

重要論文導讀 ①

# 財報不實損害賠償責任之真實價格如何認定 及投資人是否與有過失問題

## —最高法院102年度台上字第1294號等民事判決研究

編目：民事法

出處	月旦法學雜誌，第232期，頁234~245	
作者	劉連煜教授	
關鍵詞	證券詐欺、財報不實、真實價格、與有過失、淨損差額法	
摘要	針對財報不實損害賠償案件，近來最高法院102年度台上字第1294號民事判決意旨「股票的真實價格將隨市場資訊變動而更異」。甚且，不法行為之爆發或更正之時點，實務上常難以明確認定，損害因果關係亦易遭抗辯。因此，如何建立通案的「真實價格」計算方式，以及財報不實之受害投資人其損害之擴大是否適用「與有過失」？皆為本文探討重點。	
重點整理	最高法院判決要旨	<p>上訴人公司91年度第2季至第93年度上半年之財務報告有隱匿為C公司擔保借款、假以貸款方式取得資金證明以隱匿公司資產不足、發行可轉換公司債卻未實際收足認購款項、利用發行可轉換公司債轉換成股票套取現金，93年度財務報告虛構投資海外基金，及虛設行號以不實交易虛增營額、透過孫公司併購美國M公司部分價款資金流向不明等虛偽不實情事。因此於上訴人公司財報不實期間買進上訴人公司股票，或迄今仍持有、或於上訴人發布虧損重大訊息後始賣出持股之投資人，依證券交易法第20條、公司法第23條第2項及民法第28條向上訴人公司及其他一審共同被告請求損害賠償。</p> <p>上訴人公司就證券交易法第20條抗辯投資人未能舉證證明其對公司之不實表示有信賴之事實，且與其損害間有因果關係。最高法院對此表示發行公司對於不實之財務報告，應負結果責任主義之無過失責任，方足以保護投資人，並符合資本市場之本質。發行人不實財報行為，與該期間投資人買進股票而受有損害，自有相當因果關係。投資人之損害應以「淨損差額法」</p>

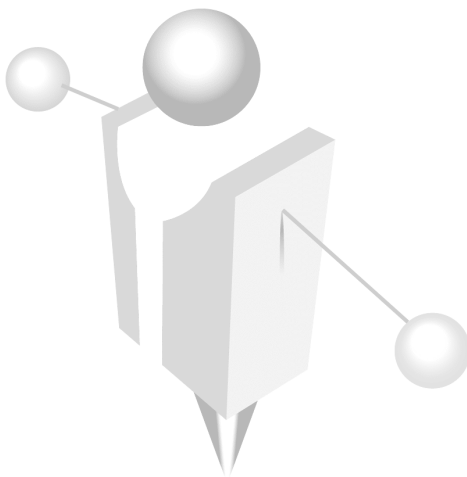
	<p>最高法院判決要旨</p>	<p>即投資人購買價格減去股票真實價格之差額計算之。又所謂「真實價格」係指若無詐欺因素之影響，股票應有的價值。最高法院認以上訴人公司虧損重大訊息公開揭露後10個營業日收盤平均價格3.378元，擬制作為計算投資人損害之真實價格，較為妥當公平。最高法院另指出，是否上訴人公司於證券交易市場顯現之財務資訊會因陸續申報公告之財務報告內容有所變動，所反應之市場股價會有不同？真實價格亦會與時調整？投資人係在不同時期、以不同價格買入上訴人公司股票，則各投資人各買入時之真實價格是否一致？並非無疑。原審未區辨各投資人買入股票之時點及市價差異，概以上訴人公司虧損重大訊息公開揭露後10個營業日收盤平均價格3.378元，作為計算各投資人損害之真實價格，失之速斷。</p>
	<p>我國司法實務對「淨損益法」之採用</p>	<p>參酌本案、最高法院99年度台上字第521號民事判決及最高法院97年度台上字第1118號民事判決，<b>最高法院似已定調捨去先前實務曾採取之「毛損益法」。</b></p>
<p>重點整理</p>	<p>美國實務及日本法對「真實價格」之觀點</p>	<p><b>一、美國實務</b>  「真實價格」之計算，傳統上多運用下列二方法：  (一)指數比較法：「真實價格」為一持平之固定數字，不會隨市價變動而調整，類似我國現行以10個交易日或90個交易日之均價。  (二)事件研究法：「真實價格」與市價皆維持一定程度之係數關係，無論市價如何變動，股票之真實價值皆隨著市價變動而調整。此法每日均會有一真實價格，要視投資人何日買進，買進【高點價格與當日真實價格相減，即為投資人之損害】  <small>版權所失。重製必究！</small></p> <p><b>二、日本法有關賠償金額之推定</b>  日本金融商品取引法第21條之2第2定有明文，虛偽不實揭露後股價下跌幅度，理論上可顯示虛偽不實記載對證券價值影響程度，故法律以該下跌幅度作為所受損害之近似金額。其差額之計算是以資訊更正日前1個月期間該證券市場價格之平均額，扣除更正日後1個月期間該證券市場價格之平均額，作為損害之金額。此推定僅為損賠金額計算方式之一，若投資人能以其他計算方法證明自己實際損害，亦可能求償。</p>

<p>重點整理</p>	<p>「真實價格」應以各財報公告為基準</p>	<p>有學者觀察近期美國法院判決，以「事件分析法」計算損害金額似成為美國法院之主流。惟該方法需有鑑識會計制度之配合，造成雙方當事人一大負擔。從訴訟經濟觀點，同時考量國內鑑識人才不足、過往實務判決之損害賠償金額平均不高，難以負擔高額鑑定費用之情形下，我國實務上較難採行之。</p> <p>劉師認為如採「淨損差額法」確有必要擬制真實價格，較為合理可行的方法是以不實財報公布之時點作為推斷基準。亦即，以每一期財報影響期間擬制該期間內一個真實價格，換言之，各該期間內（資訊揭露後90日或10個交易日之平均收盤價均可）之受害投資人之真實價格均為一致，而無逐日計算每一投資人真實價格之必要。</p> <p>另有一須一併解決之技術問題，即除最後一期外，其餘各期因當時未揭露真實資訊，其市場均價恐無法反應詐欺因素，故劉師建議仍以最後消息爆發後之市場均價來擬制真實價格，再依大盤或類股指數依比例回推各該期間之真實價格。</p>
	<p>受害投資人無「與有過失」之問題</p>	<p>本判決更審前最高法院判決（99年度台上字第521號民事判決）提出投資人未於重大訊息公告後，市場反應期間內出脫持股致擴大其損害，是否與有過失而應減少損賠金額，高院應予詳查而發回更審。</p> <p>「與有過失」（過失相抵），依民法第217條須投資人之行為造成損害之發生與擴大，得存在於損害發生時或損害發生後。劉師贊同日本學者之見解，認為損害之擴大在於股價繼續下跌，而影響股價下跌之因素與受害投資人無關，同時考量財報不實資訊於證券市場究竟多長時間才會反映完畢，實難預知；且於該重大訊息反應於股價期間出脫持股，在沈重實壓及成交量大幅減縮下，能否如願即時成交，亦屬不確定因素；另加害人財報不實之加害行為，為何會導致受害人負擔出脫持股之義務？故劉師認為不存在「與有過失」之問題，以求事理之平。</p>
<p>考題趨勢</p>		<p>財報不實相關法律責任向為國考熱門考點，本篇著重在損害賠償額之計算及有無「與有過失」之適用，日後考生於論述題計算損害賠償額時，除以「淨損差額法」計算之外，「與有過失」亦與損害賠償額之計算相關，故若能附帶論述真實價格之判斷標準及相關學說，必能獲取高分。</p>

延伸閱讀

- 一、劉連煜，《新證券交易法實例研習》，2014年9月。
- 二、劉連煜，〈財報不實案件中之比例賠償責任與全部賠償責任〉，《月旦法學教室》，第134期，2013年12月。

※延伸閱讀推薦，都可在最多法學資源的【月旦法學知識庫】  
[www.lawdata.com.tw](http://www.lawdata.com.tw)立即在線搜尋！



【高點法律專班】

版權所有，重製必究！