

論財務報告不實罪之重大性要件 ——美國法之繼受與質變（上）

王振全*

壹、前言	肆、美國與我國之重大性比較
貳、重大性之內涵——我國立法與美國法之繼受	一、理性投資人之實質內涵
一、我國財務報告不實罪以重大性為要件	二、量性指標之歧異與影響
二、美國法下的重大性	三、評價重心與指標之連動
參、我國法繼受之重大性	伍、我國重大性概念之再省思
一、我國學說	一、應採專業投資人標準
二、我國實務之理性投資人標準	二、量性指標不等於重大性
三、當前主流：量性與質性指標	三、綜合判斷量性與質性指標
	陸、結論

壹、前言

現代證券市場透過公開原則強制公司為資訊揭露，令投資人得有效評估有價證券價值，進而做出合理的投資決策，而落實前述制度的重要方法即是財務報告之編製與公開。若其編製有虛偽或隱匿之情事，證券交易法將對行為人課予刑事、行政與民事責任。然而，依我國多數實務見解與學界通說，財務報告不實罪須具備「重大性」始得成立。針對此一要件，實務與通說經常援引美國TSC案與Basic案等指標性判決作為定義，

而實務近期更大幅使用美國第99號幕僚會計公告（SEC Staff Accounting Bulletin: No.99-Materiality）之量性與質性指標為具體判斷方法。然而，根據本文觀察，我國實務運作似已逐漸偏離美國法之意旨，導致我國之重大性內涵與該國貌同實異；另一方面，我國實務見解過度著重於量性指標，致使其凌駕於質性指標，而欠缺對於理性投資人概念之具體論證。是故，本文透過對我國實務之重大性見解分析，說明我國實務對於美國法之繼受與質變，並提出相應之改革意見，期待建構更具彈性與可操作性之重大性判斷架構，落實證券交易法保障投資市場之良法美意。

* 本文作者係美國哈佛大學法學碩士生，國立臺灣大學法學碩士，律師高考及格。（本文部分改寫自作者之碩士論文）

貳、重大性之內涵——我國立法與美國法之繼受

一、我國財務報告不實罪以重大性為要件

我國財務報告不實罪早在證券交易法（下稱本法）1968年立法之初即已規範於第174條第1項第5款¹。立法者復於1988年增訂本法第20條第2項²作為損害賠償之請求權基礎，並於2004年增訂該項之刑事責任於第171條第1項第1款³。前述條文形成對於財務報告不實之刑事責任規定，以下統稱為本罪。

儘管我國法並未對第20條第2項與第174條第1項第5款之「重大性」（materiality）要件設有明文規範，我國學界通說基於目的、體

系與比較法解釋，肯定本罪應以重大性為刑事責任基礎⁴。我國多數實務判決亦肯定通說見解，主張本法第20條第2項與第174條第1項第5款須以重大性為成罪要件⁵，僅有極少數判決明確否定此一要件⁶。本文認為，重大性概念實乃貫穿整部證券交易法之概念，如第20條第1項之證券詐欺條款、第32條之公開說明書不實，乃至於第157條之1的內線交易規範，均以重大性、主要內容或重大消息為其要件，然若為避免適用上之爭議，未來宜透過修法明訂。

然而，本法並未對於第20條之1「主要內容」為任何定義，更遑論法無明文之重大性要件。就立法理由觀之，本法第20條係仿效自美國1934年證交法（Securities Exchange Act of 1934）之Section 10(b)⁷、Rule 10b-5及

註1：「有下列情事之一者，處一年以上七年以下有期徒刑，得併科新臺幣二千萬元以下罰金……（第5款）發行人、公開收購人、證券商、證券商同業公會、證券交易所或第十八條所定之事業，於依法或主管機關基於法律所發布之命令規定之帳簿、表冊、傳票、財務報告或其他有關業務文件之內容有虛偽之記載。」

註2：「發行人依本法規定申報或公告之財務報告及財務業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。」

註3：「有下列情事之一者，處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金：（第1款）違反第二十條第一項、第二項、第一百五十五條第一項、第二項、第一百五十七條之一第一項或第二項規定。」

註4：相關學說論著汗牛充棟，惟並非本文欲詳加探討之議題。詳細說明可參賴英照（2016），《證券交易法解析——簡明版》，3版，第302頁，自刊；郭土木（2016），《證券交易法論著選輯》，增修再版，第528頁，三民；郭土木（2013），〈證券交易法財務報告刑事責任辨析〉，《台灣法學雜誌》，237期，第18頁；王志誠（2012），〈財務報告不實罪之判定基準：以重大性之測試標準為中心（下）〉，《台灣法學雜誌》，198期，第117頁；林志潔（2016），〈我國財務資訊不實刑事責任之法律適用疑義與重大性要件〉，《證券市場發展季刊》，111期，第151頁。關於少數否定見解之說明，請參曾淑瑜（2018），〈證交法第20條第2項財報不實是否以「重大性」為限〉，《台灣法學雜誌》，337期，第51-52頁。

註5：最高法院106年度台上字第3799號刑事判決、最高法院107年度台上字第2055號刑事判決、最高法院105年台上字第1948號刑事判決、最高法院99年度台上字第8068號刑事判決、臺灣高等法院102年金上訴字第56號刑事判決、臺灣高等法院96年度上更（一）字第592號刑事判決、臺灣臺北地方法院102年金訴字第6號刑事判決。

註6：最高法院106年度台上字第2097號刑事判決。

註7：王志誠，前揭註4，第113頁。

Section 18(a)⁸，其皆以重要事實（material fact）為要件，且本法第174條第1項第5款亦與財務報告虛偽記載有關，理應參酌美國法之重大性定義；另一方面，美國司法實務與證券交易委員會（Securities and Exchange Commission，以下稱SEC）已經由個案累積，形成豐富之重大性操作標準，對我國有高度參考價值。因此，研究美國法之重大性即屬必要。以下將對美國重大性之主流見解「理性投資人」（reasonable investor，有部分論著譯為「合理投資人」）為介紹，並比較美國近期援引第99號幕僚會計公告之實務見解，作為我國法之參考。

二、美國法下的重大性

（一）理性投資人概念

1. 美國聯邦最高法院

最早採理性投資人標準之聯邦法院判決可溯及至1968年之*SEC v. Texas*

*Gulf Sulphur Co.*案⁹（以下稱TGS案）。該案被認為係劃分美國司法實務重大性標準之重要案例¹⁰，其建立之重大性標準與信度效度平衡法則（probability/magnitude），為聯邦最高法院援用至今¹¹。

嗣後，聯邦最高法院於*TSC Industries v. Northway*案¹²（以下稱TSC案）指出，消息之重大與否應立基於「理性投資人」立場觀之，亦即若該隱匿事實連同其他資訊綜合判斷後，「實質上有可能」（substantial likelihood）對理性投資人行使表決權時影響其決策，即具備重大性¹³；聯邦最高法院復於*Basic Inc. v. Levinson*案¹⁴（以下稱Basic案）明確表示前述TSC案之「理性投資人標準」可適用於1934年證交法Section 10(b)與Rule 10b-5之案件¹⁵，並對於其適用時機為詳細說明。申言之，若一事件對公

註8：余雪明（2003），《證券交易法》，4版，第619頁，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會；曾宛如（2004），〈論證券交易法第20條之民事責任——以主觀要件與信賴為核心〉，《國立臺灣大學法學論叢》，33卷5期，第59頁。相對地，近期亦有實務見解採取否定見解，可參最高法院111年度台上字第21號民事判決意旨，即認為我國有關財報不實之民事責任，不能認係參考美國證交法而制定。

註9：SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (1968). 又美國早期實務於審理1933年證交法Section 17(a)之重大性要件時，並未採理性投資人標準，而傾向採取較低程度之重大性標準。相關說明可參Margaret V. Sachs, *Materiality and Social Change: The Case for Replacing "The Reasonable Investor" with "The Least Sophisticated Investor" in Inefficient Markets*, 81 TUL. L. REV. 473, 484 (2006).

註10：See Stephen M Bainbridge, *SECURITIES LAW: INSIDER TRADING* 44-45 (2007).

註11：See Joan MacLeod Hemingway, *Materiality Guidance in the Context of Insider Trading: A Call for Action*, 52 AM. U. L. REV. 1131, 1157 (2003).

註12：TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976).

註13：See *Id.* at 449. "The general standard of materiality that we think best comports with the policies of Rule 14a-9 is as follows: An omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote."

註14：Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 232 (1988).

註15：See *Id.* at 232. "We now expressly adopt the TSC Industries standard of materiality for the §

司發展之影響為清楚而確定者，則可適用TSC案之重大性定義；相對地，若事件本質上係不確定性或推測性時，聯邦最高法院援引第二巡迴上訴法院Friendly法官於前述TGS案提出之「信度效度平衡法則」，綜合該事件發生之機率，以及由公司業務整體性觀察該事件之影響程度作為判斷標準¹⁶；最後，聯邦最高法院於*Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*案¹⁷（以下稱Matrixx案）補充Basic案標準，表示若有合理（reasonable）且得以揭示證據（reveal evidence）的期望，即可滿足重大性之要件，並強調不得僅以「不具統計上之顯著性（statistical significance）」即認定其未合於理性投資人標準¹⁸。

2.美國下級審見解發展

聯邦最高法院雖已描述理性投資人

之特徵，然其對於投資人應具備之特質、專業能力與教育程度等均未詳細論證，且美國實務與學者均一再強調，重大性屬於高度事實認定的問題（a highly factual inquiry），故應探求個案之整體背景事實¹⁹。經本文觀察美國巡迴上訴法院之見解，下級審法院似認為一位「理性投資人」應對證券市場²⁰及會計原則²¹有基本認識，並須瞭解整體經濟環境²²、自身風險承受能力²³與貨幣時間價值（time value of money）之概念²⁴，且能意識到資產運用方式之選擇將產生機會成本²⁵，同時應熟悉保證金帳戶（margin account）之運作機制²⁶等；此外，有判決指出，理性投資人應對存在假設前提之資訊有所保留²⁷，且有能力自行計算，故若僅揭露前提事實而未揭露結果，而理性投資人得

10(b) and Rule 10b-5 context.”

註16：See *Id.* at 238. 我國亦有學者翻譯為「可能性 / 影響程度標準」，參張心悌（2012），〈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》，84期，第200頁。

註17：Matrixx Initiatives, Inc., v. Siracusano, 131 S. Ct. 1309 (2011).

註18：Nyotwa Shamapande, *The Imprecise Materiality Standard & Increased Disclosures Undercut the Objectives of The Securities Acts of 1933 & 1944*, 7 J. MARSHALL L.J. 141, 155 (2013).

註19：See Amanda M. Rose, *The “Reasonable Investor” of Federal Securities Law: Insights from Tort Law’s “Reasonable Person” & Suggested Reforms 19*, (Vanderbilt Public Law Research Paper No. 16-41, 2016), available at

<http://ssrn.com/abstract=2840993>. See also Richard C. Sauer, *The Erosion of the Materiality Standard in the Enforcement of the Federal Securities Laws*, 62 BUS. LAW 317, 319 (2007).

註20：Vaughn v. Teledyne, Inc., 628 F.2d 1214, 1220 (9th Cir. 1980).

註21：Rubin v. Long Island Lighting Co., 576 F. Supp. 608, 613 (E.D.N.Y. 1984).

註22：In re Donald J. Trump Casino Sec. Litig., 7 F.3d 357, 377 (3d Cir. 1993).

註23：Dodds v. Cigna Sec., Inc., 12 F.3d 346, 347-350 (2d Cir. 1993).

註24：Levitin v. PaineWebber, Inc., 159 F.3d 698, 702 (2d Cir. 1998).

註25：Kahn v. Wien, 842 F. Supp. 667, 676 (S.D.N.Y. 1994).

註26：Zerman v. Ball, 735 F.2d 15, 21 (2d Cir. 1984).

註27：Harris v. Ivax Corp., 182 F.3d 799, 807 (11th Cir. 1999).

自行得出結果者，則結果之未揭露不具重大性²⁸。然而，法院仍強調理性投資人無須具備證券分析師等級之專業技能，故若某一事項必須具備該等專業技能始能被推導得出，則該事項仍具備重大性²⁹。因此，有部分美國學者指出，司法實務之理性投資人係具有經濟理性、不帶有偏見（bias）之人，其專注於創造自身財富³⁰，但無須達專業人士之等級³¹，似為一般（散戶）投資人（retail investor）。

3. 美國學者見解

理性投資人之定義始終是美國學者研究的熱門議題。有學者支持散戶投資人之見解，認為其必然是自然人而非法人或投資銀行³²，且其知識水準不須為證券分析師或專業投資人等級，而更接近於理想的散戶投資人（idealized retail

investor）³³，並主張資訊揭露係為保護散戶投資人而定；然而，雖有近似於巡迴上訴法院之見解³⁴，亦有學者質疑散戶投資人是否能理解分散投資原則（principle of diversification）、貨幣時間價值與會計、會計與金融等原則³⁵，且散戶投資人可能因投機心態而對公司揭露的資訊置之不理³⁶，故應以主導證券市場價格之專業投資人為標準³⁷，方與證券市場價格形成之機制相符³⁸；相對地，亦有見解主張，於不具備效率市場的脈絡中，為保護不具備相應知識技能之底層投資人（underclass investor）³⁹，應以「最不老練之投資人」（the least sophisticated investor）作為重大性基準⁴⁰；更有論者自性別角度觀察，主張應考慮是否擴張重大性內涵，針對不同市場行為納入傳統上不屬於理性投資

註28：Werner v. Werner, 267 F.3d 288, 299 (3d Cir. 2001).

註29：Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, 501 U.S. 1083, 1097 (1991).

註30：Tom C. W. Lin, *Reasonable Investor(s)*, 95 B.U.L. REV. 461, 467 (2015). See David A. Hoffman, *The "Duty" to Be a Rational Shareholder*, 90 MINN. L. REV. 537, 594, 609 (2006).

註31：See Rose, *supra* note 19, at 90.

註32：See Tom C. W. Lin, *supra* note 30, at 466-67.

註33：See *Id.*

註34：See Stefan J. Padfield, *Is Puffery Material to Investors? Maybe We Should Ask Them*, 10 U. Pa. J. Bus. & Emp. L. 339, 365 (2008). See also Sachs, *supra* note 9, at 475-46.

註35：See Barbara Black, *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets*, 44 LOY. U. CHI. L. J. 1493, 1494 (2013).

註36：William O. Douglas, *Protecting the Investor*, 23 YALE REV. 521, 523-24 (1934); Homer Kripke, *The Myth of the Informed Layman*, 28 BUS. LAW. 631, 632 (1973).

註37：Charles R. Korsmo, *The Audience for Corporate Disclosure*, 102 IOWA L. REV. 1581, 1587 (2017).

註38：See John M. Newman, Mark Herrmann & Geoffrey J. Ritts, *Basic Truths: The Implications of the Fraud-on-the-Market Theory for Evaluating the "Misleading" and "Materiality" Elements of Securities Fraud Claim*, 20 IOWA J. CORP. L. 571, 583-85 (1995).

註39：Sachs, *supra* note 9, at 479-80.

註40：*Id.* at 481.

人認為重大之事項⁴¹。除前述檢視重大性內涵之觀點外，尚有學者認為應採取事前（Ex Ante）而非事後（Ex Post）之觀點判斷重大性，即以市場反應（market effect）作為理性投資人標準者⁴²，並獲得部分實務見解支持⁴³。上述爭議足見理性投資人概念之抽象性與高度事實性，須仰賴個案事實為判斷。

（二）第99號幕僚會計公告

自1970年代開始，SEC開始引入「質的重大性」（qualitative materiality）之概念，惟於1980年代，美國司法實務並不重視質性指標⁴⁴，而當時之主流見解係以量性指標為其判準⁴⁵。直至SEC於1999年8月12日時發布第99號幕僚會計公告，質性指標方再次受到重視。

1.量性與質性指標

該號公告指出，量性指標（quanti-

tative factor）之擇定可承認一經驗法則（a rule of thumb），於不考慮相關情況下使用一定百分比數字門檻（例如5%）作為重大性之判斷標準⁴⁶。若財務報告特定項目之虛偽陳述的偏差小於5%，則可初步假設該虛偽陳述不具重大性⁴⁷。然而，SEC認為，即便虛偽陳述低於5%，仍可能構成重大性⁴⁸，應進一步討論質性指標。其提出標準略為「一個如果有實質可能性、被理性自然人認為重要之事情應屬重大」⁴⁹，並提出9項例示之質性因素（qualitative factor）作為參考⁵⁰；除此之外，較小之誤差可能因主觀犯意或會計師對於美國一般公認會計原則（Generally Accepted Accounting Principles）之遵守程度而影響其重大性之判斷。

2.量性與質性指標之操作

註41：Joan MacLeod Heminway, *Female Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman?*, 15 WM. & MARY J. WOMEN & L. 291, 327-29 (2009).

註42：Edmund W. Kitch, *The Law and Economics of Rights in Valuable Information*, 9 J. LEGAL STUD. 683, 720 (1980); Frederick C. Dunbar & Dana Heller, *Fraud on the Market Meets Behavioral Finance*, 31 DEL. J. CORP. L. 455, 458 (2006).

註43：See *In re Burlington Coat Factory Sec. Litig.*, 114 F.3d 1410, 1424-25 (3d Cir. 1997).

註44：James J. Park, *Assessing the Materiality of Financial Misstatements*, 34 J. CORP. L. 513, 524-25, 525-26 (2009).

註45：John J. Huber, Latham & Watkins, *SAB 99: Materiality as we know it or brave new world for securities law* (2001), available at <http://www.sec.gov/comments/265-24/26524-57.pdf>.

註46：SEC Staff Accounting Bulletin No. 99, 64 Fed. Reg. 45150 (Aug. 12, 1999).

註47：*Id.* at 2.

註48：*Id.*

註49：*Id.* “A matter is “material” if there is a substantial likelihood that a reasonable person would consider it important.”

註50：1.該項不實表達是否出自能夠精確衡量的一個項目，或者源於估計產生，如果源於估計，則該估計本質上即有其不準確程度。2.該項不實表達是否掩飾收益或其他趨勢之變化。3.該項不實表達是否隱藏一個未能符合分析師對於該企業之預期。4.該項不實表達是否使損失變成收益，反之亦然。

第99號幕僚會計公告明確採取「先量性後質性」之檢驗方法，故若財務報表之不實陳述低於5%，則可初步假設其不具重大性；又該號公告言明，將虛偽陳述以量性指標檢驗重大性時，僅為分析重大性之開端（only the beginning），仍必須對所有相關因素進行全面性分析，始能符合Basic案所要求之整體資訊測試（total mix test）。亦即，縱使虛偽陳述低於5%，若參考質性指標後極可能對「理性投資人投資決定」產生影響時，仍可能被認定具有重大性。

然而，若虛偽陳述已符合量性指標，是否即已構成重大性而無須為質性指標之檢驗？針對此問題，我國有學者採取肯定見解⁵¹，然本文認為此一見解值得商榷，請詳本文伍、三之部分。

3. 美國司法實務與第99號幕僚會計公告

於SEC發布第99號幕僚會計公告後，部分美國司法實務開始援引該號公告為具體判斷方法，如*Ganino v. Citizens Utilities Co.*案⁵²，法院即指出，該號公告提出之質性指標屬於適用Basic案所建

立之分析法則；於*Litwin v. Blackstone Group LP*案⁵³中，法院具體說明私募股權部門與房地產部門對於理性投資人之可能影響，進而認定其符合質性指標；又如*Strougo v. Barclays PLC*案⁵⁴之法院詳細闡述Barclays PLC關於其暗池（dark pool）Barclays LX之不實陳述可能令理性投資人質疑Barclays PLC整體公司誠信問題，故儘管LX之收入佔Barclays PLC總收入之比例低於5%，仍不宜僅關注LX之收入項目；法院尚於*In re Eletrobras Securities Litigation*案⁵⁵說明該隱匿陳述與非法賄賂計畫相關，且與石油生產基礎設施之公司核心業務相關，因此符合質性指標。實則，早在該號公告出現前，美國法院即有採用類似該號公告之作法，譬如會計師對於存貨的清點，出具之數字與發行人實際存貨之差距為4%，仍不足以使存貨數目成為重大不實之陳述⁵⁶，或對於一項高風險、高收益投資機會，即使系爭公司資產高估金額占總資產2%，仍不會改變理性投資人對資訊整體的看法⁵⁷。

5.該項不實表達是否涉及到發行人之一個部門或其他部門之業務，而該部門對於發行人之營運或獲利扮演重要角色。6.該項不實表達是否影響發行人遵循法令之規範要求。7.該項不實表達是否影響發行人履行借貸契約或其他契約之要求。8.該項不實表達是否增加管理階層薪酬，例如發放獎金或其他形式之獎勵機制。9.該項不實表達是否涉及掩飾不法交易。

註51：「美國司法實務適用證券交易委員會第99號幕僚會計公告判斷財報不實是否具有重大性之案例研究」期末報告，財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心委託研究，第7-8頁。

註52：Ganino v. Citizens Utilities Co., 228 F.3d 154 (2d Cir. 2000).

註53：Litwin v. Blackstone Group LP, 634 F.3d 706 (2d Cir. 2011).

註54：Strougo v. Barclays PLC, 105 F. Supp. 3d 330 (S.D.N.Y. 2015).

註55：In re Eletrobras Securities Litigation, 245 F. Supp. 3d 450 (S.D.N.Y. 2017).

註56：Adams v. Standard Knitting Mills, Inc., 623 F.2d 422, 426 (6th cir. 1980), cert. denied sub nom.

註57：In Parnes v. Gateway 2000, Inc., 122 F.3d 539 (8th Cir. 1997).

本文認為，美國早期司法實務即便採用量性指標，仍會具體判斷不實資訊是否足以影響理性投資人，與嗣後的第99號幕僚會計公告意旨相近；另一方面，從質性指標之定義可知，該號公告實際上與TSC案、Basic案與Matrixx案之重大性定義一脈相承，於運作上仍未逸脫於聯邦最高法院建立之判斷標準；再者，該號公告對於重大性之評價重點仍落於質性指標與「是否足以影響理性投資人」之判斷；最後，因質性指標為理性投資人的具體例示，美國法院多認為作為初步篩選門檻之量性指標並非決定性之因素，故仍會實質論證理性投資人標準，而美國學者對於重大性之討論實際上仍聚焦於理性投資人概念，而非該號公告本身。

參、我國法繼受之重大性

我國實務與學者雖一致認同，財務報告不

實案件應參考美國法見解作為重大性之定義。然而，《周禮·冬官考工記》有云：「橘逾淮而北為枳，鴈鴒不逾濟，貉逾汶則死，此地氣然也。」誠如美國法院之重大性定義雖為我國所援引，然於法學概念的移植過程中，我國對於美國法之繼受是否仍維持固有內涵，殊值關注，以下將比較我國學說與實務見解對於重大性之操作分歧。

一、我國學說

我國學說對於重大性之理解，大抵由理性投資人為基礎而開展⁵⁸，並完整援引TSC案與Basic案對於理性投資人之定義⁵⁹，或將重大性解為「有關資訊之重大事項之虛偽或隱匿，足以生損害於投資人為限」⁶⁰，惟均強調重大性之界定屬於高度事實認定問題⁶¹，故可能根據不同個案而發展出相異之判斷標準⁶²；此外，有學者認為，本法第20條之1與第32條第1項之主要內容應為相同解釋⁶³，且第157條之1的重大消息、第32條第1項與第20條之1的主要內容，以及第20條第2項之重大性，與前述理性投資人判斷標準均屬相同⁶⁴，應

註58：劉連煜（2023），《現代證券交易法實例研習》，19版，第351-358頁，新學林；賴英照（2020），《股市遊戲規則——最新證券交易法解析》，4版，第732頁，自刊；王志誠，前揭註4，第123頁。

註59：賴英照，同前註，第790頁。

註60：劉連煜（2009），〈證交法第二十條第二項資訊不實規範功能之檢討——資訊內容具重大性是責任成立要件〉，《台灣法學雜誌》，131期，第201頁。相同見解：「資訊不實之法律責任，以有關資訊之重大性之虛偽或隱匿，足以生損害於投資人為限」，參劉連煜，前揭註58，第331頁；賴英照，前揭註58，第684頁；曾淑瑜，前揭註4，第54頁。

註61：參閱劉連煜，前揭註58，第398-399頁。

註62：劉連煜（2009），《公司法理論與判決研究（二）》，初版2刷，第180頁，元照。

註63：參閱林國全（2015），〈財報不實之民事責任〉，《月旦民商法雜誌》，48期，第10-11頁。相同見解：郭大維（2018），〈證券交易法財報不實刑事責任的幾點思考〉，《台灣法學雜誌》，338期，第111頁；劉連煜（2010），《新證券交易法實例研習》，增訂8版，第406頁，新學林。

註64：劉連煜，同前註，第333-337頁。

可互相通用⁶⁵。實則，我國學者於討論上述概念時亦未詳加區分⁶⁶；最後，有學者特別指出，應以「一個普通的理性投資人」為標準⁶⁷，似將其理解為一般投資人。

針對第99號幕僚會計公告，有學者認為量性與質性指標對我國具有重要之參考價值⁶⁸。其指出量性指標應採取對「淨利」影響之百分比，而質性指標應延續Basic案標準，並以此檢驗普羅強生案⁶⁹；另有見解認為，應採取量性與質性指標以限縮本法第171條之刑事責任，並主張應以「一般投資人」為判斷基礎⁷⁰。

綜上所述，我國學說見解大多完整移植美國聯邦最高法院之理性投資人概念，並肯定第99號幕僚會計公告於我國適用之可行性。對於該號公告之適用，應採取「先量性後質性」之步驟，同時以淨利5%作為量性指標，

並延續Basic案之標準，綜合判斷其他非重大項目之總和是否構成重大性。

二、我國實務之理性投資人標準

然而，實務見解於處理財務報告不實案件時，對於「量性指標」與該號公告之援引卻出現「本土化」的現象，於量性及質性指標之分析有其獨特之處，不僅令我國實務於繼受美國法之過程中出現質變，更導致學理與實務之判斷出現分歧。

據本文觀察，我國司法實務雖大抵承認理性投資人與重大性之概念⁷¹，然於財務報告不實案件中，純粹以理性投資人為判斷標準者並不多見，而援引TSC案與Basic案者更屬罕見⁷²，且其通常未如內線交易案件區分其消息類型是否為「確定而清楚」⁷³；另一方面，我國實務雖經常於財務報告不實判決引

註65：吳盈德（2018），〈財報不實與重大性之構成要件／最高法院106台上278判決〉，《台灣法學雜誌》，338期，第175-176頁；廖大穎（2013），《證券交易法導論》，修訂6版1刷，第127頁，三民；曾宛如（2020），《證券交易法原理》，7版，第208頁，元照。

註66：參閱張心悌，前揭註16，第196頁。作者肯認內線交易、公開說明書與證券詐欺所謂的「重大消息」、「重大性」與「主要內容」具備相同之意涵。相同見解可參吳盈德，前揭註65。作者於討論財報不實之重大性與主要內容概念時，亦將其與內線交易之「重大消息」等同視之。

註67：廖大穎（2011），〈證券市場與企業金融的管道〉，《月旦法學教室》，107期，第77頁；吳盈德，前揭註65，第177頁。相同見解：林國全（2015），〈財報不實之民事責任〉，《月旦民商法雜誌》，48期，第10-11頁。

註68：王志誠，前揭註4，第116-117頁。

註69：王志誠（2015），〈財務報告不實之「重大性」要件—評高等法院一〇〇年度金上重訴字第十八號刑事判決及最高法院一〇二年度台上字第四八五號刑事判決〉，《月旦法學雜誌》，238期，第263-264頁。

註70：郭土木（2015），〈財務報告虛偽隱匿刑事責任重大性認定之再探討——兼評台南高分院101年度金上重訴字第284號刑事判決（二）〉，《台灣法學雜誌》，278期，第11-12頁。

註71：臺灣高等法院102年度金上訴字第56號刑事判決。

註72：臺灣高等法院102年金上訴字第56號刑事判決、臺灣高等法院104年金上重訴字第21號刑事判決。然而，根據本文觀察，在最高法院大幅在虛偽記載罪（第174條第1項第5款）採用量性與質性指標作為理性投資人的重大性判準後，前開高等法院見解幾近消失。

註73：最高法院106年台上字第1503號刑事判決、最高法院106年台非字第223號刑事判決、最高法院

述學說定義，譬如東森案⁷⁴與普羅強生案⁷⁵，以「是否影響理性投資人決策」或「足生損害於（理性）投資人」為標準，然實務對此概念欠缺詳實、充分之涵攝，僅提出一個抽象性、通案性之空泛描述，導致我國實務於理性投資人之標準建構上，曾出現「一般理性投資人」、「資訊使用者觀點」與「市場專家（專業投資人）」等標準，或有自會計、審計角度為觀察者，其中以採取「一般理性投資人」者為多數見解。

具體而言，多數實務見解傾向強調不實資訊「有實質可能會使一般理性投資人可得利用之整體資訊發生顯著改變」之觀點⁷⁶，或針對「一般使用者對財務資訊之需求為考量依據」⁷⁷，而無庸考量不實表達對特定個別使用者之可能影響⁷⁸或公司經營階層之「道德正直性」等因素⁷⁹；相對地，亦有實務認為應從所有「財務報表之資訊使用者」觀

察，如公司股東、債權人（如金融機構）、交易往來對象、市場分析師乃至主管機關等，僅須有令使用者因接觸不實資訊產生錯誤判斷及決策之風險已足，不以影響一般理性投資人為限⁸⁰；更有實務見解於民事案件提及市場專家（market professionals），作為推定交易因果關係之論據⁸¹。然而，儘管該見解已意識到一般投資人係透過專業投資人之決定為投資決策⁸²，且散戶投資人通常難以理解使用專業術語之財務報告，亦鮮少參酌財務報告以決定其購買意願⁸³，此類判決仍強調應基於一般理性投資人標準判斷重大性⁸⁴。

除嘗試對理性投資人之內涵為分析外，另有實務見解指出，審計學與本法之重大性定義固非完全相同，惟法院仍可求諸於審計上重大性概念以為啟發⁸⁵，或參考「審計準則公報第51號——查核規劃及執行之重大性」為

104年台上字第78號刑事判決、最高法院102年台上字第3250號刑事判決、臺灣高等法院104年度金上更（一）字第2號刑事判決、臺灣高等法院96年度上訴字第1087號刑事判決。

註74：最高法院104年度台上字第698號民事判決、臺灣高等法院102年度金上字第1號民事判決。

註75：最高法院108年台上字第1547號刑事判決。

註76：臺灣臺北地方法院102年度金訴字第6號刑事判決、最高法院107年度台上字第606號刑事判決。類似見解可參最高法院108年度台上字第4354號刑事判決，係以「某項資訊的表達或隱匿，對於一般理性投資人的投資決定，具有重要的影響者」為基準。

註77：臺灣高等法院103年度金上訴字第10號刑事判決。

註78：同前註。

註79：臺灣臺北地方法院102年度金訴字第6號刑事判決。

註80：臺灣高等法院109年度金上重訴字第48號刑事判決、臺灣高等法院109年度金上重訴第15號刑事判決、臺灣高等法院110年度金上重訴第17號刑事判決。

註81：臺灣臺北地方法院99年度金字第22號民事判決、臺灣高雄地方法院102年度金字第2號民事判決、臺灣高等法院103年度金上字第4號民事判決。

註82：臺灣臺中地方法院98年度金字第21號民事判決。

註83：臺灣高等法院臺中分院93年度金上字第2號民事判決。

註84：臺灣高雄地方法院92年度金字第1號民事判決、臺灣士林地方法院95年度金字第10號民事判決、臺灣士林地方法院93年度金字第2號民事判決。

註85：臺灣高等法院103年度金上重更（一）字第6號刑事判決。

判斷⁸⁶，但實務亦可能於個案中拒絕採納會計鑑定人對於重大性之意見⁸⁷，併予敘明。

三、當前主流：量性與質性指標

綜觀當前判決，我國援引第99號幕僚會計公告之實務見解似已成為主流。其固然強調重大性之判斷核心仍係「是否對於理性投資人的投資決定，具有重要的影響」⁸⁸，而量性與質性指標僅為「評價是否具有重大性較為具體之方法」⁸⁹，惟實際之判斷方法係由量性與質性指標填充理性投資人概念⁹⁰，與TSC案形同而實異。

(一) 量性指標

1. 常見量性指標

我國實務判決於擇定之量性指標時，多強調係漸次由現行法規命令發展出量性指標⁹¹。申言之，實務之量性指標源於我國法規命令，與美國5%之經驗法則大異其趣，於繼受上產生極大差異。根據本文觀察，證券交易法施行細則第6條第1項⁹²、證券發行人財務報告編製準則第17條⁹³、會計師查核財務報告時設定之重大性門檻⁹⁴、審計準則320號「查核規劃及執行之重大性」⁹⁵及會計研究發展基金會所發布之第六號財務會計準則公報的「重大交易發生」⁹⁶與「對當期損益及財務狀況有重大影響」⁹⁷等，均為我國常見的量性

註86：臺灣新竹地方法院110年度金字第2號民事判決、臺灣臺北地方法院107年度金訴字第4號刑事判決。又為配合「審計準則委員會所發布規範會計師服務案件準則總綱」之用語與我國審計準則名稱及編號，審計準則委員會將「一般公認審計準則」修正為「審計準則」，而「審計準則公報第51號」修正為「審計準則320號」，並於2022年12月15日起，不再適用審計準則公報第51號。

註87：臺灣高等法院107年度金上重更一字第2號刑事判決。

註88：最高法院109年台上字第5040號刑事判決、最高法院109年台上字第2476號刑事判決、最高法院108年台上字第1547號刑事判決。於民事責任亦同，可參臺灣高等法院臺中分院99年金上字第7號民事判決。

註89：最高法院110年度台上字第5443號刑事判決意旨（具有參考價值之裁判）。

註90：最高法院111年度台上字第4468號刑事判決意旨。

註91：臺灣高等法院111年度金上訴字第28號刑事判決、臺灣高等法院108年度金上訴字第40號刑事判決意旨。

註92：臺灣高等法院110年度金上更一字第1號刑事判決、臺灣高等法院107年度金上重訴字第45號刑事判決、臺灣臺北地方法院109年度金重訴第35號刑事判決。較常使用者係以更正綜合損益金額及個別項目金額，與公司之營業收入及總資產金額互為衡量，可參最高法院108年度台上字第2134號民事判決、最高法院106年度台上字第65號刑事判決。

註93：臺灣高等法院111年度金上重更（三）字第6號刑事判決、臺灣高等法院107年度金上重更（一）字22號刑事判決、臺灣高等法院108年度金上重更（一）字第13號刑事判決、臺灣高等法院100年度金上重更（一）字第1號刑事判決。

註94：臺灣新北地方法院108年度金重訴字第12號刑事判決。

註95：臺灣高等法院103年度金上訴字第10號刑事判決。

註96：最高法院102年度台上字第485號刑事判決。

註97：臺灣高等法院98年度金上重更（三）字第16號刑事判決、臺灣高等法院96年度金上重更（二）字第38號刑事判決、臺灣高等法院96年度上更（一）字第592號刑事判決、臺灣高等法院89年度上訴字第3878號刑事判決。

指標⁹⁸。其中，因審計準則320號（舊審計準則公報第51號）第15條至第20條僅提供一般性及原則性之說明，實務認為可參酌會計師執行查核工作時之常用量性指標⁹⁹。實則，我國僅有極少數判決採用美國法之5%門檻，如美嘉生電案¹⁰⁰以各年度之虛增進、銷貨金額及占全年度之比例觀察，屬於我國少數較完整遵循第99號幕僚會計公告者¹⁰¹。另有判決特別指出，我國於重大性之判斷可遵循行為時有效法令之量化規定，無須援用該號公告的淨利5%門檻¹⁰²。上述現象將導致我國實務於判斷部分案例事實時，可能因量性指標不同於美國法而產生相異之涵攝結果，請詳後述。

2.量性指標之選擇不違反禁止溯及既往原則

按刑法第1條規定「行為之處罰以行為時之法律有明文規定者為限。拘束人身自由之保安處分，亦同」，此為罪刑法定原則之體現，而財務報告不實罪亦不能脫免於上述原則。然而，如

行為時並不存在該等量性指標，其是否仍得援引嗣後始發布之量性指標？實務見解有謂，量性與質性指標僅為評價重大性之具體工具，本身與刑法處罰要件有間¹⁰³，故量性指標可能因美化財報手法或因行為時法規之不完備而無從適用現行法規命令。此時，事實審法院仍得藉由其他可信之量化指標，判斷行為人錯誤陳述之數額是否具備重大性，並未抵觸罪刑法定原則及法不溯及既往原則¹⁰⁴。實則，於遠航案¹⁰⁵中，下級審法院援引2012年11月23日增訂之資產負債表項目誤述重編標準以評價該公司2005年至2008年之不實財報，並認定其具備重大性，經最高法院維持，似代表法院得援引嗣後出現之法規命令作為量性指標。本文認為，實務對於量性指標之理解雖屬正確，但有鑑於實務對於量性指標之高度依賴，前述作法應有相應之平衡機制為妥，請詳本文伍、三部分之說明。

3.爭議類型：關係人交易之重大性指標

註98：現行「全國性內政財團法人會計處理及財務報告編製準則」第2條第2項已配合經濟部經商字第10402425290號函為修正，故財務會計準則公報與其解釋已非一般公認會計原則，惟案例事實落於舊法時期之判決仍會援引財務會計準則公報為重大性判斷。

註99：即以下指標：1.「稅前淨利」之5%至10%（淨利較少時使用10%，淨利較高時使用5%）；2.「總資產」之0.5%至1%；3.「股東權益」之1%；4.「總（銷貨）收入」之0.5%至1%。

註100：臺灣高雄地方法院102年度金字第2號民事判決。

註101：其他以第99號幕僚會計公告之淨利為基礎者可參軍成案，即最高法院109年度台上字第5321號刑事判決、臺灣高等法院107年度金上重更（一）字第7號刑事判決。

註102：臺灣高等法院107年度金上重更（三）字第24號刑事判決、臺灣高等法院108年度金上訴字第40號刑事判決。

註103：臺灣高等法院109年度金上重訴字第15號刑事判決。

註104：相同見解：最高法院110年度台上字第5443號刑事判決（具有參考價值之裁判）、臺灣桃園地方法院108年度金重訴字第12號刑事判決。

註105：最高法院110年度台上字第5443號刑事判決。

據本文觀察，我國常見之量性指標中，以「重編財務報告門檻」與「財務報告編製準則」（關係人之重大交易）作為量性指標者最為常見¹⁰⁶，學者亦持類似見解¹⁰⁷。本文認為，此係因我國透過非常規交易為利益輸送或進行循環交易之現象相當普遍，且於財報附註類型之案件，縱使不實行為係保證或資金借貸，亦常與關係人交易有關，致使實務特別重視關係人交易之量性指標，並非僅該類型規範得作為量性指標。然而，是否所有規範均得作為量性指標，尚非無疑。

按穩定實務見解，關係人交易之揭露範圍為何，依現行證券發行人財務報告編製準則（下稱財務報告編製準則）第15條第17款規定，應限於「與關係人之重大交易事項」始為財務報告應加註釋之事項¹⁰⁸，亦僅有違反同準則第17條之關係人重大交易揭露規範，始有論以

本罪之必要¹⁰⁹。另有實務指出，審計與會計公報固得作為本罪之量性標準，但會計研究基金會發布之解釋函處於浮動性狀態，未若法律、行政規則有依法公告、協商修改之程序，亦不似經該基金會選編制定、發布為各號財務會計準則公報之嚴謹，已形成人民對於刑罰權之預見，自不得作為量性指標¹¹⁰，故即令未依解釋函為揭露，亦僅為行政罰之依據，與本罪無涉¹¹¹。

然而，於其他關係人交易之情形，實務應如何判斷？對此，重大性於「關係人交易」的學說分析較為少見¹¹²，而實務見解亦相當分歧，有認關係人應收帳款占公司總資產12%者，屬於財務報告應揭露之重要內容¹¹³，但亦有認為內部人調借款項未達公司當年度總資產10%，不具備重大性¹¹⁴；更有以「當年度財報中揭露其他關係人交易之金額，與公司自訂標準較低者」¹¹⁵，

註106：最高法院107年度台上字第2055號刑事判決、臺灣高等法院107年度金上重訴字第45號刑事判決。

註107：王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁（2021），《實用證券交易法》，6版，第479頁，新學林。另外兩者為「量性標準論述」與「理性投資人標準論述」，共三種方式。

註108：「財務報告為期詳盡表達財務狀況、經營結果及現金流量之資訊，對下列事項應加註釋：十三、與關係人之重大交易事項。」

註109：最高法院107年度台上字第2055號刑事判決、最高法院102年度台上字第485號刑事判決。

註110：最高法院99年度台上字第8068號刑事判決。

註111：相同見解：最高法院107年度台上字第2055號刑事判決、臺灣臺南地方法院98年度金重訴字第1號刑事判決、臺灣高等法院98年度曠上重訴字第23號刑事判決、臺灣高等法院100年度金上重訴字第18號刑事判決、臺灣高等法院102年度金上重更（一）字第3號刑事判決、臺灣高等法院101年度金上訴字第1號刑事判決意旨參照。

註112：邵慶平（2018），〈商事法類實務選編〉，《月旦法學教室》，185期，第94頁。

註113：最高法院94年度台上字第5958號刑事判決。

註114：參臺灣高等法院96年度上更（一）字第592號刑事判決。

註115：臺灣高等法院101年度金上訴字第36號刑事判決。

或以「會計師查核發行公司當年度財務報告時所設定之查核作業重大性門檻金額」為標準¹¹⁶，以及援引財務報告編製準則第9條第3項之「應收帳款與存貨」項目¹¹⁷，或備抵呆帳金額比重¹¹⁸為判斷者。是以，目前實務對於關係人交易之重大性尚無一致之判斷標準。

4.疑義：量性指標是否具備法定重大性

最高法院99年度台上字第8068號刑事判決提出「重大關係人交易等同於重大性」，而另有實務見解指出「與關係人交易在財務報告上應否揭露，應先經『重大性』之判斷，僅於企業與關係人間有重大之交易事項，始應於財務報表之附註揭露」¹¹⁹。本文推測，後續實務即以財務報告編製準則第15條與第17條定義「重大交易」。嗣後更有最高法院判決言明，對於「與關係人之重大交易」有所隱匿者，自然該當本法第171條第1項第1款之申報（公告）不實罪¹²⁰，似將「重大交易事項」與重大性要件等同視之，並賦予其「法定重大性」之地位，而無庸進一步討論質性指

標。然而，即便法規命令或慣行之會計、審計公報以及現行審計準則為重要之行政稽核標準，實務見解忽視質性指標、且未實質判斷不實陳述對理性投資人影響之作法勢必將架空理性投資人標準；另一方面，若重大交易之任一事項漏未記載均視為成立本罪，而未區分行為之嚴重性，將無從發揮重大性篩選重要資訊之功能；更有甚者，我國實務得援引之量性指標相當廣泛，而欠缺一個清晰的指標彙整，已如前文參、三、（一）部分之說明¹²¹，且可能適用行為時所未制定之量性指標，不僅對行為人欠缺可預見性，更可能有喧賓奪主之疑義。

（二）質性指標

1.繼受美國第99號幕僚會計公告

有別於我國量性指標出現本土化之現象，實務之質性指標大多仍援引自第99號幕僚會計公告¹²²。其理由有謂我國審計實務目前仍缺乏對質性指標清楚具體之指引¹²³，或逕行援引美國近期實務判決¹²⁴以說明質性指標之運用¹²⁵。

註116：臺灣高等法院104年度重金上更（一）字第3號刑事判決（經最高法院106年度台上字第65號判決維持）。

註117：臺灣士林地方法院96年度金字第8號民事判決（雅新案）。

註118：最高法院99年度台上字第2274號民事判決。

註119：臺灣臺南地方法院98年度金重訴字第1號刑事判決。

註120：最高法院106年度台上字第65號刑事判決。

註121：實務家持相同見解，可參林達（2021），〈證券交易法財報不實罪於追訴與審計之意義—以虛增營收類型化為中心〉，《檢察新論》，30期，第104頁。

註122：最高法院109年台抗字第1220號刑事裁定。

註123：臺灣高等法院103年度金上訴字第12號刑事判決、臺灣臺北地方法院107年度金訴字第18號刑事判決。

註124：Ganino, 228 F.3d 154.

註125：臺灣臺北地方法院102年度金訴字第6號刑事判決。

又我國實務雖曾表示無須對所有質性指標為判斷¹²⁶，但下級審通常以複數個質性指標衡量重大性，於此敘明。

我國實務除完整援引9項質性指標外，亦多肯定前述指標僅為較為具體之參考因素，而非窮盡列舉之清單¹²⁷，本身與刑法處罰要件有間，並非以此為限¹²⁸，僅有極少數判決於判決理由內提及質性指標係屬列舉¹²⁹。本文認為，前述列舉見解並未進一步說明質性指標何以侷限於明文提出者，且若採列舉見解，則援引未出現於該號公告之判斷因素，將可能構成判決理由不備之上訴理由，不免有以文害義之虞，故仍應理性投資人概念為判斷核心，上述爭議即可迎刃而解。

2.我國嘗試發展關係人交易之質性指標

我國實務發展至今，已嘗試建立有別於該號公告之「關係人交易」質性指標，近期如樂陞案¹³⁰等判決指出，「關係人交易如未隱藏非常規交易、掏空公司資產等不法行為或掩飾公司收益

狀況，在質性指標上，應解為不足以影響理性投資人之投資判斷，即不具備重大性」¹³¹；然而，若故意以掩飾關係人交易之非法手段，掩飾公司之實際營收趨勢、營運狀況、資產負債狀況，甚且影響公司之法規遵循，則已符合前述重大性之質性指標¹³²。較有疑問的是，上述判決所建立之質性指標，似仍侷限於企業與關係人間「非重大之交易事項」¹³³，若於符合重大交易之前提下，是否仍得適用前述質性指標，仍有爭議。

(三) 量性與質性指標之關係

按美國第99號幕僚會計公告係以「先量性，後質性」之步驟為重大性檢驗，惟我國實務就二者之適用關係有其獨到之處，可分為以下二種見解：第一種見解認為應先判斷量性指標，若未達量性指標，再就質性指標綜合判斷重大性，不可固執或偏廢一端¹³⁴；第二種見解則認為應就兩者進行綜合判斷，只要符合其一即屬重大，二者並無先後順序關係¹³⁵。然而，本文認為，上述見解於結果

註126：最高法院107年度台抗字第297號刑事裁定。

註127：最高法院110年度台上字第5443號刑事判決。

註128：臺灣高等法院109年度金上重訴字第15號刑事判決。

註129：最高法院108年度台上字第1547號刑事判決。

註130：最高法院112年度台上字第1087號刑事判決。

註131：相同見解：臺灣高等法院109年度金上重更（一）字第2號刑事判決。

註132：臺灣高等法院110年度金上更（一）字第1號刑事判決。

註133：相同見解：最高法院107年度台上字第606號刑事判決。

註134：最高法院109年台上字第5040號刑事判決、最高法院106年度台上字第65號刑事判決。

註135：最高法院111年度台上字第2576號刑事判決、最高法院109年台抗字第1220號刑事裁定、最高法院108年台上字第1547號刑事判決、最高法院107年度台上字第2055號刑事判決、最高法院106年度台上字第278號刑事判決、臺灣高等法院111年度金上重更（三）字第6號刑事判決、臺灣高等法院108年度金上訴字第40號刑事判決、臺灣高等法院刑事判決107年度金上重訴字第45號刑事判決。

並無實質差異，蓋因第一種見解所謂「不可固執或偏廢一端」僅存在於「不實表達之金額低於重大性（即量性指標）」之情形，始須討論質性指標；又前文已說明實務似已賦予量性指標「法定重大性」之地位，故與第二種見解的「符合其一」僅為論理上之差異，導致量性指標似已形成不容推翻之原則。

實務見解亦曾出現僅針對量性或質性指標為涵攝後即認定重大性之判決，其中又以前者居多。舉例而言，科風案更一審判決¹³⁶約略以重大交易未揭露於財務報表，而未論證質性指標。該案經上訴後，最高法院有謂「原判決依據前揭量性指標，已足認定上訴人等隱匿之關係人交易，具有重大性，並無理由不備、矛盾之違誤情節可指¹³⁷」；無獨

有偶地，遠航案¹³⁸與雅新案¹³⁹亦認為，僅須符合量性或質性指標之一即無庸檢驗另一項指標；相對而言，僅檢驗質性指標者較少，可參照最高法院109年度台抗字第1220號刑事裁定意旨。

最後，若系爭行為符合量性指標，則是否仍得以「不具備質性指標」為由而推翻其重大性？實務見解有謂「如果已達量性指標，通常即可認為符合『重大性』之要件」¹⁴⁰，原則上應認為具有重大性¹⁴¹。上述現象顯示我國之重大性標準逐漸由理性投資人概念遁入量性與質性指標，其中更以主管機關發布之量性指標為宗，呈現與美國法截然不同之風貌。

（待續）

（投稿日期：2024年6月23日）

註136：臺灣高等法院106年度金上重更（一）字第10號刑事判決。

註137：最高法院108年度台上字第4354號刑事判決。

註138：最高法院110年度台上字第5443號刑事判決。

註139：臺灣士林地方法院98年度金字第3號民事判決。

註140：臺灣高等法院108年度金上訴字第40號刑事判決、臺灣高等法院108年度金上重訴字第24號刑事判決。

註141：臺灣臺北地方法院107年度金訴字第18號刑事判決。