商事法判解

財報不實因果關係之舉證與共同侵權責任

最高法院104年度台上字第225號判決

【實務選擇題】

關於證券交易法第20條之1條之敘述，下列何者錯誤？

- (A) 本條是侵權責任性質，故須具備交易因果關係。
- (B) 本條交易果關係之舉證，應由請求賠償之人為之。
- (C) 本條交易因果關係之舉證上，可以舉證信賴股價來推定信賴不實消息，藉此減輕舉證責任之困難。
- (D) 依本條負有比例責任之人，即不能再以民法第185條令其負連帶責任，蓋證交法乃特別規定。

答案：D

【判決節錄】

「查證券市場法則，係建立在企業內容公開之前提，因股票之價值認定與一般商品不同，無從依外觀認定其價值，在一個有效率市場下，……藉由企業資訊之揭露，提供市場上理性投資人得以形成投資之判斷。亦即所有影響股票價格之資訊將被市場吸收，充分反映於股票價格上。……如要求其舉證證明不實財報與投資損害之因果關係，不僅客觀上困難，且屬過苛。故依民事訴訟法第二百七十七條但書規定，參考美國法之詐欺市場理論，認只要善意投資人能證明發行證券公司所為財報不實足以影響股價，且其不知財報不實而買入股票，其後受有股價下跌損失，即應推定二者間有因果關係。……」

「第一類授權人（買賣之人）誤信系爭財報而買入宏億公司股票，應認因此受有股價下跌之損失。至第二類授權人（持有人）係在系爭財報公告前即持有股票，尚不能經由美國法之詐欺市場理論，遽以推定買入股票與系爭財報間存有交易之因果關係，復未舉證證明其誤信系爭財報，而仍持有股票致受損失，難認與系爭財報不實有何因果關係，其請求損害賠償，自屬無據，應予駁回。……」

「吳俊輝確有參與系爭財報之存貨評價計算，其與王送來、陳秀娥均係故意以背於善良風俗之方法，加損害於他人，構成共同侵權行為，應連帶負損害賠償

責任。……」

【學說速覽】

- 一、證交法第20條之1，性質乃侵權行為，一般侵權行為原告須舉證因果關係存在，且本條中亦有“因而”之文字，故可認為原告之損害與被告之行為間自須具備因果關係。而在證券詐欺類型中，因果關係係指投資人因信賴不實陳述而誤信做出投資決定，並因該投資決定受有損害，簡言之，即為對不實陳述之「信賴」（reliance）。
- 二、但因為信賴乃主觀意志，不易證明，造成投資人一大負擔，有減損本條功能之虞。遂有認為可參考美國法上Basic案中之「對市場詐欺理論」（fraud on the market theory），認為在一個效率市場假說下，股價會充分反映已公開之資訊，故可以藉由證明信賴市場來推定信賴該不實資訊，減輕投資人舉證責任。

不過，此理論之適用，於國外以有買賣行為為前提，我國法中支持有人恐怕無法援用。

劉連煜老師認為，我國即可參考此精神，藉由立法或法官造法來推定因果關係，但持有人則無法援用，並認持有人之規定應予刪除。而於宏億案中（即本案）臺灣高等法院101年度金上字第7號民事判決（即本案之下級審），也肯認此一見解。

【關鍵字】

對市場詐欺理論、交易因果關係、共同侵權、財報不實。

【相關法條】

證券交易法第20條之1。

【參考文獻】

- 劉連煜，《新證券交易法實例研習》，元照，二〇一一年九月增訂九版，頁309~312、343。

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！