

（文接上期）

又財報不實時，原告固得依證券交易法第 20 條、20 條之 1 請求損害賠償，惟因實務上大都認為依法條規定內容，其列舉行為態樣既為詐欺或隱匿，其行為態樣自以故意行為為限^{36,37}，是如被告所為係過失行為時，則無法適用證券交易法第 20 條、第 20 條之 1 規定請求損害賠償，僅得依民法侵權行為規定請求³⁸；惟因原告所受損害為經濟上損失³⁹，並非財產權受侵害，是其僅得依民法第 184 條第 1 項後段或同條第 2 項規定請求，實務上有以民法第 184 條第 2 項規定，認證券交易法為保護他人之法律，適用該條項過失推定之法則，使舉證責任倒置，以免原告無法舉證之困境⁴⁰。

又證券交易法第 20 條第 1 項、第 2 項之增修，學者多認係分別參考美國證券交易法第 10(b) 條、Rule 10b-5 及第 18(a) 條之規定而來，前者美國實務上透過規則 10(b)-5，而適用「詐欺市場理論」，後者則認應適用「eyeball test」原則⁴¹，但立法理由未明示；是現行法究係移植自美國證券交易法第 18 條或第 10(b) 條容有爭議，在法條未明文規定下，實務逕以「詐欺市場理論」使被告負舉證責任是否妥適，是否符合民事訴訟法第 277 條舉證責任法則，自有疑義。另如以侵權行為請求時，法院如以民法第 184 條第 2 項規定，使舉證責任倒置，是否符合該條項立法意旨，亦值懷疑。

有關交易因果關係之認定，實務似未完全相同於傳統侵權行為法，由原告負舉證責任，如大中鋼鐵 A 案之判決⁴²，法院認財報不實之投資人「因公司未揭露負責人擅自挪用款項之事實，無從判斷風險而善意買入股票致生損害」，依民法第 184 條第 2 項規定，認證券交易法第 20 條第 2 項為保護他人法律，即受推定因果關係存在，舉證責任轉換，使被告須舉證不

證券詐欺之交易因果關係——從 102 年度台上字第 1294 號判決談起

下

文／陳學德

實財報與投資人損害無因果關係，才能免責，學者亦肯定之⁴³。其他判決中亦可發現直接引用「詐欺市場理論」為立論依據，例如立大農畜產案⁴⁴、順大裕案⁴⁵、宏億 A、B 案⁴⁶、宏達案⁴⁷、名鍾案⁴⁸等。本案法院亦同樣以「詐欺市場理論」取代「eyeball test」原則，認為公司以積極手段詐騙投資人，使投資人誤信公開資訊內容之真實性，而買進公司股票，難謂無因果關係。是美國法之「詐欺市場理論」，事實上於我國實務上已相當程度為法院所認同，此固有助於財報不實損害賠償責任之訴追；惟實務參酌「詐欺市場理論」之精神，引用民事訴訟法第 277 條但書之規定，認為原告僅須舉證證明財報內容不實，則已盡交易因果關係之舉證責任，而由被告負舉證責任倒置之責⁴⁹。

惟因果關係中所稱「無此詐欺即無此行為」時，所涉者即為信賴要件，亦屬交易之因果關係。我國證券交易法第 20 條就此並未為特別規定，是以，投資人求償時，是否可以詐欺市場理論代替真正信賴之證明，不無疑義⁵⁰。惟採用詐欺市場理論，未必得仰賴立法不可。事實上，有關因果關係之認定方式，向來由學說提出，如條件說及相當因果關係說等。是以，若法院可以接受並認為在政策上應接受詐欺市場理論，則由判決加以採用，實為最有效率之方式，更可令法律解釋快速地隨著新理論及市場現況而發展，賦予法律強盛之生命力，將

更為適當。

陸 發行公司之損害賠償責任

有關流通市場之發行公司損害賠償責任，學說上非無爭議，蓋證券發行公司於「流通市場」未如「發行市場」可能籌措資金，而直接自投資人獲得利益，投資人於發行市場因財報不實受有損害時，發行公司固然須返還所獲取之利益，然於流通市場既未受投資人利益移轉，卻須對投資人負損害賠償責任時，其結果則由公司當時股東負擔，換言之，於其他股東之負擔下，使部分股份取得者獲得救濟，而造成股東間利益移轉之不公平現象。另原本股東對於公司之剩餘財產請求權地位劣後於債權人，然現因財報不實損害賠償請求權之行使，無寧使其地位優先於債權人，是否適當不無疑問⁵¹。不過對於前者之反論，認為投資人行使損害賠償請求權，不可否認會發生股東間利益移轉情形，但公司於賠償投資人後之損失，可能經由向財報不實之應負責者求償而獲得補償，故利益移轉問題不至過於嚴重。至於後者認為投資人因公司財報不實所受損害，無異於第三人因公司其他不法行為損害，既同基於不法行為而發生債權之債權人，若因兼具公司出資人地位，而無法請求，實難信服；更何況投資人基於公司財報不實而買入股份，其所受之損害非基於股東地位而發生者，乃是為取得股份（股東地位）所生者，於取得股份階

段之投資人與債權人所受之損害，應予以相同程度之救濟⁵²。

一、日本法

日本學界雖亦有上述爭議存在，不過日本立法政策上，認為同一公司發行同種證券，對投資人而言，其取得不論自「發行市場」或「流通市場」應受法律相同保護才是，發行市場虛偽不實記載之發行人損害賠償責任，已明文規定，所以流通市場發行人，亦應相同地負損害賠償責任；而除對於資本市場證券取得投資之利益予以保護外，並抑制財報不實，以確保市場價格之公正性與價格形成機能之健全，日本於 2004 年證券交易法修正中，增訂第 21 條之 2 規定，明定流通市場虛偽不實記載之發行人損害賠償責任⁵³，而其立法理由亦同樣可適用於我國證券交易法增訂第 20 條之 1 規定，發行人對於財報虛偽不實應負損害賠償責任，且為無過失責任。

固然發行人對於財報不實應負賠償責任，且為無過失責任，但責任程度應如何？換言之，投資人行使損害賠償請求權，使公司財產大幅減少，造成股東間利益之移轉，雖言該損失可向不法行為者個人求償彌補之，而該等求償未必容易之事，甚至於發生巨額損賠責任，公司無力負擔以致於破產，而債權人之債權亦無法清償地步⁵⁴。學者認為，流通市場發行人損賠責任之立法政策，雖在於投資人利益之保護，但其最後可能完全歸責於公司其他股東及債權人；而為抑制財報不實確保市場價格公正性，卻使公司處於破產地步之虞，因此發行人損賠責任應予限制⁵⁵。日本於 2004 年證券交易法修正中，明定發行人損害賠償責任外，亦規定其責任之上限，即請求權人取得該有價證券所支付總金額中扣除下列金額計算之：一、請求時仍保有者，依請求時之市場價格（文轉四版）

註釋

³⁶ 賴源河，證券管理法規，第 397 頁以下，自刊，1997 年 9 月增修訂版第 2 刷。賴英照，證券交易法逐條釋義第一冊，第 328 頁以下，三民書局，1996 年 8 月 6 刷。曾宛如，同註 25 文，第 65 頁。臺灣高等法院 102 年度金上字第 2 號則認為故意行為為限。但學者有認上述高院見解係以刑事責任來推論民事責任，惟民事責任是過失責任主義，且證券交易法第 20 條第 1 項有「不得為……其他足致他人誤信之行為」等文字，於民事上適足以概括立法者始料未及之態樣，甚至是非故意所造成，宜有不同解讀，詳廖大穎，證券交易法導論，第 268 頁，2013 年。王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，實用證券交易法，第 419 頁，2011 年。此外，臺中地院 90 年度重訴字第 706 號判決認證券交易法第 20 條第 1 項包含故意或重大過失行為。

³⁷ 廖大穎則認現行民事責任係採過失責任主義，與刑事責任係採故意責任主義不同，宜認證券交易法第 20 條第 3 項亦包含過失行為在內，詳同註 27 文，第 53 頁。

³⁸ 此看法，似受美國證券交易法第 10 條授權之 Rule 10b-5 影響，因該國法制認為該條款為證券交易法反詐欺之帝王條款，原告須就被告之特別主觀構成要件不法意圖（Scienter）負舉證之責。而美國聯邦最高法院將反詐欺條款之 Scienter 定義為「行為人意圖欺瞞、操縱證券價格或施詐術予證券投資人之主觀

構成要件」，因此行為人若因過失後誤傳不正確之資訊予投資人，即不符 Scienter 之要件，證券投資人若因信賴前述失真之訊息致經濟上之損失，僅能依習慣法之侵權行為請求權基礎，請求表意人負過失侵權之損害賠償責任，而不能依上開 Rule 10b-5 請求損害賠償。詳見莊永丞，論證券交易法第 20 條之 1 之功過得失，月旦財經雜誌，第 36 期，第 54 頁註 13、14。

³⁹ 臺北地院 89 年度重訴字第 1716 號判決、臺中地院 90 年度重訴字第 706 號判決。

⁴⁰ 臺中地院 91 年度訴字第 243 號民事判決、臺中高分院 92 年度上易字第 471 號民事判決均認證券交易法第 20 條第 2 項、第 174 條，兼有保護投資大眾免於受害之目的，屬於保護他人之法律。但學者曾宛如認為證券交易法第 20 條第 2 項係參照美國 section18(a) 而制定，應適用「eyeball test」原則，由原告負舉證責任，而非舉證責任倒置由被告負反證之責。詳見曾宛如，同註 25 文，第 78 頁。

⁴¹ 曾宛如，同註 25 文，第 62 頁。

⁴² A 案：臺中地院 91 年度重訴字第 334 號。B 案：臺中地院 91 年度訴字第 243 號民事判決、臺中高分院 92 年度上易字第 471 號民事判決。

⁴³ 劉連煜，新證券交易法實例研習，第 292 頁，2006 年 2 月；劉連煜，財報不實之損害賠償責任法制史上蜥蜴的復活？-

證券交易法新增訂第二十條之一的評論，月旦民商法，第 11 期，第 59 頁。

⁴⁴ 高雄地方法院 91 年度重訴字第 447 號民事判決；臺灣高等法院高雄分院 94 年度金上字第 1 號民事判決。

⁴⁵ 臺中地方法院 90 年度重訴字第 706 號民事判決（A 案）；91 年度訴字第 1769 號（B 案）。

⁴⁶ 臺灣高等法院 101 年度金上字第 7 號民事判決。

⁴⁷ 桃園地方法院 94 年度金字第 1 號民事判決。

⁴⁸ 臺灣高等法院 102 年度金上字第 2 號、新北地方法院 98 年度金字第 1 號民事判決。

⁴⁹ 最高法院 105 年度台上字第 49 號民事判決。

⁵⁰ 曾宛如，同註 25 文，第 87 頁。

⁵¹ 潘阿憲，有價證券報告書之虛偽記載和損害額之算定（1），法學會雜誌，52 卷 1 號，第 106 頁，2011 年。

⁵² 潘阿憲，同前註，第 107 頁以下。

⁵³ 潮見加男，虛偽記載等による損害 - 不法行為損害賠償法から視點，商事法務，1907 號，第 21 頁，2010 年 8 月。

⁵⁴ 近藤光男，有價證券報告書之虛偽記載に基づく損害賠償責任（下）- 西武鐵道事件最高裁判決中心，商事法務，1953 號，第 25 頁以下，2011 年 12 月。

⁵⁵ 近藤光男，同前註，第 26 頁；潮見加男，同註 53，第 19 頁。

首場活動由就業中心同仁向少年宣導金門地區就業資訊，解說謀職方式與技巧。同時就地區概況及就業體系、就業促進工具及津貼、目前職缺介紹及工作應有態度等，與少年及家長互動，探討如何於職場建立良好人際關係，成為一個情緒控管得宜，EQ 高、抗壓性強的職員，而能穩定持續的在職場上工作。參與活動的少年及家長均感受良多，收穫滿滿。