

國立臺灣大學法律學院法律學系



碩士論文

Department of Law

College of Law

National Taiwan University

Master Thesis

操縱市場損害賠償計算之分析

Analysis of Market Manipulation Damages' Calculation

吳振睿

Chen-Jui Wu

指導教授：蔡英欣 博士

Advisor: Ying-Hsin Tsai, Ph.D.

中華民國 112 年 1 月

January 2023





謝辭

從一開始進入台大到終於完成論文也經過了三年的時間，這三年認識很多志同道合的朋友，也碰到很多學識淵博且待人和善的老師。也正是因為這些家人、老師和朋友們，才能讓我順利地完成這篇論文。

首先必須感謝的是我的指導老師 蔡英欣老師，是老師帶領我進入日本法的世界，讓我在研究生時期對於日本法有更深入的了解，且縱使我日文能力明顯不足，仍讓我擔任研究助理一職，協助老師撰寫研究計畫，過程雖不盡順遂，造成老師不便，但老師仍不辭辛勞地用心教導。老師在論文中不僅給我相當大的空間能夠自我發揮，又會適時地提出實用的建議，讓我不管是遇到瓶頸或內容有誤時，都有一定的方向去改正。在研究生這三年，老師絕對是不可或缺的存在，再次謝謝老師願意擔任我的指導老師。

謝謝兩位口試委員 朱德芳老師與邵慶平老師，老師們以自身淵博的知識，在口試時給予許多寶貴建議，讓我能從更多角度去審視這篇論文，了解本篇論文以及自身能力尚有許多不足之處仍待精進。

謝謝楊岳平老師以及黃承祖老師，在我書寫論文遇到不熟悉的領域時，願意多花時間教導，且也不吝嗇地告訴我各種研究資源，讓我能夠將本篇論文順利完成。

謝謝朋友們，有你們的陪伴是我在研究所最快樂的回憶。謝謝翊心和能得，在我剛進到台大這個陌生環境時，願意告訴我行政事項和陪我吃飯，讓我能夠更快速地熟悉台大校園。謝謝舒芸和聖杰，因為有你們的陪伴，讓我的研究生生活更加多采多姿。我獻上我最誠摯地祝福，希望你們未來一切順利。

謝謝我的女友漢芸，在我低潮時給我鼓勵，即使自己已經在上班，還空出時間陪我一起校閱整篇論文，幫粗心大意的我挑出了不少錯字，這篇論文沒有你是無法完成的。

最後，最想感謝的是我的媽媽和姊姊，我知道我們家不是一個富裕的家庭，但即使如此，仍讓我在求學過程中沒有任何金錢上的煩惱，對於我想做的事情也都是全力支持。謝謝媽媽，謝謝姊姊，叛逆的兒子和弟弟終於要長大了，期望自己能夠在未來也成為你們最堅實的靠山。

把這篇論文獻給在天上的爸爸，我想我應該沒有讓你失望吧！

吳振睿

2023 年 1 月
家中書房

摘要

我國自有證券交易市場以來，操縱市場案件層出不窮。但不論是從民國 80 年的唐鋒案，還是民國 90 年的洪氏英案，抑或是民國 100 年的大同案，操縱市場損害賠償的計算方式都未有明文規定，而係交由實務自行發展，法院又以毛損益法及淨損差額法作為計算損害賠償的基本理論。本文將分析歷史判決，整理實務採取不同損害賠償計算方式的原因，在法未明文損害賠償方式下，以供參考。

接著，將與其他證券違法行為的損害賠償計算方式作比較，並分析操縱市場有無參考或類推適用其損害賠償計算之可能。最後以比較法的觀點，與美國及日本證券違法行為的損害賠償計算方式作比較，並從中分析適合我國操縱市場損害賠償的立法設計。其中，欲新增條文內容之擬制真實價格，則會以股價估值法來評估，期望明文化的操縱市場損害賠償計算方式對於原被告皆屬公平，也不會對現今法院造成過重負擔。

關鍵詞：操縱市場、損害賠償、毛損益法、淨損差額法、擬制真實價格

ABSTRACT



Since the security market has been set up in our country, market manipulation cases have happened one after another. However, even after the occurrences of several high-profile cases, such as the ROC 80's AIRLUX ELECTRICAL CO case, the ROC 90's HORNG TECHNICAL ENTERPRISE CO case, and the ROC 100's TATUNG COMPANY case, the method to calculate the compensation for market manipulation damages still has not been specified in law. Instead, the calculation method has been developed by the court itself. Through the development, we can tell that the court basically use the gross income loss method or the out-of-pocket method to calculate the damages. At the beginning, my dissertation will explain the different decisions made in court regarding damage calculation under unwritten laws by analyzing historical cases for future reference

Then, my dissertation will compare damage calculation methods with other security violation methods, and critically analyze the possibility of applying those methods to market manipulation circumstances. Finally, through comparative law, my dissertation will compare the damage calculation methods in our country with security violations in the United States and Japan, and analyze a suitable legislative design for market manipulation damage calculations in our country. Besides, the proposal of the provision's fictional true value will be evaluated by the stock price valuation. The goal is to create a fair environment for the plaintiff and the defendants under the new written market manipulation laws, while not generating excess burden on the court.

Keywords: market manipulation, damages, gross income loss method, out-of-pocket method, fictional true value

目錄



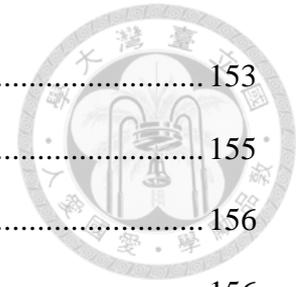
謝辭.....	I
摘要.....	III
ABSTRACT.....	IV
目錄.....	V
表目錄.....	IX
圖目錄.....	X
第一章、緒論.....	1
第一節、研究動機與研究目的.....	1
第二節、研究範圍與研究方法.....	2
第三節、論文架構.....	3
第二章、我國操縱市場法源、立法背景及損賠計算方式之分析.....	5
第一節、緣起及發展.....	5
第一項、證券交易法第 155 條的起源.....	5
第二項、證券交易法第 155 條的發展.....	7
第三項、我國操縱市場中損害賠償計算的發展.....	10
第二節、毛損益法.....	12
第一項、毛損益法的計算方式.....	12
第二項、採取毛損益法的各個判決之背景及詳細計算方式.....	13
第三項、毛損益法下價格計算基準.....	21
第四項、分析我國判決採取毛損益法的優缺點及其理由.....	24
第三節、淨損差額法.....	28



第一項、	淨損差額法的起源.....	28
第二項、	淨損差額法的計算方式.....	29
第三項、	採取淨損差額法的各個判決之背景及詳細計算方式.....	30
第四項、	分析各判決真實價格計算的採用理由.....	42
第五項、	分析我國判決採取淨損差額法的理由及其優缺點.....	46
第四節、	以操縱行為為請求權基礎但非一般投資人之原告.....	49
第一項、	原告為證券商或證交所.....	49
第二項、	被操縱股價之公司.....	50
第五節、	小結—統整操縱市場之實務判決.....	55
第三章、	與證券交易法其他損害賠償條文比較損賠計算方式.....	58
第一節、	證交法第 20 條第 1 項.....	58
第一項、	法律起源及立法背景.....	58
第二項、	損害賠償計算方式.....	60
第三項、	證交法第 20 條與證交法第 155 條之異同.....	68
第二節、	證交法第 20 條之 1.....	70
第一項、	我國立法背景及發展.....	70
第二項、	損害賠償計算方式.....	71
第三項、	證交法第 20 條之 1 與證交法第 155 條之異同.....	82
第三節、	證交法第 157 條之 1.....	85
第一項、	基礎理論、法源及我國立法背景.....	85
第二項、	損害賠償計算方式.....	87
第三項、	證交法第 157 條之 1 與證交法第 155 條之異同.....	88
第四節、	損害賠償計算之競合.....	92
第一項、	證券詐欺與財報不實.....	93

第二項、	證券詐欺與操縱市場.....	94
第三項、	證券詐欺與財報不實與操縱市場.....	94
第四項、	證券詐欺與財報不實與操縱市場與內線交易.....	96
第五項、	我國法院就以上四種證交法損害賠償競合所產生的問題.....	101
第五節、	小結.....	103
第四章、	比較法參照.....	104
第一節、	美國法.....	104
第一項、	條文規定.....	104
第二項、	實務運作.....	105
第三項、	民事罰金（civil penalty）對於損害賠償請求的影響.....	115
第四項、	美國證券詐欺損害賠償訴訟制度的評析以及借鏡.....	116
第二節、	日本法.....	120
第一項、	操縱市場損害賠償計算.....	120
第二項、	財報不實損害賠償計算.....	121
第三項、	日本證券詐欺損害賠償訴訟制度的評析以及借鏡.....	143
第三節、	小結.....	145
第五章、	擬制真實價格的評價方法.....	146
第一節、	絕對評價法.....	147
第一項、	股利折現模型（DDM）.....	147
第二項、	現金流折價模型（DCF）.....	148
第二節、	相對評價法.....	150
第一項、	淨值比（P/B Ratio）.....	150
第二項、	本益比（P/E Ratio）.....	151
第三項、	本益成長比（PEG）.....	152

第三節、 評估操縱市場案件系爭股價之構思.....	153
第一項、 淨值比應有價格	155
第二項、 本益比應有價格	156
第三項、 擬制的真實價格	156
第四節、 小結與檢討	158
第六章、 結論與待解決之問題.....	180
參考文獻.....	184



表目錄



表 1：操縱市場第三人損害賠償案件歷年數量變化（含違約交割為請求原因之情形）	9
表 2：操縱市場損害賠償計算方法隨著年份的變化（排除違約交割案）	11
表 3：真實價格計算方式之演變	42
表 4：原告主張真實價格計算與法院判決真實價格計算之比較	46
表 5：實務損害賠償計算方式採用思考流程	57
表 6：對於金商法第 21 條之 2 的多數意見和反對意見	135
表 7：本益比及淨值比算出的應有價格	160
表 8：本益比算出的應有價格與期日的關係	170
表 9：淨值比算出的應有價格與期日的關係	174

圖目錄

圖 1：操縱行為股價原有狀態及應有狀態的判斷.....	22
圖 2：操縱市場下融券的淨損差額法計算方式	26
圖 3：損害賠償競合之損害額比較圖.....	102





第一章、緒論

第一節、研究動機與研究目的

我國歷年操縱市場案件層出不窮（若以「證交法第 155 條」於判決書系統查詢，有 2085 個查詢結果），從民國八零年代的台肥案，到近年的大同炒股案，此類操縱市場案件皆不當影響著股價的波動，而造成善意第三投資人的損失。然而條文卻僅有以證交法第 155 條第 3 項作規範，對於損害賠償的立法似乎不盡周全。實務判決也更著重於違反操縱市場的刑事責任（2085 個查詢結果中，僅有 332 個屬於民事判決），故該如何公平計算並填補操縱市場受害人的損失，即為本篇論文欲解決之問題。

觀諸證券詐欺違法行為的損害賠償計算，學說討論也較著重於財報不實，於同樣未明文損害賠償計算的操縱市場則較少著墨。若粗略探究其原因，可能係因操縱市場的損害賠償計算係以淨損差額法為原則，較符合學者們對於損害賠償回復原狀之理解，而財報不實的損害賠償計算係以毛損益法為主，毛損益法的計算方式因不符損害賠償原理而受到學者們的質疑，且最高法院 109 年度台上字第 1910 號民事判決似乎有改採淨損差額法的傾向，故又引起一波學說及實務的討論。

然而，綜觀過往的操縱市場損害賠償計算方式，毛損益法及淨損差額法皆仍被採用，毛損益法的計算基礎有時並不相同，淨損差額法的擬制真實價格有時也有不同的認定，甚至於相同事實下，因法官不同也會有不同的損害賠償計算方式，此種不確定的損害賠償計算，進而造成原被告對於損害賠償範圍皆難以預測，更嚴重可能造成無法填補原告應有損失或使被告負過多的損害賠償責任。且即使近期操縱市場損害賠償計算方式趨於統一，傾向以類推適用內線交易之規定，以操縱前 10 日均價為擬制真實價格，但此計算方式是否合理？類推適用是否合理？本文亦持保留態度。



因此，本文期望透過解析各操縱市場判決，分析其採用計算方式的論理是否合理。並分析操縱市場與其他證券詐欺違法行為的關係，在法未明文損害賠償計算方式前，判斷類推適用之可行性。更進一步研究美國法及日本法之規定，分析兩國立法設計及實務運作於我國實行之可能。最終，希望能夠將我國操縱市場損害賠償計算方式部分明文化，使原告及被告對於操縱市場損害賠償有一定的可預測性，而非完全仰賴法院及投保中心對於損害賠償計算方式的解釋。

第二節、研究範圍與研究方法

於研究範圍中，可分為三部分。第一部分為我國法之證券詐欺行為的條文內容及判決分析，證券詐欺違法行為之範圍為我國操縱市場、證券詐欺、財報不實、內線交易，因此四種違法行為於判決中有時會被一併請求。分析的判決內容著重於損害賠償計算部分，詳述不同違法行為的計算方式之論述理由。第二部分為比較法之立法設計及實務運作，主要範圍為我國證券交易法所參考的美國法及日本法，美國法的範圍為有關操縱市場損害賠償條文規定及證券詐欺損害賠償條文規定和實務運作方式，日本法的範圍為有關操縱市場的條文內容和財報不實的立法設計及條實務運作。第三部分為評價方法，於估計股票應有價格以得出擬制真實價格時，所需操縱市場案件及其系爭股票的相關數值，操縱市場案件之範圍為原告於操縱市場損害賠償勝訴案件並再人工篩選符合評價方法之案件，相關數值則如本益比、每股權益、淨值比及淨值等等。

關於用語，本文所提「證券詐欺」有指狹義的證券詐欺，即我國證交法第 20 條之規定；亦有指廣義的證券詐欺，即包含狹義的證券詐欺、財報不實、操縱市場及內線交易。本文中，於我國法部分所稱的證券詐欺，通常係指狹義的證券詐欺，於比較法部分所稱的證券詐欺通常係指廣義的證券詐欺，先予敘明。

研究方法主要有判決分析、比較法研究及實證分析。首先，透過判決分析及統計，點出現今影響我國操縱市場損害賠償計算之原因及其存在之問題，並與證券詐欺、財報不實、內線交易之判決分析作比較。進而會以比較法的角度，介紹



美國法及日本法證券詐欺損害賠償的有關條文及實務運作，並分析我國若參考適用是否合適。最後，利用實證研究，以相關數值計算出應有價格，統計出最合理的擬制真實價格。

第三節、論文架構

本篇論文共六章，架構上會先介紹我國操縱市場實務判決並分析其問題。再比較我國證券詐欺、財報不實及內線交易之規定。接著與美國法及日本法作比較，並以估值方法來計算擬制真實價格。最後，建議新增的條文內容及運作方式，並同時指出待解決之問題。

第一章為緒論，主要提出本文之研究動機及期望解決之問題，並說明研究範圍及研究方法的採用，以及簡述論文架構以供讀者能先大致了解本文欲研究之內容。

第二章會先分析操縱市場實務判決，從操縱市場的源起及發展開始，說明操縱市場損害賠償計算不受我國立法及司法重視的過程，接續介紹毛損益法及淨損差額法基本理論及其優缺點，並分析實務判決於何種情形下會採用毛損益法及淨損差額法，採用毛損益法的判決係以何種計算基礎及理由為依據？採用淨損差額法的判決又係以何種擬制真實價格及理由為論理？並於本章小結整理我國歷年實務判決，操縱市場損害賠償計算在法未明文下，法院可能會基於哪些原因採取何種計算方式，以供原被告來預測其損害賠償可能之範圍。

第三章將分別分析證券詐欺、財報不實、內線交易之條文規定及實務運作，並從不同角度如基礎理論、保護法益、法源、普遍案件事實、影響持續期間、條文內容等原因分析這三種違法行為與操縱市場之異同，推論實務在法未明文下，為何會採取不同的計算方式，同時指出為何操縱市場無法逕以類推適用內線交易之規定來計算損害賠償。討論完各證券詐欺的損害賠償後，亦探討操縱市場案件與其他證券詐欺違法行為競合時，法院對於損害賠償計算方式的採用，可能使原告以多種證券詐欺行為請求被告賠償之數額，反而少於原告以單一證券證券詐欺

行為請求之數額，也間接造成被告會有違反越多證券詐欺行為，卻負更少賠償責任的錯覺，如此實務運作結果應非法院所期待，故本文亦會於本章中提出解決之道。

第四章會分別介紹美國法及日本法有關證券詐欺損害賠償的運作。首先，介紹美國法有關操縱市場損害賠償計算之規定如 Section9、Section10(b)、Rule10b-5 及其實務運作，並討論美國民事罰金制度對於美國證券詐欺損害賠償的影響，最後，從我國與美國間商業法院成熟度、證券市場運行制度及證券詐欺條文設計，分析美國損害賠償制度是否適合於我國實行。接著，介紹日本法相關規定，首先從操縱市場的條文規定，即金融商品交易法第 160 條介紹起，然而因本條內容亦未明文損害賠償計算方式，且日本實務有關此條文的判決稀少，故本文將參考與操縱市場同為證券詐欺概念之財報不實損害賠償規定，即金融商品交易法第 21 條之 2，分析財報不實損害賠償的立法設計（酌減額及推定額之規定）是否可供我國操縱市場損害賠償之立法加以參考。另外，本部分僅參考立法設計，故不會有前章因基礎理論或保護法益等等原因之不同而無法類推適用之問題，特於此敘明。

第五章會先介紹股票估值的評價方法，說明絕對評價法的股利折現模型和現金流折價模型的理論基礎及計算模型，以及相對評價法的淨值比、本益比和本益成長比的理論基礎及計算方式，並於分析各評價方法的優缺點後，以適當的評價方法估算被操縱股票於操縱期間的應有價格，並以實證統計之方式，從各案件的應有價格統計出擬制真實價格應以多少期日均價才屬合適。

第六章會回顧前述的研究及分析，進而以分析結果總結出適合我國操縱市場損害賠償計算的條文內容及其實務運作方式，並簡述待解決之問題，以期日後立法及司法一同進步。



第二章、我國操縱市場法源、立法背景及損賠計算方式之分析

第一節、緣起及發展

欲了解我國操縱市場的立法背景，勢必得從我國證券交易法第 155 條的起源開始談起，透過過去與現在的對話，來探討為何會有現今證券交易法第 155 條的存在。因此本節將透過研究證券交易法第 155 條的起源及發展，分析操縱市場立法目的為何、我國操縱市場條文的修法重點、實務及學說討論重點為何、以及初步從歷史脈絡和立法目的下帶出各種損害賠償計算方式。

第一項、證券交易法第 155 條的起源

操縱市場禁止理由，主要在於避免行為人以虛虛實實的交易行為製造股價變動的假象，而誤導投資人進而破壞市場平衡，因此從廣義的角度來看操縱市場不失為一種金融詐欺，或許可以說操縱市場本身就是金融詐欺樣態之一¹。而金融詐欺的概念自有紀錄以來可追溯至西元前 300 年，當時一名希臘商人簽了一紙船舶抵押契約（bottomry），原則上依契約內容，該名商人借錢並承諾於船隻玉米貨運獲利後會返還借款，但該名商人卻計畫使其船隻沈船，並保留借款，再賣掉玉米獲取利益，這也就是有紀錄以來第一起金融詐欺事件²。時間再拉近一點，若以我國證券交易法（下稱證交法）所參考之美國及日本證交法為主，先以美國法為參考，證券性質的法規在美國最早制定時點是在西元 1850 年，當時由於鐵路股（railroad stocks）的興起，麻州開始規範相關金融詐欺法規保護投資者³。但是金融詐欺事件，仍然以每年急速成長，因此美國在 1929 年股市大崩盤後訂立了 1933 年證券法（securities act of 1933）以及 1934 年證券交易法（securities exchange act of 1934），並將證券詐欺相關規定訂立於證交法 Section10(b)^{4 5}，再依其授權頒布了

¹ 賴英照（2017），《股市遊戲規則最新證券交易法》，三版，頁 536、599。

² The pioneers of financial fraud : <https://www.investopedia.com/articles/financial-theory/09/history-of-fraud.asp>(last visited Nov. 17, 2022).

³ A brief history of securities/financial fraud laws in the United states : <https://www.lawteryx.com/knowledge-center/history-of-securities-fraud-laws.html>(last visited Nov. 17, 2022).

⁴ 戴銘昇（2008），〈證券詐欺行為主體之判斷標準〉，《證交資料》，第 557 期，頁 6-7。

子法 rule10b-5 將證券詐欺詳細規定之⁶。日本的證券規定則是在西元 1948 年則承襲美國 1933 年證券法及 1934 年證券交易法精神，將禁止證券詐欺行為訂立於當時的證券取引法中⁷，也就是現在金融商品交易法第 158 條之規定。

若單就操縱市場起源，原則上只要證券市場一成立，操縱行為就必然會隨之發生。操縱市場此一概念，最早於 17 世紀於阿姆斯特丹市場有被記載，而操縱市場案件之發生，自有紀錄以來，最早應該是發生於堂島米期貨市場（Dojima rice future markets），在江戶時代 17 世紀末，日本大阪及一些大城發展出類似交易米的期貨制度，由這些城主發行糧票（お米券）給得標者，得標者則可以以一張糧票於約定的時間換取 10 石的米，此交易制度活絡整個米的市場，但也產生發行的糧票數量遠遠高於未來可以支付的米量，造成後期糧票無法如期兌米的風險產生，以及城主為獲取更多利益，進行炒作糧票價格事件頻頻發生⁸。同理，若將時間拉近一點，並以美國及日本起初立法背景為依據，美國操縱市場案例可追溯至西元 1790 年 Duer 案，William Duer 可以說是美國操縱行為的始祖，Duer 第一次操縱行為是藉由購買美國央行大量股票，並說服美國央行總裁於費城發布於美國各地拓展分行的聲明，在聲明發布後股價如期大漲，Duer 也將所有持股脫出獲利⁹。有了前次的獲利經驗，Duer 將目光轉移到美國銀行股市及美國債券市場（當時 William Hamilton 為了擴張美國公債使用制度，創設了可以使用四分之一現金及四分之三美國公債來購買美國銀行股票制度），因此 Duer 大量借錢購買美國公債，既可控制美國銀行股市也可掌控美國公債，雖然此計謀最後被 William Hamilton 所識破，Duer 也因此面臨無法清還借款而入獄，但此操縱行為仍對整個華爾街造成巨大衝

⁵ Gary Giroux, Accounting Fraud : Maneuvering and manipulation, Past and present, business expert press(2013), xi .

⁶ 戴銘昇（2007），〈證券詐欺之構成要件與民事責任〉，《證交資料》，第 540 期，頁 31。

⁷ 台灣證交所，2017 日本證券市場相關制度，<https://www.twse.com.tw/ch/products/publication/download/0003000159.pdf>，頁 1，最後瀏覽日：111 年 11 月 17 日。

⁸ 江戶時代にはお米が「証券化」されていたことをご存知ですか：<https://gendai.ismedia.jp/articles/-/56562?page=2>，最後瀏覽日：111 年 11 月 17 日。

⁹ Norton Reamer, Jesse Downing, Investment : A history(2016), 177.

擊¹⁰。此事件所生的經濟影響也使不少學者認為操縱市場正是導致西元 1929 年美股大崩盤的主要原因之一，故也在西元 1934 年證券交易法中將禁止操縱行為條款訂立在 Section 9(a)，避免行為人為達私益，影響市場股價、製造假象誘導投資人做出不合理之投資決定，進而影響市場秩序對整體經濟造成重大傷害。日本則同樣在西元 1929 年遭到全球股價大暴跌所影響，造成 9000 多家證券相關業者在西元 1930 到 1933 年間接連面臨暫時性倒閉，因此承襲美國證交法精神並參考美國律師 BERLE.A.A 論著，將反操縱條款訂立在金融商品交易法（前身為證券取引法）第 159 條¹¹。

而我國也於民國 57 年參考美國 1934 年證券交易法第 9 條第 1 項以及當時的日本證券交易法第 125 條第 1 項、第 2 項訂定我國證券交易法第 155 條所列之反操縱條款之規定¹²。其立法目的不外乎就是維持公平價格的形成，使市場機能能夠健全，以維護證券市場的自由運作¹³。由這些立法背景及立法目的可以得知，各國經濟或多或少都曾受到操縱市場所帶來的衝擊，使各國於訂立反操縱市場的法規時，更注重於懲罰這些行為人，以警示其他潛在行為人，達到證券交易法嚇阻的功能，避免市場經濟被這些操縱行為所拖垮，因此投資人的損害賠償在反操縱條款訂立初期並非關注重點。

第二項、證券交易法第 155 條的發展

承接上述末段，我國操縱市場法規於立法初期係基於美國及日本證交法訂定。起初之立法條文並未有違反者的民事責任相關規定，因此實務判決大部分為刑事判決，但縱有刑事判決之發生，判決結果於早期也常常獲不起訴處分或無罪判決¹⁴，其理由大多為構成要件之不符合，例如：國泰人壽公司案，並無操縱市場影響行

¹⁰ *Id.* at 177-178.

¹¹ 森山友香子（2020），〈相場操縦規制の対象に関する一考察〉，《駒澤法曹》，第 16 号，頁 96-97。

¹² 賴英照（1986），《證券交易法逐條釋義第三冊》，再版，頁 375。

¹³ 同前註，頁 374。

¹⁴ 同前註，頁 389。

情之意圖¹⁵；新奇毛紡公司案，不符合「連續」「高價」之要件¹⁶；鴻通公司案，無影響市場行情之意圖，且購買價格依被告主觀意思非「高價」¹⁷。而民事責任的部分，被害人僅能再有同時違反證交法第 20 條證券詐欺時依修正前證交法第 20 條第 2 項請求，或將證交法第 155 條解釋為保護他人的法律進而依民法第 184 條第 2 項請求，但於立法之初未設民事規定，不僅已減損本條立法功能為一立法疏漏¹⁸，也可以從我國立法初期的想法得知，操縱行為下的民事賠償責任並非本條立法重點。

我國證交法第 155 條至今經歷過四次修法，歷次修法主要內容如下所述¹⁹。民國 77 年 1 月 12 日為證交法第 155 條的第一次修正，本次修正著重於「影響市場行情」此要件之刪除或具體化，避免造成懲罰效果不彰之結果；同時，也一併新增了同條第三項，對於善意買入或賣出之投資人須負損害賠償責任，於此次修法才明文我國操縱市場的民事賠償制度。民國 89 年 6 月 30 日為證交法第 155 條第二次修正，本次修法刪除第一項第二款：在集中交易市場，不移轉證券所有權而偽作買賣者，並說明第四款「意圖」需與刻意操作行為結合才有構成犯罪之可能。民國 94 年 12 月 20 日為證交法第 155 條第三次修正，本次修法主要是新增第五款：意圖造成集中交易市場某種有價證券交易活絡之表象，自行或以他人名義，連續委託買賣或申報買賣而相對成交之違法態樣，以補足並完善前次修法刪除第二款所造成操縱樣態禁止之缺漏。民國 104 年 7 月 1 日為證交法第 155 條第四次修正，本次修法修訂第 4 款連續買賣需有影響市場價格或市場秩序之虞的要件。可以發現為嚇阻此等不法行為，避免這些投機被告能多次逃過法律的制裁影響公平市場，觀諸我國歷次操縱市場條文之修法，皆注重於構成要件的修訂，較關注操縱行為的刑事責任該如何成立，以確立我國財經刑法的架構。民事責任部分僅於第一次

¹⁵ 同前註，頁 391。

¹⁶ 同前註，頁 397。

¹⁷ 同前註，頁 401-402。

¹⁸ 同前註，頁 418-419。

¹⁹ 施東亮（2009），〈證券集中交易市場反操縱條款之實務運作研究—以證券交易法第 155 條第 1 項刑事責任為中心〉，頁 60-65。

修法提及，其餘民事責任的發展皆交由實務自行運作。惟縱交由實務運作，操縱市場的民、刑事案件數量也有很大的差距，在司法院裁判書搜尋關鍵字「證交法第 155 條」，刑事案件相關數量高達 1673 筆資料，而民事案件卻僅有 310 筆資料，亦可發現操縱市場的實務運作也著重於刑事責任的成立與否。

若探究其中 310 筆相關資料剔除非操縱市場下善意第三人損害賠償請求的情形，更可以發現我國早期操縱市場第三人損害賠償請求案件數量少之又少，但在我國依 92 年 1 月 1 日施行證券投資人及期貨交易人保護法所設立之證券投資人及期貨交易人保護中心（以下簡稱投保中心）後，操縱市場的民事損害賠償案件數量也隨之提升（如表 1），從原本的每年個位數案件到每年十幾起甚至二十幾起之案件數量，所帶來的便是過去實務界所較少面臨的問題，包含操縱市場下損害賠償交易因果關係的舉證、損害賠償損失因果關係的舉證、還有損害賠償的範圍等等。由於操縱市場的交易因果關係舉證是判斷民事責任成立與否的第一步，若無交易因果關係，則損害賠償無成立之餘地，學說及實務已就此部分肯認詐欺市場理論，來確立交易因果關係的成立，而就操縱市場的損害賠償範圍之計算，雖實務也逐漸發展出穩定見解，但仍有不少例外，而學說對此部分也大多僅止於介紹實務計算方式，並無進一步分析實務採取不同計算方式的邏輯以及此計算方式是否恰當，故粗略介紹完操縱市場法源後，本文欲著重於損害賠償的計算及其範圍。

表 1：操縱市場第三人損害賠償案件歷年數量變化（含違約交割為請求原因之情形）

	民國 91 年以前	民國 91-95 年	民國 96-100 年	民國 101-105 年	民國 106-111 年
案件總數量 （以第一審判決之年份為基準）	7（其中 5 件為違約交割案）	13（其中 5 件為違約交割案）	12（其中 2 件為違約交割案）	22（其中 2 件為違約交割案）	15（其中 2 件違約交割案件）

最終原告勝訴	6 (其中 4 件為違約交割案)	11 (其中 5 件為違約交割案)	9 (其中 2 件為違約交割案)	18 (其中 2 件為違約交割案)	13 (其中 2 件違約交割案件)
投保中心為原告	1	5	10	15	10
註：同一事實不同審級視為同一案件，有確定判決即以確定判決為依據，無確定判決以當前最新終局判決為依據，勝訴標準係指原告有請求損害賠償成功不論金額多寡。					

第三項、我國操縱市場中損害賠償計算的發展

操縱市場行為對於其他善意投資人而言應為侵權行為，因此在未明文證交法第 155 條第 3 項前，原告請求權基礎應為民法第 184 條第 2 項，其損害賠償計算應回歸民法侵權行為下的損害賠償計算，也就是以完全回復原狀為原則。

在我國訂立證交法第 155 條第 3 項後，我國操縱市場實務的損害賠償計算早期仍呈現百家爭鳴的情況²⁰，例如：民國 87 年的順大裕案法院採毛損益法；民國 87 年的大中鋼鐵案法院採類股指數比較法，民國 86 年的台鳳案，法院則參考內線交易的賠償計算方式；民國 88 年的台肥公司案，法院則參考美國法定之計算方法；民國 88 年的中櫃公司案，法院以不實消息揭穿後第二天的股價作為計算基礎；民國 99 年的唐鋒公司案，法院以民事訴訟言詞辯論終結前一日的股價作為計算基礎。上述判決顯示出我國早期實務對於如何計算損害賠償金額無明確一致的標準，因此有學者期望證交法應修正增訂適當的計算方法，以供法院及原被告參照²¹。然現今實務縱法無明文，卻已逐漸形成一穩定見解，便是考量證券市場特質，應可參考內線交易之損害賠償計算方法，以操縱行為開始前 10 個營業日之收盤均價為「真

²⁰ 賴英照，前揭註 1，頁 615-620。

²¹ 賴英照，前揭註 1，頁 620。

實價格」²²。姑且不論此計算方法是否合理，對於實務判決損害賠償計算的方式確實有達到學者所期望的穩定結果（如表 2）。



表 2：操縱市場損害賠償計算方法隨著年份的變化（排除違約交割案）

	民國 91 以 前	民國 91-95 年	民國 96-100 年	民 國 101-105 年	民 國 106-111 年
參考內線交 易計算方法	0	2	4	17	15
毛損益法	1	1	4	5	5
參考美國法 定計算方法	0	1	5	1	2
類股指數比 較法	0	1	0	0	0
其他方法	0	0	0	1	0
參考內線交 易計算方法 之比例	0%	40%	31%	71%	68%

²² 許多實務判決皆引用賴英照老師證券交易法逐條釋義第四冊，第 504 頁，參考內線交易計算方法的理由作為判決依據。

註：以判決原告勝訴案件數統計，並人工篩選符合之案件。同一事實不同審級為的判決結果視為不同案件數。

第二節、毛損益法

所謂毛損益法，係指不論該差額係因不實財報所引起，或其他市場因素所造成，被告均應承受跌價的結果²³，將操縱行為受害人回復至交易前的經濟應有狀態²⁴。因此毛損益法與淨損差額法最主要的差別，有學者認為應該是對「公平價格」的認知時點不同，毛損益法下的公平價格，是指被告於行為揭露後的市價，或是原告於被告行為結束後賣出股票的價格；淨損差額法的公平價格是指原告當初交易時的公平價格²⁵。但亦有學者認為毛損益法與淨損益法最大的差別在於是否有考量到其他市場因素的影響來計算損害賠償，亦即是否有考量到該證券的「真實價格」，排除操縱行為以外的因素²⁶。

本文認同後者之見解，因此如類股指數比較法的計算，雖係先以行為揭露後市價為計算基礎，但於後將市場因素的部分損失扣除，性質上仍應為淨損差額法，本文將類股指數比較法置於淨損差額法中說明。

另外，就毛損益法的定性問題，本文認為若判決中有以毛損益法字樣為論述，仍應以法院判斷為主；若無，仍須視法院就個案是否有考量需作符合損失因果關係的損害賠償計算，若法院並無將損害賠償的範圍限於操縱行為所造成的損失，本文即認為法院係採毛損益法。

第一項、毛損益法的計算方式

²³ 賴英照，前揭註1，頁747。

²⁴ 莊永丞（2005），〈證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方法之省思〉，《國立台灣大學法學論叢》，第34卷第2期，頁134。

²⁵ 同前註，頁138。

²⁶ 賴英照，前揭註1，頁620。



操縱市場下毛損益法的計算方式，一般是依照起訴時的股價與操縱期間買賣時，兩者股價間的差額乘以股數作為損害賠償基礎。若賣出之股價高於起訴時股價，則以買進賣出股價之差額乘以股數作為損害賠償。

第二項、採取毛損益法的各個判決之背景及詳細計算方式

第一目、唐鋒案①²⁷

一、案例事實

原告劉泗洽於民國 99 年 7 月 22 日看空唐鋒公司股價，而進行融券賣出唐鋒公司股票，但因被告張世傑六人與林金鵬六人共同基於操縱股價之意圖抬高唐鋒公司股價，於 99 年 7 月至 8 月為連續高價買入、委託買賣而相對成交及散佈不實資料之犯意聯絡違法炒作唐鋒公司股價，違反證交法第 155 條第 1 項第 4 款、第 5 款、第 6 款，至 99 年 8 月 17 日止暴漲至 196 元，導致原告無法於低點買回而受有損失，且與張世傑十二人上開犯行間有因果關係。

二、損害賠償之計算

原告主張其因看空該公司之股價，於 99 年 7 月 22 日、7 月 26 日陸續以每股 92.20 元、91.6 元、92.3 元、93.7 元融券賣出唐鋒公司股票，惟因張世傑十二人散布不實消息，拉抬唐鋒公司股價，致其無力買回，遭券商強制回補，需以每股 187 元至 196 元不等之高價買入股票，因此受融券賣出與回補買入之價差 519 萬 9100 元(原告主張受有損失 527 萬 2532 元，包括融券賣出與回補買入之價差 519 萬 9100 元、手續費 3 萬 5193 元、交易稅 2 萬 9250 元、借券手續費 9583 元，並扣除融資利息 594 元，但法院認為手續費、借券手續費、交易稅均係公開市場買賣股票買賣之必要成本，乃因原告自行決定融券買賣唐鋒公司股票所支出，難認與張世傑十二人不法炒作唐鋒公司股價之行為間有相當因果關係，不得請求)。

法院認為無需如內線交易案件以重大消息進入市場後一定期間之平均價格，擬制作為市場具有完全資訊時該股票應有之「真實價格」，因原告融券賣出及買入

²⁷ 第一審：臺灣高等法院 103 年度金訴字第 1 號民事判決。第二審：最高法院 108 年度台上字第 863 號民事判決。第三審：臺灣高等法院 109 年度金訴更一字第 2 號民事判決。



回補股票之時間，俱在被告以不實利多消息炒作拉抬股價期間，故原告實際所受損害即為其賣、買交易之差價至明，自無須再尋找「擬制」真實價格據以計算，原告主張有理由。

第二目、唐鋒案²⁸

一、案例事實

張世傑、王寶茹、曾能聰於 99 年 7 月 14 日至同年 9 月 25 日共同炒作唐鋒公司股價，違反證券交易法第 155 條第 1 項第 4 至 6 款。何建軒、林金鵬、蔡錦洲、薛承軒幫助張世傑炒作唐鋒公司股價，違反證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款、第 5 款。原告於 99 年 8 月 25 日於操縱期間融資購買股票，因操縱行為公開後股價下跌而受有損害。

二、損害賠償之計算

以操縱期間購買股票之金額（包含融資利息）扣除目前持有唐鋒公司股票價格（亦即按言詞辯論終結期前一日即 101 年 9 月 13 日唐鋒公司股價每股 15.6 元， 15.6×1000 股 = 15600 元）為損害賠償之範圍。

第三目、南港案²⁹

一、案例事實

被告林爭輝、賴秋貴於 92 年 5 月 1 日至 8 月 31 日期間，委託訴外人詹美年、王美惠，以秋圃基金會、元瑞等公司之資金，利用訴外人李友松及元瑞等公司之證券帳戶，連續以高於或等於成交價之高價買進，或連續以低於或等於當時揭示成交價之低價賣出南港公司股票，違反證交法第 155 條第 1 項第 4 款，致授權人劉建德於 92 年 6 月 16 日買進南港股票，並於同年 9 月 19 日賣出，因而受有價差新臺幣（下同）2 萬 2,000 元之損害。

²⁸ 臺灣臺北地方法院 101 年度金字第 8 號民事判決。

²⁹ 第一審：臺灣臺北地方法院 99 年度金字第 44 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 102 年度金上字第 9 號民事判決。第三審：最高法院 105 年度台上字第 1904 號民事判決。第四審：臺灣高等法院 105 年度金上更(一)字第 6 號民事判決。第五審：最高法院 108 年度台上字第 38 號民事判決。第六審：臺灣高等法院 108 年度金上更二字第 7 號民事判決。

嗣後，被告林爭輝為抬高南港股票交易價格及交易活絡假象，又於 95 年 4 月 2 日至 5 月 22 日期間，委託詹美年及訴外人陳月美，利用元瑞等公司、訴外人江秀慧等人之證券帳戶，下單買賣南港股票，再指示以元瑞等公司資金完成交割，且連續委託買賣而相對成交 2 萬 9,462 千股，製造交易活絡之假象，違反證交法第 155 條第 1 項第 4 款、第 5 款規定，致授權人徐盛銅等 29 人受有 322 萬 7490 元之損害。

二、損害賠償之計算

由於本件損害賠償計算為兩造不爭執事項，因此法院未多加敘述，僅以依原告投保中心所提之附表計算簡略帶過，但若依授權人劉建德所受損害賠償的計算方式，本件法院應係採毛損益法，即以授權人於操縱期間所買進之股價與賣出之股價的差額乘以股數作為損害賠償範圍。

第四目、和旺案³⁰

一、案例事實

被告劉永祥與被告梁嘉豪、張梅英於 102 年 3 月 25 日至 102 年 8 月 30 日間，與被告梁嘉豪、張梅英、廖昌禧、吳思函、林士傑於 102 年 9 月 9 日至 103 年 10 月 31 日間，與蕭亞蘭、陳聰明、徐煒皓於 103 年 11 月 7 日至 104 年 4 月 21 日間，共同使用數個證券帳戶買賣和旺公司股票，以拉抬和旺公司股價，違反證交法第 155 條第 1 項第 4 款。原告張逸琇、余玲婕因善意以過高價格買入和旺公司股票，得依證券交易法第 155 條第 3 項、民法第 184 條第 1 項、第 2 項、第 185 條規定，請求被告連帶負賠償責任。

二、損害賠償之計算

(一)、地方法院

原告張逸琇、余玲婕因善意信任被告共同拉抬股價形成之榮景而分別於 104 年 1 月 26 日至 104 年 4 月 7 日間陸續買入和旺公司股票 8,000 股，亦先後賣出 4,000

³⁰ 第一審：臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 32 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 107 年度金上易字第 2 號民事判決。

股，尚餘4,000股未賣出；以及於104年1月26日至104年3月23日間陸續買入和旺公司股票30,000股，亦於104年3月27日前先後賣出20,000股，尚餘10,000股未賣出，且因和旺公司股票於104年5月14日停止交易、104年7月16日終止交易而無從賣出，堪認已證明受有損害，僅不能證明其數額或證明顯有重大困難。再審酌原告買入和旺公司股票，係善意信任被告拉抬股價形成之榮景所致，惟其買入之價格仍係本於自己之判斷，故原告以其買入與賣出之差額為其損害額，難認公允。應以和旺公司股票於103年11月7日最低前盤價43元³¹，為和旺公司股票未經拉抬前之真實價格，計算原告張逸琇、余玲婕善意買入而未賣出4,000股、10,000股和旺公司股票之損害額為172,000元(43元/股×4,000股)、430,000元(43元/股×10,000股)。

(二)、高等法院

地方法院所採之淨損差額法「真實價格」之擬制有失真之虞，因本件原告雖係於103年11月7日至104年4月21日買進股票，但被告之操縱行為於102年3月25日早已開始，且股票價格受到人為操縱影響之期間具延續性，若採和旺公司於103年11月7日最低前盤價43元為真實價格有失公允。

且和旺公司股票於拉抬行為結束後之104年4月底旋即發生退票1.4億元，並於同年5月12日經櫃買中心公告自同年月14日起停止交易，同年6月5日再經公告自同年7月16日起終止其股票買賣而下櫃，投資人所持有之股票已無交易市價可言。

再慮及國內證券市場每日交易價格設有漲跌比例限制，即便真實資訊揭露後，當日該股票之交易市價亦無法正確反應股票公平價格，甚至短期間亦無法充分反應完畢，投資人縱欲出售股票亦易因股票連日跌停且無交易量而無出售之機會。

³¹ 本案法院將被告操縱行為切割為三個期間(系爭期間一：102年3月25日至102年8月30日、系爭期間二：102年9月9日至103年10月31日、系爭期間三：103年11月7日至104年4月21日)，認為三期間並無互相關聯，原告係操縱行為第三期間善意人，故應以第三期間之始日的最低前盤價為真實價格。雖操縱期間分開分析，但所有期間之被告仍皆為連帶賠償義務人。

故衡酌上述各情³²，認本件損害金額之計算應採毛損益法，以被上訴人買入系爭未出售股票之價格，與起訴時之市價或真實資訊揭露後出售價格之差價作為其得請求損害賠償之計算基礎，較符合實際情況及公平原則。本件原告於 106 年 4 月 19 日提起本件訴訟時，和旺公司股票已下櫃並無交易市值可言，被告系爭操縱股價行為，亦係於和旺公司股票已因跳票等故，遭櫃買中心終止交易後，始經偵查、起訴而揭露，其股價均應以零計算。

第五目、恩德科技案³³

一、案例事實

被告王福萬於民國 100 年 4 月 11 日起至 100 年 5 月 24 日止利用旗下法人、私人及配偶之證券帳號，連續高價買進、低價賣出以及相對成交恩德公司股票，違反證交法第 155 條第 1 項第 4 款、第 5 款。

二、損害賠償之計算³⁴

原告投保中心主張應採「淨損益法」，法院則認為不論是以操縱行為前 10 個收盤營業日作為擬制價格的計算標準，還是參考美國法以不實消息更正起 90 日證券平均價為依據，皆屬擬制價格，在我國法無明文下應不能率然援引。因此，應採「毛損益法」，因係以買進股票之價格扣除賣出股票之價格或股票於起訴時之市價為準據，適較符合民法第 216 條所揭示填補損害之原則，故本院認為應採「毛損益法」計算本件損害賠償額數，以符法制現實及公平原則。

第六目、順大裕案³⁵

一、案例事實

³² 操縱股價期間具延續性、股票已下櫃無交易價值、連日跌停無從脫手。

³³ 第一審：臺灣苗栗地方法院 103 年度重訴字第 103 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 臺中分院 104 年度金上字第 2 號民事判決。

³⁴ 本案計算方式參考臺灣高等法院 臺中分院 100 年度金上更(一)字第 2 號民事判決。

³⁵ 第一審：臺灣臺中地方法院 90 年度重訴字第 700 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 臺中分院 97 年度金上字第 6 號民事判決。第三審：最高法院 99 年度台上字第 2244 號民事判決。第四審：臺灣高等法院 臺中分院 100 年度金上更(一)字第 2 號民事判決。

曾正仁等人謀議製造與順大裕公司處分土地之假買賣藉以拉抬股價，並在消息公佈前即於 86 年 2 月 17 日至同年 3 月 10 日大量購買順大裕公司股票，違反證交法第 157 條之 1 的規定，於特定日為相反交易之投資人可向其請求損害賠償。

曾正仁旗下的廣三集團於進入順大裕公司後，於 86 年 5 月 14 日至同年 7 月 8 日，利用多名人頭戶與被告人等對順大裕公司股票進行「高價委託買進、低價委託賣出」之沖洗性買賣，以製造順大裕公司股票交易熱絡之假象炒作股價違反修正前證交法第 155 條第 1 項第 6 款³⁶。

於 87 年 11 月 4 日至同年 12 月 20 日間，又利用葉文珍等人頭帳戶，自行並以他人名義，對於順大裕公司股票連續以高價買入，將股價支撐在一定價位之上，且在該期間順大裕公司股票之收盤價維持在 61 元至 60 元之間，幾乎成一直線圖形，違反證交法第 155 條第 1 項第 4 款。

又於同年 11 月 21 日、23 日用人頭戶以高於成交價大量買進順大裕公司股票，非法拉抬順大裕公司股票價格。嗣後，順大裕公司股票股價自 87 年 11 月 25 日爆發違約交割後，急遽下跌至 2 點多元，並於 89 年 8 月間辦理減資，後續因股價持續下跌，於 90 年 1 月 1 日下市³⁷。

二、損害賠償之計算（本部分僅討論操縱市場的損害賠償計算）

原告主張參考「證券發行人財務報告編制準則」第 8 條第 1 項第 2 款規定，購入證券之市價為會計期間最末一個月之平均收盤價，以順大裕股票 88 年 7 月之平均收盤價 3.24 元為擬制價格。並以各原告買進順大裕公司股票之價格減去起訴前賣出順大裕公司股票之價格之差額；或各原告買進順大裕公司股票之價格減去迄今仍持有順大裕公司股票之價格順大裕股票之價格（以順大裕公司股票 88 年 7 月之平均價每股 3.24 元）之差額，乘上交易日股數作為賠償範圍。

³⁶ 兩名原告已於臺灣高等法院 臺中分院 100 年度金上更(一)字第 2 號民事判決前審審理中之準備程序期日撤回上訴，故法院以毋庸就此部分敘述。

³⁷ 法院認為 87 年 11 月 21 日至同年 12 月 24 日屬於違約交割行為，並非操縱股價，因此於此期間購買股票之原告請求損害賠償並無理由。

法院則以如仍認為授權人宋莉琴等 20 人僅得請求操縱行為所造成之交易價格與真實價值間之差價（即淨損差額法），無視於真實資訊揭露後對股價之衝擊，實乃低估授權人之損害，並過度限縮曾正仁等人之賠償範圍，故應以授權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，即毛損益法，作為授權人得請求損害賠償之計算基礎，較符合實際情況及公平原則。

法院也認同投保中心算法，順大裕公司股票自 87 年 11 月 25 日爆發違約交割後，整體股價即急遽下跌，且僅於短期內有反彈之行情，嗣後即持續下跌，終至 90 年 1 月 1 日下市，是投資人所持有之證券已無市值可言，更無法交易換現以填補損害。

再慮及國內證券交易市場每日交易價格設有漲跌比例限制，因跌停價受有限制，即便真實資訊揭露後，當日該股票之交易市價亦無法正確反應股票公平價格，甚至短時間內均無法充分反應完畢，是投資人縱欲出售股票，亦往往因股票連日跌停且無交易量，而無出售股票之機會，故若以消息或真實資訊揭露時之市價與交易價格間之差額作為損害賠償之計算基礎，對本案投資人之保障恐有不周。

另衡以證券損害賠償訴訟之被告非難性高，且關於股價之實際損失如何計算，並無法具體、特定，再斟酌順大裕公司自爆發違約交割以來，股價即連續下跌，並已下市，順大裕公司之股票已無市值且無從換現等一切情狀，採取毛損益法，較符合實際情況及公平原則。

最後若依我國實務見解應以 88 年 11 月 17 日之收盤價 3 元為基準，投保中心以 3.24 元為基準已明顯有利於被告，故原告主張有理由。

第七目、中櫃案³⁸

一、案例事實

被告於 88 年 7 月 29 日基於意圖影響中櫃公司之股價，而散佈不實資料，違反修正前證交法第 155 條第 1 項第 5 款，直至 88 年 8 月 1 日該不實消息才被更正。

³⁸ 第一審：臺北簡易庭 95 年度北金簡字第 1 號民事宣示筆錄。第二審：臺灣臺北地方法院 97 年度金簡上字第 2 號民事判決。



原告於 88 年 7 月 29 日購買該股票，並於 88 年 8 月 1 日消息更正後賣出或持有股票至今。

二、損害賠償之計算

原告主張中櫃公司於消息更正後之 88 年 8 月 2 日收盤價為 49.9 元，且並未以跌停板作收，應已足以響應中櫃公司股票在去除該不實消息影響後應有之市場價格，因此損害範圍為購買股價減去 49.9 元乘以購買股數。法院也認同原告主張。

第八目、洪氏英案³⁹

一、案例事實

被告等人利用自己或人頭帳戶於 92 年 11 月 1 日至 93 年 11 月 30 日，連續高價買入或委託買賣櫃檯買賣市場中洪氏英公司股票，違反證交法第 155 條第 1 項第 4 款。而洪氏英公司於 93 年 11 月間操縱行為結束後，股價即呈現迅速下跌之勢，且隨即於 93 年 12 月 3 日停止交易。

二、損害賠償之計算

若已賣出股票則以購入時股價減去賣出股價為其損害。若仍持有股票，因洪氏英公司已於 93 年 12 月 3 日停止交易，投資人根本無從脫手，故應以 0 元計算，以購買股票價格減去 0 元為其損害，方屬合理。

第九目、國產汽車案⁴⁰

一、案例事實

張氏兄弟等其他被告於 87 年 1 月 19 日起至同年 2 月 21 日止以及 87 年 6 月 5 日起至 87 年 11 月 2 日止連續多日買進、賣出之成交量，佔國產汽車股票當日成交量 20% 以上，或於同一營業日之相近時間，成交買進集團成員賣出之國產汽車股票而其數量佔國產汽車股票當日成交量之 5% 以上且超過 50 交易單位等方式相對成交（即其成交買進之委託所相對成交賣出之委託，均係上開集團成員所作之委託，既買又賣，俗稱沖洗買賣），不移轉國產汽車公司股票實質所有權歸屬偽

³⁹ 臺灣高等法院 臺南分院 97 年度重訴字第 4 號民事判決。

⁴⁰ 臺灣臺北地方法院 89 年度重訴字第 1074 號民事判決。



作買賣而操控國產汽車股票股價等方法，操縱國產汽車公司股價，違反修正前證交法第 155 條第 1 項第 6 款。

二、損害賠償之計算

國產汽車公司於 87 年 11 月 17 日暫停交易，雖然於 88 年 6 月 22 日起恢復全額交割股票，但直到判決作成仍無成交紀錄。損害賠償之目的在於填補所生之損害，其應回復者，係應有之狀態，自應將損害事故發生後之變動狀況考慮在內，原告等人於消息爆發後仍繼續持股者，以 88 年 3 月 31 日「起訴時之國產汽車公司之股票淨值」為依據，核算其差額，應屬公允。

第三項、毛損益法下價格計算基準

若已出售持股，在毛損益法下的計算方式，就是於操縱期間購買股價與出售該股價格之差額，乘以股數即為損害賠償範圍。但若仍有持股，毛損益法的計算則會隨著以不同時間的價格為基準而有所差別。有分別以起訴時股價、言詞辯論終結時股價、消息公開後一日之股價、起訴時之股價淨值、公司下市後價格為計算基準。

一、起訴時股價

以起訴時股價作為計算基準的毛損益法數最經典的計算方式。其想法應係源於民事訴訟法第 77 條：核定訴訟標的之價額，以起訴時之價額為準；無交易價額者，以原告就訴訟標的所有之利益為準。且實務見解⁴¹也認為按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。因此，法院在操縱市場下的毛損益法計算價格基準，也常以起訴時股價為準。

惟本文認為操縱市場對於證券價值的侵權行為與一般對於物的價值影響的侵權行為仍有不同。一般侵權不像操縱行為的侵權行為具延續性，一般侵權行為的

⁴¹ 最高法院 102 年度台上字第 242 號判決。

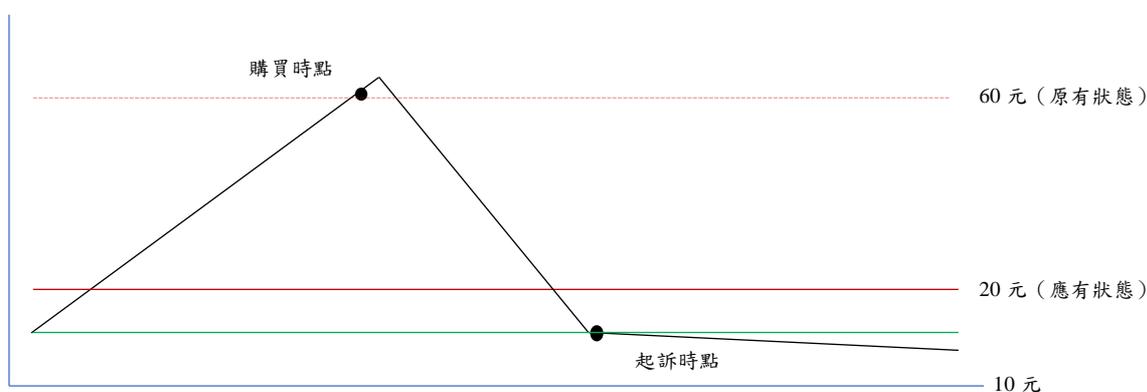


損害通常是立即發生，但操縱行為的損害通常需待操縱行為結束後，股價下跌，損害會延後發生，因此一般侵權行為損害發生時點與請求或起訴時點應不至相隔甚遠，但由於操縱行為的延續性，侵權行為致損害發生與起訴時點時間相距甚遠，此時以起訴之價額似乎已不足以代表「應有狀態」。

另外針對物的侵權行為和未依契約給付特定物的債務不履行損害賠償請求權，之所以需考量損害事故發生後的變動狀況，係因該侵權或債務不履行行為會使被害人無法在侵權行為持續中使用收益該物權，在利益狀態的衡量下賦予法院對原告可以斟酌採取有利的看法，但證券賠償訴訟於侵權行為發生時，仍有處分的可能性，與物權受損害的性質並不相同，法院將需考量損害事故發生後之變動狀況解釋成採取毛損益法的理由應係一錯誤引用⁴²。

最後，本文認為法院或許誤解了民事訴訟法第 77 條之 1 第 2 項，所謂起訴時之價額應係指該物於起訴時的應有價值，套用到股票市場中，也就是該股票於起訴時的真實價格。舉例來說：被害人甲於操縱行為期間以每股 60 元購買 A 股，操縱行為揭露後股價下跌，甲起訴時股價爆跌至 10 元（假設股價此時應有價值為 20 元），若採實務見解，以購買價格減去起訴價格（ $60-10=50$ ），但以正常的民法損害賠償應係找出起訴時股價之應有價格減去起訴股價（ $20-10=10$ ）方屬合理。實務見解的計算方式係將股價回復至「原有狀態」，才會以購買價格減去起訴時價格（如圖 1）。

圖 1：操縱行為股價原有狀態及應有狀態的判斷



⁴² 邵慶平（2021），〈財報不實淨損差額法的得失與司法制度的改革〉，《月旦法學雜誌》，310 期，頁 92-93。



二、言詞辯論終結前一日之股價

此計算基準發生在唐鋒案^②的情況，先從案件事實角度出發，原告於主張中提到唐鋒公司於99年12月14日起至100年1月6日止，股價均為222元，自100年1月7日起至100年1月20日止，連續跌停15次，至100年1月21日股價僅剩57.4元，唐鋒公司股價日後一定跌至0元。雖法院並不認同原告主張，認為於言詞辯論終結唐鋒公司股票仍有每股10餘元，原告主張唐鋒公司股票一定會跌至0元，與事實不符，但此段論述本文認為應屬話中有話，法院雖不認同原告主張0元的計算基準，但若以起訴時價格（判決中未寫起訴日期，但因唐鋒公司股票一路下跌，起訴時價格必定高於言詞辯論終結前一日之股價）對於原告損害會填補不足，因此法院在衡量被告與原告之利益下，才會採取以言詞辯論終結前一日之股價的計算基準。

以言詞辯論終結日為計算損害賠償的時點，除在上述唐鋒案^②，也有學者支持此種見解，認為若以訴訟法上的準據時點應以最後言詞辯論終結時存在的事實為依據，只是履行前有利或不利亦需斟酌，以顧及全部損害賠償及禁止得利原則⁴³。

三、消息公開後一日之股價

此計算基準發生在中櫃案中，被告散佈不實資訊影響股價，當時中櫃公司股票於88年8月2日收盤價為49.9元，且並未以跌停板收盤，已足以反映中櫃公司股票在除去該不實消息影響後應有之市場價格。

以消息公開後為主之相關計算股價，原則上被告須以散佈不實資訊為操縱行為，才会有真實消息公開後的結果。且法院另一判斷條件係以消息公開後該股價並未跌停板認為此時股價已反映不實消息公開後的影響，因此才能夠以消息公開後一日之股價為計算基準。況且，原告也如此主張，對於此計算方法並未有異議，因此法院也採此計算基準。

⁴³ 王澤鑑（2018），《損害賠償》，三版，頁88。



四、起訴時之股價淨值

以案件事實背景出發，在國產汽車案中，因該股票自 87 年 11 月 17 日起暫停交易，雖於 88 年 6 月 22 日起恢復為全額交割股票，迄今也無成交紀錄，而原告係於 88 年 3 月 31 日起訴，當時該股仍處於停止交易階段不可能有市價，國產汽車於之後才恢復成全額交割股，因此法院就改以原告主張之股價淨值，以 88 年 3 月 31 日之 88 年第 1 季財務報告為每股 4.8 元當作計算基準。

五、0 元

公司下市、下櫃、停止交易後的價格，該股價已無交易價值可言，因此會以 0 元計算。

第四項、分析我國判決採取毛損益法的優缺點及其理由

採取毛損益最直接的優點是方便法院計算，不需尋找所謂的「真實價格」，僅須依特定時點之股價與購買時股價之差額乘以股數來計算損害賠償。另一優點是特定價格不需排除非因操縱行為影響之原因（如全球股市下跌），因此能夠最大化損害賠償範圍，例如和旺案、順大裕案和洪氏英案，法院所採取毛損益法的理由，皆有提到此操縱行為罪大惡極，站在嚇阻不法行為及填補原告損害的立場下，只有採取毛損益法才足以保障原告權益及懲罰被告。

一、法院認為毛損益法才是公平合理的計算方式

（一）、融資購買股票

所謂融資購買股票係指投資人看好該公司未來市場行情，而向銀行借錢購買該公司股票，於股票上漲後賣出獲取利益並返還借款。在唐鋒案^②中，被告於 99 年 7、8 月間將唐鋒公司股票炒作至每股 99 年 8 月 24 日每股 281.5 元，原告因此看好唐鋒公司，於 99 年 8 月 25 日以每股 288.5 元融資買進 1000 股，但唐鋒公司卻於同年同月 26、27、30 日連日跌停，證交所也命其停止交易，爾後又於 99 年 12 月 14 日恢復交易並維持在 222 元，卻又於 100 年 1 月 7 日至 1 月 20 日連續跌停 20 次，原告因此主張唐鋒公司遲早會跌至 0 元應以 0 元計算差價，法院不認同

此主張，並以言詞辯論終結前一日即 101 年 9 月 13 日之收盤價 15.6 元作為計算基礎。

本件法院雖採毛損益法，但並非以起訴時的價格當作計算基礎，反而是取言詞辯論終結期日之前一天當作基準點。雖法院未說明原因為何，但從法院之審判脈絡可以看出法院係透過職權在衡平原被告間的損害賠償。原告主張以 0 元當作計算基準，對於被告而言過苛，且唐鋒於當時仍為上市公司並未下市，但若比較起訴時點之股價及言詞辯論終結期日前一天之股價，前者當作計算基準之價格又過高對於原告可能造成填補損害之不足，因此法院才會以言詞辯論終結期日前一天收盤價為計算基礎。

另外本件原告主張所失利益，亦即融資後本應獲得的利益。我國所失利益係採推定及反證的規範模式，依通常情形或依已定之計畫、設備或其他特別情勢可得預期之利益，視為所失利益⁴⁴。但證券投資並沒有一定賺錢的可能，因此原告雖已融資方式購買股票，但並不代表有可得預期之利益，原告主張所失利益無理由。

（二）、融券購買操縱股票

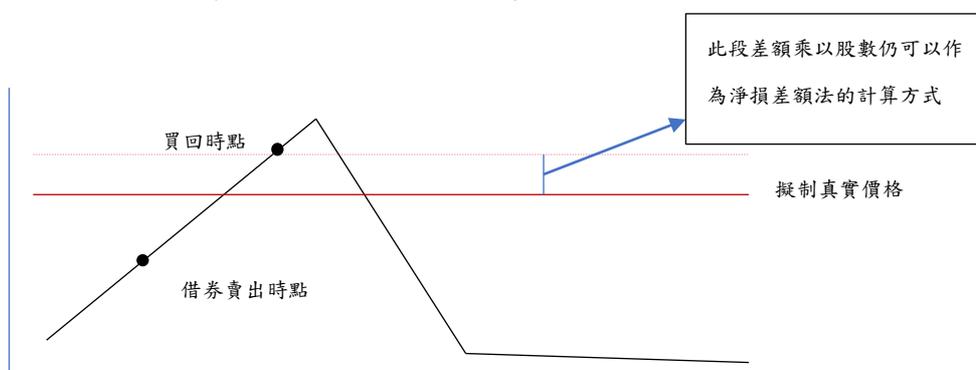
所謂融券購買操縱股票係因看空該公司股票，在股價高點先借股票賣出，並於到期前再以當時較低市價購買股票返還，以獲得中間差價之投資方式。在唐鋒案①中，原告看空唐鋒公司而於 99 年 7 月 22 日、7 月 26 日陸續以每股 92.20 元、91.6 元、92.3 元、93.7 元融券賣出唐鋒公司股票，惟因張世傑等十二人散布不實消息，拉抬唐鋒公司股價，致其無力買回，遭券商強制回補，需以每股 187 元至 196 元不等之高價買入股票，因此受融券賣出與回補買入之價差 519 萬 9100 元。

融券購買股票的損害賠償與一般操縱市場下的損害賠償不太一樣，因一般操縱市場的損害賠償皆是購買在股價高點，而於操縱行為結束或揭露後股價下跌，所造成投資人的損害；但融券係在操縱行為時的相對低點借券賣出，於股價受操縱行為拉抬後，融券人只能在股價提升後被迫回補，形成一個「先賣後買」的特

⁴⁴ 同前註，頁 83。

殊情況。然本件法院採取毛損益法的判決理由係認為於融券購買股票的情形，原告融券賣出及買入回補股票之時間，俱在被告以不實利多消息炒作拉抬股價期間，故原告實際所受損害即為其賣、買交易之差價至明，自無須再尋找「擬制」真實價格據以計算。法院以賣出及買入時間皆在操縱期間且賣買交易差價清楚明確為由，就認為應採毛損益法是否有理由有其疑問，因縱於融券買賣的情形，也仍可以以淨損差額法來計算，亦即以回補股票時點價格與真實價格的價差乘以股數作為損害賠償（如圖 2）。

圖 2：操縱市場下融券的淨損差額法計算方式



二、公司停止交易或公司下市下櫃

在和旺案高等法院判決理由中，被告於 102 年 3 月 25 日至 104 年 4 月 21 日操縱和旺公司股價，和旺公司於操縱行為結束後於 104 年 4 月底發生退票事件，旋即於 104 年 5 月 14 日停止交易並於同年 7 月 16 日下櫃，因此投資人所持有之股票已無交易市值可言，且退票消息公開後股價迅速下跌，受限於我國的跌停機制，投資人亦難於退票事件爆發至停止交易短期間內出脫持股，故以 0 元與購買價格之差價作為計算方屬合理。

在順大裕案中，被告於 87 年 11 月 23 日操縱行為結束後，順大裕公司於同年 12 月 25 日被爆出違約交割以致股價迅速下跌，於 90 年 1 月 1 日下市。法院於判決理由中，便以若採淨損差額法，將無視於操縱行為後所產生的股價衝擊、且公司於日後已下市並無交易價值、我國有跌停機制若連日跌停投資人亦無法出脫股票、



此證券團體訴訟之被告罪大惡極等理由，而認為應採毛損益法，以原告主張「證券發行人財務報告編制準則」第 8 條第 1 項第 2 款規定，購入證券之市價為會計期間最末一個月之平均收盤價，以順大裕股票 88 年 7 月之平均收盤價 3.24 元為擬制價格。

在洪氏英案中，被告於 92 年 11 月 1 日至 93 年 11 月 30 日操縱洪氏英公司股票後，於操縱行為結束後股價迅速下跌，該公司旋即於 93 年 12 月 3 日停止交易。法院也以原告所持有股票已無從脫手、無交易價值為由，認為若仍持有股票，應以 0 元與購買差價作為計算。

從以上判決可以得知，當一公司於操縱行為結束後股價迅速下跌至公司停止交易甚至下市、下櫃，法院採取毛損益法的計算方式之可能性大幅增加，其中理由不外乎三點：1.操縱行為結束後仍持續影響的延續性。2.投資人所持有股價已無交易價值。3.因應我國跌停機制，若連日跌停，投資人亦難以於消息公開至停止交易短期間內出脫持股。

三、依照民法的損害賠償的回復原狀原則論理

在恩德科技案中，雖原告投保中心主張應採「淨損益法」，但法院則認為不論是以操縱行為前 10 個收盤營業日作為擬制價格的計算標準，還是參考美國法以不實消息更正起 90 日證券平均價為依據，皆屬擬制價格，在我國法無明文下，應不能率然援引。因此，應採「毛損益法」，因係以買進股票之價格扣除賣出股票之價格或股票於起訴時之市價為準據，適較符合民法第 216 條所揭示填補損害之原則。

在國產汽車案中，法院指出損害賠償之目的在於填補所生之損害，其應回復者，係應有之狀態，自應將損害事故發生後之變動狀況考慮在內。可得知法院認為操縱行為後所造成的股價變動，縱有其他市場因素亦不影響回復至應有狀態的原則，故應採毛損益法。



但在最高法院 109 年台上字第 1910 號民事判決⁴⁵中，對於證券損害賠償訴訟的回復至應有狀態，與國產汽車案法院所定義的回復至應有狀態，作出不一樣的解釋。該判決認為認為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。投資人請求賠償之損害額，自應限於因詐欺因素所導致之股票價格下跌損害，始為法規保護之範圍，至於非可歸責於債務人之變動狀態，當無許其請求賠償之理。

第三節、淨損差額法

第一項、淨損差額法的起源

欲提到淨損差額法的起源，就得先從損失因果關係於交易市場的運用開始談起。起初在證券詐欺訴訟中，因果關係的證明僅需證明原告的投資行為係因被告的侵權行為所誘起（證券詐欺行為），就具因果關係（也就是交易因果關係），至於所受損害是否全部都是該侵權行為所造成（損失因果關係），經常與前述因果關係交雜再一起，並無各自分離⁴⁶。直至 1974 年 Schlick 案，才第一次確立了「損失因果關係」一詞，本案法院將損失因果關係定義係為被告「詐欺行為」與原告「損害」間的因果關聯(causal connection)、交易因果關係為被告詐欺行為與原告「從事交易」間的因果關聯⁴⁷。爾後法院為了減輕原告在此類證券團體訴訟的舉證困難，於 Basic 案發展出了「詐欺市場理論」，認為在一個發展良好的公開市場，流通資訊必定會影響公開市場價格，因此若一虛偽資訊流通於市場中，可以「推定」投資人對於任何虛偽資訊有信賴關係之存在，但此推定因果關係之發展反而造成證券團體訴訟濫訴之情形，也影響法院對於損失因果關係是否也可藉由詐欺市場理論來推定之疑問產生⁴⁸。因此在 1995 年私人證券訴訟改革法（PSLRA）制定後，將損失因果關要件明文化，即原告需證明被告的行為造成原告所欲請求之損失，

⁴⁵ 此判決涉及財報不實而非操縱市場，但皆屬證券詐欺性質的損害賠償訴訟，故於此部分提出。

⁴⁶ 戴銘昇（2012），〈美國證券詐欺損失因果關係要件之研究〉，《法令月刊》，第 63 卷第 7 期，頁 89。

⁴⁷ 同前註，頁 91。

⁴⁸ 同前註，頁 96-101。



以減少濫訴之產生，但其內容並未說明被告該如何證明，並未解決現行實務的問題⁴⁹。最後在 2005 年 Dura 案中，本案聚焦於「損失因果關係」的成立，法院認為受灌水的價格本身不見得是原告受到損失的本身，股價在波動的過程中會受到許多錯綜複雜的因素所影響，不實資訊必須「造成」損失，才能請求賠償，僅有「涉及」尚有不足；法院更認為若單純以受灌水的價格就可以證明被告損失，有違證券交易法的立法目的，其立法目的係在維護公眾對市場之信心，藉由私人訴訟來嚇阻不法，並非提供投資人投資保險，保障他們因不實陳述所導致的實際經濟損失⁵⁰。

雖然 Dura 仍受到許多學者之批評，但也更確立了「損失因果關係」的規範。而淨損差額法，係以被告僅因詐欺因素所造成的損失，即證券的「真實價值」與「買賣價值」間的差額，正好與上述損失因果關係的概念不謀而合（即排除非不實資訊所造成損失的部分），因此若以現今實務採取交易因果關係與損失因果關係分離的實務運作模式的觀點出發，損害賠償的計算方式似乎僅能採淨損差額法。

第二項、淨損差額法的計算方式

淨損差額法的計算方式便是「真實價值」與「買賣價值」間的差額乘以股數，所謂真實價值，係指若無詐欺或操縱因素的影響，股票所應有的價值，亦即將詐欺因素的影響從股價抽離，還原本來價值。但真實價值的計算若以大分類可先分成兩類，一類為指數比較法，另一類為事件研究法。指數比較法係利用相關產業的指數，來「預估」股票若無被告違反證券交易法時應有的真實價值，便於最後導出被告詐欺日起至公司更正資訊揭露（被告操縱行為開始至結束）的一個真實價值⁵¹。事件研究法則是經由比較該股票在揭露期間的「實際」報酬率與資訊未被揭露時的預計報酬率，評估被告不實隱匿（操縱）所造成的衝擊⁵²。兩者從結果上

⁴⁹ 同前註，頁 101-102。

⁵⁰ 同前註，頁 111-113。

⁵¹ 莊永丞，前揭註 24，頁 130。

⁵² 莊永丞，前揭註 24，頁 131。

來看，最主要的差別在於前者在操縱行為開始至結束僅會有一個真實價格，後者則會因股票真實價值隨市價調整而每日皆有不同的真實價格。若以我國操縱市場實務判決為例，考量到事件研究法的計算困難，我國實務有以類似指數比較法⁵³的方式來取得擬制真實價格例如類股指數比較法，其他如參考美國法公開後的 90 日均價、操縱行為開始前的 10 日均價以及操縱行為公開後的 10 日均價，作為擬制真實價格的方式，皆為權衡的淨損差額法，詳細的計算方式將如下所述。

另外，就淨損差額法的定性，除了法院在為判決時已明確論述係採淨損差額法外，只要法院在計算損害賠償時，有考量到應排除非操縱行為所帶來的損失，本文即認為應屬淨損差額法而非毛損益法。

第三項、採取淨損差額法的各個判決之背景及詳細計算方式

由於採取淨損差額法的判決數量較多，故本文將先透過分類真實價格計算方式區分判決種類，並從中舉出具代表性的判決加以介紹。

第一款、真實價格的計算—參考美國法所定之法定方法

第一目、眾星案⁵⁴

一、案例事實

被告張滔與陳亞斐因而知悉訊舟公司可能投資眾星公司，自 98 年 8 月 17 日至同年 12 月 16 日間（下稱第一階段期間），刻意以漲停價，高於前盤成交價，大量購入眾星公司之股票，後又於 99 年間知悉訊舟公司無意投資眾星公司，為入主眾星公司，即於 99 年 7 月 29 日至 100 年 4 月 13 日間（下稱第二階段期間），

⁵³ 劉連煜教授於〈財報不實損害賠償之真實價格如何認定及投資人是否與有過失問題——最高法院一〇二年度台上字第一二九四號等民事判決研究〉頁 240-241 中，提到參考美國法、內線交易法等之計算方式皆為類似指數比較法的計算方式，與莊永丞教授於〈證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方法之省思〉頁 130-131 中對於指數比較法的定義不盡相同，因本文於第四章比較法中會介紹指數比較法的計算方式，為求文章一致性，本文將參考美國法、內線交易法等之計算方式定義為權衡的淨損差額法而非指數比較法。

⁵⁴ 第一審：臺灣臺北地方法院 104 年度金字第 11 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 109 年度金上易字第 25 號民事判決。

再以連續買進、高價買進、相對成交等方式，持續哄抬眾星公司之股價，共同違反證交法第 155 條第 1 項第 4 款、第 5 款。

被告張滔入主眾星公司後，因經營不善欲出售該公司股權，遂於 100 年 3 月 16 日至 100 年 4 月 18 日間（下稱第三階段期間），和被告陳亞斐共謀，與被告許豐暘達成股票交易數量、交易價格之約定，為製造眾星公司股票交易活絡之假象及避免因上開約定需補償被告許豐暘股票價差，即持續以高價買入、低價賣出及相對成交之方式，操弄眾星公司於股票市場之交易價格，共同違反證交法第 155 條第 1 項第 4 款、第 5 款。因許豐暘資金不足，而邀請被告曾麗珍出資購買，因此被告曾麗珍違反證交法第 155 條第 1 項第 4 款。

二、損害賠償之計算

損害賠償，除法律另有規定或契約另有訂定外，應以填補債權人所受損害及所失利益為限，民法第 216 條第 1 項定有明文。證交法第 155 條就民事責任之損害賠償範圍並無明文規定，惟其性質上與侵權行為之賠償請求權類似，自應依侵權行為所定損害賠償方法填補債權人所受損害及所失利益。

參酌操縱股價乃對於應由市場供需關係自然形成之證券價格，意圖拉高、或壓低、或防止其變動，而加以人為操縱之行為。是於行為人之操縱行為結束後，股價短期間內仍可能受該操縱行為影響，需要較長時間將被操縱之股價反映至合理價格，且證交法第 155 條第 1 項亦係參考美、日等國立法例而制定，故認原告主張以美國證券交易法有關操縱股價損害賠償金額計算之相關規定，依被告從事操縱眾星公司股價後 90 天之均價，即以操縱行為結束後 90 日之收盤平均價為真實價格之基準，第二階段因與第三階段時間接續，故第二階段之操縱期間縱然經過，然市場仍繼續受到第三階段操縱行為之影響，故此二階段皆以第三階段操縱行為結束後 90 日之均價為價格計算之基礎⁵⁵。但不同期間之被告仍各自對各操縱

⁵⁵ 由於第一階段並無授權人受有損害，故法院就此階段之損害賠償並無多加論述。



期間原告負連帶損害賠償責任，即張濤、陳亞斐需對第一期間之授權人負民事責任；張濤、陳亞斐、許豐暘、曾麗珍需對第三期間之授權人負民事責任。

第二目、律勝案⁵⁶

一、案例事實

律勝公司股票 94 年 12 月 8 日，以每股 68 元之承銷價格上櫃買賣後，被告二人均明知律勝公司之營運已呈衰退趨勢，股價恐難以維繫，於是從 94 年 12 月 8 日至 95 年 12 月 20 日間，連續為帳戶間委託買賣或申報買賣，而相對成交及連續以高價買入律勝公司股票，違反證交法第 155 條第 1 項第 4、5 款。

二、損害賠償計之算

按「損害賠償，除法律另有規定或契約另有訂定外，應以填補債權人所受損害及所失利益為限。」民法第 216 條第 1 項定有明文，可知損害賠償與賠償義務人是否受有利益無涉。

操縱行為結束後，股價短期間內仍可能受該操縱行為影響，需較長時間始能回復被操縱股價之合理價格，本院乃衡酌證交法第 155 條第 1 項第 5 款之立法旨旨「基於操縱股價者經常以製造某種有價證券交易活絡之表象，藉以誘使他人參與買賣，屬操縱手法之一，經參考美、日等國立法例，爰增訂第五款，將該等操縱行為之態樣予以明定，以資明確。」係參考美日之立法例，而認原告援引美國 1934 年證券交易法第 21D 條第 (e) 項第 (1) 款之規定，以訴訟實施權授與人買進之價格減去真實價格乘上其所購買之股數為其所得請求賠償之總額，若訴訟實施權授與人實際賣出之價格高於真實價格，則以其買進之價格減去其實際賣出之價格乘上其所購買之股數總額之淨損益法，並參考學者（賴英照著證券交易法逐條釋義第四冊，第 504 頁）真實價格之見解，採以被告從事操縱律勝公司股價後 90 天之均價，即以 95 年 12 月 20 日後 90 日（95 年 12 月 21 日至 96 年 5 月 14 日）之收盤平均價 28.82 元為基準計算方式。

⁵⁶ 第一審：臺灣臺南地方法院 97 年度金字第 1 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 臺南分院 99 年度金上字第 1 號民事判決。



被告另有主張安定期間 5 日不得列入操縱期間之計算，因此求償期間亦只能自 94 年 12 月 15 日開始起算。但法院認為原告雖然有對該期間提出異議，但對於損害賠償金額無異議，因此並非爭執事項。

第三目、亞智案⁵⁷

一、案例事實

被告於等人於 93 年 1 月 13 日至 2 月 27 日（第一階段操作）基於意圖拉抬亞智公司股票價格對該有價證券連續以高價買入、低價賣出，將股價拉抬至 21.20 元。爾後被告等人又於 93 年 3 月 1 日至 4 月 1 日（第二階段操作），藉由大量沖銷之方式拉抬股價至每股 37 元。前後行為已違反證交法第 155 條第 1 項第 4、5 款。

二、損害賠償之計算

證交法第 155 條第 3 項有關損害賠償之規定，與侵權行為之損害賠償請求權類似，是其損害賠償方法，應依據民法第 216 條之規定，除法律另有規定或契約另有訂定外，應填補債權人所受損害及所失利益，與債務人是否受有利益無關連。

本件法院不區分兩操作期間，而自動將操作行為視為從 93 年 1 月 13 日至 93 年 4 月 1 日，並衡酌我國證交法第 155 條之立法原係參照美國證券交易法之立法認原告主張以美國證券交易法有關操縱股價損害賠償金額計算之相關規定，為本件損害賠償之計算標準，應屬可採。是本原告主張應擬制授權人之賣價或持有價格，為被告操縱行為結束起即 93 年 4 月 1 日起，90 個交易日之日平均收盤價格 17.32 元。

第四目、台肥案⁵⁸（此部分先著重於投資人請求損賠之部分）⁵⁹

一、案例事實

⁵⁷ 第一審：臺灣臺中地方法院 98 年度金字第 1 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 臺中分院 99 年度金上字第 6 號民事判決。

⁵⁸ 第一審：臺灣高等法院 93 年度重訴字第 50 號民事判決。第二審：最高法院 96 年度台上字第 15 號民事判決。

⁵⁹ 本件另有處理受操縱股票公司得請求損害賠償計算為何，將於後詳述，本部分將重點置於投資人損害賠償。



被告於任台肥公司董事期間利用台肥旗下子公司名義，自 88 年 10 月 1 日起至 10 月 12 日，連續以高價買入台肥公司股票，意圖拉抬台肥公司股價，違反證交法第 155 條第 1 項第 4 款。

二、損害賠償之計算

衡酌參考證交法第 155 條之立法，原係參照美國證券交易法之立法例，認為投保中心主張應擬制授權人之賣價或持有價格，為被告操縱行為結束起即 88 年 10 月 13 日起，90 個交易日之日平均收盤價格為 43.19 元，即屬有據。

第二款、真實價格的計算—參考內線交易法的計算方法

第一目、榮美案⁶⁰

一、案例事實

被告於 88 年 11 月 20 日至 89 年 4 月 27 日對於集中交易市場之榮美公司股票，連續以高於成交價或漲停價買入或以低價賣出，致榮美股票之成交量明顯異常，使榮美公司股票成交價由 5 元上漲至 18 元，違反證交法第 155 條第 1 項第 4 款。

二、損害賠償之計算

榮美股價因被告之人為操縱而失真，炒作行為開始前之價格始屬市場自然形成的價格，且本院考慮被告拉抬特定股票價格以吸引他人購買，所造成損害程度不易以傳統損害賠償法則計算，應類推適用證券交易法第 157 條之 1 第 2 項之規定，以被告等之操縱行為開始（88 年 11 月 20 日）「前」10 日榮美公司股票之收盤平均價格（4.835 元）做為原告損害計算之標準，亦即以訴訟實施權授與人購入股票之價格減去被告開始炒作股價前 10 日之平均價格，計算其損害。

第二目、碩天案⁶¹

一、案例事實

⁶⁰ 臺灣臺北地方法院 93 年度金字第 70 號民事判決（本件為首次採用參考內線交易價格之計算方式之案件）。

⁶¹ 臺灣高等法院 105 年度金上字第 15 號民事判決。

被告等人於共同基於操縱碩天公司股票價格之犯意聯絡，意圖抬高碩天公司股票之交易價格獲利，自 100 年 4 月 18 日起至同年 8 月 10 日，以連續買賣、相對成交之方式操縱碩天公司股價，違反證交法第 155 條第 1 項第 4 款、第 5 款。

二、損害賠償之計算

證券交易所反應之股票價格影響因素甚眾，除各該股票發行人之公司經營績效、資產負債等基本面影響外，亦受經濟景氣、短期之天災或意外事件致經濟面或投資人心理層面，甚或其他人為操作等其他市場因素影響，如不排除上開其他市場因素，純以股票持有人購入股票時之價格與財報不實消息爆發後之差價作為投資人因財報不實所受之損害（即毛損益法），顯有失真。

本院認為美國法採用消息公開後 90 日平均價格僅係作為賠償額之「上限」，不使賠償額因短期恐慌性賣壓而遭過度誇大，原告仍須以其他方式證明其實際損害額為何，以美國法計算消息公開後 90 日均價僅係用以建立賠償上限，過濾恐慌性賣壓對股價所造成過度影響之立法態度，可知美國法並不認為消息公開後 90 日均價可用以認定特定證券之真實價格。

參酌證交法第 157 條之 1 第 3 項規定，顯示我國立法者認為在內線交易之情形，於消息公開後的 10 個交易日之平均收盤價可認業已充分反應該事件影響後之真實股價。然操縱行為結束後究須多長期間方使股價回歸真實價格，須考量操縱期間長短、股價漲幅、操縱行為結束後市場氣氛（多頭或空頭）、操縱行為何時被揭發等影響因素，不易有客觀標準來計算真實價格，採消息公開後 10 個營業日平均價格為計算基礎之方式，因操縱行為結束後未必立即公開，且操縱股價消息公開後，可能造成投資人恐慌而使股價超跌，所生影響甚至會持續相當時間，亦不易有客觀標準計算真實價格，自以操縱行為開始「前」一段期間收盤平均價格為基礎計算真實價格，屬較為客觀公正之價格。

因此本院以操縱行為之前 10 日之平均收盤價為依據視為碩天公司股價應有之真實價格，並以投資人買入碩天公司股票之價格減去真實價格，計算其損害。



第三目、宏福案⁶²

一、案例事實

被告為避免宏福公司股價下跌，自 87 年 1 月 3 日起至同年 11 月 19 日止利用關係企業、職員、家族成員的人頭帳戶連續以大量買賣，或以相對成交方式買進人頭帳戶賣出之宏福公司股票，製造宏福公司股票交易熱絡之假象，以使股價維持於每股 31 元以上，違反當時證交法第 155 條第 1 項第 4 款、第 6 款。

宏福公司也於 87 年 11 月 19 日被告操縱行為結束後立即下市，並於 88 年 7 月 14 日恢復買賣，但直至 88 年 8 月 18 日以後成交量才顯著成長，最後於 90 年 5 月 14 日再度下市。

二、損害賠償之計算

原告主張本件應以毛損益法計算原告所受損害，並以 0 元計算原告等現仍持股部分之現值，因其已無法出脫持股。然查，宏福股票於 87 年 11 月 19 日被告操縱行為結束後立即下市，於 88 年 7 月 14 日始恢復買賣，持續交易一年多，至 90 年 5 月 14 日始下市，於重新上市至下市 2 年之期間內，絕大多數交易日均有數百張以上之成交量，足見原告若確欲出脫持股，於此段期間內顯然有相當之機會可加以出售，因此認為原告以 0 元計算無理由

但宏福股票於 87 年 11 月 19 日被告操縱行為結束後立即下市，是以並無操縱行為結束後 10 個營業日之平均收盤價可資參考。又考量宏福股票係於停止買賣近 8 個月後始於 88 年 7 月 14 日恢復買賣，停止買賣期間可能介入影響股價與成交量之因素過多，與一般消息公開後仍可持續買賣之情況不可同日而語，且該 10 日內僅 4 日有收盤價，總成交量僅 12 張，顯無從認為 88 年 7 月 14 日恢復買賣後之 10 個交易日均價可代表宏福股票之真實價格。

惟查，自 88 年 8 月 18 日以後，宏福股票成交量顯著放大，足認遲至 88 年 8 月 18 日以後，宏福股票之正常市場交易機制即已恢復。參諸前述證券交易法第 157

⁶² 第一審：臺灣臺北地方法院 95 年度金字第 32 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 100 年度金上字第 2 號民事判決。

條之 1 第 3 項所顯現之價值判斷，立法者係認為於我國證交所之交易現實下，特定重大訊息揭露後 10 個交易日之平均收盤價可認為係業已充分反應該事件影響後之真實股價。依循此一邏輯，被告操縱行為對宏福股價造成之任何影響，於 88 年 8 月 18 日以後 10 個交易日內應已歸於平靜，故以 88 年 8 月 18 日後之均價為真實價格。

第四目、凱柏案⁶³（本部分著重討論操縱市場）⁶⁴

一、案例事實

被告等人虛偽擴增凱柏公司業績，以製造該公司營收激增之假象，誘使不知情投資人進場交易股票推升股價，致 101 年度財務報告中關於「銷貨收入」、「銷貨成本」、「應收帳款」等會計科目涉有不實，且凱柏公司自 101 年 1 月即進行虛偽交易，直至 101 年 10 月 25 日本件不法情事爆發後，該公司始於 101 年 10 月 31 日所公告之第 3 季財務報告表示先前財報不實之部分。

被告等人也自 101 年 3 月 1 日起至同年 7 月 30 日止，連續以高於委託當時之揭示價、漲停價買入凱柏公司股票，或以低於委託當時之揭示價、跌停價賣出凱柏公司股票，而影響凱柏公司股票於櫃買中心之交易價格，拉抬該公司股價從 101 年 3 月 1 日之每股 13.7 元上漲至 101 年 7 月 30 日之 25.3 元，期間最高價達 30.45 元，已違反證交法第 155 條第 1 項第 4 款。且自 101 年 3 月 7 日起至 101 年 7 月 27 日止，有以約定價格，於其中一方以其控制之證券帳戶出售或購買凱柏公司股票時，由其他群組同時以其控制之證券帳戶為購買或出售凱柏公司股票之行為，亦違反證交法第 155 條第 1 項第 3 款。

二、損害賠償之計算

本件法院認為，所謂真實價值係指凱柏公司公布正確財務報告時，市場對於該公司股票之交易價格。惟該交易價格從未為真實存在過，因過往財務報表皆為

⁶³ 第一審：臺灣臺北地方法院 103 年度金字第 29 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 109 年度金上字第 4 號民事判決。

⁶⁴ 本件涉及財報不實、操縱市場、內線交易下各個行為的損害賠償競合問題。

不實資訊，故僅能以人為方式模擬求得其存在。而原告主張以凱柏公司不實財報消息爆發日「後」10個營業日即101年10月26日起至101年11月8日止之收盤平均價格為9.34元作為擬制之真實價格，應足以反應該股票實際價值。

法院亦認為操縱行為之影響不因操縱行為結束而當然停止，即於7月30日後仍持續影響投資人，直至101年10月25日凱柏公司重大訊息公告公司疑遭詐騙之時，投資人始有知悉凱柏公司股價業受不實財報資訊影響或為人為操縱而扭曲之可能，是黃志成等人之操縱行為既持續影響凱柏公司股價至10月25日，當須對10月25日前因受不實價量資訊誤導而買入凱柏股票之本件授權人，負損害賠償責任，因此真實價格應也以消息爆發日後10個營業日即101年10月26日起至101年11月8日止之收盤平均價格為9.34元為基準。

第五目、富味鄉案⁶⁵（本部分著重討論操縱市場）⁶⁶

一、案例事實

被告陳文南、林秀蓉為避免公司販售參雜成本低廉之棉籽油事實曝光而導致富味鄉公司股票價格下跌，竟基於使公司申報及公告虛偽內容財務業務文件之犯意及影響公司股票交易價格之意圖，於102年10月21日刊載不實資料，並向不特定大眾傳述富味鄉公司所精煉之棉籽油全數外銷之不實消息，以影響富味鄉公司股票交易價格，嗣後富味鄉公司才於同年月24日在公開資訊觀測站更正此重大訊息。此行為已違反了證交法第155條第1項第6款。

二、損害賠償之計算

關於因果關係之認定，我國法文內並無明文規定，但參考美國法將證券詐欺訴訟之因果關係區分為「交易因果關係」與「損失因果關係」，其中所謂「交易因果關係」係指證券詐欺案件中，原告因相信被告操縱股價之結果為真實，進而作成買賣證券之決定。而所謂「損失因果關係」則指證券詐欺案件中，原告所受

⁶⁵ 第一審：臺灣新北地方法院 105 年度金字第 13 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 107 年度金上字第 5 號民事判決處理被告負擔比例問題。第三審：最高法院 109 年度台上字第 1395 號民事判決在處理原告當事人適格問題。

⁶⁶ 本件涉及財報不實、操縱市場、內線交易下各個行為的損害賠償競合問題。

之具體經濟損失係因被告之虛偽、詐欺或不實資訊所致，避免將其他市場因素所致之損失歸責於被告，以合理限制被告之賠償責任。從上論述可以得知法院應該傾向採取淨損差額法計算方式，排除其他市場因素影響的股價。

法院也認同原告主張，認為本件被告因散布不實重大訊息之影響期間為3天，行為結束迄今已一年餘，期間富味鄉公司股價亦受整體經濟環境及市場等因素影響，故本件應採淨損差額法。

且考量第157條之1第3項係立法者基於我國證券市場之交易現況所為之規定，足見立法者認為影響特定股票股價之重要事件，於證券市場之交易現實下，在揭露後10個交易日內，該事件之影響即可趨於平靜，而該10個交易日之平均收盤價可認業已充分反映該事件影響後之真實股價。故本件公告不實資訊及操縱市場部分之損害計算方式，乃參考證交法第157之1條規定，以重大訊息公開（即更正重大訊息）「後」10個營業日平均成交價38.159元作為擬制之真實價格。

第三款、真實價格的計算—類股指數比較法

第一目、大中鋼鐵案⁶⁷

一、案例事實

被告為掩飾公司財務困境，避免投資人信心喪失，虛偽記載應揭露事項於大中鋼鐵公司86年第一季、半年度、第三季、全年度、87年第一季、半年度及第三季財務報告，及友力公司於87年10月29日公告之87年第三季財務報告，直到88年1月關係企業友力公司爆發違約交割，大中公司股價從12元下跌至2.29元，違反證交法第20條第2、3項。原告信賴此虛偽報表而於87年9月至10月買入大中鋼鐵公司股票並持續持有，直到被告犯行被揭露後之88年3月1日才將其賣出，遭致重大損失。

另外，原告主張被告基於共同之犯意操盤購買大中公司之股票拉抬股價，嗣後因無力再籌措資金護盤，終因無資力支付而違約交割，致股價直落直至下市，

⁶⁷ 第一審：臺灣臺中地方法院91年度訴字第243號民事判決。第二審：臺灣高等法院臺中院92年度上易字第471號民事判決。

原告因而低價出售股票，受有損害，違反證交法第 155 條。但法院認為此行為縱成立，亦與損失間無相當因果關係，因原告購買期間係被告護盤期間，依常理，原告反而會因此獲利，何來損失結果，且在一般情形下，有此環境，有此行為之同一條件，未必均發生投資受損之結果⁶⁸。

二、損害賠償之計算

法院認為股價變動之因素非單一，是尚難僅以原告買進賣出之差價，即認係原告因被告行為所受之損害，而認為應採取類股指數比較法。

原告購買股價減去賣出股價，乘以股數，再乘以大中鋼鐵從買入到賣出期間市價跌幅與鋼鐵類股平均跌幅之差額，來計算原告損害賠償，鋼鐵類股扣除大中、友力二家涉案公司及中鋼特別股、中鋼構特別股、燁隆特特別股（因特別股籌碼稀少，不足以反映市場波動）。

此外，原告雖稱於計算鋼鐵類股平均跌幅時，應再扣除峰安、紐新、聚亨、新泰伸等公司非正常因素下跌之股價，惟本院審酌股票市場上各該公司之不正當運作，原本即為投資股票市場潛在之風險，且本院業將牽涉本案之中大、友力公司股票跌幅予以排除計算，對原告已屬有利，自不宜再將原告主張對其不利之其它公司股價跌幅任意排除計算，以求公允。

第四款、真實價格的計算—其他方法

第一款、昇貿案⁶⁹（參考內線交易並混合類股指數比較法）

一、案例事實

被告於民國 98 年 7 月 6 日至同年 8 月 24 日以其自身及親友等 7 個證券買賣帳戶，連續高價買進昇貿公司股票使昇貿公司股價自每股 55.8 元上漲至 73.8 元，

⁶⁸ 實際上本案件應屬證券詐欺的損害賠償計算，因法院認為原告主張被告操縱股價行為為無理由，但本文若將操縱股價行為依同一法理擴及至證券詐欺，因此仍將本案列入。賴英照（2017），《股市遊戲規則—最新證券交易法解析》，頁 616-617 也將此案列入操縱市場的損害賠償計算方式。

⁶⁹ 第一審：臺灣士林地方法院 103 年度金字第 12 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 104 年度金上字第 5 號民事判決。第三審：最高法院 108 年度台上字第 402 號民事判決。



嗣後又連續以跌停價委託賣出，影響昇貿公司股價下跌 0.2 元至 5.2 元，違反證券交易法第 155 條第 1 項第 4 款。

二、損害賠償之計算

被告雖主張應以「操作期間結束後」10 個交易日之平均收盤價格即 75.44 元，或另依美國證券交易法則以「操作期間過後」90 日之收盤價格即 66.45 元為操作期間昇貿公司之真實價格。但考量操縱股價之特性，與財報不實、內線交易訊息揭露後，股價可於短期內完全擺脫不實訊息之干擾截然不同；則無論以操縱行為結束後 10 日或 90 日所計算之平均收盤價，不得擬制為已全然排除詐欺因素影響之真實價格。

從股價漲跌趨勢來看，地方法院也認為被告兩種計算方法皆未完全回復至真實價格，因為在此消息揭露後，昇貿公司之股價即下跌 2.9 元，以 39.15 元收盤，而若以「消息公開後」90 日營業日之平均收盤價僅 35.5 元，更低於投保中心所主張之「操縱行為前」10 個交易日之收盤價 46.2 元。

且美國 1934 年證券交易法增訂第 21D (e) 條，對於依該法請求賠償的案件，設定賠償金額之上限，依據該條規定，原告求償金額，以其購買證券的價格（或賣出價格），與更正不實消息之日起 90 天該證券平均收盤價格之間的差額為「上限」。此規定係為避免證券團體訴訟造成的請求過剩而侵害市場所制定的請求金額上限，並非損害賠償之計算方法。再者，美國私人證券改革法既均以「不實資訊被揭穿或更正」、「更正不實消息」以為描述，顯然其見解係針對「財報不實」、「內線交易」侵權行為態樣所為，與本件乃涉及上訴人不法操縱行為所造成損害賠償之認定，並非相同，應不得直接援引。

此外，損害賠償之目的在於填補債權人所生之損害，其應回復者，並非原來狀態，而係應有狀態，自應將非可歸責於債務人事由之變動狀況考慮在內。關於昇貿公司就非因被告不法操縱行為，而係本於其他基本面、資金面及政經、社會面所造成股價漲跌走勢之影響，應可以操縱期間內與昇貿公司同類股平均漲跌幅

據以認定，並作為前揭單純以操縱行為開始前 10 個交易日平均收盤價計算所得金額調整之依據，俾將非因上訴人操縱行為所造成之漲跌損益予以排除。

因此高等法院於本案擬制真實價格的計算為，以被告不法操縱昇貿公司股價行為開始前 10 個營業日之平均價格即每股 46.2 元，加計操縱期間與昇貿公司同類股之平均漲幅 7.09% 為每股 49.48 元。

然最高法院於損害賠償計算中，認為高等法院未就被告抗辯不應以其操縱行為開始前 10 日之平均收盤價格作為擬定系爭股票真實價格之依據云云，未詳加審究，遂認上訴人上開抗辯為不可採，進而為其不利之判斷，並有可議為理由之一發回高院⁷⁰。

第四項、分析各判決真實價格計算的採用理由

一、判決時點影響真實價格的採用

判決時點雖不會寫入判決理由，但越接近現今之操縱案件可以看到真實價格的計算皆已趨向參考內線交易法，並以操縱行為前 10 個收盤日之均價擬制為真實價格，此見解之統一除有助於賠償人預見賠償範圍，也有助於減少法院為探究真實價格所造成訴訟上的程序負擔。

表 3：真實價格計算方式之演變

	民國 91 以前	民國 91-95 年	民國 96-100 年	民國 101-105 年	民國 106-111 年
參考內線交易計算方法	0	1	3	16	14
操縱結束「後」10 日均價	0	1	1	1	1

⁷⁰ 發回高院的「臺灣高等法院 109 年度金上更一字第 2 號判決」尚未更新於裁判書查詢資料中。

參考美國法定計算方法	0	1	5	1	2
類股指數比較法	0	1	0	0	0
其他方法	0	0	0	1	0
參考內線交易計算方法之比例	0%	33%	50%	87%	91%
註：以判決採淨損差額法之案件進行統計，並人工篩選符合之案件。同一事實不同審級的判決結果視為不同案件數。					

二、我國立法例

在眾星案、律勝案、亞智案、台肥案皆有提及我國操縱行為之立法係參考美國 1934 年之證券交易法及日本證券交易法所制定⁷¹⁷²，因此，只要是參考美國 1934 年證券交易法第 21D 條第 (e) 項第 (1) 款之規定，而認為真實價格應以操作行為結束後 90 日均價為真實價格的判決，都會以我國立法例係參考美國法為由，認為此計算方式有理由。

但在後續有採用參考內線交易法的判決如碩天案及昇貿案，也以探究美國 1934 年證券交易法第 21D 條第 (e) 項第 (1) 款之規定，認為此規定僅係為避免行為人過度賠償，受害人過度受償所制定的賠償上限規定，在美國也並非作為判決計算真實價格的方式，且探究法條文義係以「消息公開後」90 日之均價，並非

⁷¹ 李開遠 (2007)，《證券管理法規新論》，五版，五南，頁 288。

⁷² 賴英照 (2006)，《股市遊戲規則—最新證券交易法解析》，初版，頁 429。



「操縱行為結束後」90日，何以直接援引適用有其疑問，因而不採美國此規定作為損害賠償計算方式。

三、內線交易法之10日均價計算方式為我國證券交易法損害賠償唯一明文的計算方式

首次參考內線交易法之計算方式並受法院採納之榮美案，認為炒作行為開始前之價格始屬市場自然形成的價格，且操縱行為損害程度不易以傳統損害賠償法則計算，應類推適用證券交易法第157條之1第2項之規定，就形成了以操縱行為前10日均價為真實價格的見解。

此判決認為觀諸我國證券團體訴訟損害賠償條文，只有內線交易有明文規定損害賠償計算方法，故擷取了內線交易法的10日均價；但又考量到操縱行為與內線交易所造成的市場價格扭曲程度不同，內線交易之重大消息公布後，股價往往於幾天內可消化完畢，操縱股價所造成的股價扭曲則會持續較長時間，而認為應以行為前的價格才是市場自然形成的價格，因此，得到結論就是以操縱行為前10日均價作為真實價格。

四、案件牽涉到內線交易

在凱柏案及富味鄉案中，法院雖係參考內線交易法之計算，但皆以操縱行為結束「後」10日之均價作為真實價格，而非如一般參考內線交易計算案件係以操縱行為開始「前」10日之均價，若比較兩者案件相同之處，可以發現兩個案件不僅與操縱行為有關，更涉及財報不實及內線交易。但若僅涉及操縱行為和財報不實案件時可以發現，法院真實價格的計算仍以操縱行為「前」10日之均價⁷³。因此，可以推論出當此操縱市場案件同時涉及到內線交易時，法院就會傾向採取以操縱行為「後」10日均價作為操縱行為的真實價格，原因為何，本文認為法院係為減少損害賠償計算的繁雜性，使操縱行為、財報不實、內線交易的價格計算基準能夠統一，亦即皆以內線交易消息公開後10日為準。

⁷³ 臺灣臺北地方法院 108 年度金更一字第 1 號民事判決。



五、操縱行為影響的延續性

真實價格的取得，若以我國實務採取類似指數比較法的計算方式，並以操縱行為「前」或「後」數日均價作為真實價格，但究竟何者較公平且該平均股價較能代表「已排除操縱行為的影響性」。

在榮美案及碩天案中，法院之所以採取以操縱行為「前」10日均價，皆係因認為操縱行為前的股價尚未受到操縱行為所污染較能反映股價真實價格。碩天案更點出操縱行為於行為結束後，此行為不必然馬上公開，縱行為結束但尚未公開，股價仍未反映真實價格，且操縱行為公開後會造成投資人恐慌，影響期間並非公開後短時間足以反應，因此認為操縱行為「前」的均價較能反映真實價格。

在宏福案中，法院雖也是參考內線交易的計算方式，但並沒有以單純以操縱行為「前」或「後」10日均價為真實價格，因該公司於操縱行為結束後（同時為消息公開後）立即下市，但又於88年8月14日重新上市，但直至同年月17日交易量皆為顯著提升，直至同年月18日交易量才終於恢復正常，因此法院也認為88年8月18日往後起算10日收盤價，被告操縱行為對於宏福公司股價才歸於平靜。

操縱行為影響的延續性，此一論點主導了多數法院對於真實價格的採用方式，因此就算參考內線交易的計算方式，也不會如內線交易一樣以行為公開「後」10日均價，而係以行為開始「前」的10日均價為真實價格，此真實價格的計算也已成爲主流見解⁷⁴。

六、依原告（投保中心）主張

法院採取真實價格的方式與原告主張有高度關聯，甚至可以說法院採取真實價格的歷史演進正是隨著原告（投保中心）所驅動，早期法院對真實價格見解較分歧，係因為投保中心於不同案件主張不同真實價格的計算方式，但於101年至今，投保中心也將真實價格主張皆以參考內線交易方式為之，間接幫助法院統一

⁷⁴ 在38件以參考內線交易計算真實價格的案件中，34件皆係以操縱行為「前」數日之均價為真實價格。

了真實價格之見解。於下附表也可以得知，當法院認為原告主張被告操縱行為有理由時，此時原告所主張的真實價格計算方式高機率將被法院所採納。（參表 4）

表 4：原告主張真實價格計算與法院判決真實價格計算之比較

	原告參考美國 法	原告參考內線 交易	原告以類股指 數比較法	原告以其他方 法
法院參考美國 法	6	2	0	0
法院參考內線 交易	1	31+0.5*2	0	2
法院以類股指 數比較法	0	0	0.5	0
法院以其他方 法	0	1	0	0

註 1：以判決採淨損差額法之案件進行統計，並人工篩選符合之案件。同一事實不同審級的判決結果視為不同案件數。

註 2：法院真實價格計算與原告真實價格計算完全一樣或完全不一樣為計為 1，真實價格計算方式一樣，但細節不一樣記為 0.5（如操縱股價始點的認定不同）。法院判決依原告主張真實價格計算的比例為： $39.5 \div 45.5 = 87\%$ （反黃部分為原告主張真實價格計算方式與法院判決相同情形）

第五項、分析我國判決採取淨損差額法的理由及其優缺點

我國判決如台肥案、榮美案等判決內容論述似乎不會先判斷應採用毛損益法還是淨損差額法，而是直接略過此段論述並說明採用何者真實價格的計算方式的理由。但有先論述為何採淨損差額法為損害賠償計算方式的判決，最主要就是認

為此種計算方式符合損害填補原則（詳後述），而其缺點不外乎是真實價格計算的難易性，實務也會以民事訴訟法第 222 條第 2 項來減輕原告取證困難，且依我國現今實務幾乎普遍採以操縱行為開始「前」10 日的均價為真實價格，姑且不論其合理性，似乎也沒有淨損差額法真實價格計算難易性的問題。

一、損失因果關係

於前述淨損差額法的起源有提及損失因果關係的出現應該是淨損差額法的興起原因之一。在富味鄉案中，判決也提及雖然我國並未明文因果關係之認定，但參考美國法採用「交易因果關係」及「損失因果關係」理論有其理由。交易因果關係可由「詐欺市場關係理論」推斷原告係因信賴被告操縱此公平市場的行為才會為此交易，損失因果關係則須進一步證明損害是由被告的操縱行為所致。因此損失因果關係也就排除了並非被告操縱行為所造成的損害，此與淨損差額法的概念不謀而合。

在操縱行為尚未有民事損害賠償責任規範時，侵權行為為我國就操縱行為的請求權基礎，故若以我國侵權行為的損害賠償方式觀之，因果關係的成立也區分成責任成立的因果關係（即交易因果關係）以及責任範圍的因果關係（即損失因果關係）。責任成立的因果關係，係指存在於行為與權益受侵害之間的因果關係；責任範圍的因果關係則是權益受侵害與損害的因果關係⁷⁵。

雖我國並未明文因果關係的認定，但若以條文規範觀察，仍可區分為責任成立規範條文及主要涉及到責任範圍規範的條文，責任成立規範條文多散落於各個請求權基礎的條文內容中（如侵害權利的責任成立規範與否，即為民法第 184 條因故意或過失，不法侵害他人權利者。行為人有故意過失的主觀要件，客觀上需不法侵害他人權利致他人權益受到侵害，不法侵害行為與他人權益受損需有因果關係），責任範圍規範條文則主要規範於民法第 213 條至 218 條（還有特別規範於民法第 192 條至 198 條）⁷⁶。依體系解釋，實務及通說縱不參考德國法或美國法

⁷⁵ 王澤鑑，前揭註 43，頁 92-93。

⁷⁶ 王澤鑑，前揭註 43，頁 24。



之規定，也可以得出責任成立之因果關係以及責任範圍之因果關係需個別觀之的結論。

二、符合損害填補原則

損害賠償的基本目的係在於填補被害人所受的損害，學說上稱為損害填補原則，此部分體現於我國民法第 213 條第 1 項回復原狀之規定。除了損害填補的目的外，尚具有權利繼續的功能，即權益受侵害時，損害賠償請求權使被害人取得該被侵害權益的價值內容，以該權益的客觀交易價值作為應予賠償的最低損害，此部分則體現於我國民法損害賠償中金錢賠償的規定（如民法第 215 條，不能回復原狀或回覆顯有重大困難者，應以金錢賠償其損害⁷⁷）。

民法第 213 條規定，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，乃在宣示填補損害中的全部賠償原則（責任要件一旦具備，加害人需就所受損害及所失利益負全責），但為顧及加害人的利益對全部賠償原則有合理限制之必要，分別有相當因果關係、被害人與有過失及損害賠償之酌減來限縮全部賠償原則，其中相當因果關係又可區分為責任成立的因果關係及責任範圍的因果關係⁷⁸。這些對於制度的設計除為避免加害人過度賠償，反之也是為避免受害人過度受償，而使被害人除損害填補外更有獲利（禁止得利原則）⁷⁹。

證券交易法第 155 條應屬於保護他人法律的一種，因此當有人為反本條規定致被害人受損，應也屬於民法第 184 條第 2 項侵權行為之範圍⁸⁰。侵權行為下的損害賠償係根據完全賠償原則，依民法第 216 條第 1 項規定，加害人需填補被害人所受損害及所失利益，所受損害又稱積極損害，係指現存財產因加害行為之發生而減少；所失利益又稱消極損害，為本該增加之利益因加害行為之發生以致不能

⁷⁷ 王澤鑑，前揭註 43，頁 27-29。

⁷⁸ 王澤鑑，前揭註 43，頁 32-34。

⁷⁹ 王澤鑑，前揭註 43，頁 29。

⁸⁰ 賴英照，前揭註 12，頁 418。



取得⁸¹。因此當加害人操縱股票致投資人以高於實際價格買入而與事後股價下跌賣出所受的損害，若以毛損益法，因未排除該股下跌之其他市場因素，已與民法限縮完全填補原則的責任範圍因果關係理論有違，亦即將非操縱行為所造成的股價損失也加諸於加害人身上，造成加害人過度賠償。而股票市價本就會隨著市場消息、公司營運狀況變動等等原因變動，若採毛損益法，投資人等於是購買了一種賺不賠的有價證券，除不符合投資有價證券的本質，投資人因市場波動所造成的投資損失，也可透過加害人加以取得，也就是除損害填補外更有獲利，違反損害填補下的禁止利得原則。

第四節、以操縱行為為請求權基礎但非一般投資人之原告

本文於研究操縱市場損害賠償案件時，發現除一般投資人會以證交法第 155 條為請求權基礎外，證券商、證交所、以及被操縱股價之公司也會以此條請求損害賠償，但損害賠償計算方式之論述則有別於毛損益法或淨損差額法之爭論，詳細分析如下所述。

第一項、原告為證券商或證交所

民國 95 年以前的操縱市場民事損害賠償案件，有一半都是有關證交法第 155 條第 1 項第 1 款違約交割的損害賠償請求。雖此條爭議主要涉及證券商、證交所是否屬於證交法第 155 條第 3 項善意買入或賣出有價證券之人，以及將違約交割列入操縱行為而課與刑事責任是否過苛等問題，但本文仍將重點著重於違約交割案的損害賠償情況該如何計算。

一、一般投資人違約交割（證券商為原告）

理論上，投資人違約交割多少金額就是損害賠償的範圍。但在結算違約交割金額時，證券商會先依中華民國證券商同業公會委託買賣證券受託契約範本（下稱本範本）第 11 條第 2 項之規定，於違約申報後次一營業日開始之三個營業日期間，接受違約交割人將其持有之有價證券撥轉至證券商違約專戶賣出，返還違約

⁸¹ 陳聰富（2017），《侵權行為法原理》，初版，頁 419。

債務及費用。因此違約交割金額會再扣除賣出違約交割委託人持有證券金額，才是違約交割委託人須賠償之範圍。若有多數人基於共同目的違約交割（其中僅有一人為證券商之委託人），縱與證券商無成立契約關係的他人，證券商仍可以以民法第 184 條第 1 項後段及 185 條，向其他人一同請求，使該等共同侵權人負連帶賠償責任。

另外，除上述違約交割金額外，依照本範本第 11 條第 1 項，證券商除了上述違約交割金額，還可以相當成交額的百分之七為上限，收取違約金。因此最終違約交割之委託人需負的損害賠償，即為扣抵完賣出證券金額後的違約交割金以及違約金。而其他共同侵權人（非契約委託人）則僅需與委託人就違約交割金負連帶責任。

二、證券商違約交割（證交所為原告）

依照證交法第 153 條，證券交易所之會員或證券經紀商、證券自營商在證券交易所市場買賣證券，買賣一方不履行交付義務時，證券交易所應指定其他會員或證券經紀商或證券自營商代為交付，其因此所生價金差額及一切費用，證券交易所應先動用交割結算基金代償之；如有不足，再由證券交易所代為支付，而後均向不履行交割之一方追償之。

依上述規定，證交所會先代償證券商違約交割之部分，但仍可向違約交割證券商追償，而違約交割金額就是損害賠償的範圍。另外依台灣證券交易所股份有限公司供給使用有價證券集中交易市場契約（下稱本契約）第 8 條第 1 項，當證券商違約交割時，證交所可以對證券商以其可得為主張之債權，抵銷證交所代為償付之債務及其法定利息，如不足抵償時，證交所可以向主管機關申請以證券商所提存於銀行之營業保證金為償付，若尚有不足，證券商仍負有清償之義務，倘有餘額，俟終止本契約後退還給證券商。

第二項、被操縱股價之公司



當一操縱行為發生時，除了善意投資人會受有損害外，被操縱股價之公司，其股票通常會因操縱行為被揭露後呈現雪崩式下跌，此時被操縱股價公司可否向操縱行為人請求損害賠償？其損害賠償數額又該如何計算？

一、以民法的損害賠償角度思考

行為人操縱公司股價，並在操縱消息公開而該公司股價下跌的行為，對於該公司是否屬於侵權行為。首先，公司股價對於公司而言應不屬於權利的一種，僅為債權之利益，此部分可以從營業權是否為我國承認的角度出發，股價對於公司而言是代表公司價值的一種方式，當股價高時代表投資人認可這家公司價值，當股價低時，則代表投資人看低這家公司價值，因此，當一行為人操縱該公司股票，影響該公司應有價值時，也間接影響了公司的營業權，但我國並不承認營業權是一種權利⁸²。是以，若依我國實務及通說針對侵權行為採區分說的保護制度，即民法第 184 條第 1 項規定，前後兩段為相異之侵權類型，前段保護之法益為權利，後段則為一般財產上的利益。債權為相對權，不具公示性，原則上並非該項前段所稱之權利，而為後段所稱之利益。因此，只有在行為人「故意」以背於善良風俗之方法，使該債權無法完整行使時，行為人才需負損害賠償之責⁸³。

但操縱行為人為操縱股價時，實在難以想像會有過失操縱股價的可能性，故就算將股價視為利益，該公司應該仍得以用民法第 184 條第 1 項後段向操縱行為人請求損害賠償。惟行為人操縱股價並於消息公開後造成股價下跌之情形，對於公司而言受有何種損害，依我國實務一般就侵權行為案件之損害概念係採「差額說」，即被害人實際上是否受有損害，應視其財產總額有無減少而定⁸⁴，由此推論，因股價的高低會影響一家公司的市值，股價因操縱行為的公開而下跌，對於該公司而言，可視為財產總額的減少，可謂該公司實際上受有損害。損害賠償的範圍依民法第 216 條又區分為所受損害及所失利益，所受損害為既有財產的減少，只

⁸² 同前註，頁 62-63。

⁸³ 同前註，頁 135。

⁸⁴ 同前註，頁 416。

要財產減少與侵權行為間具有損失因果關係（責任範圍的因果關係），被害人即可請求賠償⁸⁵，據此，該公司得請求市值減少之損害，損害的範圍也就是市值因操縱行為所減少的範圍，至於先前因操縱行為上漲之股價則屬於後面損益相抵損害範圍減免的問題，並不影響前段損害賠償範圍的計算，實務侵權行為的損害賠償計算時點係以起訴時為準⁸⁶，則該公司所受損害範圍應以操縱行為最高點的股價減去起訴時的股價乘以已發行股數，再扣除因操縱行為致股價上漲之損益相抵範圍，作為最後的損害賠償。

本文試著進一步思考，雖然如前所述，股價高低會影響一家公司的市值，即股價降低使市值減少對於公司而言似乎是一種損害，然股份有限公司係由公司股東依其股份所持有，因此，操縱公司股價於操縱行為揭露後致股價下跌，實質上最終受有損害之人應為持有股票之股東，並非公司本身。是以，可向操縱行為人請求股價下跌所受損害賠償之人應為股份持有人，但證交法第 155 條第 3 項的請求權人卻僅限於善意買入或賣出者，並不包含持有人，因此，若持有人欲請求操縱行為人造成公司下跌的損害賠償，僅能回歸民法侵權行為為請求權基礎。至於公司端的部分，依此想法，並未受有最終的實際損害，則不能以操縱行為揭露使股價下跌而向操縱行為人請求損害賠償。

二、台肥案

在台肥案中，被告利用台肥旗下子公司購買台肥公司股票合計購買 3 萬 5469 張，支出金額共 19 億 2139 萬 6993 元。同年 10 月 13 日被告不法行為消息公開，致台肥公司股票股價跌停，除被告業於同月 12 日指示賣出之 4600 張台肥公司股票外，其餘股票均無法賣出。台肥公司主張，嗣後台肥公司股價持續下跌，至 88 年 11 月 16 日之收盤價為每股 40.9 元，較諸台墾等子公司平均購入成本 62 元，股票跌價損失約 6 億 4000 萬元，迨至 88 年底，台墾等子公司按權益法認列投資

⁸⁵ 同前註，頁 419。

⁸⁶ 同前註，頁 423。



之損失（88年7月1日至88年12月31日）計6億8537萬8000元，89年認列損失6億7819萬7000元，造成台肥公司財產損失甚鉅。

（一）、高等法院⁸⁷

查台肥公司雖以89年認列損失為其損害之依據云云，但系爭台肥股票既未處分，現仍由台墾等子公司持有，是其所謂認列損失，倘將來處分系爭台肥公司股票所得價款高於其認列之投資損失，則應沖回其資產，即其損害已減少。由是以觀，顯見台肥公司主張以89年之認列損失為據，尚非可取。

再者，系爭台肥股票既未處分，即價格究竟如何，所得總額究竟若干，實未可知。然本院認為：台肥公司為上市公司，其股票價格每日均可能發生變動，是於系爭台肥股票實際處分完畢前，實無法結算台肥公司實際是否受有損害？其所受損害究竟若干？但於本院辯論終結時，為最接近本院得以審酌之時點，亦即台墾等子公司最有可能處分系爭台肥股票之時點，故以此時點，計算系爭台肥股票之損益情形，應較為公允。

台墾等子公司購買系爭台肥股票之金額，合計為19億2140萬3657元，然台墾等子公司系爭股票歷年之現金股利為1億9447萬4700元，而系爭台肥股票加計歷年之股票股利合計為4321萬6600股。是故，以本院言詞辯論終結日即95年5月24日台肥公司股票收盤價格（55.1元）折算，系爭台肥股票總值為23億8123萬4660元（ $55.1 \times 43,216,600 = 2,381,234,660$ ），若加計上開現金股利總額，則為25億7570萬9360元（ $2,381,234,660 + 194,474,700 = 2,575,709,360$ ），超過台墾等子公司購買系爭台肥股票之成本達6億5430萬5703元（ $2,575,709,360 - 1,921,403,657 = 654,305,703$ ），由此觀之，顯見台肥公司尚未受有損害。

（二）、最高法院⁸⁸

⁸⁷ 臺灣高等法院 93 年度重訴字第 50 號民事判決。

⁸⁸ 最高法院 96 年度台上字第 15 號民事判決。

本件被告炒作台肥股票所致台肥股票跌價，致台肥公司及一般投資人受有損害，皆係基於同一行為，原審計算台肥公司與一般投資人受有損害之時點，何以前者係以事實審言詞辯論終結時，後者則以美國證券交易法有關操縱股價損害賠償金額相關規定，認應以被上訴人操縱行為結束起九十個交易日之日平均價格為計算標準，此部分並未敘明理由，故為發回原審之原因之一。

（三）、本文分析

台肥案之原告不僅僅有一般投資人，也有受操縱股票台肥公司本身。高等法院在計算台肥公司受有損害的計算時點係以言詞辯論終結日（55.1 元）為準；一般投資人受有損害的計算時點則是以操縱行為結束起，90 個交易日之日平均收盤價格（43.19 元）。此同一行為所致卻有兩種不同的計算時點，遭最高法院發回審理。

因此，若發回後的高等法院改以操縱行為結束後 90 個交易日之平均收盤價格為準，其餘計算方式皆如原本高院判決，則台肥股票總值則為 18 億 6662 萬 4954 元（ $43.19 \times 43,216,600 = 1,866,624,954$ ），加計台墾等子公司系爭股票現金股利總額，則為 20 億 6109 萬 9654 元（ $1,866,624,954 + 194,474,700 = 2,061,099,654$ ），仍超過台墾等子公司購買系爭台肥股票之成本達 1 億 3969 萬 5997 元（ $2,061,099,654 - 1,921,403,657 = 139,695,997$ ），可見縱以 90 個交易日平均收盤價為基準，若沒有改變損害賠償計算方式，台肥公司仍視為未受有損害。

以該股票估計總市值加計購買系爭股票所賺得的現金股利減去當初購買成本，大於零則為沒有損害，是為本案高等法院計算損害賠償的方式。但何以全部股票市值與購買部分股票的成本作為比較基準，台肥公司總股數和台墾等子公司購買股數的數量本就不同該如何做出比較，判決也並未說明。

本文也認為台肥公司本身於就公司股價下跌也並未受有損害，因股價下跌受損害之人應為股東而非公司本身，理由已如前所述，若台肥公司以此為由起訴，應無理由，但台肥公司係以子公司投資受損為請求，且此投資行為確係因被告操



縱行為而付出更高的成本，損害賠償請求權基礎縱無法依證交法第 155 條第 3 項視台墾等子公司為善意買入人，仍可依公司法第 23 條或民法第 184 條請求，損害賠償計算則與一般善意投資人請求之情況相同，以買入時股價減去擬制真實股價，並非如判決所提及，因該股並未賣出無損害可言之情事。損害計算就是花費成本與統一的擬制真實價格乘以購買股數的差額為 18 億 9663 萬 4516 元（ $1,897,967,748 - 43.19 \times 30869 = 1,896,634,516$ ）。

第五節、小結—統整操縱市場之實務判決

從上述的各個判決，本文試著整理出日後實務在探究應採用何種損害賠償計算方式時，可加思考的方向（如表 5）。首先，本文認為應可以排除類股指數比較法的計算方式，因為操縱市場中，與類股指數比較法相關連的部分，僅在中鋼鐵案及昇貿案，中鋼鐵案主要是處罰行為人證券詐欺的行為，昇貿案雖係採混合內線交易及類股指數比較法的計算方式，但該案遭最高法院發回重審，仍未確定，也難以認定係過往實務於操縱市場行為下肯認的一種計算方式，因此，實際上操縱市場下的損害賠償計算方式，實務從未確認有以類股指數比較法為損害賠償的計算方式。再者，本思考模式亦僅限於原告為一般投資人時依證交法第 155 條第 3 項請求損害賠償的情況，於原告非一般投資人的情況則不會於此表討論。

接下來，進入本文整理的判斷思考流程。原則上，我國現行實務的淨損差額法參考內線交易，並以操縱行為「開始前」10 個收盤日均價為真實價格已成為主流。但採取淨損差額法中的例外，則是當操縱行為開始時點接近股票上市櫃時點時，法院可以例外參考美國法以操縱行為結束後 90 個收盤日均價為真實價格，如在律勝案中，律勝公司於 94 年 12 月 8 日上櫃後，被告立馬為操縱行為，即根本無操縱行為「開始前」10 日可言，故參考美國法有理由。而當同一案件同時發生操縱股價及內線交易時，如富味鄉案及凱柏案，本文推論為減少計算繁複，法院可以採取和內線交易完全相同之計算方式，將操縱行為結束時點與內線交易之重

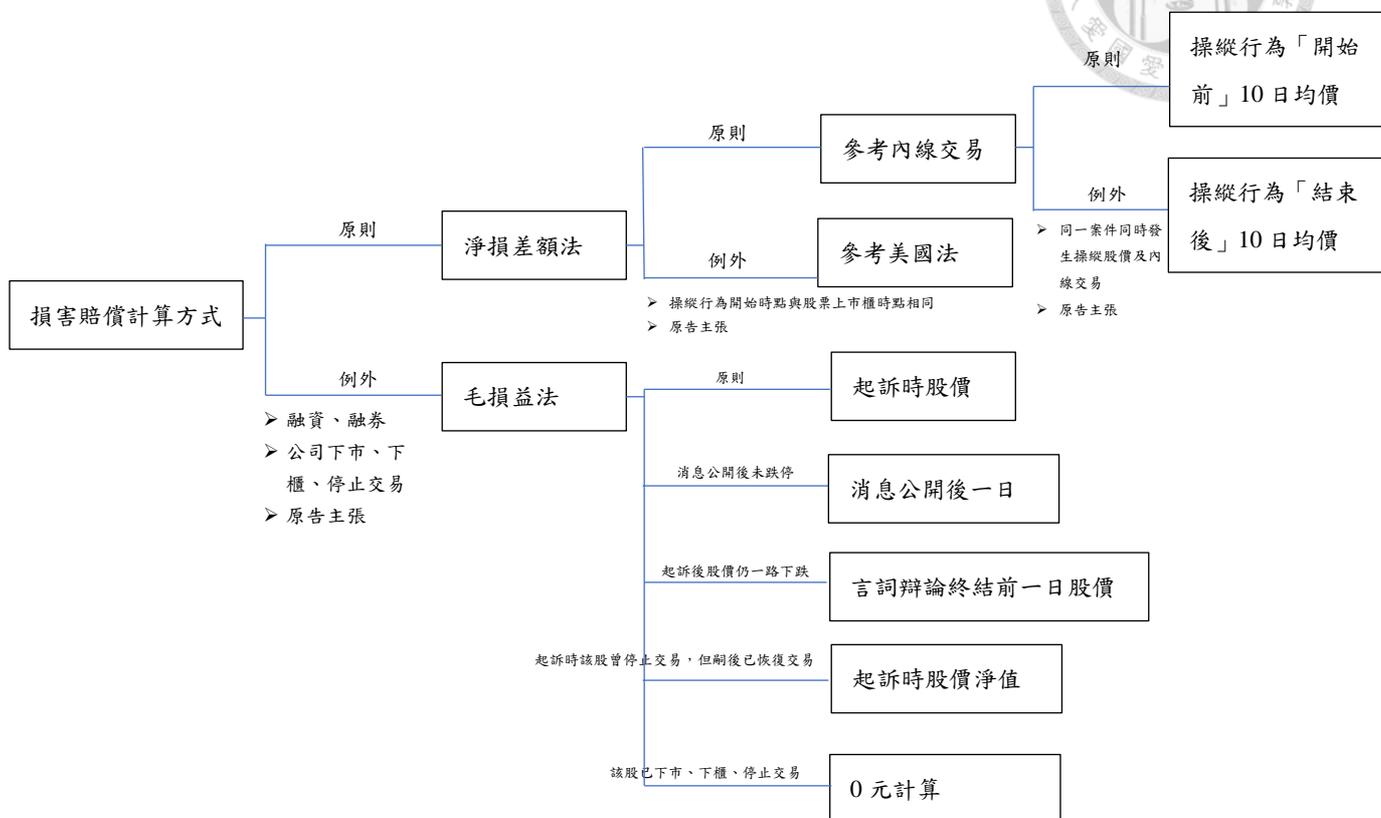
大消息公開時點重合，並以操縱行為結束後（同時也是重大消息公開後）10 個收盤日均價作為擬制價格。

當案件涉及融資融券、公司下市下櫃或停止交易、或是原告主張應依毛損益法時，法院有例外會採取毛損益法的可能。若投資人已賣出，則以買賣差價乘以股數作為損害賠償；若投資人仍持有，仍須探尋價格計算基準，原則上會以起訴時股價與買入時的差價乘以股數作為損害賠償。但當操縱消息公開後，該股並未跌停如中櫃案，此時應已可認為該股價已足以反映應有之市場價格。當起訴後股價仍一路下跌如唐鋒案^②，法院會以得以審酌之最後一日言詞辯論終結前一日股價作為計算基準。當起訴時，該股曾停止交易而雖於嗣後又恢復交易如國產汽車案，因無起訴時價格可言，此時法院只能以財報計算起訴時的股價淨值作為計算基準。當該股已下市、下櫃、停止交易時如順大裕案及洪氏英案，則法院會認為該股對於投資人已無交易價值可言，並以 0 元計算。

這些例外的因素僅僅代表會增加法院採取例外的損害賠償計算方式的可能性，但並非表示法院只要碰到例外情形，就必然會採取非原則的損害賠償方式，舉例而言以和旺案為例，在臺灣高等法院 107 年度金上易字第 2 號民事判決中原告主張應以毛損益法，以買入減去賣出價格乘以股數，高等法院更以該公司已下櫃無交易價值可言，認為應該是以買入價格減去 0 元乘以股數；但在相同案件事實背景下的另一案件，台灣橋頭地方法院 108 年度金字第 4 號民事判決，同樣也是向操縱和旺公司的行為人請求損害賠償，但因原告投保中心採以操縱行為開始前 10 個營業日均價作為擬制價格，法院也因此認為有理由，也就未進一步考量到該公司是否已下櫃而需採取例外的毛損益法來計算損害賠償的問題。從上述案例也更可確認，原告主張採取何種計算方式，對於法院在操縱市場案件的損賠計算採用，確有一定程度的影響力。



表 5：實務損害賠償計算方式採用思考流程





第三章、與證券交易法其他損害賠償條文比較損賠計算方式

若以操縱市場判決的案件事實觀之，原告除了以證交法第 155 條為請求權基礎外，有時也會一併以證交法第 20 條、證交法第 20 條之 1 以及證交法第 157 條之 1 為請求權基礎向被告請求損害賠償。因此本章欲探討這三者的法律起源、立法背景及損害賠償計算方式，進一步與操縱市場做比較，來討論實務上就證交法第 20 條、證交法第 20 條之 1、證交法第 155 條以及證交法第 157 條之 1 為相異或相同的損害賠償計算方式是否合理，以及其他三者的損害賠償計算方式是否得供操縱市場作為參考，並於最後就發生損害賠償請求競合時，實務所採用損害賠償計算方式會有何種變化及其產生的問題加以討論。

第一節、證交法第 20 條第 1 項

第一項、法律起源及立法背景

證券交易法第 20 條第 1 項為我國證券詐欺規範，其法律起源乃源自於美國證交法。美國證券詐欺規範起初在 1933 年美國證交法制定以前，只能透過郵件詐欺的刑事追訴或郵政總長的行政命令退回郵件來因應證券詐欺事件，在 1933 年證交法第 17 條訂定後，該條文明確規範了「證券出售」的詐欺情形⁸⁹。但因為 1933 年證交法著重於募集行為及銷售行為的消息揭露與不得有詐欺行為的規範，在流通市場中的法律規範仍較無著墨⁹⁰，因此，爾後又於 1934 年證交法第 10 條補足上述立法不足，美國立法者也為了更強烈禁止證券詐欺的存在，認為不論是買受人或出賣人皆有保護的必要，於 1934 年證交法 section10(b)授權子法 rule10b-5 補足 1933 年證交法僅規範證券出售的詐欺情形，進一步擴張證券詐欺的禁止範圍⁹¹。

而我國證交法第 20 條的引進，起初是參考美國 1934 年證交法 section10(b) 及其授權的 Rule 10b-5，美國證交法證券詐欺於發行市場及交易市場皆有適用，且

⁸⁹ 余雪明（2016），《證券交易法：比較證券法》，五版，證期會，頁 669。

⁹⁰ 台灣證交所，美國證券市場相關制度（2017），<https://www.twse.com.tw/ch/products/publication/download/0003000161.pdf>，頁 2、6，最後瀏覽日：111 年 11 月 17 日。

⁹¹ 賴英照（1996），《證券交易法逐條釋義》，再版，三民，頁 349-355。



不以公開發行的有價證券在集中或店頭市場的交易為限，即使未公開發行的證券及面對面交易均同樣適用，試圖盡量擴張其適用範圍，我國證交法第 20 條第 1 項適用範圍規定也同美國證交法規範⁹²。

在 1977 年修法前，證交法第 20 條第 1 項：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。第 2 項：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。因此早期的民事責任有其究竟屬於契約、侵權行為，還是獨立類型之爭論，若以條文「對於該有價證券之善意取得人」為請求賠償之主體觀之，本條責任似以求償權利人與賠償義務人之間存有契約關係為前提，有學者主張本條性質上應屬於契約責任⁹³。

但證交法第 20 條第 1 項的責任性質，在 1988 年修法後，條文內容修改成第 1 項：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。第 2 項：發行人申報或公告之財務報告及其他有關業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。第 3 項：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。第 4 項：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。其中，第 3 項修法理由中指明本條的賠償義務人為「侵權行為人」，非屬契約責任，學說及法院判決也於修法後皆肯認此係侵權行為特別規定，原則上適用民法侵權行為的相關規定⁹⁴，因此，責任性質也明確從原本的契約說改成侵權行為說。但如果投資人受契約相對人欺騙而購買證券，而與發行人或承銷商訂立契約關係，投資人仍非不得依契約關係主張撤銷回復原狀。另外，也明文增訂發行人的財務報告相關文件不得有虛偽隱匿的情事。

在 2002 年的修法則是將有價證券的私募也列為證券詐欺的範疇，並在 2006 年增訂證交法第 20 條之 1，明文財報不實的相關賠償責任，因此證交法第 20 條第

⁹² 賴英照，前揭註 1，頁 640-641。

⁹³ 賴英照，前揭註 91，頁 329-330。

⁹⁴ 賴英照，前揭註 1，頁 694。



3 項，證券詐欺的損害賠償將僅針對同條第 1 項，若屬發行人的財報不實損害賠償則落於證交法第 20 條之 1 來規範。

第二項、損害賠償計算方式

在討論證券詐欺損害賠償計算前，本文欲先說明以證券詐欺為請求的訴訟類型。首先，牽涉證券詐欺的實務判決中，有以證交法第 20 條之 1、證交法第 155 條為請求權基礎者，往往都會增列證交法第 20 條 1 項及第 3 項，共同列為請求權基礎向被告請求損害賠償。因證交法第 20 條之 1 及證交法第 155 條皆係源自於證券詐欺，以致能夠想像會發生請求權競合的情形。惟證交法第 20 條之 1 係於 2006 年才增訂，故 2006 年以前的財報不實損害賠償訴訟將仍會僅以證交法第 20 條為請求權基礎，先與敘明。另外，證交法第 20 條的民事責任性質也已如上段論述，屬於侵權行為，是以，以證交法第 20 條為請求權基礎者，也通常會增列以民法第 184 條為共同請求權基礎。

然證交法損害賠償會因為與其他證交法條文的競合而影響計算方式，本文將於本章第四節進行討論，故此節將只討論以單純證交法第 20 條第 1、3 項（並排除事實上是財報不實案件，但因原告僅依證交法第 20 條請求或因當時未有證交法第 20 條之 1 僅能以證交法第 20 條為請求的情形）和民法第 184 條為請求權基礎的判決類型。

證券詐欺案件將從裁判書查詢中以「證交法第 20 條」檢索，並再人工篩選出符合上述的條件後，共有 83 個案件，其中 78 個案件的損害賠償計算方式不思考該採用毛損益法還是淨損差額法，而是以一般民法詐欺的侵權行為思考，認為詐騙金額即為損賠金額；3 個案件則是採用毛損益法的損害賠償計算方式；另外有 2 個案件因牽涉到其他證交法違反事項，採用其他方法的計算方式。本文於下將分成三類敘述之。

第一款、類似於一般詐欺事件（詐騙金額即為損賠金額）



由於屬於此種的案件數量多達 78 件，因此本文僅舉數個案件為例，以了解此種案件事實的大致樣貌，以及法院是以何種論述方式來做此種案件的損害賠償計算。

第一目、全球統一國際企業案⁹⁵

一、案例事實

被告全球統一國際企業股份有限公司詐稱，系爭股票為已申請即將上市、上櫃之高科技公司股票，於半年後上市、上櫃，即可獲鉅利云云，使原告以總價 248 萬 2000 元向被告購買系爭股票。然而實際上原告並非證券商、系爭股票也並無上市櫃之打算，因此，原告向被告依證交法第 20 條及民法第 184 條請求損害賠償。

二、損害賠償之計算

上訴人本於侵權行為之法律關係，請求被上訴人給付 2,482,000 元，為有理由。

第二目、力竝科技案⁹⁶

一、案例事實

系爭公司股票營運不良，然被告向原告詐稱力竝科技 91 年之 EPS 高達 8 元，該公司將於 91 年底上櫃，屆時每股股價將高達 90 元云云，使原告陷於錯誤，誤信被告所持文件係屬真正，而於 91 年 8 月 14 日及 91 年 8 月 23 日以每股 52 元購入力竝科技公司股票共計 20 張，合計 1,040,000 元。

二、損害賠償之計算

按「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。本件原告因受被告之詐欺，而支出 1,040,000 元購買力竝科技公司股票，其所支出之金錢即為原告所受損害，原告僅請求 1,038,000 有理由。

第三目、薩摩亞華盛頓案⁹⁷

⁹⁵ 第一審：臺灣高等法院 90 年度上字第 1289 號民事判決。第二審：最高法院 93 年度台上字第 1220 號民事判決。第三審：臺灣高等法院 93 年度上更(一)字第 152 號民事判決。

⁹⁶ 臺灣臺南地方法院 96 年度訴字第 1155 號民事判決。



一、案例事實

被告隱瞞薩摩亞華盛頓公司之 8 位原始股東無一人實際出資，亦未充分揭露華盛頓公司之正確財務報表，隱瞞實際營業額與盈餘獲利之情形，共同基於違反有價證券之買賣，不得有虛偽、詐欺行為之犯意聯絡，出售所持有證券交易法規之有價證券，並公開招募，使原告等人誤信而購買股票。

二、損害賠償之計算

原告等人於當時購買系爭股票所支付的費用即是損害賠償範圍。

第四目、BVI 中華聯網案⁹⁸

一、案例事實

被告在英屬維京群島所設立之 BVI 中華聯網公司，並無何實際之營業行為，且謊稱系爭公司有在寮國投資事業，使原告誤信分別支出 59 萬 0,320 元、118 萬 0,640 元購入毫無價值之股權憑證。

二、損害賠償之計算

按關於侵權行為賠償損害之請求權，以受有實際損害為成立要件，故被害人得請求賠償之金額，應視其所受之損害而定。被告係以詐術，使原告陷於錯誤而分別支出 59 萬 0,320 元、118 萬 0,640 元購入毫無價值之股權憑證，故其等所受損害，自當分別認定為 59 萬 0,320 元及 118 萬 0,640 元。而無需再以「請求權人之買價或賣價」與「有價證券現今價值」間之差額計算其損害額。

第五目、躍陞案⁹⁹

一、案例事實

被告製作不實之躍陞公司資產負債表及股東繳納現金股款明細表，且明知躍陞公司並無業務營運，仍於 101 年 8 月 16 日委由訴外人上海銀行簽證印製每股面額為 10 元之躍陞公司實體股票 9500 仟股，使之在市場上轉讓流通。因此原告等

⁹⁷ 第一審：臺灣臺中地方法院 108 年度金字第 18 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 臺中分院 108 年度金上字第 6 號民事判決。

⁹⁸ 臺灣高等法院 臺中分院 109 年度訴更一字第 1 號民事判決。

⁹⁹ 臺灣高等法院 110 年度金訴字第 12 號民事判決。



三人誤信躍陞公司之資本充實，股票確有價值，分別付款 42 萬 5000 元、212 萬 5000 元及 42 萬 5000 元購買市場上其實毫無價值的股票。

二、損害賠償之計算

原告依民法第 184 條第 1 項前段規定，請求被告連帶給付原告張浩燦 42 萬 5000 元，原告張慧玉 212 萬 5000 元，原告張宏嘉 42 萬 5000 元有理由。

第六目、評析

從上述的五個案例可知，此類型的判決更類似於一般詐欺事件，該有價證券本身即可能因系爭公司為空殼公司或營運不良而無任何價值，因此，損害賠償計算就是以當初詐騙金額即為損害金額，法院針對此類型的判決，於損害賠償的計算上通常也不會多加論述，在 BVI 中華聯網案中，也明確點名無需再以「請求權人之買價或賣價」與「有價證券現今價值」間之差額計算其損害額為論述。

然不論以毛損益法起訴時的價格，或是淨損差額法的真實價格的解釋，也應該都可以得出相同結論，因為該證券自始自終無價值，在毛損益法下，起訴時價格計算以 0 元計算；在淨損差額法下，該股取得時的真實價格也為 0 元，最後得出的損害賠償範圍與當初購買股票所花費金額無異。而本文將此種判決定義為類似於一般詐欺的證券詐欺事件，損害賠償計算則回歸民法侵權行為回復原狀的損害賠償計算方式。

第二款、毛損益法

第一目、兆良案¹⁰⁰

一、案例事實

被告謊稱該公司資本額、交易狀況，且將來股票即將公開發行、上市上櫃，獲利以倍數計等重要虛偽不實資訊，使投資人即原告誤信被告兆良公司前景看好，致其上當受騙，匯款 375,000 元至被告兆良公司。

二、損害賠償之計算

¹⁰⁰ 臺灣臺北地方法院 105 年度金字第 144 號民事判決。



被告不法獲得之 375,000 元，其中 300,000 元已和解，仍保留 4 張股票，原告自承股票價額為 40000 元，故最後賠償金額為 35,000 元（ $375,000 - 340,000 = 35,000$ ）。

第二目、保健案¹⁰¹

一、案例事實

被告向原告謊稱保健公司將於 93 年初上市、上櫃，屆時股票必定會賺錢。原告因此以每股 115 元購買 11 張保健公司股票，並交付總金額 1,265,000 元予被告乙，被告乙將錢交付給被告丙後，由丙以每股 30 元購買 11 張股票交付予乙，再由乙交付給原告後，從此避不見面。原告於是在 94 年 8 月向被告提起訴訟。

二、損害賠償之計算

（一）地方法院

原告所受之損害係超出保健公司股票市場價值之部分。原告購買系爭股票時，該股票有交易價格，而該股票之合理價格，應以未經哄抬之被告購入價格認定，故原告所受之損害，應以被告之購買價格扣除原告購買價格，為原告所受損害。被告丙購入保健公司之股票係以每股 30 元購入，原告以每股 115 元取得 11 張（即 1 萬 1 千股）共支付 1,265,000 元，扣除被告取得保健公司股票之價值 33 萬元（ $30 \text{ 元} \times 11,000 = 330,000 \text{ 元}$ ）後，原告所受實際損害應為 935,000 元（ $1,265,000 - 330,000 \text{ 元} = 935,000$ ）。

（二）高等法院

應以 94 年 12 月 31 日保健公司資產負債表淨值總額 1 億 48 萬 7278 元及總股數 1050 萬股，計算每股價值為 9.6 元。被上訴人以每股 115 元購買保健公司股票，所受損害為 115 萬 9400 元（ $115 - 9.6 = 105.4$ 。 $105.4 \times 11,000 = 1,159,400$ ）。

第三目、宇生、晉銓、勝彥案¹⁰²

¹⁰¹ 第一審：臺灣高雄地方法院 95 年度金字第 2 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 高雄分院 96 年度金上易字第 1 號民事判決。

¹⁰² 第一審：臺灣臺北地方法院 92 年度重訴字第 674 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 92 年度上字第 1086 號民事判決。



一、案例事實

被告利用有線電視及其他各種廣告偽稱系爭公司前景看好，極具投資價值，遊說原告以折價每股 46.4 元購買宇生公司股票 50 張；以每股 40 元購買晉銓公司股票 10 張，另獲折價 10,000 元買受 2 張晉銓公司股票，嗣又以每張 20,000 元之價格購買晉銓股票 12 張；以每股 25 元購入勝彥公司股票 20 張，合計支付價金 3,470,000 元

二、損害賠償之計算

原告雖以高價向被告購買股票，惟被告亦已將原告所購買之股票交付予原告，故原告所受之損害，應係超出系爭公司股票市場價值之部分，即須扣除被告取得系爭公司股票之價值，始為原告所受損害。雖該股票目前均因公司廢止或停業而無法售出，並無交易價格，惟被上訴人購買系爭股票時，該股票仍有交易價格，而該股票之合理價格，應以未經哄抬之上訴人購入價格認定之，故被上訴人所受之損害應以被上訴人購買價格扣除上訴人購買價格，為被上訴人所受損害。

經查，被告購入晉銓公司之股票實際上係每股平均 5.9 元，宇生公司之股票被告實係以每股平均 6 元取得，勝彥公司被告則平均以每股 9.3 元購入。現原告以 3,470,000 元取得 24 張（即 24000 股）晉銓公司股票，50 張（即 50000 股）宇生公司股票及 20 張（20000 股）勝彥公司股票，扣除被告取得晉銓公司股票之價值 141,600 元（ $5.9 \text{ 元} \times 24000 = 1416000 \text{ 元}$ ），購入宇生公司股票之價值 300,000 元（ $6 \times 50000 = 300000 \text{ 元}$ ）及勝彥公司股票之價值 186,000 元（ $9.3 \text{ 元} \times 20000 = 186000 \text{ 元}$ ），共 627600 元後，原告所受損害應為 2842400 元。

第三款、其他（虛增資產、詐欺收購）

第一目、九層嶺案¹⁰³

¹⁰³ 第一審：臺灣高雄地方法院 100 年度訴字第 1257 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 高雄分院 101 年度上字第 327 號民事判決。第三審：最高法院 104 年度台上字第 2399 號民事判決。第四審：臺灣高等法院 高雄分院 105 年度重上更(一)字第 5 號民事判決。第五審：最高法院 107 年度台上字第 759 號民事判決。第六審：臺灣高等法院 高雄分院 107 年度重上更二字第 20 號民事判決。



一、案例事實

被告以虛偽 ETC 鑑價報告，隱匿該公司掏空情形，鼓吹原告購買 150 張九層嶺公司股票，共計花費 2,437,500 元，顯有故為詐欺之情，自應對原告負損害賠償責任。

二、損害賠償之計算¹⁰⁴

依鑑價結果，九層嶺公司實際資產價值為 44,997,326 元，被告卻虛偽增資至 380,000,000 元，且未將增資股款實際繳納，則原告購得股票價值即受有股權遭稀釋之損害，亦即，原告購買股票金額 2,437,500 元係遭稀釋後之價值，應還原實際價值為 288,634 元（計算式： $\langle 44,997,326 \div 380,000,000 \rangle \times 2,437,500 = 288,634$ ），則原告所受之損害為購買股票金額與實際價值之差額，故所受損害為 2,148,866 元（計算式： $2,437,500 - 288,634 = 2,148,866$ ）。

第二目、東森媒體案¹⁰⁵

一、案例事實

凱雷集團有意入主東森媒體公司，遂於 95 年 2 月間指派唐子明與王令麟及其他大股東議定將以每股 32.5 元收購東森媒體公司股權，且為達足以實質掌控東森媒體公司經營權之股權數，提出若東森媒體公司股東可出售總股權達 67% 以上之條件成就，凱雷集團即有完成買賣交易之義務，且總購買股權比例越高，被告王令麟即可獲取凱雷公司回饋之利潤越多。

為此，被告為求以低價向不知情之東森媒體公司小股東收購股權並轉售賺取價差，先於臨時董事會決議通過申請撤銷公開發行，藉以免除證券交易法規定有關公開收購需向主管機關申報取得股份之目的、資金來源等相關規範；復被告進而指示東森得易購公司、百夯公司董事長即訴外人林登裕、財務副總童家慶等人

¹⁰⁴ 以第六審臺灣高等法院 高雄分院 107 年度重上更二字第 20 號民事判決為準。

¹⁰⁵ 第一審：臺灣臺北地方法院 99 年度金字第 11 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 101 年度金上字第 12 號民事判決。第三審：最高法院 104 年度台上字第 1483 號民事判決。第四審：臺灣高等法院 104 年度金上更(一)字第 4 號民事判決。第五審：最高法院 108 年度台上字第 379 號民事判決。



負責調度資金執行收購股權事宜，被告分於 95 年 3 月底及同年 4 月 28 日二次以東森得易購公司及百夯公司聯合具名向小股東發函，表示以每股低於 32.5 元之 20 元、25 元價格收購東森媒體公司股份之信函，致韓嘉千等 51 名小股東在被告等蓄意隱匿下陷於錯誤，賣出其所持有之東森媒體公司股份，王令麟等人嗣於同年 7 月 12 日再以每股 32.5 元之價格轉售予凱雷集團，獲得高額不法利益。被告明顯違反證券交易法關於有價證券之收購不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信行為之規定，應對誤信其低價收購通知之小股東賠償渠等所受損害，爰依侵權行為法律關係等，請求損害賠償。

二、損害賠償之計算

原告主張按證券交易法第 43 條之 2 第 2 項，公開收購人侵害應賣人以同一價格參與收購之權利時，公開收購人應於最高收購價格與對應賣人公開收購價格之差額乘以應募股數之限額內，對應賣人負損害賠償責任，被告王令麟違法撤銷東森媒體公司公開發行，故意剝削小股東分享溢價之權利，自應賠償小股東無法以同一價格分享溢價之損害，本件損害賠償計算，應以凱雷集團的收購價格與原告授權人實際賣出價格之差額來計算，以符合損害填補之法理，計算式為「(凱雷集團最高收購價格每股 32.5 元－原告授權人實際出售價格)×原告授權人實際出售股數＝所得請求賠償之數額」。然本件如非以撤銷公開發行之方式私下交易，凱雷集團於市場公開收購是否會以此價格收購，仍屬未知，故仍應以東森媒體公司當時之公平合理價格為小股東損害之認定較為公允，原告之主張無以為採。

第一審法院認為，各小股東依企業併購法第 12 條第 1 項規定，得請求公司以合併當時公平合理之價格購買其股份時，小股東出售價格將為每股 26 元。第四審法院則認為，最合理公平價格應屬每股 29.5 元。但不論是第一審還是第四審法院皆肯認損害賠償範圍應以填補債權人所受損害及所失利益為限，民法第 216 條第 1 項定有明文。證券交易法第 20 條第 3 項為侵權行為之特別規定，就損害賠償範圍



另無規定，仍應適用民法第 216 條之規定。依證券交易法第 20 條第 3 項規定所得請求賠償之金額，應以當時股份之合理價格估算之。

第三項、證交法第 20 條與證交法第 155 條之異同

本部分將介紹證交法第 20 條與證交法第 155 條的異同之處，來分析為何兩者主要的損害賠償計算方式有所不同，以及證交法第 20 條的損害賠償計算方式有無可供證交法第 155 條參考之處。

第一款、源自於證券詐欺概念相同

證交法第 20 條及證交法第 155 條立法背景已於先前介紹，證交法第 20 條係規定證券詐欺自不待言，證交法第 155 條的立法背景也同樣是源自於廣義的證券詐欺概念，但因為此種證券犯罪案件類型特殊，故予以明文化規範。若以法源概念相同角度思考，兩者損害賠償計算方式似乎也可能有所類似之虞。

第二款、市場適用不同（投資人範圍大小）

證交法第 20 條，受證券詐欺得請求之市場範圍並「不限」於上市櫃市場，只要有價證券之募集、發行、私募或買賣，有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，就應負賠償責任。證交法第 155 條開宗明義即以對於「在證券交易所上市」之有價證券，不得有下列禁止行為，並於同條第 2 項規定，「於證券商營業處所」買賣有價證券準用之，將適用的證券範圍限於上市櫃。

這可能是兩者在主要損害賠償計算方式採用不同的原因之一，單純證券詐欺事件因多適用於未上市櫃案件，既然是未上市櫃公司，購買該有價證券受害人較少，賠償總金額自然也會較小，縱採全額賠償或毛損益法，對於被告負擔也不會過重；但操縱市場案件中，以上市櫃的有價證券為適用條件，若採全額賠償的方式，對於被告而言負擔過重，法院因此原則採取淨損差額法變相來減輕被告負擔。

第三款、事實背景不同（影響期間、系爭公司體質）



不實消息的影響程度在兩種案件事實背景下也有所不同，因證券詐欺案件多發生於未上市櫃的公司，該種公司的消息流通性不高，受詐騙的相對人通常較為特定，時間也較為特定，往往就是被告詐欺原告，原告因此交付金錢購買有價證券的時點就是詐欺時點；但操縱市場不同，需要透過操縱一段期間來影響股價，造成操縱期間的善意買進賣出人受有損害而得請求損害賠償，期間影響的大小也造成損害賠償範圍的不同，操縱期間越長，受害的投資人必定越多，損害金額必定越大，若採取全額賠償的方式，將使操縱市場行為人負擔難以想像。此差異也是法院對於證交法第 20 條及證交法第 155 條採取不同損害賠償方式計算的原因。

另外，上述提到的最大宗的證券詐欺案件事實類型，皆係以投資空殼公司、營運極度不好幾乎無價值的公司為詐欺證券標的，因此，法院根本不需衡量公司價值，直接以全賠為原則即可；但操縱市場案件事實於前者不同，就算是操縱目標公司縱營運狀況不佳，該公司仍會有價值亦即公司股票仍具有一定價值，只有當公司因營運不佳到必須面臨下市櫃時，法院才會在淨損差額法及毛損益法中作出抉擇。兩者違法行為的事實背景不同也是法院在面臨單純證券詐欺案件和操縱市場會採取不同損害賠償計算方式的原因。

第四款、原告不同

自從投保中心成立後，投保中心為證交法第 155 條主要原告。但在以證交法第 20 條為請求權的單純證券詐欺案件中，原告多為自然人，僅有東森媒體案的原告為投保中心。前章有闡述法院判決所採損害賠償計算方式受原告主張所影響，可以想像在證交法第 155 條訴訟中，以投保中心為主要原告所提的損害賠償計算方式，和在證交法第 20 條訴訟中，以自然人為主要原告所主張的損害賠償計算方式應會有所不同，此原告的不同，可能也是影響法院採取不同損害賠償計算方式的原因。

第五款、主要損害賠償計算方式不同



證交法第 20 條損害賠償計算，最主要是採取全額賠償的方式，不需計算系爭有價證券價值為多少，原因已於前述。只有少數例外情形才會需要計算系爭有價證券價值，但於系爭有價證券屬於未上市櫃之情形時，也就不會有所謂效率市場所產生的市價可言，多只能以當時被告購買價格與欺騙價格間差價，或以系爭公司的淨值除以股數與當時受騙購買的差價作為損害賠償計算範圍。既然是非上市櫃的公司，未有效率市場所產生的市價，就無須討論股價因不實消息上漲或下跌的程度，也無需討論是否排除非因不實消息所造成的股價影響。因此，在單純證券詐欺案件中，甚至沒有採取淨損差額法的判決，就算被本文歸類在毛損益法的判決，也不會寫採取毛損益法作為論述基礎。綜合上述證交法第 20 條及證交法第 155 條不同的性質，可以解釋為何即使法源概念相同，卻發展出不同的損害賠償計算採用方式，實有其道理。因此，單純證券詐欺案件的損害賠償計算方式，對於操縱市場的損害賠償計算而言，無參考價值。

第二節、證交法第 20 條之 1

第一項、我國立法背景及發展

證交法中對於財報不實民事責任的規範，在民國 95 年以前，主要以證交法第 20 條第 1 項至第 3 項及民法第 184 條作為請求權基礎。在民國 95 年 1 月之後，新增訂的第 20 條之 1 對於財報不實的損害賠償責任予以明確規定¹⁰⁶。實務及不少學者也認為證交法第 20 條之 1 是明文化證交法第 20 條第 2 項，兩者法理解釋上應並無不同¹⁰⁷¹⁰⁸，但如此解釋也衍生出兩者賠償義務人競合的問題（並非本文欲討論的部分）。

此外，觀諸證交法第 20 條之 1 唯一一次修法也可得知，修法著重於賠償義務人的責任設計調整，損害賠償計算方式則交由法院自行演進。修正理由係鑒於修正前證券交易法第 20 條之 1 規定，財務報表如有疏漏或不實情事，董事長及總

¹⁰⁶ 邵慶平（2019），〈財報不實民事責任法制中公司作為責任主體之反思〉，《月旦法學雜誌》，290 期，頁 118。

¹⁰⁷ 同前註，頁 119。

¹⁰⁸ 賴英照，前揭註 1，頁 700。

經理必須擔負絕對賠償責任，為避免過苛之責任會降低適任之優秀人才擔任董事長或總經理之意願，改採推定過失責任，並就各自責任比例負責，無須再負擔全部責任¹⁰⁹¹¹⁰。



第二項、損害賠償計算方式

財報不實的案件類型經人工篩選後，共計有 101 件涉及損害賠償計算方式。其中有 84 件採毛損益法，17 件採淨損差額法。毛損益法採用比率高達 83%，可知法院在涉及財報不實案件的損害賠償計算中，傾向採取毛損益法的計算方式，此與操縱市場普遍採用淨損差額法之差異為何？又或是財報不實的計算方法有何處可以供操縱市場參考之處？將於本節進行說明。

第一款、毛損益法

財報不實案件中，採毛損益法的案件眾多多達 84 件，故本文也僅將舉數例說明法院於財報不實案件中採取毛損益法的論述方式及其理由。

第一目、聯名案¹¹¹

一、案例事實

被告等人虛偽記載聯名科技公司 97 年至 99 年度財務報告，使原告等人誤信不實財報而購買該股票，直至 100 年 7 月 14 日才遭媒體揭露，該公司也於 100 年 8 月 9 日停止買賣，並於 101 年 4 月 30 日終止於櫃檯買賣中心買賣。原告等人也以證交法第 20 條之 1 向被告請求損害賠償。

二、損害賠償之計算

被告聯名公司於 100 年 7 月 1 日至 100 年 7 月 13 日間，收盤股價位於 1.94 至 1.30 間，於 100 年 7 月 14 日經媒體報導該公司遭檢調搜索後，於 100 年 7 月 14 日、同年 8 月 15 日尚有部分數量之交易，其後交易量大幅下滑，100 年 8 月 8 日收盤價為 1.12 元，旋即於 100 年 8 月 9 日停止買賣，並於 101 年 4 月 30 日終止於櫃

¹⁰⁹ 游翔芸 (2015)，〈證券交易法修正簡介〉，《證券暨期貨月刊》，第 33 卷第 10 期，頁 22。

¹¹⁰ 戴明昇 (2016)，〈證券交易法物語（一）〉，初版，元照，頁 292。

¹¹¹ 臺灣臺北地方法院 102 年度金字第 8 號民事判決。



檯買賣中心買賣，且無何足以表徵公司尚有其他價值之事證，則原告主張股份已無殘值，應以 0 元計算持股價值，符合損害賠償係為回復原狀之立法意旨，應屬可採。

第二目、友昱案¹¹²

一、案例事實

友昱公司於 95 年初營運不佳，獲利不如預期，被告等人為營造營運良好假象，將不實收入資訊記入 95 年上半年度財報至 96 年上半年度財報，使原告等人誤信該不實資訊而購入股票，直至 96 年 10 月 3 日遭群益證券發覺報請櫃買公司，並於同年 10 月 18 日經媒體報導後，該不實財報才被揭露。因此原告以證交法第 20 條之 1 向被告請求損害賠償。

二、損害賠償之計算

原告主張友昱公司遭櫃買中心終止興櫃股票買賣，已無任何價值且難以交易，依毛損益法，以友昱公司股票價值 0 元計算授權人所受損害，應為合理。

但法院認為友昱公司雖於 96 年 11 月 2 日遭櫃買中心終止興櫃股票買賣，並於 100 年 11 月 9 日更名為詠嘉公司，但仍正常營運，實收資本額從 4 億 3710 萬 2000 元，於系爭財報不實事件爆發後，於 97 年 7 月 31 日將資本額減至 1 億 1710 萬 2000 元；惟更名為詠嘉公司後，實收資本額為 2 億 8210 萬 2000 元，於 102 年 11 月 21 日已增資至 3 億 0530 萬 3660 元，並積極繳納稅捐罰鍰，並無放任公司倒閉，原告主張以 0 元計算並不足採。

96 年 10 月 3 日報請櫃買中心公告辭任推薦證券商時，股票成交均價為 9.56 元；其後被告所為事實經媒體於同年 10 月 18 日報導後，股票成交均價跌至 6.12 元；而櫃買中心於同年 11 月 2 日終止友昱公司股票興櫃買賣時，股票成交均價僅為 6.19 元，成交量大幅萎縮，因此應以消息爆發前價格減去爆發後價格的差額 3 元（9-6=3 元）乘以股數作為損賠範圍。

¹¹² 臺灣高等法院 108 年度金上更一字第 6 號民事判決。



第三目、康富案¹¹³

一、案例事實

被告康富生技公司於 99 年度第 2 季至 101 年度第 2 季有財報不實之情形，其財報不實之態樣係被告康富生技公司以虛偽交易、過水交易、隱匿關係人交易之方式，致被告康富生技公司發生財報不實之情形，而上述不實情形，導致其財務報表中營業收入、營業淨利、營業損失等項目均有不實，並直至 102 年 3 月 12 日才遭新聞揭露，於 102 年 5 月 9 日起，停止康富公司股票興櫃交易，嗣 103 年 7 月 25 日起停止公開發行。而原告等人向被告等依證交法第 20 條之 1 請求損害賠償

二、損害賠償之計算

原告主張應以 0 元作為計算基礎。惟法院認為，康富公司股票停止興櫃、終止公開發行，僅係無法在櫃買中心交易，並非無交易價值，上訴人以 0 元計算股票價值，自無理由。又 102 年 3 月 12 日新聞報導，揆諸 102 年 3 月之康富公司股票，並未明顯下跌，自不能作為本件計算損害額之適當基準，而發布重訊後，停止興櫃買賣前的一個禮拜交易日，102 年 5 月 2 日至 5 月 8 日平均成交價格 12.90 元，足見投資人在受到康富公司無法出具 101 年財報而將停止交易的衝擊後，仍非無量下跌，本件授權人所受股價損害，就股票已賣出部分，依其賣出股數之單價與買進單價間差額計算，而就至今仍持有之股數，應以每股 12.90 元作為所持有股票之現存價值。

第四目、北儒案¹¹⁴

一、案例事實

¹¹³ 第一審：臺灣臺中地方法院 103 年度金字第 31 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 臺中分院 108 年度金上字第 4 號民事判決。

¹¹⁴ 臺灣臺南地方法院 107 年度金字第 6 號民事判決。



被告等人從 102 年 8 月 14 日至 104 年 8 月 12 日分別發布過 5 個不實財報，使原告等人誤信而購買或持有該股，不實資訊遭揭露後，該股已於 105 年 3 月 25 日下櫃

二、損害賠償之計算

系爭北儒股票於 105 年 3 月 25 日終止於興櫃市場買賣，已無北儒股票於本件訴訟起訴時之價格可供參考，惟參酌北儒股票於 107 年 12 月 31 日止，資產總額共計 968,312,931 元，負債共計 1,545,332,952 元，股東權益為負 577,020,021 元，足見北儒股票於 107 年 12 月 31 日之每股淨值應為-4.35 元；衡諸一般理性之證券投資人如知股票之每股淨值為負數，應無購買之可能，可認每股淨股為負數之股票，其交易價值為 0 元，應以 0 元為擬制價格。

第五目、紐新案¹¹⁵

一、案例事實

紐新公司為訴外人紐鋒公司、合泉公司及津盛實業股份有限公司背書保證，但被告等人卻未於 85 年、86 年及 87 年及 88 年第 1 季財務報告中揭露背書保證之資訊，直至 88 年上半年度亦即 88 年 6 月 30 日時，始部分揭露背書保證情事，並於 89 年 7 月 13 日暫停交易後，於 92 年 4 月 28 日下櫃。原告等人也依當時證交法第 20 條向被告請求損害賠償。

二、損害賠償之計算

法院認同原告主張，就已出售股票部分，即得以購入時之價額減去紐新公司跳票後出售時之價額計算；至於未出售部分股票，則按紐新公司自 89 年 7 月 13 日停止交易日，依據櫃買中心所示紐新公司 89 年 7 月每股平均價格 0.82 元為持股中之價額，並以買入交易金額扣除股票均價計算損害賠償。

第六目、順大裕案¹¹⁶

¹¹⁵ 第一審：臺灣高雄地方法院 92 年度金字第 1 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 高雄分院 97 年度金上字第 1 號民事判決。

¹¹⁶ 第一審：臺灣臺中地方法院 91 年度訴字第 1769 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 臺中分院 94 年度金上易字第 1 號民事判決。



一、案例事實

被告等人於 87 年第三季財務報告不實登載定存單、短期票券以及關係人交易部分，不實消息於 88 年 2 月揭露後，股價大跌，原告也依當時證交法第 20 條（行為當時尚未增訂證交法第 20 條之 1）向被告請求損害賠償。

二、損害賠償之計算

法院認為應以消息揭露後該月均價作為計算基礎，被告順大裕公司之股價於事發後之 88 年 2 月間，實際交易平均收盤價值約僅為 7 元，損害賠償即是以買入價格減去 7 元乘以股數。

第二款、淨損差額法

財報不實案件中，過去實務普遍採用毛損益法作為損害賠償計算方式，僅有少數地方法院及高等法院採取淨損差額法（且通常此種案件皆與操縱市場和內線交易發生競合），但在最高法院 109 年度台上字第 1910 號民事判決中，法院卻改採淨損差額法之論述，故可以觀察此最高法院的見解是否會對未來財報不實的損害賠償案件帶來巨大影響。

第一目、新態伸案¹¹⁷

一、案例事實

新泰伸公司公告 94 年度至 96 年度第一季之各季財務報告中，關於關係人交易部分（即新泰伸、翊琳、進巨、中基公司均由林正清所控制，其彼此間之交易為關係人交易），有隱匿之情事，並於 96 年 8 月 1 日發布存款不足遭退票之重大消息，致股價下跌，嗣於 96 年 8 月 6 日停止櫃檯買賣，97 年 4 月 10 日終止櫃檯買賣。原告等人也依修正前證交法第 20 條及證交法第 20 條之 1 向被告請求損害賠償。

二、損害賠償之計算

（一）地方法院、高等法院見解

¹¹⁷ 第一審：臺灣士林地方法院 100 年度金字第 5 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 105 年度金上字第 6 號民事判決。第三審：最高法院 109 年度台上字第 1910 號民事判決。

法院認為對於財報不實事件之損害賠償計算，原應採取淨損益法，使損害之計算僅侷限於與被告不實財報有因果關係之損害，如由市場因素或其他系統性風險等非不實財報所造成之證券價值損失，被告應可無庸負責。

但採取淨損益法之前提，必須財報不實之訊息，已經於市場充分揭露（即更正財報，揭露原先未揭露之財報內容），使市場得以反映財報不實對於證券交易價值之落差，倘財報不實之訊息始終未曾揭露，市場無從反映財報不實對於證券交易價值之落差，此時究竟如何認定或推估純粹由財報不實所造成證券交易價格之扭曲膨脹或壓抑，即存有現實上之困難。惟新泰伸公司在此之前，從未就此有充分揭露之情事（即揭露新泰伸、翊琳、進巨、中基公司均由林正清所控制，其彼此間之交易為關係人交易；被告直至本院為前次中間判決前，仍否認有何財報不實之情事，自無揭露更正可言）。因此，如此未隱匿未揭露之情形，造成交易價格之扭曲膨脹，市場根本無從加以反映，無法採淨損差額法，只能採取毛損益法。

若已賣出者，就以買入減去賣出股價乘以股數，若尚未賣出者，仍須計算擬制的股價價格。法院以重大消息揭露該年96年12月31日該股淨值，與起訴年份100年12月31日該股淨值，為簡易線性推算，得出起訴時100年4月19日的淨值仍為負數，因此該股已無價值，以0元作為計算基準。

（二） 最高法院見解

最高法院認為，惟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。投資人請求賠償之損害額，自應限於因詐欺因素所導致之股票價格下跌損害，始為法規保護之範圍，至於非可歸責於債務人之變動狀態，當無許其請求賠償之理。

亦即，最高法院認為應回歸民法損害賠償原理，民法損害賠償原理排除非可歸責債務人之變動狀態所致之價格下跌，淨損差額法的計算方式較符合民法損害賠償原理的計算方式。



第二目、合邦案¹¹⁸

一、案例事實

被告合邦公司以虛偽客戶來建立虛偽的交易資金循環使用，使該公司 95 年第 3 季、95 年度、96 年第 1 季、96 年上半年度、96 年第 3 季之財務報告虛偽不實。因此，原告基於證交法第 20 條及證交法第 20 條之 1 向被告等人請求損害賠償。

二、損害賠償計算方式（以最高法院 111 年度台上字第 21 號民事判決為主）

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。又以侵權行為規範本旨在行為人為自己不法行為負責，則不可歸責於行為人之損害風險原則上不應歸由行為人來承擔，且損害賠償之目的在填補所生之損害，其應回復者，並非原來狀態，而係應有狀態之損害，自應將非可歸責於不實財報行為人之變動因素（市場因素）予以排除，僅限於不實財報因素所導致證券價格下跌之損失始與不實財報間有因果關係。

除此之外，該案最高法院也認為財報不實損害賠償無法類推適用內線交易之規定。現行證交法第 157 條之 1 第 3 項：「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。」為關於內線交易損害賠償責任之規定，95 年修正前，係以內線交易行為人之「消息未公開前其買入或賣出該股票之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額限度內」計算損害賠償。惟核行政機關提出之修法理由為：「集中交易市場買賣有價證券之投資人甚多，如以內線交易行為人之立場，擬制計算其賠償金額，將產生賠償上限，而限縮投資人之請求賠償金額，致損及投資人權益。經考量前

¹¹⁸ 第一審：臺灣新竹地方法院 100 年度重訴字第 131 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 103 年度金上字第 13 號民事判決。第三審：最高法院 106 年度台上字第 1246 號民事判決。第四審：臺灣高等法院 107 年度金上更一字第 4 號民事判決。第五審：最高法院 111 年度台上字第 21 號民事判決。

述因素，爰修正以善意從事相反買賣人之立場擬制計算賠償金額」等語。可知與 95 年同法第 20 條、第 20 條之 1 修正不實財報損害賠償責任採迥不相同立法模式，且內線交易與公司財報不實性質顯不相同，又欠缺類似修法背景與立法目的，自難以該條規定類推適用於財報不實之損害賠償。

第三目、綠能案¹¹⁹（本案事實涉及內線交易，部分被告也涉及內線交易）

一、案例事實

被告綠能公司於 100 年 1 月 25 日公告 100 年度簡式財務預測，被告至遲於 100 年 6 月 20 日已知悉公司財務預測無法達成，公司應更新財務預測，卻遲至 100 年 8 月 29 日下午 6 時 44 分始於公開資訊觀測站公告「更新公司 100 年度簡式財務預測」訊息，致投資人受未更新之原財務預測誤導，而於 100 年 6 月 21 日（含）起至同年 8 月 29 日（含）止以高於真實價格之股價買入綠能公司股票，並受有嗣後更新財務預測後股價下跌之損害。因此，原告基於證交法第 20 條之 1，向被告等人請求損害賠償。另外，被告林和龍更另涉犯內線交易而經法院判處內線交易罪。

二、損害賠償之計算

法院認為本件綠能公司目前既仍持續經營，原告之授權人仍為公司股東，股東權益仍存，且股票仍有經濟價值，故本院認以毛損益法計算本件損害，並不合理。

淨損差額法需求得標的股票之真實價值，並據以計算請求權人買賣時市價與真實價值之差額。而此真實價值應係指倘當初財報如實公告時，市場對於標的股票之交易價格。顯然，此一交易價格根本從未為真實存在過，僅能以人為方式模擬求得其存在。本件以財務預測更新後 10 個營業日（100 年 8 月 30 日至同年 9 月 13 日）收盤平均價格 50.06 元作為擬制之真實價格，係建立在市場對於財報不實

¹¹⁹ 第一審：臺灣臺北地方法院 104 年度金字第 25 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 106 年度金上字第 17 號民事判決。第三審：最高法院 108 年度台上字第 1496 號民事判決。

更正之消息，需要一定時間加以傳遞、消化及沈澱之事實前提，固經一固定期間之平均股價，始能顯現其價值，故原告以此推估股價之真實價值，應屬可採。

第四目、復興航空案¹²⁰（系爭事實涉及內線交易，本案被告並未涉及內線交易）

一、案例事實

本件復興航空應於 105 年 11 月 17 日簽訂系爭信託契約之事實發生之日起 2 日，內公告其簽訂重大契約之重大訊息，亦即至遲應於 105 年 11 月 19 日公告，然 105 年 11 月 19 日為星期六，股市休市，若復興航空未隱匿此一重大契約簽訂之事實，投資人於知悉此事後，當可自由決定於 105 年 11 月 21 日星期一開盤後是否買進復興航空公司股票或可轉換公司債，但被告卻隱匿之，因此，原告等人以證交法第 20 條之 1 向被告請求損害賠償。

另查，在臺灣臺北地方法院 106 年度金訴字第 15 號刑事判決中，內線交易之相關人（非本民事案件之被告）在消息公布前，因提早知悉此事，而得以將股票提早出脫，遭法院判處內線交易罪。

二、損害賠償之計算

法院審酌淨損差額法，意指原告買賣時之市價與標的股票真實或實際之差額。此項計算方法之目的，在於限縮損害的因果關係，使原告的損害侷限於與被告不實財報行為有因果關係的損害，若非被告不實財報行為所致之損害，如由市場因素或其他系統性風險所造成的股價下跌，被告無庸負責。因此淨損差額法原則較能避免原告藉由證券訴訟之提起，將所有投資損失之風險，全部移轉給被告承擔。

被告隱匿重大消息之行為致復興航空之有價證券於市場上之價格遭扭曲而未如實反映其應有價格，即復興航空之股價及可轉換公司債價格於 105 年 11 月 21 日係扭曲、失真，被告卻遲至 105 年 11 月 22 日始公布復興航空為因應停業解散，將財產信託一事。財產信託一事公布後，自 105 年 11 月 23 日起 10 個營業日（105 年 11 月 23 日至同年 12 月 6 日）收盤平均價格為 3.383 元

¹²⁰ 臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 78 號民事判決。



第五目、名鐘案¹²¹

一、案例事實

被告等人於 97 年 4 月 10 日公告申報之 97 年第 1 季財務報告，為虛增營收而美化財報，直至 97 年 7 月 21 日爆發該營收虛增消息後，授權人方賣出或持有至今而受有損害，原告等人依證交法第 20 條之 1 向被告請求損害賠償。

二、損害賠償之計算

原告主張毛損益法，若賣出則以買入減去賣出股價乘以股數；若迄今尚未賣出而仍持有者，因名鐘公司股票及可轉債目前尚在市場上交易，爰以 98 年 5 月份（起訴月份）之成交均價作為授權人迄今仍持有之損失計算標準，故有關股票部分將以每股 3.136 元定之。從而，授權人損害之計算即分別以其買入之價額減去每股 3.136 元計算之。

法院認為，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。因此，本件應負賠償責任之被告所賠償範圍，既係以回復投資人至未有侵害事實之應有狀態，則本件損害賠償計算方式，應採「淨損差額法」，以投資人購買價格減去該股票真實價格之差額，計算賠償金額，始為合理。

本件自以不實資訊及財務報告消息揭露（即 97 年 7 月 21 日）後 90 個營業日（即至 97 年 11 月 26 日止）收盤平均價格計算，其真實價格為 3.696 元，擬制作為本件真實價格，並據以計算本件損害賠償金額，應較為合理且適當。

第六目、宏達案¹²²

一、案例事實

¹²¹ 第一審：臺灣新北地方法院 98 年度金字第 1 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 102 年度金上字第 2 號民事判決。第三審：最高法院 105 年度台上字第 2202 號民事判決。第四審：臺灣高等法院 106 年度金上更(一)字第 1 號民事判決。第五審：最高法院 109 年度台上字第 2364 號民事判決。

¹²² 第一審：臺灣桃園地方法院 94 年度金字第 3 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 96 年度金上字第 9 號民事判決。



原告主張系爭公司 92 年至 93 年第 2 季財務報告不實，致使原告誤信而投資系爭股票，是以因此依當時證交法第 20 條向被告請求損害賠償。

二、損害賠償之計算¹²³

第一審法院僅認為被告宏達公司因 93 年第 2 季財務報告記載出售應收帳款予新竹商銀之不實記載與原告所受損害間，有因果關係。其餘財報不實之主張皆無足夠證據證明。

損害賠償部分，原告主張若已賣出，依買入股票之價格減去賣出時之價差計算損害。未賣出部分則以暫停交易當月之平均價為計算標準。但法院認為，宏達公司於 93 年 9 月 21 日經媒體報導財務報告不實後，其後陸續仍有利空消息出現，影響股價下跌，不能證明與上揭財務報告不實事項有關，原告以於 93 年 11 月暫停交易前之 93 年 10 月之平均價計算，亦難認合理。

經查，於財報不實消息公布後 93 年 9 月 21 日、93 年 9 月 22 日，股價無量下跌，原告顯無法出脫持股，反而因該利空消息公布後，股價於 93 年 10 月 8 日止跌上漲，且於 93 年 9 月 23 日至 93 年 10 月 8 日期間，合計交易量已達 12,566,000 股，核已足供原告於股價反應利空消息後出脫持股。因此，應以 93 年 9 月 20 日之收盤價與於前開消息沈澱期間出售持股期間之平均價（即 93 年 9 月 23 日起至 93 年 10 月 8 日止平均價）之價差做為計算原告得請求被告賠償之依據（ $(8.7-5.415) \times \text{股數}$ ）。

第七目、樺彩案¹²⁴

一、案例事實

原告主張被告於 90 年 3 月 30 日發佈的 90 年度第一次財務預測報告虛偽隱匿之情事，至使原告投資該股，然被告公司卻直至同年 7 月 26 日才更新，因此，原告依當時證交法第 20 條向被告請求損害賠償。

¹²³ 僅有第一審法院針對損害賠償作論述，第二審法院認為並無詐欺行為判原告敗訴。

¹²⁴ 第一審：臺灣新竹地方法院 90 年度重訴字第 162 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 93 年度重上字第 220 號民事判決。第三審：最高法院 95 年度台上字第 2385 號民事判決。



二、損害賠償之計算¹²⁵

原告主張採毛損益法，即以買入總金額減去賣出總金額，差價即為損害賠償的範圍。

法院則傾向採類股指數比較法，因消息公開後十日仍有交易量，代表利空消息正在被消化。應以賣出與買入金額跌幅，減去大盤電子類股揭露後跌幅，乘以買入減賣出差價，作為損害賠償。例如原告乙之支出為 20,706,440 元 ($65.32 \times 317000 = 20,706,440$)，如於前述期間出售持股之平均價值為 7,250,424 元（以除權後股數計算， $14.295 \times 507200 = 7,250,424$ ），相差 13,456,016 元，損失幅度為 64.98%。以首開方式計算，則原告乙之損失為 7,143,799 元（計算方式為： $13,456,016 \times (64.98\% - 11.89\%) = 7,143,799$ ）。

第三項、證交法第 20 條之 1 與證交法第 155 條之異同

前已提及財報不實案件中法院採用毛損益法的計算方式比例高達 83%，與操縱市場案件中法院主流採取淨損差額法之比例有極大的落差，此原因為何，以及是否有值得操縱市場判決損賠計算可參考之處，將於本部分說明。

第一款、法律起源相同

首先，操縱市場與財報不實案件皆係源自證券詐欺之法源概念，但法源概念相同也不一定會導出相同的損害賠償計算方式，此在前節提到的單純證券詐欺案件中便可窺知一二。損害賠償計算方式會受到其他因素影響，因此，僅單純法律起源概念相同並不足以說明財報不實以及操縱市場兩者損害賠償計算方式必須相同。

第二款、賠償請求人範圍及市場適用不同

接著，從法律條文進行比較，證交法第 20 條之 1 的請求權人除因信賴該財報的善意取得人及出賣人外，亦包含「持有人」；但證交法第 155 條第 3 項僅規定善意買入或賣出人，並不包含持有人。因此，若以請求權人範圍來看，因證交法

¹²⁵ 僅有第一審法院有討論，後兩審法院皆以並非詐欺行為認為原告敗訴，因此無需討論損害賠償計算方式。



第 20 條之 1 包含持有人，所以損害賠償範圍可能會較證交法第 155 條第 3 項大（在其他條件皆一樣的情形下）。若以先前於證券詐欺的一貫想法，假設法院在採取毛損益法及淨損差額法的原因之一，是為避免被告負擔過重的賠償責任，才會在操縱市場因投資人眾多的原因採淨損差額法，但若以條文來看，財報不實的請求人範圍更為廣泛，又怎會採取賠償範圍較大的毛損益法，豈不與本文主張自相矛盾。

惟若配合證交法第 20 條之 1 市場適用範圍一併觀之，其適用範圍同證券詐欺，皆不限於上市櫃公司，即非上市櫃公司亦得適用，故在兩者交互作用下，縱財報不實的請求人範圍似乎較操縱市場廣，但因操縱市場適用範圍限於上市櫃公司，影響投資人數將遠超過非上市櫃包含持有人的投資人數，所以本文認為「以事實面來說」，法院為減輕被告負擔，而給予不同損害賠償計算方式的論理仍為合理。第三款、皆有影響期間持續性，但兩者終止與揭露時間並不相同

由事實面觀之，財報不實與操縱市場有一相同之處，在於兩者不法行為所造成之影響皆會持續一段期間。財報不實的不法期間，為不實財報存續期間至揭露為止；而操縱行為的不法期間，則為操縱行為開始至結束。財報不實的結束時點，會在被揭露或更正時終止，即財報不實的結束也就是財報不實的揭露；但操縱市場於操縱行為開始至結束時操縱行為仍可能尚未被揭露，結束時點有時並非被揭露時點，往往須於操縱行為結束後，再經過一段時間，該操縱行為才會被揭露。因此，可以想見操縱行為的終止時點及揭露時點較難成為操縱行為真實價格的擬制基礎，因為難以確定操縱終點至揭露時點中間有哪些部分是市場因素影響，又有哪些是操縱行為結束後的延續影響性所導致。本文從上述事實面分析，可以得出將操縱市場的損害賠償計算方式與財報不實的損害賠償計算方式加以區別，係有其道理。

第四款、損害賠償計算方式不同

第一目、毛損益法的 0 元採取標準



在操縱市場中，可知法院在採取毛損益法時，若該股已下市或下櫃，將成為法院以 0 元作為擬制價格的標準。在財報不實案件中，部分判決也會因該股已下市或下櫃作為以 0 元擬制價格的原因，但在友昱案、康富案中，原告以該股已下市或下櫃為由請求法院以 0 元作為擬制價格，皆遭法院以該股僅下市下櫃並非無任何價值，而是更進一步算出股東權益計算每股淨值，認為下市下櫃並非以 0 元擬制價格的原因，而是如同北儒案計算每股淨值，若已為負數，才足以說明正常投資人已不可能投資該股，該股無價值。

第二目、淨損差額法的採用

在操縱市場案件中，涉及採用淨損差額法及毛損益法的爭議判決有 65 件，其中 49 件採用淨損差額法，比例高達 75%，且近年來主流見解也多屬淨損差額法，採毛損益法多為早期判決。但在財報不實案件中，涉及採用淨損差額法及毛損益法的爭議判決有 101 件，但只有 17 件採淨損差額法，比例僅為 17%（若將同時涉及操縱市場案件扣除，95 件中僅有 11 件採淨損差額法，比例更低至 12%），可以發現法院針對兩者損害賠償計算方式的採用結果有很大的差異。且觀察財報不實案件中採用淨損差額法的案件年份，並無如操縱市場案件，越接近現在，採用淨損差額法之案件數越多，而是零散分佈在各個年份的案件中¹²⁶。

但若以財報不實案件中，最新涉及淨損差額法及毛損益法採用的「最高法院」見解，即新態伸案，法院明確表明基於損害賠償的目的，係在填補所生損害，其應回復者，並非原有狀態而是應有狀態。因此，若不可歸責於詐欺因素所導致的股價下跌，則不能請求損害賠償。此段論述正好符合淨損差額法的核心概念，排除市場因素造成的股價漲跌，尋找該股若無不實資訊的真實價格，作為損害賠償的計算基礎。此最高法院見解，可供未來各級法院針對該採取淨損差額法還是毛損益法的參考判決。

¹²⁶ 90 年 1 件，94 年 1 件，98 年 1 件，102 年 2 件，103 年 1 件，104 年 2 件，105 年 1 件，106 年 4 件，107 年 1 件，108 年 1 件，109 年 2 件。

最後，如同上述最高法院見解，淨損差額法才是符合損害賠償原理的計算方式，在已以淨損差額法為主流的操縱市場案件，實無道理再回頭參考以毛損益法為主流的財報不實案件的損害賠償計算方式，反而財報不實案件才是應該要向淨損差額法靠攏，但淨損差額法的計算方式是否須與操縱市場做出區別又屬另一問題。

第三節、證交法第 157 條之 1

第一項、基礎理論、法源及我國立法背景

禁止內線交易的基礎理論，主要是基於健全市場理論及信賴關係理論。健全市場理論以整體市場角度出發，認為每個投資人應有平等獲取資訊的權利，以維護證券交易的公平，因此，影響證券市場的重大消息應公開共享。信賴關係理論，則是以公司與受任人義務觀點出發，若公司內部人知悉內線消息並加以利用圖謀個人利益係違背受任人義務。信賴理論也延伸出晚期的私取理論，認為若行為人私自取用雇主或其消息來源的資訊買賣有價證券，雖此行為人不對公司或股東負受任人義務，但其行為仍違反其雇主之規定，將此資訊不當利用，本質上仍屬違背信賴義務¹²⁷。

但觀察美國法從 1933 年到 1940 年關於證券法律的規定，雖有許多證券詐欺取締規定，但並沒有禁止內線交易的明文，而美國實務例如在 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 案中，轉而以 1934 年證交法 section 10(b) 規定，以及其授權的 rule 10b-5 為處罰依據認為內線交易是一種詐欺行為，因特定原因獲取內線交易消息之人於買入或賣出股票或其他證券之時，如未將消息公開，對於不知該項消息之交易相對人，即為詐欺。雖後續也陸續針對內部人的範圍做適當程度調整，但就內線交易的禁止係基於證券詐欺係被肯認的¹²⁸。

內線交易禁止之法源雖源自於證券詐欺，但比起一般證券詐欺係基於反詐欺觀點所保護的個人法益，禁止內線交易更有基於維持市場秩序，保護公益的色彩，

¹²⁷ 賴英照，前揭註 1，頁 429。

¹²⁸ 賴英照，前揭註 1，頁 432-433。



更進一步來說，內線交易違法原因是在於自由市場欲保障投資人均有公平獲取資訊的機會，故內線交易所規範之內部人必須公開重大資訊才能做交易；但證券詐欺其行為本身即屬違法，侵害他人的個人法益，不會有是否需事前公開的問題。也因為一開始的內線交易採取資訊平等理論牽涉範圍過廣，造成任何人只要擁有不平等資訊並利用其為證券交易，皆可能落入處罰範疇，因此，嗣後以信賴關係理論限縮內線交易人範圍，認為不是公司內部人就不對股東公司負信賴義務，也就不會有所謂的詐欺。

我國證交法於 1968 年制定公布時，原並沒有引進內線交易的規定，直至 1988 年始增訂證交法第 157 條之 1，參考美國法制，明文禁止。在歷年修法中，法院除針對內線交易的刑期不斷加重、增訂重大消息的沉澱時間、增訂內部人範圍等等以外，就損害賠償計算方式的條文也做出些許改變，本文將著重於計算方式條文的改變。

首先，在 1968 年時證交法第 157 條之 1 第 2 項：「應就消息未公開前其買入或賣出該股票之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額限度內，對善意從事相反買賣之人負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將責任限額提高至三倍。」當時僅規定了內線交易賠償額的最高上限係以內線交易人在消息未公開前買入或賣出股價與消息公開後 10 日平均價之差價作為最高限度，而若情節重大可將此最高限度提升三倍，但實際的損害賠償計算方式並未明文。2006 年修法後證交法第 157 條之 1 第 2 項：「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。」條文內容從原本以內線交易人的買賣價格與公開消息後 10 日平均價的差額，變成當日從事善意投資人為相反買賣之價格與公開消息後 10 日平均價的差額，且也不再以此為賠償上限，而為直接的損害賠償計算方式。修法原因主要分為兩個部分，第



一，舊法會造成行為人可能因消息公開後股價上漲部分明顯高於消息公開後 10 日均價，被告就算賠償也仍會獲得巨額利益；第二，因係以內線交易人為基準所設定的賠償上限，投資人得請求之賠償金額，乃以其相反買進或賣出之股數，占當日該股票買進或賣出之總股數比例，再乘以內線交易人應負之賠償金額，亦即，若計算出當日為相反買賣之投資人共有 1000 人，損害賠償上限為 5000 萬，每人可請求 5 萬元，但若只有 100 人請求，被告更僅需負擔 500 萬元的損害賠償。因此，2006 年修法才改以賠償權利人的損失為基礎，計算賠償金額，但此種賠償制度將造成不論內線交易人獲益多寡，都需負相同的損害賠償責任，因此，同時增訂法院若認為情節輕微者，得減輕賠償金額¹²⁹。而關於情節重大，可提高至三倍賠償金額，此是否已經對於受害人屬於過度填補不無疑問。學者針對此三倍賠償資金設計，也以美國法作為參考，認為美國法的三倍賠償係行政罰款，非賠償與原告，其目的在懲罰違法者，而非讓原告獲得額外收入，我國三倍賠償金如能用於健全證券市場的公益事項，更符合立法目的¹³⁰。

從上述我國立法背景及歷史發展，可以發現內線交易法是我國證交法中，損害賠償計算方式的唯一明文，其以消息公開後 10 日平均收盤價作為計算基礎，雖可以理解中間關於損害賠償計算方式的改變，但此以消息公開後 10 日均價的計算基礎究由何而來？縱以我國參考的美國法內線交易規定，關於美國法內線交易損害賠償計算方式，也僅是以 1988 年增訂的 1934 年美國證交法 20(A)，規定規範損害賠償之上限為被告所得利益或被告避免之損害且不能超過原告受損之金額¹³¹，然原告實際的損害賠償計算仍未明文。因此，從當初立法背景及演進或從我國參考的美國法，皆無從得知此公開後 10 日均價的計算基礎為何。

第二項、損害賠償計算方式

¹²⁹ 賴英照（2006），〈內線交易的民事賠償〉，《司法周刊》，第 1273 期，頁 2-3。

¹³⁰ 賴英照，前揭註 1，頁 473。

¹³¹ 郭大維（2010），〈論我國內線交易法治—由英美兩國對證券市場內線交易之規範談起〉，《軍法專刊》，第 56 卷第 4 期，頁 71-72。



因為內線交易法條文已清楚明文規範損害賠償計算方式，姑且不論此計算方式是否合理，實務上的計算方式就如證交法第 157 條之 1 第 2 項：「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。」因此針對內線交易損害賠償計算方式，實務也就無特別歧異之見解。

第三項、證交法第 157 條之 1 與證交法第 155 條之異同

第一款、法源相同

美國內線交易法法源是源自於證券詐欺的規定，已如前所述，而我國內線交易法又是參考美國法所制定，因此，我國內線交易法源也可追溯至美國證券詐欺規定。而操縱市場法源同樣源自於證券詐欺，故在操縱市場損害賠償計算論述，採取參考內線交易計算方式的法院判決，其論述多會以操縱市場與內線交易法源相同，可類推適用，推導出以操縱行為前 10 日的營業日均價作為擬制真實價格。而以法源相同之論點或許可以解釋為得以類推適用的理由，但操縱市場和內線交易於基礎理論、保護法益皆已發展出不同的結果，若直接將內線交易損害賠償的規定類推適用，是否符合類推適用中，須基於同一法律理由且平等原則而為價值判斷的要件¹³²，本文持保留態度。

第二款、基礎理論不同

雖操縱市場及內線交易法源相同，但亦有學者從內線交易理論基礎的演進觀察，從公平資訊取得理論到信賴關係理論再至私取理論，若單純從後續的信賴關係理論及變形的私取理論觀察，似乎只需要對負有忠實義務之人行揭露義務，告

¹³² 王澤鑑（2014），《民法總則》，新版，頁 81。

知將利用此內線消息，該行為人就不會違反詐欺的本質，但此當然並非禁止內線交易所期望看到的結果，因為其他善意投資人仍然不知此內線消息¹³³。

但操縱市場並沒有所謂的信賴關係理論或是私取理論，若以內線交易三個理論來看，操縱市場就是處於公平資訊取得理論的前端基礎，因為操縱行為影響市場資訊，而此資訊對於善意投資人並無公開。以基礎理論來看，若以詐欺理論來解釋操縱市場，也不會有如內線交易所生的矛盾之處。

第三款、保護法益不同

證券詐欺的受害者定位，依美國 1934 證交法 section10(b)以及 Rule 10b-5，經判決之解釋賦予私人訴權，得請求之人為實際上買入或賣出之人，亦即投資人的個人法益受到侵害。但禁止內線交易的更主要的目的在於維護市場秩序，此並非傳統證券詐欺理念可以全部囊括。從三倍賠償金的規範，亦可發現內線交易所欲保護的法益明顯大於詐欺理論的法益¹³⁴。

操縱市場所欲保護的法益應與證券詐欺相同，從一開始操縱市場並無民事賠償規定，與民事責任直接適用證券詐欺的損害賠償可以看出，兩者所欲保護的法益應皆屬於個人財產法益。因此，由內線交易及操縱市場保護法益觀之，可以比較出兩者差別。

第四款、行為人規範範圍不同

禁止內線交易的基礎理論的演進，也影響著規範行為人範圍的演變。在起初資訊平等理論時期，任何人知悉未公開的資訊後，於市場上對該股進行買賣就會被認為因該消息尚未公開，對於其他未得知消息的投資人並不公平，該行為實屬詐欺態樣，因此，「任何人」皆可能是內線交易所規範的行為人。爾後，變成以信賴關係論為基礎的原則，認為只有存在信賴關係基礎且負有忠實義務之人才是內線交易禁止的行為主體，即將任何人限縮為「具有信賴關係之人如董事、大股

¹³³ 曾宛如（2009），〈建構我國內線交易之規範：從禁制內線交易所欲保護之法意切入〉，《台大法學論叢》，第 38 卷第 1 期，頁 256-260。

¹³⁴ 同前註，頁 260-261。

東等」才是內線交易規範的行為人。近期，由於不斷發生透過內線消息受領而進行交易，影響市場公平性，故進一步衍生出私取理論，內部人包含「具有信賴關係之內部人，以及內部人的消息受領人」，兩者皆納入規範範圍。

操縱市場對於行為人範圍並無任何限制，只要任何人有操縱行為，影響股價而造成投資人的損害，投資人皆可請求損害賠償。於兩者規範行為人的差別，也可以看出內線交易與操縱市場雖皆源自證券詐欺，但後續演進已完全不同，內線交易更著重於證券市場信賴關係的維護，而操縱市場則著眼於證券詐欺行為的嚴重性。

第五款、損害賠償計算方式不同

內線交易損害賠償計算已明文化，因此計算方式實務上無任何爭議。操縱市場損害賠償計算由於並未明文，實務上仍有許多不同的計算方式，以下本文之比較，將以操縱市場最大宗的損害賠償計算方式，也就是以「操縱行為開始前 10 個營業日均價作為擬制真實價格」的損賠方式為主，並將分成三個部分，說明兩者不同的損害賠償計算方式。

第一目、當日從事相反買賣之人 V.S 操縱期間買賣而受損之善意投資人

內線交易係以與內線交易行為人從事相反買賣之人，例如當內線交易人得知內線消息後，於消息公佈前的某日先行賣出股票（代表預期此消息公布後，該股會下跌），則此時當日買入該股的善意投資人，就可以用消息公開後十日均價的差價與當時買入差價請求損害賠償（消息公開後股價下跌，當日善意買入人必買在相對高點）。

操縱行為則是以「操縱期間買賣」之「受有損害」的善意投資人作為損害賠償對象，例如：當行為人操縱特定股票，使該股股價上漲時，投資人誤信此效率市場進而購買該股，但實質上該股購買價格已高出真實價格，於操縱期間買入的投資人於買入時就已受有損害。



兩者看似對於賠償請求人的敘述有所不同，但深究內線交易的性質可以發現，若該內線消息對於該股為負面消息，內線交易行為人會於消息公佈前賣出股票，避免消息公布後損失過大，此時，賣出的善意投資人並不會受有任何損害，因為該股本就會在消息公布後下跌，只有在此時從事相反交易的買入投資人才會受有損害；相對地，若該消息對於該股為正面消息，內線交易行為人會先行買入該股，以賺取消息公布後的股價上漲的價差，此時，買入的善意投資人也不會受到任何損害，只有在此時從事相反交易的賣出投資人才會受有損害。是以，雖然兩者對於請求權人描述看似不同，但實際結果皆係以受有損害的善意投資人作為得請求賠償的主體。

若要區分兩者細微差別，應僅在於內線交易的賠償請求人僅限「當日」為相反買賣的投資人，操縱市場的賠償請求人，則是以操縱「期間」受損害的善意買賣人皆屬之。此差別也是因為兩者的犯罪行為成立方式不同，操縱市場必須透過一段期間來影響股價，內線交易則僅需知悉內線消息的內部人於市場為買賣，並不需要一定期間來影響股價，因為該內線消息本身於公布後一定會影響股價。此賠償範圍人的差別有可能會間接影響最後損害賠償的總額範圍。

第二目、影響延續性—公開「前」或「後」的平均價格基準

內線交易係內部人知悉內線消息後，於市場為買賣行為，而在內線交易行為人買賣此不真實的股價（即該股價應因此內線消息而漲或跌），也會於消息公布後，趨近於真實股價，於訂立內線交易法時雖未說明理由但似認為消息公布後 10 個營業日收盤日均價，已足以反映內線消息的股價影響。

操縱市場實務普遍的損害賠償計算，係以操縱行為開始「前」10 個營業日均價，作為擬制的真實價格，其中一個原因就是操縱行為影響具有延續性，且操縱行為結束時點並非如內線消息公開一般，操縱行為結束不代表操縱行為就被公開，尚未公開的操縱行為仍持續影響著該股股價，然而，操縱行為結束後至操縱行為公開此段期間，何者屬於操縱行為影響延續性，何者又屬於市場因素的股價影響，



難以判斷。因此，法院就以該股尚未受到操縱行為污染的操縱行為開始「前」，作為損害賠償計算的基準點。

本文認為，此影響延續性是內線交易與操縱市場對於股價影響的最大不同，進而影響著兩種損害賠償計算方式的不同，前者以消息公開「後」，後者以行為開始「前」，本文也認同實務對於操縱市場計算基準點應該有別於內線交易的方式。但對於 10 日平均價格的理由為何，從內線交易的立法理由就已經無法查明，而如今針對操縱市場直接類推適用的原因又為何？就算內線交易以 10 均價計算有理由，操縱市場案件又何以得直接類推適用？皆係法院未說明之疑問。

第三目、三倍賠償金、酌減機制

內線交易對於損害賠償的部分還設有三倍賠償金及酌減機制。三倍賠償金的設計理由，是因為認為禁止內線交易除一般個人財產法益的填補，嚇阻效果也有其重要性。酌減機制則是為了避免內線交易人於實際上獲利金額不大，卻因當日從事相反買賣之善意投資人眾多，使損害賠償金額明顯大於獲利範圍之情形。

操縱市場則並沒有此種機制，而是以填補受損害人之損失為原則，不考慮操縱行為人獲利為何。可以發現內線交易的本質在設有這兩種機制後，保護法益已與操縱市場重視的部分有所不同。內線交易賠償機制的保護法益更加重視內線交易法的嚇阻效果，行為人獲利不多時，處罰不需過嚴，法院可予以酌減，行為人獲利龐大時，嚇阻需明確且加重，法院可提高至三倍。

第四節、損害賠償計算之競合

針對操縱市場的損害賠償計算方式，在前章已詳細介紹，而對於證券詐欺、財報不實以及內線交易的損害賠償計算方式也於前幾節說明。本節將特別探討若發生一個案件事實同時違反證券詐欺、財報不實、操縱市場或內線交易任兩種以上的違法行為時，法院針對不同排列組合的違法情事又會如何為損害賠償的計算。



財報不實以及操縱市場因為法源概念皆源自於證券詐欺，在許多案件中，原告請求權基礎也會一併將證交法第 20 條證券詐欺列入，因此會產生「證券詐欺＋財報不實」的案件以及「證券詐欺＋操縱市場」的案件。操縱市場案件中若係違反證交法第 155 條第 1 項第 6 款散佈不實資訊，此不實資訊若與財報相關，亦會同時違反財報不實，而因為兩者法源概念皆係源自於證券詐欺，因此第三種的違法組合即為「證券詐欺＋財報不實＋操縱市場」。若案件中又有被告（內部人）利用上述第三種違法情事，在該等消息未被揭露時，就先行於市場進行買賣，同時也會違反內線交易，因此第四種的違法組合即為「證券詐欺＋財報不實＋操縱市場＋內線交易」。本文從此四個違法情形競合的判決中，大致歸納出四種損害賠償競合的情形，以下將分別論述法院在四種不同的組合中，所採取的損害賠償計算方式為何。

第一項、證券詐欺與財報不實

財報不實概念源自於證券詐欺，因此，只要以財報不實為請求時，通常皆會將證券詐欺一併列為請求權基礎，且以法源來看，財報不實屬於證券詐欺的衍生特定概念，損害賠償計算方式當然會以財報不實的計算方式為原則，類似證券詐欺衍生出內線交易的概念，在內線交易法既然有其明文化的損害賠償計算方式，自不會再以證券詐欺的損害賠償計算方式來計算內線交易的損害賠償。

若從損害賠償的角度出發，在單純證券詐欺案件中，最大宗的損害賠償計算是回歸民法回復原狀的方式，此類案件中，系爭有價證券往往實際上並沒有任何價值，因此，法院在計算損害賠償時幾乎也都以當初騙多少就應該賠多少為原則，只有在例外時才會去思考系爭有價證券的剩餘價值，並以購買價格減去剩餘價值作為原告的損害賠償。在財報不實中，法院最大宗的損害賠償計算方式則為毛損益法，若已賣出就以買入價格減去賣出價格，若仍持有則以買入價格減去擬制價格（通常為起訴價格）。財報不實損害賠償計算方式之所以和證券詐欺有所不同，係因為涉及財報不實的系爭有價證券，往往並非自始自終完全無任何價值，故才

會以買入價格減去賣出價格，或是買入價格減去擬制價格的損害賠償計算方式。當一案件同時涉及證券詐欺及財報不實時，必會採取以財報不實的毛損益法計算方式為原則，實際上，兩者損害賠償原理之差別，只在於兩者系爭有價證券的價值不同，純粹證券詐欺的有價證券價值通常為 0；財報不實的有價證券仍有價值，甚至仍可以為買賣。因此，雖然證券詐欺幾乎不會以毛損益法為損害賠償的計算方式，惟其想法與毛損益法並無二致，而在證券詐欺+財報不實的案件中，法院理所當然也會採取以毛損益法作為損害賠償的計算方式。

第二項、證券詐欺與操縱市場

操縱市場概念同樣源自於證券詐欺，原告在請求操縱市場損害賠償時，也會一併將證券詐欺列為請求權基礎，以衍生法的概念來說，損害賠償計算自會以操縱市場為原則，此解釋理論同「證券詐欺與財報不實」的關係。因此，當法院審理涉及操縱市場時，法院就會以淨損差額法中，以操縱行為開始前 10 個營業日均價為原則，其他計算方法（包含毛損益法和其他擬制真實價格）為例外。

第三項、證券詐欺與財報不實與操縱市場

違反操縱市場不必然會伴隨著違反財報不實，只有當被告係以散佈不實財報的方式操縱有價證券，才會同時違反證券詐欺、財報不實以及操縱市場。但以法理來看，財報不實及操縱市場雖皆源自於證券詐欺，但兩者並無相互衍生的概念，所以無法以法理來判斷，究竟是用財報不實的毛損益法還是操縱市場的淨損差額法為損害賠償計算方式。本文將於以下列出同時涉及財報不實及操縱市場的案件。

第一目、和旺案（二）¹³⁵¹³⁶

一、案例事實

¹³⁵ 第一審：臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 12 號民事判決。第二審：臺灣高等法院 107 年度金上字第 20 號民事判決。第三審：臺灣臺北地方法院 108 年度金更一字第 1 號民事判決。

¹³⁶ 此與第二章註 30 的和旺案並非同一案件，但應為同一事實，也可以看出在未明文的情況下，就算基於同一事實，法院也可能會判決不同的損害賠償計算方式。

被告先以操縱股價手段分別於（第一階段期間）102年3月25日至同年8月30日、（第二階段期間）102年9月9日至同年10月31日、（第三階段期間）103年11月7日至104年4月21日三段期間墊高和旺公司股價，且又於103年8月13日財報公布次日至104年4月30日隱匿應付票款之情事，104年4月31日始揭露財報不實之情事，共同致和旺公司股價失真，且致本件投資人以超過股票真實價格之金額買入股票，受有溢價購股之損害，原告因此以證交法第20條之1及證交法第155條向被告請求損害賠償。

二、損害賠償之計算

因操縱行為結束後未必立即公開，且操縱股價消息公開或財報真實資訊揭露後，可能造成投資人恐慌而使股價超跌，所生影響甚至會持續相當時間，亦不易有客觀標準計算真實價格，自以操縱行為開始前或不實財報公布前一段期間收盤平均價格為基礎計算真實價格，屬較為客觀公正之價格。故本院參酌內線交易之損害賠償計算之規定，並考量操縱行為前及不實財報公布前之股價，尚未受人為操縱所影響，應為較客觀公正之價格，認應以操縱行為開始前或財報公布前10個交易日收盤平均價為計算基礎，始屬公允。

因此，法院應依各該階段操縱股價或財報不實之影響期間，分別擬制該期間內之真實價格，也就是以各操縱期間開始的前10日均價作為各期間的擬制真實價格，以及財報揭露的前10日均價作為財報不實的擬制真實價格，來供各期間的原告請求損害賠償。兩者的損害賠償計算方式皆採淨損差額法。

第二目、評析

同時涉及財報不實及操縱市場的損害賠償案件僅有一件，和旺案（二）中，法院對於為何採取淨損差額法並以開始前10日為擬制真實價格的理由，大致與操縱市場案件中採取淨損差額法所持理由相同，認為操縱行為開始前以及真實財報公佈前，屬於股價尚未被影響的階段，因此以這兩時點往前推10日均價應屬可採。此段論述，在操縱行為中並無問題，但在財報不實是否如此則有疑問，真實財報

公佈前屬於虛偽財報影響股價期間，真正未被虛偽財報所影響的股價應屬於虛偽財報公佈前才屬之，若套用到和旺案（二）中，亦即應係以 103 年 8 月 12 日前 10 日均價，而非以 104 年 4 月 30 日前 10 日均價作為擬制真實價格，才會符合法院欲尋找未被影響的真實價格之一貫邏輯。但不論如何，雖僅有一件案例，但法院在同時涉及財報不實及操縱市場中，會採淨損差額法，以操縱行為開始前或財報不實開始前 10 日均價作為擬制真實價格。

第四項、證券詐欺與財報不實與操縱市場與內線交易

當被告同時違反證券詐欺、財報不實、操縱市場、內線交易時，案件發生情況通常為被告先行利用財報不實及操縱市場行為影響股價，此事在真實事件揭露前，被告中的內部人又會利用先行得知該消息會使股價下跌，而先行出脫持股構成內線交易罪，在混雜著多種型態的證券犯罪時，法院針對損害賠償計算方式似乎也會有所改變。財報不實及操縱市場間的互相影響已於前述，而內線交易雖亦源自於證券詐欺的法律概念，但其後續發展所欲保護的法益，已與證券詐欺和操縱市場相異，因此，從法理解釋上也並沒有應該以何者的計算方式為原則才屬適當。本文於以下同樣將先介紹實務對此種案件的損害賠償計算方式如何判決，再於最後做出評析。

第一目、富味鄉案¹³⁷

一、案例事實

財報不實及操縱市場部分，被告陳文南、林秀蓉等人為避免公司販售參雜成本低廉之棉籽油事實曝光而導致富味鄉公司股票價格下跌，基於使公司申報及公告虛偽內容財務業務文件之犯意及影響公司股票交易價格之意圖，於 102 年 10 月 21 日 17 時 39 分命員工於公開資訊觀測站刊登「本公司棉籽原油來自澳洲，棉籽原油精煉後，按照出口規定，直接銷往國外市場，並檢附食工所委託試驗報告書（未檢出棉籽酚），且未在國內銷售使用」等不實資料，並由林秀蓉親至櫃買中

¹³⁷ 前揭註 65。

心辦理說明會，向不特定大眾傳述富味鄉公司所精煉之棉籽油全數外銷之不實消息，以影響富味鄉公司股票交易價格。嗣後富味鄉公司再於同年月 24 日 9 時 53 分在公開資訊觀測站公告「本公司精煉後未檢出棉酚之棉籽油，部分調和於芝麻油等調和油品，內銷台灣市場」等資訊，此重要影響之消息始告公開，違反證交法第 20 條之 1 及證交法第 155 條規定。

內線交易部分，被告呂美德係富味鄉公司會計主任，蔡明財係富味鄉公司員工。呂美德及蔡明財分別於 102 年 10 月 24 日上午 8 時許及 102 年 10 月 23 日 17 時 30 分自該公司經理人林佳慧及胡維揚處，獲悉富味鄉公司於 102 年 10 月 21 日 17 時 39 分所公告或說明之內容等並非實情，其等遂於明確獲悉該重大消息後，旋即於 102 年 10 月 24 日重大消息公開前或公開後 18 小時內賣出富味鄉公司股票，分別規避自身損失 12 萬 4900 元、134 萬 9721 元，違反證交法第 157 條之 1 的規定。

二、損害賠償之計算

法院認為應如原告主張採取淨損差額法，且不再區分操縱市場、財報不實、內線交易的計算方式有理由，並依證券交易法第 157 條之 1 第 3 項規定，於富味鄉公司於 102 年 10 月 24 日上午 9 點 53 分 44 秒在公開資訊觀測站公開更正之重大訊息後之 10 日均價，即應自 102 年 10 月 25 日至 11 月 8 日之平均成交價計算為 38.159 元作為計算基準，被告等應分別負連帶賠償責任。

第二目、凱柏案¹³⁸

一、案例事實

財報不實部分，被告等人虛偽擴增凱柏公司業績，以製造該公司營收激增之假象，誘使不知情投資人進場交易股票，推升股價致 101 年度財務報告中關於「銷貨收入」、「銷貨成本」、「應收帳款」等會計科目涉有不實，且凱柏公司自 101 年 1 月即進行虛偽交易，直至 101 年 10 月 25 日本件不法情事爆發後，該公

¹³⁸ 前揭註 63。

司始於 101 年 10 月 31 日所公告之第 3 季財務報告表示先前財報不實之部分。

操縱市場部分，被告等人又自 101 年 3 月 1 日起至同年 7 月 30 日止，連續以高於委託當時之揭示價、漲停價買入凱柏公司股票，或以低於委託當時之揭示價、跌停價賣出凱柏公司股票，而影響凱柏公司股票於櫃買中心之交易價格，拉抬該公司股價從 101 年 3 月 1 日之每股 13.7 元上漲至 101 年 7 月 30 日之 25.3 元，期間最高價達 30.45 元，已違反證交法第 155 條第 1 項第 4 款。且期間自 101 年 3 月 7 日起至 101 年 7 月 27 日止，有以約定價格，於其中一方以其控制之證券帳戶出售或購買凱柏公司股票時，使其他群組同時以其控制之證券帳戶為購買或出售凱柏公司股票之行為，亦違反證交法第 155 條第 1 項第 3 款。

內線交易之部分，王格琮、張勛達均明知渠等身為凱柏公司董事長、董事，依證交法第 157 條之 1 第 1 項規定，實際知悉公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息明確後，未公開前，不得買入或賣出凱柏公司之股票，竟為規避凱柏公司股票跌價損失，於 101 年 10 月 24 日（本件不法情事爆發前一日），就分別基於內線交易之犯意為內線交易之行為，使張勳達得以規避損失 274 萬 7,138 元；王惠蘭、王格瑞因從凱柏公司董事長兼總經理王格琮處獲悉該重大消息，出脫凱柏公司股票，藉以規避損失分別為王惠蘭共 214 萬 8,463 元、王格瑞共 983 萬 8,818 元，均已損害投資大眾於證券交易市場公平交易及資訊取得平等之權益。

二、損害賠償之計算

財報不實部分應如原告主張以凱柏公司不實財報消息爆發日後 10 個營業日即 101 年 10 月 26 日起至 101 年 11 月 8 日止之收盤平均價格為 9.34 元作為擬制之真實價格，應足以反應該股票實際價值。善意買受人部分，以授權人買入凱柏公司股票之「買進價格」-「擬制真實價格」計算其所受損害總金額。另關於善意持有人部分，亦採淨損差額法，以不實財報期間平均收盤價 20.76 元為基準，減去擬制真實價格 9.34 元，計算每人每股定額損害為 11.42 元。



操縱市場行為雖已於 101 年 7 月 27 日結束，但其影響應已延續至不法消息公布亦即 101 年 10 月 25 日，因此擬制真實價格同樣與財報不實相同，為消息公布後 10 日均價。

內線交易法的損害賠償計算則以明文在證交法第 157 條之 1 第 3 項，以消息公布後的 10 均價作為計算基礎，自不待言。

第三目、台鳳案¹³⁹

一、案例事實

操縱市場的部分，被告於 86 年 11 月 11 日至 87 年 7 月 29 日期間，連續以高於台鳳公司股票之當日平均價格或接近當日之最高價格，或以高於委託當時之揭示價、接近當日漲停參考價之價格或以當日漲停參考價之價格買進台鳳公司股票等行為，顯已該當連續以高價買入或以低價賣出之要件，另於 86 年 11 月 3 日至 87 年 7 月 31 日有相對成交之操縱行為。因此被告等人於 86 年 11 月 3 日至 87 年 7 月 31 日的操縱行為已違反當時證交法第 155 條第 1 項第 4 款、第 6 款。

內線交易的部分，黃宗宏為台鳳公司之董事兼副董事長，於 86 年 10 月 2 日即獲悉台鳳公司出售彰化市 4 筆土地予駿達公司之重大影響股票價格之消息，卻於消息未公開前，利用該消息於 86 年 10 月 2 日至同年 11 月 8 日間，以他人名義低價大量買進台鳳公司股票；復於 87 年 5 月 31 日就台鳳公司出售員林鎮 2 筆土地予愛華公司乙事，在 87 年 6 月 30 日出售土地之訊息公布前，於 87 年 6 月 5 日至 87 年 6 月 29 日間購入台鳳公司股票，違反當時證交法第 157 條之 1 所定內線交易規定。

二、損害賠償之計算

操縱市場部分，若採消息公開後 10 個營業日平均價格為計算基礎之方式，因操縱行為結束後未必立即公開，且操縱股價消息公開後，可能造成投資人恐慌而使股價超跌，所生影響甚至會持續相當時間，亦不易有客觀標準計算真實價格，

¹³⁹ 臺灣臺北地方法院 100 年度金字第 21 號民事判決。



自以操縱行為開始前一段期間收盤平均價格為基礎計算真實價格，屬較為客觀公正之價格。故本院參酌內線交易之損害賠償計算之規定，並考量操縱行為前之股價，尚未受人為操縱所影響，應為較客觀公正之價格，以操縱行為開始前 10 個交易日收盤平均價為計算基礎。本件操縱行為開始前 10 個交易日為 86 年 10 月 18 日至 86 年 10 月 30 日，該 10 個交易日之台鳳公司股票平均收盤價為 70.9 元，作為計算本件操縱損害賠償金額之擬制性真實價格。

內線交易部分，按當時證交法第 157 條之 1 第 2 項規定，違反同條第 1 項規定之行為人，應就消息未公開前其買入或賣出該股票之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均額限度內，對善意從事相反買賣之人負損害賠償之責任，其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將責任之限額提高至三倍。尋繹其立法旨意，乃為避免計算內線交易行為人賠償範圍之困擾所致，故以人為擬制方式，計算內線交易行為人之賠償金額，藉此免除投資人所受損害程度之舉證責任。因此，內線交易行為人應負之損害賠償金額計算，應為行為人「於消息未公開前其買入或賣出該股票之價格」與「消息公開後十個營業日收盤平均價格」所得之差額，為其應負之賠償數額。

第四目、評析

於上述三個同時有審理財報不實、操縱市場及內線交易的判決中，可以發現在年份比較近期的富味鄉案及凱柏案中，法院認為因該受影響的股價已難以區分哪些股價上漲是導因於哪些違法因素，故在計算損害賠償時，也就不加以區分，且我國證交法第 157 條之 1 第 3 項是證交法損害賠償中唯一的明文規定，也就是以消息公開後 10 個營業日收盤均價為計算基礎，技術上法院可能係為節省計算上的繁雜，傾向全部皆以消息公開後 10 個營業日收盤均價為計算基準。

在台鳳案中，案件事實雖然也同時涉及了操縱市場及內線交易罪，但此案與富味鄉及凱柏案的不同之處在於，台鳳案的內線交易消息並非係此等操縱不法行為的揭露，而係另一重大資訊，即土地出售案的內線交易問題，簡單來說，此操

縱行為和內線交易雖發生於同一股票，但並非完全基於同一事實，此從時間點也可以推斷，操縱行為的期間為 86 年 11 月 3 日至 87 年 7 月 31 日，而內線交易行為則分別為 86 年 10 月 2 日至同年 11 月 8 日以及 87 年 6 月 5 日至 87 年 6 月 29 日，該等土地購買消息於 87 年 6 月 30 日揭露，若此內線交易行為的事實與操縱行為相同，內線消息的揭露時點應與操縱行為的結束時點相同，因此由此時間點也可以判斷兩者並非完全基於同一事實，所以法院才會認定操縱行為及內線交易之損害賠償應採不同的計算方式。故台鳳案應可於違法行為競合的案例中排除。

第五項、我國法院就以上四種證交法損害賠償競合所產生的問題

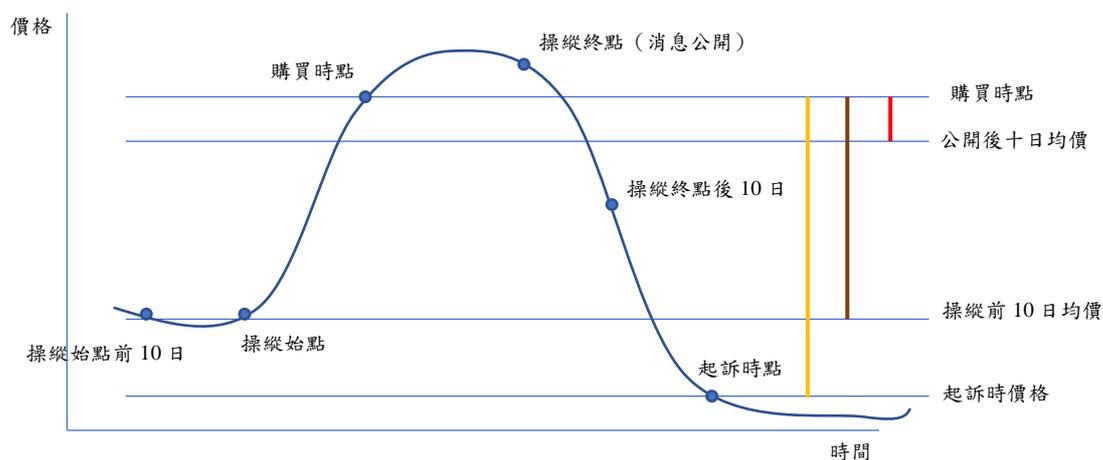
本文觀察法院針對不同的證交法不法行為組合，可以發現當案件涉及「證券詐欺與財報不實」時，法院會主要以毛損益法中起訴價格作為擬制價格，來當作損害賠償計算方式；當案件涉及「證券詐欺與操縱市場」時，法院會主要採淨損差額法中以操縱行為開始前 10 日均價作為擬制真實價格，來當作損害賠償計算方式；當案件涉及到「證券詐欺+財報不實+操縱市場」時，法院會採淨損差額法中以操縱行為開始前 10 日均價作為擬制真實價格的損害賠償計算方式；當案件涉及到「證券詐欺與財報不實與操縱市場與內線交易」時，法院主要會以消息公開後 10 個營業日均價作為擬制的真實價格當作損害賠償計算方式。

故可以假設係以一正常的操縱行為股價走向（如圖 3），法院也皆會在各種組合中採用原則的情況下。當操縱行為開始前，股價會處於較低點，並透過操縱行為拉抬股價，股價隨著操縱行為拉升到最高點後，若操縱行為的終點剛好是操縱行為被揭露時點，此時股價會因操縱行為揭露，急遽下跌至比操縱行為始點還低的價格。若發生一正常的操縱行為股價走向，可以發現購買時點與公開後 10 日均價的差額（紅色線段）會小於購買時點與操縱前 10 日均價的差額（咖啡色線段）又會小於購買時點與起訴時的價格。回歸到前述不同組合下的損害賠償之採用，可知每股請求額度，在「證券詐欺與財報不實與操縱市場與內線交易」案件會小



於「證券詐欺與財報不實與操縱市場」又小於「證券詐欺與財報不實」。依此結論，若同時涉及越多證交法犯罪類型，損害賠償請求額度卻可能越小。

圖 3：損害賠償競合之損害額比較圖



在我國證交法損害賠償請求競合情況下，本文認為，應該先思考是否有如證券詐欺與內線交易這種法源關係，若有，則應該以延伸的法律概念的損害賠償計算方式為主，因此財報不實、操縱市場、內線交易這三種違法行為分別與證券詐欺競合時，應就分別以財報不實、操縱市場、內線交易的損害賠償方式為主。但若係財報不實、操縱市場、內線交易的請求權互相競合，彼此間沒有所謂特別法關係，若一原告基於同一事實可同時對被告請求財報不實、操縱市場、內線交易的損害賠償，應該以可以請求最高數額的計算方式來計算損害賠償。例如：在「財報不實與操縱市場」的情況下，當財報不實主流計算方法仍採用毛損益法，若係一正常的股價波動，只要與財報不實競合的損害賠償案件中，應該就以毛損益法作為損害賠償計算方式；若為「操縱市場與內線交易」，應該就以淨損差額法中之操縱行為開始前 10 日均價作為損害賠償計算。如此的競合解決方式，就懲罰被告而言，不會讓被告有犯越多罪行，損害賠償額度反而可能越小的錯覺；就賠償原告方面，也不會讓受害人，因為請求權競合，受其他請求權損害賠償計算方式

的影響而減損損害賠償額度。此競合損害賠償採取方式，僅限於基於同一事實有兩個請求權的情形，若今天複數請求權非基於同一事實，如台鳳案，則兩者原告自分別適用不同的請求權基礎而有不同的損害賠償計算方式，無競合問題。

第五節、小結

本章試著從證交法中其他的損害賠償計算去分析是否有值得操縱市場所採用或參考的計算方式，但在分析完證券詐欺、財報不實、內線交易後，發現不論是從何者觀之，皆與操縱市場有些許不同，其計算方式也無法完全比附援引，若以類推適用當作解釋基礎，其推論理由也並不完善。另外，於章節末段，也探討實務在證交法案件中，不同損害賠償請求權競合時，所採用的損害賠償計算方式卻可能會使加害人得利，並造成受害人受損。因此，本文認為發生競合無法區分出損害時，應該以受害人得請求的最大損害額為其損害，方屬公平。



第四章、比較法參照

我國證交法主要係參照美國法及日本法訂定，因此本章會研究美國法及日本法對於證交法損害賠償的計算方式，試著從中分析哪些是我國操縱市場損害賠償計算值得參考之處。另外，本文於此章所提到的證券詐欺皆為廣義的證券詐欺，即包含單純證券詐欺、財報不實、操縱市場、內線交易等概念，先予敘明。

第一節、美國法

本節會先介紹美國法中有關操縱市場的損害賠償計算條文，並進一步說明美國證券詐欺訴訟損害賠償計算理論（由於美國操縱市場損害賠償計算原理與證券詐欺相同，因此本文以證券詐欺訴訟統稱）以及實務的運作方式，最後介紹民事罰鍰制度的損賠計算方式。介紹完美國法例中有關證券詐欺的各種計算方式後，分析各計算方式於我國實施的可行性。

第一項、條文規定

美國法起初禁止操縱行為的條文是在 1933 年證交法 Section 17，但此條文規範範圍僅限於證券要約與銷售行為，並不及於證券的買受行為；且私人也無法提起私權訴訟，因此受害人並無法以此條文請求此等不法行為的損害賠償¹⁴⁰。為了彌補上述法律漏洞，在 1934 年證交法 Section 9 就明確規範了證券價格操縱禁止行為，並也於同條第 5 項賦予受害人得請求損害賠償的權利，而 Section 9 對於適用範圍雖已擴張至證券的買受行為，但證券範圍仍限於向證管會登記與定期報告之證券，對於未登記之豁免證券之操縱市場責任，仍會以 section10(b)以及 rule10b-5 為其法律依據請求損害賠償¹⁴¹，造成本該以 Section 9(f)作為操縱市場的損害賠償請求基礎之案件類型，卻因眾多證券詐欺損害賠償案件皆以 Section 10(b)及 Rule 10b-5 為請求權基礎，導致於美國證券詐欺實務中，相較於 Section 9(f)，該二規定受到有廣泛的運用。原因應是 Section 10(b)及 Rule 10b-5 發展出對於原告請求損害

¹⁴⁰ 陳惟龍、林仁光（2013），〈各國關於操縱股價之損害賠償責任規範及實踐研究〉，《證券投資人及期貨交易人保護中心委託專案研究》，頁 52。

¹⁴¹ 同前註，頁 55。



賠償較有利的一套運作模式，其中最重要的莫過於此等訴訟中，於證明交易因果關係時採取詐欺市場理論，降低原告交易因果關係證明的難度，故在許多操縱市場案例，原告會援引 Section 10(b) 或 Rule 10b-5 作為 Section 9 補充性條款，進而擴大了證券侵權民事責任涵蓋範圍¹⁴²。實務上因 Rule 10b-5 適用條件寬廣，以及不斷延伸出對原告有利的見解，操縱市場的損害賠償請求基礎最終反變成以 Rule 10b-5 為原則¹⁴³，雖然有美國學者對 Rule 10b-5 適用範圍是否能如此擴張提出質疑，但 Rule 10b-5 對於整體證券詐欺訴訟（詐欺、操縱市場、內線交易等）的民事責任仍具有重大影響¹⁴⁴。

因此，在美國實務中，當提到證券詐欺損害賠償訴訟時，不論是一般的證券詐欺、財報不實的證券詐欺、操縱市場的證券詐欺又或是證券詐欺衍生的內線交易，其請求權基礎皆係以 Rule 10b-5 為依歸，損害賠償計算方式的基本原理也都大同小異。至於回歸本文的損害賠償計算方式之研究，本文將以美國實務中，以 Rule 10b-5 為請求權基礎的計算方式作為比較法中美國法例的參照。雖然美國證交法中並無明確規範證券詐欺案件的損害賠償該如何計算，但仍有如 1934 年證交法 Section 28 以及後來美國於 1995 年因 PSLRA 增訂的 Section 21D(e)，影響著美國證券詐欺損害賠償的計算方式。1934 年證交法 Section 28 說明不論被告是以何種請求權基礎，損害賠償的範圍不應該超過被告因此行為所受的實際損害；PSLRA Section 21D(e) 則是為了避免被告賠償金額過大及過度不確定性，而設定揭露後 90 日均價作為與買入（賣出）間差價的最高上限，但不論是何者皆仍未明文規定損害賠償的計算方式，故只能以美國案例法觀察證券詐欺訴訟的損害賠償計算方式¹⁴⁵。

第二項、實務運作

第一款、演進

¹⁴² 同前註，頁 69。

¹⁴³ David Simon Sokolow, *Corporations and Partnerships*, 37 Sw L.J. 165 (1983), 185,

¹⁴⁴ 林建中（2002），〈美國證券交易法上操縱行為之規定與檢討（三）〉，《法務通訊》，頁 2。

¹⁴⁵ S. A. King, *Proffering the Right Evidence: Proving Loss Causation and Damages under SEC Rule 10b-5*, 18 N.C. Banking Inst. 431 (2013), 435-436.

由於美國證券交易法針對證券詐欺損害賠償請求權基礎，並未如本國法將證券詐欺、財報不實、操縱市場、內線交易以明文化加以區分。因此，只要屬於廣義的證券詐欺民事訴訟，原告皆會以 Section 10(b)及 Rule 10b-5 請求損害賠償，其中又以 Rule 10b-5 為主。本部分將介紹美國法中 rule10b-5 實務運作的演進及特色。

根據 Section 10(b)授權所制定 Rule 10b-5，是為了保障證券買家及賣家皆能公平獲取同等資訊，以完善證券市場。因此，針對以 rule10b-5 提起的損害賠償訴訟，原則上將以原告因被告違反 rule10b-5 的行為所遭受的經濟上損害為合理的賠償，不得過度施予被告賠償責任，也避免原告得從此損害賠償訴訟獲取更多利益，反而偏離此法設立之目的¹⁴⁶。但何謂「合理的賠償」，由於證券價值並非如同一般生活之物，得輕鬆以回復原狀或以相當之價格作為損害賠償的計算，因此美國實務上針對此「合理的賠償」，也有許多不同的見解如下所述。

一、純粹的淨損差額法 (pure out-of-pocket)

第一種最普遍的計算方式就是純粹的淨損差額法 (pure out-of-pocket)，此理論的賠償計算是以當初原告購買該證券的價格與購買當時此證券的真實價格 (fair market value) 兩者差價作為損害賠償¹⁴⁷。此理論認為，無論詐欺行為存在與否，原告都會在同一時點買賣該種證券，但應會以一個更好的價格 (排除詐欺行為的價格) 買賣此種證券，因此詐欺行為所導致的溢價或減價，就是原告所受的損害。此理論的優點是能夠合理計算原告以真實價格請求的損賠範圍，排除非因詐欺行為卻使原告獲得更多利益的可能；缺點就是真實價格難以計算¹⁴⁸。純粹的淨損差額法之真實價格的計算又可以分為指數比較法以及事件研究法，如以下所述。

(一) 指數比較法

指數比較法係透過財務模型計算出「如果詐欺行為未發生，投資人投資系爭證券可以獲得的預期報酬」。指數比較法的基本假設為，若股價的變動無法透過

¹⁴⁶ Michael J. Rowan, Rule 10b-5, 33 Wash. & LEE L. REV. 937 (1976), 961.

¹⁴⁷ *Id.* at 961.

¹⁴⁸ William K.S. Wang, Measuring Insider Trading Damages for a Private Plaintiff, 10 University of California at Davis Business Law Journal 1 (2009), 7

市場模式 (Market model) 做出合理解釋時，該變動皆歸因於被告的詐欺行為所致¹⁴⁹。換言之，在計算預期報酬率時，對於因市場因素及相關產業等系統性風險所造成的股價波動，皆予以排除，但其他縱非詐欺因素卻因為非市場及產業因素所影響的部分仍會納入¹⁵⁰。

計算方式可分為以下幾步驟¹⁵¹：

1. 該證券未受詐欺行為影響的系爭證券報酬期間定義為估計期間（通常會選取與事件相近但未受到詐欺因素所影響的期間¹⁵²，例如不實資訊或操縱行為開始前 100 日的期間），並搜集估計期間系爭證券的日報酬率 ($rSecurity$)、估計期間系爭證券所屬市場之日報酬率 ($rMarket$) 以及估計期間系爭證券所屬產業之日報酬率 ($rIndustry$)。
2. 利用步驟 1 所搜集之數據建立市場模型：「 $rSecurity = a + bMarket \times (rMarket) + cIndustry \times (rIndustry) + \varepsilon$ 」，來取得回歸係數值 a 、 $bMarket$ 及 $cIndustry$ （即步驟 2 的 a^{\wedge} 、 $b^{\wedge}Market$ 與 $c^{\wedge}Industry$ ）。其中 a 為運行市場模式之後可獲得的變數，其為市場模式的常數項（即固定不變的值）。 $bMarket$ 為估計期間內系爭證券所屬市場之日報酬率對系爭證券之影響程度。 $cIndustry$ 為估計期內系爭證券所屬產業之報酬率對系爭證券之影響程度。 ε 為殘差項，此處定義為「估計期間內系爭證券日報酬率」與「透過運算市場模式所獲得之估計期間內系爭證券之預期日報酬率」之差額。
3. 將系爭證券報酬受詐欺行為影響的期間定義為事件期間（事件期間實務通常會以事件發生的前一日作為始點，事件結束的後一日作為終點，避免消息提前洩漏或市場反應不及的情況發生¹⁵³），先搜集事件期間內的系爭證券所屬市場之日報酬率 ($rMarket$) 與事件期間內系爭證券所屬產業之日報酬率

¹⁴⁹ 朱德芳、蔡英欣、洪秀芬（2022），〈證券詐欺案件損害賠償計算方式之研議〉，《證券投資人及期貨交易保護中心委託專案研究》，頁 154。

¹⁵⁰ 莊永丞，前揭註 24，頁 130。

¹⁵¹ 朱德芳、蔡英欣、洪秀芬，前揭註 149，頁 154-158。

¹⁵² 朱德芳、蔡英欣、洪秀芬，前揭註 149，頁 169。

¹⁵³ 朱德芳、蔡英欣、洪秀芬，前揭註 149，頁 169。

($r^{Industry}$)，以及第 2 步驟取得的 a^{\wedge} 、 $b^{\wedge Market}$ 與 $c^{\wedge Industry}$ 代入算式：「 $r^{\wedge Security} = a^{\wedge} + b^{\wedge Market} \times (r^{Market}) + c^{\wedge Industry} \times (r^{Industry})$ 」後，取得 $r^{\wedge Security}$ (系爭證券在事件期間的預期報酬率)。

4. 將步驟 3 算出的 $r^{\wedge Security}$ 代入 $True Value_{t-1} = True Value_t / (1 + the predicted return_{t-1})$ 式子，求出真實價格。其中 $True Value_t$ 為系爭證券在第 t 期(當天)的真實價格， $True Value_{t-1}$ 為系爭證券在第 $t-1$ 期(前一天)的真實價值，以及 $the predicted return_{t-1}$ 為第 $t-1$ 期(前一天)的「系爭證券之預期日報酬率 ($r^{\wedge Security}$)」。

$True Value_t$ 的第 t 期通常為資訊揭露日，因為該不實消息或操縱行為已揭露，因此，當日股價會更貼近真實價值，接著利用第四步驟的式子逐一推算前一日 ($t-1$)、前兩日 ($t-2$) 等等的真實價值。最後以該買賣日的真實價值與實際買賣的差額即為損失的範圍。

(二) 事件研究法

事件研究法係假設系爭證券的價格與其透過實際報酬率所計算的真實價值同步變動，但若市場受不實資訊影響，則在該受不實資訊影響之日期內，系爭證券之真實價值將依其預期報酬計算，因為市價已經受到不實資訊的影響，因此，必須藉由財務模式推導出的預期報酬，來推算若證券在未受到不實資訊影響下應有的價格；反之，在未受不實資訊影響的日期，即以實際報酬率推算股票的真實價值¹⁵⁴。

計算方式可分為以下幾步驟：

- 1~3 步驟與指數比較法相同，故不再贅述，從第 4 步驟開始介紹。
4. 先判斷操縱期間當日股價是否受到證券詐欺行為的顯著影響，若無受到影響則將實際報酬率 ($r^{Security}$) 代入「 $True Value_{t-1} = True Value_t / (1 + the constructed return_{t-1})$ 」式子，求出事件期間的系爭證券真實價值；若有受

¹⁵⁴ 朱德芳、蔡英欣、洪秀芬，前揭註 149，頁 159。



到影響則代入預期報酬率 ($r^{\wedge} Security$)，求出事件期間的系爭證券真實價值。

判斷操縱期間當日股價是否受到證券詐欺行為的顯著影響，可以從異常報酬率的發生，即實際報酬率與預期報酬率的差額來推論，若專家推論結果該股價波動的確係因詐欺行為所致，則此差額即為詐欺行為造成股價的衝擊¹⁵⁵。專家會以統計顯著性檢測來判斷該誤差是否不尋常。實務運作中，法院通常視異常報酬率是否落於 5% 極端值內，以判斷是否具統計上的顯著性。此 5% 極端值並非代表報酬率差額，而係指經統計顯著性檢驗後，專家認為此異常報酬的發生率高達 95%，也就是該證券詐欺行為確實影響股價，因此應以預期報酬率來計算，求出真實價格¹⁵⁶。

(三) 兩者差異

實際上，事件研究法與指數比較法基本上相似，皆係利用市場模型探究系爭股票若無被告之證券詐欺行為時的真實價值為何¹⁵⁷。但指數比較法假設了證券詐欺期間，股價僅會受到市場及產業因素所影響，不受其他因素影響（例如證券詐欺、股利發放、經營團隊變更），亦即若當日股價確實發生變化，則當日股價與真實價格的差額皆可歸因於詐欺行為所致¹⁵⁸。相較於指數比較法，事件研究法更細緻的分離出哪些才是因為證券詐欺因素造成股價變動的原因，即除了排除市場及產業的影響外，也希望排除如股利發放或經營團隊變更等，雖非市場但也非詐欺因素所造成的股價波動¹⁵⁹。

二、權衡的淨損差額法 (expedient out-of-pocket)

第二種損害賠償計算方式為權衡的淨損差額法 (expedient out-of-pocket)，此種計算方法是為了減輕證明真實價格的困難程度，改以公佈真實資訊前後價格變

¹⁵⁵ 莊永丞，前揭註 24，頁 132。

¹⁵⁶ 朱德芳、蔡英欣、洪秀芬，前揭註 149，頁 170。

¹⁵⁷ 莊永丞，前揭註 24，頁 131。

¹⁵⁸ 朱德芳、蔡英欣、洪秀芬，前揭註 149，頁 164。

¹⁵⁹ 朱德芳、蔡英欣、洪秀芬，前揭註 149，頁 165。

化的百分比，或是未受到證券詐欺影響的期日均價，作為請求損害賠償的計算基礎¹⁶⁰。其優點為保留了淨損差額法的概念，且相較於純粹的淨損差額法，計算上更為容易，但缺點亦是計算上並不明確。例如：消息公布後多久期間的價格變化實屬適當？或者市場上的價格是否會於消息公布後才產生變化？又或者實際上除了該消息影響市場價格外，亦有其他外在因素影響價格時，又該如何計算¹⁶¹？雖此計算方法有諸多瑕疵，其便利性也為一大優點，因此 1995 PSLRA 增訂的 1934 證交法 section 21D(e) 以更正消息後 90 日均價作為證券詐欺損害賠償的上限，也正屬於此種理論的明文規定¹⁶²。

三、回復理論 (rescission theory)

第三種損害賠償計算方式稱為回復理論 (rescission theory)，此種理論基礎是假設若有詐欺行為則受害人就不會購買該證券。在此種理論下，該證券會返還給出賣人，且該證券因出賣人詐欺行為所虛漲的價格，出賣人亦須負責，因此其最終適用結果也與淨損差額法相同¹⁶³。但此種理論是基於原告與被告間的契約所生，因此法院往往會要求原告舉證其與被告間有契約關係的存在，故於許多證券詐欺訴訟中難以運作（內線交易及操縱市場行為皆無法證明原被告間的契約關係）¹⁶⁴。

四、意外利益的追繳 (Disgorgement of Windfall Profits)

第四種損害賠償計算方式是法院修正淨損差額法及回復理論而來稱為意外利益的追繳 (Disgorgement of Windfall Profits)，賣家因詐欺行為所賣出的價格與其若無詐欺行為所賣得的價格，兩者差額作為損害賠償，但若被告因詐欺行為所得的利益多於賣家所受損害，則應以被告獲得的利益作為損害賠償¹⁶⁵。此種損害賠償計算方式較常發生於原告在賣出證券予被告後，該證券價格迅速上漲，法院會認為與其讓被告保留此巨大非法利益，不如讓原告獲得意外利益更為合適¹⁶⁶。

¹⁶⁰ William K.S. Wang, *supra* note 148, at 1.

¹⁶¹ William K.S. Wang, *supra* note 148, at 11-17.

¹⁶² William K.S. Wang, *supra* note 148, at 17-19.

¹⁶³ Wash. & Lee L. Rev., *supra* note 146, at 961.

¹⁶⁴ William K.S. Wang, *supra* note 148, at 1-2.

¹⁶⁵ Wash. & Lee L. Rev., *supra* note 146, at 961-962.

¹⁶⁶ William K.S. Wang, *supra* note 148, at 26-27.



五、轉購理論 (cover theory)

第五種稱為轉購理論 (cover theory)，係指當原告因此詐欺行為賣出 (買入) 此證券後，在此詐欺行為被揭露後的合理期間內，原告願意以多少價格再次買回 (賣出) 相同證券，兩者差額作為損害賠償計算方式¹⁶⁷。此理論就算沒有淨損差額法所稱的實際損失，仍有可能可以請求損害賠償，但此理論中的合理期間為何並未有合理標準，是否須依不同的主體而給予不同的合理期間，也未能有統一的解釋¹⁶⁸。

六、交易利益規則 (benefit of the bargain)

第六種稱為交易利益規則 (benefit of the bargain)，此理論基礎是在若詐欺行為為真實，原告實際上可以獲得為多少利益，與淨損差額法更注重原告實際損失不同，交易利益規則更重視以被告詐欺行為為真時，原告的期待利益。但實務上極少於證券詐欺損害賠償案件採用，因為有些法院認為其違反了 1934 證交法 28(a)：「任何人皆不得以訴訟獲得多於其實際損失的利益」之規定¹⁶⁹。

第二款、PSLRA 對於證券詐欺訴訟損害賠償計算的影響

如前所述，觀諸美國法上，有關證券詐欺損害賠償計算，有明文寫出該如何計算的僅有依照 PSLRA 所制定的 1934 年證交法 Section 21D(e)，因此本段落將試著探究美國實務上對於此規定的應用及見解。

首先，Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (PSLRA) 之所以制定理由之一，是因為當時隨著詐欺市場理論的蓬勃發展，減輕了原告舉證上的責任，證券訴訟也因此氾濫，被告有時也會被加諸過多的賠償責任。有鑑於此，除了明確將因果關係分別為交易因果關係及損失因果關係，僅有交易因果關係得以詐欺市場理論推定，損失因果關係仍須由原告進一步證明；針對損害賠償計算的部分則增訂了 1934 年證交法 Section 21D(e)，訂出賠償上限。

¹⁶⁷ Wash. & Lee L. Rev., *supra note* 146, at 962.

¹⁶⁸ Arnold S. Jacobs, Measure of Damages in Rule 10b-5 Cases, The , 65 GEO. L. J. 1093 (1977), 1103-1106.

¹⁶⁹ William K.S. Wang, *supra note* 148, at 27-29.

PSLRA 的價值在於其主觀訂定了如何計算損害賠償，不考量哪些因素屬於詐欺所致，也就是計算時不排除市場因素、投資期待、或公司性質所導致的損失¹⁷⁰。因此，此計算方式大幅降低了原本淨損差額法的計算難度，只需要知道正確資訊何時公開以及買賣時的股價，就可以計算出損害賠償的上限。

亦有論者認為 PSLRA 的 90 日均價規定本身就是否定了效率市場假說 (Efficient Market Hypothesis)，在效率市場假說中，市場價格隨時都反映著消息的變化，因此將此反應期間擴張至 90 日，本身就已違反證券詐欺訴訟所依據的效率市場假說規定。若 90 日期間有更多有利於該證券的非詐欺因素，此時將會不合理限縮原告的請求賠償上限；若 90 日期間有更多不利於該證券的非詐欺因素，此時也將會不合理擴張原告的請求賠償上限。而 90 日期間更常伴隨的是不利因素的影響，因為市場可能會產生不信任該公司的營運狀況、擔心該公司訴訟所帶來的影響等等，反而使該證券價格跌破原本證券詐欺會導致的價格變動¹⁷¹。另外，不排除非詐欺因素的 PSLRA 的計算方式也違反了損失因果關係理論以及與 1934 年證交法 28(a)：「實際損失須限於因被告的詐欺行為」的規定產生衝突¹⁷²。

第三款、淨損差額法的實務運作

雖然實務對於證券詐欺的損害賠償計算有前述 6 種理論，但最受到學者及實務所親睽的理論為純粹的淨損差額法。純粹淨損差額法的基本理論及計算邏輯已於前述，於此將不再贅述。本段落將詳細介紹美國實務對純粹淨損差額法的運作方式，以及淨損差額法於個案判決如何操作。

在 *Dura* 案中，法院說到：「當原告受詐欺購買該證券後，又於低點再度賣出，並不代表該低點價格就是反映了被告的詐欺行為所導致，該價格的變化可能包含了經濟的改變、投資人期待的改變、特定產業或特定公司的因素等等，這些因素

¹⁷⁰ S. A. King, *supra* note 145, at 437

¹⁷¹ Richard A. Booth, OOPs! The Inherent Ambiguity of out-of-Pocket Damages in Securities Fraud Class Actions, 46 J. CORP. L. 319 (2021), 322.

¹⁷² S. A. King, *supra* note 145, at 437-438.

必須與詐欺因素分別看待，亦即，當在相對高點購買一證券時，本身就隱藏著未來的損失，該未來損失於之後賣出實現時，當然不能加諸於被告。¹⁷³

但具體來說哪些是可以排除的因素？在真實價格認定上又該如何做認定？有些法院對於此認定非常小心，例如美國聯邦第五巡迴法院曾說道：「雖然淨損差額法可以說被普遍使用在美國證券詐欺訴訟，但此計算方式並非唯一的計算標準，損害賠償仍須回歸到損失與加害行為是否具有損失因果關係來斷定損害賠償的範圍¹⁷⁴」。但也有一些法院，如美國聯邦第二巡迴法院認為：「損失因果關係是基於鄰近因果關係（proximate cause）來認定，原告所受的損害必須是因為該加害行為而可預見的結果，也就是原告若證明被告的詐欺行為掩蓋了這些結果，包含股價下跌、失去市場信心、遭主管機管處罰等等，此時原告主張損害賠償即有理由¹⁷⁵」。可以看出後者的法院見解，對於損失因果關係的認定更為寬廣，相對的也影響真實價格的認定。

然而在有些案件中，例如 *Ludlow v. BP* 中，BP 公司虛偽不實陳述安全性測試，使市場低估其產品的風險，當其產品真正產生問題時，該不實消息才被揭露，此時 BP 公司股價從原本的 125 元跌至 56 元，相差 69 元，而最後法院也判決被告須賠償 65 元的差價。故可以說法院認為 BP 公司股價下跌的全部原因，皆與其證券詐欺之行為有因果關係。但實際上，在思考如何計算淨損差額法時，必須限縮解釋因詐欺行為所造成的價格虛漲，其他損害僅屬於投資人的附隨損害（collateral damages），本質上是屬於該公司及其股東得向詐欺行為人主張受有損害的範圍，兩者應區分，不應混為一談¹⁷⁶。

而因美國實務在計算淨損差額法通常採個案判斷，亦即，會依據個案來判斷哪些因素屬於證券詐欺因素影響的價格波動，哪些又屬於非證券詐欺因素影響的價格波動，因此專家證人的存在，至關重要。專家證人必須能夠具有可信度，且

¹⁷³ Richard A. Booth, *supra* note 171, at 320.

¹⁷⁴ Richard A. Booth, *supra* note 171, at 324.

¹⁷⁵ Richard A. Booth, *supra* note 171, at 324.

¹⁷⁶ Richard A. Booth, *supra* note 171, at 326.



其方法論是能夠有效且合理地解析各個因素對於價格波動的影響，在實務上，許多證券詐欺案件之所以失敗，就是未能合理的運用其理論基礎來拆解各個資訊對於價格所帶來的影響¹⁷⁷。例如，在 *Beecher v. Able* 案中，法院認為市場價格只是真實價格計算上的開始，在真實資訊被揭露後，股價雖然應聲下跌，但大量證據皆顯示此價格下跌原因與恐慌拋售（panic selling）有關，並非全是不實消息所造成，因此法院衡量證據後，排除了恐慌拋售及其他使價格悲觀因素，認為真實價格應為低於購買證券時的市場價格，並以起訴時的價格定為該證券購買時的真實價格。所以法院在作價格衡量時，就是假設市場雖係一效率市場，但有時仍會有不合理的情況產生（例如財報不實、操縱市場），因此當此不合理情況產生時，真實價格往往就會低於市場價格，而其他因素如恐慌拋售所影響的部分，應予排除，以計算出被告須賠償的合理範圍¹⁷⁸。惟判決過於依賴專家證人所提供的說理，也屬於美國證券詐欺實務的問題之一，例如在 *Liberty Media* 案中，原告的專家證人 Dr. Blaine F. Nye 認為，橫跨被告詐欺的期間所造成的損害皆歸於原告詐欺所致，並未排除任何一個可能並非詐欺行為所造成損害的因子，雖然被告主張該名專家證人主張並不合理，但法院認為並沒有任何一有力見解規定一詐欺行為的影響期間必定會存在一個非詐欺行為卻造成損害的因子，故仍判決被告須賠償原告大部分的損害賠償主張。此判決反映出只要該專家證人符合資格（qualified），即使做出不甚精確的損害賠償計算主張，法院仍有可能認為其主張有理由，進一步可能會使其他無道德的專家，引用此案件以主張錯誤的損害賠償計算方式¹⁷⁹。

最後，雖然淨損差額法是證券詐欺訴訟中計算損害賠償的原則方式，但仍有例外，如果被告因為該詐欺行為而出售股票所獲得的利益多於淨損差額法計算的損害賠償，於部分判決認為該利益與被告詐欺行為具有鄰近關係，而應被納入損害賠償的範圍，此例外就是前述第四種理論意外利益追繳的情況¹⁸⁰。

¹⁷⁷ S. A. King, *supra* note 145, at 440.

¹⁷⁸ S. A. King, *supra* note 145, at 441.

¹⁷⁹ S. A. King, *supra* note 145, at 446-448.

¹⁸⁰ Wash. & Lee L. Rev., *supra* note 146, at 962-963.



第三項、民事罰金（civil penalty）對於損害賠償請求的影響

本部分雖並非為民事損害賠償計算規定，但本文認為民事罰金制度或許也是美國法下造成操縱市場的民事訴訟多未走入最後審判程序的原因之一，亦即造成損害賠償計算的著墨，並未如刑事責任的案件審理般普及，故本文將於本部分介紹美國民事罰金制度對於受害人是如何計算，並分析是否值得作為我國操縱市場損害賠償計算之參考。

民事罰金是行為人為證券違法行為時會被裁罰的制度，而 SEC 會將民事罰金納入公平基金（fair funds），再將公平基金用以彌補受害人的損害¹⁸¹，且此公平基金不會以該受害人是否於民事訴訟取得勝訴為依據¹⁸²。但相較於一般民事訴訟的損害賠償須以填補被害人損害為原則，民事罰金的制度則在於穩定市場嚇阻不法，故 SEC 可以命被告繳交與其證券違法行為合理有關的任何有形利益，並不限於受詐欺人所受的損害¹⁸³。而美國證券違法事件中，有很大比例是由 SEC 及公平基金填補證券違法行為受害人的損失，所以此制度也被認為是阻礙了證券違法民事訴訟的發展¹⁸⁴。

民事罰金（civil penalty）係由地方法院或行政法院對違法之自然人及法人依個案裁定罰鍰金額，並納入公平基金以彌補受害人。基於法律授權制定 3 級最高額罰鍰標準¹⁸⁵¹⁸⁶：

第一級：違反聯邦證券法規（未涉及詐欺），每次違反行為對自然人可處最高 7,500 美元，對公司或合夥可處最高 75,000 美元，若其違法行為所獲利較高，則以其獲利作為最高罰鍰上限。

¹⁸¹ Urska Velikonja, Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions, 67 Stan. L. REV. 331 (2015), 332-333.

¹⁸² *Id.* at 336.

¹⁸³ *Id.* at 340.

¹⁸⁴ *Id.* at 359-360.

¹⁸⁵ 吳宛怡，參加 APEC 金融監理人員訓練倡議-調查與執法區域研討會出國報告，行政院及所屬各機關因公出國人員報告書出國報告，<https://report.nat.gov.tw/ReportFront/ReportDetail/detail?sysId=C10100754>，最後瀏覽日：111 年 11 月 17 日。

¹⁸⁶ Samuel N. Liebmann, Dazed and Confused: Revamping the SEC's Unpredictable Calculation of Civil Penalties in the Technological Era, 69 DUKE L.J. 429 (2019), 432.



第二級：涉及詐欺、操縱或因故意或過失而違法，每次違反行為對自然人可處最高 75,000 美元，對公司或合夥可處最高 375,000 美元，若其違法行為所獲利較高，則以其獲利作為最高罰鍰上限。

第三級：涉及詐欺、操縱或因故意或過失而違法，且該行為直接或間接導致他人發生實質重大損失或風險，每次違反行為對自然人可處最高 150,000 美元，對公司或合夥可處最高 725,000 美元，若其違法行為所獲利較高，則以其獲利作為最高罰鍰上限。

若涉及操縱行為時，由於操縱行為必定符合第三級的罰鍰標準（涉及詐欺，為操縱行為，且該行為必定伴隨直接或間接導致他人發生實質重大損失或風險），因此可對該行為人處最高罰鍰 150,000 美元或 725,000 美元（視該行為人為自然人或法人而定），但此罰鍰標準僅規定最高限額，實際罰鍰數額仍由法院進行裁決¹⁸⁷。計算的方法主要由法院來判斷所有違法者有多少違法行為、根據法規規定行為人又各自從事違法行為、有多少人受害、故意或過失的比例以及犯後態度等等作為綜合考量，來計算每個行為人的罰鍰¹⁸⁸。

第四項、美國證券詐欺損害賠償訴訟制度的評析以及借鏡

美國證券詐欺訴訟雖較我國發展更為全面及完善，但仍並非表示其適合我國現階段的實務運作。若我國將整套制度完全複製，對於此等損害賠償訴訟之發展並非完全有利。本部分將針對美國證券詐欺損害賠償訴訟所面臨之問題，以及我國與美國法上之差別，來分析美國法上的損害賠償制度是否值得我國參考。

第一款、美國證券詐欺損害賠償訴訟不常進入訴訟程序

雖然證券詐欺訴訟的損害賠償計算看似能以 rule10b-5 為請求權基礎提起訴訟，但美國實務上，此種訴訟在進入法院，前通常就已經和解或遭駁回，僅有極少數的案件有進入法院並得出判決結果¹⁸⁹。所以有論者認為，或許這也是為什麼美國

¹⁸⁷ *Id.* at 440.

¹⁸⁸ *Id.* at 440-442.

¹⁸⁹ S. A. King, *supra* note 145, at 431

實務根本不怎麼關心淨損差額法的實際計算方式為何，因為進入法院前和解的金額不限於以淨損差額法為計算基礎，只需原被告雙方同意即可¹⁹⁰。

美國針對證券詐欺訴訟亦有民事罰金制度，此制度的計算方式也不以淨損差額法為限，而係以被告犯行的重大程度為考量基礎。且被告所繳的民事罰金也會用於補償證券詐欺民事受害人，受害人於此制度亦可獲得補償，將大幅減少了一般人進入民事訴訟的意願。

若我國就此等損害賠償訴訟也朝向以和解或行政罰的方式來解決，雖可以減輕訴訟上的經濟負擔，但對於實務上淨損差額法計算方式的發展，將因進入訴訟程序的案件過少，而造成停滯不前的結果。

另外，民事罰金的制度係以處罰為其立法目的，彌補受害人的損害只是其附加價值，與一般民事的損害賠償原理並不相同。因此民事罰金以分級區分最高賠償區間的計算方式，於我國操縱市場的民事損害賠償計算方式而言，應無參考價值。

第二款、美國法未區分證券詐欺種類的訴訟賠償制度

美國證券詐欺的民事訴訟雖有不同條文作為各個證券詐欺種類的請求權基礎，但經發展後仍普遍以 rule10b-5 為請求權基礎，再以個案為淨損差額法計算，並無如我國條文及實務區分為一般證券詐欺、操縱市場，還是內線交易而適用不同的計算方式。

我國的損害賠償計算制度則區分了各種證券詐欺訴訟種類，於不同的證券詐欺種類，實務或條文內容會給予相對應損害賠償計算方式的裁決。我國與美國法的損害賠償規範模式早已走向不同的道路，若全盤接受美國法的制度，對於整體證券詐欺民事訴訟勢必會造成過大的衝擊。

第三款、美國法以純粹的淨損差額法為主要的計算方式

¹⁹⁰ Richard A. Booth, *supra* note 171, at 321.



美國法中若進入訴訟程序後的損害賠償訴訟，係以純粹的淨損差額法為主要的計算方式。所謂純粹的淨損差額法，是由雙方提出證據，法院透過證據來判斷哪部分的股價變動係因詐欺行為所造成，哪部分的變動非因詐欺行為所造成。因此，可想而知，此種計算方式的訴訟成本極高，法院所需的特殊專業素養也有其必要，另外，訴訟的不確定性對於原被告而言皆會造成額外的訴訟負擔。最後，純粹的淨損差額法計算於我國證券市場制度上，也有特別需要考慮的問題，例如漲跌幅限制、干擾限制及多重事件影響的限制。以下將分別從訴訟角度與計算角度去詳述為何我國現階段較難效法美國，以純粹的淨損差額法為主要的計算方式。

第一目、訴訟上的難題

我國法中，操縱市場損害賠償計算的訴訟通常由投保中心為原告，若採純粹的淨損差額法計算作為我國損害賠償計算的主流方式，雖實際的原告並不需負擔其他的訴訟費用，但勢必增加投保中心業務量的負擔。另外，我國法院對於此種訴訟的專業素養是否足夠，也有所疑問，因為此種計算方式全由法官權衡所有證據來進行判斷，若法官專業素養不足，不僅不會取得更準確的真實價格，甚至可能將造成實務上損害賠償計算的混亂。

是以，考量到我國法為成文法國家，雖法制的建立本來就是在成文與不成文法的光譜間進行搖擺¹⁹¹，但於此種涉及鉅額賠償的訴訟中，本文認為原被告對於訴訟結果的可預測與否，有其重要性。而純粹的淨損差額法的計算方式，縱仰賴專業的法院可能會有可預測性，但是相較於權衡的淨損差額法，其不可預測性對於原被告而言仍較高。因此，基於訴訟角度的考量，本文認為美國法主流的純粹淨損差額法的計算方式並不適合我國。

第二目、計算上的難題

¹⁹¹ 美國雖為不成文法國家，但也有模範商業公司法或 SEC 等規範。我國雖為成文法，但例如於操縱市場的損害賠償計算方式也並未明文。



我國證券市場有漲跌幅機制¹⁹²，雖已從原本的 7%，於 104 年 6 月 1 日起已放寬至 10%，然一旦當日股價觸發到漲跌停機制時，當日股價就會無法完全反映此突發事件對於該股的衝擊，使得預期報酬率的計算會因為該限制而產生偏誤（因通常會以公布日的股價作為當日的真實股價）。針對此漲跌幅機制的問題，我國研究多採用廣義動差估計法（Generalized Method of Moments）或修正式平均調整模式（Modified Mean-adjusted Return Model）等處理方式，然調整方式過於繁瑣，還有許多細節仍需克服，因此，現今對於漲跌幅限制於市場研究中的應用，還有待發展¹⁹³。

此外，證券詐欺案件中會伴隨干擾事件的發生。所謂的干擾事件可能是例行性事件，像是股利的發放或財報的發佈；也有可是企業營運的特定事件，如經營團隊的變動。研究上常會直接排除干擾事件發生日，但在損害賠償的司法實務上，法院不可能直接排除，應需付出更多心力仔細探究雙方所提出的證據及專業意見，來判斷證券詐欺行為日同時為干擾事件發生日的情況，避免干擾事件影響了詐欺事件對股價影響的分析。法院經判斷後，若有辦法進行分離，則分離出干擾事件所帶來的影響，若無法，則應直接排除干擾日¹⁹⁴。

最後，還有多重事件影響的限制，例如在同一期間內，可能會有無數次的證券詐欺行為及證券詐欺型態，若以純粹的淨損差額法計算，則需對每個詐欺行為進行調查和比較。是以，綜合上述計算上的難題，更可以確定我國實務現階段並不適合以純粹的淨損差額法為主要的計算方式。

第四款、商業法院的成熟度

我國於 2021 年 7 月 1 日才開始施行商業事件審理法（下稱商審法），立法目的係為迅速、妥適、專業處理重大商業紛爭，健全公司治理，提升經商環境，以促進經濟發展。

¹⁹² 漲跌幅機制的放寬及目的：<https://www.twse.com.tw/zh/page/trading/information8.html>，最後瀏覽日：111 年 11 月 17 日。

¹⁹³ 朱德方、蔡英欣、洪秀芬，前揭註 149，頁 188。

¹⁹⁴ 朱德方、蔡英欣、洪秀芬，前揭註 149，頁 188-189。



依商審法第 2 條第 2 項第 2 款之規定，若為證交法中的證券詐欺、操縱市場、內線交易等等違法行為，當訴訟標的之金額或價額達 1 億時，能於商業法院進行審理。草案說明理由係認為所列舉的這些事件影響交易市場秩序及投資人權益甚鉅，故所生民事上權利義務之爭議，如訴訟標的金額或價額在新臺幣一億元以上者，亦應由商業法院以迅速、妥適、專業之程序處理之。

於該等訴訟中，以金額為區別標準應係避免遭到濫訴，但觀察過去操縱市場案件，訴訟標的金額欲超過 1 億元者極為稀少，也造成商業事件法院在訂立一週年前僅為數件的裁定事件¹⁹⁵。於是，司法院於 111 年 5 月 17 日，發布院台廳民三字第 1110015081 號，若投保中心依投保法第 28 條提起訴訟，亦被指定為商業法院的訴訟事件，並同時發布院台廳民三字第 1110015084 號，將訴訟標的之金額下修至 3000 萬元。如此修法可以想像在越來越多操縱市場訴訟進入專業商業法院後，以及參考專家證人所提的專家證據，損害賠償計算的繁雜性，將不足以成為法院逃避計算出真實價格的藉口，否則商業法院與一般民庭將無區別實益。因此，或許於未來，純粹的淨損差額法有望成為我國實務操縱市場損害賠償計算的統一見解。

第二節、日本法

我國證交法除參考美國法外亦參考了日本法，故本部分將研究日本法證券詐欺的損害賠償制度，觀察是否有值得我國操縱市場損害賠償立法得以借鏡之處。

第一項、操縱市場損害賠償計算

日本操縱市場損害賠償規定在金融商品交易法（下稱金商法）第 160 條，但本條也僅規範當有操縱行為發生時，因該操縱行為而受有損害之人，得向該行為人請求損害賠償，實際損害賠償計算方式並無任何明文規定¹⁹⁶。

¹⁹⁵ 商業法施行週年研討會聚焦成效與未來挑戰，<https://money.udn.com/money/story/5635/6592797>，最後瀏覽日：111 年 11 月 17 日。

¹⁹⁶ 岸田雅雄（2010），《注釈金融商品取引法【第 3 卷】行為規制》，金融財政事情研究會，頁 53-55。



縱有此條規定，實務上以此請求損害賠償的案件非常稀少，成功的案例至今也仍未發生。舉三菱地所事件為例，原告於昭和 48 年 1 月購買了三菱地所的股票，並於一年後賣出，而因股價下跌受有高達 240 萬日圓損失，原告認為該股股價當初係因操縱行為才致股價處於高點，操縱行為後股價恢復正常，因此原告才會受有損失，而依金商法第 160 條向東証以及大証請求損害賠償¹⁹⁷。但法院認為該原告無法舉證說明操縱行為與原告受有損失間的因果關係，仍判決原告敗訴，也就無進一步損害賠償計算之探討。所以有日本學者認為，此舉證責任應由被告負擔，因被告持有較多該等證據資料¹⁹⁸，且操縱行為與損害間因果關係舉證的困難程度，對檢察單位而言已屬不易，更何況交由一般投資者負擔，如不修法改正，將造成此條文的存在形同具文¹⁹⁹。

若進一步探討為何我國操縱市場損害賠償案件較日本更為發達，投保中心的成立應屬原因之一。在民國 91 年以前，操縱市場損害賠償案件僅有個位數，但投保中心於 92 年成立後，操縱市場損害賠償案件有顯著的提升（見表 1）。而日本並無投保中心此一具有公益性質的投資人保護機構，故在法規本身就難以適用，又無公家機關的幫忙下，得以見得為何日本至今並無投資人請求操縱市場損害賠償成功之案例。

第二項、財報不實損害賠償計算

由於日本操縱市場損害賠償計算的發展相較於我國更不成熟，本文轉向參考日本證券詐欺中，財報不實損害賠償計算的立法設計，雖與本章的操縱市場不盡相同，但其損害賠償計算的立法設計或許有值得我國法參考之處。

第一款、財報不實的損害原理

¹⁹⁷ 金商法第 160 條規定，除得像操縱市場的行為人請求損害賠償外，若該交易所未盡到監督之責，亦得向該交易所請求損害賠償。

¹⁹⁸ 岸田雅雄，前揭註 196，頁 58。

¹⁹⁹ 加賀讓治（2008），〈ソキア株相場操縦に関する損害賠償事件〉，《創価法学》，38(2)，頁 106。

有關財報不實的民事責任，實務及學說有幾種不同的損害論觀點，但從判例所採用的差額說觀點來看，是以假設沒有虛偽記載的情況下作為考量。學說主要整理成兩種論理方式，而實務上該以何種理論基礎來適用，則應綜合判斷該案件的完整事實，兩種論理如下所述。

第一種稱為取得自體損害說²⁰⁰。此理論認為對於受害人而言，如果該有價證券沒有虛偽記載的情況，那該受害人也不會取得該有價證券。亦即，為了取得該有價證券而支付的取得價格本身就是一種損害，該有價證券的虛偽記載侵害了受害人的自己決定權，因此會基於回復原狀的損害賠償原理來計算損害。

第二種稱為高值取得損害說（又稱取得時差額說）²⁰¹。此理論認為對於受害人而言，雖然該有價證券有虛偽記載的情況發生，但該受害人仍會於當時取得該有價證券，只是會以更低的價格取得。亦即，該有價證券的虛偽記載侵害了受害人的財產權，使受害人無法以當時更低的真實價格取得該有價證券。此理論的損害額計算為取得價格和假定價格（若無虛偽記載的情況時該有價證券的價格）的差額。而假定價額因為實際上並未存在，所以在計算上也有一定難度。

第二款、條文制定背景及內容

於1998年時，透過金融體制改革法（金融システム改革法）的規定，日本正式邁入了金融自由化的階段，但在2003年時，國內家庭資產中仍僅有少數資金比例會投入證券或信託。為了使市場機能能夠充分發揮並吸引更多廣大的投資群體，在2004年3月，國會提出證券交易法第一部法律草案，納入了民事責任制度及課徵金制度。但修法者認為舊證券交易法對於證券交易法的違法行為無法透過民事程序有效追究，其原因主要有以下三點：第一點為財報不實和損害間的因果關係額度之舉證，對原告而言過於困難，為了達成原被告間的公平，緩和被告的舉證責任將更進一步完善國內證券市場的公平性以及透明性；第二點為違法行為實際

²⁰⁰ 前越俊之（2018），〈有価証券報告書等虚偽記載に関する発行会社の民事責任：損害論からの考察〉，《福岡大學法學論叢》，63(1)，頁177。

²⁰¹ 同前註，頁177-178。

上難以發現；第三點為對各個投資者而言，損失並未過大，導致各個投資人請求意願不高²⁰²。綜上所述，這些原因造成財報不實的民事責任無法有效運作，因而於同年6月9日正式頒布了金商法第21條之2（針對向發行人請求損害賠償的規定）²⁰³。

對於本條之規定，日本學者也大多認同，認為投資人雖然對於公司的經營危險需有一定的覺悟，但也不應承受公司對有價證券報告書虛偽記載的不利益²⁰⁴。從民事程序的觀點來看，透過設立因果關係的推定規定，以緩和投資人的舉證責任，如此對於公司民事責任的強化也有助益²⁰⁵。

日本財報不實的賠償責任規定於金商法第21條之2，若僅針對損害賠償計算可分為四部分，分別為損害賠償額的上限、損害賠償額的推定、損害賠償額推定之酌減以及法院裁量權，將於以下說明。

第一目、損害賠償額的上限

依金商法第21條之2第1項本文的規定，當對金商法第25條第1項各款（除第5款及第9款）之重要事項有虛偽記載時，因其所生的損害，以金商法第19條第1項為限。

依金商法第19條第1項之規定，當請求權人於請求時尚未處分該有價證券，以取得時的價格和請求損害賠償時的市場價格之差額作為賠償上限（當無市場價格時，以當時處分的推定價格為主）；當請求權人於請求時已處分該有價證券，就以取得時的價格與賣出價之差額作為賠償上限。所謂請求時的價格並非指起訴時的價格，也包含訴訟外請求損害賠償的場合，且只要請求時點確定後，不論請求後的股價上漲或下跌皆不會影響上限的計算²⁰⁶。

²⁰² 民事責任規定・エフォースメント：<https://www.jsri.or.jp/publish/record/pdf/026.pdf>，金融商品取引法研究会研究記録第26号，頁5，最後瀏覽日：111年11月17日。

²⁰³ 前越俊之，前掲註200，頁139-140。

²⁰⁴ 前越俊之，前掲註200，頁140。

²⁰⁵ 松尾直彦（2013），《金融商品取引法（第2版）》，頁186，商事法務研究會。

²⁰⁶ 岸田雅雄、神作裕之、弥勇真生、大崎貞和（2021），《注釈金融商品取引法（第一卷）定義、情報開示規則》，頁305，一般社団法人金融財政事情研究會。



損害賠償額の立法旨趣亦可從 2004 年修法時將財報不實責任變為無過失責任出發，立法者為了避免課予過嚴的賠償責任，雖該責任變為無過失責任，但賠償責任上限也就成為配套措施。然而，亦有學者對此提出質疑，首先，發行市場與流通市場本質並不相同。例如在發行市場中，投資人取得證券受有損害，通常可以理解為自取得時即受有損害（取得自體損害），也就是若沒有該虛偽記載，投資人根本不會取得該有價證券；但在流通市場卻難以以此理論來作解釋，因為投資人反而可能藉由此虛偽記載而以更便宜的價格購買股票²⁰⁷。因此，何以直接將發行市場規定套用在流通市場，仍受到部分學者的質疑。

第二目、損害賠償額の推定

依金商法第 21 條之 2 第 3 項的規定，當本條第 1 項本文財報不實的責任成立時，於公布日前回溯一年內取得有價證券之人，可以以該有價證券虛偽記載公布日前一個月的平均市價，和該有價證券虛偽記載公布日後一個月的平均市價，兩者的差額作為因虛偽記載所受的損害額。

本項之立法目的係為緩和投資人於財報不實損失因果關係的舉證責任²⁰⁸。因為損害額的認定係以若無該虛偽記載，投資人應可以更便宜的價格購買，無法以更便宜價格購買的部分，就是所謂的逸失利益，但是影響市場價格的因素眾多，投資人實難證明該有價證券的跌價中，哪些係屬與虛偽記載具有因果關係的損害，因此才會設計此損害額推定之條文，減輕投資人舉證損害因果關係的難度²⁰⁹。

關於條文的平均期日設計，係認為理論上當虛偽記載的事實公布後，市場價格的下跌應足以反映該虛偽事實對於該有價證券的影響，並以平均價來排除市場的過度反應²¹⁰。針對此規定，有見解認為若以本項規定主張損害賠償時，就只能以取得時差額作為損害賠償的請求。但在平成 24 年 3 月最高裁判中，法院解釋到

²⁰⁷ 黒沼悦郎（2004），〈証券取引法における民事責任規定の見直し〉，《旬刊商事法務》，1708 號，頁 5。

²⁰⁸ 岸田雅雄、神作裕之、弥勇真生、大崎貞和，前掲註 206，頁 366。

²⁰⁹ 前越俊之，前掲註 200，頁 143。

²¹⁰ 三井秀範（2005），《課徴金制度と民事賠償責任——条解証券取引法》，頁 158，金融財政事情研究会。



本條第 3 項的損害和第 1 項的損害，只要是與虛偽記載具有相當因果關係的損害，應皆被包含在損害賠償的範圍，故以本條第 3 項所主張的損害賠償額不以取得時差額為限²¹¹。

最後，欲利用本條主張推定損害賠償額之投資人，限於公布日前 1 年取得該有價證券之人。立法目的係若有價證券的取得時點和公布日若相距過遠，考量中間的經濟變化，公布日前後的差額無法有足夠的理論反映此種情況屬虛偽記載所帶來的股價影響²¹²。但是實際上，縱已超過上述追溯期間，投資人在請求損害賠償時，仍可能會利用此推定額當作損害賠償範圍的主張²¹³。

第三目、損害賠償額推定之酌減

依金商法第 21 條之 2 第 5 項之規定，當有同條第 3 項推定損害額的情形時，負賠償責任之人得證明有其他財報不實以外之因素造成市場價格下跌，以減輕其賠償額。

本條之立法係考量到就算投資人得以第 3 項之規定推定損害額，但在推定損害額內仍有可能會有財報不實等其他因素所造成股價下跌，而此部分係屬投資人自行判斷的結果，應由投資人自行承擔，因此，給予賠償義務人有舉證減少賠償額的機會²¹⁴。

而舉證酌減的事實基礎，僅限於損害額推定的基礎計算期間中，屬影響市場價格的要素。例如，財報不實公開日一個月以前的情報所影響的股價價格，因非損害額推定期間，與損害額推定本就無關聯，不得以此舉證酌減²¹⁵。

最後，推定額及酌減額的立法設計，應仍有意去排除非詐欺所造成的損害，認為只有詐欺行為所導致的損害才是侵權人應負之損害賠償範圍，故按照本文一脈的想法，應屬淨損差額法之一種明文化規定。

²¹¹ 岸田雅雄、神作裕之、弥勇真生、大崎貞和，前揭註 206，頁 368。

²¹² 三井秀範，前揭註 210，頁 157。

²¹³ 岸田雅雄、神作裕之、弥勇真生、大崎貞和，前揭註 206，頁 368。

²¹⁴ 岸田雅雄、神作裕之、弥勇真生、大崎貞和，前揭註 206，頁 371-372。

²¹⁵ 岸田雅雄、神作裕之、弥勇真生、大崎貞和，前揭註 206，頁 372。



第四目、法院裁量權

依金商法第 21 條之 2 第 6 項之規定，如果賠償義務人依同條第 5 項之規定對第 3 項之推定額提出酌減之證據，於舉證失敗時，法院仍得就推定額之部分作出適當裁量。

但法院作適當裁量的前提，必須是認為該推定損害額全部或一部與財報不實間不具因果關係，及損害額的證明實際上極為困難，法院在以辯論意旨及證據調查的基礎下，才得以作出適當的裁量，使賠償義務人免除或酌減部分賠償額。

第三款、實務運作

介紹完日本財報不實的法條設計後，本部分將先列出三個日本有經最高法院判決的案件，分別為西武鐵道事件、ライブドア事件以及 IHI 事件。從這三個案例，介紹在日本財報不實案件中，損害賠償是如何計算，並於最後介紹最近的財報不實案件，說明日本財報不實損害賠償計算可能面臨的問題。

第一目、西武鐵道事件

本件雖為金商法第 21 條之 2 訂立前發生的事件，但對於日本財報不實損害賠償計算的討論有諸多著墨，且也是促進金商法第 21 條之 2 訂立的原因之一，故仍於此加以介紹。

一、案例事實²¹⁶

西武鐵道公司自 1949 年於東京證交所上市，但於 1957 年 3 月起至 2004 年 3 月所提出的有價證券報告書及半期報告書中，有關コクド公司持有過半的西武鐵道公司股票之情事，僅記載以自身名義持有的部分，以他人名義持有的部分卻未明確記載。另外，於 2000 年 3 月起至 2004 年 3 月所提出的有價證券報告書，有關プリンスホテル公司所持有的股票，亦僅記載以自身名義所持有的部分，プリンスホテル公司以他人名義股所持有的部分也未記載。

²¹⁶ 黒沼悦郎（2008），〈西武鐵道事件判決の検討(上)[東京地判平成 20.4.24]〉，《旬刊商事法務》，1838 號，頁 4-5。

東京證交所於 1982 年修改「廢止有價證券上市規定」中，當少數特定持股人持有上市股數超過 80%，若未於猶豫期間將少數持股降至 80% 以下，該股將會面臨下市。但因西武鐵道公司不實記載有價證券報告書，使該少數特定持股數於 2004 年 3 月時實已超過 80%，但報告書中仍為持股 80% 以下。

在 1990 年時，依當時的證券交易法規定，大量持有股東也有義務提出大量持有報告書（持股 5% 以上），コクド公司雖有進行申報，但卻未依法進行更正。直到西武鐵道公司公布正確消息前，コクド公司都未提出正確記載的大量持有更正報告書。

西武鐵道公司於 2004 年 10 月 13 日，向關東財務局提出有關コクド公司及プリンスホテル公司於 2000 年 3 月起至 2004 年 3 月所持有的有價證券的訂正報告書。接收到此資訊的東京證交所，審查了西武鐵道公司股權的分布狀況後，發現其已違反少數特定持股超過 80% 之規定，並於 2004 年 11 月 16 日公告西武鐵道公司違反了少數特定持股規定決定將其下市，於是西武鐵道公司於 2004 年 12 月 17 日確定下市。

其股價也從有價證券報告書係虛偽記載的公布日(2004 年 10 月 13 日)之 1081 日圓跌至下市決定日(2004 年 11 月 16 日)之 268 圓及最後交易日(2004 年 12 月 17 日)之 485 圓。

最終，西武鐵道公司進入了重整程序，西武鐵道公司將其企業的一部分割，由プリンスホテル公司繼承，並為了成為プリンスホテル公司的完全子公司與其進行股份交換，プリンスホテル公司則成為了西武鐵道ホールディングス公司，原本持有西武鐵道股份之人得以一股換一股的方式成為西武鐵道ホールディングスの股東。

因此，眾多受有損害的自然人股東，以民法第 709 條、719 條第 1 項前段向西武鐵道公司提起集體訴訟。但於東京地院時，僅有已將股份處分之原告獲得勝訴，



若仍保留（現已交換成西武鐵道ホールディングス股票）的股東，則受到敗訴判決。而法人提訴的部分也受到敗訴判決。

二、損害賠償之計算方式

（一） 地方法院與高等法院²¹⁷

理論上損害賠償的計算大致可分為以下幾種：①取得價格的全額皆視為損害、②取得價格減去賣出價格的部分視為損害、③若無虛偽記載時該公司將無法上市，則以上市時更優秀的價值（プレミアム価値）視為損害、④虛偽記載公布日的價格減去賣出價格視為損害、⑤取得價格減去想像價格（若無虛偽記載，該股應有價格）視為損害、⑥公佈日當日的下跌程度乘以買入平均金額視為損害、⑦以不實記載公布日收盤價的 15% 認定為相當額。在西武鐵道案的眾多相關判決中，①③⑤並無人採用，有採用的計算方式則為②④⑥⑦²¹⁸。

但不論是上述何種的損害賠償計算方式，皆係以差額說為思考基礎，亦即，以若無不法行為時的財產狀態與不法行為發生時的財產狀態之差額為損害，只是該差額的計算以本件為例，並不以一種為限²¹⁹。

（二） 最高法院²²⁰

最高法院認為，若無該虛偽記載，股東並不會取得該股票的情形時，當股東已處分該股票，就以買入價格減去處分價格作為損害賠償的範圍；若是股東於言詞辯論終結時仍持續持有該股票，以取得價格和言詞辯論終結時的市場價格之差額為計算基礎。但不論是以何種情況計算的差額為基礎，皆需扣除經濟情勢、市

²¹⁷ 近藤光男（2011），〈有価証券報告書の虚偽記載に基づく損害賠償責任(上)西武鐵道事件最高裁判決を中心に〉，《旬刊商事法務》，1951 號，頁 12。

²¹⁸ 東京地判平成 21 年 1 月 30 日判例時報 2035 号 145 頁、東京地判平成 21 年 3 月 31 日判例時報 2042 号 127 頁採用②的計算方式。東京地判平成 20 年 4 月 24 日判例時報 2003 号 10 頁、東京地判平成 21 年 1 月 30 日金融・商事判例 1316 号 34 頁採用④的計算方式。東京高判平成 22 年 3 月 24 日判例時報 2087 号 134 頁採用⑥的計算方式。東京高判平成 21 年 2 月 26 日判例時報 2046 号 40 頁、東京高判平成 21 年 3 月 31 日金融・商事判例 1316 号 2 頁、東京高判平成 22 年 4 月 22 日判例時報 2105 号 124 頁採用⑦的計算方式。

²¹⁹ 近藤光男，前掲註 217，頁 12。

²²⁰ 近藤光男，前掲註 217，頁 8-9。

場動向以及該公司業績等非因虛偽記載影響的下跌比例，因這些因素所造成的股價下跌皆與虛偽記載無相當因果關係，故需扣除。

然而該虛偽記載事實於公布後所造成的恐慌拋售導致股價過度下跌，不能謂該股價過度下跌與虛偽記載事實無因果關係，因可想像虛偽記載公佈本就會存在恐慌拋售的可能性，此下跌部分的損害仍具有因果關係，不得於損害額的部分扣除。

準此，本案的自然人股東於請求取得與處分股價差額的損害賠償時，法院仍須考量到虛偽記載期間直到虛偽記載公布，是否有非虛偽記載因素所造成的股價下跌；若仍持有，也須考量該期間直到言詞辯論終結日，是否有非虛偽記載因素所造成的股價下跌。然若以此種計算方法，於舉證上極其困難，運作上也難以進行，所以以民訴法第 248 條，由法院裁定相當損害額。

（三） 學者評析

日本學者分別以三種證券詐欺損害賠償基本理論來分析本案損害賠償計算適用的疑問之處，如下所述。

1. 取得自體損害說²²¹

取得自體損害說定義已如前述，若套用本案，最高法院多數意見認為若無該虛偽記載的有價證券報告書，股東根本不會取得該股票，最高法院判決以取得價格減去賣出價格或取得價格減去言詞辯論終結時價格的計算方式，即是以此理論為出發。而最高法院同時認為該差額需扣除因經濟情勢、市場動向以及該公司業績等非因虛偽記載影響的下跌比例。

惟有學者認為，本案若以取得自體損害說為理論基礎將會有以下疑問。第一，虛偽記載是否真的會影響投資人取得該系爭股票的意願，還是只會讓投資人不會想以當時的價格買入股票。另外，當賣出價格大於等於取得價格時，是否就代表該投資人並無受到任何損害？然而，若該投資人得於此時進行其他投資而獲得利

²²¹ 近藤光男，前揭註 217，頁 12-15。

益，是否該未獲得之利益也屬損害？第二，以賣出價格作為扣除價格是否合理，此種計算方式造成損害的額度係以股東何時將其股票進行處分來決斷，若股東於股價爆跌日出售，此較多的損害額將由公司來負擔，對於公司而言是否合理。第三，於公布日前已將股份處分的投資人仍得請求損害賠償是否合理，在公布日前股價因尚未受到虛偽記載消息公布後的衝擊，因此股價的波動應皆屬經濟情勢、市場動向等因素所影響，此時投資人因買高賣低的差額仍得請求，則與最高法院於計算最後排除非因虛偽記載所影響的價格下跌想法有所衝突。

2. 高值取得損害說²²²

此見解的定義也已如前述，但實務若適用此理論，問題在於想定價格難以計算。雖然此種理論相較於另外兩種的差額損害更能夠客觀評價投資人實際受損，但也因想定價格計算困難，因此西武事件的下級審並未考慮以此理論作為計算基礎。

3. 公布後下落額損害說²²³

本理論是由高值取得損害說所延伸。考量到想定價格的計算困難，因此改從股價變動中取一近似值來取代繁雜的計算。而公布日當日的跌幅程度就可以視為若無虛偽記載，就不會有此種損害的程度。

但有學者也對此理論提出幾點疑問。第一，極端的假設虛偽記載未被公布，則損害將無從計算，然而實際上已對投資人造成損害。第二，此理論認為公布後股價必會因投資人不信任，進而出售導致股價下跌，但實際上，於本案中不實記載消息公布後，仍有 7 成以上的投資人選擇繼續持有該股，則此時下跌程度是否能代表損害，尚有疑問。第三，取得價格和想定價格的差額與公布日後的下落額，兩者的變動差距該如何做出合理解釋。第四，公布的基準係採綜合判斷，並無一硬性規定，對於公布日的判斷並不容易。另外，公布日前，消息的走漏也並非絕不可能發生。

²²² 近藤光男，前揭註 217，頁 15。

²²³ 近藤光男，前揭註 217，頁 15-17。

下級審也有採用此理論的判決，東京高判平成 22 年 4 月 22 日之判決推論西武鐵道股價在廢止上市後於交易所的估價為 919 元，與公布日收盤價 1081 元相差 162 元，約為 1081 元的 15%，認為該 15% 就是因虛偽記載應產生的跌幅，也就是投資人的損害比例，對於原告企業年金得對西武鐵道請求的損害賠償計算，即以公布日收盤價的 15% 作為相當的損害額²²⁴。

第二目、ライブドア事件

日本在 2004 年有鑒於財報不實損害額的舉證困難，訂立了證券交易法（現為金商法）第 21 條之 2。而本案件正是當此條文訂立後，以該條文為請求權基礎，並經最高法院針對此條文的要件給出定義，因此對於金商法第 21 條之 2 的實務運用有其重要性，故本文於此介紹。

一、案例事實²²⁵

ライブドア公司於設立後積極的進行併購和股票分割以提升其股價，而其企業規模也迅速提升，但是ライブドア公司的董事長於 2004 年 12 月 27 日，發布 9 月期會計年度（2003 年 10 月 1 日至 2004 年 9 月 30 日）的有價證券報告書中，實際上有約 3 億 1278 萬的經常赤字，卻反而虛偽記載了對他公司不存在的經常利益總計 50 億 3421 萬 1000 元，並將此有價證券報告書供公眾閱覽。東京地檢和證券交易等監察委員於 2006 年 1 月 16 日著手對涉嫌ライブドア公司虛偽記載報告書董事長及員工進行搜索及調查。2006 年 1 月 17 日早上，新聞媒體大肆報導該公司董事長及職員遭受調查之嫌疑。同月 18 日，東京地檢檢察官對司法記者部門的報導機關的記者進行說明，該公司董事長及相關職員為了粉飾經常利益，有虛偽記載有價證券報告書的嫌疑，該公司可能會面臨廢止上市。此消息一出，該公司股價持續下跌。同月 23 日，東京地檢將該公司董事長逮捕。東證也於同月 21 日公

²²⁴ 黑沼悦郎（2010），〈西武鐵道事件の 2 つの東京高裁判決について〉，《早稻田法學》，第 85 卷 3 號，頁 383-384。

²²⁵ 白井正和（2012），〈ライブドア事件最高裁判決の検討(上)有価証券報告書の虚偽記載に基づく発行会社の損害賠償責任〉，《旬刊商事法務》，1970 號，頁 5-6。

布因該公司符合廢止上市的標準，將於同月 23 日將該公司股票列為觀察地位（管理ポスト），最終於同年 4 月 14 日將其下市。

該公司股票也從搜查日（2006 年 1 月 16 日）的 696 元，到隔天媒體報導搜查新聞後（2006 年 1 月 17 日），急速下降至 596 元，隔日（2006 年 1 月 18 日）東證為避免事態嚴重，於當日緊急停止交易東證股票。但於後的 6 天，系爭股價仍連日跌停，並於 2006 年 1 月 24 日的收盤價跌至 176 元。原告等人於 2005 年 5 月 25 日至 2006 年 1 月 13 日多次分別購買了系爭股票，並於 2006 年 1 月 17 日至 31 日將保有的系爭股票全數賣出，原告也以金商法第 21 條之 2 為請求權基礎請求損害賠償。

二、損害賠償之計算方式

（一）地方法院²²⁶

第一審判決就損害賠償計算，相關爭點可分為兩點：

1. 公布的定義

若依當時金商法第 21 條之 2 第 3 項，所謂公布係指該當書類的提出者基於業務或財產相關的法律權限，為了不使該虛偽記載持續對大眾產生影響，針對必要事項對大眾進行的說明及公開。

本案中雖然於檢察官說明前，新聞媒體已於前日進行報導，似乎也被大眾所得之，但檢察官是基於業務的法律權限，對於該等虛偽記載的有價證券報告書負有公布的義務，應以其向機關媒體做出說明時點為準，且檢察官對機關媒體針對有價證券報告書虛偽記載的內容有更加詳細的說明，對投資大眾而言應屬必要事項，因此，地方法院認為應以檢察官向新聞媒體公布日（2006 年 1 月 18 日）為準。

2. 損害推定額的認定

若依當時金商法第 21 條之 2 第 2 項之規定，以本件公布前一個月的股價均價為 720 元，公布後一個月的股價均價為 135 元，兩者差額為 585 元，再根據當時

²²⁶ 同前註，頁 6-7。

同條第 5 項扣除應酌減的損害額。但因為哪些下跌比例是由虛偽記載所造成（有價證券虛偽記載經常赤字及收益），又有哪些比例非因虛偽記載的事由所造成（例如檢察官的搜查，公布日前的報導、系爭股票下市等等），舉證上有其困難，是以，法院在審酌影響股價的因素及各因素的重要程度後認為，認為非虛偽記載因素所造成的股價下跌約為三成，亦即，上述推定額的三成得以減免，並非屬於被告須負擔的損害額。

（二） 高等法院²²⁷

高等法院就公佈的定義與地方法院持相同見解，但對於損害額的部分則持不同見解。金商法第 21 條之 2 推定損害額的規定，其限制除不得超過金商法第 19 條的賠償上限外，就損害的內容及額度並無特別限制。而金商法第 21 條之 2 第 1 項的立法基礎更接近民法 709 條的侵權行為原理，係一特別侵權規定，若以推定損害額的方式得出損害額，該損害額也不會受到取得時差額的限制，僅仍須以虛偽記載和損害間需具有相當因果關係方屬適當。

本案中，在眾多影響股價下跌的因素中，法院認為僅有系爭公司的 B 子公司實際以股份交換的方式併購了 C 公司，對 C 公司的估值過高，而造成ライブドア公司股價下跌之因素，並非虛偽記載所所造成的股價下跌。最終僅認為得排除推定損害額的一成作為最終損害額。

（三） 最高法院²²⁸

最高法院對於「公布」的多數見解同下級法院，而損害額的部分則同高等法院的見解：

1. 公布的定義

雖然與地方法院對於公布時點的見解並無不同，但最高法院從檢察官的信賴性做出更多的描述。最高法院認為以檢察官向媒體說明日為公布日的原因，除了檢察官可以說明一般新聞媒體所不知道的必要事項外，更重要的是檢察官所持有

²²⁷ 同前註，頁 7-8。

²²⁸ 同前註，頁 8-11。



的證據資料更具有信賴性，讓一般投資大眾能夠獲得此種具有信賴性及明確性的資料，應該才算符合虛偽記載被公布的定義，因此公布日應以檢察官對媒體說明日為基準，應屬適當。

2. 損害額的認定

最高法院先從「因虛偽記載造成系爭有價證券下跌」的意義開始闡述，認為虛偽記載對於投資人所造成的損害，得以民法第 709 條侵權行為之規定請求損害賠償，從金商法第 21 條之 2 保護投資人的立法目的來看，應將本條定義為，係為緩解舉證正責任的特殊侵權行為規定。且當投資人以金商法第 21 條之 2 第 1 項請求時，損害額的限制除了有金商法第 19 條的規定外，亦須符合侵權行為的相當因果關係，而同條第 2 項（現為第 3 項）僅為推定額的規定，推定額的損害仍應與虛偽記載具相當因果關係，但並不限於取得時差額。另外，若金商法第 21 條之 2 第 4 項（現為第 5 項）是以同條第 2 項（現為第 3 項）為前提的規定，那條文中「因虛偽記載所造成系爭有價證券的下跌」也就不會僅限於取得時差額，只要是該損害與虛偽記載具有相當因果關係皆應被包含在內。如果以取得時差額的損害額來限制與虛偽記載具相當因果關係的損害，將有違本法欲保護投資人的立法目的。因此在造成系爭股價下跌的原因中，僅有有關 C 子公司的報導所造成系爭股價下跌的損害與虛偽記載不具有因果關係，故裁量免除推定損害額一成的範圍。

但最高法院岡部法官對於「因虛偽記載造成系爭有價證券下跌」的意義有不同見解。其認為股東於次級市場中，因虛偽記載而受有之損害應為高值取得損害，惟高值取得損害舉證困難，故才會訂定推定額之條文。因此，高值取得損害和因虛偽記載造成公司信用喪失間接導致股東的損害，兩者損害應作區分，間接損害應非金商法第 21 條之 2 得請求的範圍。多數見解與反對見解之比較如表 6²²⁹。

²²⁹ 梅本剛正（2012），〈判例評釈 ライブドア事件最高裁判決と金商法 21 条の 2 の損害論[平成 24.3.13]〉，《金融法務事情》，1955 號，頁 64。



表 6：對於金商法第 21 條之 2 的多數意見和反對意見

現金商法第 21 條之 2	第 1 項	第 3 項	第 6 項中的扣除額
最高法院多數意見	和虛偽記載具相當因果關係的損害	相當因果關係下損害額的推定(不 限於取得時差額)	欠缺相當因果的損害
剛部反對意見	原則採高值取得損害(=取得時差額)	高值取得損害的推定	企業信用毀損造成的股價下跌

接著法院就損害額的計算進行論述，計算方法可以分為兩種，為個別比較法以及總額比較法。以投資者每次的投資處分行為，分別依上限額和相當因果關係計算其損害額，稱為個別比較法。以取得價格的總額和處分價格的總額依上限額和相當因果關係進行計算，則稱為總額比較法。就損害額的計算方法，最高法院也贊同高等法院的見解，認為理論上如果投資者能夠提出各個取得價格和處分價格的損害主張及舉證時，法院應沒有理由認為原告以個別比較法主張為無理由，然而考量本案例中，投資人並非將所有股票皆為處分，而係持續保有，且在多次的取得及處分行為中，哪些取得處分行為又具有對應關係，實際上難以認定，在原告的主張及舉證不足的情況下，法院採取總額比較法有理由。

(四) 學說見解及評析

1. 公布的定義²³⁰

有學者從投資者保護的角度切入，認為實務若僵化的以公家機關公布日為主，可能會因消息提前走漏，造成股價已經開始反應虛偽記載下跌的部分，在計算上

²³⁰ 白井正和(2012)，〈ライブドア事件最高裁判決の検討(中)有価証券報告書の虚偽記載に基づく発行会社の損害賠償責任〉，《旬刊商事法務》，第1971號，頁17-19。

反而受限於公布日而無法被計入投資人的損害，舉本例而言，在媒體於 2006 年 1 月 17 日報導搜查新聞時，該股價就已經從 696 元跌至 596 元，但因公布日為同月 18 日，17 日之跌幅於計算推定額時反而會減損投資人得請求的損害賠償範圍。另外，法院以檢察官所公布的資料應具有正確性的觀點來看，也不無疑問，例如哪些因素才屬虛偽記載造成股價下跌的部分，檢察官的主張和法院的認定也不盡相同。有鑒於上述的論點，學者認為在認定公布日上仍須彈性認定不得過於僵化。

2. 兩種論點對金商法第 21 條之 2 的影響²³¹

本件最高法院認為不應以取得時差額為限，是以相當因果關係來解釋；而持反對意見的岡部法官及部分下級審則認為應係採取得時差額說。學說上對於此定義的解釋也有激烈的對立，但大致可以從「次級市場投資人因虛偽記載遭受損害的觀點」以及「股東對於公司的損害賠償請求權」兩種觀點切入，如下所述。

前者認為，日本損害論係以差額說為通說，係指若無加害行為的利益狀態和加害行為造成的利益狀態，兩者差額就被理解為損害。於此理論中，著重於投資人於有虛偽記載時，是否會有取得該股票的意思，若無，投資人所受的損害就是取得自體損害（取得時差額）；若有，則是高值取得損害。然而現實中，通常認為若無該虛偽記載，投資人就不會取得該股票，故會採取得時差額說的見解。

後者認為，超過取得時差額的股價下跌部分，應屬於股東基於股東地位對公司請求的損害。學說對於此見解提出的疑問是，當股份發生移轉時，則尸有哪些股東可以基於股東地位向公司請求超過取得時差額的損害賠償。況且，若將損害限於取得時差額，當虛偽記載造成公司信用下降並最終下市時（該股已無法於流通市場交易），損害額的認定可能只因為超過取得時差額，而無法完全納入因虛偽記載所造成的損害賠償範圍，此問題也值得考慮。

3. 金商法第 21 條之 2 各項「損害」的概念及關係²³²

²³¹ 白井正和（2012），〈ライブドア事件最高裁判決の検討(下)有価証券報告書の虚偽記載に基づく発行会社の損害賠償責任〉，《旬刊商事法務》，第 1972 號，頁 15-17。

²³² 同前註，頁 17-19。



對此「損害」的限制額，以前述兩種不同的論點，可產生四種解釋方法。第一種，不以取得時差額為限，而是以虛偽記載和損害間有無相當因果關係來判斷。第二種，是以取得時差額作為虛偽記載造成股價下跌的相當損失。第三種，以取得時差額作為計算基礎，但並不排斥以取得自體損害為損害賠償請求權基礎，也就是當以金商法第 21 條之 2 第 1 項請求時，可以請求超過取得時差額的損害，但以其他項為請求時（如推定額），仍以取得時差額為限。第四種，為原則上採取得時差額，但當股東無法以股東地位取得超過取得時差額的損害時，則不以取得時差額為限，改以虛偽記載和損害間有無相當因果關係判斷。

雖然法院的多數見解並無直接表明係採哪一種解釋方法，但從背後涵義及田原法官的補充見解中可以得知係採第一種的解釋方法。贊同岡部法官反對意見的學者則認為，虛偽記載造成的損害應係以取得時差額說為基礎，最高法院所認為若無虛偽記載，則投資人並不會購買該股的觀點並不正確，因為虛偽記載與否，應非投資人取得該股的必要條件。再者，以差額論來比較若無加害行為的利益狀態和有加害行為的利益狀態，兩者基礎事實若不同（前者為取得股票的時點，後者卻為賣出股票的時點），將難有一貫性的解釋。最後，關於基於股東地位的損害賠償請求，若以取得時損害說，則只有在虛偽記載期間取得股票才屬於因虛偽記載受有損害之人，若是於公布日後才取得股票之人，雖然仍可能受到損害，但此損害與受詐欺人的損害不同，而是基於股東地位所受的損害，兩者須分別觀之。綜合以上幾點，有學說認為應以前述第二種的解釋方法作為金商法第 21 條之 2 損害的解釋。

第三目、IHI 事件

IHI 事件為近幾年有關財報不實且有經最高法院裁決之案件，因此本文將此事件也作為介紹日本財報不實實務運作的參考，而本部分將著重於流通市場的損害爭點，討論金商法第 21 條之 2 和民事訴訟法第 248 條的適用關係。



一、案件事實²³³²³⁴

IHI 公司係一於東京證交所上市的公司，於 2006 年 12 月 15 日時向關東財務局長提出 2006 年 9 月前半年報告書（本件半年報告書），於純損益額中，記載了有關 28 億 1700 萬元的損失，並於 2007 年 1 月 9 日依此報告書之內容提出有價證券申請書，於同年 1 月 26 日基於有價證券申請書之內容一般募資 536 億 3072 萬元（每股 391 元），再於同年 2 月 26 日以第三人增資的方式取得 80 億 4460 萬元，另外又於同年 6 月 18 日以募集公司債的方式取得 300 億元。IHI 公司於 2007 年 6 月 27 日向關東財務局長提出的 2007 年 3 月份有價證券報告書（本件報告書），則載有連結純損益額 158 億 2500 萬元的利益，並同時供大眾閱覽。

IHI 公司於 2007 年 9 月 28 日在年度決算表修正通知中，以本件半年報告書和本件報告書有誤為由，在營業損失中增加了 280 億的損失，並同時將預期營業利益 570 億元的部分向下修正。系爭股價也從公布前的收盤價 361 元，於公布後第一個營業日 2007 年 10 月 1 日下跌至 281 元。

於 2007 年 12 月 27 日，IHI 公司提出本件各報告書的訂正報告書，將本件半年報告書連結中間損益的 28 億 1700 萬元的損失修正為 100 億 9500 萬元的損失，並將本件報告書的連結當期損益的 158 億 2500 萬元的利益修正為 45 億 9300 萬的損失。因此，本件於流通市場取得系爭有價證券的原告，依金商法第 21 條之 2 以及民法第 709 條向被告請損害賠償。

二、損害賠償之計算方式²³⁵²³⁶

（一）公布日之特定

本件就虛偽記載的公布日特定，高等法院援用ライブドア事件對於公布日的定義，並認為以 2007 年 9 月 28 日年度決算表修正通知作為公布日符合公布的定

²³³ 黑沼悦郎（2017），〈IHI 事件東京高裁判決の検討[平成 29.2.23]〉，《旬刊商事法務》，2149 號，頁 4-5。

²³⁴ 梅本剛正（2019），〈判例批評 IHI 事件最高裁判決[平成 30.10.11]〉，《民商法雜誌》，第 155 卷第 4 號，頁 792-793。

²³⁵ 黑沼悦郎，前揭註 233，頁 9-11。

²³⁶ 朱德芳、蔡英欣、洪秀芬，前揭註 149，頁 258。



義，因該等資訊已足以使大眾得知先前的報告書有誤並明確表示會於之後作出相當程度的修改，股價也於當日立即立即下跌反應。

(二) 金商法第 21 條之 2 和民事訴訟法第 248 條的適用關係

金商法第 21 條之 2 第 6 項其實是基於民訴法第 248 條相同旨趣訂定，法院在面臨損害計算不易、舉證上也極為困難的場合，得基於言詞辯論及證據調查的結果來認定相當損害，金商法第 21 條之 2 第 6 項即為民事訴訟法第 248 條的明文規定，縱無明文定如金商法第 19 條第 2 項，也並不代表法院不能基於相同旨趣類推適用。

(三) 酌減額認定

酌減額的部分，法院主要分成三部分進行討論，分別為①取得後至公布日前的股價下跌、②公布日後的股價下跌、以及③本件報告書發布日至虛偽記載公布日造成的股價下跌。公布日前的股價下跌因為虛偽記載尚未公佈，故並非虛偽記載造成的股價下跌應需扣除，但法院認為此時股價下跌程度不大，於流通市場損害賠償仍不列為酌減額。第二部分為公布日後的股價下跌，法院認為除了虛偽記載所造成的部分，亦包含市場及業界因素，例如於公布日同時發布的預期盈利的下修，此部分應酌減約 50% 之損害額。第三部分為本件報告書發布日至虛偽記載公布日造成的股價下跌，因此部分對於於本件半年報告書發布日至本件報告書發布日前取得該股的投資人而言，係屬於投資人買入該股後所發生之事件，並非投資人因虛偽記載所受的損害，因此需酌減約 20% 之損害額。

本件中，法院就流通市場的將損害賠償酌減額，區分成於本件半年報告書發布日至本件報告書發布日（前時段：2006 年 12 月 15 日至 2007 年 6 月 27 日），以及本件報告書發布日至虛偽記載公布日（後時段：2007 年 6 月 27 日至 2007 年 9 月 28 日）。若取得時點為後時段則需酌減①取得後至公布日前的股價下跌，損害額為推定損害額每股 69.66 元再酌減約五成；若取得時點為前時段，除需酌減①



取得後至公布日前的股價下跌，亦需酌減^③本件報告書發布日至虛偽記載公布日造成的股價下跌，總共酌減約六成的損害額。

第四目、東芝事件

日本財報不實損害賠償在經過前述的判決以及金商法訂定後，逐漸統一了法院就此類損害賠償訴訟的見解。本文以本案件作為近期日本實務對財報不實案件損害賠償運作方式的代表，點出日本學者對於此種損害賠償計算方式的擔憂。

一、案件事實²³⁷

被告東芝公司於 171 期至 175 期等有價證券報告書被懷疑有眾多虛偽記載事項，於 2015 年 4 月 3 日，東芝公司為了有關會計事項的必要調查，發布成立特別調查委員會，該股同時從 512.4 元跌至 487.4 元，並於同月 6 日後，股價呈現上下震盪，直到同月 8 日第三方委員會成立進行調查，股價就再也沒回到同年 4 月 3 日之水準。

2015 年 5 月 8 日，特別調查委員會依第三方委員會囑託的調查結果，決定不配發 2015 年 3 月 13 日股利，造成該股於同年 5 月 11 日跌至 403.3 元，卻又回升至 450 元，但於 2015 年 7 月上旬，又被報導有不適當會計超過 1500 億，股價於同年 7 月 16 日下跌至 369.3 元後，又回升至 380 元，直到同年 8 月 31 日被報導 176 期有價證券報告書將延遲公布，股價才開始一路下跌至訂正報告書公布日，也就是同年 9 月 7 日的 352.7 元。

原告日本カストディ銀行以及マスタートラスト信託銀行於該等虛偽記載有價證券報告書發布期間，取得系爭股票而受有損害，故以侵權行為為主請求，並以當時金商法第 21 條之 2 第 2 項列為備位請求，向被告請求損害賠償。

二、損害賠償之計算

兩位原告依金商法第 21 條之 2 第 2 項推定額的損害賠償列為備位請求，分別請求 1 億 8567 萬 9770 元及 3377 萬 3230 元，法院認為推定額之範圍計算也不得

²³⁷ 平成 29(ワ)32404 損害賠償請求事件，令和 3 年 5 月 13 日，東京地方裁判所，頁 4-8、66-67。

超過金商法第 19 條為之規定，請求金額中僅 1 億 4091 萬 0383 元及 2154 萬 3832 元有理由。

兩位原告依侵權行為為主請求，分別請求 5 億 1370 萬 4070 元及 5871 萬 8870 元，法院認為依下落額及酌減額的計算，請求中僅 1 億 3117 萬 4668 元及 86 萬 3910 元有理由。

備位請求超過主請求的 973 萬 5715 元以及 2067 萬 9922 元，皆肯認原告得一併請求，即原告最終得請求的金額，得以損害額較多之備位請求為主。但該損害額仍僅為原告依侵權行為主張金額的四分之一²³⁸。

判決計算損害額的部分因推定額計算較為簡單，故本文不多加贅述，而著重於下落額及酌減額的計算及理由，如下所述。

(一) 下落額的計算²³⁹

本案法院認為始期為 2015 年 4 月 3 日，終期為 2015 年 9 月 7 日，因為本件具有虛偽記載可能性的消息始於 2015 年 4 月 3 日，並直到 2015 年 9 月 7 日訂正報告書公布後的股價下落額，才足以反映被告虛偽記載行為所影響的股價，上述期間的下落額為 159.7 元 (512.4-352.7)。

(二) 酌減額的計算^{240,241}

被告於酌減額的舉證上提出了三類，分別為①2015 年 2 月 3 日至 2015 年 9 月 7 日市場下跌因素②第三方報告書中，其他影響股價下跌的因素③於 2016 年 12 月 25 日後仍持續保有股票之人應以取得價格減去 475 元為其上限。法院僅認為①的酌減額主張有理由，因為於 2015 年 2 月 3 日至 2015 年 9 月 7 日日經下跌約 5%，與東芝公司類似性質的公司更下跌達 23% (東芝公司下跌 31%)，法院在肯認東

²³⁸ 浜辺陽一郎(2021)，〈複雑な損害額の計算は誰のため?東芝不正会計事件から考える〉，《WLJ 判例コラム》，第 247 号，頁 2-3。

²³⁹ 前掲註 237，頁 67。

²⁴⁰ 同前註，頁 69-74。

²⁴¹ 同前註，頁 74-77。

芝公司與シャップ等五家同性質的公司有相關變動率後，認為可酌減公布日後下落額的 30%。

再依五份有價證券報告書公布時點分成五種酌減情況，越早期的虛偽記載報告書所計算的損害相當額，需扣除後期虛偽記載所影響的股價下跌。175 期報告書（第五期間：2014 年 6 月 25 日至 2015 年 4 月 3 日）屬於最後一期虛偽記載報告書，於發佈始日至公布日取得系爭股票，僅需酌減前述下落額的 30%。於 174 期報告書發布時（第四期間：2013 年 6 月 25 日至 2014 年 6 月 24 日）取得股票之人，因虛偽記載內容與第五期相差無幾，法院認為與第五期間相同，僅需酌減下落額的 30%。於 173 期報告書發布時（第三期間：2012 年 6 月 22 日至 2013 年 6 月 24 日）取得股票之人，須以第五期報告書調整後損害額的 60% 為相當額。於 172 及 171 期報告書發布時取得股票之人（第二期間：2011 年 6 月 22 日至 2012 年 6 月 21 日、第一期間：2010 年 6 月 23 日至 2011 年 6 月 21 日），須以第五期報告書調整額的 30% 為相當額。

（三） 學者評析

雖然日本實務為保護公司其他股東權益，避免此種損害賠償轉移給公司股東承擔，於財報不實中，得向發行人請求之損害賠償額需排除非因虛偽詐欺所導致的部分，也因如此，複雜的計算及法院判斷似乎是必要的。但相對來說，為了保護資本市場、公司企業和廣大股東的信任，使得財報不實的受害人不論是在舉證還是最終損害額的救濟，於現實面仍面臨不少困難²⁴²²⁴³。

另外，就被告提出酌減額事由^③，亦有學者提出，法院採取相當因果關係時認為不論是當初高值取得或是揭露後的恐慌拋售皆與損害具相當因果關係²⁴⁴，以及當處分價格高於終期價格時，應以取得價格減去處分價格的觀點來看，被告認

²⁴² 浜辺陽一郎，前掲註 238，頁 6-7。

²⁴³ 例如本案法院判給原告的損害額僅為原告請求部分的四分之一。

²⁴⁴ 如果說恐慌拋售與虛偽記載具有因果關係，反面來說未恐慌拋售的情況應也屬於酌減額的範圍。

為於 2016 年 12 月 25 日後仍持續保有股票之人，因該股票已回復超過終期價格，是以主張應列入酌減額的部分，並非完全無理由²⁴⁵。



第三項、日本證券詐欺損害賠償訴訟制度的評析以及借鏡

日本證券詐欺規範中，操縱市場的損害賠償計算方式並未明文，亦無判決得以參考。而財報不實，則在條文及實務相互運作下發展出一套運行的方式。雖財報不實與操縱市場如本文第三章所述並不相同，但在立法設計上，仍有可供我國參考的方向，因此本文會先從推定額、酌減額以及公布日進行分析，並在最後提出若參考日本法（條文及實務運作），我國操縱市場損害賠償可能的立法方式。

第一款、推定額及酌減額的立法設計

日本財報不實中，推定額的設計似乎減輕了原告於舉證損害賠償額的困難。但實務運作上為了謀求公平，並符合侵權行為的損害與行為間需具有相當因果關係之規定，仍允許法院以金商法第 21 條之 2 第 6 項及民事訴訟法第 248 條，依言詞辯論意旨及證據調查的結果來酌減推定損害額的額度，故原告雖然可以推定額請求而不須證明損害額該如何計算，但仍需與被告分別提出有力證據，證明哪些因素屬於因虛偽記載而影響的股價，法院才會在酌減額的部分做出有利於己的判決。

雖推定額及酌減額的損害賠償計算方式在日本實務運作上，有時會如東芝案般，與原告主張回復原狀的金額相差甚遠，但考量到投資本身就自帶風險，並非一穩賺不賠的經濟活動，該等非虛偽記載所產生的投資風險，本就應由投資人自行承擔。

第二款、操縱市場與財報不實公布日之相異處

財報不實與操縱市場雖皆有公布日，但財報不實的公布日即為財報不實停止時點，在一效率市場下，通常於財報不實公布後，股價可於數日內反應財報不實

²⁴⁵ 青木浩子(2021)，〈日本カストディ銀行 对 東芝事件(東京地判令和 3 年 5 月 13 日判決) 東京地判平 29(ワ)32404(確定)，金融法務事情 2175 号 54 頁〉，《千葉大学法学論集》，第 36 卷第 3・4 号，頁 76-80。



所造成的影響，因此日本就財報不實的推定額係以公布日前的 30 日均價減去公布日後的 30 日均價作為推定額，有其道理。

但操縱市場公布日時點並非一定是操縱市場結束時點，有時操縱市場結束後，仍需經過一段時間才會被揭露，此時公布日前後的平均市價差額無法完全反應操縱市場所造成的股價影響。因此以公布日作為操縱市場損害賠償計算的基準點似乎並非妥適。

第三款、我國操縱市場損害賠償可以參考的立法方向

財報不實雖與操縱市場不盡相同，但日本財報不實的推定額及扣除額立法設計，於現階段可供我國操縱市場損害賠償的立法加以參考。一方面不會如美國法證券詐欺訴訟般，因採用純粹的淨損差額法需先經過複雜的事件研究法計算，以求出該證券於各損害發生時的真實價值，不僅使原告舉證上過於困難，同時法院也需具備相當專業知識才得以裁決；另一方面，也不會因有推定額的規定而過於僵化，法院於審酌上仍保有有一定的酌減裁量權。

但於解釋論上，日本實務普遍認為該推定額之規定不以取得時差額為限，亦即實務認為此推定額並非我國法所謂的「真實價格」，只是為減輕原告舉證困難的推定額，但最終仍須符合相當因果關係之規定扣除非因虛偽記載造成的損害。但本文認為，回復原狀係回復至應有狀態而非原有狀態，因此淨損差額法的論理仍較毛損益法符合侵權行為回復原狀之定義（以日本學說名詞來說，就是取得時差額說的解釋較取得自體損害說更為合理）。

且酌減額的立法意旨除在避免原告取得非因虛偽記載所造成的損害賠償外，也在避免將該等過度損害賠償轉嫁給發行公司股東，但操縱市場下的損害賠償制度應無此等考量，因此酌減額的立法設計於操縱市場下應並無必要。

綜上所述，若我國欲以推定額的立法設計來減輕原告的舉證困難，該推定額仍應以「擬制真實價格」定義，係採權衡的淨損差額法，亦即原告得請求的損害賠償應以取得時差額為限，但因為真實價格難以取得，故原告得以此推定額作為

請求基礎。而由於該價格僅為推定額，若被告提出相當之證據證明應有更合理的真實價格時，法院依言詞辯論意旨及證據調查之結果仍非不得以被告所提之真實價格作為計算標準。推定額的立法設計本文將於第五章再作介紹。

第三節、小結

本章參考了美國法以及日本法有關證券詐欺的立法設計及實務運作，並分析兩者於我國操縱市場實施的可行性。美國法就證券詐欺損害賠償計算並無區分為係單純證券詐欺、財報不實還是操縱市場，皆係以純粹的淨損差額法為計算方式，考量我國與美國就證券詐欺發展程度以及商業法院的成熟度所造成的訴訟上以及計算上的困難，本文認為純粹的淨損差額法於現階段仍不適合我國操縱市場損害賠償計算採用。

日本法由於操縱市場損害賠償計算並未明文，實務上也並沒有實際案件，因此本文改參考財報不實的立法設計。財報不實的立法設計係以特別侵權行為的相當因果關係作為損害賠償額的計算，法院得以不具相當因果關係為由酌減損害額。原告除得依特別侵權行為請求外，亦得以推定額規定來請求損害賠償額，被告或法院（法院需在符合一定條件下）亦得在推定額期日內，主張不具相當因果關係原因的比例，酌減推定額之比例。本文認為此推定額的設計可供我國操縱市場損害賠償計算參考，但推定額的定義並非如日本法般不以取得時差額為限，該推定額應係為推定的「擬制真實價格」，只是於被告認為有更適當的真實價格時，得舉反證推翻。法院在認為有其他更適合的「真實價格」時，亦得為不同的判決。

第五章、擬制真實價格的評價方法



美國法中純粹的淨損差額法，如第四章所述於我國實務運作有其困難之處，而日本法財報不實規定中，以推定額作為損害賠償的立法設計值得我國參考。但此推定額的立法基礎與日本法並不相同，應係以權衡的淨損差額法為思考模式，該推定額即為擬制的真實價格，因此並無需另訂扣除額之規定，僅在被告認為有更合理的真實價格時得舉反證推翻。又如第三章所述，過往判決直接類推適用內線交易的 10 日規定，其論理並不夠清楚。因此，本章欲藉由不同的股價估值方法估算操縱市場股價的應有價格，在權衡的淨損差額法下，應由多少期日的均價當作擬制的真實價格。

雖然按照效率市場假說，市場上的價格應為一合理公平價格，而在操縱市場行為發生時，雖然該股市場合理價格會受到操縱行為影響而有所波動，但該股的真實價格仍應存在。欲了解該股真實價格可以透過估值方法推論計算。而資訊對於股價估值尤其重要，其中最重要的資訊就是財務報表，也是投資人得以作為投資判斷的基礎之一²⁴⁶。

舉 2008 年的金融海嘯為例，當時的投資者們相信他們所投資的產業或公司有無可限量的價值，並透過媒體的傳播，使更多的投資者不斷的進行投資來拉抬股價，但實際上該公司的實際價值並未如投資者們所預期，最終泡沫破裂，股價迎來雪崩式的下跌²⁴⁷。操縱市場影響著股價變動與金融海嘯所造成的泡沫破裂有著相似之處。兩者皆係因為投資人錯估該股真實價值，而於錯誤的時點投資該股。若投資人於當時可以正確估值，就不會於該時點進行投資，也不會面臨後續的損害。但兩者差別在於，使泡沫破裂發生的原因包羅萬象，難以對某人進行咎責；但操縱行為勢必係因某人為所致，因此該損害可以向該行為人進行求償，若能找到當時購買股價的真實價格，則以購買價減去真實價格即為損害賠償的範圍。

²⁴⁶ Stephen H. Penman, *Financial Statement Analysis and Security Valuation* Fifth edition (2013), 2.

²⁴⁷ *Id.* at 6-8.

但是真實價格難以取得，美國實務係透過個案判斷，由雙方提出的證據來計算出真實價格。而我國或許能以估值方法推算出平均期日的均價，作為擬制操縱股票的真实價格，並加以立法。

估值方法可分為絕對評價法和相對評價法。絕對評價法是考量到一個資產在存續週期內所產生的預期現金流，以及投資人對這些預期現金流的確定程度所決定。如果一個資產擁有高且穩定的現金流，理論上其價值應高於現金流較低且不穩定的資產²⁴⁸。

原則上我們應將估值重點擺在絕對價值上，但事實大多數資產的估值都建立在相對基礎上。在相對估值裡，資產的價值取決於市場對類似產業的估值，因市場對於類似資產的估值有其可比擬性，並透過衡量相對高低點來判斷投資與否²⁴⁹。

但兩者評價方法並沒有優劣之分，絕對評價法可以讓投資人更全面了解該公司或股票背後的價值，而相對評價法則是讓投資人對於公司或股票價值可以有更貼近現實面的估計。有時也可以同時使用兩者估值方法，來增加投資的勝算²⁵⁰。

第一節、絕對評價法

絕對評價法主要的評價方式有兩種，分別為股利折現模型（DDM）以及自由現金流折價模型（DCF）。

第一項、股利折現模型（DDM）

股利折現模型是以公司未來發放的股利折為現值來衡量當前股票的價格，而股利通常有其成長性，該股利成長率也可視為該股的股價成長率，其計算式為「股票價值＝每股股利÷（折現率－股利增長率）」，當股利增長率越大，亦即折現率減股利增長率的值越小，代表該股的股票價值越高²⁵¹。此計算模型的優點在於觀念容易，因為股利就是投資人投資的獲利來源，且股利數值明確也較容易預測並

²⁴⁸ Aswath Damodaran, *The Little Book of Valuation*, (2011), Wiley, 15.

²⁴⁹ *Id.* at 16.

²⁵⁰ *Id.* at 16

²⁵¹ Stephen H. Penman, *supra* note 246, at 111-113.

計算。但此模型的缺點在於短期的股息支付實際上與價值無關，技術上也需要長期的股利發放事實才有辦法精準計算²⁵²，例如一成長型公司短期內若有獲利，其獲利會再投資公司以利公司繼續研發技術，並不配息，則此模型針對此種不配息的公司，將會遇到技術上的困難。

第二項、現金流折價模型 (DCF)

現金流折價模型是以公司未來所產生的現金流都視為公司價值的估值模型，亦即投資人可以以該公司的現金流來判斷該投資是否合理。由於未來的金錢與現今的金錢價值有所不同，因此在計算時需將未來的現金除以折現率 (r)，才有辦法回推未來現金流的實際價值。

在進行 DCF 估值時有四個基礎要件分別為現有資產的現金流 (CF)、現金流的預期成長 (g)、折現率 (r)、以及該公司在預測期間的終值 (TV)²⁵³。

現金流 (CF) 的採用上除了以稅後營業收入為基準，亦得以自由現金流 (FCF) 為依據，自由現金流須將稅後營業收入扣除再投資部分 (淨資本支出 + 營運資本的變化) 才得以算出，因再投資部分對於投資人現階段而言屬於現金流的減少，故若欲得出保守的股價估值應以自由現金流計算²⁵⁴。

現金流的預期成長率 (g)，因屬於預測未來，故就算是專家也難以客觀看待，若以股票獲利的角度出發，可以將再投資率視為該股尚未派發的股利，因此股票成長率等於再投資率乘以要求報酬率 (要求報酬率係指投資人期望投資的最低報酬率)²⁵⁵。

折現率 (r) 則反映了該股的風險，在風險較高的現金流中會採用較高的折現率，反之亦然，而當在評估個股風險時，除須衡量該公司的產業風險，亦須衡量

²⁵² Stephen H. Penman, *supra* note 246, at 114.

²⁵³ Aswath Damodaran, *supra* note 248, at 34.

²⁵⁴ Aswath Damodaran, *supra* note 248, at 34-37.

²⁵⁵ Aswath Damodaran, *supra* note 248, at 40-41.

該公司的舉債風險，會以該股的權益風險比例及債務風險比例綜合計算出該現金流的資本風險，也就是折現率²⁵⁶。

終值 (TV) 的計算是考量到一企業理論上應能夠永續經營，但我們無法估計永無止盡的現金流，因此會以終值來表示該企業持續經營的價值，其計算式為「n 年後的終值 = (n+1) 年後的現金流 ÷ (折現率 - 永續成長率)」²⁵⁷。

舉 3M 公司 2008 年 9 月的財務報表來估算當時的股票價值為例，第一年的自由現金流為 2,698 元 (百萬)、預期成長率為 7.5%、折現率 8.35%、第六年起的終值為 78,464 元 (百萬)，則 3M 企業價值為 64,801 元 (百萬) (其計算式為 $2698/1.0835 + 2900/1.0835^2 + 3118/1.0835^3 + 3352/1.0835^4 + (3603 + 78464)/1.0835^5 = 64,801$)²⁵⁸。

利用自由現金流折現法算出企業價值後，需加回公司的現金收入，減去其他潛在負債以及減去其他管理期權，計算出該股的股權價值，股權價值除以流通股數計算出合理股價²⁵⁹。同樣舉 3M 公司為例，其企業價值為 64,801 元 (百萬)、現金收入為 3,523 元 (百萬)、其他潛在負債為 5,297 元 (百萬)、其他管理期權為 1,216 元 (百萬)、共發行了 699 股 (百萬)，計算出 3M 公司的股權價值為 61,541 元 (百萬)，而每股應有價值為 88.04 元 ($64801 + 3253 - 5297 - 1216 = 61,541$ 百萬元， $61541000000 \div 699000000 = 88.04$ 元)²⁶⁰。

雖然 DCF 為一較為嚴謹的估值方式，但並非所有公司皆適用，例如在一成長型的公司中，資產所產生的現金流有時甚至會小於投資的現金流，因為公司將所有的現金流皆進行設廠以及擴店，此時自由現金流的部分 (資產所產生的現金流減投資的現金流) 可能為負數，因此並無法以自由的現金流來估算該公司的企業價值²⁶¹。

²⁵⁶ Aswath Damodaran, *supra note* 248, at 37-40.

²⁵⁷ Aswath Damodaran, *supra note* 248, at 42-43.

²⁵⁸ Aswath Damodaran, *supra note* 248, at 44.

²⁵⁹ Aswath Damodaran, *supra note* 248, at 44.

²⁶⁰ Aswath Damodaran, *supra note* 248, at 45.

²⁶¹ Stephen H. Penman, *supra note* 246, at 117-119.

總結來說，DCF 的優點在於此估值方法係現有最精密的估值方式，且現金流對於公司而言是實際且不會受到會計方式所影響的數值。但此估值方式仍有受到懷疑之處，例如現金流在短期內無法計算價值、以及投資對於公司而言似乎是減損價值的行為。另外，如上述所舉例，理論上長期的期間才有辦法確認投資所帶來的現金流，特別是在投資成長的情況下。最後是 DCF 所需的要件繁瑣，且多具有預測性質，如預期成長率、折現率等，若無專業背景對於投資人而言在計算上較為困難²⁶²。

第二節、相對評價法

在相對評價法中，係以相似產業的價格作為比較基礎。第一步，必須尋找市場定價的可比較資產。第二步，將市場價格轉變為一個共同變量，以產生一個用於比較資產的標準價格。第三步，比較這些相似資產的標準價值時，依他們之間的差異進行調整²⁶³。

相對評價法相較於絕對評價法，其好處在能夠更容易取得相對評價法所需數值，以更少的資訊量更快速地去估計市場上的行情²⁶⁴。相對的，也因為其方便性，缺點也就會有不夠精確的問題。

第一項、淨值比 (P/B Ratio)

一公司的資產等於權益加上負債，所以權益等於資產減去負債，市場價格除以每股權益²⁶⁵就是該公司的淨值比。而市場價格等於每股權益加上市場溢籌 (market price of equity = market premium + book value of equity)，當淨值比越高通常代表著市場對該公司的未來發展有著越高的期待²⁶⁶。而一相似產業或一公司的淨值比通常有其可比擬性，因此可以透過淨值比的比較，來判斷該時點股價是過高還是過低²⁶⁷。

²⁶² Stephen H. Penman, *supra* note 246, at 117-120.

²⁶³ Aswath Damodaran, *supra* note 248, at 47.

²⁶⁴ Aswath Damodaran, *supra* note 248, at 47.

²⁶⁵ 淨值通常以每股為單位，故每股權益就是淨值。

²⁶⁶ Stephen H. Penman, *supra* note 246, at 44.

²⁶⁷ Stephen H. Penman, *supra* note 246, at 45.

當淨值比為 1 時，代表資產負債表提供的資料完全符合市場估值，也代表預測帳面價值回報率(book value on return)等於要求回報率(required rate of return)，亦即該公司並無任何預測的剩餘收益 (forecasted residual earnings)²⁶⁸。所以我們可預測一公司的剩餘收益回推該公司合理的淨值比，再推算出合理的股價，估計的價值(合理市價)計算式為「合理市價=帳面價值+(剩餘收益÷要求報酬率)」，例如當該股的帳面價值為 400 元時，而我們要求 40 元的報酬，亦即報酬回報率為 10%，但有預測的剩餘收益為 8 元，其估計的價值(合理市價)則為 407.27 元(400 + (8÷1.1) = 407.27)，此時淨值比即為 1.02，由上述計算式可以發現，市價就是帳面價值加上剩餘收益所帶來的市場溢籌²⁶⁹。

剩餘收益的計算式為「剩餘收益=全部收益-(要求報酬率×投資初始的帳面價值)」，例如 nike 公司在 2010 年財報的總收益為 1,754 百萬元，其帳面價值為 8,693 百萬元，如果 nike 股東的要求報酬率為 9%，其剩餘收益則為 971.6 百萬元 (1,754 - (0.09×8,693))²⁷⁰。

介紹完淨值比的計算原理(淨值比的內在價值)後，將介紹淨值比如何於股票市場中使用。淨值比的估值方法可以以自己公司但不同期間來做比較，即以購買當時系爭每股權益乘以該股合理的淨值比，計算出購買的合理價格。也可以以同類型的產業淨值比作比較，以購買當時系爭每股權益乘以其他同類型產業的合理淨值比，計算出購買的合理價格。

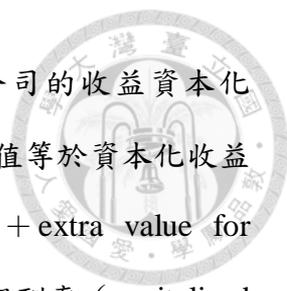
淨值比的優點係縱屬於一經營不善、獲利不穩定的公司，只要公司的資產減去負債不為負數，亦即股東權益不為負數，就會有淨值比可以作為估值的依據，因此適合用來評估獲利不穩定的個股。但對於一獲利穩定成長的股票，淨值比將無法完全反映該股的應有價值。

第二項、本益比 (P/E Ratio)

²⁶⁸ Stephen H. Penman, *supra* note 246, at 144.

²⁶⁹ Stephen H. Penman, *supra* note 246, at 144.

²⁷⁰ Stephen H. Penman, *supra* note 246, at 145.



本益比的思考原理係從一公司獲利的角度出發，將一公司的收益資本化（capitalized earnings），應可視為一公司的價值，而該公司價值等於資本化收益加上預期收益成長的額外價值（value = capitalized earnings + extra value for forecasted earnings growth），資本化受益又等於收益除以要求報酬率（capitalized earnings = $\frac{\text{earnings}}{\text{required return}}$ ）²⁷¹。所以當一公司不存在預期收益成長的額外價值時，我們也可從要求報酬率回推該公司的本益比，本益比等於 1 除以要求報酬率（P/E ratio = $\frac{1}{\text{required return}}$ ）²⁷²。

介紹完本益比的計算原理（本益比的內在價值）後，將介紹本益比於市場上如何運用。本益比等於股價除以每股盈餘（earnings per share），本益比的數值可以被認為是現在股價與現在收入的比較。而股價是投資者對於該公司未來的期望價值，也就是認為該公司未來的期望收入。因此本益比也可以視為該公司未來收入與現在收入的比較，當市場期待該公司未來合理收入應遠高於現在收入時，本益比就會越高；反之，當市場認為該公司未來合理收入可能較低時，本益比就會較低²⁷³。

本益比的估值方法同淨值比，可以將不同期間的系爭個股作比較，也可以將同一期間同類型的股票作比較，若認為系爭個股於未來獲利成長可期，則可給予較高的本益比，以當時的每股盈餘乘以合理的本益比來計算其應有價格，反之亦然。

本益比對於一獲利穩定成長的公司，相較於淨值比更能夠準確估計其應有價值，避免錯失相對低價的買點。但對於一獲利不穩定的公司，本益比會有巨大起伏，其參考價值就會降低，甚至在長期獲利皆為負數的公司，因獲利為負數而根本無本益比的數值可言，所以也無法計算。

第三項、本益成長比（PEG）

²⁷¹ Stephen H. Penman, *supra* note 246, at 181.

²⁷² Stephen H. Penman, *supra* note 246, at 182.

²⁷³ Stephen H. Penman, *supra* note 246, at 50.

有時就算是同一產業的股票也會有不同的本益比，若單純以本益比來判斷該股買點，反而會因某一成長股本益比相對較高（因市場預期該股會持續成長所以股價會高，相對的本益比也會較高），而錯失合理買點，故會以本益成長比來判斷何者股票屬於適合買點²⁷⁴。

本益成長比的計算式為「本益成長比＝本益比÷預期每股盈餘成長率」。本益比可以歷史本益比或預期本益比為基準（通常會以預期本益比），預期每股盈餘成長率會以前兩年（或更長期間）的盈餘成長率為基準²⁷⁵。當本益成長比為 1 時，代表市場的要求報酬率正符合該公司的預期盈餘成長率；當本益成長比小於 1 時，代表市場低估了該股的預期盈餘成長率；當本益成長比大於 1 時，代表市場高估了該股的預期盈餘成長率²⁷⁶。

例如當同一產業同一期間中，某 T 股的本益比為 8.94，每股盈餘成長率為 3，本益成長比為 2.98；某 H 股本益比為 9.7，每股盈餘成長率為 17，本益成長比為 0.57²⁷⁷。若僅以本益比比較，看似 T 股有較低的本益比應屬較適合的買點，但以本益成長比比較時，可以發現 H 股之所以本益比較高係因為其高成長率，因此將成長率列入考量時，反而 H 股相較於 T 股更適合買入²⁷⁸。

第三節、評估操縱市場案件系爭股價之構思

首先是評估方法的抉擇，價值的評估方法本文於前介紹了五種評估方法分別為股利折現模型、現金流折價模型、本益比、淨值比以及本益成長比。股利折現模型需於該股有配發股利時才有適用，但有時未配發股利並非該股營運不良，反而可能是為了創造未來更多收益，因此並不適合作為本文的估值方式。現金流折價模型雖為最精確的估值方法，但有各種不確定的預測數值例如折現率以及預期成長率，計算上過於複雜，因此本文也不採用。本益成長比則需計算個股未來的本益比及盈餘成長比率，但考量被操縱個股的每股盈餘每年波動巨大，並無法有

²⁷⁴ Aswath Damodaran, *supra* note 248, at 56.

²⁷⁵ Stephen H. Penman, *supra* note 246, at 199.

²⁷⁶ Stephen H. Penman, *supra* note 246, at 200.

²⁷⁷ Aswath Damodaran, *supra* note 248, at 56.

²⁷⁸ Aswath Damodaran, *supra* note 248, at 56-57.



一穩定的盈餘成長率可言，故本文也不採納。本益比則僅在該股有盈餘時才有本益比的可能，也才有辦法以本益比對個股進行估值，因此僅於部分的個股有本益比的估值方法。淨值比則為本文主要參考的估值方式，因不論該股現金流、每股盈餘、成長率或是股利為何，只要該股的每股權益為正，即會有淨值比，就可以以淨值比來進行估值。綜合以上分析五種估值法於操縱市場個股的估值可行性，本文將以淨值比及本益比估值的計算方式，作為最終計算出操縱市場擬制真實價格的方法。

再者，在案件篩選上以第二章所採搜集的判決並排除以下六種種情形，分別為①違約交割②同一期間發生數種證券違法行為之案件③確定判決為原告敗訴之案件類型（中間判決為原告勝訴）④該股於言詞辯論終結前已下市櫃⑤資料不足之情形⑥其他。

排除違約交割情形，係因以此為請求權基礎主之原告多為證券商而非一般投資人，且請求之原因和計算方式與其他操縱行為案件有很大不同(如第二章所述)，故將其排除。排除同一期間發生數種證券違法行為之案件，係因本文無法區分股價下跌因素係因何者所造成，未避免造成計算上的偏誤故予以排除。排除確定判決為原告敗訴之案件，雖然各級審所作出的裁決應視為單獨的判決，但若於確定審判決為原告全部敗訴（不論係因無因果關係或無操縱行為），代表原告於此案件中請求損害賠償失敗，因此本文將此類情形也排除。該股若於言詞辯論終結前下市櫃，代表該股已無於交易市場進行交易的可能，此時的損害賠償應以股票剩餘價值為基準，本文認為應以剩餘的每股權益與當初購買時價格的差額作為損害賠償，無需再以擬制的真實價格為基準，故將此種案件類型一併排除（例如台鳳案、和旺案等等）。資料不足及其他情形，例如以 TEJ 搜尋時無法取得必要資料，或人工判斷該股不具參考性；或是該股上市櫃後立即被操縱，此時並無所謂本文欲假

設的合理淨值比或本益比（例如律勝案、F-康聯案²⁷⁹），無法計算出應有價格，故本文亦予以排除。

另外，若屬於同一案件，但為不同的系爭操縱有價證券，或是同一有價證券，但為不同期間的操縱行為（但該操縱行為須相聚至少一個月，避免擬制的真實價格受到他段的操縱期間所影響），本文將此兩種列為不同的操縱情形。例如臺灣臺北地方法院 103 年度金字第 47 號民事判決中，被告操縱了吉祥全及佳必琪公司，且於多段時間點分別操縱兩家公司，因此本文會將本判決列為五種操縱情形（參表 7 編號 6-10）。操縱時點的判斷，則以法院判決認定，本文不加以討論。

第一項、淨值比應有價格

淨值比應有價格的計算方式應係以淨值乘以合理的淨值比計算出合理的應有價格。但是在操縱市場行為中淨值應以何時的淨值，淨值比又應以何種淨值比，皆有待討論。

操縱市場行為，係行為人透過不法行為影響股價，除非不法行為係以散佈不實資訊，且該不實資訊為財報不實，否則行為人的操縱行為應不會影響到操縱期間的淨值，因此操縱期間的淨值應為真實。而公司於每季皆會公布新的淨值，但操縱期間有時會跨季，故本文將會以跨季期間的平均淨值，作為合理的淨值基準來計算。

然合理的淨值比則無法以操縱期間系爭個股的淨值比作為參考，因此時的股價會受到操縱行為所影響而造成股價的波動，若股價被不法行為哄抬會造成淨值比過高，因此以淨值乘以淨值比也會得出過高的應有股價。淨值比也可以以同類產業作為參考，但是縱為同類產業，淨值比仍須視各公司的資產、負債和權益是否具可比擬性才能當作系爭个股合理的淨值比²⁸⁰，若任意採用，將因採用不適當的淨值比而無法計算出合理的應有價格。因此本文傾向採用系爭个股非操縱期間的淨值比，又本文認為操縱行為結束後，受限操縱行為的特性及我國的漲跌幅限

²⁷⁹ 臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 4 號民事判決。

²⁸⁰ 同一期間同類產業的淨值比的差距極大，若任意採用，無法計算出合理的應有價格。



制，亦無法確保操縱行為結束後的淨值比為合理的淨值比，故本文於合理淨值比的採用將以操縱行為前的淨值比，而本文考量到會計季度以三個月為分界，認為可採操縱前三個月（操縱行為開始當月的前三個月）的每日平均淨值比作為計算，除可以避免採納期間過短而過於武斷外，且以前三個月的平均淨值比，也不會與受損害日相聚過遠而無參考性。

因此，以淨值比計算操縱期間的合理應有價格計算式為「合理價格＝操縱期間的平均淨值×操縱前三個月的平均淨值比」。以臺灣臺北地方法院 109 年度金字第 89 號民事判決大同公司案為例，先從 TEJ 台灣新報查詢 105 年 9 月 1 日起至 106 年 3 月 6 日經過期間的季報平均淨值得出 13.17 元，再從 TEJ 台灣新報查詢 105 年 9 月 1 日前三個月（105 年 6-8 月）的平均淨值比為 0.4，兩者相乘得出操縱期間平均的應有價格為 5.268 元（參表 7 編號 1）。

第二項、本益比應有價格

本益比應有價格的基礎想法與淨值比相同，只是將操縱行為前三個月的平均淨值比改為本益比，操縱行為期間的淨值改為每股盈餘（EPS），因此計算式為「應有價格＝操縱行為期間的平均每股盈餘×操縱行為前三個月的平均本益比」。

但由於被操縱公司經營獲利通常都不穩定，因此常會有無本益比而無法算出應有價格的情況。且縱有本益比，因獲利不穩定造成本益比的起伏波動巨大，相較於淨值比，有時以本益比所得出的應有價格會與與操縱前後均價（擬制的真實價格）有極大的差異，但差異也有分大小，差異越小代表相對接近應有價格，故本文仍將本益比得出的應有價格作為參考樣本之一。

第三項、擬制的真實價格

首先，本文並不採類似日本法財報不實推定額的期日規定，即以公布日前 30 日以及公布日後 30 日的差額作為損害賠償，有以下幾點原因。第一，我國實務判決對於操縱市場的公布時點並無特別說明，故在計算股價時也就沒有一定基準，會導致沒有確切的擬制真實價格與應有價格來加以比較。第二，擬制真實價格的



計算方式應從簡，越簡單對於法院計算上的負擔越小，期日均價應屬較方便的計算方式。第三，參考我國內線交易損害賠償的立法方式，即是以期日均價當作擬制真實價格以計算損害賠償，可見我國的擬制真實價格以期日均價的立法方式早已行之有年。綜合以上三點，本文認為應以期日均價作為我國擬制真實價格的立法方式。

擬制的真實價格考量到操縱期間的股價必受到操縱行為所影響，故操縱期間的股價皆不列入擬制價格的考量範圍。本文分別以操縱開始前 5 日、操縱開始前 10 日、操縱開始前 30 日、操縱結束後 5 日、操縱結束後 10 日以及操縱結束後 30 日的均價作為擬制價格的參考。另外，雖然法院判決認為操縱行為結束後，操縱行為仍「可能」會影響價格，而以操縱行為「前」均價為計算，但該可能性僅為法院在未經計算應有價格前的的假設，若求出的擬制真實價格應為操縱結束「後」的均價，應仍有其參考性，故本文仍將操縱行為結束後期日均價列為參考基準。

在搜集完各股於各操縱行為的 6 個擬制價格參考基準後，分別以本益比及淨值比作比較，比較方式即以本益比及淨值比的數值，分別與 6 個擬制價格的差額作比較，差距越小，代表該擬制價格越具有代表性，也代表以該期日的立法越值得採信。例如臺灣高等法院 110 年度金訴字第 25 號民事判決永純公司以本益比計算的應有價格為 19.6 元，與操縱行為結束後的 5 日均價差額最小，因此在本益比的應有價值下，操縱行為結束後的 5 日均價作為擬制價格就得一點（參表 8 編號 1）；若以同案件的淨值比計算的應有價格為 14.32 元，與操縱行為開始前的 5 日均價差額最小，因此在淨值比的應有價值下，操縱行為開始前的 5 日均價作為擬制價格就得一點（參表 9 編號 2）。最後分別統計本益比及淨值比的應有價格下，最接近應有價格的期日均價案件數，兩者皆以操縱行為開始前 30 日有最多案件個數最為接近（參表 8 編號 23、表 9 編號 37）。

除以最接近應有價格的期日數量來判斷擬制真實價格的期日外，本文亦以個案件的應有價格平均值與各案件各期日均價的均平均值作比較，其中與應有價格

平均值最為接近的期日應值參考。在本益比計算出的應有價格平均值中，最接近的為操縱前 30 日均價的均值（參表 8 編號 24）。但在淨值比計算出的應有價格平均值中，最接近的則為操縱前 5 日均價的均值（參表 9 編號 38）。

第四節、小結與檢討

在四種比較分析中，以案件個數作統計的本益比應有價格，應以操縱前 30 日均價作為擬制真實價格；以案件個數作統計的淨值比應有價格，應以操縱前 30 日均價作為擬制真實價格；以平均值統計的本益比應有價格，應以操縱前 30 日均價作為擬制真實價格；以平均值統計的淨值比應有價格，應以操縱前 5 日的均價作為擬制真實價格。四種分析方式中，有三種分析結過係以操縱前 30 日均價作為擬制真實價格，故本文認為推定額之立法設計應得以操縱前 30 日均價加以立法。

另外雖然此分析方法仍有許多需改近之處，例如操縱期間若有複數的操縱行為對於股價的影響、或是一行為人操縱關聯個股時個股間的相互連動影響、又或是合理淨值比和淨值的採用方式。但本文並非主張此分析方法為唯一正解，而僅在提供未來立法時得以參考的一種立法分析方式，更詳細且精確的計算分析仍有待財經專家於未來立法時加以著墨。



表 7：本益比及淨值比算出的應有價格

編號	公司	操縱期間	判決字號	操縱期間 均價	操縱期間 EPS (若跨 季就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均本益比	操縱期間的 EPS×操縱 三個月平均 本益比=操 縱期間應有 的價格	操縱期間淨 值(若跨季 就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均淨值比	操縱期間的 淨值×操縱 三個月平均 淨值比=操 縱期間應有 的價格
1.	大同公司(上市 2371)	105年9月1日起 至106年3月6日	臺灣臺北地方法院 109年度金字第 89號民事判決	10.34				13.17	0.4	5.268
2.	永純公司(上櫃 4711)	105年8月8日至 同年9月12日	臺灣高等法院 110 年度金訴字第 25 號民事判決	17.28	1.25	15.33	19.16	18.6	0.77	14.32
3.	利機公司(上櫃 3444)	105年10月11日 至同年11月21日	臺灣高等法院 110 年度金訴字第 25 號民事判決	18.26	1.16	14.9	17.28	14.76	1.13	16.67
4.	精聯公司(上櫃 3652)	105年11月22日 至同年12月22日	臺灣高等法院 110 年度金訴字第 25 號民事判決	24.25	0.75	37.63	28.22	24.46	0.87	21.28
5.	達輝公司(上櫃 5276)	106年1月1日至 同年2月17日	臺灣高等法院 110 年度金訴字第 25 號民事判決	25.48	0.41	12.72	5.22	15.65	1.38	21.6
6.	吉祥全公司(上市 2491)	96年5月9日起至 96年11月8日	臺灣臺北地方法院 103年度金字第 47號民事判決	17.56				8.57	0.66	5.67

表 7：本益比及淨值比算出的應有價格

編號	公司	操縱期間	判決字號	操縱期間 均價	操縱期間 EPS (若跨 季就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均本益比	操縱期間的 EPS×操縱 三個月平均 本益比=操 縱期間應有 的價格	操縱期間淨 值(若跨季 就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均淨值比	操縱期間的 淨值×操縱 三個月平均 淨值比=操 縱期間應有 的價格
7.		97年1月28日起 至97年8月27日		13.47				7.94	2.09	16.59
8.	佳必琪公司(上市 6197)	95年11月16日起 至96年10月30 日	臺灣臺北地方法院 103年度金字第 47號民事判決	122.37	2.608	14.94	38.96	19.19	2.55	48.93
9.		97年3月4日起至 97年11月28日		64.81	0.39	22.06	8.6	20.8	4.61	95.88
10.		98年10月6日起 至99年9月1日		105.82				20.96	2.21	46.32
11.	三陽工業公司(上 市2206)	101年11月25日 至102年3月7日	臺灣臺北地方法院 109年度金字第 21號民事判決 臺灣高等法院 110 年度金上易字第 5號民事判決	20.43	0.13	23.2	3.02	15.83	1.19	18.83

表 7：本益比及淨值比算出的應有價格

編號	公司	操縱期間	判決字號	操縱期間 均價	操縱期間 EPS (若跨 季就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均本益比	操縱期間的 EPS×操縱 三個月平均 本益比=操 縱期間應有 的價格	操縱期間淨 值(若跨季 就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均淨值比	操縱期間的 淨值×操縱 三個月平均 淨值比=操 縱期間應有 的價格
12.	眾星公司(上櫃 8082)現為深耕	98年8月17日至 同年12月16日	臺灣臺北地方法院 104年度金字第 11號民事判決 臺灣高等法院 109 年度金上易字第 25號民事判決	10.28				8.4	0.65	5.46
13.		99年7月29日至 100年4月18日		21.17				10.06	2.1	21.13
14.	碩天公司(上市 3617)	100年4月18日起 至同年8月10日	臺灣高等法院 105 年度金上字第 15 號民事判決	108.43	2.14	15.17	32.46	36.4	1.86	67.7
15.	佳總公司(上櫃 5355)	100年4月7日 至6月24日	臺灣新北地方法院 106年度金字第 1 號民事判決	17.26				7.58	1.885	14.29
16.	萬潤公司(上櫃 6187)	100年8月9日 至9月22日	臺灣新北地方法院 106年度金字第 1 號民事判決	20.31	0.42	8.77	3.68	18.05	1.31	23.65

表 7：本益比及淨值比算出的應有價格

編號	公司	操縱期間	判決字號	操縱期間 均價	操縱期間 EPS (若跨 季就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均本益比	操縱期間的 EPS×操縱 三個月平均 本益比=操 縱期間應有 的價格	操縱期間淨 值(若跨季 就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均淨值比	操縱期間的 淨值×操縱 三個月平均 淨值比=操 縱期間應有 的價格
17.	估優公司(上櫃 5452)	100年12月15日 至101年4月13 日	臺灣新北地方法院 106年度金字第1 號民事判決	18.37	0.51	11.4	5.81	13.67	0.95	12.99
18.	龍邦公司(上市 2514)	101年11月23日 起至102年1月11 日	臺灣臺北地方法院 107年度金字第 121號民事判決	26.67	1.04	97.81	101.72	15.15	1.75	26.51
19.	興泰公司(上市 1235)	103年3月3日 至9月30日	臺灣桃園地方法院 108年度金字第 13號民事判決	25.05				23.44	1.44	33.75
20.	昇貿公司(上市 3305)	98年7月6日起 至98年8月24日	臺灣士林地方法院 103年度金字第 12號民事判決 臺灣高等法院 104 年度金上字第 5 號民事判決 最高法院 108 年 度台上字第 402	68.58	3.74	11.06	41.36	27.63	1.55	42.83

表 7：本益比及淨值比算出的應有價格

編號	公司	操縱期間	判決字號	操縱期間 均價	操縱期間 EPS (若跨 季就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均本益比	操縱期間的 EPS× 操縱 三個月平均 本益比=操 縱期間應有 的價格	操縱期間淨 值 (若跨季 就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均淨值比	操縱期間的 淨值× 操縱 三個月平均 淨值比=操 縱期間應有 的價格
			號民事判決 (爭執 操縱行為起始日)							
21.	南港公司 (上市 2101)	92年5月1日至同 年8月31日	臺灣臺北地方法院 99年度金字第44 號民事判決 (原告 敗訴, 無因果關係) 臺灣高等法院 102 年度金上字第9 號民事判決 (無舉 證損害因果關係)	18.89	0.74	13.67	10.12	16.01	1.46	23.37

表 7：本益比及淨值比算出的應有價格

編號	公司	操縱期間	判決字號	操縱期間 均價	操縱期間 EPS (若跨 季就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均本益比	操縱期間的 EPS×操縱 三個月平均 本益比=操 縱期間應有 的價格	操縱期間淨 值(若跨季 就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均淨值比	操縱期間的 淨值×操縱 三個月平均 淨值比=操 縱期間應有 的價格
			<p>最高法院 105 年 度台上字第 1904 號民事判決(理由 不備,發回高院)</p> <p>臺灣高等法院 105 年度金上更(一)字 第 6 號民事判決</p> <p>最高法院 108 年 度台上字第 38 號 民事判決(構成要 件分不夠細寫得不 夠清楚)</p> <p>臺灣高等法院 108 年度金上更二字第 7 號民事判決</p>							

表 7：本益比及淨值比算出的應有價格

編號	公司	操縱期間	判決字號	操縱期間 均價	操縱期間 EPS (若跨 季就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均本益比	操縱期間的 EPS×操縱 三個月平均 本益比=操 縱期間應有 的價格	操縱期間淨 值(若跨季 就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均淨值比	操縱期間的 淨值×操縱 三個月平均 淨值比=操 縱期間應有 的價格
22.		95 年 4 月 2 日至 5 月 22 日		55.89	2.03	7.61	15.45	19.74	1.78	35.14
23.	振維公司(現為華 盈，上櫃 3520)	104 年 5 月 19 日至 同年 7 月 3 日	臺灣臺北地方法院 108 年度金字第 15 號民事判決	111.98				5.89	20.64	121.57
24.		104 年 10 月 1 日至 同年 12 月 11 日		91.22				5.79	14.43	83.55
25.		105 年 1 月 29 日至 同年 3 月 18 日		103.37				5.55	17.89	99.29
26.	碩天公司(上市 3617)	100 年 3 月 7 日 至同年 10 月 25 日	臺灣臺北地方法院 103 年度金字第 1 號民事判決	103.1	2.18	14.68	32	37.37	1.8	67.27

表 7：本益比及淨值比算出的應有價格

編號	公司	操縱期間	判決字號	操縱期間 均價	操縱期間 EPS (若跨 季就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均本益比	操縱期間的 EPS×操縱 三個月平均 本益比=操 縱期間應有 的價格	操縱期間淨 值(若跨季 就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均淨值比	操縱期間的 淨值×操縱 三個月平均 淨值比=操 縱期間應有 的價格
27.	恩德公司(上市 1528)	100年4月11日起 至100年5月24 日	臺灣苗栗地方法院 103年度重訴字第 103號民事判決 臺灣高等法院 臺 中分院 104年度 金上字第2號民 事判決(被告上訴 無理由) 最高法院 107(上 訴駁回)	18.4	1.32	11.29	14.9	15.16	1.11	16.83
28.	泰谷公司(上櫃 3339)	100年4月12日至 100年5月26日	臺灣臺中地方法院 104年度金字第 10號民事判決	33.75	-0.68	26.76	-18.2	18.38	1.97	36.21

表 7：本益比及淨值比算出的應有價格

編號	公司	操縱期間	判決字號	操縱期間 均價	操縱期間 EPS (若跨 季就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均本益比	操縱期間的 EPS×操縱 三個月平均 本益比=操 縱期間應有 的價格	操縱期間淨 值(若跨季 就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均淨值比	操縱期間的 淨值×操縱 三個月平均 淨值比=操 縱期間應有 的價格
29.	慶豐富公司(上市 9935)	96年6月4日起至 97年8月20日	臺灣臺中地方法院 101年度金字第3 號民事判決 臺灣高等法院臺 中分院103年度 金上字第5號民 事判決 最高法院105年 度台上字第1336 號民事裁定(上訴 駁回)	18.95	0.16	36.25	5.8	12.87	1.4	18.02
30.	F-再生公司(上市 1337)	103年4月24日 至同年5月2日	臺灣臺北地方法院 103年度金字第 39號民事判決	70.3	2.54	13.16	33.43	36.29	2.14	77.66
31.	聯明公司(上櫃 4408)	98年5月12日至 98年6月26日	臺灣臺北地方法院 103年度金字第 19號民事判決	9.19				6.24	0.82	5.12

表 7：本益比及淨值比算出的應有價格

編號	公司	操縱期間	判決字號	操縱期間 均價	操縱期間 EPS (若跨 季就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均本益比	操縱期間的 EPS×操縱 三個月平均 本益比=操 縱期間應有 的價格	操縱期間淨 值(若跨季 就以季平 均)	操縱日當月 的前三個月 平均淨值比	操縱期間的 淨值×操縱 三個月平均 淨值比=操 縱期間應有 的價格
32.	怡華公司(上市 1456)	97年4月10日至 同年6月16日	臺灣桃園地方法院 101年度金字第1 號民事判決	4.47	1.38	2.82	3.89	5.19	0.37	1.92
33.	零壹公司(上市 3029)	93年11月1日至 95年4月6日	臺灣臺中地方法院 98年度金字第23 號民事判決	10.314	0.2	15.09	3.02	13.86	0.53	7.35
34.	宏都公司(上市 5523)	94年5月31日至 95年4月6日	臺灣臺中地方法院 98年度金字第23 號民事判決	16.94	0.766	5.68	4.35	11.73	0.91	10.67
35.	凱衛公司(上櫃 5201)	93年7月21日至 95年4月6日	臺灣臺中地方法院 98年度金字第23 號民事判決	20.97				6.27	0.93	3.6
36.	日馳公司(上市 1526)	91年10月16日起 至91年12月13 日	臺灣臺中地方法院 97年度金字第15 號民事判決	13.34				8.62	0.87	7.5

表 8：本益比算出的應有價格與期日的關係

編號	公司	操縱期間的 EPS×操縱三個月平均本益比=操縱期間應有的價格	操縱前 5 日均價	操縱前 10 日均價	操縱前 30 日均價	操縱後 5 日均價	操縱後 10 日均價	操縱後 30 日均價	操縱期間應有價格 (本益比) 與操縱前 5 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比) 與操縱前 10 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比) 與操縱前 30 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比) 與操縱後 5 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比) 與操縱後 10 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比) 與操縱後 30 日均價差額
1.	永純公司 (上櫃 4711)	19.16	11.84	11.75	11.36	18.86	19.48	17.42	7.32	7.41	7.8	0.3	0.32	1.74
2.	利機公司 (上櫃 3444)	17.28	14.58	14.62	14.33	16.53	16.37	16.28	2.7	2.66	2.95	0.75	0.91	1
3.	精聯公司 (上櫃 3652)	28.22	19.33	19.32	19.47	28.92	28.82	26.56	8.89	8.9	8.75	0.7	0.6	1.66
4.	達輝公司 (上櫃 5276)	5.22	19.64	19.52	18.83	25.66	25.12	23.63	14.42	14.3	13.61	20.44	19.9	18.41
5.	佳必琪公司 (上市 6197)	38.96	47.24	47.52	45.03	131.1	120.05	97.15	8.28	8.56	6.07	92.14	81.09	58.19
6.		8.60	68.74	62.06	59.67	33.17	35.39	39.85	60.14	53.46	51.07	24.57	26.79	31.25

表 8：本益比算出的應有價格與期日的關係

編號	公司	操縱期間的 EPS×操縱三個月平均本益比=操縱期間應有的價格	操縱前 5 日均價	操縱前 10 日均價	操縱前 30 日均價	操縱後 5 日均價	操縱後 10 日均價	操縱後 30 日均價	操縱期間應有價格 (本益比)與操縱前 5 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比)與操縱前 10 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比)與操縱前 30 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比)與操縱後 5 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比)與操縱後 10 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比)與操縱後 30 日均價差額
7.	三陽工業公司(上市 2206)	3.02	13.74	13.89	14.77	22.17	21.57	20.01	10.72	10.87	11.75	19.15	18.55	16.99
8.	碩天公司(上市 3617)	32.46	80.9	80.52	76.6	133.1	119.1	107.46	48.44	48.06	44.14	100.64	86.64	75
9.	萬潤公司(上櫃 6187)	3.68	17.42	18.54	19.44	16.31	15.33	14.85	13.74	14.86	15.76	12.63	11.65	11.17
10.	佶優公司(上櫃 5452)	5.81	11.95	11.88	12.26	18.19	17.49	16.77	6.14	6.07	6.45	12.38	11.68	10.96
11.	龍邦公司(上市 2514)	101.72	19.38	19.59	19.34	33.12	34.39	34.12	82.34	82.13	82.38	68.6	67.33	67.6
12.	昇貿公司(上市 3305)	41.36	49.36	47.23	45.31	72.7	75.44	73.12	8	5.87	3.95	31.34	34.08	31.76

表 8：本益比算出的應有價格與期日的關係

編號	公司	操縱期間的 EPS×操縱三個月平均本益比=操縱期間應有的價格	操縱前 5 日均價	操縱前 10 日均價	操縱前 30 日均價	操縱後 5 日均價	操縱後 10 日均價	操縱後 30 日均價	操縱期間應有價格 (本益比) 與操縱前 5 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比) 與操縱前 10 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比) 與操縱前 30 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比) 與操縱後 5 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比) 與操縱後 10 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比) 與操縱後 30 日均價差額
13.	南港公司 (上市 2101)	10.12	14.02	14.49	15.59	20.68	20.08	22	3.9	4.37	5.47	10.56	9.96	11.88
14.		15.45	42.48	41.99	41.46	61.04	60.72	56.91	27.03	26.54	26.01	45.59	45.27	41.46
15.	碩天公司 (上市 3617)	32.00	69.88	69.64	66.47	80.12	70.19	55.20	37.88	37.64	34.47	48.12	38.19	23.2
16.	恩德公司 (上市 1528)	14.90	15.69	15.54	15.29	18.32	18.15	19.26	0.79	0.64	0.39	3.42	3.25	4.36
17.	泰谷公司 (上櫃 3339)	-18.20	42.15	41.36	40.67	28.11	29.41	31.18	60.35	59.56	58.87	46.31	47.61	49.38
18.	慶豐富公司 (上市 9935)	5.80	9.16	9.24	9.40	16.1	16.77	17.46	3.36	3.44	3.6	10.3	10.97	11.66
19.	F-再生公司 (上市)	33.43	89.8	89.76	88.28	71.04	68.08	66.46	56.37	56.33	54.85	37.61	34.65	33.03

表 8：本益比算出的應有價格與期日的關係

編號	公司	操縱期間的 EPS× 操縱三個月平均本益比 = 操縱期間應有的價格	操縱前 5 日均價	操縱前 10 日均價	操縱前 30 日均價	操縱後 5 日均價	操縱後 10 日均價	操縱後 30 日均價	操縱期間應有價格 (本益比) 與操縱前 5 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比) 與操縱前 10 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比) 與操縱前 30 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比) 與操縱後 5 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比) 與操縱後 10 日均價差額	操縱期間應有價格 (本益比) 與操縱後 30 日均價差額
	1337)													
20.	怡華公司 (上市 1456)	3.89	3.3	3.32	3.28	3.34	3.23	2.90	0.59	0.57	0.61	0.55	0.66	0.99
21.	零壹公司 (上市 3029)	3.02	7.96	8.08	8.28	8.55	8.59	8.59	4.94	5.06	5.26	5.53	5.57	5.57
22.	宏都公司 (上市 5523)	4.35	9.57	9.7	10	23.12	22.63	22.66	5.22	5.35	5.65	18.77	18.28	18.31
23.	各期日均價最接近應有價格的公司數								5	1	6	5	2	3
24.	價格均值	18.65	30.82	30.43	29.78	40.01	38.47	35.90	12.17	11.78	11.13	21.36	19.82	17.25

表 9：淨值比算出的應有價格與期日的關係

編號	公司	操縱期間 的淨值× 操縱三個 月平均本 淨比=操 縱期間應 有的價格	操縱前 日均價	5 操縱前 日均價	10 操縱前 日均價	30 操縱前 日均價	5 操縱後 日均價	10 操縱後 日均價	30 操縱後 日均價	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱前 5 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱前 10 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱前 30 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱後 5 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱後 10 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱後 30 日 均價差額
1.	大同公司 (上市 2371)	5.268	5.508	5.414	5.40	5.69	5.60	5.42	0.24	0.146	0.132	0.422	0.332	0.152	
2.	永純公司 (上櫃 4711)	14.32	11.84	11.75	11.36	18.86	19.48	17.42	2.48	2.57	2.96	4.54	5.16	3.1	
3.	利機公司 (上櫃 3444)	16.67	14.58	14.62	14.33	16.53	16.37	16.28	2.09	2.05	2.34	0.14	0.3	0.39	
4.	精聯公司 (上櫃 3652)	21.28	19.33	19.32	19.47	28.92	28.82	26.56	1.95	1.96	1.81	7.64	7.54	5.28	
5.	達輝公司 (上櫃 5276)	21.6	19.64	19.52	18.83	25.66	25.12	23.63	1.96	2.08	2.77	4.06	3.52	2.03	
6.	吉祥全公 司(上市 2491)	5.67	5.966	6.21	5.968	15.59	15.07	13.92	0.296	0.54	0.298	9.92	9.4	8.25	

表 9：淨值比算出的應有價格與期日的關係

編號	公司	操縱期間 的淨值× 操縱三個 月平均本 淨比=操 縱期間應 有的價格	操縱前 5 日均價	操縱前 10 日均價	操縱前 30 日均價	操縱後 5 日均價	操縱後 10 日均價	操縱後 30 日均價	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱前 5 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱前 10 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱前 30 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱後 5 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱後 10 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱後 30 日 均價差額
7.		16.59	13.15	13.32	12.98	10.81	9.48		3.44	3.27	3.61	5.78	7.11	16.59
8.	佳必琪公 司（上市 6197）	48.93	47.24	47.52	45.03	131.1	120.05	97.15	1.69	1.41	3.9	82.17	71.12	48.22
9.		95.88	68.74	62.06	59.67	33.17	35.39	39.85	27.14	33.82	36.21	62.71	60.49	56.03
10.		46.32	30.94	30.87	30.68	99.61	104.25	109.38	15.38	15.45	15.64	53.29	57.93	63.06
11.	三陽工業 公司(上市 2206)	18.83	13.74	13.89	14.77	22.17	21.57	20.01	5.09	4.94	4.06	3.34	2.74	1.18
12.	眾星公司 （上櫃 8082）現為 深耕	5.46	5.34	5.35	5.11	12.25	12.07	12.18	0.12	0.11	0.35	6.79	6.61	6.72
13.		21.13	18.26	17.95	19.06	24.82	23.07	19.65	2.87	3.18	2.07	3.69	1.94	1.48
14.	碩天公司	67.70	80.9	80.52	76.6	133.1	119.1	107.46	13.2	12.82	8.9	65.4	51.4	39.76

表 9：淨值比算出的應有價格與期日的關係

編號	公司	操縱期間 的淨值× 操縱三個 月平均本 淨比=操 縱期間應 有的價格	操縱前 5 日均價	操縱前 10 日均價	操縱前 30 日均價	操縱後 5 日均價	操縱後 10 日均價	操縱後 30 日均價	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱前 5 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱前 10 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱前 30 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱後 5 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱後 10 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱後 30 日 均價差額
	(上市 3617)													
15.	佳總公司 (上櫃 5355)	14.29	13.92	14	14.44	15.88	14.89	12.75	0.37	0.29	0.15	1.59	0.6	1.54
16.	萬潤公司 (上櫃 6187)	23.65	17.42	18.54	19.44	16.31	15.33	14.85	6.23	5.11	4.21	7.34	8.32	8.8
17.	佶優公司 (上櫃 5452)	12.99	11.95	11.88	12.26	18.19	17.49	16.77	1.04	1.11	0.73	5.2	4.5	3.78
18.	龍邦公司 (上市 2514)	26.51	19.38	19.59	19.34	33.12	34.39	34.12	7.13	6.92	7.17	6.61	7.88	7.61
19.	興泰公司 (上市 1235)	33.75	25.17	25.05	25.11	25.01	26.18	25.90	8.58	8.7	8.64	8.74	7.57	7.85

表 9：淨值比算出的應有價格與期日的關係

編號	公司	操縱期間 的淨值× 操縱三個 月平均本 淨比=操 縱期間應 有的價格	操縱前 5 日均價	操縱前 10 日均價	操縱前 30 日均價	操縱後 5 日均價	操縱後 10 日均價	操縱後 30 日均價	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱前 5 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱前 10 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱前 30 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱後 5 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱後 10 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱後 30 日 均價差額
20.	昇貿公司 (上市 3305)	42.83	49.36	47.23	45.31	72.7	75.44	73.12	6.53	4.4	2.48	29.87	32.61	30.29
21.	南港公司 (上市 2101)	23.37	14.02	14.49	15.59	20.68	20.08	22	9.35	8.88	7.78	2.69	3.29	1.37
22.		35.14	42.48	41.99	41.46	61.04	60.72	56.91	7.34	6.85	6.32	25.9	25.58	21.77
23.	振維公司 (現為華 盈，上櫃 3520)	121.57	97.94	98.38	100.14	118.7	112.3	99.32	23.63	23.19	21.43	2.87	9.27	22.25
24.		83.55	71.8	74.7	76.57	118.3	117.65	108.85	11.75	8.85	6.98	34.75	34.1	25.3
25.		99.29	95.26	98.55	106.12	125.9	121.45	108.62	4.03	0.74	6.83	26.61	22.16	9.33
26.	碩天公司 (上市 3617)	67.27	69.88	69.64	66.47	80.12	70.19	55.20	2.61	2.37	0.8	12.85	2.92	12.07

表 9：淨值比算出的應有價格與期日的關係

編號	公司	操縱期間 的淨值× 操縱三個 月平均本 淨比=操 縱期間應 有的價格	操縱前 日均價	操縱前 5 日均價	操縱前 30 日均價	操縱後 5 日均價	操縱後 10 日均價	操縱後 30 日均價	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱前 5 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱前 10 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱前 30 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱後 5 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱後 10 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱後 30 日 均價差額
27.	恩德公司 (上市 1528)	16.83	15.69	15.54	15.29	18.32	18.15	19.26	1.14	1.29	1.54	1.49	1.32	2.43
28.	泰谷公司 (上櫃 3339)	36.21	42.15	41.36	40.67	28.11	29.41	31.18	5.94	5.15	4.46	8.1	6.8	5.03
29.	慶豐富公 司(上市 9935)	18.02	9.16	9.24	9.40	16.1	16.77	17.46	8.86	8.78	8.62	1.92	1.25	0.56
30.	F-再生公 司(上市 1337)	77.66	89.8	89.76	88.28	71.04	68.08	66.46	12.14	12.1	10.62	6.62	9.58	11.2
31.	聯明公司 (上櫃 4408)	5.12	5.73	6.18	7.37	9.26	9.23	8.87	0.61	1.06	2.25	4.14	4.11	3.75
32.	怡華公司 (上市 1456)	1.92	3.3	3.32	3.28	3.34	3.23	2.90	1.38	1.4	1.36	1.42	1.31	0.98

表 9：淨值比算出的應有價格與期日的關係

編號	公司	操縱期間 的淨值× 操縱三個 月平均本 淨比=操 縱期間應 有的價格	操縱前 5 日均價	操縱前 10 日均價	操縱前 30 日均價	操縱後 5 日均價	操縱後 10 日均價	操縱後 30 日均價	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱前 5 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱前 10 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱前 30 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱後 5 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱後 10 日 均價差額	操縱期間 應有的價 格（淨值 比）與操 縱後 30 日 均價差額
33.	零壹公司 （上市 3029）	7.35	7.96	8.08	8.28	8.55	8.59	8.59	0.61	0.73	0.93	1.2	1.24	1.24
34.	宏都公司 （上市 5523	10.67	9.57	9.7	10	23.12	22.63	22.66	1.1	0.97	0.67	12.45	11.96	11.99
35.	凱衛公司 （上櫃 5201）	3.60	7	7.31	7.35	26.57	23.34	17.85	3.4	3.71	3.75	22.97	19.74	14.25
36.	日馳公司 （上市 1526）	7.50	7.8	8.3	8.28	16.36	14.70	13.26	0.3	0.8	0.78	8.86	7.20	5.76
37.	各期日均 價最接近 應有價格 的公司數								10	4	12	4	1	5
38.	價格均值	32.63	30.05	30.03	29.99	41.81	40.44	38.45	2.58	2.6	2.64	9.18	7.81	5.82



第六章、結論與待解決之問題

我國操縱市場條文至今經歷過四次修法中，僅有一次係針對操縱市場損害賠償計算，該次修法也僅將操縱市場得請求損害賠償明文化，操縱市場損害賠償之計算方式仍交由實務自行運作。實務上的損害賠償計算方式主要分為毛損益法及淨損差額法。毛損益法係不排除非操縱行為所影響的股價波動的計算方式，多以起訴時的價格為計算基礎，但仍有例外，如該股下市時會以 0 元為計算基礎。淨損差額法則需排除非操縱行為所影響的股價波動，實務有以操縱開始前 10 日均價、操縱行為公布後 10 日均價、操縱行為公布後 90 日均價作為擬制真實價格。在投保中心成立後，也逐漸以參考內線交易規定「操縱開始前 10 日均價」為擬制真實價格來請求損害賠償，法院也普遍採納，然其缺乏一定論理而逕自類推適用，是否合理，本文持懷疑態度。另外，若不修法依照現行實務持續運作，本文認為投保中心對於法院採取損害賠償計算方式影響過大，其程度已非法官造法之問題，甚至有當事人造法的疑慮，對於被告而言實屬不公，故本文傾向修法明定合理的損害賠償計算方式。

接著，本文試從操縱市場與其他三種證券詐欺違法行為（單純證券詐欺、財報不實、內線交易）之比較，分析各自實務計算方式，是否有值得操縱市場損害賠償在法無明文下，加以參考或類推適用。首先，分析單純證券詐欺行為的損害賠償，可得出多以全額賠償為原則，因僅以單純證券詐欺請求之案件，系爭公司通常為空殼公司，並無任何價值，與操縱市場中被操縱公司仍有剩餘價值的性質並不相同。除此之外，市場適用範圍不同、事實背景之不同、原告不同，皆為本文認為兩者於請求損害賠償計算方式不同之原因。接著，分析財報不實的損害賠償，係以毛損益法為主要的損賠計算方式²⁸¹，然侵權行為的損害賠償係以回復至應有狀態而非原有狀態為原則，且依損失因果關係理論，加害行為與損失間應具

²⁸¹ 雖近期最高法院有以淨損差額法論觀念述損害賠償不應包含非財報不實所致的損害，但該案發回高院後還未審判，因此尚不能斷定財報不實損害賠償計算於未來係採淨損差額法為大宗。



有因果關係，故以較符合損害賠償概念之淨損差額法為損賠計算的操縱市場，並無理由參考以毛損益法為損賠計算的財報不實。最後，分析實務於操縱市場損賠計算中，類推適用內線交易損賠規定是否有理。首先，內線交易何以消息公開後 10 日為計算基礎之立法理由及定義本就不清楚，實務以此條文類推適用僅因該條文係唯一有明文期日均價的損賠計算，且具有保護原告及公義色彩的投保中心皆如此主張。再者，類推適用須基於同一法律理由及平等原則而為價值判斷，然兩者基礎理論、保護法益皆有所不同，故本文認為投保中心及法院類推適用內線交易之規定並無理由，此錯誤的類推適用規定，也係本文認為應修法將操縱市場損害賠償計算明文化的原因之一。

另外，本文在分析操縱市場與他證券詐欺行為損賠競合時，發現實務對於涉及財報不實、操縱市場及內線交易競合案件會以消息公開後 10 日均價為擬制真實價格；當涉及財報不實及操縱市場競合案件會以消息公開前 10 日均價為擬制真實價格；當僅涉及財報不實案件時則採毛損益法。如此的競合處理結果將造成違反越多證券詐欺違法行為，卻反而負更少的賠償責任，故本文認為當同時涉及多種證券詐欺違法行為時，應分別計算各種行為的損害賠償計算方式，並採損害賠償額最高之計算方式作為競合案件的損賠範圍，對於原被告而言才屬公平。

參考我國其餘證券詐欺損害賠償計算未果後，本文轉以參考比較法的損害賠償計算。美國法的證券詐欺損害賠償計算，係以純粹的淨損差額法為原則，以事件研究法或指數比較法來計算出當時購買日的真實價格，然考量到我國商業法院於近年才剛成立，若以純粹的淨損差額法作為我國操縱市場真實價格的計算，於訴訟上及計算上實屬不易。故本文轉而參考日本法證券詐欺損害賠償之規定，然因日本操縱市場損害賠償制度並不完善，故本文將參考日本財報不實損害賠償之立法設計。日本財報不實損害賠償有推定額及酌減額之規定，推定額係為減輕原告於證明損害賠償額度之舉證責任，但日本實務認為該推定額不以取得時差額為限，而係搭配酌減額之規定，使被告不負超過加害行為所造成損失之賠償責任。

本文認為推定額立法設計值得我國參考，但應以當初購買時價格與擬制真實價格之差額作為論理基礎（權衡的淨損差額法），因此也無需酌減額設計，僅於被告認為有更合理之真實價格時得舉反證推翻。

然推定額之擬制真實價格難以計算，本文認為以市場估值股票應有價格，再以和應有價格最接近的操縱前後日均價作為擬制真實價格的方法，應屬可採。股票估值分為絕對評價法及相對評價法。絕對評價法的估值方式有股利折現模型以及現金流折現模型。前者需公司有固定發放股利，然於經營不善或成長型公司未必會穩定發放股利；後者則需多種的預測數值，預測數值如折現率及未來成長率皆需更多專業知識才得以計算，兩種估值方法於本文皆難以計算，故本文不採。相對評價法則有淨值比、本益比及本益成長比的估值方法，其中本益成長比須預測個股未來本益比及盈餘成長率，但於被操縱股票中，許多公司盈餘皆為負數，更遑論盈餘成長率，因此不僅數值取得困難也較難計算，故本文最終將以淨值比及本益比來進行估值。取得數值在考量應排除操縱影響、不應距事實發生過遠、應需有一定期間的要件下，本文認為以淨值比算出的應有價格計算方式，得以操縱期間的平均淨值乘以操縱前三個月的平均淨值比；以本益比算出的應有價格計算方式，得以操縱期間的平均每股盈餘乘以操縱前三個月的平均本益比，估值結果為以操縱行為開始前 30 日均價與應有價格最為接近，故以此平均期日的價格作為擬制真實價格。

條文設計可於證交法第 155 條新增第 4 項，並將原第 4 項之條文移至第 5 項。新增內容為：「於證明前項損害賠償額有困難時，原告得以購買價格減去操縱開始前 30 個交易日收盤均價之差額乘以購買股數，推定為得請求之損害賠償額。但法院認為有更適當之損賠額時，則不在此限。」

原告於提起操縱市場損害賠償訴訟時，除得以原證交法第 155 條第 3 項請求並主張損害賠償的計算方法外，亦得將新增第 4 項列為備位請求，於法院認為主請求無理由（請求損害賠償有理由，但損害賠償計算方式無理由）時，得以推定



額請求損害賠償，減輕原告於證明損害賠償額的舉證責任。但推定額之請求當然須以操縱市場損害賠償成立時為前提，如原告確係受有損害，該損害確係由操縱行為所致等等，若操縱市場損害賠償不成立，以推定額請求亦無法成立。當被告認為推定額於個案無理由時，亦得舉反證推翻，證明應以更合理的真實價格計算。另外，於第 4 項但書中明文民事訴訟法第 222 條第 2 項之規定，於最終保留法院對損害額的裁量權限，在法院認為推定額無理由時，縱原被告皆無進一步主張，法院亦得審酌一切情況，依所得心證定其數額。法院得為與推定額相反之認定，可參第二章小結的例外情況，如該公司已下市櫃，縱原告以推定額請求，法院亦得審酌一切情況，而以 0 元為計算基礎。當原告提出的主請求及推定額皆有理由時，應以得請求較高之損害額為準，亦即推定額之損賠範圍不影響以證交法第 155 條第 3 項主張的損害賠償範圍。

推定額之規定對於操縱市場損害賠償計算之完善僅為第一步，後續相關問題如操縱始日之認定、多段操縱期間起算時點之認定、損益相抵範圍之認定等等，仍有待實務討論，期待未來的操縱市場損害賠償，透過條文修正搭配實務努力，變為對原告及被告皆屬公平之規定。



參考文獻

一、中文文獻

(一) 專書

- 王澤鑑 (2014)，《民法總則》，新版。
- 王澤鑑 (2018)，《損害賠償》，三版。
- 李開遠 (2007)，《證券管理法規新論》，五版，五南。
- 余雪明 (2016)，《證券交易法：比較證券法》，五版，證期會。
- 陳聰富 (2017)，《侵權行為法原理》，初版。
- 賴英照 (2017)，《股市遊戲規則最新證券交易法》，第三版。
- 賴英照 (1986)，《證券交易法逐條釋義第三冊》，再版。
- 賴英照 (1996)，《證券交易法逐條釋義》，再版，三民。
- 賴英照 (2006)，《股市遊戲規則—最新證券交易法解析》，初版。
- 戴明昇 (2016)，《證券交易法物語 (一)》，初版，元照。

(二) 期刊論文

- 朱德芳、蔡英欣、洪秀芬 (2022)，〈證券詐欺案件損害賠償計算方式之研議〉，
《證券投資人及期貨交易保護中心委託專案研究》，頁 1-446。
- 林建中 (2002)，〈美國證券交易法上操縱行為之規定與檢討 (三)〉，《法務
通訊》，頁 4-6。
- 邵慶平 (2019)，〈財報不實民事責任法制中公司作為責任主體之反思〉，《月
旦法學雜誌》，290 期，頁 118-136。
- 邵慶平 (2021)，〈財報不實淨損差額法的得失與司法制度的改革〉，《月旦法
學雜誌》，310 期，頁 84-96。
- 陳惟龍、林仁光 (2013)，〈各國關於操縱股價之損害賠償責任規範及實踐研究〉，
《證券投資人及期貨交易人保護中心委託專案研究》，頁 1-214。
- 郭大維 (2010)，〈論我國內線交易法治—由英美兩國對證券市場內線交易之規
範談起〉，《軍法專刊》，第 56 卷第 4 期，頁 54-77。
- 莊永丞 (2005)，〈證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方法之省思〉，《國
立台灣大學法學論叢》，第 34 卷第 2 期，頁 123-180。

曾宛如（2009），〈建構我國內線交易之規範：從禁制內線交易所欲保護之法意切入〉，《台大法學論叢》，第 38 卷第 1 期，頁 253-310。

游翔芸（2015），〈證券交易法修正簡介〉，《證券暨期貨月刊》，第 33 卷第 10 期，頁 21-32。

賴英照（2006），〈內線交易的民事賠償〉，《司法周刊》，第 1273 期，頁 1-5。

戴銘昇（2007），〈證券詐欺之構成要件與民事責任〉，《證交資料》，第 540 期，頁 28-55。

戴銘昇（2008），〈證券詐欺行為主體之判斷標準〉，《證交資料》，第 557 期，頁 6-35。

戴銘昇（2012），〈美國證券詐欺損失因果關係要件之研究〉，《法令月刊》，第 63 卷第 7 期，頁 66-85。

（三）學位論文

施東亮（2009），〈證券集中交易市場反操縱條款之實務運作研究—以證券交易法第 155 條第 1 項刑事責任為中心〉。

（四）司法裁判

最高法院 93 年度台上字第 1220 號民事判決。

最高法院 95 年度台上字第 2385 號民事判決。

最高法院 96 年度台上字第 15 號民事判決。

最高法院 96 年度台上字第 15 號民事判決。

最高法院 99 年度台上字第 2244 號民事判決。

最高法院 102 年度台上字第 242 號判決。

最高法院 104 年度台上字第 2399 號民事判決。

最高法院 104 年度台上字第 1483 號民事判決。

最高法院 105 年度台上字第 1904 號民事判決。

最高法院 105 年度台上字第 2202 號民事判決。

最高法院 106 年度台上字第 1246 號民事判決。

最高法院 107 年度台上字第 759 號民事判決。

最高法院 108 年度台上字第 863 號民事判決。

最高法院 108 年度台上字第 38 號民事判決。



- 最高法院 108 年度台上字第 402 號民事判決。
最高法院 108 年度台上字第 379 號民事判決。
最高法院 108 年度台上字第 1496 號民事判決。
最高法院 109 年度台上字第 1395 號民事判決。
最高法院 109 年度台上字第 2364 號民事判決。
最高法院 109 年度台上字第 1910 號民事判決。
最高法院 111 年度台上字第 21 號民事判決。
臺灣高等法院 90 年度上字第 1289 號民事判決。
臺灣高等法院 92 年度上字第 1086 號民事判決。
臺灣高等法院 93 年度重訴字第 50 號民事判決。
臺灣高等法院 93 年度重訴字第 50 號民事判決。
臺灣高等法院 93 年度上更(一)字第 152 號民事判決。
臺灣高等法院 93 年度重上字第 220 號民事判決。
臺灣高等法院 96 年度金上字第 9 號民事判決。
臺灣高等法院 100 年度金上字第 2 號民事判決。
臺灣高等法院 101 年度金上字第 12 號民事判決。
臺灣高等法院 102 年度金上字第 9 號民事判決。
臺灣高等法院 102 年度金上字第 2 號民事判決。
臺灣高等法院 103 年度金訴字第 1 號民事判決。
臺灣高等法院 103 年度金上字第 13 號民事判決。
臺灣高等法院 104 年度金上更(一)字第 4 號民事判決
臺灣高等法院 104 年度金上字第 5 號民事判決。
臺灣高等法院 105 年度金上字第 6 號民事判決。
臺灣高等法院 105 年度金上更(一)字第 6 號民事判決。
臺灣高等法院 105 年度金上字第 15 號民事判決。
臺灣高等法院 106 年度金上字第 17 號民事判決。
臺灣高等法院 106 年度金上更(一)字第 1 號民事判決。
臺灣高等法院 107 年度金上易字第 2 號民事判決。
臺灣高等法院 107 年度金上更一字第 4 號民事判決。



- 臺灣高等法院 107 年度金上字第 5 號民事判決。
- 臺灣高等法院 107 年度金上字第 20 號民事判決。
- 臺灣高等法院 108 年度金上更一字第 6 號民事判決。
- 臺灣高等法院 108 年度金上更二字第 7 號民事判決。
- 臺灣高等法院 109 年度金訴更一字第 2 號民事判決。
- 臺灣高等法院 109 年度金上易字第 25 號民事判決。
- 臺灣高等法院 109 年度金上字第 4 號民事判決。
- 臺灣高等法院 110 年度金訴字第 12 號民事判決。
- 臺灣高等法院 臺中分院 92 年度上易字第 471 號民事判決。
- 臺灣高等法院 臺中分院 94 年度金上易字第 1 號民事判決。
- 臺灣高等法院 臺中分院 97 年度金上字第 6 號民事判決。
- 臺灣高等法院 臺中分院 99 年度金上字第 6 號民事判決。
- 臺灣高等法院 臺中分院 100 年度金上更(一)字第 2 號民事判決。
- 臺灣高等法院 臺中分院 104 年度金上字第 2 號民事判決。
- 臺灣高等法院 臺中分院 108 年度金上字第 4 號民事判決。
- 臺灣高等法院 臺中分院 108 年度金上字第 6 號民事判決。
- 臺灣高等法院 臺中分院 109 年度訴更一字第 1 號民事判決。
- 臺灣高等法院 臺南分院 97 年度重訴字第 4 號民事判決。
- 臺灣高等法院 臺南分院 99 年度金上字第 1 號民事判決。
- 臺灣高等法院 高雄分院 96 年度金上易字第 1 號民事判決。
- 臺灣高等法院 高雄分院 97 年度金上字第 1 號民事判決。
- 臺灣高等法院 高雄分院 101 年度上字第 327 號民事判決。
- 臺灣高等法院 高雄分院 105 年度重上更(一)字第 5 號民事判決。
- 臺灣高等法院 高雄分院 107 年度重上更二字第 20 號民事判決。
- 臺灣臺中地方法院 90 年度重訴字第 700 號民事判決。
- 臺灣臺中地方法院 91 年度訴字第 243 號民事判決。
- 臺灣臺中地方法院 91 年度訴字第 1769 號民事判決。
- 臺灣臺中地方法院 98 年度金字第 1 號民事判決。
- 臺灣臺中地方法院 103 年度金字第 31 號民事判決。



- 臺灣臺中地方法院 108 年度金字第 18 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 89 年度重訴字第 1074 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 92 年度重訴字第 674 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 93 年度金字第 70 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 95 年度金字第 32 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 97 年度金簡上字第 2 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 99 年度金字第 44 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 99 年度金字第 11 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 100 年度金字第 21 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 101 年度金字第 8 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 102 年度金字第 8 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 103 年度金字第 29 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 104 年度金字第 11 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 104 年度金字第 25 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 105 年度金字第 144 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 32 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 78 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 4 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 106 年度金字第 12 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 108 年度金更一字第 1 號民事判決。
- 臺灣臺北地方法院 108 年度金更一字第 1 號民事判決。
- 臺灣臺南地方法院 96 年度訴字第 1155 號民事判決。
- 臺灣臺南地方法院 97 年度金字第 1 號民事判決。
- 臺灣臺南地方法院 107 年度金字第 6 號民事判決
- 臺灣士林地方法院 100 年度金字第 5 號民事判決。
- 臺灣士林地方法院 103 年度金字第 12 號民事判決。
- 臺灣新北地方法院 98 年度金字第 1 號民事判決。
- 臺灣新北地方法院 105 年度金字第 13 號民事判決。
- 臺灣新竹地方法院 90 年度重訴字第 162 號民事判決。



臺灣新竹地方法院 100 年度重訴字第 131 號民事判決。
臺灣苗栗地方法院 103 年度重訴字第 103 號民事判決。
臺灣高雄地方法院 92 年度金字第 1 號民事判決。
臺灣高雄地方法院 95 年度金字第 2 號民事判決。
臺灣高雄地方法院 100 年度訴字第 1257 號民事判決。
臺灣桃園地方法院 94 年度金字第 3 號民事判決。
臺北簡易庭 95 年度北金簡字第 1 號民事宣示筆錄。

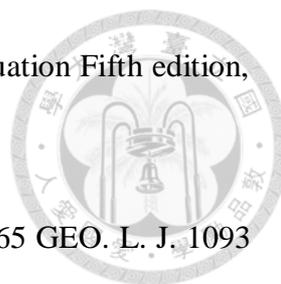
(五) 網路資料

台灣證交所，2017 日本證券市場相關制度，
<https://www.twse.com.tw/ch/products/publication/download/0003000159.pdf>，頁 1，
最後瀏覽日：111 年 11 月 17 日。
台灣證交所，美國證券市場相關制度（2017），
<https://www.twse.com.tw/ch/products/publication/download/0003000161.pdf>，頁 2、
6，最後瀏覽日：111 年 11 月 17 日。
吳宛怡，參加 APEC 金融監理人員訓練倡議-調查與執法區域研討會出國報告，行
政院及所屬各機關因公出國人員報告書出國報告，
<https://report.nat.gov.tw/ReportFront/ReportDetail/detail?sysId=C10100754>，最後
瀏覽日：111 年 11 月 17 日。
漲跌幅機制的放寬及目的：
<https://www.twse.com.tw/zh/page/trading/information8.html>，最後瀏覽日：111
年 11 月 17 日。
商業法施行週年研討會聚焦成效與未來挑戰，
<https://money.udn.com/money/story/5635/6592797>，最後瀏覽日：111 年 11 月
17 日。

二、英文文獻

(一) 專書

Aswath Damodaran, *The Little Book of Valuation*, (2011).
Gary Giroux, *Accounting Fraud : Maneuvering and manipulation, Past and present* ,
business expert press, (2013).
Norton Reamer, Jesse Downing, *Investment : A history*, (2016).



Stephen H. Penman, *Financial Statement Analysis and Security Valuation* Fifth edition, (2013).

(二) 期刊論文

Arnold S. Jacobs, Measure of Damages in Rule 10b-5 Cases, *The* , 65 *GEO. L. J.* 1093 (1977).

David Simon Sokolow, *Corporations and Partnerships*, 37 *Sw L.J.* 165 (1983).

Michael J. Rowan, Rule 10b-5, 33 *Wash. & LEE L. REV.* 937 (1976).

Richard A. Booth, OOPs! The Inherent Ambiguity of out-of-Pocket Damages in Securities Fraud Class Actions, 46 *J. CORP. L.* 319 (2021).

S. A. King, Proffering the Right Evidence: Proving Loss Causation and Damages under SEC Rule 10b-5, 18 *N.C. Banking Inst.* 431 (2013).

Samuel N. Liebmann, Dazed and Confused: Revamping the SEC's Unpredictable Calculation of Civil Penalties in the Technological Era, 69 *DUKE L.J.* 429 (2019).

Urska Velikonja, Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions, 67 *Stan. L. REV.* 331 (2015).

William K.S. Wang, Measuring Insider Trading Damages for a Private Plaintiff, 10 *University of California at Davis Business Law Journal* 1 (2009).

(三) 網路資料

A brief history of securities/financial fraud laws in the United states :
<https://www.lawteryx.com/knowledge-center/history-of-securities-fraud-laws.html>
(last visited Nov. 17, 2022).

The pioneers of financial fraud :
<https://www.investopedia.com/articles/financial-theory/09/history-of-fraud.asp>
(last visited Nov. 17, 2022).

三、日文文獻

(一) 專書

三井秀範 (2005) , 《課徵金制度と民事賠償責任——条解証券取引法》 , 金融財政事情研究会。

岸田雅雄 (2010) , 《注釈金融商品取引法【第3卷】行為規制》 , 金融財政事情研究会。

岸田雅雄、神作裕之、弥勇真生、大崎貞和 (2021) , 《注釈金融商品取引法 (第一卷) 定義、情報開示規則》 , 一般社団法人金融財政事情研究会。

松尾直彦（2013），《金融商品取引法（第2版）》，商事法務研究會。

（二）期刊論文

加賀讓治（2008），〈ソキア株相場操縦に関する損害賠償事件〉，《創価法学》，38(2)，頁 95-109。

白井正和（2012），〈ライブドア事件最高裁判決の検討(上)有価証券報告書の虚偽記載に基づく発行会社の損害賠償責任〉，《旬刊商事法務》，1970 号，頁 4-14。

白井正和（2012），〈ライブドア事件最高裁判決の検討(中)有価証券報告書の虚偽記載に基づく発行会社の損害賠償責任〉，《旬刊商事法務》，第 1971 号，頁 14-24。

白井正和（2012），〈ライブドア事件最高裁判決の検討(下)有価証券報告書の虚偽記載に基づく発行会社の損害賠償責任〉，《旬刊商事法務》，第 1972 号，頁 15-26。

近藤光男（2011），〈有価証券報告書の虚偽記載に基づく損害賠償責任(上)西武鉄道事件最高裁判決を中心に〉，《旬刊商事法務》，1951 号，頁 4-19。

青木浩子（2021），〈日本カストディ銀行 対 東芝事件(東京地判令和 3 年 5 月 13 日判決) 東京地判平 29(ワ)32404(確定)，金融法務事情 2175 号 54 頁〉，《千葉大学法学論集》，第 36 卷第 3・4 号，頁 174-155。

前越俊之（2018），〈有価証券報告書等虚偽記載に関する発行会社の民事責任：損害論からの考察〉，《福岡大学法学論叢》，63(1)，頁 127-199。

浜辺陽一郎（2021），〈複雑な損害額の計算は誰のため?東芝不正会計事件から考える〉，《WLJ 判例コラム》，第 247 号，頁 1-7。

黒沼悦郎（2004），〈証券取引法における民事責任規定の見直し〉，《旬刊商事法務》，1708 号，頁 4-11。

黒沼悦郎（2008），〈西武鉄道事件判決の検討(上)[東京地判平成 20.4.24]〉，《旬刊商事法務》，1838 号，頁 4-13。

黒沼悦郎（2010），〈西武鉄道事件の 2 つの東京高裁判決について〉，《早稲田法学》，第 85 卷 3 号，頁 365-387。

梅本剛正（2012），〈判例評釈 ライブドア事件最高裁判決と金商法 21 条の 2 の損害論[平成 24.3.13]〉，《金融法務事情》，1955 号，頁 56-65。

梅本剛正（2019），〈判例批評 IHI 事件最高裁判決[平成 30.10.11]〉，《民商法雑誌》，第 155 卷第 4 號，頁 792-803。

森山友香子（2020），〈相場操縦規制の対象に関する一考察〉，《駒澤法曹》，第 16 号，頁 93-137。

（三）司法裁判

平成 29(ワ)32404 損害賠償請求事件，令和 3 年 5 月 13 日，東京地方裁判所。

（四）網路資料

民事責任規定・エフォースメント：<https://www.jsri.or.jp/publish/record/pdf/026.pdf>，
金融商品取引法研究会研究記録第 26 号，頁 5，最後瀏覽日：111 年 11 月 17 日。

江戸時代にはお米が「証券化」されていたことをご存知ですか：
<https://gendai.ismedia.jp/articles/-/56562?page=2>，最後瀏覽日：111 年 11 月 17 日。