

波

公司法第2週

考題直擊站

A非公開發行公司為生技業大廠，經營團隊因本身持股不高只持有公司百分之三的股份，而A公司資產甚豐，許多同業都想併購A公司以取得A公司之資產。A公司董事長持有公司百分之一的股份，其為避免其他同業併購而失去經營權，故董事長甲和其他大股東乙、丙、丁書面約定未來50年內行使表決權時，應支持A公司董事長甲所支持而提出之候選人當選董事，以保障董事長甲能一直保住經營權。

試問：股東甲乙丙丁所簽訂之契約為何種契約，是否有效？若A公司為非公開發行公司對契約效力是否有影響？以上皆請詳述理由說明。
(25分)

(改編自109北大法研)

考題破解

【答題分析】

本題考點單純明確，就是要考「表決權拘束契約」，只要掌握表決權契約是什麼，法律怎麼規定，是否有違反公序良俗就好。至於是否有違反公序良俗，基本上就是以是否違背公司治理基本精神為判斷標準¹。

【答題架構】

1 陳彥良老師即在文章中指出：「……禁止股權和表決權長久分離原則，其實這些都是顯而易懂的公司治理基礎原則，也都可以涵攝於公序良俗中，並非要由多高深之法釋義學方可得出。」參陳彥良，表決權拘束契約的本質與限制——評最高法院106年度台上字第2329號民事判決，裁判時報第97期，2020年7月，頁49。

本件涉及「表決權拘束契約」之問題，茲分述如下：

(一)股東甲乙與丁所簽訂之契約為「表決權拘束契約」，其因違反公序良俗而無效：

1.股東甲乙與丁所簽訂之契約為「表決權拘束契約」：

(1) § 175-1 I。

(2)本件涵攝。

2.該契約因違反公序良俗而無效：

(1)契約是否有效仍須檢驗有無違反公序良俗。

(2)本件涵攝。

(3)小結。

(二)若A公司為公開發行公司，其效力則為無效：

1. § 175-1 III。

2.本件涵攝。

3.立法論。

擬答

(855字)

本件涉及「表決權拘束契約」之問題，茲分述如下：

(一)股東甲乙與丁所簽訂之契約為「表決權拘束契約」，其因違反公序良俗而無效：

1.股東甲乙與丁所簽訂之契約為「表決權拘束契約」：

(1)按公司法（下同）第175條之1第1項，為鼓勵股東間成立策略聯盟，本於私法自治及表決自治，肯認非公發公司股東得簽訂表決權拘束契約²。而所謂「表決權拘束契約」係指股東間於一般或

○
2 陳彥良，表決權拘束契約的本質與限制——評最高法院106年度台上字第2329號民事判決，裁判時報第97期，2020年7月，頁47。

特定場合，就自己持有股份之表決權，為一定方向之行使所締結之契約。

(2) 本件A公司董事長甲與其他大股東乙、丙、丁以書面約定，於選舉董事之場合時，就乙、丙、丁自己所持有A公司股份之表決權，應朝支持甲所支持而提出之候選人當選董事之方向行使，乃「表決權拘束契約」。

2. 該契約因違反公序良俗而無效：

(1) 首先，按第175條之1第1、3項，本件A公司為非公開發行公司，其股東甲、乙、丙、丁間得簽訂表決權拘束契約，惟該契約是否有效，仍須進一步檢驗其實質內容是否違背公序良俗。

(2) 其次，本件之表決權拘束契約約定股東間之表決權在未來50年皆須受到此契約之拘束，更無其他解除條件之約定。由公司治理之角度而言，此約定將造成股東乙、丙、丁於未來長達50年內，其等持有之A公司股份所有權與表決權長期分離，形成龐大代理成本；又董事長甲得在未來50年皆保有經營權，其餘少數股東將無介入經營權之機會，使公司治理之外部監督機制失靈，故有違公序良俗。

(3) 綜上，本件甲乙丙丁簽訂之表決權拘束契約因違反公序良俗而依民法第72條無效。

(二) 若A公司為公開發行公司，其效力則為無效：

1. 按第175條之1第3項，由於目前法制明文禁止價購公發公司股東會委託書，故為避免股東透過協議之方式私下有償移轉表決權，並考量股務作業執行面之疑義，從而排除公發公司適用股東得簽訂表決權拘束契約之規定。

2. 因此，本件若A公司為公開發行公司，則股東甲乙丙丁簽訂之表決權拘束契約效力將因違反第175條之1第3項而依民法第71條無效。

3. 立法論上，未來或可在建立適當揭露機制之配套下，將表決權拘束契約之規定擴及至公發公司³，以兼顧公發公司股東之契約自由與一般投資人權益之保障，併予敘明。

公司法第3週

可否於股東會決議縮減董事席次並於當次即適用？

經濟部110年5月18日經商字第11002020210號函

(一)章程採非固定數額制者：

……章程採非明定固定數額制者，倘該次股東會涉及修正章程變更董監事席次者，須於完成章程修訂後，於下次股東會始得依新修正之章程選舉適用之，以免影響股東選舉董監事之權益。

(二)章程採固定數額制者：

……如公司原章程係明定固定數額之董監事者，倘未採董監事候選人提名制度，當次股東會亦無採行書面或電子方式行使表決權，若於股東會開會通知書載明更改後之董監事應選人數，嗣後於股東會先決議通過修正章程更改數額，再以修章後新章程董監事人數進行董監事選舉，尚無不可。惟倘修正章程案未獲當次

3 陳彥良，表決權拘束契約的本質與限制——評最高法院106年度台上字第2329號民事判決，裁判時報第97期，2020年7月，頁47-48。

股東會決議通過，則該次股東會是否仍進行董監事選舉或逕依原公司章程之董監事席次選舉，自應視該次股東會召集通知有無載明相關說明具體認定。

公司法第4週

【發起設立與募集設立的程序】

一、發起設立：

所謂發起設立，是指公司設立時第一次所發行的股份全由發行人認足，不再對外招募者⁴。以下是發起設立的程序⁵：

- (一)決定公司名稱及營業項目（§ 2 II、§ 18、§ 392-1）。
- (二)開立銀行帳戶⁶。
- (三)決定公司登記所在地。
- (四)訂立章程（§ 129）。
- (五)發起人認足第一次發行的股份並按所認股數繳足股款（§ 131 I）。
- (六)會計師對資本額簽證（§ 7）。
- (七)發起人選任董事及監察人⁷（§ 131 I）。
- (八)董事長申請設立登記。
- (九)主管機關審核（§ 388）。

二、募集設立：

⁴ 王文宇，公司法論，2022年9月增修7版，元照，頁309。

⁵ 發起設立公司程序，整理自王文宇，公司法論，2022年9月增修7版，元照，頁310-311。

⁶ 是為了收股款用。

⁷ 依公司法§ 128-1 I、III，政府或法人一人股東公司可以不設監察人。

所謂募集設立，是指公司設立時所發行的股份非由發起人全數認足，而就發起人所認股份以外的所剩餘的股份，由發起人對外招募者⁸。以下是募集設立的程序⁹：

- (一)決定公司名稱及營業項目（§ 2 II、§ 18、§ 392-1）。
- (二)開立銀行帳戶。
- (三)決定公司登記所在地。
- (四)訂立章程（§ 129）。
- (五)發起人認股（§ 132 I、§ 133）。
- (六)發起人募股（§ 132 I）。
 - 1.申請證券主管機關審核（§ 133 I）。
 - 2.發起人應備認股書（§ 138）。
 - 3.公告招募（§ 133 III）。
- (七)認股人認股（§ 138 II、§ 139）。
- (八)發起人催繳股款¹⁰（§ 141）。
- (九)發起人召開創立會¹¹（§ 143）。
- (十)董事會申請設立登記。
- (十一)主管機關審核（§ 388）。

考題直擊站

甲乙丙三人為大學同學，畢業後擬自行創業，調查後決定從事早餐

- ⁸ 王文字，公司法論，2022年9月增修7版，元照，頁310。
- ⁹ 王文字，公司法論，2022年9月增修7版，元照，頁311-315。
- ¹⁰ 其他相關法條：認股人得撤回認股的情形（§ 152）、認股人延欠股款的效果（§ 142）。
- ¹¹ 有關創立會的法條：創立會的決議與程序準用股東會規定（§ 144，未明文者則類推適用類推適用股東會規定）、創立會聽取發起人報告的權限（§ 145）、創立會選任董事及監察人的權限（§ 144準用§ 198）、創立會調查設立經過的權限（§ 146 II、III）、創立會的裁減權（§ 147）、創立會修改章程與決定不設立公司的權限（§ 151）、創立會召開後的效果（§ 152）。

事業，三人決定以「吾從粥」為名稱設立登記一股份有限公司，章程授權資本額定為新合幣（下同）一百萬元，第一次實收每位股東五萬元。甲擬以其全家所領得之五倍券共五萬元面額為出資，乙以現金五萬元為出資，丙以祖傳肉粥配方作價五萬元出資，條件為調制配方之工作由丙單獨負責，其他股東及員工均不得參與。問吾從粥股份有限公司之設立作業如何進行？請說明自公司名稱到申辦登記過程中有哪些應處理之問題？又三人之出資內容適法性如何？（25分）（111北大法研第1題¹²）

考題破解

【答題分析】

本題是法條題大集合（夾雜許多冷門考點）！第一部分針對公司設立程序，只要把前面筆者整理的夾敘夾議帶入本件事實就好，沒有什麼爭議，不需要太多抽象論述。

至於第二部分，則涉及公司法 § 131 III 出資標的的問題（資本三原則的問題請參本週【補充1】貳、的部分）。值得一提的是振興五倍券，雖然已經有「因應嚴重特殊傳染性肺炎振興五倍券發放辦法」已經明文說五倍券不行投資股票¹³，但我相信應該沒幾個人看過這東東，也不需要去看。因此，筆者答題還是從公司法出發，

12 筆者永遠記得當初考北大法研看到這題的第一反應，真的是驚呆了（只能說國彬真的是有夠狠……）！壓根都沒有想過會出公司設立的題目，腦袋根本一片空白！當下我就偷偷注意坐在附近的人，發現大家都遲遲不動筆，心裡就稍微安心一點，就趕緊想辦法讓自己冷靜下來，努力回想模糊的記憶。但最後還是挺囧的，因為本題是發起設立，我卻還辦出什麼要有創立會……。不過沒關係，不太可能每題都是冷門考點（111司律刑事法除外……），只要把心態穩住，好好努力把冷門題目完成，然後把比較熱門的考點把握住，最後不會太差的（筆者最後北大法研商法卷拿62分）。

13 因應嚴重特殊傳染性肺炎振興五倍券發放辦法第6條第2項第3款：「五倍券不得使用於下列項目：……三、購買或投資股票、公司債、認購（售）權證、受益憑證、保單或其他金融商品。」

並以資本維持原則的定義去分析，因為五倍券設有使用和使用期間的限制¹⁴，所以最後也是得出五倍券不得作為出資標的的結論。

至於祖傳肉粥配方則涉及「技術出資」與「勞務出資」區辨的問題，對此經濟部有提出兩者的區分¹⁵：「……技術出資發行時，出資標的可經估價衡量確定其價值，公司可獲得該出資技術之所有、使用及收益權……；至於勞務，則較重視勞務出資者之個人特性，且難以經由評估認定其價值者。惟具體個案仍應由主管機關本諸職權審酌辦理。」最後筆者認為因為有「調製配方之工作由丙單獨負責，其他股東及員工均不得參與」的條件，所以認為是勞務出資，非§131Ⅲ所列的出資標的，因此不適法。

最後要跟讀者說的是，本題考點比較瑣碎，如果練習時答題上沒那麼完整、漏掉或忘記法條都是非常正常的，千萬別因此感到氣餒！筆者也是翻著法條並且字字斟酌把這題解完的，所以把這題看過去就接著繼續複習吧！

【答題架構】

本件涉及股份有限公司設立及出資適法性之問題，茲分述如下：

(一)就吾從粥股份有限公司設立作業之進行與自公司名稱到申辦登記中應處理之問題，分述如下：

- 1.本件應屬發起設立。
- 2.決定公司名稱及營業項目、開立銀行帳戶並決定公司登記所在地。
 - (1)夾敘夾議：決定公司名稱及營業項目。
 - (2)夾敘夾議：開立銀行帳戶。

¹⁴ 參因應嚴重特殊傳染性肺炎振興五倍券發放辦法第6條、第7條。

¹⁵ 經濟部104年6月1日經商字第10402411780號函。

(3)夾敘夾議：決定登記所在地。

3. 甲乙丙應訂立章程。

夾敘夾議：§ 129。

4. 甲乙丙應認足第一次發行之股份並繳納所認股數股款，再送會計師簽證。

夾敘夾議：甲乙丙應認足第一次發行之股份並繳納所認股數股款再送會計師簽證。

5. 選任董事及監察人，並由董事長申請設立登記。

夾敘夾議：§ 131 I，董事長申請設立登記。

(二) 本件僅乙之出資適法，甲丙之出資皆不適法。

1. 甲之出資不適法。

(1)夾敘夾議：點出問題核心。

(2)本文見解：五倍券不得作為出資標的。

(3)小結。

2. 乙之出資適法。

夾敘夾議：§ 131 III。

3. 丙之出資不適法。

(1)援引法條＋解釋法條：§ 131 III。

(2)本件涵攝。

(3)小結。

擬答

(1,134字)

本件涉及股份有限公司設立及出資適法性之問題，茲分述如下：

(一)就吾從粥股份有限公司設立作業之進行與自公司名稱到申辦登記中應處理之問題，分述如下：

1. 本件應屬發起設立。

本件吾從粥股份有限公司第一次實收每位股東5萬元，並由甲乙丙認足，故屬發起設立股份有限公司，應循發起設立相關程序進行，合先敘明。

2. 決定公司名稱及營業項目、開立銀行帳戶並決定公司登記所在地。

(1) 首先，應先決定公司之名稱及營業項目。按第18條第1項規定，應注意「吾從粥」此公司名稱不得與他公司或有限合夥名稱相同，惟若該他公司或有限合夥之業務種類非經營早餐事業，或者有標明可資區別之文字者，則屬適法。

(2) 決定名稱與營業項目後，則應開立用以收股款之銀行專款帳戶，並決定吾從粥股份有限公司之登記所在地。

3. 甲乙丙應訂立章程。

其次，按第129條，發起人甲乙丙應以全體之同意訂立章程，並載明其名稱為吾從粥股份有限公司、所營早餐事業、授權資本額100萬元及實收資本額5萬元、公司所在地、董監人數和任期及訂立章程之年月日。

4. 甲乙丙應認足第一次發行之股份並繳納所認股數股款，再送會計師簽證。

復次，按第131條第1項，甲乙丙應認足第一次發行之股份，並繳納所認股數股款5萬元。於收足股款後，按第7條第1項，吾從粥股份有限公司之資本額應經會計師查核簽證。

5. 選任董事及監察人，並由董事長申請設立登記。

最後，按第131條第1項，於甲乙丙認足第一次發行之股份並繳足股款後，應選任董事與監察人，且至少須有一董一監（第192條第2項），接著再由董事長向經濟部申請設立登記。

(二)本件僅乙之出資適法，甲丙之出資皆不適法。

1. 甲之出資不適法。

(1)按第131條第3項，發起人甲除得以現金出資外，得以公司事業所需之財產、技術抵充之。本件甲擬以五倍券作為出資標的，性質上較接近公司所營事業所需之財產，惟是否適法，仍有疑義。

(2)本文認為，從資本維持之角度而言，五倍券設有使用及使用期間之限制，無法於吾從粥股份有限公司存續中，以五倍券此一現實資產充實其抽象之資本，故有違資本維持原則，從而應非公司事業所需之財產。

(3)綜上，甲之出資不適法。

2. 乙之出資適法。

按第131條第3項，乙得以現金5萬元出資，故乙之出資應屬適法。

3. 丙之出資不適法。

(1)按第131條第3項，發起人之出資得以公司事業所需之技術抵充之，惟並不包含勞務出資。而技術與勞務出資之區分，應視其性質是否可與出資者相分離為斷。申言之，勞務出資較重視出資者之個人特性，且難以經由評估認定其價值。

(2)據此，本件丙以祖傳肉粥配方作為出資標的，雖可經由估價衡量而確定其價值，惟其設有由丙單獨負責調製配方而不許其他股東及員工參與製作之條件，足見該配方不可與出資者丙分離而較重視丙之個人特性，故丙應為以勞務出資，並非第131條第3項所列出資標的。

(3)綜上，丙之出資不適法。

考題直擊站

A股份有限公司（下稱「A公司」）為非公開發行之公司，主要股東有兩大家族，分別為陳氏與林氏，陳氏家族成員持股約占60%，林氏家族成員持股約占40%。A公司章程第5條規定：「本公司資本額訂為新臺幣五千萬元整，分為五百萬股，每股金額定為新臺幣壹拾元整，全額發行。」惟A公司近年營運不佳，累積虧損已達新臺幣（下同）3,000萬元，為改善公司財務結構並引進新資金，A公司民國（下同）109年股東臨時會擬提案減資3,000萬元後，同時增資3,000萬元。該次股東臨時會中，股東出席數達已發行股份總數之62%，會中就議案三「減資彌補虧損」，以及議案四「現金增資案」，均獲得出席股東表決權過半數之同意。試問：該次股東臨時會中，議案三及議案四效力如何？（25分）

（張心悌老師文章改編¹⁶）

考題破解

【答題分析】

本題單純就是在考同時進行同額增減資應經的程序問題。

【答題架構】

議案三及議案四無效，分述如下：

（一）議案三及議案四因涉及變更章程，故應經股東會特別決議始為適法：

1. 點出爭議：同時進行同額增減資應進行的程序？

（1）反論：股東會普通決議（§ 168、§ 168-1）。

（2）本文見解：股東會特別決議（§ 277）。

16 張心悌，簡政便民？同股東會進行同額減資與增資之程序，月旦法學教室第228期，頁21-24。

2.本件涵攝。

3.小結。

(二)議案三及議案四決議內容因違反章程內容而無效。

(三)結論。

擬答

(749字)

議案三及議案四無效，分述如下：

(一)議案三及議案四因涉及變更章程，故應經股東會特別決議始為適法：

1.按公司法（下同）第168條之1第1項，A公司得基於改善公司財務結構進行同時增減資。

2.惟，本件A公司之章定資本已全額發行並載明於章程中，此時A公司進行同額增減資時，應經何種程序始為適法，容有疑義：

(1)或有論者認為¹⁷，若公司係同時辦理減資與增資之程序，而非分次辦理，則因未涉及章程之變更而僅需依第168條、第168條之1第1項經股東會普通決議即為適法。

(2)惟本文認為¹⁸，前開見解僅因「同次辦理增減資」而認僅需經股東會普通決議，將使法律相關解釋和適用繫諸於公司經營者所操控。其次，同額增減資中，原有股東未必能維持其原持股比例，若僅需經股東會普通決議，對少數股東權益保護不周。最後，既章程中已明文「全額發行」，則一旦減資即與「全額發行」狀態

¹⁷ 經濟部100年2月14日經商字第10002402520號函。（現已不再援用）

¹⁸ 張心憐，簡政便民？同股東會進行同額減資與增資之程序，月旦法學教室第228期，頁23。相同見解：經濟部111年1月25日經商字第11102401370號函、最高法院110年度台上字第894號民事判決。

有所牴觸，應經第277條第1項變更章程程序始為適法。

3. 據此，本件A公司在章定資本額已全額發行，且章程亦已載明「全額發行」之狀態下同時進行增減資，因已變更章程「已全額發行」之狀態，並基於「保護少數股東權益」之立場，應依第277條第1項經股東會特別決議通過始為適法。

4. 綜上，本件A公司為非公發公司，必須由代表已發行股份總數2/3以上股東出席，惟本件僅由62%股份總數之股東出席，未達變更章程之門檻，故議案三與議案四為不適法。

(二) 議案三及議案四決議內容因違反章程內容而無效¹⁹。

1. 承上，因本件A公司未成功變更章程，故議案三減資彌補虧損之決議內容已違反A公司章程「全額發行」之狀態，依第191條無效。

2. 其次，既認議案三減資決議內容無效，則議案四現金增資案之決議內容將使實收資本額超過A公司章程所載章定資本額5,000萬元之狀態，從而有違反章程，故依第191條無效。

(三) 結論：

綜上所述，該次股東臨時會中，議案三及議案四效力為無效。

19 這邊如果讀者要討論「未達定足數的股東會決議瑕疵」也可以！

證交法第5週

考題直擊站

A上市公司（下稱A公司）因擴廠需求，擬現金增資發行新股。為求募集成功，A公司即與B公司從事虛偽交易，並將虛偽之交易在公開說明書內列為營收，美化公司財務表現，而A公司股價也因此一不實陳述自49元上漲至57元。A公司現金增資價為新臺幣每股45元。甲擬應募A公司新股，但未成功，於股價上漲過程中自行在集中交易市場以每股55元買進。其後，A公司公開說明書不實之事被揭露，加上疫情再起，股價自57元下跌至40元。甲在股價下跌過程中決定賣出停損，賣出價為42元。請附理由回答下列問題：

- (一) 甲可否主張依證券交易法第32條請求A公司負責人對其負損害賠償之責？若可，損害賠償之金額應如何計算？若A公司負責人抗辯：甲在得知公開說明書不實消息時，未於第一時間賣出，應負與有過失責任，是否有理？（20分）
- (二) 甲可否主張依證券交易法第20條請求A公司負責人對其負損害賠償之責？若可，而A公司負責人又抗辯：甲根本未閱讀該公開說明書，故其應不成立損害賠償責任，是否有理？承上，又假設A公司公開說明書不實之事被揭露後，股票即於翌日起停止交易至今，是否影響甲之損害賠償請求？（20分）
- (三) 承上，甲得否向B公司請求損害賠償？（10分）

【改編自110臺大法研第3題】

考題破解

【答題分析】

本題的設計就是一個問題一個考點，以下是本題涉及的考點：

- (一) 第一小題：

1. 甲是在交易市場上買入A公司股票，算是證交法 § 32 I 所稱「善意相對人」？
2. 損害賠償計算：毛損益法vs淨損差額法。
3. 若採毛損益法，有與有過失適用？

(二) 第二小題：

1. § 32和 § 20 I、III和 § 20 II、§ 20-1間的關係。
2. 老考點！交易因果關係的判斷！
3. 算是新考點，涉及損失因果關係的判斷。

(三) 第三小題：這個也算是新考點，涉及「財報不實次要行為人」的問題。

【答題架構】

(一) 本件涉及「證交法（下同）§ 32請求主體」、「公開說明書不實損害賠償計算」之相關爭議，茲分述如下：

1. 甲得依 § 32請求A公司負責人對其負損害賠償之責：

- (1) 援引法條＋立法目的。
- (2) 本件涵攝：構成主要內容。
- (3) 點出爭議：善意相對人的解釋。

① 反論：狹義。

② 反論：廣義。

③ 本文見解：折衷。

(4) 本件涵攝。

2. 應採「淨損差額法」計算損害賠償：

(1) 點出爭議：損害賠償的計算？

① 反論：毛損益法。

② 本文見解：淨損差額法。

(2) 本件涵攝。

3. A公司負責人之抗辯並無理由：

(1)夾敘夾議：抗辯無理由。

(2)退步言之，縱採「毛損益法」，結論亦同。

(3)小結。

(二)本件涉及「§ 32和§ 20之關係」、「交易因果關係判斷」及「損失因果關係」之問題，茲分述如下：

1.甲得選擇依§ 20 I、III請求A公司負責人對其負損害賠償之責：

(1)甲得依§ 20 I、III主張權利：

①抽象論述：§ 20、§ 32自由競合。

②本件涵攝。

(2)甲不得依§ 20 II、§ 20-1主張權利：

①抽象論述：§ 20 II、§ 20-1與§ 32的關係。

②本件涵攝。

2.A公司負責人抗辯為無理由：

(1)本件涉及「交易因果關係」之判斷，分述如下：

①反論：不援引詐欺市場理論。

②本文見解：援引詐欺市場理論。

(2)本件涵攝。

(3)小結。

3.甲仍得請求損害賠償：

(1)本件涉及損失因果關係證明之問題，分述如下：

①反論：推定損失因果關係。

②本文見解：消息更正後股價下跌。

(2)本件涵攝。

(3)小結。

(三)甲得依據§ 20 I、III向B公司請求損害賠償。

1.點出爭議：如何處理次要行為人責任？

2.本文見解：以證交法§ 20 I、III處理。

3. 本件涵攝。

4. 小結。

擬答

(2,583字)

(一) 本件涉及「證交法（下同）第32條請求主體」、「公開說明書不實損害賠償計算」之相關爭議，茲分述如下：

1. 甲得依第32條請求A公司負責人對其負損害賠償之責：

(1) 按第32條基於「確保公開說明書內容真實完整，以保障投資人」之立法目的，定有「公開說明書不實民事責任」之明文。

(2) 本件A公司公開說明書應記載之內容中，有關虛增營收之部分，對理性投資人而言，應屬其決定是否認購或買賣A公司股票之重要考量，故構成第32條公開說明書主要內容虛偽。

(3) 惟，甲可否主張依第32條向A公司負責人請求損害賠償，涉及第32條第1項「善意之相對人」之解釋，分述如下：

① 有認為²⁰，既第32條係針對發行市場為規範，則「善意之相對人」應僅限於「直接從發行市場認購有價證券之人」。

② 另有認為²¹，從保護投資人角度而言，凡於承銷期間因信賴公開說明書而取得有價證券之人，皆應為「善意之相對人」。

③ 本文則認為²²，第一說做如此限縮解釋，恐對於其他因信賴公

○ ————— ○

20 臺灣高等法院96年度金上字第1號民事判決。

21 新竹地院90年度重訴字第162號民事判決。

22 郭大維，證券交易法第三二條損害賠償請求權人之範圍，月旦法學教室第143期，2014年9月，頁25-26。相同見解：曾宛如，證券交易法原理，2020年修訂版，元照，頁209。

開說明書而從交易市場上取得股票之人保護不周。第二說則過度擴張第32條請求主體範圍，在法律未明文之情況下亦為不妥。因此，或可參考比較法上較折衷之「追蹤理論」，而包含「於交易市場間接取得當次發行有價證券之投資人」。

(4) 據此，本件甲若可證明其所取得之A公司股票係當次A公司所增資發行之股票，即可依第32條向A公司負責人請求損害賠償。

2. 應採「淨損差額法」計算損害賠償：

(1) 由於現行法對於公開說明書不實並無明文規定損害賠償計算方法，因此如何計算，容有疑義：

① 採「毛損益法」者認為²³，基於公開說明書不實之非難性高，並無限縮賠償範圍之必要，與其費時費力計算恐有爭議之真實價格，不如以買賣價差計算，較符合實際情況和公平原則。

② 惟本文認為應採「淨損差額法」²⁴，蓋「毛損益法」將非由行為人所致之損害皆歸由行為人負責，已背離我國賠償計算法理。且在我國已普遍承認「損失因果關係」的情況下，復又採「毛損益法」，即有矛盾。

(2) 據此，本件若採「淨損差額法」，計算上應以甲之買進價格55元與A公司股票真實價格之差額再乘上甲所買進之股數為賠償金額，而非直接以買進之55元和賣出之42元間13元價差為計算基礎。

23 臺灣高等法院106年度金上字第4號民事判決。

24 最高法院111年度台上字第21號民事判決。邵慶平，「最高法院111年度台上字第21號請求損害賠償事件」鑑定意見書，頁11；曾宛如，最高法院111年度台上字第21號請求損害賠償事件專家鑑定人意見書，頁22。

3. A公司負責人之抗辯並無理由：

(1) 承前所述，在採「淨損差額法」之見解下，因並非以甲買進和賣出A公司股票之價差計算賠償金額，故甲何時賣出並不影響賠償金額計算，從而亦無與有過失之問題。

(2) 退步言之，縱採「毛損益法」，課予投資人甲第一時間出賣之義務亦與證交法保障投資之立法目的有違。蓋甲於當下如何得知第一時間賣出即得避免虧損？若甲第一時間賣出，A公司股價嗣後又反彈，甲是否亦須負與有過失之責？²⁵

(3) 綜上，A公司負責人之抗辯為無理由。

(二) 本件涉及「第32條和第20條之關係」、「交易因果關係判斷」及「損失因果關係」之問題，茲分述如下：

1. 甲得選擇依第20條第1、3項請求A公司負責人對其負損害賠償之責：

(1) 甲得依第20條第1、3項主張權利：

① 按第20條第1項為一般反詐欺條款之規定，適用範圍廣泛。因此，在構成第32條之情形，也往往會構成第20條第1項之規定。在法律未明文排除之情況下，如同時構成此二規定而產生競合關係，應得自由選擇循第32或20條主張權利²⁶。

② 本件A公司於發行新股時，在公開說明書中所提供之營收與實

25 賴英照，最新證券交易法解析，2020年4月4版，自版，頁754。

26 採此見解的學者：賴英照，最新證券交易法解析，2020年4月4版，自版，頁760；曾宛如，證券交易法原理，2020年修訂版，元照，頁249。

對此，筆者有在研究所課堂中特別去詢問賴英照老師的想法，基本上老師認為，若同時構成證交法§20 I、§20 II + §20-1、§32等請求權時，為保障投資人，投資人應得自由選擇要主張哪條作為請求權基礎，因而採自由競合的見解。

際上之營收不符，構成虛偽之行為，故乃第20條第1項之規範範疇。而甲於交易市場上取得A公司股票，依上開說明，得依第20條第3項請求A公司負責人對其負損害賠償之責。

(2) 甲不得依20條第2項、第20條之1主張權利：

①按第20條第2項、第20條之1與第32條之關係，本文認為，若同時構成二者，第32條應優先適用。蓋第20條之1與第32條皆有過失責任甚至無過失責任之規定，而第20條之1不區分財務文件是否經會計師簽證而異其免責要求，若承認此二規定得競合適用，將架空第32條²⁷。

②本件雖係A公司公開說明書有虛增營收之財務文件虛偽之情事而可能同時構成第20條第2項、第20條之1，惟依上開說明，此時第32條應優先適用，故甲不得依20條第2項、第20條之1主張權利。

2. A公司負責人抗辯為無理由：

(1) 本件涉及「交易因果關係」之判斷，分述如下：

①或有論者認為²⁸，按民訴法第277條本文規定，交易因果關係之要件事實乃有利於原告之事實，故應由原告負舉證責任，證明其有交易因果關係。

②惟本文認為²⁹，應以民訴法第277條但書為據，援引詐欺市場理

27 曾宛如，證券交易法原理，2020年修訂版，元照，頁249。

28 臺中地院92年度重訴字第706號民事判決、臺中高分院93年度金上字第2號民事判決。

29 最高法院106年度台上字第1246號民事判決。邵慶平，證券團體訴訟中因果關係構成要件的比較研究——兼論投保中心制度的改革方向，臺北大學法學論叢第99期，2016年9月，頁166-167。

論為法理推定交易因果關係。蓋若使原告負交易因果關係之舉證責任，是否信賴該資訊而下投資判斷乃主觀意識，難以證明，將使投資人求償無門而顯失公平。且我國有關證券詐欺訴訟係以投保中心為核心之團體訴訟，亦無濫訴之問題。

(2) 據此，本件甲係於集中交易市場買入A公司股票，而我國集中交易市場為效率市場，依詐欺市場理論，甲縱未閱讀公開說明書，亦應可信賴集中交易市場有能力吸收各種資訊並進而信賴A公司股價為真實，從而間接信賴A公司公開說明書之營收。因此，依民訴法第277條但書，推定有交易因果關係。

(3) 綜上，A公司負責人抗辯為無理由。

3. 甲仍得請求損害賠償：

(1) 本件涉及損失因果關係證明之問題，分述如下：

①或有認為³⁰，應如同「交易因果關係」之判斷，推定有「損失因果關係」。

②惟本文認為³¹，前開見解無異是將行為人之損害賠償責任，轉化為交易損失之投資保險，不利於證券市場發展。因此，仍應由原告負舉證責任，並應以「更正揭露消息後股價下跌」為損失因果關係存在之典型態樣為判斷。

(2) 據此，本件A公司公開說明書不實之事被揭露後，雖股價未下跌，而係停止交易，惟因A公司之股票已因停止交易而喪失流動性，實已對甲之投資權利造成重大影響而受有損害，故應肯定本

30 臺灣新北地方法院98年度金上字第3號民事判決。

31 最高法院105年度台上字第2218號民事判決、最高法院110年度台上字第2717號民事判決。

件損失因果關係仍成立。

(3) 綜上，縱A公司於消息揭露後股價未下跌，仍成立損失因果關係，從而不影響甲之損害賠償請求。

(三) 甲得依據第20條第1、3項向B公司請求損害賠償。

1. 本件B公司並非第32條或第20條之1之行為主體，而係在幕後一同參與美化財報之「次要行為人」。就「次要行為人」應如何規範？容有疑義。

2. 對此，本文認為³²，為保護投資人，「次要行為人」參與美化財報之情形，應回歸第20條第1、3項一般反詐欺條款予以規範，以免造成民事責任上之漏洞。

3. 據此，本件甲於交易市場上買入A公司股票，而B公司透過與A公司安排虛偽交易之方式，進而虛增A公司營收，使A公司於公開說明書上之營收與實際營收不符，構成第20條第1項虛偽之行為。

4. 綜上，既B公司之行為構成第20條第1項之虛偽，則甲自得依第20條第3項向B公司請求損害賠償。

○ ————— ○
32 張心悌，從美國聯邦最高法院次要行為人判決思考我國財報不實民事責任之規範，臺灣財經法學論叢第2卷第1期，2020年1月，頁37-42。