

重要論文導讀 ⑤

## 財報不實民事責任法制中公司作為責任主體之反思

編目：證券交易法

出處	月旦法學雜誌，第 290 期，頁 118-136	
作者	邵慶平教授	
關鍵詞	財報不實、責任主體、證券詐欺、持有人	
摘要	<p>一、在公司財報不實時，公司作為損害賠償責任的主體之一，而使投資人可以向其請求損害賠償，立法論上是否安適，實有疑義。</p> <p>二、此一議題在美國學界討論極多，共識也很高，但我國學界、實務界卻甚少論及。</p> <p>三、本文嘗試先就美國學界之見解加以整理介紹。從美國學界普遍認為公司之責任應予排除或限縮的論述理由來看，可以發現我國法制下公司責任之規範與運作，存在著更為嚴重的問題。</p>	
重點整理	問題提出	<p>一、2015 年證券交易法修法後，關於財報不實的規定，第 20 條之 1 已將董事長、總經理所負的責任類型，從無過失責任改成推定過失責任；然而同時，公司同樣作為本條的責任主體，且所負者為無過失責任。</p> <p>二、究竟公司是否應該列為財報不實損害賠償責任之主體？於 2006 年證券交易法第 20 條之 1 增訂以前，司法實務即存在爭議：</p> <p>(一)否定說</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1.若公司之股東可向公司請求損害賠償，無異使股東得與債權人享有相同清償之地位。</li> <li>2.若准許股東直接向公司請求賠償，實質上將發生公司退還股款予股東的結果，顯然違反公司法第 9 條的資本充實原則。</li> <li>3.公司財報不實並不如同募集發行股票之情形，此際如果股票買受者得向公司請求損害賠償，無異認為原有股東必須以其公司資產賠償買受在後之股東，嚴重違反股東公平原則。</li> </ol> <p>(二)肯定說</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1.善意投資人誤信不實財報，其所請求填補的損害並非公司資產減損，而係個人財產法益損失，此時投資人為直接被害人。此與公司資產減損而股東間接承受其權益損失，有根本不同。</li> <li>2.善意投資人誤信不實財報，其所行使的損害賠償</li> </ol>

	<p>美國法 觀點</p>	<p>請求權為債權性質，並非股東權。依債權平等原則，自然與公司其他債權人有平等受償的權利。</p> <p>美國聯邦最高法院於 1971 年正式肯認公司作為財報不實民事責任主體，然而此一見解受到美國學界強烈批判。美國學界通說從以下兩個觀點出發，詳盡闡述了實務見解的問題：</p> <p>一、損害賠償的「補償」面向</p> <p>(一)盈虧互抵，無損失填補的必要</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1.舉例而言：A、B 兩公司均做出不實財報，在此期間，甲買 A 之股票賣 B 之股票，乙買 B 之股票賣 A 之股票。結論上，甲買入 A 股票的損失即等於乙售出 A 股票的獲利；乙買入 B 股票的損失等於甲售出 B 股票的獲利。兩人實際上最終均無財產上不利益。</li> <li>2.由上可知，理性投資人會分散投資、採取投資組合的策略，從而根本降低消弭該等風險。長期下來，並無特別另外保護、賠償投資人的必要。</li> <li>3.股東自己賠償予自己的混同循環             <ol style="list-style-type: none"> <li>(1)當某投資人向公司請求損害賠償時，該損失其實係由公司全體股東承擔。投資人既然本身就是公司全體股東之一，也會成為實際負擔損害賠償之人。當信賴財報不實的投資人越多，此種債權債務歸於同一人的混同情形將更為明顯。</li> <li>(2)再者，美國聯邦最高法院強調：僅有財報不實期間的買賣，才能請求損害賠償。如此一來，若某投資人於財報不實發生前及發生期間都有買入股票，將發生：同一股東所持的某一部分股份可請求損害賠償，另一部分則須負損害賠償責任。這是另外一種混同情形。</li> </ol> </li> </ol> <p>(二)不合理的損失承擔移轉</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1.承上述，若公司為財報不實損害賠償責任之主體，實質上會變成：「財報不實期間」買進股票者所受的損害，移轉由「財報不實發生前」即買進持有股票者來承擔。兩者既然均為無辜之人，如此風險移轉分配並不公平。</li> <li>2.美國通說認為，反而應該由「財報不實發生期間」買進股票的股東來承擔風險，才是合理的。因為此種人，相較「財報不實發生前」即買進持有股</li> </ol>
--	-------------------	--

		<p>票的股東，更具資歷與專業。後者之所以會在財報不實發生前就買進，便是因為財力有限，從而獲得的資訊也較有限，所以才採取長期持有之策略。</p> <p>二、損害賠償的「嚇阻」面向</p> <p>(一)過重的公司責任，反而不利公司資訊揭露</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1.法律規定上，若堅持公司須賠償財報不實所生之相關投資人損害，而承受天文數字般的法律風險，則公司最安全的作法反而是完全不提供、或盡量不提供資訊，避免惹禍上身。</li> <li>2.此情形下，即便法律另外有強制要求資訊揭露，但公司也只會從「防弊」（降低法律風險）而非「興利」（積極提供資訊）的角度，進行揭露。如此寒蟬效應、過度嚇阻，反而對資本市場健全運作有害。</li> </ol> <p>(二)使公司承擔責任，未必能因而強化公司治理</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1.公司之所以做出不實財報，多係最高經營階層所授意而為，公司一般人其實根本難以馬上察覺。而最高經營階層之所以做出此一決定，通常係因公司經營狀況陷入困境的極端情形，而嘗試延緩公司危機爆發甚至期待公司獲得轉機；此情此景下，即便公司其他人知悉該等情事，對於其監督、揪錯也實在欠缺期待可能性。</li> <li>2.最後，要求公司、全體股東負擔財報不實的損害賠償責任，形同懲罰竊盜之受害人，懲罰理由是因為受害人未能更小心防範。這樣的規定顯然背於一般大眾對公平正義的基本認知。</li> </ol>
我國法問題	【高點】	<p>一、更嚴重的混同循環</p> <p>(一)現行立法</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1.與美國聯邦最高法院所確立者相反，我國證券交易法第 20 條之 1 規定，其請求權人納入了「財報不實發生前」即買進並繼續持有的持有人。如此一來，幾乎形同允與公司全體股東均得向公司請求損害賠償，混同循環問題遠比美國法更嚴重。</li> <li>2.欲避免此種問題，立法論上有兩種選擇：讓持有人得請求損害賠償而公司不負損害賠償責任，或者反之，讓持有人不得請求損害賠償但公司應負損害賠償責任。本文認為應採取前者：</li> </ol>

- (1)如前述美國學說所討論，讓公司成為財報不實的損害賠償責任主體，存在諸多問題。
- (2)再者，我國以投保中心為核心的證券團體訴訟，並不存在美國實務上的濫訴問題，從而並無否認持有人損害賠償請求權的政策考量。
- (3)最後，亦如前述，長期持有股票的持有人反而多係財力、資訊弱勢，相較之下，其實更需要被法律保護。

## (二)司法實務裁判

- 1.最高法院 104 年度台上字第 225 號民事判決中，一方面肯認財報不實期間的買入者得請求損害賠償；另一方面卻認為財報不實發生前即買入而持有者，不適用詐欺市場理論，從而認為渠等未能舉證因果關係，無法獲得賠償。
- 2.此一見解明顯違背證券交易法第 20 條之 1 增訂的目的，以持有人不能受到交易因果關係的推定而阻絕其勝訴可能，可說是實質使法條淪為具文。
- 3.並且，如上述，此等結論由持有人承擔最終風險（法律明定的損害賠償請求權被剝奪，還反倒成為主要的賠償責任者），造成法律規範與適用最大的矛盾。

## 二、對債權人地位的衝擊

### (一)債權平等原則的實質違反

- 1.如上述，因我國證券交易法第 20 條之 1 將持有人納入損害賠償請求主體，如此一來，公司許多股東將因財報不實，成為公司的債權人。
- 2.這樣債權人與股東的受償順位先後遭到立即性的改變，更甚者，股東將透過其地位與權力，影響公司債務清償的決策。

### (二)債權人承擔了最大風險

在財報不實期間出脫持股的股東，原則上並無任何損害，其成為蒙受利益者，也無利得返還責任。而在財報不實期間買進或繼續持有的股東，因得請求損害賠償，均能對公司享有債權；然其最終是否真的受到損害，猶需視公司清償能力而定。最終，債權人反而是地位最弱勢者。

## 三、現行證券團體訴訟法制的疑義

### (一)投保法賦予投保中心諸多優惠待遇，包含免徵收裁

		<p>判費、免供擔保假執行。從而，我國財報不實受害人當然多會選擇交由投保中心出面起訴，而非私人尋找團體訴訟律師，此與美國實務大相逕庭。</p> <p>(二)然而，投保中心具備準公部門性質、作為公益訴訟的提起者，不收取律師報酬、更無所謂勝訴酬金。如此一來，其起訴的誘因與公司責任存在、賠償金額多寡沒有直接關聯。最終，其運作上會否產生更多衝突與不公平之處，反而損及投資人利益，值得追蹤重視。</p>
<p><b>考題趨勢</b></p>	<p>證券交易法上各種民事責任是否應納入法人為賠償主體？ (見 109 台大丙、辛組，商法第 3 題)</p>	
<p><b>延伸閱讀</b></p>	<p>一、邵慶平，〈證券交易法第 20 條第 1 項之民事責任主體不及於次要行為人？：以企業財報不實類型案例為中心〉，《台大法學論叢》，2 卷第 1 期，頁 171-214。</p> <p>二、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〉，《月旦民商法雜誌》，第 11 期，頁 51-62。</p> <p>三、林國全，〈財報不實之民事責任〉，《月旦民商法雜誌》，第 48 期，頁 5-31。</p> <p>※延伸知識推薦，都可在最多法學資源的【月旦法學知識庫】 <a href="http://www.lawdata.com.tw">www.lawdata.com.tw</a> 立即在線搜尋！</p>	

【高點法律專班】

版權所有，重製必究！