

附件二

最高法院 111 年度台上字第 21 號請求損害賠償
事件專家鑑定人意見書

曾宛如

國立臺灣大學法律學院特聘教授

本意見書分為兩部份，第壹部份討論及分析我國證券交易法對於不實陳述之證券詐欺的立法演變過程、其參考之外國立法例及法律政策之不同選擇。第貳部份則就最高法院所提之法律爭點，就爭點二與三為意見陳述。

壹、證券詐欺民事責任之政策選擇 (Policy choice) 及發展¹

證券交易法(下稱證交法)第20條通常被稱為「一般反詐欺條款」,²然其民事責任之構成要件尚存許多問題有待釐清。首先,主觀要素上,第20條第1項所稱「有價證券之募集、發行、私募或買賣不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。」及第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。」究竟僅指故意之行為,或者包括重大過失?甚或一般輕過失?又第1項與第2項之主觀要素有無區分之必要?這些分析在引進證交法第20條之1後又發生何種變化?

其次,有價證券之善意取得人或出賣人在主張本條第3項及第20條之1的損害賠償請求權時,應如何證明其因果關係?此涉及二個問題:其一為基於前揭第1項、第2項及第20條之1之行為,因信賴而陷於錯誤,因錯誤而為買賣,此為交易因果關係;另一則是買賣與損害間之因果關係,即所謂損害因果關係。就前者而言,此為「信賴」(reliance)要素之要求。

再者,客觀要件之詮釋亦非易事,特別是損害賠償範圍之認定,從實質面觀之,學說及實務上雖將損害因果關係置放於前,而後再論損害賠償之範圍;然而,當我們決定損害賠償之範圍時,不也在證明該損害與行為人之不法行為間具有因果關係?除非採取實務上所稱之「毛損益法」,否則依據損害賠償之本旨,原則上行為人應僅就其行為所造成之損害負賠償責任。此與德國將因果關係區分為責任成立之因果關係及責任範圍之因果關係並無二致。蓋損害賠償之範圍與因果關係之判斷在此重疊,而證券價格波動劇烈且干擾價格形成之因素眾多,不易排除,皆為此種類型之損害賠償帶來理論上及實務上計算之困擾。

一、證交法第20條之演變及其應有之解釋

1. 責任主體及損害賠償請求權人

責任主體

¹ 第一部份的主要內容出自本人於2004年9月發表於臺大法學論叢第33卷第5期「論證券交易法第二十條之民事責任——以主觀構成要件與信賴為核心」一文,並配合2006年證券交易法增訂第20條之1,加以撰寫。

² 如余雪明,「證券交易法」,頁620,證基會,2003年4月四版;劉連煜,論證券交易法一般反詐欺條款之因果關係問題,法商學報,頁92,1994年6月。

證交法第 20 條計有三次修正，³ 現簡稱原始條文為第一次條文；民國 77 年修正後為第二次條文；民國 91 年修正後為第三次條文；95 年修正後為第四次條文。

比較這四次條文，民國 91 僅加入「**私募**」二字，其他則與第二次條文並無差異，但第一次與第二次條文間之變動卻十分明顯。首先，第一次的條文引起界定義務人範圍之困擾。嚴格依字義而言，應指狹義之「募集、發行或買賣有價證券之主體」，而非泛指廣義之「募集、發行或買賣有價證券之情形」，蓋依後者之解釋將可涵蓋直接或間接參與募集、發行或買賣之人，如承銷商、律師及會計師等人。⁴ 由於事涉刑事責任，以採狹義見解較妥，但似乎無法貫徹條文反詐欺之目的。

第二次條文為彌補第一次條文引發之上述爭議，將第一項之文字順序調整，至此，一般通說皆認為應指「與募集、發行或買賣有價證券有關之行為」，而可將責任加諸於為募集、發行或買賣行為以外之第三人。⁵

本條第 2 項之規定原為第一次條文所無，於第二次條文中加入。立法理由表示其目的係為加強發行人之責任，故仿他國立法例而設。⁶ 有關發行人申報或公

³ 民國 57 年 4 月 30 日至 77 年 1 月 29 日前，第 20 條條文為：

「**募集、發行或買賣有價證券者**，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。(I) 違反前項規定者，對於該有價證券之善意取得人因而所受之損害，應負賠償之責。(II)」

民國 77 年 1 月 29 日後至民國 91 年 2 月 6 日前，條文為：

「**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。(I) **發行人申報或公告之財務報告或其他有關之業務文件**，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。(II) 違反前二項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償之責。(III) 委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，視為前項之取得人或出賣人。(IV)」

民國 91 年 2 月 6 日後，條文為：

「有價證券之募集、發行、**私募**或買賣不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。(I) 發行人申報或公告之財務報告或其他有關之業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。(II) 違反前二項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償之責。(III) 委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，視為前項之取得人或出賣人。(IV)」

民國 95 年 1 月 11 日後，條文為：

「有價證券之募集、發行、**私募**或買賣不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。(I) 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。(II) 違反前二項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償之責。(III) 委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，視為前項之取得人或出賣人。(IV)」

⁴ 請參閱賴英照，「證券交易法逐條釋義」第一冊，頁 327-328，三民書局，1996 年 8 月 6 刷。賴教授採取狹義解釋；余雪明，前揭註 2，頁 619，則認為為貫徹立法意旨，應採廣義之見解，但就文字而言，廣狹義皆通。

⁵ 行政院修正草案之理由為「有價證券之募集、發行或買賣行為係屬相對，當事人雙方均有可能因受對方或第三人之虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為而遭受損失。本條第一項現行規定文義僅限於『募集、發行或買賣有價證券者』不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為，尚未包括『第三人』顯欠周密，爰將『募集、發行或買賣有價證券者』等文字，修正為『有價證券之募集、發行或買賣』，俾資涵蓋第三人。」。請參閱立法院公報，第 76 卷第 96 期，頁 38-39，民國 76 年 12 月 2 日。

⁶ 立法理由為：「對發行人應編送主管機關之財務報告或其他有關業務文件，有虛偽之記載情事者，依第一百七十四條僅規定刑事責任，對善意之有價證券取得人或出賣人並無實益。為保障投

告之財務報告或其他有關之業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事部分，其行為主體似以發行人為限，⁷ 然學說上有不同之意見，⁸ 以下詳論之。

如立法理由所指，本項係參考日本及美國之立法例，其精神主要在於確保發行人所公告申報之財務報告及其他文件應屬正確可信。美國證券交易法 (the Securities Exchange Act of 1934)，section 18(a) 所規範之行為主體並不以發行人為限，而是任何人對於依法須註冊之文件，不論是自己或使人製作，就**重大事實**均不得有虛偽或令人誤信之行為，違者，對於信賴該書表而為買賣之人 (且買賣價格已受該書表中不實資訊之影響) 負損害賠償之責，除非其證明本於善意且不知情。⁹ 兩相比較之下，於第二次條文，我國證交法第 20 條第 2 項之義務人範圍似乎較窄，但不實文書之範圍似乎較大，蓋我國法彼時並未將報告及其他文件限於依法應向主管機關申報或公告者為限。但將義務人限於發行人是否合理，則有疑問。首先，民國 77 修正時曾表示財報或文書不實，依當時法律僅有證交法第 174 條刑事責任之規定，對證券買受人或出賣人實益不大，故賦予其民事求償權以濟其窮。然而，若將第 174 條一併觀察，¹⁰ 顯有二點不同。第一，174 條僅限於「依法或主管機關基於法律所發布之命令規定之帳簿、表冊、傳票、財務報告或其他有關業務文件」，此點與美國法相似，但與 20 條第 2 項不同；其次，第 174 條規定之情形為「內容有虛偽之記載」，但 20 條第 2 項則指虛偽或隱匿。於此，在實務上所生之影響為最高法院於 82 年度台上字第 6775 號刑事判決表示「證券交易法第一百七十四條第一項第五款之證券商於依法或主管機關基於法律所發布之命令規定之帳簿、表冊、傳票、財務報告或其他有關業務文件之內容有虛偽之記載罪，乃係作為犯，而非不作為犯，所謂『有虛偽之記載』，須以明知為不實之事項，而登載於前述帳簿、表冊等文件之內，始足當之。若僅消極的不為製作 (登載)，則僅屬違反同法第一百七十八條第一項第三款之問題，此觀上開法條之規定自明」，此種解釋顯與立法所欲維持之資訊真實有所出入。所稱

資，增強發行人之職責，爰參照各國立法例 (日本證券交易法第二十一條、美國證券交易法第十八條) 增訂第二項。」請參閱立法院公報，同上註，頁 39。

⁷ 台北地院 91 度訴字第 6350 號民事裁定即採此見解。

⁸ 請參閱王文宇，從公司不法行為之追訴論民、刑、商法之分際，月旦法學第 103 期，頁 57-58，2003 年 12 月。

⁹ 原文為：「Any person who shall make or cause to be made any statement in any application, report, or document filed pursuant to this title or any rule or regulation thereunder or any undertaking contained in a registration statement as provided in subsection (d) of section 15 of this title, which statement was at the time and in the light of the circumstances under which it was made false or misleading with respect to any material fact, shall be liable to any person (not knowing that such statement was false or misleading) who, in reliance upon such statement, shall have purchased or sold a security at a price which was affected by such statement, for damages caused by such reliance, unless the person sued shall prove that he acted in good faith and had no knowledge that such statement was false or misleading...」

¹⁰ 彼時第 174 條規定：「有左列情事之一者，處五年以下有期徒刑、拘役或科或併科新臺幣二百四十萬元以下罰金：...五 發行人、公開收購人、證券商、證券商同業公會、證券交易所或第十八條所定之事業，於依法或主管機關基於法律所發布之命令規定之帳簿、表冊、傳票、財務報告或其他有關業務文件之內容有虛偽之記載者。」

虛偽是否一定以作為為限？通說對「虛偽」一詞往往解釋為明知其陳述之內容與事實不符，卻仍為此陳述。此種形容，依通常概念，直覺上很容易將之歸類為作為。反之，隱匿一詞似乎意指應陳述而未陳述（包括 half-truth），兩相對照之下，似為不作為。但從證券法規要求提供正確與完整資訊之目的觀之，所謂虛偽與隱匿其實都只是用以形容該資訊中有不實之情事發生，只是一者是載入謊言，一者是未說實話，所以僵硬的以文字表面之意義與作為或不作為之概念連結，進而導出隱匿不屬本條處罰範圍，實有以文害義之嫌。換言之，隱匿一詞，未嘗不可解為整體製作過程中特意除去部分記載以發生參與者所欲期成之效果。¹¹

再以證交法第 179 條輔助觀察。該條規定法人違反本法之規定者，依本章各條之規定處罰其為行為之負責人。換言之，發行人違反第 174 條第 1 項第 5 款之規定時，真正為此行為之負責人方屬刑事處罰之對象。依此邏輯，令實際製作或參與製作之人負擔民事責任並無不妥。¹²

最後，證交法第 32 條對本項之解釋亦具有啟發性。第 32 條以公開說明書之規範為核心，必須對公開說明書負責者，不以發行人為限，而是及於一切參與製作之人及負責承銷之券商。如果說第 32 條捍衛了發行市場中之資訊正確，則第 20 條第 2 項無疑是保護交易市場中投資人取得正確資訊之重要武器。如果公開說明書之負責主體在觀念上是廣泛的，則對第 20 條第 2 項之責任主體採取相同之解釋與立法目的可謂完全契合。

須注意者，上段之論述並不表示「公開說明書」與「發行人申報或公告之財務報告及其他有關之業務文件」具有完全之同質性，而其間之區別正足以說明該項之負責主體有相當之空間可依不同情形為不同定義。「公開說明書」中之財務報表經過會計師查核簽證，且其準備並非經常性，惟有公司涉及公開募集有價證券時才需製作，程序上十分慎重。但「發行人申報或公告之財務報告及其他有關之業務文件」則十分多樣化，可能是應經會計師查核簽證之年度財務報告，也可能是僅需會計師核閱之季報，甚至可能是公司隨時公告之資訊。以資訊準備過程不同，相關人所「擔保」資訊正確之程度自有不同。因此，除發行人外，其他人是否應課予民事責任應就個案認定。其標準完全取決於是否為「虛偽或隱匿」行為之行為者。

以發行人為唯一之民事責任主體，有其先天上之缺陷。若受害人為有價證券之買受人，在正確資訊揭露後，他(她)已因股價下跌而蒙受損害，現在發行公司依第 20 條第 3 項賠償其損害，表面上似乎損害得到填補，但實際上，公司之財產因賠償而減少，等於公司股份所表彰之價值減損，此不僅對其他股東有害，對求償之買受人亦未必有利，亦即，其損害果真得到完全填補？抑或只是轉變形態？

¹¹ 風險關係為區分作為犯與不作為犯的標準之一。財報等表冊之製作及公告是為了提供投資人判斷投資與否所需之資訊，自不應於其內呈現不實狀態而製造風險，凡使其內容因此不實者，均可以作為犯視之。請參閱黃榮堅，「基礎刑法學」下，頁 212-213，元照出版社，2003 年 5 月初版。此外，請參閱林麗琦，「財務報表不實的刑事責任及防制對策之探討——以美國恩龍案及世界通訊案為借鏡」，國立台灣大學法律學研究所碩士論文，頁 13-15，2003 年 7 月。

¹² 最高法院 90 年度台上字第 7884 號刑事判決。

令真正為行為之人直接對有價證券取得人或出賣人負責在理論上應屬妥當。當然，若擴張責任主體之範圍，則主觀構成要件應配合上述不同文件一併思考調整之道，此將於下文中論述。

上述爭議在第四次條文中開啟全然不同的新頁。民國 95 年 1 月因引進證交法第 20 條之 1，從而將 20 條第 2 項之文字配合調整。

95 年版本（第四次條文）的 20 條之 1 規定為：

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，曾在財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章者。

前項各款之人，除發行人、發行人之董事長、總經理外，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，免負賠償責任。

會計師辦理第一項財務報告或財務業務文件之簽證，有不正當行為或違反或廢弛其業務上應盡之義務，致第一項之損害發生者，負賠償責任。

前項會計師之賠償責任，有價證券之善意取得人、出賣人或持有人得聲請法院調閱會計師工作底稿並請求閱覽或抄錄，會計師及會計師事務所不得拒絕。

第一項各款及第三項之人，除發行人、發行人之董事長、總經理外，因其過失致第一項損害之發生者，應依其責任比例，負賠償責任。

前條第四項規定，於第一項準用之。

顯而易見，引入第 20 條之 1 是立法者為因應市場詐欺案件所造成之巨大損害，所為之極端調整的政策選擇。這個條文將上文所討論的條文主體及客體予以重新定位。換言之，客體現以「依本法規定」申報或公告之文件為限，至於主體則及於發行人、負責人、曾在財務報告或財務業務文件上簽章之職員、及會計師。

發展至此，原先第 20 條第 2 項從美國法移植而來的條文不復保留其原有的樣貌，反而走向與公開說明書民事責任相同的軌跡，但本報告接下來仍要詳細說明第二次條文的內容及支持此等規定的理論與政策。

由於第 20 條之 1 偏於過激的作法引發爭議，故 104 年 7 月 1 日予以調整：其第二項由「除發行人、發行人之董事長、總經理外」修訂為「除發行人外」，亦即發行人之董事長及總理由無過失改為推定過失。

損害賠償請求權人

損害賠償請求權人於第一次條文中僅限於有價證券之取得人而不及於出賣人，且就交易實務上券商與投資人間之關係亦將造成投資人求償之障礙。經修正後，第二次條文新增第四項規定「委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，視為前項之取得人或出賣人」，至此，任何善意取得人或出賣人皆為本條之權利

主體。¹³

此處彰顯出一個基本原則：若因不實陳述而不為行為者，例如本欲賣出而未賣出，本欲買進而未買進者，不得就其未發動之行為而求償；否則，請求權人之範圍將失去控制。蓋此種情況不僅在舉證上十分困難，而且對行為人不利，我國之立法在這方面原先與美國立法相同，¹⁴ 但因引進第 20 條之 1，而將請求權人放寬至持有人，至此，與美國聯邦的證券法規分道揚鑣。

2. 責任類型

有關第 20 條之責任類型，在民國 77 年修正前有三種不同見解，分別是契約說、侵權行為說與獨立類型說。¹⁵ 以當時條文將責任主體限於募集、發行或買賣有價證券者，並以善意取得人為相對人，似以契約說為妥，惟實務上卻有解為侵權行為之判決。但自民國 77 年修正後，學者通說認為改採侵權行為說，立法理由中亦見支持。¹⁶

一旦歸類為侵權行為，適用上很自然會勾稽到民法第 184 條。此時，有關侵權行為之構成要件與損害賠償之計算方式無可避免會在第 20 條之民事責任判斷上造成影響而茲生許多困擾。

面臨此種問題，首需提出者為 20 條之立法來源。學者多主張第 20 條乃源自於美國證交法 section 10 (b) 與 Rule 10b-5¹⁷(雖然立法理由不可考)。Rule 10b-5 遲至 1942 年方始頒布 (授權之 section 10 (b) 早於 1934 年即已存在)，該條規定是否賦予私人訴權 (private right of action) 則於 1946 年首次被聯邦地方法院於 *Kardon v. National Gypsum Co.* 一案中肯定。¹⁸ 該案中原告表示由於被告三人之共謀與不實陳述，導致原告將其持有之股份出賣給被告，所得之價金遠低於真實價格。雖然 Rule 10b-5 並未明白賦予私人訴權，但法院指出違反該條規定構成侵權行為，依侵權行為之法諺 “*ubi jus, ibi remedium*” (where there is a right, there is a remedy)，必須承認原告有此訴權，方能使其回復損害。¹⁹ 聯邦最高法院於上述

¹³ 修正理由為：「依本法第十五條及第十六條證券經紀商受託買賣有價證券可以『行紀』與『居間』方式為之，其以『行紀』受託買賣者 (證券集中交易市場屬之)，買賣直接當事人為證券經紀商，並非委託人，若買賣有虛偽、詐欺等情事而符合本條之要件時，委託人欲提出賠償之訴，並不能逕行向侵權行為人請求，而須透過受託證券經紀商輾轉向侵權行為人請求，致權利之行使程序，顯過於繁雜，爰增訂第四項。」。請參閱立法院公報，前揭註 5，頁 38。

¹⁴ See Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, West Group, 4th ed., St. Paul, Minn., p. 662, 2002.

¹⁵ 請參閱賴英照，前揭註 4，頁 328；劉連煜，前揭註 2，頁 92-93；郭土木，證券交易法上侵權行為損害賠償之民事責任規定 (上)，集保雙月刊第 28 期，頁 3-5，1995 年 5 月 20 日。

¹⁶ 請參閱前揭註 5 之修正理由。

¹⁷ 如余雪明，前揭註 2，頁 619，證基會，2003 年 4 月四版。

¹⁸ 69 F.Supp.512 (E.D.Pa 1946)，賓州東區之聯邦地方法院做出此項判決。

¹⁹ See *id.*, at 513. Also see Note: An Implied Right of Contribution Under Rule 10b-5: An Essential Element of Attaining the Goals of the Securities Regulation Act of 1934, 61 *Fordham L. Rev.* 185, 194 (May 1993)

判決出現之二十四年後正式承認之。²⁰

Howard Miller v. Bargain City²¹一案進一步就 Kardon 中所提及之侵權行為闡釋為「行為人違反法律為防止某種特定類別之侵害所為之規定即屬構成普通法上之侵權行為」，故受害人之私人訴權來自於此。²² 實務上在解釋 Rule 10b-5 時，經常反覆於侵權行為構成要件之討論。²³ 此可證明 Rule 10b-5 確實與侵權行為有相當密切之關連，但此乃源自於凡因使用詐術為不實陳述 (fraudulent misrepresentation) 而使人陷於錯誤之情形本即吻合普通法上侵權行為之概念使然。

由於美國證券法及證交法之民事責任多數與侵權行為之要件相同，因此在決定是否構成該等民事責任時，雙方當事人常以傳統上侵權行為要件之闡述為本進行攻防，此時，法院參照證券法規之立法精神，不時做出背離傳統侵權行為要件之解釋，以合意旨。誠如 Herman & Maclean v. Huddleston et al.²⁴所言：“Moreover, the antifraud provisions of the securities laws are not coextensive with common-law doctrines of fraud. Indeed, an important purpose of the federal securities statutes was to rectify perceived deficiencies in the available common-law protections by establishing higher standards of conduct in the securities industry... We therefore find reference to the common law in this instance unavailing.” 簡明的說，雖然 Rule 10b-5 可以是侵權行為的一種態樣，但其要件之解釋與侵權行為未必一致，而這也不妨害其構成其他獨立之訴因 (cause of action)。²⁵

回歸到我國法之規定，證交法第 20 條及 20 條之 1 不妨解釋為特殊侵權行為，也就是依證交法反詐欺之立法目的及證券募集、發行及買賣之特色，在解釋其構成要件及舉證方式時，可以有別於傳統侵權行為。例如主觀構成要件、因果關係如何證明等，未必與傳統侵權行為一致。當然，倘若原告有辦法滿足一般侵權行為之舉證，自可與民法第 184 及 185 條並存。

3. 主觀要件

不論定性為侵權行為或特殊侵權行為責任，主觀要件上是否以處罰故意為限，

²⁰ Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co., 404 U.S. 6, 92 S.Ct. 165, 30 L.Ed.2d 128 (1971).

²¹ 229 F.Supp. 33 (1964).

²² “Rather, the right of action derives from common law tort principles which impose liability for the violation of a statute designed to prevent a particular type of harm.” See *id.*, at 37.

²³ For example, Musick v. Employers Insurance of Wausau, 508 U.S. 286; 113 S.Ct. 2085; 124 L.Ed. 2d 194 (1993), at 297; United States v. James Herman O'Hagan, 521 U.S. 642; 117 S. Ct. 2199; 138 L. Ed. 2d 724 (1997), at 670; Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164; 114 S. Ct. 1439; 128 L. Ed. 2d 119 (1994), at 175.

²⁴ 459 U.S. 375; 103 S.Ct 683; 74 L.Ed. 2d 548 (1983).

²⁵ 其實，解釋為侵權行為之一大優勢為當事人間不必有某種特定關係即可建立責任。See Howard Miller v. Bargain City, 229 F.Supp. 33 (1964), at 37.

或者及於其他類型，如重大過失，是一個很值得討論的問題。學說上多數學者主張以故意為限；²⁶ 主要理由是對「虛偽」、「詐欺」、「或其他足致他人誤信之行為」、及「隱匿」等用語，文字解釋上皆有故意之意思。

民國 77 年修正時，行政院版本之條文第 2 項原本規定為「...，其內容不得有虛偽或欠缺之情事。」但於立法院聯席會時，與會委員以「欠缺」二字，係屬行政過失，如據以處罰賠償，在執行上最滋爭議。為配合法律習用語及確定行政責任，爰修正為「隱匿」。²⁷ 此段說明是否即意表立法解釋上應採故意說，本報告暫持保留態度。

但是，無法否認的是，以法條習慣用語判斷，第 20 條第 1 項中「虛偽、詐欺、或其他足致他人誤信之行為」的表達，顯示出「其他足致他人誤信之行為」應指與「虛偽、詐欺」具有同質性之行為，否則法條大可直接使用「任何足致他人誤信之行為」，又何需先為例示規定。因此，除非我們可以找到相當強烈之理由支持本條所欲保護之法益需使具有故意主觀要素以外之行為人亦負其責方竟其功，否則純就文字解釋，不宜擴張責任態樣；對於同條第 2 項，亦有相同問題本文認為應自第 20 條賦予買受人或出賣人損害賠償請求權之目的與比較法之演進綜合觀察，若有必要，分別認定應無不可。

如上所言，從立法演變及其理由，第 20 條第 1 項與第 2 項分別源自於美國證交法 section 10(b)、Rule 10b-5 與 section 18(a)，以下依序討論；此外，再佐以英國法為參考。在分析英美法之前，有一前提需先說明，即美國通常將 Rule 10b-5 之行為態樣分成三種：(1) 不實陳述 (misrepresentation or omission in corporate statements)；(2) 內線交易 (trading while in possession of material nonpublic information, insider trading)；及 (3) 操縱行為 (manipulation)。²⁸ 準此，我國證交法就第二種態樣另定有第 157 條之 1 內線交易，因此內線交易之情形是否仍有第 20 條之適用，不無疑義。相同的，第 155 條定有反操縱條款，其與第 20 條之關係亦有待釐清。

美國法

Section 10(b) and Rule 10b-5

為釐清我國證交法第 20 條民事責任之主觀範圍，有必要討論美國法，而重點又區分為二：一是 recklessness 意義為何？是否包括某種程度之過失？如果沒有，證交法 section 10(b)、Rule 10b-5 與 section 18(a)是否包含過失？倘若答案仍為否定，則進入第二個重點：美國普通法上對於此種不法行為是否有過失責任之存在。

²⁶ 如賴源河，「證券管理法規」，頁 397-398，自刊，1997 年 9 月增修訂版二刷；賴英照，前揭註 4，頁 328。

²⁷ 請參閱立法院公報，前揭註 5，頁 39-40。

²⁸ See John C. Coffee, Jr. and Joel Seligman, *Securities Regulation*, Foundation Press, 9th ed., New York, p. 1044, 2003.

(1) recklessness

美國證交法 section 10(b)及 Rule 10b-5 經判決演變終於肯定投資人之訴權。就其主觀構成要件，基於上述二項規定乃衍生自普通法，是以國會雖未就其主觀要件為規定，但判決上多數要求原告必須證明被告有“scienter”。自 *Ernst & Ernst v. Hochfelder*²⁹ 之後，scienter 此一要件被廣泛承認。*Hochfelder* 一案之事實如下：

被告 Ernst & Ernst 是 First Securities Company 的會計師，該公司之執行長 Nay 盜用公司為客戶保管之帳戶，最後公司破產。投資人以 Ernst & Ernst 未依適當之審計程序以致於未能發現 Nay 之詐欺行為，屬幫助及教唆之行為，具有過失。

伊利諾州北區之聯邦地區法院表示 Rule 10b-5 所規定者為過失責任。³⁰ 上訴至聯邦最高法院後，最高法院表示雖然有不少聯邦上訴法院認定 section 10(b) 與 Rule 10b-5 為一過失責任，³¹ 但從其文字使用之方式觀之，均指向所禁止之行為係一精心之計畫，亦即必須證明被告有“scienter”，是以最高法院無意將其擴張至過失行為 (When a statute speaks so specifically in terms of manipulation and deception, and of implementing devices and contrivances — the commonly understood terminology of intentional wrongdoing — and when its history reflects no more expansive intent, we are quite unwilling to extend the scope of the statute to negligent conduct)。³²

而所謂 scienter 是一種心理狀態 (mental state)，表示行為人有詐騙之意圖 (intent to deceive)；在一定情況下包括 recklessness (這是普通法長期以來對 fraud 所採之定義)。不過，*Hochfelder* 並未進一步說明何謂 recklessness，殊為可惜。其下級法院則不厭其煩的闡釋 recklessness。或說單純之 recklessness³³即符合 scienter，或說必須是嚴重的 (severe) recklessness³⁴方始滿足。顯然多數判決接受後者為標準，在 *In re Enron Corp.*³⁵中指出所稱 severe recklessness 與單純之過失有所區別，

²⁹ 425 U.S. 185 (1976).

³⁰ See *id.*, at 191.

³¹ E.g. *White v. Abrams*, 495 F. 2d 724 (1974); *Myzel v. Fields*, 386 F. 2d 718 (1967); *Kohler v. Kohler Co.*, 319 F. 2d 634 (1963).

³² *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 214 (1976).

³³ *Stern v. American Bankshares Corp.*, 429 F.Supp. 818 (E.D. Wis 1977).

³⁴ *In re Silicon Graphics, Inc. Securities Litigation*, 183 F.3d 970 (9th Cir.1999); *Meadows v. SEC*, 119 F.3d 1219 (5th Cir.1997). Also see *In re Vivendi Universal*, 2003 U.S. Dist. LEXIS 19431 (Nov. 3, 2003); *Shields v. Citytrust Bankcorp, Inc.*, 25 F.3d 1124, at 1128: “The requisite ‘strong inference’ of fraud may be established either (a) by alleging facts to show that defendants had both motive and opportunity to commit fraud, or (b) by alleging facts that constitute strong circumstantial evidence of conscious misbehavior or recklessness.”

³⁵ 284 F.Supp. 2d 511 (2003), 2003 U.S. Dist. LEXIS 17492.

為一高度不合理的不實陳述，所涉者非單純或不可原諒之過失而是極度偏離一般注意之程度。Recklessness 並非過失，但亦不具備積極意圖，³⁶ 而是不在乎陳述之真假。³⁷ 但是，不可否認，recklessness 一詞在界定上仍然十分模糊，因此，如 Sanders v. John Nuveen & Co.³⁸ 即表示 recklessness 不只是程度上的差別，甚至可能在分類上即已不同。³⁹ 故有學者指出當我們認定 scienter 包括 recklessness 時，可能使人誤以為現實上存在一個明確之標準，⁴⁰ 但實際上在判斷時仍然困難重重。

(2) 過失

如上所言，美國判決多數認為 section 10(b)及 Rule 10b-5 要求行為人主觀上必須具備 scienter，而 scienter 除了包含詐欺意圖外，尚可囊括 severe recklessness。後者與一般過失有別，雖然在認知上可能較接近過失之概念，但仍非過失。因此，基於我國對重大過失在分類上仍屬過失下，第 20 條第 1 項若如學者所言係仿自美國立法，恐怕將不及於此種類型之行為。如果再將其與第 32 條之民事責任對照，此種說法更見其理。

然而，不可忽視的是，有關不實陳述在英美法上一直都是一個獨立侵權行為態樣（當然，也可能構成契約之債務不履行），是以，即使原告無法依聯邦證交法 Rule 10b-5 提起損害賠償之訴，但其普通法上侵權行為之損害賠償請求權仍在，只是若要求行為人依過失負責，需先證明行為人對其有注意之義務，此部分之責任因屬純粹經濟上損失，故認定甚嚴。

我國並無如同英美法對於過失不實陳述有清楚且詳細之判決發展可尋，因此為過失不實陳述者，是否需負損害賠償責任，並無定論，實務見解不一。

Section 18(a)

一旦我們進入 section 18(a)，證交法 20 條第 1 項及第 2 項間之差異便逐漸浮

³⁶ AUSA Life Insurance Co. v. Ernst & Young, 206 F.3d 202 (2d Cir.2000).

³⁷ James D. Cox, Robert W. Hillman, and Donald C. Langevoort, Securities Regulation: Cases and Materials, Aspen Law & Business, 3rd ed., New York, p. 731, 2001.

³⁸ 554 F.2d 790 (1977).

³⁹ See *id.*, at 793. “In view of the Supreme Court’s analysis in *Hochfelder* of the statutory scheme of implied private remedies and express remedies, the definition of “reckless behavior” should not be a liberal one lest any discernible distinction between “scienter” and “negligence” be obliterated for these purposes. We believe “reckless” in these circumstances comes closer to being a lesser form of intent than merely a greater degree of ordinary negligence. We perceive it to be not just a difference in degree, but also in kind.”

⁴⁰ See Thomas Lee Hazen, *supra* note 14, p. 593. Also see Richard W. Wright, The Actual Practice: Negligence in the Courts: Introduction and Commentary, 77 Chi.-Kent L. Rev. 425 (2002). In the latter, it said (p. 460): “For this reason courts have traditionally cited “awareness of danger” as a factor distinguishing mere negligence from the higher state of culpability commonly known as “recklessness” or “willful and wanton conduct”. Daniel More in his article (*The Boundaries of Negligence*, 4 Theoretical Inq. L. 339, p. 347 (Jan. 2003)) uses the similar expression.

現。美國證交法 section 10(b)及 Rule 10b-5 為一般反詐欺條款。通常情形下，依美國證管會規定必須註冊 (filed) 之簿冊中，其重要事實有虛偽或隱匿，且對股價已有影響，被害人因信賴此種簿冊而為買賣時，自有構成 section 10(b)及 Rule 10b-5 責任之可能，則為何又有 section 18(a)之規定？此乃因早在 1934 年證交法頒布時，section 18(a) 條文中已明文規定民事責任，但 section 10(b)及 Rule 10b-5 之私人訴權是立法之後方由判決發展出來，為一 catch all 的條款，故其併存並不為奇。

美國判決之前對於 section 10(b)、Rule 10b-5 及 section 18(a)究竟可否競合，曾有爭議，但因 section 18(a) 與 section 10(b)及 Rule 10b-5 之要件有相當之差距，故承認競合不致於違反 section 18(a) 所設計之要件，不妨併存之。⁴¹

首先，主觀要件上，section 10(b)及 Rule 10b-5 之原告必須負舉證責任證明被告有 scienter，但 section 18(a)中原告只須證明註冊文件中就重大事實有虛偽或隱匿即可推定被告有故意，除非被告能證明其為善意且不知情，就此，Hochfelder⁴²一案中法官認為 section 18(a)與 scienter 相近，絕非過失 ((T)he legislative history of...section 18 suggests something more than negligence on the part of the defendant is required for recovery)。這點上 Rule 10b-5 較 section 18(a)不利。

其次，在 Rule 10b-5 中只要原告證實了有所謂之不實陳述，其信賴要件即受推定，反之，section 18(a)要求 “eyeball test”，⁴³亦即原告必須真的看見那份文件 (可以是影本)，但一定要有所謂之真正的信賴 (actual reliance)，不能是 constructive reliance (擬制的信賴)。在這方面，則是 section 18(a)較為嚴格。

此外，section 18(a)之消滅時效較短 (事發後三年，或發現後一年)且法院得要求原告提供擔保 (包括律師費在內)，至於 Rule 10b-5 則無擔保之規定，且並無時效規定，法院必須視州法而定。⁴⁴

相比之下，我國證交法 20 條之立法理由中並未交待第 1 項與第 2 項之差異，當時僅簡單的表示刑事責任對被害人之幫助不大，故應賦予其民事求償權。但若非對照美國之規定與解釋，實無法令人得知，究竟為何要將第 1 項與第 2 項分別規定。蓋若發行人申報或公告之財務報告或其他有關業務文件對股價沒有影響，則無重大性 (materiality) 可言，對於投資人亦無影響，自不需民刑事責任規範；但倘若有此影響，勢必屬於有價證券之募集、發行、私募或買賣有虛偽詐欺或其他足致他人誤信之行為，如此一來，第 2 項勢必被第 1 項吸收，又何需單獨規定。顯然，在美國法上，就被告之主觀心態之舉證責任在二者是不同的，當然主觀要件之「強」度亦有差異，第一項應有使人限於錯誤之意圖，而第二項則需主觀上明知為不實即可。因為美國法對此二種規定有不同之內容，故其分別存在自有其理。

⁴¹ Ross v. A.H. Robins Co.,607 F.2d 545 (2d Cir. 1979).

⁴² 425 U.S. 185 (1976), at 211.

⁴³ See Thomas Lee Hazen, *supra* note 14, pp. 662-663, 2002

⁴⁴ Ross v. A.H. Robins Co.,607 F.2d 545 (2d Cir. 1979), at 553.

英國法

英國法對於“reckless”一詞之解釋亦具重要之參考性。首先，以著名之案例 *Derry v. Peek*⁴⁵ 出發。*Derry* 之事實如下：

在英國頒布軌道法 (the Tramways Act 1870) 後，根據一項特別立法，被告之公司 (被告為公司之董事) 得到鋪設軌道之許可。為籌措資金，被告之公司向
外募集資本，於其公開說明書中記載：「本事業有一重要的前景值得投資人
特別關注，即經由國會立法之准許，本公司有權使用蒸汽或其他機械動力 (而
非馬力，horse power)，其結果將使本公司較其他使用馬力運轉者節省相當之
工作支出。⁴⁶」

事實上，法律規定軌道得使用之動力方式，除有特別規定外，以動物之力量 (animal power) 為限；而所謂之特別規定係指得到貿易局 (the Board of Trade) 之許可，使用蒸汽。不料，被告公司之後並未得到貿易局之許可使用蒸汽而被迫解散。現因相信公開說明書而應募之股東以被告詐欺 (deceit) 為由訴請損害賠償。

整個案件之重點是被告在公開說明書中之記載是否構成詐欺之不實陳述 (fraudulent misrepresentation)，如果是，則被告應負損害賠償之責。由於訴因是“deceit”，故需界定何種行為構成 deceit。

判決中表示在 deceit 之訴中，原告需證明確實有詐欺 (fraud) 之存在，而證明詐欺存在之辦法就是證明為不實陳述之人在陳述時知情、不相信其為真實、或者非常漫不經心不在乎是真或假 (Fraud is proved when it is shewn that a false representation has been made knowingly, or without belief in its truth, or recklessly, without caring whether it be true or false.)。因此，該案中將 recklessness 定義為 “without caring whether it is true or false, that is without any reasonable ground for believing it to be true” — **不在乎真假，或者說沒有任何合理之基礎相信其為真實。**

⁴⁷

從上述所引之說明，recklessness 似為未必故意，特別是本案是一有關詐欺之案件，案件本身所要討論的詐欺自屬故意無疑。然而，此判決之背後有些時代背景應予交待。遲至 1964 年之前，⁴⁸ 英國對於過失不實陳述之民事責任並未完全確立，故於 *Derry* 一案，為令董事負責，在解釋 deceit 一詞上，法官難免企圖在知情 (knowingly) 之外，嘗試將所有應課予責任之情形列入，其中之一便是雖不能認為明知，但顯然沒有任何合理基礎相信其陳述具有真實性者應構成詐欺。不過，本判決在引用先前判決時，卻有耐人尋味之不同見解。如判決中引用到 *Weir*

⁴⁵ (1889) 14 App Cas 337.

⁴⁶ *Id.*, at 337-338.

⁴⁷ *Id.*, at 360-361.

⁴⁸ *Hedley Byrne & Co. v. Heller & Partners* [1964] 1A.C. 465.

v. *Bell*⁴⁹一案，該案中法官 Cotton 將 “recklessly” 一詞解為 “negligently” 即凸顯出要確定 reckless 之本質確有困難。⁵⁰

再以 *R v. Page, Holden, Dunning and Bradshaw*⁵¹ 為例進一步說明。本案事實如下：

Page 原為保險代理人，1978 年自行創業成立 “Page and Associates” 專門提供財務諮詢之服務。1980 年 Barber 加入。Barber 原為保險經紀商，在加入後推薦兩個基金為投資標的，即 Chancellor Finance 與 Consolidated Sterling Deposits。不料，於 1983 年 Chancellor Finance 倒閉，而且，由於是 Isle of Man 之公司，故不受英格蘭銀行投資人保護計畫之補償，為了使透過 Page and Associates 投資於 Chancellor Finance 之投資人不受傷害，Page 向 Neil Bradshaw 借了十二萬二千英鎊使那些投資於 Chancellor Finance 之人如同受到英格蘭銀行補償一樣。事實上，Neil Bradshaw 是美國加州 Hughes Flint Corporation 之主要董事，而 Consolidated Sterling Deposits 為 Hughes Flint Corporation 百分之百控股之子公司。West Coast Securities Ltd 為英國公司，但亦屬 Hughes Flint Corporation 百分之百控股之子公司，其執行董事為 Dunning，協助 Dunning 的是 Carl Bradshaw (Neil Bradshaw 之子)。由於 Page 向 Neil Bradshaw 借錢，故 Neil Bradshaw 要求其向英國之投資人推薦 Consolidated Sterling Deposits 為投資標的。1986 年時，Holden 與 Page and Associates 合作，1988 年 Holden 的事務所併購了 Page and Associates，從此二人成為合夥人。在向投資人推銷 Consolidated Sterling Deposits 時，寄送之手冊中記載 Consolidated Sterling Deposits 為有擔保之基金 (funds placed with Consolidated Sterling Deposits are secured and guaranteed to the full amount designated overleaf, against mortgages on UK properties)。於是投資人 Doreen、Richard 與 Linda 分別在 1988 年 11 月、1989 年 5 月與 1989 年 9 月買進。後來，Consolidated Sterling Deposits 失敗，投資人才發現所謂擔保根本不存在，換言之，手冊中有不實記載，現在依金融服務法 (the Financial Services Act 1986)，s. 47(b) 提起公訴。

英國金融服務法於 2000 年變更為金融服務暨市場法 (the Financial Services and Markets Act 2000)，之前的金融服務法有關不實陳述之條文規定「任何人 recklessly (dishonestly or otherwise) 做出任何誤導、不實或欺騙之陳述、承諾或預測，如果是以誘使他人 (或者，對於他人是否會因此受到誘使採取 recklessly 之

⁴⁹ (1877-78) LR 3 Ex. D. 238, at 242.

⁵⁰ 以 *ISAAC Oren and Another v. Red Box Toy Factory Limited and Others* ([1999] F.S.R. 785) 比較觀之，雖然詐欺不實陳述可以包括不在乎事實真偽之情形，但於其他案件，如破壞他人契約，其主觀要件同樣是 “knowingly”，但卻以有 “actual intent” 為限，而不包括雖了解他人契約存在之事實，但對於自己之行為是否會因此使人違約一點上毫不在乎之情形。由此可見，所謂故意，於不同情形中仍會有所區別。

⁵¹ [1996] Crim. L.R. 821.

態度) 為或不為任何投資協定，行使或不行使任何權利，將受刑事處罰」。⁵²

本案中重要之爭點即在於被告之行為是否構成 *recklessness*。原審法官指出檢方必須證明系爭陳述為一輕率之陳述，無事實之基礎且不在乎其真偽 (...that the statement in question was a rash statement made by the defendant with no real basis of fact to support it and not caring whether it was false.)。就此描述似與 *Derry* 一案相同，也與其他判決相似。⁵³ 被告在記載此一擔保條款前，曾不斷與 *West Coast Securities Ltd* 之律師 (*Allan*) 連絡，希望確認擔保之存在與數額。*Allan* 雖於信件中表明具備一定數額之擔保，但同時也一再強調他並不了解擔保品之內容、所在地及估價之標準。被告等人都是長期從事此行業之人，很難想像對於擔保品之存在會毫無憂慮，是以確實符合 *recklessness* 之要件。

值得注意的是，法院最後論及被告等人之刑責時卻出現這樣的內容：「被告應盡一定之注意義務，但卻沒有。被告希望擔保是存在的，卻幾乎沒有任何證據支持...被告具備善良之人格...所以本案被告絕非詐欺，雖然他們應受刑責。⁵⁴」如果如同 *Derry* 所指 *recklessness* 是 *fraud* 的一種態樣，則上段陳述顯然有所出入；又以其強調應盡一定之注意，及從未希望該陳述為假 (即若陳述為假，當不合其本意)，*recklessness* 在本案中似與 *Derry* 有所區別。

學者亦有一方面將 *recklessness* 列為詐欺之一種態樣，但又表示若行為人於陳述時誠實的相信其陳述為真，則不論多不小心，也不會構成詐欺，⁵⁵ 是以，*recklessness* 與過失間仍有差距。

綜上所述，*recklessness* 在觀念上似乎是介於故意與過失之間一種具有高度非難性的心理狀況，而無法完全與我國所稱之未必故意或重大過失劃上等號。

不論如何，英美法之所以對於不實陳述之主觀構成要件限縮在故意 (或者包

⁵² s. 47(1)(b) provides: “Any person who recklessly makes (dishonestly or otherwise) a statement, promise or forecast which is misleading, false or deceptive, is guilty of an offence if he makes the statement, promise or forecast or conceals the facts for the purpose of inducing, or is reckless as to whether it may induce, another person (whether or not the person to whom the statement, promise or forecast is made or from whom the facts are concealed) to enter or offer to enter into, or to refrain from entering or offering to enter into, an investment agreement or to exercise, or refrain from exercising, any rights conferred by an investment.”

⁵³ *Cf.*, *Horrocks v. Lowe* [1975] A.C. 135, at 145; *Commissioner of Police of the Metropolis v. Caldwell* [1982] A.C. 341. “As to the definition of recklessness a man is reckless when he carries out a deliberate act knowing that there is some risk of damage resulting from it.”, at 345.

⁵⁴ “The offences of which Page and Holden were convicted were serious. Those in a position to induce members of the public to invest must *exercise proper care* when making statements as to security which is in place, and these appellants did not do so. They made statements which were rash. They *hoped* that CSD funds were safe, but had very little evidence that in fact there were, and some reason to suspect that they were not...even though each appellant *was of good character*...But it does have to be remembered that *neither* appellant was convicted of *fraud*, and there was no evidence that either of them was seeking to milk innocent investors...” (emphases added) *R. v. Page, Holden, Dunning and Bradshaw* [1996] Crim. L.R. 821 (transcript: Smith Bernal).

⁵⁵ See B.S. Markesinis and S.F. Deakin, *Tort Law*, Clarendon Press, 3rd ed., Oxford, p. 374, 1994; also see Margaret Brazier and John Murphy, *Street on Torts*, Butterworths, 10th ed., Oxford, pp. 119-121 1999.

括重大過失，此點並未完全明確)，主因在於，其造成之損害為純粹經濟上損失。吾人皆知，純粹經濟上損失的特色是，行為人在行為時或可預見損害之種類 (type)，但幾乎無法預見損害賠償之可能金額。原因在於行為人無法確定，當不特定多數人皆可利用此資訊做出決定時，有多少人會利用、會做出何種交易及交易金額多寡，當然就無法預見最後可能之損害範圍，從而可能是天價損害。此時，是否要追究過失責任便有開放水閘門 (floodgate) 之政策考量，因此，英美法向來嚴謹對待，簡言之，除非能建立起行為人有注意義務，否則注意義務無法產生，當無注意義務時，就不會有過失可言。但不可否認，證交法第 20 條之 1 的增訂，已使我國對不實陳述之責任由故意擴展至過失、推定過失及無過失，使責任主體之責任大幅加重。

表一 (自製)

	20 條第 1 項	20 條第 2 項	增訂 20 條之 1 後之 20 條第 2 項	20 條之 1
美國法	s. 10(b) Rule 10b-5	s. 18(a)	無	無
主觀要件	美國法要求 Scienter (故意)，但重大過失有爭議。我國判決不一。	美國法是凡行為人知情，推定故意。我國法判決不一。	配合 20 條之 1 的規定	無過失、推定過失、抽象輕過失及故意皆在內
交易因果關係	美國可採擬制因果關係。我國實務上有採用美國法，亦有依民訴 277 條。	美國採眼見原則。	配合 20 條之 1 的規定	我國實務上有採用美國法，亦有依民訴 277 條。
損害因果關係	美國法需證明預見說	美國法需證明預見說	美國法無	美國法無
損害賠償範圍	美國法採真實價格與交易價格之差距 (淨損差額法) 英國視故意或過失而予以區別	美國法採真實價格與交易價格之差距 (淨損差額法) 英國視故意或過失而予以區別	美國法無	美國法無

貳、 111 年度台上字第 21 號請求損害賠償事件法律爭點之意見

最高法院就本案提出四個法律爭點，其中第一點與第四點，本意見書不另外表達詳細意見，僅約略說明如下。主要內容是我國證交法之用語，英美法則以 materiality 表達。例如美國聯邦證交法 s. 18(a): “.....which it was made false or misleading with respect to any *material* fact.....”；聯邦證券法 s. 11(a): “In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a *material* fact or omitted to state a *material* fact required to be stated therein.....”；Rule 10b-5(2): “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” 皆以 material，也就是「重大的」做為表達方式。英國 the Financial Services Act 2012, s. 89 (1)(a): “makes a statement which P knows to be false or misleading in a material respect” 亦同。因此，主要內容本質上便是指具有重大性的內容。至於第四點，發行人之範圍，從本意見書第壹部份所述，凡與募集、發行及買賣有價證券有關之人本即在內，故茲此不贅。

一、 有關法律爭點二：「投資人就財報不實與其交易及損害之因果關係，應負如何之證明責任？證券交易法第 20 條第 3 項與修正前第 20 條之 1 是否為獨立損害賠償類型而不同於民法上侵權行為責任？是否因此不同於民法侵權行為之舉證責任分配？倘若於不實財報公告前買進公開發行公司股票，或未閱讀不實財報而買進該公司股票之投資人，繼續持有至不實消息揭露公司股價下跌而受有損失者，其舉證責任有無不同？

1. 依據上表一，證交法第 20 條第 3 項 (違反第 1 項之民事責任) 係仿美國聯邦證交法 s. 10(b) 及 Rule 10b-5 之立法例，而 s. 10(b) 及 Rule 10b-5 本質上為侵權行為，是以，我國之規定可為相同之定性。至於修正前第 20 條之 1 是我國自行將證交法第 20 條第 2 項予以擴充，使其責任包含無過失、推定過失及一般過失，與美國法並不相同，然而，從立法者有意強化投資人保護之觀點，應未意識到其定性上應否與第 20 條第 1 項有所區別，因此，從立法及修正之脈絡觀之，基本上應該採侵權行為說較為妥適。
2. 雖然美國法將 s. 10(b) 及 Rule 10b-5 定性為侵權行為，但應特別注意者，由於證券詐欺之特色，不實陳述所導致之損害，其受害人數眾多、損害金額龐大，而這些受害人之所以受害，其原因事實同一，故以團體訴訟 (class action) 進行求償為現實上最常見的方式。既然以團體訴訟為之，則若要求所有原告仍應逐一個別證明其交易因果關係，將使團體訴訟之經濟效應大打折扣，也因此 Basic Inc. v. Levinson 一案中，美國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)。⁵⁶ 「詐欺市場理論」乃由效率資本市場假說 (the Efficient Capital Market Hypothesis) 出發，在效率市場下，股價會充分反應所有現實可得之資訊 (半強勢市場)，因此即使投資人並未閱讀相關之公開資料，倘若市場是有效率的，投資人得以信賴市場之股價為由證明其間接信賴了公開之資訊。換言之，投資人因信賴股價已充分反應所有可得之資訊 — 不論是正確或虛偽的，等於投資人已閱讀了公開資訊而信賴之；以信賴市場價格取代實際閱讀相關消息所生之信賴。另一方面，行為人可以反證效率市場不存在，而不採此擬制因果關係。因此，原告於不實陳述發生後買進有價證券，無論其有無閱讀，在擬制因果關係下，不影響其因果關係之建立。

3. 茲有疑義者為第 20 條之 1 之持有人，其交易因果關係應如何證明之問題。美國聯邦證交法不實陳述所保護者並不及於持有人，也就是非因不實陳述而買進有價證券之人不在保護範圍之內，然而我國證交法第 20 條之 1 卻為相反之規定。無論如何，現行法下持有人確實具有損害賠償請求權，故仍應解決其因果關係證明之問題。本條文中持有人之所以受有損害，原因在於，其本欲出售，卻因不實資訊陷於錯誤，從而決定繼續持有。此種不作為最大之困難在於，如何證明持有人係因不實資訊而未為交易？擬制交易因果關係 (詐欺市場理論) 在原告確實買進下，運用極為容易：由於市場價格反應了所有公開之資訊，因為信賴價格 (等於信賴不實陳述)，所以為此交易。不作為中，固然亦可以運用此一擬制因果關係做為說明，亦即：由於市場價格反應了所有公開之資訊，持有人因為信賴價格 (等於信賴不實陳述)，所以不為交易。但是，持有人畢竟沒有交易，此一心理歷程的變化，無法如同為交易之人一樣，藉由交易之外觀得到驗證。準此，持有人交易因果關係之舉證無法單純經由詐欺市場理論而得到滿足，必須更進一步證明 “but for”，也就是如果不是因為此一訊息，持有人就出售持股了。所以要滿足舉證責任，持有人除了仰賴詐欺市場理論外，更需進一步證明其曾意為交易，卻因不實陳述而取消或未為任何行動。很顯然的，若從未採取任何行動，應無法滿足舉證要求。當然，論者亦可以從極寬放之觀點論述：持有人就是因為一直相信市場價格，從買進之日起便一直如此，所以當然不會出售，此為事理之當然，是以，依詐欺市場理論便足以滿足交易因果關係。倘若有人採此論點，其本質上與不實陳述所生責任之發展脈絡將有極大之差距。然不能否認，此亦屬法律政策之選擇，是否要如此寬放的解釋，端視政

⁵⁶ *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988). 案件事實為公司以前的股東控告公司之董事及部分職員，理由是這些人詐欺的否認公司當時正在進行合併談判，股東因此將其持股出售，之後公司方始宣布合併，但已出售之股東已遭受損失。有關 「詐欺市場理論」，請參閱 Daniel R. Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 *The Business Lawyer*, 1-20 (1982); Bradford Cornell and R. Gregory Morgan, *Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases*, 37 *U.C.L.A. L. Rev.* 883-924 (1990).

策選擇上是否要如此偏好持有人。雖然證交法第 20 條之 1 所採之立法政策凸顯出我國確實可以採取比美國更廣的保護範圍，但就持有人因果關係之解釋，本人並不偏向如此寬鬆之解釋。

4. 由此可見，雖然證交法第 20 條第 3 項及修正前第 20 條之 1 可以被定性為侵權行為，但其與傳統侵權行為仍有出入。基於證券市場之特色及此類證券訴訟之所需，在構成要件之證明上必須偏離傳統侵權行為之舉證方式，方能滿足證券法規之立法意旨。所以，若說證交法第 20 條第 3 項及修正前第 20 條之 1 為特殊侵權行為亦不為過。倘若一直無法掙脫傳統侵權行為之束縛，為達證券規範之目的，從美國法的發展觀之，將上述規定定性為獨立類型的責任亦無不可。⁵⁷
5. 至於損害因果關係之證明，將併同損害賠償之計算於爭點三一併回答。

二、 有關法律爭點三：「投資人因該不實財報受影響，因此造成之交易損失應如何計算？在我國損害賠償受害人須證明損害與不法行為間有因果關係之架構下，『毛損益法』或『淨損差額法』何者較符合我國損害賠償理論？關於美國 1934 年證券交易法第 21D 條第 5 項 (§21D(e))，以不實情事揭露後 90 個營業日該證券平均收盤價格之規定，可否以法理適用於我國？或類推適用證券交易法第 157 條之 1 規定，以消息公開後 10 個營業日收盤平均價格，為『擬制真實價格』？」：

1. 證券詐欺除應證明交易因果關係外，就損害賠償範圍之認定，本質上與損害因果關係密切相關，投資人負有舉證責任，無法採用擬制因果關係。依美國 the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (PSLRA, 1995 年私人證券訴訟改革法) 之規定 (15 U.S.C. §78u-4(b)(4)，證交法 s. 21D(b)(4))，原告必須證明被告之行為或隱匿導致其遭受損害。因此，依美國法之規定，原告就證券詐欺之損害因果關係負有舉證責任。
2. 就損害因果關係與損害範圍之證明，其順序上通常係先證明被告之行為與原告之損害間有因果關係，而後原告再證明其所受損害之範圍；但是，原告在證明其損害範圍時，本質上也在證明被告之行為導致其受有損害。因此，損害因果關係與損害範圍之證明，本質上實屬一事。但是操作上確實可以將其分開，也就是先確定不法行為與損害間有因果關係，之後才具體證明損害範圍究竟有多大。即使在團體訴訟下，每位投資人買賣價格不同、買賣數量不同，因此，其所遭受之損害金額自然不同。準此，由原告證明損害因果關係及損害金額並無不妥。
3. 原告既負證明損害因果關係之責，則原告應如何舉證方可滿足？美國法從侵權行為之法則出發，認為原告需證明損害的種類 (type) 為行為人於

⁵⁷ S.10(b) 與普通法上就詐欺及不實陳述之侵權相似，但非完全相同。See Marc I. Steinberg, et. al., Securities Litigation: Law, Policy, and Practice, 2nd ed., p. 307, 2021.

行為時可以合理預見 (reasonably foreseeable) 為必要。⁵⁸ 以不實陳述之證券詐欺為例，行為人為不實陳述時，對於因不實陳述所導致之價格虛增 (inflated)，或者虛增之後，繼續以不實陳述使虛增之價格得以維持 (the Maintenance Theory)，⁵⁹ 其後價格因「更正揭露」(corrective disclosure) 而下跌所可能導致之損害，只要原告證明此種價格損失的純粹經濟上損害 (此一類) 為行為人行為時可以合理預見為已足。是否可以合理預見此種純粹經濟上損失，原告證明之主要方式為「更正揭露」出現後，市場價格發生變動，依此反證此種損害在行為人行為時可得預見，此一證明方式可行且合理。雖然美國在 *Dura Pharmaceuticals, Inc v. Broudo*⁶⁰ 一案中，聯邦最高法院認為原告必須證明不法行為是損害發生的「近因」(proximate causation)(然在該案之前，各巡迴法院間見解不一⁶¹)，不過，對我國而言，如何滿足損害因果關係之證明還是由司法機關判定，也就是原告倘能證明價格下跌與更正揭露有關，從而依經驗法則，此種損害為被告於行為時可得預見 (或依我國觀念，具有相當因果關係)，從而滿足損害因果關係之證明，仍應由司法機關決定。

4. 損害賠償之範圍依美國實務之主流見解，係指真實價格與買進價格的差距 (inflation)。以不實陳述為例，不實陳述若具有重大性 (materiality)，則會發生價格於不實陳述後虛增之結果 (inflated price)；另一方面，實務上，不實陳述經常會持續一段時間，可能橫跨多次財務報表及財務業務文件之公告申報，因此，其後之不實陳述發生使價格得以維持在虛增之價位。真實的價格 (real value, real price) 在這段不實陳述發生及持續之時間內被虛增之價格替代，因此，要如何找尋真實價格並非易事。侵權行為規範之本旨是讓不法行為人為自己的行為負責，所謂為自己之行為負責，就是不法行為人與被害人之損害間具有法律上的因果關係，依美國法之說法，就是不法行為人之行為是造成被害人損害的 proximate causation。然而，證券價格不僅受到不實陳述之影響，也受到其他各種因素之左右，包括產業、整體經濟、國際局勢等不一而足。因此，所謂「淨損差額法」便是指排除所有與不實陳述無關之因素後所找到之真實價格，並以之與買進價格相減以得出其間的差距，進而計算損害。而所謂「毛損益法」便是直接將最後賣出之價格 (若未賣出，則決定某一時點，並以該時點之價格) 與買進價格相減，並以此為原告之損害。毛損益法的做法將使原告回到如同從未買進有價證券一般，但另一方面，也等於將與不實陳述無關之變動皆歸行為人負擔。

5. 美國法採淨損差額法，因此如何得出真實價格便是重要的待證事項。這

⁵⁸ Meiring de Villiers, Rule 10b-5 Meets Wagon Mound: A New Perspective on Loss Causation, 23 Minn. J.L. Sci. & Tech. 447, 458 (2022).

⁵⁹ Matthew L. Mustokoff & Margaret E. Mazzeo, Loss Causation on Trial in Rule 10b-5 Litigation: A Decade After Dura, 70 Rutgers U. L. Rev. 175, 179-196 (2017).

⁶⁰ 544 U.S. 336 (2005)

⁶¹ Meiring de Villiers, *supra* note 58, p. 453.

其中涉及許多複雜的分析及理論，但簡單的說，幾件較常發生爭議之事項及法院見解大致於下。首先，「更正揭露」的時點可能是零星散布的，也就是在真正的資訊「正式」公諸於眾之前，有可能已經有消息慢慢洩露，此即“leakage theory”(洩露理論)。⁶² 美國法院承認此一理論，因此，在證明真實價格時，會將「正式」「更正揭露」前之一段時日的價格也列入考量，至於如何計算，原被告雙方都會提出專家報告。⁶³

6. 其次，因為不實陳述往往持續一段時間，甚至可能達數年之久，這其間或許已有多次不實陳述。原告有無必要證明每次不實陳述對證券價格帶來多少影響？美國法院不認為原告之舉證責任必須負擔至這種程度，⁶⁴ 簡言之，原告不需要去切分每一次不實陳述的期間，也不需要去證明該段時間的損害因果關係。
7. 再者，專家多半以「更正揭露」後的價格做為基礎，再將該段期間與「更正揭露」無關之事項予以排除後計算出真實價格 (the disaggregation of non-fraud,take out that were not related to the concealed...),⁶⁵ 除非發生上述之洩露情事而有必要往前推算。這也是原被告雙方經常爭執的重點之一。實務上，專家會觀察這段期間，該公司有無其他與詐欺無關之資訊、產業面及經濟面等有無其他因素造成價格的波動，最後得出可能的真實價格。
8. 因此，美國法的鑑價專家確實仰賴在「正式」「更正揭露」後之交易日價格做為計算的依據，但究竟應該涵蓋多少天數，並非特定，此與個股證券價格之變動有關。
9. 另一方面，淨損差額法是否為絕對而毫無彈性的損害計算法則？其實與因果關係之判斷有極大之關連。茲以英國為例加以說明。英國在因果關係上區分契約與侵權而採行不同之因果關係理論。於契約採預見說；於侵權則視故意或過失而有不同，故意侵權行為採直接因果關係說，但過失侵權行為則採預見說。英國法下，直接因果關係說之賠償範圍較預見說為廣，亦即不論被告於行為時是否可得預見，但凡損害是「直接」因不法行為所產生，皆在賠償範圍之內。知名案件 *Doyle v. Olby Ltd.*⁶⁶ 表示：“The defendant is bound to make reparation for all the actual damages *directly flowing* from the fraudulent inducement. The person who has been defrauded is entitled to say; ‘I would not have entered into this bargain at all but for your representation. Owing to your fraud, I have not only lost all the money I paid you, but, what is more, I have been put to a large amount of extra expense as

⁶² Matthew L. Mustokoff & Margaret E. Mazzeo, *supra* note 59, pp. 209-217 (2017).

⁶³ 事件研究法 (Event Study) 常見於專家報告中，相關說明請參 Robert N. Rapp, Plausible Clause: Exploring the Limits of Loss Causation in Pleading and Proving Market Fraud Claims under Securities Exchange Act Sec. 10(b) and SEC Rule 10b-5, 41 Ohio N.U. L. Rev. 389, 450-466 (2015).

⁶⁴ Matthew L. Mustokoff & Margaret E. Mazzeo, *supra* note 59, pp. 180, 185.

⁶⁵ *Id.*, p. 202.

⁶⁶ [1969] 2 Q.B. 158.

well and suffered this or that extra damages.”，也因此，極有可能包括與不實陳述無關之因素所造成之損害也在賠償範圍內。Smith New Court Ltd. v. Scrimgeour Vickers (Asset Management) Ltd. and another 一案也充份顯示此一特點。被告 A 公司之職員詐騙（行為一）原告購買 B 公司之股份，然在該詐欺行為之前，B 公司之股價早已因另一人之詐欺行為（行為二）而有虛增。行為二很晚才被揭露，揭露後 B 公司股價下跌，而原告於更晚之時間始知被告 A 之職員的行為係屬詐欺，因此訴請 A 公司賠償其所受之損害。本案主要問題在於被告是否要為行為二所生之損害負責。該案判決中，法官論述侵權行為規範之本質，其中包含嚇阻侵權行為，因此，詐欺與過失，雖同屬侵權行為之主觀態樣，但就損害賠償政策上是否應有不同，法院則持肯定見解。凡能證明損害係「直接」源自於不法行為，則該損害應歸被告負擔。⁶⁷ 換言之，與行為人無關之第三人的行為所造成之損害，若被認定為與不法行為具有直接因果關係，則被告應負賠償之責。由英國法之判決可以得知，在故意侵權行為下，透過因果關係之判定，毛損益法確實可能成為計算損害範圍之方式。

10. 不過，在此仍應強調，英國法對於過失不實陳述之責任成立十分困難，如本意見書第壹部份所言，英美法對於純粹經濟上損失，在法律政策上採高度限縮，是以我國證交法第 20 條之 1 無法在英國或美國找到相應之規定。英國對於過失不實陳述頂多循著普通法之規定，當原告所主張之事實足以使被告對其負有注意義務時，才有注意義務是否違反從而有無責任之問題。
11. 在此補充一點，美國雖以淨損差額法為主流見解，但也偶有法院允許原告採用 rescissory damages 以取代 out-of-pocket method。也就是使原告回到未曾交易之狀態，此即與毛損法之結果相同。⁶⁸
12. 綜上所言，以侵權行為及證券交易之本質觀之，淨損差額法較符合使被告為其行為負責之本質。但也因為證券價格易受其他因素之影響，則因其他因素所導致之損失，其風險應歸何人承擔將涉及法律政策之選擇。美國採預見說，原則上行為後其他因素所導致之價格變動，皆應予以排除。惟英國法提供之另一思維是，如果行為人之行為惡性重大，例如詐欺，此時，法律政策上透過擴大因果關係之認定，將嗣後風險歸被告負擔以生嚇阻詐欺行為之效。證交法第 20 條之 1 橫跨之主觀態樣從故意到無過失皆有，有無可能區分故意或過失而為不同之損害計算實在值得深思。⁶⁹
13. 我國採相當因果關係說，惟不論何種理論，因果關係論其本質實含有重大法律政策的選擇在內。也因此，淨損差額法雖符合證券交易之特質，

⁶⁷ [1996] 4 All E.R. 769. 曾宛如，證券交易法原理，2020 年 1 月 7 版，頁 233-237。

⁶⁸ Marc I. Steinberg, et. al., *supra* note 57, p. 313.

⁶⁹ The Ontario Securities Act (安大略證券法) 對於被告知情之情形下，對於損害賠償金額不設上限，也是以主觀要件做為區別損害賠償範圍之立法類型。See *id.*

但倘若行為惡性重大，法律政策上將嗣後之風險分配予被告，亦有其理。由此可知，以淨損差額法為主，某些特殊個案採毛損益法也是可行之道。

14. 有關美國證交法 s. 21D(e)之 90 日營業日或我國證交法第 157 條之 1 的 10 個營業日何者較為合適之問題，以及美國法可否依法理適用一事，以個股狀況皆有不同之情形下，兩者皆不合適成為唯一之計算依據。美國法計算真實價格的方法，如同詐欺市場理論，可依法理援用之。但應注意者，美國更正揭露後的價格，以及若存有洩露理論所指之情事，將更正揭露前之交易價格一併納入考量，這些價格是計算真實價格的依據，但並非直接以其為真實價格。原因無他，美國採淨損差額法，因此，與不實陳述無關之事件應從價格變動中移除，以得出因不實陳述所導致之真實價格與買進價格的差距。⁷⁰
15. 美國證交法 s. 21D(e)意在設定責任上限，而非計算個案之損害賠償。⁷¹此外，真實資訊揭露後的時間越久，與不實陳述無關而可能影響股價之因素就越多，因此，理論上要從 90 日中找到真實價格，難度更高。至於第 157 條之 1 的 10 日雖有迅速確定之效，但也可能市場仍未能完全消化資訊。
16. 以美國法之運作而言，真實價格絕非數學上單一計算的數字，其法院也一再重申，不可能找到完全精準的數字。我國若採一段固定營業日，再以該些營業日之收盤平均價計算顯然將導致：(1) 無法排除與不實陳述無關之因素；(2) 忽略了洩露理論，從而過度簡化真實價格。基於找到真實價格的重要性，不應採取僵硬的操作，而應尋求專業人士計算合理可得之真實價格，方屬上策。區間的平均價格只能供法院參考，以利判定真實價格而已。

⁷⁰ 此即所謂 out-of-market method。See Richard A. Booth, OOPs! The Inherent Ambiguity of Out-of-Pocket Damages in Securities Fraud Class Actions, p. 4, Law Working Paper N° 508/2020 (March 2020). Available at: <file:///C:/Users/wrtse/Downloads/SSRN-id3558216.pdf> (最後瀏覽日：2022/10/22).

⁷¹ See Allen Ferrell and Atanu Saha, The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Causes of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 63 Bus. Law. 163, 175 (2007).

曾宛如

【學歷】

英國倫敦大學法學博士
美國哈佛大學法學碩士
國立臺灣大學法學碩士
國立臺灣大學法學士

【現職】

國立臺灣大學法律學院特聘教授
公司治理專業人員協會理事
國際婦女法學會中華民國分會理事
經濟部廉政會報外聘委員
考選部律師審議委員會委員
台灣金融服務業聯合總會境外結構型商品審查委員

【經歷】

國立臺灣大學法律學院院長、法律學系系主任
國立臺灣大學法律學院副院長、科法所所長
漢堡大學交換教授
海德堡大學交換教授
國際婦女法學會中華民國分會 (FIDA) 理事長
台灣證券交易所公益董事
上市審議委員會委員
財團法人金融消費評議中心委員
金管會訴願審議會委員
金管會會計師懲戒覆審委員會委員
美國哥倫比亞大學法學院愛德華訪問學人
律師高考及格
司法官特考及格

著作目錄

期刊論文

1. 經營權爭奪之亂象 — 以獨立董事召開股東會及透過公開收購替換董事為例，
月旦法學雜誌，第 329 期，頁 77-96，2022 年 10 月。

2. 股東會定足數規定所形成之僵局——最高法院 110 年度台抗字第 1276 號民事裁定及 104 年度台上字第 2414 號民事判決，裁判時報，第 123 期，頁 34-44，2022 年 9 月。
3. 家族企業之傳承與併購防禦，月旦法學雜誌，325 期，2022 年 6 月，18-31 頁。
4. 股東會決議之多數決與權利濫用之判準 —— 最高法院 108 年度台上字第 1234 號民事判決，月旦實務選評，第 1 卷第 2 期，2021 年 8 月。
5. 商業事件之審理與裁判之改善——對商業事件審理法之期待，月旦法學雜誌，第 310 期，2021 年 3 月，頁 28-49。
6. 論股東表決權拘束契約之界限，月旦裁判時報，第 101 期，2020 年 11 月，頁 59-70。
7. 公司法制之重塑與挑戰，月旦法學雜誌，300 期，2020 年 5 月，頁 132-141。
8. 台湾に於ける取締役候補指名制度（賴奕成譯），早稻田大学法務研究論叢，3 号，2018 年 8 月。
9. 公司內部意思形成之欠缺或瑕疵對公司外部行為效力之影響：兼論董事（長）與經理人之代表權與代理權，台大法學論叢 (TSSCI)，第 47 卷第 2 期，2018 年 6 月，頁 707-759。
10. 強化公司治理（與方嘉麟合著），月旦法學雜誌，第 275 期，2018 年 4 月，頁 22-35。
11. 從區塊鏈融資論眾募規範趨勢（與臧正運、方嘉麟合著，為第二作者），月旦法學雜誌，第 273 期，2018 年 2 月，頁 72-105。
12. 論董事候選人提名制，月旦法學教室，第 180 期，2017 年 10 月，頁 41-52。
13. 公司治理法制之改造，月旦法學雜誌，第 268 期，2017 年 9 月，頁 5-17。
14. 內線交易重大消息明確時點之認定：綠點案之啟示，月旦法學教室，第 165 期，2016 年 7 月，頁 57-62。
15. 員工酬勞之新制——公司法第 235 條之 1 之解析，月旦法學教室，第 159 期，2016 年 1 月。
16. 公司參加代位訴訟與表決權迴避行使之適用：兼論股東會與董事會權限劃分——最高法院一〇三年度台上第二七一九號民事判決與臺灣高等法院高雄分院一〇二年度抗字第二三七號民事裁定之評析，月旦裁判時報，第 39 期，2015 年 9 月。
17. 低面額股與無面額股對台灣公司資本制度之衝擊與影響，月旦法學，第 236 期，2015 年 1 月。
18. 半套公司治理移植經驗 —— 以審計委員會與特別委員會為例，月旦民商法雜誌，第 43 期，2014 年 3 月。
19. 母公司與子公司間之債務清償問題——評臺灣高等法院 98 年度重上字第 683 號判決/兼評最高法院 101 年度台上字第 1454 號判決，月旦裁判時報，第 22 期，2013 年 8 月，頁 59-68。
20. 影子董事與關係企業 —— 多數股東權行使界限之另一面向，政大法學評論

(TSSCI)，第 132 期，2013 年 6 月。

21. 證券交易法之現狀與未來 — 期許建構體例完善的證券法規，月旦法學雜誌，第 219 期，2013 年 8 月。
22. 備受挑戰的公司治理 — 從金鼎證到中石化：評台北地方法院 101 年度訴字第 1914 號判決，兼評最高法院 98 年度台抗字第 877 號裁定，。
23. 我們需要臨時管理人！？— 評臺灣高等法院一〇一年度非抗字第七十二號裁定，月旦裁判時報，第 20 期，2013 年 4 月，頁 44-55。
24. 新修正公司法評析 — 董事「認定」之重大變革（事實上董事及影子董事）暨董事忠實義務之具體化，月旦法學雜誌，第 204 期，2012 年 5 月，頁 129-141。
25. 董事會與經理人是否真為公司之業務執行機關及業務執行之輔助機關？從台灣高等法院台中分院九十九年度重上字第一七四號判決及九十九年度重上字第一六四號判決所凸顯之亂象論起，月旦法學雜誌，第 199 期，2011 年 12 月，頁 166-183。
26. 台灣法律發展回顧 — 公司與證券交易法，台大法學論叢 (TSSCI)(內審稿)，第 40 卷特刊，2011 年 10 月，頁 1877-1906。
27. 違法發行新股之效力：自董事會決議瑕疵論之，月旦裁判時報，第 9 期，2011 年 6 月，頁 76-84。
28. 多數股東權行使之界限：以多數股東於股東會行使表決權為觀察，月旦民商法雜誌，第 31 期，2011 年 3 月，頁 23-38。
29. 認許與法人權利能力之關係：最高院九九台上一三六七，台灣法學，第 165 期，2010 年 12 月，頁 191-195。
30. 董事忠實義務於台灣實務上之實踐 — 相關判決之觀察，月旦民商法雜誌，第 29 期，2010 年 9 月，頁 145-156。
31. 我國代位訴訟之實際功能與未來發展：思考上的盲點，台灣法學，第 159 期，2010 年 9 月，頁 27-33。
32. 股東會與公司治理，台大法學論叢 (TSSCI)，第 39 卷第 2 期，2010 年 9 月，頁 109-166。
33. 造具財務報表之規定是否為「保護他人之法律」— 簡評 98 年度台上字第 1333 號判決，台灣法學雜誌，第 155 期，2010 年 7 月，頁 161-164。
34. 新修正證券交易法 — 資訊揭露、公司治理與內線交易之改革，台灣法學雜誌，第 155 期，2010 年 7 月，頁 22-30。
35. 台灣法律發展回顧 — 公司與證券交易法，台大法學論叢 (TSSCI)(內審稿)，第 39 卷第 2 期，2010 年 6 月，頁 143-164。
36. 我國公司法待決之問題 — 以公司法制基礎理論為核心，月旦法學雜誌，第 181 期，2010 年 6 月，頁 50-62。
37. 公司法最低資本額之變革 — 論有限公司與股份有限公司最低實收資本額規定之廢除，月旦法學雜誌，第 171 期，2009 年 8 月，頁 131-137。

38. 金融海嘯下金融監理之反思，月旦法學雜誌，第 168 期，2009 年 5 月，頁 81-92。
39. 建構我國內線交易之規範—從禁止內線交易之所欲保護之法益切入，台大法學論叢 (TSSCI)，第 38 卷第 1 期，2009 年 3 月，頁 253-311。
40. The Sale of All or a Substantial Part of the Business or Assets—in Conjunction with the Analysis of the Theory of Parity, National Taiwan University Law Review, 4(1), 2009.03.
41. 董事會決議瑕疵之效力及其與股東會決議效果之連動 — 兼評 97 年度台上字第 925 號判決，台灣法學雜誌，第 120 期，2009 年 1 月，頁 189-192。
42. 少數股東之保護與公司法第二十三條第二項 — 兼評台南高分院 87 年度重上更一字第 22 號判決及 96 年度台上字第 186 號判決，月旦法學雜誌，第 159 期，2008 年 8 月，頁 264-273。
43. 操縱市場之禁止，台灣法學雜誌，第 108 期，2008 年 7 月，頁 300-306。
44. 論董事與監察人對公司債權人之責任 — 以公司面臨財務困難為核心，台大法學論叢 (TSSCI)，第 37 卷第 1 期，2008 年 3 月，頁 79-163。
45. 公司發起人之認定與責任，台灣法學雜誌，第 103 期，2008 年 2 月，頁 262-266。
46. 公司經理人之功能與權限，台大法學論叢 (TSSCI)，第 36 卷第 4 期，2007 年 12 月，頁 123-155。
47. 內線交易之行為主體，台灣法學雜誌，第 98 期，2007 年 9 月，頁 292-298。
48. 從亞太固網檢視公開發行法制規範，月旦法學雜誌，第 146 期，2007 年 7 月，頁 171-184。
49. 從英國金融服務暨市場法論金融服務之整合 — 以律師所受規範為例，政大法學評論 (TSSCI)，第 96 期，2007 年 4 月，頁 99-145。
50. 有價證券準據法之探討 — 以票據與股票為例，月旦民商法雜誌，第 15 期，2007 年 3 月，頁 98-111。
51. 有限責任與債權人保護，台大法學論叢 (TSSCI)，第 35 卷第 5 期，2006 年 9 月，頁 103-162。
52. 卡債與銀行經營，月旦法學雜誌，第 134 期，2006 年 7 月，頁 94-101。
53. 監察人 v. 審計委員會 — 兼論監察人可否擔任公司律師或法律顧問，月旦民商法雜誌，第 12 期，2006 年 6 月，頁 75-90。
54. 讓與全部或主要部分營業或財產之探討 — 兼論董事會與股東會權限劃分之議題，台大法學論叢 (TSSCI)，第 35 卷第 1 期，2006 年 1 月，頁 267-310。
55. 銳普案對資本市場法制之啟示，台灣本土法學，第 74 期，2005 年 9 月，頁 1-3。
56. 有關證券投資人保護之未來發展，月旦財經法雜誌，第 2 期，2005 年 9 月，頁 191-207。
57. 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，台大法學

- 論叢 (TSSCI)，第 33 卷第 5 期，2004 年 9 月，頁 51-94。
58. 九十二年度公司法判決評釋，月旦法學雜誌，第 112 期，2004 年 9 月，頁 214-222。
59. 我國有關公司治理之省思，月旦法學雜誌，第 103 期，2003 年 12 月，頁 61-76。
60. The Internationalization of Securities Markets — Taiwan's Regulatory Reforms, ATWS Proceedings, Twentieth Annual Meeting, Association of Third World Studies, Inc., December 28-31, 2003.
61. 股東及股東會 — 公司法未來修正方向之芻議，月旦法學雜誌，第 95 期，2003 年 4 月，頁 110-122。
62. 董事不法行為之制止及濫權行為之處理，台灣本土法學雜誌，第 39 期，2002 年 10 月，頁 153-156。
63. 董事忠實義務之內涵及適用疑義 — 評析新修正公司法第二十三條第一項，台灣本土法學雜誌，第 38 期，2002 年 9 月，頁 51-66。
64. 公司組織重整 — 新舊公司法及企業併購法之異同，台灣本土法學雜誌，第 35 期，2002 年 6 月，頁 231-246。
65. 有限公司與兩合公司導讀 — 新修正公司法解析，月旦法學雜誌，第 80 期，2002 年 1 月，頁 100-102。
66. 公司外部監督之分析，台大法學論叢 (TSSCI)，第 31 卷第 1 期，2002 年 1 月，頁 147-213。
67. 金融控股公司法立法簡介，台灣本土法學雜誌，第 27 期，2001 年 10 月，頁 175-179。
68. 股份有限公司經營者報酬結構之分析，台大法學論叢 (TSSCI)，第 30 卷第 2 期，2001 年 3 月，頁 77-122。
69. 股東會程序問題之探討，法學叢刊，第 178 期，2000 年 4 月，頁 76-86。
70. 證券管理上之“訪問交易”，台大法學論叢 (TSSCI)，第 28 卷第 4 期，1999 年 7 月，頁 317-355。
71. 英國公開收購制度之架構，萬國法律，第 105 期，1999 年 6 月，頁 2-7。
72. 英國公司法上投資人資訊取得權之分析，台大法學論叢 (TSSCI)，第 28 卷第 2 期，1999 年 1 月，頁 281-306。
73. 外國公司在台發行台灣存託憑證之會計上及國際私法上衍生問題之探討，法學叢刊，第 172 期 (第 43 卷第 4 期)，1998 年 10 月，頁 43-58。
74. Direct Effect and Consistent Interpretation of EU Directives (論歐盟指令之直接效力與一致解釋)，中興法學，第 42 期，1997 年 6 月，頁 113-135。
75. Capital Structure and the Regulation of Disclosure (公司之資本結構與公開揭露制度)，台大法學論叢 (TSSCI)，第 25 卷第 4 期，1996 年 7 月，頁 279-319。
76. Misrepresentation in International Securities Transactions — A Conflict of Laws Approach (論國際私法上跨國證券交易不實陳述之問題)，政大法學評

論(TSSCI)，第 55 期，1996 年 6 月，頁 329-346。

77. 歐市貨物自由流通及商標權保護之衝突，法令月刊，第 47 卷第 3 期，1996 年 3 月，頁 27-30。

78. 論歐市人員之自由流通，法律評論，第 56 卷第 9 期，1990 年 9 月，頁 28-36。

79. 評釋最高法院有關複保險之判決，司法周刊，第 477 期，1990 年 7 月 18 日。

專書及專書論文

1. Development of Crowdfunding in Taiwan, in “Legal Aspects of Crowdfunding” (Caroline Kleiner ed.), Springer, pp. 451-485, 2021.

2. 證券交易法原理，元照，2020。

3. 無面額股，收錄於閉鎖性股份有限公司逐條釋義（方嘉麟主編），2020 年，2 版，元照。

4. **Investor Protection in Taiwan’s Capital Market**, in “Global Securities Litigation and Enforcement” (Martin Gelter, *et al*, eds.), Cambridge University Press, pp. 2025-2059, 2019.

5. 變動中的公司法制(方嘉麟主編)，第七篇「管理者之義務與責任」(7.3-7.4)、第十三篇「交易安全及合法授權」，元照出版社，2019。

6. 公司法制基礎理論之再建構，初版，元照出版社，2017。(大幅改寫)

7. 無面額股，收錄於閉鎖性股份有限公司逐條釋義（方嘉麟主編），2016 年，元照。

8. 章程自治與少數股東保護間之平衡設計，收錄於賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集 — 當前公司與證券法制新趨勢，2016，頁 415-434。

9. 股東會之戰國時代：合縱連橫下股東會法制應有自處之道，元照，(與黃銘傑合著)，2015。

10. Private International Law in Taiwan – Company Law in “Private International Law in Mainland China, Taiwan and Europe” (Jurgen Basedow and Knut B. Pislser, eds), Mohr Siebeck, 2014, pp. 349-362.

11. Taiwan: Corporate governance of publicly held companies, in “Comparative Corporate Governance: A Functional and International Analysis” (Andreas M. Fleckner and Klaus J. Hopt, eds.), Cambridge University Press, 2013 (Co-authored with Wallace Wen-Yeu Wang).

12. Derivative actions in Taiwan: legal and cultural hurdles with a glimmer of hope for the future, in “The Derivative Action in Asia: A Comparative and Functional Approach” (Dan W. Puchniak, Harald Baum, Michael Ewing-Chow, eds.), Cambridge University Press, August 2012 (Co-authored with Wallace Wen-Yeu Wang), pp. 215-242.

13. 與國際接軌之公司治理對企業現實運作之影響，收錄於商事法論集，卷 23，王保樹主編，北京清華大學商法研究中心編，法律出版社，2013 年。
14. 公司法制基礎理論之再建構，承法出版社，2012 年 11 月 2 版 (大幅改寫)。
15. 公司法制基礎理論之再建構，承法出版社，2011 年 10 月初版，經匿名審查，台大法學叢書 202。
16. 論公司之轉投資、保證與資金貸放，收錄於公司法理論與實踐 (王保樹及王文宇主編)，法律出版社，2010 年 8 月，頁 159-174。
17. 論公司法制賦予公司之自主與彈性 — 以英國二〇〇六年公司法為借鏡，收錄於企業與金融法制 — 余雪明大法官榮退教授論文集，元照，2009 年 1 月，頁 561-588。
18. 公司之經營者、股東與債權人，元照，2008 年 12 月。經匿名審查，台大法學叢書 181。
19. 英國二〇〇六年公司法之改革與股東代位訴訟，收錄於財經法制新時代 — 賴源河教授七秩華誕祝壽論文集，元照，2008 年 10 月，頁 295-318。
20. 商事法 (合著)，元照，2008 年 9 月 3 版。
21. 證券交易法原理，元照，2000 年 2 月初版；2005 年 3 月 3 版；2006 年 8 月 4 版；2008 年 9 月 5 版。2012 年 6 版
22. 公司管理與資本市場法制專論 (二)，元照，2008 年 1 月初版。經匿名審查，台大法學叢書 165。
23. 當代案例商事法 (合著)，新學林，2007 年 9 月 1 版。
24. 股東會委託書之管理 (合著)，元照，2007 年 5 月初版。
25. 公司管理與資本市場法制專論 (一)，學林，2007 年 10 月 2 版。
26. 票據法論 (曾世雄等合著)，自刊，1998 年 5 月初版；學林，2003 年 3 月 2 版；元照，2005 年 9 月 3 版。
27. 有關不實財報會計師民事責任之探討，收錄於賴英照大法官六秩華誕祝壽論文集，元照，2005 年 7 月，頁 483-504。
28. 公司管理與資本市場法制專論 (一)，學林，2002 年 10 月 1 版。經匿名審查，台大法學叢書 135。
29. 新修正公司法解析(合著)，元照，2002 年 1 月初版。
30. 商事法實例問題分析 (賴源河教授主編)，五南，2000 年 12 月初版。