

# 論財務報告不實罪之重大性要件 ——美國法之繼受與質變（下）

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

## 肆、美國與我國之重大性比較

承前所述，我國實務雖援引美國之理性投資人概念與第99號幕僚會計公告，惟實質上調整了其適用與評價重心，導致兩國對於重大性之理解與操作出現分歧，共可歸納為以下三點：

### 一、理性投資人之實質內涵

按第99號幕僚會計公告所謂「周圍情況」(surrounding circumstances)與TSC案之綜合

考量(total mix)基本相同，故該號公告於實務運作上仍未逸脫於美國聯邦最高法院之標準；此外，美國部分實務將該號公告視為適用Basic案所建立之分析法則，故得作為重大性之評價參考<sup>142</sup>，但仍針對個案之具體事實為涵攝，透過詳細之論證藉以判斷系爭行為是否足以影響理性投資人，而非單純於形式上套用量性指標；又因該號公告僅為行政機關提出之參考標準，故美國法院未必均會援引<sup>143</sup>；最後，不論有無該號公告，美國司法實務雖可能參考5%之量性指標，但從未僅

\* 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）

註142：Ganino, 228 F.3d 154.

註143：賴英照，前揭註58，第639頁。

依循量性指標本身即得出重大性之判斷結果。

相對地，我國多數實務見解雖承認理性投資人概念，但大多限於闡述定義，而一筆帶過理性投資人標準之涵攝，甚至逕行以量性與質性標準為判斷。換言之，本罪相關判決通常僅著眼於「是否須以重大性為本罪要件」，而其操作多以法規命令、公報或準則等為主，再認定違反該規定之行為具有「影響理性投資人」之重大性<sup>144</sup>。因此，我國實務雖對理性投資人之內涵未臻一致，惟於實然層面上，並未造成嚴重的見解衝突。其根本原因在於，我國實務向來仰賴主管機關發布之法規命令等量性指標作為重大性標準，凸顯其對理性投資人未有深刻之理解。事實上，多數實務見解雖言明以「一般理性投資人」為基準<sup>145</sup>，惟此類見解鮮少正面論述系爭不實資訊係如何影響一般投資人；即便係由「資訊使用者立場」考量重大性者，亦未說明應如何判斷不同資訊使用者對於同一資訊之解讀分歧，而逕行援引量性與質性指標，不免流於形式論證；最後，引述市場專家之實務見解<sup>146</sup>係分別由重大性與交易因果

關係繼受美國法見解，卻未意識到市場價格之推動者為專業投資人，導致論理過程中產生衝突<sup>147</sup>，導致我國之理性投資人標準出現空洞化、形骸化之現象。

## 二、量性指標之歧異與影響

由前文介紹可知，第99號幕僚會計公告係以5%門檻之經驗法則作為量性指標，對重大性為初步篩選，進而於質性指標論證系爭訊息是否足以影響理性投資人，故5%之門檻本身並未包含理性投資人標準之判斷；此外，因量性指標屬於經驗法則之產物，並無違反法不溯及既往的問題，且其亦未限制單位與種類，故美國實務除淨利外，尚曾出現以每股盈餘（該號公告舉例）或資產總額<sup>148</sup>為單位者，但不以此為限，自可適用於各類公司財務揭露狀況。相對地，我國實務之量性指標散見於各法規命令或準則，如財務報告編製準則第15條第17款、第17條第1項重大交易事項以及第23條<sup>149</sup>等。本文認為，我國作法固然有助於融合主管機關之稽核標準與重大性涵攝，但實務對於何種標準得作為量性指標未有共識，致使量性指標之判斷欠缺可

註144：最高法院109年度台上字第394號刑事判決意旨。

註145：最高法院112年度台上字第1087號刑事判決、最高法院111年度台上字第4468號刑事判決、臺灣高等法院109年度金上訴字第48號刑事判決。

註146：臺灣高等法院103年度金上字第4號民事判決、臺灣士林地方法院95年度金字第19號民事判決。

註147：黃朝琮（2022），〈環境、社會與治理（ESG）資訊揭露之規範—以重大性之判斷為核心〉，《臺北大學法學論叢》，122期，第21頁。應注意的是，該段文句所指稱之「合理投資人」實為一般論著中之「理性投資人」（reasonable investor），而該段行文所指稱之「理性投資人」較接近於美國學說所謂「理性專業投資人」或「專業投資人」，故本文於援引上將上述名詞進行代換，於此註明。

註148：In re Eletrobras Securities Litigation, 245 F. Supp. 3d 450 (S.D.N.Y. 2017).

註149：大意略為「發行人編製個體財務報告時，應編製重要會計項目明細表，其中應收（付）票據、帳款及短、長期借款明細表，表下說明均要求屬關係人交易部分應分別列報（如表2）。」

預測性，並令我國實務與學說（如鑑定人）於個案判斷上出現分歧結果。

**（一）關係人交易揭露不實**

以關係人交易為例，我國學說見解較接近於美國第99號幕僚會計公告，係以5%門檻作為量性指標，故若重大交易之正確金額已揭露，僅未揭露交易主體為關係人，則對於公司淨利、資產或負債總額並無影響，自未符合量性指標；又於此情形，若未構成非常規交易或

進行循環交易，亦與質性指標不符<sup>150</sup>。本文援引學說對關係人交易揭露不實之質量分析綜整如下表<sup>151</sup>：

相對而言，實務見解對於「重大交易之揭露情形」並未有如此精細之分類。舉例而言，於金尚昌案<sup>152</sup>，實務見解指出，即便僅漏未登載交易主體為關係人，其仍認為本件交易金額已達財務報告編製準則之重大交易標準，而不採被告主張對公司淨利無影響之抗辯；

**表1：關係人交易揭露不實之量性與質性指標分析**

財務報告之附註揭露關係人交易情形	量性指標之分析	質性指標之分析	測試結果
已揭露重大交易之正確金額，但漏未揭露該關係人間交易	影響公司淨利、資產或負債為0%	未隱藏不法行為或掩飾公司收益狀況	極低影響
已揭露但金額揭露不確實	影響公司淨利、資產或負債達5%	隱藏不法行為或掩飾公司收益狀況	高度影響
		未隱藏不法行為或掩飾公司收益狀況	中度影響
	影響公司淨利、資產或負債未達5%（包含影響程度為0%）	隱藏不法行為或掩飾公司收益狀況	低度影響
		未隱藏不法行為或掩飾公司收益狀況	極低影響
完全未揭露	影響公司淨利、資產或負債達5%	隱藏不法行為或掩飾公司收益狀況	高度影響
		未隱藏不法行為或掩飾公司收益狀況	中度影響
	影響公司淨利、資產或負債未達5%（包含影響程度為0%）	隱藏不法行為或掩飾公司收益狀況	低度影響
		未隱藏不法行為或掩飾公司收益狀況	極低影響

資料來源：詳參王志誠，前揭註69，第266頁。

註150：參閱王志誠，前揭註4，第120頁。

註151：參閱王志誠，前揭註69，第269頁。

註152：臺灣高等法院103年度金上重訴字第29號刑事判決。

相同情形亦出現於普揚案<sup>153</sup>與科風案<sup>154</sup>，被告提出學者見解，主張「漏未揭露交易主體為關係人」於淨利無影響，惟法院仍不採此一抗辯，凸顯實務對於量性指標之見解與學者迥然有別。

**(二) 資金貸與及背書保證**

類似情形亦出現於資金貸與及背書保證之

案件。按「資金貸與他人」對於總資產金額並無影響，而「為他人背書保證」若非確實有動支之情形，通常不影響主要財務報表之表達。是故，若按照第99號幕僚會計公告之見解，上述二類型均未影響公司之淨利或資產，應進一步為質性指標之分析，茲援引論者對於此類案件之分析如下<sup>155</sup>：

**表2 資金貸與及背書保證揭露不實之量性與質性指標分析**

財務報告之附註揭露資金貸與及背書保證情形	量性標準之分析	質性標準之分析	測試結果（對理性投資人投資決定造成之影響程度）
已揭露但金額揭露不確實	影響公司資產為0%	影響公司遵守法令	低度影響
		未影響公司遵守法令	極低影響
完全未揭露	影響公司資產為0%	影響公司遵守法令	低度影響
		未影響公司遵守法令	極低影響

資料來源：黃芝穎，同前揭註155。

相對地，勤美案<sup>156</sup>等判決確認為，因「為他人背書保證」屬財務報告編製準則第17條第1項第1款之重大交易事項相關資訊，即應於財務報表附註揭露，自具備重大性，顯示實務仍以法規命令作為量性指標。然而，本文認為，該款規定雖為「重大交易事項相關資訊」之規範，其並非一概認定「資金貸與他人」及「為他人背書保證」本質上即屬「重大交易事項」或具備重大性，而宜由主管機關解釋或經由司法實務累積。實務似將行政管制當作刑事處罰之便宜手段，又忽視前述背書或保證行為通常對於公司總資產與

淨利不生影響，且未區分借貸與保證金額大小，反而逕行將本款重大交易事項擬制為量性指標與重大性，誠有疑問。

**(三) 存在操作空間之量性指標**

前已敘及，我國量性指標相當廣泛，而法院因獨立審判原則，本得採用其認為合適之量性指標，故檢察官可能於起訴時選擇有利於起訴事實之量性指標，導致不同量性指標之擇定存在一定之操作空間，譬如華映公司案之刑事判決<sup>157</sup>，檢察官即於股價計算上採取與法院迥異之方法，使其符合公訴意旨之量性指標；另一方面，即便是類似案件類

註153：最高法院107年度台抗字第297號刑事裁定。

註154：臺灣高等法院106年度金上重更（一）字第10號刑事判決。

註155：黃芝穎（2017），《財務報告附註揭露事項不實之法律責任—以重大性為中心》，第85頁，東吳大學法學院法律學系碩士在職專班財經法律組碩士論文。

註156：臺灣高等法院臺南分院101年度金上重訴字第284號刑事判決。

註157：臺灣高等法院111年度金上訴字第22號刑事判決、臺灣臺北地方法院109年度金訴字第41號刑事判決。

型，法院亦可能基於認事用法之考量而選擇相異的量子指標，導致涵攝結果產生歧異。舉例而言，普羅強生案之第二審刑事判決<sup>158</sup>係以「占該科目期末餘額百分比」為量子指標，而磐英案仍維持以財務報告編製準則為判斷，但上述案例事實均為「漏未揭露關係人交易」，顯示實務可能為個案需求而於類似案件採取不同之量子指標。本文認為，我國雖能選擇不同於美國之量子指標，但仍應緊扣「對公司財務狀況之影響」，而非以任何法規命令、公報或準則為判斷。又實務見解發展至今，似有爭相競逐、比較不同量子指標，進而作為是否成罪之門檻，反而忽略理性投資人標準之判斷。本文以為，我國實務雖不必然須完全模仿美國5%的量子指標，但可考慮改變其對於量子指標之理解與操作，請詳後述。

### 三、評價重心與指標之連動

承接前文，美國司法實務與SEC對於理性投資人判斷之步驟係以量子指標為初步篩選，並將評價重心置於質性指標與理性投資人之判斷；相對而言，我國則是透過法規命令等

量子指標針對不同會計科目設立諸多規範，並援引為量子指標。實則，我國部分判決更是直接表明「量子指標得作為重大性標準」，與美國強調量子指標不能全面取代理性投資人之本意相去甚遠。

#### （一）實務見解之區分與連動

本文認為，我國實務之作法固然得提供法院更為明確之量化標準，然過度強調量子指標之地位卻導致量子與質性指標出現特殊的連動關係。以未揭露關係人交易為例，實務見解以該交易是否屬於「形式上屬於重大交易（即構成量子指標）」為判斷前提。若為肯定，則拒絕採納「對於淨利無影響而不符合質性指標」之抗辯<sup>159</sup>；相對地，若該交易不構成重大交易，則實務見解較可能認為此等疏漏於淨利無影響，而不具備重大性<sup>160</sup>。實務見解有謂財務報告之使用者必然關心交易對象是否為關係人，進而對其決策具有重要影響，而應有資訊重大性<sup>161</sup>，顯已將重大交易等量子指標「視為」具有影響理性投資人之重大性，惟是否得僅謂量子指標為主管機關長期以來之執法經驗結晶而逕行認定其具備重大性？不無疑問。

註158：臺灣高等法院100年度金上重訴字第18號刑事判決。

註159：可參前述金尚昌案與科風案（臺灣高等法院106年度金上重更（一）字第10號刑事判決），法院不採取郭土木教授出具之專家意見書：「縱使未揭露交易主體為關係人，亦對科風公司之淨利無任何影響，影響科風之淨利程度為零，未達影響淨利5%之量子標準」，而仍認定其具備重大性。類似見解：最高法院107年度台抗字第297號刑事裁定，法院未採被告所援引之學者見解，並稱上開見解僅為學者於研討會中所表示之法律見解，與本案並非同一個案，自無法以上開資料之理由，逕用於本案之認定，似代表實務係以「是否符合重大交易」（量子指標）作為「是否採取對淨利無影響之抗辯」的區分標準。

註160：臺灣高等法院108年度金上訴字第40號刑事判決，即後述之統一元氣案。

註161：最高法院111年度台上字第2576號刑事判決。類似見解可參臺灣高等法院高雄分院108年度重金上更（一）字第1號刑事判決（美嘉生電案），與前述最高法院106年度台上字第65號刑事判決相似，均以「與關係人之重大交易」作為量子指標，同時亦為重大性要件本身。

## （二）質性指標附隨於量性指標

另一方面，「量性或質性指標符合其一即構成重大性」之作法，我國實務認為係發揮質性指標補漏網的功能<sup>162</sup>，隱含將違反質性指標所生的重大性，視為例外情況之意<sup>163</sup>，導致實務見解以量性指標為原則、質性指標為例外之立場愈為明顯，而實務更傾向以質性指標強化量性指標之論證，導致質性指標事實上附隨於量性指標，其作為理性投資人標準之具體化功能愈趨式微。

實則，因實務見解向來係以「質性指標強化量性指標之論證」，故僅於理論上可能出現「量性指標具備，質性指標不具備」之情形。舉例而言，統一元氣案的第一審判決<sup>164</sup>認定其同時具備量性與質性指標，而第二審判決<sup>165</sup>認定系爭行為對淨利並無影響，但仍認定符合質性指標，卻遭最高法院<sup>166</sup>以「即便故意未於附註揭露關係人之重大交易，並不當然成立本罪」而撤銷發回。更一審判決<sup>167</sup>維持第二審之量性指標，但卻認為不足以影響理性投資人之投資判斷，並經最高法院維持<sup>168</sup>，全案無罪確定；除此之外，普羅強生案之更二審<sup>169</sup>與更三審<sup>170</sup>亦出現類

似的情形。

本文認為，前述判決對於質性指標產生完全相反之認定，實非對於質性指標之理解大相逕庭，而係歷審法院主要遵循者係量性指標，致使法院對於質性指標之說理必須依附於量性指標，故若符合量性指標，實務通常也會一併認定符合質性指標；反之，若上級審推翻量性指標，實務對於質性指標之見解亦可能隨之變更。上述現象顯示行為人之主觀犯意雖未改變，質性指標之評價卻可能因量性指標而異其認定。職是，我國雖於關係人交易之質性指標有一定發展，如普羅強生案<sup>171</sup>與樂陞案<sup>172</sup>等判決明確指出，若真實交易且揭露金額正確，即使未揭露關係人亦不構成遺漏之重大性，但此一見解仍僅能適用於「不構成重大交易」（即不符合量性指標）之情形，反而進一步鞏固量性指標於操作上的穩固地位。

## 伍、我國重大性概念之再省思

### 一、應採專業投資人標準

承前所述，我國實務應詳盡對財務報告不

註162：最高法院111年度台上字第4468號刑事判決、最高法院109年台抗字第995號刑事裁定。

註163：郭土木（2021），〈財務報告虛偽隱匿犯罪構成要件重大性之再檢視—以最高法院108年度台上字第1547號刑事判決為中心〉，《月旦法學教室》，224期，第31頁。

註164：臺灣臺北地方法院107年度金訴字第18號刑事判決。

註165：臺灣高等法院108年度金上訴字第40號刑事判決。

註166：最高法院109年度台上字第5040號刑事判決。

註167：臺灣高等法院110年度金上更（一）字第1號刑事判決。

註168：最高法院112年度台上字第1643號刑事判決。

註169：臺灣高等法院105年度金上重更（二）字第12號刑事判決。

註170：臺灣高等法院107年度金上重更（三）字第24號刑事判決。

註171：最高法院105年度台上字第1948號刑事判決。

註172：最高法院108年度台上字第16號刑事判決。類似的質性指標可參臺灣高等法院107年度金上重更（三）字第24號刑事判決、臺灣臺北地方法院106年度金字第76號民事判決。

實行為進行涵攝，具體論證其如何影響理性投資人，而非僅憑量性指標為判斷。至於我國重大性標準應以何種理性投資人標準形塑，我國有見解指出，我國資本市場參與者主要係散戶投資人而非機構投資人<sup>173</sup>，而散戶投資人標準有利於資訊之理解容易性與流通性，故應降低重大性標準以保護我國市場參與者。然而，本文認為應以「專業投資人」為標準，理由如下：

首先，於效率資本市場下，集中市場證券之價格實際上係由專業投資人基於資訊分析之優勢而為正確定價所生<sup>174</sup>。又隨美國效率市場假說與詐欺市場理論之發展，理性投資人的內涵有被替換為具有經濟理性之專業投資人的趨勢<sup>175</sup>，而此種現象亦為我國實務見解所肯認<sup>176</sup>。是故，若以資訊使用者之角度出發，一般市場大眾既屬於被動之價格接受者（price-taker）<sup>177</sup>，如為保護我國散戶投資

人免於證券詐欺而降低重大性標準，顯然有悖於價格形成機制。對此，我國分別自重大性與交易因果關係移植美國法見解，卻未注意兩者之演變，於繼受過程中出現偏差<sup>178</sup>；其次，美國實務近期傾向重視理性投資人的專業知識，如法院於TGS案傳喚熟悉礦業證券之專家為分析，觀察系爭資訊是否具備重大性，又如聯邦最高法院於Matrixx案期待理性投資人應能理解醫學研究與報告之推論，殊難想像散戶投資人能同時具備上述專業分析能力；此外，若以專業投資人之標準，反而更貼近效率資本市場之運作。我國亦有學者主張理性投資人應為專業投資人，進而肯定美國第四巡迴上訴法院於Raab案<sup>179</sup>中否定成長率之預測本質具備重大性的看法<sup>180</sup>；再者，一般投資人往往無法獲得充分資訊，甚或錯誤理解財務資訊，但專業投資人較有能力迅速蒐集、解讀資訊，進而作成投資決策<sup>181</sup>。此

註173：參閱莊慶仁、許溪南（2003），〈臺灣股市相關政策對股市之影響〉，《證券交易資料月刊》，489期，第2頁。

註174：Asher v. Baxter Intern. Inc., 377 F.3d 727, 731 (7th Cir. 2004) (“...other people (professional traders, mutual fund managers, securities analysts) did the reading, and that they made trades or recommendations that influenced the price.”).

註175：Ann M. Lipton, *Fact or Fiction: Flawed Approaches to Evaluating Market Behavior in Securities Litigation*, 20 TENN. J. BUS. L. 741, 745 (2019). 我國相關討論可參黃朝琮，前揭註147，第12-14頁。

註176：臺灣高等法院104年度金上字第14號民事判決、臺灣高等法院103年度金上字第4號民事判決、臺灣高等法院高雄分院97年度金上更（一）字第2號民事判決、臺灣士林地方法院96年度金字第8號民事判決、臺灣士林地方法院95年度金字第19號民事判決。

註177：See Rose, *supra* note 19, at 21.

註178：黃朝琮，前揭註147，第21頁。

註179：Raab v. General Physics Corp., 4 F.3d 286 (4th Cir. 1993).

註180：莊永丞（2018），〈財務預測與證券詐欺之交錯與平行時空〉，《國立臺灣大學法學論叢》，47卷4期，第2260頁。

註181：See Jennifer O’ Hare, *Retail Investor Remedies under Rule 10b-5*, 76 U. CIN. L. REV. 521, 537 (2008).

際，採取較低標準之理性投資人可能對專業投資人揭露過多瑣碎無謂之資訊，而不符資訊揭露制度本旨；最後，若採取專業投資人標準，將提供一般投資人更多誘因（incentive structure），使其提升專業能力，抑制不理性之投資行為<sup>182</sup>，故應將標準設定為專業投資人，既能兼顧重大性之論理基礎，亦符合主要資訊使用者之觀點。

## 二、量性指標不等於重大性

按美國法之量性指標係經由經驗法則而形成的數值門檻，本身並未具有單位，故能適用於各類型之案件，未若我國針對各會計項目為規定；此外，美國實務與學界均未因第99號幕僚會計公告之發布，導致量性指標凌駕於質性指標，故該號公告僅為綜合考量的因素之一；更有甚者，若比較證券交易法施行細則第6條<sup>183</sup>與該號公告的5%門檻，我國量性指標較該號公告更為寬鬆。考量我國實

務傾向將量性指標視為重大性本身<sup>184</sup>，其成罪要件將過於浮濫。

學說論著對此著墨不多，大多僅略以「二者具備其一即可」，甚或有見解認為，量性指標設定具有一定之重要性，故若個案達此標準即具備重大性，無須再斟酌質性指標<sup>185</sup>。此類見解指出，我國量性指標相當寬鬆，其成罪標準未能發揮重大性的篩漏功能，代表其認為「符合量性指標即成罪，毋庸斟酌質性標準」<sup>186</sup>。然而，SEC與美國學者均強調不得全然依賴數量重大性，若僅以單一特定數值為重大性之基礎，不論於會計或法律上均缺乏依據<sup>187</sup>；此外，該公告指出質性指標之分析亦屬必要<sup>188</sup>，因此不能僅單純藉由量化公式為判斷<sup>189</sup>；最後，於認定重大性時，有美國學者指出量性與質性指標二者具有相等之地位（equal weight）<sup>190</sup>，故評估重大性應兼顧「質」與「量」要素。綜上所述，SEC與學者均認為不能僅以量性指標作為唯一標

註182：林楷傑（2017），《論證券詐欺法制下之理性投資人》，第60頁，東吳大學法學院法律學系碩士班碩士論文。

註183：個體或個別財務報告之更正綜合損益金額在新臺幣1,000萬元以上，且達原決算營業收入淨額1%者，應重編財務報告。

註184：臺灣臺北地方法院109年度金訴字第41號刑事判決。

註185：「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，前揭註51。

註186：同前註，第30頁、第76頁。

註187：SAB 99 at 2.

註188：Latham & Watkins Corporate Department, SAB 99: The SEC Defines “Materiality” (1999), [http://www.lw.com/upload/pubContent/\\_pdf/pub326.pdf](http://www.lw.com/upload/pubContent/_pdf/pub326.pdf).

註189：Caroline A. Antonacci, *SAB 99: Combating earnings management with a qualitative standard of materiality*, 35 SUFFOLK U. L. REV. 75, 91 (2001). See also Alyson M. Bagley, *The Sarbanes-Oxley Act leap of faith: why investors should trust corporate executives and accountants*, 37 SUFFOLK U. L. REV. 79, 88 (2004).

註190：D. Casey Kobi, *Wall street v. main street: the SEC’s new regulation FD and its impact on market participants*, 77 IND. L.J. 551, 564 (2002).

準，而非逕行認為二者具備其一即當然成立重大性，我國「符合其一」之見解或為過度簡化論證之結果。

本文充分體認量化標準於操作抽象概念之重要性，其以固定數量基準作為法院明確援引之依據，有其參考價值。然而，上述指標畢竟屬於行政管制手段，似不能逕行援引為重大性本身；又量性指標雖有清楚明確之特徵，然考量我國之選定情形並非一致，可預測性有待加強，仍應回歸由質性指標（即理性投資人概念）判斷為宜<sup>191</sup>。

職是，本文認為，我國固然可沿用目前之量性指標，然應將法規命令、公報或準則等量性指標與重大性本身脫鉤。舉例而言，財務報告編製準則並非本法第20條第2項之授權子法，而係行政機關對於編製程序、內容項目之管理措施，至多得作為本罪的重大性衡量標準「之一」，而有賴法院就具體個案為認事用法。實則，我國近期有部分判決指出，發行人縱故意不於附註揭露關係人間之重大交易事項（本文註：即量性指標），仍須隱匿之資料「內容」對於一般理性投資人的投資決定，具有重要的影響，方能成立申報及公告不實罪（本文註：即本罪）<sup>192</sup>。上

述判決對於量性指標之理解堪稱正確，不能僅因符合重大交易而當然認定系爭行為具備重大性，於論證上有所突破。然而，部分判決於援引前述判決時，仍存在「符合量性或質性指標之一即成立重大性」之文字，似未詳盡注意論理邏輯之一貫性而援引例稿，甚為可惜。

### 三、綜合判斷量性與質性指標

承接前文，本文認為，應參考SEC與學者對於量性與質性指標之理解，將量性指標當作初步判斷重大性之門檻，而非重大性本身；反之，質性指標實際上代表理性投資人概念之具體化，自有進行充分、實質論證之必要，否則即有架空理性投資人標準之虞。

有一問題在於，若不實陳述之數額已逾越量性指標時，質性指標是否必然成立？又是否得於具備量性指標之前提下，透過對質性指標之檢驗而否定其重大性？第99號幕僚會計公告本身並未明確闡釋此一情形，但SEC會計主任Paul Munter曾於2022年發表聲明<sup>193</sup>，認為此一情形「於不實陳述偏離量性標準之程度愈大時，就愈難以質性指標平衡量性指標之偏誤<sup>194</sup>」。本文認為，上述立場代表即

註191：類似見解：王志誠（2015），〈財務報告附註事項之揭露及刑事責任—以關係人交易及財務支援之資訊揭露為中心〉，《台灣法學雜誌》，275期，第137頁。其認為財務報告之附註事項未必等同於主要內容，本應依個案之情事分別論斷之。

註192：最高法院109年度台上字第5040號刑事判決。相同意旨：臺灣臺南地方法院112年度金訴字第569號刑事判決、臺灣臺南地方法院110年度金重訴字第3號刑事判決、臺灣臺北地方法院109年度金訴字第41號刑事判決。

註193：Paul Munter, *Assessing Materiality: Focusing on the Reasonable Investor When Evaluating Errors* (2022), available at <https://www.sec.gov/news/statement/munter-statement-assessing-materiality-030922>。

註194：*Id.* “One area where the staff in OCA have observed an increased need for objectivity is in the assessment of qualitative factors. The interpretive guidance on materiality in SAB No. 99 speaks

便「具備量性指標」，仍有透過質性指標否定不實財報行為重大性之可能性，否則該號公告所謂「不能以量性指標取代全面分析的唯一方法」即毫無實益，且前述聲明僅限於「重大偏離量性指標」之情形，而未全然否定其可能性，故仍容有綜合判斷之空間。SEC會計主任並於同段發言提醒，質性指標不必然與第99號幕僚會計公告所例示者相同，但旋即提到「上述情況凸顯以理性投資人觀點為整體、客觀判斷之重要性」<sup>195</sup>，並未否定以理性投資人為不同判斷之可能性。

職是之故，本文認為，我國重大性之判斷應有透過質性指標平衡處理之可能性。亦即，我國實務應秉持「先量性後質性」之操作，而不應採取「二者符合其一」之見解。就具體操作而言，若同時符合「量性指標重大」與「質性指標重大」，自然構成本罪；然而，若量性與質性指標僅具備其一或僅有一者為重大，則應視具體情節認定，而非一律成立重大性；至於二者均未具備，自無從符合重大性要件，始符刑法謙抑性、最後手段性及比例原則。目前已有部分實務見解嘗試突破「二者符合其一」之見解<sup>196</sup>，與本文建議之方向有異曲同工之妙。本文認為前揭作法較能兼顧個案正義與我國量性指標之適用，並將量性指標定位為輔助判斷重大性的

方法而非重大性本身，令司法實務聚焦於理性投資人之判斷與涵攝，應可改善實務對量性指標之認定與論理欠缺彈性的問題。

## 陸、結論

我國財務報告不實罪並未對重大性設有明文規範，惟學者與實務大多肯定此一要件，並援引美國理性投資人標準與第99號幕僚會計公告為其定義。然而，我國實務見解於繼受美國法時，亦嘗試結合我國既有之法規命令、準則與公報，並調整量性與質性指標之適用關係，導致重大性概念於我國出現本土化的現象。因此，本文透過介紹美國指標性判決與近期對於理性投資人概念之辯證，並廣泛蒐集我國財務報告不實之相關判決，藉以比較美國與我國之異同。經本文觀察，我國學者所持意見較接近於美國TSC案、Basic案與第99號幕僚會計公告之見解，惟實務對於理性投資人之具體涵攝較為匱乏，凸顯其對於理性投資人採取抽象的定義援引，並未充分理解其內涵；其次，我國實務並未採取美國5%之經驗法則作為量性指標，導致部分判決之認事用法與學者（鑑定人）出現分歧；更有甚者，我國實務高度仰賴量性指標，將

to circumstances where a quantitatively small error could, nevertheless, be material because of qualitative factors. However, we are often involved in discussions where the reverse is argued—that is, a quantitatively significant error is nevertheless immaterial because of qualitative considerations. We believe, however, that as the quantitative magnitude of the error increases, it becomes increasingly difficult for qualitative factors to overcome the quantitative significance of the error.”

註195：Id.

註196：請見本文伍、二之說明。

質性指標視為例外補漏之見解，導致我國重大性之判斷重心移往量性指標，甚至賦予其法定重大性之地位，與美國法聚焦於質性指標之運作出現明顯落差。

本文遂針對當前實務提出三點建議：其一，有鑑於我國實務對於量性指標之認定過於狹隘且缺乏彈性，本文主張我國實務除應具體論證理性投資人概念於個案之適用，並應以專業投資人作為理性投資人之內涵，輔以量性與質性指標為具體判斷方法；其二，我國的量性指標固可援引法規命令、公報與準則為參考，然應將量性指標與重大性脫鉤處理，將其作為輔助判斷重大性的因素之

一，而非重大性本身，並維持「先量性，後質性」之判斷順序；其三，質性指標之判斷既屬必要，故即便符合量性指標，仍應就是否符合質性指標為具體、綜合判斷後，以理性投資人標準為重大性成立與否之具體涵攝，令法院享有較大之判斷空間。

本文嘗試建立較具彈性、契合公司財務之重大性操作架構，期待有助於未來法院於判斷重大性時，得充分發揮重大性對於資訊之篩漏功能，達到證券交易法保障投資、發展國民經濟之目的。

（完）

（投稿日期：2024年6月23日）