

「最高法院 111 年度台上字第 21 號請求損害賠償事件」鑑定意見書

邵慶平（臺灣大學法律學院教授）

目錄

一、法律問題及本文架構、主要結論	2
(一) 法律問題	2
(二) 本文架構及主要結論	2
二、投資人就財報不實與其交易及損害之因果關係應負之證明責任	3
(一) 交易因果關係	3
(二) 損害因果關係	6
三、投資人之交易損失應採淨損差額法	9
(一) 毛損益法與淨損差額法的區別	9
(二) 損失計算本應採淨損差額法，此亦為近期最高法院見解所採	10
(三) 毛損益法與損害因果關係的矛盾	11
(四) 最高法院 64 年度第 6 次決議無法支持毛損益法	11
(五) 毛損益法的適用造成投資人間的不公平	15
(六) 美國法的參考	18
四、不宜將美國證交法第 21D 條第 5 項規定以法理適用於我國	23
(一) 美國證交法第 21D 條第 5 項規定內容	23
(二) 本項規定係損害賠償的上限，而非損害賠償的計算方式	24
(三) 本項規定在美國學界備受批判	25
五、不宜類推適用證交法第 157 條之 1 第 3 項之規定	26
(一) 證交法第 157 條之 1 第 3 項關於內線交易民事責任之規定	26
(二) 內線交易損害賠償之計算顯係基於特殊之立法政策考量	26
(三) 若類推適用內線交易損害賠償之計算式，形同採取毛損益法	27
(四) 本項規定在內線交易事件或許適當，但在財報不實事件則非適當	29
六、證交法第 20 條第 1 項的責任主體範圍	30
(一) 證交法第 20 條第 1 項、第 3 項關於證券詐欺民事責任之規定	30
(二) 從證交法第 20 條第 1 項的立法沿革看責任主體	30
(三) 證交法第 20 條第 1 項的責任主體不限於第 20 條之 1 規定	31

1 一、法律問題及本文架構、主要結論

2 (一)法律問題

3 本文係就 111 年度台上字第 21 號請求損害賠償事件之下列法
4 律爭點提供法律意見：

5 1. 投資人就財報不實與其交易及損害之因果關係，應負如何
6 之證明責任？

7 2. 在我國損害賠償受害人須證明損害與不法行為間有因果
8 關係之架構下，「毛損益法」或「淨損差額法」何者較符合
9 我國損害賠償理論？關於美國 1934 年證券交易法第 21D
10 條第 5 項 (§21D(e)) 以不實情事揭露後 90 個營業日該平
11 均收盤價格之規定，可否以法理適用於我國？或類推適用
12 證券交易法第 157 條之 1 規定，以消息公開後 10 個營業
13 日收盤平均價格，為「擬制真實價格」？

14 3. 證券交易法第 20 條責任主體之範圍，是否限於「發行人」
15 或「募集、發行、私募或買賣有價證券之人」？

16 (二)本文架構及主要結論

17 1. 本文二（一）說明交易因果關係之證明責任。

18 本文贊同實務及學說通說看法，認為交易因果關係得予推
19 定或大幅減低其舉證責任。此一解釋適用，不僅及於請求
20 之原告為證券交易法（下稱證交法）第 20 條之 1 所規定
21 之「善意取得人」、「善意出賣人」¹，亦及於請求之原告為
22 「持有人」之情形。

23 2. 本文二（二）說明損害因果關係之證明責任。

24 本文並不支持損害因果關係之舉證責任與上述交易因果
25 關係採取同一解釋，亦即不應推定損害因果關係之存在或
26 大幅減低其舉證責任，而應由原告負其舉證責任。

27 3. 本文三說明損失計算應採淨損差額法。

¹ 為行文之便，並考量實務常見情形，下文說明論及請求主體時，多僅針對善意取得人，原則上不特別提到善意出賣人之情形。

財報不實所造成之損失，應係股價因財報不實因素所造成之下跌，故應適用淨損差額法。此亦為美國之通說看法。若採取毛損益法，不僅難以從損害賠償原理獲得支持，亦與損害因果關係之要求有所衝突，且此一計算方法在投資人間亦形成不合理的差別待遇。

4. 本文四說明不宜將美國證券交易法（下稱美國證交法）第 21D 條第 5 項規定以法理適用於我國。

上述美國法規定係規定損害賠償之上限，而非損害賠償之計算。且該規定在美國備受批評。我國自不宜加以援用。

5. 本文五說明財報不實損賠事件不宜類推適用證交法第 157 條之 1 關於內線交易損賠責任之規定。

從內線交易損賠責任規定之立法沿革觀之，可以發現其特殊之立法目的。其他類型之證券詐欺事件，性質上與內線交易不同，亦無相同之立法目的，自不宜類推適用之。

6. 本文六說明證交法第 20 條第 1 項之責任主體。

從證交法第 20 條第 1 項之立法沿革觀之，其責任主體應不限於「發行人」或「募集、發行、私募或買賣有價證券之人」，且不應受證交法第 20 條之 1 規定之限制。

二、投資人就財報不實與其交易及損害之因果關係應負之證明責任

（一）交易因果關係

1. 就侵權行為損害賠償而言，受害人必須證明不法行為與損害間具有因果關係，始得請求賠償。本質上屬於侵權行為損害賠償責任類型之一種的財報不實損害賠償請求²，法理上亦應如此。據此，善意買進股票之投資人主張因財報不實而受有股票跌價之損害者，即必須證明其買進股票與不實之財報具有交易因果關係，亦即須證明投資人係因信賴不實之財報而買進股票。若無交易因果關係存在，則投資人因股票交易所受之損害，應不得向不實財報之不法行為

² 參閱賴英照，最新證券交易法解析，自刊，四版，2020 年 4 月，684-685、692 頁。關於我國法下證券詐欺規定性質之討論，參閱戴銘昇，論證券詐欺之主觀要件，興大法學，6 期，2010 年 5 月，215-219 頁。

1 人求償。

2 2. 然而，投資人如何能證明其係因信賴不實之財報而買進股
3 票？若投資人須有曾閱讀不實之財報或曾聽聞不實財報
4 之內容或有其他類似之事實，始足以證明其股票交易與不
5 實財報間具有交易因果關係，則可想而知的是，可以滿足
6 此一因果關係要件而得訴請賠償之投資人相當稀少，其結
7 果無異是財報不實者無須負擔任何損害賠償責任。此當非
8 證交法第 20 條第 1 項、第 3 項解釋上所應採，更顯然有
9 違立法者針對財報不實明文制定證交法第 20 條之 1 之立
10 法目的，亦將使現行法下以證券投資人及期貨交易人保護
11 中心（下稱投保中心）為核心之團體訴訟制度，英雄無用
12 武之地³。

13 3. 基於上述理由，我國實務、學說幾乎一致認同：不應嚴格
14 要求原告投資人證明交易因果關係。無論是適用民事訴訟
15 法第 277 條但書之規定，而降低或倒置交易因果關係之舉
16 證責任，或是援引詐欺市場理論（fraud-on-the-market
17 theory），認為投資人信賴證券市場之股票價格未受詐欺行
18 為所扭曲，則交易因果關係即受推定，法院在財報不實損
19 害賠償事件中，多肯認投資人之交易與不實財報間具有交
20 易因果關係⁴。

21 4. 本件第一次上訴最高法院時，最高法院對於交易因果關係
22 之證明，亦肯定上述見解。最高法院 106 年度台上字第 1246
23 號民事判決指出：「按當事人主張有利於己之事實者，就其
24 事實有舉證之責任。但法律別有規定，或依其情形顯失公
25 平者，不在此限，民事訴訟法第 277 條亦定有明文。在公
26 開股票市場，公司資訊為投資人所重視，屬影響股價之因
27 素之一。合理之投資人會留意公司之營收、盈餘，資為投
28 資判斷基礎。信賴為公開證券市場之基石，證券市場賴以
29 有效公平運作。投資人信賴市場股價為真實，進而買賣或
30 繼續持有股票時，縱未直接閱覽資訊，但其對市場之信賴，

³ 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，99 期，2016 年 9 月，166-167 頁。

⁴ 同前註，158-162 頁。

1 間接信賴公開資訊，信賴資訊、股價會反映真實，而據以
2 進行投資。證券交易法第 20 條之 1 規定，不實資訊與交
3 易間之因果關係，倘採嚴格標準，則投資人閱覽資訊時，
4 未必有他人在場，且信賴資訊而下投資判斷屬主觀意識，
5 難以舉證，其結果將造成不實資訊橫行，投資人卻求償無
6 門，而顯失公平。故有依民事訴訟法第 277 條但書規定，
7 減輕投資人舉證責任必要。準此，透過市場信賴關係，推
8 定投資人對公司發布之重大資訊產生信賴，不實資訊與交
9 易間有因果關係。至公益性質之上訴人係代投資人提起訴
10 訟，該舉證責任之減輕，不因投資人自行提起或由其代為
11 提起，而有所不同。」

12 5. 學說實務上較有爭論的是，持有人之交易因果關係的證明。

13 按，依證交法第 20 條之 1 規定，得請求損害賠償者，不限
14 於善意之買受人或出賣人，亦包括原已持有股票而在不實
15 財報期間並未買賣之持有人。此類持有人在在在實財報期間
16 並未進行交易，則其交易因果關係之證明，能否如上述予
17 以推定或減輕其舉證責任，司法實務上有不同見解。本文
18 認為應採肯定說，亦即持有人之交易因果關係的證明，應
19 與買受人或出賣人相同處理，予以推定或減輕其舉證責任。

20 5.1 實務上採否定說者，例如最高法院 104 年度台上字第
21 225 號民事判決。其謂：「按不實財報公告前已取得有價
22 證券之持有人，就其因而所受之損害，依證交法第二十
23 條之一第一項至第三項規定，為損害賠償請求者，須證
24 明其損害及與不實財報間有因果關係。原審認第二類授
25 權人不能依『詐欺市場理論』推定其買入股票與財報不
26 實間有交易因果關係，投保中心復未能舉證證明第二類
27 授權人係誤信系爭財報，仍持有宏億公司股票致受有跌
28 價損失，難認其損失與系爭財報不實間有因果關係。爰
29 就第二類授權人部分為投保中心敗訴之判決，於法並無
30 違誤。」

31 5.2 實務上採肯定說者，例如本件第一次上訴最高法院之最
32 高法院 106 年度台上字第 1246 號民事判決。其謂：「信
33 賴為公開證券市場之基石，證券市場賴以有效公平運作。

1 投資人信賴市場股價為真實，進而買賣或繼續持有股票
2 時，縱未直接閱覽資訊，但其對市場之信賴，間接信賴
3 公開資訊，信賴資訊、股價會反映真實，而據以進行投
4 資。...準此，透過市場信賴關係，推定投資人對公司發
5 布之重大資訊產生信賴，不實資訊與交易間有因果關
6 係。」

7 5.3 本文採取肯定說。本文作者過去曾指出：證券交易法第
8 20 條之 1 關於持有人之規定，「固然見仁見智，但若僅
9 認持有人因未有交易行為，當然無法受到交易因果關係
10 的有利認定，則有待商榷。蓋如前述，詐欺市場理論僅
11 是一個說理上的工具，目的在去除損害賠償請求上的障
12 礙。在既有的投保中心主導了國內財報不實的訴訟運作
13 情形下，立法者既認『持有人』與『取得人』、『出賣人』
14 都應加以保護，皆賦予其損害賠償請求權，則在司法實
15 務上若以持有人不能受到交易因果關係的推定，而全面
16 地阻絕其勝訴的可能，此不僅是限縮其適用範圍，而可
17 以說是實質地使法條成為具文，當非妥適。再者，交易
18 因果關係的推定，對於取得人或出賣人之買賣動機在所
19 不論，而僅是以市場價格為媒介；若依保護持有人之立
20 法意旨，而將此一推定擴及於持有人，此時亦當無須論
21 持有人『繼續持有』的動機，而可用來推定持有人『不
22 交易』的因果關係，理論上亦無絕對不宜之處。」⁵

23 (二)損害因果關係

24 1. 投資人欲就財報不實所造成之損害請求賠償，除其股票交
25 易與財報不實間需具有交易因果關係外，其所受損害與財
26 報不實間亦需具有損害因果關係。此一損害因果關係要件
27 之存在，已獲得實務的肯認。

28 1.1 最高法院 104 年度台上字第 1700 號民事判決認為：
29 「宏傳公司於 94 年 1 月 21 日財務危機揭露前，其股
30 價已開始跌落。倘若非虛，授權人買入價格與起訴時

⁵ 邵慶平，同註 3，169-170 頁。類似見解，參閱賴英照，同註 2，706 頁（「在修法廢除持有人求償權之前，如以缺乏交易因果關係使此一求償權淪為具文，並非法律解釋的正道。」）。

1 市價（或真實資訊揭露後出售價格）之差價損失，是
2 否均與財報不實間有『損失因果關係』，而得作為損害
3 賠償之基礎，即非無疑。……原審未說明其取捨意見，
4 遽以上開差價作為計算損害賠償責任之基礎，而為渠
5 等不利之判決，更有疏略。」

6 1.2 最高法院 104 年度台上字第 225 號民事判決認為：上
7 訴人之主張「倘若不虛，第一類授權人請求原判決附
8 表甲所受股價下跌之損失，是否可認與系爭財報不實
9 間有因果關係，亦非無疑。原審未遑詳查究明，復未
10 說明就此防禦方法之取捨意見，遽引詐欺市場理論，
11 依毛損益法計算損害金額而為渠等不利之判斷，自屬
12 可議。」

13 2. 損害因果關係作為一獨立之要件雖無疑義，惟對於損害因
14 果關係的存在，投資人究應負如何之舉證責任，學說實務
15 見解則非一致。就此，學說上有採取近似上述交易因果關
16 係證明之觀點，亦即對於原告投資人應負之舉證責任大幅
17 降低，甚或將之轉移由被告就損害因果關係之不存在負舉
18 證責任⁶。然而，這樣的見解至少存在著以下幾個問題：

19 2.1 若原告投資人既無須證明交易因果關係，又無須證明損
20 害因果關係，則此兩因果關係要件之各別獨立存在的實
21 質意義究竟為何？

22 2.2 交易因果關係可以「投資人係信賴市場價格，而不實財
23 報扭曲市場價格，故投資人係受不實財報之誤導」加以
24 認定。但此一說理係基於交易之時點所為之觀察，顯然
25 無法說明損害因果關係。蓋受不實財報誤導而買進之投
26 資人，也可能在不實財報被揭穿、股價下跌之前就脫手
27 賣出，因此根本未受損害，因此「受不實財報誤導而為
28 交易」，並不會直接導致損害之發生，更無法證明、推
29 定損害因果關係之存在。

⁶ 參閱莊永丞，由美國 Dura v. Broudo 案反思證券投資人之損害因果關係，東吳法律學報，22 卷 4 期，2011 年 4 月，140 頁（「應肯認原告僅須證明其以不當之股價為交易即完備其舉證責任」）；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，28 期，2005 年 2 月，90 頁，（「可採取舉證責任移轉由被告負擔的方式，由被告舉反證推翻」）；張心憐，從美國最高法院 Dura 案思考證券詐欺之損失因果關係，月旦法學雜誌，155 期，2008 年 4 月，227-228 頁。

2.3 若無須證明交易因果關係、又無須證明損害因果關係，甚至在損害賠償計算上又採取毛損益法(詳下文討論)，則投資人提起財報不實損害賠償請求之訴訟，幾可說無須負任何之舉證責任，即可就其投資股票所受之一切損失(既未經證明損害因果關係，則此一損失可能與財報不實完全無關)獲得賠償。損害賠償制度之實際運作果若如此，實非妥適。就此，最高法院 105 年度台上字第 2218 號民事判決精闢的指出：「股票投資人推定信賴自由市場之機制而有交易因果關係，但投資人仍須證明其損害及金額與上揭人為操縱股價行為間，具有損害因果關係，否則，不啻將此項債務人賠償責任，轉化為填補債權人交易損失之投資保險，尚非事理之平。」⁷

3. 過去實務上雖不乏對於原告之損害因果關係的舉證責任加以免除或大幅降低之見解者，但近來最高法院見解對此則明確加以糾正，並指出原告舉證證明損害因果關係之方向及可能方法。此一明確要求原告負舉證責任之見解值得贊同。

3.1 舉例而言，臺灣高等法院 108 年度金上字第 7 號民事判決曾採寬鬆見解，認為投資人只要能證明「購買之初係以虛胖價格買入股票」，即可推定損害因果關係。

此一判決謂：「所謂損失因果關係，係指投資人所受股票交易之損害乃因財報不實所引起，二者間具因果關係。然證券市場具複雜性、多元性、專業性，倘責由為買賣交易之投資人舉證損失因果關係，顯屬過苛，是衡量危險領域理論、蓋然性理論、武器平等原則、誠信原則、證券法制之特殊性質、證券事件求償機制及證交法嚴格賠償責任之立法本旨等因素，受害投資人就損失因果關係之舉證責任，亦應依民事訴訟法第 277 條但書規定減輕。倘投資人證明不實資訊揭露後明顯股價下跌，或有重大營運變更情形，或購買之初係以虛胖價格買入股票，

⁷ 應說明的是，本件係依第 155 條之操縱市場禁止規定所為損害賠償之請求，並非財報不實損害賠償事件。惟同樣是侵權行為性質之損害賠償請求，最高法院此段說明對於財報不實損害賠償事件，自有參考價值。

依表見證明、蓋然性證明之法則，即得推定財報不實造成投資人之損害，與投資人之損失間具損失因果關係。又倘發行公司之股票因不實財報揭露，遭列為全額交割股、停止交易，甚且下市、櫃，則損失因果關係更不證自明，應由上訴人提出反證，證明損失因果關係之不存在。」

3.2 然而，上一判決已經最高法院廢棄並發回。最高法院對於投資人就損害因果關係之舉證責任，採取更嚴謹之態度。

最高法院 110 年度台上字第 2717 號民事判決指出：「關於證券詐欺損失因果關係之更正揭露，包括證券交易市場得以吸收、反應之各種來源、資訊形式（含洩漏），均屬之，不限於被告所為或單一完整之更正揭露。而更正揭露與詐欺行為之關聯性認定，或許欺行為與非詐欺行為因素之區辨，均應以其實質關聯，為整體觀察或綜合判斷。倘證券詐欺事件並無更正揭露之行為，或於更正揭露行為時，證券交易市場無從吸收反應，則就其損失因果關係之證明，法院得採被告為證券詐欺行為時，已可預見之風險何時實現（即風險實現理論），或以被告之證券詐欺行為，相較於其他事實，是否為原告經濟上損失之最近原因（即最近原因測試）等其他適當方法定之。」；「原審未遑詳查審認，逕認不實財報資訊揭露後，授權人之股份經 2 次減資全數銷除，所受全部損失，均得請求賠償義務人賠償，而為上訴人不利之判斷，尚屬可議，並有判決不備理由之違法。」

三、投資人之交易損失應採淨損差額法

（一）毛損益法與淨損差額法的區別

1. 毛損益法與淨損差額法兩個名詞，過去學說、實務的使用與認定上常有混淆、界定不清的情形⁸。近期最高法院見解則有清楚的界定。其區別之關鍵在於：損失之計算是否僅

⁸ 參閱邵慶平，財報不實淨損差額法的得失與司法制度的變革，月旦法學雜誌，310 期，2021 年 3 月，87-88 頁。

1 及於財報不實行為所引致，或包括財報不實行為以外之因
2 素所造成之損失。

- 3 2. 最高法院 109 年度台上字第 1910 號民事判決指出：「查財
4 報不實所生損害之計算，理論上固有毛損益法或淨損差額
5 法之別，前者認為股票價值之差額不論係虛偽不實行為引
6 起或其他市場因素所造成，賠償義務人就其價格下跌結果
7 均應為賠償。後者則認賠償義務人僅應賠償因虛偽不實行
8 為造成之股票價格損失，至於市場因素造成之股價下跌，
9 並不在賠償範圍，即以投資人買賣股票之價格，與無詐欺
10 因素影響之真實價格差額，為其損害額。」

11 (二)損失計算本應採淨損差額法，此亦為近期最高法院見解所採

- 12 1. 從上述的界定區別觀之，財報不實損害賠償事件之損失計
13 算，原則上本應採淨損差額法。蓋侵權行為之損害賠償，
14 原則上僅及於不法行為所造成之損害負責，而不包括不法
15 行為以外之其他因素所造成之損失。此亦為近期最高法院
16 見解所採。

- 17 2. 最高法院 109 年度台上字第 1910 號民事判決：「損害賠償
18 之目的在填補所生損害，其應回復者，並非原有狀態，而
19 係應有狀態之損失。投資人請求賠償之損害額，自應限於
20 因詐欺因素所導致之股票價格下跌損害，始為法規保護
21 之範圍，至於非可歸責於債務人之變動狀態，當無許其請
22 求賠償之理。原審認定授權人因信賴不實之系爭財報而買
23 賣或持有新泰伸公司股票，遭受股票價格下跌之損失，得
24 依證交法第 20 條之 1 第 1 項規定請求賠償。果爾，其得
25 請求賠償之金額，自應排除非可歸責債務人之變動狀態所
26 致之價格下跌。乃原審未詳予調查釐清，逕依所謂毛損益
27 法，以授權人之買價減去 96 年 8 月 1 日以後之賣價（股
28 票已出賣）或零元計算（未出賣仍持有）後之差額，認係
29 其得請求賠償之損害額，自有可議。」

- 30 3. 最高法院 110 年度台上字第 2717 號民事判決：「證交法就
31 請求權人依該法第 20 條之 1 第 1 項、第 3 項規定，請求
32 賠償財務報告之主要內容有虛偽情事，所致損害之範圍及

數額計算，並無明文。而負損害賠償責任者，除法律另有規定或契約另有訂定外，應回復他方損害發生前之原狀。民法第 213 條第 1 項定有明文。又損害賠償之目的，在填補所生損害，其應回復者，並非原有狀態，而係應有狀態之損失。基此，上開請求權人請求賠償之損害額，自應限於財務報告內容虛偽情事因素，所導致之有價證券價格下跌損害，始為法規保護之範圍。至於非屬該因素之變動狀態，當無許其請求賠償之理。」

(三)毛損益法與損害因果關係的矛盾

1. 依我國損害賠償制度，損害與不法行為間必須存有因果關係。據此，採用淨損差額法自較符合我國的損害賠償制度。
2. 毛損益法之計算係包括一切之損失，亦即不僅及於不法行為所造成者，亦及於不法行為以外之其他因素所造成者。換言之，損害與不法行為間根本不需要具有損害因果關係。
3. 本於上述理解，過去部分見解一方面肯定損害因果關係作為獨立之要件以確定損害與不法行為間有因果關係，另一方面又採取損害賠償範圍包括一切損失的毛損益法，說理上難免有自相矛盾之嫌⁹。或許這正是此類見解均傾向免除或大幅降低原告對於損害因果關係之舉證責任的最主要原因。蓋前階段要求對於損害因果關係的證明，更可能突顯出後階段採取毛損益法的不合理。

(四)最高法院 64 年度第 6 次決議無法支持毛損益法

1. 最高法院 64 年度第 6 次民庭庭推總會議決議：「物因侵權行為而受損害，請求金錢賠償，其有市價者，應以請求時或起訴時之市價為準。蓋損害賠償之目的在於填補所生之損害，其應回復者，並非『原來狀態』，而係『應有狀態』，應將損害事故發生後之變動狀況考慮在內。故其價格應以加害人應為給付之時為準，被害人請求賠償時，加害人即有給付之義務，算定被害物價格時，應以起訴時之市價為準，被害人於起訴前已曾為請求賠償時，以請求時之市價為準。惟被害人如能證明在請求或起訴前有具體事實，可

⁹ 參閱邵慶平，同前註，87 頁。

1 以獲得較高之交換價格者，應以該較高之價格為準。因被
2 害人如未被侵害，即可獲得該項利益也。」

3 2. 上開決議內容似為過去部分實務見解採取毛損益法的主
4 要論據。

5 2.1 例如，士林地院 96 年度金字第 8 號民事判決中，法院
6 在詳細引述上述見解後，進而謂：「證券詐欺事件投資
7 人所受損害雖為純粹經濟上損失而非股票減失，然上開
8 實務見解對於證券詐欺訴訟公平價格之認定仍具有一定
9 啟示性。...本院認以投資人之損害賠償額，應以不當
10 交易價格即買入價格與起訴時之市價或真實資訊揭露
11 後出售價格之差價作為計算基礎，方符於本案實際情況
12 及公平原則。」（士林地院 93 年度金字第 2 號民事判決
13 同旨）

14 2.2 又如，高等法院 104 年度金上字第 14 號民事判決中，
15 法院對於賠償計算之說理，一開始即引用上述見解，最
16 後認為本件損害賠償之計算，「不如回歸傳統侵權行為
17 乃填補損害、回復損害發生前之『應有狀態』之理論，...
18 認本件損害賠償金額之計算應採毛損益法，即以投資人
19 不當交易之價格即買入價格與起訴時之市價或真實資
20 訊揭露後出售價格之差價作為投資人得請求損害賠償
21 之計算基礎，較符合本案實際情況及公平原則。」

22 3. 上述採取毛損益法之實務見解，部分說理、文字與上述決
23 議內容相近，其所欲擷取的關鍵應在於：損害之計算，應
24 將「損害事故發生後之變動狀況」考慮在內。然而，這樣
25 的援用存在著明顯的問題。首先，民法損害賠償的基本原
26 理，係採取差額損害的概念，亦即以損害發生前與損害發
27 生後權益狀態比較上的差額為準¹⁰。在此基礎上，對於損害
28 事故後之變動狀況，學者多認為有時應加以「斟酌」¹¹，而
29 絕非主張均須一律予以計入損害。

¹⁰ 參閱王澤鑑，回復原狀與金錢賠償—損害賠償方法的基本架構，月旦法學雜誌，127 期，2005 年 12 月，197 頁；曾世雄，損害賠償法原理，二版，1996 年 7 月，140、153 頁。

¹¹ 參閱王澤鑑，同前註，199 頁（「須將損害事故發生後的變動狀況考慮在內，例如毀損他人果樹，須考慮於若無損害時，果樹的成長狀態而為賠償，此種損害假設性的發展，於回復原狀及金錢賠償均應斟酌為之。」）；曾世雄，同前註，153 頁（「衡量利益大小時，雖依二財產狀況差額為原則，...二財產狀況差額雖因時間之經過而變動，是否考慮其變動，有時尚應個案斟酌之。」）。

4. 其次，若從過去判決之案例事實來看，實務上認為應將損害事故後之變動狀況考慮在內者，亦即被害人所受損害之計算應以其向加害人請求時或起訴時為準，而不以損害事故發生時被害人所受損害為準，幾乎都是係針對物受侵害之侵權行為¹²或未依契約給付特定物之債務不履行¹³的損害賠償請求。其道理或應在於，若被害人所擁有之物遭侵奪、毀損或依契約本應取得之物而未取得，在此一侵害狀態持續中，原告使用收益及處分標的物之可能性已遭剝奪。因此，若是在損害事故發生後，標的物市價有所漲跌，原告均無法有所因應，蓋因其現實上並不擁有該標的物。據此，在利益狀態的衡量上，可以斟酌考慮傾向採取對原告有利之看法。

5. 相對於上述，財報不實損賠事件的案例事實則有明顯不同。首先，投資人在不實財報公告後買進股票，並未因此當然受有損害，而是在財報不實被揭穿之後，股價下跌，投資人才受有損害。就此觀之，毛損益法將財報不實期間（不實財報公告之後、財報不實被揭穿之前）之其他因素造成之股價下跌納入損失之計算，此與前述之「損害事故發生後之變動狀況」已有不同。其次，在財報不實損賠事件中，與一般契約或侵權事件之標的物不同的是，上市上櫃公司之股票具有高度流通性，依市價買入賣出非常方便。投資人雖因財報不實而買進股票，但在此之後，被害人隨時有機會將股票加以處分，而得隨時加以變現。此也可以清楚看出，前述所謂「後續變動狀況」的考慮，雖可斟酌適用於被害人因損害而喪失物之情形，但基本上不應適用類似財報不實損賠事件之被害人因不實財報而取得股票之情

¹² 例如：最高法院民事判決 103 年度台上字第 937 號（本件案例事實主要為：原告主張其所進口之鎳金屬受人於碼頭盜領，被告後續明知該批鎳金屬為贓物仍向盜領人買入，並進一步將其輸出至中國，故原告請求被告賠償該批鎳金屬之損失。）、最高法院民事判決 103 年度台上字第 937 號（本件案例事實主要為：原告所有之土地上原種有竹木 70 樣，後遭被告所挖除，故向被告請求竹木滅失之損害賠償）、最高法院民事判決 96 年度台上字第 809 號（本件案例事實主要為：原告所有之挖土機因受國家保管不當而遺失，故向被告請求該挖土機滅失之損害賠償）。

¹³ 例如：最高法院民事判決 106 年度台上字第 1057 號（本件案例事實主要為：被告依約應移轉特定房屋土地與原告，惟被告履行前即將該房地移轉與第三人，故原告向被告請求無法取得該房地所受之損害）、臺灣高等法院民事判決 104 年度重上更（一）字第 94 號（本件案例事實主要為：被告原應依約移轉某地之應有部分與原告，後因可歸責於被告事由致給付不能，原告即起訴請求被告賠償未能取得該地應有部分之損害）。

形。

6. 以下舉例說明，進一步澄清上述觀點：

6.1 若在 A 公司不實財報公告日，甲以每股 100 元買進股票一張，次日股價因不實財報因素上漲，甲以每股 105 元賣出股票一張。甲得否就財報不實請求損害賠償？

甲根本沒有損害，何來損害賠償之請求。事實上，本例之甲因不實財報的影響反而獲有利益。就此觀之，甲因不實財報而買進股票，並不必然會造成損害。

6.2 若在 A 公司不實財報公告日，甲以每股 100 元買進股票一張，次日股價因不實財報以外之市場因素上漲，甲以每股 105 元賣出股票一張。甲得否就財報不實請求損害賠償？

甲根本沒有損害，何來損害賠償之請求。事實上，本例之甲買進股票後，反而因市場因素影響獲有利益。就此觀之，甲因不實財報而買進股票，並不必然會造成損害。

6.3 若在 A 公司不實財報公告日，甲以每股 100 元買進股票一張，次日股價因不實財報以外之市場因素下跌，甲以每股 95 元賣出股票一張。數個月後，A 公司之財報不實情事被揭穿。此時甲得否以 A 公司財報不實請求損害賠償？

6.3.1 甲在賣出之後，總計投資損失 5000 元（每股 5 元 * 1000 股，不計手續費等交易成本）。此一損失應非屬財報不實損害賠償責任所欲涵蓋之範圍。蓋如上述，財報不實之損害，並非發生於投資人因不實財報買進股票之時，而係在財報不實被揭穿之後才會發生。在財報不實被揭穿以前，股價或因不實財報因素而上漲，或因財報不實以外之其他因素而有漲跌，但不會因財報不實因素而有下跌¹⁴。

6.3.2 採取不同見解者，或許主張：若無不實財報公告，

¹⁴ 若公司更正揭露財報之不實以前，此一財報不實之消息已經洩漏於市場，則股價可能反映此一外洩之消息而下跌。若係如此，即可能影響不實財報被揭穿之時點及/或損害因果關係之認定。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，79 期，2006 年 2 月，61-64 頁。

甲根本不會買進股票，也就不會在次日以更低價格賣出股票，也就不會產生 5000 元的損失。然而，除非有具體之證明，否則這樣的說法是建立在一連串的假設之上，應難採認。蓋若財報公告並無不實，在真實財報公告當日股價為 97 元（假設不實財報影響股價幅度為 3 元，因此在財報不實公告時，股價受此影響，將從每股 97 元上漲為每股 100 元），如何能認定甲一定不會以 97 元之價格買進股票？若以此一假設認定甲一定不會以 97 元之價格買進股票，又如何解釋甲於次日已以每股 95 元之價格賣出股票一張之行為？

6.3.3 實則，回歸侵權行為損害賠償計算之法理，正可以避免上述高度臆測性之假設之不合理。換言之，一旦不實財報被揭穿之後，甲若仍持有當初買進之股票，則其受有股價因不實財報被揭穿而下跌之損失（每股 3 元）。

(五)毛損益法的適用造成投資人間的不公平

1. 相較於淨損差額法，毛損益法的適用可能增加損害賠償之金額，如此即對於請求之投資人較為有利，這可能是過去部分實務見解採用毛損益法的原因之一。實務見解中曾提到「基於證券詐欺投資人之非難性高，尚無限縮不法行為人賠償範圍之必要，與其耗費勞力、時間、費用以財務理論去計算全然假設性且恐有爭議之真實價格，...認應以投資人不當交易之價格即買入價格與起訴時之市價或真實資訊揭露後出售價格之差價作為投資人得請求損害賠償之計算基礎，較符合本案實際情況及公平原則。」（例如臺灣高等法院 106 年度金上更(一)字第 4 號民事判決）此一說理及計算方法的選擇，呈現的可能就是這樣的思考。

2. 然而，如同前文之分析，上述思考偏離損害賠償制度的原理，可能使得財報不實損害賠償制度，轉而成為「投資損失保險制度」，並非妥適。而且，以非難性之高低，區別損害賠償金額之計算，亦非損害賠償制度之常理。再者，證

1 交法第 20 條之 1 規定的是無過失責任（發行人）、推定過
2 失責任及一般過失責任（會計師），就其主觀要件之規範而
3 言，立法者顯然並非以其非難性定其損害賠償責任。從個
4 案中來看，財報不實損害賠償的責任主體常有多數，若以
5 造成財報不實之個別行為判斷其可非難性，其中固可能有
6 非難性極高者，亦有非難性較低者，而此類事件之眾多被
7 告之多數（甚至可能全部之被告）常屬於後者。若以理論
8 上此類事件或其被告之非難性可能甚高定其高額之賠償，
9 則對於實際個案中非難性較低之情形，顯失公平。

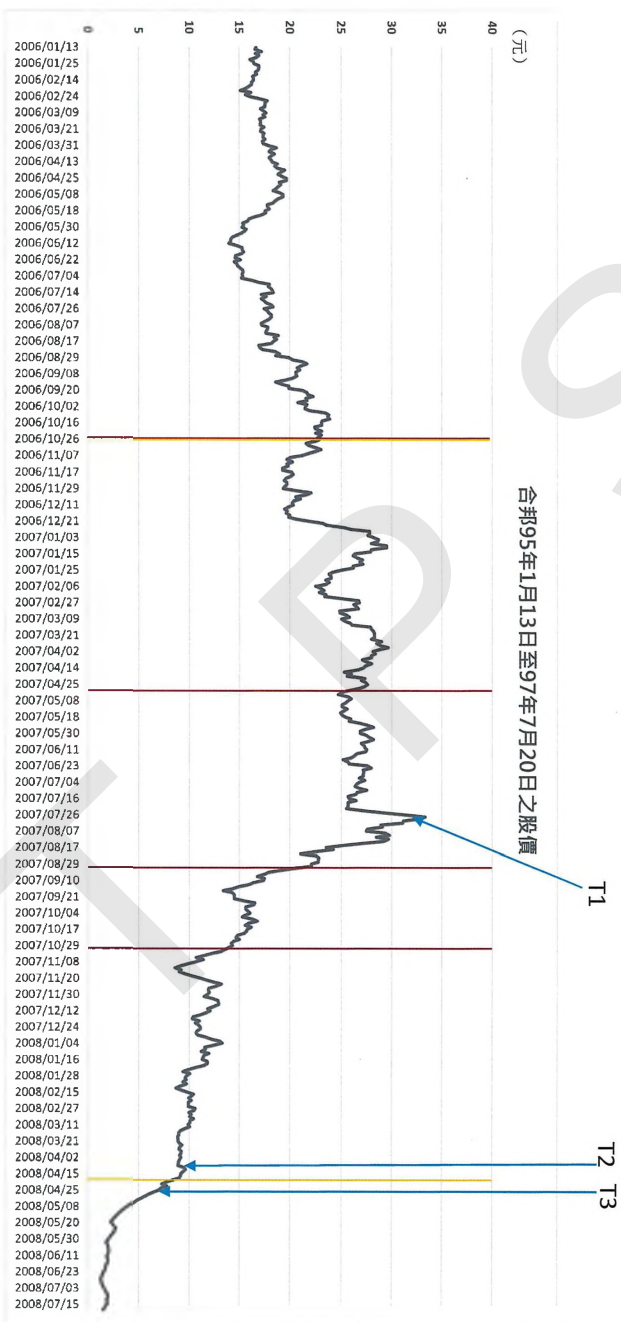
10 3. 或許更重要的是，毛損益法的採用，甚至在投資人彼此間，
11 也會創造出明顯的不公平。以本件之合邦案為例。

12 3.1 投保中心在求償公告中載明之「善意買受人」的受理條
13 件為：於 95 年 10 月 27 日（含）起至 97 年 4 月 17 日
14 （含）止於市場買入合邦公司股票，且迄今仍持有，或
15 於上述期間買進且於 97 年 4 月 18 日（含）後始賣出而
16 受有損失之善意買受人¹⁵。

17 3.2 如下圖一所示，在前後兩線之區間即為本案的財報不實
18 期間（95 年 10 月 27 日至 97 年 4 月 17 日）。若甲、乙
19 兩人均在 T1 時點買進股票一張，甲在財報不實被揭穿
20 之前一日的 T2 時點賣出，乙在財報不實被揭穿之後一
21 日的 T3 時點賣出。則甲、乙兩人的投資損失相近，均
22 為 20 餘元。在此情形下，甲並不符合投保中心所訂的
23 受理條件，亦即投保中心認為甲無損害賠償請求權；乙
24 則符合受理條件，若依毛損益法計算，則可以請求全部
25 投資損失的賠償。甲、乙兩人為何應有如此之差別待遇，
26 令人費解！？相對之下，若是採取淨損差額法，甲不得
27 請求賠償，係因財報不實情事尚未被揭穿，因此其買進、
28 賣出價格均係受財報不實影響的虛漲價格，自未受到財
29 報不實之損害。而乙所能請求的賠償，也僅限於受財報
30 不實影響的部分，而不能就其所有投資損失獲償。

¹⁵ 本中心即日起受理合邦案（公司涉有財報不實）投資人求償登記，2009 年 11 月 3 日，
<https://www.sfipc.org.tw/MainWeb/Article.aspx?L=1&SNO=9Z4v+1jqyoVECJvpkI+9tw==>（最後瀏
覽日：2022 年 11 月 5 日）。

圖一（作者自製）



(六)美國法的參考

1. Rule 10b-5 之賠償範圍原則上依淨損差額法

1.1 依 Rule 10b-5 之規定，任何人不得就有關證券之買賣，直接或間接利用州際商務工具或郵件，或證券交易所之設備，為下列三種行為：(1) 使用任何方法、計畫或計謀從事詐欺；(2) 對一重要事實作不實陳述，或在陳述中略去一重要事實，而就陳述作成之當時情形來看，該事實係使陳述不致產生誤導所必需；(3) 從事任何行為、業務，或商務活動，而對任何人構成詐欺或欺騙者¹⁶。

1.2 在美國司法實務的發展下，Rule 10-5 成為證券法規中最基本的反詐欺條款。任何人若認為其受到證券詐欺，不論是當事人雙方的私下交易，或是在股票集中市場中所進行之交易，不論詐欺受害者是有價證券的買受人或出賣人，都可能以 Rule 10-5 為其請求之基礎。換言之，Rule 10-5 所能適用之個案情形，五花八門。至於原告可請求賠償之範圍，依普通法關於詐欺或不實陳述之規範，基於個案情形不同，則存在著賠償財產變動的差額，或給付交易之履行利益，或回復交易前之原狀，或取得被告所獲之不當利益等不同方式¹⁷，並非限於單一方式。

1.3 又，1934 年證券交易法第 28 條 (a) 規定，對於不法行為所造成損害，請求權人請求賠償之總額，不得超過其「真實損害」(actual damages)。美國聯邦最高

¹⁶ 17 C.F.R. § 240.10b-5: "It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security."

¹⁷ Robert B. Thompson, *The Measure of Recovery Under Rule 10b-5: A Restitution Alternative to Tort Damages*, 37 VAND. L. REV. 349, 353-356 (1984); Elizabeth Chamblee Burch, *Reassessing Damages in Securities Fraud Class Actions*, 66 MD. L. REV. 348, 360-361 (2007) (Courts "fashioned awards out of numerous damage theories including the benefit-of-bargain rule, the out-of-pocket rule, disgorgement, and rescission.")

1 法院在 1986 年的 *Randall v. B. J. Loftsgaarden*¹⁸ 判決中
2 則肯認本條規定之「真實損害」之計算，不僅限於一
3 種方式¹⁹。換言之，原告依據 Rule 10b-5 請求賠償，其
4 賠償範圍之確定，法律上存在著多種可能。

5 1.4 雖然賠償範圍上存在著多種可能，但從美國實務上對
6 於 Rule 10b-5 的賠償範圍的界定來看，基本上係屬於
7 淨損差額法。

8 美國聯邦最高法院在 1972 年的 *Affiliated Ute Citizens v.*
9 *United States*²⁰ 判決中表示，依 1934 年證券交易法第 28
10 條 (a) 計算之損害，原則上係原告「實際取得之公平
11 價值」與「若無詐欺情事，所應取得之公平價值」之差
12 額。美國實務上採取其他方法量定賠償者，係屬例外
13 21。

14 1.5 關於淨損差額法的進一步說明及優點，在美國學說、
15 實務上經常被引用的是 Joseph Sneed 法官在 1976 年的
16 *Green v. Occidental Petroleum Corp.*²² 判決中的說明。

17 此一判決的說明中，突顯了支持淨損差額法的兩個主
18 要理由：首先，淨損差額法係在計算原告在「有不實
19 陳述的情形下實際支出之金額」以及「不存在不實陳
20 述的情形下原告本應支出的金額」的差額，亦即精確
21 的計算不實陳述所造成的影響。再者，採取淨損差額
22 法，被告無須需對自然災害、市場因素等與不實陳述
23 無關之因素所造成的損害負責，較為合理²³。

¹⁸ *Randall v. Loftsgaarden*, 478 U.S. 647 (1986).

¹⁹ *Id.* at 663.

²⁰ *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128 (1972).

²¹ Robert B. Thompson, *Simplicity and Certainty in the Measure of Recovery Under Rule 10b-5*, 51 BUS. LAW. 1177, 1185 (1995) (“[E]xceptions” to the out-of-pocket measure “do not apply in many, if not most, Rule 10b-5 cases”); Joseph A. Grundfest, *Damages and Reliance Under Section 10(b) of the Exchange Act*, 69 BUS. LAW. 307, 364-365 (2014) (“The dominant view among the lower courts is that an out-of-pocket recovery measure that follows Ute’s difference between the fair value of what plaintiff received and the fair value of what he would have received had there been no fraudulent conduct.”).

²² *Green v. Occidental Petroleum Corp.*, 541 F.2d 1335 (9th Cir. 1976).

²³ *Id.* at 1344 (“This measure fixes recovery at the difference between the purchase price and the value of the stock at the date of purchase. This difference is proximately caused by the misrepresentations of the defendant. It measures precisely the extent to which the purchaser has been required to invest a greater amount than otherwise would have been necessary. It furthers the purpose of rule 10b-5 without subjecting the wrongdoer to damages the incidence of which resembles that of natural disasters.”)

1 1.6 如上所述，Rule 10b-5 的賠償計算，原則上採取淨損差
2 額法。此在 Rule 10b-5 適用於流通市場財報不實的情
3 形下，更應是如此²⁴。

4 若是股票買賣係當事人雙方的私下交易，如有糾紛，
5 買受人本可向出賣人主張。若買受人得解除契約並請
6 求返還價金，在此雙方互負回復原狀義務的情形下，
7 契約成立後、解除前，因市場因素所生之跌價損失，
8 可能歸由賣方負擔。

9 惟在流通市場財報不實的案例中，此一不實之財報雖
10 由公司公布，但主張在財報公布後買進股票因而受害
11 之投資人，其股票並非向公司購得，此時若欲將其所
12 購得之股票交予公司，並請求返還其原本支出之價金，
13 或依毛損益法，請求相當於此之損害賠償，顯難有正
14 當之論據²⁵。

15 1.7 在上述淨損差額法的指導原則下，過去實務案例中曾
16 有損害賠償的計算方法與結果卻接近毛損益法者。惟
17 此類判決，均屬早期之判決，且屬少數²⁶。此外，這些
18 判決提供的理由論據不一，有時甚至未附理由²⁷。綜合
19 來看，實難認美國實務上早期之少數採取類似毛損益
20 法的判決，有明顯的參考價值。

²⁴ STEPHEN J. CHOI & A. C. PRITCHARD, SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS 341 (2nd ed. 2008) (“The rule in class actions for fraud in connection with an actively traded security is the out-of-pocket measure traditionally used by tort law, that is, the difference between price paid and the value of the security at the time of the purchase.”); Jill E. Fisch, *Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud*, 94 IOWA L. REV. 811, 844 (2009) (“Securities fraud decisions rarely address damages. When they do, they describe recoverable damages as the plaintiff’s ‘out-of-pocket’ loss.”).

²⁵ THOMAS LEE HAZEN, PRINCIPLES OF SECURITIES REGULATIONS 275 (2nd ed. 2006) (“Rescission would not be appropriate, however, when the defendant is not on the other side of the transaction (either as a broker or principal).”).

²⁶ Ann Morales Olazabal, *Loss Causation in Fraud on the Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, 3 BERKELEY BUS. L. J. 337, 361 (2006) (“A minority of early decisions used gross loss measure of damages ... Instead of the ‘gross loss’ measure, the majority of courts have opted for a ‘net loss’ measure that seeks to remove other price-confounding effects from the total stock drop, namely company- or industry-specific news affecting the stock, or conditions affecting the market generally.”); Jared Tobin Finkelstein, *Rule 10b-5 Damage Computation: Application of Financial Theory to Determine Net Economic Loss*, 51 FORDHAM L. REV. 838, 840 (1983) (“Many courts have rejected the gross loss theory in cases involving frauds.”); Burch, *supra* note 17, at 359 (“As measured by the out-of-pocket rule, damages compensate plaintiffs only for losses actually caused by a misrepresentation or omission. ... The few opinions available on open-market damages generally limit plaintiff’s recovery to out-of-pocket losses.”).

²⁷ Thompson, *supra* note 17, 361-365.

1.8 應再澄清的是，從賠償計算的計算式來看，淨損差額法與毛損益法之差異看似僅係股票價值之量定時點有所不同，前者是購買價格與購買時真實價值之差額，後者是購買價格與不實資訊揭穿後之價格之差額。因此，學說上有將毛損益法稱為「修正式的差額法」(modified out-of-pocket measure)²⁸。但究其本質，毛損益法實係更近似於使原告能夠回復於未有交易之原來狀態的賠償(rescissory measure)²⁹，此不可不辨。

類此之誤解，可以我國高等法院 104 年度金上字第 14 號民事判決為例。該判決謂：「淨損差額法及毛損益法對於金錢賠償之方式，原則上皆以受害人對於股票之購買價與該股票『公平價格』之差額，為受害人可得求償之金錢損害。兩者最大之歧異點在於公平價格之認知並不相同。淨損差額賠償原則之公平價格，係指受害人當初交易時之公平價格；而毛損益法的公平價格，則指詐欺情事被揭露時之市價或揭露後合理期間內受害人再出售之市價以為決定。」從此一判決的上述描述來看，其似乎認為：採取淨損差額法或毛損益法，只是「公平價格」選擇的不同，無論選擇何者，均屬公平。然而，這樣的看法，顯然忽視了兩種方法的關鍵差異（亦即，是否包括財報不實以外之其他因素所造成之損失），亦未對適用結果懸殊之兩種方法的抉擇，提供任何論據，應非可採。

2. 晚近實務學說發展，更是完全偏離毛損益法

²⁸ Thompson, *supra* note 21, at 1191.另參閱莊永丞，證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方法之省思，臺大法學論叢，34 卷 2 期，2005 年 3 月，138 頁（「兩者最大的歧異點，在於公平價格之認知並不相同。淨損差額賠償原則的公平價格，係指原告當初交易時之公平價格；而毛損益法的公平價格，則指被告詐欺情事被揭露時之市價或於揭露後合理期間內原告再出售之市價以為決定。」）。

²⁹ Andrew L. Merritt, *Consistent Model of Loss Causation in Securities Fraud Litigation: Suiting the Remedy to the Wrong*, 66 TEX. L. REV. 469, 477 (1988) (“Because this [gross loss] measure of damages usually returns the buyer to the monetary position she occupied at the time she entered the transaction, especially if she sold the security promptly upon learning of the fraud, courts have termed it a ‘rescissionary,’ ‘rescissory,’ or ‘rescissional’ measure of damages.”); Finklestein, *supra* note 26, at 838-839 (“The gross loss theory awards the plaintiff the total dollar decline in the price of the stock between the date of purchase and either the date of resale of the stock or the date of disclosure of the fraud. This is a rescissory measure of damages.”).

2.1 美國聯邦最高法院於 2005 年做成之 *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*³⁰ 判決進一步確立了損害因果關係 (loss causation) 的地位與重要性。根據此一判決，原告在依 Rule 10b-5 針對財報不實提起團體訴訟請求賠償時，必須更具體地指摘不實陳述與原告所受之損害間具有損失因果關係，不能僅以被告的不實陳述使公司的股價灌水，而為已足。

此一判決雖未明確針對賠償範圍提出看法，但鑑於其要求原告在提起團體訴訟時，需將其所受損害與公司財報之不實加以連結，以證明其損害因果關係。依本判決之意旨，賠償範圍之計算應採淨損差額法。蓋若採毛損益法，等同係將原告之地位回復至未進行股票交易之原狀，在此情形下，損害因果關係的證明，似乎是多此一舉³¹。

2.2 如前所述，與毛損益法相較，淨損差額法在美國實務的主流地位，毫無疑義。而晚近美國學界對於流通市場財報不實賠償責任之研究，幾乎不再針對毛損益法與淨損益法之選擇加以討論，而著重於以淨損差額法計算賠償之反省。學者之結論多是指向現制下的財報不實賠償責任過於巨大，應加以大幅改革或縮減賠償範圍。

一個被現今學者大量引用的論點來自於 Frank Easterbrook 及 Daniel Fischel。他們指出公司財報不實所造成的投資人輸贏互見的情形，長期以來，會使得分散投資的投資人盈虧互抵³²。按，投資人可以分散投資，採取投資組合的策略，同時投資於多家公司，以降低、消弭非系統性風險。理論上，在公司財報不實期間，這

³⁰ *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005).

³¹ Burch, *supra* note 17, at 386 (“[A]fter the *Dura*, the loss causation element plainly mandates that plaintiffs tie the loss for which they seek damages to the defendant’s misrepresentation or omission. It follows that, if liable, defendants should compensate plaintiffs only for those losses. Consequently, a typical rescissory measure of loss, which aims to restore the parties to the position they would have been in absent the fraud, should not be available because it would require the defendant to reimburse the plaintiffs for losses caused by both fraud and changes in the market.”); Cf. Olazabal, *supra* note 26, at 361-362 (“[T]he opinion avoids addressing the measure of a fraud-on-the-market plaintiffs losses and expressly declines to define the parameters of the loss causation element or to adopt any of the existing approaches used in the circuit courts.”).

³² See generally Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 U. CHI. L. REV. 611 (1985). 本段說明，參閱邵慶平，財報不實民事責任法制中公司作為責任主體的反思，月旦法學雜誌，290 期，2019 年 7 月，123-124 頁。

樣的投資人若剛好站在賣方，而能以灌水之價格賣出股票，獲得額外利益；若剛好站在買方，而以灌水之價格買入，將因此受到損害³³。長期而言，理性之分散投資的投資人，可能在百分之 50 的情形成為贏家，百分之 50 的情形成為輸家³⁴。在此情形下，投資人實無損害可言，何有加以賠償之必要？

Easterbrook 及 Fischel 的觀點得到學界廣泛的引述及支持，並成為多數學者改革現制下財報不實賠償制度的重要論據³⁵。據此而來的主張，常就賠償金額的計算上，建議採取其他方式，以縮減依據目前之淨損差額法所計算之賠償金額。在「縮減賠償金額」已成學界有力看法之下³⁶，毛損益法之不被支持，不言可喻。

四、不宜將美國證交法第 21D 條第 5 項規定以法理適用於我國

(一)美國證交法第 21D 條第 5 項規定內容

1. 依本項第 1 款規定，在證券訴訟中，法院判決給予原告的損害賠償金額，不應超過「原告買入證券之價格」與「該證券自不實資訊更正日起 90 日期間每日收盤之平均價格」之差額。

Except as provided in paragraph (2), in any private action arising under this chapter in which the plaintiff seeks to establish damages by reference to the market price of a security, the award of damages to the plaintiff shall not exceed the difference between the purchase or sale price paid or received,

³³ *Id.* at 639-41.

³⁴ *Id.* at 641 (“An investor with a diversified portfolio will be a hidden gainer in a transaction like the example above as often as he will be a loser. Every losing buyer during the two-day period is matched with a gaining seller. Over the long run, any reasonably diversified investor will be a buyer half the time and a seller half the time.”)

³⁵ Donald C. Langevoort, *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, 38 ARIZ. L. REV. 639, 646 (1996) (“Perhaps the most fundamental point in this analysis is one first made by Frank Easterbrook and Daniel Fischel in their article on optimal damages in securities fraud actions in 1985.”); Janet Cooper Alexander, *Rethinking Damages in Securities Class Actions*, 48 STAN. L. REV. 1487, 1502 (1996); Paul G. Mahoney, *Precaution Costs and the Law of Fraud in Impersonal Markets*, 78 VA. L. REV. 623, 628 (1992); John C. Jr. Coffee, *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 COLUM. L. REV. 1534, 1558 (2006); Merritt B. Fox, *Why Civil Liabilities for Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade?*, 2009 WIS. L. REV. 297, 302 (2009).

³⁶ Grundfest, *supra* note 21, at 372 (“From a policy perspective, a large academic literature provides significant support for a rule that would narrow the scope of aftermarket damages recoverable under section 10(b).”).

as appropriate, by the plaintiff for the subject security and the mean trading price of that security during the 90-day period beginning on the date on which the information correcting the misstatement or omission that is the basis for the action is disseminated to the market.

2. 依本項第 2 款規定，在證券訴訟中，若原告在前揭 90 日期間已將其證券售出，則原告之損害不應超過「原告買入證券之價格」與「該證券自不實資訊更正日起至原告售出日止之每日收盤之平均價格」之差額。

In any private action arising under this chapter in which the plaintiff seeks to establish damages by reference to the market price of a security, if the plaintiff sells or repurchases the subject security prior to the expiration of the 90-day period described in paragraph (1), the plaintiff's damages shall not exceed the difference between the purchase or sale price paid or received, as appropriate, by the plaintiff for the security and the mean trading price of the security during the period beginning immediately after dissemination of information correcting the misstatement or omission and ending on the date on which the plaintiff sells or repurchases the security.

(二)本項規定係損害賠償的上限，而非損害賠償的計算方式

1. 本項規定來自 1995 年通過的私人證券訴訟改革法案 (Private Securities Litigation Reform Act of 1995)。其立法的理論基礎來自於「崩盤理論」(crash theory)³⁷，亦即股價在不實資訊更正後可能會出現過度反應而有大幅下跌的情形，若給予一定之反應期間，則股價可能會修正其原先的過度反應。因此在計算損害賠償時，不應參考不實資訊更正後之即時股價，而應參考不實資訊更正後一段期間之股價反應。
2. 對於本項規定，最應強調的是，法條文字中明確指出，本項規定是對於損害賠償金額設定上限，而非提供計算方式

³⁷ 關於此一法案的立法及崩盤理論的說明，參閱莊永丞，同註 28，142-145 頁。

38。僅就此點觀之，即不宜將本項規定作為法理適用於我國財報不實損害賠償事件之損害計算方式。

既是立法設定「上限」，則其提出之上限標準，可以失之粗略，或者失之過寬，但仍有可能被認為瑕不掩瑜，或者至少是為禍不大。蓋立法者所欲表達的理念即是限制被告的損害賠償金額在一定範圍內，至於個案中如何計算，仍應由法院依前段所述之美國法規範加以決定。

相對的，若我國援引美國證交法第 21D 條第 5 項規定之計算式作為計算損害賠償金額之方法，即是將美國法的「上限」作為我國法的「原則」。以外國法作為法理而為我國法解釋之參考，若在外國法內容上有如此之割裂選擇，不僅忽略外國法規範之完整性與重要內涵，也無視於其立法目的與背景，顯有不當。

(三)本項規定在美國學界備受批判

1. 本項規定雖以崩盤理論作為其理論基礎，目的在限縮被告之賠償責任，但其上限設定之計算式（「原告買入證券之價格」與「該證券自不實資訊更正日起 90 日期間每日收盤之平均價格」之差額），更接近於毛損益法之精神。如同前文所指出，毛損益法之計算，在美國僅為早期之少數案例所採，而非學界實務之多數看法。因此本項規定一出，雖僅係上限規定，並非提供損害之計算方式，仍受到學界強烈批判。就此看來，我國更不宜以此為法理，將之作為財報不實損害賠償之計算方式。

2. 以下以兩位美國學者的論述為例，說明美國學界對於本項規定之批評。

2.1 Richard A. Booth 指出本項規定之計算式中存在三個基本缺陷（fundamental flaws）。其中第一個缺陷即為此一計算式並未考慮到在「買入證券至不實資訊更正期間」，可能存有財報不實以外之其他因素導致股價下跌³⁹。蓋若是財報不實以外之其他因素導致股價下跌，此一部份

³⁸ 參閱賴英照，同註 2，738-739 頁。

³⁹ Richard A. Booth, Windfall Awards under PSLRA, 59 BUS. LAW. 1043, 1046 (2004).

1 應不在損害賠償之列。但美國證交法第 21D 條第 5 項
2 規定以「不實資訊更正後的 90 日期間之收盤平均價格」
3 來計算，並未能回應、考慮此一問題。上述指摘，正突
4 顯出本項規定的計算式實與毛損益法無異，亦即納入其
5 他因素所造成之股價下跌，此顯然有違於淨損差額法的
6 精神。

7 第二個缺陷則為此一計算式並未考慮到在「不實資訊更
8 正後 90 日期間」，可能存有財報不實以外之公司其他因
9 素，導致股價下跌。第三個缺陷則為並未考慮到在「不
10 實資訊更正後 90 日期間」之整體市場狀況，以及公司
11 股價因此所受到的影響⁴⁰。綜言之，這些缺陷的存在，
12 都是源於此一計算式的精神與毛損益法相同，只單純的
13 將投資人買入價格與不實資訊更正後之價格加以相減，
14 而未能考慮造成股價漲跌之因素可能各有不同。

15 2.2 Robert B. Thompson 指出立法者之目的雖是將損害限於
16 「詐欺造成之損失，而不及於其他市場因素造成之損
17 失」。然而，本項所採取之計算式，經常會發生納入因
18 為市場因素所造成之股價下跌之情形，但在某些情況下
19 又反而排除了因為詐欺所造成之股價下跌。這樣的情形
20 與其立法目的背道而馳⁴¹。就此觀之，Thompson 教授此
21 處所指出之問題，與 Booth 教授前段所指出之三大缺陷，
22 本質上可謂相同。

23 五、不宜類推適用證交法第 157 條之 1 第 3 項之規定

24 (一)證交法第 157 條之 1 第 3 項關於內線交易民事責任之規定

25 本項規定如下：「違反第一項或前項規定者，對於當日善意從
26 事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個
27 營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任；其情節重大者，
28 法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍；
29 其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。」

30 (二)內線交易損害賠償之計算顯係基於特殊之立法政策考量

⁴⁰ *Id.*

⁴¹ Thompson, *supra* note 21, at 1178.

1 1. 證交法第 157 條之 1 增訂於 77 年。昔時本條第 2 項規定
2 為：「違反前項規定者，應就消息未公開前其買入或賣出該
3 股票之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差
4 額限度內，對善意從事相反買賣之人負損害賠償責任；其
5 情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將
6 責任限額提高至三倍。」本項規定於 91 年修法時，曾有小
7 幅文字調整。但在 95 年修法時，本項移列為第 3 項，並做
8 大幅修正如現行文字。

9 2. 95 年修正前，係以內線交易行為人之「消息未公開前其買
10 入或賣出該股票之價格，與消息公開後十個營業日收盤平
11 均價格之差額限度內」計算損害賠償。95 年修正後，則以
12 「當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，
13 與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額」計算損害
14 賠償。行政機關提出之修法理由為：「集中交易市場買賣有
15 價證券之投資人甚多，如以內線交易行為人之立場，擬制
16 計算其賠償金額，將產生賠償上限，而限縮投資人之請求
17 賠償金額，致損及投資人權益。經考量前述因素，爰修正
18 以善意從事相反買賣人之立場擬制計算賠償金額」⁴²。

19 3. 上述修法前後的重大轉變，足見內線交易損害賠償責任規
20 範之不同模式，與財報不實損害賠償責任之淨損差額法與
21 毛損益法的選擇考量，迥不相同。此外，亦可看出現行法
22 下之內線交易損害賠償責任之特殊立法目的。鑑於內部人
23 內線交易與公司財報不實之性質顯不相同，且在財報不實
24 損害賠償責任規定，欠缺相類似之修法背景與立法目的的
25 情形下，應難以證交法第 157 條之 1 第 3 項規定類推適用
26 於證交法第 20 條之 1 之損害賠償。

27 (三)若類推適用內線交易損害賠償之計算式，形同採取毛損益法

28 1. 若財報不實損賠事件類推適用內線交易損害賠償之計算
29 式，應係以投資人「買入或賣出該證券之價格，與消息公
30 開後十個營業日收盤平均價格之差額」計算損害賠償。這

⁴² 立法院第 6 屆第 2 會期第 1 次會議議案關係文書，院總第 727 號政府提案第 10191 號，2005 年 9 月 9 日，政 260 頁。

樣的計算方式，其結果即為毛損益法之適用，而非淨損差額法。

2. 吾人若肯認財報不實損害賠償之計算應採淨損差額法，自不應認證交法第 157 條之 1 第 3 項規定有類推適用之合理性。

3. 過去實務見解有採取類推適用證交法第 157 條之 1 第 3 項規定，以計算損害賠償者，已為最高法院所不採。

3.1 臺灣高等法院 99 年度金上更(一)字第 1 號民事判決謂：

「按財務報告不實所生股票交易差額之損害，究應如何計算，證券交易法並無明文規定，僅於同法第 157 條之 1 就『內線交易』所生之損害賠償額計算方式為明文規定，故學說及實務莫衷一是。...本件投資人自 91 年 4 月 30 日（即公告 91 年第 1 季不實之財務報告）至 93 年 8 月 31 日（即不實財務報告消息爆發前）之期間內，於公開市場上買受被上訴人之股票，因其股價受被上訴人不實財務報告之影響而呈現虛漲之狀態，投資人於前開期間買進股票之當時，即受有『市價』與『真實價格』（true value）間價差之損害。...則本件損害賠償計算方式，應採『淨損差額法』即以投資人購買價格減去該股票真實價格之差額，以計算賠償金額，始為合理。」關於淨損差額法之操作，此一判決則認為：「本院認本件投資人之損害賠償計算方式，應採『淨損差額法』即以投資人購買價格減去該股票真實價格之差額，以計算賠償金額，較為合理且適當；並參酌證券交易法第 157 條之 1 關於內線交易計算損害賠償之規定，以不實消息公開揭露後 10 個營業日收盤平均價格 3.378 元，擬制作為本件真實價格」。

3.2 上一判決上訴後，為最高法院 102 年度台上字第 1294 號民事判決廢棄並發回。最高法院謂：「查...投資人，受有『市價』與『真實價格』間價差之損害，應以『淨損差額法』即投資人買進股票之市價與當時『真實價格』之差額計算之，始為合理，為原判決認定之事實。果爾，

1 是否上訴人於證券交易市場顯現之財務資訊會因陸續
2 申報公報之財務報告內容有所變動，所反應之市場股價
3 會有不同？真實價格亦會與時調整？參以附表所示各
4 投資人係在不同時期、以不同價格買入上訴人股票（見
5 原審卷外放證物(二)附件二），則各投資人各買入時之
6 真實價格是否一致無異？並非無疑，自有釐清之必要。」

7 3.3 上一最高法院判決正確的指出，所謂類推適用證交法第
8 157 條之 1 第 3 項的計算方法，本質上即為毛損益法。
9 就此觀之，原審判決之說理及參酌證交法第 157 條之 1
10 規定之計算方式，即有前後矛盾之嫌。

11 (四)本項規定在內線交易事件或許適當，但在財報不實事件則非
12 適當

13 1. 吾人若認為，在內線交易發生時，當日善意從事相反買賣
14 之人即為受害人⁴³，則證交法第 157 條之 1 第 3 項規定以
15 其「買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日
16 收盤平均價格之差額」計算損害，或屬適當。但若以同一
17 計算式作為財報不實損賠事件下之損害，則非如是。關鍵
18 在於內線交易事件與財報不實事件在事實面上的差異。

19 2. 按，內線交易之發生，係行為人知悉尚未公開之重大消息
20 而買進股票意圖獲利或賣出股票意圖避損，因此不法之交
21 易行為發生時點與重大消息公開之時點，經常相距不遠。
22 因為交易時點與重大消息公開時點上的密接，期間自然較
23 少存在重大消息以外之其他影響股價之因素。換言之，上
24 述毛損益法的計算式，其計算結果可能與淨損差額法（僅
25 計算重大消息對於股價的影響）相近。相對的，財報不實
26 事件中，財報不實期間（不實財報公告之後、財報不實被
27 揭穿之前）有時長達數年（以本件合邦案為例，即長達 2
28 年半）。因此財報不實期間中，自然存在著諸多影響股價之
29 因素。若類推適用證交法第 157 條之 1 第 3 項規定之計算
30 式，自然就會計入財報不實以外之其他因素對於股價之影

⁴³ 關於當日善意從事相反買賣之人是否為內線交易之受害人的討論，參閱江朝聖，內線交易民事責任規定之商榷，收錄於：當前公司與證券法制新趨勢：賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集，元照，2016 年 8 月，607-609 頁。

1 響，而與淨損差額法大相逕庭。

2 六、證交法第 20 條第 1 項的責任主體範圍⁴⁴

3 (一)證交法第 20 條第 1 項、第 3 項關於證券詐欺民事責任之規定

4 證交法第 20 條第 1 項、第 3 項規定如下：「有價證券之募集、
5 發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信
6 之行為。」；「違反第一項規定者，對於該有價證券之善意取
7 得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任。」

8 (二)從證交法第 20 條第 1 項的立法沿革看責任主體

9 1. 在我國證券交易法立法之初，行政院所提出的草案中第 20
10 條第 1 項原規定，「任何人」不得以不正當之方法募集、
11 發行或買賣有價證券。在法案審查的過程中，有立法委員
12 指出「這條等於是把外國法律搬過來的」⁴⁵，亦有認為：「本
13 法『任何人』一語係從日本證券交易法之『不論何人』翻
14 譯過來」⁴⁶。然而，上述條文在審查過程中引起許多討論，
15 立法委員之間對於「任何人」一詞，有許多不同的解讀及
16 意見：有認為「所謂任何人，即募集發行或買賣有價證券
17 的人，包括發行有價證券之公司，證券商及店頭買賣者，
18 並非其他無關之人」⁴⁷；有認為應僅指「經紀人，董監事等
19 掌握操縱股票的人，如推廣到募集，發行或買賣的人，對
20 於有錢買股票而致犯刑罰，未免牽涉太廣了」⁴⁸。經過不同
21 意見的立法委員開會協商後，決議指出條文中之「任何人」
22 一詞，「措詞空泛，很不妥當」⁴⁹，而「『不正當手段』，
23 在各有關法律條文中也是不常見的用語」⁵⁰。因此最後通過
24 之證券交易法第 20 條第 1 項的條文變成為：「募集、發行
25 或買賣有價證券者，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤

⁴⁴ 關於本段之說明，較完整的論述及文獻引用，請參閱作者就此之專文。邵慶平，證券交易法第 20 條第 1 項之民事責任主體不及於次要行為人？：以企業財報不實類型案例為中心，臺大法學論叢，42 卷 1 期，2013 年 3 月，171-214 頁。

⁴⁵ 立法院公報，57 卷 20 期，1968 年 3 月 23 日，1074 頁。

⁴⁶ 同前註，1078 頁。

⁴⁷ 同前註，1076 頁。

⁴⁸ 同前註，1076 頁。

⁴⁹ 立法院公報，57 卷 21 期，1968 年 3 月 27 日，1114 頁。

⁵⁰ 同前註。

信之行為」。第2項則規定：「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。」據此而言，本條民事責任的主體似僅限於實際為募集、發行或買賣有價證券之人，而不涵蓋與募集、發行或買賣有價證券有關之人在內。

2. 在77年修法時，第20條第1項修改為：「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。」行政院提出之修法理由謂：「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。」⁵¹

3. 77年的條文修訂，標示著責任主體範圍之立法選擇上的重大改變。雖然法條文字上並未明確規定責任主體，以致未能完全阻絕爭議的產生，惟修法理由既是鑑於被害人「可能受……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」，在法條解釋上，其民事責任主體或許應該包括所有參與證券詐欺之第三人。

(三)證交法第20條第1項的責任主體不限於第20條之1規定

1. 在證交法第20條之1增訂後，實務見解曾有認為，在財報不實損害賠償之請求，第20條第1項之責任主體應與第20條之1規定之責任主體做同一解釋。

臺北地方法院87年度重訴字第1347號民事判決認為：「依原告主張之上開事實，本件發生之時點，係於95年1月11日證交法第20條之1修法前，依前揭說明，證交法第20條之1之增訂，無非係在釐清修法前實務上因法無明文所生之諸多爭議，於該條文增訂之前，實務上就此部分即責任要件（故意過失）、賠償義務人、請求權人等，依前

⁵¹ 立法院公報，76卷96期，1987年12月2日，38-39頁。

開二之說明，證交法第 20 條之規定是否僅限於『發行人』及『故意責任』，有不同之見解，茲證交法第 20 條之 1 既就上開爭議加以釐清，就此部分言，雖屬『法理之明文化』，...惟 95 年 1 月 11 日修正證交法第 20 條之 1，就此責任部分，基於責任平衡之考量，將之修正為如上所述之責任比例賠償責任，與修正前應負連帶賠償之責之『法理』，顯有不同，故 95 年 1 月 11 日修正證交法第 20 條之 1，於本件自難以該條文之全部內容均屬『法理之明文化』而加以適用。」

2. 本文認為第 20 條第 1 項之責任主體與第 20 條之 1 不同

從證交法第 20 條第 1 項、第 2 項與第 3 項以及第 20 條之 1 條文的發展過程與體系解釋、文義解釋觀之，第 20 條第 1 項係基本的反詐欺條款，第 20 條之 1 則是反詐欺條款的特殊類型的一種，兩者規範之責任主體並不必然完全一致，解釋上，一般反詐欺條款的責任主體自然應該更廣於特殊之反詐欺條款，以求規範之完整與周全。

3. 第 20 條第 1 項或第 20 條之 1 適用上的重大差異

從立法論觀之，本文認為第 20 條之 1 所規定之主觀要件過於嚴苛，並非妥適。據此，就現行法規定之解釋，證交法第 20 條第 1 項與第 20 條之 1 的區別適用有其重要意義。亦即，適用第 20 條之 1 規定之責任主體依法分別負有無過失責任、推定過失責任或一般過失責任，但適用第 20 條第 1 項之責任主體，應以故意（或包含重大過失）為其主觀要件⁵²。

具法律意見書人

簽名： 邵慶平

臺灣大學法律學院教授

日期： 111、11、7

⁵² 參閱王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，實用證券交易法，新學林，六版，2021 年 10 月，467 頁。

1 「最高法院 111 年度台上字第 21 號請求損害賠償事件」鑑定意見書
2 (補充)

3

4 邵慶平（臺灣大學法律學院教授）

5

6 目錄

7	法律問題：證券交易法第 20 條之 1 規定，就不實財報行為人應負之賠償責任，	
8	並未如同第 157 條之 1 第 3 項明定以「消息公開後十個營業日收盤平均價格之	
9	差額，負損害賠償責任。」此係立法者有意授權法院裁量之「空白授權」，或是	
10	「法律漏洞」？	2
11	一、證交法第 157 條之 1 第 3 項特殊的立法模式與沿革	2
12	(一) 77 年增訂之證交法第 157 條之 1 之本項規定與解釋	2
13	(二) 95 年修法後之證交法第 157 條之 1 之本項規定與解釋	3
14	二、由立法模式與沿革觀之，難以證交法第 157 條之 1 規定之內容認第 20 條	
15	之 1 有法律漏洞存在	3
16	(一) 內線交易規範與財報不實規範之差異應係立法者刻意為之	3
17	(二) 證交法第 157 條之 1 規定的參考價值	4

18

19

1 續原提出之鑑定意見書，針對下一法律問題，補充說明：

2 法律問題：證券交易法第 20 條之 1 規定，就不實財報行為人應負之
3 賠償責任，並未如同第 157 條之 1 第 3 項明定以「消息公開後十個營
4 業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任。」此係立法者有意授權
5 法院裁量之「空白授權」，或是「法律漏洞」？

6 一、證交法第 157 條之 1 第 3 項特殊的立法模式與沿革

7 (一)77 年增訂之證交法第 157 條之 1 之本項規定與解釋

- 8 1. 本項於 77 年增訂時規定：「違反前項規定者，應就消息未
9 公開前其買入或賣出該股票之價格，與消息公開後十個營
10 業日收盤平均價格之差額限度內，對善意從事相反買賣之
11 人負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相
12 反買賣之人之請求，將責任限額提高至三倍。」
- 13 2. 本條關於內線交易禁止規定之立法，余雪明教授參與甚深。
14 以下引號內文係引用余教授於 78 年出版之著作對於本項
15 規定之闡釋：
 - 16 2.1 「責任限額：早期判例無限額，在集中交易市場其責任
17 幾無限，與被告所得相去太遠，故美國最近判例限於其
18 所得或避免之損失。美國內部人交易制裁法並規定證管
19 會得向法院請求三倍之罰鍰（civil penalty）歸國庫，以
20 資薄懲。草案採其法意，提高法定限額至三倍，但限於
21 法院認為情節重大者。如違背負託，或受害人甚多，並
22 可考慮公平原則。」¹
 - 23 2.2 「利益推定：為仿加拿大立法例（六十天）而縮短，其
24 作用為減輕原告之舉證責任。但雙方均可舉證推翻此一
25 『推定』。美國為公開後『合理期間』後價格之差額。」
26 ²
- 27 3. 從本項文字觀之，本項係採取「利得返還」規範模式，此
28 無爭議。有爭議的是，上述關於賠償額度之規定，過去實

¹ 余雪明，證券交易法，財團法人中華民國證券市場發展基金會編印，1989 年 9 月，179 頁。

² 同前註，180 頁。

務見解曾有認為係屬「擬制」，而非「推定」。

例如，新北地方法院 93 年度金字第 6 號民事判決：「按證交法第 157 條之 1 第 2 項，雖明文擬制被告應負之賠償額，惟對於投資人得請求賠償之金額，並未明文規定其計算方式，亦乏其他判決就此部分有所闡述。惟本院應參考學說多認為投資人得請求之賠償金額，乃以其相反買進（即內線交易行為人為賣出）或賣出（即內線交易行為人為買進）之股數，占當日該股票買進或賣出之總股數之比例，再乘以前述內線交易行為人應負之損害賠償金額計算之。」

(二)95 年修法後之證交法第 157 條之 1 之本項規定與解釋

1. 95 修法後，本項規定修改為：「違反第一項或前項規定者，對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。」

2. 相對於修正前規定，95 年修法後，「不再以內部人買賣股票的價格與數量為計算基礎，而改從投資人買賣股票的價格與數量為基礎，計算賠償金額」³。「這項修正在規範哲學上，係將內線交易獲利回吐之民事責任，修正為以投資人損害為基礎之民事損害賠償。」⁴

3. 依現行法之計算方式，內線交易行為人縱然交易金額不大，也可能須負擔數額龐大之損害賠償責任，亦非合理。故本項修法同時規定「其情節輕微者，法院得減輕賠償金額」⁵。

二、由立法模式與沿革觀之，難以證交法第 157 條之 1 規定之內容認第 20 條之 1 有法律漏洞存在

(一)內線交易規範與財報不實規範之差異應係立法者刻意為之

³ 賴英照，誰怕內線交易，自刊，初版，2017 年 10 月，518 頁。

⁴ 林仁光，公司內部建立內線交易防範措施之芻議，收錄於：企業與金融法制：余雪明大法官榮退論文集，元照，初版，161 頁。

⁵ 賴英照，同註 3，518-519 頁。

1 1. 證交法第 157 條之 1 增訂於 77 年修法時，同次修法中，
2 證交法第 20 條關於證券詐欺的一般規定亦有修正，但第
3 20 條關於損害賠償之規定並無類似「消息公開後十個營業
4 日收盤平均價格之差額」之規定。此二條文均屬廣受討論
5 之重要修正。立法者於前者增加「消息公開後十個營業日
6 收盤平均價格之差額」之規定，如上所述，係基於利得返
7 還規範模式之考慮，就此觀之，後者並無類似規定，應非
8 法律漏洞。

9 2. 證交法第 157 條之 1 於 95 年修法時進行修正，同次修法
10 另增訂證交法第 20 條之 1。一則鑑於此二條文均屬廣受討
11 論之重要修正，再者考慮證交法第 157 條之 1 立法模式之
12 重大變動並有情節重大、情節輕微之例外規定，三則當時
13 投保中心已陸續提起財報不實損賠事件之訴訟，主管機關
14 及立法者對於損失計算之實務問題並非陌生。綜合看來，
15 吾人應難認為證交法第 20 條之 1 規定未有類似第 157 條
16 之 1 規定內容屬於法律漏洞。

17 (二)證交法第 157 條之 1 規定的參考價值

18 1. 如前段說明，吾人不應依據證交法第 157 條之 1 規定之內
19 容，認為證交法第 20 條之 1 存有法律漏洞，進而類推適
20 用之。然此並非謂證交法第 157 條之 1 規定全無參考價值。

21 2. 不論從 77 年立法意旨或 95 年修法意旨觀之，立法者似認
22 為：「10 個營業日」的時間，原則上可讓股價對於重大消
23 息有適當之反應。本於此一意旨，於計算不實之財報對於
24 股價之影響時，吾人似亦可參考本條規定。

25 3. 詳言之，財報不實之損失計算應採取淨損差額法，亦即僅
26 考慮財報不實因素對於股價之影響。於此原則下，一個可
27 能的參考指標即為「財報不實被揭穿之後，股價之反應」。
28 綜合證交法第 157 條之 1 規定，就此，吾人可以「財報不
29 實被揭穿之前一日股價」與「財報不實被揭穿之後，十個
30 營業日收盤平均價格」之差額觀之。

31 4. 無論如何，吾人不應逕依證交法第 157 條之 1 之文字，而
32 認財報不實損害賠償之計算，應依「投資人買入或賣出該

1 證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差
2 額」。

3

4 具法律意見書人

5 簽名： 邵慶平

6 臺灣大學法律學院教授

7 日期： 111. 11. 8