

2022 年公司法與證券交易法發展回顧

曾宛如*

<摘要>

本文就 2022 年公司法及證券交易法的發展中挑選部分主題予以分析跟討論。近年來揭穿公司面紗原則或否認法人格之案例日多，法院之論述方式又十分近似，即與法條規定相距甚遠，特別是 2022 年一則最高法院的判決直接以否認法人格的方式使公司遵守契約值得注意。現代公司大部分董事不負責公司日常業務的執行，因此，在判斷董事是否善盡其注意義務也從傳統的判準演變成監督義務。然而司法實務上對於何謂監督義務，見解仍未臻成熟，本文就其發展也予以詳加討論。至於常見的借名登記及直接訴訟與代位訴訟的不易區分，本文亦有觸及。

2022 年證券交易法的案件多數環繞在財報不實及內線交易這些類型。而財報不實在歷經多年發展，不少法院已穩定的接受詐欺市場理論可以成為舉證方式之一時，2022 年底最高法院卻突然將財報不實抽離出來，使其與美國法脫勾而只能依循德國法侵權行為之路徑，本文加以討論與批評。最後資本市場中經營權的爭奪使董事長被以臨時動議解任及獨立董事任意召開股東會造成法規變化皆有討論。

關鍵詞：揭穿公司面紗原則、否認法人格、監督義務、注意義務、忠實義務、獨立董事、借名登記、審計委員會、財報不實、詐欺市場理論

* 國立臺灣大學法律學院特聘教授。

Email: wrtseng@ntu.edu.tw

• 責任校對：高映容、黃品樺、辛珮群。

• DOI:10.6199/NTULJ.202311/SP_52.0011

◆目次◆

壹、緒論

貳、公司法之發展

- 一、揭穿公司面紗原則之實務運作
- 二、董事監督義務之性質及遵守之判準
- 三、借名登記及股東權行使之範疇

參、證券交易法之發展

- 一、獨立董事召開股東會之權限及董事長之解任
- 二、財報不實民事責任之交易因果關係的舉證爭議

肆、結論

壹、緒論

我國企業面對法規限制或經營權保衛時常有各種「推陳出新」的手法以應對或擊退競爭對手，這些手法有些已明確違法，有些則遊走於灰色地帶。當這些事件引發社會關注時，往往也會帶動相關規定的修正，然卻予人法規苦追違法現況之窘境。另一種情形是法規本身可能規範不夠完備或者不易操作，以致於無法解決個案之難題。

2022 年資本市場發生不少重要事件，有些是承襲以前已經存在之現象只是更變本加厲，例如獨立董事（下稱獨董）自行召開股東會、公司處分重大資產的程序瑕疵、公司濫用法人格獨立之設計而規避責任、及財報不實的交易因果關係的舉證方式遭到法院否定等；有些事件仍在發展中，有些則是陳年現象，透過法院判決再逐一釐清，本文將挑選部分有趣的發展分析討論，希望能激盪出更多反思及改革。

貳、公司法之發展

一、揭穿公司面紗原則之實務運作

關於揭穿公司面紗原則之實務見解，早期並不多見，其主因或許與公司法關係企業章之規定與英美法上之揭穿公司面紗原則仍有差距不無關係。公司法第 369 條之 4 雖規定控制公司直接或間接使從屬公司為不合營業常規或其他不利益之經營而未為補償時，應對從屬公司所受之損害予以賠償；控制公司不賠償，則從屬公司之債權人或符合條件之股東得以自己名義行使從屬公司之權利，請求控制公司賠償從屬公司。此一規定顯非「直接訴訟」，而是透過由控制公司填補從屬公司之損害，間接使債權人增加受償之機會或提升股東之股份價值的機制¹。

2013 年以「按揭穿公司面紗之原則，係源於英、美等國判例法，其目的在防免股東濫用公司之法人地位而脫免責任導致債權人之權利落空，求償無門。為保障債權人權益，我國亦有引進揭穿公司面紗原則之必要。……法院適用揭穿公司面紗之原則時，其審酌之因素，例如審酌該公司之股東人數與股權集中程度；系爭債務是否係源於該股東之詐欺行為；公司資本是否顯著不足承擔其所營事業可能生成之債務等情形。²」為理由，增訂公司法第 154 條第 2 項之規定：「股東濫用公司之法人地位，**致公司負擔特定債務且清償顯有困難**，其情節重大而有必要者，該股東應負清償之責。」至此，我國法上方有真正之揭穿公司面紗原則的明文規定。

惟實務上對於公司法第 154 條第 2 項之解釋及運用與條文之規定未必完全吻合。以最高法院 111 年度台上字第 1744 號民事判決為例，該案中上訴人 A 公司為參加人 B 公司之全資子公司。參加人 B 公司將其所持有被上

¹ 學者認為公司法第 369 條之 4 有部分精神落實了揭穿公司面紗原則。請參閱劉連煜（2005），〈揭穿公司面紗原則及否認公司人格理論在我國實務之運用〉，《台灣法學雜誌》，67 期，頁 41。

² 立法院公報處（2013），《立法院公報》，102 卷 5 期，3 冊，頁 905，立法院。

訴人 C 公司之部分股份轉讓予 A 公司，A 公司請求 C 公司為股份轉讓之過戶登記，被 C 公司拒絕，是以有此爭議。C 公司是 B 公司與參加人 D 公司（美商）依合資契約而設立之公司，B 公司、D 公司各持股 49%、51%。依據該合資契約，任一股東不得將其持有之被上訴人 C 公司之股份出售或移轉第三人，此其一；合資契約終止時，C 公司應自願解散，此其二。

C 公司依合約本應經股東會為解散之決議，現 B 公司不樂見解散之發生，因其對 C 公司之經營仍有期待。然因國際商會國際仲裁院仲裁庭之仲裁判斷已命 B 公司應依合資契約出席 C 公司之股東會以討論 C 公司之解散事由，是以 B 公司透過股份轉讓使其自身之持股從 49%降至 14%。此一安排係著眼於非公開發行之股份有限公司，其解散應經代表已發行股份總數三分之二以上股東出席，當 B 公司將其持股轉讓予 A 公司後，D 公司如主張 C 公司之股東會之所以無法為解散之討論及決議係因 B 公司拒絕履行合約上之出席義務時，B 公司可以抗辯其已出席股東會，但因 B 公司加計 D 公司之持股為 65%，未達三分之二，是以股東會無法開議非可歸責於 B 公司，B 公司並未違反合資契約。高等法院³與最高法院皆拒絕 A 公司之請求，兩者原因稍有不同。最高法院強調公司法人格與股東雖各有獨立性，但若公司股東濫用公司制度，利用公司法人格獨立以規避其義務或責任，達到規避法律或脫法之效果，本於誠信原則，應否認公司法人格予以救濟。最高法院並表示，我國引進關係企業章時已有揭穿公司面紗原則之精神；其後公司法第 154 條第 2 項則明文引進此一原則。若關係企業行使基於契約所得之權利，違反了誠信原則、公共利益或以損害他人為主要目的，皆為公司制度之濫用，故基於揭穿公司面紗、法人格否定之理論的相同法理，自應駁回請求⁴。

³ 臺灣高等法院臺中分院110年度上字第161號民事判決。

⁴ 此一結論若續推論，亦可曰即便准許A公司之請求而使C公司為股東名簿上的變更登記，但A公司之持股等同B公司之持股，故若A公司未出席C公司之股東會討論解散案，等同B公司違約。究其實質，A公司為B公司之全資子公司，B公司將其股份移轉予A公司，試圖以A公司不出席與其無涉之設計並不明智，蓋因現實上B公司可完全控制A公司，包括是否出席股東會。

本判決將 A 公司之法人格予以否認，認為 A 公司之行為等同於 B 公司之行為，既然 B 公司不得違反合資契約將股份轉讓他人，當然也不能將股份轉讓給 A 公司，遑論為股權移轉過戶登記之請求。A 公司請求持股轉讓登記之行為等同 B 公司之所為，所以 C 公司不同意股權移轉之過戶登記為有理由。最高法院否認 A 公司之法人格的見解係基於**揭穿公司面紗、法人格否定之理論的相同法理**，但此與公司法第 154 條第 2 項顯有極大不同。

首先，公司法第 154 條第 2 項係適用於股東使公司負擔特定債務且清償顯有困難之情形下，揭穿公司面紗，使公司幕後之股東不受公司法人格獨立之保護而應為公司之債務負責，這也是揭穿公司面紗原則之所以產生的主要原因，蓋其為股東有限責任之例外。不論是公司法第 369 條之 4 或第 154 條第 2 項，皆與揭穿公司面紗原則有關，揭穿公司面紗原則本質上亦有否定法人格獨立的色彩，但若以本案所提及之法人格否認，顯與前開條文中揭穿公司面紗原則所運用之法人格否認有所不同。本案中並未要求股東為公司債務負責，而是將母公司與全資子公司同視——子公司之行為等同母公司之行為，此係單純為法人格之否認以避免公司法人格之濫用，與債權人之受償保護無關⁵。因此，最高法院引用公司法第 369 條之 4 及第 154 條第 2 項之後，進一步以揭穿公司面紗原則及法人格否認之法理為推斷基礎，似乎有所誤解。

其次，最高法院的論述引發另一個問題。如上所述，法人格否認若細緻區分，可以有兩種不同意涵，一是揭穿公司面紗使股東為公司債務負責，另一種是使股東與公司同視以處理法人格濫用之其他問題，是以法人格否認與揭穿公司面紗並非完全相同。準此，我國法下有無單純否定公司法人格使母子公司同視之法規依據？從學者之分析論述中不難發現，我國實務上對於前後兩間公司其成員幾乎同一、經營業務相同、營業場所相同之公司法人格濫用認為應予以救濟；救濟之路徑雖有以法人格否認之方式為之者，但最後往

⁵ 關於揭穿公司面紗原則與法人格否認之差異的討論，請參劉連煜，前揭註1，頁45；陳正和（2023），〈揭穿公司面紗原則：最高法院111年度台上字第1744號判決評析〉，《月旦會計實務研究》，62期，頁99。

往回歸權利濫用及誠信原則之論述⁶。正如上文中所討論之案例，高等法院即採此路徑，只是最高法院與先前多數判決的態度不同，改採以較為勇敢的做法，直接否定法人格。

倘若觀察英國法之判決發展，不難發現，在揭穿公司面紗原則探討下，確實有些許案例無關債權人之保護，而以「本人」（principle）與「代理人」（agent），也就是存有代理關係（agency）或「一群公司被視為同一」（a group of associated companies to be treated as one）等理論，使母公司得以主張權利。例如在 *Smith, Stone & Knight Ltd v. Birmingham Corp*⁷，子公司之土地被徵收時，母公司得以子公司為母公司之代理人，故本人（即母公司）可請求賠償；又如 *DHN Food Distributors Ltd v. Tower Hamlets London Borough Council*⁸中，法院以母子公司三位一體的概念，雖然是子公司的土地被徵收，但因子公司並無營運，母公司才是佔用該土地做為營運基地的主體，現因土地被徵收以致於 3 家公司皆宣告解散，是以母公司可以請求營運中斷之賠償（compensation for disturbance），該賠償遠較政府已給予子公司之土地徵收來得高。當然，後面這個案子被認為偏離通說的正軌⁹，不過其確實彰顯出英國透過判決的發展，在揭穿公司面紗的脈絡下同時包含債權人保護及公司實體判斷等 2 種不同情形。

現在最高法院直接以否定法人格之方式，使母子公司同一，這樣的解決路徑確實較權利濫用及誠信原則更為直接，但此係司法之發展，其與現行法之規定仍有出入。值得注意的是，著名的 RCA 一案，最高法院之判決¹⁰指出：「我國公司法於 102 年 1 月 30 日增訂公司法第 154 條第 2 項規定前，揭穿公司面紗原則等相關理論已屬法理，依民法第 1 條規定，自得適用之。

⁶ 請參閱郭大維（2013），〈股東有限責任與否認公司法人格理論之調和：「揭穿公司面紗原則」之探討〉，《中正財經法學》，7期，頁87-94。

⁷ *Smith, Stone & Knight Ltd v. Birmingham Corp* [1939] 4 All ER 116.

⁸ *DHN Food Distributors Ltd v Tower Hamlets London Borough Council* [1976] 1 WLR 852.

⁹ See LEN SEALY & SARAH WORTHINGTON, *SEALY AND WORTHINGTONS'S CASES AND MATERIALS IN COMPANY LAW* 51-70 (10th ed. 2013).

¹⁰ 最高法院110年度台上字第50號民事判決。

在個案上，如控制股東有詐欺、過度控制、不遵守公司形式、掏空公司、或藉公司型態逃避法令規範、契約義務、侵權責任等濫用公司法人格之不正行為，致損害公司債權人時，為維誠信及衡平救濟，例外地否認公司法人格予以救濟，與法人格獨立及股東有限責任原則不生扞格。」從這個判決可以看出，司法實務似乎不在意公司法第 154 條第 2 項的具體規定，例如股東使公司負擔特定債務致公司清償困難這些構成要件的解釋，而是直接以揭穿公司面紗之原則為概括性的論述，甚至於超越了現行法的規範範圍而擴充及於「藉由公司型態逃避法令規範、契約義務」等均被涵蓋在內，可謂十分廣泛。更甚者，陳年舊案以法理濟其窮，並將法人格否認均列入其中，不論有無清償不能之情形。

前此，在最高法院 108 年度台上字第 619 號民事判決中，曾就甲以 A 公司之名義向 B 公司購買胚布，之後甲另設 C 公司，並將所有胚布都移轉到 C 公司，致使 A 公司查無存貨。判決中確實有提及甲之行為使 A 公司對 B 公司負擔之債務無法清償，可說是實務上極少數曾論述公司法第 154 條第 2 項構成要件的案例。惟多數案件仍以公司法第 154 條第 2 項之增訂理由及一般揭穿公司面紗原則之要件做為判決論述之基礎，可見公司法第 154 條第 2 項的構成要件在實務上並不重要。

二、董事監督義務之性質及遵守之判準

公司法制演進的過程中，從合夥到具有獨立之法人格，這段發展的背景自然而然地使董事對公司負有忠實義務（fiduciary duties），原因在於，當公司尚未擁有獨立法人格之前，董事常被定性為信託關係中的受託人（trustee），是以法院傾向將受託人所負之忠實義務適用於董事為事理之常。隨著現代公司法之出現，董事為公司之代理人（agent）（此為英美法的觀點），英美法下的代理人對其本人亦有忠實義務，只是其內涵與受託人稍有不同¹¹。以我國法律而言，董事與公司間存在委任關係，委任關係在我國法下是否有如同英美法豐富的義務內涵未可得知，但可以確認的是，因公司法

¹¹ See L.C.B. GOWER, GOWER'S PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW 550 (5th ed. 1992).

第 23 條第 1 項於 2001 年增訂，配合之後各條文的增修（例如公司法第 23 條及第 206 條等）以及學說、實務不斷的充實及改寫我國對於董事忠實義務的認知與建構，我國確實正朝向英美董事義務的方向不斷發展中。

忠實義務包括注意義務（duty of care）及忠誠義務（duty of loyalty）；我國實務上則多以忠實義務一詞指稱忠誠義務，此為名詞翻譯問題，為求容易閱讀，本文暫從實務通用之說法。現代公司中，即使是中小型企業，董事也未必參與公司日常業務之執行，遑論大型公司，是以就公司業務之執行，董事如何善盡其注意義務、有無過失，在判準上與自行執行業務自有不同。

實務發展上，董事的注意義務逐漸朝向如何確保公司業務之執行沒有疏失，因此發展出所謂的“duty to monitor”或稱“duty of oversight”（監督義務）。在 *In re Caremark International Inc. Derivative Litigation*¹²一案（下稱 *Caremark* 案）中，股東提起代位訴訟主張董事未建立良好的內部控制機制，以致於員工有機會犯法，致使公司受損。法院認為董事必須確保組織中存有使董事會及高階經理人取得資訊及回報的機制，這些及時且正確的資訊使董事及高階主管在充分資訊下，不論是使公司遵守法律或商業表現得以做出判斷（“...assuring themselves that information and reporting systems exist in the organization that are reasonably designed to provide senior management and to the board itself timely, accurate information sufficient to allow management and the board, each within its scope, to reach informed judgments concerning both the corporation's compliance with law and its business performance.”）¹³。此種內部控制應設計至何種程度方能達到其目的，屬於商業判斷，由董事會決定，但若欠缺合理的系統，董事就公司因此所受之損害必須負責¹⁴。值得注意的是，

¹² *In re Caremark Int'l Derivative Litigation*, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996).

¹³ *Id.* at 970.

¹⁴ *See id.* “Obviously the level of detail that is appropriate for such an information system is a question of business judgment. And obviously too, no rationally designed information and reporting system will remove the possibility that the corporation will violate laws or regulations, or that senior officers or directors may nevertheless sometimes be misled or otherwise fail reasonably to detect acts material to the corporation's compliance with the law. But it is important that the board exercise a good

本文中法官運用了 good faith(善意義務)一詞。其後具代表性的案例如 *Stone v. Ritter* 案¹⁵(下稱 *Stone* 案)，有論者指出在傳統注意義務到忠實義務的光譜之間，德拉瓦州法院發展出“the doctrine of good faith”(善意義務之原則)。對於善意義務究竟屬於傳統 2 種義務中的哪一種，或者可能是獨立的第 3 種類別似有爭議，然而在 *Stone* 一案中，法院明顯認為其屬於忠實義務¹⁶。

從德拉瓦州公司法 (the General Corporation Law) s. 102(b)(7) 觀察或許可以理解為何 *Stone* 一案將善意義務解釋為忠實義務，蓋德拉瓦州允許公司依章程之規定免除董事故意以外的責任，其結果將使董事無庸為其過失負責。在此情形下，如何處理董事的客觀性已受挑戰下而傳統的 2 種義務皆無法匡列其責任的窘境，惟有透過善意義務之開發並將其歸類至忠實義務方能使說理一貫。此後，有許多關於董事監督義務發展之案例，其主要論述亦在於如何建立內部回報機制之落實及遵循系統¹⁷。

美國的上述發展充分呼應了董事在法規安排下可以免除注意義務的困境，原告為了克服董事免責一事，便以欠缺善意為主張，在 *Caremark* 案後，原告經常主張董事會全然未致力於確保公司具有一個合理的資訊及回報系統，因此構成缺乏善意¹⁸。*Caremark* 案提出的標準，本質上不易滿足，是以其後很長一段時間，董事違反監督義務而能成立之案子屈指可數，特別是所指涉者若為一般商業風險之監控失敗而導致財務損失時，德拉瓦州並不肯認此種主張(“Moreover, the Delaware courts have not permitted failure of oversight

faith judgment that the corporation's information and reporting system is in concept and design adequate to assure the board that appropriate information will come to its attention in a timely manner as a matter of ordinary operations, so that it may satisfy its responsibility.”

¹⁵ *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. 2006).

¹⁶ Claire A. Hill & Brett H. McDonnell, *Stone v. Ritter and the Expanding Duty of Loyalty*, 76 FORDHAM L. REV. 1769, 1770 (2007).

¹⁷ 詳細分析及討論，請參閱蔡昌憲（2023），〈董事會之永續治理角色與董事監督義務〉，《臺灣財經法學論叢》，5卷1期，頁169-182。

¹⁸ Cynthia A. Williams, *Fiduciary Duties and Corporate Climate Responsibility*, 74 VAND. L. REV. 1875, 1904 (2021).

claims to proceed where the claim is that generalized business risks were not being properly monitored by the board, leading to financial losses.”)¹⁹。但值得注意的是，關於氣候變遷及其揭露、人權相關法規的遵守、能源業溫室氣體排放揭露之真實等，董事會若全然未能建立起資訊及回報系統以確保公司遵守相關法令，將可能構成董事違反監督義務²⁰。

我國現行法規並未區分董事是否為「日常業務」之執行者設有不同判準之規定，而是以應盡善良管理人之義務統稱之；此種規範方式並無不妥，但在現實操作上卻遇到困難。

在著名的兆豐案中，臺灣高等法院（下稱高院）²¹之判決對於董事長 A 及總經理 B 是否違反注意義務而應對公司所遭受之損失負責，與地方法院²²見解不同。地方法院從商業判斷法則及民事訴訟法（下稱民訴法）第 277 條但書入手，認為應由原告先就被告於作成判斷時「出於『惡意』目的、存有重大利益衝突關係、處於資訊不足而濫用裁量、奪取公司利益等事實負舉證之責；如非涉及企業經營判斷，應由被告就其給付已盡善良管理人注意義務之有利事實負舉證之責。雖原告主張本件涉及法令遵循行為，非商業交易，並無適用『商業判斷法則』餘地等語。惟按當事人就其法定義務，固非如商業交易，有『不遵守』之裁量空間，但當事人以何方式運用資源，履行義務，甚或如原告研議如何以內控內稽制度健全經營、是否為行政爭訟或簽署合意裁罰令、以何金額與 NYDFS 簽署系爭合意令之例，相關履行作為及決策仍屬經營事項，隨個案而有不同裁量空間，堪認亦得適用『商業判斷法則』之舉證原則。」從而認定原告之舉證無法滿足上述之要求，故 A、B 對原告不負損害賠償之責。

觀諸地方法院之判斷，有幾點值得注意。商業判斷法則係美國透過判決之發展所生之舉證責任分派原則，我們可否依法理採用並非全然無疑；現地

¹⁹ *Id.* at 1904-05.

²⁰ *Id.* at 1906-14.

²¹ 臺灣高等法院110年度重上字第83號民事判決。

²² 臺灣臺北地方法院105年度重訴字第1119號民事判決。

方法院要求原告必須舉證推翻商業判斷之保護，從而將美國法上不適用商業判斷法則的幾個因素逐一羅列成為原告之舉證責任，與我國現行法下董事負有善良管理人之注意義務不無扞格之處。雖然商業事件審理細則第 37 條將商業判斷法則在美國法上的幾個要素整理後列為法院審理商業事件應審酌之情事，但若以此為我國已採用美國之商業判斷法則尚屬速斷，更何況該條文是法院用以判斷有無違反忠實義務及注意義務，與商業判斷法則的適用範圍亦不相同。

再以上文中所論述之美國法的判決為例，其亦要求董事應有監督之義務，該義務包括完善的內控機制，使公司之董事會及高階經理人得以在資訊充分回報下做出決策，且董事會負有確認此一內控及回報機制之有效運作。這些判決並未如同地方法院一般要求原告必須舉證推翻商業判斷法則的各種事由。論者可謂，美國既將監督義務定性為善意義務，而善意義務又被歸類為忠實義務，自無商業判斷法則之適用，準此，原告自無推翻商業判斷法則之義務。然而，如同上文指出，美國多數見解之所以將監督義務為此轉變，與美國法上允許公司經由章程規定大幅免除董事之注意義務有關；現為達到平衡使董事負責，改以善意義務為路徑乃商業實務不得不然的結果。我國既無公司章程免除董事善良管理人注意義務之可能性，則有無再以此方式保障董事不無疑問，佐以上述舉證責任之分配更應細思。在 *Caremark* 一案中，法官確實曾經指出，建立具有內部資訊回報及監督之系統究竟要達到何種程度容許董事為商業判斷，但其所指與本案中地方法院之運用顯有出入。

本案上訴高院後，出現翻轉的見解。判決指出：「A 於 99 年 7 月 1 日至 105 年 3 月 31 日期間，擔任上訴人（即原告）董事長，……就上訴人公司內控內稽制度，包含上訴人海外分行就當地法令遵循制度之監督、落實、維持有效運作及缺失改正等事項，均負有要責，惟於檢查報告所指上訴人及紐約分行業務缺失期間，……足徵 A 於上開業務缺失期間，未依上開法令及上訴人公司治理規範，就上訴人公司內控內稽制度，善盡其監督、落實、維持有效運作及缺失改正等職責。從而，上訴人主張 A 於上開業務缺失期間，擔任伊之董事長，未盡其依公司法第 23 條第 1 項、民法第 535 條所定

之善良管理人注意義務(包含監督下屬之義務、維持內控有效性之義務)……與其受系爭合意令之裁罰間,有相當因果關係……A 雖抗辯……此屬上訴人分層負責表及內控內稽機制事項,伊尊重相關權責單位與紐約分行之共同決策,依『商業判斷法則』及商業事件審理細則第 37 條規定,應認伊執行公司業務及委任事務已盡忠實及注意義務云云。查, A 未盡其董事長之善良管理人注意義務……則依『商業判斷法則』及商業事件審理細則第 37 條規定,亦無從認其執行公司業務及委任事務已盡忠實及注意義務。A 上開抗辯,洵不足取。」從高院之判決理由不難發現,高院的論述著重於董事如何建構良好的內控內稽制度及落實該制度方屬滿足已盡善良管理人之注意義務,此種論述與美國法所談及之監督義務顯然較為近似。

美國法的主流見解將監督義務歸類為忠實義務,但亦有少數學者以注意義務稱之²³。至於我國法下,歸類為注意義務應較為妥適。我國法院操作之困難在於如何認定何人具有監督義務以及何時滿足監督義務。例如在幸福人壽案,地方法院²⁴誤以為保險業才是內控內稽的規範對象,並非個人;花蓮企銀一案,地方法院²⁵及高院²⁶則誤以董事會為確保建立並維持花蓮企銀內部控制及稽核制度之義務者,非個別董事,這些錯誤的看法引發學者的批判²⁷。董事會雖為公司之業務執行機關,然董事會採集體決策制,故實際為業務執行與決定者乃個別董事,非董事會,故責任訴究之對象當為個別董事²⁸。

²³ Murat Can Pehlivanoglu, *Internal Complaint-Handling Systems of Online Platforms, Commercial Law and the Board of Directors' Duty of Care*, 14 J. MARSHALL L.J. 168, 184 (2021).

²⁴ 臺灣臺北地方法院105年度訴字第4239號民事判決。

²⁵ 臺灣臺北地方法院96年度重訴字第1054號民事判決。

²⁶ 臺灣高等法院97年度上字第1036號民事判決。

²⁷ 請參閱張心悌(2019),〈員工違法行為之董事監督義務:評臺灣臺北地方法院105年度訴字第4239號民事判決〉,《月旦裁判時報》,80期,頁22-23。

²⁸ 曾宛如(2010),〈董事忠實義務於台灣實務上之實踐:相關判決之觀察〉,《月旦民商法雜誌》,29期,頁148。

至於何時滿足監督義務，此在美國之實務操作上亦屬不易，事關內部系統之建立及確保該系統之有效運行。我國在兆豐一案也凸顯此一問題，此由一、二審法院對於有無違反監督義務之切入角度全然不同可以窺知。

由上述案例可以得知，董事未必實際執行公司業務，相反的多數情形下，公司業務係由經理人及員工執行。因此，在判定董事有無善盡注意義務時，也從個別觀察董事執行業務有無以善良管理人之注意程度為之，移轉至董事有無建立一套內部系統可以提供足夠之資訊及回報系統，以確保決策係於充分之資訊下做成及公司有遵守法律之規定。此亦彰顯出董事義務的分類在我國與美國法之不同。倘觀察我國實務之見解，董事義務所屬類別之判定本就有不少歧義。當監督義務歸類為注意義務時，卻有法院以商業判斷法則提高原告之舉證責任。此外，有學者提出守法義務之類別判定問題²⁹，守法義務與監督義務之關連為何，值得探究。

最高法院 110 年度台上字第 2608 號民事判決將守法義務歸類為注意義務。該案為家族小型企業 X 公司。X 公司設立初始，股東即提供帳戶供公司使用，以個人帳戶作為 X 公司內部帳務調度之用。因此，X 公司真實帳務與其向國稅局所申報者自有所出入，致有於一定期間內短、漏報營業收入及稅後純益等情事，復於前開期間未依規定開立統一發票，遭國稅局裁罰 400 餘萬元。現 X 公司向該段期間內擔任董事長的甲與會計乙請求損害賠償。高院³⁰認為，股東帳戶與公司相通一事，所有股東盡皆知曉，股東所受之盈餘分配也大於公司之報稅金額，既然甲沿襲之前董事長的作法，公司也無法證明曾制止甲為此行為，是以難認甲未盡忠實義務或處理委任事務有過失。

最高法院不同意高院的見解，並指出公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，所謂善良管理人之注意義務，應包括公司負責人知悉並遵守法令規定之守法義務。今 X 公司遭受裁罰一事為甲所不爭執，顯見

²⁹ 邵慶平（2023），〈公司負責人的守法義務：最高法院110年度台上字第2608號民事判決〉，《台灣法律人》，19期，頁137-139。

³⁰ 臺灣高等法院臺中分院109年度上字第42號民事判決。

甲係故意違反所得稅法之申報規定，能否謂甲已盡負責人之守法義務而無損害賠償之責並非無疑。

本案除了凸顯出對於董事義務所屬類別的判斷不同外，亦有全部股東同意違法時，董事注意義務與責任間之判定問題。高院並未指明未遵守所得稅法是違反注意義務或忠實義務，而是很概括的將 2 種義務都寫入；最高法院則直接認定為注意義務。上文中討論監督義務時已經提出建立內部通報系統的目的包括確保公司遵守相關法規³¹。美國監督義務之所以被多數判決及學者歸類為忠實義務，其原因已如上述，我國既將監督義務視為注意義務之變形，則守法義務被認定為注意義務，應與現行法之體例相當。

另一個問題是，當所有股東均同意董事違法時，公司可否向董事主張損害賠償？法律上公司與股東分屬不同之人格主體，而理論上公司為「全體股東」所組成，此時可否曰，全體股東之同意等同公司之同意，是以公司對自己同意之違法行為不得訴究責任？本文關於法人格否定概念之探討或許可以成為論述之依據。如同上文所討論之案例，A 公司為 B 公司之全資子公司，為避免法人格之濫用，在誠信原則及禁止權利濫用的帝王條款下，藉用法人格否認之法理，使 A 公司之行為等同 B 公司之行為，進而 C 公司得不為股東名簿之變更登記，這便是法人格否認所欲達到的衡平效果。在本案中，可否主張否定 X 公司之法人格，使全體股東等同 X 公司，既然全體股東同意甲為此行為，自不得在事後向甲求償。而否認 X 公司法人格之另一面向

³¹ 從 *Caremark* 案、*Stone* 案到近來指標性的案件，如 *Marchand v. Barnhill*, 212 A.3d 805 (Del. 2019) 均一再提及監督義務的主要目的就是要確保公司符合法規要求：“Generally speaking, the duty of care requires officers and directors to make lawful, reasonably informed decisions...and, in Delaware, exercise oversight regarding law compliance.” See Williams, *supra* note 18, at 1887. “Until recently, the duty of oversight has been rather narrowly applied. The Delaware courts draw a distinction between the board failing to ensure that the corporation institutes adequate compliance systems in order to prevent violations of positive law by a company’s employees, which can give rise (in theory) to liability, versus its failing to act to prevent excessive business risk.” See Williams, *supra* note 18, at 1892。以 *Marchand* 案為例，就涉及違反食品安全法規及內部核心運作。

為，倘若 X 公司對債權人有清償不能時，從股東提供之私人帳戶供公司內部帳務運用，公司與股東間之資金混同，從而亦有揭穿公司面紗原則之可能³²，使 X 公司之股東必須為公司債務負清償債權人之責，或許也是解決本案的另一種可能選項。換言之，甲雖未善盡其注意義務，然此義務之違反係經全體股東所同意，當 X 公司之法人格被否定時，全體股東自不能援引公司獨立法人格做為請求之主體，此有違誠信原則。

三、借名登記及股東權行使之範疇

股份借名登記在我國為常見之現象，特別是家族公司中，父母以子女為掛名股東，將股份登記於子女名下，惟父母才是實際上公司之經營者。此處寓有財產之生前分配，甚且在 2001 年公司法修正以前，有限公司及股份有限公司有最低人數之要求時（有限公司及股份有限公司分別有股東最少 5 人及 7 人之規定），此為家族企業滿足公司法設立規定的方式，也因此常有借名登記的紛爭。

最高法院 111 年度台上字第 1379 號民事判決則涉及非家族企業之借名登記，為另一種實務常見之類型。甲因為不敢讓先生知悉其有投資之情事，故投資初始（1978 年）即將其投資於 A、B 兩家公司之股份借名登記於乙的名下，其後參與現金增資時亦同。公司曾因盈餘轉增資發行新股，依股東名簿之記載，當然也登記於乙的名下。不料，乙自 2014 年至 2017 年未依約將公司股利之一半交付予甲，兩造信賴關係已失，甲主張終止借名登記契約，並請求乙協同向 A、B 公司申請將系爭股份變更登記予甲，此外乙應將所受分派之股利半數交付之。

上述股份中，盈餘轉增資所發行之股票由甲保管，但其餘股份在乙手上。最高法院指出在借名契約中，實質權利人僅將財產以他方名義取得，其本於借名契約之約定占有該財產，自具有正當權源，出名人不得主張無權占有，

³² Judith Elkin, *Lifting the Veil and Finding the Pot of Gold: Piercing the Corporate Veil and Substantive Consolidation in the United States*, 45 TEX. J. BUS. L. 241, 243-44 (2013).

亦不得本於所有人地位請求返還借名財產。但就乙應協同辦理變更股份登記之部分，最高法院認為依公司法第 164 條之規定，股票由持有人以背書轉讓之，並應將受讓人之姓名或名稱記載於股票。準此，背書為股票唯一的轉讓方式，是以，原審命乙協同甲辦理股權變更登記之判決與法不合。換言之，應該是命乙為背書後，甲方據此請求 A、B 公司為變更登記。

在另一個事關家族企業的股權紛爭中，法院認為「父母生前出於預為財產分配之動機，將財產登記予子女，再由出資之父母繼續統籌該財產之管理、處分、收益，待子女成年、結婚、營業或父母死亡等一定事由發生後，始由該財產之所有人取回管理、使用、收益權者並非罕見，此與借名契約之出名人並未終局取得所有權之情形尚屬有別。³³」本案公司的出資者是父親，但父親將部分股份登記於子女名下。女兒主張父親只是借名登記，父親生前授權她全權處理該公司所有股份之分配，因此，其依父親聲明書之授權將公司房產出售後存入個人帳戶並無不法，被上訴人（即其兄弟）並非公司之真正股東（僅為父親借名登記而已），故出售公司房產導致公司價值減損一事，被上訴人對其並無損害賠償請求權。

第二案中最高法院對家族企業之股權安排的說明與現實未必吻合，個案間仍有不同。倘若父母將股份登記予子女，在實際狀況中，父母手上握有印鑑章，可將股份數目在子女中隨時調整，甚或轉讓他人，現實上並非全然不可能發生。因此，將股份登記於子女名下，本質上可能是贈與，也可能是借名登記，不可一概而論，在判斷上並非容易，因此，仍應探究當事人在股份登記安排上的真正意思，方能區分。第二案中另一值得關注之重點在於，法院認定被上訴人為股份所有人，非僅借名登記，但旋即指出：「公司負責人對於公司業務之執行，如有違反法令致他人受有損害時，對他人應與公司負連帶賠償之責。公司法第 23 條第 2 項定有明文。依此規定，公司與其負責人同為對『他人』負損害賠償責任之主體，是此所謂『致他人受有損害』，解釋上應不包括公司本身所受之損害。準此，公司負責人違反法令致公司受有損害，該公司股份之經濟價值因而減損者，其股東自亦不得以受有間接損

³³ 最高法院111年度台上字第1145號民事判決。

害為由，逕依前開規定請求公司與其負責人連帶賠償。」最高法院是藉由對「他人」之解釋排除股東之請求權。惟更周全之推論應從股東是否有直接訴權著手，此即股東代位訴訟與直接訴訟之區別。屬於公司之損害而非股東個人者，應透過代位訴訟主張，方符合當事人適格及多數決之原則，本文就此因篇幅所限，不擬深論。

參、證券交易法之發展

一、獨立董事召開股東會之權限及董事長之解任

證券交易法（下稱證交法）引進獨董及審計委員會時，係以監察人的角色設想獨董之功能，是以有證交法第 14 條之 4 第 4 項審計委員會之獨董成員準用公司法關於監察人之規定。由於公司法第 220 條賦予監察人單獨召開股東會的權限，順此思維，獨董也可單獨召開股東會，其產生之弊端與監察人並無二致。

經金融監督管理委員會（下稱金管會）多年的逐步推行，現上市上櫃公司已全部改採審計委員會之制度，不復見有監察人之設置。上市上櫃公司涉及資本市場上廣大投資人之權益，以往監察人單獨召開股東會所產生之亂象——例如濫用於解任對手董事以爭奪經營權（甚至造成雙胞股東會之僵局）等，在獨董身上一一體現，又因為係上市櫃公司之經營權爭奪遂引發更多批評與反彈。論者或曰問題不在制度而在於監察人與獨董未善盡其注意義務或忠實義務，然多數學者對於獨董得以單獨召開股東會仍多所批評³⁴，終於使主管機關決定撥亂反正。

³⁴ 請參閱方嘉麟（2022），〈自經營權爭奪看獨董股東會召集權：對光洋案的省思〉，《當代法律》，2期，頁42-45；曾宛如（2022），〈經營權爭奪之亂象：以獨立董事召開股東會及透過公開收購替換董事為例〉，《月旦法學雜誌》，329期，頁86-89；郭土木（2023），〈合理定位獨立董事與審計委員會之權責：以證券交易法修正案為中心〉，《月旦民商法雜誌》，80期，頁47-48；周振鋒（2021），〈論監察人、獨立董事之股東會召集權：自評析臺灣高等法院臺中分院108年度上字第

獨董可否召開股東會，回到問題之本質為何人有權召開股東會，本文不擬詳述，不過從商業法院在 2022 年就此之相關裁判可以得知，修法也許是解決之道。2022 年商業法院有多起假處分係為禁止獨董召開股東會，可見經營權爭奪的過程中，可否期待獨董客觀行使職權不無疑問，假處分有時緩不濟急且無法根治此一問題，故 2023 年證交法修正第 14 條之 4，獨董個人不再準用公司法第 220 條，至此，獨董無法再以個人身分單獨召開股東會³⁵。

另一方面，2021 年光洋科在董事會上以臨時動議之方式解任其董事長，造成董事長有無合法解任之爭議，也導致金管會決定修法。究竟董事會得否以臨時動議解任董事長，公司法並未規定。公司法第 208 條第 1 項及第 2 項規定董事長的選任方式，惟並未同時規定董事長之解任方式，據此經濟部函釋認為「如何選任便如何解任」³⁶，但可否以臨時動議為之，經濟部並未進一步表示任何意見。

金管會依據證交法第 26 條之 3 第 8 項之授權訂有「公開發行公司董事會議事辦法」（下稱議事辦法），其第 3 條第 4 項本即規定「第七條第一項各款之事項，除有突發緊急情事或正當理由外，應在召集事由中列舉，不得以臨時動議提出。」再細究該項各款規定，其中「依法令或章程規定應由股東會決議或董事會決議事項或主管機關規定之重大事項」就在不得以臨時動議提出之範圍。

448號民事判決出發》，《月旦法學雜誌》，318期，頁186。

³⁵ 請參閱行政院112年4月20日第3852次院會決議的修正草案總說明：「基於對董事提起訴訟、召集股東會及董事為自己與公司交易時代表公司，攸關公司重要事項，應透過審計委員會合議方式充分討論以為周延，爰前揭事項應以審計委員會合議為之。」，立法院公報處（2023），《立法院公報》，112卷56期，1冊，頁62，立法院。

³⁶ 經濟部74年11月27日商51787號函：「依公司法第208條規定，董事長、副董事長、常務董事之選任，係屬董事會或常務董事會之權限，雖其解任方式，公司法並無明文，若非章程另有規定自仍以由原選任之常務董事會或董事會決議為之較為合理。……至於常務董事會或董事會決議解任之出席人數及決議方法，可準照公司法第208條第1項規定之董事會選任董事長……之出席人數及決議方法行之。」

公司法第 202 條規定機關權限之劃分，簡言之，股東會與董事會間權限劃分的分派可分為 4 種，分別是（1）明文規定由股東會為之（例如修改章程）、（2）明文規定由董事會為之（例如選任經理人）、（3）章程規定由股東會為之（但經濟部曾有解釋表示凡公司法或其他法令明文規定為董事會權限者，股東會不得經由章程規定改由股東會決議）³⁷、及（4）法令及章程皆未規定，遂落入董事會決議之範圍。以此分類對照前開規定，「依法令或章程規定應由股東會決議或董事會決議事項」究竟指第 1 至第 3 種或以上皆是？從文字解釋上觀之，應該是僅包含前 3 種的可能性較高，否則將一律皆有適用，本款規定即無意義。然無論如何，董事長係由董事會或常務董事會選任，理論上選任機關即為解任機關，這也是經濟部的看法，則董事長的解任機關也應該是董事會或常務董事會，公司法既已明定董事長之選任機關，將其解釋為依法應由董事會解任應無疑義。因此，本文認為解任董事長從議事辦法之規定，應不得以臨時動議提出。但因論者意見不一，對於議事辦法之解釋有不同觀點³⁸，是以金管會於 2022 年修正議事辦法，將董事長之選任或解任列為不得以臨時動議提出之議案，且將原第 3 條「除有突發緊急情事或正當理由外」刪除，盡量縮減臨時動議之空間。此一修正，其理由呼應了董事之注意義務，亦即「涉及公司經營之重大事項，董事為決策前應有充分之資訊及時間評估其議案，爰修正第七條第一項各款應在召集事由中列舉，不得以緊急情事或正當理由以臨時動議提出。」而後再以經濟部之上述函釋表示解任及選任董事長均為重要事項，所以要提會討論³⁹。

³⁷ 經濟部100年2月23日經商字第10002403260號函。此一解釋雖經經濟部108年5月8日經商字第10802410490號函廢止，但廢止理由主要關乎公司得否以章程提高決議門檻，而與股東會與董事會之權限劃分無關，是以無法判定經濟部有否變更原先之見解。

³⁸ 請參閱劉連煜（2022），〈董事會可否以臨時動議解任董事長〉，《當代法律》，創刊號，頁48。其表示若將議事辦法解為包括解任董事長應屬合理，惟若以公司法第202條做為解釋基礎可能導致所有事項均不得以臨時動議提出，恐有窒礙難行之處，故應以重大事項為限。此外，該文並指出若所有董事皆出席，應可治療此一程序瑕疵。

³⁹ 請參閱金管會，〈公開發行公司董事會議事辦法第三條、第七條、第十九條修正

以往實務見解對於解任董事長可否以臨時動議提出便已十分分歧。有判決認為公司法無明文限制自無不可⁴⁰，但亦有判決以議事辦法判定公開發行公司解任董事長不得以臨時動議提出者⁴¹。現金管會之修法使公開發行公司董事長之解任程序清楚而明確，自屬正確，不過非公開發行公司未來恐怕仍是紛爭不斷。

二、財報不實民事責任之交易因果關係的舉證爭議

證交法第 20 條及第 20 條之 1 提供投資人一般反詐欺規定之保護，並就財務報表不實陳述之民事責任另為更廣泛之保護設計。就不實陳述民事責任之各要件應如何舉證方能滿足，實務見解不斷發展，就交易因果關係之部分，原本實務上即有採用民訴法第 277 條或美國詐欺市場理論（the fraud-on-the-market theory），甚或兼採之的不同見解，但 2022 年最高法院 111 年度台上字第 21 號民事判決卻投下一個令人震驚的見解——不採用美國之詐欺市場理論，學界與實務界一片嘩然，引發爭議。

在最高法院這個判決中，法院指出：「因財報不實造成前揭有請求權之人損害，……屬侵權行為。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……已另有規定外，民法一般侵權行為法相關規定，仍可適用。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。……以法規範要件，及相當因果關係，作為風險分配及控制方

總說明〉，<https://www.fsc.gov.tw/uploaddowndoc?file=newslaw/202208051713180.pdf&filedisplay=%E8%91%A3%E4%BA%8B%E6%9C%83%E8%AD%B0%E4%BA%8B%E8%BE%A6%E6%B3%95%E7%AC%AC%E4%B8%89%E6%A2%9D%E7%AC%AC%E4%B8%83%E6%A2%9D%E7%AC%AC%E5%8D%81%E4%B9%9D%E6%A2%9D%E4%BF%AE%E6%AD%A3%E7%B8%BD%E8%AA%AA%E6%98%8E%E5%8F%8A%E6%A2%9D%E6%96%87%E5%B0%8D%E7%85%A7%E8%A1%A8PDF%E6%AA%94.pdf&flag=doc>（最後瀏覽日：07/18/2023）。

⁴⁰ 臺灣新北地方法院108年度訴字第779號民事判決，臺灣高等法院109年度上字第32號民事判決維持相同見解。又如臺灣高等法院103年度上字第415號民事判決。

⁴¹ 臺灣高等法院99年度上字第210號民事判決。

式，而限制賠償主義立法例之日本、英美判例法、法國法，以預見可能、事實因果關係、不法性，及由法官裁量之方式不同。從法規範內外體系解釋一致性立場，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。至於舉證責任之分配，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。**」

最高法院此一見解不無矛盾。首先，最高法院忽略我國證交法第 20 條係以美國聯邦證券交易法(the Securities Exchange Act of 1934)s. 10(b)及 Rule 10b-5 為本。美國透過判決將 s.10(b)及 Rule 10b-5 之交易因果關係以詐欺市場理論滿足舉證責任。我國為強化對投資人之保護，特別增訂第 20 條之 1，使美國法上原本行為人必須主觀上有“scienter”時方始負責，轉換至我國時，擴充至發行人負無過失責任、公司負責人及職員負推定過失責任、及會計師負過失責任的設計。很明顯的，立法者所欲達成之立法目的是給予我國投資人較美國法制更為周全之保護。準此，美國投資人在滿足一定條件下，得以詐欺市場理論滿足舉證責任，我國投資人卻須背負起一般侵權行為之舉證負擔，豈不與立法意旨明確相悖？再者，最高法院表示，我國自增訂證交法第 20 條之 1 後，因為美國法上無此規定，顯見證交法第 20 條之 1 與美國法無涉，所以其導出要回到德國體系。這種說法依上文論述，就是與立法意旨採相反立場。我國在美國法外發展出更保護投資人的規定（姑且不論此種立法選擇是否正確），但顯然立法者並無剝奪投資人保護之意，最高法院現加重投資人之舉證責任，以此為說理，顯不具說服力。更甚者，最高法院既以我國與德國法相同為據，卻由始至終並未將德國關於證券市場上不實陳述之相關民事責任予以說明，僅就其一般侵權行為做為其論理之依據，如何能證明引用德國一般侵權行為法則為合理的解釋？

由於美國證交法之民事責任多數與侵權行為之要件相同，因此在決定是否構成該等民事責任時，雙方當事人常以傳統上侵權行為要件之闡述為本進行攻防，此時，法院參照證券法規之立法精神，不時做出背離傳統侵權行為要件之解釋，以合意旨。誠如 *Herman & Maclean v. Huddleston et al.* 案⁴²所言：「Moreover, the antifraud provisions of the securities laws are not coextensive with commonlaw doctrines of fraud. Indeed, an important purpose of the federal securities statutes was to rectify perceived deficiencies in the available commonlaw protections by establishing higher standards of conduct in the securities industry...We therefore find reference to the common law in this instance unavailing.」簡單的說，雖然 Rule 10b-5 可以是侵權行為的一種態樣，但其要件之解釋與侵權行為未必一致，這也不妨害其構成其他獨立之訴因（cause of action）⁴³。由此可見，美國判決一再表示，證券詐欺雖以侵權行為為本，但因證券市場之特色，許多要件的解釋必須背離傳統侵權行為的認定方式方能符合證券市場之所需，因此，其一般侵權行為的案件也不會有詐欺市場理論的適用。則最高法院為何可以援引德國一般侵權行為之規定推翻我國適用詐欺市場理論之可行性？如果依此推理，最高法院根本不用套用德國法，其套用美國一般侵權行為就交易因果關係的舉證方式即可支持其不適用詐欺市場理論的說法，此與其所謂之全部賠償主義及限制賠償主義似無任何關聯。

在上述判決之前，最高法院已有不少判決承認詐欺市場理論，包括 102 年度台上字第 73 號民事判決（宏達科案）：「公司發布不實資訊，不僅是對個別投資人之欺騙，且是對整體證券市場之欺騙；個別投資人雖未取得特定資訊，但因信賴市場，依市價買賣，應推定其買賣與不實資訊之間，存有交易因果關係」；104 年度台上字第 225 號民事判決（宏億案）：「關於買

⁴² *Herman & Maclean v. Huddleston et al.*, 459 U.S. 375 (1983).

⁴³ 其實，解釋為侵權行為之一大優勢為當事人間不必有某種特定關係即可建立責任。See *Howard Miller v. Bargain City, U.S.A., Inc.*, 229 F.Supp. 33 (1964), at 37。本段說明請參閱曾宛如（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60-61。

賣投資行為與不實財報間之因果關係，基於股票價值之認定與一般商品不同，無從依外觀認定其價值，往往須參酌公司過往經營績效、公司資產負債、市場狀況等資訊之揭露，使市場上理性之投資人得以形成判斷；於投資人買進或賣出時，此不實消息已有效反應於股價上，故依『詐欺市場理論』，不論投資人是否閱讀此不實財報均推定其信賴此財報而有交易因果關係，固無待舉證。」此外，104 年度台上字第 698 號民事判決（東森國際案）、108 年度台上字第 613 號民事判決（飛雅案）、及 108 年度台上字第 1496 號民事判決（綠能案）皆採美國此一理論。當然實務上也有以民訴法第 277 條為據者，例如 107 年度台上字第 2 號民事判決（力霸案）及 105 年度台上字第 2294 號民事判決（金雨案）；有些時候法院是同時援引詐欺市場理論及民訴法第 277 條之規定。

本案判決後引發投資人保護不足之憂慮。2023 年 1 月 18 日最高法院 110 年度台上字第 2312 號民事裁定（仕欽案）表示：「企業經營者，利用其資訊上之優勢，故意製作、申報、公告虛偽之財報，足使投資人誤以該企業之業績將有成長或轉機，而作出買賣或繼續持有股票之決定，衡量危險領域理論、蓋然性理論、武器平等原則及誠信原則等因素，就受害投資人交易因果關係之舉證責任，應依民事訴訟法第 277 條但書規定予以減輕，即投資人僅需證明財報之不實資訊足以影響股價，且該不實資訊遭揭露或更正後，股價因而有大幅變動等情事，即足認定交易因果關係存在。仕欽公司自 95 年第 3 季至 97 年第 1 季公告申報系爭不實財報，經媒體於 97 年 6 月間揭露後，該公司股票股價呈無量下跌狀態，致該公司公告自同年 7 月 15 日起停止在證券商營業處所買賣其有價證券，並經財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心公告該公司已發行之有價證券自同年 9 月 3 日起終止櫃檯買賣，可見系爭不實財報已有效反應於股價，且破壞證券交易市場正確反應有價證券價格之機能，可見確影響原判決附表所列投資人（下稱授權人）因信賴其內容而為買進、賣出或繼續持有之投資決定，經減輕授權人之舉證責任後，依其舉證，足以證明其所為投資行為與系爭不實財報間具交易因果關係。……未查原審係依民事訴訟法第 277 條但書規定減輕授權人之舉證責任後，認授

權人所為投資行為與系爭不實財報間具交易因果關係，並非單純援引『詐欺市場理論』而推定該交易因果關係存在，尚無上訴人所指判決理由矛盾之情事。」

從仕欽案之判決，民訴法第 277 條及詐欺市場理論皆有運用，但似乎較為側重前者，不知是否受到前揭最高法院判決之影響。然本文認為，實務經過長期的發展，接受美國法上的詐欺市場理論，或至少不排斥（不似前揭判決直接否定）似乎已經成為穩定的見解，其對行為人也無不公之處，且符合證券市場的特質。此外，應特別強調者，採用詐欺市場理論並非意味原告不負舉證責任，相反的，原告必須證明系爭個股之股價為有效率的反應了公開不實之資訊，因此，原告並非完全不負舉證責任。

肆、結 論

資本市場每年都有令人「嘖嘖稱奇」的公司治理新案件，不斷挑戰主管機關的規範能力與態度，今年 2023 年的泰山驚奇便是最好適例。2022 年公司法及證交法也有許多新發展，囿於篇幅我們只能選擇部分發展分析討論。

近幾年關於否定法人格之案例日增，有趣的是，法院引用公司法 154 條第 2 項時，鮮少緊扣其構成要件分析，而是從理論的觀點，為濫用法人格找到符合衡平的解決機制。董事的忠實義務及注意義務在我國尚未發展完全，特別是監督義務，其在判決上仍有許多待解的問題，因此，我國未來仍應努力完備相關解釋，使公司經營者知道如何遵法並善盡其義務。

證交法一個顛覆前例的判決，使大家陷入投資人保護不足的恐慌。吾人如果將證券規範自陷於傳統德國法對侵權行為的要件與解釋，不僅無法滿足資本市場的特質，更忽略我國證交法係以美國法為模板的事實。此種畫地自限的解釋並不利於資本市場的發展。最後，董事及董事會、股東及股東會在我國法下產生之問題多如牛毛，未來仍應強化法規修正，並以學說、判決補充其不足。

Developments in the Law in 2022: Corporate Laws and Securities Exchange Laws

*Wang-Ruu Tseng**

Abstract

This article selects and analyzes certain themes in the development of company law and securities exchange regulations in 2022. In recent years, numerous cases have come to light exposing the issues of piercing the corporate veil or disregarding the corporate entity, with the courts' reasoning showing similarities. Often, their interpretations deviate significantly from the provisions of the Company Act. One particularly noteworthy case is a 2022 Supreme Court judgment that directly denied the corporate separate personality to enforce a contract. Apart from this, the topic discussed in this article includes the transformation of directors' duty of care into the duty of oversight. In modern corporations, most directors do not actually engage in the daily business operations of the company. Therefore, the concept of directors fulfilling their duty of care cannot be based on the traditional criterion of directly executing company operations. Instead, it is now determined by whether directors have established effective internal control systems and whether these systems operate properly. In our legal context, there is still no stable consensus on this shift, so this article discusses both U.S. law and our judicial judgments on the matter. This article also addresses common issues, such as using someone else's name for registration, and the challenge of distinguishing between direct and derivative lawsuits.

In 2022, the majority of securities law cases revolved around financial statement misrepresentation and insider trading. Despite misrepresentation evolving over the years, and most of the courts accepting the fraud-on-the-market theory as a means of proof, the Supreme Court surprised many by separating

* Distinguished Professor, College of Law, National Taiwan University.
E-mail: wrtseng@ntu.edu.tw

misrepresentation of financial statements from US law and aligning it with the path of tort under German and Taiwanese Civil Law. This article delves into a discussion and critique of this change. Finally, various phenomena related to the contest for control of companies in the capital market, including the removal of the chairman through temporary motions and the independent directors convening extraordinary shareholder meetings to remove directors with opposing views, have caused significant market unrest. In response, the competent authority has amended relevant regulations in an attempt to address these issues, and this article discusses these changes.

Keywords: Piercing the corporate veil, disregard of the corporate entity (personality)、duty to monitor (duty of oversight)、duty of care、duty of loyalty、independent director、registering under someone else's name、audit committee、misrepresentation of financial statements、fraud-on-the-market theory