

【實務新知】



財報不實與交易因果關係

賴英照（台北大學兼任講座教授）

壹、爭議問題

證券交易法明文禁止公開發行公司的財務報告，有虛偽或隱匿之情事。違反規定者，公司及相關人員必須對投資人負損害賠償責任。相關規定如下：

1、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」。

2、第 20 條之 1 第 1 項前段：

「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」。

第 20 條之 1 規定，違法者對投資人「因而所受之損害，應負賠償責任」。依據此一規定，賠償義務人，能不能要求投資人證明已閱讀財務報告，並因受不實財報欺騙而買進股票？如投資人沒有閱讀財務報告，賠償義務人能否免責？這個問題，法院的見解並不一致。

貳、合邦案

公司營收下滑，為美化財報，公司負責人以紙上境外公司虛偽進貨，再虛偽轉售，藉以創造鉅額營業收入，以掩飾虧損。2008 年 4 月間，財報造假之事，因公司遭檢調搜索而曝光。公司股價重挫，投資人受有損害，訴請賠償。

本案最高法院的第一個判決，實質上引用美國法院的欺騙市場理論（the Fraud on the Market Theory），認為投資人無須舉證已閱讀財報，應推定不實財報與投資人買進股票間有交易因果關係（最高法院 106 年度台上字第 1246 號民事判決）。但最高法院的第二個判決認為，投資人應證明受不實財報欺騙而買進股票；判決指出：

1、有關財報不實的民事責任，「77 年（1988 年）修正證交法第 20 條第 2 項，修正理由指出，係參考日本及美國之立法例」，但 2006 年修正第 20 條並增訂第 20 條之 1，規定「請求權人含括善意取得人、出賣人及持有人，……足見……第 20 條之 1 之立法規範目的，係立法者為因應市場詐欺案件所造成之巨大損害，所為之立法政策之選擇。自此，**我國證交法有關財報不實之民事責任，不能認係參考美國證交法前開規定制定**」。

2、「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，……至於舉證責任分配，仍依民事訴訟法第 277 條規定為之」¹。

3、「因此，……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-

¹ 民事訴訟法第 277 條：「當事人主張有利於己之事實者，就其事實有舉證之責任。但法律別有規定，或依其情形顯失公平者，不在此限」。

Market Theory」，就投資人之交易與不實資訊間擬制因果關係存在……，即無直接適用、類推或引為我國法解釋法理基礎之餘地」（最高法院 111 年度台上字第 21 號民事判決）²。

最高法院第二個判決認為，證交法有關財報不實賠償責任的規定，與美國法不同，因此不能依「欺騙市場理論」³推定投資人具有交易因果關係。投資人必須證明，因受不實財報欺騙而買進股票。

財報不實的損害賠償，美國法是以 1934 年證券交易法 § 10(b)⁴，及聯邦證管會的 Rule 10b-5⁵，做為法律依據。但這兩個條文只規定「任何人從事與買賣證券相關之行為時，不得有欺騙之行為」，但沒有規定欺騙的行為人必須賠償。財報不實的賠償責任及相關要件，是由法院判決所創設⁶，且持有人亦不能請求賠償，與我國法確有不同。

² 有關本案的評論，參閱邵慶平，財報不實損害賠償的法律解釋與法理適用，台灣法律人，第 20 期（2023 年 2 月），頁 123，129-133。

³ 判決書譯為「詐欺市場理論」，惟本文認為「欺騙市場理論」較能表達「不實財報欺騙證券市場」的原意。

⁴ § 10(b): “It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange,……(b)To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors” .

⁵ SEC Rule 10b-5: “It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of mails, or of any facility of any national securities exchange, (a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security” .

⁶ Kardon v. National Gypsum Co., 73 F. Supp. 798 (1947); Superintendent of Insurance of New York v. Bankers Life and Casualty Co., 404 U.S. 6 (1971).

但整體而言，我國 1968 年公布施行的證交法，確實是參考美國法而制定。當時第 20 條第 1 項的規定：「有價證券之募集、發行或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為」，就是脫胎於 § 10(b)。不同的是，第 20 條第 3 項明定違反規定者應負民事責任。

1988 年修正時，立法理由雖敘明參考美國法，但規範內容仍有不同。相對而言，2006 年證交法增訂第 20 條之 1，立法理由雖未說明參考美國法，但實際上仍受美國法的影響。實務上，最高法院諸多判決顯示，投資人請求賠償時，應具備「交易因果關係」的要件，就是承自美國法。以下先說明美國「欺騙市場理論」的發展，再討論我國法院繼受該項理論的相關判決。

參、美國法

依美國法，原告如依普通法的詐欺 (common law fraud) 請求賠償時，應證明交易因果關係。法院將此項原則適用於 § 10(b) 資訊不實的賠償案件。

在股票買賣的情形，所謂交易因果關係 (reliance, or transaction causation)，是指原告因被告不實財報或其他虛假資訊的欺騙，而做成買賣證券的決定。換言之，若無虛偽不實的財報，原告不會買賣證券⁷。投資人如何證明交易因果關係？

一、隱匿資訊案件

美國聯邦最高法院在 *Affiliated Ute Citizens v. United States* 案指出，被告隱匿依法應揭露之資訊者，原告如證明被隱匿的資訊具有重要性 (materiality)，無須證明被告的隱匿與原告買賣證券之間，具有交易因果關係⁸。

⁷ 相關討論，見 Louis Loss, Joel Seligman & Troy Paredes, *Fundamentals of Securities Regulation*, (Wolters Kluwer 7th ed., 2018), at 1837-1841；莊永丞，論證券交易法第二十条證券詐欺損害賠償責任之因果關係，*中原財經法學*，第 8 期（2002 年 6 月），頁 147，157-159；戴銘昇，證券交易法物語（一），元照出版公司（2016 年 9 月初版），頁 35-43。

⁸ 460 U.S. 128 (1972). Loss, Seligman & Paredes, *id.*, at 1837-1846.

二、積極欺騙案件

在被告積極發布虛偽不實資訊的案件，雖應證明交易因果關係，但聯邦最高法院採用欺騙市場理論，推定原告具有交易因果關係，以減輕投資人的舉證責任。

實務上，上市公司財報不實的賠償訴訟，人數眾多，如投資人必須一一證明交易因果關係，訴訟上是極大的負擔。且投資人如未取得財報，或雖取得而無力閱讀者，如何證明不實財報與買進或賣出證券之間具有交易因果關係？此等問題，直接影響賠償訴訟的結果。

1960 年代開始，學者提出間接信賴 (indirect reliance) 的觀點，認為交易因果關係的成立，不以投資人直接閱讀不實報表為必要⁹。70 年代開始，亦有法院加以採用¹⁰，惟各法院見解仍然分歧。

聯邦最高法院在 1988 年的 *Basic, Inc. v. Levinson* 案¹¹，正式採用欺騙市場理論，認為不實資訊影響股票價格。公布不實資訊，實際上是欺騙整體證券市場。投資人雖未閱讀財報，但依市價買進證券，同樣承受不實資訊對股價的影響，應推定具有交易因果關係，但允許被告得舉反證加以推翻。

Basic, Inc. (簡稱 B 公司) 為紐約證券交易所的上市公司，*Combustion Engineering, Inc.* (簡稱 C 公司) 有意將其併購。1976 年 9 月起，兩家公司開始洽談合併事宜。面對市場傳言，B 公司在 1977 年至 1978 年間，三次公開否認有洽商併購之事。然而 1978 年 12 月 19 日，B 公司宣布接受 C 公司的收購要約。

B 公司 1977 年 10 月 21 日首次公開否認之後，到 1978 年 12 月 18 日 B

⁹ 參閱 Donald C. Langevoort, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, 2009 *Wis. L. Rev.* 151 (2009). 國內有關交易因果關係的深入討論，見林文里，證券市場資訊不實損害賠償的因果關係與責任範圍，台北大學法律學系博士論文，2009 年 6 月。

¹⁰ 例如 *Blackie v. Barrack*, 524 F. 2d 891, 907 (9th Cir. 1975); *Peil v. Speiser*, 806 F. 2d 1154, 1160-1161 (3d Cir. 1986).

¹¹ *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1998).

公司向紐約證交所申請停止交易之前，賣出股票的股東，認為公司否認併購，是散布不實資訊，致使股價下跌，股東僅能以較低價格賣出股票，因而受有損失，乃提起團體訴訟，主張被告違反 § 10(b) 及 Rule10b-5 禁止欺騙的規定，應負賠償責任。

投資人是否應證明因信賴公司否認併購的消息而賣出股票？亦即賣出股票與不實消息之間，具有因果關係？美國聯邦最高法院採取「欺騙市場理論」，推定投資人賣出證券與公司否認併購消息之間，具有交易因果關係。判決指出：

1、資訊不實的賠償案件，原告雖應證明受欺騙而買進或賣出證券，但證明方法不限於一種。在集中市場的交易，和面對面的買賣，情形不同，因果關係的證明方法也應有所差異。

2、在面對面的交易，買賣雙方各以其所獲得的資訊決定買賣價格。但在一個有效率的資本市場（the efficient capitalmarket），各項資訊流入市場，影響股價，個別投資人雖未掌握流入市場的各項資訊，但這些資訊仍在市價上反映出來。投資人依市價買賣證券，實際上承受各項資訊對市價影響的結果。

3、因此，公司發布不實資訊，不僅是對個別投資人的欺騙，而且是對整體證券市場的欺騙。個別投資人雖未取得特定的資訊，但因信賴市場，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。這就是一般所稱的欺騙市場理論。

4、推定交易因果關係，有利於投資人請求賠償，可促進 § 10(b) 的救濟功能，符合國會制定證券交易法的立法目的。立法史料顯示，國會立法之時，認知市場流通的消息影響證券價格，且投資人信賴市價的公正而買賣證券。

5、要求投資人證明「如消息未被隱匿或無虛偽的情形下，將如何影響其買賣證券的決定」，事實上十分困難。考量公平原則（fairness）、公共政策（public policy）、實際發生的高度可能性（probability）及訴訟經濟（judicial economy）等因素，交易因果關係的推定應有必要。

6、被告如能證明原告買進或賣出證券時，已知悉 B 公司正進行合併洽商，或已有真實的消息流入市場，且足以消除不實資訊的影響，或原告基於其他原因賣出股票，被告得據以推翻因果關係的推定¹²。

欺騙市場理論雖然僅轉換舉證責任，但因被告舉反證十分困難，因而使團體訴訟如虎添翼。但也因此引發強烈的反彈；數十年間，不斷有人試圖依循 Basic 案不同意見書的觀點¹³，推翻這個影響深遠的判決。

2014 年聯邦最高法院在 Halliburton v. Erica P. John Fund 案，再度處理這項爭議。法院維持 Basic 案推定交易因果關係的意旨¹⁴。

¹² *Id.*, at 241-249.

¹³ Basic 案有關欺騙市場理論部分，僅有四位大法官贊成（Blackmun, Brennan, Marshall, Stevens），兩位有不同意見（White 及 O' Connor），另外三位未參與決定（Rehnquist, Scalia, Kennedy）。兩位大法官的不同意見書指出：

第一，歷年有關 § 10(b) 及 Rule 10b-5 的判決，是以普通法的詐欺為基礎，這是本院熟悉的領域。但證券市場的運作錯綜複雜，並非本院所能掌握。如果認為證券集中市場的交易，與傳統面對面的買賣不同，必須修改普通法有關詐欺的意涵，以適應證券市場的特性，應由人力物力齊備的國會決定，而不是由缺乏相關專業的法院以判決擅自改變。更何況，欺騙市場理論仍在初期發展階段，實務上未經驗證，貿然付諸實施，結果如何難以預料。

第二，從立法史料觀察，國會不贊成欺騙市場理論。1934 年證券交易法第 18 條規定公司申報文件虛偽不實的民事責任。第 18 條草案原規定，如不實陳述影響證券價格者，即應負賠償責任；與本案多數意見的判決相當類似。但草案廣受批評，後來加上「原告必須證明交易因果關係」的要件，條文才獲得通過。此一立法過程清楚顯示，國會重視因果關係的證明。§ 10(b) 的民事責任是由法院所創設，相關求償要件，應類推適用第 18 條的規定。採取欺騙市場理論，形同刪除交易因果關係的要件，與國會的立法意志不符。

第三，國會制定證券交易法的基本政策是貫徹公開原則，因而要求公司向投資人公開相關資訊。採取欺騙市場理論的結果，使投資人不必要閱讀財務業務資訊，不必證明因受欺騙而買賣證券，就可以請求賠償。這種做法，與國會立法政策明顯牴觸。

第四，擴大投資人的求償機會，看似保護投資人，其實所謂公司賠償，實質上就是由無辜的股東，賠償給投機者和他們的律師，反而使多數股東受到損害。

第五，判決認為原告的信賴基礎是市場價格的公正性（integrity of the market price），亦即經由市場吸納各種資訊所形成的價格，足以反映證券的真實價值（true value）。此種論證，似認為市價之外，尚有所謂「真實價值」，其意義難以理解，並與市場實際情形不符。485 U.S. 251-263. 相關討論，見賴英照，橫看從寬側從嚴—美國證券詐欺民事責任的司法論辯，台灣財經法學論叢，第 1 卷第 1 期（2019 年 1 月），頁 1，9-16。

¹⁴ Halliburton v. Erica P. John Fund, 134 S. Ct. 2398, 2410 (2014). 法院重申推定交易因果關係的要件：1、虛偽不實的消息業經公開；2、理性投資人認為，已公開的消息具有重要性；3、股票在效率市場交易。如專業人士通常將公開的消息列入買賣股票的考量，並對股價產生影響，即符合效率市場的要件；及 4、原告在不實消息公開之後，更正之前，買進或賣出證券相關討論，見 Loss, Seligman & Paredes, supra note 7, at 1847-1857。

首席大法官羅勃茲（John Roberts）執筆的判決指出，解釋法律時遵守先例格外重要。國會如果不同意判決先例的意旨，可以修法改變先例，法院不應輕易擅自變更。Basic 案的推定交易因果關係，雖由法院創設，但等同聯邦證券法律。要推翻行之有年的先例，必須具備「特殊正當理由」，而不是僅僅指責先例不當。上訴人提出的理由，不足以說服法院推翻先例。判決指出：

第一，上訴人主張，證交法 § 10(b) 的民事責任並非法律明定，而是由司法判決所創造，解釋上應類推適用法律明定的民事責任，即同法第 18 條。依第 18 條規定，原告必須證明交易因果關係。Basic 案的判決違反國會意志。

判決認為，此項論點在 Basic 案，懷特及歐康諾大法官的不同意見書業已表達，當時多數意見未予採納，今天也沒有新的理由必須採納。

第二，上訴人主張，許多實證研究證實，資本市場並非全然具有反應資訊的能力。虛偽不實的資訊，可能在不具效率的市場影響證券價格，也可能在具有效率的市場，對證券價格不生影響。效率資本市場理論無法通過實務驗證，更不能做為判決依據。

法院認為：1、Basic 案的判決已明白表示，不涉入精密的統計分析，或經濟理論應用的論辯，也不是為任何特定經濟理論背書。Basic 案的判決主要是鑒於在通常情形，市場專業人士均將公司揭露的資訊列入投資決定的考量因素，因此公開的資訊對股價產生影響。上訴人提出的實證研究，並未顯示經濟理論的根本改變，亦不足以推翻先例。**如市場專業人士通常將公開的消息列入買賣證券的考量，並對證券價格產生影響，即符合效率市場的要件。**

2、關於投資人依賴市場公正性的問題，Basic 案認為多數投資人固然依賴市價的公正，但並未指明全體投資人皆屬如此。事實上，投資人依賴市價的公正而買賣證券確屬常態。即使相信股價被低估而買進，或被高估而賣出的所謂「價值投資人」（value investor），在買進或賣出股票之時，雖相信重大資訊尚未在股價反應，但仍預期重大資訊終將在合理期間內影響股價，並因而

有獲取差價利益的機會。縱然股價沒有正確反應相關資訊，也不能否認不實資訊影響股價，並造成投資人的損失¹⁵。

第三，上訴人主張，Basic 案的判決，與晚近聯邦最高法院強調 § 10(b) 的訴訟應證明交易因果關係的要件，意旨不符。

判決認為，Basic 案的判決，並未免除交易因果關係的要件，只是換一種方法證明而已¹⁶。

第四，上訴人主張，Basic 案的判決帶來嚴重的不良後果，讓有心人利用上市公司避免訟累的心理而濫行起訴，以換取龐大的和解金，增加公司支出，實質上是由無辜的投資人（股東）負擔，同時更浪費司法資源。

判決認為，這些問題即便屬實，應由國會處理。事實上，國會已陸續立法解決相關問題¹⁷。

本案判決並未深究欺騙市場理論是否妥適的論辯，但清楚指出，**如果專業人士通常將公開的資訊列入買賣證券的考量，且公開的資訊影響證券價格，即屬效率市場**，可據以推定交易因果關係。

本案雖有三位大法官提出不同的見解，認為應廢除 Basic 案交易因果關係的推定¹⁸，但現實上，在可預見的未來，法院不太可能推翻 Basic 案的判決意

¹⁵ *Id.*, at 2398, 2410-2411.

¹⁶ *Id.*, at 2412.

¹⁷ *Id.*, at 2413. 判決舉出兩個法律做為例證：Private Securities Litigation Reform Act of 1995，及 Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998。

¹⁸ 由湯瑪斯大法官執筆，史卡利亞及阿里托大法官加入的協同意見書，雖同意將本案廢棄發回第五巡迴上訴法院的結論，但強烈主張應廢除 Basic 案推定交易因果關係的先例。這種協同意見書，學者稱為 concurring dissent 或 special concurring opinion。他們基本上支持上訴人對 Basic 案的批評，認為「公開的資訊通常均在股價上反應」，及「投資人依賴市價的公正性買賣證券」兩項前提，都是錯誤的假設。此外，他們特別指出以下三點：

第一，**由法院判決創設民事責任，已是歷史遺跡**，聯邦最高法院晚近數十年來，認知民事責任的創設屬於國會權責。多數意見依遵守先例的基礎，維持 Basic 案的判決，並不適當。§ 10(b) 的隱含訴權是司法創設的產品，Basic 案再以司法判決加以擴充，性質上都是聯邦普通法（federal common law）。傳統上，相對於解釋成文法所建立的判決先例，本院對於普通法的先例，一向採取比較彈性的態度，如果判決先例的意旨，「不可行或理由不當」，或「判

旨。事實很清楚，如果改變 Basic 案交易因果關係的推定，投資人難以證明交易因果關係，證券團體訴訟將形同虛設。

肆、實務判決

公司發布不實財報，依第 20 條之 1 請求賠償時，應否以交易因果關係為要件？是否採取欺騙市場理論予以推定？

最高法院多數判決受美國法的影響，認為應具備交易因果關係，同時引用欺騙市場理論，據以推定投資人具有交易因果關係¹⁹。

合邦案最高法院第二個判決之前（最高法院 111 年度台上字第 21 號民事判決），最高法院在綠能案，以投資人信賴市場為基礎，並考量投資人證明已閱讀財務報告的困難，依民事訴訟法第 277 條但書，推定交易因果關係。判決認為：

1、「信賴為公開證券市場之基石，證券市場賴以有效公平運作。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

決所依據的理論被嚴重質疑」，或「與法律的一貫性不相容」等任何一種情形，法院會毫不猶豫加以推翻。Basic 案符合上述各項情形。Basic 案的先例不是國會的立法，也不是解釋成文法的判決，如有不當，應由本院加以變更，不應以遵守先例的理由，等待國會修法廢除。

第二，國會數度修正證交法仍未變更 Basic 案的意旨，並不表示國會同意或默認欺騙市場理論。

「推定交易因果關係」的規則本是司法所創造，如因國會未修法變更就認為國會同意，那麼司法判決只要不被立法推翻都將形同法律，這種見解明顯違反「法律應經國會通過並由總統公布」的憲法程序。本案情形尤其明顯。國會通過的私人證券訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act of 1995）明確宣示，「本法規定不應被解釋為創設或追認任何隱含的訴權」（“Nothing in this Act …… shall be deemed to create or ratify any implied private right of action”）。法律既無意追認 Rule 10b-5 的隱含訴權，更不能把國會的沉默，解釋為追認「推定交易因果關係」的判決意旨。事實上，國會通過的兩個法律，都在防止私人訴權的濫用，從立法目的觀察，更不能認為國會同意 Basic 案如此擴張私人訴權的意旨。

第三，如果認為在證券集中市場的交易，確實與面對面的買賣不同，因而必須修正民事責任的規範以適應實際需要，也應由國會修法，不應由法院越俎代庖。134 S. Ct. at 2417, 2425-2427 (Thomas J., concurring, Scalia & Alito, JJ. join). 相關討論，見賴英照，註 13 文，頁 16-26。

¹⁹ 相關討論，參閱黃朝琮，特殊交易型態與資訊揭露，新學林出版公司（2021 年 1 月初版），頁 211-216。

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」。

2、「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。而有依民事訴訟法第 277 條但書規定，減輕投資人舉證責任必要。即透過市場信賴關係，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。惟仍容許不法行為人就其二者間無因果關係舉反證加以推翻」（最高法院 108 年度台上字第 1496 號民事判決）。

飛雅案，最高法院則依證交法第 1 條「保障投資」的立法目的，推定交易因果關係。判決指出：

「申報或公告之財務報告之內容是否虛偽或隱匿，非一般投資者所能知悉」，故財報不實的賠償責任，「以賠償義務人所為財務報告之不實資訊足以影響股價，且該不實資訊遭揭露或更正後，股價因而有大幅變動，致賠償請求人受有損害」，且原告為善意取得人或出賣人，「即足當之，不以有無閱覽資訊或是否為投資客炒作標的為必要，方足以達成同法第 1 條規定為發展國民經濟，保障投資之目的，且符合資本市場以信賴為基礎之本質」（最高法院 108 年度台上字第 613 號民事判決）。

飛雅案（最高法院 105 年度台上字第 49 號民事判決）、**合邦案**最高法院的第一個判決（最高法院 106 年度台上字第 1246 號民事判決）、**力霸案**（最高法院 107 年度台上字第 2 號民事判決）及**仕欽案**（最高法院 110 年度台上字第 2312 號民事判決），法院亦認為發行人與散戶投資人之間，資訊差距懸殊，必須將舉證責任倒轉²⁰。

²⁰ 此類判決甚多，例如 1、宏億案：最高法院指出：「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『對市場詐欺理論』，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」（最高法院 104 年

合邦案最高法院第二個判決之後，最高法院在欣煜案，亦實質引用欺騙市場理論，依民事訴訟法第 277 條但書推定交易因果關係。判決指出：

1、「企業經營管理者如利用其資訊上之優勢，製作虛偽不實財報之申報或公告，足使投資人誤信該企業之業績將有成長或有所轉機，而做出買賣股票之決定，不僅是對個別投資人之欺騙，且係對整體證券市場之欺騙。投資人如因信賴市場，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」。

2、「法院於具體案例，倘認責由投資人須個別舉證因閱讀該不實財報後始為投資，顯失公平，依民事訴訟法第 277 條但書規定減輕投資人交易因果關係之舉證責任」，與「舉證責任分配原則無違」（最高法院 112 年度台上字第 438 號民事判決）。

上開判決，法院雖未使用「欺騙市場理論」乙詞，但實質上表達該項理論的內涵。東森案（最高法院 104 年度台上字第 698 號民事判決）及豐達案（最高法院 102 年度台上字第 73 號民事判決），亦有類似的論述。

法院判決呈現兩條主軸：

1、明白引用或實質引用欺騙市場理論，並以不實財報被揭穿前後的股價變動，做為推定交易因果關係的依據。依這條主軸，如法院認為不實財報對股價未造成影響，即不能推定交易因果關係。

2、以投資人舉證困難為基礎，認為要求投資人證明交易因果關係「顯失

度台上字第 225 號民事判決）。元勝案，最高法院亦有類似的論述（最高法院 111 年度台上字第 493 號民事判決）。

2、日揚案：法院認為，「依詐欺市場理論，不論其等（按指投資人）實際上是否閱讀系爭財報，均推定信賴該財報而有交易因果關係」（最高法院 108 年度台上字第 40 號民事判決，維持台南高分院 106 年度金上字第 1 號民事判決）。

3、新泰伸案：判決指出，「新泰伸公司編造發布不實系爭財報，係欺騙證券市場，個別投資人縱未實際取得該資訊，亦將因信賴市場而依市價買賣而受損害，應推定有交易因果關係存在」（最高法院 109 年度台上字第 1910 號民事判決）。

公平」，引用民事訴訟法第 277 條做為依據。依據此一主軸，不須論述股價是否受影響。

兩條主軸雖有不同，但殊途同歸，均產生推定交易因果關係的結果。

伍、法律解釋方法

證交法第 20 條之 1 第 1 項規定，財務報告的主要內容有虛偽或隱匿之情事，發行人及負責人等，對於投資人「**因而所受之損害，應負賠償責任**」。依本條規定，投資人應證明「因而所受之損害」，亦即不實財報與所受損害之間，具有因果關係，但**並未規定必須證明已閱讀財報，並受不實財報欺騙而買進股票的交易因果關係**。

財報不實的賠償案件，性質上為侵權行為。依民法侵權行為請求賠償時，是否應證明交易因果關係？依學者見解，侵權行為賠償案件的因果關係包括兩種：

- 1、責任成立因果關係：指因加害行為而造成權利受侵害。
- 2、責任範圍因果關係：指損害係因權利受侵害所造成²¹。

責任範圍因果關係，是關於如何決定損害賠償範圍的問題，與交易因果關係不同。責任成立因果關係，是否為交易因果關係？換言之，投資人受不實財報欺騙而買進（或賣出）股票時，權利是否受到侵害？

美國法院 Dura 案的判決，呈現兩種見解，可供參考。Dura 公司（簡稱 D 公司）以製藥為業。1997 年 4 月到次年 2 月間，公司多次宣布獲利數字遠優於往年，且公司研發用以治療氣喘的噴劑，將獲得食品藥物管理局（Food

²¹ 參閱王澤鑑，侵權行為法，作者自版（2015 年 6 月），頁 256-261；陳忠五，產前遺傳診斷失誤的損害賠償責任—從「新光醫院唐氏症事件」論我國民事責任法的新課題，台大法學論叢，第 34 卷第 6 期（2005 年 11 月），頁 107，135-141；姚志明，侵權行為法，元照出版公司（2014 年 10 月），頁 64-65，333-334；孫森焱，民法債編總論，作者自版（2020 年 4 月修訂版），上冊，頁 228-229。

and Drug Administration) 的批准，預期未來銷售業績良好。

但1998年2月24日D公司宣布，因藥品銷售情況欠佳，獲利將不如預期。次日D公司股價從39元跌到21元，跌幅達47%。1998年11月，D公司宣布，氣喘噴劑將無法獲得政府批准，股價亦短暫下跌。

原告多人在1997年4月15日至1998年2月24日間買入D公司股票。他們主張，因公司誇大獲利能力及氣喘噴劑將獲政府批准，促使股價上漲。他們依市價買入股票後，因不實資訊揭穿股價下跌受有損害，乃依§ 10(b)及Rule 10b-5訴請賠償。本件爭議的問題是：投資人買進股票時，權利是否受侵害，因而具有損失因果關係？

甲說：聯邦第九巡迴上訴法院認為，如不實資訊使股價灌水上漲(inflated)，投資人以灌水價買入股票，即可證明權利受侵害，因而具有損失因果關係。依據此項見解，在不實財報促使股價明顯漲跌的情形，受欺騙而買入股票時，權利已受侵害，交易因果關係可以成為「責任成立要件」的內容，但被損失因果關係所吸收。

此外，有學者認為不實財報侵害投資人買賣證券的決策自由²²，因此於買賣證券時，權利已受侵害。此一見解，是以投資人的決策自由為基礎，與第九巡迴上訴法院以投資人財產權受侵害的觀點雖有所不同，但均認為投資人受欺騙而買進股票時，權利已受侵害。

乙說：聯邦最高法院認為，投資人受不實財報欺騙而買入股票時，權利並未受侵害。判決指出，投資人即使以灌水價買入證券，於購買時並無損失，因股票在購買當下，與灌水價有相等的價值。如果買進後在不實資訊未被揭穿前即已售出，該項不實資訊亦不致造成投資人的損失。損失發生的時點，不在於投資人因信賴不實資訊而買進股票之時，而在於不實資訊為大眾知悉，股價下

²² 這是德國的學說之一。見葉新民，論資本市場上因不實資訊而致投資人損害的賠償方法—以德國法為中心，中原財經法學，第23期（2009年12月），頁107，136。

跌後，投資人以低於買入價賣出證券之時²³。因此，投資人被不實財報欺騙而買入股票時，雖成立交易因果關係，但權利並未受侵害，不構成「損失因果關係」²⁴。

依美國司法制度，應以聯邦最高法院的判決為準，因此係美國法採乙說。

就我國法而言，侵權行為的民事賠償應具備「責任成立」與「責任範圍」兩項因果關係。「責任範圍因果關係」，係有關賠償金額的的計算，與交易因果關係不同。至於「責任成立因果關係」以權利受侵害為前提，類似美國法的損失因果關係。依 Dura 案甲說的理論，雖成立交易因果關係，但被損失因果關係所吸收；依乙說的見解，則「責任成立因果關係」，並不包括交易因果關係。因此依侵權行為請求賠償的要件，並未包括獨立的交易因果關係。

財報不實的賠償案件，要求投資人證明交易因果關係，並非證交法第 20 條之 1 的規定，亦非民法侵權行為民事賠償的要件，而是承繼美國法而來。法院能否以外國法為判決的依據？

最高法院有判決認為，外國法為法理，得加以引用（最高法院 59 年度台上字第 1005 號民事判決；最高法院 84 年度台上字第 1854 號民事判決）。但何種情形得為引用？如何引用？並無明確的標準²⁵。

實務上，法院如要引用，判決會指出，「參諸外國立法例……以補立法之不足」（例如最高法院 100 年度台上字第 1134 號刑事判決，最高行政法院 91 年度判字第 349 號判決）。如不引用，則謂：「我國無如外國之立法例，自不能為相同之解釋」（例如最高法院 75 年度台上字第 1215 號民事判決，最高法院 93 年度台上字第 4077 號刑事判決）²⁶。不論是否引用，均非以「系爭法律是否參考某國法律而制定」，做為取舍標準。

²³ Dura Pharmaceuticals Inc.v.Broudo,544 U.S. at 341-342.

²⁴ Broudo v. Dura Pharmaceuticals Inc., 339 F. 3d 933, 938 (2003).

²⁵ 大法官解釋認為，外國立法例為「憲法解釋所得參考之事實資料，惟尚難作為論斷憲法意旨之依據」（司法院釋字第 603 號解釋）。

²⁶ 相關討論，參閱賴英照，說理或詭辯—判決引用外國法的爭論，中原財經法學，第 38 期（2017 年 6 月），頁 1，57-60，62-78。

就交易因果關係的要件而言，多數判決引用美國法，認為財報不實的賠償案件，投資人應具備交易因果關係，但同時參酌欺騙市場理論，依民事訴訟法第 277 條但書，以推定取代投資人的證明。

少數案件，例如**合邦案**最高法院的第二個判決（最高法院 111 年度台上字第 21 號民事判決），認為投資人應具備交易因果關係，但拒絕引用欺騙市場理論。這是選擇性的繼受外國法。**如果法院認為證交法的規定與美國法不同，不應引用美國法的欺騙市場理論，基於同理，亦應捨棄承襲自美國法的交易因果關係。**

事實上，是否維持交易因果關係的要件，在美國亦非毫無爭議。有學者指出，要求投資人證明受不實資訊所欺騙，因而為買賣的決定，不但有事實上的困難，而且不合常理。學者提出下列質疑²⁷：

1、在被告隱匿資訊的情形，投資人如何證明受到沒有發布的資訊所欺騙而買賣證券？

2、在發布虛偽不實資訊的情況，證券法令要求公司揭露資訊的規定，就是認定公司資訊可能影響投資判斷，投資人何需再為證明？

3、公司發布的資訊，透過投資機構的分析及媒體的傳播，投資人雖未閱讀原始報告，但實際仍受傳播媒體的影響，如何能以投資人未直接閱讀公司資訊而剝奪其賠償請求權？

4、投資人請求賠償時，應證明不實資訊具有「重大性」，因此已間接證明不實資訊重大影響其投資決定，何須再要求證明交易因果關係？

學者因而主張，投資人如證明不實資訊影響證券價格，並因而受損害，即可請求賠償，無須證明交易因果關係²⁸。

²⁷ 參閱 Jill E. Fisch, The Trouble with Basic: Price Distortion after Halliburton, 90 WASH. U. L. REV. 895, 900-903 (2013).

²⁸ Fisch, *id.*, at 929, 932. 類似的主張，見 Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, Optimal Damages in Securities Cases, 58 U. CHI. L. REV. 611 (1985)。

Basic 案審議時，卜年南大法官（William J. Brennan Jr.）認為，不論是消極隱匿資訊，或積極發布不實資訊，投資人僅須證明不實資訊影響股價，但無須證明交易因果關係。卜年南最後同意延續普通法的傳統，維持交易因果關係的要件，因為他相信，依欺騙市場理論，以「不實資訊影響股價」為基礎，推定投資人具有交易因果關係，被告很難舉反證加以推翻²⁹。實務上，推定交易因果關係是證券團體訴訟的重要基礎。如果廢除這項推定，投資人的賠償請求權，將難以實現。

投資人能否請求賠償，關鍵應在於不實財報是否造成投資人的損害。捨棄交易因果關係的要件，投資人如無損害也不能請求賠償，對不實財報的賠償義務人，不會造成不公平的負擔。法院如要求投資人證明交易因果關係，比美國法更為嚴格，不但損害投資人的求償權，並且缺乏法律依據。

證交法的首要任務，是保障沒有能力保護自己的投資人。證交法規定公司應公布財務報告，但並未要求投資人必須閱讀財報。現實上，一般投資人很難在買賣股票之前閱讀財報；如果因而認定投資人不具交易因果關係，並使財報造假的行為人免負賠償責任，將使不具投資專業知識，且最需要法律保護的投資人，不能受到證交法的保護。這種情形，不但對投資人不公平，更妨礙以民事賠償促進資訊真實公開的立法目的。

陸、結論

財報不實的賠償案件，證交法第 20 條、第 20 條之 1 及民法侵權行為的規定，均未要求投資人證明交易因果關係。依證交法「保障投資」的立法目的，亦不能因投資人未閱讀財務報告，就剝奪其請求賠償的權利。財報不實的賠償案件，應捨棄交易因果關係的要件。如不捨棄，應依民事訴訟法第 277 條但書，推定投資人具有交易因果關係。

²⁹ A. C. Pritchard & Robert B. Thompson, A History of Securities Law in the Supreme Court, (Oxford University Press, 2023), at 203-205; Donald C. Langevoort, Judgment Day for Fraud-on-the-Market: Reflections on Amgen and the Second Coming of Halliburton, 57 ARIZ. L.REV. 37, 49-50 (2015).

~ 投資股票小提醒 ~

公司治理好，投資少煩惱。公司治理評鑑結果及公司治理指數成分股，可做為您投資股票之參考。

(參考網址 <http://cgc.twse.com.tw/>)