

# 論財報不實民事求償訴訟 之交易因果關係

周振鋒\*

## 要 目

壹、前 言	七、宏傳案
貳、美國法「對市場詐欺理 論」發展與演進	八、小 結
參、我國司法實務就「對市場 詐欺理論」之運用	肆、持有人範圍與交易因果 關係
一、合邦電案	一、宏億案
二、宏億案	二、邨港案
三、名鐘案	三、吉祥全案
四、飛雅案	四、仕欽案
五、遠倉案	五、勤美案
六、邨港案	六、小 結
	伍、結 論

關鍵字：證券詐欺、財報不實、對市場詐欺理論、效率資本  
市場假說、交易因果關係、團體訴訟

投稿日期：108年08月05日；接受刊登日期：108年12月13日

\* 國立政治大學法學院暨會計學系合聘副教授，美國伊利諾大學法學博士。本文初稿曾發表於2019年6月14日國立政治大學法學院舉辦之「證券交易法50年」研討會，感謝本文發表場次主持人劉連煜教授、與談人邱欽庭董事長與莊永丞教授對本文給予指導。另對於本文審查人的寶貴意見，作者在此亦特別表示謝意，惟文責仍由作者自負。

## 壹、前言

按證券交易法（以下簡稱「證交法」）第1條揭示「發展國民經濟」與「保障投資」之目的，係以資訊強制揭露與制定反詐欺條款等方法實現。藉由強制發行人將財務業務資訊對外揭露，證券投資人於買進或賣出決定前即可獲取充分資訊，以降低交易時不對稱之交易成本。而此時，反詐欺條款可確保揭露資訊之品質，對於重大隱匿或虛偽的資訊，法律均予以禁止與懲罰。證交法第20條第2項即特別規定「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。」若違反本項規定者，除須依同法第171條負刑事責任外，另須按第20條之1（以下簡稱「本條」）規定負民事賠償責任。依本條規定，當第20條第2項之財務報告及財務業務文件或依第36條第1項公告申報之財務報告其主要內容有虛偽或隱匿之情事（以下合稱「財報不實」）<sup>1</sup>，發行人及其負責人、發行人之職員，曾在財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章者、簽證會計師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。學者認為本條並未賦予發行人舉證免責之機會，故發行人除證明依本條請求者為惡意外均應負賠償責任，屬無過失責任，另發行人之負責人或簽名職員「如能證明已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事者」得免負賠償責任，性質為推定過失責任，而簽證會計師若「有不正當行為或違反或廢弛其業務上應盡之義務」時始須負責，故為一般過失責任<sup>2</sup>。本條雖明確列舉財報不實時之「責任主體」、「主

<sup>1</sup> 雖然本條規範行為不限於財報不實，亦包含財務或業務資訊主要內容之虛偽或隱匿，但鑑於財報不實為本條實務運用最常見之行為態樣，且為求與本文命題相符、便利行文等原因，本文以下將本條規範行為統稱為財報不實，合先敘明。

<sup>2</sup> 參閱賴英照，股市遊戲規則：最新證券交易法解析，頁705，自

觀要件」、「免責條件」等，但對於其他構成要件規定卻付之闕如，因而常衍生爭議，其中，因果關係即是訴訟上原被告雙方最常爭執的重點之一。

依本條之財報不實民事賠償責任實務以及學者通說認為係侵權行為責任，因此，除法另有明文規定外（如前述主觀的推定過失），似可依民法侵權行為原則補充之。循此，原告主張因被告所為不實財報而受損害時，不但須證明主觀要件、客觀要件，亦需證明被告不實財報行為致其陷於錯誤，以及與其受損害間具有因果關係。論者指出此即民事訴訟法（以下簡稱「民訴法」）第277條本文「當事人主張有利於己之事實者，就其事實有舉證之責任」的意旨所在<sup>3</sup>。在證券詐欺求償案件（包含財報不實），我國通說及實務不少見解皆認同美國法將因果關係再區分為交易因果關係（transaction causation）與損失因果關係（loss causation）<sup>4</sup>。前者又稱信賴要件（reliance），係指原告因被告信賴發布的財務報告為真實而為買賣證券的行為，若無該不實財報，原告即不會為買賣<sup>5</sup>；後者指原告買賣證券之經濟損失，係因被告之不實資訊所致<sup>6</sup>。本文擬以討論交易因果關係為主，至於損失因果關係則不

---

版，3版（2017）。

<sup>3</sup> 參閱廖大穎，詐欺市場理論，月旦法學教室，第177期，頁26（2017）。

<sup>4</sup> 參閱王志誠等，實用證券交易法，頁462，新學林出版股份有限公司，修訂5版（2018）。

<sup>5</sup> 相關說明可參考“A purchaser on the stock exchanges... relies generally on the supposition that the market price is validly set and that no unsuspected manipulation has artificially inflated the price, and thus indirectly on the truth of the representations underlying the stock price whether he is aware of it or not, the price he pays reflects material misrepresentations.” Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891, 907 (9th Cir. 1975).

<sup>6</sup> 相關說明可參考“[T]he standard rule of tort law that the plaintiff must

在本文探討範圍，先予說明。

早期司法實務就交易因果關係採取眼球原則（*eyeball test*），要求原告需證明其確實閱讀不實財報，且因信賴該不實資訊做成交易決定，始能建立交易因果關係。換言之，除非原告能證明其閱讀不實財報後始決定買賣證券，否則原告請求即不應准許。惟證券投資決定做成時考量因素甚多，投資人欲證明其因信賴不實財報始買賣證券且受有損害，恐非易事。而此要求在非面對面交易之證券交易市場尤其明顯，蓋因實際閱讀財報而購買證券的投資人可能少之又少<sup>7</sup>，即便證明其已閱讀系爭不實財報，亦可能未能證明不實財報與其投資決定兩者具有事實上的因果關係。更有甚者，若被告被指摘行為係隱匿（*omission*）公司不利事實時，如何證明當被告不隱匿時原告即不會因此受害更是困難重重<sup>8</sup>。為解決此一問題，美國法即發展出「對市場詐欺理論」或稱「詐欺市場理論」（*fraud-on-the-market theory*）推定交易因果關係（即信賴要件的存在），以緩和訴訟原告的舉證困難。透過該理論之運用，認為在開放且發展良好的證券市場，證券價格取決於公司各種公開之重大資訊，因而重大之不實陳述或隱匿一般將會影響證券價格，故投資人信賴證券價格即可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<sup>9</sup>。

---

allege and prove that, but for the defendant's wrongdoing, the plaintiff would not have incurred the harm of which he complains." *Bastian v. Petren Resources Corp.*, 892 F.2d 680, 685 (7th Cir. 1990). *See also* THOMAS LEE HAZEN, *SECURITIES REGULATION: IN A NUTSHELL* 165-166 (2009).

<sup>7</sup> 參閱王志誠等，前揭註4。

<sup>8</sup> *See* THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATIONS* 487 (2017).

<sup>9</sup> 參閱劉連煜，*新證券交易法實例研習*，頁362，自版，增訂15版（2018）。

而此理論在我國司法實務也加以採納<sup>10</sup>。但由於早期實務對該理論較為陌生，未形成具體共識，致使有法院仍認為投資人應舉證不實財報與其投資決定之因果關係<sup>11</sup>，經過國內學者數度撰文批判，終使法院逐漸接受「對市場詐欺理論」<sup>12</sup>，推定交易因果關係似已成主流見解。如立大農畜案<sup>13</sup>、順大裕案<sup>14</sup>等訴訟，

<sup>10</sup> 參閱林麗香，財報不實之民事賠償責任／最高院九九台上五二一，台灣法學雜誌，第156期，頁234-235（2010）。

<sup>11</sup> 例如在「順大裕」案，臺灣臺中地方法院90年度重訴字第706號民事判決即認為「依目前集中市場交易常情觀察，投資人實際以公司財務報告作為買賣股票之依據或重要參考資料者幾希？以公司之財務報告（歷史報告）決定買賣時機者顯然少之又少」為理由，認為投資人所受損害與有過失之被告會計師間無相當因果關係。

<sup>12</sup> 參閱劉連煜，財報不實與會計師之民事責任，月旦法學教室，第28期，頁34-35（2005）。

<sup>13</sup> 臺灣高等法院高雄分院94年度金上字第1號民事判決：「在公開市場為股票交易者並非僅限於非專業投資人而已，專業投資者（如投資信託公司及外國資金等）參與股票買賣，更為股票交易之主要對象，而各該專業投資者均聘僱有相關專業人員從事各項財經資訊等影響股票行情因素之分析、研判，並提出投資意見以供是否進場交易之參考，此為眾所周知之事實，而此類專業投資者，對各該上市、上櫃公司之財務報告，既本其專業知識為研判分析，藉以決定是否交易買賣，並使一般非專業之投資大眾因此而跟進或為參與交易之決定，則在整體交易市場之運作下，任何以不實資訊公開於股票交易市場之行為，應均可視為對參與股票交易之不等定對象為詐欺，並進而推定任何參與股票交易之善意取得人或出賣人，均有信賴該資訊之真實性，而不須舉證證明其有如何信賴財務報告之事實，亦即該交易因果關係係被推定，此從證交法第20條規定之意旨觀之，亦可得佐證，並為美國就有關股票交易訴訟時所發展出之『詐欺市場理論』所採用。」

<sup>14</sup> 臺灣高等法院臺中分院93年度金上字第2號民事判決：「美國法院曾以集團訴訟之背景為動力，結合市場效率理論發展出所謂『詐欺市場理論』（the Fraud-on-the-Market Theory），意即將行為人故意以虛偽不實之資訊公開於市場之中，視為對整體市場的詐欺行為，而市場投資人可以『以信賴市場之股價』為由，說明其間接信賴了公開之資訊，故投資人無須一一證明個人之『信賴關係』，換

法院皆明確採納之。

但「對市場詐欺理論」原係基於效率資本市場假說（efficient capital market hypothesis）的基礎而來，在美國著名 *Basic Inc. v. Levinson* 案<sup>15</sup>即以此作為運用「對市場詐欺理論」適用的前提要件。但系爭證券是否處於有效率之市場往往產生爭議。該理論移植我國時也產生相同質疑，致使我國證券市場是否為效率市場常為訴訟爭議焦點。但無論在美國或我國，此一問題並未有明確實證證據支持，故實務與學說不乏出現對該理論作出彈性調整適用的建議。也因此不免造成在我國規範下應否或如何適用「對市場詐欺理論」有著相當分歧的見解。本文擬以「對市場詐欺理論」、「推定交易因果關係」為核心，梳理與分析近期法院指標性見解，輔以美國法的發展做綜合觀察，就我國法規範下應否以及如何適用「對市場詐欺理論」做一整理與分析。另外，本條另賦予「持有人」賠償請求權，是否與如何適用「對市場詐欺理論」等問題，在實務執行也產生一定的困擾，本文亦擬一併納入討論。最後於文末提出在我國法制應如何解決財報不實求償訴訟中關於交易因果關係難題的建議。

## 貳、美國法「對市場詐欺理論」發展與演進

如前所述，在證券詐欺訴訟中，原告常面臨交易因果關係舉證的困境，如投資人實際未取得財報抑或雖取得而無能力閱讀者，尤其是團體訴訟，嚴格要求團體訴訟成員皆應證明其信賴，

---

言之，即使投資人並未閱讀詐欺行為人所公開之資訊（公開說明書或財務報告），亦可推定為詐欺行為之被詐受害者。易言之，公司負責人以積極之手段欺騙投資人，使投資者誤信公開資訊之內容真實，因而買進公司股票，即難謂無因果關係。」

<sup>15</sup> *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

將使團體訴訟執行上產生困難<sup>16</sup>。聯邦最高法院在1972年於 *Affiliated Ute Citizens of Utah v. U. S.* 案<sup>17</sup>即對信賴認定作出調整，不採嚴格認定標準，認為在面對面交易且當被告有義務揭露重要資訊但卻隱匿時，交易因果關係（信賴）即可被推定，亦即，法院認為揭露義務與重大事實的隱匿即建立了事實上的交易因果關係<sup>18</sup>。兩年後，聯邦第二巡迴法院於 *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.* 案<sup>19</sup>中，更將前述 *Affiliated Ute Citizen* 案所做的推定擴張至規則10b-5匿名市場交易的訴訟上<sup>20</sup>。

不過前揭案例乃針對隱匿時所做的信賴推定，但若是被告所提供資訊不實時，應如何解決？1975年聯邦第九巡迴法院在 *Blackie v. Barrack* 案<sup>21</sup>即採「對市場詐欺理論」，認為不論買受人

<sup>16</sup> 在美國法下以規則10b-5提起的證券詐欺民事責任成立要件包括「(一)重大不實陳述 (A Material Misrepresentation)、(二)惡意 (Scienter)、(三)與證券買賣相關 (A Connection with the Purchase or Sale of a Security)、(四)信賴/交易因果關係 (Reliance/Transaction Causation)、(五)經濟損失 (Economic Loss) 以及(六)損失因果關係 (Loss Causation)」，而證券詐欺事件受害者通常不只一人，因此常以團體訴訟提起訴訟，此際原告亦應符合美國聯邦民事訴訟法第23條規定 (Federal Rule of Civil Procedure) 要件，其中包括集團成員間有共通事實或法律問題為限，始能提起訴訟。參閱方元沂，論對證券市場詐欺理論及其經濟理論之新發展，財金法學研究，第1卷第2期，頁210-211 (2018)；黃朝琮，美國案例法中詐欺市場理論之脈絡與發展——從Basic到Amgen，證券暨期貨月刊，第31卷第5期，頁31 (2013)。

<sup>17</sup> *Affiliated Ute Citizens of Utah v. U. S.*, 406 U.S. 128 (1972).

<sup>18</sup> “This obligation to disclose and this withholding of a material fact establish the requisite element of causation in fact.” *Id.* at 154.

<sup>19</sup> *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 495 F.2d 228 (2d Cir. 1974).

<sup>20</sup> LARRY D. SODERQUIST & THERESA A. GABALDON, *SECURITIES LAW* 157 (2011).

<sup>21</sup> *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975).

是否閱讀不實財報，但其所支付的股價已反映了系爭不實資訊，故可推定信賴<sup>22</sup>。惟採用此一理論較優惠原告，並且容易促成證券團體訴訟的進行，若無強而有力的理論基礎，似難以正當化為何獨厚原告，因而各法院對此仍持有不同意見。直至於1988年 *Basic* 案聯邦最高法院正式確認採用「對市場詐欺理論」<sup>23</sup>，此一爭議暫告終結。*Basic* 案係涉及虛偽資訊（misstatement），在交易市場為效率資本市場下，不論投資人是否因得知不實資訊而進行交易行為，由於不實資訊不僅欺騙個別的投資人，同時也欺騙整個市場，造成股價產生變動，縱使投資人未閱讀或無能力閱讀公司財報，仍推定「信賴」要件，即投資人已具有交易因果關係，除非被告舉反證推翻其不存在。法院承認要求投資人證明交易因果關係相當困難，認為基於公平（fairness）、公共政策（public policy）、可能性（probability）及司法經濟（judicial economic）之考量，此一推定應有必要，且此推定亦有助於規則 10b-5 救濟功能，符合證交法立法目的，即證券市場受到公開資訊影響時，投資人信賴市場的正直和健全性（integrity）必須受到保障<sup>24</sup>。又法院認為從投資之普通常識和實證資料分析結果觀之，亦支持在成熟發展的證券市場中，證券價格會受到所有公開資訊的影響，因此，任何重大不實的公開陳述將會影響其價格，

---

<sup>22</sup> “A purchaser on the stock exchanges ... relies generally on the supposition that the market price is validly set and that no unsuspected manipulation has artificially inflated the price, and thus indirectly on the truth of the representations underlying the stock price whether he is aware of it or not, the price he pays reflects material misrepresentations.” *Id.* at 907.

<sup>23</sup> 對於美國聯邦法院在 *Basic* 案前就交易因果關係的演變，可參閱賴英照，前揭註2，頁719-720。

<sup>24</sup> *See Basic Inc.*, 485 U.S. at 245-247.



證券投資人應可推定信賴任何重大不實的公開陳述<sup>25</sup>。

「對市場詐欺理論」建構在一個「效率資本市場假說」存在為前提，即在一個開放且發展良好的證券市場，關於公司經營的重大不實陳述或隱匿之消息導致影響公司的股價，該消息會詐欺投資人購買其股票，甚至影響擴及到那些不是直接信賴該消息而購買股票的投資人。基於此種情況下，被告的詐欺行為與原告決定購買股票間之因果關係認定，則無需以直接信賴該不實陳述或隱匿消息為要件，此等投資人仍可推定具有信賴且為被詐欺者。而「效率資本市場假說」乃是說明證券市場之價格改變與是否揭露重大消息具有相互影響，有效率的證券市場始有能力接收各種資訊，並將其正確、充分且及時地反映在特定證券價格上。因而，若原告證明證券價格受到影響即可證明其信賴，即使其未閱讀系爭財報亦同<sup>26</sup>。此外，在 *Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta* 案<sup>27</sup> 中，最高法院表示適用「對市場詐欺理論」仍有其他前提，一為系爭不實資訊具有重大性、一為不實資訊須已對外散布<sup>28</sup>。

惟應注意，適用「對市場詐欺理論」時仍允許被告得舉反證推翻。例如，證明依原告知識能力足以分辨市場的合併消息會帶來證券價格扭曲的結果；證明扭曲的證券價格會因合併的消息釋放到交易市場中而回歸正常；證明原告依據其他理由仍可得知公司將進行合併<sup>29</sup>。簡言之，被告能證明其行為不會影響證券價格

---

<sup>25</sup> See *id.* at 247.

<sup>26</sup> See HAZEN, *supra* note 8, at 489.

<sup>27</sup> *Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta*, 552 U.S. 148 (2008).

<sup>28</sup> See HAZEN, *supra* note 8, at 489; SODERQUIST & GABALDON, *supra* note 20, at 158.

<sup>29</sup> See *Basic Inc.*, 485 U.S. at 248-249.

（即未造成價格扭曲）；或原告即使已知為不實陳述仍會進行交易行為；或提出其他可以阻礙不實陳述與原告所做的投資決定間之連結證據者，如資訊已經正確地揭露，原告仍會買進，即可推翻「對市場詐欺理論」之適用<sup>30</sup>。雖然*Basic*案提出特定方法，但在公開證券交易市場中具體應如何推翻仍未有定論。一般而論，若不實財報弊案爆發後並未下跌，法院即可能認為不實資訊對股價並無被人為不當提高，又當市場價格（price）對估算真實價值（value）並非重要，或是若原告並非依賴市場價格而係用獨立指標衡量股票價值等情形，被告皆可能推翻原告之信賴推定<sup>31</sup>，惟實際上並不容易。

效率市場之經濟理論將市場效率區分為三種：一、弱勢效率市場（Weak form of Efficiency），指市場價格只能反映該證券過去之歷史資訊，即投資人無法從過去證券之價格推斷出未來該證券之價格；二、半強勢效率市場（Semi-strong form of Efficiency），指當市場價格能反映該證券全部之已公開資訊，即股票價格已迅速反映公開資訊；三、強勢效率市場（Strong form of Efficiency），指市場價格能反映該證券全部之已公開和未公開之資訊。在*Basic*案所指的效率資本市場應指半強勢效率市場<sup>32</sup>，換言之，任何公開資訊皆會正確、充分、及時地反映在股價上。因此，投資人只要信賴股票交易市場上的價格，則推定為投資人具有信賴公開資訊，從而只要行為人發布不實的消息、不實的財務報表，或者隱匿重大資訊，原告可被推定具有交易因果關係。

前述*Basic*案法院認為「對市場詐欺理論」必須基於效率資本

---

<sup>30</sup> See HAZEN, *supra* note 8, at 489-490.

<sup>31</sup> See JOEL SELIGMAN ET AL., FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1858 (2018).

<sup>32</sup> See *Basic Inc.*, 485 U.S. at 246.

市場存在，始能推定投資人信賴而具有交易因果關係。且此係指特定的單一證券市場，而非整體的證券市場，故同一交易所的證券並非全皆處於效率市場中<sup>33</sup>。但如何判斷效率市場的存在？一般以*Cammer v. Bloom*案所建立的標準判斷，考量以下幾種因素：一、證券每週交易量；二、證券分析師追蹤公司的數量；三、市場創造者（market-makers）與套利者（arbitrageurs）的數量；四、系爭公司須具備向美國聯邦證管會申報Form S-3之資格（具Form S-3資格為已依1934年證券交易法辦理申報滿3年以上，以及非關係人持有公司表決權股票已達1.5億美元，或已達1億美元以上，且1年可成交之股數達300萬股以上）；五、有資料可證明公司消息或財務報告一公布即會影響股票價格<sup>34</sup>。學者認為此一標準過於嚴格，故系爭證券市場深度與流動性（deep and liquid）不足時，原告所提之團體訴訟通常將被駁回<sup>35</sup>。

*Basic*案雖然就「對市場詐欺理論」適用有所定見，但並非無反對聲音。該判決作成後不少學者主張是否能推定信賴的關鍵應在不實陳述或隱匿是否扭曲證券價格，而非證券是否處於效率市場<sup>36</sup>。具體言之，論者建議應重新檢視*Basic*案所建立之「對市場詐欺理論」，且明確指出公司證券不應僅依據是否有「效率」的市場，而應該重建其判斷標準，著重於因詐欺所引起的市場價

<sup>33</sup> See MARC I. STEINBERG, UNDERSTANDING SECURITIES LAW 283 (2018).

<sup>34</sup> *Cammer v. Bloom*, 711 F. Supp. 1264, 1286-1287 (D.N.J. 1989).

<sup>35</sup> See JAMES D. COX ET AL., SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 745 (2016).

<sup>36</sup> See Jeffrey L. Oldham, *Taking "Efficient Markets" out of the Fraud-on-the-Market Doctrine after the Private Securities Litigation Reform Act*, 97 NW. U. L. REV. 995, 1004 (2003); Donald C. Langevoort, *Judgment Day for Fraud-on-the-Market: Reflections on Amgen and the Second Coming of Halliburton*, 57 ARIZ. L. REV. 37, 53 (2015).

格扭曲 (the existence of fraudulent distortion of the market price)<sup>37</sup>。

2014年美國聯邦最高法院 *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.* (以下簡稱「*Halliburton II*案」)<sup>38</sup>，認為原告為獲得交易因果關係的推定，須證明以下事項：虛偽不實的消息已公開、不實消息具重大性、股票在效率市場交易、原告在不實消息公開後、更正前，買進或賣出證券<sup>39</sup>。該案法院維持 *Basic* 案就「對市場詐欺理論」推定交易因果關係之見解，澄清說明 *Basic* 案對於投資人信賴的推定，並非必然以效率資本市場存在為必要，而是「市場的專業人士一般會考量多數公開宣布之有關公司的重大消息，且會因此影響市場上公司的股票價格」，因此 *Basic* 案的信賴推定雖仍應以證券交易在效率市場為前提，但認定效率市場時採取較為寬鬆的標準，因此是否為效率市場可說是程度的問題<sup>40</sup>。

在原告於團體訴訟認證階段引用交易因果關係之推定時，最高法院同意給予被告於團體訴訟認證前，有機會舉出其不實陳述

<sup>37</sup> See Lucian A. Bebchuk & Allen Ferrell, *Rethinking Basic*, 69 BUS. LAW. 671, 672 (2014).

<sup>38</sup> *Halliburton* 案件分別在2011年與2014年作出判決，為區分兩者，一般將 *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 131 S. Ct. 2179 (2011) 稱 *Halliburton I* 案，另將 *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398 (2014) 稱 *Halliburton II* 案。

<sup>39</sup> 參閱賴英照，前揭註2，頁724。“[T]o invoke the Basic presumption, a plaintiff must prove that: (1) the alleged misrepresentations were publicly known, (2) they were material, (3) the stock traded in an efficient market, and (4) the plaintiff traded the stock between when the misrepresentations were made and when the truth was revealed.” *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398, 2413 (2014).

<sup>39</sup> See HAZEN, *supra* note 8, at 489.

<sup>40</sup> See *Halliburton Co.*, 134 S. Ct. at 2410.

缺乏價格影響之證據（evidence of a lack of price impact），來推翻信賴存在之推定。即原告宣稱之不實消息事實上並未影響系爭股票價格，也就是缺乏股價價格衝擊<sup>41</sup>。但提出價格衝擊證明有時也並非易事。例如，被告被指摘人為地將股價維持一定價位，但若揭露真實資訊後並未下跌時，即證明價格扭曲係相當困難<sup>42</sup>。

### 參、我國司法實務就「對市場詐欺理論」之運用

我國法院就證券詐欺或財報不實案件中，是否應援引「對市場詐欺理論」推定交易因果關係、引用「對市場詐欺理論」前提為何、持有人是否應與買受人或出賣人相同處理（持有人部分見本文肆）等問題，見解可謂相當分歧<sup>43</sup>。為凸顯此一矛盾，本文擇以下數則判決作為分析對象，係以新近上級審判決作為取材標準，除該等判決較具重要性與指標性外，同時能窺知實務判決立

<sup>41</sup> 但在Amgen案（Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans, 133 S. Ct. 1184 (2013)），最高法院認為重大性（包括系爭詐欺是否造成價格扭曲）是實體爭議，故應於訴訟時而非於認證團體訴訟時判斷。但Halliburton II案認為被告於實體訴訟前即可提起缺乏價格衝擊之反證使法院駁回團體訴訟認證，似有矛盾。目前下級法院對於被告如何證明始能駁回並未形成共識。See COX ET AL., *supra* note 35. 於Halliburton II案作成後，有文獻研究聯邦下級法院判決，顯示極少數（八案例僅一例成功）被告能說服法院缺乏價格衝擊。See Allen Ferrell & Andrew Roper, *Price Impact, Materiality, and Halliburton II*, 93 WASH. U. L. REV. 553, 560-561 (2015). 國內相關討論另可參閱方元沂，前揭註16，頁218-219。

<sup>42</sup> See COX ET AL., *supra* note 35.

<sup>43</sup> 相關實務判決整理，可參閱邵慶平，證券團體訴訟中因果關係構成要件的比較研究——兼論投保中心制度的改革方向，臺北大學法學論叢，第99期，頁158-165（2016）；何曜琛、陳盈如，詐欺市場理論與效率市場假說／高院103金上4民事判決，台灣法學雜誌，第312期，頁176-178（2017）；賴英照，前揭註2，頁728-737。

場與發展趨勢，合先說明。以下整理與分析判決如下：

## 一、合邦電案

在合邦電案，高等法院認為法律並無明文規定得適用「對市場詐欺理論」以推定交易因果關係，且我國櫃買交易市場尚非效率市場，認為在本案無採用「對市場詐欺理論」之餘地。縱認「對市場詐欺理論」可採，其理論基礎既為證券市場價格均可反映公司所有公開資訊，則原告應就系爭財務報告內容之虛偽，客觀上足以影響公司股價（即該內容虛偽情事屬於重大影響投資人作成投資決定之消息）乙節，先舉證證明<sup>44</sup>。但本文認為，並非位於櫃買市場的證券皆處於非效率市場，應個案認定之。且將櫃買市場認為非效率市場，是否符合實際狀況、對投資人保護是否不足，也有待思考。

本案上訴至最高法院，最高法院透過民訴法第277條但書的運用，推定有交易因果關係，謂：「在公開股票市場，公司資訊為投資人所重視，屬影響股價之因素之一。合理之投資人會留意公司之營收、盈餘，資為投資判斷基礎。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，

---

<sup>44</sup> 臺灣高等法院103年度金上字第13號民事判決。

不實資訊與交易間有因果關係。至公益性質之上訴人係代投資人提起訴訟，該舉證責任之減輕，不因投資人自行提起或由其代為提起，而有所不同。<sup>45</sup>」本案判決以民事訴訟舉證責任倒置的方式，使原告投資人毋庸就交易因果關係負舉證責任，以保護投資人並達到證交法規範目的，就結論而言本文甚為贊同。而本文也傾向主張在我國現行法制下，以民訴法第277條但書為主要依據，「對市場詐欺理論」僅為個案判斷顯失公平與否的理論基礎而已（詳本文後述說明）。

## 二、宏億案

在宏億案，最高法院認為「有價證券之善意取得人、出賣人或持有人就其因而所受之損害，得依同法第二十條之一第一項至第三項之規定，向應負賠償責任之發行人、負責人、曾於財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章之發行人職員及簽證會計師請求賠償，其性質為侵權行為損害賠償。請求權人原應證明因信賴不實財報而陷於錯誤，因此一誤信而為投資之決定（買進、賣出或持續持有），並因該投資決定而受有損害。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』，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；但投資人仍須證明損害及其金額與不實財報間之因果關係。<sup>46</sup>」惟本案最高法院雖明確認為有「對市場詐欺理論」的適用而可推定交易因果關

<sup>45</sup> 最高法院106年度台上字第1246號民事判決。

<sup>46</sup> 最高法院104年度台上字第225號民事判決。

係，但卻未具體言明是否係以效率市場為前提<sup>47</sup>。本文認為，因果關係舉證涉及訴訟當事人權益甚鉅，適用「對市場詐欺理論」乃因應證券交易特性以及抑制證券詐欺行為所不得已採舉證責任倒置之例外情形，且本案未就個別證券市場具體地分析系爭證券是否處於效率市場，而僅就證券交易之性質給予抽象性論述，論述似不充足。

### 三、名鐘案

在名鐘案，二審法院肯定適用「對市場詐欺理論」，認為「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』，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；但投資人仍須證明損害及其金額與不實財報間之因果關係。<sup>48</sup>」如同宏億案法院見解，本案法院亦未具體言明是否係以效率市場為前提，本文認為，本案法院論述應有待加強，始能將引用「對市場詐欺理論」、舉證責任倒置予以合理化。

### 四、飛雅案

在飛雅案，二審法院雖承認「對市場詐欺理論」，但認為對市場詐欺理論，僅免除投資人就曾經閱讀過不實資訊事實之舉證責任，投資人仍須證明其市場價格已反映所有可得之資訊及其因信賴市場價格而為買賣。附表二、三之授與人雖在飛雅公司股票列為全額交割股前之95年3月17日起至95年5月24日間買進，但該

<sup>47</sup> 參閱宋佩璇，淺談財報不實案件之交易因果關係，證券服務，第661期，頁112（2017）。

<sup>48</sup> 臺灣高等法院102年度金上字第2號民事判決。



公司股票在前揭長達半年時間暫停轉讓，顯見該公司財務已出現異常，各該授與人完全不知系爭財報內容，僅因見其低價而買進，乃係基於投機心態而買進，況且未閱讀財報之投資人買進股票之數量占當日成交量比例高達一至二成，難認飛雅公司股票為一效率市場，並認其股價已充分反映公開財報之內容。上訴人未能證明授與人購入飛雅公司股票時之股價，係充分反映財報之結果，縱使飛雅公司以虛偽不實之資訊公開於市場，亦難視為已對整體市場形成詐欺，無從推定財報資訊與股價下跌所受損害間，具有交易之因果關係，上訴人既無法證明財報不實與授與人受損害間，具有相當因果關係，自不得請求賠償<sup>49</sup>。本案法院似認為投資人應證明效率市場（需證明其市場價格已反映所有可得之資訊），惟以投資人未閱讀財務報表或未有能力讀懂財務報表，認定系爭證券市場非一效率市場，似不妥適。在本案法院見解下，相關人員即可因投資人未讀或無能力閱讀財報而免責（不推定交易因果關係最終極可能使行為人免責），將使不具專業知識、最易受詐害且最需法律保障的投資人無法求償<sup>50</sup>。

本案上訴至最高法院，認為「企業經營管理者，倘利用其資訊上之優勢，故意製作虛偽之財報申報或公告，既足使投資人誤以該企業之業績將有成長或有所轉機，而作出買賣股票之決定，衡量危險領域理論、蓋然性理論、武器平等原則及誠信原則等因素，就受害之投資人交易因果關係之舉證責任，自應依民事訴訟法第二百七十七條但書之規定予以減輕（降低證明度），俾符合資本市場之本質，並達成發展國民經濟，保障投資之目的（證交法第一條規定參照）……黃○煌及鄭○榆等三人就上開『不法行為一』，黃○煌就上開『不法行為二』，均具有主觀之故意，乃為原審所

<sup>49</sup> 臺灣高等法院101年度金上字第22號民事判決。

<sup>50</sup> 參閱賴英照，前揭註2，頁736。

確定之事實，如果無訛，依上說明，自可減輕受害投資人交易因果關係之舉證責任。<sup>51</sup>」值得注意者，本案最高法院並非採取推定交易因果關係的舉證責任倒置見解，而以被告故意為不實財報時可降低原告證明度的看法<sup>52</sup>，以符合個案公平。但論者認為是否故意乃責任要件問題，與交易因果關係不應混為一談，認為「對市場詐欺理論」的適用，不應以行為人故意為要件<sup>53</sup>，本文亦贊同。實際上，縱使不採納美國法「對市場詐欺理論」，但我國訴訟法亦有舉證責任的相關規範可援引，實不必要另闢蹊徑，將行為人主觀意識與客觀事實上因果關係作連結，產生矛盾。

## 五、遠倉案

在遠倉案亦有相似（但不完全相同）飛雅案之見解，更一審法院認為，按企業經營管理者故意製作虛偽財務報告或公告，足使投資人誤信而作出買賣股票決定，應推定投資人信賴財務報告而有交易因果關係，惟投資人仍應證明賠償義務人所為財務報告之不實資訊足以影響股價，即與其損害間之因果關係<sup>54</sup>。上訴時最高法院並未加以質疑<sup>55</sup>。本文認為，行為人故意為不實財報僅為主觀要件層次的問題，實不應與因果關係要件混為一談。

## 六、邨港案

在邨港案，高等法院認為「對市場詐欺理論」可適用於興櫃市場，且無需以效率市場為前提。「被上訴人雖均辯稱『詐欺市場理論』需符合『效率資本市場假說（EFFICIENT CAPITAL MARKET HYPOTHESIS）』，僅有在半強勢市場（SEMI

<sup>51</sup> 最高法院105年度台上字第49號民事判決。

<sup>52</sup> 參閱宋佩璇，前揭註47。

<sup>53</sup> 參閱賴英照，前揭註2，頁708。

<sup>54</sup> 臺灣高等法院104年度金上更（一）字第3號民事判決。

<sup>55</sup> 最高法院106年度台上字第2513號民事判決。

STRONG MARKET) 始能適用，我國之證券交易市場、尤其興櫃股票買賣並非屬半強勢市場、無從適用云云，惟美國聯邦最高法院在最近之案例中 (ERICA P. JOHN FUND, INC. V. HALLIBURTON CO., 563 U.S. (2014))，針對『詐欺市場理論需符合效率資本市場假說』此一爭論，已明揭詐欺市場理論並非建立在『市場價格應多麼迅速及全面反映公開可得資訊之特定理論 (ANY PARTICULAR THEORY OF HOW QUICKLY AND COMPLETELY AVAILABLE INFORMATION IS REFLECTED IN MARKET PRICE.)』上，而係建立在一較為中庸之前提上，即『市場專家一般會考慮關於公司大部分公開的重要資訊，因此影響股票市價 (MARKET PROFESSIONALS GENERALLY CONSIDER MOST PUBLICLY ANNOUNCED MATERIAL STATEMENTS ABOUT COMPANIES, THEREBY AFFECTING STOCK MARKET PRICES.)』<sup>56</sup>。『至附表B、C、D、E投資人依序分別於甲、乙、丙、丁財報發布後買進郅港公司股票，且係透過證券商、利用興櫃電腦議價點選系統進行交易；附表F投資人則係於公開說明書發布之次日即96年8月4日以每股12元向郅港公司認購增資發行之股票，均係信賴市場對該公司價值之評量結果、信賴該公司依法公開資訊之積極買賣股票行為，應推定與系爭財報、公開說明書之發布間有交易因果關係。<sup>57</sup>』本案法院認為興櫃股票買賣，與在集中交易市場股票買賣近似，而股票價格係反映公開之資訊，若重要資訊有所不實將使股票價格失真，投資人即會受害。本案對於系爭證券是否處於效率市場有較具體分析，即就個別證券市場交易情形、投資人行為模式去推論是否為效率市場，相較於其他法院判決，本案判決方法可資贊同。另興櫃市場是否為效率市場，亦不可一概而論，而應個案認定之。本

<sup>56</sup> 臺灣高等法院103年度金上字第4號民事判決。

<sup>57</sup> 最高法院106年度台上字第322號民事判決。

案也引用 *Halliburton II* 案的見解，市場專家一般會考慮關於公司大部分公開的重要資訊，因此影響股票市價，作為市場是否具有效率的基礎<sup>58</sup>。

## 七、宏傳案

在宏傳案，高等法院明確採取「對市場詐欺理論」，認為「美國實務之『詐欺市場理論』（fraud-on-the-market theory）固係以『效率資本市場假說』（the efficient capital market hypothesis）為基礎，認為具有效率的證券市場有能力接收各種資訊，並將其反映在特定有價證券的價格上。惟美國學者針對美國實務將重點置於『效率資本市場假說』已有批評之聲音，認為投資人是否應負因果關係之舉證責任之判斷基準不在於交易市場是否有效率，而在於不實資訊在交易之時點是否已有效率地反映於價格上，倘投資人能證明此點，則不論投資人是否閱讀相關不實資訊均無二致。而因我國證券交易市場之參與人非僅有散戶，尚包括國內自營商、國內外法人等專業投資人，且每日有國內外證券分析人員依據發行公司之財務報告等資訊，從事各項證券、財經資訊之研判分析，以提供專業資訊予市場上之任一投資者參考，故只要投資人信賴證券市場之股票價格未受詐欺行為所扭曲，則交易因果關係即受推定，至於該股票交易市場效率為何應非重點所在。<sup>59</sup>」本案法院明確認為「對市場詐欺理論」適用不以效率市場存在為前提。換言之，投資人無需證明個案上系爭證券是否處於效率市場，僅依證券市場的特性即可推論出交易因果關係。惟本案法院認為「只要投資人信賴證券市場之股票價格未受詐欺行

<sup>58</sup> 參閱何曜琛、陳盈如，前揭註43，頁179。

<sup>59</sup> 臺灣高等法院101年度金上字第5號民事判決。此一見解於本案上訴經最高法院發回更審，更一審臺灣高等法院104年度金上更（一）字第6號民事判決對此一見解予以維持。

為所扭曲，則交易因果關係即受推定」，似以投資人主觀信賴為交易因果推定的唯一基礎，若未考慮其他因素，可能有過度偏向保護投資人的質疑。

## 八、小 結

由於「對市場詐欺理論」係建立在效率市場假說的基礎上，因而原告援引該理論是否需證明系爭證券在一具有效率的市場買賣遂生爭議。但實證上，我國是否為有效率市場，實證研究並無獲得一致結論<sup>60</sup>。國內早期不少論者對此即提出質疑，甚至作為否定「對市場詐欺理論」的基礎<sup>61</sup>。即便是否為效率市場甚難證明，但有認為我國證券市場已運作多年，縱使未能依實證方法證明為「半強勢效率市場」，但應非屬只反映過去歷史資訊之「弱勢效率市場」<sup>62</sup>。更有認為我國證券市場係符合效率市場假說之半強勢效率市場<sup>63</sup>。司法實務對此顯然採取較寬鬆的態度，多數

<sup>60</sup> 甚至公開資訊往往無法快速反應於證券價格上，致生對於對市場詐欺理論的質疑。參閱方元沂，前揭註16，頁209。

<sup>61</sup> 參閱關光威、方文瑩，投資人保障的觀點看財報不實的法律責任，全國律師，第8卷第5期，頁92（2004）；廖大穎，再論企業揭露不實資訊與損害賠償之因果關係——兼評最高法院九十九年台上字第五二一號民事判決，月旦法學雜誌，第187期，頁208-209（2010）。

<sup>62</sup> 參閱林國全，財報不實之民事責任，月旦民商法雜誌，第48期，頁25（2015）。

<sup>63</sup> 「就我國目前之市場狀況而言，任何人只要在證券戶開戶，就可以在市場上自由買賣有價證券，交易量亦不算小，故應是符合效率市場假設之半強勢效率市場」參閱吳光明，證券交易法論，頁604，三民書局股份有限公司，增訂14版（2019）。惟前述所指是否僅指集中交易市場或包含店頭市場，論者並未言明。又，判斷市場是否有效率係以個別有價證券所處市場而言，並非依據整體交易市場為觀察。例如，於美國NASDAQ掛牌交易之股票，亦非全部皆符合效率市場之要求。See JESSE H. CHOPER ET AL., CASES AND MATERIALS ON CORPORATIONS 389-390 (2008).

判決認同我國證券市場係效率市場，或不討論是否係效率市場而直接適用「對市場詐欺理論」，或直接援引民訴法第277條但書規定將舉證責任倒置。如前所述，美國論者有建議適用「對市場詐欺理論」標準不應放在「效率市場假說」，而應將關鍵置於不實資訊是否扭曲系爭證券的價格。國內學者有贊同此見解者，認為此舉得以避免法院認定效率市場的困難與產生不一致的情況<sup>64</sup>。但由於司法實務本就效率市場的證明採取寬鬆認定的態度，因而效率市場的證明實際上似未對原告投資人產生巨大障礙，惟法院見解不一的風險仍然存在，投資人仍有須證明交易因果關係的可能。本文認為，實務見解如此分歧的理由乃在於我國法未明文交易因果關係推定，且「對市場詐欺理論」乃美國判例法發展而來，但其本質爭議性相當高，故移植至我國法院有如此發展也不令人意外。惟目前實務見解分歧現況實不妥當，且個案因無法合理解釋或證明系爭證券是否處於效率市場而有不合理見解，如前舉行為人故意得降低證明度、無需證明效率市場等。本文認為以民訴法第277條但書為基礎較為妥當，即以本案是否「顯失公平」作為是否推定交易因果關係的依據，此時，「對市場詐欺理論」僅為一個說明「顯失公平」的例證，從而，是否能證明系爭證券處於效率市場並非如此關鍵，當事人似可較易脫離此一極具爭議的證明難題。

<sup>64</sup> 參閱張心悌，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254（2007）。亦有認為可以重大性為標準，如不實資訊具備重大性，則推定因果關係存在。參閱黃鈞淳，詐欺市場理論於證券求償訴訟之應用——效率資本市場假說與損失因果關係之迷思，全國律師，第13卷第4期，頁58（2009）。

## 肆、持有人範圍與交易因果關係

於財報不實案件，若持有人依本條主張賠償權利時，原則也須證明其未賣出證券（即不交易）與不實財報間具有「不」交易之因果關係<sup>65</sup>。持有人係指不實財報公布前買入證券，雖非信賴不實財報而買入證券，但買入後信賴公司財務狀況而決定繼續持有證券者，並未有任何積極買進或賣出行為<sup>66</sup>。2006年1月11日本條修正理由即言「為使投資人保護更形周延，除對於善意信賴財務報告及財務文件而積極為買賣行為之投資人明定其損害賠償請求權外，對於該有價證券之持有人，亦明定其損害賠償責任。」顯認為持有人（即潛在的證券出賣人）亦如同證券買受人或出賣人般，可能因信賴不實財報而受害<sup>67</sup>。對持有人之認定一般以主管機關函釋為基礎，認為僅要不實財報於2006年1月13日（證交法第20條之1修正生效日）後公布繼續持有證券至不實財報弊案揭發即符合定義，即使持有人於該生效日前買進亦包括在內<sup>68</sup>。

<sup>65</sup> 雖然有可能解釋持有人無須證明交易因果關係（因實際上非常難證明，但立法者卻賦予其請求權人地位，似有意如此），但由於法條並未明定，故有此困難。參閱劉連煜，前揭註9，頁406。

<sup>66</sup> 參閱賴英照，前揭註2，頁708。

<sup>67</sup> 反之，若是潛在的買受人不能主張因公司發布不實財報（如虛偽利空消息）未買進而依證交法第20條之1請求賠償。參閱賴英照，前揭註2，頁712。但有學說認為以證交法第20條之1保護持有人並無堅強的法理依據，認為保護持有人（即公司股東）似可考慮於公司法將股東列為注意義務與忠實義務的對象，使股東對違反義務的負責人有直接請求權，較為妥適。參閱劉連煜，前揭註9，頁402。

<sup>68</sup> 金融監督管理委員會（96）年金管證六字第09600315074號函：「按證券交易法第20條之1規定，財務報告及財務業務文件之主要內容有虛偽或隱匿之情事，有關人員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。前揭規定並未針對持有人有限縮解釋，且考其立法意旨，證券交易法增訂持有人之規定係為使投資人之保護更形周延，故特於2006年1

將持有人納入請求權人為我國特殊的立法<sup>69</sup>。美國聯邦最高法院在1975年的*Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*案<sup>70</sup>曾指出，證券市場情形由於需考量濫訴問題，因此必須是誤信不實財報而實際買進或賣出者，才能依規則10b-5求償，但在一般詐欺時即無此限制，亦即以詐欺方法使人決定買進或不賣出證券皆應負損害賠償責任。若非如此，潛在買者或賣者皆相當容易提起訴訟，即僅有主觀意思但無外觀的表示，且程序上如何證明皆相當複雜且困難，故不應准許，否則將使濫訴情形更為嚴重。應注意者，雖然聯邦法不允許，但州法亦可能允許提起訴訟而使得持有人獲得賠償。此種「避難」到州法層級的訴訟，與前述聯邦法院抑制持有人訴權、避免濫訴發生的意旨有違背。故1998年聯邦於證券訴訟統一標準法（*Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998*）規定，私人受詐欺而買賣證券而依州法請求損害賠償時，不得在聯邦法院或州法院提起團體訴訟。又於2006年聯邦最

---

月11日公布修正之證券交易法將持有人納入保障之範圍。基於上開原則，凡於2006年1月13日（證券交易法修正生效日）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日買進）因已具有預見可能性，應負損害賠償責任，尚無法律不溯及既往之問題。」但有採折衷說者，認為「不實資訊揭露後（或更正後）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，可予以排除，而不在本法條保護之內，其餘之持有人，在二〇〇六年一月十三日證交法修正施行後買進且持有之人始有請求權。」參閱劉連煜，前揭註9，頁405。另外投保中心受理持有人授權提起團體訴訟有著不同要求，以證交法第20條之1修正生效日之後買進股票且仍持有者為限。參閱林國全，前揭註62，頁22。

<sup>69</sup> 林國全教授即言「明定有價證券『持有人』為不實財報之損害賠償請求權主體，實為臺灣證交法較諸其他國家法制極為獨特之規定。」參閱林國全，前揭註62，頁21。

<sup>70</sup> *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975).



高法院在 *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Dabit* 案<sup>71</sup> 再次確認持有人有前述規定的適用，而不論在聯邦或州法院，持有人皆無法提起團體訴訟（但非團體訴訟則不影響）<sup>72</sup>。

承上，若政策選擇對投資人加強保護並有遏止不實財報的立法目的，將持有人納入本無可厚非，但法制上應有適宜的配套，否則立法目的即無法實現，而交易因果關係的證明即是一例。如同因不實財報影響而積極買進（或賣出）之投資人甚難舉證不實財報與其交易間具交易因果關係，加諸持有人對不實財報與其「不交易」具因果關係負舉證責任更難如登天，蓋持有人僅消極地不作為、繼續持有證券，對外未有任何信賴表徵<sup>73</sup>。且一般認為「對市場詐欺理論」解釋上應有買賣行為方有適用餘地<sup>74</sup>，舉證消極事實（即不交易）往往較積極事實（即交易）更為困難。如認持有人須證明其未賣出決定係信賴不實財報之影響，將使得本條規定對於持有人並未有實際益處<sup>75</sup>。因而，既然基於舉證責任公平性與保護投資人的衡平考量後，我國法院普遍認為善意信賴不實財報的投資人得以適用（或類推適用）「對市場詐欺理論」推定交易因果關係。就此而論，持有人似亦有推定「不交易因果關係」的空間。國內有學者即持肯定見解，主張為落實本條賦予持有人請求權的立法意旨，應免除持有人就「不交易因果關

<sup>71</sup> *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Dabit*, 547 U.S. 71 (2006).

<sup>72</sup> 美國相關立法與判決詳細說明。參閱余雪明，證券交易法：比較證券法，頁706，證券暨期貨市場發展基金會，5版（2016）；賴英照，前揭註2，頁709-711。

<sup>73</sup> 如美國聯邦最高法院在 *Affiliated Ute Citizens* 案認為，在面對面交易被告的隱匿具有重大性時即可推定原告的信賴，理由在於證明原告信賴被告之隱匿而為交易時過於困難。See HAZEN, *supra* note 8. 同理，要求持有人需自證信賴被告不實財報而未售出亦同樣困難。

<sup>74</sup> 參閱劉連煜，前揭註9，頁406-407。

<sup>75</sup> 參閱劉連煜，前揭註9，頁407。

係」之舉證責任，且我國民訴法第277條但書「依其情形顯失公平」已對舉證責任分配有所規定，故不宜援引美國法之「對市場詐欺理論」，而應運用民訴法第277條但書規定，將持有人「不交易因果關係」倒置於財報不實之被告（至多運用「對市場詐欺理論」的法理說服法院倒置因果關係的舉證責任分配而已），但此際被告仍得就原告「不交易」與不實財報間不具因果關係為舉證而免責<sup>76</sup>。亦有認為，似能要求持有人舉證當時本有出售系爭證券計畫，但卻於不實資訊公告後停止其出售持股計畫，以和緩證明信賴不實財報而未賣出之嚴格證明責任<sup>77</sup>。上述見解不外乎欲在我國現行規範下解決持有人實際求償所遇到就交易因果關係證明困難的問題。

可惜者，我國法院就持有人是否可被推定交易因果關係，亦未有統一見解，如此更提高持有人權益實現的困難與不確定。整理與說明如下：

### 一、宏億案

在宏億案，高等法院否認持有人得使用「對市場詐欺理論」而推定交易因果關係<sup>78</sup>，而此見解上訴時最高法院予以維持，謂

<sup>76</sup> 主張此見解之學者更參考美國法認為原告不必就隱匿情形證明交易因果關係，此一原則應可適用於持有人。且認為對發行人求償亦無須證明交易因果關係。參閱戴銘昇，看得到、摸不著的持有人請求權——資訊不實之交易因果關係／最高院104臺上225判決，台灣法學雜誌，第311期，頁126-127（2017）。

<sup>77</sup> 參閱劉連煜，前揭註9，頁408。

<sup>78</sup> 臺灣高等法院101年度金上字第7號民事判決。學者指出本判決乃證交法第20條之1增訂後第一件明確否定持有人能援引對市場詐欺理論之法院判決。參閱劉連煜，財報不實案中有關證券持有人的舉證、過失比例責任及會計師事務所之連帶責任——臺灣高等法院101年度金上字第7號民事判決評釋，法令月刊，第64卷第12期，頁21-22（2013）。

「按不實財報公告前已取得有價證券之持有人，就其因而所受之損害，依證交法第二十條之一第一項至第三項規定，為損害賠償請求者，須證明其損害及與不實財報間有因果關係。原審認第二類授權人不能依『詐欺市場理論』推定其買入股票與財報不實間有交易因果關係，投保中心復未能舉證證明第二類授權人係誤信系爭財報，仍持有宏億公司股票致受有跌價損失，難認其損失與系爭財報不實間有因果關係。爰就第二類授權人部分為投保中心敗訴之判決，於法並無違誤。<sup>79</sup>」由此可知，本判決認為善意「買受人」與「持有人」就交易因果關係舉證部分應予區分，持有人無法適用「對市場詐欺理論」，但未清楚交代區分二者的理由，實際上，不實財報公告前買入證券者將無法證明交易因果關係，恐使持有人之求償權利成為具文<sup>80</sup>。有疑問者，縱使不能適用「對市場詐欺理論」，亦有透過民訴法第277條但書舉證責任轉換規定的可能，但此時法院似採否定意見，認為應由持有人負「不交易因果關係」。本文認為，要求持有人證明為何不售出系爭證券的難度極高，法院仍應就個案認定原有的舉證分配對當事人是否有「顯失公平」的情形，而給予舉證責任倒置。

## 二、邨港案

在邨港案，二審法院雖認為在財報不實案件有「對市場詐欺理論」之適用，但對適用於持有人時給予條件限制，認為「其中附表A所示之人於九十六年四月三十日財報（一）發布前即已持有被上訴人公司股票，且渠等買進被上訴人公司股票時，被上訴人公司尚未開始股票興櫃買賣，並非透過證券商利用興櫃股票電腦議價點選系統交易，並無於不實資訊發布後信賴市場對於該公司（股權）價值之評量結果、信賴該公司依法所公開資訊之積極

<sup>79</sup> 最高法院104年度台上字第225號民事判決。

<sup>80</sup> 參閱賴英照，前揭註2，頁713；劉連煜，前揭註78，頁22。

買進股票行為，不在前述推定具有交易因果關係範圍內，仍應由上訴人就財報（一）至（四）之發布與附表A所示之人繼續持有被上訴人公司股票間有交易因果關係一節，負舉證之責；上訴人迄未就此節提出任何證據以實其說，參諸附表A所示之人於財報（一）至（四）發布後僅單純繼續持有被上訴人公司股票、無任何其他積極作為，與單純沈默無異，自難據以認定附表A所示之人繼續持有被上訴人公司股票與財報（一）至（四）發布間，有交易因果關係。<sup>81</sup>」雖然本判決認為，利用興櫃股票電腦議價點選系統交易與在集中交易市場交易類似，應有「對市場詐欺理論」之適用，惟持有人若非經由興櫃電腦系統取得時，即無法適用對市場詐欺理論。就此，上級審最高法院似不完全贊同，認為「系爭股票自甲財報於96年4月30日發布後至97年8月29日間之股價雖有漲跌，惟尚維持與附表A投資人買入時相若之價格，甚有每股最高均價多出3元之情形。果爾，投保中心主張該等投資人於甲財報發布後因信賴財報內容，而繼續持有系爭股票受有損害等語〔見原審卷（二）第233頁〕，似非全然無據。原審就此未詳加審酌，遽認投保中心未證明附表A投資人繼續持有股票與系爭財報發布間之因果關係，而駁回其該部分之請求，已有可議。<sup>82</sup>」但此時適用「對詐欺市場理論」似乎頗有難度，若依本文見解，以民訴法第277條但書為依據似較可行。此際，不論證券交易人或持有人，其受推定交易因果關係的主要理論在於維持當事人間之公平性，而非「對市場詐欺理論」是否適用。

### 三、吉祥全案

在吉祥全案，二審法院認為，自吉祥公司96年年度財務報告公告日至99年度第2季財務報告公告前1日（即97年5月1日至99年

<sup>81</sup> 臺灣高等法院103年度金上字第4號民事判決。

<sup>82</sup> 最高法院106年度台上字第322號民事判決。

8月30日)買入吉祥公司股票之投資者,因信賴上開不實財報而為投資決定,即應推定具有交易因果關係。又95年1月11日增訂之證交法第20條之1規定已賦予「持有人」損害賠償請求權,金融監督管理委員會函釋亦認凡於95年1月13日(即證交法第20條之1規定生效日)後公布不實財務報告之行為人,對於行為時之持有人應負損害賠償責任。故自95年1月13日起至吉祥公司96年年度財務報告公告前一日之期間(即95年1月13日至97年4月30日)買入吉祥公司股票,並於前開不實財報影響期間繼續持有或買賣吉祥公司股票者,亦應推定有交易因果關係存在。是附表一至附表七所列之授權人,均推定有交易因果關係<sup>83</sup>。本判決將善意「買受人」與「持有人」等同視之,並未予以區分,亦無詳細論述其理由。但「買受人」、「持有人」雖皆因信賴不實財報而受損,但兩者表現形態不同,實不應等同視之。惟對於前述見解,最高法院似無特別意見,僅表示「在一具效率之資本市場,其股票市價乃市場全部資訊之反映,不實資訊流入市場後,如始終於市場存續,在真實訊息進入市場前,其對股價之影響自仍持續存在。<sup>84</sup>」

#### 四、仕欽案

投保中心主張仕欽公司自95年第1季即有不實財報,於95年第1季財報(95年5月2日1時38分公告)至95年第3季財報(95年10月31日19時33分公告)公告期間,買入仕欽公司股票或公司債之善意買受人,以及在證交法第20條之1於95年1月13日生效日起至95年第1季財報公告前持有仕欽公司股票之人,因信賴前開財報,分別「買入」或「持有」股票受有損害,請求賠償。但高等法院認定仕欽公司係自95年年報起,始有財報與財務業務文件虛

<sup>83</sup> 臺灣高等法院105年度金上字第13號民事判決。

<sup>84</sup> 最高法院106年度台上字第2417號民事判決。

偽不實之情事，故不許前揭「買受人」與「持有人」之請求<sup>85</sup>。最高法院認為，證交法第20條之1規定之善意取得人及持有人，係指因善意信賴財報及財務業務文件而積極買入或繼續持有該公司有價證券之投資人，如因此而受有損害，均得依該規定請求損害賠償。上訴人主張授權人係分別因信賴仕欽公司95年度第1季、第2季財報，而於各該期間買入仕欽公司股票，至97年6月27日以後始賣出或迄今仍持有，而受有損害。雖上開二季財報並無不實，為原審合法認定之事實，然授權人似亦屬因信賴仕欽公司95年度第3季至97年第1季財報而繼續持有至97年6月27日以後之善意持有人。乃原審未進一步向當事人曉諭，令其就授權人損害賠償之性質究係本於善意取得人或持有人身分為請求主張，為充分之辯論，即逕以其係於95年年報前買入股票，而為上訴人此部分敗訴之判決，亦嫌疏誤<sup>86</sup>。最高法院似認為持有人範圍並不以投保中心界定為限。由於投保中心認為某季報開始為不實，但可能法院最後認定不實財報發生較晚，此際，原為信賴不實財報而買入的投資人所為請求即無理由，但可能因未售出持股而繼續持有證券至法院認定之不實財報公告時點而轉成為持有人身分。但應注意者，本判決所指係有關持有人範圍部分，雖然與交易因果關係無直接關連，但持有人範圍將會牽動後續是否與如何推定交易因果關係的議題，故在此一併納入。

## 五、勤美案

在勤美案亦有類似仕欽案法院之見解，持有人將因系爭財報是否不實或具重大性而影響持有人之範圍。高等法院認為系爭97年度財報無不實之情（其無揭露子公司保證交易不具重要性，且

<sup>85</sup> 臺灣高等法院101年度金上字第23號民事判決。

<sup>86</sup> 最高法院106年度台上字第1247號民事判決。

因更正揭露後股價上漲)<sup>87</sup>。但最高法院認為「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。乃原審就此未加審究，徒以附表一之二所示之投資人係在97年度財務報告公告前購入股票，即謂渠等非信賴該財報而受有損害，進而為渠等不利之論斷，並有未合。<sup>88</sup>」

## 六、小 結

學者指出，投保中心為因應前述宏億案的司法見解，受理持有人請求時即須提出交易因果關係之證明，以不實財報公告前10日曾委託出售標的有價證券之紀錄<sup>89</sup>。例如，108年投保中心受理和昇休閒開發股份有限公司財報不實案投資人求償登記，受理登記持有人限制「於106年8月14日持有和昇公司股票，並可提出之前於106年8月1日（含）至106年8月14日（含）曾委託出售股票紀錄，且迄今仍持有，或上述持有股票於106年12月1日（含）後始賣出而受有損失之善意持有人。<sup>90</sup>」此以不實財報公告前曾委託出售股票紀錄作為外在表徵，作為交易因果關係之證明，作法看似可行。因為不實財報公告前曾經委賣，但於不實財報公告後繼續持有似能建立未賣出係信賴不實財報之結果。惟有疑問者，不實財報發布日（即前例同年8月15日）或發布日以後，若持有人曾委託出售但未成交而繼續持有時，是否仍能主張信賴（但投保中心

<sup>87</sup> 臺灣高等法院106年度金上字第8號民事判決。

<sup>88</sup> 最高法院107年度台上字第846號民事判決。

<sup>89</sup> 參閱劉連煜，前揭註9，頁408-409。

<sup>90</sup> 參閱本中心即日起受理和昇公司財報不實案投資人求償登記，財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心，<https://www.sfipc.org.tw/MainWeb/Article.aspx?L=1&SNO=r1SkxWFZ4VBROyPJvEwkDA==>（2019/05/07，造訪）。

如何取得持有人上開紀錄也是問題)？另外，持有人須曾經委託賣出且未成交(姑且不論為何訂前10個交易日)，但未成交僅是獨立之事實(未成交理由甚多)，和繼續持有證券或不實財報弊案爆發後賣出證券為二獨立事件，邏輯上二者間未必有必然關係，以此二事件存在證明(或強化)有交易因果關係的存在，應仍有不足。本文認同投保中心在現行法規不合理與實務見解分歧的情況下，仍努力為善意持有人爭取權益的用心，前述作法雖未能充分證明交易因果關係，但此作法仍可適度限縮請求持有人範圍<sup>91</sup>，且於訴訟上不致面臨完全無法舉證的窘境，亦有其優勢。惟，司法實務上亦有對持有人交易因果關係認定較為寬鬆的見解，前揭委賣條件將可能排除不少持有人，是否有不公正對待的疑慮，也有待思考。

國內學者指出，賦予持有人訴權不外乎「使投資人之保護更為周延」，但如此擴張投資人保護，將排擠正當債權人或信賴不實財報之投資人正當權益，最後陷於股東自己告自己的困境<sup>92</sup>，且將持有人納入似乎過度擴張對投資人之保護<sup>93</sup>。但亦有認為賦予持有人請求權係屬政策權衡問題，包括如何防止濫訴？如何確保不實財報公布後，受詐欺買進或賣出投資者之賠償請求不致因持有人參與求償而遭到過度稀釋？在立法者決定政策時，應有適當的配套。而持有人因不實財報揭穿後受到股價下跌的損失，與善意信賴不實財報買進者似乎相同，故論者建議證交法應明定持

<sup>91</sup> 若持有人範圍過廣，將有股東自己告自己的缺失，且允許持有參與賠償金額分配對於真正善意信賴不實財報的買賣之投資人亦有不公正之處。參閱劉連煜，前揭註9，頁405-406。

<sup>92</sup> 參閱余雪明，前揭註72，頁705。

<sup>93</sup> 參閱王志誠，企業財務報告編製之法律風險及法律責任，月旦民商法雜誌，第59期，頁106(2018)；曾宛如，證券交易法原理，頁229，自版，6版(2012)。



有人不需證明交易因果關係，以解決持有人於實務上行使權利之困難<sup>94</sup>。

不過國內學說普遍主張，證券持有人不得以信賴不實財報而未賣出為由，以不作為方式建立交易因果關係，杜絕將證交法第20條之1規範之被告作為投資人之提款機<sup>95</sup>。況且，賦予持有人請求權不論法理或是實際操作皆有諸多疑問（例如如何證明信賴不實財報繼續持有將產生困難），故建議未來本條應將持有人刪除<sup>96</sup>。本文以為，在實務見解分歧下，在現行規範下賦予持有人權利即屬不妥，畢竟因果關係為請求賠償的前提要件，對原告而言，請求是否被允許，個案上將取決於承審法院的法律見解；對被告而言，對其行為的法律結果亦將無預測可能，恐有違法律安定性的原則。以法律明定毋庸舉證交易因果關係（或交易因果關係舉證責任轉換）似可解決法院與學說見解分歧的問題，但此時宜將善意信賴不實財報而買賣之投資人一併納入，否則恐無法合理化說明為何獨厚證券持有人。惟另應思考者，此時持有人一旦較容易行使權利，持有人範圍過廣之負面疑慮將再度浮現<sup>97</sup>。且

<sup>94</sup> 參閱賴英照，前揭註2，頁714。

<sup>95</sup> 參閱莊永丞，論證券交易法第20條之1之功過得失，月旦財經法雜誌，第36期，頁68（2015）。依莊教授主張，持有人將幾乎無法成功請求，此際，證交法第20條之1將之納入請求權主體的目的即無從實現，因而，莊教授建議將現行法之持有人刪除。但此建議應屬立法論性質。惟學說亦有主張若認持有人不得受到因果關係的推定，將實質使本條就賦予權利之規定成為具文，亦非妥適。參閱邵慶平，前揭註43，頁169-170。

<sup>96</sup> 參閱余雪明，前揭註72，頁706-707。國內學說明確支持將持有人刪除不在少數。參閱吳光明，前揭註63；莊永丞，前揭註；劉連煜，前揭註9，頁409-410。

<sup>97</sup> 林國全教授認為持有人有範圍過廣之疑慮，故不支持持有人得適用對市場詐欺理論。參閱林國全，前揭註62，頁26。但林教授未特別討論是否支持依民訴法第277條但書規定，甚至是立法方式，推定持有人之交易因果關係（但其支持將對市場詐欺理論入法）。

是否衍生後續濫訴問題，亦值得重視，畢竟除投保中心授權提起團體訴訟外，受損害的投資人亦能各自提起求償訴訟，在持有人人數眾多的情形下，可能的濫訴問題亦應一併列入考慮<sup>98</sup>。綜合考量下，除非有堅強的政策與法理基礎支持，將持有人刪除毋寧是較佳選項。在現行規範下，為避免賦予持有人權益淪為具文，利用民訴法第277條但書似乎是不得不然的選擇（因無法適用「對市場詐欺理論」），此際，投保中心自然可考量訴訟資源、訴訟勝訴可能、持有人範圍過廣等因素，決定受理持有人授權求償的條件。

## 伍、結 論

由前述分析，實務上對於適用「對市場詐欺理論」似漸有肯定之趨勢，但如何適用？可謂莫衷一是。如此對於證券投資人請求賠償訴訟無疑埋下不確定的因素。雖然如前所論，美國法在*Basic*案前已有學者主張是否為效率市場並非重點，而此些看法亦為我國部分學說所接受<sup>99</sup>。就「對市場詐欺理論」的運用已不要求證明證券處於效率市場，轉由證明價格扭曲取代之，我國實務

<sup>98</sup> 我國證券團體訴訟係採授予訴訟實施權方式進行，非由美國法採opt-out制度，團體訴訟的結果對於未授權的投資人而言並無拘束力。我國此種模式雖可確保個別投資人之當事人處分權，但將限縮團體訴訟對於紛爭解決的成效。詳細說明，可參閱鄭淑燕，證券詐欺被害人悲歌——證券團體訴訟之實益，台灣法學雜誌，第291期，頁135（2016）。

<sup>99</sup> 邵慶平教授認為「只要投資人信賴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，至於該股票交易之市場效率多高，並非重點所在。」參閱邵慶平，證券訴訟上「交易因果關係」與「損害因果關係」之認定——評析高雄地院九一年重訴字第四四七號判決，台灣本土法學雜誌，第79期，頁58（2006）。

亦隨著美國判例法的發展與演進，似有接受之傾向。例如在早期順大裕案，法院認為「但查我國證券市場是否為一有效率之市場，實務上尚乏定論，就未有定論之理論，是否有證明之必要及可能，亦有待商榷」。雖然最終仍認為系爭證券處於有效率市場<sup>100</sup>，但似不見得需證明效率市場存在。國內論者指出，司法實務對效率市場普遍採寬鬆認定，甚至出現不少判決未探討我國是否為效率市場而直接適用「對市場詐欺理論」<sup>101</sup>。雖然如此，但恐仍有淪為個案認定的高度不確定，如前述合邦電案最高法院否定櫃買市場為效率市場之見解。

近期判決有改為以不實財報有扭曲市場價格作為判斷是否適用「對市場詐欺理論」推定交易因果關係，此發展與學說建議相符，值得肯定<sup>102</sup>。不過，如同證明效率市場，要如何證明系爭不實財報對於證券價格產生衝擊亦非易事，尤其在不實財報弊案爆發後，股價並未有明顯下跌的情形<sup>103</sup>。雖然法院可對於不實財報是否扭曲證券價格採寬鬆認定（如同寬鬆認定證券是否處於效率

<sup>100</sup> 臺灣高等法院臺中分院93年度金上字第2號民事判決：「詐欺市場理論原即在解決證券詐欺訴訟中，原告舉證之困難，如再要求原告就證券市場係有效率市場，需先負舉證責任，反而更加重原告舉證之負擔，而無法解決證券詐欺訴訟舉證困難之問題；且從我國證交法第三十六第二項之規範精神觀之，發行有價證券公司發生對證券價格有重大影響之事項時，應於事實發生之日起二日內對外公告，其立法意旨即考量發行有價證券公司之財務業務消息，均會影響其股價，故強制其必須公開資訊，以利投資人作出正確之投資判斷。是從法律應然面觀之，亦已推定公司之財務業務資訊會影響其股價，而肯認證券市場係有效率之市場。另從本件順大裕公司於爆發財務危機後，其股價即呈現無量下跌之情事，亦可證明順大裕公司股票市場之已充分反應所有可得之資訊，足堪認定其為有效率之市場。」

<sup>101</sup> 參閱何曜琛、陳盈如，前揭註43，頁179。

<sup>102</sup> 參閱王志誠，前揭註93。

<sup>103</sup> 國內學者提出質疑者，參閱廖大穎，前揭註3，頁28。

市場一般），但未能排除各法院寬嚴不一的可能。因而本文以為，似乎以民訴法第277條但書為依據較為明確，此時「對市場詐欺理論」可作為認定該條「依其情形顯失公平者」之論理基礎<sup>104</sup>。如此不但以成文法為基礎，回歸法院熟悉的條文操作，較能避免法院歧異認定的可能<sup>105</sup>，且由法院個案認定舉證責任置於原告是否顯失公平，也給予彈性調整的空間<sup>106</sup>。

「對市場詐欺理論」在美國發展促使團體訴訟得以推展，使得投資人無需各自證明其「交易因果關係」，團體訴訟運用亦使

<sup>104</sup> 但有認為交易因果關係的推定應透過修法方式為之，不宜由法官造法的方式為之。參閱闕光威、方文萱，前揭註61。

<sup>105</sup> 對於國內證券是否為效率市場並無定論，為避免法官認定不一，學者有建議運用民訴法第277條但書或民法第184條第2項解決投資人舉證的困難，認為「對市場詐欺理論」的引進並無迫切或絕對必要性。參閱戴銘昇，證券詐欺之交易因果關係，華岡法粹，第49期，頁173-174（2011）。

<sup>106</sup> 但有論者持反對意見，認為證交法第20條、第20條之1、第32條不符合民訴法第277條但書規定，無充足理由支持偏離一般的舉證責任原則而使得被告負舉證之責，因而不應採取「法院的舉證責任倒置」，令被告證明系爭交易因果關係不存在。參閱廖大穎，前揭註61，頁218；廖大穎、陳啟垂，論不實企業資訊之損害賠償與因果關係的舉證責任分配——評述「詐欺市場理論」在實務上的適用，收錄於企業與金融法制：余雪明大法官榮退論文集，頁672，元照出版有限公司（2009）。另廖大穎教授認為違反第20條第1項「不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為」始有討論是否適用「對市場詐欺理論」之餘地。但自第20條之1規定「主要內容有虛偽或隱匿……對於……取得人、出賣人或持有人因而所受之損害」觀之，本條要件認定核心在於「財報不實」、「損害」與「因而所受之損害」三部分，與第20條第1項不同性質上並非證券詐欺，乃財報不實致生損害賠償之議題，無須陷入「對市場詐欺理論」適用之爭議。參閱廖大穎，財報不實與會計師賠償投資人損害的因果——觀察臺灣高等法院102年度金上字第2號民事判決的詐欺市場理論看法，裁判時報，第56期，頁53-54（2017）。

得證交法的規範目的得以實現<sup>107</sup>。在我國證券團體訴訟主要係投保中心依投保法第28條進行，似亦有相類似的要求，「對市場詐欺理論」即能解決投保中心所進行之團體訴訟不少困境<sup>108</sup>。至於如此是否引發濫訴的疑慮？於訴訟推定交易因果關係，法院並非即令原告勝訴，原告仍需證明其他要件（如重大性與損失因果關係），被告亦得舉反證推翻原告信賴之推定<sup>109</sup>。且我國團體訴訟由具有公益性質之投保中心主導，與美國相較，濫訴情況應不嚴重<sup>110</sup>，而既然美國由律師主導之團體訴訟尚且能推定投資人之交易因果關係，在我國由投保中心主導之訴訟似無理由否認之。

在立法論方面，國內不少學者主張應可採取「對市場詐欺理論」之精神，自保護投資人之角度，並促使負有提供投資資訊義務之關係人重視其提供資訊之可信賴性，以立法明文推定交易因果關係<sup>111</sup>，本文對此亦表贊成。如前所述，若我國團體訴訟目前

<sup>107</sup> 對個別證券詐欺受害者而言，損害金額通常不高，且訴訟成本高昂，團體訴訟能使眾多受害人集結眾人之力，亦有分攤成本的作用。關於美國團體訴訟與對市場詐欺理論發展的詳細說明，可參閱黃朝琮，前揭註16，頁29-48。另關於美國團體訴訟的發展與反思，可參閱林郁馨，從美國證券集體訴訟談證券詐欺訴訟的填補損害及嚇阻功能，月旦財經法雜誌，第14期，頁173-193（2008）。

<sup>108</sup> 參閱林國全，前揭註62，頁24。

<sup>109</sup> 參閱莊永丞，論證券交易法第二十條證券詐欺損害賠償責任之因果關係，中原財經法學，第8期，頁173（2002）。

<sup>110</sup> 參閱方元沂，前揭註16，頁226；蔡彥守，從美國聯邦最高法院Stoneridge案看臺灣證券詐欺民事責任法制之未來，月旦民商法雜誌，第32期，頁150-151（2011）。

<sup>111</sup> 方元沂教授認為「日後是否透過立法方式明文引進交易因果關係之推定，也是我國將來值得討論之修法方向」參閱方元沂，前揭註16，頁227。林國全教授指出「本文認為『市場詐欺理論』概念明文入法之修法建議，自為終局解決之做法」參閱林國全，前揭註62。郭大維教授指出「可透過修法採取因果關係推定存在的方式，來解決原告在證券詐欺訴訟時『因果關係』舉證上所面臨的困境。」參閱郭大維，我國證券詐欺訴訟「因果關係」舉證之探討

執行並無濫訴疑慮下，以法律明文推定交易因果關係似為可行，實際上多數法院判決對交易因果關係的推定採寬鬆的見解，如以立法明文對現行狀態的衝擊將不致過大，但優點是可終結目前法院對於交易因果關係見解分歧的情形，增加法律適用的安定性。且如 *Halliburton II* 案中法院回應上訴人，推定因果關係即便有造成濫訴疑慮，但此問題應由國會而非法院處理<sup>112</sup>，此際，有立法明文舉證責任轉換將更具正當性<sup>113</sup>。若從保障投資人的角度著眼，推定因果關係將可促進證交法對於財報不實事件中賦予投資人的救濟功能<sup>114</sup>。

---

——以美國法為借鏡，月旦法學教室，第28期，頁90（2005）。張心悌教授指出「為解決交易因果關係原告舉證之困難，自保護投資人之角度，應可考慮採取對市場詐欺理論之精神，以立法明文規定推定交易因果關係。」參閱張心悌，前揭註64，頁258。劉連煜教授指出「似應參照『對市場詐欺理論』的精神，立法引進『因果關係推定存在』之規定，或以法官造法之方式加以彌補」參閱劉連煜，前揭註9，頁363-364。但有認為採用對市場詐欺理論並非仰賴立法，因果關係亦得學說或判決充實，更可令法律解釋快速隨新理論及市場現況發展，賦予法律強盛之生命力，較為妥適。參閱曾宛如，論證券交易法第二十條之民事責任——以主觀要件與信賴為核心，臺大法學論叢，第33卷第5期，頁87（2004）。

<sup>112</sup> 參閱賴英照，橫看從寬側從嚴——美國證券詐欺民事責任的司法論辯，臺灣財經法學論叢，第1卷第1期，頁23（2019）。

<sup>113</sup> 有學者認為「受害人數眾多，損害情節重大，固可認其具備新興現代型紛爭之特徵，但並不當然有民事訴訟法第二七七條但書之適用，也不當然可以推論由被害人舉證，有違正義，顯失公平。」參閱吳從周，簽證會計師責任之再檢討——從民法與民事訴訟法對應適用的觀點評臺灣板橋地方法院九十八年度金字第三號判決，裁判時報，第19期，頁32（2013）。因而若以立法明文，則可消弭學說看法分歧的情形。

<sup>114</sup> 美國法的進展亦是為促進1934年證券交易法第10條b項的救濟功能，實現保障投資人之立法目的，進而賦予私人訴權並推定交易因果關係。參閱賴英照，前揭註112，頁26。See also Daniel R. Fischel, *Efficient Capital Markets the Crash and the Fraud on the*

綜合前述，本文有以下幾點結論：

一、在現行規範下，以民訴法第277條但書為依據作為推定交易因果關係似較妥當，此時「對市場詐欺理論」可作為認定該條「依其情形顯失公平者」之論理基礎。若司法實務就此能形成一致共識而無太大分歧時，立法或許並非絕對與迫切的需要。

二、但若否定以民訴法第277條但書作為依據之可能，本文建議則應思考立法的可行性（請一併參考表一）。具體言之，推定交易因果關係之條文可分別增訂於第20條第3項證券詐欺民事賠償責任條款，以及第20條之1財報不實之民事賠償責任條款。但未必個案皆有推定因果關係之必要，故賦予法官裁量權限，僅有於「顯失公平時」始作交易因果關係之推定，以求衡平。在目前未明文規定推定交易因果關係情形下，一旦因果關係被法院推定後（不論以任何理由），被告實際成功推翻交易因果關係的案例相當稀少<sup>115</sup>。惟反詐欺條款之民事責任目的不外乎是投資人損害填補與不誠信行為之嚇阻。推定交易因果關係雖可促使更多訴訟（尤其是團體訴訟）的提出，達到嚇阻效果，但對財報編製相關人而言恐負擔過於沉重，也有損害過度填補的疑慮，故以「顯失公平時」始作交易因果關係推定較為合理，且被告也有機會於是否為「顯失公平時」提出抗辯與舉證，如此作法應較能衡平投資人與財報編製者雙方的利益<sup>116</sup>。

三、第20條之1應將持有人刪除，以免推定交易因果關係後續造成持有人依本條請求者眾多，形成股東自己告自己的窘況。

---

*Market Theory*, 74 CORNELL L. REV. 907, 920-921 (1989).

<sup>115</sup> 參閱邵慶平，前揭註43，頁162。

<sup>116</sup> 學者認為舉證責任倒置雖可減輕原告的舉證責任，但對被告將造成不公平之結果，故主張採因果關係「推定」理論，以平衡證券詐欺事件兩造之利益。參閱莊永丞，前揭註109，頁181。此一見解值得傾聽。

表一 本文建議修正條文比較表

現行條文	建議條文	說明
<p>第20條 （第三項）違反第一項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任。</p>	<p>第20條 （第三項）違反第一項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任。<u>但依情事顯失公平時，行為人應證明取得人或出賣人非因其行為而為取得或出賣。</u></p>	<p>一、增訂受證券詐欺投資人於顯失公平時，可推定其證券交易行為與詐欺行為間具有交易因果關係。</p> <p>二、但即使有顯失公平情事，仍容許行為人舉反證推翻證明交易因果關係不存在，以維雙方權益。</p>
<p>第20條之1 （第一項）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： 一、發行人及其負責人。 二、發行人之職員，曾在財務</p>	<p>第20條之1 （第一項）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或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任： 一、發行人及其負責人。 二、發行人之職員，曾在財務</p>	<p>一、刪除持有人得依本條請求之規定。</p> <p>二、於財報（資訊）不實時，善意信賴不實資訊而買入或賣出之投資人於顯失公平時應得受交易因果關係之推定，故準用前條第三項但書規定。</p>



現行條文	建議條文	說明
報告或財務業務文件上簽名或蓋章者。 (第六項)前條第四項規定，於第一項準用之。	務文件上簽名或蓋章者。 (第六項)前條 <u>第三項但書</u> 、第四項規定，於第一項準用之。	

《資料來源：本文自行整理》

# 中原財經法學

## 參考文獻

### 書 籍

- 王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，實用證券交易法，新學林出版股份有限公司，修訂5版（2018）。
- 余雪明，證券交易法：比較證券法，證券暨期貨市場發展基金會，5版（2016）。
- 吳光明，證券交易法論，三民書局股份有限公司，增訂14版（2019）。
- 曾宛如，證券交易法原理，自版，6版（2012）。
- 劉連煜，新證券交易法實例研習，自版，增訂15版（2018）。
- 賴英照，股市遊戲規則：最新證券交易法解析，自版，3版（2017）。
- CHOPER, JESSE H., JR. JOHN C. COFFEE & RONALD J. GILSON, CASES AND MATERIALS ON CORPORATIONS (Aspen Publishers, New York, N. Y., 2008).
- COX, JAMES D., ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS (Wolters Kluwer, New York, N. Y., 2016).
- HAZEN, THOMAS LEE, SECURITIES REGULATION: IN A NUTSHELL (West Academic Publishing, St. Paul, Minn., 2009).
- HAZEN, THOMAS LEE, THE LAW OF SECURITIES REGULATIONS (West Academic Publishing, St. Paul, Minn., 2017).
- SELIGMAN, JOEL, TROY A. PAREDES & LOUIS LOSS, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION (Wolters Kluwer, New York, N. Y., 2018).
- SODERQUIST, LARRY D. & THERESA A. GABALDON, SECURITIES LAW (Foundation Press, New York, N. Y., 2011).

- STEINBERG, MARC I., UNDERSTANDING SECURITIES LAW (Carolina Academic Press, Durham, N. C., 2018).

## 期刊論文

- 王志誠，企業財務報告編製之法律風險及法律責任，月旦民商法雜誌，第59期，頁73-106（2018）。
- 方元沂，論對證券市場詐欺理論及其經濟理論之新發展，財金法學研究，第1卷第2期，頁207-227（2018）。
- 宋佩璇，淺談財報不實案件之交易因果關係，證券服務，第661期，頁111-112（2017）。
- 吳從周，簽證會計師責任之再檢討——從民法與民事訴訟法對應適用的觀點評臺灣板橋地方法院九十八年度金字第三號判決，裁判時報，第19期，頁22-33（2013）。
- 何曜琛、陳盈如，詐欺市場理論與效率市場假說／高院103金上4民事判決，台灣法學雜誌，第312期，頁173-179（2017）。
- 林麗香，財報不實之民事賠償責任／最高法院九九台上五二一，台灣法學雜誌，第156期，頁233-236（2010）。
- 林郁馨，從美國證券集體訴訟談證券詐欺訴訟的填補損害及嚇阻功能，月旦財經法雜誌，第14期，頁173-193（2008）。
- 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（2015）。
- 邵慶平，證券訴訟上「交易因果關係」與「損害因果關係」之認定——評析高雄地院九一年重訴字第四四七號判決，台灣本土法學雜誌，第79期，頁47-66（2006）。
- 邵慶平，證券團體訴訟中因果關係構成要件的比較研究——兼論投保中心制度的改革方向，臺北大學法學論叢，第99期，頁137-186（2016）。
- 郭大維，我國證券詐欺訴訟「因果關係」舉證之探討——以美國法為借鏡，月旦法學教室，第28期，頁79-90（2005）。
- 張心悌，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251-258（2007）。
- 莊永丞，論證券交易法第二十條證券詐欺損害賠償責任之因果關係，中原財經法學，第8期，頁147-183（2002）。
  - 莊永丞，論證券交易法第20條之1之功過得失，月旦財經法雜誌，第36期，頁47-70（2015）。
  - 曾宛如，論證券交易法第二十條之民事責任——以主觀要件與信賴為核心，臺大法學論叢，第33卷第5期，頁51-93（2004）。
  - 黃朝琮，美國案例法中詐欺市場理論之脈絡與發展——從Basic到Amgen，證券暨期貨月刊，第31卷第5期，頁29-48（2013）。
  - 黃鈞淳，詐欺市場理論於證券求償訴訟之應用——效率資本市場假說與損失因果關係之迷思，全國律師，第13卷第4期，頁40-65（2009）。
  - 廖大穎，再論企業揭露不實資訊與損害賠償之因果關係——兼評最高法院九十九年台上字第五二一號民事判決，月旦法學雜誌，第187期，頁203-218（2010）。
  - 廖大穎，詐欺市場理論，月旦法學教室，第177期，頁25-28（2017）。
  - 廖大穎，財報不實與會計師賠償投資人損害的因果——觀察臺灣高等法院102年度金上字第2號民事判決的詐欺市場理論看法，裁判時報，第56期，頁41-54（2017）。
  - 蔡彥守，從美國聯邦最高法院Stoneridge案看臺灣證券詐欺民事責任法制之未來，月旦民商法雜誌，第32期，頁135-152（2011）。
  - 劉連煜，財報不實與會計師之民事責任，月旦法學教室，第28期，頁34-35（2005）。
  - 劉連煜，財報不實案中有關證券持有人的舉證、過失比例責任及會計師事務所之連帶責任——臺灣高等法院101年度金上字第7號民事判決評釋，法令月刊，第64卷第12期，頁1-24（2013）。
  - 鄭淑燕，證券詐欺被害人之悲歌——證券團體訴訟之實益，台灣法學

雜誌，第291期，頁126-140（2016）。

- 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，臺灣財經法學論叢，第1卷第1期，頁1-98（2019）。
- 戴銘昇，證券詐欺之交易因果關係，華岡法粹，第49期，頁133-176（2011）。
- 戴銘昇，看得到、摸不著的持有人請求權——資訊不實之交易因果關係／最高法院104臺上225判決，台灣法學雜誌，第311期，頁123-128（2017）。
- 闕光威、方文萱，投資人保障的觀點看財報不實的法律責任，全國律師，第8卷第5期，頁82-93（2004）。
- Bebchuk, Lucian A. & Allen Ferrell, *Rethinking Basic*, 69 BUS. LAW. 671-697 (2014).
- Ferrell, Allen & Andrew Roper, *Price Impact, Materiality, and Halliburton II*, 93 WASH. U. L. REV. 553-582 (2015).
- Fischel, Daniel R., *Efficient Capital Markets the Crash and the Fraud on the Market Theory*, 74 CORNELL L. REV. 907-922 (1989).
- Langevoort, Donald C., *Judgment Day for Fraud-on-the-Market: Reflections on Amgen and the Second Coming of Halliburton*, 57 ARIZ. L. REV. 37-59 (2015).
- Oldham, Jeffrey L., *Taking "Efficient Markets" out of the Fraud-on-the-Market Doctrine after the Private Securities Litigation Reform Act*, 97 NW. U. L. REV. 995-1044 (2003).

### 專書論文

- 廖大穎、陳啟垂，論不實企業資訊之損害賠償與因果關係的舉證責任分配——評述「詐欺市場理論」在實務上的適用，收錄於企業與金融法制：余雪明大法官榮退論文集，頁625-674，元照出版有限公司（2009）。

## 摘 要

依證券交易法第20條之1（以下稱「本條」），財報不實致投資人損失時，行為人應負民事賠償責任。在民事賠償訴訟中，投資人原告需證明系爭不實財報與其投資決定具有交易因果關係，惟實際上非常困難，在公開證券交易市場更是如此。為舒緩原告的舉證困難，不少實務判決援引美國法上的「對市場詐欺理論」推定交易因果關係，但目前未形成統一見解，個案可能取決於承審法官的法律見解，具高度不確定性。另外，本條允許持有人亦能求償，惟持有人是否應適用「對市場詐欺理論」或運用其他方式緩解其舉證困難，司法實務就此亦莫衷一是。本文擬以研究近期司法判決出發，輔以美國法制發展觀察，就近期司法實務判決與國內學說作一詳細梳理與分析，最後提出本文建議。

中原財經法學

## **Study on Transaction Causation of Civil Claims in Cases Involving Financial Misrepresentation**

Cheng-Fong Chou

### **Abstract**

According to Section 20-1 of Taiwan Securities and Exchange Act (this Section), in a case involving financial misrepresentation, the tortfeasors shall be liable for any resulting damages suffered by investors who rely on such false financial statement. In a civil case, the plaintiffs (investors) shall prove that a transaction causation exists between the alleged misrepresentation of the defendants and decision-making of the plaintiffs. However, that requirement of burden of proof is very difficult to be satisfied as a matter of fact, especially in cases involving transactions in an open securities market. In order to alleviate the burden of the plaintiffs, some Taiwan's courts introduce the fraud-on-the-market theory to presume the existence of transaction causation. However, courts' opinions diverge in this regard and whether to presume the existence of transaction causation in a given case depends and may be inconsistent. This Section also allows securities holders can bring an action, but how can they can prove the transaction causation will be an another issue. This article argues that the transaction causation may be presumed based on Section 277 of Taiwan Code of Civil Procedure due to the similar reasons supporting the fraud-on-the-market theory. However, a future legislation to officially introduce the theory is highly suggested and thus can prevent courts from having divergent opinions. In the meantime, the current provision that authorizes securities holders to

sue shall be deleted because they do not transact any deals and simply holding the securities would not justifiably to presume their reliance on the misrepresentation by the defendants.

Keywords: Securities Fraud, Misrepresentation of Financial Statements, Fraud-on-the-Market Theory, Efficient Capital Market Hypothesis, Transaction Causation, Class Action

中原財經法學