

獨立董事財報不實民事責任 之再思考 ——以主觀要件為中心

張 心 悌*

要 目

壹、前 言	參、美國聯邦證券法財報不實的民事責任
貳、我國證券交易法財報不實的民事責任	一、聯邦證券法之規範
一、證券交易法之規範	(一)證券交易法第10(b)條
二、獨立董事責任之法院判決實證研究	(二)證券交易法第18條
三、獨立董事免責抗辯之法院實務判決	(三)證券法第11條
(一)非實際經營者之抗辯	二、外部董事責任之法院判決實證研究
(二)專業分工信賴之抗辯	三、獨立董事免責抗辯之法院實務判決
(三)吹哨者之抗辯	肆、我國法與美國法之比較

DOI : 10.3966/102398202019060157004

* 臺北大學法律學院教授，美國加州大學柏克萊分校法學博士。本文為科技部107年補助計畫「獨立董事制度之再思考」（計畫編號：MOST 107-2410-H-305-012-MY2）研究成果之一部分。作者並感謝審查人所提供之寶貴意見。

投稿日期：一〇七年四月十八日；接受刊登日期：一〇七年十一月二十二日

責任校對：蘇淑君

伍、獨立董事財報不實之過失責任	三、獨立董事財報不實過失責任之 其他理由
一、美國獨立董事與監督型董事會 之興起	四、獨立董事財報不實過失責任之 可能疑慮
二、獨立董事確認財報正確性角色 之定位	陸、結 論



元照出版提供 請勿公開散布。

摘 要

獨立董事制度在我國現階段上市上櫃公司的公司治理發展中，扮演關鍵的角色，近年來獨立董事的跳船潮，已逐漸凸顯出我國對於獨立董事之法律責任風險，在法制規範與法院實務運作方面，應有重新思考的空間。

本文聚焦於獨立董事最大法律風險類型的財務報告不實民事責任，從比較法與實證研究的觀點，就我國與美國獨立董事財報不實之相關法律規範、法院判決實證研究，以及財報不實之免責抗辯規範與實務判決，進行分析與比較，發現我國獨立董事財報不實的民事責任，實較美國法上獨立董事的相關責任更為嚴格。

因此，本文在研究分析獨立董事與會計師擔任財務報告正確性守門人角色的定位、現行相關民事法律責任的合理性，以及制度調整的可能疑慮後，提出修正我國證交法第20條之1的建議，將獨立董事財報不實的民事責任，由「推定過失」責任調整為「過失」責任，以期就獨立董事財報不實的民事法律責任，提供一個較衡平的設計。

關鍵詞：獨立董事、財報不實、過失責任、免責抗辯、證券交易法第20條之1

壹、前言

我國從二〇〇六年證券交易法（下稱「證交法」）修正後正式引進獨立董事制度，目的乃「為加速我國資本市場與國際接軌，提高國際競爭力，以及推動公司治理，健全企業經營體質，引進獨立董事及審計委員會制度，落實專業人員及經營者之責任¹。」且主管機關金融監督管理委員會（下稱「金管會」）經由證交法第14條之2第1項但書及第14條之4第1項但書的授權，逐步擴大強制設置獨立董事與審計委員會的公司範圍，目前所有上市上櫃公司均必須於章程規定設置獨立董事²，且實收資本額達新臺幣20億元以上之上市上櫃公司，應設置審計委員會替代監察人³。是以，我國上市上櫃公司之治理結構在主管機關的主導下，已明顯往單軌一元制的方向發展⁴，以由全體獨立董事所組成的審計委員會取代監察人。獨立董事在我國公司治理中所扮演角色的重要性，不言可喻。

依據證交法之規定，獨立董事與審計委員會所負責的工作範圍相當廣泛，包括公司內控制度之建立與有效性考核、訂定取得或處分資產、從事衍生性商品交易、資金貸與他人、為他人背書或提供

¹ 行政院94年院台財字第0940082600號函。我國移植獨立董事制度之詳細背景與介紹，請參閱賴英照，法制的移植——從公司律到獨立董事，臺北大學法學論叢，84期，頁1以下，2012年12月。

² 金管會100年金管證發字第1070345233號令。

³ 金管會100年金管證發字第10703452331號令。

⁴ 關於我國金管會逐步強制上市上櫃公司走向英美法的單軌一元制，學者有持不同意見，認為不宜強制企業採用單軌制，而應由企業自行選擇。請參見賴英照，同註1，頁36-50；劉連煜，獨立董事是少數股東的守護神？台灣上市上櫃公司獨立董事制度之檢討與建議，月旦民商法雜誌，26期，頁23以下，2009年12月；曾宛如，半套公司治理移植經驗——以審計委員會與特別委員會為例，月旦民商法雜誌，43期，頁33-47，2014年3月。惟此一爭議不在本文討論之範圍內。

保證之重大財務業務行為之處理程序、涉及董事自身利害關係之事項、重大之資產或衍生性商品交易、重大之資金貸與、背書或提供保證、募集、發行或私募具有股權性質之有價證券、簽證會計師之委任、解任或報酬、財務、會計或內部稽核主管之任免，以及年度財務報告及半年度財務報告等⁵。此外，獨立董事亦擔任薪資報酬委員會成員⁶；在企業併購或公開收購時，由獨立董事組成特別委員會或審議委員會，就併購計畫與交易或公開收購之公平性、合理性進行審議等⁷。獨立董事似乎成為解決我國公司治理問題的萬靈丹。

然而，從二〇一四年以來，獨立董事辭職人數卻年年攀升，二〇一四年為55人、二〇一五年為71人、二〇一六年增加至93人。二〇一七上半年也有約53人跟獨立董事位置說再見，三年半下來累積約272人，引爆「獨董跳船潮」的公司治理危機⁸。獨立董事成為我國走向單軌制的關鍵基礎，惟倘制度的設計不能提供人才適當的誘因，則將對制度的發展形成重大阻礙，而終致制度的失敗。

本文從我國法院實務判決之分析研究出發，自獨立董事負擔法律責任之角度觀察，發現現行法制運作下，對獨立董事形成最大法律風險的行為類型為證交法第20條第2項之「財報不實」民事損害賠償責任。因此，本文選擇以獨立董事「財報不實」民事責任為研究主題，以比較法與法院實證判決之研究方法，就我國與美國獨立

⁵ 證交法第14條之3及同法第14條之5。

⁶ 證交法第14條之6及股票上市或於證券商營業處所買賣公司薪資報酬委員會設置及行使職權辦法第8條。

⁷ 企業併購法第6條及公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第14條之1。

⁸ 王研文，獨立董事紛紛辭職，3.5年272人跳船，年薪千萬，到底是賺很大還是做功德，遠見雜誌，2017年12月26日，<https://www.gvm.com.tw/article.html?id=41680>，最後瀏覽日：2018年2月23日。

董事財報不實之相關法律規範、法院判決實證研究，以及財報不實之免責抗辯規範與實務判決，進行分析與比較；並進一步從獨立董事確認財務報告正確性角色之定位為思考，檢視我國獨立董事在財報不實民事責任之設計是否妥適，最後並提出獨立董事財報不實的民事「過失」責任之立法修正建議。

應特別說明的是，「外部董事」（outside director）一詞，在美國法上並無明確定義，一般可以理解為非公司受僱員工之董事（a director who is not a company employee）⁹；「獨立董事」（independent director），係指必須符合相關法規有關「獨立性」標準要求之董事¹⁰。然而，兩個名詞共同的核心即為系爭董事並非現有經營團隊的資深成員，為非經營者董事（non-management director），且兩者經常被一起討論¹¹，相關文獻有時亦未區分兩者。因此，在名詞使用上，除非在法規上有特別定義，本文並未刻意區分兩者，而為交互使用。

貳、我國證券交易法財報不實的民事責任

一、證券交易法之規範

我國證交法第20條第2項規定：「發行人依本法規定申報或公

⁹ Donald C. Clarke, *Three Concepts of the Independent Directors*, 32 DEL. J. CORP. L. 73, 99 (2007).

¹⁰ 另外一個名詞「非利害關係董事」（disinterested director），亦常與「獨立董事」或「外部董事」一起混用。德拉瓦州公司法並未對「獨立董事」加以規範，該法僅強調較獨立董事概念為狹窄的「具有利害關係董事」（interested directors）。關於董事獨立性的認定，係由該州法院判決意見所形成。Randy J. Holland, *Determining Director Independence*, lecture at the Corporate Governance Summit XIII, 49, Oct. 25, 2017.

¹¹ Clarke, *supra* note 9, at 78.

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。」一般稱之為資訊不實責任¹²，財報不實則為最主要的案件類型。該條項的民事損害賠償責任，則規定於同法第20條之1¹³。

關於證交法第20條第1項證券詐欺的主觀要件，學者從該條使用「虛偽」、「詐欺」、「隱匿」等用語，以及美國法依一九三四年證券交易法第10(b)條及Rule 10b-5起訴者，需被告具備故意（*scienter*）之行為等情形觀察，認為本條項應僅指故意行為，而不及於過失¹⁴。惟我國法院判決有認為「第20條之主觀要件不以故意为限，有欠缺善良管理人注意義務之過失時，亦應負責¹⁵。」在二〇〇六年一月證交法第20條之1增訂後，法院更認為「第20條之1第3項針對會計師辦理財務報告查核簽證亦規定違反或廢弛業務上應盡義務之過失情形應負賠償責任，益見證交法第20條規範之行為人責任類型不應以故意为限¹⁶。」而實際擴張行為人的主觀要件責任態樣。

證交法第20條之1資訊不實的主觀要件，則區分行為主體而為

¹² 本條項係單純的申報、公告不實資訊；如進一步利用不實資訊以募集、發行、私募或買賣證券者，亦同時構成第20條第1項的證券詐欺，而產生法規競合的問題。賴英照，最新證券交易法解析，頁733，2014年2月，3版。惟本文僅討論第20條第2項的情形。

¹³ 就證交法第20條第2項與第20條之1之構成要件，本文僅就與後續比較法研究相關之要件加以討論。

¹⁴ 請參閱曾宛如，論證券交易法第20條之民事責任——以主觀要件與信賴為中心，國立臺灣大學法學論叢，33卷5期，頁61-66，2004年9月；莊永丞，證券交易法第二十條證券詐欺損害賠償估算方法之省思，國立臺灣大學法學論叢，34卷2期，頁123以下，2005年3月；張心悌，證券交易法中虛偽陳述之民事責任，月旦民商法雜誌，3期，頁167以下，2004年3月。

¹⁵ 士林地方法院93年度金字第3號民事判決。

¹⁶ 臺灣高等法院96年度金上字第1號民事判決；新北地方法院98年度金字第3號民事判決。

不同的規範。簡言之，發行人為無過失責任；發行人之其他負責人（含董事長、董事等）與發行人之職員，曾在財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章者，負推定過失責任；而辦理財務報告或財務業務文件簽證之會計師，則負一般過失責任。董事（含獨立董事）欲推翻該推定過失責任，如能證明「已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事者」，則可免負損害賠償責任。

在交易因果關係方面，證券詐欺或資訊不實之原告在舉證上，目前我國法院實務多接受美國法院發展出來的對市場詐欺理論（*fraud-on-the-market theory*），或直接適用該理論而推定交易因果關係¹⁷，或援用該理論的精神而以我國民事訴訟法第277條但書的規定而將舉證責任轉至被告¹⁸，由被告舉反證證明不具備交易因果關係，因而大幅降低了原告在交易因果關係舉證上的困難。

二、獨立董事責任之法院判決實證研究

為瞭解我國法院實務對於獨立董事與一般董事所負擔的財報不實民事損害賠償責任是否相同，本文嘗試以「獨立董事」、「外部

¹⁷ 如最高法院102年度臺上字第73號民事判決「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」；臺灣高等法院臺中分院97年度金上字第3號民事判決。

¹⁸ 如最高法院99年度臺上字第2244號民事判決「證券交易市場買賣雙方未曾謀面或直接交涉，係透過證券經紀商在集中市場由電腦撮合交易。是以要求證券詐欺事件之受害人就有關之因果關係，預負舉證責任，始得請求損害賠償，實屬不易，亦不符證交法第1條保障投資人之立法目的。……揆諸民事訴訟法第277條之立法理由，若責由受害人就其確因行為人之操縱股價行為而受有損害之事實，負舉證責任，有違正義原則，亦顯失公忤。自應由行為人（被上訴人）依同條但書之規定，負舉證責任等語，核屬重要之攻擊防禦方法」；臺灣高等法院高雄分院94年度金上字第1號民事判決。

董事」、「非執行業務董事」等關鍵字自司法院「法學資料檢索系統」搜尋近十年（二〇〇八年至二〇一七年）的所有地方法院、高等法院和最高法院的刑事和民事判決，篩選出與此關鍵字相關之刑事案件僅2件¹⁹，民事案件共12件，其中11件的裁判案由為財報不實（如下表一所列），另1件為操縱股價²⁰。

表一

公司名	裁判案由	判決字號	裁判日期	肯／否見解
1. 雅新	財報不實	臺灣高院104金上14	2017.10.31	否定＋比例較低
2. 銳普	財報不實	臺灣高院105金上更(二)1	2016.10.11	否定＋比例同
3. 中華商銀	財報不實	臺北法院96金20	2016.8.26	否定＋比例較低
4. 鼎太	財報不實	臺北地院97金1	2015.12.30	否定（未回應抗辯）
5. 邨港	財報不實	臺灣高院103金上4	2015.10.27	明確否定
6. 聯豪	財報不實	士林地院99金10	2015.2.10	否定＋比例較低
7. 銳普	財報不實	臺灣高院102金上更(一)1	2014.9.2	否定＋比例同
8. 邨港	財報不實	臺北地院99金37	2013.12.31	肯定（高院推翻）
9. 金雨	財報不實	臺中高院100金上2	2013.2.26	肯定
10. 正義	財報不實	臺灣高院96金上1	2011.9.28	明確否定
11. 博達	財報不實	士林地院93金3	2008.3.11	肯定

註：「否定」係指法院見解否定獨立董事與一般董事的責任應作差別處理；反之，則為「肯定」。

¹⁹ 臺灣高等法院103年度金上重更(二)字第15號刑事判決（銳普案），本案法院見解否定獨立董事為掏空背信的共犯；臺北士林地方法院101年度金重字第1號刑事判決（通嘉案），本案為證交法背信罪，獨立董事被法院認定具備犯意聯絡與行為分擔而為共同正犯。

²⁰ 臺灣臺北地方法院101年度金字第8號民事判決（唐鋒案）。

由上述實證研究結果發現：

第一、目前法院所有討論獨立董事民事損害賠償責任的案件均屬證交法上不法行為的案件，且以財報不實為大宗，12件中占11件，約91.6%。顯示「財報不實」之案件類型為獨立董事所面對潛在民事損害賠償責任之最大風險。同時，此亦凸顯出我國原告主張獨立董事違反公司法第23條受託人義務而進行民事責任訴追之情形尚屬罕見。

第二、在11件民事判決中，肯定獨立董事與一般董事之財報不實民事責任應做差別待遇，或獨立董事應免責者，僅有3件，約占27%。在邵港案地方法院判決中，法院認為「證券交易法第20條第1、2項規定之適用，須以行為人故意為前提，僅限行為人主觀上明知為不實事項仍故意違犯為前提，未規範過失行為，而郭○祥、陳○煜並非邵港公司發行人及其負責人或曾在公司財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章之發行人職員，系爭不實之財報既經專業會計師查核簽證無訛，是郭○祥、陳○煜抗辯伊信賴會計師查核年度財務報告後之審查意見，有正當理由合理確信財報內容無虛偽或隱匿之情事，亦堪可採信，則原告依證券交易法第20條及第20條之1規定請求郭○祥、陳○煜負連帶賠償責任，自無可取²¹。」然此一見解其後被高等法院推翻（詳後述）。

在金雨案，法院認為「金雨公司獨立董事尤○柱自93年7月起，既因罹癌及接受治療之緣故，而無法積極參與公司之事務……尤○柱之專業係冷凍技術，並非財務或會計，其本身又非金雨公司之核心幹部，更未實際參與公司經營之決策，客觀上實難期待其能發現94年第1季之財務報告有何不實之處，更遑論金雨公司與其子公司TechLabel之交易已經會計師核閱，並未表示有何違法之處，……投

²¹ 臺灣臺北地方法院99年度金字第37號民事判決（邵港案）。

保中心僅因尤○柱未發現本件94年第1季之財報有不實及系爭CPU之循環買賣有重大之異常，即謂其有未盡職責及疏失，應負損害賠償責任洵無可採²²。」

在博達案，法院認為「外部董監之性質，與經營階層董監相較，所得接觸之公司實際營運、財會等資料較為有限……會計師查核財務報告均未出具保留意見，亦未有更換會計師之情形，由財務報告形式觀之，無顯然異常之情事，以外部董監而言，縱盡善良管理人之注意義務，亦難認其得以查知89年至91年度財務報告有虛偽不實之情事²³。」

由上述見解可知，法院或係基於將證交法第20條規定較為節制地解釋為僅限於「故意」責任；或係基於被告獨立董事的身體健康因素或專業限制，而認定獨立董事就系爭財報不實無須負責。僅博達案係基於外部董事資訊有限的特殊性質與地位，而認定獨立董事與一般董事的責任並不相同。惟應注意者，此等肯定見解多數係二〇一三年以前較早期的法院判決，二〇一三年以後的法院判決則趨於一致，幾乎均採否定見解，而不利於獨立董事。

第三、在11件民事判決中，否定獨立董事與一般董事之財報不實民事賠償責任應做差別待遇者，有8件，占72.7%，是為我國法院目前的多數見解。以最近二〇一七年十月三十一日做成的雅新案為例²⁴，臺灣高等法院認為「所謂獨立董事，係指可對公司事務為獨立判斷及提供客觀意見之董事，乃強調其獨立性及專業性，有助於監督公司之運作及保護股東權益……獨立董事對於董事會決議如有反對或保留意見者，應於會議紀錄載明，更強調獨立董事監督公司

²² 臺灣高等法院臺中分院100年度金上字第2號民事判決（金雨案）。

²³ 臺灣士林地方法院93年度金字第3號民事判決（博達案）。

²⁴ 臺灣高等法院104年度金上字第14號民事判決（雅新案）。

運作之功能，是依公司法等相關法令，並未特別限制獨立董事職權之行使範圍。且依公司法第23條第1項，林○榮應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，瞭解公司財務業務狀況，故自不得單純以未實際參與其事而免其責任，更不得以信賴金管會及證交所對雅新公司所為之監督及管理，且相關財務報表均經會計師查核簽證為由，而免除其依公司法第23條所應負之義務。是林○榮未參與討論決議95年第1至3季財報之雅新公司95年4月25日、95年8月18日及95年10月23日董事會，事後亦未要求雅新公司提供相關資料進行查核，縱使其未具財務會計專業，亦可委任相關專業人士核對，其卻未曾聞問，即難認其就系爭財報之真實性已盡相當注意，亦難認其有正當理由確信系爭財報及營收為真正，自應負推定過失之損害賠償責任。」在本案中，法院強調獨立董事「監督」公司運作的功能，且法令並未特別限制獨立董事職權之行使範圍，其忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，與一般董事並無不同。不過，由於本案中之獨立董事根本未參與董事會，事後亦未要求雅新公司提供相關資料進行查核，明顯未盡到（獨立）董事之受託人義務，自難辭其咎。

在銳普案中，高等法院在更一與更二審²⁵，均採相同見解，並未接受被告獨立董事主張責任比較輕的抗辯。法院認為「蔡○祿抗辯：其為獨立董事，並未參與公司經營決策，從未接獲公司任何一人或任何形式告知公司相關運作及內控執行有異常情形，自無查核光電事業處相關交易之緣由云云。……依證交法第14條之3規定，獨立董事對於董事會決議如有反對或保留意見者，應於會議紀錄載明，更強調獨立董事監督公司運作之功能，是依公司法等相關法令，並未特別限制獨立董事職權之行使範圍，自無蔡○祿所述其為獨立董

²⁵ 臺灣高等法院105年度金上更(一)字第1號民事判決；臺灣高等法院102年度金上更(一)字第1號民事判決（銳普案）。

事不能參與決策致不能監督公司業務狀況之情形。蔡○祿既未舉證證明其已盡相當注意，且銳普公司在詹○邦進入董事會設立光電事業部門之後，發生支付高額預付款及營業、業務量衝高等情事後，難認其有正當理由確信系爭財務及營收報告為真正，自應負推定過失之損害賠償責任。」

在邨港案的高等法院²⁶見解，明確表示「獨立董事制度本質即藉免除董事持股之限制以達成強化董事獨立性、職權行使及確保誠信之目的，非謂獨立董事得以不具財務會計專業知識或無法實際參與經營為由，免除董事所應盡之財務報表編造義務，……亦有部分重大之資產交易係於陳○煜、郭○祥任職獨立董事後所訂立，陳○煜、郭○祥如曾對於依當時公司財務狀況無必要支出高額價金買受之不動產審閱財務文件、監督相關財務收支情形或要求被上訴人公司提供財務及營運文件，因遭被上訴人公司阻礙未能取得，應在董事會中表示反對意見或保留意見並記載在會議記錄中，茲董事會會議記錄中並無任何陳○煜、郭○祥反對或保留意見之記載，陳○煜、郭○祥所提證據尚不足以證明渠等已盡相當注意且有正當理由可合理確信財報之重要內容無虛偽或隱匿情事。」

聯豪案²⁷中法院亦表示「獨立董事需具備一定專業資格，且非屬公司或關係企業之關係、不得具有一定親屬關係，但並未限制獨立董事職權行使範圍，並無不能參與決策不能監督公司之情狀，不因擔任獨立董事其職權行使即受限制。被告三人僅均僅泛稱並非聯豪公司之內部人，未參與虛偽循環交易，相信分層負責云云，倘如被告所言董事、監察人僅泛稱信賴公司內部之財會人員專業分工，無須實質進行審核，則董事職位不就形同虛設，且因彼等未履行編造財

²⁶ 臺灣高等法院103年度金上字第4號民事判決（邨港案）。

²⁷ 臺灣士林地方法院99年度金字第10號民事判決（聯豪案）。

務報表之義務，致聯豪公司管理階層得以製作虛偽不實之財務報表，吸引社會大眾投資，且渠等均未舉證證明已盡相當相當注意且有正當理由可合理確信系爭財務報告資訊內容並無虛偽或隱匿情事，應依證券交易法第20條之1各按應負責任之比例對投資人負損害賠償之責。」且「不因公司之季報依法不需經董事會決議通過、監察人承認，即免除其監控之責，在其任職期間即有內部監督之義務。」

由上述判決內容可知，多數且較近期的法院見解幾乎多不接受獨立董事以其不具財務會計專業知識，或無法實際參與經營，或以財務報告均經會計師查核簽證等理由，得與一般董事做差別判斷，進而免除其財報不實民事賠償責任之主張。

第四、在證交法第20條之1財報不實之比例責任部分，獨立董事與一般董事相較，是否可以負擔較低比例的損害賠償責任？就此問題，法院見解目前尚未趨於一致。

在前述二〇一七年的雅新案，從結果言，臺灣高等法院似乎肯定獨立董事所負擔的比例責任應較少，法院認為「但董事、監察人在公司治理上之角色有別，董事應承擔營運成敗之責，監察人則僅有監督查核之責，依證交法第20條之1第5項之責任比例制，兩者應承擔之責任比例，本院認應以2：1為適當。又林○榮（獨立董事）、陳○基（監察人）等3人未參與系爭財報之編製、申報及公告等行為，亦不知悉系爭財報及營收資訊有虛偽不實等情事，但未盡職務上之注意義務，均係負過失推定責任而非故意責任，相較於故意責任者，亦應有所區別，是推定過失董事又以承擔故意責任之半數為適當。因此，故意責任或應負無過失結果責任者、推定過失董事、推定過失監察人之責任比例即應為100%、50%、25%。」不過，由於本案中其他董事皆為故意責任，負100%責任，僅獨立董事係推定過失，負50%責任，從結果觀察，本案獨立董事所負比例責任較

少，但無法清楚得知法院是否係因其為獨立董事而減輕所負擔的民事責任，抑或係因其「未參與編制財報，不知悉虛偽隱匿不實情事」而課以較低比例之民事責任。

在二〇一六年的中華商銀財報不實²⁸案件中，法院認為「被告李○德：於責任期間6至7為被告中華商銀獨立董事，掌查核之權，卻未盡其職責，確實編制被告中華商銀94年上半年度至95年上半年度財報，造成此責任期間所示授權人之損害重大，兼衡除如附表四所示同一責任期間應負責之被告外，另有經本院判決確定之財團法人王又曾社會福利事業基金會、王○曾、王金○英，而被告李○德已將其任職期間獨立董事報酬如數繳回乙情，亦如上述，認為被告李明德就此期間財報不實應負之責任比例為8分之1」。觀之本案其他被告董事的比例責任為1/2或1/4，法院明確因獨立董事身分而減少其應分擔的比例責任。

在銳普案中，高等法院²⁹則認為獨立董事與執行董事之責任比例應為相同。其表示「獨立董事或監察人對於監督公司業務及財務之責任，並未較執行董監事為低，已如前述，自無獨立董監事應負之責任應僅為執行董監事之1/2，或依持股比例認監察人責任僅為董事責任之1/10，蔡○祿、許○暉此部分抗辯，洵無可取。」

第五、從法院的層級觀察，3件肯定獨立董事與一般董事財報不實民事責任可以做差別處理或免責的判決，均為地方法院的判決，且其中1件判決嗣後被高等法院推翻見解。而否定獨立董事與一般董事的財報不實民事責任應有差別處理的8件判決中，有5件是高等法院的判決。最高法院就此議題，尚未明確表示意見。

最後，從本實證研究中發現，有關獨立董事責任之法院判決，

²⁸ 臺灣臺北地方法院96年度金字第20號民事判決（中華商銀）。

²⁹ 同註25。

絕大多數為民事判決，刑事判決相對較少，14件中僅有2件。此應該與獨立董事多不具備違法之「故意」，而不涉及刑事責任有關。

三、獨立董事免責抗辯之法院實務判決

由於我國證交法第20條之1對獨立董事採推定過失責任，獨立董事得證明「已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事者，免負賠償責任。」在財報不實案件，獨立董事如何才能舉反證推翻該推定過失責任？我國法院實務見解是如何？從法院判決分析，被告獨立董事所主張的免責抗辯事由，可分為三類：第一、非實際經營者之抗辯；第二、專業分工信賴之抗辯；第三、吹哨者之抗辯³⁰。茲分述如下³¹：

(一)非實際經營者之抗辯

在法院判決中，倘被告為獨立董事，最常見的抗辯即為其並無實際參與公司經營，且接觸之資訊較公司內部人為有限，應免負財報不實之責任。此一抗辯，法院曾在博達案中採肯定見解³²。然而，承前所述，較近期的法院見解，多數採否定說。例如聯豪案³³和銳普案³⁴。

(二)專業分工信賴之抗辯

被告亦常提出基於專業分工信賴的免責抗辯，例如協和案中被告

³⁰ 關於「專業分工信賴之抗辯」與「吹哨者之抗辯」，亦適用於一般董事。

³¹ 詳細討論，請參閱張心悌，證券交易法財報不實之免責抗辯事由，月旦法學教室，174期，頁23-25，2017年4月。

³² 同註23。

³³ 同註27。

³⁴ 同註25。其他如臺灣高等法院103年度金上字第4號民事判決（邵港案）、臺灣高等法院96年度金上字第1號民事判決（正義案），亦採否定見解。

告主張「系爭財務報告，均先經會計師查核簽證，伊已盡相當之注意，且負責審查公司上市之主管機關審核均未發現不法，可見原告主張系爭財務報告有虛偽不實，非一般人士可以查證」³⁵。

就此種抗辯，法院見解並不一致。有採肯定見解，如豐達案「豐達公司董事或監察人，並無直接參與經營，亦未實際從事豐達公司之財報編製，且從未經手處理各項財務編製所需之憑證，本無故意虛偽陳述系爭事項之可能；加以本件會計師所憑證之帳冊、紀錄文件、公司款項支出等，及與會計師聯絡之人員等，均由被上訴人蘇○字勾串相關經理人員所為，被上訴人萬○茹等人並不知悉，當無法對之提出異議。且豐達公司財報皆經專業會計師簽證，依善意信賴及專業分工原則，被上訴人萬○茹等人自有正當理由信賴經專業會計師簽證之豐達公司財務報告³⁶。」

有採否定見解，例如協和案「故身為發行公司之董事及監察人均應積極履行其實質之內部監控義務，而非淪為橡皮圖章僅就公司會計人員依內部表冊製作之財務報表進行形式之核認而通過相關議案，甚主張不知情、無相關智識理解財務報告、未實際參與經營、未參與董事會決議或公司有委任會計師查核等情形，即推卸法定之內部監控義務，否則即有怠於履行董事、監察人義務之情形³⁷。」又如前述聯豪案「倘如被告所言董事、監察人僅泛稱信賴公司內部之財會人員專業分工，無須實質進行審核，則董事職位不就形同虛設³⁸」亦採否定見解。

³⁵ 臺灣士林地方法院95年度金字第19號民事判決（協和案）。

³⁶ 臺灣高等法院100年度金上更(一)字第1號民事判決（豐達案）。

³⁷ 同註35。

³⁸ 同註27。

(三)吹哨者之抗辯

美國一九三三年證券法第11條(b)(1)(2)規定「在申報書生效前，賠償義務人已辭職，或已採取法律許可的步驟辭職，或停止或拒絕擔任在申報書中所描述的職位、職務或關係，同時其已以書面通知證管會及發行人，表示其已採取上述行動且將不為申報書中該部分內容負責；若申報書係在其不知情的情況下已生效，於賠償義務人知情時，依據前項規定通知證管會，並且發出合理的公告表示申報書內容不實部分係在其不知情情況下生效的。」是為吹哨者抗辯（whistle-blowing defense）之明文免責抗辯事由。我國證交法第20條之1規定的免責抗辯體例，係參考同法第32條公開說明書之免責抗辯規定，而我國證交法第32條有關免責抗辯的規定，係仿自美國一九三三年證券法第11條而來³⁹，因此美國法之吹哨者抗辯對我國免責抗辯之適用，應有相當參考價值。

我國證交法第20條之1第2項的免責抗辯雖未明文規定吹哨者抗辯的態樣，但法院已有明確肯定的見解。協和案中，法院認為「被告張○展於該次決議時亦持保留意見，之後更向證期會舉發協和公司財務報告之異常現象，嗣由東霖公司於92年10月7日出具改派書，改派林○玉接替張○展為東霖公司之代表人，應認被告張○展所為已盡董事之注意義務並無過失⁴⁰。」又在漢康案中，監察人許○婕主張「伊擔任監察人期間曾委託會計師及律師查核漢康公司業務及財務狀況，確實有行使監察人監督調查權……而於察覺漢康公司有刻意隱瞞內部財務狀況時，亦立即向司法及行政機關提起告訴及舉發，並委託會計師及律師查核漢康公司及財務狀況，足見伊已善盡監察人義務。」法院認為「監察人許○婕部分，就其提出禾○會計師

³⁹ 賴英照，同註12，頁809。

⁴⁰ 同註35。

事務所()禾財字第0038號函、明○律師事務所()德律字第12002號函、明○律師事務所()德律字第12007號函、北檢治收102立321字第02883號通知、新北市政府北府經登字第1025000329號函，可知其對於系爭不實財報確有行使監察權，而有相當注意，其等之抗辯，依法有據。」因而免負損害賠償責任⁴¹。

從我國目前實務判決可知，財報不實案件中，獨立董事欲以其獨立董事身分之特殊性或專業分工信賴而主張免責抗辯，顯有相當困難與高度不確定性。又法院將吹哨者抗辯的免責抗辯涵攝於「已盡相當注意」而免其財報不實的民事賠償責任，實值得肯定。

參、美國聯邦證券法財報不實的民事責任

一、聯邦證券法之規範

從比較法觀察，我國證交法第20條第2項的立法係參酌美國一九三四年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）第10(b)條和第18條⁴²。此外，承前所述，我國證交法第20條之1第2項有關免責抗辯設計的規範，係仿自證交法第32條第2項公開說明書免責抗辯規定，美國法上關於財報不實的規定，並無類似免責抗辯之設計，而證交法第32條第2項之規定乃參考美國一九三三年證券法第11條註冊文件不實的免責抗辯規定。因此，為與我國法相關規定進行比較之目的，將擇要介紹美國法上述三個條文。

(一)證券交易法第10(b)條

一九三四年證交法第10(b)條及聯邦證券管理委員會

⁴¹ 臺北地院104年度金字第22號民事判決（漢康案）。

⁴² 賴英照，同註12，頁734。

(Securities and Exchange Commission, SEC) 通過的Rule 10b-5乃規範在證券市場上使用任何操縱或欺騙 (manipulative or deceptive) 行為，為一概括條款 (catch-all)，經由司法判決的形塑，Rule 10b-5已經成為美國證券法規範的重要核心。

美國最高法院植根於普通法的侵權法則，列出證券詐欺訴訟之六個要件，包括：1. 被告為重大不實陳述或隱匿 (a material misrepresentation or omission)；2. 故意，即不法的心理狀態 (scienter, i.e. a wrongful state of mind)；3. 詐欺行為與有價證券買賣之行為相關 (a connection with the purchase or sale of a securities)；4. 信賴，通常於涉及公眾交易市場之對市場詐欺理論時稱為「交易因果關係」 (reliance, often referred to in cases involving public securities market (fraud-on-the-market) as “transaction causation”)；5. 經濟上損失 (economic loss)；以及6. 損失因果關係，即重大虛偽陳述與損失間之因果關係 (loss causation, i.e. a causal connection between the material misrepresentation and the loss)⁴³。

在訴訟上對原告造成較大困難者，為主觀故意 (scienter) 的證明。在一九七六年Ernst & Ernst v. Hochfelder⁴⁴案件中，最高法院基於證交法第10(b)條所使用的文字“manipulative or deceptive device or contrivance”，認為這些法律文字均意味著故意計畫的某種形式 (some form of deliberate scheme)，因而明確拒絕將Rule 10b-5違反的態樣包括「過失」行為⁴⁵。至於「未必故意」 (reckless) 是否

⁴³ Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 341-42 (2005).

⁴⁴ Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976).

⁴⁵ JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, SECURITIES REGULATION—CASES AND MATERIALS 707 (2013).

可以滿足scienter之要求，最高法院在該案件中並未表示意見。就此問題，巡迴法院多肯認「未必故意」可以符合scienter之要件，而認為「未必故意」是一種「較低形式的故意，但並非僅是一般過失的較嚴重程度⁴⁶。」雖然對於「未必故意」的標準有修辭學上的不同變化，但現今大多數法院要求證明「主觀未必故意」(subject reckless)，即「涉及不僅單純過失或甚至不可原諒的過失，而係極度偏離通常注意標準下的高度不合理之隱匿或不實陳述」⁴⁷。

此外，在責任方面，法院傳統上對違反Rule 10b-5的案件係課以民事連帶損害賠償責任，以達嚇阻證券詐欺，及確保受害人賠償之目的。惟在一九九五年私人證券訴訟改革法(Private Securities Litigation Reform Act, PSLRA)之後，對於非明知(unknowingly)違反證券法的被告，取消連帶責任，改採取比例責任制。此一立法目的係考慮證券詐欺案件中之非主要被告，例如外部董事、律師、會計師等，在連帶責任下，可能承擔過重的責任。至於「未必故意」之被告，並不構成「明知」(knowing)，其仍得主張比例責任⁴⁸。

(二)證券交易法第18條

本條乃規範依一九三四年證交法或其規定向SEC申報的文件有虛偽、誤導或隱匿情形的民事責任。

在主觀要件方面，主張證交法第18條的原告不用證明被告具有

⁴⁶ “a lesser form of intent [rather] than merely a greater degree of ordinary negligence.” *Sanders v. John Nuveen & Co.*, 554 F.2d 790, 793 (7th Cir. 1977).

⁴⁷ *See Broad v. Rockwell International Corp.*, 642 F.2d 929, 961-62 (5th Cir.) cert. denied, 454 U.S. 965 (1981); *COX, HILLMAN & LANGEVOORT*, *supra* note 45, at 710.

⁴⁸ ALAN R. PALMITER, *SECURITIES REGULATION* 399 (2011).

故意或者過失，但本條規定被告得證明其係善意且不知情的（good faith and lack of knowledge），以作為抗辯的理由⁴⁹。

證交法第18條對於「信賴」（reliance）的要件要求非常嚴格。本條文字要求原告必須證明其信賴文件中之虛偽或誤導陳述，因而被解讀為原告必須證明其事實上閱讀該文件。倘原告僅證明其信賴從該文件最後衍生出來的資訊，而未實際閱讀該文件，則是不足夠的⁵⁰。

應注意的是，雖然原告在訴訟上可以同時主張證交法第10(b)條和第18條作為請求權基礎，但因兩者之要件有相當之差距，故法院認為「承認兩者競合不致違反證交法第18條所設計之要件，不妨並存之」⁵¹。但證交法第18條與Rule 10b-5相較，在訴訟上對原告頗為不利，蓋該條的規範客體僅限於申報的文件；更重要的是，原告必須證明其真實閱讀該文件，以符合「信賴」的要件。因此證交法第18條幾乎很少被原告使用⁵²。

（三）證券法第11條

本條規範發行市場註冊文件（registration statement）中虛偽、隱匿或誤導之民事賠償責任。本條之賠償義務人包括：1. 任何在註

⁴⁹ PAUL VIZCARRONDO JR., LIABILITIES UNDER FEDERAL SECURITIES LAWS 137 (2014), available at <http://www.wlrk.com/docs/OutlineofSecuritiesLawLiabilities2014.pdf> (last visited: 2018.02.23).

⁵⁰ *Id.* at 137-38.

⁵¹ Ross v. A.H. Robins Co., 607 F.2d 545 (2d Cir. 1979). 關於美國證交法第18條與第10(b)條的發展過程與比較，可參考曾宛如，同註14，頁66-68。

⁵² PALMITER, *supra* note 48, at 405; PAUL VIZCARRONDO JR. & BRADLEY R. WILSON, LIABILITIES UNDER FEDERAL SECURITIES LAWS 2 (Dec. 2016), available at <http://www.wlrk.com/docs/wlrksecuritieslawoutlinedec2016.pdf> (last visited: 2018.02.23).

冊文件上簽名之人；2. 發行人申報註冊文件時之董事；3. 經其同意在註冊文件中表示係董事或即將成為董事之人；4. 會計師、工程師、估價師或其他專業人士，經其同意表示編制或簽證註冊文件之任何部分；5. 承銷商。

與本文研究相關者，為該條之免責抗辯規定。證券法第11條的原告無須證明被告的故意，而係轉由非發行人之被告舉證證明其無須負責，即盡職免責抗辯（*due diligence defense*）。至於發行人則負擔嚴格之無過失責任，並無盡職免責抗辯之適用，不論其主觀係故意或過失。

非發行人之被告可以免責之抗辯事由包括「吹哨者抗辯」⁵³與「盡職免責抗辯」⁵⁴；而盡職免責抗辯又可分為「合理調查抗辯」（*reasonable investigation defense*）與「合理信賴抗辯」（*reasonable reliance defense*）⁵⁵。在合理調查抗辯方面，非專家之被告，就未經專家簽證之部分，其可舉證證明「經過合理調查，其有合理基礎相信，且確實相信，在註冊文件生效時，該文件內容係真實，且未隱匿重大事實」。相同的合理調查標準亦適用於專家被告。至於合理信賴抗辯，則適用於註冊文件中經專家簽證的部分，如非專家的被告可舉證證明「其無合理基礎相信，且確實未相信，在註冊文件生效時，該文件內容係不真實，或隱匿重大事實」。

應注意的是，關於外部董事的責任，證券法第11條(f)(2)(A)特別規定「外部董事依本條所負的責任將依一九三四年證交法第21D條(f)決定之。」即外部董事應適用比例責任制的規範。換言之，僅

⁵³ Section 11(b)(1) and (2) of the 1933 Securities Act.

⁵⁴ Section 11(b)(3) of the 1933 Securities Act.

⁵⁵ David I. Michaels, *No Fraud? No Problem: Outside Director Liability for Shelf Offerings Under Section 11 of the Securities Act of 1933*, 28 REV. BANKING & FINANCIAL L. 339, 360 (2008).

於事實判斷決定外部董事係明知（**knowingly**）而違反證券法時，才就損害賠償負連帶責任，否則，外部董事僅就其所引起的損害負比例責任。

二、外部董事責任之法院判決實證研究

於安隆（**Enron**）及世界通訊（**WorldCom**）案件中外部董事個人付出相當高額的和解金後，**Bernard Black**、**Brain Cheffins**，及**Michael Klausner**三位教授企圖瞭解美國法制運作下，公開發行公司之外部董事暴露在自負責任之風險（**out-of-pocket liability risk**），即外部董事因法院判決或和解契約所付出的法律費用或損害賠償，且該費用或賠償並未由公司、其他來源或董事與重要職員責任保險（**Directors' and Officers' Liability Insurance**）全額涵蓋之情形。三位教授之研究範圍包括自一九八〇年至二〇〇五年所有公開發行公司外部董事損害賠償的案件，含違反公司法受託人義務（**fiduciary duty**）以及證券交易法之案件⁵⁶。

在該研究所調查的二十五年間，聯邦或州法院之證券交易法訴訟共38件，其中有10件將外部董事列為被告，有1件訴訟原告對外部董事勝訴，但外部董事因此負擔損害賠償的案件為0件；至於依據州公司法受託人義務違反的直接或間接訴訟（**direct or derivative action**），雖然沒有總訴訟案件的數據，但從資料得知有17件將外部董事列為被告，其中有6件訴訟原告對外部董事勝訴，但外部董事因此負擔損害賠償的案件為1件⁵⁷。此外，在此二十五年間，最

⁵⁶ See generally Bernard Black, Brain Cheffins & Michael Klausner, *Outside Director Liability*, 58 STAN. L. REV. 1055, 1131 (2006). 惟該研究範圍並不包括內線交易與短線交易。

⁵⁷ Table 1, *id.* at 1064.

終係由公開發行公司外部董事實際支付自負責任的案件，包括訴訟與和解，總共僅有13件，其中有9件以和解方式處理，3件支付法律費用（legal fees），1件係歸入權與刑事罰金⁵⁸。

Table 1. Securities and Corporate Law Trials Against Public Companies and Their Directors for Damages, 1980-2005

Area of Law (State or Federal Court)	Total Cases Tried to Judgment	Triad Includes Outside Directors	Plaintiff Win Against Outside Directors	Damages Paid by Outside Directors
Securities— Federal Court	33	7	0	0
Securities— State Court	5	3	1	0
Corporate (Fiduciary Duty)—Derivative	Data Not Available	5	2	0
Corporate (Fiduciary Duty)—Direct	Data Not Available	12	4	1
ERISA (Fiduciary Duty; Losses on Company Shares)	0	0	0	0

該研究經過詳細調查與分析後，其結論可整理如下：第一、外部董事在法律上所面對的自負責任風險係非常低。公司和其董事雖然常會依據證券法與州公司法被提起訴訟，但和解是相當常見的；且實際支付和解金或損害賠償者，幾乎多係由涉案公司直接支付、

⁵⁸ Table 2, *id.* at 1070-71.

經由董事補償制度（indemnification）⁵⁹由公司間接為董事支付之，或基於董事責任保險由保險公司、大股東或其他第三人支付之。第二、外部董事只有在下列非常罕見的完美風暴（perfect storm）條件下，才会有自負責任：1. 發行公司資產不足抵償負債，且預計的損害賠償數額，超過保險的限額；2. 系爭案件包括依據一九三三年證券法第11條的大額請求，或者依據一九三四年證交法第10(b)條大額且罕見強而有力的請求；3. 外部董事或其他被告的個別可責性與個人財富間具有連結。第三、對不佳外部董事主要的威脅，其實主要是訴訟所花費時間、精神折磨和名譽的潛在傷害，而不是直接的財務上損失⁶⁰。

此外，三位教授認為，從公共政策的角度思考，外部董事自負責任風險非常低的結果，係合理的。蓋倘外部董事必須承擔一個相當高程度的風險，將會阻礙具有能力的候選人擔任外部董事，同時將使同意擔任外部董事的人過分謹慎及過度注意程序，而可能降低，而非提高，公司的價值⁶¹。

附帶一提的是，Brain Cheffins和Bernard Black二位教授在另一篇共同著作中，研究英國、德國、澳洲、加拿大、法國與日本的外部董事責任，該研究發現，雖然該等國家董事責任實質來源各有相

⁵⁹ 董事補償責任係對董事責任的一種事後補償設計。例如德拉瓦州公司法第145條規定，公司有權補償因為擔任現任或卸任董事，而在民事、刑事或行政程序中成為一造，因此所產生實際且合理的費用（包括律師費）、判決、罰金、和解金，若該董事行為係善意，且其合理相信係為公司最佳利益的方式行事；又關於刑事責任或程序，則必須符合「公司沒有合理理由相信該董事行為係屬不法」之要件。但公司自己對該董事所提起的訴訟，則不得進行補償。詳細討論，請參考郭大維，論公司經營者責任之救濟機制——以公司對經營者補償制度為中心，政大法學評論，117期，頁305以下，2010年10月。

⁶⁰ Black, Cheffins & Klausner, *supra* note 56, at 1055-56, 1059-62.

⁶¹ *Id.* at 1140.

當的變化，但實際操作的結果卻是趨同，即外部董事所面對的法律責任極少（rare）會導致董事個人的賠償責任⁶²。

三、獨立董事免責抗辯之法院實務判決

關於美國證券法第11條免責抗辯事由的法院判決很少，主要是因為大部分的案件均以和解結束。最具代表性的案件為Escott v. BarChrist案（下稱「BarChrist案」）⁶³。

BarChrist是一個興建保齡球場的公司，在一九六〇年代初期經歷產業的低迷，公司為募集資金而發行債券，該次發行的註冊文件內對公司的財務狀況與損失曝險有嚴重的不實陳述。本案的重點在於各類被告的免責抗辯。依據法院的見解，是否已盡責係以個別被告加以判斷。BarcChrist有9名董事，其中有5名是公司的高階主管，另4名董事未任職於公司。法院認為被告是否盡責將繫於兩個因素：1. 董事取得公司內部資訊的管道，以及2. 董事係公司內部人或非員工之外部人⁶⁴。

就5名內部董事部分：Vitolo（創辦人、總經理）、Russo（執行副總經理）、Puliese（創辦人、副總經理）及Kircher（財務部門主管）4人，不論就專家簽證或非專家簽證部分，均無法諉為不知所記載之內容不實，而無法主張免責。另1名內部董事Birnbaum（較新進董事、公司秘書），法院接受其對專家簽證部分的盡職免責抗辯，但不同意其就非專家簽證部分的盡職免責抗辯，因其有取得公司內部資訊的管道，包括董事會議事錄、契約等，而未能調查

⁶² See Brian Cheffins & Bernard Black, *Outside Director Liability Across Countries*, 84 TEX. L. REV. 1385, 1387-90 (2006).

⁶³ Escott v. BarChrist Construction Co., 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968).

⁶⁴ PALMITER, *supra* note 48, at 250.

該等資訊。

就4名外部董事部分：**Grant**（公司外部法律顧問、註冊文件之草擬者），法院同意其就專家簽證部分免責，因其無理由質疑該等財務數字的正確性；惟就非專家簽證的部分，法院認為其地位接近公司內部人，而不接受其盡職免責抗辯，因為被告未能充分地調查往來文件、契約、公司會議紀錄等會揭露非專家簽證部分不實的相關資訊。**Auslander**（往來銀行的CEO），其並無取得公司資訊的特殊管道，法院同意其就經專家簽證部分可主張免責，但就非專家簽證部分，則並不能僅僅依據公司內部人的保證，蓋合理調查的盡職免責抗辯要求董事至少必須閱讀並使自己熟知註冊文件。其他2名外部董事，**Ross**（一家公司的工程師）、**Coleman**（承銷商**Drexel**的合夥人），均係就專家簽證部分可以免責，非專家簽證部分未盡合理調查而無法主張免責。

BarChrist案三年後的**Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp.**案（下稱「**Feit**案」）⁶⁵涉及交換要約（exchange offer）中註冊文件不實的問題。本案法院首先遵循**BarChrist**案之法院見解，將被告董事區分為內部與外部董事，**Steinberg**和**Schwartz**分別係公司CEO和總經理，明顯為內部董事。**Hodes**係代表**Leasco**法律事務所之合夥人，在公司並無任何職務，自一九六五年起擔任董事，惟其就本件交換要約之討論過程與會議均積極參與，並草擬本次註冊文件等，法院認為他密切地涉入註冊過程而將他視為內部人。法院在判決中明白表示應區分內部董事和外部董事的責任：「內部董事對公司事務與特定交易具有直接密切的知識，其將被期待進行一個較完整的調查，且相較於外部董事，內部董事對支持或反對置於註冊文件內容中的事實部分，具有更廣泛的瞭解。」基此，本案法院認為

⁶⁵ *Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp.*, 332 F. Supp. 544 (E.D.N.Y. 1971).

「內部董事的責任相當接近於發行人，係為公開說明書正確性的保證人（as guarantor of accuracy of the prospectus）」，且「對公司事務與重大交易具有直接密切知識的內部董事，特別對於註冊文件中虛偽陳述或隱匿，係最不能建立盡職免責抗辯事由的。」換言之，Feit案對於內部董事的盡職免責抗辯，似採取更嚴格的標準。

其後的Laven v. Flanagan（下稱「Laven案」）⁶⁶、*In re Avant-Garde Computing Inc.*（下稱「Avant-Garde」案）⁶⁷，與Weinberger v. Jackson（下稱「Weinberger案」）⁶⁸等案件中，法院對於外部董事的免責抗辯事由則有較具體的說明。在Laven案中，法院明確表示「外部董事與具有公司直接密切知識的內部董事相較，其負擔一個較輕的義務（a lesser obligation）去進行詳盡的調查。」被告外部董事信賴公司經營團隊的保證和陳述（representations）並不能被視為不合理，特別是該等保證和陳述係由Price Waterhouse及Merrill Lynch的調查而確認的。

在Avant-Garde案中，被告之一外部董事Palmer主張盡職免責抗辯。Palmer在一九八三年發行有價證券前，參加過4次董事會，以及多次與董事會成員獨立對話，討論該公開募集交易；其被告知Ernst & Whinney已經檢視過Avant-Garde的財務報表以及會計師事務所認為該財務報表與一般公認的會計準則（Generally Accepted Accounting Principles, GAAP）相一致；其審閱初步註冊文件的草稿、申報的初步註冊文件，以及最後版本的註冊文件；確保其作為外部董事係瞭解Avant-Garde的業務，訪視公司人員，包括資深經

⁶⁶ Laven v. Flanagan, 695 F. Supp. 800 (N.D.J. 1988).

⁶⁷ *In re Avant-Garde Computing Inc. Securities Litigation*, 1989 WL 103625 (N.D.J. 1989).

⁶⁸ Weinberger v. Jackson, No. C-89-2301-CAL, 1900 WL 260676 (N.D. Cal. Oct. 11, 1990).

營團隊的成員；詢問公司組織結構、行銷與廣告計畫、產品發展、現場服務、軟硬體工程能力、產品說明、產品方法，及財務管控等；其認為**Avant-Garde**具有未來成長性，並且相信註冊文件正確地描述公司的營業與事務。法院認為**Palmer**已具備合理的盡職免責抗辯事由。

在**Weinberger**案中有關盡職免責抗辯，法院就被告外部董事**Valentine**特別提到，「其就註冊文件所有內容的正確性並無義務進行一個獨立的調查（an independent investigation），而得以依賴經營團隊合理的保證和陳述，如果其自己的行為和詢問在系爭情況下係合理的。」**Valentine**就公司的營業和運作係合理地熟悉，他定期參與討論公司各營業面向的董事會議、審閱公司財務報告、瞭解公司新產品線的發展、參與公司各樣決定、審閱註冊文件的六個草案版本而並未發現任何可疑或與其作為董事所獲得資訊不一致之處，並與經營團隊討論註冊文件的某些部分。

原告主張**Valentine**並未就公開說明書中公司經營團隊的相關保證和陳述提出具體的詢問，但法院認為其並無義務如此做，只要註冊文件中的內容與其擔任董事位置所可以合理得知的資訊係一致的即可。**Valentine**亦可因為該等註冊文件以及其中的資訊已經由承銷商、顧問、會計師等審閱，而可以感到安心。**Valentine**已經符合盡職和合理詢問的標準。

較近期的重要案件為著名的**WorldCom**⁶⁹案，此案件涉及向主管機關註冊文件的多項不實內容。與本研究相關者，乃**WorldCom**董事長**Bert Roberts**之盡職免責抗辯。**Roberts**主張就註冊文件的專家簽證部分，其係信賴**Andersen**所準備的財務報告，並相信該財報的正確性，在其通常的審閱下，該財報並沒有任何引起其質疑的財

⁶⁹ *In re WorldCom, Inc. Securities Litigation*, 2005 WL 638268 (S.D.N.Y. 2005).

務資訊；就非專家簽證部分，Roberts主張係信賴公司組織、經營團隊人員，以及WorldCom遵行現代公司治理的標準。Roberts並主張其為外部董事，應負擔較輕的盡職抗辯義務。

本案法院指出，未經審計的財務資訊（unaudited financial information）並非屬於「專家簽證部分」，被告就註冊文件中此部分仍必須進行合理調查。就專家簽證部分之合理信賴抗辯，Roberts亦無法適用。WorldCom在連線成本（line cost）營收比例之大幅降低，應該對Roberts已經構成紅旗警示（red flag），而足以對財務報表之信賴產生質疑，特別是Roberts在電信產業的歷史且具有專長。若該連線成本資訊是一個紅旗警示，則Roberts有義務進行詢問直到其對該連線成本資料的誠實性感到滿意，但Roberts就此部分並未能舉證證明其曾進行過任何調查。

綜上所述，從BarChrist、Feit、Laven、Avant-Garde，與Weinberger等案件中，法院皆區分內部董事與外部董事之盡職免責抗辯並不相同，且外部董事的責任較輕。BarChrist案更將外部董事再區分為具有特殊專長或參與公司募資者（如董事同時擔任公司的律師或投資銀行）以及其他外部董事，而法院似乎有一個責任的滑動天平（sliding scale of responsibility），對應個別被告可實際期待的能力。天平的一端為發行人之高階經理人，被課以最高的盡職標準，例如在Feit案中，法院認為內部董事本質上是註冊文件的保證人。天平的另一端是外部董事和外圍的參與者，雖然其仍有調查義務，但係依較輕的標準判斷，且其責任風險依據個別被告的特殊專長而有所不同⁷⁰。

此外，從上述案件可知，外部董事基於其在公司的角色較有限，若其能參與董事會、審閱並瞭解公司財務狀況，並信賴直接密

⁷⁰ COX, HILLMAN & LANGEVOORT, *supra* note 45, at 507.

切參與公司事務的其他人之保證或陳述等，通常可以滿足其盡職免責抗辯⁷¹。SEC亦曾表示董事盡職免責抗辯應特別評估該董事於公司活動的持續參與，包括收受報告、向經營團隊要求提供資訊、經常參與會議、並分析、計畫與參與公司業務，這些行為將提供在註冊文件中揭露評估的強有力基礎，且得以考慮是否需要進行進一步的合理調查⁷²。

然而，二〇〇五年的WorldCom判決，卻與前述其他判決的見解具有顯著的差異：第一、WorldCom判決揚棄前述判決中以「滑動天平」判斷「合理性」的方法，而拒絕決定系爭被告是內部董事或外部董事，此一區別在WorldCom之前的案件則具有相當的重要性。第二、WorldCom判決進一步認為被告未能就財務紅旗警示進行查詢將排除其主張盡職免責抗辯。此一結果將使所有證券法第11條的被告，不論其為內部董事、外部董事或承銷商，承擔一個較嚴格的盡職免責抗辯，遠超過之前判決所建立的標準⁷³。

由於WorldCom案中，調查報告顯示WorldCom的董事會和審計委員會係極度的被動，且幾乎未能履行其監督責任，例如從一九九九年，董事會十分消極被動，其未基於任何資料或資訊，即通過由WorldCom前經營團隊提出的數十億美元的交易，其外部董事將有高度困難舉證其盡職免責抗辯。基於此一案件的特殊性，學者認為該案將不會顯著改變外部董事自負責任的風險⁷⁴。

⁷¹ Michaels, *supra* note 55, at 364.

⁷² Circumstances Affecting the Determination of What Constitutes Reasonable Investigation and Reasonable Grounds for Belief Under Section 11 of the Securities Act, SEC Release No. 6335, 1981 WL 31062, at *12 (Aug. 6, 1981).

⁷³ David I. Michaels, *An Empirical Study of Securities Litigation After WorldCom*, 40 RUTGERS L.J. 319, 333 (2009).

⁷⁴ Black, Cheffins & Klausner, *supra* note 56, at 1121, 1123, 1128-29.

肆、我國法與美國法之比較

從前述我國法與美國法關於獨立董事財務報告不實責任之法律規範、實證研究與判決分析可以得知，在我國現行法制與法院判決運作下，我國獨立董事之財報不實責任，實較美國法上獨立董事之相關責任更為嚴格。茲說明如後：

首先，在民事責任的主觀要件方面，雖有學者主張我國證交法第20條第1項應僅指「故意」的行為，惟法院實務見解目前亦有認為包括「過失」型態的證券詐欺類型，而實質擴大本條項適用的範圍。而證交法第20條第2項連結第20條之1就董事財報不實民事責任，則明文為推定過失責任。然而，在美國法下，法院透過判決建立一九三四年證交法第10(b)條和Rule 10b-5證券詐欺責任的主觀要件scienter為「故意」或「未必故意」，並不包括「過失」的情形。我國相關規範之主觀要件，顯對董事（含獨立董事）較為不利。

第二、在盡職免責抗辯部分，由於我國證交法第20條之1第2項乃間接參考美國法一九三三年證券法第11條註冊文件不實的免責抗辯事由，故以兩者之規範與法院實務見解為比較。我國證交法第20條之1第2項財報不實之免責抗辯事由規定為「如能證明已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事者，免負賠償責任。」然而，我國證交法第32條第2項公開說明書的免責抗辯規定，參考美國一九三三年證券法第11條，區分「未經專家簽證」與「經專家簽證」部分。在「未經專家簽證部分」，主張免責之人必須證明「已盡相當之注意，並有正當理由確信其主要內容無虛偽隱匿之情事」；在「經專家簽證部分」，主張免責之人必須證明「有正當理由確信其為真實者」，其舉證責任比較輕。

換言之，在我國證交法第20條之1第2項的免責抗辯規定中，並

未區分「未經專家簽證」與「經專家簽證」部分，姑且不論第20條第2項規範的發行人依本法規定申報或公告之「財務業務文件」是否包含「非經專家簽證」的部分⁷⁵，就第20條第2項規範的發行人依本法規定申報或公告之「財務報告」部分，立法者或許認為其一定為「經專家簽證」的部分，故無區分之必要⁷⁶。但值得思考的是，在免責抗辯的舉證責任上，證交法第20條之1在立法上卻選擇「如能證明已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事者，免負賠償責任」此種相當於第32條「未經專家簽證」部分之較嚴格舉證標準，而非第32條規範之「有正當理由確信其為真實者」之「經專家簽證」部分的舉證標準，顯對財務報告此種「經專家簽證」的文書，要求負推定過失責任之被告董事（含獨立董事），課以較高的免責抗辯舉證責任。

再者，從法院實務觀之，對於獨立董事在財報不實的案件中，被告主張基於專業分工信賴之抗辯，我國法院似乎多基於「不得泛稱信賴公司內部之財會人員專業分工，無須實質進行審核，則董事職位不就形同虛設」、「不得主張……有委任會計師查核等情形，推卸法定之內部監控義務」，而認為不得因此免責。然在美國法上，一九三三年證券法第11條免責抗辯的法院實務見解，多區分內部董事與外部董事的盡職免責抗辯，且基於外部董事在公司的參與角色較為有限，而對外部董事課以較低的義務；並在合理參與及詢問的情況下，外部董事可以信賴會計師等專家的意見。是以，在信賴專業分工的免責抗辯方面，相較於美國法院，我國法院見解對獨

⁷⁵ 本條所謂「財務業務文件」，範圍廣泛，包括各種有關發行人財務、業務的文件。賴英照，同註12，頁732。

⁷⁶ 查閱證交法第20條之1的立法理由，並未說明何以本條並未如同證交法第32條之免責抗辯規定，區分「經專家簽證」與「未經專家簽證」部分而異其舉證責任之理由。

立董事亦採取較嚴格的態度。

第三、在民事責任範圍部分，依證交法第20條之1第5項，故意的行為人當然不得主張比例責任制，然我國法院實務對於過失的獨立董事可否主張適用較內部董事為低的比例責任，判決乃呈現相當分歧的見解。而在美國法下，因為證券詐欺的類型並不處罰過失行為，因此其比例責任乃適用於主觀上具有「未必故意」（reckless）的行為人。相較之下，我國財報不實之行為人，就主觀要件接近故意責任的「未必故意」，並無法主張比例責任之適用，僅能於「過失」情形主張之。

第四、美國法上對於董事民事責任之保護措施，包括董事責任補償制度、董事責任限制制度（liability limitation）⁷⁷、董事責任免除制度（exculpatory provision）⁷⁸等董事風險救濟或移轉配套，在我國現行法制上均付之闕如，造成我國董事被訴追與負擔損害賠償責任的風險大為提高，且對獨立董事的影響又特別顯著。或謂我國現已有董事與重要職員責任保險，足以分散董事和獨立董事之風

⁷⁷ 「董事責任限制制度」，主要係在章程中事先規定或以契約規定限制董事之責任，或事後由股東會以特別決議限制董事責任的制度。學者多認為，在我國現行公司法未明文的情況下，此制度之實施恐有適法性的疑慮。請參閱王文宇，公司法論，頁456，2016年7月，5版；劉連煜，現代公司法，頁497，2016年9月，12版。

⁷⁸ 「董事責任免除制度」，係指透過法律直接明文規定，或法律授權股東會得以章程方式免除董事個人責任。以美國德拉瓦州公司法第102條(b)(7)規定為例，「公司得於章程中訂立限制或免除董事對公司或其股東因違反受託義務所生金錢上之損害賠償責任。但有下列情事之一者，不在此限：(1)董事違反對公司或其股東之忠實義務；(2)董事之作爲或不作爲係不具善意、故意之不當行爲或違法行爲；(3)違反第174條違法分派股利、買回股份或償還股份等；(4)董事個人取得不當利益之交易行爲。」詳細討論，請參考郭大維，論英美公司法制下董事責任限制與免除規範對我國之啓示，東吳法律學報，26卷4期，頁173以下，2015年4月。

險。然而，對董事（特別是獨立董事），除金錢賠償之風險外，進入訴訟程序本身所花費的時間、精神折磨和名譽貶損，就足以對獨立董事形成傷害與反誘因。

伍、獨立董事財報不實之過失責任

一、美國獨立董事與監督型董事會之興起

獨立董事是美國法制下的產物，在歐洲則以英國為採行獨立董事制度的先驅⁷⁹。一九七〇年代，美國主要鐵路公司Penn Central的財務醜聞，加上水門案（Watergate）中發現許多公司之不當可疑獻金，美國開始重新檢視董事會之角色與結構⁸⁰。Melvin Eisenberg教授於其一九七六年出版具有相當影響力的著作《The Structure of Corporation》中，認為董事會實質上係被動的，其主要功能將受到資深經營階層（senior executive）之控制或挾制，因此主張董事會主要功能係監督經營階層，即選任、監督與解任公司主要經營者⁸¹。Eisenberg教授主張大型公開發行公司應建立明確區分經營和監督的架構，在監督型董事會（monitoring board），董事不再擔任決策或政策制定的角色，此一功能乃交給資深經營階層，董事會的主要功能係監督公司資深經營團隊的績效。董事會其他功能，如提供執行長意見，授權公司重大行動、決策過程控制力的實行等，均

⁷⁹ Harald Baum, *The Rise of Independent Director in the West*, in INDEPENDENT DIRECTORS IN ASIA—A HISTORICAL, CONTEXTUAL AND COMPARATIVE APPROACH 43 (Dan W. Puchniak, Harald Baum & Luke Nottage eds., 2017).

⁸⁰ *Id.* at 35-36.

⁸¹ MELVIN A. EISENBERG, *THE STRUCTURE OF CORPORATION: A LEGAL ANALYSIS* 162-72 (1976).

不具有重要性，或僅是形式上（*pro forma*）的功能⁸²。為履行監督任務，Eisenberg教授認為董事會必須真正獨立於經營階層，且必須處於能取得執行監督任務所必須資訊的位置⁸³。

此一監督型董事會的模型，獲得SEC的背書，一九七七年紐約證券交易所（New York Stock Exchange）修正其上市規則，要求公司董事會設置由獨立於經營團隊之董事組成審計委員會（*audit committee*）。同時，一九八〇年代企業併購風潮中，德拉瓦州法院經由判決建立「法院僅審查目標公司之決策過程，而不審查交易實質內容」的操作，因此由外部或獨立董事所組成的董事會在獨立判斷的運作下，可以對敵意併購予以拒絕，而不用擔心潛在的責任，獨立董事制度因而更受到經營階層的歡迎⁸⁴。

在二〇〇〇年金融危機後，二〇〇二年沙班法（*Sarbanes-Oxley Act*）公布施行，再度強化董事會的監督機制。沙班法要求董事會必須有過半數的獨立董事；上市上櫃公司必須設置由獨立董事組成之審計委員會，並賦予審計委員會更多的權限，且對獨立性標準加以規定⁸⁵。而於二〇一〇年的陶德法蘭克華爾街改革與消費者保護法（*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*）要求公司董事會設置由獨立董事組成之薪酬委員會（*compensation committee*），亦進一步落實監督型董事會的功能。

⁸² *Id.* at 157-62; STEPHEN M. BAINBRIDGE, CORPORATE GOVERNANCE AFTER FINANCIAL CRISIS 53 (2012).

⁸³ *Id.* 157.

⁸⁴ Baum, *supra* note 79, at 37-38.

⁸⁵ 例如審計委員會的權限包括：簽證會計師的任免、報酬與監督；簽證會計師如發現公司有違法或不當行為時，應向審計委員會報告；有關舉發會計、審計弊端的信函，應由審計委員會處理等。詳細介紹，請參考賴英照，同註1，頁23-24。

能⁸⁶。實證研究顯示，二〇一三年，在美國公開發行公司中，董事會中僅有一名內部董事（即執行長）的超級多數董事會（super-majority board），約占60%；而在所有公開發行公司董事中，約有85%是獨立董事⁸⁷。是以，在美國大型公開發行公司，監督型董事會已成為常態，更凸顯出獨立董事角色之重要性⁸⁸。

二、獨立董事確認財報正確性角色之定位

獨立董事的功能究竟為何？一般而言，對獨立或外部董事所期待的角色包括：

第一、作為外部管制的替代者。法院和立法者因擔心過度介入公司之經營決策，而以獨立董事扮演監督者。例如，在具有利害衝突本質的自我交易（self-dealing）或關係人交易（related party transaction）情形，由獨立或外部董事審議並決定該交易。

第二、作為小股東的保護者。大股東選出代表自己利益的董事與經營者，獨立董事將作為小股東代言人，對抗大股東。但實際運作上，小股東所選出的獨立董事無法改變投票結果，僅能將大股東

⁸⁶ 詳細討論，請參考BAINBRIDGE, *supra* note 82, at 58-61.

⁸⁷ Urška VeliKonja, *The Political Economy of Board Independence*, 92 N. C. L. REV. 855, 857 (2014).

⁸⁸ 關於獨立董事角色與我國董事會定位的潛在問題，學者賴英照指出「採行單軌制的美國，除增加獨立董事的比重，強化董事會的獨立性外，更致力於將董事會的基本功能，由主導經營轉為監督經營，以降低球員兼裁判的矛盾。我國在引進單軌制之時，並未調整董事會主導業務經營的法律定位，因而獨立董事在身兼經營與監督雙重角色之下，球員兼裁判的問題，比美國法尤有過之。」賴英照，同註1，頁42。學者方嘉麟亦認為「一個以執行業務為導向的公司董事會，權力高度集中，內部董事又為樞紐，指揮管理大軍，極不利於獨董監控。」方嘉麟，從永豐金案看獨立董事制度，月旦法學雜誌，272期，頁10，2018年1月。

之不當或濫用權力行為訴諸於公眾。

第三、作為專家或顧問。此一內部功能乃希望借助獨立董事的專業提供公司適當決策。然而，對此一功能的質疑是，公司可以外聘專家或顧問提供專業諮詢或判斷，是否需要聘請該專家坐在董事會席次上？其次，是否有足夠的誘因使獨立董事花費相當時間與資源提供建議？如果獨立董事因為提供專業建議而有不同的報酬，是否可能因此而不符合獨立性的定義？此外，如果作為專家或顧問是獨立董事的主要功能，為何需要獨立性的要求⁸⁹？

第四、作為經營者主導董事會問題的解決者。此一模式，乃建立在股權相當分散的公司，且掌握權力的經理人會剝削股權分散且理性冷漠的小股東之前提上。此一模式同時也解釋了為何美國法制設計上係鼓勵獨立董事持有公司的股份。

第五、作為外部規範的執行者。換言之，相關行為標準乃由外部制定，並非獨立董事自行制定，而獨立董事被期待去執行外部規範。獨立董事達到此功能之方法則包括運用其在董事會的表決權促使公司遵行相關規範、使用其所獲得的資訊警示相關單位公司未遵守規範的情形，或者使用其資訊管道確認公司是否遵行相關規範。然上述方法除可能有執行的困難度外，並無法因此區分獨立董事與內部董事的角色，蓋內部董事同樣有促使公司遵守外部規範，或警示、確認的義務或功能。

第六、作為遵行標準的確認者。最常見的情形即為要求獨立董事確認年度報告的正確性，或者公司資產負債表係依據妥適的會計標準編制的⁹⁰。

前述獨立董事的六個功能，並非互相排斥，也可能具有相輔相

⁸⁹ Clarke, *supra* note 9, at 80-81.

⁹⁰ *Id.* at 81-84.

成的效果，而與本文研究直接相關者，為前述第六個功能，即以獨立董事作為財務報告內容正確的確證者。就此角度觀察，獨立董事應可視為公司守門人（gatekeeper）。

John C. Coffee教授認為守門人一詞通常指外部或獨立的看門人（watchdog）或監督者（monitor），其過濾出瑕疵或確認標準或程序被遵行。在公司制度下，守門人係指一獨立的專業人士，其擔任兩個不同的角色，且該兩個角色在操作上係重疊的。第一、守門人係一專業人士，其擔任的位置得經由不提供必要的合作或同意而防止錯誤行為，例如稽核師或會計師發現公司財務報告或揭露有嚴重問題，而拒絕提供完成交易所必要的專業意見。在此廣泛定義下，公司董事會及董事亦將被視為守門人⁹¹。第二、守門人係一作為聲譽中介（reputational intermediary）的代理人，以確保公司發行人所提供給投資人「信號」（signal）的品質。聲譽中介者係「出借」或「質押」其聲譽資本（reputational capital）給發行人，以使投資人或市場信賴公司自己的揭露或擔保。守門人之所以享有聲譽資本，乃因其係多年來在市場上提供客戶服務的重複參與者（repeated player）。在此定義下，Coffee教授認為，董事會將不會被視為守門人，因為其成員通常服務的公司數量太少，以至於無法發展出作為監督者的聲譽資本⁹²。

然而，獨立董事與內部董事在守門人角色上的聲譽資本並不可等量齊觀。在我國，獨立董事多係由具有相當社會地位或聲望的專業人士擔任，學者統計我國上市上櫃公司獨立董事的職業別，發現前五名依次分別為：他公司董事、教授、他公司經理人、會計師和

⁹¹ JOHN C. COFFEE, GATEKEEPER—THE PROFESSIONS AND CORPORATE GOVERNANCE 2 (2006).

⁹² *Id.* at 2-3.

律師⁹³。該等人士在擔任獨立董事之前多已累積相當聲譽資本，且董事任期三年，我國亦允許獨立董事可以同時擔任4家公司的獨立董事⁹⁴。因此，本文認為即使從較狹義的聲譽資本思考守門人定義，獨立董事應仍可視為公司的守門人⁹⁵。

因此，就財報正確性而言，我國法律的設計上有兩道守門人，第一為會計師，第二為董事（含獨立董事），且兩者有先後順序之差異，即公司董事就經會計師查核簽證的財務報告，必須再次確認其正確性。然而，更重要的差別在於專業機制的設計。會計師係屬於機構型守門人（institutional gatekeeper），機構型守門人就其專業的確證工作，處於良好的履行責任能力狀態，因其受過完整的專業訓練，且基於該確證服務獲得相當的報酬，同時其享有較典型的聲譽資本以確保發行人財報的正確性⁹⁶。此外，法律並課以機構型守門人應盡到其專業的注意義務，在投資人因信賴該機構型守門人之確證而產生損失時，亦有損害賠償請求權。又倘該守門人為一組織或法人機構時，則具有較佳的風險承擔能力。

相較於機構型守門人，董事作為守門人的角色則受限於其專業能力以及所獲得的資訊。董事固然有其個別的專業，例如產業、技術、財務、會計或法律等，但個別董事所具備的專業能力並不相同，且未必具備會計專長，因此必須借助外部專家守門人的協助，

⁹³ Hsin-Ti Chang, Yu-Hsin Lin & Ying-Hsin Tsai, *From Double Board to Unitary Board System—Independent Directors and Corporate Governance Reform in Taiwan*, in INDEPENDENT DIRECTORS IN ASIA—A HISTORICAL, CONTEXTUAL AND COMPARATIVE APPROACH 255 (Dan W. Puchniak, Harald Baum & Luke Nottage eds., 2017).

⁹⁴ 公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法第4條。

⁹⁵ 論者亦有從美國證券法第11條註冊文件不實責任思考，認為外部董事的角色為公司守門人。Please see Michaels, *supra* note 55, at 370.

⁹⁶ *Id.* at 370-71.

例如會計師、分析師、投資銀行的專業意見。Coffee教授即明白表示「所有董事會成員均為其守門人的俘虜（All board of directors are prisoners of their gatekeepers）。不論董事會的成員多有能力或多善意，董事會及其成員都不可能比公司專業顧問表現得更好。只有當董事會的代理人（即守門人）提供適當意見且警示董事會，董事會才能有效率地發揮功能⁹⁷。

而上述限制在獨立董事的情況又比內部董事更為嚴重。獨立董事制度最明顯的問題即為資訊不對稱與所付出的有限時間。獨立董事對於資訊的掌握，幾乎高度依賴公司經營者所提供之資訊。從經營者控制資訊的角度思考，獨立董事得到的是經過經營者篩選過的資訊，以支持經營者的意見⁹⁸。且此一資訊不足的問題，在董事獨立性愈高時，愈必須依賴公司內部人所提供的資訊，即獨立性事實上創造了依賴性（Independence actually creates dependence）⁹⁹。Coffee教授更直言「當發行人公司做出一個不實陳述，外部董事通常與外部投資人一樣被愚弄」，即外部董事的資訊缺乏，將使其處於黑暗中¹⁰⁰。

此外，獨立董事為公司的外部人，為兼職性質，董事會通常一年僅開會4至6次，除若干重大事項外，其不會有時間對經營者的判斷提出挑戰¹⁰¹。且獨立董事本身多在其他地方有一個全職工作，

⁹⁷ COFFEE, *supra* note 91, at 1.

⁹⁸ Laura Lin, *The Effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Mechanism: Theories and Evidence*, 90 NW. U. L. REV. 898, 914 (1996).

⁹⁹ J. N. Druey, 'Unabhaegigkeit als Gebot des allgemeinen Unternehmensrechts', in S. Kalss, C. Nowotny and M. Schauer (eds), *Festschrift Peter Doralt* 163, 169 (Manz, 2004), 轉引自 Baum, *supra* note 79, at 27.

¹⁰⁰ COFFEE, *supra* note 91, at 8; Merritt B. Fox, *Gatekeeper Failure: Why Important, What to Do*, 106 MICH. L. REV. 1089, 1091 (2008).

¹⁰¹ Roberta S. Karmel, *Is the Independent Director Model Broken?*, 37 SEATTLE U. L.

而該工作將要求其絕大部分的時間¹⁰²。

綜上所述，獨立董事作為遵行標準確認者的功能，我國法律規定其擔任財務報告正確性第二道防線的守門人之一，然而，獨立董事無論在履行責任的專業訓練、聲譽資本、風險承擔能力，以及資訊環境與時間上，都不及擔任財報正確性第一道機構型守門人之會計師。但我國證交法第20條之1在財報不實的民事法律責任設計上，對獨立董事主觀要件規範為「推定過失」，會計師則為「一般過失」，反較獨立董事的責任為輕，顯有輕重錯置的失衡情形。本文建議應將獨立董事的財報不實民事損害賠償責任從「推定過失責任」調整為「過失責任」。

三、獨立董事財報不實過失責任之其他理由

除前述從獨立董事作為標準確認者之守門人角色思考外，本文以下提出其他支持調整獨立董事財報不實民事損害賠償責任為「過失責任」之理由。

首先，從比較法的觀點，承前所述，我國關於獨立董事財報不實的民事責任，不論在主觀要件、免責抗辯事由、比例責任制，以及董事民事責任之保護措施，如董事責任補償、限制與免除制度等方面，均較美國法相關規範或法院實務見解為嚴格。換言之，我國在移植美國法相關規範時，對於美國實際運作的法院見解、相關配套保護措施，恐未有較完整的思考；且我國法院判決多未就獨立董事地位之特殊性，在盡職免責抗辯事由，作不同的考量¹⁰³，而產

REV. 775, 789 (2014).

¹⁰² Stephen M. Bainbridge, *A Critique of NYSE's Director Independence Listing Standards*, 30 SEC REG. L.J. 370, 388 (2002).

¹⁰³ 我國有學者主張「至少司法實務上就內部董事與外部董事（執行董事與非執行董事）責任應有所區別，才能符合外部董事（非執行董事）未參與公司日

生對獨立董事民事責任失之過嚴的情形。

第二，證交法第20條之1第2項財報不實之免責抗辯事由為「如能證明已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事者，免負賠償責任。」該條項並未如證交法第32條第2項公開說明書的免責抗辯規定，區分「未經專家簽證」與「經專家簽證」部分，導致財務報告此等經會計師專家簽證的部分，獨立董事卻必須以「未經專家簽證」的較高標準「如能證明已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事者」盡其免責抗辯的舉證責任。

同時，就證交法第20條之1與第32條之免責抗辯事由舉證責任規定相對照下可以發現，同樣是經會計師專家簽證的財務報告，對獨立董事言，如果是單純的財報不實，依證交法第20條之1第2項規定主張免責抗辯的舉證責任較高；但如果該財報是放在公開說明書內容的一部分，倘有虛偽不實的情形，依證交法第32條第2項規定，係屬「經專家簽證」的部分，其主張免責抗辯的舉證責任則較低。如此差別設計，是否有其合理性？是否衡平？蓋在發行市場，因公司為買賣當事人，其掌握相關資訊，決定承銷價格，並因發行證券而得到資金；而在交易市場，公司本身並非證券買賣當事人，故無資金流入公司，且負責對象遠較發行市場之認購人更廣，故於法理上，發行市場之責任規範似應較交易市場更為嚴格¹⁰⁴，現行法之設計實有再檢討之必要。

第三、證交法第20條之1的原始草案，對於會計師責任亦採推定過失原則，要求會計師「如能證明其已善盡專業上之注意義務者」，可免負賠償責任。惟在立法過程中，立法委員認為會計師係

常實際經營之事實。」劉連煜，同註4，頁31。

¹⁰⁴ 賴英照，最新證券交易法解析，頁516-517，2006年2月。

由公司聘僱，也可能被公司管理階層蓄意矇騙，要求會計師舉證免責，並不合理¹⁰⁵。因此經協商後刪除會計師推定過失責任的設計，而改為一般過失責任，並增訂第4項「有價證券之善意取得人、出賣人或持有人得聲請法院調閱會計師工作底稿並請求閱覽或抄錄，會計師及會計師事務所不得拒絕」之規定。此一會計師「可能被公司管理階層蓄意矇騙，要求舉證免責，並不合理」之修正理由，在獨立董事亦應有相同的適用，甚至有過之而無不及。蓋會計師進行簽證工作，公司有義務提供其簽證所需的相關文件與資訊，且根據會計師的專業訓練，較易發現財報舞弊的情形；然獨立董事高度仰賴公司經營者提供其資訊，且未必具備會計專業，倘經營者蓄意詐欺，其被蒙蔽的可能性將更高。

第四、獨立董事制度有效運作的基石即為優秀的人才，人才流失將形成制度崩解的隱憂，從前述獨立董事跳船潮或離職潮的數字，已可窺見此一問題亟待認真面對。換言之，對獨立董事課以高度期待和任務之同時，在其責任制度的設計上，應予以平衡的思考，以免形成反作用力。美國在法制上雖未明文表示獨立董事與一般董事責任之不同，然而，實證研究結果顯示外部董事所面對的自負責任風險係非常低，且在財報不實責任方面，法院實務運作對獨立董事責任係比較寬鬆，而其他如董事受託人義務乃以重大過失（gross negligence）為標準、經營判斷法則（business judgment rule）之適用、董事責任限制等配套措施等整體對董事較為友善的發展，在在均顯示美國法制在實務操作面有意識到董事（含獨立董事）責任過重所可能引發的後續負面效應。此外，德拉瓦州最高法院在二〇一五年 *In re Cornerstone Therapeutics Inc.*¹⁰⁶ 判決中，特別

¹⁰⁵ 參閱立法院公報，94卷50期，頁20、42，2005年10月。

¹⁰⁶ *In re Cornerstone Therapeutics Inc. Stockholder Litigation/Leal v. Meeks, C.A.*

提到對獨立董事的保護，「我們的法律持續關注在利害衝突的交易中，獨立董事實際的談判協商力量……獨立董事談判協商的努力將有助於確保與控制股東的交易係有利於少數股東……我們拒絕採取一個會使獨立董事逃避擔任特別委員會成員，或否決該交易的解釋方法，僅僅因為獨立董事代表股東協商的角色將會使他們直到訴訟結束前仍持續成為被告。」

而在我國實證上獨立董事民事責任風險最高的財報不實類型，二〇一五年七月一日修正證交法第20條之1，刪除「董事長」與「總經理」的無過失責任，其刪除理由謂：「為避免過苛之賠償責任降低優秀人才出任董事長及總經理等高階職位之意願而有礙國家經濟發展，爰提案將董事長與總經理之絕對賠償責任修正為推定過失責任¹⁰⁷。」董事長與總經理為標準的內部人，修正後責任將與獨立董事相同，負擔「推定過失責任」。此一立法修正顯示不同身分被告的責任類型應該因應實際商業運作與市場反應而調整，否則將「降低優秀人才出任意願」，同樣理由應該更適用於獨立董事的財報不實責任，以免潛在的高風險與責任，將使優秀人才怯於擔任獨立董事職務，或者採取風險趨避的策略

Nos. 8922-VCG and 7393-VCN (Del. May 14, 2015). 本案基本上是一個控制股東對公司進行合併的自我交易案件，因應該合併案，公司成立了一個由獨立董事組成的特別委員會進行審議。自我交易案件，係屬忠實義務的問題，在美國法下應以整體公平原則（entire fairness standard）標準進行審查。本案原告少數股東主張系爭交易是不公平的，獨立董事違反其受託人義務。本案的爭點為「少數股東原告對被告中獨立董事提起訴訟時，是否應先證明該獨立董事不受免責條款（exculpatory provision）之保護始得起訴？」法院採肯定見解，認為「原告對獨立董事起訴時，必須證明該獨立董事乃不受章程免責條款之保護；否則法院將會駁回該訴訟，此一規則不論系爭交易應依何種標準進行審查，皆有適用。」

¹⁰⁷ 劉連煜，最新證券交易法實例研習，頁365，2015年9月，13版。

與態度，而無法發揮獨立董事制度的功能，且不利於公司治理的健全。

四、獨立董事財報不實過失責任之可能疑慮

將獨立董事財報不實民事責任調整為「過失責任」所產生的最大疑慮，應該是「獨立董事是否會因此而不認真履行其監督責任」？或者如聯豪案中法院所言「獨立董事泛稱信賴專業分工，職位形同虛設」？

事實上，從「推定過失責任」調整為「過失責任」是舉證責任的轉換，並非獨立董事就財報的審查可以免除責任，其仍必須盡到忠實義務與善良管理人的注意義務。作為一個監督者，獨立董事在整個揭露與確認程序必須保持警覺；就內部系統運作必須堅持以確保其就公司事務擁有定期與足夠的資訊；其需要有公司財務預測、發展計畫及重大契約等資訊；以及對公司會計及其他業務運作的掌握¹⁰⁸。

獨立董事基本上可以合理信賴外部獨立會計師的專家意見，但其必須對會計有一定的熟悉程度，以便瞭解其意涵以及潛在的濫用。但獨立董事不可以僅被動地、單純地信賴經營者的意見，其必須主動地提問，公司未提供適當答案時，須提出更多的問題或者獨立的顧問必須介入。當顯示有不當行為的「紅旗警示」出現時，獨立董事必須提高警覺，並且更積極地監督經營者之行為和表現，以確保公司的揭露或陳述係公平且完整的¹⁰⁹。

再者，擔任獨立董事者，多為社會上具有相當聲望、地位或專

¹⁰⁸ Hillary A. Sale, *Independent Directors as Securities Monitors*, 61 BUS. LAW. 1375, 1383 (2006).

¹⁰⁹ *Id.* at 1383-92.

業的人士，法律規定之義務標示著其應遵循的高標準行為守則，若其行為與之未合，縱未經法院判決確定其違法，也可能受到輿論與投資大眾的強烈譴責，為免其聲譽受損，獨立董事自會謹慎履行其職責，此即為羞辱效應（shaming）及聲譽機制的運作。而對於極端少數道德感嚴重低落，置自己聲譽於不顧的獨立董事，法院則將課以適當的法律責任¹¹⁰。是以，獨立董事財報不實責任調整為過失責任，除民刑事法律責任外，尚有羞辱、聲譽等其他非法律機制之運作以節制其行為。

從長遠角度，可以進一步思考，參考美國SEC的其他執行權限，包括禁止擔任董事之命令（bar order）與公開羞辱（public shaming），以增加對獨立董事（及董事）的制裁手段。美國SEC可以命令從事證券詐欺的董事禁止擔任任何公開發行公司的董事或經理人，如果該人的行為顯示其不適任（unfitness）作為公開發行公司的董事或經理人¹¹¹。此外，SEC偶爾也會發布報告，在結論中表示外部董事沒有履行其依據證券法所需負擔的義務、批評其行為之不當性，以此種公開羞辱作為正式制裁手段的替代方式，且此種方式並不涉及金錢上制裁¹¹²。上述手段，或可對獨立董事之名譽

¹¹⁰ 邵慶平，董事法制的移植與衝突——兼論「外部董事免責」作為法制移植的策略，臺北大學法學論叢，57期，頁191，2005年12月。Edward B. Rock, *Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Works?*, 44 UCLA L. REV. 1009, 1103 (1997).

¹¹¹ SEC必須證明該不適任的行為會反覆實施，此一門檻在欠缺自我交易或嚴重監督疏忽的情況下，並不容易符合。Please see Black, Cheffins & Klausner, *supra* note 56, 1134-35. 英國亦有聲請董事失格制度（director disqualification），失格事由分為董事「不當行為」、「不適任」或「其他情形」。公司法全盤修正修法委員會曾建議採行。請參考<http://www.scocar.org.tw>，最後瀏覽日：2018年4月3日。

¹¹² See for example, Report of Investigation Pursuant to Section 21(A) of the

與榮譽產生嚴重傷害、或可防止其潛在不當行為的繼續發生，將對公司獨立董事（含董事）此一特殊社群，產生足夠強大的規範力量。

另一方面，為協助獨立董事執行職務並履行其監督責任，包括本文所聚焦的通過財務報告責任，建議應可參考國外的實務運作，由主管機關、交易所或相關機構制定獨立董事指南守則（guidebook），提供指導和建議，以使獨立董事瞭解如何在具體案件中善盡其責任¹¹³。此外，法院亦可透過實際案例的見解，形塑出獨立董事履行其職責的行為標準。

陸、結 論

獨立董事制度在我國現階段上市上櫃公司的公司治理發展中，扮演關鍵的角色，近年來獨立董事的跳船潮，已逐漸凸顯出我國對於獨立董事之法律責任風險，在法制規範與法院實務運作方面，應

Securities Exchange Act of 1934 Concerning the Conduct of Certain Former Officers and Directors of W.R. Grace & Co., Exchange Act Release No. 34-39157, 1997 WL 597984 (Sep. 30, 1997).

¹¹³ 例如新加坡的會計與企業管制局（Accounting and Corporate Regulatory Authority, ACRA）即頒布由審計委員會指導委員會（Audit Committee Guidance Committee, ACGC）所制定的新加坡上市公司審計委員會指南（Guidebook for Audit Committee in Singapore），該指南長達192頁，結合了ACGC成員的知識和經驗，就審計委員會可能面臨的複雜情況提供指導，詳細就審計委員會內部控制、風險管理、內部審計、財務報告、外部審計及其他職責提供指南，包括相關法規、最佳作法、常見問題與案例研究等，對審計委員會成員執行職務提供實質而具體的幫助。請參閱https://www.acra.gov.sg/Publications/Guides/Guidebook_for_Audit_Committees_in_Singapore/，最後瀏覽日：2018年11月15日。此外，美國與英國就董事、外部董事如何具體執行職務，實務上亦有出版相關指南手冊或書籍。

有重新思考的空間。

本文聚焦於獨立董事最大法律風險類型的財務報告不實民事責任，從比較法與實證研究的觀點，檢視我國與獨立董事發源地的美國，在法律具體規範與法院實務操作間相互來回運作的實踐結果，發現我國獨立董事財報不實的民事責任，實較美國法上獨立董事的相關責任更為嚴格。長久於此，將對我國獨立董事制度的發展將形成重大絆腳石。

因此，本文在研究分析獨立董事與會計師擔任財務報告正確性守門人角色的定位、現行相關民事法律責任的合理性，以及制度調整的可能疑慮後，提出修正我國證交法第20條之1的建議，將獨立董事財報不實的民事責任，由「推定過失」責任調整為「過失」責任，以期在獨立董事財報不實的民事法律責任，提供一個較衡平的設計¹¹⁴。

¹¹⁴ 本文試擬證交法第20條之1的修正條文建議如下：「（第一項）前條第二項之財務報告及財務業務文件或依第三十六條第一項公告申報之財務報告，其主要內容有虛偽或隱匿之情事，下列各款之人，對於發行人所發行有價證券之善意取得人、出賣人或持有人因而所受之損害，應負賠償責任：一、發行人及其獨立董事以外之負責人。二、發行人之職員，曾在財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章者。（第二項）前項各款之人，除發行人外，如能證明已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事者，免負賠償責任。（第三項）獨立董事因其過失致第一項損害之發生者，應負賠償責任。……」

參考文獻

一、中 文

1. 方嘉麟，從永豐金案看獨立董事制度，月旦法學雜誌，272期，頁5-12，2018年1月。(Kai-Lin Faung, *Analyzing the System of Independent Directors from the Sinopac Case*, 272 THE TAIWAN LAW REVIEW, 5-12 (2018).)
2. 王文宇，公司法論，5版，2016年7月。(Wen-Yeu Wang, *Corporation Law*, 5th ed. (2016).)
3. 邵慶平，董事法制的移植與衝突——兼論「外部董事免責」作為法制移植的策略，臺北大學法學論叢，57期，頁169-225，2005年12月。(Ching-Ping Shao, *Transplantation and Divergence between Corporate Director Regimes — A Proposal of “No Liability for Outside Director” Rule*, 57 TAIPEI UNIVERSITY LAW REVIEW, 169-225 (2005).)
4. 張心悌，證券交易中虛偽陳述之民事責任，月旦民商法雜誌，3期，頁167-176，2004年3月。(Hsin-Ti Chang, *Civil Liability of Misrepresentation under the Securities and Exchange Act*, 3 CROSS-STRAIT LAW REVIEW, 167-176 (2004).)
5. 張心悌，證券交易法財報不實之免責抗辯事由，月旦法學教室，174期，頁23-25，2017年4月。(Hsin-Ti Chang, *Due Diligence Defense against Misrepresentation Liability under the Securities and Exchange Act*, 174 TAIWAN JURIST, 23-25 (2017).)
6. 莊永丞，證券交易法第二十條證券詐欺損害賠償估算方法之省思，國立臺灣大學法學論叢，34卷2期，頁123-180，2005年3月。(Yung-Cheng Chuang, *Rethinking the Measure of Damages in Article 20 of Securities and Exchange Law*, 34(2) NATIONAL TAIWAN UNIVERSITY LAW JOURNAL, 123-180 (2005).)
7. 郭大維，論公司經營者責任之救濟機制——以公司對經營者補償制度為中心，政大法學評論，117期，頁305-346，2010年10月。(Ta-Wei Kuo, *A Study on the Relief Mechanism of Corporate Managerial Liability — A Focus on Corporate Indemnification*, 117 CHENGCHI LAW REVIEW, 305-346 (2010).)

8. 郭大維，論英美公司法制下董事責任限制與免除規範對我國之啟示，東吳法律學報，26卷4期，頁173-199，2015年4月。(Ta-Wei Kuo, *A Study on Regulation of Limiting or Eliminating Directors' Liabilities under the U.S. and British Corporate Law and Its Inspiration for Taiwan*, 26(4) SOOCHOW LAW REVIEW, 173-199 (2015).)
9. 曾宛如，論證券交易法第20條之民事責任——以主觀要件與信賴為中心，國立臺灣大學法學論叢，33卷5期，頁51-93，2004年9月。(Wang-Ruu Tseng, *Civil Liability for Article 20 of the Securities and Exchange Law — Fault and Reliance*, 33(5) NATIONAL TAIWAN UNIVERSITY LAW JOURNAL, 51-93 (2004).)
10. 曾宛如，半套公司治理移植經驗——以審計委員會與特別委員會為例，月旦民商法雜誌，43期，頁33-47，2014年3月。(Wang-Ruu Tseng, *An Analysis of Taiwan's Alterations and Misconceptions During Transplantation of Foreign Laws Regarding Corporate Governance — An Exploration of Taiwan's Audit Committee and Special Committee*, 43 CROSS-STRAIT LAW REVIEW, 33-47 (2014).)
11. 劉連煜，獨立董事是少數股東之守護神？台灣上市上櫃公司獨立董事制度之檢討與建議，月旦民商法雜誌，26期，頁23-49，2009年12月。(Len-Yu Liu, *Is the Independent Director a Patron Saint of Minority Shareholders? A Review and Proposal of the Independent Director Mechanism in TWSE/TPEX-Listed Companies in Taiwan*, 26 CROSS-STRAIT LAW REVIEW, 23-49 (2009).)
12. 劉連煜，最新證券交易法實例研習，13版，2015年9月。(Len-Yu Liu, *Modern Securities Regulation: Cases and Explanations*, 13th ed. (2015).)
13. 劉連煜，現代公司法，12版，2016年9月。(Len-Yu Liu, *Modern Corporate Law*, 12th ed. (2016).)
14. 賴英照，最新證券交易法解析，2006年2月。(In-Jaw Lai, *The Newest Analysis of Securities and Exchange Act* (2006).)
15. 賴英照，法制的移植——從公司律到獨立董事，臺北大學法學論叢，84期，頁1-70，2012年12月。(In-Jaw Lai, *Legal Transplants — From the Kung-ssu-lii (Company Law) to the Independent Director*, 84 TAIPEI UNIVERSITY LAW REVIEW, 1-70 (2012).)
16. 賴英照，最新證券交易法解析，3版，2014年2月。(In-Jaw Lai, *The Newest Analysis of Securities and Exchange Act*, 3rd ed. (2014).)

二、外 文

1. Bainbridge, Stephen M., *A Critique of NYSE's Director Independence Listing Standards*, 30 SEC REG. L.J. 370 (2002).
2. Bainbridge, Stephen M. (2012), *CORPORATE GOVERNANCE AFTER FINANCIAL CRISIS*, New York: Oxford University Press.
3. Baum, Harald (2017), *The Rise of Independent Director in the West*, in Dan W. Puchniak, Harald Baum & Luke Nottage eds., *INDEPENDENT DIRECTORS IN ASIA—A HISTORICAL, CONTEXTUAL AND COMPARATIVE APPROACH*. UK: Cambridge University Press.
4. Black, Bernard, Cheffins, Brian & Klausner, Michael, *Outside Director Liability*, 58 STAN. L. REV. 1055 (2006).
5. Chang, Hsin-Ti, Lin, Yu-Hsin & Tsai, Ying-Hsin (2017), *From Double Board to Unitary Board System—Independent Directors and Corporate Governance Reform in Taiwan*, in Dan W. Puchniak, Harald Baum & Luke Nottage eds., *INDEPENDENT DIRECTORS IN ASIA—A HISTORICAL, CONTEXTUAL AND COMPARATIVE APPROACH*. UK: Cambridge University Press.
6. Cheffins, Brian & Black, Bernard, *Outside Director Liability Across Countries*, 84 TEX. L. REV. 1385 (2006).
7. Clarke, Donald C., *Three Concepts of the Independent Directors*, 32 DEL. J. CORP. L. 73 (2007).
8. Coffee, John C. (2006), *GATEKEEPER—THE PROFESSIONS AND CORPORATE GOVERNANCE*, New York: Oxford University Press.
9. Cox, James D., Hillman, Robert W. & Langevoort, Donald C. (2013), *SECURITIES REGULATION—CASES AND MATERIALS*, New York: Wolters Kluwer Law and Business.
10. Eisenberg, Melvin A. (1976), *THE STRUCTURE OF CORPORATION: A LEGAL ANALYSIS*, Boston & Toronto: Little, Brown and Company.
11. Fox, Merritt B., *Gatekeeper Failure: Why Important, What to Do*, 106 MICH. L. REV. 1089 (2008).

- 12.Holland, Randy J., *Determining Director Independence*, lecture at the Corporate Governance Summit XIII, 49, Oct. 25, 2017.
- 13.Karmel, Roberta S., *Is the Independent Director Model Broken?*, 37 SEATTLE U. L. REV. 775 (2014).
- 14.Lin, Laura, *The Effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Mechanism: Theories and Evidence*, 90 NW. U. L. REV. 898 (1996).
- 15.Michaels, David I., *No Fraud? No Problem: Outside Director Liability for Shelf Offerings Under Section 11 of the Securities Act of 1933*, 28 REV. BANKING & FINANCIAL L. 339 (2008).
- 16.Michaels, David I., *An Empirical Study of Securities Litigation After WorldCom*, 40 RUTGERS L.J. 319 (2009).
- 17.Palmiter, Alan R. (2011), *SECURITIES REGULATION*, New York: Wolters Kluwer Law and Business.
- 18.Rock, Edward B., *Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Works?*, 44 UCLA L. REV. 1009 (1997).
- 19.Sale, Hillary A., *Independent Directors as Securities Monitors*, 61 BUS. LAW. 1375 (2006).
- 20.VeliKonja, Urska, *The Political Economy of Board Independence*, 92 N. C. L. REV. 855 (2014).

Rethinking the Civil Liability of False Financial Statement for Independent Directors: Focusing on the Element of Fault

Hsin-Ti Chang^{*}

Abstract

Independent director mechanism plays a crucial role in the development of corporate governance at current stage in Taiwan. However, the wave of resignation of independent directors from the board in recent years has highlighted the potential problem of imbalanced legal liabilities imposed on independent directors while also providing an opportunity for rethinking the legal liabilities of independent directors.

This paper focuses on the civil liability of independent directors for false financial statements—the highest risk faced by the said subjects (according to the empirical study)—in Taiwan. From a comparative perspective, this research explores and analyzes the relevant laws and court decisions regarding independent director liability—especially on the false financial statements—both in Taiwan and the U.S. and discovers that the civil liability of independent

^{*} Professor of Law, National Taipei University; J.S.D. University of California, at Berkeley.

Received: April 18, 2018; accepted: November 22, 2018

directors for false financial statements in Taiwan is stricter than its counterpart in the U.S.

After studying the roles of financial statement gatekeepers played by independent directors and accountants, the appropriateness of existing legal liability for false financial statements, and the possible challenges for future reform, an amendment to the Article 20-1 of the Taiwan Securities Exchange Act is proposed which changes the standard of “presumption of negligence” to “negligence” in order to reduce the exposure of civil liability of independent directors for false financial statements.



Keywords: Independent Director, False Financial Statement, Negligent Liability, Due Diligence Defense, Article 20-1 of the Securities and Exchange Act