

商事法判解

證券詐欺中，證券持有人之因果關係與舉證責任 最高法院106年度台上字第2417號判決

作者：鄭仰博(鄭律師) 更多老師精彩內容請看→



【實務選擇題】

甲上市公司為半導體科技產業，因為中美貿易戰下，公司連連虧損，故甲公司造假財務報表，虛報營業收入，此財報於107年5月公布之，投資人A於107年4月購買甲公司股票，另外投資人B於公布後的6月買進甲公司股票，於108年1月財報不實被爆出後，股價下跌，投資人A、B欲請求損害賠償，依實務見解下列敘述何者正確？

- (A) 依證交法第20條之1，A不能向甲公司請求損害賠償。
- (B) 依證交法第20條之1，B能向甲公司請求損害賠償，但須證明交易因果關係。
- (C) 依證交法第20條之1，A能向甲公司請求損害賠償，且推定交易因果關係。
- (D) 依證交法第20條之1，B不能向甲公司請求損害賠償。

答案：C

【判決節錄】

一、因為信賴不實財報而買進之人

在自吉祥公司96年年度財務報告公告日至99年度第2季財務報告公告前1日（即97年5月1日至99年8月30日）買入吉祥公司股票之投資者，因信賴上開不實財報而為投資決定，即應推定具有交易因果關係。

二、證券持有人（在不實財報公布前即買進，後信賴不實財報兒未賣出者）

又95年1月11日增訂之證交法第20條之1規定已賦予「持有人」損害賠償請求權，金融監督管理委員會函示亦認凡於95年1月13日（即證交法第20條之1規定生效日）後公布不實財務報告之行為人，對於行爲時之持有人應負損害賠償責任。故自95年1月13日起至吉祥公司96年年度財務報告公告前一日之期間（即95年1月13日至97年4月30日）買入吉祥公司股票，並於前開不實財報影響期間

【高點法律研習班】

版權所有，重製必究！

繼續持有或買賣吉祥公司股票者，亦應推定有交易因果關係存在。是附表一至附表七所列之授權人，均推定有交易因果關係。

三、推定交易因果關係，但是仍需要證明損失因果關係

惟投資人因誤信不實財報而為投資，雖可推定其有交易因果關係，但投資人仍須證明其受有損害，且該損害與不實財報間有因果關係存在。

【學說速覽】

- 一、依證交法第20條之1，證券持有人為財報不實損害賠償之主體，實務見解¹³認為，證券持有人因為買入時尚無財報公布因此無法適用美國詐欺市場理論，所以當原告無法證明因為信賴於持有系爭股票，就不能請求賠償。
- 二、學說上認為使持有人不需證明交易因果關係恐有爭議（法條未規定），另外有關於持有人是否適用對市場詐欺理論，美國法認為仍須有買賣關係才能適用，因此如果持有人必須證明其未賣出持股是受不實財報之影響有相當之困難。解決方式為，用民訴第277條但或是以「當時本有出售系爭股票之計畫，但卻於不實資訊公告後停止其出售持股計畫」取代「信賴財報而未賣出」應可以接受¹⁴。
- 三、另有學說認為，因為實務上不論是證交法第32條、第20條之1或是第20條均引用詐欺市場理論來推定交易因果關係，但是事實上美國法上適用詐欺市場理論的只有證交法第20條，若是屬於實定法上第20條之1，「是主要內容有虛偽或是隱匿，對於取得人、出賣人或持有人因而所受之損害」的事實認定，合於我國實定法之構成要件即足以，和證交法第20條第1項一般反詐欺條款不同，無須限於美國詐欺市場理論¹⁵，因此學說上認為不用審酌交易因果關係，自無所謂要步要推定的問題。
- 四、綜上所述，學說上對於財報不實證券持有人請求損害賠償時，關於交易因果關係（信賴財報不實而購買系爭股票）是否應由持有人舉證或是可以引用美國法上詐欺市場理論，依民訴第277條但書推定交易因果關係存有爭議，最難之處在於因持有人沒有買賣，所以無法直接套用詐欺市場理論，本案最高法

¹³ 臺灣高等法院101年度金上字第7號民事判決。

¹⁴ 劉連煜，〈財報不實案中有關證券持有人的舉證、過失比例責任及會計師事務所之連帶責任—臺灣高等法院101年度金上字第7號民事判決評釋〉，《法令月刊》，第64卷12期，頁1-24。

¹⁵ 廖大穎，〈財報不實與會計師賠償投資人損害的因果—觀察臺灣高等法院102年度金上字第2號民事判決的詐欺市場理論看法〉，《月旦裁判時報》，頁41-54。

院已經明文認定持有人也有推定交易因果關係之適用，但是卻將持有人範圍擴充到「於前開不實財報影響期間買賣吉祥公司股票者」，照理而言財報沒被揭穿不實就賣掉，似無損害可言，這點要請同學寫申論題時要小心注意。

【關鍵字】

證券詐欺、財報不實、交易因果關係、詐欺市場理論、證券持有人

【相關法條】

證交法第20條第2項、證交法第20條之1

【參考文獻】

1. 劉連煜，〈財報不實案中有關證券持有人的舉證、過失比例責任及會計師事務所之連帶責任—臺灣高等法院101年度金上字第7號民事判決評釋〉，《法令月刊》，第64卷12期，頁1-24。
2. 廖大穎，〈財報不實與會計師賠償投資人損害的因果—觀察臺灣高等法院102年度金上字第2號民事判決的詐欺市場理論看法〉，《月旦裁判時報》，頁41-54。

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！