

商事法判解

公開說明書之「主要內容」如何認定？

最高法院97年度台上字第432號判決

【實務選擇題】

甲公司為求順利上市，於申請有價證券上市用之公開說明書內引用更新財務預測，惟該更新財務預測有隱匿該公司當時之營運狀況已趨惡化及該公司相關半導體產業之市場景氣反轉之客觀情事存在。下列敘述，何者正確？

- (A)依現行法，為上市、上櫃所備之公開說明書主要內容，如有虛偽、隱匿情事者，並無證券交易法第32條有關民事賠償責任之適用。
- (B)依最高法院見解，「財務預測之更新」非證券交易法第32條所規定公開說明書之主要內容。
- (C)依最高法院見解，「財務預測之更新」乃證券交易法第32條所規定公開說明書之主要內容。
- (D)依最高法院見解，「財務預測」乃證券交易法第32條所規定公開說明書之主要內容。

答案：B

【裁判要旨】

「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，而係擔保，故系爭更新財務預測，並非公開說明書之主要內容。按證券交易法第32條之規範對象，係針對在公開說明書之應記載主要內容有虛偽或隱匿之情事者，本件之系爭更新財務預測，既非證券交易法第32條所規定公開說明書之主要內容，自無從適用證券交易法第32條之規定，上訴人主張依證券交易法第32條之規定向被上訴人請求賠償，為無理由。」

【學說速覽】

按證券交易法第32條規定：「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

應負責部份與公司負連帶損害賠償責任」有爭議者，證券交易法第32條1項所稱「主要內容」究所何指？性質上屬於不確定法律概念，須於個案中依價值判斷，予以具體化。學者有認為何項記載構成「主要內容」，應依具體情形而為判斷，通常應指發行人之財務、業務及重要人事等有關情形而言。更抽象言之，即係指可能影響一理性投資人（reasonable man）之證券投資判斷之記載而言。如某項記載單獨觀察，並無左右投資判斷的重要性，但如數項記載合併觀察足以產生重要影響力者，應屬主要內容¹。至於美國法上對重要內容之定義，頗為抽象，並無法對實際案例給予精確而可預見之回答。例如有法院認為，所謂「重要內容」（materiality），係指一合理投資人在做決定時，有實質的可能性（substantial likelihood）會將此一資訊認為是重要之事實。這對一個證券律師而言，判斷何者屬於主要內容，何者為非，亦是一項棘手之工作，因為一旦其判斷與法院相齟齬，其當事人將可能被課以難以數計之損害賠償責任，律師本身亦可能因幫助者或業務上過失而被訴。因此，有學者曾建議，為安全起見，律師在起草公開說明書時除非能證明該事實不重要，否則應予列入，並力求正確，以免招致責任²。

在本件之京元案中，有關「財務預測」是否為公開說明書之「主要內容」？最高法院認為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。至於「更新財務預測」是否為公開說明書之主要內容？最高法院認為，如果財務預測不準，即應負損害賠償責任，其性質即非預測，而係擔保，故系爭更新財務預測，並非公開說明書之主要內容。針對上述最高法院意見之合理性，學說有採取反對見解者，認為「財務預測」既係投資人作成投資決定之重要參考資訊之一，與公開說明書存在之目的相符，因此，如謂財務預測非公開說明書之主要內容，此一見解恐較難令人完全信服³。

【關連性試題】

A公司申請上櫃時，在「公開說明書」之財務報表內，存有不實的現金科目，造成其主要內容虛偽不實。上櫃一年後，A公司跳票兩億元，暴露其財務危機，A

¹ 賴英照，最新證券交易法解析，2009年10月再版，頁280。

² 劉連煜，新證券交易法實例研習，8版，2010年9月，頁279-280。

³ 劉連煜，〈證交法第20條2項資訊不實規範功能之檢討〉，《台灣法學131期》，2009年7月，頁198-199。

公司股票因而暴跌。A公司之投資人甲損失不貲，A公司負責人均避走海外，不知去向。甲乃控告A公司及其簽證會計師乙，請求賠償。試問：

(一)A公司應否負賠償責任？

(二)會計師乙在何種情形下，可做證券交易法上之免責抗辯 (93會計師)

◎答題關鍵：

針對第一小題A公司應否負賠償責任方面，答題上除須記得引用2002年6月修正證交法32條於同條增列第3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1項之規定」外，更須告知老師「公開說明書」之財務報表是證交法32條1項的主要內容，答題才算完整。

【關鍵字】

公開說明書、財務預測、更新財務預測。

【相關法條】

證券交易法第30條、第32條。

【參考文獻】

1.劉連煜，證交法第20條2項資訊不實規範功能之檢討，台灣法學，第131期，2009年7月。