

四、公開說明書主要內容虛偽不實

(一) 說明

為確保公開說明書內容之真實完整，貫徹公開原則，保障投資人免於詐欺，證券交易法第32條規範加強發行人及其負責人、職員、承銷商及專門職業人員所負之責任¹³。

(二) 規範

證券交易法第 32 條

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

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

II 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。

(三) 適用範圍

1. 無爭議

募發有價證券之公開說明書（證交§13）、公開收購說明書（證交§43-4Ⅲ準用證交§32）

2. 有爭議

證券交易法第32條之文字用語係「前條之公開說明書」，似乎只指

13 劉連煜，現代證券交易法實例研習，2021年9月十八版，頁374-378。

第31條「募集有價證券」所編製之公開說明書，因此下列之各類說明書是否適用，將有爭議：

程序	說明書
再次發行（老股承銷）	公開招募說明書（證交 § 22 III、募發準則 § 62）
補辦公開發行	補辦公開發行說明書（證交 § 42）
公司申請上市、上櫃	申請上市（櫃）說明書（證交 § 30 III）

就此有肯否見解，簡要整理如下¹⁴：

(1) 否定說：

依文義解釋，證券交易法第32條既指前條情形方有適用，則解釋上自然只限於募集發行時所編製之公開說明書，上列之各類說明書自不包含在內。

另就再次發行之公開招募說明書部分，出賣人（持有人）取得之資訊取得必然不如公司正確，且其編製內容亦與公開說明書不相同，本質上屬流通市場之繼續公開，似不宜與證券交易法第32條之公開說明書作同類解釋。此外，在賠償責任上，證券交易法第32條所定之責任主體（如發行人、負責人、承銷商等）如何適用在再次發行的情形亦有解釋上的問題，故如欲直接適用本條對其追究民事責任，將有困難。

(2) 肯定說：

本於證券交易法第32條之立法目的觀之，係保障投資人免於證券詐欺，而若上市公開說明書如有虛偽、隱匿之情事，實言之，亦將有影響理性投資人判斷之可能，故應得適用（或類推適用）本條。然正本清源之道，自是應修改證券交易法第32條規定，使依證券交易法及相關法令所製作之公開說明書均有適用，以確保文件的真實性，貫徹本條立法目的。

14 王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，實用證券交易法，2021年10月六版，頁449-451。

(四) 責任主體

1. 簡表

依證券交易法第32條第1項規定，以下之人如責任成立，將與公司負「連帶」責任：

責任主體	責任類型	免責抗辯 (證交 § 32 II)
發行人 (證交 § 32 I ①)	無過失責任	無，結果責任
負責人 (證交 § 32 I ①)	推定過失責任	<ul style="list-style-type: none"> · 未經簽證部分：如能證明已盡相當之注意¹⁵，並有正當理由¹⁶確信其主要內容無虛偽、隱匿情事者 · 經簽證部分：有正當理由確信其為真實者
職員 (證交 § 32 I ②) (曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部者)		
承銷商 (證交 § 32 I ③)		
會計師、律師、工程師等專門職業或技術人員 (證交 § 32 I ④) (曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者)		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

15 依其本身職位身分及主客觀認定。劉連煜，現代證券交易法實例研習，2021年9月十八版，頁378-380。

16 如經過「合適的注意之調查會議」(due diligence meeting)之進行，對有關事項作合理調查，此時可藉由調查程序論斷是否具有正當理由。劉連煜，現代證券交易法實例研習，2021年9月十八版，頁378-380。

2. 說明

(1) 無過失責任：發行人（證交 § 5）。

(2) 推定過失責任：

① 發行人之負責人：包括當然負責人、職務負責人（如經理人）。

② 職員：

A. 依學說見解，指公司之受僱人（與民 § 188 相當¹⁷）：

實務上最常見之情形，如於資產負債表、損益表、現金流量表或財務報表等財務報告上，簽名之經辦會計及主辦人員。

B. 曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部者。

C. 列入目的和令其負責理由：

通說見解認為，證券交易法民事責任有嚇阻違法作用，為達確保公開說明書中公司職員所簽章部分係屬真實之目的，有將其列入之必要¹⁸。

③ 承銷商¹⁹：

A. 列入目的：盡可能使多數關係人負賠償責任，互相牽制，以防止不法情事、保障證券發行真實性。

B. 令證券商負責理由：

本於證券商並不負擔公開說明書之編製，亦未在公開說明書上簽章，將其列入負責之理由大致如下：

(A) 證券商之聲譽為其承銷之證券具有一定保證效果（影響投資大眾之決策）。

(B) 證券商對於調查、證實發行公司之實際狀況具有查證能力。

(C) 證券商對於是否承銷該證券，具有選擇機會。亦即，如欲承銷，應慎重調查。

17 劉連煜，現代證券交易法實例研習，2021年9月十八版，頁374-378。

18 劉連煜，現代證券交易法實例研習，2021年9月十八版，頁374-378。

19 劉連煜，現代證券交易法實例研習，2021年9月十八版，頁374-378。

- ④ 會計師、律師、工程師等專門職業或技術人員：
一般而言，此類人員除律師、會計師及工程師，通常尚包含財務專家、技術專家及業務專家等。
又渠等之責任範圍，解釋上係在其於公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部或陳述意見之範圍內²⁰。

(五) 請求主體

1. 善意：不知公開說明書主要內容有虛偽、隱匿情事²¹。
2. 相對人²²
 - (1) 狹義說：僅限於直接向發行人購買有價證券之交易相對人，即應募人或認股人。
 - (2) 廣義說：包含承銷期間內間接付出對價取得證券之人。
 - (3) 最廣義說：包含同時在市場因信賴公開說明書而買賣之人。
 - (4) 學說補充——追蹤理論²³：
採此說者認為，參考美國立法例，請求權人於符合追蹤要件（tracing requirements）時，可主張之。又所謂追蹤要件，係指請求權人可證明其取得之證券為該次公開說明書所涉之特定有價證券者而言。

(六) 責任內容

1. 民事損害賠償責任（證交 § 32）
2. 另設有刑事責任（證交 § 174 I ③²⁴）

(七) 相關問題

1. 「主要內容」虛偽或隱匿之判斷說明²⁵
本處所謂之主要內容究指為何，法律未加以界定，解釋上應以具體情形判斷。

20 劉連煜，現代證券交易法實例研習，2021年9月十八版，頁374-378。

21 劉連煜，現代證券交易法實例研習，2021年9月十八版，頁374-378。

22 劉連煜，現代證券交易法實例研習，2021年9月十八版，頁363-365。

23 曾宛如，證券交易法原理，2020年1月七版，頁209-210。

24 此規定係針對發行人、發行人之負責人與職員之規定，而就會計師與律師部分，則分別依證券交易法第174條第2項第1款與第174條第2項第2款規定，可能成立對應責任。

25 曾宛如，證券交易法原理，2020年1月七版，頁206-208；劉連煜，現代證券交易法實例研習，2021年9月十八版，頁370-378。

(1) 通說見解：理性投資人判斷標準

依具體情形判斷，通常指發行人之財務、業務及重要人士有關情形而言。亦即以該內容是否具有「重大性」(materiality)為判斷標準，視其是否影響一理性投資人之證券投資判斷而定。對此，美國法院有將「一合理投資人在作決定時，有實質上之可能，將此一資訊認為是重要之事實」作為認定標準者。

(2) 如屬不確定、推測性事件，應如何判斷？

就此，或可參考美國實務Basic案所建構之標準，即以「影響性」與「發生可能性」為綜合判斷²⁶。

**財務預測是否為公開說明書或財務業務文件之主要內容？**

1. 實務見解：否定說

此說認為，財務預測僅係供投資人參考之用，若認為財務預測不準，即應負擔損害賠償責任，則其性質便非屬預測，而係擔保。

最高法院 95 年度台上字第 2385 號民事判決（節錄）

證券交易法第三十一條第一項規定之「說明書」，係指募集有價證券向認股人或應募人交付之公開說明書而言。所保護之對象為自發行人直接認股或應募之人。發行人依法律規定應對認股人或應募人交付公開說明書，係為擔保公開說明書內容正確，避免誤導認股人或應募人，致發行人得利，故課發行人及其負責人法律責任。……按財務預測與財務報表不同，財務預測係對未來之預估；財務報表則係歷史資訊之陳述。財務預測涉及判斷人之專業素養、景氣之變化、各種不特定之因素，因不同人之判斷可能發生不同結果，須待時間驗證，任何人無法擔保預測準確，財務預測僅供參考，為任何投資人應有之認知，故非「公開說明書之主要內容」，如果財務預測不準，即應負損害賠償責任，其性質即非「預測」，而係

26 曾宛如，證券交易法原理，2020年1月七版，頁206-208。

擔保，足認京○公司第一次更新財務預測並非「公開說明書之主要內容」，自無證券交易法第三十二條第一項第一款之適用。

2. 學說²⁷：肯定說

此說認為，財務預測為投資人作出投資決定之重要參考資訊，實言之，其與公開說明書存在之目的相符，因此若謂其非公開說明書之主要內容，恐難以令人信服。

3. 學說²⁸：區分說

蓋財務預測應屬所謂軟性資訊，雖原則上不在不實陳述之範圍內，惟對投資人而言，仍可能具有一定之影響力，因此不應當然排除。

就此，美國法上有所謂「警示原則」之適用，即針對軟性資訊，若警語夠具體，例如將風險資訊彙整標示，則此類資訊不構成重大性。

4. 學說²⁹：個案判斷說

此說認為不應認為財務預測當然具有重大性，而應就個案配合理性投資人標準加以認定，避免影響公司公開財務預測之意願。

5. 修法建議³⁰

學說指出，就財務預測之安全港修法方向，宜參考美國法之設計，以「倘財務預測資訊伴隨著有意義的警示語句，且原告無法證明『該財務預測真有重大性，以及被告於作成財務預測時，實際知悉該陳述為不實或誤導』，則被告就該財務預測，無須負擔民事法律責任」作為修正參考。蓋如此設計可兼顧「降低資訊不對稱」、「強化資本市場效率」以及「防止企業或內部人故意利用財務預測從事違法行為」之不同政策考量。

27 劉連煜，現代證券交易法實例研習，2021年9月十八版，頁466-467。

28 曾宛如，證券交易法原理，2020年1月七版，頁206-208。

29 張心悌，財務預測重大性之判斷——兼論財務預測安全港制度，臺北大學法學論叢第84期，2012年12月，頁185-230。

30 張心悌，財務預測重大性之判斷——兼論財務預測安全港制度，臺北大學法學論叢第84期，2012年12月，頁185-230。

2. 虛偽或隱匿之解釋

學說指出，所謂虛偽，係明知為不實事實而為陳述。相對而言，所謂隱匿，則係對重要事實刻意遺漏，致使陳述不完整³¹。

作者 *mur mur*

就隱匿部分，學說³²並指出，尚應包含引人受誤導之陳述（misleading statement），白話來說，對事實的陳述刻意偏重特定部分，讓投資人對資訊欠缺完整正確的認識而被誤導，也算是隱匿的一種。

3. 因果關係（詳參後述【伍、本章相關問題統整】）

- (1) 交易因果關係
- (2) 損失因果關係

作者 *mur mur*

上面的內容讀者看了可能會覺得不好記憶，這裡提供一個簡表讓讀者參考、複習：

公開說明書主要內容虛偽不實之損害賠償責任		
適用情形	公開說明書，其應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者	
適用範圍	無爭議	公開說明書 公開收購說明書
	有爭議	公開招募說明書 補辦公開發行說明書 申請上市（櫃）說明書

31 劉連煜，現代證券交易法實例研習，2021年9月十八版，頁370-378。

32 劉連煜，現代證券交易法實例研習，2021年9月十八版，頁370-378。