

虚假陈述(财报不实)损害赔偿之 真实价格如何认定及投资人是否 与有过失问题

——台湾地区“最高法院”2013年度

台上字第1294号等民事判决研究

刘连煜*

摘要:证券民事案件中之虚假陈述(财报不实)损害赔偿的真实价格如何认定(以及投资人是否与有过失)问题,近来成为两岸证券法学界及实务界共同关心的法律议题。在台湾地区证券诈欺事件团体求偿诉讼中,过去法院多采“毛损益法”计算投资人所受损害,唯因有价证券价格尚可能因为政治局势、经济前景及突发事件等市场因素而变动,不法情事爆发后之股价下跌亦可能掺杂恐慌性卖压等因素在内。故近年来台湾地区司法实务案件,除部分判决外,多数判决参酌民法损害赔偿之原理,似渐有采认“净损差额法”计算之趋势。至于净损差额法下之真实价格的计算方式,则仍众说纷纭,莫衷一是。不法行为之爆发或更正之时点,实务上常难以明确认定,其损害因果关系亦易遭抗辩,因

* 美国哈佛大学法学硕士、史丹福大学法学博士,台湾政治大学法学院特聘教授。

此,实务上面对不同个案于案发前后不同的股价走势。如何建立通案的“真实价格”拟制方式,实为证券法上的重要课题。本文希望详加探讨此等问题,以供两岸之证券法方家参考。

关键词:虚假陈述 财报不实 损害赔偿 真实价格 毛损益法
净损差额法 与有过失

一、问题之说明

根据中国大陆证券法学者的观察,十余年来,中国大陆 A 股市场上市公司虚假陈述的案例,呈现“欺诈持续事件较长”的特征。学者研究指出,截至 2013 年,在受害投资者起诉请求赔偿总金额达千万人民币以上的案例中,涉案上市公司作出虚假陈述行为的时点(或称虚假陈述实施日)至事实败露的时点(或称更正日或揭露日),关于这段虚假陈述行为的时间,一般长达 3 年以上,更有长达 9 年者。^[1] 尤有甚者,在近期的案例中,有上市公司更实施了多个虚假陈述行为,从而应当分别对应不同的更正日或揭露日。因此之故,另有学者认为大陆不少案例是较长的诈欺时段及相互重迭或继起的诈欺行为,可能造成赔偿因果关系及损害赔偿范围呈现复杂的特征。^[2] 笔者认为,这样的学术观察,确实有趣而真实,从而本文笔者拟借由探讨台湾地区最近“最高法院”的一则重要判决的内容出发,深入分析在两岸均属重要的虚假陈述时证券真实价格如何认定的基本法律问题,并借此与两岸证券法学界及实务界交流,相关见解冀供各方参考。

按台湾地区现行“证券交易法”针对财务报告及公开说明书不实、操纵股价、内线交易等证券诈欺不法行为类型,仅就内线交易类型于第 157 条之一明定受害投资人之拟制损害计算方式,其余则未有规定,而须由原告基于民法损害填补原则计算主张之(“民法”第 216~218 条

[1] 参见宋一欣,“中国证券民事赔偿诉讼的回顾与展望(1990-2013)”,载刘俊海、宋一欣主编:《中国证券民事赔偿案件司法裁判文书汇编》,北京大学出版社 2013 年版。

[2] 参见汤欣、谢日曦:“从洪良国际到证券民事赔偿”,载《证券法苑》2014 年第 12 卷。

参照)。台湾地区之“证券投资人及期货交易人保护中心”^[3]依据“证券投资人及期货交易人保护法”^[4]第28条规定办理证券诈欺事件团体求偿诉讼,过去多采“毛损益法”计算投资人所受损害,唯因有价证券价格尚可能因为政治局势、经济前景及突发事件等市场因素变动,不法情事爆发后之股价下跌亦可能掺杂恐慌性卖压等之因素在内。故近年来台湾地区司法实务参酌损害赔偿之原理,似渐有采认“净损差额法”之趋势。

至于真实价格之计算方式,过去台湾地区法院有参采美国立法例精神以不法行为结束后90日收盘平均价计算[按1995年美国证券诉讼改革法在1934年证券交易法增订第21条D(e)对依该法求偿之案件设定赔偿金额之上限—买价(或卖价)与“更正不实消息之日起90日该证券平均收盘价格”之差额],或参酌台湾地区“证券交易法”第157条之一以信息揭露后10个交易日即可认为已充分反应该事件影响后之真实股价,而以不法行为开始前10日收盘平均价计算,或甚至以不法行为结束后,且足认该有价证券恢复正常价量后10日收盘平均价计算之。然而,有趣的是,在吉祥全球实业(原名讯碟科技)一案,台湾地区“最高法院”突然以2013年度台上字第1294号民事判决意指:“系争股票的真实价格将随市场信息变动而更异”。甚且,不法行为之爆发或更正之时点,实务上常难以明确认定,其损害因果关系亦易遭抗辩,因此实务上面对不同个案于案发前后不同的股价走势。如何建立通案的“真实价格”拟制方式,实为重要课题。此外,财报不实之受害投资人有无适时出售其持股之义务,否则即是与有过失?关此,本文均拟加以探讨,以供各界参考。

二、“最高法院”之判决要旨

台湾地区“最高法院”2013年度台上字第1294号民事判决略谓:

[3] “财团法人证券投资人及期货交易人保护中心”于2003年1月15日成立。

[4] “证券投资人及期货交易人保护法”于2002年6月20日通过“立法”,2002年7月17日公布,并自2003年1月1日施行。

本件被上诉人主张:上诉人于2001年9月获准挂牌上市买卖,其当时董事长吕学仁、董事兼总经理田政温、财务经理喻征天、董事吕陈慧晶、监察人陈政中(下称吕学仁等五人),意图以发行可转换公司债募集资金掏空公司资产,于上诉人申报公告2002年第一季至2004年上半年度之财务报告即隐匿为Cyber-lead Agents Ltd.(下称Cyberlead公司)担保借款、假以贷款方式取得资金证明以隐匿公司资产不足、发行可转换公司债却未实际收足认购款项,及利用发行可转换公司债转换成股票无偿套取现金高达美金八千零八十四万九千六百元,并于上诉人2004年度财务报告揭露所虚构投资海外基金Gold Target Fund;另透过孙公司并购美国Mediacopy公司,金额为美金八千万元,除美金一千二百五十万元已汇入出售人账户外,余款资金流向不明;又美化上诉人营收状况、虚增营业额登载财务报表误导判断,致如原判决附表(下称附表)所示诉讼实施权授与人(下称投资人)误信该等不实财务报告及公开说明书,分别于2002年四月三十日至2004年八月三十一日间买进上诉人公司股票,或迄仍持有,或于2004年九月一日上诉人发布同年上半年度财务报告提列亏损新台币(下未注明币别者,均同)四十二亿元重大讯息后股价重挫始卖出持股,受有损害等情,依侵权行为法律关系、“证券交易法”第二十条、“公司法”第二十三条第二项及“民法”第二十八条之规定,求为命上诉人与第一审共同被告吕学仁等五人连带给付投资人如附表求偿金额栏所示金额,及分别自2005年九月二十七日(附表编号一至五〇〇投资人)、2006年一月二十五日(附表编号五〇一至八〇四四投资人)起加付法定迟延利息,并由伊领受之判决(未系属本院部分,不予赘叙)。上诉人则以:被上诉人依“证券交易法”第二十条规定请求伊赔偿,必须证明投资人对伊之不实表示有信赖之事实,及伊之行为与其损害间有因果关系存在;被上诉人未能举证其因果关系,即请求伊赔偿,自无理由。且投资人自行决定于特定时间点、价格出售股票,应自负盈亏。况伊亦系吕学仁等五人为不实财务受有损害之对象,若再受投资人追究伊应与吕学仁等五人负连带责任,显不合理等语,资为抗辩。原审就被上诉人对上诉人上开请求部分,废弃第一审所为被上诉人败诉之判决,改判如其声明,系以:被上诉人系依证券投资人及期货交易人保护法(下称投资人保护法)设立之保护机

构,因附表所示投资人授与诉讼实施权,以自己之名义提起本件损害赔偿诉讼,核与“投资人保护法”第二十八条之规定相符,合先叙明。上诉人自2002年四月三十日起所申报公告之2002年度第一季至2004年度上半年度之财务报告有隐匿为Cyberlead公司担保借款、假以贷款方式取得资金证明以隐匿公司资产不足、发行可转换公司债却未实际收足认购款项、利用发行可转换公司债转换成股票套取现金,2004年度财务报告并虚构投资海外基金GoldTarget Fund,及虚设行号,以不实交易虚增营业额、透过孙公司购并美国Mediacopy公司,价款资金除美元一千二百五十万元汇入出售人账户外,其余均流向不明等虚伪不实情事;迄2004年九月一日始发布2004年上半年度财务报告提列亏损约四十二亿元。附表所示之投资人分别于2002年四月三十日至2004年八月三十一日期间(下称上诉人财报信息不实期间),买进上诉人公司股票,或迄今仍持有或于上诉人2004年九月一日发布上述提列亏损四十二亿元财务之重大讯息(下称亏损重大讯息)后,始卖出持股等情,为两造不争执之事实。按有价证券之募集、发行、私募或买卖,不得有虚伪、诈欺或其他足致他人误信之行为;发行人申报或公告之财务报告及其他有关业务文件,其内容不得有虚伪或隐匿之情事;违反前二项规定者,对于该有价证券之善意取得人或出卖人因而所受之损害,应负赔偿之责。2006年一月十一日修正前(下称修正前)“证券交易法”第二十条第一、二、三项分别定有明文。又“证券交易法”第五条规定“本法所称之发行人,系指募集及发行有价证券之公司,或募集有价证券之发起人”。准此,如公司为有价证券之发行人,即属修正前“证券交易法”第二十条所规范之行为主体。查上诉人为股票上市公司,有前述财务报表内容虚伪及隐匿不实之情,附表所示之投资人于上诉人财报信息不实期间,误信前开财务报告而买进上诉人公司股票,且或迄今仍持有,或于上诉人2004年九月一日发布亏损重大讯息后股价重挫,卖出持股,而受有股价交易价格价差或价值减损之损害。是被上诉人主张依修正前“证券交易法”第二十条第三项之规定,上诉人应对投资人负损害赔偿责任,即非无据。次按修正前“证券交易法”第二十条第二、三项规定之损害赔偿义务,仅以赔偿义务人所为财务报告之不实信息足以影响股价,且该不实信息遭揭露或更正后,股价因而有大幅变

动,致赔偿请求人受有损害,而该有价证券之取得人或出卖人于买卖时不知有虚伪或隐匿情事,于不实信息公告之后,被揭露或更正之前,买卖该股票,即足当之。即发行公司对于不实之财务报告,应负结果责任主义之无过失责任,方足以保护投资人,并符合资本市场之本质。发行人不实财报行为,与该期间投资人买进股票而受有损害,自有相当因果关系。上诉人以被上诉人并未举证证明投资人因信赖其对外公告之财务报告而购买股票,致受有损害为由,抗辩其无庸对投资人负损害赔偿赔偿责任云云,自无可取。查上诉人财报信息不实期间,其股票市价因受不实财报信息之影响而呈现虚涨状态,附表所示投资人于上开期间内,于公开市场买进上诉人股票,即受有“市价”与“真实价格”间价差之损害,投资人所受损害,应以“净损差额法”即投资人购买价格减去股票真实价格之差额计算之,始为合理。又所谓“真实价格”,系指若无诈欺因素的影响,股票所应有的价值;参较“证券交易法”第一百五十七条之一关于内线交易以不实消息公开揭露后十个营业日收盘平均价格为计算差价基准、美国法例以不实消息更正日起九十日平均价格拟制为“真实价格”,及第一审所采之毛损益法计算之结果,认以上诉人亏损重大讯息公开揭露后十个营业日收盘平均价格三点三七八元,拟制作为计算投资人损害之真实价格,较为妥当公平。是被上诉人据以计算投资人之损害,请求上诉人赔偿如附表所示各投资人如求偿金额栏之损害,自属正当。又本件既系以净损差额法计算投资人所受之损害,以投资人买进股票之市价与当时“真实价格”间之价差为其损害,则投资人嗣是否继续持有上诉人发行之股票,或何时出售其持股,均无关其损害,是上诉人抗辩投资人未将持股出售,未受有损害,或投资人未适时出售持股,与有过失云云,均非可采。综上,被上诉人依修正前“证券交易法”第二十条第三项之规定,请求上诉人赔偿如附表所示投资人共二十二亿零二百六十一万元本息,并由其受领,为有理由,应予准许等词,为其判断之基础。查上诉人自2002年四月三十日起所申报公告之2002年度第一季至2004年度上半年度之财务报告不实,于该财报信息不实期间,于公开市场买进上诉人股票之投资人,受有“市价”与“真实价格”间价差之损害,应以“净损差额法”即投资人买进股票之市价与当时“真实价格”之差额计算之,始为合理,为原判决认定之事

实。果尔,是否上诉人于证券交易市场显现之财务信息会因陆续申报公报之财务报告内容有所变动,所反应之市场股价会有不同?真实价格亦会与时调整?参以附表所示各投资人系在不同时期、以不同价格买入上诉人股票[见原审卷外放证物(二)附件二],则各投资人各买入时之真实价格是否一致无异?并非无疑,自有厘清之必要。原审未区别各投资人买入股票之时点及市价差异,即概以上诉人亏损重大讯息公开揭露后十个营业日收盘平均价格三点三七八元,作为计算各投资人损害之真实价格,不无疏略,失之速断。次按保护机构为保护公益,于本法及其捐助章程所定目的范围内,对于造成多数证券投资人或期货交易人受损害之同一原因所引起之证券、期货事件,得由二十人以上证券投资人或期货交易人授与仲裁或诉讼实施权后,以自己之名义,提付仲裁或起诉。证券投资人或期货交易人得于言词辩论终结前或询问终结前,撤回仲裁或诉讼实施权之授与,并通知仲裁庭或法院。证券投资人或期货交易人依第二十八条第一项撤回诉讼或仲裁实施权之授与者,该部分诉讼或仲裁程序当然停止,该证券投资人或期货交易人应即声明承受诉讼或仲裁,法院或仲裁庭亦得依职权命该证券投资人或期货交易人承受诉讼或仲裁。“投资人保护法”第二十八条第一项、第二十九条第一项分别定有明文。准此,投资人于言词辩论终结前,撤回诉讼实施权之授与,该部分诉讼程序当然停止,保护机构已不得以自己名义继续为投资人实施诉讼。查被上诉人于原审更审前曾具状陈报附表所示编号四六二〇之诉讼实施权授与人郭辉荣已撤回其诉讼实施权之授与,委托其代递民事撤回上诉状,并提出郭辉荣之撤回诉讼及仲裁实施权声明书及撤回上诉状(见原审前审卷第三一七至三一九页被上诉人九十七年七月三十一日民事陈报状及附件),似见郭辉荣已撤回其对被上诉人之诉讼实施权授与,并委托被上诉人撤回关于其请求部分之第二审上诉。唯被上诉人嗣于原审更审中,就郭辉荣部分,仍声明请求上诉人赔偿三万九千二百四十四元本息(原审更审卷第三宗第一页、第三四页背面、第四宗第九页、第八〇页),则被上诉人为该部分声明之真意为何?倘郭辉荣已合法撤回对被上诉人之诉讼实施权授与,并撤回其第二审上诉,被上诉人是否仍得以自己名义为郭辉荣对上诉人为请求?洵非无疑,自有推阐探求之必要。乃原审就郭辉荣部分,亦准被上诉人之请求,

为其胜诉之判决,并有可议。上诉讼旨,指摘原判决违背法令,求予废弃,非无理由。

三、分析与建议

(一) 台湾地区司法实务对“净损差额法”的采用

由于不实财报受害者的损失,有些系由于加害人诈欺因素所造成,有些系因诈欺以外之市场因素,如当时市场大盘走势或偶然之政治事件(如政党轮替、政要突然辞世)或经济情势、公司业绩、市场动向等因素所引起者。此等损失,是否一概均得请求被告赔偿?如果认为被告均应赔偿者,一般称为“毛损益法”(gross income loss;此说主要理由或为:若无虚伪不实记载,被害人自己不可能购入该证券);但如果认为被告仅就其诈欺行为(如不实财报)所造成之部分负损害赔偿责任者,一般称为“净损差额法”(out-of-pocket method;此说主要理由或为:投资人自购入股票后之风险全部归由被告负担之见解,是否适当,非无疑问^[5])。关此,本件台湾地区“最高法院”首先提及:“该财报信息不实期间,于公开市场买进上诉人股票之投资人,受有‘市价’与‘真实价格’间价差之损害,应以‘净损差额法’即投资人买进股票之市价与当时‘真实价格’之差额计算之,始为合理,为原判决认定之事实。”此点关于净损差额法的采用,“最高法院”似已定调舍去先前实务曾经采取之“毛损益法”。^[6]从而,接下来的问题是如何寻得净损差额法中所谓

[5] 台湾地区一般讨论,参见庄永丞:“证券交易法第二十条证券诈欺损害估算方法之省思”,载《台大法学论丛》第34卷第2期;林文里:“信息公开不实所致损害金额之计算方法”,载赖英照大法官六秩华诞祝贺论文集编辑委员会编:《现代公司法制之新课题》,台湾元照出版公司2005年版。

[6] 参见台湾地区“最高法院”2010年度台上字第521号民事判决、“最高法院”2008年度台上字第1118号民事判决及台湾地区“高等法院高雄分院”2008年度金上(一)字第2号民事判决。可能有论者会认为,在发行市场上,财报不实之案件应采毛损益法,理由是在发行市场上较无其他信息可供投资人依赖作为投资判断;然而,相反的,在交易市场上,由于较有其他信息可供投资判断,原则上应采净损差额法,例外时才采取毛损益法。这是蛮有趣的观察,相关深入讨论,另文探讨。

之“真实价格”(true value)。

关于此点,台湾地区“最高法院”继续谓:“果尔,是否上诉人于证券交易市场显现之财务信息会因陆续申报公报之财务报告内容有所变动,所反应之市场股价会有不同?真实价格亦会与时调整?参以附表所示各投资人系在不同时期、以不同价格买入上诉人股票[见原审卷外放证物(二)附件二],则各投资人各买入时之真实价格是否一致无异?并非无疑,自有厘清之必要。原审未区别各投资人买入股票之时间及市价差异,即概以上诉人亏损重大讯息公开揭露后十个营业日收盘平均价格三点三七八元,作为计算各投资人损害之真实价格,不无疏略,失之速断”云云。针对此一疑义,笔者先肯认“最高法院”深入探究资本市场法律问题的用心与细心,并拟先以美国法院实务及日本法相关见解为分析之素材,再提出本文一愚之得,提供解决之道。

(二) 美国法院实务之观点

在美国,于 Green v. Occidental Petroleum Corp. 一案,^[7] 该案判决中对于净损差额法赔偿方式之适用。Joseph T. Sneed 法官认为,在被告“不实信息发布之日”与“该信息被揭穿或更正之日”的期间,可画出二条线:一为反映信息不实每日股票交易价格所连成之“价格线”(price line);另一为若无信息不实之诈欺行为的股票真实“价值线”(value line),而原告之损害即是交易日两线之差距。^[8] 但 Sneed 法官同时也承认决定个案的“价值线”是远比“价格线”更为困难而复杂的工作。^[9]

按就证券损害赔偿案件之“真实价格”计算,在传统上,财务经济学专家多运用两种方式加以计算:一为指数比较法(或称真实价值不变法;the comparable index approach);二则为事件研究法(或称价差不变法;the event study approach)。^[10] 所谓“指数比较法”,系指真实价格

[7] 541 F.2d 1335(9th Cir. 1976).

[8] 台湾地区有关讨论,参见庄永丞:“证券交易法第二十条证券诈欺损害估算方法之省思”,载《台大法学论丛》第34卷第2期。

[9] 541 F.2d at 1344(Sneed, J., concurring).

[10] See Edward S. Adams & David E. Runkle, *Solving a Profound Flaw In Fraud - on - the - market Theory: Utilizing a Derivative of Arbitrage Pricing Theory to Measure Rule 10b - 5 Damages*, 145 U. Pa. L. Rev. 1097(1997).

为一持平之固定数字,并不会随着市价变动而调整,即类似我国现行以10个交易日或90个交易日之均价,认为系可充分反应该事件影响后之单一真实股价。(指数比较法如图1所示^[11])

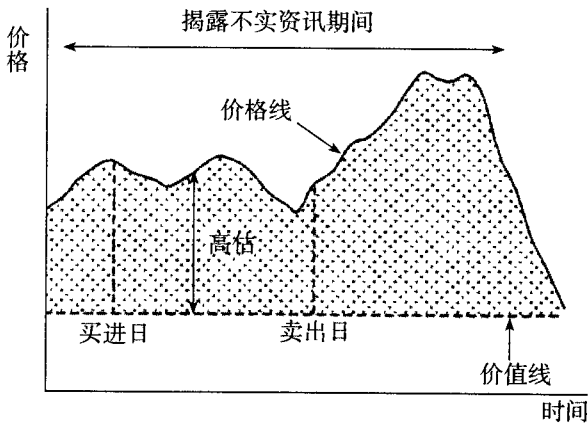


图1

反之,“事件研究法”则系股票之真实价值与市价皆维持一定程度的系数关系,故不论股票之市价如何变动,股票之真实价值皆随着市价变动而调整。举例以言,假设某A公司于2013年3月30日公告不实财报,当时A公司股价为30元,投资人于当日买进。而不实财报消息爆发日为2014年5月1日(一定期间之平均股价假设为20元),依照目前作法是以每股20元作为真实价格,然后再以投资人买进价格减20元,即为投资人每股之损害,此即为单一价格之真实价格的计算。惟若将之配合“系数”进行调整,假设在这1年期间大盘上涨10%,则现在所认定之真实价格20元,其实在一年以前它的真实价格并没有达20元,故1年前之真实价格应该是 $20/(1+10\%)$;又如,投资人是在不实财报公告后1个月才买进,其至不实财报消息爆发日的时间为11个月,这11个月内的期间,大盘上涨8%,则真实价格计算为 $20/(1+8\%)$ 。是以,以此方法每日均会有一真实价格,故要视投资人是于哪

[11] 参见林文里:“信息公开不实所致损害金额之计算方法”,载赖英照大法官六秩华诞祝贺论文集编辑委员会编:《现代公司法制之新课题》,台湾元照出版公司2005年版。

一日买进,买进价格与那一日的真实价格相减,即为投资人之损失。
(事件研究法如图 2 所示^[12])

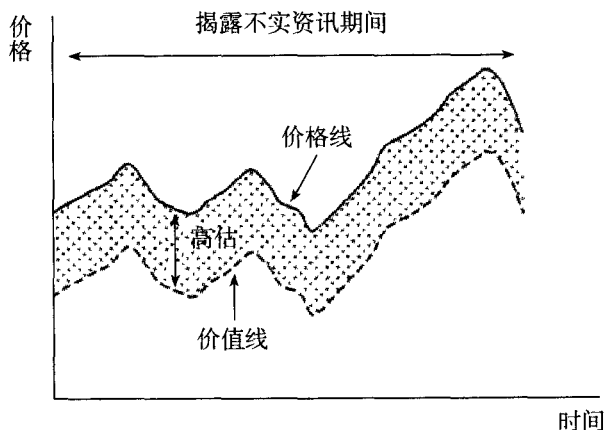


图 2

(三) 日本法有关赔偿金额推定之规定

而在日本,流通市场之财报不实案件造成投资人发生损害时,有学者指出:于“差额说”适用上系指若无虚伪不实记载之假定财产状态与现实财产状态之差额;而若无虚伪不实记载之假定状态,理论上又可分为两种情形:一是若无虚伪不实记载投资人自始不可能购入该证券之状态(以下称“取得自体损害说”);另一是若无虚伪不实记载投资人则可以公正市场价格购入该证券之状态(以下称“高额取得损害说”)。因此诉追发行公司赔偿责任时,应视具体案例之诸事实,依社会通念判断系属何种状态以确定其损害情形。^[13]

另外,流通市场信息不实损害赔偿金额之推定于日本《金融商品取引法》第 21 条之 2 第 2 项定有明文,此项推定规定有助于投资人诉追发行公司之赔偿责任。以下说明之:

损害额推定方法一赔偿金额之推定,系以高额取得损害说为基础,

[12] 参见林文里:“信息公开不实所致损害金额之计算方法”,载赖英照大法官六秩华诞祝贺论文集编辑委员会编:《现代公司法制之新课题》,台湾元照出版公司 2005 年版。

[13] 参见林丽香:“财报不实赔偿责任之计算——‘最高院’102 年度台上字第 1294 号判决”,载《2014 公司法暨证券交易法判决评释研讨会》文集,第 7 页。

而可谓属于“信息更正前后之下跌金额为基准”之方式。虚伪不实揭露后股价下跌幅度,理论上可显示虚伪不实记载对证券价值影响程度。是以,法律即以股价下跌幅度作为投资人因不实记载以致高额取得股份所受损害之近似金额。另外,为排除影响市场价格之偶发性因素或信息揭露后之过度反应等,其差额之计算异于前述信息更正前收盘价与更正后股价之差额,而系以信息更正日前一个月期间该证券市场价额(无市场价额者,处分之推定价额)之平均额扣除更正日后一个月期间该证券市场价额之平均额,作为损害之金额。而此推定仅是损赔金额计算方式之一,故若投资人能以其他计算方式证明自己实际受害之金额,虽其超过推定计算金额,亦可能求偿。例如,投资人受侵害者为购入证券之决定权,则依前述取得自体损害说可请求回复原状之损害赔偿。

此外,该学者并认为,更正前后基准股价可仿日本之前述推定规定,以前后一个月之市场平均价格计算差额,如此计算结果则可符合“最高法院”见解投资人于不同时点购入股票,则其真实价格应有差异。^[14]

(四) 本文见解

1. 真实价格应以各财报公告为基准

虽有学者认为,观察近期美国法院的判决,运用事件分析法计算损害金额,似有可能成为美国法院之主流。该学者并进一步观察认为:“为区分诈欺与非诈欺因素对股价之影响,有的法院要求专家证人在提出的损害金额评估报告内需使用事件分析法,对未使用此方法者,则拒绝采用其证词。”^[15]

唯按前述“事件研究法”,明显需有鉴识会计(forensic accounting)制度之配合。而鉴识会计是一项耗费成本的财务经济计算方法,从美国的实务观察,此制须延揽相关专家证人提供专业计算结果作为依据,这对双方当事人而言,均会是一大成本负担。故从诉讼经济观点而言,此制未必是绝对适当的证券损害计算方法;特别是在鉴识人才不足、过

[14] 参见林丽香:“财报不实赔偿责任之计算——‘最高院’102年度台上字第1294号判决”,载《2014公司法暨证券交易法判决评释研讨会》文集,第15页。

[15] 林文里:“信息公开不实所致损害金额之计算方法”,载赖英照大法官六秩华诞祝贺论文集编辑委员会编:《现代公司法制之新课题》,台湾元照出版公司2005年版。

往实务判决之损害赔偿金额又平均不高,难于负担高额鉴定费用之情形下,实施上似较缺乏配合条件。

本文以为,如采取净损差额法计算财报不实之损害,则拟制真实价格确有必要(或可称为近似值)。^[16] 盖在现代资本市场里,诚如笔者前面所引 Sneed 法官所说,确实很难找到精确的真实价格。当然拟制真实价格,如一价拟制到底也不妥当。参酌前述外国法制分析,本文以为,如能以不实财报公布之时点,作为基准加以推断,较为合理可行。例如不实财报共持续存在一年半的时间,在这段期间均未被揭发,而于此段时间中,有一次年度财务报告及两次季报虚伪不实。因此,只要分期间计算这三次之拟制真实价格即可。亦即,以每一期财报影响期间拟制该期间内一个真实价格,真实价格将呈阶梯状。换言之,各该期间内之受害投资人之真实价格均为一致,似无须逐日计算每一投资人之真实价格,而这拟制计算方式可以是信息揭露后 90 日或 10 个交易日之平均收盘价均可。^[17] 如以前面案例事实所述,本件投资人误信前揭该等不实财务报告,且分别于九十一年四月三十日至九十三年八月三十一日间买进上诉人公司股票,自得以前述财报等公开文件公布时点为淮据的方法寻得数个真实价格,以利不同时期买进股票者计算其损害。

当然,前述计算方法有一技术问题必须一并解决。如以各期财报公告后之一定期间均价拟制真实价格,则除最后一期外,其余各期因当时真实信息尚未揭露,其市场均价恐尚无法反应诈欺因素,以之拟制真实价格恐有争议。故本文建议仍以最后消息爆发后之市场均价来拟制真实价格,再依大盘或类股指数依比例回推各该期间之真实价格。

[16] 有学者主张,与其花费大量的时间、人力与金钱去估算一个拟制但不确定的真实价格,倒不如以“市价”取代前述指数比较法或事件研究法之“真实价格”。参见庄永丞:“证券交易法第二十条证券诈欺损害估算方法之省思”,载《台大法学论丛》第 34 卷第 2 期。

[17] 有学者主张,因有涨跌幅限制,故应以不再收涨跌停板之日为基准日,并取自该日起 10 个交易日收盘价的平均价格减去投资人买卖证券的平均价格,以计算投资人每股所受损失。参见林文里:“信息公开不实所致损害金额之计算方法”,载赖英照大法官六秩华诞祝贺论文集编辑委员会编:《现代公司法制之新课题》,台湾元照出版公司 2005 年版。

2. 财报不实时投资人“与有过失”是否适用?

再者,台湾地区“最高法院”本件民事判决的同案更审前“最高法院”判决也另提出投资人“与有过失”的问题,引起诸多争议,同样值得探讨。台湾地区“最高法院”2010年度台上字第五二一号民事判决认为:“……投资人分别于上开日期买进股票时上诉人所申报公告之财务报告非无轻重不等之虚伪不实情事,迨上诉人公告亏损讯息至暂停交易期间达4个月,且上诉人公司股票恢复交易至投资人先后提起本件诉讼亦各达2个月余及5个月余”,投资人未于市场适当反应该重大讯息期间内出脱持股导致扩大其损害是否与有过失?而应减少损害赔偿金额,高院应予以详查,而发回更审。关此争议,或许有论者会说:公告正确之财务报告时,“在合理期间内”可视为原投资人再一次决定是否继续投资原股票,故认为在合理期间后原投资人错失机会出售,有“与有过失”之适用可能性存在。^[18]

按所谓“与有过失”(过失相抵),须投资人之行为造成损害之发生与扩大(“民法”第217条参照)。虽然被害人所与有过失之情形,得存在于损害发生时,也得发生于损害发生后。“最高法院”2010年度台上字第五二一号民事判决前述所指摘之情形应系指发生于损害发生后。然而,诚如日本学者所称:本案损害之扩大在于股价继续下跌,而影响股价继续下跌之因素,皆与受害投资人无关,故不存在“与有过失”问题。^[19]本文也赞同此种见解。因为本件受害投资人未出售股票,性质上有可能属于“不为之与有过失”,^[20]但关于“不为之与有过失”,台湾地区“民法”第二一七条第二项就此设有两种情形:(1)重大之损害原因,为债务人所不及知,而被害人不予促其注意;(2)怠于避免或减少损害者。对于不实财报案件,前者“不予促其注意之与有过失”应

[18] 相关法律问题之讨论,参见何曜琛、陈盈如:“信息不实民事损害赔偿之过失相抵”,载《台湾法学杂志》第251期。

[19] 参见日本学者永井智亮、黑沼悦郎等:座谈会“不適切开示をめぐる株価の下落と损害赔偿责任(下)”,载《商事法务》第1908号,第25页。转引自林丽香:“财报不实赔偿责任之计算——‘最高院’102年度台上字第1294号判决”,载《2014公司法暨证券交易法判决评释研讨会》文集,第14页。

[20] 王泽鉴:《民法概要》,2013年8月自版,第246~247页。

无关联。至于后者所谓“怠于避免或减少损害者”,应较有可能。然而,证券市场股价变动不居,财报不实之讯息,究竟多长时间才会反映完毕?实难于逆知。^[21]且于反应该重大讯息期间内出脱持股,有可能出售成交吗?因为事实上通常此类公司财报不实等消息揭露后,公司之股价会急剧下跌,甚或无量下跌,市场上少有投资人会愿意买受其股票,其股票于公开交易市场卖压沉重且成交量大幅萎缩下,大部分投资人恐无法如愿于不实信息揭露后实时出脱其持股。再者,加害人之财报不实加害行为,为何会导致受害人需担负必须出脱持股之义务(即所谓不真正义务,或称间接义务)?这些问题恐怕均无明确答案及法律依据,本文因而认为受害投资人未适时出售持股,不应产生“与有过失”问题,以求事理之平。

四、结语

财报不实时如何认定证券之真实价格(true value),其难度可能有如真爱(true love)难寻一般。^[22]本文认为,基于诉讼经济考虑,复杂而耗费时间与金钱的计算方式并不十分妥适。然而,本文也认为,长时间而真实价格均属相同,确有不合理之处。本文认为,应以各财报期间作为真实价格变动重行计算之依据,尚属合理,惟不应每日计算,否则徒增纷扰。至于财报不实时投资人是否有“与有过失”适用的问题,由于股价的上涨或下跌与该受不实财报损害的投资人均无关联;加上,法律上也不能因财报受害而反推该受害投资人有卖出义务,否则无异受害投资人遭到重复侵害,“证券交易法”第一条保护投资人之原则将荡然无存。

[21] 关此,学者也评论谓:投资人究应于何时卖出,始称善尽义务,而非与有过失?投资人如何预知股价走势?参见赖英照:《最新证券交易法解析》,2014年2月自版,第790页。

[22] See Francois de La Rochefoucauld, *True Love is like Ghosts, which Everyone Talks about and Few Have Seen*, Read more at http://www.brainyquote.com/quotes/keywords/true_love.html#9KKhADPZ9ySuZ5Dw. 99.