

教學觀摩

民事實務見解回顧（三十二） 論證券詐欺與財報不實之民事責任

編目：民事法

主筆人：麵律師

【案例 1】

A 公司於民國 84 年 5 月 22 日獲准掛牌上櫃，即其股票可以開始在櫃檯買賣中心買賣，被告甲、乙分別為上櫃當時之董事長、法人董事代表人，丙則為監察人，均曾在公開說明書上簽章。另 B 證券公司則為 A 公司申請股票上櫃時之輔導及推薦承銷商，亦在 A 公司股票上櫃承銷時之公開說明書上簽名。丁為 A 公司自 81 年起之財務簽證會計師，亦在 A 公司股票上櫃承銷公開說明書上簽名，合先敘明。

A 公司嗣於 86 年 2 月 1 日因涉及財報不實，隱匿重大虧損，產生鉅額退票而遭櫃檯買賣中心終止上櫃，即股票下櫃（停止在證券商營業處所買賣）。原告為該公司之股東，均係相信 A 公司財務報表及公開說明書之記載為真實，而善意買受 A 公司之股票，但 A 公司之財務報表及公開說明書虛偽不實，致原告受有損害。

試問：

- （一）原告若依證券交易法第 20 條第 3 項之規定提起訴訟，應以何人為被告？
- （二）承上，證券交易法第 20 條第 3 項之民事責任是否僅以故意為限？
- （三）乙若辯稱：其乃經其他公司指派執行董事職務之外部董事，有正當理由信任會計師專業，已盡其注意義務，是否合理？

【案例 2】

A 公司於 61 年 2 月 18 日設立，89 年 9 月 11 日起獲准於臺灣證券交易所股份有限公司（下稱證交所）上市買賣。甲為 A 公司董事長；乙為甲之配偶，任 A 公司董事並擔任總稽核，負責 A 公司內部各項制度控制、稽核及收付款審核等財務事項之決策與調度；丙為 A 公司董事，並擔任 A 公司副董事長與總經理，負責 A 公司業務開發與營收。丁為 A 公司之獨立董事，戊為 A 公司之監察人。己則為 A 公司 95 年度第 1 季及第 3 季財報之核閱報告及 95 年第 2 季財報之查核報告之簽證會計師，合先敘明。

嗣因 A 公司訂單逐漸外移，自民國 94 年 12 月起，每月營收金額無法達到營運目標或去年同期之營業額，甲與乙為維持 A 公司股價，即指示財務部門務必使財報顯示 A 公司均已達預定營收目標，遂自 94 年 12 月份起，填製不實之轉帳傳票，認列於 A 公司各月份營收當中，藉以虛增每月營收金額，次月再將虛增之營業收入對沖。因此自 95 年 1 月 10 日起，公告之每月營業收入資訊（下稱系爭營收）及公告申報之 94 年度至 95 年度第 1 季至第 3 季財務報告（下稱系爭財報，與系爭營收合稱系爭營收與財報）均有虛偽不實之情事。

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！

迄A公司於96年4月3日發佈虛增營收及獲利數額之重大訊息公告日止，受該公司不實之系爭營收與財報資訊誤導，而善意買進A公司有價證券之投資人等原告，擬按證券交易法第20條第1項、第3項之證券詐欺賠償責任、證交法第20條第2項、第20條之1之資訊不實賠償責任向甲、乙、丙、丁、戊請求連帶損害賠償責任。試問：原告所選擇之請求權基礎，是否正確？

壹、證券詐欺之民事責任

按證券交易法第20條第1項、第3項之規定，「有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。(第1項)違反第1項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，**應負賠償責任**。(第3項)」本條之立法目的在於維護證券市場之公平性與正直性，維持投資人之信心。又本條第3項民事損害賠償責任之性質，多數說認為屬於侵權行為之性質，先請讀者記憶。

一、因果關係

假若回歸一般侵權法則之法則，當由原告舉證其損害係由被告之加害行為所造成。但是，將此法則套用至證券詐欺之案例時，將產生適用上之問題。亦即，原告必須證明其「所受損害」與「被告之虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為」之間具有因果關係。

假如讀者還記得麵律師在侵權行為篇章談過的脈絡，就會知道這邊要證明原告的損害與被告行為有因果關係極為困難，因為原告多為一般小股東，買賣股票之動機眾多，且手邊通常無法掌握證券詐欺之相關罪證，若嚴格要求證明法則，幾乎是阻斷了原告（大眾投資人）透過訴訟機制求償的可能。為了解決此一難題，美國法上提出了著名的「對市場詐欺理論」，以推定原告「信賴」被告之虛偽或不實陳述，進而做成投資之決定（不論買進或賣出），以下簡要說明其內容。

(一)對市場詐欺理論^{註1}

對市場詐欺理論之前提，在於「效率市場假說」。也就是假設證券市場乃是一個資訊快速流通之市場，投資人會迅速利用所有資訊進行買賣有價證券之行為，故而，所有資訊均會快速反映到證券價格。投資人因為信賴市場價格之正直、健全性，進而買入或賣出證券，雖然說個別投資人並未取得特定之不實資訊，但是因為信賴市場，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。

^{註1} 參考戴銘昇，《證券交易法物語（一）》，2016年9月初版，頁77-80。

因此，投資大眾雖然未閱讀財報等不實資訊，仍推定有交易因果關係，但容許被告舉反證推翻此一假設。然而，此種反證相當難成立，蓋被告必須舉證證明該並未公開揭露之資訊，事後已經以明確而密集之方式傳達給大眾，並可有效抵銷先前造成誤導效果，方足構成反證。

(二)我國實務見解

不可否認的是，我國實務見解近來已有逐漸採取「對市場詐欺理論」之傾向，近期闡述最詳盡的判決，當屬最高法院 104 年度台上字第 225 號民事判決（宏億案），多數下級審法院予以援用，殊值參考。

該判決指出：

1. 依證交法應公告或申報之財務報告及財務文件或依同法第 36 條第 1 項公告申報之財務報告，其主要內容有虛偽或隱匿之情事，有價證券之善意取得人、出賣人或持有人就其因而所受之損害，得依同法第 20 條之 1 第 1 項至第 3 項之規定，向應負賠償責任之發行人、負責人、曾於財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章之發行人職員及簽證會計師請求賠償，**其性質為侵權行為損害賠償。**
2. 請求權人原應證明因信賴不實財報而陷於錯誤，因此一誤信而為投資之決定（買進、賣出或持續持有），並因該投資決定而受有損害。關於買賣投資行為與不實財報間之因果關係，基於股票價值之認定與一般商品不同，無從依外觀認定其價值，往往須參酌公司過往經營績效、公司資產負債、市場狀況等資訊之揭露，使市場上理性之投資人得以形成判斷；於投資人買進或賣出時，此不實消息已有效反應於股價上，故依「**詐欺市場理論**」，**不論投資人是否閱讀此不實財報均推定其信賴此財報而有交易因果關係，固無待舉證；但投資人仍須證明損害及其金額與不實財報間之因果關係。**另有其他稍早之實務見解^{註2}亦採對市場詐欺理論，亦可參考。

惟若欲採用對市場詐欺理論，則不得不面臨一項難題，即我國證券市場是否係一「效率市場」？此觀臺灣高等法院 93 年度重訴字第 50

^{註2}臺灣高等法院 102 年度金上字第 2 號民事判決：「關於買賣投資行為與不實財報間之因果關係，基於股票價值之認定與一般商品不同，無從依外觀認定其價值，往往須參酌公司過往經營績效、公司資產負債、市場狀況等資訊之揭露，使市場上理性之投資人得以形成判斷；於投資人買進或賣出時，此不實消息已有效反應於股價上，依『詐欺市場理論』，不論投資人是否閱讀此不實財報均推定其信賴此財報而有交易因果關係，但投資人仍須證明損害及其金額與不實財報間之因果關係。」

號民事判決(台肥案)所指摘：被告對於重大影響股票價格之事項，為不實之陳述或隱匿或為詐欺行為，往往迅速反應於有價證券市價，使該股價為反映重大不實之陳述或虛偽隱匿，立即於證券交易市場呈現出不適正之價格。由此可知，實務較傾向支持此一假設，惟學者尚有不同意見^{註3}，讀者亦可參考。

(三)交易因果關係與損害因果關係

麵律師要再次提醒讀者，「對市場詐欺理論」所推定的僅有交易因果關係，即使交易因果關係存在，投資人還是必須要舉證損害之因果關係存在。例如：實務見解指出，股票投資人通常以發行公司經營績效、公司資產負債、財務業務狀況、行業景氣及其他相關因素作為投資股票之依歸，「相對委託」及「連續買賣」等人為操縱股價行為乃股票自由市場所不許，股票投資人推定信賴自由市場之機制而有交易因果關係，但投資人仍須證明其損害及金額與上揭人為操縱股價行為間，具有損害因果關係，否則，不啻將此項債務人賠償責任，轉化為填補債權人交易損失之投資保險，尚非事理之平。此有最高法院 105 年度台上字第 2218 號民事判決此最新實務見解可稽。

二、損害賠償之範圍^{註4}

(一)毛損益法

此說法類似「買進與賣出價格之價差」，算法係以原告買入價格與起訴後出售之價差計算之，特徵在於擴大原告請求損害賠償之範圍。其理由在於，假設沒有虛偽不實之記載，被害人不可能購入有價證券。

(二)淨損益法

此說認為，若由詐欺行為人負擔投資人買入股票後之全部風險，尚非公平。因此被告僅需賠償因詐欺因素所造成之損失，換句話說，需計算證券之「買價或賣價」與「真實價值」之間的差額。

(三)我國實務見解

我國實務見解近來多採取淨損益法計算損害賠償範圍。例如：有見解認為，上揭股票交易分析意見書確實記載，陞泰公司曾於公開資訊觀測站公告其稅前淨利創新高；東貿公司處分子公司獲利，激勵股價走揚創二年新高各情，金融海嘯亦為投資人所週知，此等公開資訊與股

^{註3}參戴銘昇，同註2書，頁91。

^{註4}參陳春山，《董事財報責任案例評析》，2017年5月初版，頁37以下。

票價格之判斷難謂無關。則系爭股票股價波動能否謂僅係人為操縱股價行為所致，不無疑問。原審未詳予釐析明確，逕以擬制「真實價格」減去授權人賣出之價格作為損害計算基礎，即有可議…又原判決以「淨損差額法」即擬制真實價格為損害計算方法，惟其例示林晉瑋卻以「毛損益法」計算，亦屬矛盾。此有最高法院 105 年度台上字第 2218 號民事判決可稽。

貳、財報不實之民事責任

按「發行人依本法規定申報或公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。」證券交易法第 20 條第 2 項定有明文。嗣民國 95 年修法時增訂證券交易法第 20 條之 1 之規定，詳列民事賠償責任之求償對象後，已杜絕是否僅限於「發行人」應負損害賠償責任之爭議。

一、無過失責任

按證券交易法第 20 條之 1 規定：「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 1 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 2 項）」

依上開規定，發行人應負擔**最嚴重之無過失責任**。參考立法理由可知，蓋因為發行人及與投資人之間，對於財務資訊之內涵及取得往往存在資訊不對稱之狀態，在財務報告不實民事求償案件中，假設投資人需就發行人之故意、過失負擔舉證責任，亦等於阻斷投資人求償之途徑。

二、推定過失責任

依上開規定，公司負責人（包含：董事長、總經理^{註5}、董事、獨立董事）等及有簽名蓋章之職員應負擔**推定過失責任**，在其有簽名之文件上，由該等人負擔舉證之責，證明已經盡相當注意，並有正當理由可確信其內容無虛偽或隱匿之情事，以免除負擔賠償責任。

三、一般過失責任

另就會計師之民事責任，按「會計師辦理第一項財務報告或財務業務文件

^{註5}民國 104 年修法時，為避免發行人之董事長、總經理負擔過重之財報不實民事責任，董事長、總經理之財報責任由無過失責任修改為推定過失責任，請檢查小六法有沒有更新喔！

之簽證，有不正當行為或違反或廢弛其業務上應盡之義務，致第一項之損害發生者，負賠償責任。」證券交易法第20條之1第3項定有明文。其負擔一般抽象輕過失責任，其程度即為善良管理人注意義務。

四、過失責任比例

按「第一項各款及第三項之人，除發行人外，因其過失致第一項損害之發生者，應依其責任比例，負賠償責任。」證券交易法第20條之1第5項定有明文。又多數說認為證券交易法第20條之1應屬特別規定，故而負擔比例責任者，若同時構成民法第185條共同侵權行為，仍應僅依照證券交易法第20條之1負擔比例賠償責任。

至於實際分擔比例之方式各異，例如：甫出爐之最高法院106年度台上字第700號判決(纏訟十年以上之銳普案)即審酌實際犯罪參與情節並表示：蔡永祿及賴耀宗、許德暉因違反修正前證交法第20條第2項規定，應依同條第3項及民法第184條第2項規定，負損害賠償責任，**惟其3人雖有未盡注意義務之過失，然未列為相關刑事案件之被告，就相關財務報告不實內容參與程度，不能與陳貴全、詹定邦、陸金正等量齊觀**。考量其各自過失對系爭營收及財務報告不實之發生原因；及許德暉自94年4月20日始擔任監察人；另銳普公司上開預付款及虛偽交易之發生時間分布，暨董事、監察人均應同負監督公司是否合法經營之責等一切情狀，認蔡永祿、賴耀宗對於附表一「姓名」欄所示訴訟實施權授與人，應各負100分之4，許德暉則負100分之3之賠償責任。本案最高法院肯認臺高院更二審見解而駁回上訴確定，即屬可參考之適例。

五、財報不實之行為人得否主張「與有過失」抗辯？

此涉及民法債總之問題，一併供讀者複習。倘若投資人在財報不實消息見報後，皆未積極處理，則上開依法應負責之人，得否主張投資人與有過失，而減輕損害賠償責任？

按實務上有採取肯定見解者^{註6}，如最高法院102年度台上字第1305號民事

^{註6}有趣的是，同樣是未及時出售股票，若是在內線交易的情形，司法實務較傾向否定說。參考**106年10月20日甫出爐之臺灣臺北地方法院104年度金字第63號民事判決**：「被告雖稱附表一授權人於此時買入綠能公司股票，難謂與本件內線交易行為有關，縱因股價下跌而受有損害，亦與有過失，依民法第217條規定，應減免被告賠償責任云云。所謂損害之發生，被害人與有過失者，須其過失行為亦係造成該損害發生之直接原因，始足當之。如**損害之發生，因加害人一方之不法行為引起，被害人縱未採取相當防範措施或迴避手段，不能因此認被害人對損害之發生亦與有過失，而有前揭過失相抵之適用（最高法院98年度台上字第2157號判決意旨參照）**。查，禁止內線交易之規範目的，係在防止發行股票公

判決指出，被上訴人知悉日昇公司上揭財報不實之情形乃至上訴人之不法行為後，是否應即出售持股，以避免因股價持續下跌而使損失過大，暨被上訴人曾否洽詢股市投資人或其他人買受該股票之意願，有待釐清。參以被上訴人早於 90 年間買入系爭股票，89 年度至 93 年度財務報表上數據要非無輕重不等之虛偽不實情事，似已先後揭露虧損訊息有年，迨被上訴人獲悉上訴人不法行為至提起本件訴訟亦長達數月，則市場適應該項重要訊息所需之期間為何？倘被上訴人於適當反應期間內未出脫持股導致擴大其損害是否與有過失，核與應否減免上訴人之賠償責任攸關。原審未遑詳查究明，遽以前揭情詞為不利於上訴人之論斷，自有可議。

參、案例解析

一、案例 01

本題【案例 01】背景就是纏訟十年以上之正義公司案，本案背景事實相當複雜，且審理期間又歷經多次法律修正，麵律師已經簡化了題目，所以題目跟事實情況略有不同，有興趣的讀者建議可以搜尋判決詳細閱讀（警告：是 Very 長的判決！）。本題因為區分成三道小題，實務上就這些問題也有分歧的看法，再請讀者仔細思考一番囉。

(一)證券交易法第 20 條第 3 項之賠償義務人？

讀者若再仔細觀察證券交易法第 20 條第 3 項「違反第一項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任。」之規定，會發現本條其實並沒有明文規範責任主體。那麼究竟是誰該為此行為負責？

(1)地院見解

地院見解認為，本條求償對象為對募集、發行或買賣有價證券有不實之相對人。而 B 證券公司及其評估人員對本次 A 公司 500 萬股辦理上櫃前由推薦承銷商認購或公開承銷，既無募集、發行之行為，

司內部人憑藉其特殊地位而獲悉有重大影響公司股票價格之消息時，於該消息未公開或公開後 12 小時內買賣股票，造成一般投資大眾不可預期之交易風險，以維護市場交易之公平，並保護善意投資人，法律並未課以投資人須以一定期間出售股票之義務，亦不因未及時出售股票即減輕對其之保障；且個別投資人對其持有股票將來是否繼續下跌或可能上漲之不同投資判斷，可能影響其繼續持有或賣出股票之決定，投資人並無於特定時點出售持股以減輕損害之義務，尚不得以投資人未適時出售股票，遽指為損害擴大之直接原因。林和龍等 5 人抗辯授權人與有過失，洵無可採。」至於內線交易之民事責任分析，留待日後來文再撰。

更非提撥釋出股票之出賣人，自非本條項所稱應負賠償責任之人，本件應無證交法第20條第1項之適用。

至於會計師部分，本件會計師丁未就A公司之內部控制制度發現弊端，益見其就A公司81年至83年度財務報告出具無保留意見之積極擔保，顯有違反其業務上注意義務之情事。又A公司81至83年度之財務報告係由其查核、簽證，自應負連帶賠償責任。

附言之，本件最高法院認為會計師執行合夥事務而有侵權行為者，應類推適用民法第28條，被害人可請求會計事務所負連帶賠償責任，併予敘明。

故除甲、乙、丙、丁之外，B公司並非本條之求償對象，此有臺灣臺北地方法院87年度重訴字第1347號民事判決可稽。

(2) 高院見解

本案高等法院見解先解析證交法第20條第1項之規範，認為本條規範目的涵括有價證券募集、發行或買賣之交易行為過程之公平性及正直性，為維護證券市場交易秩序及保護投資人權益，**解釋上規範之主體不限於參與交易之人**。因此，同條第2項規範之客體係發行人申報或公告之「財務報告及其他有關業務文件」，規範目的在確保該類文件之內容必須正確翔實，不得有虛偽或隱匿情事，上開「發行人」字眼僅在描述財務報告及其他業務文件係由發行人申報或公告之範圍，為達保障上開文件之真實、確保投資人權利之旨趣，並無限定行為主體僅為發行人之必要，故財務報告或業務文件上有虛偽或隱匿情事，及參與編製財務報告之董事、負責查核財務報告之監察人、負責查核簽證之會計師等，均包含在內，以資確保公開發行公司公開資訊之正確，保護之對象應包含發行市場及交易市場之投資人。此有臺灣高等法院96年度金上字第1號民事判決可稽，最高法院101年台上字第1695號民事判決亦贊同此見解。

換句話說，此見解將證交法第20條之1之修正規定視為法理，將其賠償義務人納為第20條第3項之賠償義務人，因此B公司仍無需負責^{註7}。惟有學者^{註8}認為，如有實質變更法律之內容之情形，其法

^{註7}參：承上開說明，依卷附證據尚難認大華證券等4家承銷商就正義公司公開說明書內之評估報告、股票承銷價格計算書，有任何未盡查核義務之過失情事，亦無積極證據證明上開4家證券承銷商與其承辦人員有任何故意不法之行為。

^{註8}參陳春山，同註4書，頁166。

理適用即易產生爭議，仍應明定第 20 條第 3 項之賠償義務人範圍，讀者可以自行參考。

(二)證券交易法第 20 條第 3 項是否以故意為限？

其次是涉及主觀要件之問題，地院、高院分別有相反見解，值得讀者參考。

(1)地院見解：肯定說

地院見解認為，證券交易法第 20 條第 1 項之適用，須以行為人故意為前提^{註9}。並認為所謂虛偽，指陳述之內容與客觀之事實不符，而為陳述者在陳述時所明知者。所謂詐欺，指以騙取他人財物為目的所為之欺罔行為。所謂其他足致他人誤信之行為，指陳述雖非虛偽或尚未構成詐欺，但由於陳述內容有遺漏、不完整或其他原因，足以產生引人誤導之效果，使陳述之相對人，對事實之了解發生偏差者。上述不法行為均以行為人故意為前提，如因過失而發生者，當不在處罰之列。上述不法行為且須與募集、發行或買賣有價證券之行為相關連，因而使主管機關之管理或交易相對人之權益受其不法行為之侵害，始足當之。**本條刑事責任僅限故意，民事賠償類型亦僅以故意為限，不應擴張責任態樣。**

(2)高院見解：否定說

然而，高院則持相反見解，其指摘證交法第 20 條第 1、2 項規範目的在於保障有價證券交易行為之純潔，公開發行公司須就其公開資訊確保真實之義務，以達保障投資人權益，維護交易市場之公平性，同條第 3 項就「有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害」負賠償之責，可見上開規定就財務報告或業務文件內容有虛偽或隱匿情事採取結果主義，**法文未明定以行為人有故意為要件，學者通說認為本條係侵權行為之特別規定**，復參證交法其後於 95 年 1 月 11 日針對第 20 條第 2 項增訂第 20 條之 1 規定，其中第 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以故意為限，理論上共同侵權行為之類型應可存在**，以符上開規範目的。此有臺灣高等法院 96 年度金上字第 1 號民事判決可稽。

^{註9}最高法院 83 年台上字第 4931 號刑事判決：「證交法第 20 條成立之罪，無論虛偽、詐欺或其他使人誤信等行為，均須出於行為人之故意，否則尚不為罪」

最高法院 101 年台上字第 1695 號民事判決亦贊同此見解，惟認為應類推適用修正後之第 20 條之 1 之注意義務標準，併與敘明。

(三)乙是否已盡其注意義務而得免責？

(1)地院見解

地院見解認為，A 公司董事會會前製作之「投資事業會議備忘」、會後製作之「投資事業會議紀要」均為相類之記載即營運具體情形及財務報表經會計師核閱或查該完竣，並出具無保留意見，擬予承認，足證被告乙對財表暨相關業務資料，均已事前考核、事後追蹤，且於研閱各年度會計師之簽證報表及查核報告後，因未發現有不符公認會計原則或其他不合法、不合理或不合常規之疑點，而無理由相信會計師之簽證意見有虛偽或隱匿之情事。堪認乙已盡相當注意，且有正當理由信其內容無虛偽或隱匿，其據以主張免責，亦應予採信。

(2)高院見解

惟高院採取較嚴苛之見解，其認為董事為當然負責人；監察人針對董事提出之財務報告等會計表冊係其監督實質查核之職務範圍，均屬職務範圍內之負責人。因此，董事甲、乙及監察人丁均應依公司法第 23 條規定，對原告所受損害與 A 公司負連帶賠償責任。

所謂「外部董事」，係相對於「內部董事」而言，指未同時兼任公司經營團隊職務之董事，惟自公司法相關規定並未區分內部董事或外部董事，對於上開董事編造審核財務報告之義務為相同規範觀察，可見無論何種董事皆須負相同之善良管理人注意程度甚明，故本題乙之相關辯解，應無足取。

二、案例 02

本件原審地院認為，證券詐欺與資訊不實之賠償責任，兩者並不相同。區別在前者須有證券之募集、發行、私募或買賣，後者則為單純之財報文件申報或公告不實^{註10}。該案原告雖另舉最高法院 93 年度台上字第 2885 號（順大裕案）、本院 95 年度金重訴字第 2 號及臺灣高等法院 97 年度金上重訴字第 30 號（皇統科技案）等刑事判決見解，認單純財報不實，仍會使市場投資人於買賣有價證券時，有誤信之情形，故亦該當於證交法第 20 條第 1 項之證券詐欺要件。然如此解釋方式，將使證交法區別證券詐欺、資

^{註10}賴英照，《最新證券交易法解析》，98 年 10 月再版，頁 790。

訊不實之行為義務類型，喪失區別實益，且對於條文中「有價證券之募集、發行、私募或買賣」之前提要件與「不得有虛偽、詐欺、或其他足致他人誤信之行為」之義務要求，分屬不同主體，實有悖於通常之法律解釋方法，將使義務要求之對象，喪失範圍限制，誠非適當之解釋^{註11}。現行法既已就證券詐欺與資訊不實有所區別，自不應再為混淆適用。因此，本件關於財報不實部分，原告所據以請求賠償之原因事實，均係因 A 公司財報不實，以致原告等人購入、持有 A 公司股票受有價值減損之損害，並未有被告募集、發行、私募或買賣證券之主張，是此部分以證交法第 20 條第 1、3 項作為請求權基礎，為無理由。因此，本件財報不實之賠償責任，僅餘證交法之資訊不實賠償責任有繼續判斷之必要。此有臺灣士林地方法院 98 年度金字第 3 號判決可稽。

本案高等法院亦贊同上開見解，並認為民國 95 年 1 月 11 日修正公布證券交易法第 20 條第 3 項規定之修正理由已經明白表示：「財務報告及有關財務業務文件內容有虛偽、隱匿情事，相關人員所應負擔之賠償責任有其特殊性，且與第 1 項所規範之行為主體不同，爰修正第 3 項，將有關財務報告或財務業務文件不實所應負擔之民事賠償責任規定移列至第 20 條之 1 另予規範。」

準此，單純財報不實之行為，於 95 年 1 月 11 日修正後，已非證交法第 20 條第 1 項之規範範圍，且證券詐欺與資訊不實之賠償責任，兩者之所規範之行為主體不同，前者須有證券之募集、發行、私募或買賣，後者則為單純之財報文件申報或公告不實，此有甫出爐之臺灣高等法院 104 年度金上字第 14 號民事判決可稽。

因此，本件關於財報不實部分，原告所據以請求賠償之原因事實，均係因 A 公司財報不實，以致原告購入、持有 A 公司股票受有損害，並未有甲等人募集、發行、私募或買賣證券之主張，即非屬證交法第 20 條第 1、3 項規範之範圍。

^{註11}虛偽、詐欺、其他足致他人誤信之行為無須在有價證券之募集、發行、私募、或買賣行為過程中為之，其規範對象將可無限擴大。舉例而言，與公司交易之相對人如有詐欺、使公司誤信之行為，因而使公司蒙受損失，導致股價下跌，投資人亦將可循此規定請求賠償。