立法意旨，認為本條應有隱含私人訴權，繼而開創投資人得依 Rule 10b-5 規定為證券詐欺民事賠償請求之見解⁷³。本案聯邦法院對於 Rule 10b-5 得作為民事賠償請求之依據，有以多種理由回應被告所提出之抗辯，其中以立法目的出發之論點，係認為證券交易法之目的即係為排除各種證券詐欺之行為，而私人訴權之機制對於此立法目的之達成有所助益，不得僅因民事責任未明文規定，即認為沒有私人訴權之適用⁷⁴。

而於 Section 10(b)及 Rule 10b-5 規定被賦予私人訴權後，美國聯邦法院對於前述法條之責任及要件發展討論逐漸蓬勃。首先，因 Rule 10b-5 成為得以請求證券詐欺民事賠償之法條依據後，證券詐欺案件訴訟逐漸有利於原告，但於保守派人員之影響下，聯邦法院亦漸有作出限縮或較為保守之法條解釋⁷⁵。美國聯邦法院 Blue Chip Stamps 案即對於 Section 10(b)及 Rule 10b-5 之請求權人範圍作出限縮解釋，認為僅實際買賣有價證券之人始得依本條為賠償請求⁷⁶。對於此處請求權人之限縮解釋，判決提出理由在於：1. Section 10(b)係以” in connection with the purchase or sale”文字為規範，且於 SEC 提案將意圖買賣之文字納入本條規定後(in connection

⁷¹ 賴英照，橫看從寬側從嚴——美國證券詐欺民事責任的司法辯論，臺灣財經法學論叢，1 卷 1 期，頁 3，2019 年。

⁷² Kardon v. National Gypsum Co., 69 F. Supp. 512 (1946).

⁷³ 有關本案詳細介紹說明，請參賴英照，註 71，頁 3-9。

⁷⁴ Kardon v. National Gypsum Co., *supra* note 72, at 514.

⁷⁵ 賴英照，註 71，頁 27。

⁷⁶ Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975).

with the purchase or sale of, or any attempt to purchase or sell, any security)，國會亦未通過該修正案⁷⁷。同時，過去聯邦第二巡迴上訴法院 Birnbaum 案，其將請求權人限於實際買賣有價證券之人見解亦被後續法院為接受⁷⁸，且國會對此結果亦未有修法改變之行動⁷⁹。依此，本案法院以立法角度推測國會應無欲將 Section 10(b)之請求權人範圍擴及至未實際買賣之投資人。2. 本案法院亦表達若將請求權人範圍擴及至未實際買賣有價證券之人，恐產生濫訴問題之疑慮。因此，縱使意識到限縮解釋對於投資人保護恐產生不足之爭議，仍基於政策考量認為 Section 10(b)之請求權人應限於實際買賣有價證券之人⁸⁰。除請求權人範圍外，對於證券詐欺行為主觀要件是否擴及於過失行為議題上，美國聯邦法院 Hochfelder 案亦作出相對限縮之解釋⁸¹。本案判決認為證券詐欺行為須具備“scienter”之主觀意圖，至於所謂 scienter，法院解釋認為係指具備意圖操縱、欺騙或詐欺之心態而言⁸²。

前述對於證券詐欺要件上之解釋，對於原告賠償請求上增加不少難度，惟聯邦法院亦有對於證券詐欺舉證責任作出有利於原告之解釋。1988 年之 Basic 案，聯邦最高法院即肯認詐欺市場理論之適用，使投資人得以推定之方式證明其因信賴不實陳述而買賣有價證券之因果關係⁸³。而詐欺市場理論之發展，主要源於原告時

⁷⁷ Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, *supra* note 76, at 731-733. 針對立法層面觀察，本案法院亦有提及 1933 年證券法 Section 11(a)及 1934 年證券交易法 Section 9、18 等規定，指出其對於違反相關資訊揭露之賠償請求權人範圍，亦係限於實際買賣有價證券之人，並以之作為法規範上之參照。See Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, *supra* note 76, at 735-736.

⁷⁸ Birnbaum v. Newport Steel Corp., 193 F.2d 461, 462-464 (1952).

⁷⁹ Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, *supra* note 76, at 730-731, 733.

⁸⁰ Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, *supra* note 76, at 738-742. 針對本案限縮請求權人範圍之說理，有學者認為其中濫訴之理由並未有足夠實證資料為根據，且其提出 1933 年證券法 Section 11(a)對於濫訴之應對作法係由原告為負擔訴訟費用，而非直接縮減請求權人範圍。See Gary J. Aguirre, *Closing the Fraud-Free Zone on Errant Gatekeepers?* 28 DEL. J. CORP. L. 447, 465-470 (2003).

⁸¹ Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976).

⁸² Ernst & Ernst v. Hochfelder, *supra* note 81, at 193. “...a private cause of action for damages will lie under § 10(b) and Rule 10b-5 in the absence of any allegation of “scienter”- intent to deceive, manipulate, or defraud.” 關於本案法院之判決理由與討論，請參本文第四章第二節第一項美國法下之證券詐欺主觀要件討論。

⁸³ Basic Inc. v. Levinson, *supra* note 55, at 247. “An investor who buys or sells stock at the price set by the market does so in reliance on the integrity of that price. Because most publicly available information is reflected in market price, an investor's reliance on any public material misrepresentations, therefore, may be presumed for purposes of a Rule 10b-5 action.”

常陷入其交易行為與不實陳述間之因果關係證明困境，尤其於未為揭露之隱匿資訊更使原告舉證之難度增加⁸⁴。其次，市場中流通之資訊大量且混雜，投資人常因未實際閱讀或接觸該不實資訊，而導致其無法證明交易因果關係之窘境⁸⁵。因此，Basic 案肯認詐欺市場理論得適用於交易因果關係證明之見解，著實減輕被害投資人不少舉證上之壓力。然而，關於詐欺市場理論之適用於實務或學說上，實則產生不少討論與爭議。首先，Basic 案最終肯定詐欺市場理論得作為交易因果關係舉證之方式，其主要理由係認為證券市場就如同交易相對人間之平台，而其流通之各種資訊，即為交易之一方藉由此平台提供與他方之資訊⁸⁶。又於效率市場中，各種流通於市場之資訊將反映於股價上，因此當投資人信賴市場股價時，即得視為投資人係信賴市場中交易相對人所提供之資訊，因此得推定出交易因果關係⁸⁷。惟本案不同意見書則認為，關於詐欺市場理論中所謂之效率市場，並未被經濟學專家為證實，此部分不應由非專業之司法為解釋⁸⁸。並且，詐欺市場理論將使未實際接觸不實陳述或資訊之投資人亦可能得為賠償之請求，此擴張證券詐欺賠償適用範圍之結果，似有違反過往國會對於資訊揭露予投資人之證券規範政策⁸⁹。實則，於 Basic 案作成後，部分下級審法院仍有以是否為效率市場之解釋為排除或限縮詐欺市場理論之適用⁹⁰。然針對是否為效率市場之討論，學說討論上有認為詐欺市場理論真正核心重點應在於市場上之不實資訊是否對股價造成影響，而究竟是否為效率市場之判斷應非重點所在⁹¹。

以上，Section 10(b)及 Rule 10b-5 由 Kardon 案開創其私人訴權後，隨著聯邦

⁸⁴ Jill E. Fisch, *The Trouble with Basic: Price Distortion After Halliburton*, 90 WASH. U. L. REV. 895, 901 (2013).

⁸⁵ Jill E. Fisch, *supra* note 84, at 901-902.

⁸⁶ Basic Inc. v. Levinson, *supra* note 55, at 244.

⁸⁷ Basic Inc. v. Levinson, *supra* note 55, at 246-247.

⁸⁸ Basic Inc. v. Levinson, *supra* note 55, at 253.

⁸⁹ Basic Inc. v. Levinson, *supra* note 55, at 258-259.

⁹⁰ Jill E. Fisch, *supra* note 84, at 911.

⁹¹ Mark Klock, *The Enduring Legacy of Modern Efficient Market Theory After Halliburton V. John*, 50 GA. L. REV. 769, 771 (2016); Donald C. Langevoort, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, 2009 WIS. L. REV. 151, 161 (2009); Jill E. Fisch, *supra* note 84, at 913.

法院之判決解釋變遷，其責任要件亦有限縮與擴張之發展軌跡。後續聯邦法院 Central Bank 案⁹²、Stoneridge 案⁹³及 Janus 案⁹⁴，又對於次要行為人是否為 Section 10(b)及 Rule 10b-5 之規範對象，作出限縮之解釋。首先，Central Bank 案認為幫助或教唆詐欺之次要行為人並不屬於 Section 10(b)所規範之範圍⁹⁵。其理由主要回歸法條文義及過往實務案例對於 Section 10(b)之解釋與適用為出發，並認為於文義解釋下，本條規定並未禁止幫助及教唆證券詐欺之行為⁹⁶。同時，本案法院認為若將幫助及教唆之人納入本條為規範，恐產生原告未有信賴該幫助或教唆人之陳述或行為，但幫助或教唆人之證券詐欺民事責任仍成立之不合理情形⁹⁷。惟本案雖認為 Section 10(b)及 Rule 10b-5 規定未包含禁止幫助及教唆詐欺之行為，其亦非完全排除證券詐欺次要責任之空間。本案於判決最後指出，任何人或主體（包含律師、會計師、銀行等）有為操縱、詐欺或發佈不實陳述之行為，且使買賣有價證券之投資人對其詐欺或不實陳述行為產生信賴，仍將可能構成本處證券詐欺之民事責任⁹⁸。而於 Centra Bank 案作出後，隨後 Stoneridge 案更承繼其意旨，對於次要行為人之責任為限縮解釋⁹⁹。Stoneridge 案法院認為，於 Central Bank 案後，即有提案認為應修改證券交易法以將幫助及教唆人之責任納入規範，惟國會最終係於 1995 年私

⁹² Cent. Bank, N.A. v. First Interstate Bank, N.A., 511 U.S. 164 (1994).

⁹³ Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., 552 U.S. 148 (2008).

⁹⁴ Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders, 564 U.S. 135 (2011).

⁹⁵ Cent. Bank, N.A. v. First Interstate Bank, N.A., *supra* note 92, at 175.

⁹⁶ Cent. Bank, N.A. v. First Interstate Bank, N.A., *supra* note 92, at 175-178. 惟本案不同意見書有認為，幫助及教唆責任為普通法下長久之通例，不得因法條未明確規定即逕行排除之；同時認為以反詐欺之立場而言，將 1934 年證券交易法 Section 10(b)中“directly or indirectly”文字解釋為包含幫助或教唆詐欺行為禁止，應非過度擴張之解釋。See Cent. Bank, N.A. v. First Interstate Bank, N.A., *supra* note 92, at 192-193, 198-199.

⁹⁷ Cent. Bank, N.A. v. First Interstate Bank, N.A., *supra* note 92, at 180.

⁹⁸ Cent. Bank, N.A. v. First Interstate Bank, N.A., *supra* note 92, at 191. “The absence of § 10(b) aiding and abetting liability does not mean that secondary actors in the securities markets are always free from liability under the securities Acts. Any person or entity, including a lawyer, accountant, or bank, who employs a manipulative device or makes a material misstatement (or omission) on which a purchaser or seller of securities relies may be liable as a primary violator under 10b-5, assuming all of the requirements for primary liability under Rule 10b-5 are met.”

⁹⁹ Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., *supra* note 93, at 157. 惟於本案不同意見書中，有認為 Central Bank 案中銀行確實並未參與編製不實陳述，此與本案事實背景不同，繼而本判決以 Central bank 案為說理依據有錯誤適用之嫌。See Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., *supra* note 93, at 169.

人證券訴訟改革法案中賦予 SEC 行政權，使其得向幫助及教唆人為追訴，而非於證券交易法中為修法¹⁰⁰。依此，Stoneridge 案法院認為國會並無欲將幫助及教唆詐欺人之責任追訴權擴及於私人訴權¹⁰¹。同時，其認為於詐欺行為未被大眾所知悉之情形下，若得適用推定信賴之證明，恐會導致 Rule 10b-5 之適用範圍過度擴張至公司內部一般日常業務¹⁰²。最後，晚近 Janus 案作出後，更係針對 Rule 10b-5 條文中”To make any untrue statement of a material fact...”文字為解釋，認為本條之行為人應係指編製不實陳述之人或主體¹⁰³。並且，對於所謂編製不實陳述之人或主體定義，更進一步認為係指對該不實陳述具有最終決定權之人（包含內容編製、是否及如何發佈等）¹⁰⁴。

綜上，可以發現美國法對於 Section 10(b)及 Rule 10b-5 之規定，隨著時間演進及案例堆疊，逐漸累積出不同發展之方向。而於以上案例中，得發現法院對於責任要件之論述上，多有涉及司法與國會間法條解釋之權限問題。另外，美國法下存有證券詐欺濫訴之問題，因此法院於法條解釋時，亦會含有政策上之考量因素。此種法條責任要件解釋發展與我國司法實務有顯著之不同，因依我國法制，司法權並不得自行解釋並創造法律。另可以注意到，目前我國證券詐欺訴訟應無濫訴之問題，因此濫訴通常並非我國於法條解釋與判斷上所考量之因素。

¹⁰⁰ Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., *supra* note 93, at 158. 針對此論點，本案不同意見書認為不得僅因國會最終僅於私人證券訴訟改革法案中賦予 SEC 行政追訴權，即認為國會有意於私人訴權中排除幫助及教唆行為人之責任。See Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., *supra* note 93, at 174-175.

¹⁰¹ Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., *supra* note 93, at 158, 167.

¹⁰² Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., *supra* note 93, at 159-160. 相關討論請參邵慶平，註 8，頁 198-199；賴英照，註 71，頁 58-60。另外，本案不同意見書認為本件對於詐欺理論之解釋過度嚴格，因詐欺市場理論本身並無要求原告舉證出行為人有為特定行為使投資人為錯誤信賴。See Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., *supra* note 93, at 171.

¹⁰³ Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders, *supra* note 94, at 141-142.

¹⁰⁴ Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders, *supra* note 94, at 142. “For purposes of Rule 10b-5, the maker of a statement is the person or entity with ultimate authority over the statement, including its content and whether and how to communicate it.” 惟本案不同意見書有認為本件判決錯誤解釋 Rule 10b-5 之文義，並認為過往案例並無將本條之”make”限縮解釋為對於編製不實陳述具有最終決定權之人。同時，過往案例亦常有公司經理人、主管等為編製不實陳述，並公布於其未能最終掌控之文件情形。See Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders, *supra* note 94, at 149-150.



第二款 一般反詐欺條款之規範

美國證券詐欺之禁止如前所述，Section 10(b)以及 Rule 10b-5 為極具重要性之規定，且其所得適用之範圍廣泛，因而被稱為一般反詐欺條款。正因此規範之適用範圍廣泛，其他如公開說明書不實或向主管機關註冊之文件有不實之情形，雖分別於 1933 年證券法 Section 11、12 以及 1934 年證券交易法 Section 18(a)設有相關之民事責任規定，然其賠償請求皆仍有 Section 10(b)及 Rule 10b-5 之適用¹⁰⁵。而本文主要欲作為我國證券詐欺民事責任討論參考之範圍，仍主要聚焦在美國一般反詐欺條款，因而以下僅針對 Section 10(b)以及 Rule 10b-5 規定作說明，並與我國證券法之規範作比較。

一、1934 年證券交易法 Section 10(b)

Section 10(b)為針對證券詐欺禁止行為之規定¹⁰⁶，其規定「任何人不得直接或間接利用州際工具或郵件或全國性證券交易所設備，以違反證管會為維護公共利益或保護投資人之必要所制定之規則以操縱詐欺之方法，買賣上市或非上市之證券¹⁰⁷」。此規定明文禁止以詐騙之手法為上市或非上市之證券買賣，其立法目的係為保護投資人於市場上不受到詐騙手段影響¹⁰⁸。然而，本條規定上仍具概括性，尚無法具體的看出來所謂禁止之證券詐欺行為為何。

二、Rule 10b-5

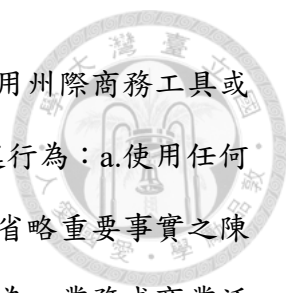
美國證券主管機關 SEC 於 1942 年依 Section 10(b)之授權，制定 Rule 10b-5 以

¹⁰⁵ 林仁光，公開說明書中承銷商、律師、會計師責任之區分——以美國法為例，全國律師，10 卷 11 期，頁 17，2006 年；曾宛如，註 29，頁 66。

¹⁰⁶ 15 U.S.C. § 78j(b) (2024): “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.”

¹⁰⁷ 戴銘昇，註 32，頁 31。

¹⁰⁸ 戴銘昇，註 32，頁 31。



明文禁止證券詐欺之行為¹⁰⁹，其規定「任何人不得直接或間接利用州際商務工具或郵件或全國性證券交易所之設備，在買賣證券之過程中，為下述行為：a.使用任何方法、計劃或技巧從事欺騙行為。b.對重要事實為不實陳述，或省略重要事實之陳述，以致依當時客觀情況，產生引人誤導之效果。c.從事任何行為、業務或商業活動，對他人產生詐欺或欺騙之情事者¹¹⁰」。而依 Rule 10b-5 規定，其禁止證券買賣有詐欺之行為，並將禁止之行為區分為：從事欺騙計畫、積極或消極之不實陳述，以及商務欺騙行為¹¹¹。但可以發現，依照本條規定，其對於禁止之證券詐欺行為定義，解釋上仍十分廣泛，幾乎各種於證券市場上之證券買賣詐騙行為皆有適用可能性。此種規範與我國證交法第 20 條第 1 項類似，皆係以較為概括性之方式為證券詐欺禁止立法。惟須注意，Rule 10b-5 所規範之證券詐欺行為樣態，亦包含內線交易以及操縱行為，因此若於市場上為內線交易或操縱股價等行為，亦可能有 Rule 10b-5 之適用空間¹¹²。

第三款 美國法與我國對於一般證券詐欺規範之比較

以上對於美國一般反詐欺條款之說明，可以發現我國證交法第 20 條第 1 項規定，多少有受到美國法之影響。惟美國一般反詐欺條款之適用範圍，實質上仍包含內線交易及操縱行為。而回顧我國證交法規範，因另有第 157 條及第 155 條之內線交易及操縱股價規定，因此針對內線交易與操縱股價行為是否有證交法第 20 條第 1 項之適用，仍有討論之空間¹¹³。

¹⁰⁹ 17 CFR § 240.10b-5 (2025) : "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."

¹¹⁰ 戴銘昇，註 32，頁 31。

¹¹¹ 賴英照，註 71，頁 4。

¹¹² 曾宛如，註 29，頁 62。

¹¹³ 曾宛如，註 29，頁 62-63。



至於民事責任之規定，單就美國一般反詐欺條款，其所涵蓋之證券詐欺行為甚廣，美國法下對於證券詐欺之民事責任訴訟中，亦多有以本條為請求。然而，有學者以向主管機關註冊之文件有虛偽不實之情形為例，指出其雖同時得適用美國 1934 年證券交易法 Section 18(a) 以及 Section 10(b)、Rule 10b-5 規定，惟其兩規範間之要件設計與適用上有顯著之區辨：前者要件上並不要求原告舉證行為人之故意意圖，但須證明其真實看過不實之文件內容；後者，原告則須證明行為人之主觀故意意圖，惟無須證明其真實看過該份不實文件而產生誤信¹¹⁴。而正因 1934 年證券交易法 Section 18(a) 與 Section 10(b) 間之要件適用明顯不同，且因兩者適用下之舉證方式對原告而言各有優缺點，進而似較無法條間適用選擇上之衝突。回歸我國證券詐欺規範，證交法第 20 條第 2 項與第 32 條亦特別對於財報不實與公開說明書不實為規範，並且各自設有不同之民事責任規定。然而，以證交法第 20 條第 1 項之要件與證交法第 20 條第 2 項、第 20 條之 1 及第 32 條規定為比較，其三者之因果關係皆有推定或舉證責任分配之適用。主觀要件上，又因證交法第 20 條之 1 及第 32 條具無過失或推定過失之規定，舉證上亦較證交法第 20 條第 1 項為容易。依此，於我國法條規範間之適用下，於證交法第 20 條第 1 項與證交法第 20 條之 1 或第 32 條得同時適用時，一般證券詐欺規定通常不會作為主要之法條適用選擇。又實務案例中，若為財報不實或公開說明書不實之類型，法院亦有認為應以證交法第 20 條之 1 及第 32 條規定為優先適用¹¹⁵。以上，可以得知我國證交法下證券詐欺規定間之適用關係與美國法有顯著之不同。另外，前述論及美國實務上有濫訴之情形須為解決，因此於 1995 年制定私人證券訴訟改革法案。惟我國實務目前並無證券詐欺訴訟濫用之問題，此種實務情形差異，亦會產生我國與美國法間證券詐欺責任討論上之不同。除此之外，對於法律概念定義之不同，亦會影響比較法制度上

¹¹⁴ 曾宛如，註 29，頁 66-67。

¹¹⁵ 得參臺灣高等法院 106 年度金上字第 6 號民事判決：「而在合於證券交易法第 32 條所定情形，應優先適用該條文，在非屬第 32 條但合於第 20 條之 1 情形，則應適用第 20 條之 1，僅不合於前二條之情形，方得適用第 20 條第 1、3 項規定」。

之討論與思考。以一般證券詐欺主觀要件為例，美國 Section 10(b)及 Rule 10b-5 之規定下，其所謂”scienter”雖類似於我國故意之概念，但其實質內涵仍有不同。因美國法下之”scienter”仍包含”recklessness”此種較為嚴重之過失情形¹¹⁶。

綜上，縱使美國法與我國法對於證券詐欺有法規範與解釋上之不同，惟仍無法否認我國證交法於證券詐欺之規定或討論上，仍多有受到美國法之影響。因此，美國法對於證券詐欺民事責任規定之討論，以及其司法實務對於法條責任要件判斷之標準，於我國證券詐欺民事責任之研究上，仍有重要之參考價值。惟須注意，我國證交法對於證券詐欺行為責任之立法，亦非完全挪用美國法之規定，且交易市場上之投資環境、狀況以及實務情形等皆有不同。因此，於比較法之參考上，最終仍應回歸本土，並考量其於我國實際操作下之結果是否為合理且符合需求。

第二節 公司證券詐欺民事責任規範之立法沿革

以上，為證交法第 20 條、第 20 條之 1 及第 32 條之公司證券詐欺民事責任規範討論，而此三條規定於歷年發展下，亦經有數次修法之歷程。其中，本處將針對修法上是否影響公司民事責任之部分為討論。同時，亦欲自修法歷程中探知立法者對於公司證券詐欺民事責任之態度。因此，以下將以立法沿革層面著手，進一步理解公司於證交法下之證券詐欺民事責任負擔。

第一項 財報不實民事責任之修法討論

證交法第 20 條第 2 項為財報不實之規定，其違反之民事責任規定於證交法第 20 條之 1，其中發行公司依本條規定係負無過失全部賠償責任。而證交法第 20 條第 2 項為 1988 年公布修正證交法時所新增，其係將財報不實之證券詐欺類型特別獨立於證交法第 20 條第 1 項為規範，至於其民事責任則規定於同條第 3 項。本次之修法，立法理由主要認為，對於發行人公告申報之財務報告或財務業務報告文件於證交法第 174 條僅規定刑事責任，而未有對於善意取得人或出賣人之民事賠償

¹¹⁶ 相關討論請參本文第四章第二節第一項美國法下之證券詐欺主觀要件討論。

保障，因而於證交法第 20 條新增第 2 項為增列規定，同時增強發行人之責任¹¹⁷。至於財報不實之民事責任賠償規定，於證交法 2006 年 1 月 11 日公布修正時，更新增第 20 條之 1 為規定。其理由認為財報不實之相關行為人所負之責任範圍並未明確規定，因而參考同法第 32 條、美國沙氏法案及美國證券交易法規定，將其獨立為立法以明文發行人、負責人及於文件上簽章之職員責任，進而杜絕過往民事賠償責任之適用爭議¹¹⁸。因而自 2006 年證交法修正後，財報不實之民事責任規定即與一般證券詐欺有法條及適用上之區分。

至於證交法第 20 條之 1 財報不實規定，其對於不同行為主體設有不同之民事責任設計。於證交法 2015 年 7 月 1 日公布修正前，證交法第 20 條之 1 第 2 項規定，發行人以及發行人之董事長、總經理，皆係負無過失責任。然於修正後，立法者排除董事長及總經理之無過失責任，並將其責任改為推定過失責任。立法理由主要有參照美國及日本證券交易法對於董事長及總經理之財務資訊不實相關推定過失責任規定，並認為我國法下若課予董事長與總經理無過失責任似有過苛之虞，並恐造成人才出任職務意願降低之疑慮¹¹⁹。然無論如何，公司作為發行人，依現行證交法第 20 條第 2 項及第 20 條之 1 第 2 項之規定仍係作為無過失之責任主體，此亦得探知立法者對於發行人財報不實之民事責任制度上，係採取較為嚴格之態度。

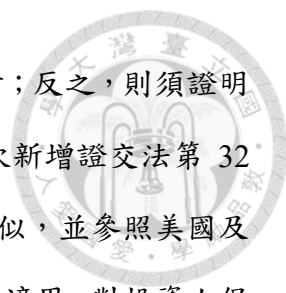
第二項 公開說明書民事責任之修法討論

證交法第 32 條公開說明書不實民事責任於 1988 年 1 月 29 日公布修正前，尚未針對不同責任主體設有不同之責任負擔設計，亦無相關免責條款適用。而於修正後，第 32 條新增第 2 項之免責條款規定，並由該內容是否經會計師或專業人員為簽證而分別設計不同之負責人及簽章職員免責條件。亦即，若該內容經會計師或專

¹¹⁷ 立法院公報，76 卷 96 期，頁 26-27，1987 年。

¹¹⁸ 立法院財政委員會 94/11/14 台立財字第 0942100441 號，頁 368-372。

¹¹⁹ 立法院財政委員會 104/6/10 台立財字第 1042100907 號；相關立法討論請參立法院公報，104 卷 57 期，頁 125-126，131，180-181，2015 年。



業人員為簽證，其等僅須證明具合理確信該簽證為真實即得免責；反之，則須證明已盡相當注意且具正當理由確信內容為真實，始得免責。而此次新增證交法第 32 條第 2 項之理由，與前述證交法第 20 條之 1 第 2 項修正理由相似，並參照美國及日本證券交易法對於財報不實責任之規定，認為若無免責條款之適用，對投資人保護而言雖有助益，但對發行人以外之人恐有過度嚴苛之虞¹²⁰。另外值得注意的是，該次第 32 條第 2 項之修正理由中有特別提及發行人作為編製之人，其內容若有虛偽或不實，當然須為負責，因此並無免責條款之適用¹²¹。立法者似係認為公開說明書為發行人所製作，因而若有不實情形，發行人之責任自然應無可豁免之空間，此與前述財報不實發行人責任相似，皆係賦予發行人較為嚴格之責任。

第三項 一般證券詐欺民事責任之修法歷程

按「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」，證交法第 20 條第 1 項已明文規定。而本處欲先討論者為，證交法第 20 條第 1 項之責任主體解釋問題。因觀本條文字，其並無對於責任主體有明文規定，條文主要係以「虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為」作為規範對象。此與前述財報不實與公開說明書不實民事責任之條文有將責任主體明確為規定之立法不同。因此，關於本條責任主體範圍之解釋，過去亦曾出現過討論。以下即以本條立法時立法委員之討論內容及實務見解，以探討證交法第 20 條第 1 項一般證券詐欺之規定，以及其責任主體是否包含公司。至於本條責任主體是否包含契約當事人以外之第三人問題，其相關修法沿革將於後文討論證券詐欺責任性質部分時再為說明，本處即先不為處理¹²²。

¹²⁰ 立法院公報，註 117。

¹²¹ 立法院財政、經濟、司法委員會 76/11/13 臺財發字第 134 號，頁 237。

¹²² 請參本文第二章第三節第一項第二款特殊侵權行為責任說。

第一款 一般證券詐欺責任主體之立法討論



證交法第 20 條 1 項規定，雖無針對責任主體範圍為明文規範，然本條於立法時，各立法委員討論之內容實則已有對於本條之規範對象問題為討論。首先，我們可以先自證交法第 20 條第 1 項最初討論之草案版本為觀察，其規定：「任何人不得以不正當之方法募集、發行或買賣有價證券¹²³」。依此，可發現最初草案版本係有將責任主體範圍文字列入法條中為規範，但本處所謂「任何人」所指之對象及範圍實在過於廣泛抽象，因而於立法討論時引起諸多爭論¹²⁴。例如有委員提出意見認為：「所謂任何人，即募集發行或買賣有價證券的人，包括發行有價證券之公司，證券商及店頭買賣者，並非其他無關之人¹²⁵」。亦有委員認為「任何人」之範圍不應包含全部買賣股票之人，因一般投資人不應負有告知他人消息之義務，因而若本條不正當行為包含到不作為之隱匿行為，則對於無告知他人消息義務之人，未免有不妥之處，繼而認為所謂任何人應係指經紀人、董監事等得掌握或操縱股票之人¹²⁶。另外，有委員提出不同角度之觀察，認為解釋上應自同條第 2 項所規定「違反前項規定者，對於該有價證券之善意取得人因而所受之損害，應負賠償之責」之文義出發，並認為解釋上首先應負賠償責任之人應為募集之發行人¹²⁷。

後續本條經討論後，仍認為「任何人」之文字於法條文義上範圍過廣且意義空泛，因而決定刪除之。因此，最後正式公布之證交法第 20 條第 1 項版本為「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」。而綜合以上討論之主要爭執點，多有認為本條責任主體規範設計上不應過於廣泛，或應將責任主體限於負有消息公開義務之人範圍。此討論上應係考量違反本條會有後續刑事責任之問題，因此立法上應更為謹慎。然而，公司作為有價證券之發行人，主

¹²³ 立法院公報，57 卷 20 期，頁 1073，1968 年。

¹²⁴ 立法院公報，註 123，頁 1074-1079。

¹²⁵ 立法院公報，註 123，頁 1076，胡委員員淳發言。

¹²⁶ 立法院公報，註 123，頁 1076，鄧委員翔宇發言。

¹²⁷ 立法院公報，註 123，頁 1077，余委員凌雲發言。另本委員亦認為所謂之「任何人」實則應有特定對象範圍，立法上應以列舉立法為宜。

要委員出具之意見，皆仍認為有價證券之募集、發行之人本應屬本條所規範之責任主體範圍。因此，公司作為發行人，其應係於立法之初即被列入本條之規範主體範圍無誤。

以上，公司確實屬於證交法第 20 條第 1 項之責任主體範圍，然證交法第 20 條第 1 項並非證券詐欺民事賠償請求權基礎，同條第 3 項始為違反者之民事賠償責任規定。但得補充者為，若觀察實務判決，並非所有違反證交法第 20 條第 1 項之情形，原告皆會引證交法第 20 條第 3 項作為請求權基礎。退一步言之，縱使原告於證券詐欺訴訟中，有以證交法第 20 條第 3 項作為請求權基礎，其亦常共同主張證交法第 20 條之 1、第 32 條或民法侵權行為規範為請求依據。因此，最終證券詐欺責任成立與認定，不一定皆單獨以證交法第 20 條第 3 項為民事責任賠償依據¹²⁸。

第二款 實務對於證交法第 20 條第 1 項之責任主體解釋

對於證交法第 20 條第 1 項之責任主體問題，除前述以立法討論角度為觀察，我國實務判決中亦不乏有公司作為一般證券詐欺民事責任之被告案例¹²⁹。雖近期實務判決中，較少討論到證交法第 20 條第 1 項之主體適用範圍。然而，仍曾有判決針對證交法第 20 條第 1 項責任主體範圍之解釋問題，提出相關之討論與見解。觀臺灣新竹地方法院 90 年度重訴字第 162 號民事判決，其判決即認為證交法第 20 條第 1 項、第 3 項係為一般證券詐欺民事責任之規定，而公開說明書不實除為證券市場公開原則下之規定外，更係屬特殊證券詐欺民事責任之規定。依此，解釋上證交法第 20 條第 1 項、第 3 項之一般證券詐欺民事責任範圍，即不應較前述特殊證券詐欺行為責任為限縮，並認為證交法第 32 條規定之責任主體得作為證交法第 20 條第 1 項之參考¹³⁰。本件地方法院主要係以一般證券詐欺與特殊證券詐欺規範

¹²⁸ 關於一般證券詐欺實務判決之分析，請參本文第三章第一節第三項第一款一般證券詐欺之實務案例分析及第二款公司一般證券詐欺民事責任之判斷與認定過程。

¹²⁹ 關於公司一般證券詐欺近十年之民事案例，得參本文附錄。

¹³⁰ 請參臺灣新竹地方法院 90 年度重訴字第 162 號民事判決：「證交法第二十條第一項、第三項係就一般證券詐欺行為所為之規定，同條第二、三項則旨在貫徹證券市場之公開原則，而對不實財務報告及不實業務文件之製作者課以民事賠償責任；而參酌證交法第三十二條，性質上係屬特殊之證

為比較，並認為一般證券詐欺規定之責任主體範圍不應比特殊證券詐欺規定為限縮。因此，認為證交法第 20 條第 1 項之責任主體雖未有明文，但得參照特殊證券詐欺行為規範之責任主體範圍為解釋。雖此見解並未被後續之多數實務判決引用，但依現行證交法第 20 條第 1 項於實務上之適用情形，公司作為本條規範之責任主體已為多數實務上之適用結果。

第三節 證券詐欺民事責任性質與法條適用

以上為證交法下公司證券詐欺民事責任規範之討論，本處進一步欲再為釐清者，為證券詐欺之民事責任性質應如何為定性，此亦將影響證券詐欺民事責任法條適用之討論。雖於前文介紹一般證券詐欺民事責任時，已提及實務通說目前將其民事責任定性為特殊侵權行為，因而民法一般侵權行為之相關規範亦有適用之空間¹³¹。然而，證券詐欺民事責任性質於學說上仍存有不同意見，對於是否有一般侵權行為規範之適用，以及其兩規範間之適用關係討論上，亦有爭議。以下即先對於證券詐欺民事責任性質之定性為分析與討論，再對於民法侵權行為規範於證券詐欺案件中之適用為思考。

第一項 證交法下證券詐欺民事責任之性質

關於證券詐欺民事責任之性質，主要被提出之見解有契約責任說、特殊侵權行為責任說、法定責任說¹³²。而對於證券詐欺民事責任性質討論，實則亦受到證交法第 20 條第 1 項之修法變化而有不同之解釋。另外，針對財報不實與公開說明書不實行為雖各自於證交法下設有民事責任規定，惟其所規範之不法行為亦為一般證券詐欺所包含。因此，於民事責任性質上，應與一般證券詐欺之民事責任性質為統一討論，以維持法體系之一貫性。

券詐欺類型，適用範圍應不超越同法第二十條第一、二項，故證交法第三十二條第一項各款所列舉之責任主體...，亦應可作為認定證交法第二十條第一項、第二項之責任主體時之參考...」。

¹³¹ 請參本文第二章第一節第一項第一款一般證券詐欺之定義與民事責任規範。

¹³² 賴英照，註 25，頁 250。



第一款 契約責任說

證交法第 20 條第 1 項於 1988 年修法前，因其條文係以「募集、發行或買賣」文字為規定，且當時同條第 2 項之賠償請求權人係為「善意取得人」，因而文義上似會將本條之賠償責任主體限於交易相對人。因此過去有認為，依照本條文義，其民事賠償責任應係針對具有契約關係當事人間所生之損害賠償責任而言，繼而將本條責任解釋為契約責任性質¹³³。

契約責任性質之見解，主要係由條文文義出發，以推知本條責任係存在於契約當事人間。但如此解釋，於集中交易市場此種買賣雙方通常未有直接接觸之情形下，投資人恐難以依本條為賠償請求。又 1988 年證交法修正第 20 條第 1 項之文字，將本條民事責任適用範圍擴張至「第三人」對投資人所為之證券詐欺行為。因此，修法後條文明確規定，非交易雙方之第三人亦為本條之規範範圍。依此，契約責任性質之主張與解釋，即無法再契合現行法之規定。

第二款 特殊侵權行為責任說

特殊侵權行為責任說，則係以投資人保護之立法目的出發，並認為證券詐欺規範之保護不應限於具契約關係之當事人雙方，更應包含第三人以證券詐欺手段侵害投資人之情形¹³⁴。而後 1988 年證交法第 20 條第 1 項修正將第三人納入責任主體為規範，其修法理由亦認為有價證券買賣之雙方皆有可能受到對方或第三人之詐欺損害，因而調整本條文字以將第三人納入規範之責任主體，以周全投資人之保障¹³⁵。因此，於修法後特殊侵權行為責任說成為學說上之多數見解¹³⁶。依本說主張，證券詐欺行為係屬特殊侵權行為，民法侵權行為規範於本處亦有適用空間，惟因證

¹³³ 戴銘昇，註 32，頁 38。

¹³⁴ 王志誠，註 50，頁 123。

¹³⁵ 請參立法院財政、司法、經濟委員會，註 121，頁 226。

¹³⁶ 戴銘昇，註 32，頁 39。

交法係為證券詐欺之特別規範，因此適用上仍應優先於民法侵權行為規範¹³⁷。至於目前實務亦係採取特殊侵權行為責任見解，繼而於法條適用上呈現出證交法與民法侵權行為規範間之相互適用關係¹³⁸。



第三款 法定責任說

證交法第 20 條第 1 項於 1988 年修法後，無論是實務或學說多將本條之民事責任定性為特殊侵權行為責任。然而，證交法因應證券市場交易資訊流通快速與繁雜之特性，發展出與民法侵權行為相異之責任要件與判斷，例如交易因果關係之推定、資訊主要內容不實等要件。因此，考量到證交法對於證券詐欺民事責任之規定係基於保護證券市場投資人，且其要件上亦有相異於一般侵權行為之發展，即有學者認為應將證交法之證券詐欺民事責任視為獨立之法定責任性質較為妥適¹³⁹。然而，此說雖認為證交法之證券詐欺民事責任係屬於獨立之法定責任，但實則證交法對證券詐欺民事責任之規定上仍有須為補充之處。因此，採此說之學者亦非完全排除民法侵權行為規範於證券詐欺行為之適用，僅係認為於證交法有特別規定時應以證交法之規定為優先，且必要時得排除民法侵權行為之規定適用¹⁴⁰。同時，採法定責任說之學者，亦認為若原告得以民法侵權行為規範之要件為舉證被告之賠償責任，則此時民法侵權行為規範當然有其適用空間，亦即兩種規範間並非完全互斥之概念¹⁴¹。

綜合前述之討論，證券詐欺民事責任之規範目的係為保護投資人，而利用不實之詐術或陳述而導致他人誤信並造成其損害，此行為本即合於民法侵權行為責任

¹³⁷ 王志誠，註 43，頁 30。

¹³⁸ 請參最高法院 111 年度台上字第 21 號民事判決：「在侵權行為責任體系，責任成立要件與民法一般侵權行為責任不同，應屬特殊侵權行為責任，除證交法就責任成立要件、損害賠償範圍（如第 157 條之 1 第 3 項關於內線交易賠償責任之規定）已另有規定外，民法一般侵權行為法相關規定，仍可適用」。

¹³⁹ 曾宛如，註 29，頁 59-61。

¹⁴⁰ 賴英照，註 25。

¹⁴¹ 莊永丞，證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方法之省思，臺大法學論叢，34 卷 2 期，頁 151，2005 年。

樣態之一種。又因我國採民商合一制度，證交法若有未為規定之部分，原則上應回歸民法之規定為適用。因此，本文認為目前採取特殊侵權行為責任說並無不可。然而，縱使認為證券詐欺民事責任屬特殊侵權行為責任性質，亦不得忽略證交法與侵權行為法間之立法目的、法規設計之不同，此亦為法定責任說之核心主張。總結而言，證交法與民法侵權行為規範間之適用關係，核心仍在於將兩種規範之適用要件與判斷予以明確區分，否則於兩規範之混用下，恐產生證交法規定受到破壞之疑慮。

第二項 證券詐欺行為之民法侵權行為規範適用

證券詐欺是否有民法侵權行為相關規範之適用，會依據採取之責任性質見解不同而有解釋上之歧異。若係認為證券詐欺之民事責任性質屬特殊侵權行為責任，則其作為一般侵權行為之特殊類型，雖應優先適用證交法之規定，但一般侵權行為責任規範當然亦有適用。反之，若係採法定責任說，則因認為證券詐欺於證交法下之民事責任係有別於侵權行為之規定，因而其適用上原則應以證交法為主，僅於證交法未為規定時以民法規定為補充，並且必要時得排除民法侵權行為規範之適用。

至於實務目前認為證券詐欺民事責任係屬特殊侵權行為責任性質，法院於法條適用上除證交法之規定外，亦同時會有民法第 184 條、第 185 條等侵權行為相關規範之適用。另外，民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項為法人侵權行為之規定，於判決中公司亦可能與其負責人同負連帶賠償之責任¹⁴²。而針對民法第 184 條之規定，其可區分為三種侵權行為類型，而法院判斷上並非認為三種類型皆得於證券詐欺案例中為適用。首先，民法第 184 條第 1 項前段之規定，其須有「權利」受到侵害始構成責任要件，然對於證券詐欺案件中，法院有認為投資人所受之損害係

¹⁴² 關於公司法第 23 條第 2 項作為法人侵權行為責任規定，請參王志誠，法人的侵權行為：規範模式及控制機制，財產法暨經濟法，9 期，頁 25-26，2007 年；林誠二，法人自己侵權行為之認定——簡評最高法院 102 年度台上字第 1556 號民事判決，台灣法學雜誌，400 期，頁 219，2020 年。另外，有關民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項作為法人侵權行為責任基礎之討論，請參本文第三章第二節第一項第一款法人侵權行為責任基礎：民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項。

屬「純粹上經濟損失」，因此並無本條第 1 項前段之適用¹⁴³。再來，民法第 184 條第 2 項為違反保護他人法律之侵權行為，而證交法對於證券詐欺行為之規定是否屬本條之「保護他人法律」，於實務中曾有不同之意見，而近期最高法院則有作出肯定之見解¹⁴⁴。然而，對於民法第 184 條第 2 項之適用，學者有認為證交法之證券詐欺規定，其無論係責任主體、構成要件、舉證責任或民事責任上，皆有獨立之特殊侵權行為規定，因而從法體系之觀點，本處似不應再有民法第 184 條第 2 項規定之適用¹⁴⁵。

以上，證券詐欺民事責任是否同時有民法侵權行為相關規範適用之問題，於特殊侵權行為責任說之脈絡下應為肯定。實則，縱使採法定責任說，前述學者亦認為若證交法有未明文之處，民法侵權行為規範得作為補充適用。至於證券詐欺責任同時有證交法與侵權行為規範適用之前提下，此兩種規範間之適用關係則為另一須討論之問題。而證交法作為針對投資市場保護之立法，其與保護一般私人間權利之民法侵權行為規範比較上，應會有法條優先適用以及責任判斷要件上之區別。本文初步認為，於證券詐欺民事責任上，證交法仍應為優先適用，且其與侵權行為法規範間之要件判斷上應為明確區辨。亦即，於法條適用上不應將兩種規範之責任要件為混同，如若係適用侵權行為規範為判斷民事責任，則其因果關係即應以相當因果關係為舉證，不得再以證交法下推定之交易因果關係為適用，以免證交法之特別規定受到破壞。

¹⁴³ 相關判決得參臺灣高等法院臺中分院 111 金上字第 2 號民事判決、臺灣高等法院 107 年度金上更一字第 3 號民事判決、臺灣高等法院 104 年度金上更（一）字第 7 號民事判決、臺灣士林地方法院 100 年度金字第 6 號民事判決。

¹⁴⁴ 最高法院 112 年度台上字第 438 號民事判決：「修正前證交法第 20 條及第 32 條規定，均係為保護投資人之權益，避免發生證券詐欺之行為，使投資人判斷風險之能力不受干擾，而就資訊公開義務之違反所設之規定，屬於民法第 184 條第 2 項所定保護他人之法律」。

¹⁴⁵ 王志誠，註 43，頁 30。

第三章 公司證券詐欺民事責任之實務判斷與認定

對於公司一般證券詐欺及資訊不實證券詐欺民事責任之規範與責任性質為討論後，本章將進一步針對實務案例為討論與分析。而實務上公司作為被告之證券詐欺民事案例中，常見行為人有刻意隱匿其不法行為，或該證券詐欺行為本身錯綜複雜，有難以發現之情事。此時，於公司已為盡職之監督義務執行下，是否有及時發現並防免該證券詐欺行為之可能？若否，則公司最終為全部民事賠償責任是否仍為合理，即有可議。尤其，部分案例顯示出行為人為證券詐欺行為之目的係為個人私益，此時仍由公司為全部賠償責任負擔，似對於真正不法行為人之責任落實效果有所減損，其合理性更有討論之必要。除此之外，若個案之證券詐欺行為，確實有公司難以發現並為防免之情事時，於目前法院判斷公司證券詐欺民事責任之過程中，似未有過多之考量空間。亦即，現行法下對於公司證券詐欺民事責任之判斷，較欠缺公司本身是否具可歸責之考量，進而即可能產生公司最終民事責任負擔不合理之疑慮。針對前述所提出之問題，以下將先針對公司資訊不實證券詐欺與一般證券詐欺之民事案例為舉例，並分析證券詐欺行為人之行為目的、手段方法與法院判斷與認定責任之過程。最後，針對法院判斷與認定公司證券詐欺民事責任之過程，本文將針對一般證券詐欺及資訊不實證券詐欺類型分別為分析與討論，以進一步得出現行法規範之適用下，欠缺對於公司本身可歸責性之判斷考量原因。

第一節 公司證券詐欺民事責任之實務案例分析與討論

公司常見作為證券詐欺被告之民事案件，多為財報不實、公開說明書不實以及一般證券詐欺之案件類型，因此本處將以此三種證券詐欺類型為實務案例說明與分析。而除實務案例之證券詐欺目的、行為手段討論外，法院如何判斷與認定公司證券詐欺民事責任亦為本處重要之分析對象。其中，將證券詐欺行為定性為特殊侵權行為責任下，法院對於證交法及民法侵權行為規範間之適用方式，將得藉由判決案例為觀察。至於發行公司之證券詐欺民事責任，其於證交法第 20 條之 1 及第 32



條規定下皆係負無過失全部賠償責任，此似導致其民事責任之判斷與認定過程，於實務判決中較少為法院所論述與討論。而此是否導致發行公司最終民事責任負擔有不合理之情形，亦為本章欲為分析之問題。另外，民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項為法人侵權行為責任規定，原告於訴訟中亦常主張此兩條規定向公司為賠償請求。此時，法院對於證交法及民法侵權行為規範間之法條適用係如何選擇，將影響其對於公司證券詐欺民事責任之判斷與認定。以下即依序說明與分析公司於資訊不實證券詐欺及一般證券詐欺之實務案例。

第一項 發行人財報不實民事責任案例

證交法第 20 條之 1 規定發行人之財報不實無過失全部賠償責任，相較於民法一般侵權行為之規定，本條對於發行公司之民事責任設計，實則更為嚴苛且易於被害人求償。因此，整體財報不實之民事賠償請求依據，係較為集中於證交法第 20 條之 1 規定，惟民法一般侵權行為之規範仍會被原告所主張。尤其，因證交法第 20 條之 1 並無連帶賠償之明文規定，於責任主體間之連帶賠償請求上，更顯民法侵權行為規範於此處之適用價值。而在進入實務案例分析前，以下將先對於公司財務報告編製義務內容為說明，以對於公司財務報告不實責任之責任有更多之理解。

第一款 發行人財務報告編製義務

財務報告為使股東及市場上投資人知悉公司實際經營情形與財務狀況之重要公開資料。按公司法第 20 條第 1 項規定，公司應於每年會計年度終了時，將營業報告書、財務報告及盈餘分派或虧損撥補之議案，提請股東會同意或股東常會承認；同條第 2 項，更針對資本額達一定數額以上或未達一定數額而達一定規模之公司，要求其財務報表應先經會計師之查核簽證。至於股份有限公司，公司法第 228 條第 1 項更進一步規定，其營業報告書、財務報表及盈餘分派或虧損撥補之議案，應於每年會計年度終了，由董事會編造並於股東常會召開前 30 日，送交予監察人為查核。另外，股份有限公司亦得於章程明定，於每季或每半年會計年度終了後為盈餘

分派或虧損撥補，惟其須連同營業報告及財務報告送交予監察人為查核，並一同提交於董事會為決議，此規定於公司法第 228 條之 1 第 1 項及第 2 項。

除公司法對於公司財務報告編製之規定，證交法對於公開發行公司之財務報告編製有更具體細緻之規範。此係因公開發行公司募集有價證券之對象，包含整體證券市場中之不特定多數人，其編製之財務報告除使股東知悉公司營運及財務狀況外，對於投資人而言，更有重要之投資參考作用。證交法第 14 條第 1 項即規定公司應定期編製財務報告送予主管機關，至於財務報告之編製內容、範圍及作業程序等，同條第 2 項則授權主管機關為更具體之詳細規範¹⁴⁶。至於財務報告編製時點，依證交法第 36 條第 1 項規定，除每年會計年度終了 3 個月內應公告申報其年度財務報告外，每年會計年度第一至第三季終了後 45 日內，亦應為財務報告之公告申報。其中，年度財務報告及第一至三季之財務報告，皆須經董事長、經理人及會計主管簽名或蓋章，惟前者依規定要求須經會計師簽證查核，並由董事會通過及監察人承認；後者則僅須由會計師核閱並提報董事會¹⁴⁷。

以上規定，目的皆係為確保財務報告之編製過程與內容真實，然而除事前之程序規定外，事後責任之課予亦為重要防免不法行為之手段，因而以下將對於財務報告不實之實務案例為分析與討論。

第二款 財報不實民事責任之實務案例分析

財報不實為證券詐欺常見之案件類型，但個案中之行為動機與目的，實則各有

¹⁴⁶ 證交法第 14 條第 1 項、第 2 項：「本法所稱財務報告，指發行人及證券商、證券交易所依法令規定，應定期編送主管機關之財務報告」、「前項財務報告之內容、適用範圍、作業程序、編製及其他應遵行事項之財務報告編製準則，由主管機關定之，不適用商業會計法第四章、第六章及第七章之規定」。至於相關公開發行公司財務報告編製規範如證券發行人財務報告編製準則、公開發行銀行財務報告編製準則、金融控股公司財務報告編製準則。

¹⁴⁷ 證交法第 36 條第 1 項：「已依本法發行有價證券之公司，除情形特殊，經主管機關另予規定者外，應依下列規定公告並向主管機關申報：一、於每會計年度終了後三個月內，公告並申報由董事長、經理人及會計主管簽名或蓋章，並經會計師查核簽證、董事會通過及監察人承認之年度財務報告。二、於每會計年度第一季、第二季及第三季終了後四十五日內，公告並申報由董事長、經理人及會計主管簽名或蓋章，並經會計師核閱及提報董事會之財務報告。三、於每月十日以前，公告並申報上月份營運情形」。



不同。其中，多數財報不實之起因係公司營運或財務狀況已然不佳，而行為人欲藉由不實財務內容以建立公司經營良好之假象，進而達到吸引投資人之目的。然而，實務中亦有少數情形係公司負責人為自己個人利益而為財報不實記載行為。亦即，公司負責人並非單純為公司整體利益作為出發點，反而係參雜個人私益而使公司為不實財務報告內容之編製。另外，除公司財務報告內容不實背後之動機不同，實務上為財務報告內容虛偽或隱匿記載之手法與過程，亦有不同之樣態。

以下即以財報不實案例為觀察，並對於財報不實背後之目的、手段為分析，同時探討法院於個案中係如何為公司民事責任之判斷與認定。此外，因財報不實案例層出不窮，其事實背景、動機目的以及手段方法亦各有不同，為使整體討論與分析上得較為清晰，討論上將先以財報不實動機目的為分類舉例。而後再針對實務上常見之不法行為手段與方法為討論，以了解法院於不同之財報不實行為樣態下之民事責任判斷過程。

第一目 發行人財報不實之民事責任案例

公司作為發行人，其財務報告內容若有不實，依照證交法第 20 條之 1 條第 1 項規定應為賠償責任主體，且此種案例於實務上數量不少。以下將以財報不實行為是否係為行為人個人利益為區分，並針對不同目的類型為分析。同時，對於個案中行為人所採取之手段與方法亦將為一併討論。

一、為公司整體利益而為財務報告內容之虛偽或隱匿記載

觀察財報不實案例，其事實背景多係因公司正面臨財務或經營上之困難，而為搶救公司之經營現狀，公司負責人即以不實之財務報告內容吸引投資人，進而獲得公司所需之資金。而若更詳細區分「為公司整體利益目的」之財報不實案例，得觀察到行為人可能為各種具體之目標或動機而為不實之記載，例如為隱瞞公司實際經營不佳情形，而以虛偽之財務報告內容對投資人為誤導；亦或為使公司得以達到上市之目標，而虛增公司財務帳面金額之不實編製等。因此，以下對於為公司利益

而為之財報不實案例，將再依據其背後不同之具體特定目的為詳細分析，並說明其達成之手段方法，以更深度了解公司所涉及之財報不實案件樣態。



（一）美化公司財務報告內容以吸引投資人

財報不實最常見之動機即係為美化公司之財務報告，進而吸引市場上投資人為投資。而美化財報之方法及手段眾多，因此以下僅提出幾種常見之情形作為討論與分析之對象。

1. 以虛偽交易方式美化公司財務報告內容

利用虛偽交易以虛增公司營收或資本額等帳面資料，並於財務報告中為隱匿該不實交易事實，此種樣態係為實務中常見之公司美化財報內容手法。以智○公司案為例，被告公司之董事長及副董事長兼財務主管，因公司經營獲利下滑，而於海外購買紙上公司作為虛假之供應商與銷售商，並與之進行虛偽交易。而後將此虛偽交易記入公司帳冊並填具不實之會計憑證，進而達到美化公司帳面金額之目的。本件原告主張智○公司作為發行人，應依證交法第 20 條之 1 第 1 項、第 20 條第 3 項、民法第 184 條第 1 項後段、第 2 項、第 185 條、公司法第 23 條第 2 項規定，與其他被告行為人為連帶賠償責任¹⁴⁸。

本件高等法院針對財務報告不實部分，指出應優先適用證交法第 20 條第 2 項、第 20 條之 1 對於財報不實之特別民事賠償規定，並依證交法財報不實構成要件為本案事責任判斷。最終法院認為被告公司負責人確實於明知交易為虛假之前提下，故意使公司員工為不實財務報告內容編製，因此構成證交法第 20 條之 1 民事賠償責任。至於智○公司之責任判斷，法院則依證交法第 20 條之 1 第 1 項、第 2 項規定，認為其作為發行人係負無過失全部賠償責任。另外，對於原告所主張之共同侵權連帶賠償請求，法院認為證交法第 20 條第 2 項、第 20 條之 1 之立法目的係為發展國民經濟並保障投資，因而屬民法第 184 條第 2 項之「保護他人法律」。而本

¹⁴⁸ 請參臺灣高等法院 106 年度金上字第 6 號民事判決。另本案一審法院因認為請求權人之請求權基礎已罹於時效，因而未有為民事責任上之判斷，本處即不為贅述，請參臺灣新竹地方法院 104 年度金字第 4 號民事判決。

件智○公司係故意違反證交法第 20 條第 2 項、第 20 條之 1 規定，亦構成民法第 184 條第 2 項之侵權行為，因此應與其負責人依民法第 185 條、公司法第 23 條第 2 項、民法第 28 條規定負連帶賠償責任。

本案後續遭最高法院廢棄發回，但關於原審被告公司應負之財報不實無過失責任部分，並未上訴至最高法院¹⁴⁹。至於高等法院更一審判決，法院更係重申更審前法院對於本件財報不實之構成要件判斷，及其對於智○公司之財報不實責任認定¹⁵⁰。自本案之判決，可以發現法院對於公司財報不實責任之判斷，係優先以證交法第 20 條第 2 項、第 20 條之 1 為適用，而非民法第 184 條規定。至於證交法第 20 條之 1 規定，發行人係負無過失全部賠償責任，因而適用結果下僅須認定財報不實事實存在且造成原告之損害，發行公司之民事責任即告成立。然而，本件更審前後之高等法院，皆有認為被告公司係故意違反證交法對於財報不實之規定，因此構成民法第 184 條第 2 項之侵權行為責任，並依民法第 185 條與其他被告行為人為連帶賠償，惟此處法院並無針對公司之「故意」主觀要件為特別論述，似有疑義。退一步言之，本案更審前法院對於財報不實之民事責任成立判斷，主要係以證交法之規定為依據，但最後又同時為民法侵權行為規定之責任認定，此未為區分不同法條間之責任成立要件判斷是否為妥適，亦有疑義。

2. 於財務報告中為隱匿關係人交易事項

依證券發行人財務報告編製準則第 18 條第 1 項之規定，其發行人應依國際會計準則第 24 號規定，將關係人交易之資訊為充分之揭露¹⁵¹。若財務報告中應為揭

¹⁴⁹ 請參最高法院 108 年度台上字第 1417 號民事判決。

¹⁵⁰ 請參臺灣高等法院 109 年度金上更一字第 5 號民事判決。

¹⁵¹ 證券發行人財務報告編製準則第 18 條：「發行人應依國際會計準則第二十四號規定，充分揭露關係人交易資訊，並應依下列規定辦理：一、列示關係人名稱及關係。二、單一關係人交易金額或餘額達發行人各該項交易總額或餘額百分之十以上者，應按關係人名稱單獨列示。判斷交易對象是否為關係人時，除注意其法律形式外，亦須考慮其實質關係。具有下列情形之一者，除能證明不具控制、聯合控制或重大影響者外，應視為實質關係人，須依照國際會計準則第二十四號規定，於財務報告附註揭露有關資訊：一、公司法第六章之一所稱之關係企業及其董事、監察人與經理人。二、與發行人受同一總管理處管轄之公司或機構及其董事、監察人與經理人。三、總管理處經理以上之人員。四、發行人對外發布或刊印之資料中，列為關係企業之公司或機構。五、其他公司或機構與發行人之董事長或總經理為同一人，或具有配偶或二親等以內關係」。

露之關係人交易資訊有隱匿或不實記載之情事，即可能涉及財報不實之民事責任。而實務案例上，亦得觀察到行為人為美化公司之財務內容，與其得實質控制之關係人為不實或特定條件之交易，並於財務報告中為隱匿記載。本處即以新○伸案為舉例說明。

本件被告行為人為新○伸公司之實質負責人，其亦實質控制其他三間訴外公司。而被告行為人為達虛增公司交易額目的，利用其控制之三間訴外公司作為配合之虛偽銷貨交易對象，並使公司與其等為虛偽交易。然而，新○伸公司於財報編製上隱匿前開之關係人交易事項，並將此不實之交易為記載，導致公司應收帳款等帳面金額有虛增之情形，最終使投資人誤信公司之財務狀況良好而購買公司股票。基於此，原告主張新○伸公司應依證交法第 20 條、第 20 條之 1 第 1 項、民法第 184 條第 1 項及第 2 項、公司法第 23 條第 2 項等規定，與其負責人等為連帶賠償責任負擔¹⁵²。

而本件一審法院對於前述原告之主張，針對關係人交易部分認為新○伸公司與訴外三間公司之交易行為，實質上皆係由新○伸公司之實質負責人為控制與安排，且三間訴外公司之交易訂單亦皆由新○伸公司為處理，應屬關係人交易無誤。而新○伸公司於該年度之財務報告內容中，隱匿前開關係人交易情事，係屬違反資訊揭露之相關規定，且此關係人交易之金額與事實，對於投資人之投資判斷有重大影響，並以此認定交易因果關係。因此，本案法院認為新○伸公司作為發行人，其構成證交法第 20 條之 1 第 1 項之財報不實民事責任。另外，原告於本案主張之不實交易部分，法院則認為縱使有關係人交易情事，其亦不當然代表該交易為虛偽不實，且本案原告之舉證尚無法證明交易有虛假，因而無法認定有虛偽交易之財報不實記載。而除以上之證交法規定外，本案法院對於原告其餘請求權基礎，亦有為論述說明。首先，依民法第 184 條第 1 項前段之構成要件，其須對於被害人之「權利」造成侵害，而證券詐欺行為所生之損害應屬「純粹經濟上損失」，因而本案法

¹⁵² 請參臺灣士林地方法院 100 年度金字第 5 號民事判決。



院認為並無民法第 184 條第 1 項前段之適用。至於證交法第 20 條第 3 項，因本件原告係以未揭露關係人交易等財報不實原因為事實主張，而非針對有價證券之募集、發行、私募或買賣行為有詐欺之情事，因此法院認為亦無證交法第 20 條第 3 項之適用。最終，一審法院係以證交法第 20 條之 1 作為被告公司與其他被告行為人之民事賠償責任依據，且其等間並無連帶賠償責任關係。後續本案上訴至二審，而高等法院認為本件除關係人交易之隱匿外，亦有虛偽交易之財報不實記載。另外，二審法院對於新○伸公司之財報不實賠償責任認定上，除同樣以證交法第 20 條之 1 規定為民事責任之依據外，更提出證交法第 20 條之 1 規定係屬民法第 184 條第 2 項之保護他人法律。因此，被告負責人之行為亦構成侵權行為責任，而新○伸公司應依民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項規定，與其負責人共負連帶賠償責任¹⁵³。

於本案一、二審法院之責任認定上，得觀察出不同法院對於證券詐欺責任規定之不同適用見解，將影響到其最終認定公司證券詐欺責任之範圍。另外，本案高等法院以民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項之規定，認定公司連帶賠償責任之方式，於證券詐欺屬特殊侵權行為責任性質之見解下，亦為常見之情形。

3. 於財報中隱匿其他重要公司財務或交易相關資訊

除前述關係人交易外，實務上對於財務報告之記載上，仍可能為避免負面消息影響投資人判斷，而為財務業務相關重要資訊之隱匿。本處即以和○公司案為例。本件針對財報不實之事實主張為：主要被告行為人為和○公司之董事長，其先後盜領公司支票造成財務報告中有虛增之應付債務款項，並偽造董事會記事錄以虛偽記載公司同意作為訴外公司之借款連帶保證人事實，且於財務報告中為此連帶保證債務之隱匿記載，進而使和○公司經營情形產生順遂之假象。依此，原告主張

¹⁵³ 請參臺灣高等法院 105 年度金上字第 6 號民事判決。另本案後續上訴至三審，最高法院以損害賠償金額計算方式、法人董監事責任是否得逕依民法第 28 條為連帶責任認定等理由，廢棄部分判決並發回高等法院，目前本件仍係屬於法院審理程序，請參最高法院 109 台上字第 1910 號民事判決。

和○公司應依證交法第 20 條之 1 第 1 項為民事賠償，且應依民法第 185 條與其他公司董事、監察人等共負連帶賠償責任¹⁵⁴。

本件一審法院對於原告主張之被告董事長盜用公司支票事實，認為此係屬其為擔保個人債務而為之個人不法行為。並指出此種利用悖於公司內部控制制度之個人盜用公司支票行為，其支票本非公司應付之賬款，自無庸記載於財務報告中，繼而認為原告此部分之主張並無理由。至於隱匿連帶保證人部分，法院認為本案被告董事長確實於明知董事會未為同意之前提下，仍指示不知情員工虛偽記載董事會記事錄，致使和○公司成為其關係人借款之連帶保證人，並且和○公司於後續發行之財務報告中亦未將其作為他公司之連帶保證人事實，及其因而增加之債務金額為揭露。以上，法院認為和○公司因連帶保證人而生之債務金額已達公司資本額過半數，因此認為此不實記載具重大性，最終依證交法第 20 條之 1 為依據，認為和○公司與被告董事長應負民事賠償責任，而兩者間應為不真正連帶債務關係。

本案法院同樣以證交法第 20 條之 1 規定為責任構成要件判斷，並以之作為最後認定發行公司民事責任之法條依據。較為特別的是，本件事實包含到董事長係以個人不法行為盜用公司支票。此部分，雖可想而知被告行為人此種個人盜用支票之不法行為，其所生之債務金額根本上實與公司無關，最終公司亦得以民事上請求等方式，向該不法行為人為求償。但對於其是否應記載於公司之財務報告中，本案法院係明確指出其支票係由行為人刻意避開公司內部控制制度之方式為盜用支領，因此公司本即無須將此部分金額於財務報告中為記載。針對本案法院之論述，可以發現對於行為人為自身利益而以規避公司內控制度方式所生之財報不實情事，法院係有可能認為公司無庸為其負責。本文認為，此種將行為人是否刻意規避內控制度之情事納入公司責任判斷考量，對於公司負擔民事責任之合理性上有所助益。因若公司已為盡職執行內部監督治理，而仍有難以發現不法行為之情形下，其最終應

¹⁵⁴ 請參臺灣臺北地方法院 108 年度金更一字第 1 號民事判決。

負賠償責任者應係該規避監督之不法行為人。再進一步思考，若個案行為人之財報不實行為，除自身之個人利益外，其目的同時參雜公司利益，或其行為間接導致公司成為利益者時，法院似即較少如本案判決細論公司之內控制度是否被刻意規避。於此情形下，公司所負擔之民事責任是否仍為合理，即有討論之空間。

（二）為達公司經營特定目的而為財報不實之記載

財報不實行為背後，除單純為美化公司經營或財務狀態外，公司負責人亦可能因公司經營上之各種特定目的，而為財務報告上之虛偽或隱匿記載。以下即列舉幾種行為人為財報不實所欲追求之目的為說明。

1. 為取得特定投資對象之資金而為財務報告不實記載

公司可能會因特定資金需求，而與投資方謀議並配合其交易上安排，繼而可能涉及財務報告內容上之不實記載。本處桑○亞公司案，即為公司負責人為獲得投資資金，而配合投資對象虛偽交易之要求，並為財務報告不實記載之案例。本案被告行為人為桑○亞公司之董事長，其因公司經營不佳，而欲執行增資計畫以充實公司資本，並四處尋覓投資公司之對象。最後藉由友人介紹，認識訴外公司之營運主管，其邀請被告行為人參與不實交易，並作為訴外公司之配合中間貿易商。被告行為人為順利取得對方之投資資金，且考量此舉得順勢提升公司營業額並賺取差額利潤，即答應參與並完全配合對方虛偽交易之金流、客戶等安排。因應上開之虛偽交易，被告行為人後續更指示不知情員工開具不實之發票會計憑證，並編製具上述不實交易記載之財務報告，此導致該年度公司財務報告有營業額虛增之情形。原告基於上述事實，主張被告行為人及其他負責人應依證交法第 20 條第 1 項及第 3 項、第 20 條之 1、民法第 184 條第 2 項、185 條第 1 項為民事賠償。至於桑○亞公司，則應依公司法第 23 條第 2 項及民法第 28 條規定與其負責人共負連帶賠償責任¹⁵⁵。

本案一、二審法院，皆認為確實有虛偽交易之情事。而被告行為人作為董事長，

¹⁵⁵ 請參臺灣臺中地方法院 105 年度金字第 18 號民事判決。

於事前顯然可得知悉上開配合之交易有極高可能為虛偽，仍基於取得投資金額等目的，完全同意配合對方所有交易安排，並指示不知情員工為財報不實記載。惟於損失因果關係要件上，兩審法院認為公司之股價於揭露不實內容前，已有持續下跌之情事，甚至於不實內容揭露後，公司股價有回升之情形。因此，兩審法院皆認為公司之股價下跌應有其他因素影響，本案財報不實之內容與投資人損害間並不具損失因果關係，原告之主張為無理由¹⁵⁶。後續本案上訴至三審並發回高等法院¹⁵⁷，更審法院認為本案公司股價於不實資訊揭露後有明顯下跌，縱使期間有小幅回升，但亦無法與資訊揭露前之股價相比，因此仍應構成損失因果關係。最終，更審法院認為本案被告行為人與公司應依民法第 184 條第 1 項後段、第 185 條，與其他共同被告共負連帶賠償責任。至於原告另外主張之民法第 184 條第 2 項、證交法第 20 條之 1、公司法第 23 條第 2 項與民法第 28 條，法院則認為毋庸再另為審酌¹⁵⁸。

針對本案更審法院之判決，其對於公司之民事責任似係認其為共同侵權行為人，因而須為連帶賠償責任負擔。惟於本件判決，實則並無對於公司侵權行為責任判斷上有過多之論述過程，因此無法進一步探知法院對於公司構成共同侵權行為人之理由，此較為可惜。

2. 為達上市或上櫃標準而虛增公司財務帳面金額

公司於經營上，可能因募集資金需求而計劃於上市（櫃）市場發行有價證券。此時，公司負責人為達到上市（櫃）發行有價證券之條件，即可能編製不實之財務報告內容。以協○公司案為例，本案被告行為人為公司總裁且得實質上控制公司

¹⁵⁶ 請參臺灣高等法院臺中分院 109 年度金上字第 5 號民事判決。另外，本案兩審法院針對原告依民法第 184 條、第 185 條之請求，亦是認為原告無法主張財報不實之記載內容與其投資人損害間之相當因果關係，而不構成侵權行為責任。

¹⁵⁷ 請參最高法院 111 年度台上字第 490 號民事判決。本案最高法院認為原審既然認定行為人有為虛增營收以隱瞞公司經營不佳之行為，則本案於真實資訊揭露前，不實之資訊仍對於股價有影響；且縱使公司之股價持續下跌另有其他因素，惟似亦不得完全否認其不實財務內容對於股價之影響，因此認為原審對於損失因果關係之認定過於速斷。

¹⁵⁸ 請參臺灣高等法院臺中分院 112 年度金上更一字第 1 號民事判決。

業務，其為使公司得達上市標準，竟與公司董事長及其他訴外公司負責人共同謀議虛假交易並編製不實之假帳。後續，為維持上市後股票之價格，更持續為多起虛偽交易，並指示不知情員工編製不實會計憑證。以上事實，導致協○公司發行之財務報告有營業額及盈餘金額之虛增內容，且該虛增金額亦被記入後續公告之公開說明書中。以上，原告主張協○公司與其負責人應依證交法第 20 條、第 32 條、民法第 184 條第 1 項後段及第 2 項、第 185 條、第 28 條、公司法第 23 條第 2 項之規定，對本件被害投資人為連帶損害賠償¹⁵⁹。

對於原告之主張，法院認為協○公司董事長與總裁確實係為達上市目的，而故意使公司為虛假交易，並於財務報告與公開說明書中為不實記載。而本案法院亦以民事訴訟法第 277 條及參考美國詐欺市場理論為判斷因果關係。結果上，本案法院認為原告所主張之財報不實與公開說明書不實求償為有理由，惟對於其所主張之請求權依據則有進一步為論理。針對財報不實部分，因法院認為本案被害人所受損害為純粹經濟上損失，因而並不適用民法第 184 條第 1 項前段規定，原告此部分主張為無理由。民法第 184 條第 2 項，法院指出證交法第 20 條、第 20 條之 1、第 32 條為特殊侵權行為，立法者已對其構成要件、舉證責任等為特別考量，自不得再認為其等規定係屬民法第 184 條第 2 項所謂「保護他人法律」，原告關於此部分之主張亦被認為無理由。至於民法第 184 條第 1 項後段，法院則認為本案公司董事長及總裁確實係以故意違背善良風俗之方式加害他人，原告此部分主張為有理由。並且，被告董事長及總裁作為公司負責人，依民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項規定，應與協○公司共負連帶賠償責任。以上，法院最終依證交法第 20 條第 3 項、第 20 條之 1 法理，以及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項，認為協○公司應與其董事、總裁共負連帶賠償責任¹⁶⁰。

¹⁵⁹ 請參臺灣士林地方法院 95 年度金字第 19 號民事判決。

¹⁶⁰ 另本案後續上訴至二審，惟二審判決之審理範圍主要係關於公司之法人董事、監察人責任認定問題，與協○公司之財報不實民事責任認定並無太大關聯，本處即不再贅述，請參臺灣高等法院 103 年度金上字第 6 號民事判決。

觀察本案判決，法院對於證交法財報不實之規定與民法侵權行為之規範，有作出較明顯之適用區分，並認為證交法第 20 條之 1 係屬特殊侵權行為規定，並經立法者考量後設有特別之構成要件、舉證責任等規定，因而不應再回去適用民法第 184 條第 2 項之規定。此種見解下，法院似乎認為關於財報不實之民事責任，應優先以證交法之規定為判斷依據，惟同時法院亦認為被告公司仍應依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項之規定，與其負責人為連帶責任之負擔。

3. 為達現金增資目標而建立經營良好假象

市場上投資人之投資資金為公開發行公司重要之資金來源。而投資人為投資時，通常係以該股票後續價值上升而得獲取之利益為目的，此時公司之經營狀況、財務狀況、未來前景等，即為投資人重要之投資判斷參考因素。本處即以和○公司為例，本案被告行為人為使公司之現金增資得以達到預設之目標，而多次利用公司自身資金挪用之方式，將金額匯入至公司之認購股份帳號，造成最終發行之財務報告有虛增之資本額內容，致生投資人誤信公司經營狀況與前景良好假象，而購買該公司股票。本案原告主張之事實為：被告行為人等為和○公司之董事長、董事與經理人，其等為使公司達成現金增資目標，多次召集會議並規劃虛假之股款認購金流。其中包含：1.指示不知情員工領用已入帳之股款，再以他人名義匯款至代收價款專戶以認購公司股份。2.明知公司之子公司無須支付權利金，仍自該子公司帳戶領款並付款給其實質控制之訴外公司。後續指示不知情員工提領前開訴外公司所獲款項，並將其匯入公司認購股份之代收帳戶。3.將虛偽支付予訴外工程公司之工程款項挪用，並匯入認購公司股份之代收帳戶。以上被告行為人以多次資金挪用之手法，虛增和○公司之資本額達 2 億多元，並編製不實之財務報告內容提供予不知情之會計師查核。依此，原告主張和○公司與前述之被告行為人等應依證交法第 20 條第 3 項、第 20 條之 1、民法第 184 條第 1 項、第 2 項、第 185 條規定負賠償之責¹⁶¹。

¹⁶¹ 請參臺灣臺北地方法院 109 年度金字第 3 號民事判決。

本案法院對於原告主張，首先以證交法第 20 條第 2 項、第 20 條之 1 規定為責任要件判斷，並參照刑事判決結果、金流證據，認為被告等人虛增公司資本額之情事為真實。而和○公司作為發行人，法院指出依證交法第 20 條、第 20 條之 1 規定係負無過失全部賠償責任。至於前開被告行為人即公司董事長、董事、經理人，其等除違反證交法第 20 條第 2 項之規定而應負賠償責任外，法院認為基於證交法第 20 條第 2 項應係屬民法第 184 條第 2 項之保護他人法律，因此該等被告行為人亦構成民法第 184 條第 2 項民事責任¹⁶²。而對於民法第 184 條第 2 項之責任成立部分，法院認為其適用前提係行為人違反證交法第 20 條第 2 項規定，因而要件上仍回歸證交法之規定為適用。最終，對於原告所主張之賠償請求，法院認為和○公司應依證交法第 20 條、第 20 條之 1 負損害賠償責任，而被告行為人等則依證交法第 20 條、第 20 條之 1、民法第 184 條、第 185 條為連帶賠償。

本案法院對於公司與行為人之民事責任判斷，係以證交法之規定為優先適用。而被告公司本身之民事責任，除證交法第 20 條之 1 過失全部賠償責任外，法院似係因本件被告行為人皆為被告公司之負責人，因而依公司法第 23 條第 2 項規定，認為其等應共負連帶賠償責任。此部分可以注意到，證交法第 20 條第 3 項及第 20 條之 1 之法條皆無連帶賠償之明文規定，繼而本案法院以證券詐欺為特殊侵權行為責任性質為前提，以公司法第 23 條第 2 項規定，使公司與其負責人共同為連帶賠償責任之負擔。

二、行為人為個人利益而為財務報告內容之虛偽或隱匿記載

對於財報不實之動機，除上述介紹行為人多係以公司之利益為目的外，少數案例中，亦有公司負責人係為自己個人利益而使公司財務報告有隱匿或虛偽記載情形，本處同樣以實務案例為說明與分析。

¹⁶² 請參臺灣臺北地方法院 109 年度金字第 3 號民事判決：「證交法第 20 條第 2 項應確保公司之財務報告及其他有關業務文件內容正確之規定，係為使投資大眾能正確得知公司之經營績效、資產負債情況等資訊，始能使市場上合理投資人為投資判斷，自屬民法第 184 條第 2 項之保護他人之法律」。

(一) 以虛偽交易方式侵佔公司應收帳款，並於財報中為不實記載

虛偽交易之動機，除前述為美化公司財務狀況外，部分案例之行為人實則係以個人利益為主要目的。以漢○公司案為例，本案被告行為人為公司董事長兼總經理，其於任內期間，因個人資金之需求，分別與其他被告（訴外公司之負責人）共同謀議，使漢○公司為通謀虛偽或完全虛假之不實交易。而被告行為人藉由不實之交易，使漢○公司支付貨款予訴外公司，並指示前開共同被告將收受之貨款匯予自己為私人花用。後續，為使上開不實交易得符合公司內部控制制度，被告行為人更指示員工開具不實之發票、傳票等會計憑證，且將其記入公司財務報告內容。以上事實，本案原告主張被告等人應依證交法第 20 條、第 20 條之 1、第 28 條、公司法第 23 條第 2 項規定，共同負連帶賠償責任¹⁶³。

本案一、二審法院，皆認為原告主張之不實交易為真實。二審法院更指出，縱使交易實際上有貨物之運送，但本件交易雙方皆非基於交易之真意，則該交易實屬通謀虛偽之交易行為，而其將此等交易記入公司之財務報告內容，亦使公司有虛增營收之情形¹⁶⁴。因此，法院最終認為漢○公司作為財務報告發行人，其係違反證交法第 20 條第 1 項及第 2 項規定，應依證交法第 20 條第 3 項、第 20 條之 1 規定負賠償之責任。另外，本件二審法院與一審法院見解不同之處在於，其認為證交法第 20 條第 1 項及第 2 項屬民法第 184 條第 2 項所謂「保護他人之法律」，因而認為本件被告公司負責人亦構成民法第 184 條第 2 項之侵權行為責任，而依民法第 28 條之規定，被告公司亦應與其負責人為連帶賠償責任之負擔¹⁶⁵。

觀察本案法院之判決，被告公司作為發行人，係依證交法第 20 條第 3 項及第 20 條之 1 而負有民事責任。對於財報不實討論上，二審法院認為被告公司負責人構成民法第 184 條第 2 項之侵權行為責任，因而認為原告依民法第 28 條請求被告

¹⁶³ 請參臺灣臺北地方法院 104 年度金字第 22 號民事判決。

¹⁶⁴ 請參臺灣高等法院 106 年度金上字第 12 號民事判決。

¹⁶⁵ 請參臺灣高等法院 106 年度金上字第 12 號民事判決：「另證交法第 20 條第 1、2 項及第 20 條之 1 第 1 項第 1 款規定係為發展國民經濟，並保障投資人所設，核屬保護他人之法律……」。

公司之連帶賠償主張為有理由，此結果上呈現出證交法與民法間交錯適用之情形。除此之外，本件值得注意的是，被告監察人曾於訴訟中抗辯，其主張本案之虛偽交易涉及多家公司且不實會計憑證資料十分龐雜，縱使已請外部會計師為專業查核，亦無發現財報不實或虛偽交易之情事¹⁶⁶。因此，該監察人認為其已盡監督義務而得免除責任。惟此抗辯並未為法院所採納，於判決過程中亦無有過多關於本件虛偽交易是否確實難以發現之探討。此可能主要係因目前實務偏向認為公司負責人負有注意義務，因而不得僅以有會請外部會計師為查核而逕直主張免責¹⁶⁷。至於發行人，其係負無過失責任，則更無須考慮財報不實情事是否有難以合理期待為查核發現之問題。惟本文進一步提出，若個案中確實有難以發現之財報不實情事，而發行公司仍無例外為無過失民事賠償，此時即可能產生公司最終責任負擔不合理之疑慮。

（二）以虛偽交易名義侵佔公司資產，並於財報中為重大消息隱匿

公司負責人以虛偽交易方式侵佔虛增之款項，其除於財務報告中會有虛增款項之不實記載外，對於應揭露之不法侵佔重大背信消息亦多有隱匿之情形。以聯○公司案為舉例說明，被告行為人等為公司董事長、總經理、董事等，而本案原告主張之事實眾多，本處大致將其整理成三大類型：（1）明知交易對象並無生產商品之能力，仍使公司與其簽訂不實之採購合約，並指示不知情員工為編製不實轉帳傳票、本票。後續被告行為人即自行支領前述不實本票為個人私用，進而侵佔公司資產。

（2）藉由購買訴外公司股票之不實名義，使公司支付款項予債權人，並指示該債權人將收受款項匯入個人帳戶或作為個人債務清償之用。（3）明知公司無購置不動產必要，仍以購買不動產之名義，使公司支付交易之斡旋金並以此製作不實之傳票，並將公司支出之款項作為個人私用。以上事實，原告主張被告行為人等五人之不法侵佔情事皆未於財務報告中為揭露，因而以證交法第 20 條之 1、民法第 184 條第

¹⁶⁶ 請參臺灣臺北地方法院 104 年度金字第 22 號民事判決：「漢○公司違法交易行為係經過多方配合並製造大量會計憑證，以致財務報告通過會計師查核，顯見連專業會計師仍無法發覺漢○公司有何異常之處，其為毫無財會背景之人，不可能察覺其中有何違法之情」。

¹⁶⁷ 賴英照，註 25，頁 173。

2 項、第 185 條、第 28 條規定，請求聯○公司與被告行為人等五人共負連帶賠償責任¹⁶⁸。

本案一審法院對於前述原告主張，主要係以證交法第 20 條之 1 規定要件為民事責任判斷。並且，一審法院認為前開未揭露之公司資產侵佔及其衍生之虛偽轉投資、交易等消息，對於投資人而言將產生重大投資決策影響。最終法院認為聯○公司作為發行人，依證交法第 20 條之 1 應負無過失全部賠償責任。同時，聯○公司違反證交法第 20 條第 1 項及第 3 項、證交法第 20 條之 1 規定行為，亦構成民法第 184 條第 2 項之違反保護他人法律責任，應與其他被告行為人等五人，共同依民法第 185 條負連帶賠償責任¹⁶⁹。本案例中，公司負責人係為個人利益侵佔公司資產，並於財務報告中為隱匿其不法行為。惟依證交法第 20 條之 1 規定，發行人係負無過失全部賠償責任，因此縱使公司作為被侵佔資產之一方，其仍須為財報不實對於投資人所造成之損害為賠償。

第二目 實務上財報不實之行為方法與過程分析

以實務財報不實案例之行為人目的為分析，得發現證券詐欺有時並非單純為公司整體利益，部分事實呈現出行為人動機更包含個人利益追求。除此之外，本處將再針對證券詐欺實務案例中，行為人可能採取之手段為分析。而常見之財務資訊不實手段，即係以虛偽交易之方式虛增公司經營獲利或資本額等帳面金額。其中，虛偽交易有時係由行為人與訴外公司之負責人共同謀議，有時則係以其本身實質控制之公司為相互配合。再者，不實交易通常須有形式上財務帳冊包裝以隱瞞不法

¹⁶⁸ 本件原告所主張之事實繁多，本處僅以樣態為分類列出三種主要不法侵佔方式，更詳細之個別不法侵佔行為與方式，請參臺灣臺北地方法院 102 年金字第 8 號民事判決。

¹⁶⁹ 請參臺灣臺北地方法院 102 年金字第 8 號民事判決：「證交法第 20 條第 1 項、第 3 項規範未有實質修正，是凡於有價證券之募集、發行或買賣，參與虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為等證券詐欺之故意行為人，均在適用之列。……又 95 年 1 月 11 日增訂證交法第 20 條之 1 第 1 項、第 2 項、第 5 項規定，發行人若有違反前開財報不得有虛偽情事之規定，應負結果責任，凡此均屬保護他人之法律」；另外，本案後續上訴至二審，然二審法院判決中主要係處理被告等人間之賠償金額認定，與聯○公司及被告行為人等五人之財報不實責任成立及適用之法條依據並無太大關聯，本處不再贅述，請參臺灣高等法院 111 年度金上字第 49 號民事判決。



之情事，因此於得發現行為人為證券詐欺行為時，亦會利用不知情之公司內部人員為其編製或發佈不實資訊或消息。依此，無論行為人係以其上位者之地位或以直接欺騙之方式向內部人員為指示，皆得使公司形式財務資訊呈現合理、良好之假象。實則，此種隱匿自身不法行為之手段，除行為人利用不知情內部人員外，於案例中亦得發現行為人通常並非單一作案，而會與他人共同謀議並執行，繼而以相互配合之方式隱匿不法行為。而此共謀對象並不限於公司內部人，更可能涉及公司外部人士。除此之外，行為人不法行為隱瞞之對象，有時亦非僅針對外部主管機關之查核，更有可能係向公司內部之監督執行機關或人員為隱瞞。以前述和○公司案為例，其行為人於明知董事會未為通過公司為他人連帶保證之議決，仍自行虛偽董事會同意之紀錄，以使其控制公司得向銀行為借貸。本案公司內部其他董事及監察人即被認為有監督義務上過失而負賠償責任，和○公司本身亦負無過失之全部賠償責任。本案先撇除公司內部其他董事或監察人是否有監督義務之失職問題，於抗辯上和○公司本身即主張本案連帶債務係由於行為人個人捏造虛偽董事會同意紀錄而生，並經判決認定其無庸負擔該連帶債務，因而並無財報不實之情形¹⁷⁰。除此之外，個案中有時亦可能出現證券詐欺情事較為複雜或隱密，進而有難以於一般監督查核下為發現之抗辯¹⁷¹。此時，公司盡職監督執行下是否得及時為證券詐欺行為之發現與防免，應亦為責任判斷過程中須為考量之判斷。

以上說明，得知財報不實詐欺行為，常會伴隨行為人之隱匿手段，或該證券詐欺行為較難為發現之情形。而本處針對行為人為財報不實之手段與過程分析，於其他證券詐欺類型下亦有相同之情形，亦即證券詐欺行為本身可能並非公司平常執行監督義務下得以及時發現。此時，得進一步思考於難以發覺之證券詐欺個案中，

¹⁷⁰ 請參臺灣臺北地方法院 108 年度金更一字第 1 號民事判決：「和○公司係因劉○祥指示蔡○和捏造 103 年 1 月 31 日董事會議事錄，使和○公司未經董事會決議即擔任關係人紅○公司向安泰銀行所為 7 億元借款之保證人，紅○公司嗣復將該筆借款貸予和○公司，致和○公司背負 2 筆 7 億元之債務，惟系爭連帶保證債務業經本院判決債務不存在而無庸負連帶保證責任，自無須揭露於財務報表內，縱未揭露亦無隱匿或虛偽不實之情，無財報不實情事」。

¹⁷¹ 請參本文，頁 59-60。漢○公司案之被告即有抗辯該案證券詐欺情事複雜，縱使會請專業會計人員，亦難以查核發現。



是否得期待公司於盡職監督義務執行下為該不法行為之防免。若否，則公司證券詐欺民事責任負擔是否有合理性上之疑義，即牽涉到本文討論之核心。以下將接續對於公開說明書不實與一般證券詐欺之實務案例為探討，並分析出現行法下公司證券詐欺民事責任判斷之核心問題。

第三款 發行人財報不實民事責任之判斷與認定過程

公司財報不實案例眾多，本文僅得列舉幾種常見之型態為說明與討論，並藉此探討法院判斷及認定公司民事責任之過程。而本處針對前述案例原告可能主張之請求權基礎、法院判斷責任過程，以及最後認定公司責任之法條適用三層面為總結分析。首先，原告對於發行人多會同時主張證交法第 20 條、第 20 條之 1、民法第 184 條、第 185 條，或依民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項為請求權依據。其中，證交法第 20 條第 2 項及第 20 條之 1 即係針對財報不實民事賠償責任之規定，於財報不實案例中係最主要之請求權基礎。而證交法第 20 條第 1 項及第 3 項，作為一般證券詐欺規定，亦可能為原告一併主張。至於民法侵權行為相關規範，則因證券詐欺行為同時可能構成侵權行為責任，因此原告亦多會將民法第 184 條、第 185 條、第 28 條、公司法第 23 條第 2 項等規定一同列為請求權基礎。惟實務目前在前述眾多法條依據適用上，仍多以證交法第 20 條之 1 規定要件為財報不實民事責任判斷。

關於民事責任認定之法條適用，於特殊侵權行為責任說見解下，雖認為應優先適用證交法規定，但亦不排除民法侵權行為規範之適用空間。法院於民法侵權行為責任規範適用上，多有認為財報不實之純粹經濟上損失非民法第 184 條第 1 項前段之規範範圍，因此原告無法依本條為財報不實賠償請求。至於民法第 184 條第 2 項所指違反保護他人法律，近年最高法院已有認為證交法第 20 條第 2 項及第 20 條之 1 規定係屬本處之保護他人法律無誤¹⁷²。依此，法院於財報不實民事責任認

¹⁷² 請參最高法院 112 年度台上字第 438 號民事判決：「修正前證交法第 20 條第 2 項規定，均屬違反保護他人之法律，構成民法第 184 條第 2 項之侵權行為，而為共同侵權行為人。又證交法第 20



定上，實則係有證交法與民法侵權行為規範同時適用之空間，亦即兩規範適用上並非互斥。惟若法院以證交法規定之責任要件為財報不實民事責任判斷後，又以相同之判斷過程與論述認定被告之侵權行為責任，此時似有將證交法與民法侵權行為規範要件為混用之情形。如此，恐產生證交法規定遭破壞之疑義。另外，發行人依證交法第 20 條之 1 規定係為無過失責任，惟前述案例亦有出現法院以民法第 184 條第 1 項後段、民法第 185 條規定，為認定發行人應負連帶賠償責任之情形¹⁷³。但若實質觀察判決內容，法院未有對公司何以構成民法第 184 條第 1 項後段之故意主觀要件為過多說明。最後，於財報不實手段過程之討論下，得發現部分事實情節包含行為人個人利益、刻意規避公司內控制度或不法行為隱密複雜之情事，而於此情形下，發行人仍無例外為無過失全部賠償責任負擔是否合理，則有再為探究之餘地。

第二項 公開說明書不實民事責任案例

發行人除須定期為財務報告之編製外，依證交法及相關主管機關之法令規範，亦有公開說明書編製之義務。實則，發行人須為公開說明書編製之情形，非限於募集發行有價證證券時，其他如申請上市或上櫃之公開說明書、公開併購說明書等情形，亦有相關規範賦予發行人應為公開說明書編製之義務。而此部分雖已於前文證交法第 32 條民事責任適用範圍解釋部分有所提及，但此處仍進一步對於規範上發行人公開說明書編製義務為較詳細之說明¹⁷⁴。至於同為資訊不實民事責任規範之證交法第 32 條與前述證交法第 20 條之 1 規定間之區別，亦於討論民事責任時有評價上之影響。因此，以下將針對公開說明書不實與財報不實之民事責任為比較，以釐清兩者規範上之不同。再來，同樣會以公開說明書不實之民事案例為分析。

條之 1 第 5 項規定雖係 95 年 1 月 11 日始修正，然斟酌該規定立法政策、社會價值及法律體系精神，合乎事務本質及公平正義原則，為價值上本然或應然之理，自可引為法理加以適用……」。

¹⁷³ 如桑○亞公司案，請參本文，頁 54-55。

¹⁷⁴ 請參本文第二章第一節第一項第三款公開說明書定義及不實民事責任規範。



第一款 公開說明書之編製義務規範

證交法第 30 條第 1 項規定發行人於募集、發行有價證券時，應加具公開說明書，同法第 31 條第 1 項則規定發行人於募集有價證券時，應先交付公開說明書與認股人或應募人。依此規定，發行人於募集發行有價證券時，具有編製公開說明書之義務。然而，除募集發行有價證券外，公司須為公開說明書編製之情形仍有：1. 依證交法第 30 條第 3 項規定，於申請上市（櫃）時應編製公開說明書¹⁷⁵。2. 依證交法第 42 條第 1 項規定，公司若欲將尚未依證交法規定發行之股票於上市或證券商營業處所買賣者，應向主管機關為相關發行審核程序¹⁷⁶。並依證交法第 22 條第 4 項授權主管機關制定之發行人募集與發行有價證券處理準則（下稱處理準則）第 69 條規定，發行人申報私募有價證券補辦公開發行時，應檢具公開說明書¹⁷⁷。依此，公司於補辦有價證券公開發行時，亦須編製公開說明書。3. 依證交法第 22 條第 3 項或第 22 條之 2 第 1 項第 1 款規定，若有價證券持有人欲向不特定人為招募，應向主管機關為申報¹⁷⁸。而前述處理準則第 62 條則規定，向主管機關為申報時應檢具公開招募說明書¹⁷⁹。4. 依證交法第 43 條之 4 第 1 項規定，公開收購人除依第 28 條之 2 規定買回本公司股份外，應於應賣人請求時或應賣人向受委任機構交存有價證券時，交付公開收購說明書¹⁸⁰。而此公開收購說明書之交付或不實記載，

¹⁷⁵ 證交法第 30 條第 3 項：「公司申請其有價證券在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣者，準用第一項之規定；其公開說明書應記載事項之準則，分別由證券交易所與證券櫃檯買賣中心擬訂，報請主管機關核定」。

¹⁷⁶ 證交法第 42 條第 1 項：「公司對於未依本法發行之股票，擬在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣者，應先向主管機關申請補辦本法規定之有關發行審核程序」。

¹⁷⁷ 發行人募集與發行有價證券處理準則第 69 條：「發行人申報私募有價證券補辦公開發行時，應檢具補辦公開發行說明書，並載明下列事項：……」。

¹⁷⁸ 證交法第 22 條第 3 項：「出售所持有第六條第一項規定之有價證券或其價款繳納憑證、表明其權利之證書或新股認購權利證書、新股權利證書，而公開招募者，準用第一項規定」；證交法第 22 條之 2 第 1 項第 1 款：「已依本法發行股票公司之董事、監察人、經理人或持有公司股份超過股份總額百分之十之股東，其股票之轉讓，應依左列方式之一為之：一、經主管機關核准或自申報主管機關生效日後，向非特定人為之」。

¹⁷⁹ 發行人募集與發行有價證券處理準則第 62 條：「有價證券持有人申報公開招募時，應檢具公開招募說明書，載明下列事項：一、公開招募之動機與目的。二、公開招募價格之訂定方式與說明。三、證券承銷商提出之評估報告」。

¹⁸⁰ 證交法第 43 條之 4 第 1 項、第 3 項：「公開收購人除依第二十八條之二規定買回本公司股份者

依同條第 3 項規定，準用證交法第 31 條第 2 項及第 32 條之民事責任規定¹⁸¹。

以上所列出之公開說明書，依現行證交法第 32 條之文義解釋下，除募集發行有價證券之公開說明書及公開收購說明書外，嚴格來說皆非本條之適用範圍¹⁸²。惟若以投資人之保護為出發，證交法第 32 條之適用範圍解釋，不應限縮於依證交法第 30 條編製之募集發行公開說明書，但於修法前本處之解釋問題似仍難以根本解決。

第二款 公開說明書與財務報告間規範及責任之比較

公開說明書不實與財報不實行為，實則同為資訊不實之證券詐欺類型，惟於證交法下分別為不同之民事責任規定，並設有相異之責任要件與賠償制度設計。而於立法評價上，公開說明書不實與財報不實之民事責任規範，亦有認為應予以程度上之區別。此係由於公開說明書不實及財報不實所規範之證券市場及發行人交易地位不同。法條規定上，證交法第 32 條及第 20 條之 1 雖於責任要件上有很大幅度之相似，惟於免責要件及賠償設計上仍有顯著之差異。本處即針對公開說明書不實及財報不實民事責任之規定為比較討論，以利後續為發行人資訊不實民事責任之討論上，得明確區變兩者規範上之不同。

第一目 公開說明書與財務報告規範之比較

證券交易市場又區分為發行市場及交易市場，前者為發行人公開發行之有價證券初次直接出賣與投資人以吸收資金之市場，亦被稱為初級市場；後者則為有價證券經發行後，得以公開為買賣之市場，亦稱次級市場¹⁸³。而無論係公開說明書或

外，應於應賣人請求時或應賣人向受委任機構交存有價證券時，交付公開收購說明書」，「第三十一條第二項及第三十二條之規定，於第一項準用之」。

¹⁸¹ 相關公司公開說明書編製義務討論，得參賴英照，論公開說明書之規範，建華金融季刊，27 期，頁 3-5，2004 年。

¹⁸² 相關討論請參本文第二章第一節第一項第三款一、公開說明書之定義及證交法第 32 條之適用範圍。

¹⁸³ 王志誠，公開說明書不實記載之民事責任，政大法學評論，82 期，頁 93，2004 年。

財務報告，其皆係作為投資人投資判斷之重要參考資訊。至於記載之內容，公開說明書應記載事項範圍非常廣泛，其中亦包含發行公司近兩年之財務報告、重要財務狀況等財務業務相關內容¹⁸⁴。依此，於記載內容比較上，公開說明書內容亦包含財務報告相關資訊。

關於公開說明書不實及財報不實民事責任規範討論，前者係為募集發行有價證券之資訊公開，係為初級市場之規範；後者則為公司定期編製之公開資料，應屬次級市場之規範。基於證交法第 32 條及證交法第 20 條之 1 規範之市場不同，其資訊揭露違反之民事責任規範強度，亦應有所區別。此係由於發行人於初級市場交易上，係為有價證券買賣當事人，除掌握公司內部資訊外，更得決定有價證券之價格¹⁸⁵。亦即，發行人於初級市場之交易地位及資訊取得能力皆較投資人高，且將自該有價證券交易中獲得直接利益。以上考量，即有認為發行人於初級市場之資訊不實民事責任應較次級市場規範為嚴格¹⁸⁶。惟現行證交法對於公開說明書不實與財報不實之民事責任規定似非完全如此，以下接續為討論。

第二目 資訊記載不實之民事責任規範比較

正如前述，公開說明書不實及財報不實皆屬資訊不實之證券詐欺類型，而證交法分別於第 20 條之 1 及第 32 條為相異之民事責任規定。而公司作為發行人，其違反資訊揭露之民事責任規定，於證交法下皆係負無過失全部賠償責任，因而法條適用下，兩條規範下其負擔之責任差異較不明顯。惟為突顯證交法第 32 條及第 20 條之 1 規定間之不同與規範程度比較，以下仍簡要說明之。

首先於賠償責任主體，除發行人、發行人之負責人與職員以及會計師外，證交法第 32 條第 1 項規定，更包含證券承銷商以及會計師以外之專門人員。至於賠償請求權人範圍，證交法第 32 條係以「善意相對人」為規範，第 20 條之 1 則係以善

¹⁸⁴ 請參本文第二章第一節第一項第三款公開說明書之定義及應記載內容。

¹⁸⁵ 張心悌，獨立董事財報不實民事責任之再思考——以主觀要件為中心，政大法學評論，157 期，頁 338，2019 年。

¹⁸⁶ 張心悌，註 185。

意取得人、出賣人以及持有人為規定。惟證交法第 32 條之「善意相對人」解釋上仍有模糊空間，有學者即認為依本條「前條之公開說明書」文字解釋，請求權人應係限於直接應募該次發行有價證券之人而言¹⁸⁷。另外，基於公開說明書不實之民事責任規定，其目的應係為保護受該次不實資訊而受有損害之投資人，因此亦有認為不實資訊影響期間係為影響請求權人範圍判斷之重點¹⁸⁸。亦即，對於公開說明書不實之請求權人，應以是否受其不實資訊影響而有一定之限定範圍。以上，對於證交法第 32 條之請求權人範圍解釋，著重於受該次不實資訊影響之投資人而言。此與財報不實之賠償請求權人相較，公開說明書不實之賠償請求權人範圍似較得為特定，進而其賠償範圍亦較無財報不實具廣泛而難以預測之情形。

至於賠償責任主觀要件，於證交法第 32 條與第 20 條之 1 雖皆設有免責條款之規定，但其設計上有明顯之不同。首先，證交法第 32 條將免責條款適用以該不實內容是否經專門人員為簽證為區分，對於已經專門人員簽證部分，發行人之負責人、職員與證券商僅須證明其具正當理由確信該簽證意見為真實即得免責；而若係未經專門人員簽證之內容，則須證明其已盡相當注意且具合理確信該內容無虛偽不實。相較於證交法第 32 條第 2 項規定，證交法第 20 條之 1 第 2 項之免責條款，即無依不實內容是否經專門人員為簽證而有不同之條件設計。亦即，無論該財報不實內容是否有經專門人員簽證，被告行為人皆須舉證其已盡相當注意義務，且具合理確信該不實內容為真實始得免責。然而，此差異即產生次級市場責任規範較初級市場為嚴格之情形，此規範上之合理性即有疑義¹⁸⁹。

以上，關於證交法第 32 條及第 20 條之 1 規範間設計之比較，看似與發行人較無太大關聯，惟於比較中得以知悉兩者規範上之差異，以及學者對於公開說明書不實與財報不實民事責任上之不同評價。此將影響後續討論發行人於公開說明書

¹⁸⁷ 郭大維，證券交易法第三二條損害賠償請求權人之範圍，月旦法學教室，143 期，頁 26，2014 年。

¹⁸⁸ 曾宛如，有關證券投資人保護之未來發展，月旦財經法雜誌，2 期，頁 199，2005 年。

¹⁸⁹ 張心悌，註 185。

不實及財報不實間之民事責任負擔合理性討論。最後，於賠償制度比較上，證交法第 20 條之 1 第 5 項雖特別設有比例責任制，惟並無責任主體間之債務關係明文。因而於發行人財報不實民事責任上，常見以民法侵權行為規範以成立連帶賠償責任之情形。反觀證交法第 32 條，其於第 1 項規定及明定責任主體間之連帶賠償責任關係，且此亦包含發行人。依此，於公開說明書不實案例下，發行人依證交法第 32 條本即與其他責任主體共負連帶賠償責任。

第三款 公開說明書不實之實務案例分析

公開說明書之實務案例，多係發行公司於募集發行有價證券之公開說明書有不實之記載，與財務報告民事案例相較，其案件數量並無財報不實多。同時，因公開說明書內容亦包含財務相關資訊，因此於實務案例中亦常涉及財務報告不實民事責任討論。以下，將同樣以公開說明書不實記載之目的為區分舉例，並對於個案之手段方法，以及法院責任判斷、認定過程為分析討論。

第一目 為公司利益而為公開說明書不實記載

公開說明書不實之記載，其多數目的係為公司整體利益，如美化公司財務狀況、吸引投資資金等。本處即舉幾種為公司利益而於公開說明書為不實記載之案例，並分析法院如何判斷及認定發行人之公開說明書不實民事責任。

一、美化帳面金額目的而為公開說明書不實記載

發行人募集發行有價證券須編製並交付公開說明書，此係為使投資人得知悉該公司之各項業務、財務及經營等狀況，並以之作為投資判斷參考。因此，公開說明書不實案例中，行為人即有利用美化公司經營狀況方式，以吸引投資人為投資。然而，其達成之手法與過程各有不同，以下舉幾種案例為討論。

（一）以虛偽交易方式虛增財務金額

以北○公司案為例，本案公司之董事長與其他公司共同配合，利用簽訂較高金額之採購合約及虛偽交易等方式，使公司財務報告上有虛增金額之記載。後續更

將前述不實之財務報告內容記入現金增資之公開說明書中，致使投資人誤信公司經營良好而為投資。本案原告依證交法第 20 條、第 20 條之 1、第 32 條，以及民法第 184 條第 1 項後段、第 2 項、第 185 條、第 28 條、公司法第 23 條，主張北○公司應與其負責人共負連帶賠償責任¹⁹⁰。

針對公開說明書不實部分，法院認為被告董事長係明知該不實虛增金額，仍使財務報告為不實之記載，並將其不實內容記入公開說明書。同時，法院亦認為該虛增之金額對於投資人而言，應具有投資判斷上之重大影響。最終，本案法院主要以證交法第 32 條作為北○公司、董事長及其他公司負責人之連帶賠償責任依據，並無再適用民法或公司法等侵權行為規範。此可能係因證交法第 32 條本身即有連帶賠償之明文規定，因此無須再以民法之規定為補充¹⁹¹。而本案事實除為典型利用不實交易虛增公司帳面金額之案例外，亦得自判決中觀察到法院於適用證交法第 20 條之 1 與第 32 條間規定之差異。亦即，證交法第 32 條已明文責任主體間之連帶賠償責任關係，於發行人之連帶賠償認定上，法院即無須再適用民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項之規定。

（二）隱匿重要財務資訊

公開說明書作為投資人之重要投資判斷參考，關於公司之營業或財務相關重要事項即應正確且完整地為揭露。然而，為美化公司之經營狀況，行為人可能會於公開說明書中為隱匿相關重大影響公司經營之事項。以康○生技公司為例，被告董事長為美化公司之交易營收金額，與其得實質控制之關係人公司或紙上公司為簽訂不實之採購合約，並指示公司會計人員編製不實發票向其請款。以上不實交易及虛增之營收金額皆於財務報告、公開說明書中為記載，而前述關係人交易之事實亦於公開說明書中為隱匿。除此之外，本案被告董事長亦有利用其實質控制之公司，使其與康○生技公司為虛偽交易，進而侵佔康○生技公司之資產為個人私用。以

¹⁹⁰ 請參臺灣臺南地方法院 107 年度金字第 6 號民事判決。

¹⁹¹ 另本案後續上訴二審，而二審法院之判決結果與一審法院大致相同，本處即不再贅述，請參臺灣高等法院臺南分院 113 年度金上字第 1 號民事判決。

上，原告主張康○生技公司與其董事長、前後任財務長應依證交法第 20 條第 1 項及第 3 項、第 20 條第 2 項及第 20 條之 1、第 32 條、民法第 184 條第 1 項後段及第 2 項、第 185 條、民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項規定，共負連帶賠償責任¹⁹²。

本案一審法院認為原告尚無法舉證虛偽交易情事為真實，且若虛偽交易存在，原告亦未能舉證損失因果關等要件，因而認為原告之主張皆無理由。後續上訴二審時，高等法院則認為被告董事長確實有使康○生技公司與其他公司為虛偽交易，且係以美化公司實際經營情形為目的。於民事責任判斷上，法院對於該不實之財務內容，認為其虛增之金額對一般投資人而言具有重要影響，且部分被害投資人亦對其不實資訊具有信賴。最後，針對公開說明書不實部分，法院認為康○生技公司與其董事長應依證交法第 32 條共負連帶賠償責任。至於本案前後任財務長被告，法院則認為其等職務上已有盡提醒出貨、調停等義務，且對於該不實資訊具有合理確信為真實之理由，因此並不成立民事賠償責任¹⁹³。

本案行為人為公開說明書不實之記載，其目的係參雜個人及公司利益，且其手段係以常見之虛偽交易方式虛增營收金額，並隱匿關係人配合之不法情事。同時，本案被告亦利用公司內部人員為其製作不實會計憑證，以使帳面形式上為合理。至於二審法院於民事責任判斷時，主要係以證交法規定為依歸，另對於財務報告不實與公開說明書不實之法條適用提出較具體之說理。本案二審法院指出，證交法對於財報不實與公開說明書不實之民事責任，已於第 20 條之 1 與第 32 條為規定，其責任即不應再當然成立證交法第 20 條第 1 項或適用民法第 184 條第 2 項之規定，亦不得將證交法所列之責任主體列為民法第 185 條之共同侵權人，以免證交法與民法之規定有割裂適用之情形¹⁹⁴。此見解似係認為於資訊不實證券詐欺案件下，其

¹⁹² 請參臺灣臺中地方法院 103 年度金字第 31 號民事判決。

¹⁹³ 請參臺灣高等法院臺中分院 108 年度金上字第 4 號民事判決。

¹⁹⁴ 請參臺灣高等法院臺中分院 108 年度金上字第 4 號民事判決：「又證交法第 20 條第 1、3 項雖規定「有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。」（一般證券詐偽行為），同法第 20 條之 1 違反財報不實責任，或同法第 32 條公開說明書責任，各規範

民事責任應優先以證交法第 20 條之 1 及第 32 條為適用。惟本案二審法院判決亦未排除民法侵權行為規範於證券詐欺行為下之適用空間，並於財報不實部分，仍有以公司法第 23 條第 2 項規定，使公司與其負責人共負連帶賠償責任¹⁹⁵。

（三）記載不實之資金用途

公開說明書中應記載內容包含現金增資之計劃、用途，因而若有虛偽不實記載，同樣有可能構成證交法第 32 條之民事賠償責任。以翔○公司案為例，其董事長與會計、財務主管，於現金增資之公開說明書中有關於發行計畫與執行情況之不實記載內容。具體而言，原告主張其公開說明書記載之發行計畫係為與訴外公司共同合作，並由翔○公司為採集與組裝生產，並銷售與訴外公司。然而，實際上翔○公司根本並無生產與出貨行為，此等交易皆係為紙上作業。另外，原告於本案同時主張翔○公司董事長、財務主管與前開之訴外公司，因共同為虛偽交易並開立不實發票，致使翔○公司有銷貨成本及收入之虛增金額。而該不實虛增金額，對於該期間之財務報告綜合損益表、資產負債表等科目有影響，且亦被記入於前開之公開說明書中。以上事實，原告於公開說明書不實部分，主張翔○公司應依證交法第 32 條、第 20 條第 1 項及第 3 項、民法第 184 條第 1 項後段及第 2 項、第 28 條、公司法第 23 條第 2 項規定，與其負責人共負連帶賠償責任¹⁹⁶。

本案一審法院於公開說明書不實部分，認為證交法第 32 條為證交法第 20 條之特別規定，因而應優先以證交法第 32 條規定為責任判斷依據¹⁹⁷。另外，其亦指

明定構成要件及法律效果（詳後），不實財務報告書、公開說明書既均有特別規範，自不能再謂財報不實、公開說明書不實當然成立證交法第 20 條第 1、3 項，或適用民法第 184 條第 2 項之保護他人法律另賦與不同法律效果，亦不能將證交法所列責任主體指為民法第 185 條之共同侵權行為人，否則即屬對於民法及證券法制之割裂適用與體系混淆」。

¹⁹⁵ 請參臺灣高等法院臺中分院 108 年度金上字第 4 號民事判決：「承上所述，上訴人依證交法第 20 條之 1、民法第 184 條第 1 項後段及公司法第 23 條第 2 項，得代本件授權人請求康○公司、林○華連帶賠償……」。

¹⁹⁶ 請參臺灣桃園地方法院 109 年度金字第 56 號民事判決。

¹⁹⁷ 請參臺灣桃園地方法院 109 年度金字第 56 號民事判決：「在合於證交法第 32 條所定情形，應優先適用該條文，在非屬第 32 條但合於第 20 條之 1 情形，則應適用第 20 條之 1，僅不合於前二條之情形，方得適用第 20 條第 1、3 項規定。亦即就公開說明書不實之情形，證交法第 32 條既設有特別規定，對於賠償義務人及免責事由等均詳予規範，自應優先適用，即無再適用修正前證交法第

出證交法第 32 條與第 20 條之 1 規定，其兩者間之規範範疇、責任主體等規定皆有差異，不得僅因該公開說明書內容包含已被認定之不實財報資訊，即逕行推定本件公開說明書亦構成證交法第 32 條規定¹⁹⁸。最終，一審法院認為原告未對於該公開說明書中之資金用途、虛增金額等不實內容所造成之具體數額差距，以及該不實內容是否影響投資人等要件為舉證，因此尚難認定其對於公開說明書不實之賠償主張有理由。本案後續上訴二審法院並為調解¹⁹⁹。觀本案判決，一審法院認為不得因該公開說明書內容包含不實財務報告，即認為當然構成證交法第 32 條之賠償責任，此見解實則明確區分公開說明書不實與財報不實之民事責任規定，並各自予以判斷及認定。

二、為達上市標準目的而為公開說明書不實記載

本處以前文提及之協○公司案為討論，本案被告行為人等為使公司之股票得達上市發行之標準並維持股價，共同與國內外之公司為虛偽交易、製作假賬以虛增公司之營業額及盈餘。而前述不實虛增之金額，使公司財務報告及公開說明書內容有不實之記載。依此，原告主張協○公司為發行人、被告等人係以故意之意圖為前開財報與公開說明書不實之記載，其等應依證交法第 20 條、第 32 條、民法第 184 條第 1 項後段及第 2 項、第 185 條、第 28 條、公司法第 23 條第 2 項規定負連帶賠償之責²⁰⁰。

針對本案公開說明書不實之主張，法院主要以證交法第 32 條之規定為判斷責任是否成立，並以民事訴訟法第 277 條但書及美國法詐欺市場理論為參照，認為原告因信賴該公開說明書不實內容而構成交易因果關係。同時，該不實內容確實影

20 條規定之餘地」。

¹⁹⁸ 請參臺灣桃園地方法院 109 年度金字第 56 號民事判決：「況且證交法第 32 條之規定與同法第 20 條之 1 之規定，其所規範之範疇並不相同，責任主體係連帶賠償或得依責任比例賠償亦有重大差異，自無從僅依系爭財報有不實即可驟然推論該當證交法第 32 條第 1 項之規定……」。

¹⁹⁹ 請參臺灣高等法院 111 年度金上字第 56 號民事判決。

²⁰⁰ 請參臺灣士林地方法院 95 年度金字第 19 號民事判決。另前文協○公司案之討論，請參本文，頁 55-57。

響被告公司之股價，原告於不實資訊揭露後，受有股價下跌之損失。依此，本案法院認為協○公司與其負責人等依證交法第 32 條規定，須共同為連帶賠償責任之負擔。

三、為炒作公司股價目的而為公開收購說明書不實記載

依證交法第 43 條之 4 規定，公開收購說明書亦有準用證交法第 32 條之民事責任，因此若公開收購說明書中有虛偽或隱匿之不實記載，亦有本處公開說明書不實之民事責任適用。以百○竿頭公司為例，本案事實背景為：百○竿頭公司之負責人，同時亦為共同被告 A 公司之負責人，其為炒作訴外公司（下稱 B 公司）股價，雖自始無公開收購之真意，仍聲稱百○竿頭公司欲為公開收購 B 公司，並編製不實之公開收購說明書內容。而前述公開收購說明書之不實內容包含增資承諾、資金來源，以及期間屆滿後五個營業日內為給付股款等事項。又本前開被告公司負責人於公開收購前，曾先利用其控制之兩間公司為參與 B 公司之私募，以墊高 B 公司股價及製造交易活絡假象，並於後續再將其手上可轉換公司債換成普通股賣出以獲得暴利。以上事實，原告於公開收購說明書不實部分，主張百○竿頭公司及其負責人皆應依證交法第 43 條之 4 準用第 32 條，共負連帶賠償責任。同時，原告亦主張被告負責人前開以不實公開收購說明書而為之證券詐欺行為，實已侵害投資人之意思決定自由，應構成民法第 184 條第 1 項後段及第 2 項之侵權行為責任。至於百○竿頭公司作為公開收購主體，對於本件證券詐欺計劃亦有其作用與行為分擔，亦應依民法第 185 條與其負責人共負連帶賠償責任²⁰¹。

本案法院對於原告以上主張，首先認為本案所涉及之不實公開收購資金來源、收購期間屆滿之後續處理方式等內容，皆會影響理性投資人之投資判斷，自屬公開說明書之主要內容。因而，依證交法第 43 條之 4 準用第 32 條之規定，認為被告負責人及百○竿頭公司應負連帶賠償責任。另外，針對侵權行為部分，法院則認為被告負責人係基於證券詐欺之故意，而參與 B 公司之私募並為公開收購說明書之

²⁰¹ 請參臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 22 號民事判決。

不實記載。依此，被告負責人亦構成民法第 184 條侵權行為責任。至於百○竿頭公司及 A 公司，法院似亦認同原告之主張，認為其等於本案之證券詐欺行為中，具有一定之作用及行為分擔，因此，百○竿頭及 A 公司亦應依證交法第 185 條規定負共同侵權行為之連帶賠償責任²⁰²。

本案法院對於被告公司之民事責任判斷，除依證交法第 43 條之 4 準用證交法第 32 條外，更認為被告公司於整體證券詐欺行為上具有一定之影響與角色分擔，因而認為發行人亦構成共同侵權行為責任。然而，法院於被告公司共同侵權行為責任判斷上，未有太多之過程論述，因而難以知悉本案法院對於被告公司於整起證券詐欺行為中所扮演之角色與影響判斷，較為可惜。

第二目 為個人利益而為之公開說明書不實類型

於少數公開說明書不實民事案例中，可以發現公司負責人為公開說明書不實記載行為時，除公司利益外，亦參雜個人利益之目的。以揚○公司案為例，本案主要不法行為計劃者為揚○公司之實際負責人（下稱 A、B），其等因揚○公司及 A 作為負責人之 C 公司資金不足，加上 A 亦有自身資金之需求，因而共同與多家公司為數起虛偽交易之配合。後續更指示不知情員工為不實會計憑證、財務報告內容之編製，致使公司帳面金額有虛增之情形。於後，因揚○公司借款過多且資金不足，其於 103 年發行無擔保可轉換公司債，而前述不實之財務報告內容亦被記入該次公開說明書中，導致該公開說明書內容有虛增金額之記載。依此，原告主張揚○公司應依證交法第 20 條、第 20 條之 1、民法第 28 條、公司法第 23 條、民法第 184 條規定負賠償責任。至於被告 A、B 則應依證交法第 20 條、第 20 條之 1、民法第 184 條、第 28 條、公司法第 23 條第 2 項為賠償²⁰³。

²⁰² 請參臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 22 號民事判決：「系爭公開收購所需資金（現金），將經百○竿頭公司之境外母公司億○公司增資後，由百○竿頭公司之自有資金支應……嗣系爭公開收購到期時，惡意不支付收購對價，造成本件投資人受有如附表所受損害欄所載金額之損害……應依民法第 184 條、第 185 條規定，連帶負損害賠償責任，亦屬有據」。

²⁰³ 本件原告主張之虛偽交易及被告眾多，本處僅集中於揚○公司為中心討論，請參臺灣新北地方法院 105 年度金字第 21 號民事判決。

本案一審法院判決，主要以原告提出之檢察官起訴書證據為判斷基礎，並認為本案確實有虛偽交易之情事，且被告亦有指示不知情員工為不實發票編製，造成公司財務報告中有龐大之虛增進貨及銷售金額記載。而後續公告之公開說明書內容即包含前述不實虛增金額，且亦未揭露關係人交易事實。最終，本案一審法院主要以證交法第 20 條及第 20 條之 1，認為揚○公司、被告 A、B 及前開參與安排虛偽交易之人應負全部賠償責任。而揚○公司其餘董事、監察人，則依證交法第 20 條之 1 負過失賠償責任。而除證交法規定外，本案一審法院對於責任主體間之債務關係，亦以民法第 28 條而賦予發行人及其負責人間之連帶賠償責任。本案後續上訴至二審時，法院對於揚○公司及被告 A、B 之財報不實責任認定大致同一審判決，僅賠償之金額因部分被告為和解成立而有縮減。然而，二審法院對於公開說明書不實之責任認定上，有獨立以證交法第 32 條認為揚○公司與其他被告應負連帶賠償責任。另外，二審法院對於本件侵權行為責任有較詳細之論述，其認為被告 A、B 為實質控制揚○公司之實質董事，其等行為人之行為即得視為揚○公司之行為。因此，揚○公司亦成立自己之侵權行為民事責任，並與本件被告等人為共同侵權行為人²⁰⁴²⁰⁵。

本案例顯示出行為人為公開說明書不實記載行為時，可能同時參雜公司及個人利益之動機。而本件二審法院就公司之侵權行為責任，係將其內部行為人之不法行為視為公司之行為，並依此成立公司自己之侵權行為民事責任。惟當行為人之證券詐欺目的有參雜或單純係為個人利益時，對於行為人及公司間之侵權行為關係與民事責任判斷上，是否應有更深入之考量與討論，為值得思考之問題²⁰⁶。

²⁰⁴ 請參臺灣高等法院 108 年度金上字第 15 號民事判決：「而林○毅、詹○雄雖非揚○公司登記董事，但係實質控制指揮揚○公司人事、財務及業務執行之實質董事，已如前述，林○毅、詹○雄所為行為即係揚○公司之行為，揚○公司亦應成立自己的侵權行為責任，而為與上揭 24 人同為共同行為人」。

²⁰⁵ 本案後續上訴至三審，而三審之判決主要以損害賠償金額、證據調查及證交法第 20 條之 1 及證交法第 32 條間不構成不真正連帶為由，部分發回高等法院，本處即不再贅述，請參最高法院 113 年度台上字第 1012 號民事判決。

²⁰⁶ 相關討論得參本文第四章第五節第二項第二款第一目一般證券詐欺民事責任法條之適用建議。

第四款 發行人公開說明書不實之民事責任判斷與認定過程



以上，對於公開說明書之實務案例為舉例及分析，雖個案中公開說明書不實記載之目的動機各不相同，惟虛偽交易或指示不知情員工等手段及過程仍為常見。至於原告公開說明書不實之賠償請求權基礎，除證交法第 32 條外，因公開說明書內容亦包含近年之財務報告，因而多有涉及證交法第 20 條第 2 項、第 20 條之 1 賠償請求。證交法第 20 條第 1 項、第 3 項及民法侵權行為規範，則與前述財報不實情形相同，亦可能作為原告主張之請求權基礎。

關於公開說明書不實之民事責任判斷，法院係以證交法第 32 條規定為主要法條適用。而發行人依證交法第 32 條係負無過失全部賠償責任，因此法院僅須判斷客觀要件及因果關係要件構成，即得認定發行人民事責任成立。最後，於公開說明書之民事案例，法院較少以民法第 28 條或公司法第 23 條為發行人連帶賠償責任之認定。而此係由於證交法第 32 條第 1 項本身有連帶賠償責任之明文，因而法院即不須再以民法規範為補充適用。此部分亦為公開說明書不實與財報不實民事案例中，對於發行人責任判斷上較為顯著之差異。

第三項 一般證券詐欺民事責任案例

以上，係對於財報不實及公開說明書不實之案例討論。最後，本處則針對證交法第 20 條第 1 項及第 3 項之一般證券詐欺民事責任案例為分析。而前述財報不實及公開說明書不實記載，實則亦為證交法第 20 條第 1 項所禁止之證券詐欺行為。同時，證交法第 20 條第 1 項之適用範圍，並非僅限於公開集中市場上之有價證券交易情形。然而，因證交法第 20 條之 1 及第 32 條為財報不實與公開說明書不實之特別規定，於民事責任判斷上多係優先於證交法第 20 條第 1 項為適用²⁰⁷。基於

²⁰⁷ 請參臺灣高等法院 107 年度金上更一字第 5 號民事判決：「是若行為人侵權型態合於證交法第 32 條所定情形者，應優先適用該條文，在非屬第 32 條但合於第 20 條之 1 情形，則應適用第 20 條

以上之法條適用次序，證交法第 20 條第 1 項及第 3 項規定於財報不實及公開說明書不實案例中，雖可能為原告同時主張，但實質責任判斷上則較少以本條為適用。依此，本處為實質分析與討論實務上公司一般證券詐欺責任係如何為判斷及認定，以下將主要以涉及一般證券詐欺規定為判斷責任之民事案例為舉例對象。

第一款 一般證券詐欺之實務案例分析

實務上單純涉及一般證券詐欺規定之案例並不多，通常個案會同時涉及財務報告或公開說明書不實之情形。惟此時法院於法條適用上，即會以證交法第 20 條之 1 或第 32 條為優先適用，繼而判決中較不會也無須對於證交法第 20 條第 1 項之要件判斷上有所論述。然而，實務上仍有少數僅涉及一般證券詐欺規定判斷之民事案例，本處即以此種案例類型為公司一般證券詐欺民事責任之探討。

一、於公開資訊觀測網上發布不實之消息

一般證券詐欺案例中，得發現行為人利用公開資訊觀測站之平台，發布不實消息以欺騙投資人，進而導致投資人誤信而投資公司。以下即舉兩件行為人藉由公開資訊觀測站發布不實消息，以使投資人誤信而受損害之案例為說明。

（一）隱匿重大不法資金來源消息

以樂○公司案為例，其法定代理人即隱匿隱含陸資之他公司收購資金來源，並創造虛偽之投資架構，以使投資人誤信公司之前景良好而為投資。原告主張事實為：樂○公司之法定代理人知悉訴外人對於收購公司有極高之興趣，竟與該等訴外人共謀安排隱含大陸地區之資金來源，並對外宣稱不實資金來源及偽造虛偽投資架構，而以 A 公司名義編製不實之公開收購說明書等文件。事後，樂○公司之法定代理人為隱匿其已明知不法陸資來源事實，更指示不知情財務長於公開資訊觀測站為發佈樂○公司事前不知情之虛偽重大消息，並且對公司內部之董事會、依法組織之審議委員會為隱瞞。後續更使財務長以樂○公司名義，再次發布不實之

之 1，於不合於前 2 條情形者，則適用第 20 條第 1、3 項規定」。

聲明，以塑造公司前景良好之假象。依此，原告主張其係因被告持續隱瞞陸資來源之情事，而誤信樂○公司確實被日本產業看好而為投資。最終收購失敗，樂○公司之股價亦隨之下跌。因此，樂○公司及其法定代理人，應依民法第 184 條第 1 項前段、第 185 條第 1 項、第 188 條之規定為連帶賠償²⁰⁸。

本案原告於判決中雖係以民法侵權行為規定為賠償請求，然法院於責任判斷上係以證交法第 20 條第 1 項規定為適用。首先，法院認為公開收購行為亦屬證交法第 20 條第 1 項之有價證券買賣，且本案確實有隱匿陸資及不實投資架構之情事，並致生被害投資人之誤信²⁰⁹。然而，對於公司股價下跌，本案法院認為係因訴外人最終縮手不為收購款項支付所導致，與前述不實資訊揭露較無關聯。況且，原告於訴訟中亦未能舉證前開隱匿陸資等事實與公開收購失敗間之關係，因而尚無法認定前開不實資訊與原告因公開收購失敗而受損害間之因果關係。最終，法院認為原告以侵權行為責任規定向被告行為人請求賠償之主張係無理由，而樂○公司因其法定代理人不成立侵權行為責任，進而亦不須負連帶賠償民事責任²¹⁰。

觀本案判決，原告雖係以民法侵權行為之規定作為請求權依據，法院仍係以證交法第 20 條第 1 項要件為責任成立與否之判斷，惟最終可能因原告主張之法條依據，而仍以民法侵權行為規範為無理由之認定。同時，本案法院對於公司之民事責任判斷，係直接以其負責人之責任是否成立為前提，因此於整體判斷過程中，即缺少公司本身責任之實質判斷空間。

（二）編製不實之營收金額

本案立○公司董事長於明知公司財務狀況不佳之前提下，將不實銷售或虛增

²⁰⁸ 請參臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 88 號民事判決。

²⁰⁹ 請參臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 88 號民事判決：「而證交法所稱之「買賣」，本不限於在集中交易市場或證券商營業處所買賣（同法第 9 條於 77 年 1 月 29 日刪除之立法理由參照），是公開收購之行為應包括在證交法第 20 條第 1 項規定之「買賣」範圍內」。

²¹⁰ 請參臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 88 號民事判決：「又被告樂○公司亦為法人，本身無侵權行為能力，原告雖主張其應與時任法定代理人之被告許○龍連帶負損害賠償責任，然被告許○龍並不成立侵權行為，已詳上述，則原告此部主張亦無可採」。

之營收金額編製於財務報表，並上傳至公開資訊觀測站，最終致使原告陷入錯誤而與公司簽訂股票買賣契約。原告於判決中依公司法第 23 條第 2 項、民法第 28 條規定，請求立○公司與其負責人共負連帶賠償責任²¹¹。

本案法院對於原告主張事實，認為被告負責人確實有將不實營收金額記入財務報表，並於公開資訊觀測站為公布之情事。而以上不實資訊導致原告誤信公司有良好之獲利能力，繼而認購該次私募之股票。至於因果關係要件，本案原告係以推定交易因果關係之方式為舉證。損失因果關係部分，法院則認為於不實財務報表遭揭露後，立○公司之股價即急速萎縮、下跌，並認定不實財務報表與投資人損害間具損失因果關係。最終，法院認為被告負責人係以故意之方式侵害投資人，依民法第 184 條第 1 項規定應為賠償。至於立○公司，法院則認為其於公司負責人執行私募業務時，故意以違反證交法第 20 條第 1 項之虛偽方式使投資人產生誤信，應依證交法第 20 條第 3 項、民法第 28 條為連帶賠償責任²¹²。

觀察本案判決，雖原告對於被告公司之賠償請求主要係以民法侵權行為規範為依據。然而，法院於認定民事責任時，提及被告公司本身具「故意」違反證交法第 20 條第 1 項規定，繼而認為被告公司應依證交法第 20 條第 3 項及民法第 28 條與其負責人共負連帶賠償責任。依此，本案法院似有針對公司本身為民事責任之考量與判斷。惟判決中，較無法觀察到法院對於公司故意違反證交法第 20 條第 1 項規定之實質論述，因而難以得知法院具體之判斷因素與考量。另外，本案同樣有以證交法規定要件為判斷侵權行為責任之情形，此種責任判斷與認定方式是否合宜，亦有疑義。

二、對外公布公司之不實經營消息

公司於事業經營上，可能會散布不實之消息以誤導投資人，本案富○鄉公司之負責人即對外宣稱公司不實之經營消息以避免股價下跌，並使投資人產生誤信

²¹¹ 請參臺灣高等法院 105 年度重訴更（一）字第 3 號民事判決。

²¹² 另本件後續上訴至三審，惟最高法院判決內容與被告公司之民事責任無關，本處不再贅述，請參最高法院 108 年度台上字第 1937 號民事判決。

而受到損害。本案富○鄉公司之副總經理及董事長兼發言人，其等明知公司早已販售參雜低廉成本之棉籽油產品，仍為避免公司股價受到影響，而於公開資訊觀測站及公開說明會上向公眾發布「該項商品皆全數外銷，且未在國內銷售使用」之不實消息。前述不實之消息，導致投資人產生誤信並購買富味鄉公司股票，最後因消息曝光而受到股價下跌之損失。本案原告即主張富○鄉公司及前開副總經理、董事長，應依證交法第 20 條第 1 項、第 3 項及第 20 條第 2 項及第 20 條之 1、民法第 28 條、第 184 條、第 185 條、公司法第 23 條第 2 項之規定，共同負連帶賠償責任²¹³。

本案一審法院對於原告主張之事實，主要參照刑事判決之認定結果為確實有前開不實消息散布之情事認定，並指出被告董事長及副總經理係於明知公司早已於國內販售參雜低廉棉籽油產品事實之前提下，仍基於使公司申報不實財報業務文件之犯意，而於公開資訊觀測站向不特定人為不實消息之公告。因此，被告兩人應依證交法第 20 條第 3 項、第 20 條之 1 規定為賠償，而富○鄉公司則應依公司法第 23 條第 2 項與其負責人共負連帶賠償責任。上訴二審時，高等法院對於不實消息公告之判斷與一審法院大致相同，並認為富○鄉公司除依證交法第 20 條第 3 項、第 20 條之 1 及公司法第 23 條第 2 項規定，應與其負責人為連帶賠償外，更指出富○鄉公司等三人為不實消息散佈之行為與投資人損害間具因果關係，因而亦應依民法第 185 條共同對被害投資人為連帶賠償²¹⁴。

本案一、二審法院對於發佈不實消息之證券詐欺行為，皆有參照認定被告行為人違反證交法第 20 條第 1 項規定之刑事判決作為判斷基礎。於第二審判決中，則有針對證交法規定，以不實消息曝光後被告公司股價與大盤走勢為相比較，並認定不實消息與投資人損害間之因果關係。至於富○鄉公司之證券詐欺民事責任，兩審法院主要皆以其負責人之責任成立為前提，並以公司法第 23 條第 2 項、民法第

²¹³ 請參臺灣新北地方法院 105 年度金字第 13 號民事判決。

²¹⁴ 請參臺灣高等法院 107 年度金上字第 5 號民事判決。



28 條及第 185 條使公司負連帶賠償責任。因此，本案判決中亦較無針對公司本身之證券詐欺行為有實質上之判斷。

三、虛偽辦理增資以吸引投資人

本案被告為昱○公司之負責人，其明知並隱瞞公司長期處於經營不佳之虧損狀態，並虛偽辦理公司增資發行未上市上櫃股票，原告則因受邀參加股票資訊公開說明會而誤信昱○公司之資本充足、營運良好之假象，並於後續為公司股票認購。以上事實，原告主張昱○公司虛偽發行股票係違反公司法第 9 條及證交法第 20 條第 1 項、第 22 條第 1 項等規定，主張昱○公司應依民法第 184 條及第 185 條規定，與其負責人共負連帶賠償責任²¹⁵。

本案法院主要以刑事判決結果為參照。並認定被告行為人確實有前開原告所主張之行為。因而，法院認為被告負責人係以虛偽增資方式，向原告為有價證券買賣之詐欺行為，被告負責人與昱○公司應依民法第 184 條第 1 項前段及公司法第 23 條第 2 項規定共負連帶賠償責任。另外，本案法院針對被告公司之侵權行為責任，有特別提出法人組織義務之違反，亦即認為當法人或公司於內部組織上有人員配置或監督上之缺失時，對於因此造成之損害應負賠償責任²¹⁶。依此，本案法院對於昱○公司之侵權行為民事責任，應係以違反組織監督義務為依據，惟判決中法院並無進一步具體指出昱○公司之監督義務缺失判斷，此較為可惜。同時，本處組織義務違反係針對民法上侵權行為責任為判斷，此於證交法第 20 條第 1 項是否同樣有適用，亦為值得討論之問題²¹⁷。

四、虛偽公司資產以吸引投資人

本案躍○公司負責人向訴外人借款用以充作股東繳納股款之證明，並於驗資

²¹⁵ 請參臺灣士林地方法院 112 年度金字第 2 號民事判決。

²¹⁶ 請參臺灣士林地方法院 112 年度金字第 2 號民事判決：「蓋法人從事各種社會經濟活動，應有防範其所開啟或持續之危險致侵害他人權利之義務；在組織上，法人應確保其配置之人員須具備所從事工作及危險防範之專業能力，如有不符專業之作為或不作為，即屬組織欠缺而有過失，對侵害他人權利之結果，應負侵權行為損害賠償責任」。

²¹⁷ 相關討論請參本文第四章第三節第一項第二款公司違反組織義務之主觀要件判斷。

完畢後返還與該訴外人，同時編製不實之公司資產負債表及股東繳納現金股款明細。除此之外，被告負責人明知公司無實際業務營運，仍於市場上發行並流通公司股票。本案投資人即因前開被告之行為，誤信躍○公司資產充足且股票具有價值，繼而認購公司之股票。以上事實，原告主張躍○公司與其負責人係違反證交法第 20 第 1 項、第 22 條第 1 項、公司法第 9 條等規定，應依民法第 184 條第 1 項前段、第 2 項、第 185 條、第 28 條及公司法第 23 條第 2 項規定，共負連帶賠償責任²¹⁸。

本案法院對於原告主張事實，參照刑事判決認定之結果為基礎，認定被告負責人確實透過借錢驗資之手段辦理躍○公司之虛偽增資，且以該公司資本充足之假象使股票流通於市場，以上行為係違反證交法第 20 條第 1 項之規定。最終，法院認為躍○公司與其負責人應依民法第 184 條第 1 項前段、公司法第 23 條第 2 項規定，像原告為連帶賠償。

觀察本案法院對於被告公司之民事責任判斷，其有提及若法人違反其組織義務而對他人造成侵害，應負侵權行為責任²¹⁹。然而，本案法院並未對於被告公司所違反之組織義務有進一步之具體論述，而連帶賠償責任亦仍係以公司法第 23 條第 2 項規定為適用，而非以共同侵權行為責任為認定。另外，本案同時顯示出，雖原告主張違反證交法第 20 條第 1 項，惟於民事責任之請求權基礎上，仍係回歸民法侵權行為規定為主張。

第二款 公司一般證券詐欺民事責任之判斷與認定過程

關於一般證券詐欺民事實例之分析與討論，其手段方法可能係透過公開資訊觀測站、公開說明會等方式向投資人為不實消息之傳遞，亦或利用公司經營狀況良

²¹⁸ 請參臺灣高等法院 110 金訴字第 12 號民事判決。

²¹⁹ 請參臺灣高等法院 110 金訴字第 12 號民事判決：「蓋法人從事各種社會經濟活動，應有防範其所開啟或持續之危險致侵害他人權利之義務；在組織上，法人應確保其配置之人員須具備所從事工作及危險防範之專業能力，如有不符專業之作為或不作為，即屬組織欠缺而有過失，對侵害他人權利之結果，應負侵權行為損害賠償責任」。



好之假象，使投資人產生誤信而為投資。而原告主張之請求權基礎，除證交法第 20 條第 1 項及第 3 項外，多係依民法侵權行為規範為依據。其中，部分案例顯示出，縱使原告主張被告行為違反證交法第 20 條第 1 項規定，其仍可能僅以民法侵權行為規範為請求權基礎之情形。另外，對於被告公司之民事責任請求上，案例中則多有依民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項規定，主張公司應與其負責人共負連帶賠償責任。至於一般證券詐欺民事責任判斷上，案例中得發現法院多有參照刑事判決之認定結果為判斷基礎，並以此為認定證券詐欺民事責任。然而，一般證券詐欺民事案件多以刑事判決之認定結果為參考，且公司民事責任又得依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項規定為請求，因此判決中實則較難觀察到法院於公司本身證券詐欺民事責任之實質判斷論述。另外可以注意到的是，前述所舉之案例中，雖有法院以組織義務違反作為公司民事責任判斷之依據，惟其主要係針對侵權行為責任部分，而非針對證交法第 20 條第 1 項及第 3 項民事責任之判斷。

最後，關於法院認定公司民事責任之法條依據，除證交法第 20 條第 3 項外，亦多見以民法侵權行為規範為適用。此可能係因原告於判決中自始未主張證交法第 20 條第 3 項規定作為其請求權基礎，因而法院僅得依民法侵權行為規範為責任認定依據。然而，若法院於責任判斷上係依證交法第 20 條第 1 項之要件為適用，最終卻依民法侵權行為規範為民事責任認定，此時即有將兩條不同規定之構成要件為混用之疑義。除此之外，證交法第 20 條第 1 項規定實則未排除公司之適用，惟目前實務多有依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項規定為公司連帶賠償之認定。因此，法院較無依證交法第 20 條第 1 項規定為公司本身民事責任之判斷。如此，是否造成公司於一般證券詐欺民事責任之判斷上，有疏未考量其本身責任負擔合理性之問題，亦值得深思。

第二節 公司證券詐欺民事責任於實務判斷下之疑慮

關於公司證券詐欺民事賠償責任之討論，被害人損害填補之目的固然重要，惟

亦不得忽略公司負擔民事賠償責任背後，實則係由整體股東承擔賠償責任成本²²⁰。此係因公司負擔賠償責任時，除賠償金額支出係由整體股東為共同承擔外，證券詐欺所帶來之公司名譽或經營上負面影響，亦可能導致股東所擁有之股份價值下跌。因此，公司整體股東於證券詐欺行為下，亦可能成為受害之一方²²¹。針對財報不實責任，即有學者認為發行人於無過失責任下，似成為證券詐欺損害之保險人，以突顯現行發行公司無過失責任制度之檢討必要²²²。另外，亦得注意到的是，於董事責任保險引進後，公司董事或重要職員於職務上對於他人造成之侵害賠償責任，得以責任保險之制度為分散風險²²³。而此責任保險制度雖有分散董事或重要職員於執行職務下所可能負擔之賠償責任風險功能，惟其亦可能降低賠償責任對於不法行為人之嚇阻效果²²⁴。況且，此處責任保險費用係由公司整體股東為負擔，此恐使最終賠償成本仍回歸到股東，而真正不法行為人卻得減輕甚至逃避其責任²²⁵。最後，公司法第 212 條及第 214 條賦予股東得依股東會決議或少數股東代表訴訟之方式向董事為追訴，亦即當董事因其不法行為而致公司受有損害時，股東得向其為損害賠償請求²²⁶。本處股東追訴制度雖立意良善，但因股東會決議時間成本及變數較多，同時亦存在監察人代表訴訟之利益衝突問題，因此股東是否得依公司法第 212 條

²²⁰ 有關證券詐欺立法目的之討論請參本文第五章第一節證交法下證券詐欺之立法目的及第二節公司證券詐欺無過失民事責任制度之檢討。

²²¹ 相關討論請參邵慶平，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 241-242，2015 年。亦得參 James C. Spindler, *Optimal Deterrence When Shareholders Desire*, 107 GEO. L.J. 1071, 1077 (2019); Donald C. Langevoort, *supra* note 21, at 648-649.

²²² 邵慶平，註 12，頁 135-136。

²²³ 關於我國董事責任保險制度引進及其與美國 D&O 保險之比較討論，請參汪信君，董事責任保險之抑制機能與公司治理間之關係，月旦法學雜誌，156 期，頁 147-149，2008 年。

²²⁴ 汪信君，註 223，頁 142-143。惟本文作者同時認為董事責任保險制度仍得產生抑制不法行為之機能存在，例如以簽訂契約時之告知義務、承擔危險上限與對價設定及利用除外不保事項之約定，以達到保險公司評估公司治理及危險風險之監督作用；同時，除外事項約定範圍越廣，亦對於被保行為人之不法行為抑制機能有所幫助。相關討論請參汪信君，註 223，頁 144-147，149-156。

²²⁵ 汪信君，註 223，頁 142。亦得參 Donald C. Langevoort, *supra* note 21, at 649.

²²⁶ 公司法第 212 條及第 214 條第 1 項、第 2 項：「股東會決議對於董事提起訴訟時，公司應自決議之日起三十日內提起之」、「繼續六個月以上，持有已發行股份總數百分之一以上之股東，得以書面請求監察人為公司對董事提起訴訟。監察人自有前項之請求日起，三十日內不提起訴訟時，前項之股東，得為公司提起訴訟；股東提起訴訟時，法院因被告之申請，得命起訴之股東，提供相當之擔保；如因敗訴，致公司受有損害，起訴之股東，對於公司負賠償之責」。



及第 213 條規定向董事為有效追償，實有疑義²²⁷。至於股東代表訴訟，公司法第 214 條於歷年雖持續降低其持股數與持股期間門檻，惟對於股東而言除時間成本外，敗訴時亦可能須面臨訴訟成本及公司法第 215 條規定之賠償責任壓力，因而實務案例數量亦無因修法而有顯著之增加²²⁸。以上，由於公司民事賠償之資金或董事責任保險費用係由整體股東共同負擔，且股東向其內部真正不法行為人為追償亦非易事。因此，公司整體股東將可能成為最終替真正不法行為人之行為買單之受害人。基於此，公司民事賠償責任之判斷與認定是否合理，實為公司證券詐欺民事責任討論上不得忽視之問題。

而整理以上公司財報不實、公開說明書不實以及一般證券詐欺民事責任之判斷與認定過程，得發現依現行法規範之適用下，整體責任判斷欠缺對於公司本身可歸責性之考量，進而可能產生公司民事責任負擔合理性之疑義。一般證券詐欺類型下，因法院得依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項規定為判斷與認定公司連帶賠償民事責任，於整體判斷過程即無須考量公司究竟於個案中是否具可歸責性之問題。資訊不實證券詐欺類型，則係因證交法第 20 條之 1 及第 32 條已明文公司之無過失全部賠償責任，若客觀上確實有不實資訊記載且致生投資人損害，則公司民事賠償責任即告成立。然而，是否於所有資訊不實證券詐欺之個案情節下，公司

²²⁷ 邵慶平，公司法：規範與案例，3 版 1 刷，頁 344-348，2024 年。針對監察人代表訴訟之利益衝突，主要係因公司法第 213 條規定公司與董事間之訴訟，除法律另有規定或股東會另為選擇外，應係由監察人代表公司。惟監察人有時與董事實則出自同源，因此最終公司法第 213 條原先欲為消除董事代表公司之利益衝突問題目的，即恐有不達。尤其，最高法院 109 年台抗大字第 1196 號民事裁定更認為於股東代表訴訟時，法院無須為審查監察人代表之利益衝突問題，此於個案間恐導致利益衝突之問題更浮於檯面。然而，學者有認為此利益衝突問題，似得以民事訴訟法第 51 條規定，於代表人具利益衝突而無法代理時，另選特別訴訟代理人之方式為解決。相關討論亦得參邵慶平，監察人代表公司訴訟與利益衝突—最高法院 109 年度台抗大字第 1196 號民事裁定，台灣法律人，5 期，頁 180-181，2021 年。

²²⁸ 蔡英欣，商業事件審理法下之股東代表訴訟—兼評公司法及投保法近年相關之修法內容，月旦法學教室，223 期，頁 50-52，2021 年；邵慶平，公司法：規範與案例，註 227，頁 352。另關於股東代表訴訟，2009 年修正投保法時賦予投保中心得提起代表訴訟之訴權，而後於 2020 年更擴大投保中心代表訴訟之起訴範圍至興櫃公司及卸任董監事，因此投保中心依據其被賦予之代表訴訟訴權逐漸增加股東代表訴訟之案例。惟學者有認為，公司法作為股東代表訴訟之法源，其仍有相應之修法必要，以解決現行股東難以依公司法規定為相董事為代表訴訟之問題。相關討論請參蔡英欣，註 228，頁 51-53。

皆應負全部民事賠償責任，實有再反思之必要。尤其，部分個案中可能出現證券詐欺情事隱密複雜或行為人採取規避查核之手段等情形，此皆可能產生證券詐欺不法情事發現之困難。而關於以上公司證券詐欺民事責任判斷與認定之疑義，以下將依序針對一般證券詐欺及資訊不實證券詐欺類型為個別討論。

第一項 一般證券詐欺民事責任判斷標準之疑義

關於證交法第 20 條第 1 項之規定，其責任主體範圍實則並未排除公司之適用，惟法條上並無如證交法第 20 條之 1 或 32 條為發行人無過失民事責任之明確規定。因此，公司證券詐欺民事責任若適用證交法第 20 條第 1 項規定為判斷，其並不會如同法第 20 條之 1 或第 32 條規定容易，此亦可能為實務多選擇以民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項為判斷及認定公司民事責任之原因。誠然，依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項為公司證券詐欺民事責任之判斷及認定，於現行法規適用上係為合理。然而，若公司民事責任一概建立在其負責人侵權行為責任成立之基礎上，此是否欠缺公司證券詐欺民事責任合理性之考量，實有疑義。另外，是否公司證券詐欺民事責任皆適合依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項規定為判斷與認定，亦有可以再為討論之空間。本處即先為民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項於公司連帶賠償責任之適用為討論，再對於現行法條適用下，可能產生之公司民事責任判斷問題為分析。

第一款 法人侵權行為責任基礎：民法第 28 條及公司法第

23 條第 2 項

依法人實在說見解，法人應具有權利能力及侵權行為之責任能力，並且法人代表人、董事或有權代表人之行為得視為法人之行為²²⁹。又民法第 28 條最初立法係認為法人設立之目的縱使合法，仍難保其為達到目的而採取之手段為合法，因此賦

²²⁹ 王澤鑑，民法總則，增訂新版，頁 178，2014 年；陳聰富，民法總則，三版，頁 111，2019 年。

予法人侵權行為責任能力仍為必要，以使其於侵害他人權利時須為損害賠償²³⁰。討論上，民法第 28 條應係為法人侵權行為責任之法條依據²³¹。

而除民法第 28 條之規定外，公司侵權行為民事責任於公司法第 23 條第 2 項亦有規定。公司法第 23 條第 2 項規定，公司負責人若於執行職務上有違反法令並侵害他人時，公司亦應負連帶賠償責任。實則，對於公司法第 23 條第 2 項所賦予公司及負責人之民事責任性質，學說上曾有不同見解之爭論，且其討論上亦涉及本條公司負連帶賠償責任之基礎。其中，主要被提及之責任性質見解有特殊侵權行為責任說及法定特別責任說²³²。首先，特殊侵權行為責任說為多數學說所採，其認為公司法第 23 條第 2 項應為特殊侵權行為之民事責任性質，且公司負連帶賠償責任係以其內部負責人之侵權行為成立為前提²³³。法定特別責任說則有認為，公司侵權行為民事責任已於民法為規範，因而公司法第 23 條第 2 項應係針對公司負責人於執行職務違反法令時之特別民事責任規定，而與公司侵權行為責任較無關²³⁴。對於以上公司法第 23 條第 2 項責任性質之爭議，最高法院 112 年台上大字第 1305 號民事裁定係採取特殊侵權行為說見解。本裁定理由認為公司法第 23 條第 2 項規定，其構成要件係以公司負責人於公司業務之執行、違反法令等行為作規範，此應屬一般私人間之侵權行為規範制度類型²³⁵。同時，對於「違反法令」之文字，最高法院認為解釋上亦應涵蓋侵權行為規範下之違法性概念²³⁶。另外，本件大法庭裁定亦點出公司係藉其代表機關執行意思表示，因而若負責人代表公司之行為構成侵權行

²³⁰ 林大洋，公司侵權責任之法條適用—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 74，2011 年。

²³¹ 王澤鑑，註 229，頁 201；陳聰富，註 229，頁 113。

²³² 林大洋，註 230，頁 76-79。

²³³ 劉連煜，現代公司法，增訂 16 版，頁 125-126，2021 年。

²³⁴ 林大洋，註 230，頁 77-78。

²³⁵ 請參最高法院 112 年度台上大字第 1305 號民事裁定：「系爭規定之公司負責人責任，係以公司負責人「對於公司業務之執行」、「違反法令」等構成要件該當行為，為其成立要件之一部，該法令則指一般人相互間之行為規範」。

²³⁶ 請參最高法院 112 年度台上大字第 1305 號民事裁定：「而構成要件該當之行為，除有阻卻違法事由之情形，原則即屬違法性行為。是系爭規定之「違反法令」，乃因違背一般人相互間之行為規範義務，具違法性要件之概念，其致他人受有損害而負損害賠償責任，應屬侵權行為責任之性質」。

為責任，則公司本身亦應以侵權行為人之身分負擔民事賠償責任²³⁷。總結而言，依本件最高法院裁定意旨，公司法第 23 條第 2 項規定應係屬侵權行為責任性質，且得作為公司本身侵權行為責任之規範依據。

綜上，民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項規定，依目前學說及實務討論下，皆有認為係屬法人侵權行為責任之法條依據。回歸本文討論之公司證券詐欺責任，若於特殊侵權行為責任說之解釋下，此時公司之民事責任亦應有民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項之適用空間。然而，公司依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項規定成立民事責任時，其責任判斷係以內部負責人或代表人之侵權行為責任成立為前提，而此可能產生整體判斷過程主要聚焦於不法行為人，而忽略公司本身於個案中是否應為負責之思考。以下，將接續探討公司證券詐欺民事責任之判斷疑義，以及法條適用下之問題。

第二款 現行判斷過程欠缺公司可歸責性之考量

關於現行法下對於公司一般證券詐欺民事責任之判斷，主要疑義應在於整體判斷過程中，欠缺公司是否應為負責之實質考量，亦即對於公司證券詐欺責任之可歸責性判斷。而此問題於個案涉及行為人刻意規避監督制度或不法行為具複雜、隱秘性等情形時，更有討論之必要。因此時公司是否得於正常監督義務執行下為證券詐欺情事之發現與防免，實則有再為探討之空間。進一步思考，若難以期待公司於正常監督義務執行下為證券詐欺之防免，此時公司負擔民事賠償責任之合理性，亦有可議。

而產生整體責任判斷過程欠缺公司可歸責性判斷之原因，本文認為應與目前實務之法條適用選擇有關。因現行實務多有適用民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項為公司證券詐欺民事責任之判斷，繼而公司民事責任主要係以內部行為人之責

²³⁷ 請參最高法院 112 年度台上大字第 1305 號民事裁定：「公司有行為能力，並由其代表機關即負責人代表之，公司負責人代表公司所為行為，若構成侵權行為，除公司應以侵權行為人之身分，對被害人負損害賠償責任...」。



任成立為前提。此時，公司本身於整起證券詐欺行為之可歸責性，即非判斷上所必須。依此，若單純以民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項為判斷公司一般證券詐欺民事責任，恐會產生整體判斷過程中欠缺公司是否具可歸責性之考量。同時，若公司內部行為人未構成侵權行為責任，亦可能產生公司當然無須負責之結果。針對以上問題，本文回過頭檢視證交法規範，認為於公司一般證券詐欺民事責任之判斷上，得考慮回歸證交法第 20 條第 1 項之規定為適用。如此，除要件判斷上得納入可歸責性之考量外，亦有助於將整體責任判斷對象回歸於公司本身。惟本處須先為說明，本文提出以上公司民事責任判斷疑義之立場，並非為全盤否定民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項之適用，而係欲於現行法之基礎上，嘗試提出不同之責任判斷方式選擇。同時，若欲以證交法第 20 條第 1 項規定為判斷公司一般證券詐欺民事責任，於要件判斷與法條適用上仍有許多須為克服之難題，如公司主觀要件應如何為判斷，以及證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項間之適用關係等。而關於證交法第 20 條第 1 項規定之要件判斷與適用問題，將待本文第四章為詳細討論²³⁸。

第二項 資訊不實證券詐欺民事責任之合理性疑義

除一般證券詐欺民事責任外，公司作為發行人，其資訊不實證券詐欺之民事責任，亦有得檢討之處。因依證交法第 20 條之 1 及第 32 條規定，發行人係負無過失全部賠償責任，責任判斷上僅須構成客觀要件及因果關係，公司民事賠償責任即得成立。依此，法院於整體民事責任之判斷過程中，並無須考量公司本身之可歸責性問題。然而，資訊不實證券詐欺之個案中，與一般證券詐欺情形相同，可能會有難以期待公司於正常監督義務之執行下，為證券詐欺情事之發現與防免。此時，發行公司仍為全部賠償責任是否合理，即有疑義。

以上對於發行公司資訊不實證券詐欺民事責任之疑義，與一般證券詐欺類型

²³⁸ 請參本文第四章證交法第 20 條第 1 項作為公司一般證券詐欺民事責任判斷依據之可能與阻礙。



相較，雖核心問題同樣係公司本身可歸責性判斷上之欠缺，惟問題產生之原因並不相同。於一般證券詐欺類型下，本文認為主要原因係出於法院責任判斷之法條適用選擇；而於本處資訊不實證券詐欺，則明顯係因法條明文發行人之無過失責任規定使然。因此，本文於討論一般證券詐欺及資訊不實證券詐欺之民事責任時，前者將著重於證交法第 20 條第 1 項之法條適用上問題；後者則將著重於證交法第 20 條之 1 及第 32 條規定之檢討與修法建議問題。另外，針對資訊不實證券詐欺討論，因財報不實與公開說明書不實之規範及適用皆有不同，因此無論於法條規定檢討或修法討論上皆應予以區分。而關於以上提及之發行人資訊不實證券詐欺民事責任檢討與修法建議，將待本文第五章為詳細討論²³⁹。

第三節 小結

綜上，根據一般證券詐欺及資訊不實證券詐欺之民事案例分析，得發現證券詐欺行為動機可能參雜個人利益，同時手段上亦可能有規避查核或情事複雜等情形。惟對於個案中公司是否具有監督義務執行上之可歸責問題，則於實務判決中較無法觀察到進一步之判斷與討論。依此，無論於一般證券詐欺或資訊不實證券詐欺類型下，目前法院判斷公司民事責任之過程中，皆欠缺公司本身監督義務執行上是否具可歸責之考量，此即可能產生公司民事責任負擔上之合理性疑義。同時，考量到公司作為賠償責任主體，其賠償成本支出及後續對於經營上之負面影響結果，皆仍回歸於公司整體股東為承擔。因此，若未妥適討論公司民事責任負擔之合理性，最後股東恐成為整起證券詐欺行為之受害人之一。另外，公司作為全部賠償責任主體，亦可能對於真正不法行為人之責任課與嚇阻效果有所減輕。以上，公司證券詐欺民事責任之合理性仍有討論之必要，並且本文認為得於公司監督義務執行上為著手判斷，進而探討公司民事責任負擔是否合理。至於公司證券詐欺民事責任於一般證券詐欺及資訊不實證券詐欺類型下，其所產生欠缺監督義務執行是否具可歸責性

²³⁹ 請參本文第五章公司資訊不實證券詐欺無過失民事責任之檢討與建議。



之判斷原因實則不盡相同。一般證券詐欺類型下，因法院會以內部行為人責任成立為前提之法人連帶責任規定為適用，繼而公司本身監督義務執行是否具欠缺之可歸責問題即非判斷重點。至於資訊不實證券詐欺類型，則因證交法第 20 條之 1 及第 32 條已明文發行人之無過失責任，判斷上公司監督義務執行是否具欠缺及可歸責更非法院所必須考量之問題。因此，以下將分別對於一般證券詐欺及資訊不實證券詐欺之公司民事責任判斷及法條規範為進一步討論與建議提出。

第四章 證交法第 20 條第 1 項作為公司一般證券詐欺

民事責任判斷依據之可能與阻礙

公司一般證券詐欺民事責任之判斷，依前述討論，實務會以民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項規定為適用，因而產生整體判斷過程欠缺公司本身監督義務是否具可歸責之考量疑義。誠然，公司證券詐欺民事責任有民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項之適用，惟證券詐欺責任於證交法下已設有特別之規範，且設計上有考量到證券市場交易之特性，此與規範一般私人間權利侵害之民法侵權行為規範不同。因此，證券詐欺民事責任之法條適用，原則上應以證交法規定為判斷係較為完整。另外，證交法第 20 條第 1 項及第 3 項作為一般證券詐欺民事責任規定，其規範之責任主體亦包含公司。基於以上理由，公司一般證券詐欺民事責任之判斷，應得回歸證交法第 20 條第 1 項及第 3 項為法條適用，以期藉由本條責任要件為更完整之公司民事責任判斷。而公司可歸責性之判斷，證交法第 20 條第 1 項設有主觀要件之要求，惟公司作為法人組織，其主觀要件判斷有一定之困難。過往於法人侵權行為所討論之組織義務違反，即為一種法人或公司主觀要件之判斷方式。惟此判斷方式於證交法第 20 條第 1 項之規定下，是否適宜為適用，仍有討論之空間²⁴⁰。比較法上，美國聯邦法院於適用一般反詐欺條款為判斷公司證券詐欺責任時，實則有發展出幾種判斷標準：雇主責任標準、集體主觀意圖標準及高階管理代理人標準²⁴¹。而前述標準之判斷方式與學說檢討，對於本處公司證券詐欺主觀要件判斷之討論，具有一定參考價值²⁴²。最後，於法條適用選擇上，證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項間之適用關係應如何為評價，將影響整體公司民事責任之判斷與認定，因而於本文亦有必要為討論²⁴³。

²⁴⁰ 相關討論請參本文第四章第三節第一項第二款公司違反組織義務之主觀要件判斷。

²⁴¹ 相關討論請參本文第四章第三節第二項第一款聯邦法院之主觀要件判斷標準與檢討。

²⁴² 對於美國聯邦法院判斷標準之檢討，請參本文第四章第三節第二項第一款聯邦法院之主觀要件判斷標準與檢討及第二款主觀意圖判斷標準下之輔助性考量建議。

²⁴³ 相關討論請參本文第四章第五節證交法第 20 條及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項間之適

第一節 公司主觀要件判斷及法條適用關係之問題

證交法第 20 條第 1 項規定實則並未排除公司之適用，惟真正造成目前較少以本條規定為公司證券詐欺民事責任判斷之阻礙，應係由於本條要件判斷之困難。而所謂要件判斷困難，主要係指公司主觀要件上之判斷不易。因公司作為法人組織，其並無如自然人具有主觀精神意識得作為判斷依據，繼而難以為其主觀意圖之探知。然而，縱使公司並無主觀上精神意識，亦非代表公司之主觀要件完全無法為推斷或認定。舉例而言，法人侵權行為民事責任即有以組織義務違反作為推定過失之主觀要件判斷標準，惟證交法下證券詐欺民事責任之主觀要件是否適宜以此為判斷，則有再討論之必要。實則，本文一再強調之公司民事責任負擔合理性，本質上即係針對公司是否於該件證券詐欺中具有可歸責性為考量。此部分，本文認為得藉由證交法第 20 條第 1 項之主觀要件判斷著手，亦即藉由建構公司證券詐欺主觀要件判斷之標準，以對於公司證券詐欺行為之可歸責性為討論。如此，於整體公司一般證券詐欺民事責任之判斷與認定上，即有更多合理性之考量及調整空間，而非以單純連帶責任之方式為公司民事責任之判定。

除主觀要件外，法條適用亦為本章須為討論之問題。因民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項規定，係法人侵權行為民事責任之法條依據，於現行法規範之適用下，公司證券詐欺民事責任以民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項為適用實為合理²⁴⁴。然而，若於責任判斷上未有妥善處理證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項間之適用關係，最終公司民事責任判斷仍可能皆回歸連帶賠償責任之適用，則證交法之規定即可能無用武之處。惟近期最高法院對於法人自己侵權行為責任之肯定見解，使民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項之公司民事責任性質有不同評價可能之討論²⁴⁵。學說上即有認為於法人具有自己侵權行為責任

用關係。

²⁴⁴ 請參本文第三章第二節第一項第一款法人侵權行為責任基礎：民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項。

²⁴⁵ 請參最高法院 108 台上字第 2035 號民事判決、最高法院 108 台上字第 1499 號民事判決。

判斷之標準下，法人或公司依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項所負擔之連帶賠償責任性質，似得重新評價為法人或公司為他人行為負責之性質²⁴⁶。而此公司連帶賠償責任性質之討論，將影響公司適用證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項時之民事責任區辨，以及公司最終民事責任負擔之合理性、範圍及法條適用關係討論。因此，證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項間之適用區辨，以及其規範間之適用關係評價，亦為本章須為處理之問題。

第二節 證交法第 20 條第 1 項主觀要件規範之討論

證交法第 20 條第 1 項條文並無主觀要件之明文規定，因此本條主觀要件是否限於故意或包含過失，學說與實務上有不同之討論。而為後續公司證券詐欺主觀要件判斷之思考，本處即須先為證交法第 20 條第 1 項之主觀要件規定為討論。以文義解釋出發，因本條文字係以「虛偽、詐欺或其他足致他人誤信」為規定，學者多有認為本條解釋上應係將主觀要件限於故意之範圍²⁴⁷。反之，部分實務見解有以民法第 184 條第 2 項之適用，使本條主觀要件範圍擴及至過失之範疇²⁴⁸。實則，我國證券詐欺責任討論上多有參照美國法之規範，因而以下將先以美國一般反詐欺條款之主觀要件判斷為說明，並再回歸我國法學者間之見解為討論，進而提出本文思考。

第一項 美國法下之證券詐欺主觀要件討論

首先，關於證交法第 20 條第 1 項之規定，多認為有參考美國 1934 年證券交

²⁴⁶ 陳忠五，法人自己行為的侵權責任—最高法院 108 年度台上字第 1499 號判決簡析，台灣法律人，6 期，頁 164-165，2021 年。

²⁴⁷ 賴英照，註 25，頁 252；張心悌，註 38，頁 169-170；曾宛如，註 29，頁 61；戴銘昇，註 32，頁 33。

²⁴⁸ 請參最高法院 112 年度台上字第 438 號民事判決：「修正前證交法第 20 條及第 32 條規定，均係為保護投資人之權益，避免發生證券詐欺之行為，使投資人判斷風險之能力不受干擾，而就資訊公開義務之違反所設之規定，屬於民法第 184 條第 2 項所定保護他人之法律」。

易法 Section 10(b)與其授權制定之 Rule 10b-5 規定，因而主觀要件判斷討論上，美國法之規定亦有參考價值²⁴⁹。而一般反詐欺條款之主觀要件，於早期最高聯邦法院 Hochfelder 案中，被認為應具有所謂“scienter”之主觀意圖，此係指一種具有欺騙、操縱或詐欺行為之心理狀態²⁵⁰。Hochfelder 案進一步認為 Section 10(b)之主觀要件應回歸法條文字為解釋，並指出本條以「任何操縱或欺騙之方法或手段」文字為規定，解釋上應係為禁止行為人明知或有意之不當行為而言²⁵¹。至於判決中，SEC 主張 Section 10(b)所規定之「欺騙或詐欺手段」文字，解釋上並無限制本條主觀要件限於有意之不法行為，且無論係過失或有意所造成之證券詐欺損害，應皆為 1934 年證券交易法為保護投資人而欲規範之範圍²⁵²。惟本案法院針對 SEC 提出之主張，認為其對於主觀要件之解釋方法，忽略法條文義上使用操縱、詐欺等與過失責任相異之用語²⁵³。同時，若依 SEC 之解釋，恐會造成不可歸責行為人亦須負證券詐欺責任之不合理現象²⁵⁴。除文義解釋外，Hochfelder 案法院對於 Section 10(b)之主觀要件，亦提出以法體系比較之觀點為論理。判決中指出，1933 年證券法對於過失民事責任之規定皆明文設有 Section 10(b)所無之程序限制，因此法院認為若隨意擴張本條之適用範圍，可能會使原告皆選擇以舉證責任較輕之 Section 10(b)為請求賠償，此恐造成前述 1933 年證券法規定遭到架空²⁵⁵。以上，基於法條已明確使用「操

²⁴⁹ 曾宛如，註 188，頁 193。

²⁵⁰ Ernst & Ernst v. Hochfelder, *supra* note 81, at 193. “We granted certiorari to resolve the question whether a private cause of action for damages will lie under § 10(b) and Rule 10b-5 in the absence of any allegation of “scienter”- intent to deceive, manipulate, or defraud. We conclude that it will not and therefore we reverse.”

²⁵¹ Ernst & Ernst v. Hochfelder, *supra* note 81, at 197. “The words “manipulative or deceptive” used in conjunction with “device or contrivance” strongly suggest that § 10 (b) was intended to proscribe knowing or intentional misconduct.”

²⁵² Ernst & Ernst v. Hochfelder, *supra* note 81, at 197-198.

²⁵³ Ernst & Ernst v. Hochfelder, *supra* note 81, at 199.

²⁵⁴ Ernst & Ernst v. Hochfelder, *supra* note 81, at 198.

²⁵⁵ Ernst & Ernst v. Hochfelder, *supra* note 81, at 208-211. 本處 Hochfelder 案最高聯邦法院有以 1933 年證券法對於 Section 11、12(2)、15 之過失責任為例，並指出其過失責任法條明文皆設有一定程序上之限制，如 Section 11(e)授權法院得要求依 Section 11、12(2)或 Section 15 提起訴訟之原告繳納訴訟費用之擔保金額；Section 13 則係規定於知悉不法行為後一年之時效期間，並適用於前述 Section 11、12 及 15 之訴訟。相關詳細討論，得參戴銘昇，論美國證券詐欺之主觀要件，東吳法律學報，19 卷 2 期，頁 149-150，2007 年。

縱、欺騙、執行、手段」等法律上通常認為涉及有意不法之文字為規定，且立法亦未有擴張責任之意思表示，Hochfelder 案法院最終拒絕將本條之適用範圍擴及至過失行為²⁵⁶。

依 Hochfelder 案法院之見解，Section 10(b)之主觀要件須具備”scienter”，且其內涵應以明知或有意之主觀意圖為限，而並不包含過失。然而，雖本處討論之主觀意圖似係以明知之故意為限，但實際上”scienter”於美國法之解釋下，仍包含”recklessness”之情形，而 Hochfelder 案判決中並未特別針對何謂 ”recklessness”為說明²⁵⁷。針對 ”recklessness”，國內學者有將其翻譯為重大過失或嚴重過失²⁵⁸。解釋上，多數法院有認為 ”recklessness”之內涵係指悖離一般注意義務之嚴重過失而言²⁵⁹。而依以上美國法下”scienter”之解釋與說明，其概念及實質內涵皆與我國法下之故意或重大過失概念不同。首先，美國法下之”scienter”，其並非完全被我國法下之故意概念所包含，因其仍涵蓋到”recklessness”之嚴重過失情形。其次，”scienter”所包含之”recklessness”內涵，解釋上係屬較一般過失嚴重之主觀要件，而此於美國法下雖偏向過失範疇，但仍非屬一般過失之概念，此與我國法下對於重大過失仍係為過失之概念有所差異²⁶⁰。因此，於證券詐欺主觀要件之討論下，雖美國法係以”scienter”此種偏向故意或有意之概念為規定，但於參照美國法之規範同時，仍須考量我國對於主觀上故意過失之解釋，而不應逕直套用比較法上之規範。

第二項 我國一般證券詐欺主觀要件討論

回歸我國證交法第 20 條第 1 項主觀要件討論，本條未有主觀要件之明文規定，而學界討論上則多有論及美國法 Section 10(b)及 Rule 10b-5 之規定為參考。然如同前述，美國法下之”scienter”並非完全與我國之故意概念相同，因而亦不宜直接為套

²⁵⁶ Ernst & Ernst v. Hochfelder, *supra* note 81, at 214.

²⁵⁷ 曾宛如，註 29，頁 64。

²⁵⁸ 戴銘昇，註 255，頁 154。

²⁵⁹ 曾宛如，註 29，頁 65；戴銘昇，註 255，頁 154；張心悌，註 38，頁 169。

²⁶⁰ 曾宛如，註 29，頁 65。

用。至於證交法第 20 條第 1 項之主觀要件內涵，若以本條之「虛偽、詐欺、其他足致他人誤信」文字來看，學說上有認為應係以故意為限²⁶¹。惟有學者認為本條實則並無針對主觀要件為規定，而「虛偽、詐欺、足致他人誤信」文字應僅係為行為種類之規範，並無法直接推得本條主觀要件僅限於故意之解釋²⁶²。若自責任性質為解釋，我國多數實務與學者認為證券詐欺係屬特殊侵權行為性質，因而亦有認為證交法第 20 條第 1 項雖對於主觀要件未有明文，民法第 184 條第 1 項前段所規定之故意主觀要件亦有補充適用之空間²⁶³。最後，若基於證交法第 20 條第 1 項係針對證券市場之詐欺行為責任規定，以及本條立法上有參照美國法之規範為解釋，有認為本條之主觀要件仍應限於故意或至少重大過失之範圍²⁶⁴。

至於從實務判決觀察，因實務上有以民法第 184 條第 2 項之規定為判斷與認定證券詐欺民事責任，因而似有將證交法第 20 條第 1 項之主觀要件擴及至過失範圍²⁶⁵。而針對實務上適用民法第 184 條第 2 項為認定證券詐欺民事責任之作法，學者亦有提出檢討。首先，法院於判斷一般證券詐欺責任時，若同時適用證交法第 20 條第 1 項及民法第 184 條第 2 項之規定，即有將證交法第 20 條第 1 項適用範圍擴張至過失責任之疑義²⁶⁶。其次，若欲將民法第 184 條第 2 項作為證券詐欺之補充適用規定，證交法第 20 條第 1 項之主觀要件即不應再擴及於過失，否則將產生證交法及民法侵權行為責任規範間之適用區辨疑義²⁶⁷。另外，亦有見解認為現行民法第 184 條第 2 項之適用結果，實則趨近於無過失之嚴格責任，此於證券詐欺此

²⁶¹ 賴英照，註 25，頁 252；張心悌，註 38；曾宛如，註 29，頁 61。

²⁶² 戴銘昇，論證券詐欺之主觀要件，興大法學，6 期，頁 189，229，2010 年。另本文作者認為，縱使認為「虛偽、詐欺、足致他人誤信」文字具有故意之色彩，於本條解釋上充其量僅得認為係含有默示之故意意涵，而若未明確證交法第 20 條第 1 項之主觀要件，仍應回歸立法論為解決始為根本之道。

²⁶³ 王志誠，註 43，頁 23。

²⁶⁴ 莊永丞，論證券交易法第 20 條之 1 之功過得失，月旦財經法雜誌，36 期，頁 64，2015 年；曾宛如，註 29，頁 85-87；張心悌，註 38。

²⁶⁵ 賴英照，從司法判決看證交法的發展，月旦法學雜誌，300 期，頁 102，2020 年。

²⁶⁶ 張心悌，註 38；曾宛如，註 29，頁 79。

²⁶⁷ 曾宛如，註 29，頁 80。

種多為純粹經濟上損失之案件類型下，恐有造成市場上過度規範之負面影響²⁶⁸。

以上學說與實務對於證交法第 20 條第 1 項之主觀要件討論，其主要爭議應係源自於法條未為明文，以及民法第 184 條第 2 項之適用使本條責任擴及至過失之疑義所衍生。而對於本條之主觀要件定義，有學者提出應為明文修法，並得以是否為資訊詐欺類型為主觀要件之區別規定²⁶⁹。其認為於資訊詐欺類型之情形，因行為人已違反資訊揭露之義務，主觀要件上應得解釋為推定過失²⁷⁰。至於非資訊不實詐欺類型，則因民法第 92 條詐欺之概念即係以主觀具故意為限，若將本條單純詐騙之行為擴張至過失責任，恐產生過失詐欺之解釋矛盾²⁷¹。另外，有學者以證交法與民法侵權行為責任規範間之適用關係為綜合考量，並提出主觀要件判斷之建議方向。首先，其認為應得將證交法第 20 條第 1 項之主觀要件限於故意，而於過失之情形下以民法之規定為補充適用²⁷²。或者，將證交法第 20 條第 1 項之主觀要件擴及於我國法下之重大過失，並限縮民法第 184 條第 2 項之適用範圍解釋²⁷³。而針對此兩種建議方向，實則皆得達到避免一般證券詐欺民事責任出現過度擴張之情形。

綜上，本文認為證交法第 20 條第 1 項作為一般證券詐欺之規定，其禁止之不法行為類型範圍廣泛，且其因果關係要件無論係依詐欺市場理論或民事訴訟法第 277 條但書規定，原告舉證責任通常較民法侵權行為規範為容易。依此，於主觀要件上，即不應再解釋包含過失行為，以免整體責任規範過於擴張。另外，考量到證交法及民法侵權行為規範之適用關係及區辨，本文亦認為應避免證交法與民法侵

²⁶⁸ 張心悌，註 38。

²⁶⁹ 戴銘昇，註 262，頁 224-225。

²⁷⁰ 戴銘昇，註 262，頁 225-227。

²⁷¹ 戴銘昇，註 262，頁 227-228。

²⁷² 曾宛如，註 29，頁 85-86。另本文作者認為若欲以民法第 184 條第 2 項為補充規定時，判斷上應嚴格為被告是否確實對於原告負有注意義務為實質判斷，且證交法第 20 條之要件不應與民法第 184 條第 2 項為交互混用。

²⁷³ 曾宛如，註 29，頁 86-87。本文作者認為，若將證交法第 20 條第 1 項之責任擴及至重大過失，則應限縮民法第 184 條第 2 項之適用。亦即此時除非法條已明確規定對於特定人或族群之保護目的，否則應無民法第 184 條第 2 項之適用。

權行為要件之混用，否則證交法對於證券詐欺之立法考量與責任制度設計，恐於要件交錯適用下而受到破壞。然而，於討論公司證券詐欺民事責任時，本文認為仍不得忽略實務對於證交法第 20 條第 1 項違反之民事責任判斷與認定作法，否則於建議討論上可能產生失真情形。

第三節 公司證券詐欺主觀要件判斷標準之討論

關於公司主觀要件，於討論法人侵權行為民事責任時，組織義務違反係為一種判斷標準，亦即以法人或公司之監督義務違反作為推定過失依據。然而，於證券詐欺之情形下，公司主觀要件以推定之方式為斷是否適宜，應有進一步討論之必要。實則，我國實務目前並未對於公司證券詐欺之主觀要件判斷有過多之討論。而於比較法下，美國聯邦法院於適用 Rule 10b-5 為判斷公司民事責任時，其所發展出之公司證券詐欺主觀意圖判斷標準，於本處之討論具有一定參考價值。以下，即先檢視國內法人侵權行為責任之主觀要件判斷標準，並提出現階段若逕以相同標準判斷公司證券詐欺主觀要件，可能造成公司責任負擔過重之疑慮。比較法上，將探討美國聯邦法院發展出之公司證券詐欺主觀意圖判斷標準。值得注意的是，美國學者曾對於聯邦法院判斷標準，提出其過度依賴公司內部行為人主觀意圖為公司意圖之認定檢討。而此與我國目前實務判斷公司一般證券詐欺民事責任之方式，實有相似之狀況。因此，比較法上學者所提出之公司主觀意圖判斷建議，亦有助於我國公司證券詐欺主觀要件判斷標準之思考。

第一項 公司侵權行為主觀要件判斷標準之討論

公司作為法人組織，其故意或過失本就有一定判斷上困難，此可能更造成實務上難以操作證交法第 20 條第 1 項為判斷公司民事責任之困境。但依法人實在說之內涵，法人仍具有表達其內部人員或機關團體意思之意思行為能力²⁷⁴。因而，原則

²⁷⁴ 王澤鑑，註 229，頁 178-179；陳聰富，註 229，頁 581。



上對於公司主觀要件判斷上，仍得以此方向為討論，亦即將公司內部人員之主觀心態作為公司之主觀要件判斷依據。惟關於公司主觀要件之判斷標準、公司主觀意圖與其內部人員主觀意圖之區辨，以及公司內部何人之主觀心態得作為公司主觀要件之判斷基礎等問題，仍有許多思考及討論之空間。至於我國目前對於法人或公司主觀要件之判斷，於法人侵權行為責任上有較多之討論。其中，即有見解認為所謂主觀故意過失，仍須以行為人之精神狀態為判斷，而公司本身即存有難以判斷其精神狀態之困境，因此使公司適用民法第 184 條規定成立侵權行為責任，似有未妥²⁷⁵。反之，學說亦有認為，基於法人實在說理論及客觀化主觀要件標準發展下，公司仍有作為侵權行為責任主體之基礎及必要，並引德國法下之交易安全義務概念為說理²⁷⁶。

以上雖係以侵權行為責任為公司主觀要件判斷之討論，然於證券詐欺行為屬特殊侵權行為責任性質之前提下，本處討論仍有得為適用與思考之處。惟最終於主觀要件判斷建議上，亦須考量證交法與民法侵權行為間之規範差異，並作適切之調整。下文即對於法人侵權行為主觀要件之義務違反推定過失為說明，並以此與證交法之規定為相較，進而提出於證券詐欺情形下，是否適宜以相同標準判斷公司主觀要件之本文見解。

第一款 交易安全義務之客觀化推定標準

民法上對於侵權行為責任之主觀要件判斷，已逐漸發展出客觀化之推定標準，亦即以行為人是否違反其注意義務作為主觀上過失推定之依據²⁷⁷。其中，交易安全義務概念，為我國實務與學說於討論侵權行為過失責任推定時，所會提及之判斷標準。而所謂交易安全義務，係指於社會交往活動中開起或持續一危險源之人，其應

²⁷⁵ 邱玟惠，創設民法第 184 條法人自己侵權行為責任的美麗與哀愁——評最高法院 108 年度台上字第 1499 號民事判決，裁判時報，118 期，頁 41-42，2022 年。

²⁷⁶ 陳聰富，再論法人自己行為的侵權責任，月旦法學雜誌，331 期，頁 77-79，2022 年。

²⁷⁷ 林誠二，註 142，頁 223。

依當時情形採取必要之防免危險發生措施，以保護第三人不受損害²⁷⁸。此概念發展，原先係以行為人違反其應盡之防免危險發生義務判斷，解決不作為侵害類型下，難以證明侵害行為存在之難題²⁷⁹。後續，交易安全義務違反，更成為判斷公司是否成立侵權行為之基礎，而其主觀要件亦得以此為推定過失解釋²⁸⁰。以上，交易安全義務違反之責任判斷，對於公司侵權行為責任發展上有深遠影響，亦突破過去公司被認為難以獨立適用民法第 184 條侵權行為責任之思考。

而交易安全義務之判斷，實則係透過建構具體作為義務內容，並以違反義務之行為當作法人侵權行為責任基礎及主觀要件之推定。藉此方式，公司主觀要件與侵權行為責任將得獨立於其董事、代表人或受僱人為判斷。然而，亦有學者提出意見認為，若以義務違反作為法人主觀過失之推定，將造成主觀要件及違法性要件判斷上之混同情形²⁸¹。基於此疑義，該學者認為法人主觀要件，仍應回歸法人對於其違反作為義務所致生損害之可預見性及可避免性為基礎²⁸²。至於法人是否對損害發生具可預見性及避免可能之故意過失，其認為得將受法人利用及指揮監督之執行職務人員的故意過失，直接視為法人之故意過失為判斷²⁸³。

針對以上學者提出之質疑，本文認為以義務違反作為主觀要件之推定，確實造成侵權行為之違法性及主觀要件混同之疑義。惟對於學者提出之建議，其似仍回歸其內部人員主觀故意過失為公司主觀要件判斷，此於無特定行為人之情形下，恐面臨原告難以舉證之難題。而於現行公司經營規模逐漸擴大之發展下，原告難以舉證特定人之困境實有重視之必要，本文認為現行一般侵權行為責任下，義務違反推定過失仍有其重要性。

²⁷⁸ 陳聰富，民法債編總論（一）：侵權行為法原理，三版，頁 207-208，2022 年。

²⁷⁹ 陳聰富，註 278，頁 208。

²⁸⁰ 王澤鑑，法人侵權責任的發展—民法第 184 條法人自己侵權行為責任的創設，裁判時報，100 期，頁 13-14，2020 年。

²⁸¹ 林誠二，註 142，頁 224。

²⁸² 林誠二，註 142，頁 224。

²⁸³ 林誠二，註 142，頁 224。

第二款 公司違反組織義務之主觀要件判斷



接續前述對於交易安全義務之內涵討論，所謂交易安全義務實為一概括性之概念，其底下仍包含不同義務類型，而公司組織義務即為其中之一²⁸⁴。而所謂組織義務，係指公司對於其內部組織之監督義務而言，亦即公司須對於其內部組織及人員設置為適切安排，並對其施以適當之監督²⁸⁵。進一步細分，組織義務又可分為組織營運義務及組織設置義務，而組織設置義務係指企業應對於其內部組織之特定職位或領域，依專業、技術等要求為適當人員安排²⁸⁶。至於組織營運義務，則係指企業於經營獲利之同時，亦應盡到適當之監督整備義務，以避免其人員於執行職務時侵害他人權益²⁸⁷。實務運用下，最高法院亦曾有認為法人自己侵權行為責任，應係建立在其往來交易安全義務及組織義務上，並認為若法人未對其組織為適切配置並致生他人損害時，公司即應負賠償責任²⁸⁸。

回歸證券詐欺民事責任討論，其責任性質雖係屬特殊侵權行為類型，然證交法對於證券詐欺責任規範係以保護市場投資為目的，且設有與一般侵權行為責任相異之責任規範。因而關於本處組織義務推定過失判斷標準是否得以適用，仍有疑義。首先，針對證交法第 20 條第 1 項之規定為討論，雖實務多有擴張至過失範圍，學界通說仍認為其主觀要件須限於故意或至少重大過失，因此若逕以本處之義務違反為推定公司主觀意圖，恐更會導致公司一般證券詐欺責任擴張至更為嚴格之推定過失責任。再者，證交法下之交易因果關係，依詐欺市場理論或民事訴訟法第 277 條規定之適用下，原告舉證責任已得為減輕，若於主觀要件上亦得以推定過失為證明，公司民事責任負擔恐有過度沈重之疑慮。基於以上考量，本文認為現階段仍不

²⁸⁴ 陳聰富，註 276，頁 78-79。

²⁸⁵ 陳聰富，註 278，頁 584-587。

²⁸⁶ 陳聰富，註 276，頁 81。

²⁸⁷ 陳聰富，註 276，頁 80。

²⁸⁸ 請參最高法院 108 年度台上字第 1499 號民事判決：「而法人自己侵權行為之成立，須有侵害行為，包括作為與不作為，直接侵害與間接侵害，其責任則建立在往來交易安全義務及組織義務。……在組織上，法人應確保其配置之人員須具備所從事工作及危險防範之專業能力，如有不符專業之作為或不作為，即屬組織欠缺而有過失，對侵害他人權利之結果，應負侵權行為損害賠償責任」。

適宜以組織義務違反作為公司證券詐欺主觀要件之推定。然而，若以減少證券詐欺不法行為之觀點出發，公司內部對於證券詐欺行為之監督制度與執行，某程度亦反映出公司對於證券詐欺行為之態度。亦即，若公司內部證券詐欺之監督有鬆散或未盡職執行之情形時，似得推測其主觀上態度係較為放任或漠視，甚至可能創造出間接鼓勵行為人為不法行為之環境。因此，本文雖認為現階段仍不宜徑以組織義務違反作為公司證券詐欺主觀要件之推定，惟於思考公司主觀要件之判斷標準上，仍得以組織義務違反所考量之內涵為參考。

第二項 美國法下公司證券詐欺主觀要件判斷標準之討論

美國聯邦法院於適用 Rule 10b-5 為公司證券詐欺責任判斷時，針對公司證券詐欺主觀要件發展出不同之判斷標準，而不同標準下亦有舉證程度及判斷依據範圍之差異。至於學說討論，有鑒於公司作為賠償責任主體時，將導致責任嚇阻效果無法有效針對真正不法行為人之檢討²⁸⁹。即有見解認為，公司民事責任應建立於其得預防證券詐欺行為之前提上，並主張得於主觀要件納入公司是否已盡預防與監督義務之考量²⁹⁰。此見解，主要係將公司證券詐欺賠償責任基礎建立於內部監督義務上，進而促進公司盡職為不法行為防免之作為，並使責任嚇阻效果有效落實於不法行為人本身。以下即對於美國聯邦法院發展之公司證券詐欺主觀要件判斷標準為說明，進而再針對美國學者提出之建議為討論。

第一款 聯邦法院之主觀要件判斷標準與檢討

美國聯邦法院對於公司證券詐欺主觀要件，主要發展出三種判斷標準：雇主責任標準、集體主觀意圖標準以及高階管理代理人標準²⁹¹。依不同之判斷標準，原告所須舉證之程度，以及法院得為考量之範圍皆有不同。以下，即分別對於前述三種

²⁸⁹ John C. Jr. Coffee, *supra* note 21, at 1536.

²⁹⁰ Amanda M. Rose, *Reforming Securities Litigation Reform: Restructuring the Relationship Between Public and Private Enforcement of Rule 10b-5*, 108 COLUM. L. REV. 1301, 1322 (2008); Emily M. Erickson, *supra* note 21, at 1457-1458.

²⁹¹ Emily M. Erickson, *supra* note 21, at 1459.

判斷標準為說明，並討論各標準判斷下之學說檢討。



第一目 雇主責任標準

傳統雇主責任解釋下，基於公司與受雇人間之關係，當受雇人為公司利益而於執行職務上侵害他人，此時公司即應負賠償責任²⁹²。基於此，傳統雇主責任標準認為，公司代表人之主觀意圖即得視為公司之主觀意圖²⁹³。亦即，原告須舉證一特定人具有證券詐欺主觀意圖，並以其主觀意圖視為公司之主觀意圖²⁹⁴²⁹⁵。於 *Southland* 案，聯邦上訴法院判斷公司主觀要件時，即認為應針對發佈、命令、核准該不實陳述或提供該不實陳述資訊之公司經理人心態為考量，且不應將所有公司內部人員於執行職務上之集體意識納入判斷範圍²⁹⁶。然而，依本案判決說理，其似將提供不實陳述相關資訊及可能造成不實陳述之人的主觀心態亦納入判斷，對此即有認為已將公司責任擴及至內部任何人員之行為，而與原先雇主責任標準產生差異²⁹⁷。而於 *Makor* 案中²⁹⁸，聯邦上訴法院對於公司主觀意圖之判斷，更指出縱使未能舉證特定人與該不實陳述間之直接關聯，仍有得證明公司證券詐欺主觀意圖之空間²⁹⁹。

²⁹² Heather F. Crow, *Riding the Fence on Collective Scierter: Allowing Plaintiffs to Clear the PSLRA Pleading Hurdle*, 71 LA. L. REV. 313, 322-323 (2012); V.S. Khanna, *Is the Notion of Corporate Fault a Faulty Notion?: The Case of Corporate Mens Rea*, 79 B.U.L. REV. 355, 369-370 (1999); Ann M. Lipton, *Souching Towards Monell: The Disappearance of Vicarious Liability Under Section 10(B)*, 92 WASH. U. L. REV. 1261, 1268 (2015).

²⁹³ Heather F. Crow, *supra* note 292, at 323; V.S. Khanna, *supra* note 292, at 370-371.

²⁹⁴ Emily M. Erickson, *supra* note 21, at 1462-1463.

²⁹⁵ 採用此種公司證券詐欺主觀意圖判斷標準之其他聯邦判決，得參 *Meitav Dash Provident Funds & Pension Ltd. v. Spirit AeroSystems Holdings, Inc.*, 79 F.4th 1209 (2023); *KBC Asset Mgmt. NV v. DXC Tech. Co.*, 19 F.4th 601 (2021).

²⁹⁶ *Southland Sec. Corp. v. INSpire Ins. Solutions Inc.*, 365 F.3d 353, 366 (2004). “For purposes of determining whether a statement made by the corporation was made by it with the requisite *Rule 10(b)* scienter we believe it appropriate to look to the state of mind of the individual corporate official or officials who make or issue the statement (or order or approve it or its making or issuance, or who furnish information or language for inclusion therein, or the like) rather than generally to the collective knowledge of all the corporation's officers and employees acquired in the course of their employment.”

²⁹⁷ Ashley S. Kircher, *Corporate Criminal Liability Versus Corporate Securities Fraud Liability: Analyzing the Divergence in Standards of Culpability*, 46 AM. CRIM. L. REV. 157, 162 (2009). 本文作者認為 *Southland* 案之公司主觀意圖判斷標準，雖判決指出舉證上應證明特定人主管人員之主觀意圖存在，然而後續又認為提供相關不實陳述資訊或造成不實陳述之人的主觀意圖，亦得為原告舉證之方式，其實質適用下應更偏向集體主觀意圖標準之判斷方式。

²⁹⁸ *Makor Issues & Rights, Ltd. v. Tellabs Inc.*, 513 F.3d 702 (2008).

²⁹⁹ *Makor Issues & Rights, Ltd. v. Tellabs Inc.*, *supra* note 298, at 710. “But it is possible to draw a strong inference of corporate scienter without being able to name the individuals who concocted and disseminated

本案法院認為，若被告公司對外宣稱之不實陳述係屬明顯誇張，且經由經理人等管理人員之同意、核准，即得推知公司應已知悉該不實陳述為不實，而具證券詐欺之主觀意圖³⁰⁰。依此，Makor 法院似係將公司經理人之明知不實陳述主觀心態，作為公司主觀意圖判斷之基礎，並且縱使該等經理人皆未能被證明與該不實陳述之直接關聯，亦不影響其證券詐欺主觀意圖之判斷。

以上從 Southland 案及 Makor 案法院之判斷，得發現對於傳統上之雇主責任標準已逐漸經過調整，並放寬原告所須舉證之責任。針對此種更寬鬆之雇主責任標準變化，其判斷下實與集體主觀意圖標準有極度相似之情形，即不再要求原告舉證出與該不實陳述具直接關聯之特定人，此造成討論上有區辨之爭議³⁰¹。而對於雇主責任標準之缺失，先撇除後續不斷變化與調整之標準，有見解認為將公司證券詐欺責任與特定人責任判斷為連結時，恐造成公司責任負擔過小或過大之問題³⁰²。而此分別呈現於原告無法舉證出特定人須為負責時，公司同樣無須負責之情形，以及縱使特定人責任已為明確時，公司仍須共同為責任負擔之情形³⁰³。另外，亦有認為於雇主責任之標準下，其無須考量公司本身行為是否合理³⁰⁴。依此，於雇主責任判斷下，公司若已盡合理之監督義務，仍有可能產生須負民事責任賠償之疑義。

第二目 集體主觀意圖標準

所謂集體主觀意圖標準，係認為公司證券詐欺主觀要件之判斷，並無須建立在特定人之主觀意圖上，而得由公司內部兩人或多人之主觀心態集合為舉證公司之證券詐欺意圖³⁰⁵³⁰⁶。此判斷方式，係由公司內部人員之主觀心態集合為基礎，因此

the fraud. ...”

³⁰⁰ Makor Issues & Rights, Ltd. v. Tellabs Inc., *supra* note 298. “There would be a strong inference of corporate scienter, since so dramatic an announcement would have been approved by corporate officials sufficiently knowledgeable about the company to know that the announcement was false.”

³⁰¹ Emily M. Erickson, *supra* note 21, at 1465-1466.

³⁰² Emily M. Erickson, *supra* note 21, at 1470-1472.

³⁰³ Emily M. Erickson, *supra* note 21, at 1470-1472.

³⁰⁴ V.S. Khanna, *supra* note 292, at 371.

³⁰⁵ Emily M. Erickson, *supra* note 21, at 1466.

³⁰⁶ 採用此種判斷標準之聯邦法院判決得參 Glazer Capital Mgmt., LP v. Magistri, 549 F.3d 736 (2008);

某程度上即得推測出公司之個性、文化及認知³⁰⁷。於 Glazer 案中，聯邦上訴法院即認為於特定情形下，原告得以集體主觀意圖標準為舉證³⁰⁸。至於所謂特定情形，本案法院實則係引 Makor 案法院所提出之「有明顯誇張不實言論」為舉例，並認為於此情形下應得合理推測部分公司管理人員已知悉該陳述為不實，進而為公司主觀意圖之推斷³⁰⁹。依 Glazer 案法院之論述，得發現其對於集體主觀意圖標準之適用設有限制，並非任何情形下原告皆得以此方式證明公司具證券詐欺主觀意圖。而此對於集體主觀意圖標準適用之嚴謹態度，亦存在於其他聯邦上訴法院³¹⁰。同時，Glazer 案亦呈現出調整後雇主責任標準及集體主觀意圖標準間適用上區辨困難，因其論理上雖明確指出集體主觀意圖標準之適用可能，然其舉例卻係引前述有被歸類為雇主責任標準之 Makor 案判決。實際上，學說亦有認為 Makor 案並未要求原告舉證特定人與不實陳述間之直接關聯，分類上即應為集體主觀意圖判斷標準之範疇³¹¹。

關於集體主觀意圖判斷標準，其對於原告而言確實減輕許多舉證上之壓力，尤其於難以證明特定人對於該不實陳述具有詐欺主觀意圖時，原告即得利用多數公司經理人或其他人員之共同心態集合為舉證³¹²。然而，因此種判斷標準並不要求原告舉證特定人與該不實陳述間之直接關聯，即有批評認為此已偏離私人訴訟改革

Cohen v. NVIDIA Corp. (In re NVIDIA Corp. Sec. Litig.), 768 F.3d 1046 (2014).

³⁰⁷ Heather F. Crow, *supra* note 292, at 341.

³⁰⁸ Glazer Capital Mgmt., LP v. Magistri, *supra* note 306, at 744.

³⁰⁹ Glazer Capital Mgmt., LP v. Magistri, *supra* note 306, at 744. "...in certain circumstances, some form of collective scienter pleading might be appropriate. For instance, as outlined in the hypothetical posed in Makor, there could be circumstances in which a company's public statements were so important and so dramatically false that they would create a strong inference that at least some corporate officials knew of the falsity upon publication."

³¹⁰ Emily M. Erickson, *supra* note 21, at 1468.

³¹¹ Ashley S. Kircher, *supra* note 297, at 163-164. 關於集體主觀意圖標準，本文作者再細分為具限制之集體主觀意圖標準及寬鬆集體主觀意圖標準。前者判斷上，雖原告不須舉證特定人對於該不實陳述之直接責任，惟仍要求原告舉證出公司管理層級人員對於該不實陳述之證券詐欺主觀意圖；後者判斷上，則不要求原告舉證特定人對於該不實陳述之直接責任，同時亦不要求舉證出特定人之主觀意圖。關於具限制集體主觀理論及寬鬆集體主觀理論之討論，請參 Ashley S. Kircher, *supra* note 297, at 163-167.

³¹² Heather F. Crow, *supra* note 292, at 326.

法對於主觀意圖舉證之要求，並可能產生公司證券詐欺責任過於廣泛之疑慮³¹³。亦有批評認為，此種判斷及課與責任之方式，雖補足傳統雇主責任判斷標準之缺點，但其賦予公司之責任範圍過大，恐造成過度嚇阻之反效果，進而導致公司揭露上之寒蟬效應³¹⁴。

第三目 高階管理代理人標準

所謂高階管理代理人標準，其認為原告僅須舉證出公司高層管理人員對於不實陳述之主觀詐欺意圖，並不要求舉證出該特定人與不實陳述間之直接關聯，此亦有被學者稱為具限制之集體主觀意圖標準³¹⁵。此理論與前述集體主觀意圖標準差異在於，其將原告得舉證之對象限於公司高階管理人員，而非認為任何公司內部人員之主觀意圖或心態集合皆得成為公司主觀意圖之判斷依據。實則，將公司證券詐欺主觀意圖之舉證對象限於高階管理人員，主要係基於公司整體決策之決定及執行，通常係由高階管理人員所主導，因此高階管理人員之主觀心態應更得代表公司之主觀意圖³¹⁶。於 Omnicare 案，法院即對於各聯邦法院間所採之公司證券詐欺主觀意圖判斷標準為綜合考量，並提出其認為較折衷之標準³¹⁷。本案法院認為，原告得舉證任何高階管理代理人或董事會成員對於該不實陳述之發佈具有認可、輕率、無視或縱容之情形，以證明公司之主觀意圖³¹⁸。另外，對於公司證券詐欺主觀意圖判斷，除本處高階管理代理人標準外，本案法院亦肯定前述之傳統或調整後雇主責任之判斷標準³¹⁹。

關於高階管理代理人判斷標準，其確實補足傳統雇主責任原告舉證困難之問

³¹³ Kevin M. O'Riordan, *Clear Support or Cause for Suspicion? A Critique of Collective Scienter in Securities Litigation*, 91 MINN. L. REV. 1596, 1622 (2007).

³¹⁴ Emily M. Erickson, *supra* note 21, at 1472-1473.

³¹⁵ Ashley S. Kircher, *supra* note 297, at 163.

³¹⁶ Ann M. Lipton, *supra* note 292, at 1290-1291.

³¹⁷ KBC Asset Mgmt. N.V. v. Omnicare, Inc. (In re Omnicare, Inc. Sec. Litig.), 769 F.3d 455, 473-476 (2014).

³¹⁸ KBC Asset Mgmt. N.V. v. Omnicare, Inc. (In re Omnicare, Inc. Sec. Litig.), *supra* note 317, at 476.

³¹⁹ KBC Asset Mgmt. N.V. v. Omnicare, Inc. (In re Omnicare, Inc. Sec. Litig.), *supra* note 317, at 476.

題，且其判斷範圍亦較集體主觀意圖標準為限縮。然而，所謂高階管理人員，於聯邦法院判決中尚難以得出明確範圍，因此適用下仍可能有公司責任過廣之疑義³²⁰。另外，學說有認為，若個案中管理人員已盡力為不法情事揭露，依高階管理代理人標準之判斷下，法院實則亦無其他可以考量與權衡責任之空間³²¹。反之，高層管理人員亦得利用指示一般員工並否認其本身知情之方式，規避本處集中於高階管理人員主觀心態之判斷標準³²²。依此，高階管理代理人標準之適用下，似仍有判斷方式過於僵化之問題，進而導致最終責任認定上可能產生不合理結果。

第二款 主觀意圖判斷標準下之輔助性考量建議

對於以上聯邦法院所採取之公司證券詐欺主觀意圖判斷標準，其各自皆有缺失及學說上檢討。實則，行為人為證券詐欺之動機，可能受到股東利益及董事薪酬制度之影響，除行為人個人私益目的外，股東獲利要求之壓力亦可能驅動行為人之動機³²³。因此，有認為公司證券詐欺責任之判斷，不得再單純以特定人責任認定為依據，而應多元考量各種不同之因素與方式³²⁴。回歸美國聯邦法院對於公司證券詐欺主觀意圖之判斷，實則無論何種標準，其判斷方式與過程仍皆係以公司內部行為人之主觀意圖認定為基礎。然而，公司內部行為人之證券詐欺動機，有時係涉及其個人利益，此時該行為人之主觀意圖是否適宜視為公司之主觀意圖，即有可議³²⁵。因此，學者有認為於判斷公司證券詐欺主觀意圖時，實應更著重於公司本身為判斷³²⁶。並且進一步認為，基於公司本負有對內部組織之監督義務，對其主觀意圖之判

³²⁰ Ashley S. Kircher, *supra* note 297, at 164-165; Kevin M. O'Riordan, *supra* note 313, at 1622; Emily M. Erickson, *supra* note 21, at 1473-1474.

³²¹ Emily M. Erickson, *supra* note 21 at 1474.

³²² Ann M. Lipton, *supra* note 292, at 1267.

³²³ James J. Park, *Shareholder Wealth Maximization and Securities Fraud*, 72 DEPAUL L. REV. 395, 396-398, 404-405 (2022).

³²⁴ James J. Park, *supra* note 323, at 411.

³²⁵ Jennifer H. Arlen & William J. Carney, *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*, 1992 U. ILL. L. REV. 691, 703 (1992); John C. Jr. Coffee, *supra* note 21, at 1562-1563.

³²⁶ Patricia S. Abril & Ann Morales Olazaba, *The Locus of Corporate Scierter*, 2006 Colum. Bus. L. Rev. 81, 150-151 (2006); Emily M. Erickson, *supra* note 21, at 1476.

斷上，應得以公司本身監督義務層面為輔助性考量判斷³²⁷。而所謂輔助性考量判斷，具體而言係認為無論採取前述何種判斷標準，皆另外以公司整體內部防免不法行為之制度、環境與執行等因素為考量，並以之為公司主觀意圖判斷上之調整³²⁸。

至於如何將公司內部監督納入主觀意圖判斷，有認為得藉由公司對該證券詐欺行為之監督執行或應對方式為考量，以推測其對於證券詐欺行為之主觀心態³²⁹。另外，關於公司內部監督之判斷，有進一步提出得自公司如何塑造內部人員之行為層面著手，例如從公司之政策、訓練、內部監督制度之執行、過往對不法證券詐欺行為之應對措施等方面為考量³³⁰。實則，於刑事責任討論下，有認為公司得藉由制度或政策，鼓勵內部人員為證券詐欺之犯罪，因此於公司共同犯證券詐欺行為之認定上，應要能證明公司實際上有鼓勵或是協助該不法行為人之情事³³¹。而於本處之民事責任，學者即有參照此刑事責任之觀點，認為公司整體政策或制度有無鼓勵或協助不法行為，亦得為公司證券詐欺主觀意圖之考量因素³³²。惟須注意的是，本處學說提出之輔助性判斷，係欲於現行實務採取之判斷標準基礎上，以輔助考量之方式建構針對公司本身可歸責性之認定調整空間³³³。因此，學說上並非完全否認聯邦法院目前適用之判斷標準，亦無欲以公司監督義務上之輔助性考量為取代之。

以上，公司證券詐欺主觀意圖之輔助考量判斷建議，與美國聯邦法院目前採用之判斷標準相較，得更得針對公司本身可歸責性之判斷為討論。誠然，公司內部對於不法行為之監督義務執行，看似與其證券詐欺主觀意圖無太大關聯。惟公司之監督制度，實則係由其整體負責人為決定與執行，因此透過公司之監督制度與執行為

³²⁷ Emily M. Erickson, *supra* note 21, at 1476.

³²⁸ Emily M. Erickson, *supra* note 21, at 1476, 1484; Ashley S. Kircher, *supra* note 297, at 177-178.

³²⁹ Emily M. Erickson, *supra* note 21, at 1478.

³³⁰ Patricia S. Abril & Ann Morales Olazaba, *supra* note 326, at 153; Ashley S. Kircher, *supra* note 297, at 172-173. 然而，若以公司過去內部監督制度或執行狀況為公司主觀意圖判斷，有批評認為此可能導致個案中有欠缺公平性之疑慮。See Ashley S. Kircher, *supra* note 297, at 173.

³³¹ Geraldine Szott Moohr, *Of Bad Apples and Bad Trees: Considering Fault-Based Liability for the Complicit Corporation*, 44 AM. CRIM. L. REV. 1346-1347, 1354, 1537 (2007).

³³² Ashley S. Kircher, *supra* note 297, at 174-176.

³³³ Emily M. Erickson, *supra* note 21, at 1479.

主觀意圖判斷，即係以脫離個別負責人主觀心態方式，而為公司本身證券詐欺主觀意圖之探知。



第四節 我國公司證券詐欺主觀要件判斷之建議

目前我國實務尚未對於公司證券詐欺主觀要件有相關之判斷標準，因而本處將嘗試提出於適用證交法第 20 條第 1 項時，公司主觀要件之判斷建議。討論上，本文認為前述美國法學者提出之輔助性判斷考量建議，於我國法下亦有參考之價值。理由在於，我國證券詐欺規範之立法與討論上，實則多有受到美國一般反詐欺條款之規範及適用影響。其次，美國聯邦法院對於公司證券詐欺主觀意圖之判斷標準，其適用結果與我國實務現行判斷公司一般證券詐欺民事責任之方式有很大程度相似。因此，對於判斷上過度依賴內部行為人之責任認定檢討，於我國法下亦有相同之問題。以下，本文將參考美國法對於公司證券詐欺主觀意圖判斷標準之討論，以進一步針對我國未來得如何判斷公司證券詐欺主觀要件為探究，並嘗試提出較為適宜且可操作之判斷標準建議。

第一項 納入輔助性考量為公司主觀要件之判斷

現行實務對於公司一般證券詐欺民事責任，多有以民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項為連帶賠償責任之認定，而縱使依民法侵權行為規範為認定，判決中亦多未有針對公司主觀要件有進一步之具體判斷³³⁴。依此，公司一般證券詐欺民事責任，通常係以公司內部行為人之證券詐欺或侵權行為責任成立為前提。而此判斷之方式及過程，實則與美國聯邦法院所採用之公司證券詐欺主觀意圖判斷相似。亦即，皆係以公司內部行為人之證券詐欺不法行為責任認定作為公司責任判斷基礎，差別僅在於美國法下係針對公司主觀要件為此種方式之判斷，而我國目前實務係以行為人責任成立作為公司民事責任之認定基礎。因此，前述美國學者所提出之核心

³³⁴ 關於公司一般證券詐欺民事責任於實務上之判斷討論，請參本文第三章第一節第三項第二款公司一般證券詐欺民事責任之判斷與認定過程。

檢討，於我國法下亦有相似之問題。而本文認為，若欲將公司本身監督義務之可歸責性納入整體民事責任之判斷，前述美國法學者提出之輔助性考量標準應得為我國參考。

具體而言，對於公司證券詐欺主觀要件之判斷，本文認為或許仍得以公司內部行為人之主觀意圖為基礎，而針對公司本身監督義務是否具欠缺之可歸責性判斷，則以輔助性考量之方式為完善。此想法之理由在於，首先，基於法人組織之意思表示與行為仍須由其內部人員為執行，則公司主觀要件之判斷某程度上即難以脫離其內部行為人。至於何謂本處之內部人員，依法人侵權行為規範，民法第 28 條係指董事或其他有代表權之人；公司法第 23 條第 2 項則係指公司之負責人。其中，民法第 28 條於 1982 年修正，將法條中「有代表權之職員」修正為「有代表權之人」以明確本條規範之範圍為具有代表權之職員而言³³⁵。而所謂有代表權之人係指法人之重整人、清算人、經理人以及例外代表公司之監察人等³³⁶。另外，對於民法第 28 條之董事，有認為解釋上應包含實質董事以處理我國實際負責人與形式登記負責人不相符之情形³³⁷。公司法第 23 條第 2 項之負責人，則有認為無論有無代表權，僅須符合公司法第 8 條之當然負責人或職務負責人定義即可³³⁸。以上，對於法人侵權行為之規範，可以得知民法第 28 條係以公司董事或得代表公司之人員為不法行為之法人民事規定，並排除無法代表公司之一般職員。公司法第 23 條第 2 項雖有認為無須以有無代表權為解釋本條之負責人，惟依同法第 8 條之規定，其仍係以公司當然負責人或實際執行董事業務或控制公司人事、財務、業務之人為限。因此，本文認為本處為判斷公司證券詐欺民事責任之內部人員範圍，應以得控制與決定公司意思與執行之公司負責人而言較為妥適，否則若一般職員亦得作為本處之公司主觀要件判斷基礎，除代表性恐有不足外，對於公司監督義務執行要求上亦有

³³⁵ 立法院公報，70 卷 87 期，頁 10，1981 年。

³³⁶ 陳聰富，註 229，頁 113。

³³⁷ 陳聰富，註 229，頁 114。

³³⁸ 郭大維，論公司負責人對第三人之責任—實務面的觀察與思考，全國律師，30 卷 6 期，頁 6，2026 年。

過於嚴苛之虞。至於負責人之解釋上，本文認為或許將實際為職務或得控制公司人事、財務及業務之實質負責人納入，係較為周全保護投資人之解釋。另外，內部人員之範圍，根據個案事實不同亦可能有不同之解釋。依民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項皆係以「執行職務」之人為限，而對於執行職務之解釋，目前多係採外觀足以認為屬執行職務或與業務執行有密切相關之形式認定³³⁹。而本處認為在討論公司責任之主觀要件時，亦應以確實在執行公司職務範圍內之人員為限較為妥適，否則任何個人行為之意圖恐皆被認為得作為公司責任判斷上之依據。

除法人組織之主觀要件判斷難以脫離內部人員考量外，以公司對於內部機關、人員負有監督義務之角度而言，若公司負責人確實具有證券詐欺之意圖及行為，此時公司為民事責任之負擔，亦有其合理性。依此，本處亦非認為公司之民事責任得輕易為免除，而係期望於現行判斷基礎上，針對公司本身監督義務之可歸責性為考量，進而使公司民事責任之認定上有調整之空間。最後，本文認為現階段尚不宜以侵權法下之組織義務違反作為公司證券詐欺主觀要件之判斷，此主要係考量證交法下之因果關係因應證券市場之特性，多有依詐欺市場理論或民事訴訟法第 277 條規定為原告舉證責任之減輕³⁴⁰。因此，若使公司主觀要件舉證上亦得以推定之方式為證明時，可能產生最終公司民事責任更為沈重之疑慮³⁴¹。

基於以上考量，對於公司證券詐欺主觀要件，本文認為現階段較為妥適之作法，仍得以行為人之主觀意圖認定為基礎，並以輔助判斷之方式，將公司監督義務之可歸責性考量納入整體判斷過程。至於何人之主觀意圖得作為公司證券詐欺主觀要件之判斷基礎，本文認為其範圍應以公司負責人或高階主管為限較為妥適。

第二項 輔助性考量之具體判斷內涵

輔助性考量判斷主要目的，係針對公司本身於證券詐欺個案中，是否有未盡監

³³⁹ 徐婉寧，法人之侵權行為責任，月旦法學教室，173 期，頁 13，2017 年；郭大維，註 338。

³⁴⁰ 請參本文第二章第一節第一項第一款二、一般證券詐欺民事責任。

³⁴¹ 相關討論請參本文第四章第三節第一項第二款公司違反組織義務之主觀要件判斷。



督義務之可歸責性為判斷，惟其具體上之考量內涵為何，本處將進一步討論。首先，對於證交法第 20 條第 1 項之主觀要件，學說有認為應限於故意或至少重大過失，實務則有將本條責任範圍擴及至過失之現象³⁴²。而民法侵權行為上之故意，解釋上須具備知悉損害可能發生以及希望其發生兩要素，至於過失，則係指行為人違反其本身負有之注意義務而言³⁴³。關於過失之判斷，傳統上係以行為人之主觀心態為探究，亦即以行為人對其行為可能產生之結果預見可能性，以及其注意義務存否之主觀認知為判斷³⁴⁴。惟於過失判斷發展下，其內涵實已逐漸轉向善良管理人注意義務之客觀標準，而此標準係以處於相同環境、地位、且具相同技術與經驗之謹慎理性人所應盡之注意義務為基準，若低於此注意義務基準即認為具過失³⁴⁵。而於公司證券詐欺主觀要件之判斷上，由於其本身對內部組織亦負有監督之義務。因此，本文認為輔助性考量判斷之內涵，得以其監督義務違反為較客觀之判斷基準建構為思考。實則，美國法下對於證券詐欺主觀意圖之“recklessness”，亦係以「行為人之行為是否悖離一般合理想像之注意義務」此種較為客觀之標準為判斷³⁴⁶。而觀美國法學者所提出之輔助性考量內涵，其主要有以公司對於證券詐欺行為之應對措施、監督執行以及是否營造出放任或激勵不法行為之環境等方式，為公司主觀心態探知。基於此，關於輔助性考量判斷之內涵，其核心重點應係為公司證券詐欺行為之監督制度及執行，則客觀判斷之基準思考亦應以此為基礎。

至於公司監督義務是否盡職執行，其得為判斷之因素多元，而公司依公開發行公司建立內部控制制度處理準則（下稱處理準則）所建立之內部控制制度內容，即須包含公司董事會與監察人之治理監督責任、依風險評估而設計、修正及執行之控制作業，以及持續監督、評估內控執行情形等之要素³⁴⁷。依處理準則第 3 條規定，

³⁴² 請參本文第四章第二節第二項我國一般證券詐欺主觀要件討論。

³⁴³ 陳聰富，註 278，頁 199，201。

³⁴⁴ 林誠二，論過失與不作為侵權行為之認定，台灣法學雜誌，178 期，頁 114，2011 年。

³⁴⁵ 林誠二，註 344，頁 115；陳聰富，註 278，頁 226。

³⁴⁶ 請參本文第四章第二節第一項美國法下之證券詐欺主觀要件討論。

³⁴⁷ 詳細請參公開發行公司建立內部控制制度處理準則第 6 條。

報導具可靠、及時、透明及符合相關規範以及相關法令規章遵循係為公司內部控制制度之目的之一，其應由經理人制定，董事會通過，並由董事會、經理人及其他員工執行之³⁴⁸。同時，處理準則第 24 條亦規定公司應自行評估內部控制制度執行狀況，並編製內部控制制度聲明書於年報中公布³⁴⁹。另外，上市上櫃公司治理實務守則（下稱實務守則）規定下，上市上櫃公司亦宜定制其公司治理守則，且須公布於公開資訊觀測網站為揭露³⁵⁰。其中，實務守則第 3 條提及公司應依前述處理準則規定，考量本公司及其子公司整體營運活動，設計並正確執行其內部控制制度，且須定期檢討評估³⁵¹。以上，對於公司內部控制制度之內容，皆涉及公司本身對於不法行為監督之制度制定、執行計劃及評估檢討，此似得作為本處對於公司監督義務是否具欠缺之可歸責性判斷參考內容。

綜上，本文認為輔助性考量之內涵，應以公司監督義務之執行為基礎。而關於其判斷，本文初步認為得以「於一般相似規模公司之合理盡職監督義務執行下，該相同證券詐欺行為是否得為公司所預見並防免損害發生」之客觀基準為輔助考量。其中，以相同規模公司作為比較之考量在於，公司對於內部監督之相關應遵循事項與能力，應會因其規模不同而有相異之情形。因此，判斷上應以相似規模之公司為比較基準較為合理。至於實質判斷之參考因素，本文認為除個案事實情節之公司監督義務執行外，前述涉及公司內部控制制度及公司治理守則之相關資料內容，亦得作為公司是否建立完善之監督程序且正確執行之判斷參考。以上，希望藉由較具體之輔助性判斷標準建構，以使公司監督義務執行上是否具可歸責之考量得納入整體責任判斷過程。

³⁴⁸ 詳細請參公開發行公司建立內部控制制度處理準則第 3 條。

³⁴⁹ 請參公開發行公司建立內部控制制度處理準則第 24 條第 1 項。惟有學者指出目前實務上之內部控制制度聲明書內容僅於監督有缺失之情形下，公司始須進一步為說明，實質上並無法透過本聲明書窺探公司內部控制制度執行之真實情形。請參陳肇鴻，論公司的法令遵循制度及董事會之治理責任，臺灣財經法學論叢，7 卷 1 期，頁 217-218，2025 年。

³⁵⁰ 請參上市上櫃公司治理實務守則第 1 條。

³⁵¹ 請參上市上櫃公司治理實務守則第 3 條。

第五節 證交法第 20 條及民法第 28 條、公司法第 23 條第

2 項間之適用關係

以上，係對於公司適用證交法第 20 條第 1 項為民事責任判斷之討論，本處將進一步討論其與民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項間之適用關係。首先，須先釐清適用證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項下，公司所成立之民事責任差異。此部分，本文認為得以公司係因自己行為或為他人行為負責之責任性質為著手。實則，公司成立之民事責任性質不同，亦會影響法條間之適用關係討論。以下，即先對於證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項之適用為比較，並討論兩者規範下公司成立之民事責任性質區辨。最後，再提出法條適用上之本文見解。

第一項 證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第

23 條第 2 項間之適用比較

證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項規定，皆為公司一般證券詐欺民事責任得適用之法條，惟公司於不同規定下所成立之民事責任性質，應得有不同之解釋。首先，於討論兩規範之適用比較上，得先釐清何謂公司因自己行為負責以及為他人行為負責之責任性質。而公司自己行為責任與為他人行為負責之責任性質區辨，於最高法院 108 年度台上字第 2035 號民事判決肯認法人自己侵權行為責任後，學者即有提出民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項之公司侵權行為連帶賠償責任解釋之重新定位思考³⁵²。本處即以此為討論切入點，先對於民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項成立之公司責任性質為探究。並再以之與證交法第 20 條第 1 項成立之公司責任為比較。

³⁵² 蔡英欣，董事對第三人責任之建構，臺灣財經法學論叢，8 卷 1 期，頁 203，2026 年；陳忠五，註 246，頁 164-165。

第一款 民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項之公司責任

性質思考

對於法人或公司侵權行為民事責任，民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項多有作為法條依據³⁵³。惟公司依此兩條規定所成立之侵權行為責任，其究竟係屬公司自己侵權行為責任，抑或是公司為他人行為負責之性質，於法人自己侵權行為責任被肯認後，似有再為思考之必要。首先，民法第 28 條法人侵權行為責任，主要係將法人內部董事或有權代表人之行為視為法人自己行為。因而，傳統上即認為法人或公司依民法第 28 條所成立之民事責任，係屬法人或公司自己之侵權行為責任。至於公司法第 23 條第 2 項之公司連帶賠償責任，於最高法院 112 年度台上大字第 1305 號民事裁定，法院認為法人之行為能力係由其機關或負責人代表為之，因此若其負責人構成侵權行為，公司亦應作為侵權行為人之身份為賠償責任負擔³⁵⁴。依此，似得推知最高法院認為公司法第 23 條第 2 項規定係屬公司自己侵權行為責任。學說亦有認為公司法第 23 條第 2 項規定之公司連帶賠償責任，其依據係將公司代表人或機關之行為視為公司自己行為，繼而認為本條應係為公司自己侵權行為責任之規定³⁵⁵。以上，對於民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項之解釋，傳統上係認為屬公司自己侵權行為責任無誤。惟近年最高法院作出肯定公司自己侵權行為責任之見解後，對於此兩條公司自己侵權行為責任之解釋逐漸出現不同思考。

關於最高法院 108 年度台上字第 2035 號民事判決肯認法人得構成自己侵權行為責任之見解，學界上有諸多討論。其中，學者有認為此最高法院見解對於被害人

³⁵³ 相關討論請參本文第三章第二節第一項第一款法人侵權行為責任基礎：民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項。

³⁵⁴ 請參最高法院 112 年度台上大字第 1305 號民事裁定：「公司有行為能力，並由其代表機關即負責人代表之，公司負責人代表公司所為行為，若構成侵權行為，除公司應以侵權行為人之身分，對被害人負損害賠償責任外，復因公司業務之執行，事實上由公司負責人擔任，為防止其執行業務違反法令，損及公司權益，並增加受害人求償機會，乃以系爭規定令負責人於執行公司業務，違反法令致他人受有損害時，與公司負連帶賠償責任」。

³⁵⁵ 蔡英欣，註 352，頁 191；王志誠，註 142，頁 25-26；林誠二，註 142，頁 219。



難以舉證特定人責任成立時所面臨之求償困境上，有正面之效果³⁵⁶。反之，基於法人侵權行為最終仍係由其代表人或受僱人為執行，亦有認為若無法以法人代表人或受僱人構成侵權行為之前提下，依民法第 28 條或第 188 條成立法人侵權行為責任，實難想像法人係如何為侵權行為³⁵⁷。惟無論如何，目前實務已有肯認法人自己侵權行為，且亦逐漸發展出法人或公司自己侵權行為責任之判斷，因而即有認為法人或公司之侵權行為即應與其內部行為人為區分³⁵⁸。基於此，若法人或公司內部行為人之侵權行為亦構成法人或公司自己侵權行為要件時，公司或法人應係以民法第 185 條構成共同侵權行為；而若行為人侵權行為無法構成公司或法人之侵權行為要件時，則法人或公司仍有民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項之連帶賠償責任適用³⁵⁹。然而，此時民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項之公司或法人侵權行為責任，即非出自於其自己之不法行為，而係以法人或公司之監督義務基礎下，為他人行為負責之性質³⁶⁰。另外，除考量民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項之公司民事責任判斷，其皆係以負責人或其他有權代表人成立侵權行為為前提外，學者亦有提出若將本處之公司責任解釋為自己侵權行為責任，對於公司後續向其內部人為求償之權利，亦有阻礙之疑慮³⁶¹。

以上，為民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項之公司民事責任性質於近期學界上之反思討論。實則，對於法人自己侵權行為責任適用之時機，於學說上仍有爭議³⁶²。惟先撇除適用時機不談，到底何謂公司自己行為責任或為他人行為負責之責任，亦即此兩種責任性質之區辨究竟為何，應為本處得先為釐清之議題。而本文認為，公司自己行為責任及為他人行為負責之責任間，其核心區辨應在於公司負擔之

³⁵⁶ 陳聰富，註 276，頁 85-86；陳忠五，註 246，頁 163。

³⁵⁷ 孫森焱，論法人之責任能力，台灣法學雜誌，413 期，頁 45-46，2021 年。

³⁵⁸ 陳忠五，註 246，頁 164。

³⁵⁹ 陳忠五，註 246，頁 164。

³⁶⁰ 陳忠五，註 246，頁 164-165。

³⁶¹ 蔡英欣，註 352，頁 191-192。

³⁶² 林仁光，註 16，頁 41；蔡英欣，註 352，頁 202。



民事責任最終歸咎之來源不同。亦即，關於公司民事責任是否成立，其判斷重點究竟係以其內部行為人侵權責任成立為前提；抑或係因公司本身對該不法行為具有監督義務上之故意或過失，而須對其義務上違反行為負責。前者，公司責任來源係在於其內部特定行為人之不法行為；後者，則係因公司本身未盡職為監督義務而生之責任。依此解釋下，公司依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項所成立之民事責任，其判斷無須考量公司監督義務上是否具故意或過失，因此應係屬為他人行為負責之責任性質。以下，將針對公司適用證交法第 20 條第 1 項之責任性質為討論，並且與民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項為相比較。

第二款 證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第

23 條第 2 項適用之差異

本處回歸證交法第 20 條第 1 項規定，以探討公司適用本條所成立之民事責任性質，以及其與民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項間之適用上不同。首先，證交法第 20 條第 1 項規定並未排除公司適用，因而若公司為募集、發行、私募或買賣有價證券時，有虛偽或詐欺之行為，其即為本條規範之責任主體對象。其次，公司於適用本條而成立之民事責任，依本文討論下並非以內部行為人責任成立為前提，而係有考量其內部監督義務之可歸責性。因此，公司違反證交法第 20 條第 1 項規定而成立之民事責任，其責任係由於本身之監督義務違反而生。以上，公司依證交法第 20 條第 1 項要件判斷而成立之同條第 3 項民事責任，應係屬公司自己行為責任性質。並與前述討論之民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項之民事責任不同。

至於適用證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項間之要件適用上，以原告角度而言，以法人侵權行為連帶賠償責任為舉證似較為容易，因原告無須再針對公司責任為舉證。惟證券詐欺行為作為特殊侵權行為，逕直捨棄證交法之特別規定不用，而以民法侵權行為規範為判斷與認定責任，其法條適用上是否妥適，亦有再為思考之疑義。最後，依證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公

司法第 23 條第 2 項而成立之民事責任性質解釋不同，亦會影響公司後續得否對於內部行為人為求償之討論。因公司構成證交法第 20 條第 1 項而成立之民事賠償責任，係因自己行為而生，此時公司似不得再回頭向其內部行為人為求償；反之，若公司係基於為他人行為而負擔連帶賠償責任，此時因最終責任歸咎者為公司內部行為人，因而公司應得向其為損害賠償請求。基於此，前述學者即有認為應將公司法第 23 條第 2 項之公司責任，解釋為為他人行為負責之性質理由，否則可能對於公司內部求償權利造成損害³⁶³。

綜上，公司於適用證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項規定為判斷責任時，其兩種規範間實有責任性質、要件舉證及後續公司內部求償上之差異。尤其在責任性質上之區辨，將影響兩者規範間適用關係之評價。以下即接續針對證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項間之適用關係為討論。

第二項 證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第

23 條第 2 項之適用建議

關於證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項規範間之適用。首先，須先討論之問題為適用證交法第 20 條第 1 項為判斷公司自己證券詐欺責任之時機是否受有限制，亦即本條規定是否原則上得為公司證券詐欺民事責任之判斷適用。再來，證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項規定間之適用，本文認為應非互斥之關係。惟於適用法人侵權行為連帶賠償責任時，是否亦得有例外考量公司責任合理性之空間，為本處欲進一步思考之問題。否則，縱使公司未成立自己證券詐欺責任，其仍可能因他人行為而負全部連帶賠償責任，此結果上亦有疑義。最後，本處將再針對公司因他人行為而負連帶賠償責任時，其與真正不法行為人間之賠償義務關係為討論，以期得於公司為連帶賠償責任之情

³⁶³ 蔡英欣，註 352，頁 192。

形下，有較為緩和之公司賠償義務與範圍負擔結果。



第一款 證交法第 20 條第 1 項之適用時機

證交法第 20 條第 1 項規範對象亦包含公司，且若依前述討論，公司違反本條成立之責任係屬公司自己行為責任。惟最高法院肯認法人自己侵權行為，依其判決意旨，主要目的係為解決個案中難以特定出行為人責任之情形下，被害人所面臨之求償問題³⁶⁴。因而，對於此種法人自己侵權行為責任適用之時機，是否僅於無特定人時始有適用，仍有可議。有認為，法人侵權行為責任逐漸發展出其獨立於行為人之判斷下，其適用時機應無須特別限於無特定人時始得為適用³⁶⁵。亦有認為，民法第 184 條多係以監督義務違反為推定公司侵權行為責任，因此原告舉證上較為容易，若無將法人自己侵權行為適用限於無特定人情形，恐導致最終公司責任負擔過重之疑義³⁶⁶。然而，此疑義提出係以民法侵權行為規範為基礎，討論上是否與本處證交法第 20 條第 1 項適用有相同之疑慮，本文認為須進一步討論。

首先，將民法第 184 條及民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項為相較，前者公司責任得以監督義務違反為推定過失，而後者原告則須先舉證特定人之侵權行為為責任，法人或公司始為連帶賠償。依此，考量到舉證難度及求償完整性，原告即可能會捨棄民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項，選擇以民法第 184 條直接向公司為賠償請求³⁶⁷。此疑慮確實於法人或公司同時適用民法第 184 條及民法第 28 條

³⁶⁴ 請參最高法院 108 年度台上字第 2035 號民事判決：「再者，現代社會工商興盛，科技發達，法人企業不乏經營規模龐大，構成員眾多，組織複雜，分工精細，且利用科技機器設備處理營運業務之情形，特定侵害結果之發生，常係統合諸多行為與機器設備共同作用之結果，並非特定自然人之單一行為所得致生，倘法人之侵權行為為責任，均須藉由其代表機關或受僱人之侵權行為始得成立，不僅使其代表人或受僱人承擔甚重之對外責任，亦使被害人於請求賠償時，須特定、指明並證明該法人企業組織內部之加害人及其行為內容，並承擔特殊事故（如公害、職災、醫療事件等）無法確知加害人及其歸責事由之風險，於法人之代表人、受僱人之行為，不符民法第 28 條、第 188 條規定要件時，縱該法人於損害之發生有其他歸責事由，仍得脫免賠償責任，於被害人之保護，殊屬不周」。

³⁶⁵ 陳忠五，註 246，頁 164-165。

³⁶⁶ 蔡英欣，註 352，頁 204。

³⁶⁷ 蔡英欣，註 352，頁 202-203。



或公司法第 23 條第 2 項時存在，因除舉證上較為容易外，公司之資力通常亦較為充足。然而，本文認為於適用證交法第 20 條第 1 項為公司責任判斷下，前述之疑慮可能較不容易發生。理由在於，本處討論公司適用證交法第 20 條第 1 項之目的，並非為解決無特定人之原告求償困境問題，而係希望得更完整地為公司責任判斷與認定。同時，本文提出之輔助性考量判斷，亦非直接以公司監督義務之違反為推定公司主觀要件，而係於內部行為人之主觀意圖認定基礎上，進一步針對公司監督義務是否具欠缺之可歸責性為考量與調整認定。以上，本文認為證交法第 20 條第 1 項作為判斷公司自己證券詐欺行為之民事責任，應無須限於個案中無特定人時始有適用。惟當公司同時適用證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項時，本文認為仍應將兩種規範間所成立之民事責任性質為明辨，以免產生法條適用上之模糊。

至於可以進一步討論者為，是否於無特定人之情形下，證交法第 20 條第 1 項規定亦有適用之可能。另外，針對具體適用證交法第 20 條第 1 項要件為判斷公司證券詐欺民事責任之優點，亦將於以下分別為討論：

一、無特定人之證券詐欺個案適用可能思考

公司作為法人組織，證券詐欺行為本身仍須由其內部行為人為執行，實務中對於證券詐欺民事責任之判斷，亦多係先討論行為人之證券詐欺行為構成後，始再討論公司之民事責任。惟於個案中無特定人時，實務以肯認法人自己侵權行為責任之方式，使法人或公司得獨立作為侵權行為責任對象。而於證交法第 20 條第 1 項時，其是否亦得於無特定人時為適用，似可以再為討論。同時，雖公司民事責任不應僅著重於被害人之救濟為考量，惟本文認為當原告陷於難以舉證特定人責任時，公司是否應為負責仍有討論之必要。理由在於，公司本身負有組織監督義務，且其不法行為監督執行之完整及確實程度，對於證券詐欺行為發生亦應有或大或小之影響。因而，縱使無法舉證出特定行為人之證券詐欺責任，公司對於證券詐欺行為是否應為負責，應仍有判斷與討論之空間。



以上思考雖非本研究主要之討論範圍，惟本處仍提出一些未來若欲將證交法第 20 條第 1 項適用於無特定人之證券詐欺情形時，可能遇到之困難。首先。因前述討論之主觀要件輔助考量雖得針對公司本身為判斷，但當公司主觀要件仍須以其內部行為人之主觀意圖為基礎時，無特定人之情形下，可能會面臨判斷上之阻礙。針對此問題，美國法下發展之集體主觀意圖及高階管理代理人標準，舉證上皆未將公司主觀意圖之判斷限於須有特定行為人具有證券詐欺主觀意圖基礎上，亦即得以多數公司內部人員之主觀心態集合作為公司之主觀意圖判斷³⁶⁸。因此，若我國未來採取此類型之標準為公司主觀要件判斷，似亦得考慮是否將公司主觀要件之舉證放寬，亦即不再限於舉證出特定人之主觀意圖存在。然而，對於如何以多數人之主觀心態集合為判斷證券詐欺主觀要件之故意或過失並非易事，舉證上實則亦有難度。另一較為可行之判斷方式，即係直接針對公司主觀要件為判斷，實務對於法人侵權行為過失判斷上即有採取此種判斷方式。惟正如前文所提及，當證交法規範下之因果關係已多得為推定或減輕舉證責任，若主觀要件亦得為推定，則恐有公司最終責任負擔過重之疑慮³⁶⁹。因此，仍須回歸到證交法第 20 條第 1 項之主觀要件範圍問題。本文初步認為未來若得考慮將本條責任範圍限於故意或重大過失，似得平衡要件間之舉證程度問題，進而得再為思考如何直接對公司主觀要件為判斷。

二、適用證交法第 20 條第 1 項規定判斷公司證券詐欺民事責任之優點

關於證交法第 20 條第 1 項作為公司一般證券詐欺民事責任判斷適用之建議，主要目的係為藉由公司歸責性上之考量，進而對於公司最終責任負擔上有合理性之調整空間。而綜合前文公司民事責任負擔可能出現之不合理情形，其核心判斷應係「是否得合理期待公司於盡職監督義務之執行下，發現該件證券詐欺行為」。而此判斷，將得於證交法第 20 條第 1 項之主觀要件下為討論與考量。實則，當證券詐欺情事有行為人利用規避查核之手段或行為本身極為隱秘複雜情形，縱使公司

³⁶⁸ 請參本文第四章第三節第二項第一款第二目集體主觀意圖標準、第三目高階管理代理人標準。

³⁶⁹ 請參本文第四章第四節第一項納入輔助性考量為公司主觀要件之判斷。



具有合理且完善之內部控制制度，可能亦無用武之地。因此，本文認為若個案之證券詐欺行為有難以期待公司於合理監督義務執行下為發現時，公司證券詐欺行為民事責任負擔更有探究之必要。而觀目前對於公司一般證券詐欺民事責任之判斷，其多有以民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項規定為適用。於此判斷過程中，公司本身監督義務是否具有可歸責性之討論即非公司責任成立之重點。因此，縱使投資人於一般證券詐欺損害請求上，仍有主張證交法或民法侵權行為規範之選擇自由，本文仍認為或許依證交法第 20 條第 1 項要件為公司民事責任之判斷，整體責任考量與討論上會較為完整。

第二款 一般證券詐欺民事責任法條之適用與賠償責任建議

基於以上討論，公司證券詐欺民事責任得依證交法第 20 條第 1 項及第 3 項成立，抑或依民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項為連帶賠償責任。其兩種規範下，公司成立之民事責任性質應得有不同之解釋，適用上亦非互斥。僅於適用上，本文認為以證交法第 20 條第 1 項為判斷公司責任是否成立，討論上應較為完整。而當公司並不構成自己證券詐欺民事責任時，民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項即有適用。惟若當公司無論是否具監督義務執行上之欠缺，皆仍得依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項負連帶賠償責任，此適用下之責任是否合理，即有可議。實則，學界上亦有認為並非所有公司內部人員之行為皆得視為公司之行為，因此依法人實在說之見解，對於民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項之適用，應仍有討論之空間³⁷⁰。針對以上問題，以下將嘗試提出證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項間之適用關係建議，並針對公司依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項而成立之連帶賠償責任為延伸思考。

³⁷⁰ 林誠二，註 142，頁 219。



第一目 一般證券詐欺民事責任法條之適用建議

關於證券詐欺民事責任，依特殊侵權行為責任說，民法侵權行為規範亦有適用之空間。因而於公司一般證券詐欺民事責任上，除證交法第 20 條第 1 項外，民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項亦得適用。至於實務上法條適用，似將前述法條評價為請求權競合關係，且依本文第三章之實務判決分析，不少法院有以民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項為公司民事責任之判斷與認定³⁷¹。此種法條適用之選擇，可能係因公司作為責任主體本身較難適用證交法第 20 條第 1 項為要件判斷。惟若依前述討論，將公司適用證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項所成立之民事責任性質為區辨，則此兩種規範間之適用關係是否仍為請求權競合，似得重新為思考³⁷²。本文初步認為，若認為依證交法第 20 條第 1 項違反而成立之民事責任係屬公司自己行為責任，則其與公司因其負責人或有權代表人之侵權行為而成立之連帶賠償責任性質不同。依此，公司依證交法第 20 條第 1 項或依民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項所成立之民事責任，似非得擇一判斷之情形。

至於公司證券詐欺民事責任，於個案中可能同時構成違反證交法第 20 條第 1 項之自己行為責任，以及因他人行為而負之連帶賠償責任。此時，基於證交法第 20 條第 1 項係針對證券交易詐欺而設之責任規範，本文認為以證交法之規定為適用，責任討論上將較為完整。然而，當公司並不構成自己之證券詐欺責任時，其是否亦應無條件因其負責人或有權代表人之行為而負連帶賠償責任，則為可以再思考之問題。

而先撇除前文認為應重新思考公司民事責任性質之討論，依現行通說採取之法人實在說見解，其雖認為法人或公司內部代表人、機關之行為得視為公司自己行為，惟對於具體究竟何人之行為得視為公司之行為問題上，並未有進一步討論，因

³⁷¹ 請參本文第三章第一節第三項一般證券詐欺民事責任案例。

³⁷² 蔡英欣，註 352，頁 203。



此即有提出相關思考上之反思³⁷³。其中，關於是否所有公司機關之決定或行為皆得代表公司之問題，學者即有以美國德拉瓦洲法院審查董事會決定之案例為舉例，並說明該機關決定之目的是否正當或符合善意標準將成為法院判斷之考量，而若公司成為機關或負責人達成個人目的之工具時，其決定或行為即可能被認為不得代表公司³⁷⁴。回歸證券詐欺情形，公司負責人或有權代表人亦有可能係為個人利益而為證券詐欺行為，此時是否得因該行為人目的不正當，而認為其行為不得視為公司之行為，似有可議。然而，本文於實務案例分析後發現，行為人為證券詐欺之動機時常伴隨個人與公司利益之參雜，因此較難單純以行為目的作為該行為人行為是否得視為公司行為之判斷。

實則，本文認為於法人侵權行為責任逐漸發展下，公司依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項之責任，更偏向係為他人行為負責之性質。此時，對於是否所有公司內部行為人之不法行為，皆得視為公司之行為，更有討論之必要。惟於證券詐欺之責任下，思考之重點可能非在行為人之目的，而係回到公司是否已盡職為監督義務，且處於難以甚至無法發現或防免不法行為之情形。此思考之理由在於，若認為民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項係屬公司為他人行為負責之責任性質，則其責任基礎應係建立在公司本身組織監督義務之欠缺。因此，當因行為人刻意規避查核或證券詐欺情事隱密複雜，而產生公司於合理盡職監督執行下亦難以為不法行為之發現與防免時，公司最終仍負擔全部民事責任即可能產生不合理之結果。因此，本文認為若於公司合理盡職監督下，該證券詐欺情事仍難以為發現或防免時，未來得考量是否有例外排除民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項之適用可能。惟須特別說明，本文並非認為只要行為人有破壞公司對於不法行為監督義務執行時，即應排除公司民事責任，因行為人之不法行為難免皆會對於公司之監督執行有所規避與隱瞞，而公司確實也應盡可能為內部不法行為之監督與防免。因此，對於行

³⁷³ 林仁光，註 16，頁 36；林誠二，註 142，頁 219。

³⁷⁴ 林仁光，註 16，頁 36-39。

為人規避公司內部監督執行之判斷，仍應有嚴重與否之區分。以上，本文認為僅得於公司確實陷入難以合理期待或無法正常發揮其監督義務之例外情形下，始有調整公司責任，並考量是否排除民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項適用之可能。

綜上，證交法第 20 條第 1 項與民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項間之適用，得考慮將其成立之民事責任評價為兩種不同之性質，並且本文認為證交法之規定得更為完整討論公司責任是否應為成立。同時，若公司難以於盡職監督執行下為該件證券詐欺情事之發現與防免時，似得於未來考慮是否排除民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項之連帶賠償責任適用。惟須注意，若排除前述公司連帶賠償責任之適用，勢必對於被害人之損害填補產生極大之衝擊。因而，本文認為本處之排除建議仍須於例外情形始有考量適用之空間，且亦非現階段應為積極推動之議題。同時排除法人連帶賠償責任適用之思考，亦應有對於被害人損害填補完整性保障、真正不法行為人之賠償執行等配套為一併討論與完善，以免對被害人救濟權利造成嚴重之破壞。

第二目 公司證券詐欺連帶賠償責任之再思考

承上，例外排除民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項之思考，係對於公司若無監督義務之欠缺時，仍須負全部連帶賠償責任之反思。然而，正如前文所述，排除法人連帶賠償責任之作法，於現階段仍有被害人賠償救濟保護不足，以及難以受到社會大眾接受之疑義。實則，若回歸法人或公司依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項為連帶賠償責任之立法，除監督義務違反解釋外，亦有保障被害人損害填補完整性之重要考量³⁷⁵。而公司作為民事責任主體，其賠償能力通常較優於一般行為人，此對於被害人之完整救濟有一定之保障。惟於討論公司連帶賠償責任時，亦不得忽略真正不法行為人之責任可能被稀釋，以及最終公司整體股東須為共同承擔賠償責任之結果。以上，公司依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項為全部連

³⁷⁵ 邵慶平，公司法：規範與案例，註 227，頁 252。

帶賠償責任是否合理，本質上為被害人損害填補保障，以及嚇阻效果不達、無辜股東承擔賠償成本問題間之權衡選擇。實則，本文認為若以保障被害人損害填補目的，公司作為賠償責任主體應仍具有其重要性與必要性，且公司通常亦具有監督義務違反上之責任依據。然而，當我們認為公司應為全部連帶賠償責任時，對於前述真正不法行為人之責任稀釋，以及公司整體股東承受賠償成本之問題亦不得為忽視，否則公司恐成為單純為保障被害人損害填補之賠償工具。

以上對於公司為全部連帶賠償責任之反思，國內即有學者提出公司作為侵權行為次順位賠償地位之構想，並將主要賠償責任落實於真正不法行為人身上，以嘗試解決公司作為主要賠償義務人所伴隨之責任落實及最終公司承擔過多責任之疑義³⁷⁶。本處學者提出之公司次順位債務人主張，係以責任原則為基礎，亦即將民事責任負擔主要落實於不法行為人，並以公司作為補充責任之次順位債務人制度為設計，以此達到同時兼顧責任落實及被害人損害填補之保障³⁷⁷。關於賠償次序建構，具體而言，係由法院根據整體案件情形為判斷應負主要責任及補充責任之被告，並將負有主要責任之被告列為主要債務人³⁷⁸。至於次順位之補充責任部分，設計上係被害人向主要債務人請求賠償後，對於仍無法獲得填補之損害部分，始得再向負補充責任者為請求³⁷⁹。以上公司補充責任制度之構想，學者亦指出須有未來明文規定及相關假扣押與債權保全等制度配套措施相互配合，始得為完整執行³⁸⁰。而本文認為，此制度之構想雖仍有許多討論空間，且執行上亦有不少困難須為克服，但其確實提供一種得以衡平被害人損害賠償救濟及落實責任原則間之思考方式。同時，對於避免公司整體股東無限承擔最終賠償成本之問題上，亦有所助益。

綜上，公司因其負責人或有權代表人之證券詐欺行為而成立連帶賠償責任，此

³⁷⁶ 詳細討論請參林仁光，註 16，頁 42-58。

³⁷⁷ 林仁光，註 16，頁 42-43。

³⁷⁸ 林仁光，註 16，頁 49-50。

³⁷⁹ 詳細之補充責任基本原則構想，請參林仁光，註 16，頁 48-51。

³⁸⁰ 林仁光，註 16，頁 48，50。



雖對於被害人損害填補較有保障，但同時造成主要民事責任未落實在真正不法行為人，且亦造成公司整體責任負擔過重之疑慮。針對被害人保障與責任課與在真正不法行為人兩者間之衡平下，本文認為前述學者所提出之公司作為次順位賠償債務人構想，應值得未來為參考。同時，於考量是否例外排除民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項之適用前，亦得作為現行公司民事責任負擔合理性上之緩和思考。

第六節 小結

綜上，對於公司一般證券詐欺民事責任之判斷，本文認為得回歸證交法第 20 條第 1 項之要件為依據，以使整體責任判斷過程更為完整。其中，於主觀要件部分，本文參考美國法下對於公司證券詐欺主觀意圖判斷之討論，認為得以輔助性考量之方式，將公司本身監督義務是否具可歸責納入判斷。如此，於個案中若存有個人不法行為之情形，亦得以公司監督義務之層面，進一步探討其民事責任應否成立。另外，對於法人連帶賠償責任規定之適用，本文認為民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項解釋上屬公司為他人行為負責之性質；而證交法第 20 條第 1 項構成之公司民事責任則為其自己行為責任之性質。惟本文亦認為兩者責任規定適用上並非互斥。因此，公司若未構成自己證券詐欺民事責任，仍有為他人行為負責之責任規範適用空間。然而，若公司於已盡合理監督義務下，仍須負全部連帶賠償責任，此結果上亦有合理性之疑義。因此，本文最後對於法人侵權行為連帶賠償責任規定，提出未來是否於公司已盡職為合理監督義務執行之例外情形下，有排除適用之可能思考。惟基於此想法下會面臨眾多阻礙且對被害人之損害填補恐產生重大衝擊，本處並非認為現階段應為此想法之實施。同時，一併提出學者近期主張之公司次順位債務人制度構想內涵，以作為未來法人侵權行為連帶賠償責任之討論上參考。

第五章 公司資訊不實證券詐欺無過失民事責任之檢

討與建議



資訊不實證券詐欺民事責任，證交法下主要規定於第 20 條之 1 及第 32 條，其分別為財報不實與公開說明書不實，而依規定發行人皆係負無過失民事責任。關於第三章對於發行人資訊不實證券詐欺民事責任之檢討，現行實務因法規適用下，發行人可歸責性並非整體責任判斷過程中所須考量之因素，繼而可能產生最終責任認定出現不合理之疑慮。本章將對於發行人資訊不實證券詐欺民事責任之判斷為討論，並以無過失責任之立法目的為開頭，以點出發行人無過失責任制度本身檢討之必要。惟財報不實與公開說明書不實之規範，於無過失責任制度上應有不同之評價，而此與兩者所規範之交易市場、發行人交易地位等差異相關。本文區別討論後，認為發行人無過失民事責任之檢討與調整，或許於財報不實之部分較有必要性。反觀，公開說明書不實部分，仍有發行人為全部賠償之合理正當性。

關於發行人財報不實之民事責任調整，本文主要考量之問題為，如何於責任設計上將發行人可歸責性納入整體判斷，同時亦不過度減輕發行人之財務報告監督義務責任。以下，本章嘗試提出將發行人財報不實民事責任調整為嚴格推定過失，以期得兼顧發行人責任之可歸責性考量及其應負之監督義務責任。討論上，此將涉及發行人作為財務報告編製者之監督義務責任與個別負責人監督義務能力間之差異，以及現行財報不實常見抗辯事由是否適用於發行人等討論。另外，發行人之免責抗辯是否應與個別負責人有所區別、其條件之嚴格程度應如何為制定，以及發行人負嚴格推定過失前提下，與其他責任主體間之連帶賠償責任關係為何，皆為發行人財報不實民事責任調整上須為討論之問題。

第一節 證交法下證券詐欺之立法目的

證交法之立法目的依本法第 1 條規定，係為發展國民經濟並保障投資，而為確保市場上交易之公平性與正常運作，證交法明文禁止以欺騙之手法為證券詐欺

交易行為，並且設置相應之民事賠償責任規定³⁸¹。至於證券詐欺之民事賠償責任規範，討論上多會認為具有嚇阻不法行為及補償被害投資人之目的³⁸²。

以嚇阻不法行為之目的而言，主要係期望行為人欲為不法行為時，得因後續責任負擔之後果而有所顧忌。同時，於追究不法行為人之賠償責任時，對於行為人以外之人亦得起到嚇阻之作用。至於公司作為證券詐欺賠償責任主體，因其並非真正不法行為之人，對其為責任課與並無法對於行為人起到直接之嚇阻效果，因此促進公司治理則成為公司責任負擔之正當性解釋³⁸³。亦即，當公司可能因其內部行為人之證券詐欺行為而負民事賠償責任時，即可能會因不欲負擔賠償所生之成本，而增強其內部監督治理之執行。此種立法，亦不失為一種對於公司施加責任壓力，並利用其內部監督以達到減少證券詐欺行為之手段。除嚇阻並減少證券詐欺行為之目的外，補償被害人所受損害亦為重要之立法目的。實則，我國通說認為證券詐欺行為本身即為一種特殊侵權行為，因此投資人若因證券詐欺而受損害，原則上亦應受到填補。況且，若投資人於市場上之損害無法為救濟補償，投資人對於市場之信賴與投資參與意願亦將受到嚴重打擊。此時，公司作為賠償責任主體，其賠償能力通常高於個別行為人，對於被害人數眾多之證券詐欺案例中，亦有保障投資人損害補償完整性之意義。

以上，公司作為發行人，對於財報不實與公開說明書不實為賠償責任負擔具有其正當性，惟公司作為賠償責任主體，亦須考量賠償成本係由全體股東共同承擔之影響。因此，縱使公司負證券詐欺賠償責任有其道理，現行法下公司所負擔之責任是否合理，仍有討論之必要。

³⁸¹ 證券交易法第1條：「為發展國民經濟，並保障投資，特制定本法。」

³⁸² 朱德芳，證券詐欺損害賠償相關問題之研究—以資訊不實為核心，月旦法學雜誌，358期，頁64，2025年；邵慶平，商事法裁判精選—證券交易法的解釋與法理適用（111台上21判決），月旦實務選評，3卷3期，頁95，2023年；林郁馨，從美國證券集體訴訟談證券詐欺訴訟的填補損害及嚇阻功能，月旦財經法學雜誌，14期，頁192，2008年；戴銘昇，註32，頁38。

³⁸³ 邵慶平，註12，頁129。

第二節 公司證券詐欺無過失民事責任制度之檢討

發行人資訊不實證券詐欺係為無過失責任，因而責任判斷上無須為其監督義務之可歸責性為考量，此亦為本文認為公司民事責任負擔可能出現不合理疑慮之原因。而關於發行人無過失賠償責任，其制度本身即有立法目的之檢討空間，討論上主要圍繞於嚇阻目的與補償目的上之效果不達與矛盾疑義。至於證交法第 20 條之 1 及第 32 條規定，以下將分別為檢視其發行人無過失責任制度是否合理，以及是否有調整之必要。比較法上，美國法對於公司證券詐欺責任亦有諸多之爭辯與檢討³⁸⁴。因此，本節亦將引美國法學者之見解為討論，並與我國法下之規範為比較與分析。

第一項 無過失責任與立法目的間之檢討

關於公司證券詐欺民事責任之嚇阻及補償目的，美國法存有不同之檢討與建議。而我國證券詐欺責任規範多有參考美國法之背景下，美國法學者所提出之疑義討論，於我國法檢討上應具參考價值。因此，以下將針對美國法學者對於公司證券詐欺規範與目的間之檢討為討論，再回歸檢視我國法規範是否有相同之情形。同時，點出我國可能面臨之不同困境與問題。

另外，於討論公司證券詐欺無過失責任時，本文主要討論範圍係以財報不實及公開說明書不實為主，惟此兩規範下之公司責任負擔程度、規範強度等討論皆有評價上之差異。針對財報不實與公開說明書不實之民事責任比較上，學者多有認為公開說明書不實之民事責任規範應較財報不實為嚴格，因此兩者在發行人民事責任負擔合理性之議題上應為區別討論³⁸⁵。再者，公司證券詐欺責任之立法目的檢討，無論是我國或是美國法學者亦多著重在次級市場之證券詐欺範圍。因此，對於公司證券詐欺無過失責任之檢討，本文將著重在財報不實規範上。至於公開說明書不實

³⁸⁴ 相關討論請參本文第五章第二節第一項第一款美國法公司證券詐欺責任之立法目的檢討及第二項美國法下對於公司證券詐欺民事責任之建議。

³⁸⁵ 相關討論請參本文第三章第一節第二項第二款第一目公開說明書與財務報告規範之比較。

之無過失責任，以下將單獨討論現行法下之制度是否合理，以及可能得再為思考之問題。



第一款 美國法公司證券詐欺責任之立法目的檢討

關於美國法下對於公司證券詐欺責任之討論，以證券詐欺不法行為之嚇阻目的而言，學者有認為嚇阻之對象應聚焦在真正不法行為人，如此始得有效達到減少證券詐欺行為之效果³⁸⁶。然而，若制度上使公司共同作為賠償責任主體，恐將分散真正不法行為人之責任落實，且於公司高階管理人多有保險制度之保障下，最終嚇阻效果恐有不彰³⁸⁷。另外，基於減少不法行為之觀點，其賠償責任之金額原則上應與證券詐欺行為所得獲取之利益相當，並使行為人不欲冒著風險為不法行為，而此概念於公司責任上亦是相同³⁸⁸。因此，即有學者認為若要以促進公司積極治理之方式為減少其內部證券詐欺行為，其所課與公司之賠償責任亦應與其可能因證券詐欺而獲得之利益相當³⁸⁹。惟觀察證券詐欺計算賠償金額之方式，得發現係以受害投資人之損害總額為範圍，此與公司真正因不實資訊而獲得之利益金額不同，因此公司現行法制下所負擔之賠償責任是否合理，則有疑義³⁹⁰。基於此，有認為縱使係以促進公司治理之基礎為公司證券詐欺民事責任之正當性解釋，該責任範圍亦應有所限縮，否則對於公司揭露資訊恐有過度嚇阻之疑慮³⁹¹。實則，若公司為避免因不實資訊而負賠償責任，並對於資訊揭露轉為保守或僅為必要資訊之提供，此結果對於整體市場資訊完整性與流通性似有更嚴重之負面影響。

至於公司證券詐欺責任之補償目的，於討論初期即有學者提出於不實資訊之證券詐欺個案中，投資人一方會因以較高價格買入股票而受到損害，同時亦會有另

³⁸⁶ William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Political Economy of Fraud on the Market*, 160 U. PA. L. REV. 69, 105 (2011); John C. Jr. Coffee, *supra* note 21, at 1536-1537, 1561.

³⁸⁷ John C. Jr. Coffee, *supra* note 21, at 1553.

³⁸⁸ Donald C. Langevoort, *supra* note 21, at 653.

³⁸⁹ Donald C. Langevoort, *supra* note 21, at 657.

³⁹⁰ 邵慶平，註 12，頁 127。

³⁹¹ Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 U. CHI. L. REV. 611, 640 (1985); Donald C. Langevoort, *supra* note 21, at 652.

一方投資人因而獲得溢價賣出之利益，因此投資人之損害實質會因長期於市場為多元投資之過程中為抵銷，最終整體市場上應無所謂損失存在³⁹²。具體而言，此立論之基礎係建立在投資人於市場上為多元分散之投資活動，並於不同證券詐欺案件中分別成為被害人及受益人，因此其損害會於市場交易之過程中為抵銷。而此論理於後續討論上亦多有受到學者之採納³⁹³。再者，縱使認為投資人仍有損害補償之保護必要，有學者仍認為造成股價下跌之因素眾多，現行法院計算投資人損害之金額並不等於不實資訊真正造成之損害範圍，反而造成公司負擔賠償範圍過大之疑慮³⁹⁴。除此之外，回歸公司作為賠償責任主體背後，真正承擔賠償成本之人為公司整體股東，此時即可能出現因不實資訊購入公司股票之受害投資人自己賠償自己之矛盾³⁹⁵。更有甚者，對於採取長期持有公司股票策略之股東而言，其等通常較難藉由多元投資之方式自其他證券詐欺個案中獲得前述之損害抵銷，且亦可能因購入股票係於不實資訊影響期間外而難以求償，最終恐將成為承擔公司賠償成本之無辜受害人³⁹⁶。此突顯出公司作為證券詐欺賠償責任主體之背後，整體股東承擔最終賠償成本所造成之問題，因無論係賠償金額之支出、訴訟費用，甚至高層管理人員之保險費用等，最終皆係由股東所承擔。

以上公司證券詐欺民事責任之立法目的批評，無論係嚇阻或是補償目的上皆有欠缺。尤其，針對損害補償之部分，更受到學者點出持有公司股票之股東可能成為最終受害人之隱憂。因此，討論上美國學者有認為公司證券詐欺民事責任之正當性，解釋上應著重於嚇阻不法行為之目的³⁹⁷。而若以嚇阻目的之面向出發，基於賦予公司賠償責任對於促進其為積極或善盡內部控制制度有正面之影響，公司治理

³⁹² Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *supra* note 391, at 639.

³⁹³ John C. Jr. Coffee, *supra* note 21, at 1558; Donald C. Langevoort, *supra* note 21, at 646-647. 相關討論得參邵慶平，註 12，頁 124。

³⁹⁴ Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *supra* note 391, at 626.

³⁹⁵ Jill E. Fisch, *Confronting the Circularity Problem in Private Securities Litigation*, 2009 WIS. L. REV. 333, 637 (2009); John C. Jr. Coffee, *supra* note 21, at 1556-1559; Donald C. Langevoort, *supra* note 21, at 648.

³⁹⁶ John C. Jr. Coffee, *supra* note 21, at 1559-1560.

³⁹⁷ Donald C. Langevoort, *supra* note 21, at 651-652; Jill E. Fisch, *supra* note 395, at 338.

則有成為公司責任正當性之解釋³⁹⁸。惟公司治理作為公司證券詐欺賠償責任之正當化基礎議題上，仍有不同之討論，此將待下文接續說明³⁹⁹。



第二款 我國法下發行人資訊不實無過失責任之檢討

證交法第 20 條之 1 及第 32 條規定，發行人係負無過失責任。而與前述美國法學者之檢討相較，我國法下是否會產生相似之問題，值得為進一步討論。對此，即須考量到我國對於發行人證券詐欺民事責任規範之設計、證券市場狀態以及證券詐欺訴訟模式等情形是否與美國法有不同之處。以下，即分別對於財報不實與公開說明書不實之公司賠償責任為討論。

第一目 財報不實之發行人無過失責任

證交法第 20 條之 1 規定發行人係負無過失賠償責任，亦即客觀上公司財報內容若有不實記載，發行人即可能須向受損害之投資人為賠償。而於財報不實之實務案例中，公司通常會被列為被告，並與其負責人共同負連帶賠償責任。因此，對於真正證券詐欺行為人而言，可能同樣出現嚇阻效果不彰之疑慮。至於補償目的，當投資人因不實資訊而購入公司股票並為求償時，亦將形成賠償人與求償人之混同情形。另外，證交法第 20 條之 1 將持有人納入請求權人範圍，因而於不實資訊公布前即持有股票之股東亦得依本條為求償。學者即有批評，此規定無異形成全體股東皆得向公司為求償之結果，反而更加劇財報不實之賠償人與求償人混同之情形⁴⁰⁰。

然而，縱使我國發行人財報不實之無過失責任規定，同樣會有嚇阻效果不達及補償矛盾之疑慮。惟實際觀察我國證券市場情形與規範制度，關於嚇阻目的與補償

³⁹⁸ Donald C. Langevoort, *supra* note 21, at 654; John C. Jr. Coffee, *supra* note 21, at 1553.

³⁹⁹ 請參本文第五章第二節第二項美國法下對於公司證券詐欺民事責任之建議。

⁴⁰⁰ 邵慶平，註 12，頁 129-130。實則對於財報不實民事責任將持有人與取得人、出賣人列為同一求償地位之規範，學說上有相關之批評，相關討論請參劉連煜，證券持有人之財報不實損害賠償請求權規定的檢討，月旦法學教室，241 期，頁 60，2022 年。



目的間之衡平討論上，應須有不同之考量。首先，因我國證券市場上之投資人多有散戶，其投資風險分散能力有限，是否得以多元分散投資之方式於市場中抵銷其因財報不實所受之損害，仍有疑義⁴⁰¹。再者，我國證交法立法目的係為保障投資人，於證交法第 20 條之 1 及第 32 條更將發行人列為無過失賠償責任主體，如此嚴格之責任規範，更顯立法者保護投資人之立意⁴⁰²。以上，可以發現我國市場投資型態及規範上，投資人損害補償之目的仍屬重要，繼而於討論公司證券詐欺賠償責任時，不宜完全捨棄補償目的之基礎。惟須注意，公司作為賠償主體所致生之無辜股東承擔成本問題，以及現行規範下對於真正不法行為人嚇阻不足之疑慮，仍為討論上不得忽略之問題。實則，於財報不實行為下，公司通常並非直接獲利者，更可能因賠償支出或公司名譽下滑等因素，同時成為受損害之一方。因此，於公司無過失責任檢討上，如何衡平嚇阻與補償目的實為重要，而當認為公司有為賠償之必要時，其賠償之範圍亦有再思考之空間。

第二目 公開說明書不實之發行人無過失責任

證交法第 32 條雖亦為發行人無過失責任規定，惟因公開說明書係屬初級市場之規定，因此於發行人責任討論上不宜與財報不實為一概相同之解釋⁴⁰³。

首先，於發行人賠償責任補償目的而言，於初次發行有價證券之公開說明書不實情形下，發行人本身即為初次發行證券之交易對象，因此投資人購入證券之金額原則上係直接流入發行公司，此時發行人即會因不實資訊而獲得不法利益⁴⁰⁴。依此，自發行人因不實之公開說明書而受有不法利益觀點，發行人為全部賠償責任負擔似較為合理。亦即，發行公司本就應將其基於不實資訊而受有之不法利益返還給被害投資人，本處損害賠償應帶有一定之回復原狀意涵在內⁴⁰⁵。除此之外，當發行公

⁴⁰¹ 林郁馨，註 382，頁 192。

⁴⁰² 關於證交法第 20 條之 1 及第 32 條之立法沿革討論，請參本文第二章第二節第一項財報不實民事責任之修法討論及第二項公開說明書民事責任之修法討論。

⁴⁰³ 請參本文第三章第一節第二項第二款第二目資訊記載不實之民事責任規範比較。

⁴⁰⁴ 邵慶平，註 12，頁 120。

⁴⁰⁵ 曾宛如，證券交易法之現狀與未來一期許建構體例完善的證券法規，月旦法學雜誌，217 期，頁

司作為不實資訊證券詐欺之直接交易對象，投資人投入之資金將流入公司，即無所謂一方投資人因不實資訊而受損害，一方投資人因而受有利益之結果，最終投資人之損害並無法再藉由多元投資之方式於市場中得到抵銷⁴⁰⁶。另外，基於發行人於市場上無論於資訊能力或交易條件上，皆較一般投資人具有優勢，因而亦有認為公開說明書不實之情形下，發行人即應負賠償之責⁴⁰⁷。

綜上，基於公司應返還因不實資訊所獲之不法利益，且考量交易上資訊不對等而賦予公司較嚴格責任之觀點，於募集有價證券之公開說明書不實情形下，發行人為無過失責任，討論上似較無顯不合理之處。惟證交法第 32 條對於公開說明書之適用範圍，解釋上仍有爭議，進而可能影響發行人負無過失責任是否合理之評價。而此係因於不同公開說明書編製類型下，發行人未必皆作為資訊不實證券詐欺交易之當事人。而此部分之疑義及現階段發行人公開說明書不實無過失責任是否有調整之必要，將於本章第四節為討論⁴⁰⁸。

第二項 美國法下對於公司證券詐欺民事責任之建議

基於以上無過失責任之檢討，財報不實之發行人責任規範似有調整之空間。而我國法財報不實無過失責任依前述討論，似與美國法下之公司證券詐欺責任同樣有嚇阻不足以及補償矛盾之疑義。因而，於討論我國發行人財報不實責任調整之建議前，本處將先以美國法學者提出之建議為思考，並探究其於我國法下可否為參照或實施。

美國法學者雖對於公司證券詐欺責任之立法目的存有批評，惟討論上亦非全面否定公司作為賠償責任主體之規範。尤其，促進公司治理之正面影響多有被作為

103，2013 年。

⁴⁰⁶ Donald C. Langevoort, *supra* note 21, at 663.

⁴⁰⁷ 劉連煜，財報不實之損害賠償責任：法制史上蜥蜴的復活？—證券交易法新增訂第二十條之一的評論，月旦民商法雜誌，11 期，頁 56，2006 年；莊永丞，註 264，頁 65-66。

⁴⁰⁸ 請參本文第五章第四節公開說明書不實之發行人無過失民事責任探討。

公司賠償責任正當化之基礎⁴⁰⁹。然而，於公司作為賠償責任主體時，其賠償範圍是否應為限縮，則有進一步之討論。首先，有學者提出公司證券詐欺責任制度之補償目的已為不達，因此責任討論應著重在嚇阻目的⁴¹⁰。惟現行嚇阻效果多有受公司高額和解金、董事或經理人保險制度等影響而大幅減損，繼而主張似應排除公司賠償責任，以有效針對不法行為人為嚇阻⁴¹¹。然而，此見解似乎較為極端，該學者亦進一步提出現階段實務應先更嚴格地將比例責任分配與不法行為人，並認為得藉由公開揭露公司賠償金額及獨立董事提出相關評估與意見之方式，使股東得為檢視與監督，進而達到約束公司不隨意以高價金額為和解之目的⁴¹²。

另外，學者亦有指出，多數證券詐欺行為並非單純出自行為人之個人利益考量，反而係受到公司內部組織、領導人文化或風格影響，而導致證券詐欺行為之發生⁴¹³。基於此，其認為賦予公司賠償責任以使其為更積極或完善之內部治理，應仍有其正當性及必要性⁴¹⁴。惟縱使認為公司治理得作為公司賠償之正當性基礎，該學者仍指出賠償範圍應有一定限制，以避免公司負擔過多之賠償責任⁴¹⁵。至於賠償上限之制度應如何設計，其進一步認為浮動式標準應係較為妥適且具有彈性之方式，並提出得以證券詐欺行為開始時之公司總市值、淨資產或營收比例為計算上限⁴¹⁶。而對於本處賠償上限之建議，該學者雖未有再深入討論更精細之計算內容，但此思考似係對於嚇阻目的及公司負擔過多賠償責任衝突間之衡平結果。

以上對於公司證券詐欺責任之正當性討論，有捨棄補償性目的之見解，而認為應著重在嚇阻目的上為解釋。惟亦有學者開始重新提出補償目的之重要性及其立論基礎。其中，即有認為公司治理除作為公司證券詐欺責任嚇阻目的之解釋外，亦

⁴⁰⁹ Jill E. Fisch, *supra* note 395, at 334-335, 339, 345-347; Donald C. Langevoort, *supra* note 21, at 654; John C. Jr. Coffee, *supra* note 21, at 1553.

⁴¹⁰ John C. Jr. Coffee, *supra* note 21, at 1536.

⁴¹¹ John C. Jr. Coffee, *supra* note 21, at 1550-1551, 1582, 1585.

⁴¹² John C. Jr. Coffee, *supra* note 21, at 1575-1577.

⁴¹³ Donald C. Langevoort, *supra* note 21, at 656.

⁴¹⁴ Donald C. Langevoort, *supra* note 21, at 656-657.

⁴¹⁵ Donald C. Langevoort, *supra* note 21, at 657.

⁴¹⁶ Donald C. Langevoort, *supra* note 21, at 660-661.



得作為被害人補償之正當化解釋⁴¹⁷。同時，該學者認為整體證券詐欺案件中，真正受損害者，並非所有因不實資訊而交易股票之人，而係實際接觸不實資訊且付出資訊分析成本之交易投資人⁴¹⁸。此立論基礎，主要係基於補償必要性及間接監督市場資訊之觀點。首先，該學者指出因實際接觸資訊並為分析之投資人，其投資方式多集中於研究之股票上，因此損害似較難以藉由長期多元分散投資而被抵銷⁴¹⁹。其次，其認為公司公布於市場之資訊得藉由投資人之查閱與分析而獲得監督，因而若無適當補償其因不實資訊所受之損害，恐減少投資人繼續於市場中為資訊接觸與分析之意願⁴²⁰。除此之外，關於資訊不實損害之概念，亦有認為真正應補償之損失係投資人無法藉由多元分散投資以抵銷之事前預防成本支出，並基於此認為公司賠償責任之補償目的仍有其依據⁴²¹。而本處所謂事前預防成本，係指投資人為避免受不實資訊損害，而於投資前之資訊查閱、分析，或支付與專業投資管理人之成本而言⁴²²。

綜上，關於美國學者所提出之建議，多有指向公司證券詐欺責任範圍應有所限制，而非無限擴張其賠償責任。然而，我國法之實務現況與規範，應與美國法有所不同，因而討論上不宜逕直為同一評價。首先，當補償被害投資人於我國仍具必要性與重要性時，主張發行人應排除證券詐欺責任即較不現實且不符社會實際需求。至於前述設置賠償上限，或將賠償對象集中於實際接觸不實資訊之交易投資人見解，實質上應皆係以不同層面為限縮發行人賠償責任範圍之手法，惟此兩種方式於我國法下應會受到不同之困難。設置賠償上限部分，觀證交法第 20 條之 1 已明文發行人為無過失全部賠償責任，除非證交法未來修正賠償上限規定，否則現行法並無法為此解釋。另外，設置公司賠償上限範圍，對於被害投資人之補償完整性勢必

⁴¹⁷ Jill E. Fisch, *supra* note 395, at 345.

⁴¹⁸ Jill E. Fisch, *supra* note 395, at 347-349.

⁴¹⁹ Jill E. Fisch, *supra* note 395, at 347-348.

⁴²⁰ Jill E. Fisch, *supra* note 395, at 346.

⁴²¹ James Cameron Spindler, *We Have a Consensus on Fraud on the Market-And It's Wrong*, 7 HARV. BUS. L. REV. 67, 71-72, 78, 89, 111-112, 114 (2017).

⁴²² James Cameron Spindler, *supra* note 421, at 71.



受到衝擊，此問題我國法應如何解釋與選擇亦值得深思。同時，縱使肯認發行人之賠償應有範圍上之限制，其上限標準應如何設計與執行，更非單一法律專業得以解決之問題。而將賠償對象限縮於實際接觸不實資訊之交易投資人部分，此更與證交法第 20 條之 1 持有人亦為請求權人之規定不符。況且，市場上之投資人可能多未有實際接觸不實資訊，若因此即排除其求償權，對於市場上之信賴亦將可能產生負面之影響。總而言之，發行人民事賠償責任制度設計上，實質係為投資人損害補償及嚇阻效果間之拉扯。尤其，我國證交法第 20 條之 1 發行人係為無過失全部賠償責任，除嚇阻效果上之不足外，對於其責任負擔合理性上亦欠缺監督義務是否具可歸責性之考量。以下，將再接再續針對證交法公司財報不實無過失責任未來可能得如何為調整之建議為討論。

第三節 財報不實發行人無過失民事責任之修法建議

依證交法第 20 條之 1 規定，發行人係為無過失全部賠償責任，惟適用上無論於立法目的或判斷過程，皆分別產生對真正行為人嚇阻不足、補償矛盾之疑義。除此之外，發行人雖作為財務報告之發行及編製者，惟實質層面討論下，真正為財務內容編製之人仍為發行人內部之自然人。因此，對於發行人責任判斷上，其對於編製財務內容之人員監督執行是否確實，應仍有討論之空間。而前述美國法之公司證券詐欺民事責任檢討，係基於依 Section 10(b)及 Rule 10b-5 規定成立公司責任為前提。亦即，討論上係以公司已經一般反詐欺條款之責任要件為判斷後，始再針對公司民事責任範圍上給予反思與建議。反之，我國於財報不實民事責任上，係以證交法第 20 條之 1 規定為主，且僅須客觀上有財務報告或財務業務文件內容有虛偽或隱匿，無論發行人於個案中是否具可歸責，其民事責任即告成立。依此，關於我國發行人財報不實民事責任之判斷及負擔合理性討論，實與美國法公司證券詐欺責任檢討之進展不同，須先為討論者應為發行人無過失責任規定之問題。

至於發行人財報不實無過失責任之建議，本文將嘗試提出推定過失責任之調



整可能，以將前述發行人對於財務報告監督之可歸責性納入判斷。而為討論此調整之可行性，以下將先以現行發行人負責人或職員所提出之免責抗辯為探究，並嘗試討論發行人得適用之免責抗辯事由為何。然而，縱使認為發行人財報不實責任得考慮修法為推定過失責任，其免責抗辯條件之嚴格程度是否應與其他行為人有所區別，以及發行人責任是否應較為嚴格，皆為討論其免責抗辯事由時須為思考之問題。另外，若發行人財報不實係負嚴格推定過失責任，依現行證交法第 20 條之 1 規定，過失行為人係負比例責任。此時，發行人比例責任之負擔與民法侵權行為連帶賠償規範間之適用關係為何，亦為進一步須釐清之問題。

第一項 嚴格推定過失責任之修法思考及建議

為改善發行人財報不實無過失責任下之嚇阻效果不足及補償矛盾之疑義，無過失責任制度應有重新反思之必要。實則，因財報不實民事責任規範之求償對象及賠償範圍皆為廣泛且具不確定性，基於越不具可預測範圍之民事責任規範應更為謹慎制定觀點而言，有學者即對於證交法第 20 條之 1 規定之無過失責任制度持保留態度⁴²³。而本文認為除立法目的上之檢討外，現行規範下發行人財報不實責任並無須考量其監督義務是否具欠缺之可歸責性判斷，亦可能產生發行公司責任負擔不合理之結果。

誠然，發行人負有編製內容正確完整之監督義務。同時，針對須為公開申報之財務報告文件，無論係公司法、證交法或主管機關之準則辦法，皆設有相關之編製或程序規範⁴²⁴。依此，賦予發行人財報不實之無過失責任，或許存有增強其監督義務責任之意涵。惟若係為促進發行人之監督義務而賦予其極為嚴格之無過失責任，此亦可能產生過度嚇阻之疑慮。因此，為權衡發行人本身對於財務報告之監督義務及責任負擔間之問題，本文認為賦予其免責抗辯之主張空間，應得為一種思考路徑。

⁴²³ 曾宛如，註 405，頁 103-104。

⁴²⁴ 關於發行人財務報告編製義務相關規範，請參本文第三章第一節第一項第一款發行人財務報告編製義務。

亦即，將發行人財報不實民事責任轉為推定過失責任，而非全無調整彈性之無過失全部賠償責任。惟本文認為發行人之財報不實責任應較個別負責人或職員有所區辨。對於發行人之財報不實責任，考量其監督查核能力應較無阻礙，其民事責任應較個別負責人或職員為嚴格審視之。因此，本處認為若要賦予發行人推定過失責任，亦應以較現行負責人或職員嚴格之推定過失責任為設計較為妥適⁴²⁵。依此，本處以嚴格推定過失稱之，以與現行法下負責人與職員之推定過失責任為區辨。當然，若欲使發行人有免責抗辯之適用，勢必須有明文之修法，且公司作為發行人，其免責抗辯之事由設計亦應與同條之負責人及職員有不同之考量。以下即針對以上發行人財報不實之免責抗辯建構嘗試提出建議。

第一款 財報不實免責抗辯之類型

關於發行人免責抗辯適用之思考，考量到其對於財務報告內容之監督義務責任與其他行為人應有不同，現行法下對於其他責任主體之免責抗辯似不宜逕為適用⁴²⁶。惟討論上，仍得先自發行人之負責人免責抗辯為討論，進而思考發行人之免責抗辯事由應如何為設計。

首先，證交法第 20 條之 1 第 2 項並無如公司法第 193 條第 2 項有明文董事經有記錄或書面聲明表示異議即得免責之具體規定，因而立法上應屬原則性之規定，解釋上仍有許多空間⁴²⁷。至於何謂本條之「盡相當注意」，解釋上若依公司法第 23 條第 1 項規定，公司負責人應盡善良管理人之注意義務，因此舉證上須證明其已盡本處之善良管理人注意義務始得為免責⁴²⁸。至於善良管理人注意義務具體內涵，係指「一般具有相當專業知識經驗且勤勉負責之人，在相同之情形下是否能預見並避免或防止損害結果之發生」而言⁴²⁹。而實務上對於本處之免責抗辯，實則尚未有

⁴²⁵ 相關討論請參本文第五章第三節第一項第二款發行人財報不實免責抗辯之建議。

⁴²⁶ 相關討論請參本文第五章第三節第一項第二款發行人財報不實免責抗辯之建議。

⁴²⁷ 賴英照，財報不實與董事責任，台灣法律人，21 期，頁 3，2023 年。

⁴²⁸ 賴英照，註 427，頁 23。

⁴²⁹ 陳聰富，註 278，頁 228。

統一穩定之標準，且判斷上亦會對於負責人之職位與專業能力為綜合考量⁴³⁰。若將公司負責人之免責抗辯事由分類，主要可以區分為消極抗辯以及積極抗辯⁴³¹。以下，即針對發行人之負責人於訴訟中所可能主張之消極抗辯與積極抗辯為討論，並以之與發行人作為責任主體時為相比較，進而對於發行人得考慮適用之免責抗辯為探究。

一、財報不實之消極抗辯類型

發行人之負責人對於財報不實之消極抗辯主張，多有圍繞於其未為參與編製或決議過程，或是其專業能力不足以為發現或注意到不實內容之記載。惟對於消極抗辯主張，實務上多基於公司負責人本就負有盡職之注意義務，而認為不得僅因其未為參與決議或專業能力不足即免除其應盡之義務⁴³²。以下即分別對前述之抗辯事由為討論。

（一）未為參與決議過程之抗辯

公司法第 193 條第 2 項規定，董事會決議若違反法令章程或股東會之決議而致公司受有損害，則參與決議之董事對公司負有賠償責任，惟若於決議上表示異議且有經記錄或書面聲明者免除責任⁴³³。依此，即有判決認為董事之責任須以其參與決議為前提⁴³⁴。而未為參與決議過程之抗辯，主要可能於兩種情形出現，其一為該財務報告不須經由董事會決議；其二則為董事未為出席該次決議。而依公司法第 288 條規定及證交法第 36 條第 1 項第 1 款規定，年度財務報告須經過董事會決議之通過。惟財務季報依公司法或證交法規定，其並無明文須經董事會決議通過，僅

⁴³⁰ 賴英照，註 427，頁 23-24。

⁴³¹ 賴英照，註 25，頁 171。

⁴³² 張心悌，註 53，頁 24-25；賴英照，註 25，頁 171。

⁴³³ 公司法第 193 條第 2 項：「董事會之決議，違反前項規定，致公司受損害時，參與決議之董事，對於公司負賠償之責；但經表示異議之董事，有紀錄或書面聲明可證者，免其責任」。

⁴³⁴ 請參臺灣高等法院 104 年度金上更（一）字第 6 號民事判決：「董事會就公司業務之執行，實乃經由決議方式為之，是以如認董事不論有無出席董事會並參與通過財報之決議，均應擔保財務報告之真正，未免失之過苛，參諸公司法第 193 條第 2 項僅令參與董事會決議且未表示異議之董事應對公司負賠償之責，亦見其理」；相關討論請參賴英照，註 427，頁 4。

證交法第 36 條第 1 項第 2 款規定應提報於董事會。此時，董事即可能提出其不須參與決議而得為免責。另外，縱使係須經董事會決議通過之財務報告，董事亦可能主張該次會議未為出席而無法為注意義務之監督為抗辯。

以上抗辯理由，雖有如前述判決認為董事須參與決議始有後續之責任負擔，惟實務多數仍認為，負責人依公司法第 23 條應對公司負有注意義務，且此義務不得僅因未參與或無須參與決議而為免除，進而並不採納此種抗辯主張⁴³⁵。綜上，得發現法院對於免責抗辯之判斷，仍多係以被告之注意義務是否違反為斷。惟須注意，針對獨立董事之情形，其參與公司內部事務之能力與一般內部董事有所差異，因而對於其主張未能參與之抗辯判斷似亦有不同之解釋，此將待下文說明之。

（二）專業分工之抗辯

所謂專業分工之抗辯，係指被告主張針對相關專業事項已委托會計師或律師等專業人員為查核，因此已盡相當之注意義務而得為免責。針對此種抗辯主張，實務則出現不同之見解。採納者基於董事善意信賴及專業分工原則，認為被告若已將財務報告交由專業之會計人員為簽核，且未有實際接觸相關財務報告之編製，此時其應無提出不實記載異議之機會，因而得免除其責⁴³⁶。反之，則有認為發行人之負責人本就對於財務報告具有注意義務且應為積極之監督，因此縱使已委請會計師等專業人員為簽核，仍不得免除其自身之注意義務⁴³⁷。學說上對此，有認為以公司治理強化及個別負責人之受任義務而言，若僅基於善意信賴會計師之查核及專業

⁴³⁵ 賴英照，註 427，頁 6。

⁴³⁶ 如臺灣高等法院 100 年度金上更（一）第 1 號民事判決：「豐○公司董事或監察人，並無直接參與經營，亦未實際從事豐○公司之財報編製，且從未經手處理各項財務編製所需之憑證，本無故意虛偽陳述系爭事項之可能……且豐○公司財報皆經專業會計師簽證，依善意信賴及專業分工原則，被上訴人萬○茹等人自有正當理由信賴經專業會計師簽證之豐○公司財務報告……」；相關討論請參張心悌，註 53，頁 24-25；賴英照，註 427，頁 10-11。

⁴³⁷ 如臺灣高等法院 108 年度金上字第 7 號民事判決：「董事會、監察人均屬公司常設之內部監督機關，與外部監督之會計師、檢查人各發揮其功能，尚不得以公司設有總經理等經理人為營運，並有委任會計師查核，即謂董事、監察人得完全脫免其內部監督責任，故董事、監察人仍應盡善良管理人注意義務執行職務，始得謂未怠忽執行職務。」；相關討論請參張心悌，註 185，頁 311，328-329；賴英照，註 427，頁 12-13。

分工原則，即得使被告行為人脫免責任似有未妥⁴³⁸。然而，亦有認為既然財務報告已設有須經會計師查核簽證之制度，則公司負責人應得主張善意信賴該簽證結果之抗辯，否則會計師簽核證制度將失去其意義，負責人所負擔之責任亦有過苛之嫌⁴³⁹。

（三）資訊取得或參與決議能力不足之抗辯

關於財務報告不實記載之發現及監督，資訊取得或編製、決議過程之參與尤其重要。依此，發行人之負責人即可能主張其資訊取得或決議參與能力不足而得為免責。此類型之抗辯多有發生於獨立董事作為被告之情形，因其監督義務之執行高度仰賴公司經營者所提出之資訊，繼而可能產生資訊取得能力及參與決議執行能力不對等之困境⁴⁴⁰。然而，實務對於此種抗辯多傾向不為採納，主要有認為獨立董事與一般董事間之忠實義務與注意義務內涵並無不同，且法規範上並無特別限制獨立董事之職權範圍，因而不得以資訊能力或參與能力不足之抗辯為免責⁴⁴¹。依此，於獨立董事之情形下，實務似多仍期待其更積極地行使其注意義務，而不得僅因資訊取得或經營參與上之障礙而為免責。惟獨立董事有時確實具資訊不平等或經營參與能力不足之疑慮，基於獨立董事責任可能過苛之疑慮，有學者認為得於獨立董事善盡詢問義務之前提下，允許其依善意信賴會計簽證之抗辯為免責⁴⁴²。甚而，有學者認為獨立董事於財報不實之民事責任應調整為過失責任較為妥適⁴⁴³。

以上，對於消極抗辯之內容，其似多牽涉到財報決議、編製參與及監督能力不足之問題。然而，若回歸發行人為討論免責抗辯事由，其是否得同樣適用此類型之主張，實有疑議。首先，自財報相關之決議或監督參與能力為討論，發行人之財務

⁴³⁸ 張心悌，註 53，頁 25。

⁴³⁹ 戴銘昇，證券交易法資訊不實免責要件之研究，台灣法學雜誌，308 期，頁 24，2016 年。

⁴⁴⁰ 王文字，公司負責人的受託義務—溯源與展望，月旦民商法雜誌，68 期，頁 74，2020 年；張心悌，註 185，頁 336，339。

⁴⁴¹ 張心悌，註 185，頁 306，308。

⁴⁴² 江朝聖，引進獨立董事責任限制之必要性研究，臺灣財經法學論叢，2 卷 1 期，頁 379-318，2020 年。

⁴⁴³ 張心悌，註 185，頁 337。



報告本就是藉由內部設置之董事會及相關專責監督機關為編製與監督，以確保財務報告內容之正確及完整性。亦即，關於財務報告之相關編製與監督，發行人係藉由其內部人員為層層程序之參與，並無所謂發行人難以或未有參與相關決議或編製過程之說。再來，若以資訊能力取得之層面為討論，財務報告相關資訊即為發行人自己之資料，因此難謂發行人自身具有資訊不平等之情形。實則，發行人公告申報之財務報告，無論內容編製或監督查核，皆係由其內部人為執行。因此，某程度上發行人即係透過其內部人員，完整參與財務報告整體之編製與監督事務過程。依此，對於適用於一般負責人或職員之消極免責抗辯事由，應難以適用於發行人。同時，對於發行人財報不實，立法上係課與極為嚴格之無過失民事責任。由此，亦可推測立法對於發行人財務報告內容之監督義務執行有更高之期待。綜上，關於發行人之免責抗辯，本文認為以公司具積極之監督義務作為始得免責，應為較妥適之思考。

二、財報不實之積極抗辯類型

財報不實之積極免責抗辯，主要係負責人或職員主張其已為特定之行為，而得被認為已盡其注意義務。此種抗辯最典型者，似屬依公司法第 193 條第 2 項規定，於決議中為經紀錄或書面聲明之異議表示主張。而吹哨者抗辯於實務上亦曾有負責人為主張，對此法院有不同判斷之標準。惟無論如何，積極抗辯之主張事由，同樣係著重於證明被告行為人所作所為已盡到相當注意義務之程度。以下即簡要說明實務上會出現之積極抗辯事由，並進一步探究其是否得作為公司抗辯之參考或適用。

（一）於決議中提出異議或相關詢問之抗辯

依公司法第 193 條第 2 項規定，若董事於決議中為異議之表示且有記錄或書面聲明即得免責，此於實務判斷上較無爭議⁴⁴⁴。惟證交法第 20 條之 1 第 2 項之免責要件，其無具體明文董事何種行為得為免責，而係以已盡相當注意義務文字為規

⁴⁴⁴ 賴英照，註 427，頁 3。

定。因而，如何認定被告行為人已盡相當注意義務，實務上有不同之解釋與判斷。其中，若負責人已於決議或是財報查核過程中提出相關疑慮詢問，是否即得代表其已盡相當注意義務且具正當理由確信財報內容無虛偽或隱匿，則有嚴格與寬鬆之標準區辨⁴⁴⁵。嚴格標準認為，縱使向會計師或律師等專業人士為相關疑慮詢問，其仍不得逕行信賴或聽信其單方陳述，而應更進一步為個人之查核監督行為始得為免責⁴⁴⁶。寬鬆標準則認為，發行人之負責人若於相關會議或稽核過程中有提出相關疑慮詢問，即得認為其已盡到相當之注意義務而為免責⁴⁴⁷。

（二）吹哨者抗辯

對於公司經營上之不法行為防免，除有外部主管機關或會計師等第三方查核監督外，公司內部亦設有監督機關以自行為內部控制事務。惟公司內部監督機關可能會受到企業官僚化之影響，進而無法有效發揮其監督作用⁴⁴⁸。又公司內部不法行為之事實通常難以被外界所知悉，此時公司內部吹哨者即得發揮重要之不法情事發現作用⁴⁴⁹。至於所謂吹哨者，係指公司內部人員對其組織內部不法行為為告發與揭露，並使大眾認知並注意到該不法行為之事實與危險⁴⁵⁰。然而，證交法第 20 條之 1 並未明文吹哨者抗辯此種免責事由，因此實務運用上多有將吹哨者抗辯與「已盡相當注意義務」要件為連結，以將此種抗辯納入本條之免責判斷範圍⁴⁵¹。惟法院於判斷上仍有嚴格與寬鬆解釋上之差異，有認為縱使主張對財務報告內容有進一步為調查等行為，若未對於不實資訊為直接揭露，仍不得為免責⁴⁵²。亦有認為，縱使未明確向公司內部及外部主管機關為揭露告發行為，若該被告行為人已請辭並

⁴⁴⁵ 賴英照，註 427，頁 14。

⁴⁴⁶ 賴英照，註 427，頁 15。

⁴⁴⁷ 賴英照，註 427，頁 14-15。

⁴⁴⁸ 郭大維，沈默未必是金—吹哨者法制之建構與企業不法行為之防範，台灣法學雜誌，216 期，頁 46，2013 年。

⁴⁴⁹ 郭大維，註 448，頁 46-47。

⁴⁵⁰ 郭大維，註 448，頁 46。

⁴⁵¹ 張心悌，台灣財報不實吹哨者免責抗辯之判決分析，月旦會計實務研究，10 期，頁 56，2018 年；賴英照，註 427，頁 18。

⁴⁵² 張心悌，註 451，頁 58-59。



向不法行為人提出質疑，即得為免責⁴⁵³。

（三）獨立董事之積極抗辯

為提升財報內容之正確性與透明性，證券主管機關公布 2016 年適用之審計準則公報第 57 號之財務報表查核報告，其內容即包含會計師與公司管理階層應對於重大查核事項及其採用之查核程序為溝通與討論⁴⁵⁴。因此，除於決議中提出異議或詢問，公司之獨立董事依審計準則第 57 號公報內容，亦須與會計師進一步對於財務報告查核重要事項及查核方式為詢問與討論⁴⁵⁵。依此，獨立董事可能提出已積極與外部會計師為財報查核過程之討論及參與，並主張其已盡相當注意而得免責。

綜上，財報不實積極抗辯之事由，係以主張「已為特定行為」為證明其已盡相當注意義務。而基於發行人本負有監督作為之義務，此類型之免責抗辯事由似較有其適用之空間。然而，本文認為以上之積極抗辯，似乎皆無法完全適用於發行人。理由在於，前述抗辯多係以個別負責人或職員之行為，以判斷其是否已盡相當注意。惟發行人係藉由整體內部人員以執行監督事務，因此應難以因個別行為人之行為而主張免責。於此，本文認為發行人之免責抗辯事由須以其整體監督義務之執行為判斷基礎。例如，以前述吹哨者抗辯為延伸思考，雖發行人本身無法作為吹哨者，惟基於公司內部監督義務，其是否即時、妥善接收吹哨者向其告發之不法行為事實，並且為必要及適當之處理，亦不失為一種判斷之可能方向。惟須注意，於財報不實民事責任下，發行人與其負責人、職員所須達到之注意義務程度是否應有不同，亦將影響我們對於發行人免責抗辯事由之判斷標準。以下，即接續針對發行人財報不實免責抗辯之適用建議為具體討論。

⁴⁵³ 張心悌，註 451，頁 59-61。

⁴⁵⁴ 金融監督管理委員會，金管會提醒公開發行公司即早因應審計準則公報第 57 號「財務報表查核報告」之適用，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201602050008&toolsflag=Y&dttable=News（最後瀏覽日 2026/7/29）。

⁴⁵⁵ 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心，獨立董事盡責指南 12_是否了解關鍵查核事項為何？與前一年度、同產業公司是否相同，若有不同則差異及原因為何？，https://www.sfipc.org.tw/News_Content.aspx?n=7542&s=13088（最後瀏覽日 2026/7/29）。



第二款 發行人財報不實免責抗辯之建議

關於證交法第 20 條之 1 第 2 項規定之免責抗辯判斷，其主要核心應在於被告行為人是否對於該不實財務報告已盡相當之注意義務。因此，討論發行人於證交法第 20 條之 1 可能之免責抗辯前，須先釐清發行人對於財務報告內容之注意與監督義務是否與其他責任主體相同。首先，本條於 2006 年新增，並作為獨立之財報不實民事責任規定，起初發行人與其董事、經理人同為無過失責任主體。惟於 2015 年修正後，立法者考量董事及經理人責任過苛之疑慮，將其責任修正為推定過失，至於發行人仍係維持嚴格之無過失責任⁴⁵⁶。依此立法沿革角度，發行人財報不實民事責任，似被認為應有較為嚴格之責任負擔。另外，於財務報告編製上，相關法令規範亦係以發行人為對象而規定其應遵守之義務。如證券發行人財務報告編製準則第 3 條，其規定發行人應依本準則、其他相關法令或一般公認會計原則辦理財務報告之編製⁴⁵⁷。而同準則第 5 條第 1 項亦規定財務報告內容應公允表達發行人之財務狀況、財務績效及現金流量資訊⁴⁵⁸。由此可知，發行人責任除立法上係為嚴格之設計外，其本身於編製上亦被賦予監督內容正確完整之義務。

接續發行人負有自身財報監督義務觀點，本文認為此時發行人所負擔之監督義務責任，應較個別負責人為嚴格。理由在於，資訊取得係為監督義務確實執行之前提，因而若對於相關資訊取得上存有困難，則將難以期待監督義務得有效為執行並發揮作用。然而，監督義務所須之資料本身即為發行人之資料，因此其應無資訊取得障礙之問題。另外，雖發行人內部不法行為監督制度之決定與執行仍須由其負責人為之，因此部分負責人若有資訊取得困難，似會影響發行人整體監督義務之執行狀況。惟回歸發行人本身即負有監督義務之基礎，此義務應係以脫離個別負責人

⁴⁵⁶ 相關立法沿革討論請參本文第二章第二節第一項財報不實民事責任之修法討論。

⁴⁵⁷ 證券發行人財務報告編製準則第 3 條第 1 項：「發行人財務報告之編製，應依本準則及有關法令辦理之，其未規定者，依一般公認會計原則辦理」。

⁴⁵⁸ 證券發行人財務報告編製準則第 5 條第 1 項：「財務報告之內容應公允表達發行人之財務狀況、財務績效及現金流量，並不致誤導利害關係人之判斷與決策」。



之觀點為評價，不應因個別負責人之資訊取得困難而輕易被免除。依此，基於發行人本身負有財報不實監督義務，且其監督執行上應無資訊取得阻礙之問題，本文認為發行人對於財務報告之注意與監督義務，應較個別負責人或簽章之職員為更嚴格之審視。至於若以投資人及市場之角度為討論，財務報告係以發行人之名義為發佈，並於市場中作為投資人重要投資決定參考。因此，投資人對於資訊內容正確性之信賴期待對象應係發行人本身，而非個別負責人或職員。

承上，關於發行人免責抗辯適用之討論，基於其注意及監督義務責任似應較其他責任主體為嚴格，因此免責抗辯判斷之標準亦不宜較負責人或職員為寬鬆。至於發行人應為何程度之監督義務作為始得被認為已盡其應盡之注意義務，依前述對於發行人財報內容監督義務之評價，本文認為其免責抗辯得考慮以「發行人是否已為所有必要之防免不法行為措施或作為」為判斷標準。亦即，發行人若主張財報不實民事責任之免責抗辯，其須證明已對該件財務報告為一切必要之監督義務作為，而不得僅因該件為其負責人之個人不法行為而主張免責。依此解釋下，發行人之民事責任仍較其他個別負責人或職員為嚴格，因而責任上應不至於過度減輕發行人之監督義務責任。同時，賦予發行人免責抗辯之空間，對於學者於無過失責任下提出之過度嚇阻疑慮，亦應有一定之緩解效果。更重要者，於發行人已盡職為一切必要防免不法行為措施與作為下，本處之免責抗辯得作為最終調整發行人民事責任負擔之考量，進而避免責任負擔不合理之情形。

最後，以上關於發行人嚴格推定過失責任調整之討論，仍須以明文修法始得為實踐。並且，基於本處討論之發行人財報不實免責抗辯內涵，其與一般負責人或職員之免責抗辯事由相異，為明確區辨兩者間之適用，本文建議修法上，得於證交法第 20 條之 1 新增發行人免責抗辯適用之規範。另外須為補充者，發行人於訴訟中為抗辯主張等行為，其可能仍多由內部董事或監察人為之，惟其等於實務上亦多為共同被告。此時，同樣作為被告之負責人可能基於使自身負擔減輕之考量，而希望發行人共同為責任負擔，並產生利益衝突之問題。因此，對於代表發行人為免責抗

辯之人選，即須注意並考量是否有前述之利害衝突疑慮。



第二項 發行人財報不實連帶賠償責任之討論

證交法第 20 條之 1 第 5 項為過失行為人之比例責任規定，現行法下發行人係為無過失全部賠償責任，因而並無適用。然而，若依前述討論將發行人財報不實民事責任調整為嚴格推定過失，其則可能作為過失行為人而負比例賠償責任。於此，針對發行人負比例責任時與其他責任主體間之賠償義務關係，即有討論之必要。而財報不實賠償責任主體間之內部與外部關係問題，於實務及學說上有諸多討論與爭議。目前對於財報不實負故意全部責任及負過失比例責任主體間之關係，實務尚未統一見解，有認為得依民法第 185 條為連帶賠償認定⁴⁵⁹。亦有認為應優先適用證交法第 20 條之 1 第 5 項規定，即負比例責任人僅負其比例責任範圍內之賠償責任，且其與負故意全部責任主體間並無內部分擔之問題⁴⁶⁰。學說上則有認為證交法第 20 條之 1 第 5 項比例責任係屬特別規定且應評價為絕對之比例責任，即過失行為人依本條規定，僅負其比例範圍內之賠償責任，縱使與故意行為人間有賠償責任範圍重疊，其亦為不真正連帶關係⁴⁶¹。至於負比例責任人間之賠償義務關係，實務目前則多數認為其等並不具連帶或不真正連帶關係⁴⁶²。

另外，證交法第 20 條之 1 性質上屬特殊侵權行為，於本法未有明文之部分亦有民法侵權行為相關規範之適用，進而產生本條比例責任及民法連帶賠償規範間之適用問題與相互影響討論。此部分主要係因證交法第 20 條之 1 並未對於連帶賠償責任有明文規定，原告或法院適用法條上亦常見以民法第 185 條、民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項為建立全部責任主體間、發行人與其負責人間之連帶賠償

⁴⁵⁹ 林仁光，註 27，頁 191。

⁴⁶⁰ 朱德芳，註 382，頁 62；林仁光，註 27，頁 191-192。

⁴⁶¹ 劉連煜，財報不實案件中之比例賠償責任與全部賠償責任，月旦法學教室，134 期，頁 22-23，2013 年；林國全，註 51，頁 16。

⁴⁶² 林仁光，註 27，頁 192。

關係⁴⁶³。然而，對於以民法侵權行為規範為連帶賠償之認定，前述學者有認為本處比例責任應為絕對之比例責任，因此負比例責任之人不應與其他責任主體再成立連帶賠償關係⁴⁶⁴。反之，亦有基於證交法第 20 條之 1 為特殊侵權行為責任性質，而認為其於未有規定之部分，本有民法侵權行為連帶賠償規範之適用，惟就負比例責任之人應僅就其比例範圍與其他責任主體為連帶賠償⁴⁶⁵。而於同意民法侵權行為規範之補充適用前提下，有學者進一步提出於同時適用證交法第 20 條之 1 及民法第 185 條規定時，民法連帶賠償責任規定之範圍將被證交法第 20 條之 1 第 5 項規定所修正，此時負過失比例之人僅於比例範圍內為連帶賠償責任負擔⁴⁶⁶。

回歸發行人財報不實民事責任，首先，本文認為發行人依證交法第 20 條之 1 成立之民事責任應係屬自己行為責任而言。此係因證交法第 20 條之 1 本就明文將發行人作為責任主體，而其須為賠償責任之基礎亦應係源於自身財報監督義務之欠缺。至於發行人財報不實責任於判斷上無須考量其監督義務是否具可歸責之部分，本文認為此係因法條明文賦予其無過失責任所致。此與民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項之情形不同。況且，本文於建議上認為得使發行人有已盡一切監督義務之免責抗辯空間。依此，當發行人構成自己財報不實民事責任時，於特殊侵權行為責任說下，其應同樣有民法第 185 條之適用，並與其他責任主體為共同侵權連帶責任之負擔⁴⁶⁷。惟此時發行人作為法人組織，其侵權行為連帶賠償責任亦可能同時有民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項適用。以上，發行人連帶賠償責任之法條適用於現行法下看似無太大之疑義，因發行人本負無過失全部賠償責任，縱使其與其他行為人為連帶賠償責任負擔，亦無改變其責任範圍。然而，若依前述討論將發行人責任調整為嚴格推定過失，則其依民法第 185 條及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項所成立之連帶賠償責任性質、範圍是否相同，即有疑義。亦即，發

⁴⁶³ 請參本文第三章第一節第一項第三款發行人財報不實民事責任之判斷與認定過程。

⁴⁶⁴ 劉連煜，註 461，頁 22。

⁴⁶⁵ 朱德芳，註 382，頁 62。

⁴⁶⁶ 林仁光，註 27，頁 193-194。

⁴⁶⁷ 林仁光，註 27，頁 191。

行人依民法第 185 條負連帶賠償責任，此係為發行人因自己行為而與其他責任主體成立之共同侵權連帶賠償責任。反之，若依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項為連帶賠償，按前文第四章對於公司為他人行為負責之責任性質解釋，發行人係為他人侵權行為而成立之連帶賠償責任⁴⁶⁸。

而依不同法條適用下所成立之發行人連帶賠償責任，亦會影響民法連帶賠償與證交法第 20 條之 1 比例責任規定間之相互影響討論。首先，於依民法第 185 條成立發行人與其他責任主體間之連帶賠償責任時，本文贊同前述學者所提出之連帶賠償範圍限制主張。理由在於，證交法第 20 條之 1 已設有比例責任之特別規定，因而負過失比例責任人應僅於比例範圍內為連帶責任負擔較為妥適，否則比例責任之規定似有遭一般侵權行為規範架空之疑慮。至於民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項之適用下，發行人係因其負責人構成侵權行為而成立連帶賠償責任。此時，證交法第 20 條之 1 過失行為人之比例責任規定，即不會對於本處之連帶賠償責任範圍產生影響。依此，發行人縱使係負比例賠償責任，仍可能會與其故意之負責人為全部連帶賠償責任，進而產生賠償範圍矛盾之問題。惟本處發行人依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項為連帶賠償之情形又得分為兩種：其一為發行人並無監督義務上之欠缺，而得免責；其二為發行人因監督義務上欠缺而負有比例賠償責任。前者情形，發行人已盡合理監督義務，則其仍須負全部連帶賠償責任之疑義，即回歸到前文第四章第五節對於公司為他人行為負責之連帶賠償責任適用反思，本處即不再贅述⁴⁶⁹。至於發行人本身具監督義務欠缺而負比例責任時，縱使依本文討論脈絡，其亦無民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項之排除適用可能，因此依規定仍須為全部連帶賠償責任負擔，此即有賠償範圍上之疑義。本文認為，此問題仍須待未來對於公司連帶賠償責任制度上之調整為解決，而學者提出之公司補充責任制度即為一種較為緩和之思考，於此情形下，得使發行人之賠償責任較聚焦於

⁴⁶⁸ 請參本文第四章第五節第一項第一款民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項之公司責任性質思考。

⁴⁶⁹ 請參本文第四章第五節第二項第二款一般證券詐欺民事責任法條之適用與賠償責任建議。

其本身比例範圍上⁴⁷⁰。



第四節 公開說明書不實之發行人無過失民事責任探討

於募集發行公開說明書有不實記載時，基於發行人得自該不實資訊獲得直接利益，其負無過失全部賠償責任似較為合理⁴⁷¹。另外，公開說明書不實之賠償責任，其主要係以該次發行所獲之金額為範圍，此與財報不實損害賠償難以預估之情形亦有不同⁴⁷²。然而，以上討論主要係以募集發行有價證券之公開說明書不實為前提。惟公開說明書種類非僅限於此，證交法第 32 條之適用範圍解釋亦仍有爭議。簡要而言，關於本條之適用範圍，有認為應依保護投資人之目的，而將其他公開說明書不實之情形亦納入保護範圍；而若以文意解釋觀點，則有認為本條適用範圍應僅限於因募集發行而編製之公開說明書不實情形⁴⁷³。

實則，證交法第 32 條公開說明書不實之適用範圍解釋，亦會影響發行人無過失全部賠償責任之討論。理由在於，非因募集發行有價證券而編製之公開說明書不實情形下，發行人可能並無直接自不實資訊交易而獲有利益。如老股承銷之情形下，此時發行人並未發行新股，真正交易之當事人係原持股人，交易金額亦係由其所獲得⁴⁷⁴。至於老股承銷常見之情形，例如因公司申請上市或上櫃之股權分散要求，而由公司內部大股東釋出股份，或持股人依證交法第 22 條第 3 項、證交法第 22 條之 2 第 1 項第 1 款為股份公開招募⁴⁷⁵。前者情形涉及申請上市上櫃之公開說明書編製；後者則涉及公開招募說明書編製，惟無論係申請上市上櫃之公開說明書或是

⁴⁷⁰ 請參本文第四章第五節第二項第二款第二目公司證券詐欺連帶賠償責任之再思考。

⁴⁷¹ 邵慶平，財報不實淨損差額法的得失與司法制度的變革，月旦法學雜誌，310 期，頁 84-85，2021 年。

⁴⁷² 曾宛如，註 405，頁 103-104。

⁴⁷³ 關於證交法第 32 條之公開說明書適用範圍相關討論請參本文第二章第一節第一項第三款證交法第 32 條之公開說明書不實適用範圍解釋。

⁴⁷⁴ 林仁光，論老股承銷公開說明書不實記載之民事責任是否有證券交易法第三十二條之適用，法令月刊，55 卷 8 期，頁 47，2004 年。

⁴⁷⁵ 賴英照，註 25，頁 79。

公開招募說明書，發行人皆可能作為編製者⁴⁷⁶。而若以保護投資人之角度，將此種涉及老股承銷之公開說明書列入證交法第 32 條之適用範圍，則發行人即可能於非作為交易當事人且亦無直接獲有不法利益之前提下，成立無過失全部賠償責任。此時，即與財報不實有相似之責任負擔疑義。

綜上，對於證交法第 32 條之公開說明書適用範圍，若依保護投資人之立法目的解釋，涉及老股承銷之公開說明書不實亦應有適用。惟此時發行人並非真正釋出股份之交易當事人，且亦未直接受有資訊不實之不法利益，則其無過失責任之負擔即有疑義。本文認為，以保護投資人之角度而言，本條之適用範圍確實不宜僅限於募集發行有價證券之公開說明書。惟若直接將其他類型之公開說明書列入本條之適用，法條文義上亦有無法解釋之問題，而此須待日後修法明定適用範圍始得根本解決。回歸發行人無過失責任問題，於現行法條文義解釋下，因適用範圍限縮於發行人募集發行有價證券而編製之公開說明書不實情形，此時發行人為無過失全部賠償責任較無太大不合理之疑慮。反之，若透過解釋或類推適用方式將其他類型之公開說明書不實為本條適用，則即須考量到發行人無過失責任是否合理之疑慮，此時似得回到前文對於財報不實發行人嚴格推定過失責任討論之思考⁴⁷⁷。然而，本文目前認為，於修法明定證交法第 32 條之適用範圍前，直接對於本條發行人之無過失責任為調整，仍有未妥。因依現行法條之文義解釋下，發行人民事責任並無如財報不實有顯不合理之情形，若於此時對其責任為調整，尚有過早之嫌，且對於被害人之損害填補亦有衝擊。因此，關於證交法第 32 條發行人責任之規定，本文認為於現階段應無立即調整之必要。若未來本條之適用範圍有經修法明確後，則得再針對其適用範圍，進一步思考發行人之責任是否須依不同類型之公開說明書不實，而有區別設計之必要。

⁴⁷⁶ 林仁光，註 474，頁 50-51。

⁴⁷⁷ 請參本文第五章第三節第一項第二款發行人財報不實免責抗辯之建議。

第五節 發行人資訊不實證券詐欺民事責任小結

發行人資訊不實證券詐欺民事責任，依證交法第 20 條之 1 及第 32 條規定，皆係為無過失全部賠償責任，判斷過程並無須考量發行人是否具監督義務上之可歸責性，繼而可能產生最終發行人民事責任負擔不合理之疑慮。除此之外，發行人無過失全部賠償責任制度本身即有補償矛盾及嚇阻效果不達之立法目的疑義，其更須考量到發行人為賠償責任之背後，係為整體股東共同承擔該結果。以上，發行人無過失賠償責任似有調整之必要。惟財報不實與公開說明書不實之發行人責任規範及適用情形不同，因此兩者間之無過失民事責任評價亦有不同之思考。公開說明書不實部分，因於現行法條文義解釋下，其適用範圍限於募集發行公開說明書不實之情形。此時，發行人作為資訊不實交易當事人，其負擔全部賠償責任較無顯不合理之疑慮。至於財報不實部分，因發行人並非交易當事人，且通常並未自資訊不實交易受有直接利益，因此其無過失民事責任即有進一步為檢討與調整之必要。

而關於發行人財報不實民事責任之調整，本文認為得將其責任轉為嚴格推定過失責任。此主張理由在於，發行人本身即負財務報告監督義務，且於執行上應無資訊取得或決議參與之阻礙。依此，發行人之監督義務能力與責任皆應較個別負責人為嚴格。至於所謂嚴格推定過失責任，討論上發行人之免責抗辯基礎仍應回歸其整體監督義務是否具欠缺為考量。基於此，本文認為得以「發行人是否已為所有必要之防免不法行為措施或作為」為其免責判斷之標準。如此，除使發行人財報不實民事責任得有可歸責性之考量空間，亦不至於過度減輕發行人對於財務報告之監督義務責任。但當然，以上對於發行人之財報不實嚴格推定過失責任討論，仍須由未來修法為實踐。而於修法建議上，本文認為將發行人之免責抗辯於證交法第 20 條之 1 獨立新增一項為規範，應較為妥適。

接續，若發行人財報不實係負嚴格推定過失責任，則其賠償範圍依現行證交法第 20 條之 1 規定，應係為比例賠償責任負擔。而關於發行人與其他責任主體間之賠償關係，實務目前多有以民法第 185 條、第 28 條以及公司法第 23 條第 2 項為



連帶賠償之認定。然而，以上連帶賠償認定於發行人負過失比例責任之前提下，似會出現賠償範圍之疑義。對此，本文認為於不同法條適用下所成立之發行人連帶賠償責任，應有不同之責任性質解釋，並將影響其責任範圍之評價。當發行人依證交法第 20 條之 1 成立自己行為之民事責任時，其同時有民法第 185 條之適用。而基於證交法第 20 條之 1 比例責任應係侵權行為之特別規定，此時發行人之連帶賠償責任範圍，應以其比例責任為限較為妥適。至於民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項之適用下，發行人係因其內部負責人侵權行為構成而成立連帶賠償責任，此時其責任係源自他人之行為，因此賠償範圍應係受到其負責人之賠償範圍所影響。依此，若發行人之負責人係為故意責任，則發行人縱使無須負責或負比例責任，其最終仍須為全部連帶賠償責任之負擔。而此賠償責任之問題，本文認為於發行人因已盡所有監督義務作為而得免責之情形下，即回歸到第四章對於法人連帶賠償責任適用之反思⁴⁷⁸。至於，若發行人係負比例責任，則因其監督義務上已具欠缺，因此似無排除民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項之適用空間。

最後，無論為財報不實或公開說明書不實之情形，發行人多會與其負責人共負連帶賠償責任，僅財報不實因證交法第 20 條之 1 未有明文，而須以民法侵權行為規範為補充適用。然而，證券詐欺行為實質上仍須由公司內部之行為人為主導與執行，因此民事責任最終亦應落實於真正不法行為人始為合理。依此，基於責任落實於真正不法行為人以及公司責任負擔合理性之考量，前文學者所提及之公司次順位債務人制度構想，於此處似亦有適用之可能思考⁴⁷⁹。同時，該學者提出之補充責任概念，僅係為賠償給付次序之建構，法院仍得對於故意與過失債務人間之負擔比例、內部分擔為決定⁴⁸⁰。綜上，對於資訊不實證券詐欺民事責任，本文以期藉由將發行人財報不實民事責任調整為嚴格推定過失，使整體責任判斷上得針對發行人之監督義務是否具欠缺及可歸責為合理考量。至於公開說明書不實部分，本文認為

⁴⁷⁸ 請參本文第四章第五節第二項第二款一般證券詐欺民事責任法條之適用與賠償責任建議。

⁴⁷⁹ 請參本文第四章第五節第二項第二款第二目公司證券詐欺連帶賠償責任之再思考。

⁴⁸⁰ 林仁光，註 16，頁 49。

於證交法第 32 條之適用範圍明確後，始再針對發行人無過失責任為調整之建議與思考較為妥適。



第六章 結論與建議



總結以上討論，本文認為證券詐欺情事於公司合理盡職之監督義務執行下，是否具難以及時發現與防免之情形，關乎公司最終民事責任負擔是否合理之問題。然而，公司監督義務是否具可歸責之判斷，本文於實務案例分析下，發現目前判斷過程中較少對此部分為著墨。此可能係因於現行證交法或民法侵權行為規範之適用下，整體公司證券詐欺民事責任之判斷過程欠缺針對其監督義務執行是否具可歸責性之考量。進一步言之，本文認為於一般證券詐欺民事責任下，由於法院得依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項規定為公司民事責任之判斷與認定，因此公司責任是否成立係以其內部行為人之侵權行為構成與否為前提，而公司本身可歸責性之考量則非重點。至於資訊不實證券詐欺民事責任，則係因證交法第 20 條之 1 及第 32 條已明文規定發行人之無過失責任，因此整體責任判斷過程中，亦無須為發行人之可歸責性判斷。以上，無論係一般證券詐欺或資訊不實證券詐欺之民事責任，皆呈現出公司本身監督義務執行上是否具可歸責之判斷欠缺。基於以上問題之提出與分析，本文主要以證交法之規範為基礎，嘗試討論一般證券詐欺與資訊不實證券詐欺之公司民事責任判斷得如何為完善，以期將可歸責性納入整體判斷過程，進而使公司責任負擔上得有合理性之調整空間。

第一節 公司一般證券詐欺民事責任建議

關於一般證券詐欺民事責任，係規定於證交法第 20 條第 1 項、第 3 項。惟因現行實務得依民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項為公司民事責任之認定，繼而產生責任要件判斷上不夠完整之問題。依此，本文提出回歸證交法第 20 條第 1 項對於證券詐欺行為之規定適用，以期利用本條要件之判斷，將公司可歸責性納入考量。然而，於適用證交法第 20 條第 1 項為判斷公司民事責任時，公司證券詐欺主觀要件之探知以及本條與民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項間之適用關係，皆為須先克服之難題。



首先，於公司證券詐欺主觀要件之判斷，過往於法人侵權行為主觀要件上有發展出組織義務違反推定過失之標準。惟本文考量因證券市場之資訊流通特性，原告因果關係舉證上多會依推定或舉證責任分配之方式為減輕，此時若主觀要件亦得以推定之方式為舉證，最終恐造成公司民事責任更為沈重之結果。依此，本文認為現階段仍不宜逕直對於公司證券詐欺主觀要件為推定之判斷。而針對公司證券詐欺主觀意圖，美國聯邦法院於適用 Rule 10b-5 為判斷公司證券詐欺民事責任時，即有發展出雇主責任、集體主觀意圖以及高階管理代理人之判斷標準。對於前述三種判斷標準，雖於原告之舉證範圍、嚴格程度皆有所不同，但其最終皆係以公司內部行為人之主觀意圖或心態集合為判斷依據。因此，美國學者最大之檢討即認為聯邦法院之判斷，過度依賴行為人之主觀意圖為依據，反而忽略公司本身主觀意圖之探討。基於此，美國學者提出「輔助性考量」之判斷標準，以作為現行聯邦法院判斷方式下之建議。具體而言，係於現行聯邦法院判斷公司證券詐欺主觀意圖之標準基礎上，輔以公司本身之監督制度及執行為考量，進而建構出公司證券詐欺主觀意圖認定上之調整空間。回歸我國實務對於公司一般證券詐欺民事責任之判斷，本文認為於結論上，與美國聯邦法院判斷公司證券詐欺主觀意圖之方式有很大程度相似。亦即，兩者皆係以內部行為人之不法行為責任判斷為依據。因此，本文認為我國公司之一般證券詐欺民事責任，亦有前述過度依賴行為人不法行為之判斷為依據之問題。

承上，當我國實務同樣具有過度依賴行為人不法行為之認定以作為公司證券詐欺民事責任之判斷依據時，本文認為美國法學者提出之輔助性考量標準，具有參考價值。基於此，本文認為，未來於判斷公司證券詐欺主觀要件時，除仍得以其內部負責人或高階主管人員之主觀意圖為基礎外，並可納入針對公司監督義務之可歸責性輔助考量，以使整體主觀要件之判斷得更加完善。至於公司證券詐欺主觀要件仍得以其內部行為人主觀意圖為基礎之理由在於，公司本身即對於內部組織負有監督義務，若其內部行為人具證券詐欺意圖且為不法行為，公司為民事賠償亦有



其合理性。因此，本文並不欲輕易免除公司監督義務之責，而係欲於現行判斷基礎上，創造出得針對公司監督義務執行上之可歸責性為判斷之輔助考量。具體而言，輔助性考量之判斷內涵為何，本文則進一步認為似得以客觀化判斷基準為思考，並以公司對於證券詐欺不法行為之監督義務為基礎。依此，本文初步提出未來得以「於一般相似規模公司之合理盡職監督義務執行下，該相同證券詐欺行為是否得為公司所預見並防免損害發生」為輔助性考量之判斷。

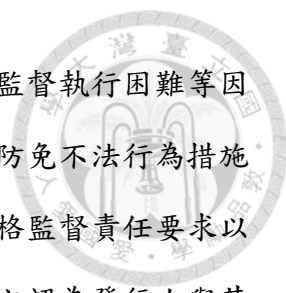
最後，關於公司一般證券詐欺於證交法第 20 條第 1 項及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項間之責任判斷適用關係，本文認為得以公司為自己證券詐欺行為負責，抑或為他人行為負責之責任性質區辨為討論。而公司自己證券詐欺行為責任及為他人行為負責之民事責任性質，其核心區辨應在於公司所負擔之民事責任最終歸咎來源為何。亦即，責任判斷重點是否為公司本身監督義務上之欠缺，抑或者係以他人責任成立為前提。依此，民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項之公司責任判斷過程，係以內部行為人之侵權行為成立為前提，並無須考量公司本身監督義務上是否具欠缺，因此似屬公司為他人行為負責之民事責任性質。至於證交法第 20 條第 1 項，依本文對於主觀要件判斷之討論，公司監督義務是否具欠缺及可歸責亦有為考量。因此，最終公司係因其本身監督義務欠缺而成立民事責任，應係屬公司自己證券詐欺行為之責任性質。綜上，公司於適用證交法第 20 條第 1 項以及民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項所成立之民事責任，其性質應得予以區辨，惟此兩種規範之適用關係亦非為互斥。當公司於未構成自己證券詐欺行為之民事責任時，亦有可能成立為他人行為負責之連帶賠償責任。然而，若公司為他人行為負責之正當化基礎，係源自於內部監督義務，則於公司已盡合理監督執行，而仍難以期待或無法為該證券詐欺之發現或防免時，賦予公司全部連帶賠償責任，其合理性即有可議。因此，本文於此處進一步提出，未來是否得考慮於公司已盡合理監督義務之例外情形下，有排除民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項規定適用之可能。惟此想法對於被害人之損害填補將產生巨大之衝擊，且須有相關配套措施為共同

討論與完善，因此本文認為現階段亦不宜貿然為排除適用之執行。而於緩和作法之思考上，本文認為學者提出之公司次順位債務人制度建構，應有參考之價值。亦即，將公司列為補充責任人地位，並使民事賠償責任落實於真正不法行為人。如此，除對於公司最終民事責任負擔過重之問題得有所減緩，對於被害人之損害填補亦有所保障。

第二節 發行人資訊不實證券詐欺民事責任建議

資訊不實證券詐欺部分，則因證交法第 20 條之 1 及第 32 條已明文發行人之無過失責任，因而責任判斷上並無須考量發行人之可歸責性。然而，對於發行人無過失民事責任制度之立法目的上，實則有補償矛盾及嚇阻效果不達之質疑。因此，關於我國發行人資訊不實證券詐欺之無過失民事責任制度，應有檢討與調整之空間。至於無過失責任之檢討，應先對於財報不實與公開說明書不實之兩種不同情形，為發行人責任負擔合理性之區別討論與評價。於公開說明書不實情形，因發行人係為募集發行有價證券之交易當事人，亦即其原則上係直接自該不實資訊交易獲得利益。此時，發行人為無過失全部賠償責任即帶有回復原狀之意涵，其合理性上似較無明顯爭議。反之，財報不實之情形下，發行人並非作為有價證券交易當事人，因而通常亦無直接受有不法利益，此時發行人為無過失全部賠償責任，即有可議。

針對財報不實發行人之無過失責任制度，本文提出得將其調整為嚴格推定過失責任，以將發行人之監督義務執行是否具欠缺及可歸責納入考量。而本處以嚴格之責任為思考，係考量發行人作為財務報告編製者，其本負有財報內容之監督義務，且其執行上應無資訊取得與決議參與等困難。因此，整體而言發行人之監督執行能力應優於個別負責人，繼而其責任亦應較嚴格審視之。至於發行人於嚴格推定過失責任下之免責抗辯事由，由於其應無所謂監督執行上之阻礙，因而主張上以積極抗辯為主較為妥適，亦即須證明其已為特定行為而盡到應盡之注意義務。另外，考量到公司係藉由整體內部人員為監督義務之執行，因此於是否已盡應盡之注意義務



判斷上，應以其整體監督義務之執行為基礎，不得因個別人員之監督執行困難等因素而免除其責。基於以上，本文認為得以「是否已為所有必要之防免不法行為措施或作為」為發行人免責抗辯之判斷。如此，較得兼顧發行人之嚴格監督責任要求以及其可歸責性之考量。惟此建議仍須藉由明文修法以實踐，且本文認為發行人與其負責人、職員之免責抗辯存有不同之考量與判斷，因此於證交法第 20 條之 1 規定中為獨立規範較為妥適。

另外，若將發行人財報不實民事責任調整為嚴格推定過失，依現行證交法第 20 條之 1 第 5 項規定，過失行為人應係負比例賠償責任。此時，發行人若依民法第 185 條或民法第 28 條、公司法第 23 條第 2 項成立連帶賠償責任，即會有賠償範圍之疑義產生。實則，本文認為發行人依不同法條成立之連帶賠償責任，其責任性質評價上應有不同，而此亦將影響發行人之賠償範圍討論。首先，發行人違反證交法第 20 條之 1 規定而依民法第 185 條負擔之連帶賠償責任，係其構成自己財報不實行為而成立，應係屬發行人自己行為責任。至於民法第 28 條或公司法第 23 條第 2 項，則係由於發行人之負責人構成侵權行為而成立之連帶賠償責任，應屬為他人行為負責之責任性質。而於民法第 185 條之連帶賠償情形，基於證交法對於比例責任之特別規定考量，本文贊同學說上認為應將連帶賠償責任限於比例責任範圍內之見解。惟於民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項之適用下，發行人之連帶賠償責任係源自於其負責人之侵權行為，而其賠償範圍亦受到負責人之賠償範圍影響。因此，縱使發行人得為免責或負比例賠償責任，仍有可能與其具故意之負責人共負全部連帶賠償責任。對此賠償範圍之疑義，本文認為若發行人最終被認定已盡所有監督義務之作為而得為免責時，此即回歸前述對於公司適用民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項之反思討論。至於發行人係負比例責任時，因其確實具有監督義務上之過失，因此應無排除民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項之適用空間，此時即會產生責任範圍適用上之疑義。惟此問題，似有賴未來對於公司連帶賠償責任制度之調整為解決，而前述公司補充責任制度之思考，即為未來得參考之方向。



至於公開說明書不實部分，依現行證交法第 32 條文義，其適用範圍解釋上僅限於募集發行之公開說明書不實，而發行人於此情形下所負之無過失責任似較無太大疑義。惟須注意，公開說明書之編製並非以募集發行有價證券為限，因此證交法第 32 條之適用範圍亦仍有爭議。以保護投資人之角度而言，確實有將其他公開說明書不實之情形納入證交法第 32 條之適用範圍。然而，若以目的解釋或類推適用之方式，使證交法第 32 條之適用範圍擴及於其他類型之公開說明書不實，則可能產生發行人並非交易當事人，而仍須負無過失全部賠償責任之疑義。例如老股承銷時，真正不實資訊交易之直接獲利者應為釋出股份之原持有人。惟本文最終認為，於證交法第 32 條明文修法以明確其適用範圍前，尚不宜對本條發行人之無過失民事責任為調整。否則無論係維持發行人之無過失責任或調整為推定過失責任，於現行實務有類推適用證交法第 32 條之作法下，皆可能產生發行人賠償責任是否合理之問題。

總結而言，本文藉由探討回歸證交法第 20 條第 1 項規定為公司一般證券詐欺民事責任之判斷，以及發行人財報不實無過失民事責任之調整，以期將公司監督義務是否具欠缺之可歸責性考量納入整體民事責任判斷之過程。依此，公司證券詐欺民事責任之認定上，亦得有合理性之調整空間。另外，公司證券詐欺民事責任，時常伴隨其與負責人間之連帶賠償責任認定。因此，可能產生公司縱使無監督義務之可歸責性，而仍須負賠償責任之疑義。針對此問題，本文嘗試提出於公司已盡合理監督義務之執行，而仍難以期待或無法為該證券詐欺之發現或防免時，得否例外考慮排除民法第 28 條及公司法第 23 條第 2 項之適用反思。惟此想法對於被害人之損害填補將造成巨大衝擊，因此於現階段並不適宜貿然為執行。而學者提出之公司次順位債務人制度建構，似為一相對緩和之作法，本文認為於未來公司連帶賠償責任制度之討論上，亦得作為參考方向。

參考文獻



一、中文文獻

(一) 專書

王澤鑑 (2014)，《民法總則》，增訂新版。

邵慶平 (2024)，《公司法：規範與案例》，3 版 1 刷。

陳聰富 (2019)，《民法總則》，三版。

陳聰富 (2022)，《民法債編總論（一）：侵權行為法原理》，三版。

賴英照 (2025)，《證券交易法論》，五版。

劉連煜 (2021)，《現代公司法》，增訂 16 版。

(二) 期刊論文

王文字 (2020)，〈公司負責人的受託義務—溯源與展望〉，《月旦民商法雜誌》，68 期，頁 5-22。

王志誠 (2004)，〈公開說明書不實記載之民事責任〉，《政大法學評論》，82 期，頁 91-157。

王志誠 (2004)，〈發行市場證券詐欺規範之解釋及適用〉，《律師雜誌》，297 期，頁 15-31。

王志誠 (2005)，〈財務報告不實之民事責任〉，《月旦財經法雜誌》，1 期，頁 117-135。

王志誠 (2007)，〈法人的侵權行為：規範模式及控制機制〉，《財產法暨經濟法》，9 期，頁 1-40。

王志誠 (2018)，〈企業財務報告編製之法律風險及法律責任〉，《月旦民商法雜誌》，59 期，頁 73-106。

王志誠 (2025)，〈證券詐欺罪「募集、發行、私募或買賣」要件之認定〉，《月旦法學教室》，267 期，頁 25-29。



王澤鑑(2020),〈法人侵權責任的發展—民法第184條法人自己侵權行為責任的創設〉,《裁判時報》,100期,頁5-15。

江朝聖(2020),〈引進獨立董事責任限制之必要性研究〉,《臺灣財經法學論叢》,2卷1期,頁337-384。

朱德芳(2025),〈證券詐欺損害賠償相關問題之研究—以資訊不實為核心〉,《月旦法學雜誌》,358期,頁55-84。

汪信君(2008),〈董事責任保險之抑制機能與公司治理間之關係〉,《月旦法學雜誌》,156期,頁141-157。

林大洋(2011),〈公司侵權責任之法條適用—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。

林仁光(2004),〈論老股承銷公開說明書不實記載之民事責任是否有證券交易法第三十二條之適用〉,《法令月刊》,55卷8期,頁36-59。

林仁光(2006),〈公開說明書中承銷商、律師、會計師責任之區分—以美國法為例〉,《全國律師》,10卷11期,頁6-27。

林仁光(2020),〈股份有限公司財務報告之編製義務〉,《月旦法學教室》,209期,頁49-60。

林仁光(2026),〈建構公司次順位債務人侵權責任之研究—主要責任與補充責任之政策選擇〉,《臺灣財經法學論叢》,8卷1期,頁1-60。

邱玟惠(2020),〈創設民法第184條法人自己侵權行為責任的美麗與哀愁—評最高法院108年度台上字第1499號民事判決〉,《裁判時報》,118期,頁31-43。

林郁馨(2008),〈從美國證券集體訴訟談證券詐欺訴訟的填補損害及嚇阻功能〉,《月旦財經法學雜誌》,14期,頁73-193。

林國全(2015),〈財報不實之民事責任〉,《月旦民商法雜誌》,48期,頁5-31。



林誠二（2011），〈論過失與不作為侵權行為之認定〉，《台灣法學雜誌》，178 期，頁 113-120。

林誠二（2020），〈法人自己侵權行為之認定—簡評最高法院 102 年度台上字第 1556 號民事判決〉，《台灣法學雜誌》，400 期，頁 215-225。

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。

邵慶平（2021），〈財報不實淨損差額法的得失與司法制度的變革〉，《月旦法學雜誌》，310 期，頁 84-96。

邵慶平（2021），〈監察人代表公司訴訟與利益衝突—最高法院 109 年度台抗大字第 1196 號民事裁定〉，《台灣法律人》，5 期，頁 175-183。

邵慶平（2023），〈財報不實損害賠償的法律解釋與法理適用—最高法院 111 年度台上字第 21 號民事判決〉，《台灣法律人》，20 期，頁 123-133。

邵慶平（2023），〈商事法裁判精選—證券交易法的解釋與法理適用（112 台上 21 判決）〉，《月旦實務選評》，3 卷 3 期，頁 79-101。

徐婉寧（2017），〈法人之侵權行為責任〉，《月旦法學教室》，173 期，頁 12-14。

孫森焱（2021），〈論法人之責任能力〉，《台灣法學雜誌》，413 期，頁 45-46。

郭大維（2005），〈我國證券詐欺訴訟「因果關係」舉證之探討—以美國法為借鏡〉，《月旦法學教室》，28 期，頁 79-90。



郭大維(2013),〈沈默未必是金—吹哨者法制之建構與企業不法行為之防範〉,《台灣法學雜誌》,216期,頁46-60。

郭大維(2014),〈證券交易法第三二條損害賠償請求權人之範圍〉,《月旦法學教室》,143期,頁24-26。

郭大維(2021),〈財報不實案件中會計師與會計師事務所之損害賠償責任〉,《月旦法學教室》,223期,頁20-22。

郭大維(2026),〈論公司負責人對第三人之責任—實務面的觀察與思考〉,《全國律師》,30卷6期,頁4-15。

張心悌(2004),〈證券交易法中虛偽陳述之民事責任—兼論大陸銀廣廈案〉,《月旦民商法雜誌》,3期,頁167-176。

張心悌(2008),〈從美國最高法院 Dura 案思考證券詐欺之損失因果關係〉,《月旦法學雜誌》,155期,頁220-228。

張心悌(2017),〈證券交易法財報不實之免責抗辯事由〉,《月旦法學教室》,174期,頁23-25。

張心悌(2018),〈台灣財報不實吹哨者免責抗辯之判決分析〉,《月旦會計實務研究》,10期,頁55-62。

張心悌(2019),〈獨立董事財報不實民事責任之再思考—以主觀要件為中心〉,《政大法學評論》,157期,頁295-350。

莊永丞(2005),〈證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方法之省思〉,《臺大法學論叢》,34卷2期,頁123-180。

莊永丞(2015),〈論證券交易法第20條之1之功過得失〉,《月旦財經法雜誌》,36期,頁47-70。

陳忠五(2021),〈法人自己行為的侵權責任—最高法院108年度台上字第1499號判決簡析〉,《台灣法律人》,6期,頁157-165。

陳肇鴻(2025),〈論公司的法令遵行制度及董事會之治理責任〉,《臺灣財



經法學論叢》，1 卷 1 期，頁 203-236。

陳聰富 (2022)，〈再論法人自己行為的侵權責任〉，《月旦法學雜誌》，331 期，頁 73-87。

曾宛如 (2004)，〈論證券交易法第二十條之民事責任—以主觀要件與信賴為核心〉，《臺大法學論叢》，33 卷 5 期，頁 51-93。

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 191-208。

曾宛如 (2013)，〈證券交易法之現狀與未來—期許建構體例完善的證券法規〉，《月旦法學雜誌》，217 期，頁 93-107。

蔡英欣 (2021)，〈商業事件審理法下之股東代表訴訟—兼評公司法及投保法近年相關之修法內容〉，《月旦法學教室》，223 期，頁 49-65。

蔡英欣 (2026)，〈董事對第三人責任之建構〉，《臺灣財經法學論叢》，8 卷 1 期，頁 181-206。

劉連煜 (2006)，〈財報不實之損害賠償責任：法制史上蜥蜴的復活？—證券交易法新增訂第二十條之一的評論〉，《月旦民商法雜誌》，11 期，頁 51-62。

劉連煜 (2013)，〈財報不實案件中之比例賠償責任與全部賠償責任〉，《月旦法學教室》，134 期，頁 21-23。

劉連煜 (2022)，〈證券持有人之財報不實損害賠償請求權規定的檢討〉，《月旦法學教室》，241 期，頁 55-69。

賴英照 (2004)，〈論公開說明書之規範〉，《建華金融季刊》，27 期，頁 1-24。

賴英照 (2012)，〈證券法律的未竟之業〉，《中原財經法學》，28 期，頁 1-69。

賴英照 (2019)，〈橫看從寬側從嚴—美國證券詐欺民事責任的司法辯論〉，《臺灣財經法學論叢》，1 卷 1 期，頁 1-98。



賴英照 (2019),〈證券交易法五十年〉,《月旦法學雜誌》,293 期,頁 5-26。

賴英照(2020),〈從司法判決看證交法的發展〉,《月旦法學雜誌》,300 期,頁 92-107。

賴英照 (2023),〈財報不實與董事責任〉,《台灣法律人》,21 期,頁 1-28。

戴銘昇 (2007),〈論美國證券詐欺之主觀要件〉,《東吳法律學報》,19 卷 2 期,頁 141-174。

戴銘昇 (2007),〈論證券詐欺之構成要件與民事責任〉,《證交資料》,540 期,頁 28-55。

戴銘昇 (2008),〈證券詐欺行為主體之判斷標準—美國法 VS.我國法〉,《證交資料》,557 期,頁 6-35。

戴銘昇 (2010),〈論證券詐欺之主觀要件〉,《興大法學》,6 期,頁 169-234。

戴銘昇(2016),〈證券交易法資訊不實免責要件之研究〉,《台灣法學雜誌》,308 期,頁 11-25。

(三) 研究報告

林仁光 (2025),〈財報不實案件請求權基礎適用疑義之研究〉,財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心委託專案研究,頁 1-279。

(四) 行政函釋

立法院財政、經濟、司法委員會 (76) 臺財發字第 134 號。

立法院財政委員會 (94) 台立財字第 0942100441 號。

立法院財政委員會 (104) 台立財字第 1042100907 號。

金管會 (112) 金管證發字第 1120383220 號函。

(五) 公報



立法院公報，57 卷 20 期，頁 1056-1112，1968 年。

立法院公報，70 卷 87 期，頁 6-59，1981 年。

立法院公報，76 卷 96 期，頁 24-96，1987 年。

立法院公報，104 卷 57 期，頁 121-191，2015 年。

（六）法院判決、裁定

臺灣新竹地方法院 90 年度重訴字第 162 號民事判決。

臺灣士林地方法院 95 年度金字第 19 號民事判決。

臺灣士林地方法院 100 年度金字第 5 號民事判決。

臺灣士林地方法院 100 年度金字第 6 號民事判決。

臺灣臺北地方法院 102 年金字第 8 號民事判決。

臺灣臺中地方法院 103 年度金字第 31 號民事判決。

臺灣臺北地方法院 104 年度金字第 22 號民事判決。

臺灣新北地方法院 105 年度金字第 13 號民事判決。

臺灣臺中地方法院 105 年度金字第 18 號民事判決。

臺灣新北地方法院 105 年度金字第 21 號民事判決。

臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 22 號民事判決。

臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 88 號民事判決。

臺灣臺南地方法院 107 年度金字第 6 號民事判決。

臺灣臺北地方法院 108 年度金更一字第 1 號民事判決。

臺灣臺北地方法院 109 年度金字第 3 號民事判決。



臺灣桃園地方法院 109 年度金字第 56 號民事判決。

臺灣士林地方法院 112 年度金字第 2 號民事判決。

臺灣高等法院 100 年度金上更（一）第 1 號民事判決。

臺灣高等法院 103 年度金上字第 6 號民事判決。

臺灣高等法院 104 年度金上更（一）字第 6 號民事判決。

臺灣高等法院 104 年度金上更（一）字第 7 號民事判決。

臺灣高等法院 105 年度重訴更（一）字第 3 號民事判決。

臺灣高等法院 105 年度金上字第 6 號民事判決。

臺灣高等法院 106 年度金上字第 6 號民事判決。

臺灣高等法院 106 年度金上字第 12 號民事判決。

臺灣高等法院 107 年度金上更一字第 3 號民事判決。

臺灣高等法院 107 年度金上字第 5 號民事判決。

臺灣高等法院 107 年度金上更一字第 5 號民事判決。

臺灣高等法院臺中分院 108 年度金上字第 4 號民事判決。

臺灣高等法院 108 年度金上字第 7 號民事判決。

臺灣高等法院 108 年度金上字第 15 號民事判決。

臺灣高等法院臺中分院 109 年度金上字第 5 號民事判決。

臺灣高等法院 109 年度金上更一字第 5 號民事判決。

臺灣高等法院 110 金訴字第 12 號民事判決。

臺灣高等法院臺中分院 111 金上字第 2 號民事判決。



臺灣高等法院 111 年度金上字第 49 號民事判決。

臺灣高等法院 111 年度金上字第 56 號民事判決。

臺灣高等法院臺中分院 112 年度金上更一字第 1 號民事判決。

臺灣高等法院臺南分院 113 年度金上字第 1 號民事判決。

最高法院 108 年度台上字第 1417 號民事判決。

最高法院 108 台上字第 1499 號民事判決。

最高法院 108 台上字第 2035 號民事判決。

最高法院 109 台上字第 1910 號民事判決。

最高法院 111 年度台上字第 21 號民事判決。

最高法院 111 年度台上字第 490 號民事判決。

最高法院 111 年度台上字第 2511 號民事判決。

最高法院 112 年度台上字第 438 號民事判決。

最高法院 112 年度台上大字第 1305 號民事裁定。

最高法院 113 年度台上字第 1012 號民事判決。

（七）網路資料

金融監督管理委員會，〈金管會提醒公開發行公司即早因應審計準則公報第 57 號

「財務報表查核報告」之適用〉，載於：

https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201602050008&toolsflag=Y&dtable=News。

財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心，〈獨立董事盡責指南 12_是否了解關

鍵查核事項為何？與前一年度、同產業公司是否相同，若有不同則差異及原因為何？》，載於：https://www.sfipc.org.tw/News_Content.aspx?n=7542&s=13088。



二、英文文獻

(一) 期刊文章

Abril, Patricia S. & Olazaba, Ann Morales (2006). *The Locus of Corporate Scierter*, 2006 COLUM. BUS. L. REV. 81-166.

Aguirre, Gary J. (2003). *Closing the Fraud-Free Zone on Errant Gatekeepers?*, 28 DEL. J. CORP. L. 447-511.

Arlen, Jennifer H. & Carney, William J. (1992). *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*, 1992 U. ILL. L. REV. 691-740.

Bratton, William W. & Wachter, Michael L. (2011). *The Political Economy of Fraud on the Market*, 160 U. PA. L. REV. 69-168.

Coffee Jr., John C. (2006). *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 COLUM. L. REV. 1534-1586.

Crow, Heather F. (2012). *Riding the Fence on Collective Scierter: Allowing Plaintiffs to Clear the PSLRA Pleading Hurdle*, 71 LA. L. REV. 313-344.

Easterbrook, Frank H. & Fischel, Daniel R. (1985). *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 U. CHI. L. REV. 611-652.

Erickson, Emily M. (2024). *Structural Scierter: Optimizing Fraud Deterrence by Locating Corporate Scierter in Corporate Design*, 124 COLUM. L. REV. 1443-1484.

Fisch, Jill E. (2009). *Confronting the Circularity Problem in Private Securities Litigation*, 2009 WIS. L. REV. 333-350.

Fisch, Jill E. (2013). *The Trouble with Basic: Price Distortion After Halliburton*,



90 WASH. U. L. REV. 895-932.

Khanna, V.S. (1999). *Is the Notion of Corporate Fault a Faulty Notion?: The Case of Corporate Mens Rea*, 79 B.U.L. REV. 355-414.

Kircher, Ashley S. (2009). *Corporate Criminal Liability Versus Corporate Securities Fraud Liability: Analyzing the Divergence in Standards of Culpability*, 46 AM. CRIM. L. REV. 157-178.

Klock, Mark (2016). *The Enduring Legacy of Modern Efficient Market Theory After Halliburton V. John*, 50 GA. L. REV. 769-831.

Langevoort, Donald C. (1996). *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, 38 ARIZ. L. REV. 639-664.

Langevoort, Donald C. (2009). *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, 2009 WIS. L. REV. 151-198.

Lipton, Ann M. (2015). *Souching Towards Monell: The Disappearance of Vicarious Liability Under Section 10(B)*, 92 WASH. U. L. REV. 1261-1323.

Moohr, Geraldine Szott (2007). *Of Bad Apples and Bad Trees: Considering Fault-Based Liability for the Complicit Corporation*, 44 AM. CRIM. L. REV. 1346-1364.

O'Riordan, Kevin M. (2007). *Clear Support or Cause for Suspicion? A Critique of Collective Scienter in Securities Litigation*, 91 MINN. L. REV. 1596-1624.

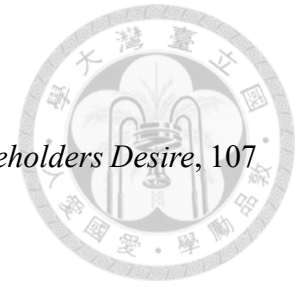
Park, James J. (2022). *Shareholder Wealth Maximization and Securities Fraud*, 72 DEPAUL L. REV. 395-412.

Rose, Amanda M. (2008). *Reforming Securities Litigation Reform: Restructuring the Relationship Between Public and Private Enforcement of Rule 10b-5*, 108 COLUM. L. REV. 1301-1364.

Spindler, James Cameron (2017). *We Have a Consensus on Fraud on the*

Market-And It's Wrong, 7 HARV. BUS. L. REV. 67-114.

Spindler, James C. (2019). *Optimal Deterrence When Shareholders Desire*, 107 GEO. L.J. 1071-1103.



(二) 法院判決

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

Birnbaum v. Newport Steel Corp., 193 F.2d 461 (1952).

Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975).

Cent. Bank, N.A. v. First Interstate Bank, N.A., 511 U.S. 164 (1994).

Cohen v. NVIDIA Corp. (In re NVIDIA Corp. Sec. Litig.), 768 F.3d 1046 (2014).

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

Glazer Capital Mgmt., LP v. Magistri, 549 F.3d 736 (2008).

Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders, 564 U.S. 135 (2011).

Kardon v. National Gypsum Co., 69 F. Supp. 512 (1946).

KBC Asset Mgmt. NV v. DXC Tech. Co., 19 F.4th 601 (2021).

KBC Asset Mgmt. N.V. v. Omnicare, Inc. (In re Omnicare, Inc. Sec. Litig.), 769 F.3d 455 (2014).

Makor Issues & Rights, Ltd. v. Tellabs Inc., 513 F.3d 702 (2008).

Meitav Dash Provident Funds & Pension Ltd. v. Spirit AeroSystems Holdings, Inc., 79 F.4th 1209 (2023).

Southland Sec. Corp. v. INSpire Ins. Solutions Inc., 365 F.3d 353 (2004).

Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., 552 U.S. 148 (2008).

附錄：公司一般證券詐欺民事案例整理



案件	法院判決	案件事實	責任是否成立	法院認定責任過程
均○國際公司案	臺灣士林地方法院 111 年度訴字第 385 號民事判決 (114/06/18)	原告主張被告公司隱瞞股東會無效之訴訟事實，以及財務業務等與私募相關之重要訊息，並向其保證應募後公司將回復上市。以上事實使原告誤信而應募無效股東會決議之私募有價證券，並主張被告公司應依民法第 184 條、證交法第 20 條第 1 項及第 3 項為賠償。	公司責任未成立。(法院認為原告無法舉證公司公布之資訊為不實，且未得上市係有市場不確定因素影響，尚難認為具有詐欺。)	無。
創○醫電公司案	臺灣臺北地方法院 112 年度金字第 143 號民事判決 (114/01/23)	原告主張被告公司負責人以公開說明會或舉辦課程等方式傳遞公司未來將上市櫃等不實資訊。主張被告公	未成立(法院認為原告尚未能舉證本案被告公司公布之資訊為不實。同時，未能順利上市仍屬市場上不確定因素，不得僅因	無。

案件	法院判決	案件事實	責任是否成立	法院認定責任過程
		司及其負責人應依證交法第20條第1項及第3項、民法第28條、第184條第1項及第2項、第185條、公司法第23條第2項為連帶賠償。	此而認為具有詐欺之行為。)	
慶○公司案	臺灣苗栗地方法院 111 年度訴字第 236 號民事判決 (113.5.15)	原告主張被告公司傳銷制度有違法疑慮，惟其卻持續向不特定人佯稱公司制度完全合法、經營良善而無倒閉可能等不實資訊。以上事實，致生原告陷於錯誤而購買公司股票，即主張被告公司係違反證交法第20條第1項，並應依民法第184條第2項為損害賠償。	未成立（法院認為原告未能舉證被告公司不實資訊詐術行為存在，亦無法證明其股票買賣交易與被告公司間之關係。）	無。

案件	法院判決	案件事實	責任是否成立	法院認定責任過程
台○國際公司案	臺灣臺北地方法院 109 年度金字第 104 號民事判決 (113/03/28)	原告主張被告公司之負責人竄改公司財報以隱匿轉投資公司巨額虧損及本身資金缺口事實。並且，又向原告表示公司財報數字亮眼，未來股東分紅可期等不實消息。以上原告依公司法第 23 條第 2 項、證交法第 20 條第 3 項、民法第 184 條第 1 項後段、第 2 項、第 185 條、第 188 條第 1 項之規定，向被告公司及其負責人為連帶賠償請求。	未成立（法院主要依請求權已逾時效且原告未能證明係被詐欺而參與私募，而認為原告主張無理由。）	
昱○公司案	臺灣士林地方法院 112 年度金字第 2 號民事判決 (112/03/31)	原告主張被告公司負責人明知公司長期營運不佳且處於虧損狀態，仍虛偽增資發行	成立（本案法院認為法人負有組織監督義務，而若違反將構成侵權行為損害賠償責任。而被告負	針對被告公司責任，法院僅有論及法人組織之監督義務內涵，惟未有更深入說明本案

案件	法院判決	案件事實	責任是否成立	法院認定責任過程
		未上市上櫃之股票，並邀請被害投資人參加公開股票資訊說明會，使其誤信公司前景良好、資本充足。以上，原告主張被告違反公司法第9條及證券交易法第20條第1項、第22條第1項等規定，爰依民法第184條及第185條請求被告為連帶賠償。	責人係於明知公司經營狀況不佳，基於有價證券買賣詐欺之犯意，出售被告公司虛偽增資之股票予誤信公司前景良好之投資人。因此，被告公司與被告負責人應依民法第184條第1項前段、公司法第23條第2項為連帶賠償。）	被告公司監督義務違反之情形，整體責任判斷似仍著重於公司負責人。最終法院以民法第184條、公司法第23條第2項認為公司應負連帶賠償責任。
中○聯合公司案	臺灣臺南 111 年度金字第 2 號民事判決 (112/02/06)	原告主張中○聯合集團負責人與其他共同被告以媒體、文宣、集團簡介影片等資料，向不特定之投資人誇大渲染旗下公司再投資公司之未來願景，並宣稱其旗下公司將	成立（本案法院主要以刑事判決認定結果認為被告負責人確實具有有價證券買賣詐欺行為。因此，認為原告主張依民法第184條第1項後段、第2項及第185條向被告行為人為連帶賠償為有理由。至於	法院主要以公司內部負責人侵權行為成立為基礎，而依民法第28條、公司法第23條第2項使公司負連帶賠償責任。

案件	法院判決	案件事實	責任是否成立	法院認定責任過程
		於國內外上市以吸引投資人。以上，原告主張被告行為人等已違反證交法第20條第1項，並應依民法第184條第1項、第2項、第185條、第28條及公司法第23條第2項為連帶賠償。	被告公司則應依民法第28條、公司法第23條第2項為連帶賠償。）	
恆○能源科技公司案	臺灣高雄地方法院110年度訴字第1003號民事判決（112/01/18）	原告主張被告公司及其負責人明知公司信用及財務狀況不佳，且不符上市櫃要件，而仍惡意隱瞞交易上之重大資訊，向原告佯稱公司經營健全，致其陷入錯誤而購買股票。以上，原告主張依民法第184條第1項前段、第184條第1項後	成立（法院依當時被告公司情形，認為其確實無法為上市櫃或申請登記增資。因此，認為被告負責人係故意為證券詐欺行為。同時，針對被告公司，法院認為民法第184條並未限於自然人使用，且被告公司當時確實於知悉未得上市（櫃）之情形下，仍告知內	法院認為民法第184條並未限於自然人使用，且被告公司當時確實於知悉未能上市（櫃）之情形下，仍告知內部員工公司將為上市之訊息。因此，被告公司亦構成共同侵權行為，最終依民法第184、185條認為公司應負連帶賠償責

案件	法院判決	案件事實	責任是否成立	法院認定責任過程
		段、第 184 條第 2 項、第 185 條及證券交易法第 20 條第 1 項、第 3 項、第 22 條第 1 項、第 31 條第 2 項規定擇一，請求被告公司應與其負責人為連帶賠償。	部員工公司將為上市。因此，其亦構成共同侵權行為，而依民法第 184、185 條為連帶賠償責任。）	任。
躍○科技公 司案	臺灣高等法院 110 年度金訴 字第 12 號民事 判決 (110/08/17)	原告主張被告公司負責人以借款驗資之方式，製作不實公司資產負債表及股東繳納現金股款明細表，造成其誤信公司前景良好而購入公司股票。並主張被告公司負責人已違反證交法第 20 條第 1 項，而應依民法第 184 條第 1 項前段、第 2 項、第 185 條第 1 項、第 28 條、公司法	成立（本案法院認為被告負責人係透過借錢驗資之虛偽增資非法手段，以建立公司資本充實、股票具有價值之假象。因此違反證交法第 20 條第 1 項，應依民法第 184 條第 1 項前段、公司法第 23 條第 2 項與被告公司為連帶賠償。）	針對被告公司責任，法院僅有論及法人組織之監督義務內涵，惟未有更深入說明本案被告公司監督義務違反之情形，整體判斷似仍著重於內部負責人之證券詐欺行為成立。最終法院以民法第 184 條、公司法第 23 條第 2 項認為公司應負連帶賠償責任。

案件	法院判決	案件事實	責任是否成立	法院認定責任過程
		第 23 條規定與公司為連帶賠償。		
萬○祿公司 案	臺灣臺北地方法院 110 年度金字第 10 號民事判決 (110/04/16)	原告主張被告公司散布包含隱匿虛偽增資、公司經營及研發狀況良好等不實資訊，使原告誤信為真實，進而受到損害。原告主張被告公司與其負責人應依證交法第 20 條第 1 項及第 3 項、民法第 184 條第 1 項前段及第 2 項、民法第 185 條、公司法第 23 條第 2 項為連帶賠償。	未成立（法院認為原告舉證之新聞報導內容難以證明被告公司確實有散佈不實之資訊，因而尚難認為原告投資行為與其主張之資訊間具因果關係。）	無。
	臺灣高等法院 110 年度金上易字第 25 號民事判決 (112/07/05)	同上。	未成立（原因同原審。）	無。
昱○公司、	臺灣高等法院 109 年度金訴易字第 3 號民	原告主張被告行為人為昱○公司及	成立（針對被告躍○公司，本案法院主要	法院主要以公司內部負責人之侵權

案件	法院判決	案件事實	責任是否成立	法院認定責任過程
躍○公司案	事判決 (110/02/25)	躍○公司之負責人。其於明知昱○公司長期處於經營不佳狀態，且其旗下轉投資之躍○公司資本不實、無實際經營情形下，仍虛偽辦理上開兩公司增資，並詐偽販售躍○公司之股票。以上事實，原告主張被告行為人違反證交法第 20 條第 1 項等規定，而其應與被告兩公司依民法第 184 條第 1 項、第 185 條、第 28 條及公司法第 23 條第 2 項等為連帶賠償。	係以被告負責人之虛偽增資行為係違反公司法第 9 條規定，並對他人造成侵害，應屬對原告之侵權行為。而躍○公司應依公司法第 23 條第 2 項向其為連帶賠償；至於昱○公司，法院認為被告負責人有利用躍○公司虛增之資本，以充作昱○公司之資本。因此，被告負責人之行為亦屬為昱○公司執行職務。因此，昱○公司亦應依公司法第 23 條第 2 項為連帶賠償。)	行為成立為前提，並以公司法第 23 條第 2 項認定公司之連帶賠償責任。
百○竿頭公司案	臺灣士林地方法院 108 年度金字第 5 號民事判決 (109/12/01)	原告主張被告公司隱匿公開收購不法資金來源，並編製不實之公開收購	成立民法第 184 條責任(法院認為本案投資人所受損害，係因最終公開收購破	本案法院對於被告公司之侵權行為責任，似因被告公司未為出庭或抗辯，

案件	法院判決	案件事實	責任是否成立	法院認定責任過程
		相關文件提供予主管機關。以上事實，造成原告及主管機關之誤信，原告即主張被告公司違反證交法第 20 條第 1 項，應依證交法第 20 條第 3 項、民法第 184 條第 1 項及第 2 項規定負賠償責任。	局，而非被告不實收購說明書之記載。因此，本案並未構成損失因果關係。惟法院認為被告公司係故意为違約，因而仍構成民法第 184 條第 1 項前段之民事責任。）	僅以原告提出之相關應賣證明、金管會相關公告等為判斷及認定，並未深入說明公司侵權行為要件之判斷。
	臺灣高等法院 110 年度金上字第 7 號民事判決 (112/10/03)	同上。公司非被告。	(本判決仍有提及公司負責人於執行職務致他人受有損害時，依公司法第 23 條第 2 項應與公司負連帶賠償責任。)	本件法院對於被告公司之連帶賠償責任，似係以負責人侵權行為責任成立為前提，並依公司法第 23 條第 2 項為認定。
中○石油化學工業公司案	臺灣臺北地方法院 108 年度金字第 76 號民事判決 (109/07/09)	原告主張被告公司違反債券贖回期間限制，且亦未有依約定通知或公告，使原告無法	未成立（法院認為本件公司未有通知義務存在，因而並無違反義務問題。）	無。

案件	法院判決	案件事實	責任是否成立	法院認定責任過程
		行使系爭公開說明書條款之轉換股票選擇權權利。以上，原告主張被告公司及其負責人應依民法第 28 條、第 184 條、第 188 條、第 226 條、第 227 條、證交法第 20 條第 1 項、公司法第 23 條第 2 項規定，為連帶賠償。		
	臺灣高等法院 109 年度金上字第 28 號民事判決 (110/09/28)	同上。	未成立（大致同原審）	無。
樂○公司案	臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 88 號民事判決 (108/06/28)	原告主張被告公司隱匿收購公司之不法陸資來源，並創不實投資架構，後續更於公開收購說明書為不實記載。同時，被告公司負責人亦	未成立（法院於本案主要係以證交法第 20 條第 1 項之要件為判斷民事責任，惟其認為原告無法舉證公開收購破局與被告行為人不實記載內容間之因果關	無。

案件	法院判決	案件事實	責任是否成立	法院認定責任過程
		指示不知情員工於公開資訊觀測站為公布不實資訊，導致投資人產生誤信。原告主張被告公司與其負責人應依民法第 184 條第 1 項項前段、第 185 條、第 188 條為連帶賠償。	係，因而最終認為原告主張無理由。）	
欣○公司案	臺灣士林地方法院 95 年度金字第 22 號民事判決 (108/12/26)	原告主張被告公司負責人共同故意使公司為虛偽交易、虛偽轉投資及發行可轉換公司債，並於財務報告及公開說明書為不實記載。另外，公開說明書記載之資金挪用部分亦未有依計劃使用。以上，原告主張被告公司應與其負責人依證交法第	成立（本案法院依修正前證交法第 20 條第 2 項及第 3 項規定，認為被告確實有不實之財務報告記載，而認為被告公司應依民法第 185 條為共同侵權行為人；而公開說明書不實部分，則認為原告無法舉證被告公司及其負責人已預先得知資金運用變動，尚難認其等於編製時具	本件法院認為被告公司負責人於財務報告虛偽記載之不法行為，依法人實在說解釋下，係屬法人自己之行為。因此，被告公司亦構成證券詐欺侵權行為民事責任，並依證交法第 20 條第 3 項、民法第 185 條與其他被告共負連帶賠償責任。

案件	法院判決	案件事實	責任是否成立	法院認定責任過程
		20 條第 2、3 項（修正前）、民法第 184 條、第 185 條為連帶賠償。	隱匿意圖。）	
	臺灣高等法院 109 年度金上字第 13 號民事判決 （111/08/24）	事實同上，惟本審原告請求依據為修正前證交法第 20 條第 3 項類推適用第 32 條及新增第 20 條之 1、民法第 184 條、第 185 條、第 28 條等規定。	成立（法院適用證交法第 20 條之 1 認為被告公司應負無過失民事責任；公開說明書部分，則同原審。）	以證交法第 20 條之 1 為被告公司無過責任之依據。
	最高法院 112 年度台上字第 438 號民事判決 （112/08/29）	同上。	最高法院大致同二審法院見解。	無。
中○聯合公司案（2）	臺灣高等法院臺中分院 106 年度訴字第 23 號民事判決 （107/06/12）	原告主張被告公司負責人利用招商說明會、座談會等，向外宣稱美商中○聯網公司投資事業情形甚佳之不實資訊，致原告陷於錯誤而購買股票。原	成立（法院認為被告公司負責人確實有以誇大渲染之不實資訊欺騙投資人，致本件原告誤信而購買公司股票，並受有損害。因此，被告負責人違反證交法第 20 條第 1	法院主要以公司內部負責人之侵權行為成立為前提，依公司法第 23 條第 2 項使公司負連帶賠償責任。

案件	法院判決	案件事實	責任是否成立	法院認定責任過程
		告主張被告公司及被告等人應依證交法第 20 條第 3 項及民法第 185 條為連帶賠償。	項規定，而被告公司亦應依公司法第 23 條第 2 項為連帶賠償。)	
	最高法院 109 年度台上字第 417 號民事判決 (109/06/03)	本件判決公司非為被告。	無。	無。
豪○科技公 司案	臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 90 號民事判決 (107/04/27)	原告主張被告公司負責人為配合兆○公司虛增營業額，以豪○科技公司之名義與兆○公司為虛假發票之開立，並導致財務報告上有虛增之營業金額。原告即主張被告公司與其負責人應依民法第 184 條第 1 項後段或第 2 項擇一及同法第 185 條、證交法第 20 條第 3	未成立（法院認為縱使被告負責人使豪○科技公司與兆○公司為虛偽交易，惟尚難於一般情形下認定有虛偽交易之發票即會造成投資人誤信並購買股票之結果。因此，認為本案並未構成相當因果關係，而不成立侵權行為責任。）	無。

案件	法院判決	案件事實	責任是否成立	法院認定責任過程
		項規定為連帶賠償。		
	臺灣高等法院 107 年度金上字第 7 號民事判決 (108/08/22)	本件判決公司非為被告。	無。	無。
兆○公司案	臺灣臺北地方法院 105 年度金字第 221 號民事判決 (107/03/30)	原告主張被告公司負責人為虛偽增資。並以不實新聞稿、說明會之內容使投資人誤信公司前景良好。原告主張被告公司應依民法第 28 條、第 184 條、第 185 條、公司法第 23 條第 2 項及證交法第 20 條第 3 項等規定，與其被告負責人共同負連帶賠償責任。	成立（本案法院主要以民法侵權行為規定為被告負責人與公司之責任判斷。並認為被告公司負責人具故意詐偽募集公司股票，應成立侵權行為責任。被告公司則應依公司法第 23 條第 2 項為連帶賠償。）	法院主要以刑事判決認定結果認為公司負責人之侵權行為成立，並以公司法第 23 條第 2 項使公司同負連帶賠償責任。
	臺灣高等法院 107 年度金上易字第 6 號民事判決 (108/02/26)	本件判決公司非為被告。	無。	無。

案件	法院判決	案件事實	責任是否成立	法院認定責任過程
立○生醫公司案	臺灣高等法院 105 年度重訴更一字第 3 號民事判決 (106/08/08)	原告主張被告公司負責人以不實銷貨為營收額之虛增，並於財務報表中為不實記載，同時公布於公開資訊觀測站。原告主張被告公司應依公司法第 23 條第 2 項、民法第 28 條為連帶賠償。	成立（本件法院認為被告公司與其負責人於私募股票時，係故意違反證交法第 20 條第 1 項之規定，而應依證交法第 20 條第 3 項、民法第 28 條項原告為連帶賠償。）	本件法院雖認定公司係違反證交法第 20 條第 1 項規定而須負民事責任。惟本件法院並無進一步說明被告公司行為係何以被認為屬故意。
	最高法院 108 年度第 1937 號民事判決 (109/04/29)	本件判決公司非為被告。	無。	無。
長○公司案	臺灣新北地方法院 105 年度訴字第 884 號民事判決 (105/12/15)	原告主張被告公司負責人為美化公司之財務報告，而以虛偽增資後再印製股票之方式取得資金。同時，將前述虛偽增資內容登載於公司財報中。以上，原告主張被告公司及	成立（法院認為被告負責人之行為係違反證交法第 20 條第 1 項，且本條係屬民法第 184 條第 2 項之保護他人法律。因此，最終法院認定被告公司及其負責人應依民法第 184 條第 2 項、第 185 條規定	本案法院係依民法第 184 條第 2 項、第 185 條使被告公司與其負責人為連帶賠償。惟本案判決似主要以被告負責人之行為違反證交法第 20 條第 1 項為判斷，並未有針對公司

案件	法院判決	案件事實	責任是否成立	法院認定責任過程
		其負責人應依證交法第20條、民法第184條第1項前段及第2項、第185條規定，共同負連帶賠償責任。	為連帶賠償。)	本身如何構成侵權行為有進一步之論述。
	臺灣高等法院106年度上字第342號民事判決 (108/04/09)	事實同上。原告二審請求權追加公司法第23條第2項。	成立(大致同前審，並認為負責人違反證交法第20條第1項行為得視為公司行為，因此公司亦成立自己侵權行為責任。)	法院認為負責人之證券詐欺行為，亦視同為公司行為。並依民法第184及第185條成立公司之連帶賠償責任。
CHUNGHWA 公司案	臺灣臺南地方法院103年度金字第13號民事判決 (105/07/06)	原告主張被告等人共謀，向其佯稱公司前景看好等不實內容，導致其誤信購買股票。並即依侵權行為規定向被告公司及其負責人為連帶賠償請求。同時，依證交法第20條第3項向被告公	未成立(法院認為原告無法舉證被告之詐欺行為，且認為本件已逾時效，最後認為原告請求為無理由。)	無。

案件	法院判決	案件事實	責任是否成立	法院認定責任過程
		司與被告行為人為賠償請求。		
	臺灣高等法院臺南分院 105 年度金上字第 2 號民事判決 (107/12/25)	同上。	成立（法院認為被告公司負責人之行為，已違反證交法第 20 條第 1 項，並構成民法第 184 條第 2 項責任。被告公司則應依民法第 28 條為連帶賠償責任。）	本件法院主要以公司內部負責人之侵權行為成立為前提，以民法第 28 條認為公司應負連帶賠償責任。
東○得意購公司案	臺灣臺北地方法院 101 年度金字更一第 1 號民事判決 (102/11/04)	原告主張被告公司負責人亦為訴外公司之總裁。而其為取得欲收購訴外公司之收購方提出之交易回饋利潤，而為隱匿收購消息、主導董事會撤銷公開上市之決議、利用其實際掌控之被告公司，向訴外公司小股東表示欲收購股票，導	未成立（法院認為尚難以認定訴外公司撤銷上市決議與被告公司向小股東收購股票間之關係。且認為本案小股東出售股票之期間，收購消息已為公布，因此應無再為隱匿之可能。）	無。

案件	法院判決	案件事實	責任是否成立	法院認定責任過程
		致小股東陷入錯誤而售出股票。原告主張被告公司及其負責人應依證交法第20條第1項及第3項、公司法第23條第2項、民法第28條、第185條為連帶賠償責任。		
	臺灣高等法院102年度金上字第11號民事判決 (103/10/07)	同上。	成立（法院主要認為被告負責人係為規避證交法公開收購之規定，而撤銷訴外公司上市決議。因此，法院認為被告負責人係以撤銷決議之方式對小股東為詐欺，自屬違反證交法第20條第1項之行為，應依證交法第20條第3項為賠償；被告公司則依民法第28條為連帶責任。）	法院主要以公司內部負責人之侵權行為成立為前提，並依民法第28條使公司負連帶賠償責任。

案件	法院判決	案件事實	責任是否成立	法院認定責任過程
	最高法院 104 年度台上字第 1484 號民事判決 (104/08/06)	同上。	本件最高法院認為原審對於被告負責人主導撤銷上市決議與被害人損害間之關係論述有前後矛盾之疑義。	無。
	臺灣高等法院 104 年度金上更(一)字第 5 號民事判決 (107/09/11)	同上。	成立(法院認為被告負責人顯係藉由撤銷訴外公司公開發行,以達到隱匿其與收購方之交易回饋利潤約定。此隱匿行為違反證券交易法第 20 條第 1 項,而被告公司應依民法第 28 條為連帶賠償。)	法院主要以公司內部負責人之侵權行為成立為前提,並依民法第 28 條使公司負連帶賠償責任。
	最高法院 108 年度台上字第 378 號民事判決 (109/02/26)	註:本件判決撰寫時尚無法於司法院裁判書系統為閱覽內容。	無。	無。

資料來源: 本文自行彙整。