

證券市場與投資人 保護之法理

廖大穎◎著



新學林

證券市場 與 投資人保護之法理

廖大穎 著



新學林出版股份有限公司

國家圖書館出版品預行編目資料

證券市場投資人保護之法理／廖大穎著．--一版．

--臺北市：新學林，2011，09

面：公分

部分內容為日文

ISBN 978-986-295-036-4（精裝）

1. 證券法規 2. 公司法 3. 經濟犯罪 4. 判決
5. 論述分析

563.51

100015243

證券市場投資人保護之法理

作者：廖大穎

出版者：新學林出版股份有限公司

地址：台北市和平東路二段339號9樓

電話：(02) 27001808

傳真：(02) 27059080

網址：<http://www.sharing.com.tw/>

總經理：毛基正 編輯部：林靜妙

版權部：林靜妙 責任編輯：張瑋琦

製程管理：浩瀚

出版日期：2011年9月 一版一刷

郵撥帳號：19889774 新學林出版股份有限公司

劃撥金額1000元以上免郵資，未滿1000元加收郵資50元

定價：450 元

ISBN 978-986-295-036-4（精裝）

本書如有缺頁、破損、倒裝，請寄回更換

門市地址：台北市和平東路二段339號9樓

團購專線：(02) 27001808 分機18

讀者服務：law@sharing.com.tw

電子商務：<http://www.sharing.com.tw>

作者簡介

廖大穎

學歷／

國立臺灣大學法律學系畢業

日本國立神戶大學法學博士

現職／

國立中興大學法律學系教授

著作／

I. 專論

公司債法理之研究（正典，2003 年）

股份轉換制度之研究（正典，2004 年）

閉鎖性公司研究——契約型商業組織之人合公司論
（正典，2009 年）

II. 論文集

公司制度與企業金融之法理（元照，2003 年）

公司制度與企業組織設計之法理（新學林，2009 年）

證券市場與股份制度論（元照，1999 年）

【證券市場與股份制度論（中國政法大學，2002年）】

證券市場與企業法制論（元照，2007年）

證券市場與投資人保護之法理（新學林，2011年）

III. 教科書

公司法原論（三民書局，2011年六版）

證券交易法導論（三民書局，2011年五版）

IV. 合著

金融法（元照，2010年最新版）

企業籌資法務與個案分析（元照，2011年二版）

財經犯罪與證券交易法之理論實務（新學林，2009年）

アジアにおける代表訴訟制度の実情と株主保護
（商事法務，2010年）

商業判斷原則與企業經營責任（新學林，2011年
12月預定出版）

序

本書係繼拙著『證券市場與股份制度論』、『公司制度與企業金融之法理』、『證券市場與企業法制論』及『公司制度與企業組織設計之法理』後，彙編成書的第五本論文集，定名為『證券市場與投資人保護之法理』。

構成本書的各篇內容均為作者最近二、三年來，對外發表的論著所累積而成，依性質整理後，委由新學林出版公司付梓發行。惟在本書所收錄的文章裡，部分涉及到相關統計資料與財會方面的專業分析等等，這些都是逾越個人的能力；因此，就經濟部商業司、金管會、證券暨期貨投資人保護中心等同仁，提供當時寶貴的官方資料，自是感激不盡，同時又蒙莊明山會計師事務所莊添睿會計師共同執筆，分別就數字上的法律解讀與會計學上之觀點，詮釋法律規範的意義，受益良多，謹在此簡序方隅之間，致上個人誠摯的謝意。

最後是相關所收錄各篇稿件的資料蒐集、文獻分析文字繕打與校正等工作，乃由當年在興大法律所科碩班就讀的蔡振宏講師、楊宏鈞律師、朱哲群實習律師、蘇芳儀碩士等負責，備極辛勞，而文末參考文獻部分的整理，則由興大法律所科碩班研究生周冠宇同學的幫忙，尤其是本書有幸蒙新學林出版社之慨然允諾，提供專業的書籍規劃與編輯協助，如期順利刊行問世，筆者

於此一併誌謝之。當然，本書各篇所載之言，恐或有學殖不深、思慮不周之處，謹亦仰望斯學方家，不吝指正。

廖大穎 謹識

二〇一一年七月盛夏 國立中興大學法律學系

目 錄

論企業揭露不實資訊與損害賠償之因果關係

——兼評台北地院 87 年度重訴第 1347 號民事判決的

認定基礎	1
壹、事實概要	3
貳、判決要旨	4
參、評釋	6
一、問題所在	6
二、企業不實資訊與損害賠償責任之因果關係	7
(一) 企業揭露不實資訊與法定義務之違反	7
(二) 投資損失與企業不實資訊的因果論	8
1. 侵權行為法上的因果關係論	8
2. 本案判決因果關係之分析	11
(三) 本案判決所採法條依據與因果關係之檢討	21
三、美國法上詐欺市場理論與我國法制適用的疑點	30
(一) 相關詐欺市場理論的司法見解與本身爭議	30
(二) 詐欺市場理論的假設前提	34
肆、結語	35

參考文獻	40
------	----

再論企業揭露不實資訊與損害賠償之因果關係

——兼評最高法院 99 年度台上字第 521 號民事判決	45
------------------------------	----

壹、事實概要	47
--------	----

貳、判決要旨	48
--------	----

參、評釋	50
------	----

一、駁回原審判決之問題核心	50
---------------	----

二、分析本案最高法院的質疑所在	54
-----------------	----

（一）財報不實與證券投資人權利受損間是否	
----------------------	--

互為因果	54
------	----

（二）肇因於揭露不實財報與加害人	
------------------	--

賠償責任範圍之因果	57
-----------	----

（三）證券投資受有損害與訴請求償舉證的難題	58
-----------------------	----

三、比較外國法制不同觀點的舉證責任分配與	
----------------------	--

利弊得失之檢討	61
---------	----

（一）美國判例法上的證券詐欺與賠償損害的爭議	61
------------------------	----

（二）日本法上企業不實資訊與損害求償的特別規定	65
-------------------------	----

肆、結語——程序法上舉證責任之重新分配與否	70
-----------------------	----

參考文獻	74
------	----

論私募債制度	77
壹、力霸案與私募公司債的疑雲	79
貳、基礎分析	81
一、市場現況——企業金融與私募債的數據	81
二、法制設計——現行私募債規範之剖析	84
(一) 強制公司債公開發行政策之調整	84
(二) 公開發行公司之私募債發行與管理	88
(三) 非公開發行公司的私募債部分	93
參、檢討力霸事件與私募公司債的問題	96
一、私募債與關係企業應募之爭議	97
二、中華商銀迴避銀行法關係人授信之規定	101
三、亞太固網應募非公開發行公司之私募債	105
肆、代結語——私募債之於關係企業弊案的啟示	107
參考文獻	112

論使用公積與發行公司債設限之調整

——解析行政院版民國 98 年公司法第 232 條、第 241 條 及第 249 條之修正草案	115
--	-----

壹、民國 98 年公司法部分條文第四次修正草案

——鬆綁公積使用目的與發行無擔保公司債

一、觀察我國所師承的美國法制	177
(一) 財務學上的效率市場假說與內線交易之禁止	178
(二) 內線交易等同於證券詐欺的美國實務見解	180
(三) 美國法上利用外部訊息買賣證券的詐欺行為	182
(四) 證券詐欺與外部訊息不正流用的 「私取」理論	185
二、禁止內部人利用公司內部消息買賣證券圖利之 立法與擴張	187
(一) 規範內線交易是證交法第 20 條？還是 第 157 條之 1？	187
(二) 英商渣打銀行公開收購新竹商銀股權的 外部訊息	191
(三) 證券交易法第 157 條之 1 實定法的構成要件	194
1. 誰負有外部訊息的揭露義務？	198
2. 證券交易法第 157 條之 1 與 規範利用外部資訊的私取理論之連合	199
參、公開收購資訊之不正流用理論與重新思考我國 證券交易法第 157 條之 1 的規定	201
一、利用公開收購股權訊息與「內線交易」現行規範 之不足——再看歐陸法系國家的立法因應	201
(一) 日本證券交易法之反詐欺條款與 內線交易規定	201
(二) 外部資訊不正流用之「私取」規定與 我國證券交易法第 157 條之 1 第 1 項的比較	205

二、損害賠償與不正流用外部訊息的私取行為·····	208
(一) 受害人何在？·····	209
(二) 追繳不法利益的民事懲罰金與課徵金制度·····	210
(三) 證券交易法第 157 條之 1 第 2 項立法之檢討·····	214
1. 錯置的懲罰性損害賠償·····	214
2. 歐陸法系調整美國法民事懲罰金 (civil penalty) 的日本課徵金制度·····	216
肆、結語·····	218
參考文獻·····	220
論證券投資人保護機構之股東代表訴訟新制·····	225
壹、問題意識·····	227
貳、股東權保護的公司監控設計之一·····	229
一、股東代表訴訟與保障股東權益之實現·····	229
二、正視我國股東代表訴訟的癥結所在·····	234
(一) 少數股東權立法之形式門檻·····	235
(二) 代表訴訟的實質性誘因·····	236
三、證券投資人團體訴訟之替代股東代表訴訟機能·····	238
參、投資人保護法第 10 條之 1 股東代表訴訟 新制的檢討·····	241
一、延伸保護機構公益機能之代位訴訟·····	241

二、私益目的之股東代表訴訟與保護證券投資人	
公益訴訟的轉變·····	242
(一) 調整訴訟規則的投資人保護法·····	242
(二) 非營利組織代位公司之股東代表訴訟·····	245
三、法制割裂·····	248
肆、代結語·····	250
參考文獻·····	256

株主代表訴訟と投資者集団訴訟(二)

——台灣における株主代表訴訟制度の実情と 展望について·····

第一 実情·····	264
第二 株主代表訴訟及び投資者集団訴訟·····	266
1 期待はずれになった会社法の株主代表訴訟·····	266
(1) 弊害防止に重点を置く法律設計·····	266
(2) 誘因の無い代表訴訟·····	267
2 投資者保護法の集団訴訟·····	269
(1) 公益目的の投資者集団訴訟の創設·····	269
(2) 投資者集団訴訟の設計·····	271
(3) 株主代表訴訟の効果に一部代替可能な 投資者集団訴訟·····	277
第三 投資者集団訴訟の実例紹介·····	279
1 不実の企業情報事例及び裁判所判決	

——目論見書及び財務諸表を中心にして……………	279
（1）順大裕案……………	280
（2）大中鋼鐵案……………	284
（3）立大農畜案……………	288
（4）正義食品案……………	292
2 判決に対する簡易分析……………	294
（1）不実の企業情報開示と投資者の損害との間 における因果関係の立証……………	294
（2）市場に対する詐欺理論及び効率的 資本市場仮説……………	297
第四 株主代表訴訟制度の将来及び展望……………	302
1 株主代表訴訟活性化へ向けての改正案……………	302
2 株主代表訴訟に代替わる投資者集団訴訟の改正案……………	310
3 両改正案の観察……………	315
（1）会社法を止揚する改正提案……………	315
（2）投資者保護法改正案採択に向けた 政策上の変更……………	317
参考資料……………	321
参考文献……………	326

論企業揭露不實資訊與 損害賠償之因果關係

——兼評台北地院 87 年度重訴第 1347 號
民事判決的認定基礎

壹、事實概要

貳、判決要旨

參、評釋

一、問題所在

二、企業不實資訊與損害賠償責任之因果關係

(一) 企業揭露不實資訊與法定義務之違反

(二) 投資損失與企業不實資訊的因果論

1. 侵權行為法上的因果關係論

2. 本案判決因果關係之分析

(三) 本案判決所採法條依據與因果關係之檢討

三、美國法上詐欺市場理論與我國法制適用的疑點

(一) 相關詐欺市場理論的司法見解與本身爭議

(二) 詐欺市場理論的假設前提

肆、結語



摘 要

關於上市、上櫃公司揭露不實資訊的民事賠償責任，例如不實的公開說明書、財務報告等，所致生市場上投資人的損害賠償問題，新近的司法見解不乏採用美國法上的詐欺市場理論（*Fraud-on-the-Market Theory*），作為我國民事訴訟法第 277 條但書因果關係舉證責任轉換的有力依據，圖以有效解決證券交易法投資人損害賠償的爭議。

其實，美國法上的詐欺市場理論是個爭議性不小的主張，正因其屬未經驗證的理論，僅附麗於效率市場的假說，所衍生的推論狀態；因此，本文試就正義食品案的民事判決，分析檢討我國法上適用詐欺市場理論的問題所在。

關鍵詞： 不實資訊、損害賠償、因果關係、詐欺市場理論、效率市場假說。

壹、事實概要

正義食品股份有限公司（以下簡稱正義公司）於民國 84 年 5 月 22 日獲准掛牌上櫃買賣後，於民國 86 年 2 月 1 日卻因鉅額退票，遭櫃檯買賣中心終止上櫃交易。本案原告何○霞等 334 人，均認為其係相信正義公司財務報表及公開說明書之記載為真實，而善意買受正義公司之股票，但因正義公司之財務報表及公開說明書虛偽不實，致生損害之投資人。針對正義公司，自民國 81 年起至 85 年止之財務報表及申請股票上櫃公開說明書，即「正義公司於民國 85 年 10 月 30 日止之財務報表虛列 12 億 1,500 萬元以無記名式可轉讓定期存單方式存在之現金週轉金……，且於 85 年 10 月『材料進、耗、存』月報表虛載有庫存 7 億 8,890 餘萬元，並由張○旺（當時正義公司董事長）指示孫○珠（當時正義公司財務經理）虛開發票與其人頭公司」部分，係虛偽不實的，為訴訟雙方兩造共同不爭執之事項。因此，前揭受害人爰將本案之訴訟實施權，授予給財團法人證券投資人暨期貨交易人保護中心，由該中心提起訴訟，依證券交易法規定向正義公司董監事、總經理及財務經理等負責人與主辦經辦公司會計之職員，請求損害賠償外，亦向當時負責輔導、推薦的大華、建華（按：已更名為永豐）、日盛及中信四家證券承銷商與財務報表簽證的正風事務所會計師等，訴請民事賠償責任¹。

1 台北地方法院 87 年度重訴字第 1347 號民事判決，請參閱司法院法學資料檢索系統，
<http://nwjirs.judicial.gov.tw/>。