

第 20 條第 2 項、 第 20 條之 1 —— 財報不實之民事賠償責任規定

▶ 觀念建構

證交法第 20 條之 1 是國考和研究所的熱門考點之一，讀者應熟悉本條的構成要件，包括主體、客體、責任範圍、免責抗辯、請求權人、因果關係及損害賠償責任之計算，筆者會將每個部份所涉及的爭點詳述。這部分的考點相對固定，相信各位讀者閱讀完後看到題目都可以迎刃而解！

▶ 壹、立法目的

- 一、投資人保護與促進資本形成間取得平衡。
- 二、確保投資人取得正確完整之投資資訊。
- 三、貫徹公開原則以達保障投資之立法目的。

▶ 貳、相關規範

一、證交法第 20 條第 2 項

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。

二、證交法第 20 條之 1

(一) 賠償主體與責任範圍

主體	責任類型	抗辯事由	損害賠償責任		
			故意	過失	
發行人	無過失責任	×	全部責任	全部責任	
負責人	推定過失責任	盡相當注意+有正當理由 確信		全部責任	比例責任
簽章之職員					

會計師	一般過失責任	無不正當行為or違反或廢弛其業務上應盡之義務		
-----	--------	------------------------	--	--

TIPS

此處會計師係負一般過失責任，與證交法第 32 條會計師對於公開說明書不實係負推定過失責任有所不同，要特別注意！不同之原因是因為證交法第 32 條係適用於發行市場，而在發行市場中，公司（發行人）為買賣當事人，其掌握相關資訊，決定承銷價格，並因發行證券而得到資金；而第 20 條之 1 係適用於交易市場，在交易市場中，公司本身並非證券買賣當事人，故無資金流入公司，且負責對象遠較發行市場之認購人為廣，故於法理上，發行市場之責任規範應較交易市場更為嚴格。

1. 簽證會計師所屬之會計事務所是否應負責？

(1) 否定說⁹

財報簽證以簽證會計師個人名義為之，並無事務所之簽章，應由簽證會計師負責即可。

(2) 肯定說¹⁰

會計事務所為合夥組織，依合夥法理，承辦業務並非以個別會計師名義執行，故其他會計師亦須負責。

(3) 小結

應採否定說。

TIPS

實務上目前僅有最高法院 101 年度台上字第 1695 號民事判決認為，會計事務所之責任得類推適用民法第 28 條，實務上的發展方向仍有待觀察，所以筆者在此仍採取否定見解，考生們自己有甚麼想法都沒關係，考試時附上邏輯通順的理由就可以了。

2. 我國是否可以保護吹哨者¹¹的被告免負損害賠償責任？

- 9 除依法條文義解釋外，實務上亦有判決以民法第 679 條合夥之規定去論述，可參台北地方法院 87 年度重訴字第 1347 號民事判決：「民法第 679 條規定……，乃係就執行業務合夥人所為『法律行為』，其效力及於合夥之規定，而非係執行業務合夥人所為『侵權行為』，其效力及於合夥之規定，是民法第 679 條之規定，當非執行業務合夥人與合夥，應附連帶賠償之責之請求權基礎。」，不過劉連煜老師似乎認為此判決之見解並不妥適。
- 10 最高法院 101 年度台上字第 1695 號民事判決：「合夥人因經營共同事業，須有合夥代表、一定之組織、財產及活動管理機制，故於契約之外，亦同時表現團體之性質，與法人之本質並無軒輊。是以，合夥人若因執行合夥事務，侵害他人權利而成立侵權行為者，與法人之有代表權人，因執行職務加損害於他人之情形相類，其所生之法效應等量齊觀，被害人自可類推適用民法第二十八條之規定，請求合夥與該合夥人連帶負賠償責任。」
- 11 吹哨者又可以稱為舉報者，係指揭露一個組織（無論是私部門或公部門）內部非法、不正當情事之人。

第 20 條之 1 雖未明文規定財報不實的吹哨者免責抗辯類型，但法院目前實務已有肯定的見解，將其解釋為「已盡相當的注意」而免負民事損害賠償責任¹²，張心悌老師認為實務見解應予以贊同¹³。

(二) 請求權人

1. 善意取得人、出賣人
2. 持有人之定義

在不實財報公布之前即買進，買入後因相信財報為真實，而繼續持有之投資人而言¹⁴。

3. 持有人範圍之認定

(1) 金管會函釋¹⁵

凡於 2006 年 1 月 13 日（證交法修正生效日）之後公布不實財務報告之行為人，對行為時之持有人（不論係 2006 年 1 月 13 日前買進或 2006 年 1 月 13 日後買進）因已具有預見可能性，應負損害賠償責任。

(2) 學說：修法後買進且持有之人，始有請求權

① 劉連煜老師

除不實資訊更正後方買入之持有人，與不實資訊公開前買入但屬經營階層之持有人以外，其餘之持有人，**基於法律不溯及既往原則**，在 2006 年 1 月 13 日**證交法修正後買進且持有之人**，始有**請求權**¹⁶。

② 林國全老師

不贊成金管會函釋，老師認為在修法前後買進都算持有人，事實上已發生法律溯及既往效果，且實務上投保中心近年來對持有人的要

12 台灣士林地院 95 年度金字第 19 號民事判決。

13 張心悌，財報不實吹哨者免責抗辯，台灣財報不實吹哨者免責抗辯之判決分析，月旦會計實務研究，2018 年 10 月。

14 參照證交法第 20 條之 1 第 1 項立法理由，本條所稱之持有人應予以限縮為以下兩者：

(1) 不實資訊公布後至更正前所持有者。

(2) 不實資訊公布前即持有，但因信賴該資訊為真實而繼續持有者。

證交法第 20 條之 1 第 1 項立法理由：「二、(三) 為使投資人之保護更形周延，除對於善意信賴財務報告及財務業務文件而積極為買賣行為之投資人明定其損害賠償之請求權外，對於該有價證券之持有人，亦明定其損害賠償請求權。」

15 96 年 8 月 1 日金管證交字第 09600315074 號函。

16 劉連煜，新證券交易法實例演習，2018 年 9 月，頁 405。

求，限於證交法修正生效日後買進且仍持有者為限，而不包含證交法修正生效日前買進者¹⁷。

4. 持有人之立法批評

(1) 持有人持有證券而受有損害之因果關係難以證明

英美法僅將請求權人局限於實際上有買進或賣出之人，且對交易因果關係係採用對市場詐欺理論，惟其理論上仍須有買賣行為，持有人僅持有該證券，應如何適用該理論，恐有疑義。故有認為立法者似乎忽略因果關係，過度擴張對投資人之保護，並無正當性。

(2) 金額計算顯有困難

若以毛損益法計算，持有人買入證券時未有財報不實之情形，倘直接以該價格作為計算，恐有難以說服人之處。

(三) 資訊不實之客體認定

1. 財務預測是否具有證交法第 20 條之 1 重大性？

(1) 肯定說

財務預測之目的在於促使公司即時揭露財務資訊，提供投資人投資判斷之重要依據，即使財務預測具有高度不確定性，仍會影響投資人之投資判斷，故具有重大性¹⁸。

(2) 否定說

財務預測涉及判斷人之專業素養、景氣之變化、各種不特定之因素，任何人均無從預料未來而擔保預測準確，故財務預測僅供參考，其性質僅為預測而非擔保¹⁹。

(3) 折衷說

應以美國法上 TSC 案之判斷標準，於個案中分析財務預測是否會影響理性投資人之判斷為基準。

2. 發行人有無更新或更正財務預測之義務？

(1) 肯定說

① 公司既然對外發布財測，就應完全負責。

17 林國全，財報不實之民事責任，月旦民商法雜誌，2015 年 6 月。

18 劉連煜，新證券交易法實例研習，2018 年 9 月，頁 419。

19 最高法院 95 台上字第 2385 號民事判決

②財務預測處理準則似已課予發行人法定更正、更新財務預測之義務。

③證交法之立法目的在於維護證券市場之資訊平等以及保障投資人，基於此觀點公開發行公司應負有更新財務預測之義務。

(2)否定說

①不應該因非可歸責於公司之情事變更，而要求公司負更新之義務。

②有論者認財務預測本質上並不會發生錯誤，蓋其係依循現有資訊、主觀上為善意所為之合理假設，若係依照錯誤之假設而做成之財務預測，應屬不實陳述非屬財務預測之範疇，故其認為「公開發行公司公開財務預測資訊處理準則」中所謂財務預測「有錯誤」而須更正之規範，顯已誤解財務預測之基本精神²⁰。

(四)因果關係

1. 證交法第 20 條之 1「財報不實」民事賠償責任通常認為係侵權行為責任，因此原告不僅須舉證證明主觀要件、客觀要件，亦須證明不實財報與損害間有因果關係。

2. 在證券詐欺案件中，因果關係又可區分為「交易因果關係」與「損失因果關係」。

(1)交易因果關係

因信賴公司發布之財報為真實而買進證券之行為，亦即，原告須證明詐欺行為人之詐欺行為使其陷於錯誤而為交易。

(2)損失因果關係

原告買賣證券之經濟損失，係因被告之不實資訊所致。

3. 舉證責任倒置：**對市場詐欺理論（詐欺市場理論）**

(1)解決原告舉證交易因果關係之困難。

(2)美國法發展出「對市場詐欺理論（詐欺市場理論）」，認為在一個效率良好之證券市場中，所有的資訊都會反映在證券價格上，當一個不實的重大資訊提出於市場時，也會對證券價格有所影響，換言之，投

20 莊永丞，財務預測與證券詐欺交錯與平行時空，台大法學論叢第 47 卷第 4 期，2018 年 12 月，頁 2273。

資人係信賴市場之價格，藉此推定投資人決定買賣證券與不實財報間具有交易因果關係。

4. 我國是否有「詐欺市場理論」之適用？

(1) 學說

我國市場並非弱勢效率市場²¹，只要投資人信賴該證券市場之股票價格不應受到詐欺行為之扭曲，則交易因果關係即應受到推定，至於股票交易市場效率多高，並非重點²²。且自保護投資人與健全證券市場之觀點，應採取對市場詐欺理論之精神，以立法明文推定交易因果關係²³。

(2) 實務

近期實務考量證券詐欺原告舉證較為困難，除了對效率市場多採寬鬆認定之標準外，或有以不實財報有扭曲市場價格作為判斷是否適用詐欺市場理論，而直接引進該理論之見解，亦有以民訴第 277 條但書為依據，減輕原告舉證責任。

5. 持有人主張賠償時，是否須證明交易因果關係？

(1) 否定說

倘持有人係在不實財報公布前買入證券，其後因信賴不實財報之資訊而未賣出，若要求持有人證明其未賣出證券與不實財報間有「不」交易因果關係，恐有困難。然我國證交法第 20 條之 1 卻賦予持有人請求權，若仍要求持有人證明交易因果關係，恐使持有人之求償權利形同具文，故立法者似有意使持有人無須證明交易因果關係。

(2) 肯定說

雖然第 20 條之 1 賦予持有人請求權基礎，惟法條並未明文規定其毋庸舉證因果關係，故持有人仍須負因果關係之舉證責任²⁴。

21 林國全，財報不實之民事責任，月旦民商法雜誌第 48 期，2015 年 6 月，頁 25。

22 邵慶平，證券訴訟上「交易因果關係」與「損害因果關係」之認定——評析高雄地院 91 年度重訴字第 447 號判決，台灣法學雜誌第 79 期，2006 年 2 月，頁 57。

23 張心梯，證券詐欺之因果關係與損害賠償——板橋地方法院九六年金字第二號民事判決評釋，台灣本土法學雜誌第 101 期，頁 258，2007 年 12 月；劉連煜，新證券交易法實例研習，2018 年 9 月，頁 363-364。

24 劉連煜，新證券交易法實例研習，2018 年 9 月，頁 406。

(3)小結

本文採肯定說，蓋現行法未明文持有人不須證明交易因果關係，僅以立法理由推定持有人無交易因果關係，恐有困難。

6. 持有人是否可援用「詐欺市場理論」？

(1)否定說

①由於詐欺市場理論係指，投資人因信賴不實資訊扭曲之價格而買入或賣出有價證券，而推定投資人係善意信賴該不實資訊，藉此推定投資人決定買賣證券與不實財報間具有交易因果關係。

②惟若持有人係於不實財報公布前已買入有價證券，此時不實財報之資訊尚未充斥於市場，故持有人買入有價證券之當下未有不實資訊扭曲之價格足以信賴，難以認定有交易因果關係²⁵。

(2)肯定說

①援引民訴第 277 條但書之規定，將舉證責任轉換至被告。

②可由持有人證明當時本有出售證券之計畫，但卻於不實財報公布後停止其出售計畫，以取代證明信賴財報而未賣出之嚴格舉證責任²⁶。

(五) 損害賠償之計算

1. 毛損益法

(1)不論股票價差是否係因不實資訊所導致，被告均須賠償原告所有的損失。

(2)計算方式： $(\text{買入價格} - \text{賣出價格}) \times \text{交易股數}$ 。

2. 淨損差額法

(1)被告僅就其詐欺造成之部分（不實資訊所形成之價差）負損害賠償責任。

(2)計算方式： $(\text{買入價格} - \text{真實價格}) \times \text{交易股數}$ 。

(3)真實價格之算法：

25 林國全，財報不實之民事責任，月旦民商法雜誌第 48 期，2015 年 6 月，頁 27。

26 劉連煌，新證券交易法實例研習，2018 年 9 月，頁 408。

①類股指數法

TIPS

以該個股股價在相關期間的跌幅，扣除我國實務多採此種計算方式。其他相同業務性質公司之股價的平均跌幅後之差額，作為賠償金額計算基礎。

②90 日上限之計算方式

以不實消息更正後或操縱行為結束後 90 日之股票均價計算真實價格。

③參考內線交易（證交 § 157-1 Ⅲ）之計算方式

以不實消息公開揭露後 10 個營業日收盤平均價格計算真實價格。

題型 4-1

因果關係之認定

A 興櫃公司係從事生物技術開發之事業，惟自 2015 年起營運不佳，董事長甲及總經理乙為美化 A 公司獲利能力以達股票上櫃目標，以不法行為虛增 A 公司營業額及虛增公司資產，並將不實資訊載入財務報表，使

TIPS

看到財報不實就要想到第 20 條第 2 項及第 20 條之 1。

財務報表所呈現 A 公司之營收成長由負轉正，且資產淨值大幅增加超過一倍。其後該不法行為被發現，A 公司股價大跌。主張因信賴該不實財報而買進 A 公司股票之投資人丙，以及在不實財報行為做成前即持有 A 公司股票的持有人丁，均主張請求民事損害賠償。請回答下列問題：

- (一) 就交易因果關係的部分，A 公司主張興櫃市場並非一個效率市場，因此並沒有美國法上「對市場詐欺理論」（fraud-on-the-market）推定交易因果關係的適用，其抗辯是否有理由？（10 分）
- (二) 就交易因果關係的部分，A 公司除前述（一）的抗辯外，是否還有其他理由可以主張本案並無「對市場詐欺理論」的適用？（10 分）
- (三) 持有人丁就交易因果關係的部分，可否主張「對市場詐欺理論」之適用？如果無法適用該理論而推定交易因果關係，丁得以何種方式證明其繼續持有 A 公司的股票與該不實財報間具有交易因果關係？（5 分）

擬答 本題字數約1250字

評分	題號	(作答請從本頁第1行開始書寫，並請標明題號，依序作答)
		(一) A公司之抗辯有理由
		1. 對市場詐欺理論係指，在一個效率良好之證券市場中，所有的資訊都會反映在證券價格上，當一個不實的重大資訊提出於市場時，也會對證券價格有所影響。換言之，投資人雖未直接信賴該不實資訊，但因該不實資訊公布後造成市場價格扭曲，故只要投資人係信賴市場價格，即推定投資人決定買賣證券與不實財報間具有交易因果關係，以減輕原告之舉證責任。
		2. 對市場詐欺理論之前提是建立在「效率市場假說」上，必須是股價可以充分反映所有資訊之效率市場才有該理論之適用。
		3. 本件，A公司為興櫃公司，現行法下買賣興櫃公司股票係採議價之方式決定價格，此種交易方式之股份流通性較差，市場中之資訊較難反映於股價上，故應無對市場詐欺理論之適用。
		4. 綜上，A公司為興櫃公司，其證券之價格是以議價之方式決定，非屬效率市場，故A公司之抗辯有理由。
		(二) A公司可主張之抗辯如下：
		1. A公司得證明「該不實資訊並未扭曲市場價格」、「投資人即使知悉該不實資訊仍會進行交易」反證推翻對市場詐欺理論之適用。

TIPS

前面重點整理有提到「我國市場是否有對詐欺市場理論適用之問題」，目前學說及實務都傾向採取肯定見解，不過本題因已明確指出「興櫃市場」，且第二小題要求考生提出其他抗辯理由，因此筆者認為本題應採否定見解較為妥適。

	2. 另外，按我國通說參考美國法見解，被告可以「真實市場抗辯」反證推翻對市場詐欺理論之適用。
	(1) 真實市場抗辯係指，雖然不實資訊流入市場將影響證券價格，然若後續公布之真實資訊，足以驅散不實資訊產生之誤導效果，市場中被扭曲之價格亦可獲得匡正。
	(2) 換言之，被告得舉證證明投資人係在真實資訊流入市場後，始為有價證券之交易，或真實資訊進入市場後足以推翻該不實資訊對市場造成之影響，以推翻交易因果關係。
	(3) 故本件 A 公司得主張真實市場抗辯，證明投資人丙係在真實資訊流入市場後，始為有價證券之交易，或真實資訊進入市場後足以推翻該不實資訊對市場造成之影響，以推翻交易因果關係。
	(三) 持有人丁無法適用對市場詐欺理論，其可主張之其他抗辯如下：
	1. 按我國通說認為，由於持有人於不實財報公布前已買入有價證券，此時不實財報之資訊尚未充斥於市場，故持有人買入有價證券之當下未有不實資訊扭曲之價格足以信賴，難以認定有交易因果關係 ²⁷ 。
	2. 惟有論者認為，證券交易法第 20 條之 1 之立法目的在於使持有人和善意取得人、出賣人具有相同之求償權利，為落實該立法意旨，應推定因果關係，避免使本條賦予持有人之求償權淪為具文。
	3. 學生認為第 20 條之 1 並未明文推定持有人之交易因果關係，而財報不實民事賠償責任通常認為係侵權行為責任，故原告仍須證明不實財報與損害間有因果關係。此外，對市場詐欺理論須有買賣行為方有適用，故持有人無法適用對市場詐欺理論，其須證明交易因果關係。
	4. 有學者及實務見解認為，在此種情形可透過民事訴訟法（下

27 林國全，財報不實之民事責任，月旦民商法雜誌第 48 期，2015 年 6 月，頁 27。