

最高法院一一〇年度台上字第三一六八號

■ 曾品傑、張岑仔

【主旨】依據證交法第 20 條第 3 項、第 20 條之 1 第 1 項、第 3 項規定請求賠償時，鑒於不實資訊與買賣行為間之因果關係，倘採嚴格標準，難免造成投資人舉證困難，權利受損未能獲得救濟之顯失公平結果，固有暫認投資人取得或出賣有價證券，係善意信賴財務報告或其他財務業務文件所致，依民事訴訟法第 277 條但書規定，推定交易因果關係成立之必要。惟若投資人係於後續另有相當份量且明確可信，足以削弱或排除不實資訊產生之誤導效果，發揮矯正原受扭曲之證券價格，得使理性投資人在客觀上有所警覺之真實資訊出現後，始取得、出賣有價證券，即因欠缺受事實上推定保護之正當理由，而須回復由其負證明之行為責任，始符舉證責任分配之誠信原則。

【概念索引】證交法／財報不實

【關鍵詞】證交法第 20 條、第 20 條之 1、民事訴訟法第 277 條

【相關法條】財報不實、舉證責任、交易因果關係

【說明】

一、爭點及選錄原因

（一）爭點說明

若投資人於後續另有相當份量且明確可信，足以削弱或排除不實資訊產生之誤導效果，發揮矯正原受扭曲之證券價格，得使理性投資人在客觀上有所警覺之真實資訊出現後，始取得、出賣有價證券者，不實資訊與買賣行為間因果關係應由何人舉證？

（二）選錄原因

按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」，原則上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（最高法院 104 年度台上字第 225 號判決意旨參照）。惟本判決進一步指出，倘若不實財報公布後，後續業已存在相當份量得使理性投資人在客觀上有所警覺之真實資訊出現後，即無推定之

必要，應由投資人對交易因果關係負舉證責任，殊值留意。

二、相關實務

最高法院 106 年度台上字第 1246 號判決揭示，為免嚴格認定不實資訊與交易間因果關係，將使投資人難以舉證，並致不實資訊橫行，爰原則上適用民事訴訟法第 277 條但書規定，推定交易因果關係存在，詳如下列判決節錄：

「投資人信賴市場股價為真實，進而買賣或繼續持有股票時，縱未直接閱覽資訊，但其對市場之信賴，間接信賴公開資訊，信賴資訊、股價會反映真實，而據以進行投資。證券交易法第 20 條之 1 規定，不實資訊與交易間之因果關係，倘採嚴格標準，則投資人閱覽資訊時，未必有他人在場，且信賴資訊而下投資判斷屬主觀意識，難以舉證，其結果將造成不實資訊橫行，投資人卻求償無門，而顯失公平。故有依民事訴訟法第 277 條但書規定，減輕投資人舉證責任必要。準此，透過市場信賴關係，推定投資人對公司發布之重大資訊產生信賴，不實資訊與交易間有因果關係。」

三、本件見解說明

本件涉及上訴人等於被上訴人公司不實財報公告日 3 周內均無買進紀錄，嗣於被上訴人公司收購案破局、經檢調搜索、股票列為全額交割等重大不利訊息逐一披露後，始買進被上訴人公司股票，嗣後得否依證交法第 20 條及第 20 條之 1 等規定，請求被上訴人公司、董事及會計師等負連帶損害賠償責任之問題。對此，最高法院表示，上訴人等業經原審認定非善意第三人，且其等既於上開重大不利訊息揭露後始買進股票，即無受事實上推定保護之正當理由，有關不實資訊與買賣行為間因果關係，應由上訴人等舉證證明係善意信賴不實財報而買進股票。

【選錄】

（一）按投資人不知依法公告、申報之財務報告或其他財務業務文件中，足以影響其投資決定之內容或主要內容有虛偽隱匿情事，而於不實資訊公告後，被更正或揭露前，取得或出賣有價證券致受損害，依據證交法第 20 條第 3 項、第 20 條之 1 第 1 項、第 3 項規定請求賠償時，鑑於不實資訊與買賣行為間之因果關係，倘採嚴格標準，難免造成投資人舉證困難，權利受損未能獲得救濟之顯失公平結果，固有暫認投資人取得或出賣有價證券，係善意信賴財務報告或其他財務業務文件所致，依民事訴訟法第 277 條但書規定，推定交易因果關係成立之必要。惟若投資人係於後續另有相當份量且明確可信，足以削弱或排除不實資訊產生之誤導效果，發揮矯正原受扭曲之證券價格，得使理性投資人在客觀上有所警覺之真實資訊出現後，始取得、出賣有價證券，即因欠缺受事實上推定保護之正當理由，而須回復由其負證明之行為責任，始符舉證責任分配之誠信原則。原審認定上訴人應舉證證明其購買A公司股票，及股票價跌與系爭財報之資訊不實間具有因果關係，依上說明，於法並無不合。且原審係斟酌本件訴訟資料，綜合相關事證，合法認定上訴人並非證交法第 20 條、第 20 條之 1 所指善意投資人或持有人，其等買賣A公司股票之行為及持股期間股價持續下跌，與系爭財報不實之間，均無交易或損害因果關係，

非以上訴人未盡舉證責任為論據，所為不利上訴人之判斷，自無違反舉證責任分配原則之可言。

【延伸閱讀】

- 劉連煜，證券持有人之財報不實損害賠償請求權規定的檢討，月旦法學教室，241期，2022年11月，55-69頁。