

# 論公開說明書之法規範體系

易明秋\*

## 目 次

- 壹、前言
- 貳、公開說明書製作之法源
- 參、公開說明書之內容
  - 一、封面、封裏與封底
  - 二、公司概況與股利政策
  - 三、營運概況
  - 四、發行計畫及執行情形
  - 五、財務概況
  - 六、財務狀況及經營結果之檢討分析與風險管理
  - 七、特別記載事項
  - 八、重要決議、公司章程與相關法規
  - 九、簡式公開說明書
- 肆、公開說明書之交付責任
- 伍、公開說明書虛偽隱匿之民事責任
  - 一、應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事
  - 二、賠償義務人
  - 三、善意之相對人
  - 四、因果關係與損害賠償之計算
  - 五、連帶責任與內部求償
- 陸、公開說明書虛偽隱匿之刑事責任
  - 一、發行人、發行人之負責人與發行人之職員
  - 二、律師（以及其造意、幫助行為）

投稿日：民國九十三年八月三十日；接受刊登日：民國九十三年十月十五日

\* 美國印地安那大學法學博士，實踐大學企業管理學系助理教授。

三、會計師  
柒、結論

關鍵字：公開說明書、資訊揭露、謹慎查核義務、簽名、股利政策

## 壹、前言

如果要用一種原則來貫穿證券市場的規範，無疑的應該是強制性的公開揭露（mandatory disclosure）。美國前大法官 Louis D. Brandeis 在其一九一四年的名著 *Other People's Money* 中曾言：「陽光是最佳的防腐劑，電燈是最有效的警察。（Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman.）」已成為市場的黃金原則。公司如果不將資訊透露給大眾，投資人就無法評價而退卻，或即使買了也無法瞭解公司的實際價值，造成無法轉讓之窘境，故市場不會形成，公司亦無法得到資金。故從經濟學角度來看，公司資訊實具有公共財之特徵，為建立有效率之證券市場，勢必要由公權力強制要求公司揭露資訊，投資人也因此免受追逐資源產生的社會浪費（social waste）<sup>1</sup>。

---

<sup>1</sup> See John C. Coffee, Jr., *Market Failure and the Economic Case for A Mandatory Disclosure System*, 70 VA. L. REV. 717 (1984). 但美國有一些法律經濟學者，以新古典經濟理論及交易成本觀點，認為資訊揭露不應強制，而應由公司自願揭露，讓公司相互競爭揭露資訊以吸引投資人。See FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* 290-96 (1991). 不過，這純係學理上的分析嘗試，因為全世界的證券市場都採用強制揭露，沒有人願意再看到美國 1929 年股市崩盤的再現。

證券市場可略分為發行（初級）市場（primary market）與交易（次級）市場（secondary market）。前者指的是發行公司為募集資金而發行證券由投資人購買之市場；後者指的是投資人相互間買賣證券的市場。本文所談的是發行市場的公開揭露。

公開說明書（prospectus）是發行市場中最重要的資訊揭露工具。由於市場上投資人對諸多的發行證券甚難抉擇，勢必要透過發行人或承銷商之行銷手腕，但是在行銷過程中極易被誤導與欺騙。因此法規範發展出公開說明書，即透過書面形式將投資人所認定之重要事項強制揭露出來，使投資人有所判斷。

本文即是探討公開說明書的規範體系的一般性問題。第貳章是探討公開說明書之製作，說明現行公開說明書製作的各種法源及爭議。第參章探討公開說明書之內容，即是現行主管機關利用行政命令所要求發行公司所揭露的各種事項，這一部分是現在法學者所較少探討者，可能是因為此部分過於技術性，但也正因如此，在實務界則相當關注。第肆、伍章討論公開說明書的民事責任，此處法律學者多有分析，本文則強調不同行為人的違法要件差異性。第陸章探討違反公開說明書要求的刑事責任，由於民國九十三年春證券交易法的刑事罰則部分有相當之修正，連帶使公開說明書刑事責任產生適用性的疑義，是本章探討之重點。第柒章結論，總結本文與提出制度改進建議。

## 貳、公開說明書製作之法源

證券交易法第三十條第一項規定：「公司募集、發行有價證券，於申請審核時，除依規定公司法所規定記載事項外，應另行加具公開說明書。」

對此吾人可知在公開發行<sup>2</sup>向主管機關申報或申請核准時，公開說明書之編製與送件是法定要件（發行人募集與發行有價證券處理準則第六條第一項亦同）。但此並非投資人得以知悉之法源，投資人必須受領公開說明書的交付才能得到發行之相關資訊，而交付之要求第三十一條。第三十條第二項規定：「前項公開說明書，其應記載之事項，由主管機關以命令定之。」對此，主管機關（行政院金融監督管理委員會，執行單位為證券期貨局，民國九十三年七月前為財政部證券期貨暨管理委員會）則採取一般性/特殊性產業與證券的區別立法。一般性公司發行一般性證券（如股票、公司債等），係規範在「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則（以下簡稱說明書準則或說明書）」；金融業則有「金融業募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」與「金融保險業募集設立公開說明書應行記載事項準則」；依據證券投資及顧問法所發行之證券投資信託基金則有「證券投資信託事業發行受益憑證編製公開說明書應行記載事項」；依據金融資產證券化條例者則有「受託機構公開招募受益證券特殊目的公司公開招募資產基礎證券公司公開說明書應行記載事項準則」；依據不動產證券化條例則有「受託機構募集不動產投資信託或資產信託受益證券公開說明書應行記載事項準則」，本文則是討論一般性的「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」。

對公開說明書之行政命令之規範形式有下列數點宜值注意。首先，依據證券交易法第三十條第三項，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櫃檯買賣中心擬定，報請主管機關核定。此

---

<sup>2</sup> 由於證券交易法第 43 條之 6 以下的私募並非公開發行，所以並不需製作公開說明書，併此說明。

條文係民國九十一年增訂，其立法目的令人費解。根據主管機關所公布之立法理由，是為了配合行政程序法之施行，將證交所與櫃買中心原有的公開說明書規定給予法源。但證交所與櫃買中心為何也有自己的公開說明書要求，可能是考量上市時為配合其特有之上市要求而設（如資訊軟體業、BOT 公司有不同之上市標準），以及上市轉上櫃的情況<sup>3</sup>。但這樣的作法有許多爭議。第一，破壞了公開說明書作為主管機關強制揭露工具的精神。即使是自律機構要求市場紀律，也不需要利用法律來要求之。第二，證交所/櫃買中心之公開說明書記載準則，因為要經過主管機關核定，使得交易所愈趨近行政機關，如果一發行人違反之，不但有民刑事責任，主管機關可對此採取行政處分，交易所也可就同一事實課處違約金，更造成證券法制之錯亂<sup>4</sup>。第三，主管機關可能誤解發行與上市之關連性。公開發行與申請上市是兩個不同的行為與概念，固然現行規定要求凡公司申請上市前應先為公開發行<sup>5</sup>，但公開發行後未必公司準備上市。投資人在購買發行股票時固然關心何時會上市，但公開說明書是要告訴他公司的相關資訊，至於上市的狀況則非其能完全預見；退一步言，針對現行證交所或櫃買中

---

<sup>3</sup> 參考台灣證券交易所股份有限公司初次申請上市用之公開說明書應行記載事項準則。

<sup>4</sup> 美國法制下交易所屬自律機構（self-regulatory organization），雖然主管機關對其有監督權，可是彼此權責區分清楚，故不產生雙重危害（double jeopardy）問題，*see Jones v. SEC*, 115 F.3d 1173 (4<sup>th</sup> Cir. 1997)。但在我國主管機關對所謂證券周邊單位的管理，在法規形式面上與實質關係上，均極緊密，使這些單位可能成為行政協助者的角色。參陳新民，*行政法學總論*，頁 117-18，自版（1990）；林黎華，*從南港輪胎事件看上市契約之法律關係*，集保月刊，第五十四期，頁 14 以下（1998），有基本之分析。

<sup>5</sup> 參台灣證券交易所股份有限公司上市審查準則第 11 條。

心所額外要求之事項，在立法技術上也可整合於主管機關所訂之公開說明書準則中。第四，此種第三十條第三項之公開說明書在技術上是應該在投資人認購時依據第三十一條交付的，但兩者文字綜合來看會使人以為是與第三十一條不同之說明書，即投資人在認購初次上市前的承銷股票以為會拿到兩種不同的公開說明書，一是第三十一條第三項的初次上市公開說明書，一是第三十二條募集有價證券所應交付之公開說明書，但其實只有前者一種。

要補充說明的是，說明書準則僅適用股票與公司債，對其他有價證券之發行似無顧及，但是現行交易市場上有認購（售）權證的掛牌交易，是由綜合證券商所發行，亦屬有價證券，其法源「發行人申請發行認購（售）權證處理準則」中僅規定權證在發行時應向認購人交付公開說明書，並委由證交所與櫃買中心訂定內容規範（發行人申請發行認購（售）權證處理準則第十三條），所以證交所訂有「台灣證券交易所股份有限公司認購（售）權證公開銷售說明書應行記載事項要點」。這裡同樣犯了前述公開說明書應由主管機關規定的依法行政瑕疵，而且為何此處用公開銷售說明書而不用公開說明書也不可解，否則在嚴格的解釋下會認定並非證交法下的公開說明書，則會嚴重危害投資人之法律保障。另外，就外國發行人來台所發行之證券，其公開說明書之編製，除必須符合發行人所屬國/海外上市國之規定外，就我國法令之要求，相對於我國發行人在我國市場之揭露要求，則相當簡略<sup>6</sup>，顯示出對外國人不符國民待遇原則。因為發行人所屬國的揭露要求未必比台灣嚴格，還是默認我國的要求所嚴格但欠缺實益，反而不及他國？

---

<sup>6</sup> 參外國人募集與發行有價證券處理準則第 19、31、42 條。

## 參、公開說明書之內容

本章旨在對公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則為基本的介紹與分析。一般而言，此準則對公司要求揭露的內容尚屬廣泛，且有一定格式性之要求。

### 一、封面、封裏與封底

我國公開說明書採橫式印刷，在閱讀上與西文文書同。封面（outside front cover）亦類似外國實務，刊印本次發行之基本內容（如公司名稱、發行證券的種類、數量及條件等）（說明書準則第三條第一項）。比較特異的有二，第一是要求發行公司（或採募集發行之公司籌備處）必須用印鑑（故是黑紅雙色印刷），似乎多此一舉，且實務上此種印鑑章反覆在說明書中出現，與現行民法以簽名為原則不符。第二，公司必須說明資金運用計畫之用途以及預計可能產生效益之概要（細部說明見說明書內文）。運用計畫投資人當然應該知悉，可是預期效益則具不確定性，反而有可能誤導投資人且公司可能並不負責。

而封裏（inside front page）則要求刊印公司之資本歷史以及相關人之聯絡資訊（如承銷商、信用評等機構、簽證會計師、律師等）（說明書準則第四條）。其中更要求揭露公司對外發言人之姓名、聯繫方式及公司網址，故能強化與投資人的互動。

封底（inside back page）則要求由公司過半數之董事及總經理或籌備處代表人簽名或蓋章，若有承銷時，承銷商亦應就說明書中所負責部分簽名或蓋章（說明書準則第五條）。由於證券交易法第三十二條第一項第二、四款規定在公開說明書上簽名之人應對其虛偽不實負責，故要求似從此而來。美一九三三年證券法（Securities Act of 1933，以下簡稱一九三三年法）

第六條第(a)項規定在發行(申報)註冊書中應有發行人、其主要經理人、財務主管、會計主管與過半數之董事之簽名<sup>7</sup>，故與我制度類似。不過未在公開說明書上簽名之其他董事與全體監察人並非就可以此免責(見證券交易法第三十二條第一項第一款)，蓋其皆為公司之負責人也；承銷商不論簽名與否亦要負責。故我國法對公開說明書虛偽隱匿責任並非採簽名制，而係簽名與身份責任制之混合，非如美國採註冊書簽名制(註冊書中公開說明書為必備附件)，但實務上有讓更多的人簽名蓋章的趨勢。

## 二、公司概況與股利政策

公開說明書中除有目錄與摘要外，說明書準則將應記載事項分成七大類。第一大類是公司概況，包括公司簡介(說明書準則第八條)、公司組織(第九條)、資本與股份(第十條)、公司債辦理情形(第十一條)、特別股辦理情形(第十二條)、參與發行海外存託憑證辦理情形(第十三條)、員工認股權憑證辦理情形(第十四條)、併購辦理情形(第十五條)與受讓他公司股份發行新股辦理情形(第十六條)。此處規範之重點應著重在台灣企業經常發生之弊端或不妥之實務而應加以揭露防範者。

就公司組織部分而言，由於主管機關近來對公司治理之重視，要求公司揭露董監事之專業知識及其與其他主管、董監事是否具有配偶或二親等內之親屬關係。此要求建議應不限於自然人董事，對法人董事之代表人/負責人對另一法人董事之代表人/負責人亦應適用，且二親等內關係失之過窄，在台灣特有之家族企業文化中，只要是符合民法上之親屬關係，不論是姻親或血親，不論親等多少，只要為當事人所知，要求揭露似無過當之處<sup>8</sup>，不過這不能有效揭露現行利用人頭公司持股的問題。此外，由於

---

<sup>7</sup> 15 U.S.C. § 77f(a) (2004).

<sup>8</sup> 作者自己從事實證研究，每每嘆於無法對公司之經營者之相互關連性有詳細之

美國股市弊案及其改革所及，我主管機關對董監事與高階主管之報酬或其他優遇（如配車、提供宿舍 不論是否是豪宅等專屬之支出），也都有一定之揭露。

就公司資本方面，主管機關頗強調公司股權結構，特別是內部人之持股與股票質押情形，反映因證交法第二十六條董監事持股成數所帶來的影響，以及我國特殊之質押現象；公司尚應揭露股價、股利與每股淨值之相當資訊，對投資大眾有相當之參考價值。為此處較有爭議者為股利政策（說明書準則第十條第五款）。

所謂股利政策（dividend policy），應指一公司在配發股利時之態度。美國法要求公司應揭露最近二年之現金股利發放情形，如果公司並未有現金股利發放歷史，即使其有能力發放，也鼓勵其考慮是否在可預見未來有發放之打算；若無該等意圖也應陳述之。有發放現金股利歷史之公司也鼓勵其說明是否在未來繼續會發放類似之金額，若否，說明改變之性質<sup>9</sup>。美國公司習於發放現金股利，發展中公司或有些特定公司（如二三年之前的微軟）則從不發放或極少發放；至於股票股利較罕見，但美國公司有時在股價過高時會利用股票分割（stock split）之方式促進交易流通，而分割在本質上與股票股利無異。至於台灣的公司向來喜發股票股利，投資人亦表歡迎。故多年下來，台灣公司的資本規模均大幅膨脹，若公司盈餘

---

資料，特別是我國法人董監事過於普遍，使得背後之實際負責人資料更不顯透明。在台灣對公司財務透明度之要求，已有一定之國際水平，但對於背後人之透明度，仍極為不足。此處課予其揭露親屬關係，由於其最為知悉，幾無成本可言，但對大眾則是寶貴的資訊，或認為不限親等可能過於浮濫，本文則以為應以當事人之認知為前提，如當事人善意不知其彼此有親屬關係，則不違反揭露規定。

<sup>9</sup> 17 C.F.R. § 229.201(c) (2004).

未如股本膨脹成同步增加，盈餘自被稀釋。而公司流通在外股數既多，且盈餘未見增加，自然股價不易推升。但從實質層面來看，若將股票股利還原成現金（將配股賣出），對股東而言，其實與現金股利相同。

不過我主管機關對於台灣的上市櫃公司在股票股利的發放上太過浮濫並不苟同，曾於民國九十年發布所謂股利政策之要求<sup>10</sup>，其內容大致可分為四點：

（一）令上市櫃公司在章程中訂定具體股利政策，經股東會同意後向證期會報備，並應揭露於公司年報、公開說明書與財務報告等中。

（二）主管機關將對發行人上述股利政策之執行成效，列為發行有價證券案件之審查事項。發行人於辦理盈餘轉增資時，應一併說明盈餘資金留置公司之必要性並於下次辦理發行有價證券案件時一併檢討執行情況。

（三）上市櫃公司應於股東會議事手冊與年報中揭露本年度擬議之無償配股（即股票股利）對當年財務預測之每股盈餘之影響、最近二年是否造成盈餘稀釋，及若改發現金股利對每股盈餘與股東投資報酬率之影響，以利股東評估過去資金留置公司的使用效率，並考量是否將盈餘繼續留置公司。

（四）上市櫃公司分派可分配盈餘時除依法（公司法）提出法定盈餘公積外，應依證券交易法第四十條第一項，就當年度發生之帳列股東權益減項金額（如長期股權投資未實現跌價損失、累積換算調整數等）自當年度稅後盈餘公積與前期末分配盈餘提列相同數額之特別盈餘公積；（若屬）

---

<sup>10</sup> 參財政部證期會民國 89 年 1 月 3 日（89）台財證（一）字第 100116 號公告、民國 89 年 2 月 1 日（89）台財證（一）字第 00371 號公告。須注意主管機關並未利用法規命令發布的方式，故沒有官方正式的立法總說明文字，但這在證券管理實務上是常見的。

前期累積之股東權益減項金額，則自前期末分配盈餘提列相同數額之特別盈餘公積不得分派。嗣後股東權益減項數額有迴轉時，得就迴轉部份分派盈餘。

本文認為此股利政策有適法性之疑義，茲就上述之四項主題分析如下：

就整體結構的法律形式而言，主管機關所宣示的股利政策是一種對不特定多數人所作抽象之對外發生效果的行政行為，故應屬法規命令，依行政法的原則與中央法規標準法的規定，應有法律的授權及報立法院的程序，而兩者皆缺，故就行政程序面而言，應屬無效。或論該公告在外表上雖無法律依據的文字，但論其實質，實有證券交易法為依據。但本文以為，就證券交易法的精神來看，亦不能作如此解釋（見後述）。

就股利政策第一點而言，即使股利政策是適法的法規命令，其亦不能強制股東會將其納入公司章程中。因為證券交易法是規範證券的公開發行與交易，在某些程度上會涉及公司的內部人士，但無論如何不可涉及公司內部意思之形成，否則即逾越證券交易法的授權，因章程是公司法的範疇。但即使以公司法將股利政策納入公司章程，也不妥適。美國公司契約論者（contractarians）認為公司法本身是公司契約條款組合，其目的在減少公司關係人間的締約成本（contracting costs）<sup>11</sup>。若此，公司法第一二九條與第一三一條（股份有限公司的章程絕對與相對必要記載事項）的立法目的就相當清楚。譬如董事的人數與任期（第一二九條第六款）若不由法律明訂於章程之中，而股東會也未將其納入章程，必然造成董事、股東與公司間無窮的紛爭與訴訟。但股利政策，涉及公司現任經理階層對公司未

---

<sup>11</sup> EASTERBROOK & FISCHER, *supra* note 1, at 34. 公司契約論的中文介紹，可參易明秋，公司法之經濟分析引論，軍法專刊，第四十二卷第七期，頁 22 以下（1996）

來財務業務發展的政策，其不確定性甚大，且經理階層會更動，更動後的政策亦可能與前任不同。故股利政策之強制，會限制公司經營者的彈性。

就股利政策第二點而言，前已言之股利政策有行政法上的程序性瑕疵，應屬無效，自不能將執行的成效作為審查該公司下次辦理發行的事項之一，特別是證期會訂有「發行人募集與發行有價證券處理準則」，有關審查事項，自應統一於該準則中規定。即使不論此要求的程序違法，此審查權限確實造成主管機關極大的裁量空間，難免有干擾市場機能的爭議。

至於股利政策第三點而言，就字面上來看是要求公司揭露過去兩年與本年擬議之無償配股與對每股盈餘之影響（包括盈餘稀釋、盈餘使用效率、股東投資報酬率等），如果投資人因公司之揭露而能深刻評析公司的資本行為，而使其在股利政策上產生自律，就效益上而言自然是有利於投資人。但如果主管機關除此目的性外，其真意乃是限制公司採用股票股利，因其造成股本膨脹，若獲利不變，每股盈餘自因股數之增加而被稀釋，而應改採平衡式之股利政策<sup>12</sup>，則可能在行政立場稍顯薄弱。股票股利的發給其實就是一種股票分割，不論股票處分與否，對股東而言其投資報酬不變，甚至因填權而享有更大收益。因之就財務學觀點言，股票股利係屬中性，而對投資人各有利弊<sup>13</sup>。而就法規範言，應以揭露為已足，而不應刻意去強調公司發放股票股利對公司使用資金的影響。前已述及，因美國公司以發現金股利為常態，少見股票股利（因股票分割為法所允許且常見），所以美國法是採取中性之歷史性揭露並鼓勵揭露未來發放之趨勢。

---

<sup>12</sup> 徐碧華，證期會決推動健全股利政策，聯合報，第 23 版（1999/08/27），所引述當時證期會副主委丁克華之評論。曾維茂，上市上櫃公司歷年配股將攤在陽光下，經濟日報，第 17 版（1999/01/25）。

<sup>13</sup> 參劉玉珍，談現行股利政策之缺失與檢討，資訊公開與股利政策問題研討會，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會主辦，台北市（1999）。

就股利政策第四點而言，本質上是一會計問題的法律化，也就是對於特別盈餘公積的額外提列規定。按特別盈餘公積，依公司法第二三七條第二項，是由章程或股東會決定之，非法定強制提列。惟證券交易法第四十一條第一項，可以命令公開發行公司提撥一定比率的特別盈餘公積，因而具有強制性，股利政策第四點即以此為法源。但該條文只規定主管機關有權命公司提「一定比率」的特別盈餘公積，並未規定該一定比例的會計法則，故明顯超出法律授權，否則公司法關於公積的部份皆可如此解釋，對業界一般公認會計原則的建立，侵害甚鉅，亦無強有力的法益支撐。

從該二股利政策公告發布後，主管機關開始相關修法工程，以補當初依法行政之瑕疵。在此處之說明書準則中，要求在公開發行時揭露公司章程中所訂之股利政策及本年度擬（已）議股利分配之情形，及擬議之無償配股對公司營業績效及每股盈餘之影響（說明書準則第十條第五、六款）；在公司的年報應記載事項中也有相同之要求（公開發行公司年報應行記載事項準則第十一條第六、七款）；在證券發行人財務報告編製準則中，要求揭露股利資訊：「說明股利政策之內容、最近二年度已發放之每股現金股利、盈餘及資本公積配股數額，如有累積未付之股利者，並應揭露累積未付之數額。發行人之股利政策如有或預期有重大變動時，應加以說明。」（證券發行人財務報告編製準則第十九條第二款）。比較有適法性爭議的是，上市櫃公司若沒有在章程中訂定股利政策，主管機關得退回或不核准其無償配股申報案件（發行人募集與發行有價證券處理準則第七十六條第四款第二目）。此外證交所與櫃買中心對申請上市櫃之公司均要求其有股利政策<sup>14</sup>。

---

<sup>14</sup> 參如台灣證券交易所股份有限公司證券承銷商辦理股票初次申請上市案之評估查核程序第 7 條第 7 款。

自從上述股利政策實行後，對投資人的好處在於瞭解公司配股的使用效率，缺點則是公司對股利之發放已受拘束而較缺彈性，還要自我揭露本身是屬於發展期抑或成熟期之階段於公司章程中，在國際實務可屬史無前例之創新。但股利政策的基本問題在於股利之採現金或股票，公司有諸項考量，投資人也有不同之期待，大環境如產業景氣、投資需要以及利率水平也都是變數，故應讓市場與投資專家來評價公司股利政策。

### 三、營運概況

營運概況是公開說明書內容之第二大類，包含公司基本營運事項（說明書準則第十七條）、資產（第十八條）、轉投資情形（第十九條）、重要契約（第二十條）、營運概況之必要補充事項（第二十一條）。

說明書準則第十七條是公司業務揭露之核心事項，主管機關在此是頗強調讓投資人對其經營內容能有充分之瞭解，故頗為細密。此處有幾點應予申論。

企業經營必然有經營之風險，所以投資人也會遭受此風險所帶來之損失。不過，由於公開說明書是發行人募資的行銷工具，故「隱惡揚善」便不可避免。但是此種作為是抵觸公開揭露保障投資人之精神的，故揭露之規範應是要求公司對事物應不論好壞一體揭露。如第十七條即要求公司分析市場之不利因素及因應對策。但此種風險揭露，似乎失之過窄，且存在於公開說明書眾多篇章中的一小部分，宜參考美國公開說明書立法例，獨立一章「風險因素（risk factors）」，置於公開說明書之首，以落實公開說明書是以投資人風險（而非發行人）考量為前提<sup>15</sup>。

---

<sup>15</sup> See 17 C.F.R. § 229.503(c) (2004). 美國法所要求公司揭露之風險因素，是指發行人必須討論使這次發行變得投機(speculative)或具風險的最重要因素，但法中只規定原則，發行人如何揭露完全存乎一心，但由於美國法的執法與訴訟效率，

第二，就環保支出資訊而言，似係參考外國法強調環保之重要性而要求，不過台灣環保執法強度與要求程度可能比歐美先進國家有一定之落差，反而造成環保因素在公司的重要性較為不足，則有賴環保法規的強化與環保、證券兩機關之合作方能體顯此揭露之目的。

第三，就勞資關係而言，由於台灣公司以公司法必須強制提撥盈餘分紅給員工（公司法第二三五條第二項），且可利用股票分紅為之（公司法第二四 條第四項）。故除在財務報表上以會計方式揭露之外，此處亦應揭露其分配情形（可能要說明目的性與效果）。

第四，本條亦要求揭露主要進銷客戶名單及進銷貨金額及比例，但由於此可能涉及商業競爭及機密問題，故與外國立法例同，允許以代號為之，實務上如資訊業公司利用者頗廣。

#### 四、發行計畫及執行情形

首先，說明書準則要求公司就前次之發行計畫（不論是現金增資、併購、受讓他股份而發行新股或公司債之發行）之計畫內容及執行情形均要求揭露（說明書準則第二十二條），特別是執行情形，要求頗嚴，反映了主管機關對公司資金募集之不信任與弊端。而對本次發行，依照發行證券種類之不同而有不同之規定，並強調公司應從事效率分析（說明書準則第二十三至二十五條）。

#### 五、財務概況

我主管機關向來對發行公司財務資訊之揭露十分重視，說明書準則第

---

使得發行人對此不容小覷。譬如台灣公司在美發行的公開說明書上就會寫出台灣有許多天災（如颱風、缺水）與政治（兩岸）風險，美國發行人也會揭露如公司關鍵員工如果流失或主要契約無法繼續會嚴重影響公司未來前途。

二十六條規定發行公司應揭露最近五年之簡明財務資料，除一般之財務報表外，當然有簽證會計師之姓名與查核意見。但主管機關更要求公司作財務分析，將財報各項數據套用在各項財務指標上，如償債能力之流動比率、獲利能力之資產報酬率、營運槓桿度等。對此財務分析要求外國立法例未必有，但應值肯定，使得有基本財務會計知識者均可從各項比率數據中方便看出公司之財務問題，對投資大眾甚為有利。此外第二十七條復要求財務報表中應附財務預測，頗有爭議<sup>16</sup>。第二十八條則要求財務概況應記載其他重要事項，如背書保證、衍生性商品交易等資訊。

#### 六、財務狀況及經營結果之檢討分析與風險管理

民國九十二年四月主管機關增訂說明書準則第二十八條之一，要求公司揭露所謂財務狀況及經營結果之檢討分析與風險管理。此處規定發行人應就公司之（一）財務狀況、（二）經營結果、（三）現金流量、（四）最近年度重大資本支出對財務業務之影響、（五）最近年度轉投資政策、其獲利或虧損之主要原因、改善計畫及未來一年投資計畫、（六）風險管理事項進行分析評估。此處的問題在於這些事實是過去式或現在進行中，而要求公司自我評估未來之影響或因應對策，就後者而言，有相當之不確定

---

<sup>16</sup> 法律學者多對現行財務預測制度之效益上莫衷一是，參賴源河主持，財務預測制度之探討，月旦法學，第九十七期，頁 267-86（2003）；反對說可參易明秋，公司治理，頁 213-25，弘智文化事業有限公司，初版（2003）。會計學者亦有認為財務預測不應強制而是自願性揭露，加上市場專業分析師的參與預測，產生資訊的競爭效率，參康榮寶，現行財務預測的「結」與「解」，資訊公開與股利政策問題研討會，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會主辦，台北市（1999）。行政院金管會成立後，似終於體認到強制財務預測之不當，宣布自民國 94 年 1 月 1 日起取消之，代之以自願性的財務預測制，參彭禎伶、周慧如，強制財測明年全部取消，工商時報（2004/08/13）。

性，故與財務預測有同樣之問題。

主管機關之訂定此條文，應是參考美國所謂「管理階層對財務狀況與營業結果之討論與分析（management's discussion and analysis of financial condition and results of operations，簡稱為 MD&A）」之規定，蓋其結構類似但簡化<sup>17</sup>。這是一種綜合性分析，鼓勵發行人就現有之歷史資料、趨勢資料（trend information）綜合判斷，其結果會含有所謂展望性（forward looking）文字出現。早期美證管會並不鼓勵發行人揭露此種資訊，認為有誤導投資人之嫌，市場則歡迎，但市場上又有投資人因信其預測，事後並不符合其展望而受損的情事，而向發行人提起損害賠償訴訟，故使得公司處於兩難之狀況。對此，美主管機關先是鼓勵發行人主動提供此等展望性敘述，訂定法規安全港，規定如果此種敘述之揭露是善意（good faith），製作是有合理之基礎，就不視為詐欺<sup>18</sup>。儘管如此，因信其預測而受損之投資人，仍不斷地在法院提起訴訟，使得發行公司頗為困擾，就個案法院又有不同之立場。一九九五年當共和黨在參眾兩院為多數黨時，通過了一九九五年民事證券訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act of 1995），該法大幅增修了一九三三年法與一九三四年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934，以下簡稱一九三四年法）。在展望性陳述上，該法要求如果該口頭或書面之陳述是：（一）可成立展望性陳述但伴隨著有意義之警語；或（二）該陳述缺乏重大性；或（三）原告無法舉證該陳述之作成係惡意（明知其為不實），則民事訴訟不成立（安全港規範）。此外，針對口頭之展望性陳述，如果是發行人或其代表人所為者，而伴隨著警語並表明投資人可從方便取得之書面資訊（如申報文件）中得到其他有關此

---

<sup>17</sup> 17 C.F.R. § 229.303 (2004).

<sup>18</sup> See 17 C.F.R. § 230.174 (2004); 17 C.F.R. § 240.3b-6 (2004).

口頭陳述之資訊，亦可免責<sup>19</sup>。此外，對此種展望性陳述，美國法明定並無要求在此訴訟安全港規定中要求任何人有更新（update）之義務，但證管會在公開收購過程中有具體之要求<sup>20</sup>，但此並非一般性之要求，故仍待法院就不同之個案發展之。

### 七、特別記載事項

主管機關對此要求頗多，但可歸類為（一）外部專業人士之意見（書），如律師、簽證會計師、承銷商、信用評等公司、其他財務業務技術專家等，（二）公司內部自我承諾、評估、缺失改進與分析之資訊，（三）過去三年之私募普通股資訊，（四）最近年度董事會會議中反對董事之意見（很奇怪之規定，不知立法真義如何）（以上見說明書準則第二十九條），以及（五）公司治理運作情形（第二十九條之一）<sup>21</sup>。此處可能的問題在於第一種專家之人數相當多，而有法律責任之問題（見下第伍、陸章）。

### 八、重要決議、公司章程與相關法規

此處之決議，包含最近兩年度公司董事會與股東會之重要決議事項（含章程新舊條文對照表及盈餘分配表）、取得或處分資產處理程序、資金貸與及背書保證作業程序，及其他主管機關應記載之程序或辦法（說明書準則第三十條）。此類決議之刊印，可能過於冗長而無實益，而且何謂重要或不重要由公司自由心證亦有問題，否則應就董事會與股東會決議事項全部揭露之，故不妨要求若公司利用其網站公告此類事項則不須刊印。

另外就相關公司法、會計師法與證券交易法相關條文之揭露（說明書

---

<sup>19</sup> 15 U.S.C. § 77z-2 (2004); 15 U.S.C. § 78u-5 (2004).

<sup>20</sup> 17 C.F.R. § 240.14e-2(b) (2004).

<sup>21</sup> 有關公司治理之問題，參易明秋，同註 16。

準則第三十一條), 亦屬多餘。

## 九、簡式公開說明書

主管機關亦瞭解依據上開規定所製作的公開說明書頁數過多, 但又必須考量資訊揭露之充分, 故權衡之下設計出所謂的「簡式公開說明書」。

首先, 適用簡式說明書的發行公司分成兩大類, 第一大類是依據發行人募集與發行有價證券處理準則第六條第二項之發行(如上市櫃公司與未上市櫃公司之現金增資、募集設立、公司債公開發行等), 第二大類則有(一)發行普通公司債, 並於最近一年取具信用評等報告或經金融機構保證者、(二)同一會計年度第二次發行者(第一次者屬第一大類)(三)未上市(櫃)公司現金增資但未公開發行、發行附認股權公司債、轉換公司債、併購發行新股或受讓他公司股份發行新股、員工認股權憑證(說明書準則第三十二條)。

第一大類的公司應將完整的公開說明書以電子檔傳送至資訊觀測站, 完整的公開說明書應放置於相關機構(證交所、櫃買中心、券商公會、證基會)供投資人查閱, 而將簡式公開說明書交付認股人或應募人。第二大類之公司則沒有前述完整公開說明書之上傳與放置要求, 其只要印行簡式公開說明書並交付認股人或應募人即可(說明書準則第三十二條第二項)。

至於簡式公開說明書內容確實簡化許多揭露內容, 許多冗長且不重要事項均予省略, 但保留公司重要事項(見說明書準則第三十三條), 精簡而不失精確。本文以為簡式公開說明書可以取代現行的公開說明書, 蓋現制與外國要求相比略屬過度, 造成重大事項的浮濫。若可利用網站揭露次要事項以節省印製成本, 及重新檢討揭露之目的性, 或可提升公開說明書之揭露效能。

## 肆、公開說明書之交付責任

證券交易法第三十一條第一項規定：「募集有價證券，應先向認股人或應募人交付公開說明書。」本項有數點適用疑義應予分析。

由於本項並未明白說明交付主體，交付主體應為發行人應無疑義，而依據第七十九條，承銷商出售承銷之有價證券時，應依第三十一條第一項之規定，代理發行人交付公開說明書，故承銷商應為發行人的代理人。但多數學者從美日立法例及條文的廣義解釋，認為承銷商應是交付主體，而不僅限於代理人地位<sup>22</sup>。本文從狹義解釋，認為應只有發行人為交付主體。因為從第七十九條文字可反證發行人之交付主體地位；其次依第三十條公司發行有價證券申請主管機關審核時要加具公開說明書，而申請主體是公司（發行人）本身，故第三十一條之交付主體亦應是同一之公開說明書製作人；第三，依據第十三條公開說明書之定義是「發行人為有價證券之募集或出資，依本法之規定，向公眾提出之說明文書」<sup>23</sup>，這裡的提出似就有隱含交付之意；第四，承銷商成為發行人交付公開說明書之「法定代理人」，對此民法代理之相關規定當然適用，而實務上對承銷商交付公開說

---

<sup>22</sup> 賴英照，證券交易法逐條釋義（二），自版，七刷，頁 239（1996）；劉連煜，新證券交易法實例演習，頁 236-40，元照出版有限公司，增訂二版（2004）。

<sup>23</sup> 此處附帶一提的是除遵循公司募集與發行有價證券公開說明書應行記載事項準則所編製的公開說明書外，發行人在發行時對外依法（或不違反法令）公開之文書是否也可算是公開說明書（譬如在法人說明會上散發之資料）？解釋上應為肯定，美國法亦採此觀念，參 15 U.S.C. § 77b(a)(10) (2004)，台灣也有法院在判決中採取此種見解（台灣新竹地方法院 90 年重訴字第 162 號民事判決）。

明書之規範亦頗詳盡<sup>24</sup>，就管理上與民事求償上，投資人並無任何不利之處，蓋法律關係明確，且若認為承銷商是交付主體，對於交付上的瑕疵，除非契約明定，否則對外亦不負連帶責任，這對投資人並無有利之處，而承銷商身兼本人與發行人代理人身分，應由法律規定，再利用行政命令規範細部義務關係，如此才能減低因法律關係不清所造成的交易成本；第五，美國一九三三年法是規定在交付證券前或之前應交付公開說明書，可是並沒有規定承銷商的交付義務，美證管會則是利用證券商管理（證券商在證券交易上不得有詐欺之行為）的行政命令建立起明確的交付義務<sup>25</sup>。又應注意的是，我國法與美國法相同，法文上並沒有禁止無承銷商的直銷行為（direct selling），即發行公司利用公開發行直接賣給投資人有價證券。而在直銷上，由於沒有承銷商，公開說明書的交付人只有發行公司。只是實務上主管機關為保護投資人並沒有開放此類直銷，但在美國則常見。

另應注意的是我承銷實務上是由承銷商將公開說明書以郵寄方式寄交投資人，並無經紀商之參與，且證交法本身亦無經紀商交付公開說明書之規定，故經紀商並沒有法定交付義務，但證券商公會則要求在採詢價圈購之承銷案件經紀商應提出公開說明書稿本及相關資料供投資人參考（中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法第五十條第一款）。按公開說明書稿本乃發行申報（請）未生效（核准）前之版本，目前要求發行人在發行送件前應將稿本以電子檔方式傳至公開資訊觀測站<sup>26</sup>。由於公開說明書稿本亦本於行政命令所製作，不能因為有嗣後

---

<sup>24</sup> 參中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法第 10 條、第 25 條、第 33 條第 3 款、第 40 條第 1 項第 1 款、第 41 條第 1 項第 1 款、第 42 條第 1 項第 1 款、第 50 條、第 53 條第 1 項第 6 款、第 74 條。

<sup>25</sup> See 15 U.S.C. § 78o (2004); 17 C.F.R. § 240.15c2-8 (2004).

<sup>26</sup> 說明書準則第 35 條 財政部證期會民國 91 年 6 月 28 日台財證 1 字第 0910003639

之定本就認為其非證券交易法上之公開說明書。只是由於有嗣後之定本及交付，公開說明書稿本即無交付責任，亦無第三十二條之虛偽不實之責任（稿本缺乏交付的前行為，而且稿本內容已由定本所吸收）。

又，第三十一條第一項的另一重要課題是所謂的募集時應先向投資人交付公開說明書的時間問題，即此處之「先」作何解？由於募集需要一定時間，故實務上是採競價拍賣者在得標後寄發公開說明書；採詢價圈購者在承銷價格確定後寄發給圈購人；採公開配售者在抽籤後寄發給中籤人；採洽商銷售者在認購人認購時交付之<sup>27</sup>。故實務上是強調在繳付股款前交付，故投資人仍有時間閱讀並得撤銷之，況且在公開說明書交付之前投資人有機會取得或閱讀（如從公開資訊觀測站）公開說明書稿本，故實務之作法似未剝奪投資人之權益<sup>28</sup>。而美國法規定是在證券交付之前或同時應附隨公開說明書<sup>29</sup>，因此在實務上一位美國投資人可能以電話與其經紀商購買一證券，而經紀商隨後以買賣確認書與公開說明書同時寄送給該客戶，故投資人可能在此之前從未有機會閱讀該證券之公開說明書資訊<sup>30</sup>。

第三十一條第二項規定：「違反前項之規定者，對於善意之相對人因而所受之損害，負損害賠償責任。」此處之違反自指前項之交付義務，但

---

號令。

<sup>27</sup> 參中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法第 33 條第 1 項第 3 款、第 40 條第 1 項第 1 款、第 42 條第 1 項第 1 款、第 53 條第 1 項第 6 款、第 74 條。

<sup>28</sup> 余雪明，證券交易法，頁 611，財團法人證券暨期貨市場發展基金會，四版（2003），有不同見解。

<sup>29</sup> 15 U.S.C. § 77e(b)(2) (2003).

<sup>30</sup> 此有一主要之例外，針對初次公開發行案件，經紀商必須在寄發買賣確認書之前的 48 小時前交付公開說明書。See 17 C.F.R. § 240.15c2-8(b) (2004).

此處之問題有二：第一，何謂善意之相對人？第二，賠償責任應如何計算？

就善意相對人而言，學者間看法分歧，有認為是指「不能已知悉說明書之內容，或明知可輕易取得而故意不取得者」<sup>31</sup>；有認為應是指對發行人有關證券之發行不知情者（故若對發行情形知之甚稔，則不應允許其僅因未受公開說明書之交付而請求賠償）<sup>32</sup>。似以前說較符合民法上不知情之概念，惟實務上對寄送公開說明書已有相當之規範，且投資人利用公開資訊觀測站亦甚方便，故實際案例已不太容易產生。

至於損害賠償之計算，法文太過簡略，由於此處之交付可說是法律上所創設之證券買賣契約義務之一，故應回歸到民法買賣之契約救濟權利，如投資人解除契約（退回證券及請求返還買賣價金），故不限於給付不能或不完全給付之損害賠償。美國法對此則較明確，如果投資人買後未轉賣，可主張解除（rescind）契約請求價金（附加利息）之返還，若已轉賣，則請求損害賠償（應為買價與轉賣價之差額）<sup>33</sup>，可為參考。

違反本條有刑事責任，依第一七七條第一款處一年以下有期徒刑、拘役或科或併科新台幣一百二十萬元以下之罰金。

## 伍、公開說明書虛偽隱匿之民事責任

證券交易法第三十二條係規定公開說明書之隱匿虛偽之責任，可說是發行市場中公開揭露責任之最主要規定，其結構尚稱複雜，茲利用各節分析其要件。

---

<sup>31</sup> 余雪明，同註 28。

<sup>32</sup> 賴英照，同註 22，頁 242。

<sup>33</sup> See 15 U.S.C. § 77l(a); *Wigand v. Flo-Tek, Inc.*, 609 F.2d 1028, 1035 (2<sup>nd</sup> Cir. 1979).

## 一、應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事

什麼是公開說明書之應記載之主要內容，證券交易法並沒有也不可能規定清楚，一般而言，可分為主客觀兩層面。在客觀方面，由於主管機關訂有應行記載事項準則，但不能說主管機關所要求者都應是主要內容<sup>34</sup>，而且儘管如此，就這些應記載事項發行人還是有許多可操縱的空間，故主觀認定甚屬必要，惟此處有待法院就個案認定，並累積成判例法，在我國尚在初始階段。美國就「重大性 (materiality)」之認定，亦從判例法而來，其累積而形成的原則，不外乎「一個理性的投資人是否視此為重要」、「不必要證明投資人因此而會有不同之行動」、「僅證明投資人有可能對此資訊有利益的是不夠的」<sup>35</sup>。

何謂虛偽？即指明知事實不符而仍為陳述，故其內含主觀要素。隱匿似從美法 omission 一字而來，指應揭露而不揭露或僅揭露部分，故隱匿可說是虛偽的消極作法<sup>36</sup>。一旦公開說明書有虛偽隱匿，第三十二條第二項列舉出各種人必須負民刑事責任，不論其是否為故意行為人，或因過失不知虛偽隱匿，除非符合免責抗辯的條件。

---

<sup>34</sup> 但前已述之，我公開說明書有許多累贅不必要部分，如相關法規之臚列。

<sup>35</sup> THOMAS LEE HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION 598-60 (4<sup>th</sup> ed. 2002).

<sup>36</sup> 民國 77 年證券交易法修正時將「欠缺」修改為「隱匿」，這是當時立法委員主動修改，非行政院版本之文字。事實上不論當年或民國 57 年立法在立院討論時當時對用欠缺或隱匿之文字均有爭議，因為欠缺二字在中文上似可存在過失行為。參蘇松欽，證券交易法修正詳論，頁 326-32, 335-37，自版（1988）。本文則以為此既從美法 omission 而來，以隱匿為妥，美法 omission 為故意行為。

## 二、賠償義務人

### (一) 發行人

證券交易法第三十二條第一項規定左列各款之人與公司就公開說明書虛偽隱匿應就其負責部分與公司負連帶責任，其中第一款便是發行人與其負責人。此處發行人的文字有訛誤之處，因為發行人就是公司，如何發行人與公司負連帶責任？故本款項實指發行人就公開說明書不論任何部分有虛偽隱匿，即使非其準備之部分（如會計師簽證意見），均應負責，無任何之抗辯，不論其有無過失（參見第二項）。

### (二) 發行人之負責人及其免責抗辯

所謂負責人，一般均指公司法上公司之負責人，故在公司平時為其董事及執行業務範圍之監察人與經理人（公司法第八條），但因經理人必須回歸到民法來決定是否適格（民法第五三三條以下），故其範圍可能較廣<sup>37</sup>。而第三十二條規定負責人是與公司負連帶責任，似屬過嚴，因此必須建立合理的抗辯原則。

首先，第三十二條第二項規定除發行人外，其他第一項各款之人對於未經第一項第四款之人簽證部分（指非專家意見部分 non-expert portion），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者免負賠償責任；而對專家意見部分要有正當理由確信其為真實者免負賠償責任，

---

<sup>37</sup> 財政部證期會民國92年3月27日台財證三字第0920001301號令曾訂定經理人之範圍，包括（1）總經理及相當等級者；（2）副總經理及相當等級者；（3）協理及相當等級者；（4）財務部門主管；（5）會計部門主管；（6）其他有為公司管理事務及簽名權利之人。此令對經理人之定義兼具主客觀規範，應值肯定，但注意此令是針對證券交易法第22條之2、第25條、第28條之2、第157條及第157條之1，並不適用於公開說明書，但仍具相當之遵循價值。

此即免責抗辯。故不論對專家或對非專家部分，負責人均應盡謹慎查核之義務（due diligence），只是兩者的義務程度有別，前者較低後者較高。但任一負責人是否應就所有非專家部分盡謹慎查核，似乎過當，因此必須合理規範其義務範圍。對此可就法文及外國法兩方面來建立一套合理之體系。

由於法文中明定負責人是就要就其應負責部分負責，故一研發部門主管就不應對公開說明書之產品行銷部分負責。由此觀之，負責人在公司之職務應扮演關鍵性之角色。

### 1. 董事長與總經理

董事長的實際角色在各國公司治理實務上不盡相同，美國通常是執行長（chief executive officer，我國通常用語為總經理 general manager）兼，英國則常是外部董事擔任，我國則多與總經理分由二人擔任，但為專任，不但對決策具有決定權，甚至平常業務上亦然，故總經理可能變成其幕僚長。故在此種企業文化之下，董事長與總經理對說明書所有非專家部分均應是應負責部分，其謹慎查核義務最嚴。而對專家意見部分，其「有正當理由之確信」也是要符合謹慎查核義務，譬如對會計師所簽證之財務報表，他應該向相關人等（如簽證會計師下的主要查帳員、總經理、會計、稽核、財務等正副主管、獨立董事、監察人、承銷商的負責人員等）切實詢問相關問題，以瞭解財報的相關面向。

### 2. 內部董事

所謂內部董事，是指董事兼有公司內部之經理人職務者。此類人士因為具有部門經理職務，又具有董事決定公司大政方針之責，實為董事長之肱股，其謹慎查核義務應與董事長同，其應負責部分應為公開說明書全部

### 3. 常務董事

台灣許多公開發行公司的董事席次眾多，往往設有常務董事會，以代

行董事會不開會時之權責。常務董事之組成除內部董事外，通常是最具影響力之外部董事<sup>38</sup>，即大股東。此類董事對公司的瞭解程度當次於前二者，但因常務董事會開會次數較頻，董事會之真正權力實集中於此，故其亦應對公開說明書之全部負責，但謹慎查核義務似較前二者為低。

#### 4. 外部董事

外部董事與下述獨立董事不同，是指未兼任公司內部經理人職務但不符獨立董事資格之董事。此類董事也是對公開說明書的全部負責，但可能其謹慎查核義務較前者為低<sup>39</sup>。本文復認為，董事之背景可能會影響其義務，如律師或會計師就專業相關部分應更謹慎。美國法規定，外部董事如果不是故意造成註冊書之虛偽隱匿（如忽視了謹慎查核之責），並不與公司或其他人負連帶責任，而係就其有責部分負賠償責任。

#### 5. 獨立董事

對此公司法與證券交易法無規定，但主管機關仍已建立獨立董事之資格與制度<sup>40</sup>，證交所與櫃買中心更聯合訂定了「上市上櫃公司治理實務守則」，不過對獨立董事之職權仍未有較清楚之界定。而證券交易法修正案第十四條之三賦予較明確賦予獨立董事權責，其中包含有價證券的發行，

---

<sup>38</sup> 個人以為，就台灣實務來看，常務董事不宜再分內外部董事。常務董事會既然在董事會休會時經常執行董事會功能，常務董事即使不兼經理人職務，也是屬於公司專職者（雖然他可在外擔任其他工作）。

<sup>39</sup> 美國判例法也認為外部董事同樣負有此謹慎調查義務，但責任程度為何則未有結論。See MARC I. STEINBERG, UNDERSTANDING SECURITIES LAW 160-62 (3<sup>rd</sup> ed. 2001).

<sup>40</sup> 財政部證期會民國 92 年 9 月 23 日台財證 1 字第 0920003896 號令。需注意的是民國 93 年 7 月 16 日行政院已向立法院提交「證券交易法修正案」，該修正案中已納入獨立董事之制度。

故本文以為，獨立董事亦對公開說明書之全部負責，若該獨立董事是審計委員會成員<sup>41</sup>，其謹慎查核義務較高，若否，也應比其他外部董事為高，否則喪失獨立董事之目的性。或認為有較高的注意義務會使外界公正人士無意願參與公司治理，此可利用責任保險解決，非此處之重點，茲不論。

#### 6. 監察人

監察人的審慎查核義務本應較高，此乃其監察本質所致，而且在財務上公司法與證券交易法本有查察財務表冊之義務（公司法第二二八條、證券交易法第三十六條第一項參照），是以其對公開說明書全部負責，自無疑義，而且就專家意見部分，其有「正當理由相信其為真實」之謹慎查核義務，可能還比一般董事來得高，而上市上櫃公司治理實務守則<sup>42</sup>中對監察人之要求，可為其建立遵循義務的基本結構（參見該守則第四十四至五十四條），但目前主管機關所承認之獨立監察人制度，本文則採取保留看法<sup>43</sup>。

---

<sup>41</sup> 上市上櫃公司治理實務守則第 29 條、證券交易法修正草案第 14 條之 5。審計委員會替公司的財務把關，其謹慎查核義務內容或與董事長與常務董事不同，但程度應相同才是，故美國法要求其必須全由獨立董事擔任。有關獨立董事制度之分析，可參易明秋，同註 16，頁 26-61。

<sup>42</sup> 此守則是由台灣證券交易所與中華民國證券櫃檯買賣中心會銜發布，背後主導者為主管機關，但此並無法律或上市櫃契約上拘束力。

<sup>43</sup> 可參易明秋，同註 16，頁 126-36 對我國監察人制度之評析。註 40 中所提之「證券交易法修正案」中並未納入現行獨立監察人制，公開發行公司可擇一設置審計委員會或監察人，但主管機關得視公司規模、業務性質及其他必要情況，命令設置審計委員會替代監察人（草案第 14 條之 4 第 1 項）。

### 7. 其他經理人

由於主管機關目前已利用行政命令之方式界定經理人之定義<sup>44</sup>，公開說明書實務上大致遵循之。就責任層面言，經理人所負責部分應是公開說明書中與其所主管業務部分，且其是實際負責者，對所管部分最為瞭解，故謹慎查核義務應為最高，但許多公司對部門主管冠以副總經理頭銜（國外則常以副總裁 vice president），則應探究其事否對其他部門業務具參與或決策權，若是，則其應負責部分較他經理人為廣。此外財務、會計與稽核主管對會計師之查核意見，其注意義務亦較其他負責人為高。換言之，法文上「有正當理由確信其為真實者」，對此類經理人之適用應與他人不同。

因此，就負責人的責任來看，其謹慎查核義務的程度之建立，有幾項基本原則。第一是層級愈高者責任愈重，因其要對公司決策負責，但這不意味高階者一定要事必躬親，而可利用內部控制與標準作業程序達成管理目的。第二是與發行愈相關者責任愈重，這通常是公司財務業務的核心主管。第三是監督者有不可避免的謹慎查核義務，如對獨立董事、兼審計委員會成員之董事、監察人與總稽核，同樣是要利用內部控制與標準作業程序達成之。

#### （三）在公開說明書上簽名之職員及其免責抗辯

第三十二條第一項第三款規定發行人之職員在公開說明書上簽章，以證實所載內容之全部或一部者，亦就其所應負責部分與公司負連帶之責。第二項亦規定此種簽名職員亦享有審慎查核義務之免責抗辯（專家意見部分有正當理由確信其為真實；非專家意見部分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）。

首先，何種職員會在公開說明書上簽名。美國法上規定在發行註冊書

---

<sup>44</sup> 同註 37。

上簽名者要負責，可是實務上除公司董事、執行長、財務主管外，公司內部甚少有簽名者（律師、會計師、承銷商等外部人士不算）。而由於本條第一項第一款已要求公司負責人負責（不論有無簽名），故此處之職員，應指負責人以外之公司員工，不論職位大小，與公司訂有僱傭契約者（公司董監事並非公司員工，其與公司為委任關係；經理人則依第一款負責）。我公開說明書實務上似乎有簽名者加多之傾向。在財務報表部分，要求公司之負責人、經理人與主辦會計均簽名或蓋章（證券發行人財務報告編製準則第四條第三項），此主辦會計不必然是會計主管但因此而要負責。另外對股東會與董事會議事錄，有主席與紀錄之簽名，此記錄人員未必是負責人，但因是簽名之公司職員而應負責。

其次，從政策上考量，要此種簽名職員對公開說明書所有部分負責是不公平的（職位低、權力小），故其應負責部分應只有其簽名部分，並對此部分負謹慎查核義務，其他部分不論有無專家之簽證，皆非其注意範圍，否則與其地位不相稱，這是主管機關應考慮之處，而不是要更多的人負責投資人就有保障。唯一例外的是主辦會計，其與會計師關係密切，對會計師簽證部分的應有較高之謹慎查核義務。

#### （四）承銷商及其免責抗辯

美國判例法向來強調承銷商在發行過程中有非常強的謹慎查核義務，其理由不外乎承銷商是發行人與投資人間的橋樑，投資人仰賴承銷商的背書，承銷商有管道得知公司之重要事實，故承銷商應對公開說明書之全部負責當無疑問<sup>45</sup>。

由於主管機關及證交所、櫃買中心與證券商公會均對承銷商的發行評

---

<sup>45</sup> HAZEN, *supra* note 35, at 365-67.

估程序有相當之規範<sup>46</sup>，故客觀上不論對專家或非專家意見，已建立了謹慎查核義務之程序，對承銷商而言，其法律遵循上較無爭議。較有爭議者，是法規上要求承銷商與其負責人在所負責部分簽名（說明書準則第五條），故實務上承銷商與其負責人之簽名是在公開說明書中之承銷商評估報告與股票承銷價格計算書，而前者在實務上之簽名除負責人外，尚有其承銷主管與承辦（評估）人簽章。此處不論是行政命令或實務要求，均超出第三十二條之立法意旨，也與外國實務大異。故承銷商違反其謹慎查核義務，應依本條第一項負民事責任，其內部人則不必<sup>47</sup>，因為法律並未規定，但承銷商可對實際造成賠償責任之承銷商人員求償。而且，當初立法所參考的美國法規定承銷商對相對人所負的最大損害賠償責任是其承銷金額<sup>48</sup>，此規定為我國法所無，值得修法時考量。

#### （五）專家意見及其免責抗辯

依第三十二條第一項第四款，會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員，曾在公開說明書簽章，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者，就其應負責部分與公司負連帶賠償責任。

---

<sup>46</sup> 如「中華民國證券商業同業公會證券承銷商受託辦理發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告之評估查核程序」。

<sup>47</sup> 或以為這是因為民法第 188 條受僱人不法執行職務應致他人受損害應與僱傭人負連帶賠償責任，以及公司法第 23 條公司負責人不法執行職務至他人受損害應與公司負連帶損害責任。但是，證券交易法第 32 條是一個特殊的請求權基礎，應排除公司法或民法的一般性規定（在美國，這是聯邦證券法是否排除普通法 common law 中有關代理法 agency 適用之爭議，類似之問題可見下陸之二）。如果承銷商的負責人或承辦人員確有故意為虛偽之評估，受害者可另用另一請求權——證券交易法第 20 條的證券詐欺主張之。

<sup>48</sup> 15 U.S.C. § 77k(e) (2004)

### 1. 會計師

在現行實務上，會計師在公開說明書的簽證<sup>49</sup>部分，主要是指對公司的財務報告簽證，而簽發所謂的會計師查核報告書（說明書準則第二十七條第一款）。故對公司所編製之財報有虛偽隱匿者，會計師應當負責。但依證交法第三十二條第二項，如會計師能證明已經合理調查，並有正當理由確信其簽證為真實者，免其責任。但何謂合理調查，及什麼構成正當理由確信，必須要靠法院判決來形成，但此我國法院是極不充分的。美國的判例法的發展大致可歸納出下列原則：

（1）會計師的注意義務應不高於其他熟練的會計師在其職務上所負之注意義務之標準。

（2）遵守一般公認審計原則有相當之證明力證明會計師符合謹慎查核，但不必然免除其法律責任。

（3）評估會計師有無法律責任，第一步要看會計師有無符合審計上之調查程序，即所取得之證據事物是否支持最終呈現在財報上的資訊。第二步是分析檢查會計師所為之判斷是否依據所取得之資訊。第三步是就財

---

<sup>49</sup> 查核簽證在會計學上之英文名稱為 audit attestation，而與核閱 audit review 不同，在第 32 條上對所有專業人士之意見，均用簽證二字，並不是很精確之用語（相對於第 36 條有明文區分會計師之核閱與簽證，但第 37 條又不區分，而主管機關實務上又將核閱納為簽證之一），因為簽證與核閱在審計作業上有不同層次之責任與注意強度，故建議應將證券交易法上所有的簽證文字均改為意見或報告書(statement)，而能涵蓋所有專家（包括會計師）意見，否則會產生罪刑法定的問題，又請參易明秋，同註 16，頁 224-25。民國 93 年 7 月 16 日行政院向立法院提交的「會計師法修正案」，將簽證分成查核、核閱、複核、專案審查等類簽證（草案第 10 條第 3 項）。

務報告全體來看是否公平<sup>50</sup>。

此外，由於現金增資對外公開發行要公開財務預測（公開發行公司公開財務預測資訊處理準則第五條第一款），而須納於公開說明書中，會計師對此要簽發財務預測會計師核閱報告。理論上言，此財務預測的核閱報告的謹慎查核原則應至少應符合一般公認審計原則，但由於財測是對未來之預測，產生種種法律上爭議<sup>51</sup>。另外會計師會簽發內部控制制度審查報告（公司亦須在公開說明書上登載內部控制制度聲明書）（說明書第二十九條第一項第一款），此在美國亦是二〇〇二年修法時才加入<sup>52</sup>，尚未見到相關的訴訟爭議，但潛在問題極大。因為內部控制的範圍遠大於公司會計，會計師對內控之查核的謹慎查核義務即使有主管機關所訂定的「公開發行公司建立內部控制制度處理準則」及會計師界所發展的內控程序為資遵循，一旦公司因內控不善導致投資人之損失，會計師便有可能負責。另外實務上尚有要求會計師出具股票承銷價格計算報告書者，則會計師對承銷價格計算上之虛偽隱匿亦要負責，但實務上依公式計算的承銷價格仍有極大的訂價空間，會計師其實沒有必要涉於其中，而且對此的法律責任本難舉證又與其查核功能有意，對投資人毫無保護之實益<sup>53</sup>。

另外，目前對公開發行公司之查核是由聯合會計師事務所的二位會計師負責，故簽名者為該二人。故一旦會計師負民事賠償責任時，是否只有

<sup>50</sup> STEINBERG, *supra* note 39, at 167-69.

<sup>51</sup> 參易明秋，同註 16，頁 213-25。

<sup>52</sup> See 15 U.S.C. § 7262 (2004).

<sup>53</sup> 行政院金管會已宣布將改進現行承銷制度，廢除承銷價格慣用計算公式，改採承銷商專業評估後與發行公司訂定，並將價格決定方式揭露於公開說明書，新制預計於民國 94 年初適用。參新制承銷制度說明會講義，中華民國證券商業同業公會，<http://www.csa.org.tw/csadef.asp>（2004/10/17，造訪）。

該二人負責？

法律學者多以為，會計師事務所之其他合夥會計師，應依民法負連帶責任，但會計師界則有不同意見，顯係對法律責任之誤解<sup>54</sup>，但由全部合夥會計師負連帶責任並不公平（風險與責任不相稱），最好的辦法應採美制，在公開說明書上簽名者係該事務所，而非自然人會計師，由事務所負全部責任（美國的大型會計師事務所多採有限公司制，故其會計師負有限責任而非無限責任，但實際負責查核的會計師仍有可能因構成詐欺而負無限責任）。民國九十三年七月行政院向立法院所提的會計師法修正案，已採美制成立法人會計師事務所，其責任歸屬亦類似（草案第十八、二十九、四十二條）。

## 2. 律師

律師亦是社會上認定具有公信力的職業人士，故各國實務均會要求律師（即公司所聘之外部法律顧問）出具意見，以擔保發行的有效性。但問題是法律意見的範圍應有多大？因為公司會有無窮無盡的法律問題，律師是無法承擔這樣大的責任。美國法則從現實的角度來看，首先，由於發行的法律責任不僅重而且涉及各相關人等，因而公司內部之律師（in-house counsel）、外聘律師及承銷商所聘律師必須在發行時共同參與，以其消弭各項法律爭議與懷疑，也就是在發行過程中律師群的參與以降低違法可能性。美國法在發行申報文件中要求有發行人之外部法律顧問的適法性意見書（opinion re legality），對此註冊證券之適法性表達意見，在賣出時是否是合法的發行，取得完全之對價且不能事後在向應募人要求額外價款；若

---

<sup>54</sup> 可參黃銘傑，從安隆案看我國會計師民事責任，月旦法學第八十五期，頁 105（2002）所引會計師的看法。

是債券，則對發行人之受拘束之契約義務的適法性也要表達意見<sup>55</sup>。由此觀之，至少就律師在公開說明書上簽名的責任來看，其實並不算重，但不代表其沒有其他之法律責任（如證券詐欺或詐欺之幫助、教唆犯）。

雖然我說明書準則要求有律師法律意見書（說明書準則第二十九條第一項第四款），可是就公開發行對外承銷案件，法律意見書內含於承銷商的評估報告中<sup>56</sup>，其法律意見範圍大致為：（1）勞資糾紛獲勞資協議；（2）污染公害之防治情形；（3）公司與其關係企業往來情形；（4）公司及其董監事、總經理、持股 10% 以上股東與從屬公司最近三年度之重大訴訟、非訟、行政訴訟案件。一般而言，律師多對客觀事實陳述意見，不作實質的適法性分析。但由於現行評估報告是摘錄法律意見書而以承銷商的名義為分析，故並無法律意見書全文及律師之簽名，以至簽發該意見書之律師並不會依第三十三條第一項第四款負責，此是否妥適，不無可議之處。而且意見書置於承銷商評估報告之中不禁讓人疑惑該律師究竟是發行人還是承銷商之律師，就法理與國際遵循之實務而言，應屬前者，承銷商自己應聘律師就發行人所聘律師之法律意見書再為內部審查<sup>57</sup>，但現行規定，反而造成了承銷商與發行人是利益相同的觀念上混淆。

---

<sup>55</sup> See 17 C.F.R. § 229.601(b)(5) (2004).

<sup>56</sup> 參中華民國證券商業同業公會承銷商評估報告之評估查核程序。故目前現金增資、合併增資發行新股、受讓他公司股份發行新股、依法律規定進行收購或分割發行新股、發行轉換公司債、發行普通公司債、發行交換公司債、有價證券持有人對非特定人公開招募（即再次發行）等均適用之。

<sup>57</sup> 外國實務上承銷商往往要求發行人之簽證會計師與律師出具意見函（comfort letter），以確保公司之會計及相關行為並未違反法律，以避免將來責任之發生，及即使發生而對其有求償請求權。

### 3. 其他專家

信用評等公司因出具信用評等報告而會在公開說明書上簽名說明書（說明書準則第二十九條第一項第二款），而所謂信用是指公司對外全體之信用，故其應負責部分應為公開說明書全部，但解釋上必須是與公司信用相關者，信用評等公司亦應負謹慎查核義務，也享有與其他專家相同的免責抗辯。

有時發行人依其營業之特殊性，會請技術、業務或財務專家在公開說明書上表達分析意見（說明書準則第二十九條第三項），則其負責部分為其意見涵蓋之範圍，也享有免責抗辯。此處有與律師意見書產生類似的問題，是此類專家意見會置於承銷商評估報告中，即沒有簽名之義務，也模糊了此專家是由發行人聘請的事實；實務上亦有出現專家就其獨立性為聲明並簽名，但此等簽名似乎僅就其獨立性，並不適用其謹慎查核義務，似乎不構成證券交易法第三十二條的法律責任上。實務上亦偶有專家素質參差不齊之問題存在，故必須讓承銷商來檢查其是否適格，變成承銷商的謹慎查核義務之一。

### 三、善意之相對人

此處之善意相對人是受有實際損害之損害賠償請求權人。「善意」是指不知公開說明書為虛偽或有隱匿之情事。但相對人究竟指誰，其實不很明確，至少第三十一條尚規定是認股人或應募人。一般而言，凡在發行過程中取得證券者皆屬之（不論透過承銷商或直接從發行人處取得），畢竟公開說明書是發行市場上對投資人之保障；美國判例法顯示，發行後（aftermarket）交易所取得者（如在次級市場中取得者），也有可能訴權，但多數美國法院強調發行後取得者必須符合「追蹤」要件（tracing requirement），即必須要能證明其取得之證券係源自該不實公開說明書所

本之發行，由於舉證困難，致發行後所取得者利用此請求的實益性不大<sup>58</sup>，在我國現行公開揭露頗具時效性之下，可能亦無必要。

#### 四、因果關係與損害賠償之計算

所謂因果關係，國內學者較為忽視的是，應將其區分成兩個步驟：第一是相對人（買方）是否對虛偽隱匿之公開說明書產生信賴即因此而購買，第二是相對人之損害是否是導因於公開說明書之虛偽隱匿，這是不同的法律問題。

就第一個問題而言，法無明文，就保護投資人立場而言，且現實層面此種舉證有實際之困難而無實益，故宜為否定。美國法則明文不要求舉證有此信賴，更不需要證明自己真正閱讀註冊書，但有一個例外，即取得證券是在發行註冊生效日的十二個月後，且發行人在十二個月期間中有對外披露該段時期的營收表（income statement）<sup>59</sup>，則相對人必須舉證其依賴該虛偽隱匿之註冊書，但法明文規定此並不須舉證他真的閱讀了該註冊書<sup>60</sup>（故可利用其他證明）。

至於第二個問題，第三十二條第一項文字上有「因而」二字，故解釋上虛偽隱匿之公開說明書與相對人之損害間應有因果關係存在<sup>61</sup>，美國法亦同，但損害如何計算，我國法則未規定，美國法對此則規定頗詳<sup>62</sup>，略述如下。

---

<sup>58</sup> See STEINBERG, *supra* note 39, at 155.

<sup>59</sup> 證管會對此營收表之解釋，大致包含定期揭露之年度與每季報告，17 C.F.R. § 230.158 (2004)。

<sup>60</sup> 15 U.S.C. § 77k(a) (2004) last paragraph.

<sup>61</sup> 同說，余雪明，同註 28，頁 615。

<sup>62</sup> 15 U.S.C. § 77k(e) (2004)。

美國法的第一種損害賠償計算是買入價格 (price) 減去起訴時之價值 (value)。此處要注意的是後者一定要小於前者，否則即無損失可言，而且請求賠償的金額絕對不能超過當初發行之價格<sup>63</sup>。而且所謂起訴時之證券價值未必等於當時之市價，而是當時該證券之真實價值<sup>64</sup>，此種方法適用於投資人在判決前並未賣出持股。第二種計算是買入價格減去在起訴前的處分價格。第三種是買入價格減去起訴後判決前之處分價格，但必須該賠償金額要小於依第一種計算之結果，利用這種方法要為訴之變更<sup>65</sup>。

但美國法更重要的規定在承認一項事實——市價之下跌未必導因於該虛偽隱匿之公開說明書。但美國法將此的舉證責任移轉至被告，即被告擁有否定因果關係之抗辯。一九三三年法第十一條第(e)項但書規定被告得舉證證券價值之減損之全部或一部並非肇因於該虛偽不實之陳述部分；若舉證成立，該部分原告無法得到賠償。此種抗辯在法理上相當合理，但在實際運用上必須利用其他學科（如財務經濟學）的知識，在落實上一定的困難。另外，由於股價漲跌之特性，使得原告要確定何時賣出以減少損失或繼續持有期待價格回升是一抉擇，故美國法給予三種計算賠償的方式，也就代表了原告並無減輕損害之義務<sup>66</sup>。

## 五、連帶責任與內部求償

由於第三十二條之規定係屬民事連帶責任，可能對某公司財報部分，

---

<sup>63</sup> 15 U.S.C. § 77k(g) (2004).

<sup>64</sup> *Beecher v. Able*, 435 F.Supp. 397 (S.D.N.Y. 1975), *affirmed on the other grounds* 575 F.2d 1010 (2d Cir. 1978). 但學者認為仍應依市場價格為最重要之指標，*see HAZEN, supra note 35*, at 369.

<sup>65</sup> *Alpern v. UtiliCorp United, Inc.*, 84 F.3d 1525 (8<sup>th</sup> Cir. 1996).

<sup>66</sup> *Voegel v. Ackerman*, 364 F.Supp. 72, 73 (S.D.N.Y. 1973).

財務經理故意隱匿重大財務損失數據，會計師疏忽未予調查，承銷商、總經理、董事與監察人亦未善盡詳細詢問會計師與財務部門，故這些人都要與公司就財務不實負連帶責任。但是此處除財務經理係故意外，其他人是過失行為，即使對外負連帶責任，對內應可向真正故意造成損害之行為人（財務經理），行使民事上的內部求償權。我民法之規定，是以平均分擔為原則，除非法律、契約另有規定或債務人中一人應單獨負責所致之損害，方由一人承擔（民法第二八條）。以此來看，第三十二條之行為人並無超出平均分擔的內部求償範圍，畢竟有過失也屬法定責任之範疇。故實務上承銷商為了避免損失，會與發行人約定，一旦有此連帶責任發生，他可對內就給付相對人之賠償部分全部向發行人求償（類似發行人之保證條款）。同理，公司經理階層為保護自己，也可與公司商訂在委任契約中加入此條款<sup>67</sup>。

美國法對此則比較清楚，其規定只有符合詐欺者（有故意）才負連帶責任，其他違反謹慎查核義務者僅就自己應負責部分負責（雖然發行人也對此部分負責），但兩者並不連帶；若全部被告都沒有詐欺故意（即過失），所有人亦負連帶責任。更特別的是，外部董事只要沒有詐欺故意，在任何情況下都僅就其應負責部分負責，沒有任何的連帶責任。連帶責任的行為人對內可依契約法之規定求償。承銷商的最大責任是其承銷金額，前已述<sup>68</sup>。

---

<sup>67</sup> 但是此種補償條款在美國法院有認為違反公序良俗而宣告無效，理由是鼓勵詐欺，但也有法院判決採不同見解。有關此爭議之分析可參 HAZEN, *supra* note 35, at 388-92.

<sup>68</sup> 15 U.S.C. § 77k(e) & (f).

## 陸、公開說明書虛偽隱匿之刑事責任

違反第三十二條公開說明書禁止虛偽或隱匿之情事不只有民事賠償責任，行為人亦負刑事責任，規範在第一七四條。但第一七四條之違反態樣並不限於第三十二條之行為，且由於第三十二條的行為人種類眾多，亦使得在適用第一七四條上產生不同的結果，必須加以闡述。

### 一、發行人、發行人之負責人與發行人之職員

第一七四條第一項第三款規定，發行人或其負責人、職員有第三十二條第一項情事，而無同條第二款之免責事由者，有本條第一項之刑事責任，處一年以上七年以下有期徒刑，得併科新台幣二千萬元以下罰金<sup>69</sup>。

首先應注意者是證券法學者與實務界所較忽略的一個問題：本款不僅處罰故意犯，似亦處罰過失犯。刑法第十二條第二項規定：「過失行為之處罰，以有特別規定者，為限。」就法文上來看如果行為人善盡了第三十二條第二項的謹慎查核義務，不僅在民事上無賠償責任，也不構成第一七四條的刑事要件。但假設一狀況，一董事長未能善盡查核職責，使得公司會計部門刻意隱匿之財務損失未能查出，則其在民事責任無法享有抗辯而要負責，刑事責任亦因為有過失，符合第一七四條第一項第三款無免責事由之要件而要負責。所以第三十二條第二項其實將虛偽隱匿行為人與負責任之人作一定程度之區隔，兩者未必相同，而以謹慎查核義務（過失責任）作為連結二者之橋樑。故法官在量刑上，應分辨其故意或過失所處罰的刑度，如一董事長明知其公司財務非公開說明書所揭露的如此美好，則是故

---

<sup>69</sup> 民國 93 年修正證券交易法提高了此條的刑度，原為 5 年以下有期徒刑，拘役或科或併科新台幣 120 萬元以下罰金。

意，有較大的可責性。

其次，本款之行為人究竟屬行為犯抑或結果犯？因為此處的構成要件是借用第三十二條第一項的文字，而其中含有善意相對人因而受損之民事責任前提要件。就罪刑法定主義之精神，應屬結果犯，唯有善意相對人因而所有損害（不論其有無提起民事訴訟），其刑事構成要件才合致。

第三，發行人依據第三十二條第二項並無免責抗辯，所以其刑事責任是絕對（但也是故意或過失，除非發行人能證明其完全無過失，故其注意義務自然必須大於第二項的謹慎查核義務），只要公開說明書有虛偽或隱匿，善意相對人因而受有損害，即有刑責。但第一七九條規定，法人違反本法之規定，依本章各條之規定處罰其行為負責人。如果公司相關之負責人均依第三十二條第二項舉證謹慎查核義務而免責，是否又會依第一七九條負責？本文認為應採否定見解，否則第三十二條第二項的免責事由的保護精神就會蕩然無存。故第一七九條實應刪除，讓法人有刑事或行政罰責任時，至少有罰金與罰鍰之懲處，又同時對真正的行為人，利用同一或不同之法條或構成要件（如第二十條的反詐欺條款）來課予其他自由刑，以符合法人實在說與現代企業行為規範之精神，也避免責任不明確株連過多的情況產生。

第四，承銷商在第一七四條第一項中各款並無規範，因此可能產生承銷商第違反第三十二條第一項且無適用同條第二項的謹慎查核義務抗辯，但卻無第一七四條之刑事責任，顯係對公開說明書刑事責任之一漏洞（但可能構成幫助犯或教唆犯，見下一節）。在法律為補正前，應認為如果能證明承銷商有知悉公開說明書有虛偽隱匿而構成詐欺，應為故意行為，而應以第二十條第一項之證券詐欺論處，而適用第一七一條第一項第一款之刑責。

## 二、律師（以及其造意、幫助行為）

證券交易法於民國九十三年修正第一七四條時，增加第二項強化了對律師會計師之處罰。其第一款規定，律師對公司有關證券募集、發行或買賣之契約、報告書或文件，出具虛偽或不實之意見書者，處五年以下有期徒刑，得科或併科新台幣一千五百萬元以下罰金。

首先，本款屬故意犯，而與前述發行人、其負責人與職員亦對過失犯處罰不同，此從文字上並未規定免責事由及與第二款會計師刑責構成要件不同可清楚得知。或以為過失不罰對律師責任稍嫌寬鬆，但至少在公開說明書中，律師的法定或現實的謹慎查核範圍，的確不能與會計師或承銷商相比，而且律師的民事賠償責任仍存在。不過，若律師在簽發意見書時確實有重大疏失存在，檢察機關應主動將其移送懲戒，以正典範<sup>70</sup>。

本款比較不清楚的是，究竟此等意見書是否僅限於對外揭露之意見書，如說明書準則所要求之律師意見書，還是對公司內部律師或外聘律師，在各類證券相關案件中所表達提供給公司內部或相關參與者（如承銷商）的意見書？就證券市場以資訊揭露為保護投資人的核心觀念下，應以法定對外揭露之律師意見書為限。不過前述的伍、二、（四）2 有提到，現行公開說明書實務中對外公開承銷案件，律師意見書已整合在承銷商的評估報告中，投資人並未看到完整之律師意見書，故形式上律師並未在公開說明書上簽名。雖然本款並未有律師在意見書上簽名的要件，可是在解釋上應與第三十二條一致。故要論律師之刑責，最好使現行律師意見書從承銷報告中分離出來，以釐清其法律地位。

雖然本文認為第一七四條第二項第一款律師之責任僅限於對外揭露

---

<sup>70</sup> 參律師法第 40 條第 1 項。

之法律意見書。但如果公司所外聘之律師在發行過程中幫助或教唆(造意)(aiding and abetting)發行人製作虛偽不實之公開說明書,但本身並未在公開說明書中提出法律意見書則是否仍有法律責任?由於教唆與幫助犯在刑法上仍須處罰(刑法第二十九、三十條),在民事上也是要負共同侵權行為之責(民法第一八五條第二項),如此一來,在公開說明書有虛偽隱匿之故意犯部分,不論民事與刑事,其可責之人便遠遠超過法條上所界定之人,其他幫助及造意者均屬之,通常涉及者為公司外聘律師與會計師(及其團對成員)。這樣的民刑事責任的擴張,與我傳統民刑法理論並無抵觸,可是有法理繼受上的爭議,由於我證券交易法之源頭為美國法,其在證券法上對幫助與造意者之責任又有其獨特觀念與發展,可能是今日繼受美國法規範時應一併考慮者。

在美國聯邦證券法中並未對故意違反證券法者的造意或幫助人有任何責任規範,因而絕大多數法院引用普通法法理,認為造意人與幫助人亦應負民事責任,而證管會在行政處罰中也都對造意與幫助人處罰。但是,聯邦最高法院在 *Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A.* 一案<sup>71</sup>中判定,一九三四年法第十條第(b)項及規則 10b-5 (即通稱的反詐欺條款,我證券交易法第二十條第一項之所本)並未給予原告對造意與幫助人有民事求償權利,即造意人與幫助人並不負第二次或衍生責任(secondary or derivative liability),因為從國會立法歷史來看,如果其要課予幫助人與造意人責任,它會明文寫出。但國會隨後在一九九五年在一九三四年法增訂第二十一(e)條,規定任何人對犯證券法之人知悉並提供實質之協助者(substantial assistance),亦屬違法<sup>72</sup>。不過該條僅適用於證

<sup>71</sup> 511 U.S. 164, 114 S.Ct. 1439 (1994).

<sup>72</sup> 美國第十聯邦巡迴法院在 *Anixter v. Home-Stake Prod. Co.*, 77 F.3d. (10<sup>th</sup> Cir. 1996)

管會所提起之行政罰程序，不適用民事案件，換言之，有關民事責任聯邦最高法院的判決仍有效力<sup>73</sup>。至於刑事訴訟部分，聯邦最高法院判決基本上對其並無任何影響，故向來都承認幫助與教唆犯之責任。

### 三、會計師

證券交易法第一七四條第二項第二款規定，會計師對公司申報或公告之財務報告、文件或資料有重大虛偽或錯誤情事，未善盡查核責任而出具虛偽不實報告或意見；或會計師對無內容存有重大虛偽不實或錯誤情事之公司財務報告，未依有關法規規定、一般公認審計準則查核，至未予敘明者，處五年以下有期徒刑、得科或併科新台幣一千五百萬以上罰金。先予敘明者，是此處會計師的責任不限於公開說明書上之簽證責任，凡公開發

---

一案中區別了證券詐欺民事訴訟的主要責任與第二次責任。原告要主張民事損害賠償請求，必須舉證（1）被告有對重大事實有隱匿或不實之陳述；（2）該行為為證券之買賣有關連性；（3）被告為不實陳述或隱匿有故意（*scienter*）；（4）原告信賴其表示，而損害賠償與該信賴之結果有相當之因果關係。至於對幫助、造意人之責任，原告須舉證（1）有他人對證券法有主違反行為；（2）所指稱的幫助與造意人知悉有主違反行為；（3）幫助與造意人有實質之協助以達成主違反行為。需注意這並非公開說明書之違法要件，而係一般證券詐欺民事責任，所以有因果關係之要求。

<sup>73</sup> 有關美國聯邦最高法院下級法院與證券法對證券詐欺的幫助、教唆人的民事責任分析，可參 Lewis D. Lowenfels & Alan R. Broomberg, *A New Standard for Aiders and Abettors Under the Private Securities Litigation Reform Act of 1995*, 52 BUS. LAW. 1 (1996); Gareth T. Evans & Daniel S. Floyd, *Secondary Liability Under Rule 10b-5: Two Years After Central Bank*, 52 BUS. LAW. 13 (1996). 特別是針對律師、會計師民事責任之主從角色，可參 Lewis D. Lowenfels & Alan R. Broomberg, *Liabilities of Lawyers and Accountants Under Rule 10b-5*, 58 BUS. LAW. 1157 (1998).

行公司的財務業務等相關文件會計師依法須出具意見者，本款均有權繩之。本款亦於民國九十三年增訂，顯係強化會計師之責任與操守，與美國二〇〇二年所爆發的金融醜聞與隨後國會制訂沙班尼司 奧司雷法（Sarbanes-Oxley Act of 2002）有絕對的影響性<sup>74</sup>。

本款前段是處罰故意犯，後段處罰過失犯。前段文字稱會計師「出具虛偽不實報告或意見」，在故意的構成要件上是對此虛偽不實報告有主觀的認知，其前提是未善盡查核義務，此有反果為因的問題，因為未善盡查核義務不代表會計師會（故意）出具不實報告，但故意出具不實報告必然是未善盡查核義務。因為公司資料有重大虛偽不實或錯誤，會計師可能違反查核義務而未查出，致所簽意見為不真確，但他主觀上並無簽發不實意見之故意。此種過失行為，應歸類於後段。因此，本款前段的文字有文義上的瑕疵，若改成「故意出具虛偽不實之報告或意見」，可能會比較明確<sup>75</sup>。

<sup>74</sup> 有關美國沙班尼司 奧司雷法的分析，可參易明秋，同註 16；羅贊興、陳逸珊、黃書雲、黃馨儀，美國企業改革法案(Sarbanes-Oxley Act of 2002)對我國上市公司管理制度適用性之探討（上），證交資料第五 五期，頁 8 以下（2004）。

<sup>75</sup> 有關律師會計師的刑事責任在民國 93 年證券交易法修正前，列於第 174 條第 1 項第 7 款，文字為「會計師或律師，於查核公司有關證券交易之契約、報告書或證明文件時，為不實之簽證者。」而此第 7 款是在民國 77 年所修正，民國 77 年修正前文字為「會計師或律師，於查核公司有關證券交易之契約、報告書或證明文件時，明知有不實之記載，而仍予簽證者。」故民國 77 年修正前從文字結構上即可看出是故意犯，但自所謂中信公司案發生後，該公司之簽證會計師以舉證未知詐欺而獲判無罪，主管機關認為會計師大可利用此規避刑責，故推動民國 77 年的修法，以減輕原告檢方之舉證責任。參賴英照，證券交易法逐條釋義第三冊，自版，初版五刷，頁 545-63（1992）；賴英照，證券交易法逐條釋義第四冊，頁 631，自版，初版三刷（1996）。而民國 93 年的修法，主管機關仍欲維持其觀念。但此種文字，至多只能將故意要件之舉證責任轉換至

而本款後段，則是清楚界定了會計師的過失罪責。其前提要件為公司的財務報告是有重大虛偽不實（公司的故意行為）或重大錯誤（公司的重大過失），而會計師並未依據法令（主管機關訂有會計師查帳的諸多規定）及一般公認審計準則（generally accepted audit standard，簡稱 GAAS）<sup>76</sup>查核，導致其在意見書中未予陳述，故會計師的查核行為必須符合法令及一般公認審計準則，否則即是有過失。此從主管機關所提之立法理由中，可以看出是鑑於以往會計師雖然不依一般公認審計準則查核但無故意而無法處罰之案例，而特別為了強化會計師的職業操守所為之處罰條款<sup>77</sup>。

第一七四條第五項規定，主管機關對於有第二項第二款情事之會計師，應予以停止執行簽證工作之處分。按公開發行公司財務報告應經會計師簽證，為證券交易法第三十七條所明定，主管機關有完整之簽證管理權。但本項的文義似指，如果會計師有第一七四條第二項第二款的刑事責任，主管機關僅能「停止」該會計師的查核簽證權。此處有幾點適用上爭議，首先，停止是暫停之謂，依據第三十七條第二項第二款，停止簽證至多二年，行政懲處似嫌過輕。而且第三十七條第二項規定當會計師有錯誤或疏漏時，最嚴重得撤銷簽證的核准權<sup>78</sup>。故本項之行政處分，宜修正為

---

被告，並不能將故意責任變成非故意責任。

<sup>76</sup> 在台灣，中華民國會計研究發展基金會為建立一般審計準則的機構（其亦負責一般公認會計原則的建構）。該基金會下有審計準則委員會，負責訂定審計準則公報，並發布公報的解釋與實務的指引（guidelines）。

<sup>77</sup> 參財政部證期會民國 93 年 4 月 8 日證券交易法修正案，財政部證期會，<http://www.sfc.gov.tw/secnews/law/trait/93year/trait-21/9300080621-4.doc>（2004/06/17，造訪，但金管會成立後已取消公布）。

<sup>78</sup> 賴英照大法官認為，會計師有故意為不實之簽證，不適用第 37 條，第 37 條僅適用會計師的過失行為，參賴英照，同註 22，頁 290；賴英照，同註 75，證券

準用第三十七條第二項第二款、第三款。此外，會計師即使被撤銷證券交易法上的查核簽證權，並不影響其他會計工作之法定能力，因此主管機關得依會計師法第四十一條、第四十二條，報中央主管機關交付懲戒，而由會計師懲戒委員會處理之<sup>79</sup>。

最後在律師與會計師的刑事責任上，第一七四條第三項規定，若有嚴重影響股東權益或損及證券市場交易穩定者，得加重其刑至二分之一。此種要件，必須原告舉證，但在客觀上，應建立客觀之指標，如事件揭露後股價或大盤是否下跌？本文以為，因為法文上有「嚴重」二字，必須從嚴審視，股價下跌可能不足以構成嚴重影響股東權益，可能必須要該公司有價證券已暫停交易或下市無集中交易市場管道，或該公司聲請重整或破產。而嚴重損及證券市場穩定者，有近乎公共危險罪之態樣，故法官更要從客觀因素詳加審查。

---

交易法逐條釋義第三冊，頁 545。但是，如此解釋的結果的前提，要先澄清第 174 條第 5 項所謂停止之意涵。個人以為，停止絕對不能包含撤銷簽證權在內。所以在法律修正前，宜認為連過失責任都要受第 37 條第 2 項之處分，故意責任亦然。而且民國 93 年修正後的第 174 條第 2 項第 2 款包含過失與故意刑責，要有統一適用之規範體系。

<sup>79</sup> 要補充說明的是，此處即使撤銷會計師的查核簽證權，會計師在一年後還是可以重行申請核准（參會計師辦理公開發行公司財務報告查核簽證核准準則第 10 條）。而且會計師被停止或撤銷查核簽證權並不見得影響會計師事務所其他會計師的查核權限，此與美國證管會對會計師的行政管理採對事務所制有別（美國要求的簽證意見是以事務所名義發出，並沒有個別會計師的名義或其簽名）。其次，依據「會計師法修正案」，會計師法之主管機關將由財政部改為行政院金管會，並取消地方主管機關一級。

## 柒、結論

以上敘述了我國證券市場中公開說明書的法制體系。就現行制度，我們看到幾項趨勢與問題。首先，主管機關以保護投資人為職志，不斷增加公開說明書的內容，對資訊揭露的量，有相當之成就，但對於資訊揭露之品質，仍有改進的空間，特別是有關展望性的資訊，具有相當之不確定性，宜謹慎為之。第二，主管機關善於利用包含公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則在內的各種行政命令，對公開發行公司進行實質管理，這雖然是國際上證券法制的走向，可是行政法的基本原則仍應遵循，也由於證券管理的技術性，更要有經濟、財務學理的依據，否則徒然浪費社會成本。第三，我證券交易法是以美日立法為基礎而加以簡化，在法律責任上，有文字不清的缺點，而且與基本民刑法關係常為立法者所忽視，這點在公開說明書責任上最為顯著，蓋證券交易法第三十二條之責任歸屬是一種很特別的設計，連美國都要透過聯邦各級法院來建立遵循準則。最後，鑑於美國安隆案（Enron）後國際間強化公司治理的趨勢，我國證券市場上近來對獨立董監事的建制及強化會計師責任，都已經開始進行，這對將來公開說明書的法制結構，應有重大之影響，但實際的效益，可能需要較長時間的觀察。

## 參考文獻

### 書籍

余雪明，證券交易法，財團法人證券暨期貨市場發展基金會，四版（2003）。

易明秋，公司治理，弘智文化事業有限公司（2003）。

陳新民，行政法學總論，自版（1990）。

劉連煜，新證券交易法實例演習，元照出版有限公司（2004）。

賴英照，證券交易法逐條釋義第二冊，自版，初版七刷（1996）。

賴英照，證券交易法逐條釋義第三冊，自版，初版五刷（1992）。

賴英照，證券交易法逐條釋義第四冊，自版，初版三刷（1996）。

蘇松欽，證券交易法修正詳論，自版（1988）。

Frank H. Easterbrook, & Daniel R. Fischel, The Economic Structure of Corporate Law (1991).

Thomas Lee Hazen, The Law of Securities Regulation (4th ed. 2002).

Marc I. Steinberg, Understanding Securities Law (3rd ed. 2001).

### 期刊與研討會論文

林黎華，從南港輪胎事件看上市契約之法律關係，集保月刊，第五十四期，頁 14-34（1998）。

易明秋，公司法之經濟分析引論，軍法專刊，第四十二卷第七期，頁 22-33（1996）。

康榮寶，現行財務預測的「結」與「解」，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會主辦，資訊公開與股利政策問題研討會，（1999.3.19）。

黃銘傑，從安隆案看我國會計師民事責任之現狀，月旦法學第八十五期，頁 105（2002）。

劉玉珍，談現行股利政策之缺失與檢討，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會主辦，資訊公開與股利政策問題研討會（1999.3.19）。

- 賴源河主持，財務預測制度之探討，月旦法學，第九十七期，頁 267-86 (2003)。
- 羅贊興、陳逸珊、黃書雲、黃馨儀，美國企業改革法案(Sarbanes-Oxley Act of 2002)對我國上市公司管理制度適用性之探討(上)，證交資料第五 五期，頁 8-34 (2004)。
- John C. Coffee, Jr., Market Failure and the Economic Case for A Mandatory Disclosure System, 70 *Var. L. Rev.* 717 (1984)
- Gareth T. Evans & Daniel S. Floyd, Secondary Liability Under Rule 10b-5: Two Years After Central Bank, 52 *Bus. Law.* 13 (1996)
- Lewis D. Lowenfels & Alan R. Broomberg, A New Standard for Aiders and Abettors Under the Private Securities Litigation Reform Act of 1995, 52 *Bus. Law.* 1 (1996)
- Lewis D. Lowenfels & Alan R. Broomberg, Liabilities of Lawyers and Accountants Under Rule 10b-5, 58 *Bus. Law.* 1157 (1998)

## 摘 要

公開說明書是證券發行市場上最重要的資訊揭露工具，投資人必須仰賴發行人所提供公開說明書中資訊來決定投資，故其內容的真實與否與揭露程度是規範面上之重點。本文乃參酌美國法例，對我國公開說明書制度為一整體性的分析，提出法律爭點及後續修法之參考。分析重點有三：第一，主管機關所要求的揭露內容及其適當性；第二、公開說明書交付上的民刑事責任；第三，公開說明書內容虛偽隱匿之民刑事責任。

## **The Legal Framework of Prospectuses**

**Ming-chiu Yie**

### **Abstract**

In the primary market, the prospectus probably is the most important tool for disclosure. To make an investment decision, investors are relied on the information in the prospectus supplied by the issuer. Thus, reliability and scope of the prospectus have become a regulatory focus. This article is a survey of the current prospectus regulatory framework in Taiwan, with a comparative approach of U.S. law, raising legal arguments and suggestions for the future law making. Emphases are three: 1. the practicability of disclosure contents imposed by the authorities; 2. the civil and criminal liabilities for failing to deliver prospectus; and 3. the civil and criminal liabilities for material misstatements or omissions.

Keywords: prospectus, disclosure, due diligence, signature, dividend policy