

# 最高法院一一一年度台上字第 493 號

■ 曾品傑、張岑仔

**【主旨】**按在公開股票市場，公司資訊為投資人所重視，合理之投資人會留意公司之營收、盈餘，作為投資判斷基礎，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，仍可能基於對市場之信賴，間接信賴公開資訊，而進行投資。且投資人閱覽資訊時，未必有他人在場，信賴資訊而下投資判斷復屬主觀意識，依一般生活經驗，難以舉證，其結果將造成不實資訊橫行，投資人求償無門，而顯失公平，固有依民事訴訟法第 277 條但書規定，減輕投資人舉證責任之必要，亦即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交易因果關係存在。惟投資人依證交法第 20 條之 1 規定，就財報之主要內容有虛偽情事，請求賠償因而所受之損害時，所受損害之範圍及數額計算，並無明文。投資人就其受有損害及損害之範圍、金額，仍負舉證之責。

**【概念索引】**證券交易法／證券詐欺

**【關鍵詞】**財報不實損害賠償、交易因果關係、損失因果關係、舉證責任

**【相關法條】**證券交易法第 20 條、第 20 條之 1；民事訴訟法第 277 條

**【說明】**

## 一、爭點與選錄原因

### （一）爭點說明

財報不實損害賠償責任之因果關係應如何舉證？

### （二）選錄原因

凡公開發行股票之善意取得人、出賣人或持有人，因財報不實而受有損害，即得請求賠償，是股票持有人縱在不實財報公布之前買進，但買入後因誤信財報為真實而未賣出或未能賣出，亦可能受有損害（最高法院 107 年度台上字第 846 號判決意旨參照）。在證券詐欺案件中，因果關係可區分為「交易因果關係」與「損失因果關係」，本判決分別闡釋交易因果關係與損失因果關係之舉證責任問題，爰選錄之，以供參考。

## 二、相關實務

最高法院 111 年度台上字第 21 號判決表示，財報不實之損害賠償責任，應回歸適用我國民事損害賠償法相關規定，美國法有關規定或案例即無直接適用、類推或引為法理之餘地，詳如下列判決節錄：

「查我國民事損害賠償體例採德國全部損害賠償主義，而與美國法、日本法、法國法採限制賠償主義不同。侵權行為損害賠償方面，在法規範分為責任成立要件法與損害賠償法，以法規範要件，及相當因果關係，作為風險分配及控制方式，而限制賠償主義立法例之日本、英美判例法、法國法，以預見可能、事實因果關係、不法性，及由法官裁量之方式不同。從法規範內外體系解釋一致性立場，我國證交法因財報不實之特殊侵權行為損害賠償責任，證交法未特別規定者，應回歸適用民法一般侵權行為法規定，包括民法第 213 條損害賠償填補損害、回復原狀原理。至於舉證責任分配，仍依民事訴訟法第 277 條規定為之。因此，美國法有關(1)損害發生原因或採擬制因果關係（美國在 *Basic Inc. v. Levinson* 一案中，以團體訴訟之背景為動力，結合了效率市場理論發展出『詐欺市場理論 the Fraud-on-the-Market Theory』，就投資人之交易與不實資訊間擬制因果關係存在）；(2)被害人就損害發生、損害範圍有預見可能負舉證責任（the Private Securities Litigation Reform Act of 1995（PSLRA，1995 年私人證券訴訟改革法）之規定（15U.S.C. § 78u-4(b)(4)，證交法 S.21D(b)(4)））；(3)以更正不實消息之日起 90 日該證券之平均收盤價格，為計算損害上限之依據（1934 年證交法第 21D 條 e 項），即無直接適用、類推或引為我國法解釋法理基礎之餘地。」

### 三、本件見解說明

本件涉及元○公司高階主管就系爭財報記載虛偽進貨、銷貨等內容重大影響營收金額，屬不實之財報，並致投資人等誤信而為交易，嗣該虛假交易消息揭露後，股票均價於半年內呈現逐月下滑現象，投資人遂授權投保中心向法院起訴請求損害賠償。對此，原審指出不論投資人是否已閱該不實財報均推定其信賴之而具有交易因果關係，惟投資人仍須證明其受有損害及損害之金額。查於系爭財報公告後，並未造成股價大漲，且系爭財報虛假訊息揭露後，經市場消化之合理時間，亦無股價大跌之情事，復投保中心並未舉證證明受系爭訊息揭露之影響致股價下跌，已偏離市場走勢，及授權人即投資人確受有損害及其損害金額，原審認定其未舉證以實其說，難認其因而受有損害，自不得為損害賠償責任之請求。斯項見解，經最高法院認核於法並無違。

#### 【選錄】

按在公開股票市場，公司資訊為投資人所重視，合理之投資人會留意公司之營收、盈餘，作為投資判斷基礎，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，仍可能基於對市場之信賴，間接信賴公開資訊，而進行投資。且投資人閱覽資訊時，未必有他人在場，信賴資訊而下投資判斷復屬主觀意識，依一般生活經驗，難以舉證，其結果將造成不實資訊橫行，投資人求償無門，而顯失公平，固有依民事訴訟法第 277 條但書規定，減輕投資人舉證責任之必

要，亦即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交易因果關係存在。惟投資人依證交法第 20 條之 1 規定，就財報之主要內容有虛偽情事，請求賠償因而所受之損害時，所受損害之範圍及數額計算，並無明文。投資人就其受有損害及損害之範圍、金額，仍負舉證之責。原審本於採證、認事及適用法律之職權行使，綜合相關事證及調查證據所得，認定元○公司於系爭財報公告後，並未造成股價大漲，於系爭訊息揭露後，經證券市場消化虛假訊息所需之合理時間，亦未造成股價大跌，上訴人復未舉證證明元○公司受系爭訊息揭露之影響致股價下跌，已偏離市場走勢，及授權人確受有損害及該損害之金額，因以上述理由，就此部分為上訴人不利之判決，經核於法並無違背。至原判決贅列之其他理由（例如被上訴人是否有賠償義務等），無論當否，要與裁判結果不生影響。上訴論旨，指摘原判決關此部分違背法令，聲明廢棄，非有理由。

### 【延伸閱讀】

邵慶平，財報不實損害賠償的法律解釋與法理適用——最高法院 111 年度台上字第 21 號民事判決，台灣法律人，20 期，2023 年 2 月，123-133 頁。