

財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心
委託專案研究

民事判決實務演變與分析－

以投保中心訴訟案件為中心（一）

委託單位：財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心

計畫主持人：莊永丞教授

研究助理：戴君穎、鄭毓仁、何明峯、郭源安、李昱盈、

林奐辰

中 華 民 國 一 〇 九 年 七 月 十 五 日

目錄

壹、財報暨公開說明書不實類型請求權相關爭點演變趨勢	5
一、95 年 1 月 11 日前案件得否援引證交法第 32 條為法理而予適用	6
二、95 年 1 月 11 日前案件得否援引證交法第 20 條之 1 為法理而予適用	10
三、股東得否為公司法第 23 條第 2 項之請求權人	14
四、是否有吹哨者得免除部分責任之情形	16
五、證交法第 20 條第 2 項是否以不實內容具重大性為必要	18
六、證交法第 20 條第 2 項是否以有同條第 1 項之行為為前提	20
七、證交法第 20 條是否限於故意	23
八、證交法是否屬民法第 184 條第 2 項之保護他人法律	27
九、是否有被告依證交法第 20 條之 1 負比例責任	30
貳、財報暨公開說明書不實類型個別責任主體爭點演變趨勢	33
一、董事、監察人責任	33
（一）代表人董監事應負賠償責任時，法人股東是否應連帶	33
（二）以公司已委任會計師查核財報為由抗辯免責	37
（三）以未出/列席通過財報之董事會為由抗辯免責	39
（四）以授權經營階層/未參與經營為由抗辯免責	43
（五）以僅係掛名/未行使職權/無財會智識為由抗辯免責	45
（六）獨立董事責任是否較執行董事低	48
二、會計師、承銷商、職員責任	48
（一）會計師責任	48
（二）承銷商責任	49
（三）職員、廠商、其他相關主體責任	50
三、財報不實比例責任	52
參、財報暨公開說明書不實類型因果關係爭點演變趨勢	55
一、詐欺市場理論適用	55

二、交易因果關係多數依民事訴訟法第 277 條推定	60
三、交易因果關係與損失因果關係分別證明	61
四、持有人是否須證明信賴要件或是否得依詐欺市場理論推定該信賴	64
肆、財報暨公開說明書不實類型損害賠償爭點之演變趨勢	70
一、損害賠償計算方式	70
二、就真實價格與現值之認定	72
三、損益相抵之可能情形	76
伍、內線交易類型	80
一、法人是否為內線交易規範主體	81
二、非第一手之消息受領人是否為內線交易規範主體	83
三、得否以非牟取私利為由免責（是否以圖利為必要）	85
四、製作不實財報是否為重大影響股票價格之消息	88
陸、操縱股價類型	92
一、是否以交易動機、型態、佔有率、是否違反投資效率等因素判斷	94
二、是否以被告行為造成股價波動、有無相對成交或使用人頭戶等因素判斷	96
三、被告是否需有誘使他人買賣之主觀意圖	99
四、護盤（維持股價）是否構成股價操縱	102
五、投資人於消息揭露後是否有出售有價證券義務	104
六、計算方式是否採淨損益法（淨損差額法）	108
七、真實價格或現值是否援用證§157-1 以 10 日均價計算	110
八、真實價格是否以 90 日均價擬制	114
九、是否須考量市場價格因素（如類股或大盤漲跌幅）	118
十、計算方式是否採純粹淨損益法（期間內買賣損益互抵）	120
十一、真實價格是否以不法行為開始前均價擬制	122
十二、交易因果關係是否依民訴§277 推定	125
十三、交易因果關係與損失因果關係是否須分別證明	128
十四、交易因果關係是否適用詐欺市場理論推定	133

十五、損失因果關係是否以爆發後股價下跌為證（推認揭露前股價遭不當膨脹）	136
柒、代表訴訟	139
一、就涉案不法事實是否得以適用商業判斷原則為由免責	140
二、本中心就投保法第 10 條之 1 增訂前發生之案件是否有提起代表訴訟之權限	143
三、如不法行為係造成子公司受損害，是否可認為母公司亦有損失	148
四、提起代表訴訟時，被告是否須在任	151
捌、解任訴訟	155
一、是否可以跨任期解任	156
二、從事內線交易是否屬重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項	160
三、從事內線交易是否屬執行業務	162
四、從事股價操縱是否屬重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項	165
五、從事股價操縱是否屬執行業務	167
六、裁判解任訴之聲明是否須以目前任期為限	170
七、跨任期解任是否侵害被告工作權	173
八、編製不實財報是否屬重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項	175
九、編製不實財報是否屬執行業務	178
十、投保法第 10 條之 1 第 1 項第 2 款解任訴訟規定有無法律不溯及既往原則之適用？	180
玖、其他類型案	184
一、博達三確認債權訴訟案	185
二、博達四確認債權訴訟案	187
三、東森媒體股票收購詐欺案	189
四、昱晶新股認購案	194
五、群益期貨違法代操案	198
六、科風請求給付股利案	198
七、樂陞（一）公開收購違約案	200

財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心自民國 92 年成立以來致力於證券投資人及期貨交易人權益之維護，促進證券及期貨市場之穩健發展，中心歷來亦已代表投資人進行眾多之團體訴訟、解任訴訟等，已具有重大之社會影響，而判決結果也與社會大眾之權益息息相關。

本次研究又分為二階段。第一階段針對中心財報暨公開說明書不實類型之訴訟案件共 128 件判決進行分析，並分別對其中判決所涉重要之請求權爭點、因果關係爭點以及損害計算之爭點，進行分類、統計及趨勢分析。第二階段則針對中心操縱股價類型、內線交易類型、代表訴訟、解任訴訟及其他類型之訴訟案件共 226 件判決進行分析，並分別對其中判決所涉重要之請求權爭點、因果關係爭點以及損害計算之爭點，進行分類、統計及趨勢分析。

針對每一個所探討之爭點，先以案件之審級為區分依據，探討各審級中採取肯定與否定見解者分別有多少件；再以不同類型之案件分別依其裁判年份做區分，分析各年度間法院就所討論之爭點採取之見解為何。最後，探討涉及此爭點之判決法院分別以何理由作為認定依據，並介紹相關案件之裁判內容。

壹、財報暨公開說明書不實類型請求權相關爭點演變趨勢

關於我國實務對請求權認定之相關爭點，主要為 1. 95 年 1 月 11 日前案件得否援引證交法第 32 條為法理而予適用、2. 95 年 1 月 11 日前案件得否援引證交法第 20 條之 1 為法理而予適用、3. 股東得否為公司法第 23 條第 2 項之請求權人、4. 是否有吹哨者得免除部分責任之情形、5. 證交法第 20 條第 2 項是否以不實內容具重大性為必要、6. 證交法第 20 條第 2 項是否以有同條第 1 項之行為為前提、7. 證交法第 20 條是否限於故意、8. 證交法是否屬民法第 184 條第 2 項之保護他人法律，及 9. 是否有被告依證交法第 20 條之 1 負比例責任，以下就第一階段公開說明書與財報不實中相關請求權爭點進行趨勢分析。

一、95 年 1 月 11 日前案件得否援引證交法第 32 條為法理

而予適用

就第一階段判決中，涉及此爭點之判決共有 14 件，一審 7 件、二審 6 件、三審 1 件，14 件判決均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 1。

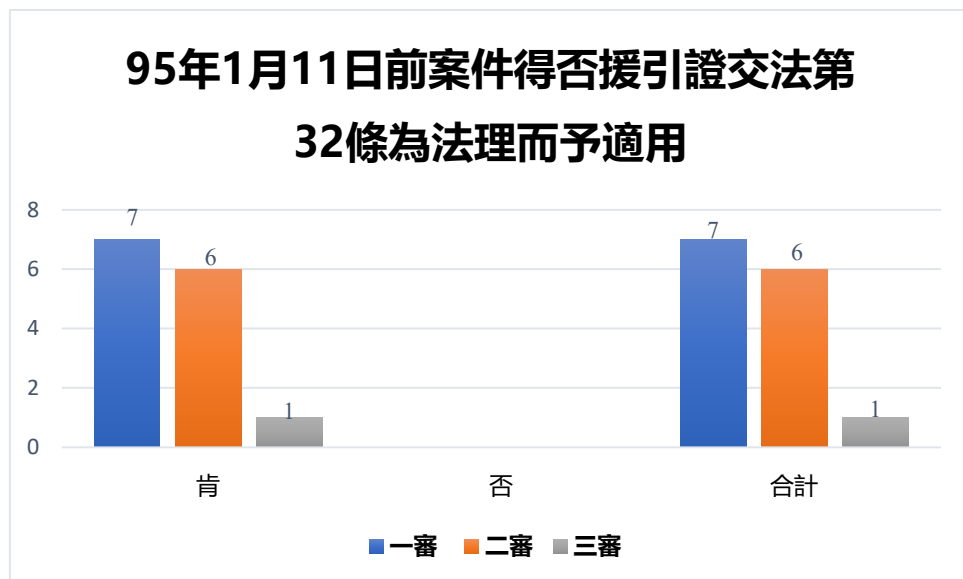


圖 1

涉及此爭點之 14 件判決均採肯定見解，若以年度為區分，則於民國 90 年至 95 年間者有 4 件；民國 96 年至 100 年間各有 3 件；民國 101 年至 105 年間有 5 件；民國 106 年以後判決者有 2 件，整理如圖 2。若以年份區分標準同樣可得出肯定見解為主流見解，縱使各年份區間討論此爭點之判決均不多，然法院見解係屬一致。

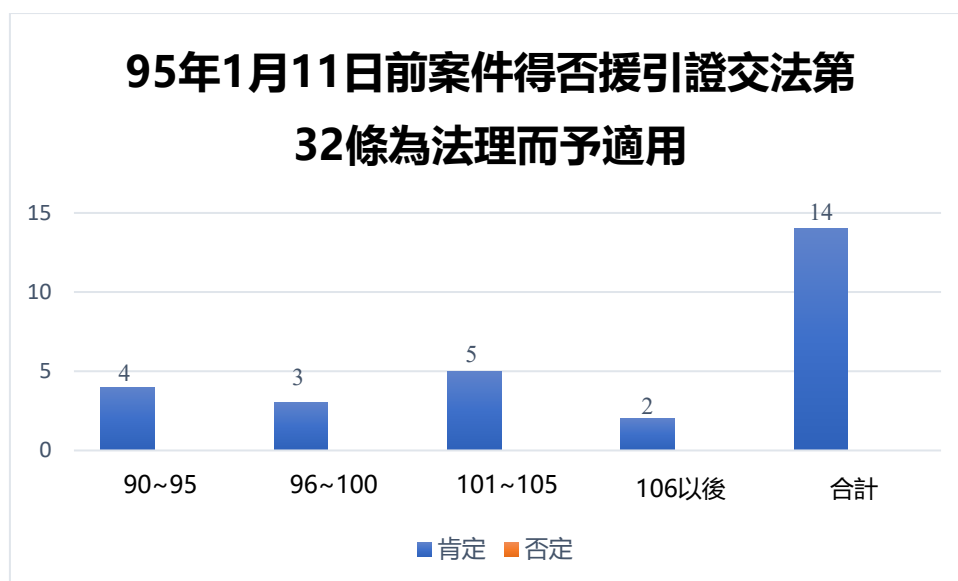


圖 2

肯定見解獲得最高法院認可，於 106 台上 349 博達二案中認為：

「查 77 年 1 月 29 日修正之證交法第 32 條第 1 項第 1 款就發行人募集有價證券時應向認股人或應募人交付之公開說明書，其應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，明定發行人之負責人，對於善意之相對人，因而所受之損害，應就其所應負責部分與公司負連帶賠償責任；且依增訂之第 2 項，該負責人對於未經會計師等專門職業或技術人員簽證部分，如能證明已盡相當之注意，並有正當理由確信其主要內容無虛偽、隱匿情事或對於簽證之意見有正當理由確信其為真實者，免負賠償責任。而該法迄 95 年 1 月 11 日始增訂第 20 條之 1，規定發行人之負責人對於發行人申報或公告之財務報告及業務文件，其主要內容有虛偽或隱匿之情事，對於有價證券之善意取得人、出賣人或持有人因而所受之損害，及除發行人之董事長、總經理外，如能證明已

盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事者，免負賠償責任，暨因其過失致損害發生者，應依其責任比例，負賠償責任。於此之前之證交法第 20 條第 1 至 3 項則僅規定：「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。」、「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。」、「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。」，就發行人之負責人是否亦應負賠償責任，及其責任範圍與舉證責任分配，並不明確。惟上開修正前之證交法第 20 條及第 32 條，均係為保護投資人之權益，避免發生證券詐欺之行為，就資訊公開義務之違反所設之規定，基於同一之法律理由，於證交法第 20 條之 1 增訂前，有價證券之發行人如有財報不實情事，非不得類推適用上開第 32 條規定，認責任主體包括發行人之負責人，且採過失推定主義，如欲免責，即應就已盡相當之注意，並有正當理由確信其主要內容無虛偽、隱匿情事或對於簽證之意見有正當理由確信其為真實，負舉證責任。」

類似之案例如 87 重訴 1347 之正義案一審判決，理由在於：「證交法第 20 條第 1 項、第 3 項係就一般證券詐欺行為所為之規定，同條第 2、3 項則旨在貫徹證券市場之公開原則，而對不實財務報告及不實業務文件之製作者課以民事賠償責任；參酌證交法第 32 條，性

質上係屬特殊之證券詐欺類型，並考量財務報告及有關財務業務文件內容之正確性應屬公司管理當局暨曾在有關書件上簽章加以證明相關人員之責任，故證交法第 20 條之責任主體，應包括：「發行人及其負責人」、「發行人之職員，曾在財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章者」、「辦理財務報告或財務業務文件簽證之會計師」，即實際行為人或所有不實財務報告及業務文件之製作者均應同為上述修正前證交法第 20 條第 1 項、第 2 項規範之主體，當無侷限發行人之必要。至於修正前證交法第 20 條之民事責任，是否以「故意」為要件，學者及實務上，見解均有不同，基於發行人等與投資人間，對於財務資訊之內涵取得之不平等，並參酌我國證交法第 32 條、美國證券法第 11 條、日本證券交易法第 21 條之規定，本院認發行人、發行人之董事長、總經理部分，應負無過失責任，至其他人員則採過失推定原則，由其就已盡相當之注意義務，負舉證之責，並非僅限於「故意責任」，始為公允。」

二、95 年 1 月 11 日前案件得否援引證交法第 20 條之 1 為

法理而予適用

就第一階段判決中，涉及此爭點之判決共有 33 件，一審 14 件、二審 16 件、三審 3 件，整理如圖 3。一審之 14 件中認為 95 年 1 月 11 日前案件得援引證交法第 20 條之 1 為法理而予適用者有 12 件，反對者僅 2 件；二審之 16 件中肯認者有 14 件，反對者僅 2 件；三審之 3 件則均採肯定見解。因此，在第一階段涉及此爭點之 33 件判決中，採取肯定見解者共有 29 件（佔 87.9%），實為多數，且亦受到最高法院之認可。

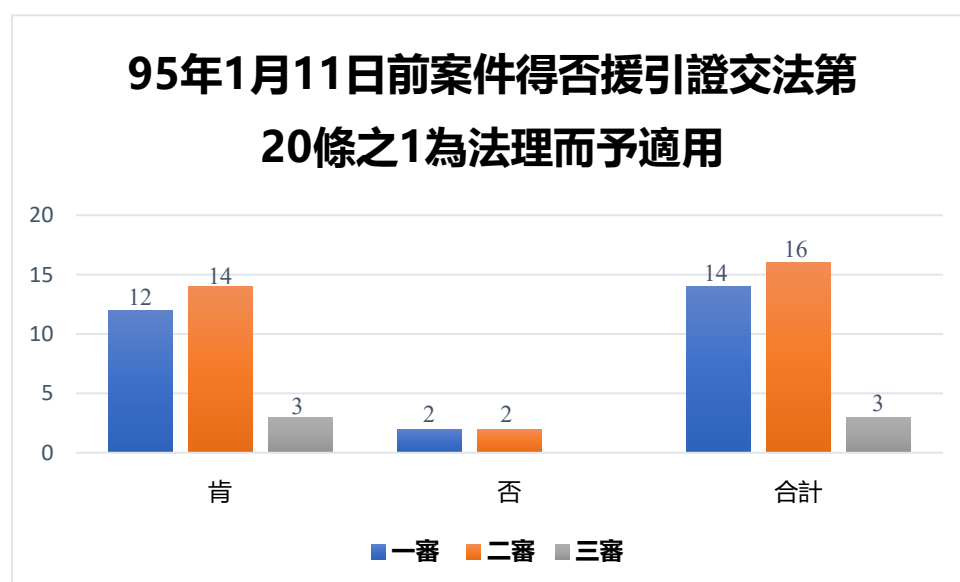


圖 3

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間僅有 1 件判決討論到此爭點，並採取否定見解（佔 100%）；民國 96 年至 100 年間，採取肯定見解者有 8 件（佔 80%）、否定見解者僅 2 件（佔 20%）；民國 101 年至 105 年間，採取肯定見解者有 17 件（佔 94.4%）、否定見解者僅 1 件（佔 5.6%）；民國 106 年以後判決者僅有 4 件，且均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 4。從圖表中可以發現採取肯定見解者於民國 96 年至 105 年間有明顯增加之趨勢，而民國 106 年後則因本研究第一階段討論之案件數量較少，因此整理後亦僅有 4 件判決，然同樣可得出係以肯定見解為主流之結論。

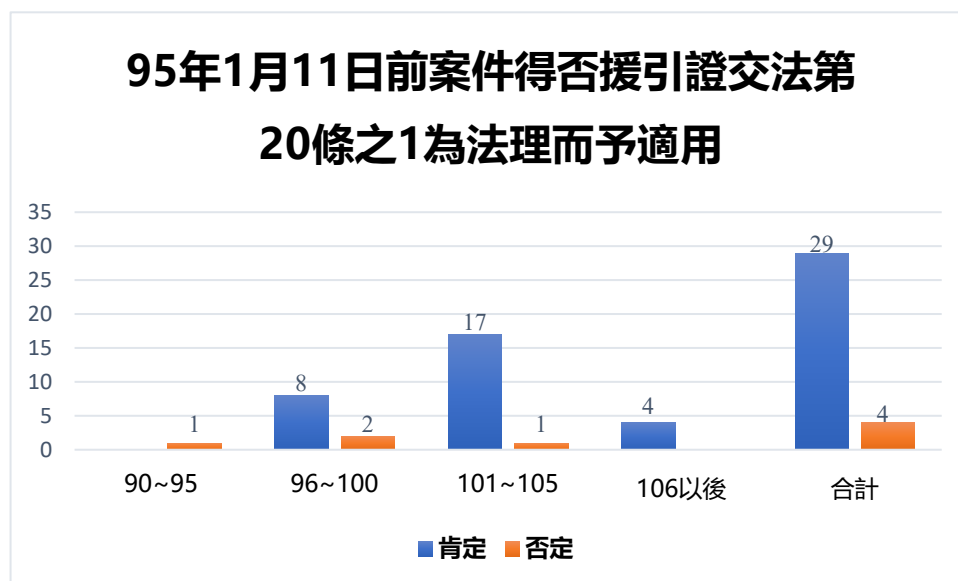


圖 4

其中較特別者係 87 重訴 1347 之正義案之一審判決係採否定見解，亦係本研究範圍內針對此爭點最早提出否定見解者（民國 95 年 11 月 30 日），理由在於：「增訂第 20 條之 1 後，就賠償義務人，如有數人，

其等間應負之責任如何，修法前證交法第 20 條並未明文，如符民法第 185 條規定共同侵權行為要件，當應依該條負連帶賠償責任，惟 95 年 1 月 11 日修正證交法第 20 條之 1，就此責任部分，基於責任平衡之考量，將之修正為如上所述之責任比例賠償責任，與修正前應負連帶賠償之責之『法理』，顯有不同，故不得適用」，惟於二審時卻被推翻而改採肯定見解：「參酌證交法第 20 條之 1 立法理由及與第 20 條規定交互參照，對於發行人、主辦會計及經辦會計人員、及會計師責任，僅為舊法時之明文，因此即便在施行前之案件，仍可予以援用，甚至 20 條之 1 免責事由均得於舊法案件下適用，以資公允。」另外，此見解於上訴到最高法院時，獲得支持並認為「基於民法第 1 條可參酌法理之規定下，在事實發生時雖無實定法可資適用或類推適用，基於合乎事物本質及公平原則，可基於法律續造理論，就證券交易法第 20 條之責任主體及相關免責要件，適用第 20 條之 1，以維事理之平」。

另外，最早認為 95 年 1 月 11 日前案件得援引證交法第 20 條之 1 為法理而予適用者係 101 台上 2037 銳普案之最高法院判決，其判決理由為：「七十七年一月二十九日修正之證交法第二十條第二項、第三項，於規範募集、發行、私募或買賣有價證券之誠實義務及損害賠償責任之主體範圍與舉證責任分配，雖規定不盡明確，惟參酌九十五年一月十一日修正之同法第二十條之一第一項，業已規定：「前條第

二項之財務報告及財務業務文件或依第三十六條第一項公告申報之財務報告，其主要內容有虛偽或隱匿之情事，下列各款之人，對於發行人所發行有價證券之善意取得人、出賣人或持有人因而所受之損害，應負賠償責任：一、發行人及其負責人。二、發行人之職員，曾在財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章者」；第二項規定：「前項各款之人，除發行人、發行人之董事長、總經理外，如能證明已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事者，免負賠償責任」；第五項規定：「第一項各款……之人，除發行人、發行人之董事長、總經理外，因其過失致第一項損害之發生者，應依其責任比例，負賠償責任」，及七十七年一月二十九日修正之同法第三十二條第一項、第二項，並就公開說明書記載為虛偽或隱匿行為其責任主體及舉證責任分配設其明文規範，則上開增修之規定，經斟酌其立法政策、社會價值及法律體系精神，應係合乎事物本質及公平正義原則，為價值判斷上本然或應然之理，自可引為法理而予適用。」

三、股東得否為公司法第 23 條第 2 項之請求權人

就第一階段判決中，涉及此爭點之判決僅有 5 件，一審 3 件、二審 2 件、三審 0 件，整理如圖 5。一審之 3 件中認為股東得為公司法第 23 條第 2 項之請求權人者為 1 件，反對者為 2 件；二審之 2 件判決則係採肯定見解。因此，於 5 件判決中有 3 件採取肯定見解（佔 60%），而因所討論此爭點之判決過少，因此尚難以對此爭點應採取肯定或否定見解形成多數確信。另外，5 件判決均係不同案件之不同審級所討論，因此尚無上級審推翻原審見解之釋例存在。

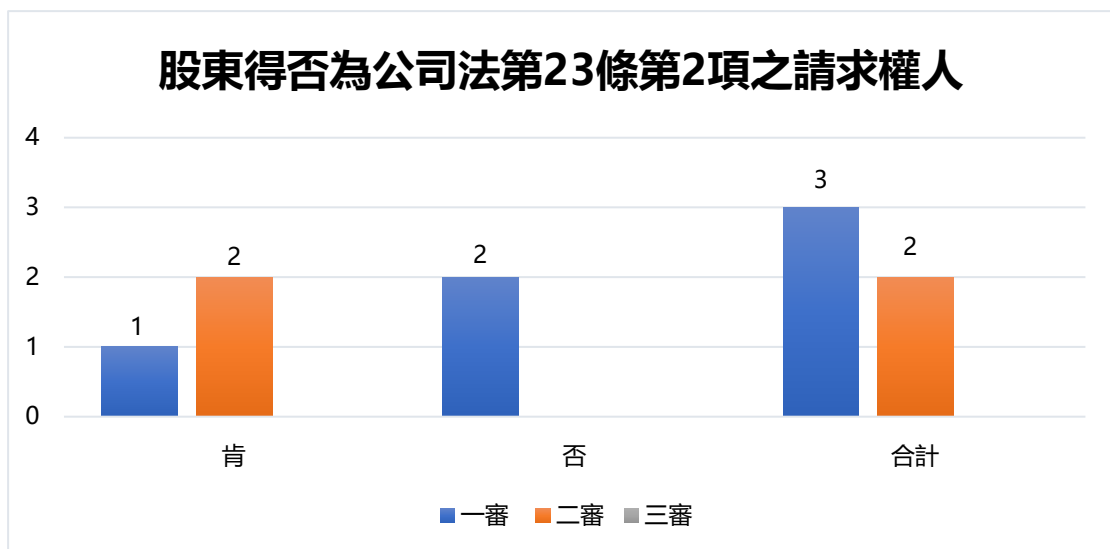


圖 5

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間並無討論此爭點之判決；民國 96 年至 100 年間，採取肯定見解者有 3 件（佔 60%）、否定見解

者 2 件（佔 40%）；民國 101 年至 105 年間及民國 106 年以後之判決者則亦無討論此爭點者，因此爭點之討論集中於民國 96 年至 100 年間，且因僅有 5 件、肯否見解相差不遠，因此若以年度區分仍舊尚無法看出此爭點之演變趨勢，整理如圖 6。

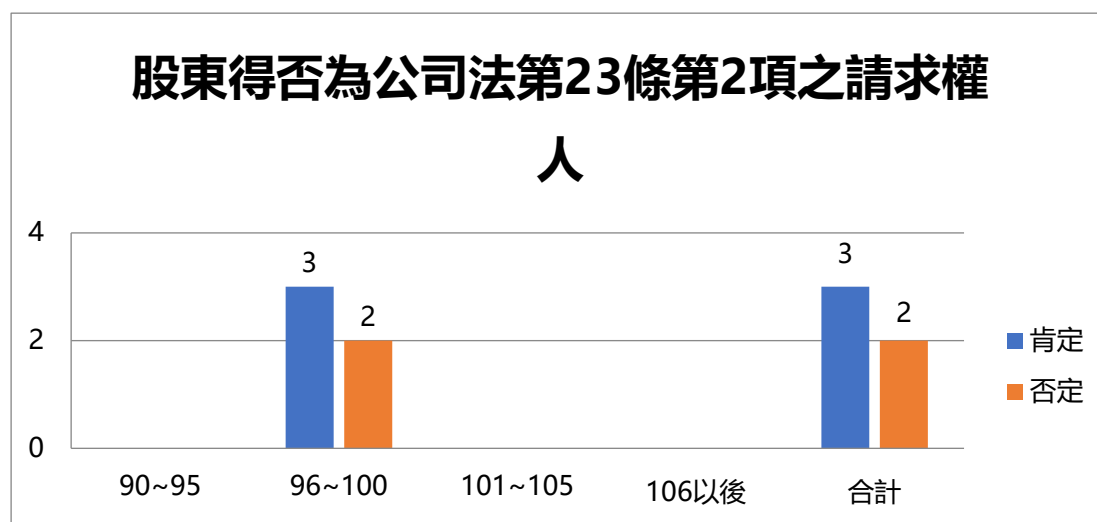


圖 6

涉及此爭點之判決中，其肯定見解者例如 93 金上 4 大中鋼案之二審判決，理由在於：「公司法第 23 條第 2 項請求權人並未排除股東，否則股票受讓人即無求償之可能。」；否定見解者則例如 95 金 3 銳普案之一審判決，理由以：「直接受害人為公司，股東僅為間接受害，公司股東以公司受害為由請求公司逕行賠償股東，不符一般公司法原則。」值得後續追蹤各審級法院後續之態度及趨勢。

四、是否有吹哨者得免除部分責任之情形

就第一階段判決中僅有兩件判決討論到此爭點，包括 95 金 19 協和案一審判決及 95 金 10 宏傳案一審判決，法院於協和案中理由以：「針對張瑞展所提之疑問請調和聯合會計師事務所作書面報告，陳永誠於 93 年 5 月 12 日亦函請新竹市調查站，請求調查協和公司之呆帳及退票之情形，有行使監察權之情形，伊等自無違反善良管理人之注意義務云云。經查，被告陳永誠、曾絳薇固提出一份由調和聯合會計師事務所於 93 年 3 月 1 日出具之專案查核報告影本為佐。然查，被告陳永誠、曾絳薇分別自 89 年 1 月 18 日至 95 年 4 月 14 日、92 年 4 月 15 日至 95 年 3 月 4 日間長期擔任協和公司之監察人，其中陳永誠向 91 年股東常會及 92 年股東常會提出之監察人審查報告書，分別記載董事會造送本公司 90 年度決算報告書、91 財務決算表冊，經會計師查核簽證竣，並送請監察人審查完竣提請承認，與曾絳薇復對於 92 年 4 月 30 日董事會通過 91 年第 1 季財務季報表編製、92 年 8 月 29 日董事會通過 92 年上半年度財務報表編製及 92 年 10 月 30 日董事會通過 92 年第 3 季財務季報表編製，未盡事後查核監督之義務，顯見該 2 人均長期怠於履行監察人監督之責，造成協和公司對外公告之財報及公開說明書虛偽不實，均難認已盡善良管理人之注意義務。」

採取否定見解，惟同判決中協和案一審 95 金 19 判決董事張瑞展則得以免責，理由以：「因董事張瑞展於該次決議時持保留意見，之後更向證期會舉發協和公司財務報告之異常現象，嗣由東霖公司於 92 年 10 月 7 日出具改派書，改派林秀玉接替張瑞展為東霖公司之代表人，應認被告張瑞展所為已盡董事之注意義務並無過失，則原告請求被告吳麗娟、張瑞展應負 92 年上半年度財務報表不實之賠償責任，亦屬無據。」宏傳案一審 95 金 10 判決的監察人何佳峻，法院理由則以：「被告宏傳公司 93 年度上半年財報係於 93 年 8 月 30 日經董事會通過，被告何佳峻應得於監察人任期中就該財報虛偽不實之處提出異議；惟被告何佳峻雖未於承認被告宏傳公司董事會在 93 年 8 月 30 日通過之 93 年上半年財報時，就該財報虛偽不實之處表示異議，然被告何佳峻係於 93 年 6 月 15 日方任被告宏傳公司之監察人，其得否於就任 2 個月餘即查知被告宏傳公司內部存有高階管理人操控虛偽交易或掏空之情事，尚有疑義，況被告何佳峻業於 94 年 1 月 20 日建請被告宏傳公司董事會組成查察小組，調查被告宏傳公司業務及財務狀況，使被告宏傳公司內部虛偽交易與掏空情事得以曝光，應認被告何佳峻已盡其身為監察人應盡之善良管理人注意義務，而無須就被告宏傳公司 93 年上半年財報之虛偽不實負故意或過失損害賠償之責。」亦於個案中承認可針對特定被告以吹哨者免責之可能，後續可續持續追蹤法院

見解之趨勢及演變過程。

五、證交法第 20 條第 2 項是否以不實內容具重大性為必要

就第一階段判決中，涉及此爭點之判決共有 14 件，一審 9 件、二審 4 件、三審 1 件，整理如圖 7。一審之 9 件中認為證交法第 20 條第 2 項以不實內容具重大性為必要有 8 件，反對者僅 1 件；二審之 4 件均採肯定見解；三審之 1 件亦係採肯定見解。因此，在第一階段涉及此爭點之 14 件判決中，採取肯定見解者共有 13 件（佔 92.9%），實為多數。

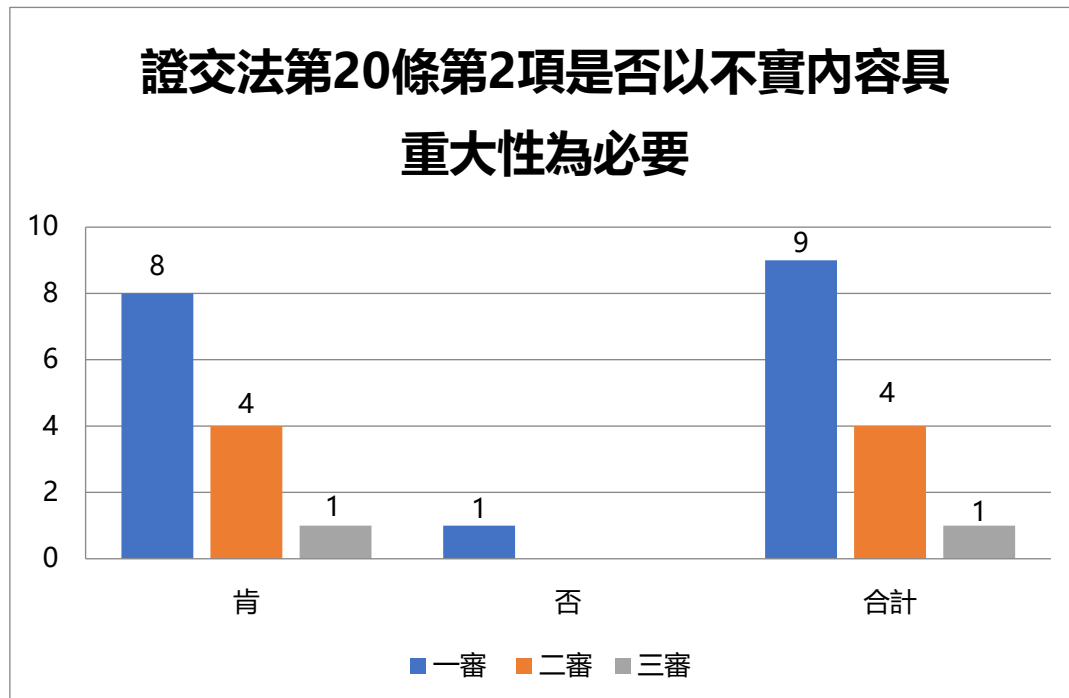


圖 7

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間並無判決討論到此爭點；民國 96 年至 100 年間，有 6 件判決且均採肯定見解（佔 100%）；民國 101 年至 105 年間，有 4 件判決且亦均採肯定見解（佔 100%）；民國 106 年以後判決者則有 4 件，其中採取肯定見解者有 3 件（佔 75%）、否定見解者 1 件（佔 25%），整理如圖 8。由此分析可以得出，實務在此爭點之討論上係以肯定見解為主流，且於不同年份間亦維持其一貫之認定。

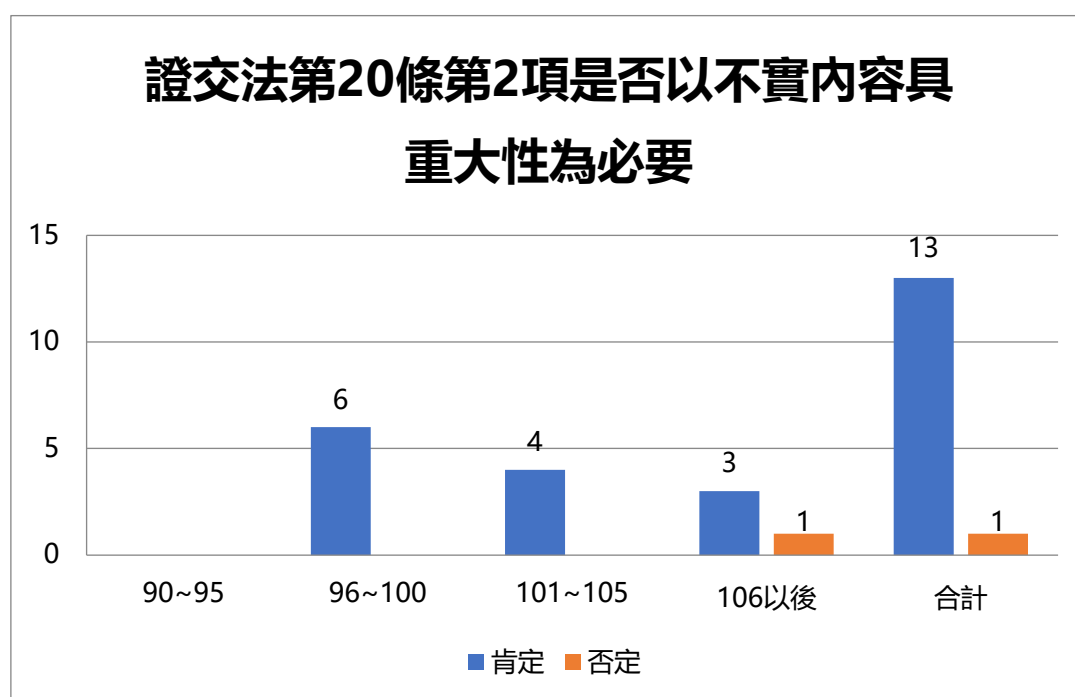


圖 8

採取否定見解者僅 99 金 33 之勤美案，理由為「條文並無『重大』內容及『非重大』內容之區分，舉凡發行人申報或公告之財務報告及財務業務文件，內容有虛偽或隱匿之情事，均規範在內。」然而因涉

及此爭點之 14 件判決中僅此 1 件採否定見解，故為少數說；而肯定見解為實務主流，並受到最高法院之認可，其理由多為「因財務報告內容繁多，是財務報告內容或主要內容有虛偽或隱匿，應指足以影響理性投資人投資決策之重要內容而言，非謂任一內容有不實之處，即構成投資人求償之事由。本案不實資訊足以導致轉盈為虧結果，上開虛增營收不論占營收比例多寡，對於聯豪公司是否獲利或是虧損有關鍵性影響。」(99 金 10 之聯豪案)。

六、證交法第 20 條第 2 項是否以有同條第 1 項之行為為前提

就第一階段判決中，涉及此爭點之判決僅有 4 件，一審 2 件、二審 2 件、三審 0 件。一審之 2 件中認為證交法第 20 條第 2 項以有同條第 1 項之行為為前提者有 1 件，反對者亦為 1 件；二審之 2 件判決則均採否定見解。因此，在第一階段涉及此爭點之 4 件判決中，採取肯定見解者共 1 件（佔 25%）、否定見解者共 3 件（佔 75%），整理如圖 9。

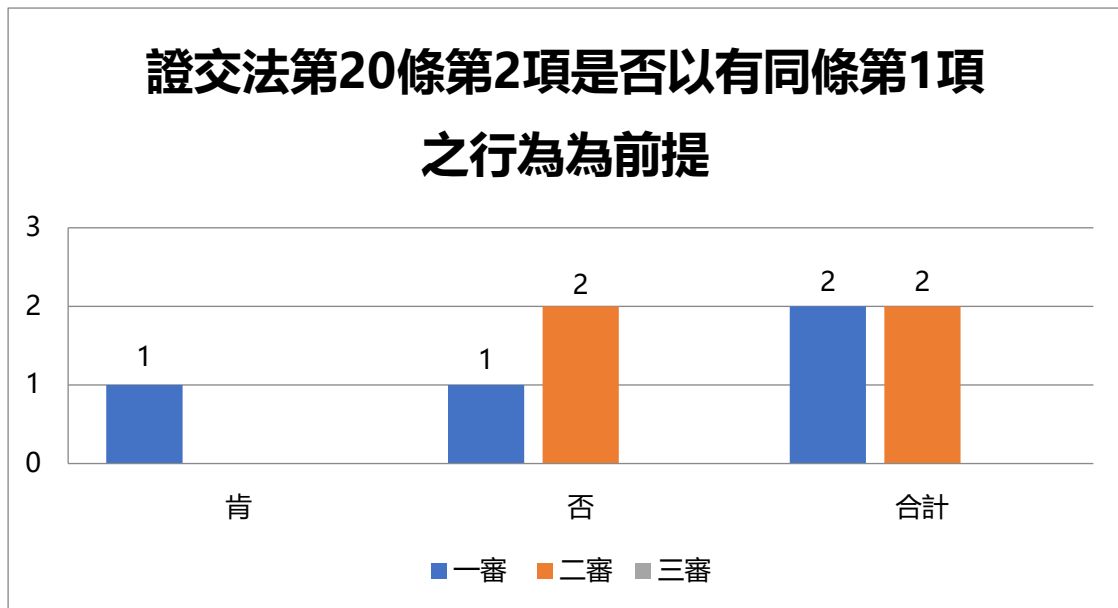


圖 9

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間並無判決討論到此爭點；民國 96 年至 100 年間，僅有 2 件判決，且肯否見解各一（各佔 50%）；民國 101 年至 105 年間，僅有 1 件判決並採否定見解（佔 100%）；民國 106 年以後判決者亦僅有 1 件且採否定見解（佔 100%），整理如圖 10。涉及此爭點之判決雖少，然於圖表中得以知悉實務係以否定為多數，且於各年份間均有採取否定見解之判決。

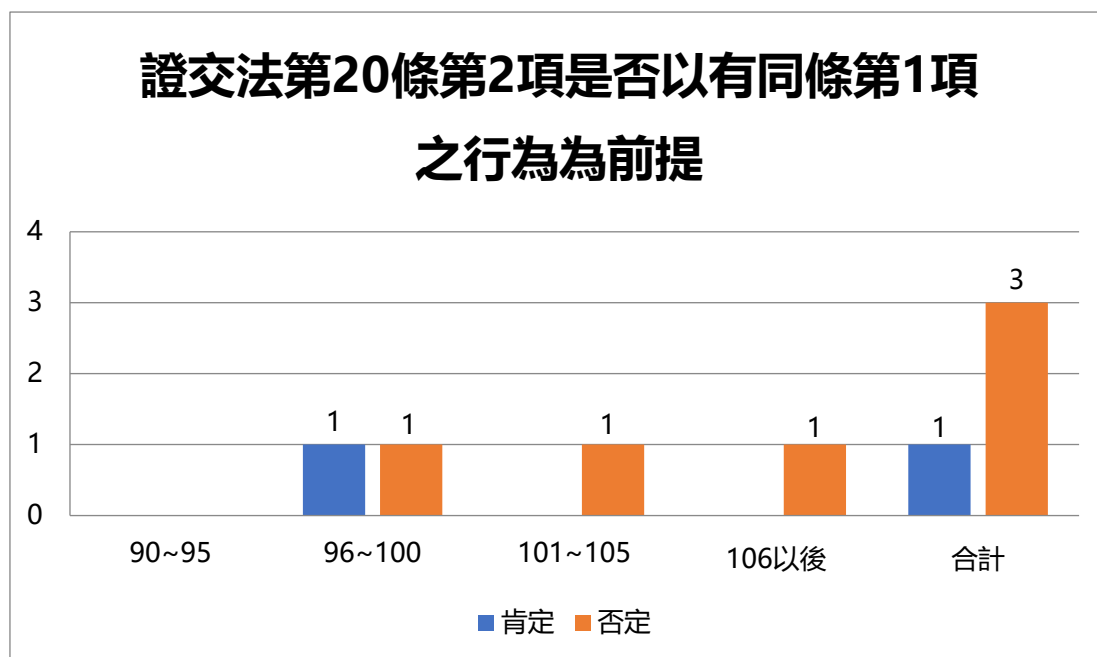


圖 10

另外，此爭點較為特別之判決係 95 金 3 銳普案，其一審採取肯定之見解，理由在於：「上開法條第 1 項規定並無主體之限制，第 2 項規定則限於發行人，所謂發行人參酌同法第 5 條規定，係指募集及發行有價證券之公司，或募集有價證券之發起人。因此，依據證券交易法第 20 條第 2 項規定請求公司賠償，必須以公司募集、發行、私募或買賣該公司之股票為前提，如公司並未募集、發行、私募或買賣該公司之股票，被害人係向發行人以外之人買受該公司之股票，或係因該公司資產遭不法掏空致受有損害，即無該條項之適用。蓋公司賠償買受其股票者所受之損害，實際上即係退還該買受股票者部分股款，衡諸經濟分析之原理，公司如以虛偽、詐欺、其他足致他人誤信、於依法應申報或公告之財務報告及財務業務文件之內容有虛偽或隱匿

之情事，致以高於應有之價格出售股票予買受人，無異係由公司原有股東以價格較低之股票，去稀釋以高價購買股買受人之財產，因此，自須將高於正常價格之股款退還予高價買受人，以維持股東間之公平性。然於公司未募集、發行、私募或買賣該公司股票之場合，股票買受人之股票係向公司以外之人買受，或股票買受人之損害非因股票募集、發行、私募或買賣所造成，而係其他因素所造成（例如：淘空資產），如股票買受者得向公司請求賠償損害，無異認原有股東必須以其公司資產賠償買受在後之股東，嚴重違反股東公平之原則，於此場合，股票買受人僅得向以虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為使其為交易之人請求賠償，法理至明。」，二審則推翻而改採否定見解，理由在於：「證券交易法第 20 條第 2 項係為確保公司公告資訊之真實性，與第 1 項係屬不同之獨立請求權，可知證券交易法第 20 條第 2 項不以有第 1 項所規定之募集、發行、私募或買賣股票之行為為限」。

七、證交法第 20 條是否限於故意

就第一階段判決中，涉及此爭點之判決共有 26 件，一審 16 件、二審 9 件、三審 1 件，整理如圖 11。一審之 16 件中認為證交法第 20 條限於故意者有 10 件，反對者 6 件；二審之 9 件中肯認者有 6 件，反對者 3 件；三審之 1 件判決則採肯定見解。因此，在第一階段涉及

此爭點之 26 件判決中，採取肯定見解者共 17 件（佔 65.4%）、否定見解者共 9 件（佔 34.6%），以肯定見解為多數。然而，對於此爭點實務判決實係有所爭議，於一審判決中更顯而易見。一審之案件中採肯定與否定見解者不一，對於此爭點仍尚未形成一致之確信；二審則差距比例稍有擴大，然而仍有部分案件係採否定見解；三審則因僅有一件判決，故難以判斷最高法院之多數見解為何。

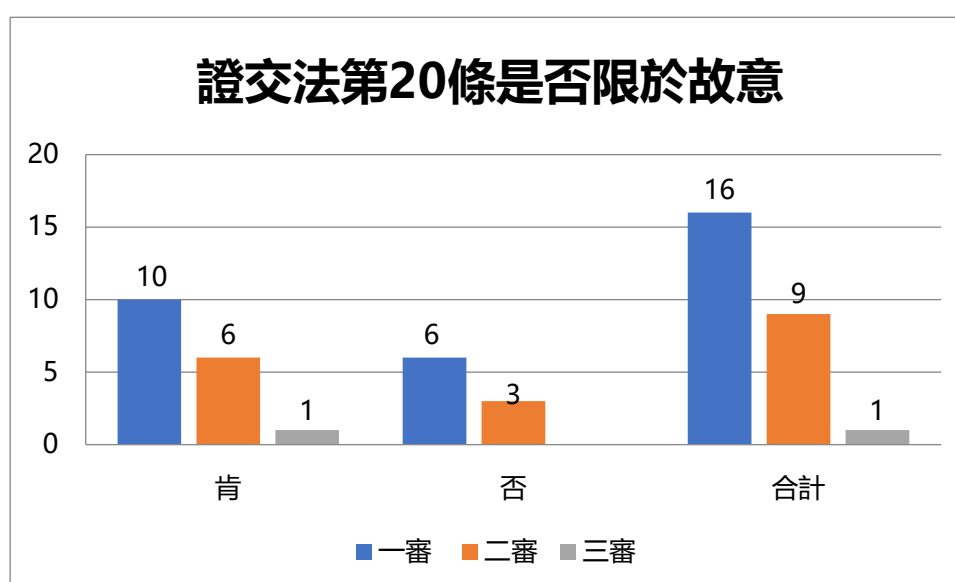


圖 11

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間僅有 1 件判決討論到此爭點並採否定見解（佔 100%）；民國 96 年至 100 年間，採取肯定見解者有 5 件（佔 45.5%）、否定見解者 6 件（佔 54.5%）；民國 101 年至 105 年間，有 11 件判決且均採肯定見解（佔 100%）；民國 106 年以後判決者僅有 3 件，其中 1 件採肯定（佔 33.3%）、2 件採否定（佔

66.7%)，整理如圖 12。以年度為區分除可看出實務見解係以肯定為多數外，尚得發現從早期到現今主流肯定見解有明顯增加之趨勢，且集中於民國 101 年到民國 105 年間。而民國 106 年以後則因本研究案所涉及之判決數量較少，故尚難以得出實務於民國 106 年以後之主流見解是維持過往之多數意見抑或有朝否定說邁進之趨勢。

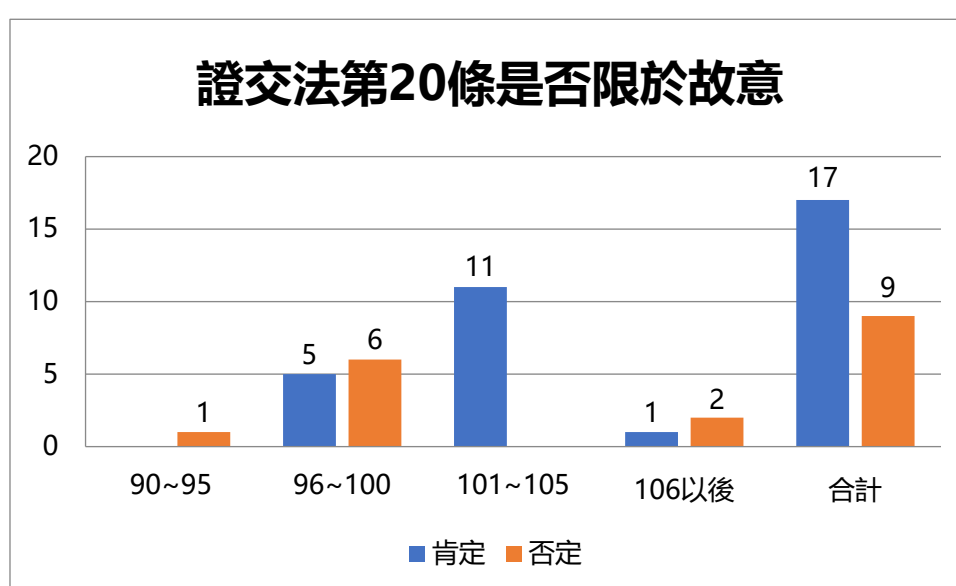


圖 12

爭點中採取肯定見解者，其理由多為：「就文義、市場交易安定性及參酌證交法第 32 條修正立法理由觀之，證交法第 20 條應指故意之行為，不宜擴張及於過失部分（96 金上 5 之京元案）；證券交易法第 20 條第 3 項規定之民事責任及同法第 171 條第 1 項第 1 款規定之刑事責任，既均以『違反證券交易法第 20 條第 1、2 項規定』為法條構成要件，解釋上自無謂『修正前證券交易法第 171 條第 1 項第 1 款之

規定限於故意』，而『修正前證券交易法第 20 條第 3 項之規定不論行為人故意或過失均應負責』之理，自應認違反證券交易法第 20 條第 1、2 項規定之民、刑事責任，均以『故意』為限」(97 金 5 之捷力案)。

另外，採取否定見解者，其理由則多為「證交法第 20 條雖未就行為人主觀要件有明文規定，再參酌學者通說認為屬侵權行為之特別規定及參酌 95 年 1 月 11 日增訂之 20 條之 1 第 3 項針對會計師過失應負賠償，因此法院認為證交法第 20 條並不以故意為限」(96 金上 1 之正義案)；舊法證券交易法第 20 條第 1 項、第 2 項及第 3 項賠償責任主體，並不以發行公司為限，其賠償義務人範圍與證券交易法第 20 條之 1 解釋上應屬相同，從而，董監事自得成為上開法律規定賠償義務人，已如前述。又本院認為證券交易法第 20 條責任條件不以故意為限亦包括過失，並於董、監事之過失時亦能適用，理由如下：(1) 從立法論而言，證券交易法第 20 條性質上為侵權行為規定，關於主觀責任條件自應回歸民法第 184 條一般侵權行為規定，不論故意過失均應負責，及 (2) 從體系解釋而言，證券交易法第 32 條民事賠償責任尚包括過失 (94 金 22 之太電案)」。

八、證交法是否屬民法第 184 條第 2 項之保護他人法律

就第一階段判決中，涉及此爭點之判決共有 29 件，一審 22 件、二審 7 件、三審 0 件，整理如圖 13。一審之 22 件中認為證交法屬民法第 184 條第 2 項之保護他人法律者有 4 件，反對者 18 件；二審之 7 件中肯認者有 4 件，反對者 3 件。因此，在第一階段涉及此爭點之 29 件判決中，採取肯定見解者共 8 件（佔 27.6%）、否定見解者共 21 件（佔 72.4%），以否定見解為多數。此爭點於一審階段之多數見解為否定說，其比例在一審判決中達 81.8%，惟於二審中肯定見解則與否定見解各半，難以判斷二審對此見解之多數意見為何。然而特殊之處在於，二審採取肯定見解之四個判決中，實係兩個案件之二審及更審（98 金上 9、102 金上更一 1 之銳普案、100 金上 2、104 金上更一 1 之金雨案），採否定見解者則有三個案件，因此若以案件來區分，否定見解仍略為多數。此外，該爭點中並無上級審推翻原審之案例存在，惟有兩個案件係上級審維持原審之否定見解（104 金上 8 之力霸案、101 金上 7 之宏億案）。

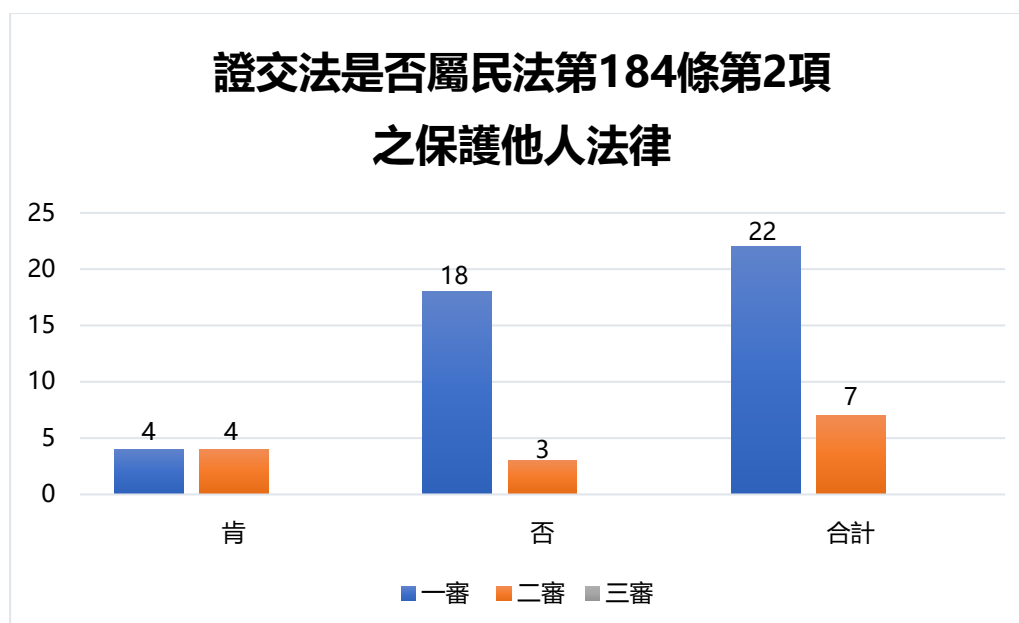


圖 13

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間並無判決討論到此爭點；民國 96 年至 100 年間，採取肯定見解者有 1 件（佔 20%）、否定見解者 4 件（佔 80%）；民國 101 年至 105 年間，採肯定見解者有 6 件（佔 31.6%）、否定見解 13 件（佔 68.4%）；民國 106 年以後判決者僅有 5 件，其中 1 件採肯定（佔 20%）、4 件採否定（佔 80%），整理如圖 14。

從年度分析可以發現，實務係以否定見解為多數，且有明顯增加之趨勢。而民國 106 年以後之案件亦係以否定見解為多數，然係因案件數量不多，故相較於民國 101 年到民國 105 年始有下降之趨勢。

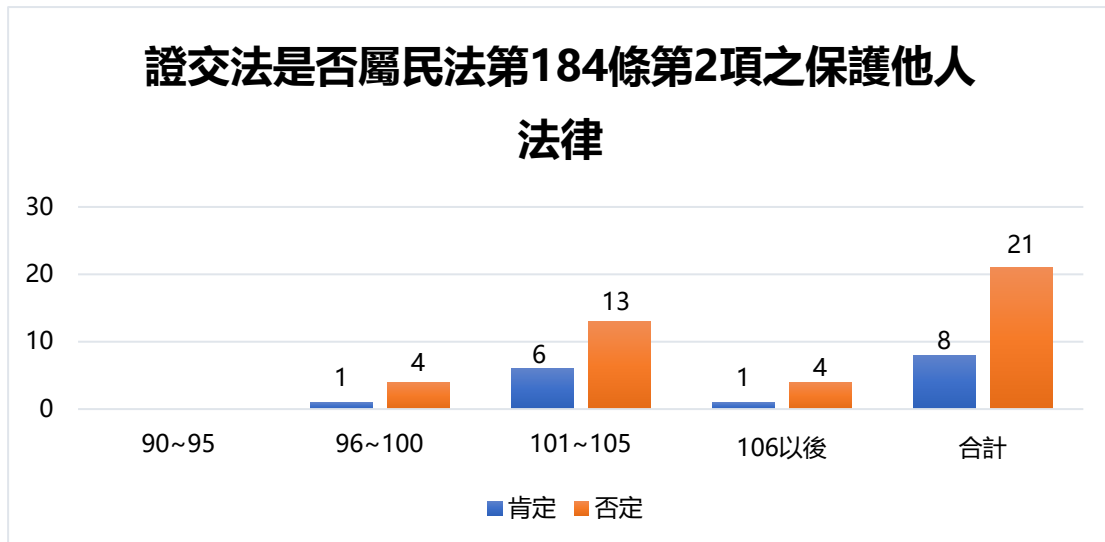


圖 14

爭點中採取肯定見解者，其理由多為：「證交法第 20 條第 2 項係為使投資大眾能正確得知公司之經營績效、資產負債情況等，始能使合理投資人為投資判斷，自屬民法第 184 條第 2 項保護他人之法律（102 金上更一 1 之銳普案）；依修正前證券交易法第 20 條之規定：『有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為』、『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』、『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』，另同法第 1 條亦明定：證券投資法之目的係在保護投資，可見前述證券交易法第 20 條亦屬保護投資人之法律。」（100 金上 2 之金雨案）。

另外，採取否定見解者，其理由則多為「證交法立法目的為發展國民經濟、保障投資，屬社會法益，非保護個別投資人，不屬保護他人之

法律。且證交法第 20 條及第 20 條之 1 為特殊侵權行為類型，構成要件、舉證責任均特殊立法考量，自不得再承認係保護他人之法律」(104 金上 8 之力霸案、101 金上 7 之宏億案)。

九、是否有被告依證交法第 20 條之 1 負比例責任

就第一階段判決中，涉及此爭點之判決共有 15 件，一審 7 件、二審 6 件、三審 2 件，整理如圖 15。在第一階段涉及此爭點之 15 件判決均採取肯定見解(佔 100%)，於各審中均有所論及，惟主要仍以事實審為主。

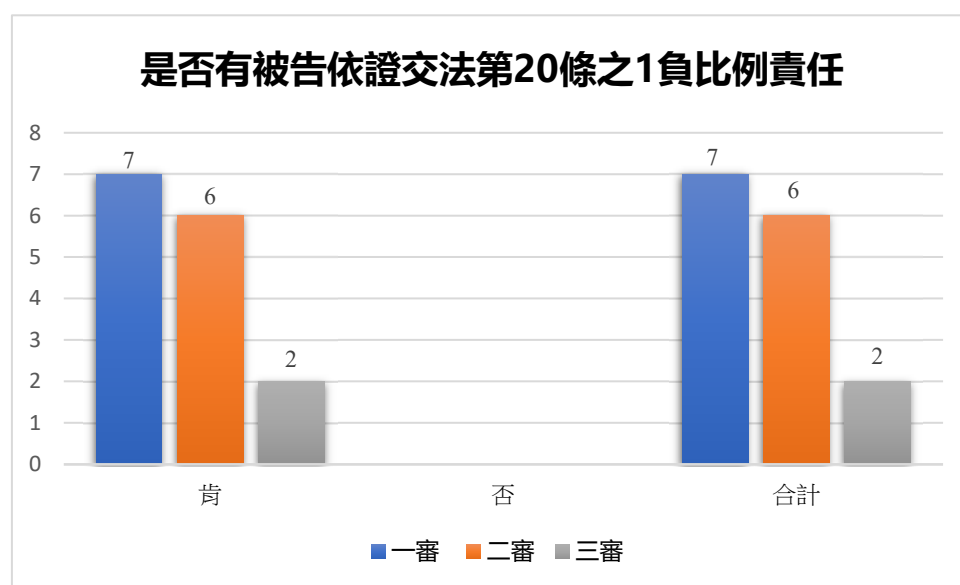


圖 15

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間並無任何判決討論到此爭點；民國 96 年至 100 年間僅有 1 件判決並採肯定見解(佔 100%)；民國 101 年至 105 年間，則有 10 件判決且均採肯定見解(佔 100%)；

民國 106 年以後判決者共有 4 件且亦均採肯定見解(佔 100%)，整理如圖 16。從年度分析得以發現實務見解於 101 年之後有明顯增加討論此爭點並肯認被告負比例責任之趨勢。

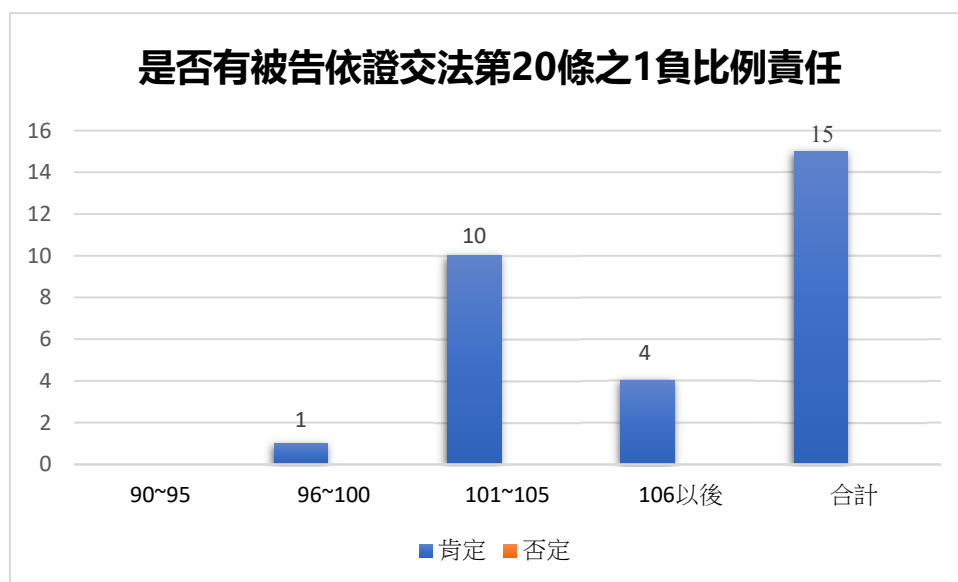


圖 16

本爭點涉及法院就事實之認定結果是否判決原告勝訴，而命證交法第 20 條之 1 之主體應連帶給付賠償責任或比例賠償責任，因此須以認定結果被告確應負責為前提，始有討論是否負比例責任而或連帶責任之問題。就此爭點之整理中，肯定見解者則例如 107 金上更一 1 之久津案，法院認為「修正前證交法第 20 條第 3 項未規定須連帶負責，援引證交法 20 條之 1 第 5 項法理，除發行人之負責人應負全部責任外，其餘負比例責任。」；102 金 2 之美嘉電案，「申○○、庚○○及吳佩真為美嘉生電公司董事，為該公司負責人，而迄未能舉證證明於任職期間已善盡董事編製財務報表等簿冊之義務，應依證交法第 20

條之 1 第 2 項規定，負推定過失責任，就本件授權人所受損害負賠償責任；丙○○為美嘉生電公司會計主管，丑○○、己○○為美嘉生電公司監察人，均未實質舉證其等在擔任美嘉生電公司監察人或會計主管時，已盡監察人或會計主管實質審查財務報表等簿冊之義務，或有正當理由可合理確信系爭財報內容無虛偽或隱匿之具體情事，自應依證交法第 20 條之 1 第 2 項規定，負推定過失責任，就本件授權人因而所受損害，負賠償責任。但董事、監察人及會計主管在公司治理上之角色有別，董事應承擔營運成敗之責，監察人、會計主管則僅有監督查核之責，依證交法第 20 條之 1 第 5 項之責任比例制，兩者應承擔之責任比例，本院認應以 2：1 為適當。因此，本件故意責任或應負無過失結果責任者、推定過失董事、推定過失監察人（含會計主管）之責任比例應為 100%、50%、25%。」

貳、財報暨公開說明書不實類型個別責任主體爭點演變趨勢

一、董事、監察人責任

就董事及監察人之責任主要係以證交法第 20 條之 1 第 1 項第 1 款認定，並依同條第 2 項係採推定過失責任，而其多以 1.代表人董監事應負賠償責任時，法人股東是否應連帶 2.公司已委任會計師查核財報、3.未出/列席通過財報之董事會、4.授權經營階層/未參與經營、5.僅係掛名/未行使職權/無財會智識，及 6.獨立董事責任是否較執行董事低為抗辯，以下分別介紹該六種抗辯事由法院之認定：

（一）代表人董監事應負賠償責任時，法人股東是否應連帶

就第一階段判決中，涉及此爭點之判決共有 12 件，一審 7 件、二審 4 件，三審 1 件，整理如圖 17。一審之 7 件均採肯定見解件；二審之 4 件中肯定者有 2 件，反對者 2 件；三審之 1 件則採否定見解。因此，在第一階段涉及此爭點之 12 件判決中，採取肯定見解者共 9

件（佔 75%）、否定見解者共 3 件（25%），以肯定見解為多數。

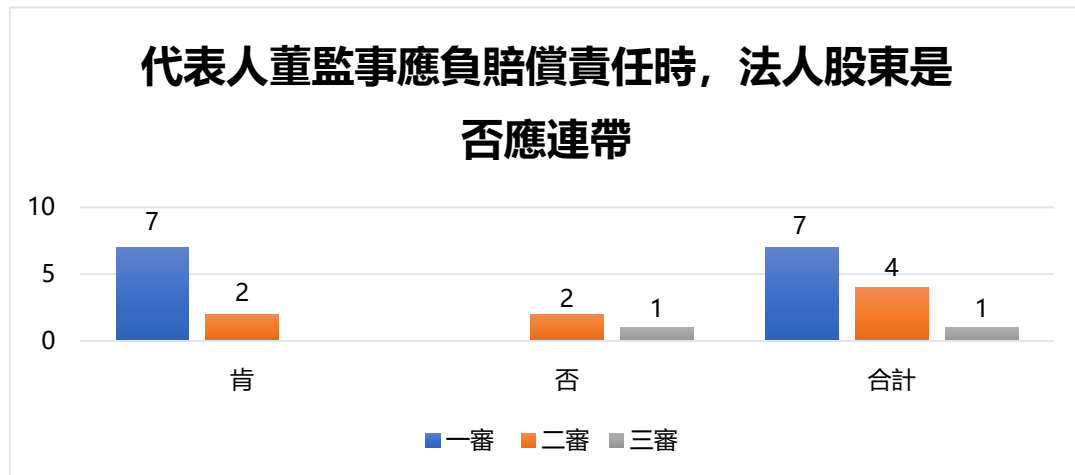


圖 17

若以年度為區分，則於民國 90 年至 95 年間，僅有 1 件判決並採肯定見解（佔 100%）；民國 96 年至 100 年間亦同（佔 100%）；民國 101 年至 105 年間，採取肯定見解者有 5 件（佔 62.5%）、否定見解者 3 件（佔 37.5%）；民國 106 年以後判決者有 2 件，均採肯定見解（佔 100%），整理如圖 18。從圖表中可以發現就此爭點之討論係以肯定見解為多數，且在各年份區間均有討論此爭點之判決，並集中於民國 101 年至民國 105 年間，且係在此年份區間始出現採否定見解者，比例亦達該年份之 37.5%。因此，對於此爭點法院是否有改採否定見解之趨勢，實有再觀察之空間。而民國 106 年以後之判決則同前所述，因本研究案所討論之判決數量較少，故僅得初步得出係以肯定見解為多數之結論。

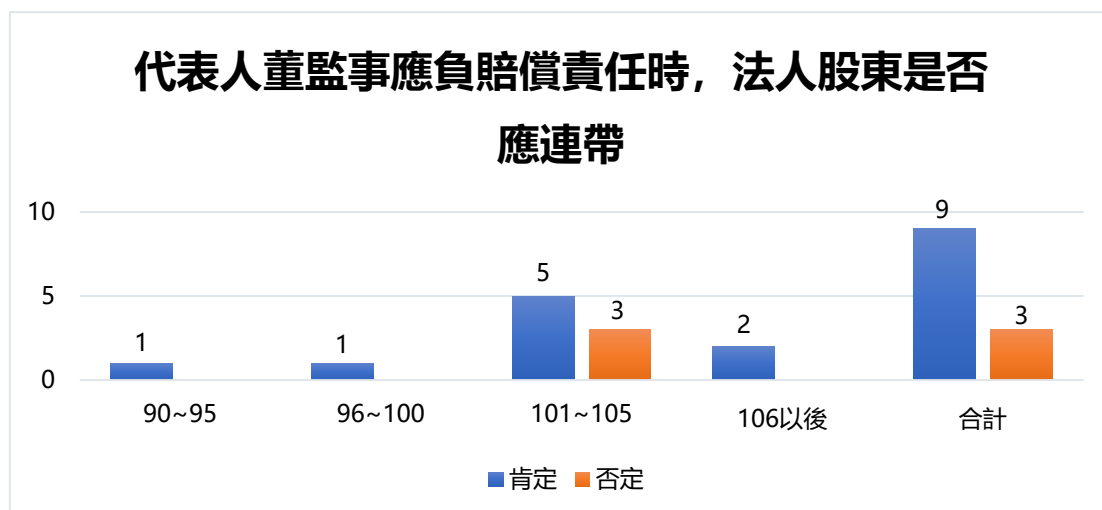


圖 18

爭點中較為特別者係 95 金 18 之宏達科案，其一審係採肯定見解，理由在於：「法人對於其董事或其他有代表權之人因執行職務所加於他人之損害，與該行為人連帶負賠償之責任。民法第 28 條定有明文。且按，數人共同不法侵害他人之權利者，連帶負損害賠償責任。民法第 185 條第 1 項亦有明文。而修正前證交法第 20 條係侵權行為之特殊類型，民法第 184 條以下侵權行為規定，仍應有其適用，故民法第 185 條第 1 項關於共同侵權行為規定，於此亦有適用。」然案件上訴到二審後，103 金上 17 則因「上訴人李○○、蕭○○、楊○○係依公司法第 27 條第 2 項以上訴人國發基金代表人之個人身分逕行擔任豐達公司之董、監事，已如上述，則上訴人國發基金並非豐達公司之董、監事至明（最高法院 103 年度台上字第 846 號判決意旨參照）。上訴人李○○、蕭○○、楊○○雖因其為豐達公司法人股東國發基金代表人之身

分，始有資格逕行擔任豐達公司之董、監事，然其等行使豐達公司董、監事之職權，並非執行上訴人國發基金之董監事職務，且上訴人國發基金既未參與編製或審核附表 B 財報，自非修正前證交法第 20 條規範之責任主體，況被上訴人陳○○更非上訴人國發基金指派之代表人，已如上述，是上訴人投保中心自無從依民法第 28 條或公司法第 23 條規定，請求上訴人國發基金就上訴人李○○、楊○○、被上訴人陳○○因行使豐達公司董、監事職權之過失，與其等就附表二所示授權人之損害負連帶賠償之責。」為由改採否定見解。

此爭點尚有一件最高法院判決並採否定見解，於二審時 101 金上 6 久津案即採否定見解而認為「法人股東並非久津公司之董監事，且本件董監事被告係因執行久津公司之董監事職務而違反證交法相關規定，並非執行法人股東之董監事職務，故法人股東無庸負連帶賠償責任。」上訴人針對此爭點上訴三審，最高法院（104 台上 189）並以「原審本於取捨證據、認定事實之職權行使，依調查所得之證據資料，以上述理由，認投保中心請求歐霖公司、豐祺公司應與郭保富、吳明輝、陳忠義等六人連帶賠償授權人，均非有據，而為投保中心與敗訴之判決，經核於法洵無違背。」為由駁回上訴。然而，因僅有一件最高法院判決，尚難判斷出最高法院之主流見解。

(二) 以公司已委任會計師查核財報為由抗辯免責

就第一階段判決中，涉及此爭點之判決共有 26 件，一審 13 件、二審 12 件、三審 1 件，整理如圖 19。一審之 13 件中採肯定見解者有 5 件，反對者 8 件；二審之 12 件中肯認者有 4 件，反對者 8 件；三審之 1 件判決則採否定見解。因此，在第一階段涉及此爭點之 26 件判決中，採取肯定見解者共 9 件（佔 34.6%）、否定見解者共 17 件（65.4%），以否定見解為多數。從圖表中尚可發現，一審與二審採取肯定見解及否定見解之案件數量均相似，因此就公司已委任會計師查核財報是否得作為抗辯事由，仍舊存在很大分歧。

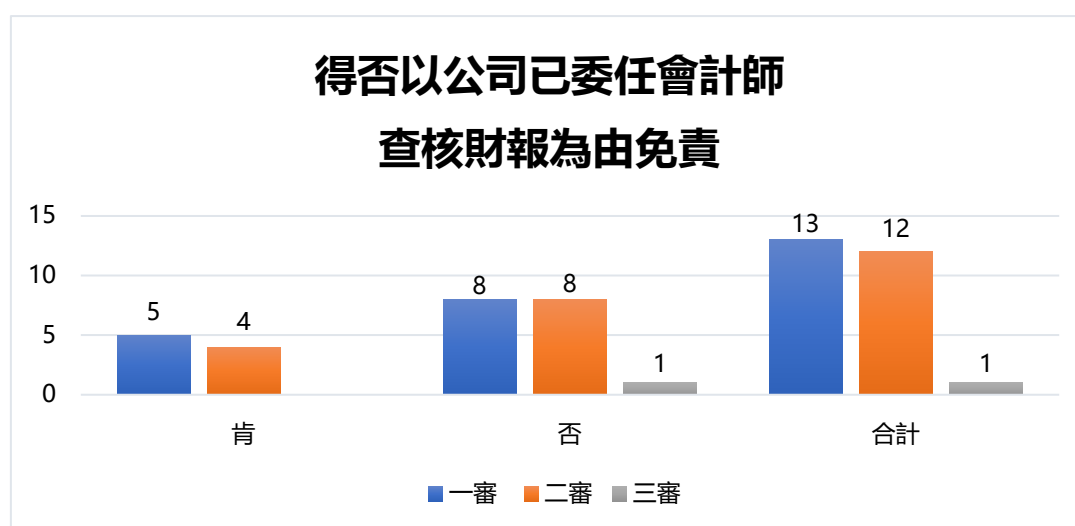


圖 19

若以年度為區分，則於民國 90 年至 95 年間，僅有 4 件判決並均採肯定見解（佔 100%）；民國 96 年至 100 年間，採取肯定見解者有

3 件（佔 42.9%）、否定見解者 4 件（佔 57.1%）；民國 101 年至 105 年間，採取肯定見解者僅 1 件（佔 9.1%）、否定見解者 10 件（佔 90.9%）；民國 106 年以後判決者有 4 件，其中僅 1 件採肯定見解（佔 25%）、另外 3 件為否定見解（佔 75%），整理如圖 20。若以年份作為區分標準，則得明顯看出從早期到現今實務見解有轉向採取否定意見之趨勢，而此分析相較於以審級為區分標準之圖十九，較能完整看出實務於現今之主流見解係否定董監事得以公司已委任會計師查核財報作為抗辯事由。

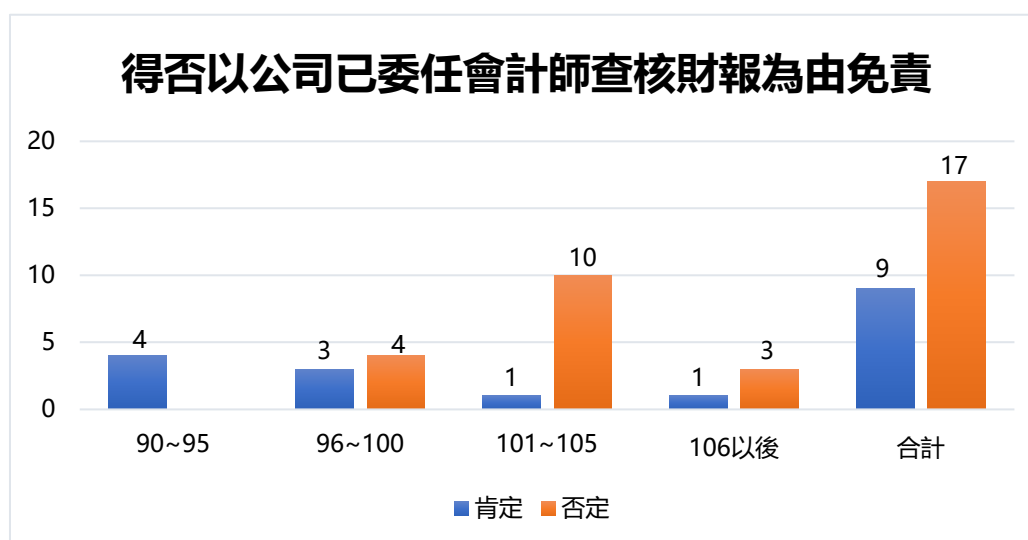


圖 20

其中較為特別者為 95 金 3 之銳普案，一審係採肯定見解，理由在於「經會計師核閱後並未於『揭露事項』為任何之說明，可見該預付款提高之額度尚在一般企業經營之範圍內，實無從憑上開預付款提

高之額度即可推知有洩空銳普公司資產之情事」，惟於二審時則被推翻而改採否定見解，理由在於「董事會編製財報、內部監督機制之監察人審核、外部監督角色之會計師查核簽證，三者功能有別，均為法律確保財報內容真實之設計，無從互相取代。會計憑證之正確性，仍有賴實際負責公司營運決策與財務業務狀況真實性查核之董事及監察人把關。」銳普案二審法院否定見解之理由，亦多為他案（例如 101 金上 13 之捷力案、97 金上 6 之博達二、103 金上 17 之宏達科案、103 金上 17 之宏傳案、104 金上 14 之雅新案等）否定見解之理由，可謂係實務現今之主流意見。

（三）以未出/列席通過財報之董事會為由抗辯免責

就第一階段判決中，涉及此爭點之判決共有 18 件，一審 9 件、二審 8 件，三審 1 件，整理如圖 21。一審之 9 件中採肯定見解者有 2 件，反對者 7 件；二審之 8 件中肯認者有 4 件，反對 4 件；三審之 1 件則採否定見解。因此，在第一階段涉及此爭點之 18 件判決中，採取肯定見解者共 6 件（佔 33.3%）、否定見解者共 12 件（66.7%），以否定見解為多數。

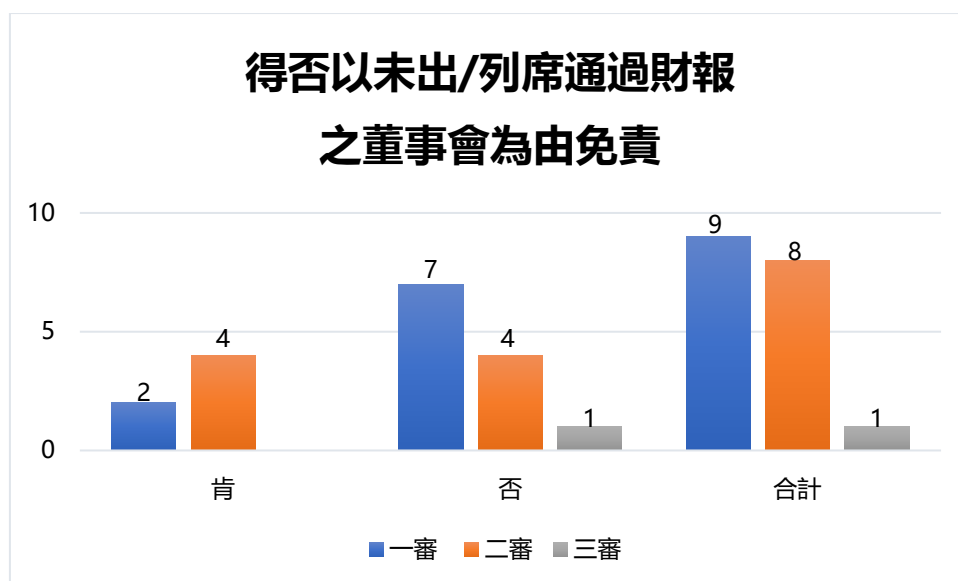


圖 21

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間並無任何判決有討論到此爭點；民國 96 年至 100 年間，採取肯定見解者則有 2 件（佔 40%）、否定見解者 3 件（佔 60%）；民國 101 年至 105 年間，採取肯定見解者 3 件（佔 33.3%）、否定見解者 6 件（佔 66.7%）；民國 106 年以後判決者有 4 件，其中僅 1 件採肯定見解（佔 25%）、另外 3 件為否定見解（佔 75%），整理如圖 22。就此爭點之年度分析，從圖表中亦得以發現係以否定見解為多數，且無論於何年份區間，否定見解均較肯定見解所採取之判決數量為多，且在民國 96 年至民國 105 年間有明顯增加之趨勢。民國 106 年以後之判決則如前所述，因本研究案就此年份區間所討論之判決數量較少，故於圖表中始有下降之趨勢。

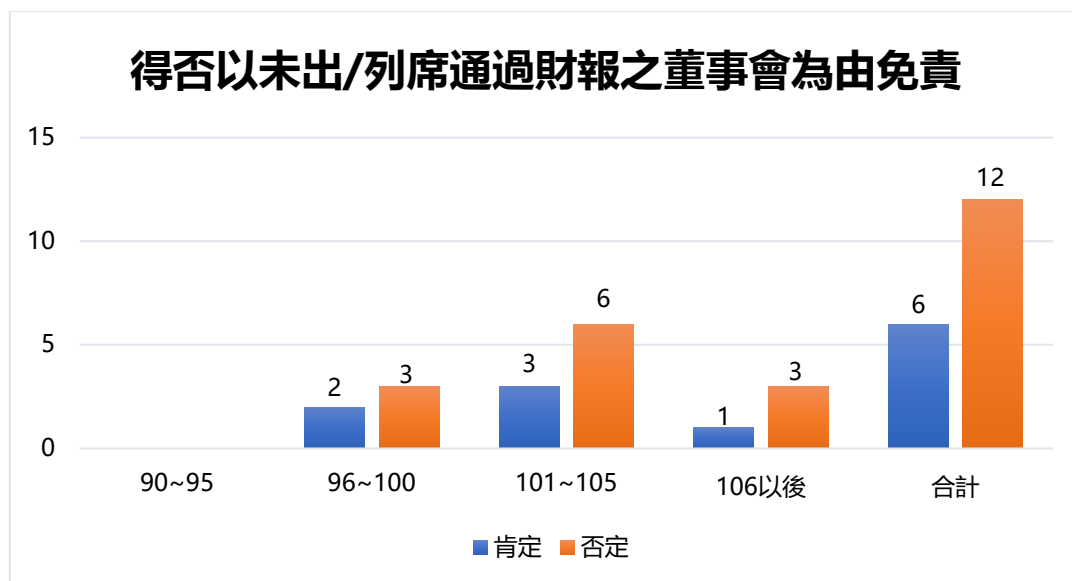


圖 22

其中較為特別者係 103 金上 17 之宏傳案二審判決，採肯定見解而認為「董事會為合議機關，如認董事不論有無出席董事會並參與通過財報之決議，均應擔保財務報告之真正，未免失之過苛，參諸公司法第 193 條第 2 項僅令參與董事會決議且未表示異議之董事應對公司負賠償之責，亦見其理。」，然而於最高法院卻以「原審以未出席董事會而得免責，亦屬率斷」為由廢棄發回，可見最高法院見解至少認為不得逕以未出席董事會即認該名董事毋庸負責，仍應做實質判斷。

另外，承前所述，於 98 金 21 之金雨案中即有法院因實質判斷該名（獨立）董事雖未參與董事會，然已盡相當注意並且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事，故依證交法第 20 條之 1 第 2 項推翻其過失認定之例，且案件上訴至高等法院時亦獲得相同支持。

判決意旨摘錄如下：「○○○雖擔任金雨公司獨立董事，然於 93、94 年間因罹患大腸癌，已甚少參與公司業務，並於 94 年 5 月 15 日請辭獲准，故對於金雨公司及其他被告等人是否進行虛偽之循環交易，皆不知情亦未參與其中，且也未參與承認系爭財報之該次董事會，是○○○實無法對於該財報內容表示意見。再者，○○○是因為提供專業技術擔任『冷凍技術顧問』，並兼任金雨公司無給薪、無持股之獨立董事，其並非財務專長人員，此見其請辭書內容以『對於公司財務報表及會計制度等專業能力不足』作為請辭理由即可知之。故縱認○○○仍應對於其未參與承認之財務報表要負其責，然該財務報表係經專業會計師查閱所做成，被告尤金柱既非專業財務人員，亦無此類專長，並且因治療大腸癌，於 93、94 年度即甚少參與公司業務，甚且於 94 年 5 月即請辭離開公司，故依當時○○○之身心健康狀況及相關專業能力，實難期待能發現系爭財報有何不實之處，且該財報有專業會計師查閱，並表示無何違法之處，足見被告○○○已盡相當注意並且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事，依證券交易法第 20-1 條第 2 項規定，應免負責任。」

（四）以授權經營階層/未參與經營為由抗辯免責

就第一階段判決中，涉及此爭點之判決共有 18 件，一審 11 件、二審 6 件，三審 1 件，整理如圖 23。一審之 11 件中採肯定見解者有 3 件，反對者 8 件；二審之 6 件中肯認者有 3 件，反對者有 3 件；三審之 1 件則採否定見解。因此，在第一階段涉及此爭點之 18 件判決中，採取肯定見解者共 6 件(佔 33.3%)、否定見解者共 12 件(66.7%)，以否定見解為多數。就審級分析而言，明顯係一審採取否定見解者較多，而二審對於此爭點之分析實係肯、否各半，尚難判斷高等法院之主流見解為何。

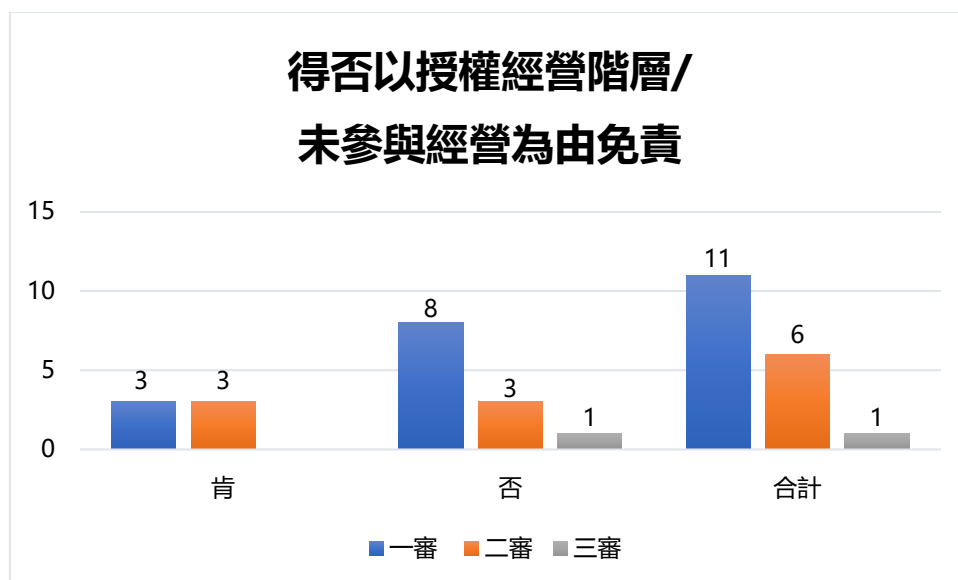


圖 23

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間僅有 3 件判決討論到此爭點，其中採取肯定見解者僅 1 件（佔 33.3%）、另外 2 件則採否定見解（佔 66.7%）；民國 96 年至 100 年間，採取肯定見解者則有 2 件（佔 40%）、否定見解者 3 件（佔 60%）；民國 101 年至 105 年間，採取肯定見解者 3 件（佔 42.9%）、否定見解者 4 件（佔 57.1%）；民國 106 年以後判決者有 3 件，且均採取否定見解（佔 100%），整理如圖 24。若以年度分析而言，則肯、否見解在各年份區間實均有增加之趨勢，惟民國 106 年雖尚無肯定見解，但仍因整理之判決數量較少而無法得出實務是否有明確採取否定見解而邁向無爭議之趨勢。

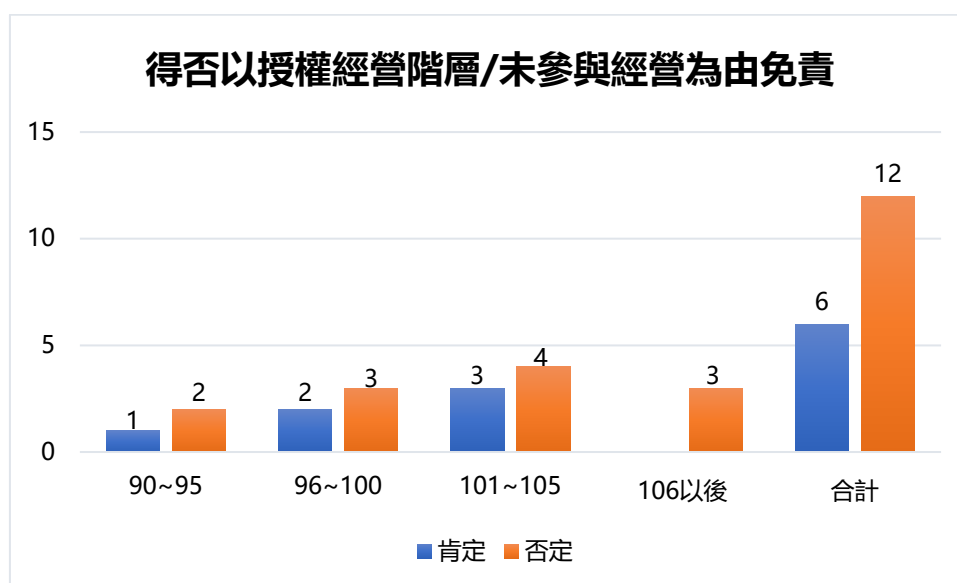


圖 24

其中較為特別者係 93 金 3 之博達二於一審時，法院係採否定見解而認為不得以未參與經營為由抗辯免責，惟於二審 97 金上 6 時卻

改採肯定見解而認為「該法人代表人雖分別為董事、監察人，但並非內部經營階層，所得接觸資訊有限。」然而案件上訴到最高法院則又有所不同，最高法院以「董監事負推定過失責任，應就免責事由具體舉證，高院該等推論過於速斷，有適用證據法則之不當」為由廢棄發回。因此於此爭點之判斷中，仍然應先認定董事有過失，再由董事舉證其已盡相當注意義務而得以推翻過失認定，縱使該名董監非內部經營階層，然因其仍為董事或監察人，故原則上即應對財報不實負責，多數見解仍認為除其得舉證推翻外，未參與經營之董監仍須負責。

（五）以僅係掛名/未行使職權/無財會智識為由抗辯免責

就第一階段判決中，涉及此爭點之判決共有 22 件，一審 15 件、二審 7 件，整理如圖 25。一審之 15 件中採肯定見解者有 3 件，反對者 12 件；二審之 7 件中肯認者有 2 件，反對者 5 件。因此，在第一階段涉及此爭點之 22 件判決中，採取肯定見解者共 5 件(佔 22.7%)、否定見解者共 17 件(77.3%)，以否定見解為多數。就審級分析而言，此爭點之討論集中於一審，並以否定見解為明顯多數；二審中雖仍以否定見解為多數，然因肯、否見解之數量差異不大，仍有再觀察二審見解趨勢之空間。

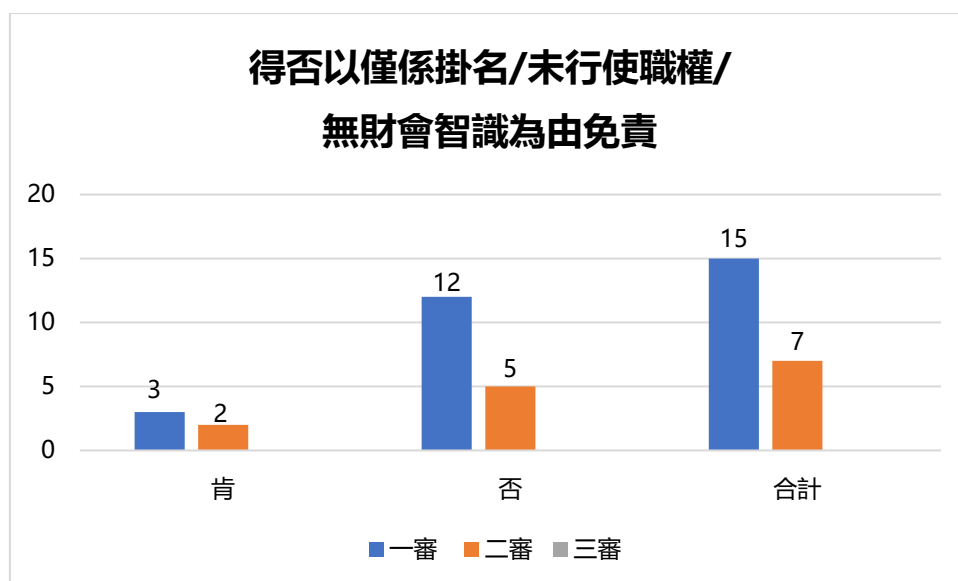


圖 25

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間僅有 3 件判決討論到此爭點，其中採取肯定見解者僅 1 件（佔 33.3%）、另外 2 件則採否定見解（佔 66.7%）；民國 96 年至 100 年間，採取肯定見解者僅有 1 件（佔 14.3%）、否定見解者 6 件（佔 85.7%）；民國 101 年至 105 年間，採取肯定見解者 3 件（佔 30%）、否定見解者 7 件（佔 70%）；民國 106 年以後判決者有 2 件，且均採取否定見解（佔 100%），整理如圖 26。若以年度分析而言，則得明顯發現肯、否見解於各年度間均有明顯增加之趨勢，然而否定見解採取之數量及增長之幅度仍較肯定見解為大，實務上係以否定見解為主流。

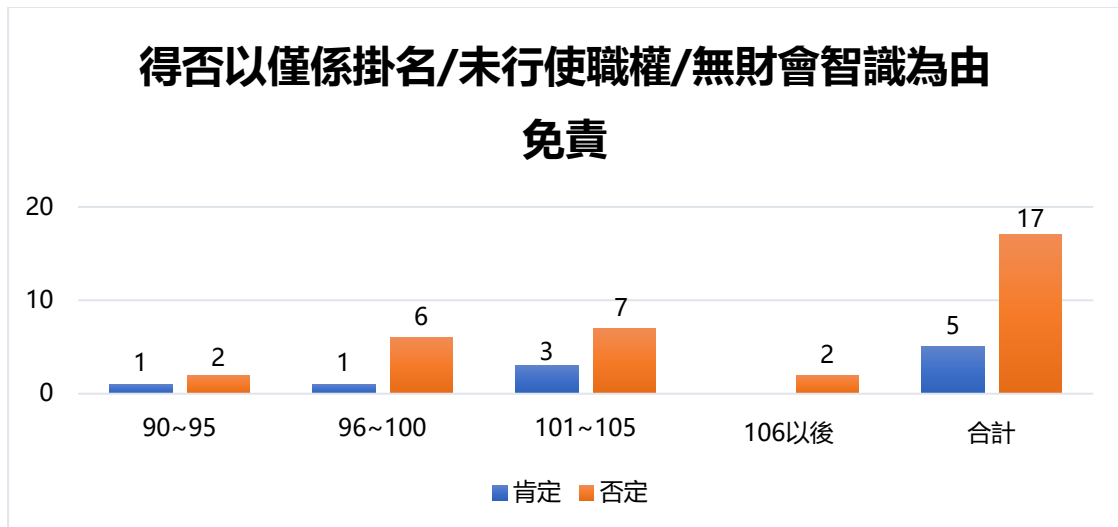


圖 26

其中較為特別者係 90 重訴 706 之順大裕二之一審法院係採肯定見解而認為「被告等均為廣鑫公司、裕全公司等之法人董監事代表人，而廣鑫、裕全公司又均為廣三集團其下公司，均受丁○○指派，僅有頭銜而並無實際行使職權之權利，其對於財報及公開說明書不實之內容顯不知情，應無違反其應盡之善良管理人義務。」然而，案件上訴於高等法院時卻被推翻而 93 金上 2 改採肯定見解，理由在於「公司負責人本具有對公司相當之注意義務，對於公司違反增資、財報、公開說明書不實難推諉不知，又未提出合理確信會計師、律師之證明，故仍須負責」。實務見解對於此爭點之看法多趨為一致而否認僅係掛名、未行使職權或無財會智識得為免責之合法抗辯事由，理由則多為「身為董事、監察人即身為公司負責人，不得因僅以掛名即脫免責任（95 金 8 之皇統案）；公司法未區分外部或內部董事，對於財報編造均負

相同義務、監察人如欠缺專門知識，於行使監察權依法得委由會計師審核（94 金 22 之太電案）；被告身為董事暨經理人，應善盡其善良管理人注意義務（97 金 1 之鼎太案）...等」。

（六）獨立董事責任是否較執行董事低

就第一階段判決中並無特別討論到此爭點之判決，因此難以得出法院針對此見解之認定理由和演變過程。

二、會計師、承銷商、職員責任

（一）會計師責任

就會計師責任之認定，法院是否有就其疏失進行鑑定，以認定其注意義務之違反，於第一階段判決中，有明確將會計師有無過失進行鑑定者共有 3 件，包括 93 金上 2 順大裕二案經參閱會計師之工作底稿認定有過失，惟本案中因會計師之核閱並無擔保順大裕公司之財務是否健全，投資人不見得會對於該報告產生買賣股票之動念，與損害間欠缺因果關係，故會計師無須負責。至於 94 金上 1 立大農畜案則有衡諸證券交易所實質審查會計師財務報告之相關工作底稿，惟並未發現有何疏失。而 104 台上 1700 宏傳案亦有經鑑定人鑑定後確認會

計師具有疏失。

此外對於會計師過失之認定，是否會依會計師懲戒之結果予以認定？肯定見解共有 5 件判決，包括 96 金上 1 正義案、91 重訴 334 大中鋼鐵案、99 金 2 仕欽案等，該等案件中，法院普遍認為因會計師法第 64 條、第 67 條規定，會計師懲戒委員會係由會計師公會代表、法律及會計等專長之學者或公正人士、相關行政機關代表所組成之合議組織。因此，會計師懲戒委員會對於會計師是否違反或廢弛其業務上應盡義務之判斷，可認為業經反映會計師之專業同儕認知及法律對於其業務責任之要求，就法院在相同事項判斷上，即為具有重要參考價值之表面證據。至於倘該會計師懲戒結果，復經會計師懲戒覆審委員會審議，又經行政爭訟後，仍得相同之結論，可作為推認會計師確有違反或廢弛其業務上應盡義務行為之優勢證據（99 金 6 遠航財報不實案）。

（二）承銷商責任

於公開說明書不實之民事責任下，承銷商依證券交易法第 32 條第 2 項前段，如能證明已盡相當之注意，並有正當理由確信其主要內容並無虛偽、隱匿情事或對於簽證之意見有正當理由確信其主要內容無虛偽、隱匿情事或對於簽證之意見有正當理由確信其為真實者，得

免負損害賠償責任。

至於承銷商得否以其係引用經會計師查核簽證之財報為由作為免責事由抗辯，第一階段判決中採肯定見解者共有 2 件，包括 101 金上 6 久津高院判決及 87 重訴 1347 正義案之地院判決，惟值得注意則係，法院通常以經會計師查核簽證，認定承銷商已符合「中華民國證券商業同業公會證券承銷商受託辦理發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告之評估查核程序」之義務，若承銷商以會計師查核簽證完竣之財務報告，作為評估作業之基礎，法院普遍認為已符合免責要件（101 金上 6 久津案）。

（三）職員、廠商、其他相關主體責任

證券交易法第 32 條及第 20 條之 1 皆有將「職員」列入作為責任主體，惟此一不確定法律概念於實務上如何適用則產生疑義，首先若並非證交法第 20 條之 1 所明文之主體者，則是否仍需負責？就第一階段之判決中，肯定見解者共有 3 件，包括雅新案、友昱案及中華銀案，其理由多以雖然並非財報不實責任主體，然被告就財報或公開說明書之內容不實，使投資人誤信而受損，已屬故意以背於善良風俗之方法加損害於他人，而最終仍必須依民法侵權行為負責（105 金上 24 友

昱案)；然而採取否定見解者則有 6 件判決，主要理由為參酌 95 年 1 月 11 日修正之同法第 20 條之 1 第 1 項、77 年 1 月 29 日修正之同法第 32 條第 1 項、第 2 項等規定之立法政策、社會價值及法律體系精神等，固可認修正前證交法第 20 條第 3 項之責任主體包括發行人之董事長、總經理與公司法第 8 條所稱當然負責人之董事及職務負責人之監察人、經理人等，然仍限於在發行證券公司擔任上開職務之人，若未擔任上開職務者，尚非前述修正前證交法第 20 條第 3 項之責任主體，自無須負責（101 金上 13 捷力案）。

此外，就應負責任之經理人，是否以經公司登記者為限，則有疑義，第一階段判決中法院近期多數見解採取肯定說，包括 100 金 5 新泰伸案(財)及 98 金 3 雅新案，其理由謂：「公司法第 8 條第 2 項所規定之經理人應非以其職稱或實質權限而為判斷。蓋經理人有消極資格限制（公司法第 30 條參照），倘以實質權限判斷，其消極資格限制根本難以落實施行，又公司因內部分工或人事管理，給予副理、協理、襄理等職稱，或有其各別公司內部管理之考量，未必均有為公司管理事務及簽名之權，難以逕認係公司法第 8 條第 2 項之公司負責人；且公司負責人所應承擔之公司治理責任，乃透過公司登記而公示於投資大眾（公司法第 393 條第 2 項第 5、6 款），投資大眾得以信賴各該已公示於眾之負責人會參與公司之營運、監督及治理。」因此，公司法

第 8 條第 2 項規定之經理人應以經公司登記者為限，值得注意者係，採取此一見解之 2 件判決，均為士林地院之同一法官所作出之判決。

惟在 96 金 20 中華銀案則有採取相反見解者，其認為公司經理人之委任，其所為之登記，僅屬對抗要件，此項委任經理之有效存在，並不以登記為其要件。而對照公司法第 38 條原規定：「公司依章程之規定，得設副總經理或協理，或副經理一人或數人，以輔佐總經理或經理。」於 90 年 11 月 12 日刪除，理由為：「配合第 29 條第 1 項之修正，凡經理人之職稱係由公司自行決定，無庸於本法規定，爰予刪除。」足徵只要有為公司管理事務之權限者，無論經理人之職稱為何或有無登記，均無礙於經理人身分之認定（台北地方法院 96 年度金字第 20 號民事判決意旨參照）。於第一階段判決中，此一爭點尚未經高院或最高法院審理並表示見解，後續值得繼續追蹤。

三、財報不實比例責任

就比例責任下，除了前述壹、於證券交易法第 20 條之 1 於 95 年 1 月 11 日修正公布前之案件有無適用外，對於比例責任被告與負連帶責任之被告間關係為何及責任比例如何認定等問題，亦為實務上之重要爭點。於第一階段有涉及比例責任相關爭點之判決共有 15 件，包括 101 台上 1695 正義公司案、93 金 3、97 金上 6 博達二案、107

金上更一 1 久津案、101 金上 5 宏傳案、95 金 19 協和國際、98 金 3 與 104 金上 14 雅新案、105 台上 2294 金雨、101 金上 7 宏億、99 金 10 聯豪案、103 台上 4 邨港、100 重訴 131 合邦案、102 金 2 美嘉電案、99 金 6 遠航財報不實案。其中於 107 金上更一 1 之久津公司案中，對於比例責任之認定，法院以客觀上證據所顯示之過失程度進行自由心證，例如因系爭財報不實內容之參與程度不深及不實財報並非擔任公司董事期間所應負之編制義務，或是以董事、監察人及會計主管在公司治理上之角色有別，董事應承擔營運成敗之責，監察人、會計主管則僅有監督查核之責，而有不同責任認定，甚至是以經刑事判決有罪確定在案，且被告有審查會計憑證及蓋用公司印鑑章之責，而認定有較嚴重之過失而須負較多之比例責任者。

其次，對於被告中所有比例責任與連帶責任者，兩者間之關係部分法院則認為與負連帶賠償責任者，構成不真正連帶債務關係，而不真正連帶債務人相互間因無分擔額部分，故不真正連帶債權人縱對於債務人中之一人為免除，原則上對其他債務人不生效力（95 金 19 協和國際案）。

惟亦有認為比例責任被告與負全部責任之被告間之關係為連帶責任，例如 101 金上 5 之宏傳案，臺灣高等法院認為負全部責任被告

與比例責任被告間，均為造成損害之共同原因，是全體被告間應依民法第 185 條第 1 項前段負連帶給付責任。此外，於 99 金 10 聯豪案，士林地方法院認為民事上之共同侵權行為（狹義的共同侵權行為，即加害行為）與刑事上之共同正犯，其構成要件並不完全相同，共同侵權行為人間不以有意思聯絡為必要，數人因過失不法侵害他人之權利，苟各行為人之過失行為，均為其所生損害共同原因，應依民法第 185 條第 1 項前段負連帶給付責任，而本件因此各比例責任被告與刑事不法人之侵權行為，均為因財報不實受有股價下跌損害之共同原因，而對於被害人應負全部損害之連帶賠償責任。

參、財報暨公開說明書不實類型因果關係爭點演變趨勢

關於我國實務對因果關係認定之相關爭點，主要為交易因果關係是否適用詐欺市場理論、交易因果關係是否依民事訴訟法第 277 條推定以及交易因果關係及損失因果關係是否分別證明，以下就第一階段公開說明書與財報不實中相關因果關係爭點進行趨勢分析。

一、詐欺市場理論適用

就第一階段判決中，關於在交易因果關係上是否適用詐欺市場理論者共有 64 件，其中採取詐欺市場理論者共 53 件、而不予推定者共計有 11 件，整理如下圖 27，顯見我國實務主要仍以採用詐欺市場理論為大宗(約占 82.81%)，且主流仍以地方法院與高等法院為大宗(見下圖 28)，部分法院直接援引美國法之見解，以「請求權人原應證明因信賴不實財報而陷於錯誤，因此一誤信而為投資之決定(買進、賣出或持續持有)，並因該投資決定而受有損害。關於買賣投資行為與不實財報間之因果關係，基於股票價值之認定與一般商品不同，無從依外觀認定其價值，往往須參酌司過往經營績效、公司資產負債、市場狀況等資訊之揭露，使市場上理性之投資人得以形成判斷；於投資人買進或賣出時，此不實消息已有效反應於股價上，故依『詐欺市場理論』，不論投資人是否閱讀此不實財報均推定其信賴此財報而有交

易因果關係，固無待舉證」作為推定基礎（104 台上 225 宏億案之最高法院判決意旨參照）；而亦有以「股票交易價格常以發行公司過往經營績效、公司資產負債、財務業務狀況等資訊揭露及其他相關因素為依歸，俾使市場上理性投資人得以形成判斷。是公司發布不實資訊，不僅造成個別投資人受騙，抑且欺騙整體證券市場；個別投資人縱未取得特定資訊，亦因信賴市場而依市價買賣，自應推定其買賣與不實資訊間存有交易因果關係」，雖然並未直接明文引用詐欺市場理論，惟採取相同之內涵作為推定交易因果關係之基礎（104 台上 698 東森國際(財)案之最高法院判決、97 金上 6 博達二之意旨參照）。

對於詐欺市場理論採取否定見解者僅佔不到 20%，否定見解大多以我國並非效率市場之論調為基礎，例如以「因歐美等先進國家證券交易市場之規模較大，且以具備資力及能力蒐集資訊進行專業投資判斷之機構投資人為主，自然人投資人為輔；我國證券市場則以鮮少注意證券發行人公告之資訊，反而聽信市場傳聞之自然人投資人為主，二者投資人結構及其專業顯不相同，故我國證券市場是否為一效率市場，迄無定論，故難認其為一效率市場，並認其股價已充分反映公開財報之內容。」（臺灣高等法院 105 年度金上更(一)字第 3 號民事判決）

而法院對於詐欺市場理論的適用並非同一標準，尚有部分見解認

為詐欺市場理論限於故意行為人，認為原告就發行人（無過失責任）及「故意」為不實財報之行為人，證明發行人財務報告內容有虛偽隱匿時，即可認已就交易及損害因果關係已盡舉證之責，惟就過失行為人則無上開「推定因果關係」之適用，原告仍須證明授權人所受損害與系爭不實財報過失行為人間，存有交易及損失因果關係存在（如臺灣臺北地方法院 104 年金字第 22 號民事判決意旨參照），惟我國實務對於詐欺市場理論似乎係以肯定之趨勢發展，未來我國最高法院之相關見解仍值得後續觀察與追蹤。

而我國交易市場是否屬於效率市場共有 16 件判決論及，其中僅 5 件（約占 31.25%）認為我國並非效率市場，進而否定詐欺市場理論之適用，多數曾論及此爭點之判決認為詐欺市場理論之適用，並非以效率市場為基礎。

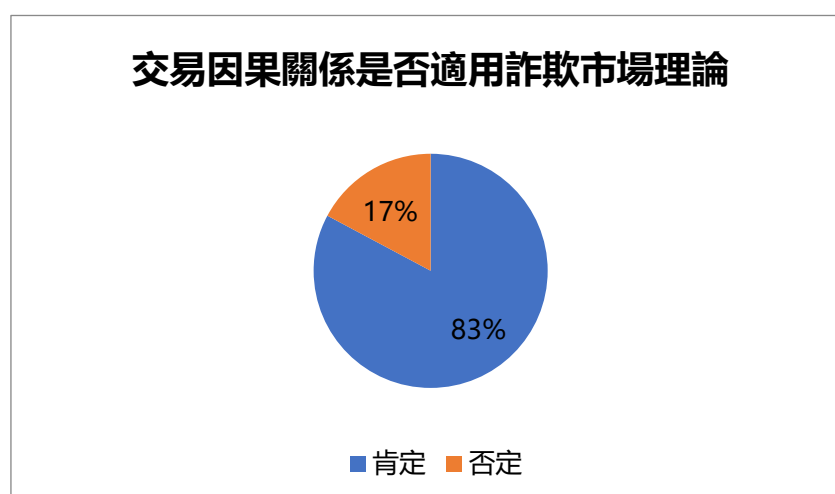


圖 27

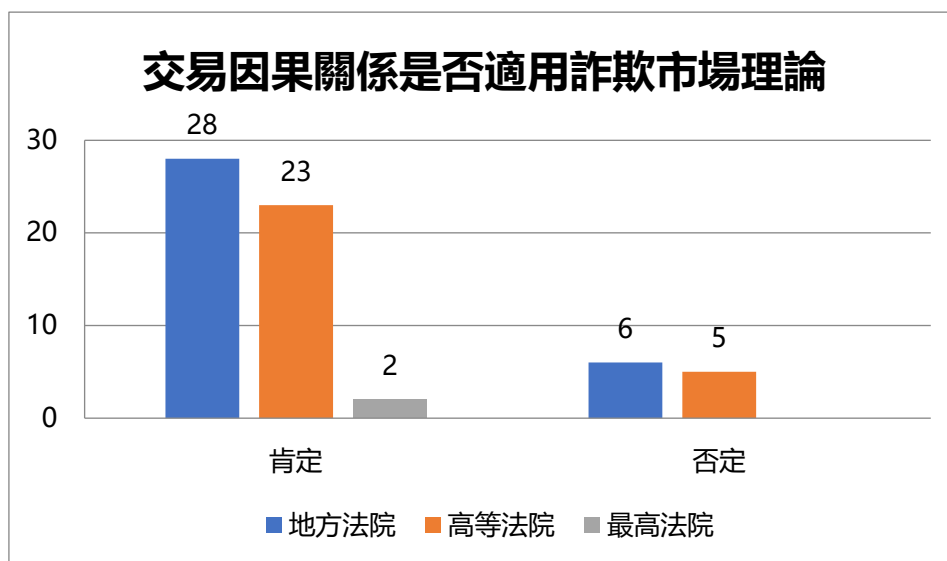


圖 28

詐欺市場理論適用的法院分布上，多數地方法院及高等法院均肯認詐欺市場理論之適用，而最高法院在第一階段的判決中也肯認詐欺市場理論之適用，可見我國實務上有越來越多的見解接受詐欺市場理論的運用。

至於若以年度趨勢觀察，可發現自 95 年起我國實務呈現支持交易因果關係可採用詐欺市場理論推定，至 101-105 年間始出現否定見解，惟似乎並未成為主流，106 年後採取否定說之法院實務見解亦相繼減少，目前仍以肯定說為法院實務之主要見解，整理如下圖 29。

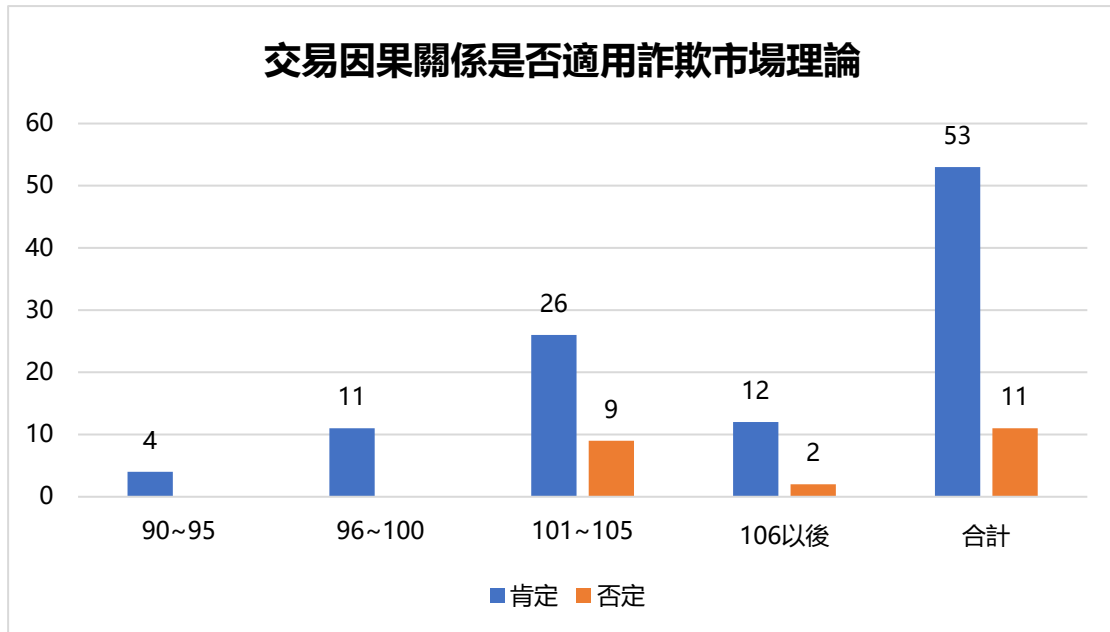


圖 29

另外就初級市場中公開說明書不實之交易因果關係是否適用詐欺市場理論推定之爭議，僅有 4 件判決論及，其中 3 件（約占 75%）採取肯定見解，法院見解普遍認為「對外公告不實之財務報告及公開說明書，均破壞證券市場透過公開資訊進行交易之機能，導致公司股票於證券集中市場之交易價格扭曲，影響投資人之判斷決策，投資人因資訊提供者製作不實之資訊，致其所得資訊錯誤，無從正確判斷風險而善意買入公司股票，受有損害，此乃合於一般證券市場交易情況。」而承認公開說明書不實情形下亦有詐欺市場理論之適用（例如 93 金上 2 之順大裕二案）；而僅有 1 件採否定見解，判決理由認為：「由於係採詢價圈購之方式募集，亦即僅能透過主、協辦承銷商認購，核與一般投資人於公開交易市場買賣之情形有異，自無法適用後開詐欺市

場理論直接推定買受被告公司之投資人與公開說明書之不實具交易之因果關係。」而認為在公開說明書不實之情形，仍必須由原告自行證明信賴之要件（95 金 10 之宏傳案）。

二、交易因果關係多數依民事訴訟法第 277 條推定

交易因果關係是否以民事訴訟法第 277 條推定，共有 41 件判決論及，其中有 39 件（約占 95.12%）採肯定見解，多以「尤以我國目前之證券交易市場，仍屬淺碟式之型態，投資人亦以散戶自然人居多，其習性恒喜追逐小道消息或聽信耳語，經由口耳相傳之結果，易使不實之消息，充斥流傳於市場之間，誤導投機性格較強之投資人作成錯誤之判斷。是以，企業經營管理者，倘利用其資訊上之優勢，故意製作虛偽之財報申報或公告，既足使投資人誤以該企業之業績將有成長或有所轉機，而作出買賣股票之決定，衡量危險領域理論、蓋然性理論、武器平等原則及誠信原則等因素，就受害之投資人交易因果關係之舉證責任，自應依民事訴訟法第二百七十七條但書之規定予以減輕（降低證明度），俾符合資本市場之本質，並達成發展國民經濟，保障投資之目的」予以減輕或推定（105 台上 49 飛雅案之最高法院判決意旨參照）；而僅 2 件判決採否定見解，如圖 30 所示，判決中均認為投保中心就該應證事實之舉證風險控制顯非無能力，是以依據舉證責任分配原則，由主張此一應證事實之投保中心先負證明之責，並無

民事訴訟法第 277 條但書所定顯失公平情事（103 金上 13 合邦案之臺灣高等法院判決意旨參照）。

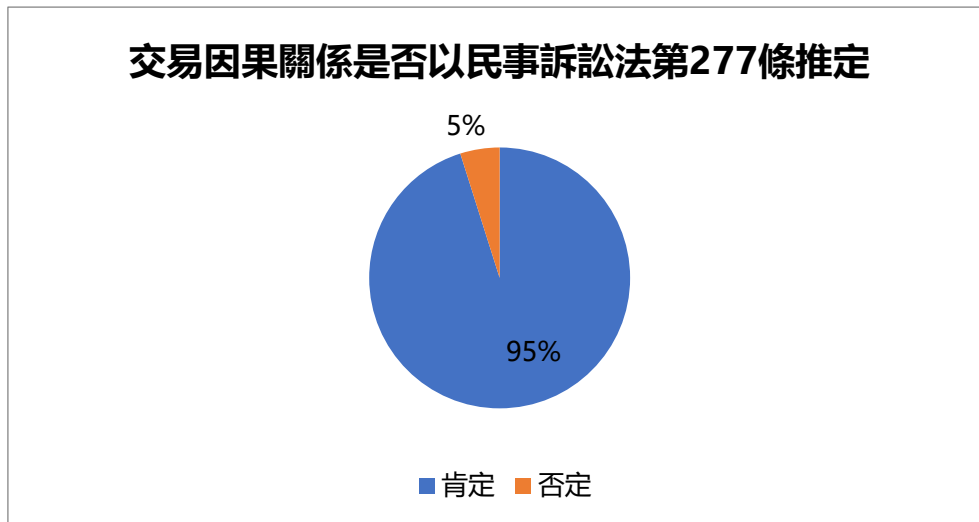


圖 30

三、交易因果關係與損失因果關係分別證明

交易因果關係與損失因果關係是否分別證明，則有 24 件判決在判決理由中提及，其中有 20 件（約占 83.33%）認為按證交法第二十条第三項之損害賠償成立之因果關係要件，包括交易因果關係與損害因果關係，前者為善意取得人或出賣人基於證交法第二十条第一項行為人之行為而進行交易；後者乃善意取得人或出賣人因上述交易行為而受有損害。認為交易因果關係與損害因果關係需分別證明者，理由多以關於買賣投資行為關於買賣投資行為與不實財報間之因果關係，基於股票價值之認定與一般商品不同，無從依外觀認定其價值，往往須參酌公司過往經營績效、公司資產負債、市場狀況等資訊之揭露，

使市場上理性之投資人得以形成判斷；於投資人買進或賣出時，此不實消息已有效反應於股價上，故依「詐欺市場理論」，不論投資人是否閱讀此不實財報均推定其信賴此財報而有交易因果關係，固無待舉證；但投資人仍須證明損害及其金額與不實財報間之因果關係（104台上225宏億案之最高法院民事判決意旨參照）。

至於認為無需分別證明者，理由多以依民事訴訟法第277條但書之立法精神及一併考慮當事人間之能力、蒐證之難度、因果關係證明之困難暨舉證難易及參酌美國基於詐欺市場所發展出來之「交易因果關係」及「損害因果關係」之理論及保護善意投資人之原則，認只要發行公司所為之財務報告足以影響股價，而善意之投資人因不知財務報告不實而為投資，其後受有股價下跌之損害，即應推定二者間有因果關係，並應由不法行為人就其二者間並無相當因果關係負反證推翻之責，以符公平趣旨（100金上2金兩案之臺灣高等法院臺中分院判決意旨參照）。

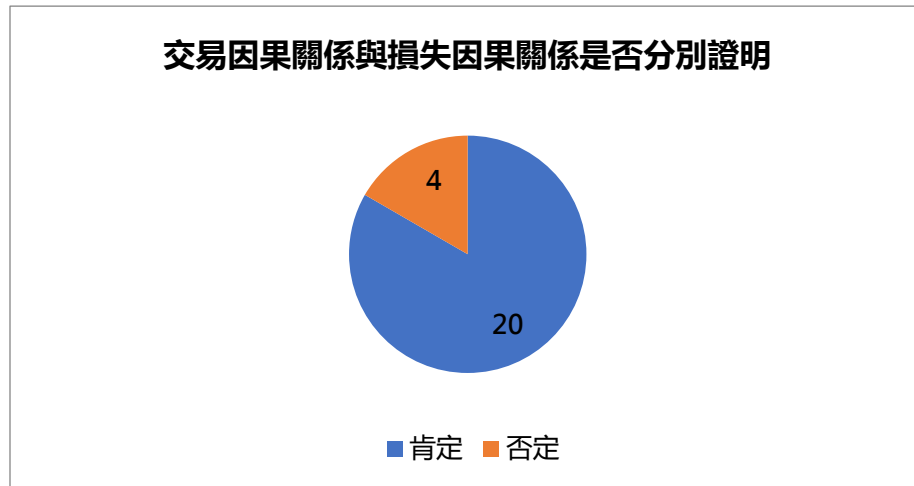


圖 31

另外值得注意的是，認為需要分別證明的判決中，全數對於詐欺市場理論採取肯定見解，因而在詐欺市場理論推定有交易因果關係下，損失因果關係則需另外由原告舉證。而採否定見解者，在判決中不區分交易因果關係及損失因果關係之區別，僅以「因果關係」一詞就個案之因果關係進行認定。

四、持有人是否須證明信賴要件或是否得依詐欺市場理論

推定該信賴

若財報不實民事賠償責任請求權人為不實財報發布前即已持有係爭公司之股票者，持有人是否仍須證明因後續發布之不實財報而中斷原出售計畫等而證明其信賴不實財報而成立交易因果關係？於第一階段整理分析之財報不實判決中，共計有 16 件涉及此一爭點，其中認為持有人仍須證明信賴要件者共有 5 件，而無須證明信賴要件者則有 11 件，若以年度分佈觀之，90 年至 106 年間採取無須證明信賴要件之見解有逐步增加之趨勢，其法院與年度分布趨勢整理如下圖 32 及 33。

其中肯定理由多以有價證券之「持有人」，亦屬財報不實事件之損害賠償請求權主體。然則，不實財報公告後、真實消息揭露前，股票之「取得人或出賣人」與「持有人」，法律性質上顯有不同。前者係於不實財報公告後，積極於證券市場上為交易行為者；後者則單純繼續持有股票，與單純沉默無異。於立法政策上，固得將有價證券之「持有人」或「潛在之賣者」(Potential Seller) 列為賠償請求權主體，然倘「持有人」或「潛在之賣者」，關於有價證券之繼續持有，亦有減輕

舉證責任、市場信賴關係或推定因果關係之適用，不當將不實財報公告至真實消息揭露期間，「所有持有發行公司股份之人」全數推定為因財報不實而繼續持有，且乃受有損害，鼓勵「持有人」或「潛在之賣者」均利用個別或團體訴訟制度提起訴訟，肇生稀釋積極從事交易之「取得人或出賣人」損害賠償請求權，且徒增訟累、社會成本之效果，而於投機性索賠情形，更干擾正常商業活動，影響市場健全發展。職此，於不實財報公告前已取得發行公司股票之持有人，或於不實財報公告後繼續持有發行公司股票之人，就其繼續持有股票所受損害，倘依證交法第 20 條、第 20 條之 1 規定請求損害賠償，乃應證明其「繼續持有股票」及與「財報不實」間具交易因果關係，無減輕舉證責任、市場信賴關係或推定因果關係之適用（99 金 6 遠航財報不實案民事判決意旨參照）。

反之，認為持有人毋庸另外舉證信賴要件之理由則以證交法就有價證券之持有人並未明文定義，依立法意旨系爭規定之保護對象除因信賴財務報告而為有價證券買、賣之投資人外，亦包括因信賴財務報告而繼續持有有價證券之投資者，並未排除系爭規定 95 年 1 月 13 日增訂生效前即持有有價證券之人，且依金融監督管理委員會 103 年 12 月 24 日金管證審字第 1030050064 號書函意旨，亦認凡於 95 年 1 月 13 日之後公布不實財務報告之行為人，對於行為時之持有人應負損

害賠償責任。是以，本件於 95 年 1 月 13 日起至吉祥公司 96 年年度財務報告公告前一日之期間（即 95.01.13 至 97.04.30）買入吉祥公司股票之持有人，於本件前揭不實財報影響期間，繼續持有或為買賣吉祥公司之股票，即為系爭規定之有價證券持有人，有交易因果關係之存在（105 金上 13 吉祥全臺灣高等法院民事判決）。

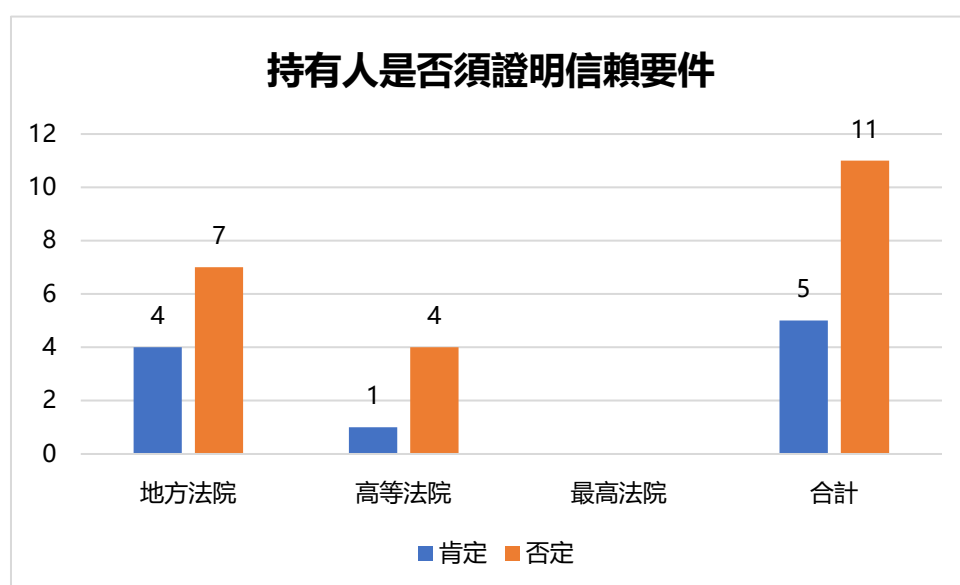


圖 32

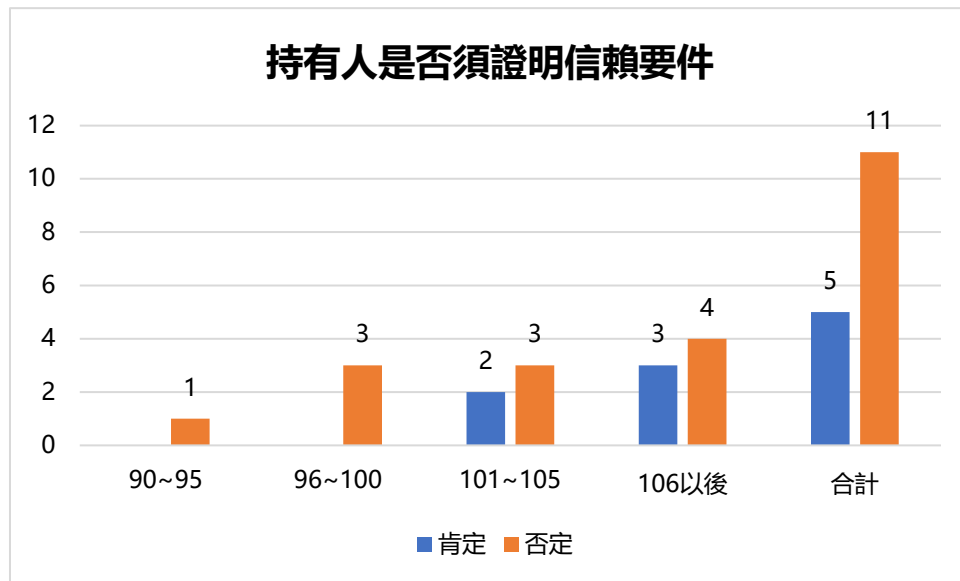


圖 33

至於持有人得否依詐欺市場理論推定交易因果關係，第一階段財報不實判決中計有 11 件涉及本爭點，其中採肯定見解者共有 8 件否定見解者僅有 3 件，地方法院見解肯否各半，而高等法院及最高法院均採肯定見解；而若以年度趨勢觀察，多數採取肯定見解，於 101-105 年間始出現首宗否定見解，其法院與年度分布趨勢整理如下圖 34 及 35。

肯定持有人可依詐欺市場理論推定交易因果關係者，特別係以 104 台上 225 之宏億案最高法院判決為首，該判決理由謂以有價證券之善意取得人、出賣人或持有人就其因而所受之損害，得依同法第二十條之一第一項至第三項之規定，向應負賠償責任之發行人、負責人、曾於財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章之發行人職員及簽證會

計師請求賠償，其性質為侵權行為損害賠償。請求權人原應證明因信賴不實財報而陷於錯誤，因此一誤信而為投資之決定（買進、賣出或持續持有），並因該投資決定而受有損害。關於買賣投資行為與不實財報間之因果關係，基於股票價值之認定與一般商品不同，無從依外觀認定其價值，往往須參酌公司過往經營績效、公司資產負債、市場狀況等資訊之揭露，使市場上理性之投資人得以形成判斷；於投資人買進或賣出時，此不實消息已有效反應於股價上，故依「詐欺市場理論」，不論投資人是否閱讀此不實財報均推定其信賴此財報而有交易因果關係，固無待舉證。

至於反對持有人得依詐欺市場理論推定交易因果關係者，101 金 13 之川飛財報不實案中台北地方法院即已該等持有人在川飛公司公告 97 年第 3 季財報前即購入股票，本不能依「詐欺市場理論」推定渠等買入股票與財報不實間有交易因果關係。此外 99 金 7 之友昱案臺北地方法院民事判決認為持有人於 95 年 8 月 31 日財報發布前即已持有友昱公司股票，並無於不實資訊發布後信賴市場對於該公司（股權）價值之評量結果、信賴該公司依法所公開資訊之積極買進股票行為，不在推定具有交易因果關係範圍內，仍應由原告就財報發布與繼續持有友昱公司股票間有交易因果關係乙節，負舉證之責。

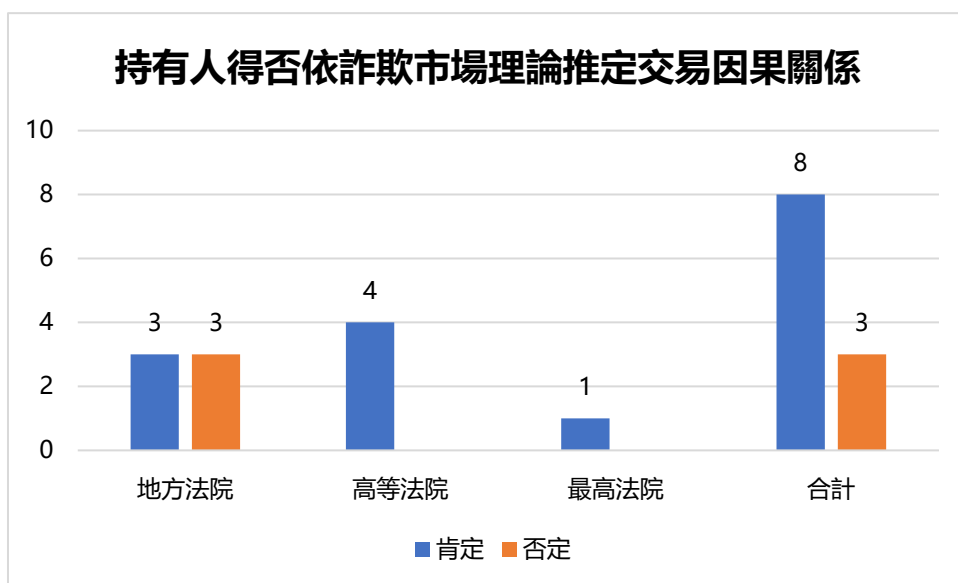


圖 34

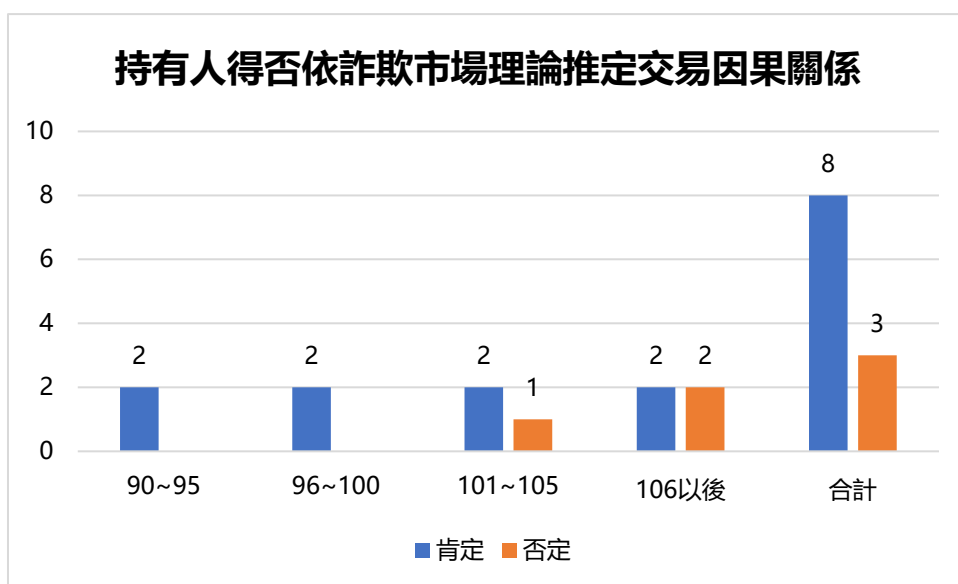


圖 35

肆、財報暨公開說明書不實類型損害賠償爭點之演變趨勢

關於我國實務對損害賠償認定之相關爭點，主要為損害計算方式、真實價格認定方式以及是否有相關損益相抵或減免之可能，以下就第一階段公開說明書與財報不實中相關損害賠償爭點進行趨勢分析。

一、損害賠償計算方式

就第一階段判決中，涉及損害賠償計算方式者共有 63 件，其中採取毛損益法者共 43 件、採取淨損益法者共有 13 件、採取擬制買賣價格之定額法者共有 5 件、採取純粹淨損益法者則有 2 件，整理如下圖 36，顯見我國實務主要仍以毛損益法為大宗（佔 66.15%），淨損益法、擬制買賣價格之定額法與純粹淨損益法分別僅有 20%、7.94%、3.08%，惟淨損益法與擬制買賣價格之定額法分別經最高法院明確表示採納，然而最為大宗之毛損益法於第一階段整理之判決中則均為高等法院與地方法院見解，可能係因為部分案件上訴遭最高院駁回而未曾明確表示過見解，未來我國最高法院是否有相關見解，值得後續觀察與追蹤。

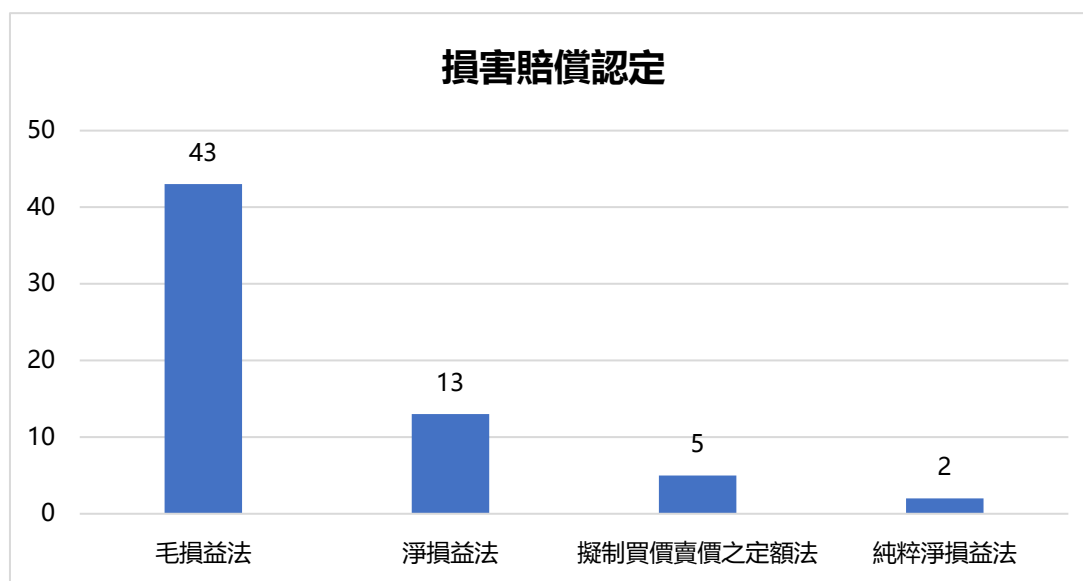


圖 36

至於自年度分布趨勢觀之，可發現 90 年至 105 年間採取毛損益法之實務見解大幅增加，惟至 106 年後則相對減少，而淨損益法、定額法、純粹淨損益法則均為較為少數之見解，並未見明顯之趨勢，整理如下圖 37

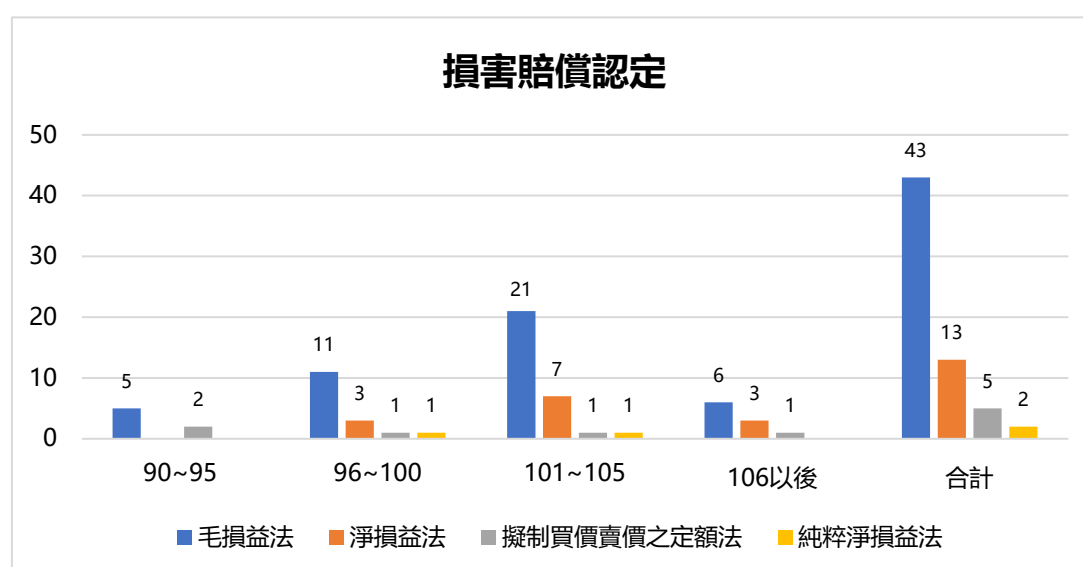


圖 37

二、就真實價格與現值之認定

至於就真實價格與現值之認定，實務上亦有不同做法與趨勢，部分判決參酌證券交易法第 157 之 1 條第 3 項規定以 10 日均價計算真實價格或現值、有以 90 日均價擬制價格者，亦有以 0 元計算股票現值者，至於就買入股票之成本計算，實務上亦有以先入先出法作為計算方式，其分析與歸納如下各圖表，並依法院年度趨勢作成如圖 38 之分析：

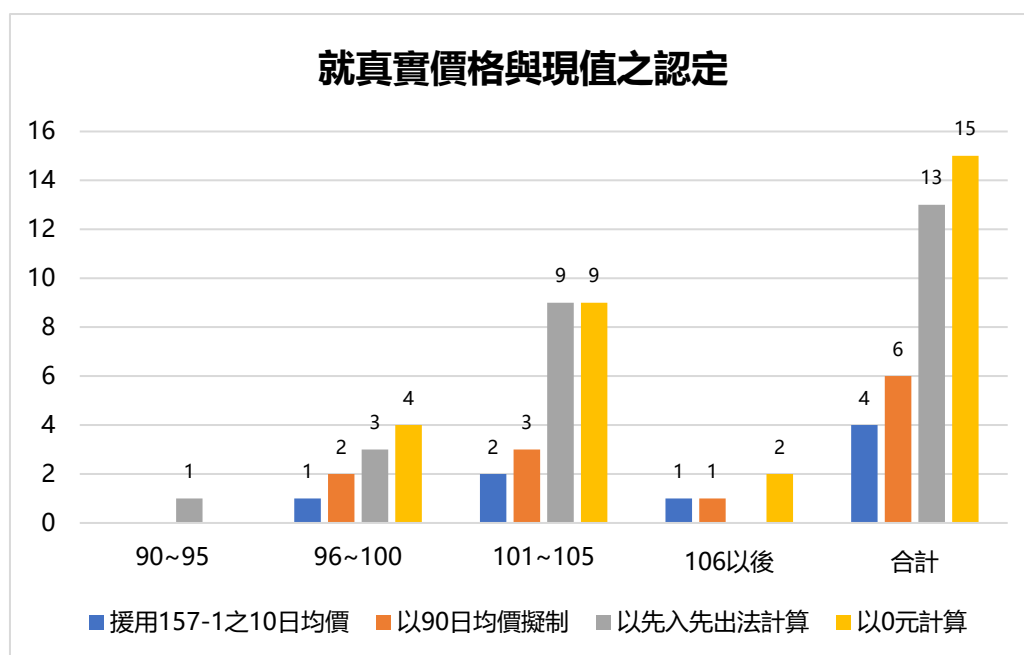


圖 38

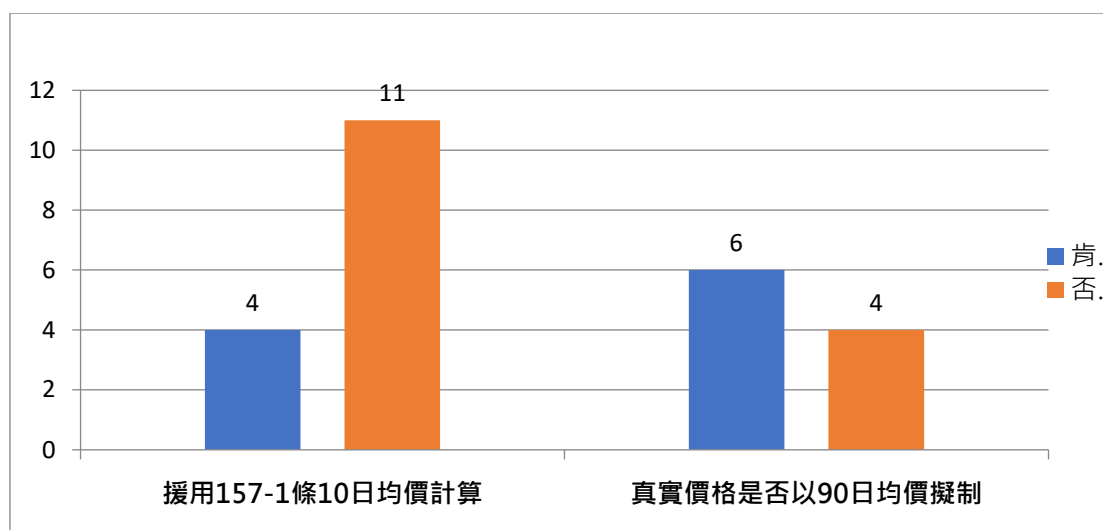


圖 39

由圖 39 可見，第一階段判決中，涉及可否以內線交易規定中 10 日內均價作為真實價格之計算者，共有 15 件判決，其中僅有 4 件肯定（佔 26.67%），法院見解則普遍認為依證券交易法第 157 條之 1 關於內線交易計算損害賠償之規定，與財報不實之案件，均屬所謂證券詐欺案件，屬同質性之不法行為，其關於損害金額中真實價格之計算方式，應可類推適用。即以不實消息公開揭露後 10 個營業日收盤平均價格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（99 金上更一 1 訊碟財案高院判決）。11 件採取否定見解（佔 73.33%），值得注意者，最高法院曾於訊碟財案中揭櫫否定見解，法院認為於證券交易市場顯現之財務資訊會因陸續申報公報之財務報告內容有所變動，所反應之市場股價會有不同，且真實價格亦會與時調整各投資人各買入時之真實價格是否一致無異，自有釐清之必

要，不得僅以上訴人虧損重大訊息公開揭露後十個營業日收盤平均價格作為計算各投資人損害之真實價格（102 台上 1294 訊碟財案），其餘 14 件無論肯否見解則均為高等法院與地方法院；而與 90 日均價作為真實價格擬制之相關判決共有 10 件，其中 6 件為肯定見解，4 件則否定，最高法院於第一階段期間，尚未對該爭點有所表態。

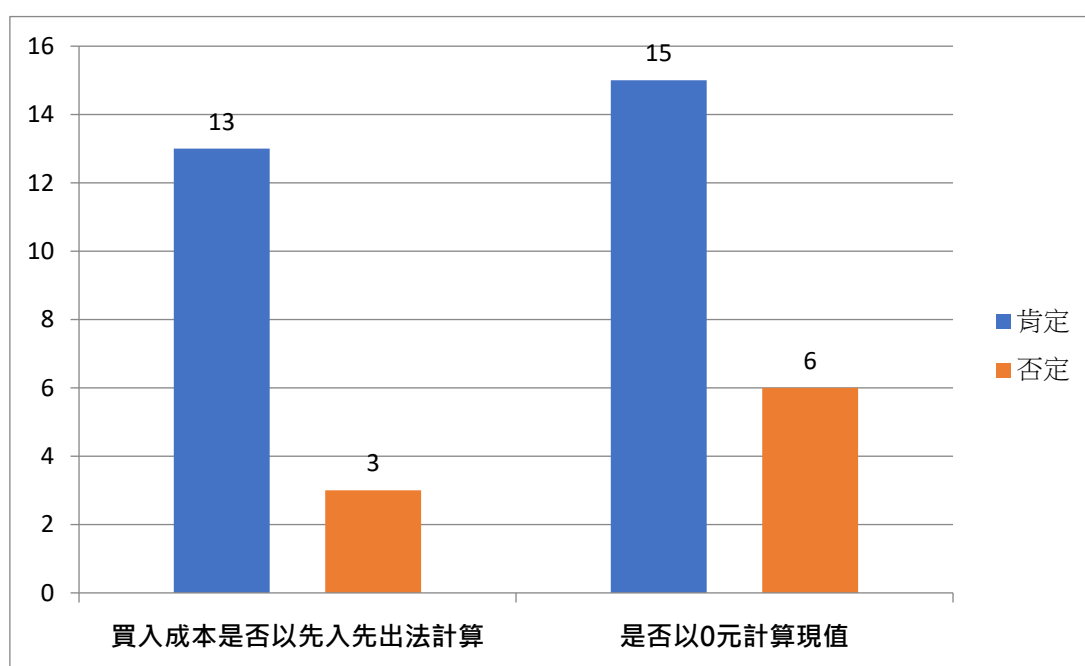


圖 40

甚者，第一階段判決中，對於買入成本是否可以最初購入股票的成本作為與銷售單位收益相配合成本之先進先出法，法院共有 16 筆相關判決，其中肯定見解共有 13 件，多以參諸現行商業會計法第 44 條第 1 項準用該法第 43 條之規定及所得基本稅額條例施行細則，均採「先進先出法」、另所得基本稅額條例施行細則第 8 條第 1 項前段

規定亦有相同趣旨之規定，是有關投資人買進公司股票所受之損害，依「先進先出法」之配對銷除方式計算其求償之股數，以先買進之股票先行賣出，依此配對計算其等求償之股數(104金上更一1金兩案)。

而採否定者則僅有3件，法院對於肯定見解具有明顯之趨勢；至於若股票停止買賣是否可以0元計算現值者，相關之21筆判決，共有15件採取肯定見解（佔71.42%），反對以0元計算現值者則共有6件（佔28.5%），亦對於肯定見解較為青睞。

三、損益相抵之可能情形

最後，於第一階段判決中，對於被告於訴訟中所主張各種損益相抵之抗辯，包括原告投資人於消息揭露後是否具有出售有價證券之義務以及絕對責任、比例責任被告是否得就已和解之部分主張免責，具體情況統計如下圖 41：

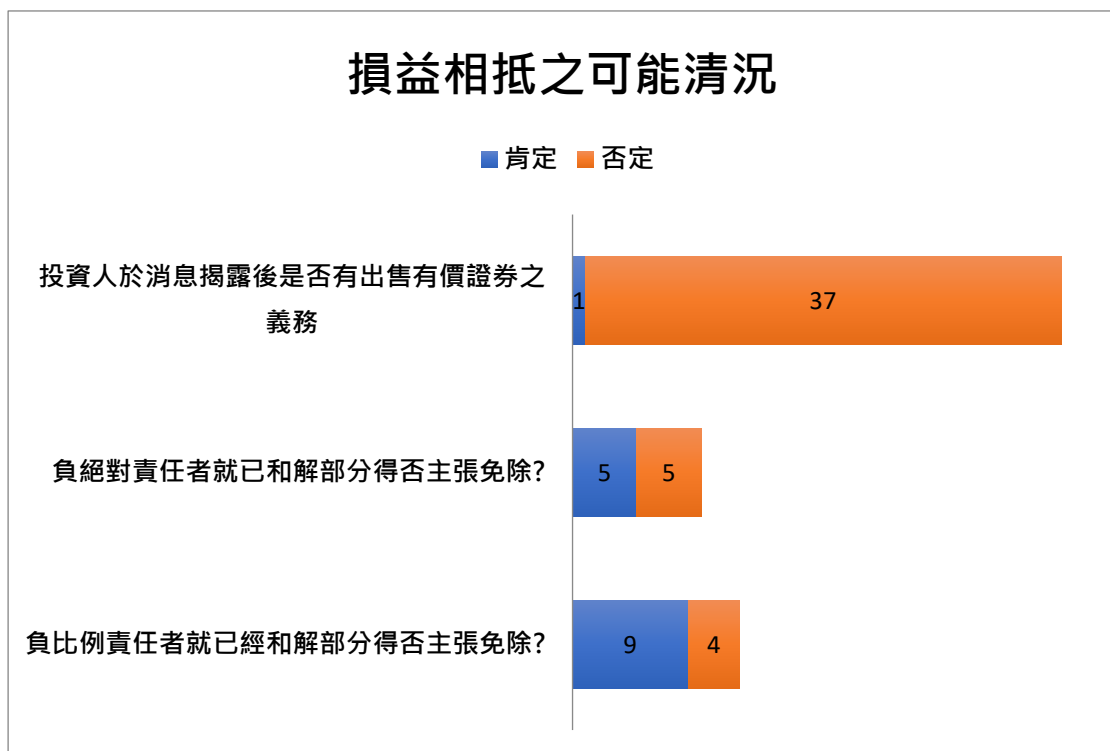


圖 41

依上圖可見，就原告投資人在消息揭露後有無出售有價證券之義務，法院於所涉及之 38 筆判決中，多達 37 件均採取否定見解，可見實務判決之明顯趨勢，法院見解認為公司因發生違約交割及財報不實

事件揭露後，股價無量下跌，大部分投資人根本無法即時出脫其持股。如課予投資人適時出售其持股之義務，自將導致不法者可因市場之自然風險而享免除或減輕責任之不公平現象，且若公司操縱股價、違約交割，侵占公司資產及不實財報等事件揭露後，在公開交易市場無人願意購買，自無從期待授權人可於不實財報揭露後即時出脫所持有之股票及公司債，以減少損失，無法認為其負有過失責任（107 金上更一 1 久津案判決意旨參照）。

至於負絕對責任者就已經和解之部分可否再為主張免責之爭議，肯否見解於 10 件判決中各半，其中肯定見解多以：「依民法第 273 條第 1 項及第 276 條之規定，債權人本得選擇對連帶債務人中一人或數人請求全部之給付。惟倘若債權人對連帶債務人中之一人和解，記明投保中心其餘請求拋棄，雖僅有拋棄其對該連帶債務人應允賠償金額以外部分之請求，而無免除其他債務人連帶賠償債務之意思，然如該連帶債務人應允賠償金額如低於其依法應分擔額時，其差額部分因免除而消滅，此部分債權人對其他連帶債務人之請求為無理由。」（97 金上 6 博達案二）、「按因連帶債務人中之一人為清償、代物清償、提存、抵銷或混同而債務消滅者，他債務人亦同免其責任，民法第 274 條定有明文。連帶債務既有一個共同目的，則其中一人為全部清償時，其目的即全部達到，他債務人應同免全部責任，如為一部清償時，其

目的即一部達到，他債務人亦同免一部責任。本件被上訴人製作、公告不實財務報表等侵權行為，致本案投資人受有損失，自應對該投資人負連帶賠償責任。而部分被告已與投保中心簽立和解協議書後，迨至本案言詞辯論終結時，已給付相關和解金額並經投保中心受領，則其餘被告於範圍內，自應同免其責。」(104 金上更一 1 金雨案)；惟否定見解參酌當事人間之和解與調解協議內容，在實體上，應認為上訴人僅拋棄其對公司應允賠償金額以外部分之請求，而無免除其他被上訴人賠償債務之意思，且本件財報不實賠償責任，應由實際行為人負最終賠償責任，就內部關係而言，發行人公司應無應分擔之部分，何況發行人公司亦尚未就調解筆錄內容實際為清償，則上訴人雖與發行人公司成立前述調解，被上訴人仍不免其責任(104 金上 14 雅新(財+內)案)。目前法院尚未有明顯趨勢，各級法院亦多有不同見解，值得後續追蹤與觀察。

而就財報不實案件中負比例責任被告就他被告已經和解部分得否主張免責，展現出法院對比例責任人是否亦應與連帶責任人同負最終責任之見解，於 13 件判決中，9 件判決採取肯定見解(佔 69%)，主要理由為投保中心既對應負絕對、全部賠償責任之被告公司就超過特定金額部分之損害賠償請求權既已和解及拋棄，其效力應及於就同一損害應負推定過失比例賠償責任之其餘被告，而非投保中心所主張

連帶債務損害額扣減之問題（104 金上 12 聯豪案）；否定見解具有 4 件（佔 31%），多從比例責任與全部責任被告間不真正連帶債務關係切入，因不真正連帶債務人相互間因無分擔額部分，故不真正連帶債權人縱對於債務人中之一人為免除，原則上對其他債務人不生效力，尚不因原告與其他人之和解而免除責任（95 金 19 協和國際案），法院較傾向於肯認比例責任被告可為免除之立場。

伍、內線交易類型

就本次之研究範圍中涉及內線交易類型者共有 30 個案件，共 69 個判決。若以審級區分，則一審有 25 件、二審有 27 件、三審有 17 件；若以年份區分，則民國 90 年到 95 年間之判決有 6 件、民國 96 年到 100 年間之判決有 22 件、民國 101 年到 105 年間之判決有 27 件、民國 106 年以後之判決有 14 件。以下就第二階段操縱股價類型、內線交易類型、代表訴訟、解任訴訟及其他類型判決中，涉及內線交易類型之相關爭點進行趨勢分析：1.法人是否為內線交易規範主體、2.非第一手之消息受領人是否為內線交易規範主體、3.得否以非謀取私利為由免責（是否以圖利為必要）4.製作不實財報是否為重大影響股票價格之消息。

一、法人是否為內線交易規範主體

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 7 件，一審 2 件、二審 5 件、三審 0 件。其中一審之 2 件判決中，採取肯定見解者有 1 件（佔 50%）、否定見解者 1 件（佔 50%）；二審之 5 件判決中，採取肯定見解者有 4 件（佔 80%）、否定見解者 1 件（佔 20%）。因此，7 件判決中採取肯定見解者共有 5 件（佔 71.4%）、採取否定見解者共有 2 件（佔 28.6%），整理如圖 42。從圖表中可以發現對此爭點實務之主流見解，於一、二審中較傾向採取肯定見解，而最高法院對此爭點則尚未表態。

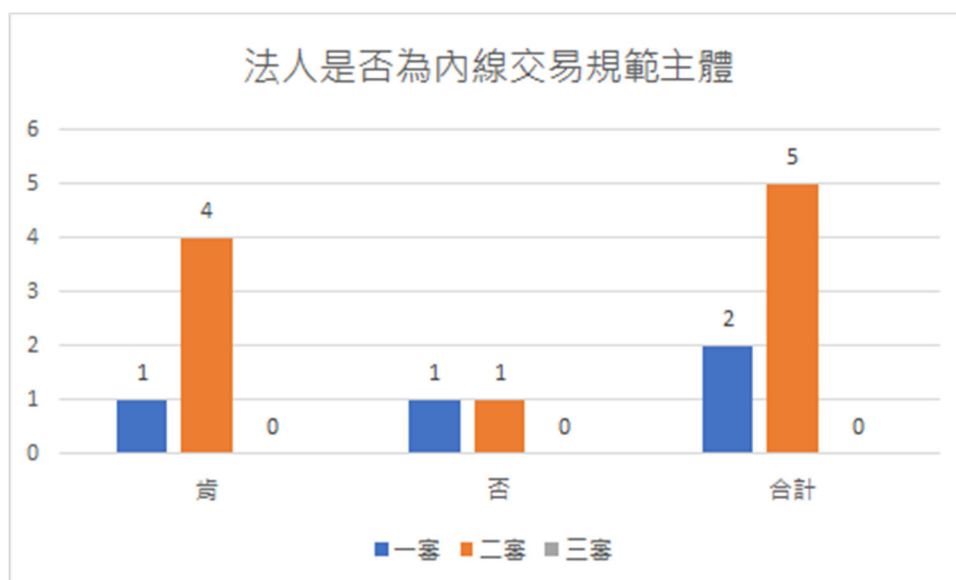


圖 42

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間並無判決涉及此爭點；民國 96 年至 100 年間，採取肯定見解者有 2 件（佔 66.7%）、否定見

解者 1 件（佔 33.3%）；民國 101 年至 105 年間，採取肯定見解者有 3 件（佔 75%）、否定見解者 1 件（佔 25%）；民國 106 年以後亦無判決涉及此爭點，整理如圖 43。從圖表中可以發現於民國 96 年至 105 年間雖偶有否定見解，但整體而言係傾向肯定見解之趨勢。

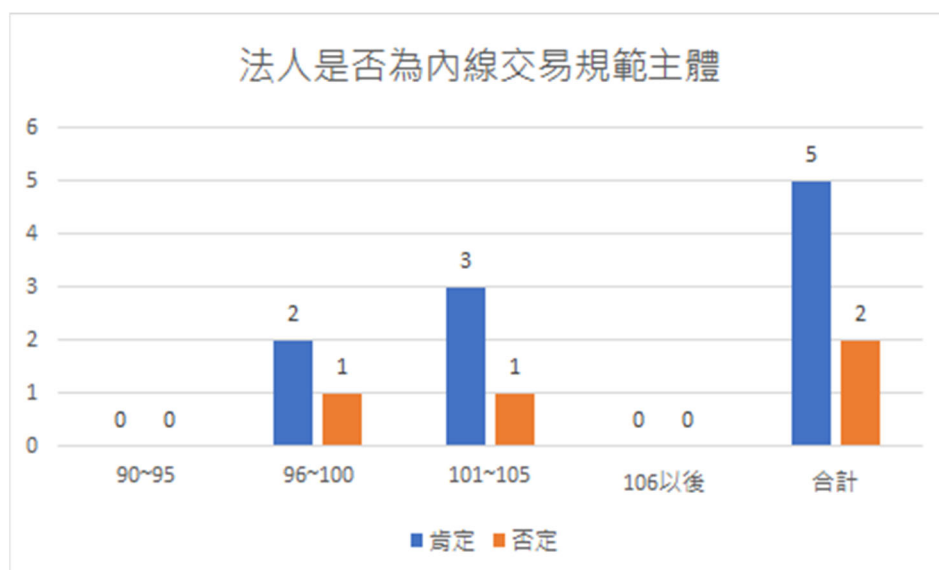


圖 43

對於此爭點，有採否定見解者，例如案號 99 年金 3 之展茂案一審判決指出：「證券交易法第 157 條之 1 第 1 項『基於職業關係獲悉消息之人』，應係指接受發行公司委託處理事務之專業人士，或其他基於工作便利而知悉並實際進行股票買賣者，應以實際行為之自然人為限，不宜解釋包含法人在內，否則如此將使該法人之其他無辜股東受害，此亦非立法本意。」。

然法院多採取肯定見解，案號 97 年金 22 之德宏案一審判決即為

示例，法院認為：「法人、公司與其股東或董事之分界，日益模糊，如認法人非為證交法第 157 條之 1 禁止內線交易所規範之對象，則法人之董事或經理人利用法人之名義從事內線交易，因買賣股票者為法人，其他為相反交易之投資人無從對法人為民事損害賠償之求償，又因實際從事內線交易行為之法人董事或經理人，並無以其個人名義買賣股票，投資人亦無從對實際從事內線交易行為之法人董事或經理人依證交法第 157 條之 1 規定求償，無異大開許可內線交易之門，實有違禁止內線交易之立法目的（健全市場及公平交易）。」。

二、非第一手之消息受領人是否為內線交易規範主體

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 6 件，一審 4 件、二審 2 件、三審 0 件。其中一審之 4 件判決均採取肯定見解（佔 100%）；二審之 2 件判決亦均採取肯定見解者（佔 100%）。因此，6 件判決均採取肯定見解（佔 100%）整理如圖 44。從圖表中可以發現對此爭點實務之主流見解為肯定，然最高法院對此爭點則尚未表態。

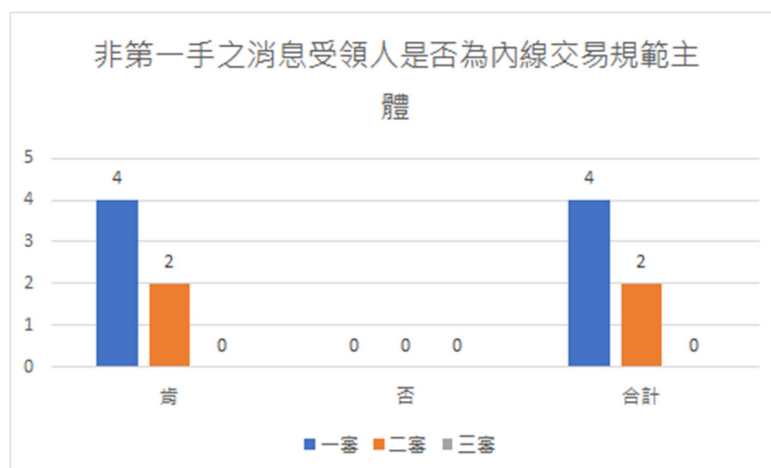


圖 44

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間並無判決討論到此爭點；民國 96 年至 100 年間，有 3 件判決且均採取肯定見解（佔 100%）；民國 101 年至 105 年間，亦有 3 件判決且均採取肯定見解（佔 100%）；民國 106 年以後之判決則無判決討論此爭點者，整理如圖 45。從圖表中可以發現於民國 96 年至 105 年，法院對此爭點的主流見解係採肯定見解。

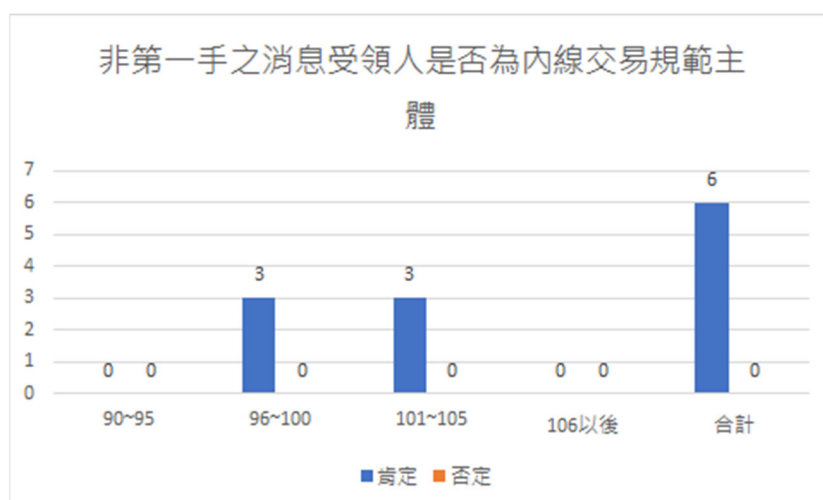


圖 45

對於此爭點，法院歷年來均採取肯定見解，例如於案號 102 金上更（一）2 之新竹商銀案二審判決，法院認為：「95 年證券交易法第 157 條之 1 第 1 項第 5 款所稱『獲悉消息之人』，法條並未限定為『直接』自前 4 款之人獲悉消息者始為消息受領人；解釋上，若是該款『獲悉消息之人』不包括間接受領人，將出現規範上之漏洞。為貫徹立法目的及維護市場健全，該款規定應包括間接受領消息之人。」。

另案號 99 金 5 之新竹商銀案一審判決明確表明：「95 年 1 月 11 日修正前證券交易法第 157 條之 1 第 1 項第 5 款並未規定『直接』自前 4 款之人獲悉消息者始為消息受領人，且若不包括間接受領人將出現規範上之漏洞，是為貫徹立法目的及維護市場健全，該款規定應不以直接受領人為限。」。

三、得否以非牟取私利為由免責（是否以圖利為必要）

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 6 件，一審 5 件、二審 1 件、三審 0 件。其中一審之 5 件判決，均採取否定見解（佔 100%）；二審之 1 件判決係採取否定見解（佔 100%）。因此，6 件判決均採取否定見解（佔 100%），整理如圖 46。由於第二階段所整理之判決有討論此爭點者總共有 6 件，雖有傾向採取否定見解之趨勢，惟因案件量過少，實務對此爭點之主流見解為何，仍有待後續觀察。

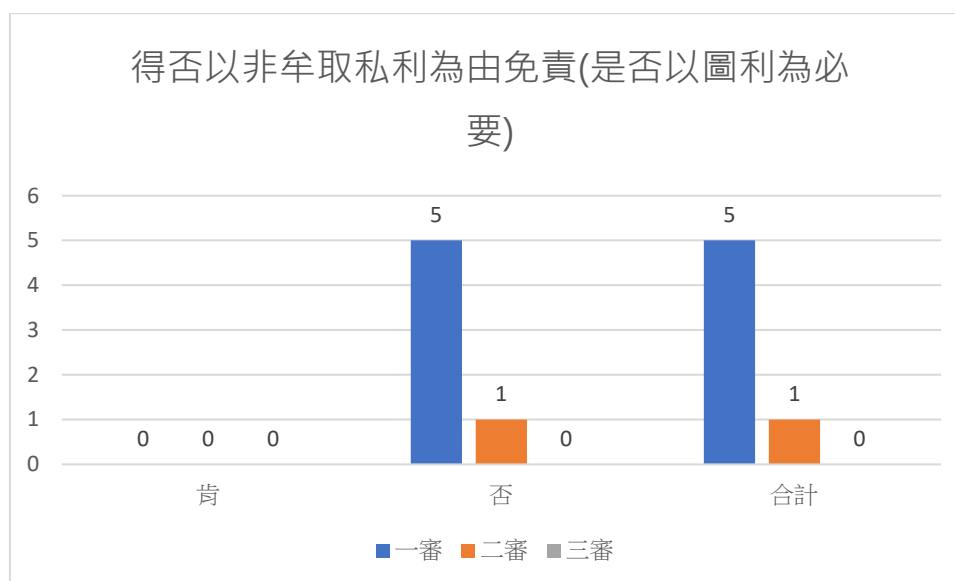


圖 46

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間僅有 1 判決討論到此爭點，係採取否定見解（100%）；民國 96 年至 100 年間則有 3 件判決且均採取否定見解（佔 100%）；民國 101 年至 105 年間僅有 1 件判決且採取否定見解（佔 100%）；民國 106 年以後判決者有 1 件，亦係採取否定見解（佔 100%），整理如圖 47。從圖表中可以發現，民國 95 年至民國 100 年及民國 101 年至民國 105 年間，甚至是民國 106 年以後法院對此爭點均採取否定見解。由於涉及此爭點之判決過少，否定見解是否為實務之主流見解，仍有待後續觀察。

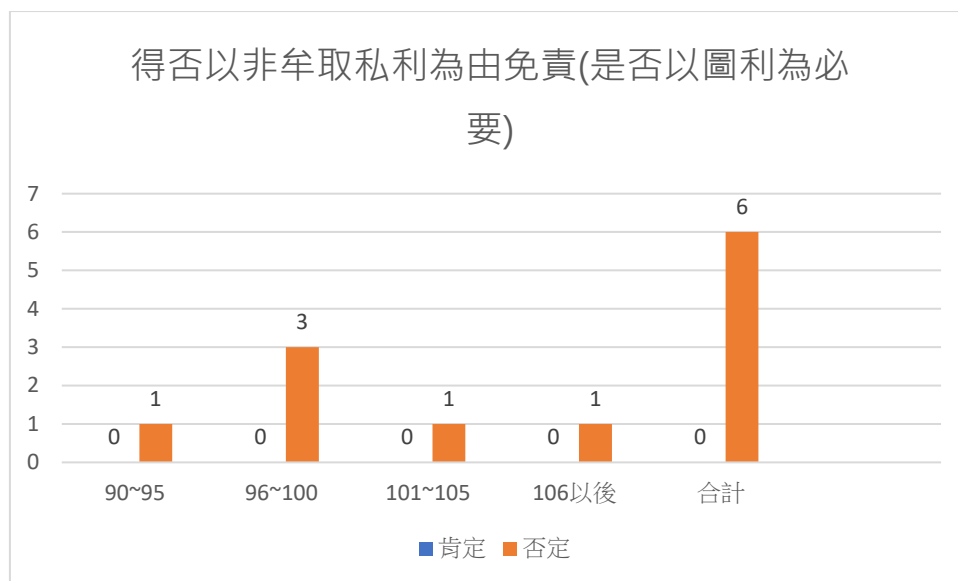


圖 47

對於此爭點，最早採取否定見解者為案號 93 金 6 之訊碟一案一審判決，法院認為：「1.依證交法第 157 條之 1 之規定，其所規範之行為態樣係本條第 1 項所列各款之人於獲悉發行股票公司有重大影響股票價格之消息時，在該消息未公開前，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票，買入或賣出。由條文之文字觀之，本條所禁止之內線交易，僅須內部人具備『獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息』及『在該消息未公開前，對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票，買入或賣出』此二形式要件即成立，並未規定行為人主觀目的之要件且該內部人是否因該內線交易而獲利益，亦無足問。2.被告並非基於理財、還債目的而出售股票乙節，亦經臺灣高等法院 92 年度上重訴字第 66 號刑事判決認定在案，該判決理由欄三、(四)、1、(3)、B、(C) 所示內容可資參照（本院卷（三）第

24 頁背面至第 27 頁)，是以，被告辯稱出售訊碟公司股票，係為了償還借款以減輕財務上之壓力，而截至 89 年底，被告丙○○、乙○○○及巨阜公司、訊阜公司合計償還金融機構之本金及利息共計 97,216,374 元，足證被告等並無利用訊碟公司之未公開消息，牟取不法利益之意圖云云，尚非可採。」。

此外，高等法院亦有採取否定見解者，例如：案號 103 金上 7 的茂矽案二審判決，該案法院認為：「證交法第 157 條之 1 規定僅須內部人具備『獲悉（修正後為『實際知悉』）發行股票公司有重大影響其股票價格之消息』及『在該消息（修正後為消息明確），未公開前，對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票，買入或賣出』此二形式要件即成，並未規定行為人主觀目的之要件。故內部人於知悉消息後，並買賣股票，是否有藉該交易獲利或避免損失之主觀意圖，應不影響其犯罪之成立，且該內部人是否因該內線交易而獲利益，亦非所問，最高法院 91 年度台上字第 3037 號刑事判決同此見解。」。

四、製作不實財報是否為重大影響股票價格之消息

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 4 件，一審 3 件、二審 1 件、三審 0 件。其中一審之 3 件判決中，採取肯定見解者有 2 件（佔 66.7%）、否定見解者 1 件（佔 33.3%）；二審之 1 件判決係採取

肯定見解(佔 100%);因此,4 件判決中採取肯定見解者共有 3 件(佔 75%)、採取否定見解者共有 1 件(佔 25%),整理如圖 48。從圖表中可以發現對此爭點實務之主流見解,於一、二審中均偏向採取肯定見解,然最高法院對此爭點尚未表態。

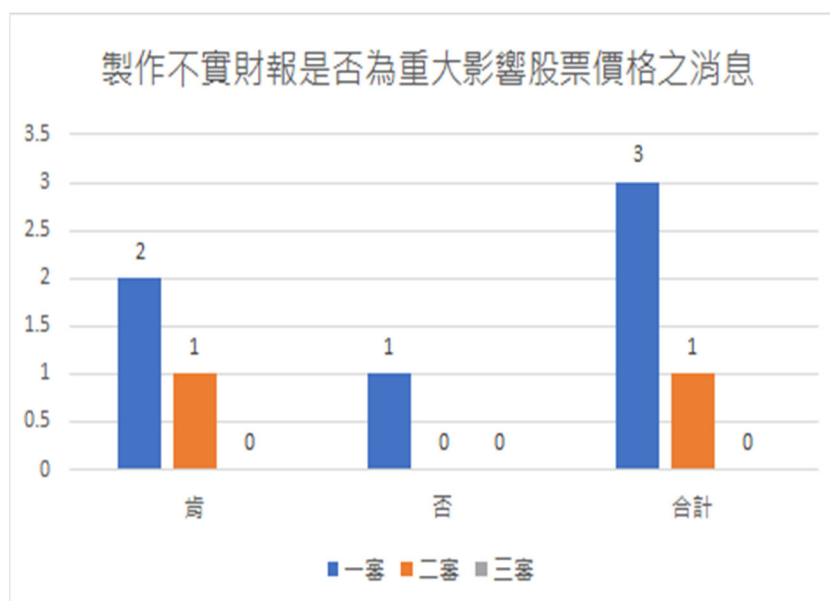


圖 48

若以年度為區分,於民國 90 年至 95 年間及民國 96 年至 100 年間,均無判決涉及此爭點;民國 101 年至 105 年間,採取肯定見解者有 2 件(佔 66.7%)、否定見解者 1 件(佔 33.3%);民國 106 年以後判決者有 1 件,採取肯定見解者有 1 件(佔 100%),整理如圖 49。從圖表中可以發現於民國 101 年至 105 年,法院對此爭點偏向採取肯定見解,且於民國 106 年以後法院亦有採取肯定見解。

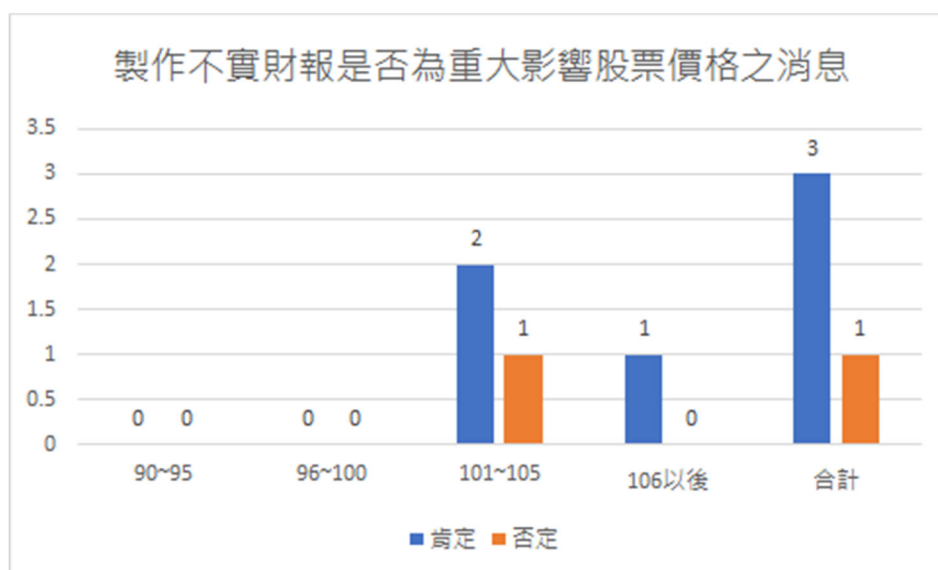


圖 49

對於此爭點法院多傾向採肯定說。雖案號 100 金 2 之名鐘案一審判決表示：「執此以觀，以虛增營業額方式製作不實財務報表係屬犯罪行為，行為人對於自己犯罪之事實應無所謂公開之問題，更無藉此所謂取得資訊上之優勢，進而公開揭露自己犯罪事實，以於證券市場圖利之可能」，以憲法言論自由及不自證己罪來限縮重大消息之解釋而採否定說，惟其上級審案號 103 金上 8 之名鐘案二審判決認為：「從而，上市、上櫃公司之營收、財務狀況等，既為證券市場投資大眾所欲知悉之重大事項，現今一般理性之投資人亦往往會參照公司之經營績效、獲利能力、財務及將來之發展性，作為評估投資與否或繼續投資之重要依據，倘若公司所編製公告之營業收入係經虛增而與實際不符，且該不符之情形已達顯著，足以影響正當投資人對於公司之經營情況、未來發展前景、公司維持財務報表正確性之態度及經營者

誠信之正確認知，進而對其投資公司之決策判斷造成影響，則該等虛增營入製作不實財務報表之消息，自應對公司股票價格有重大影響。」。

修正一審言論自由之見解，認為仍有公開之可能。

陸、操縱股價類型

就本次之研究範圍中涉及操縱股價類型者共有 27 個案件，共 54 個判決。若以審級區分，則一審有 24 件、二審有 19 件、三審有 11 件；若以年份區分，則民國 90 年到 95 年間之判決有 4 件、民國 96 年到 100 年間之判決有 17 件、民國 101 年到 105 年間之判決有 25 件、民國 106 年以後之判決有 8 件。以下就第二階段操縱股價型、內線交易類型、代表訴訟、解任訴訟及其他類型判決中，涉及操縱股價類型之相關爭點進行趨勢分析：1.是否以交易動機、型態、佔有率、是否違反投資效率等因素判斷 2.是否以被告行為造成股價波動、有無相對成交或使用人頭等因素判斷、3.被告是否需有誘使他人買賣之主觀意圖、4.護盤（維持股價）是否構成股價操縱、5.投資人於消息揭露後是否有出售有價證券義務、6.計算方式是否採淨損益法（淨損差額法）、7.真實價格或現值是否援用證§157-1 以 10 日均價計算、8.真實價格是否以 90 日均價擬制、9.是否須考量市場價格因素（如類股或大盤漲跌幅）、10.計算方式是否採純粹淨損益法（期間內買賣損益互抵）、11.真實價格是否以不法行為開始前均價擬制、12.交易因果關係是否依民訴§277 推定、13.交易因果關係與損失因果關係是否須分別證明、14.交易因果關係是否適用詐欺市

場理論推定、15.損失因果關係是否以爆發後股價下跌為證（推認揭露前股價遭不當膨脹）

一、是否以交易動機、型態、佔有率、是否違反投資效率等

因素判斷

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 15 件，一審 11 件、二審 4 件、三審 0 件。其中一審之 11 件判決中均採取肯定見解（佔 100%）；二審之 4 件判決亦均採取肯定見解（佔 100%）。因此，15 件判決均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 50。從圖表中可以發現對此爭點實務之主流見解為肯定見解，然最高法院對此爭點則尚未表態。

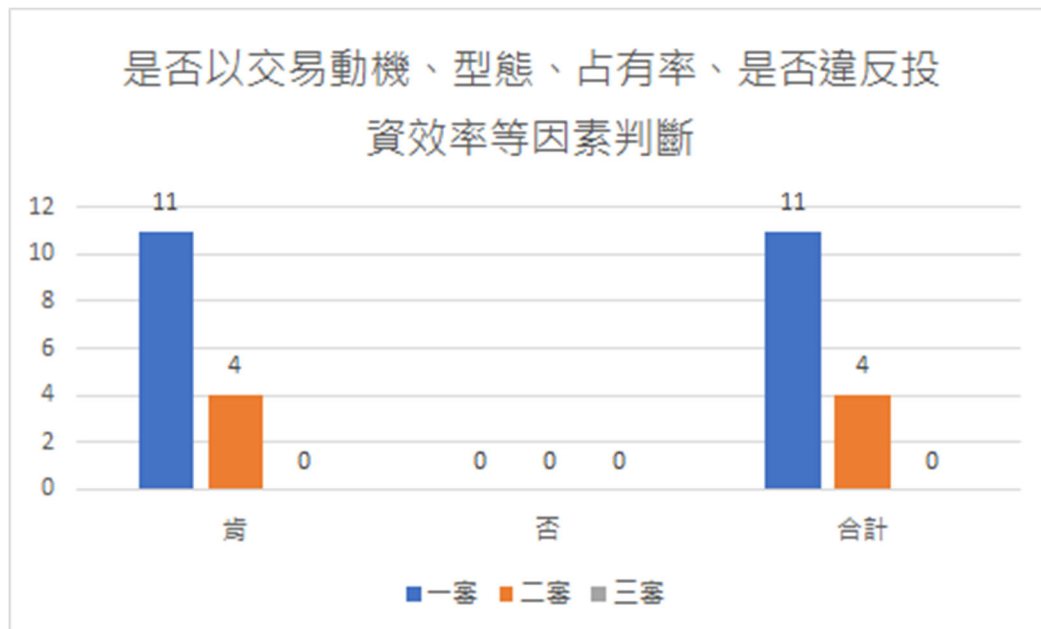


圖 50

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間僅有 1 件判決討論到此爭點且採取肯定見解（佔 100%）；民國 96 年至 100 年間並無判決討論到此爭點；民國 101 年至 105 年間之 9 件判決亦均採取肯定見解（佔 100%）；民國 106 年以後判決者有 5 件且亦均採肯定見解（佔 100%），整理如圖 51。從圖表中可以發現，對於此爭點法院均採取肯定見解，且於民國 101 年至 105 年間有明顯增加之趨勢，而民國 106 年後亦有 5 件判決採取肯定見解，換言之，可得出目前實務係以肯定見解為主流之結論。

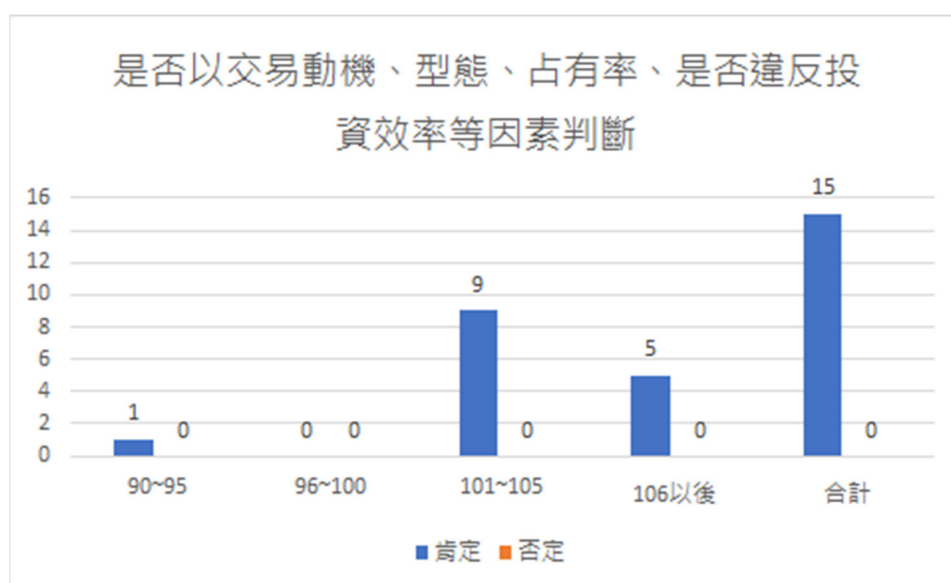


圖 51

對於此爭點法院一致採取肯定說，例如案號 103 金 1 之碩天案一審判決認為：「判斷行為人是否有影響或操縱市場以抬高或壓低某種有價證券價格之主觀意圖，除考量行為人之屬性、交易動機、交易前後狀況、交易型態、交易佔有率及是否違反投資效率等客觀情形因素

外，行為人之高買、低賣行為，是否意在創造錯誤或使人誤信隻交易熱絡假象、誘使投資大眾跟進買賣或圖謀不法利益，亦為重要判斷因素。」。而案號 103 重訴 103 之恩德案一審判決亦認為：「依被告與證人之對談紀錄中，『掛假賣單』、『收購股票』、『操作融券』、『相對成交』等話語，皆表露其操縱市場之主觀意圖甚明。縱使被告就此抗辯其僅係單純閒聊，惟該等話語皆係計畫性、指導性地表述操縱市場的完整概念與作業模式。由此皆可證明被告知交易動機與操縱市場之主觀意圖。」。均明確表明應以交易動機、型態、佔有率、是否違反投資效率等因素判斷操縱行為。

二、是否以被告行為造成股價波動、有無相對成交或使用

人頭戶等因素判斷

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 27 件，一審 12 件、二審 15 件、三審 0 件。其中一審之 12 件判決中，採取肯定見解者有 10 件（佔 83.3%）、否定見解者 2 件（佔 16.7%）；二審之 15 件判決均採取肯定見解（佔 100%）。因此，27 件判決中採取肯定見解者共有 25 件（佔 92.6%）、採取否定見解者共有 2 件（佔 7.4%），整理如圖 52。從圖表中可以發現對此爭點實務之主流見解係採取肯定見解，然最高法院對此爭點則尚未表態。

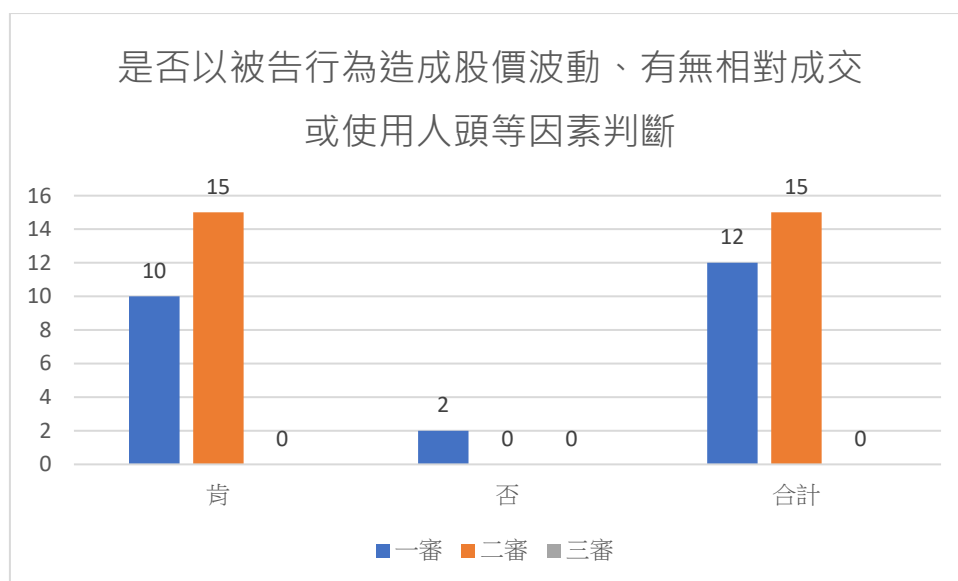


圖 52

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間僅有 1 件判決討論到此爭點且係採取肯定見解（佔 100%）；民國 96 年至 100 年間有 8 件判決，其中採取肯定見解者有 6 件（佔 75%）、否定見解者 2 件（佔 25%）；民國 101 年至 105 年間有 13 件判決且均採取肯定見解（佔 100%）；民國 106 年以後判決者有 5 件且亦均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 53。從圖表中可以發現實務多採取肯定見解，於民國 96 年至 100 年間雖偶有否定見解，然於民國 101 年以後採取肯定見解者有明顯增加之趨勢，民國 106 年後亦有 5 件判決採取肯定見解，換言之，目前實務係以肯定見解為主流。

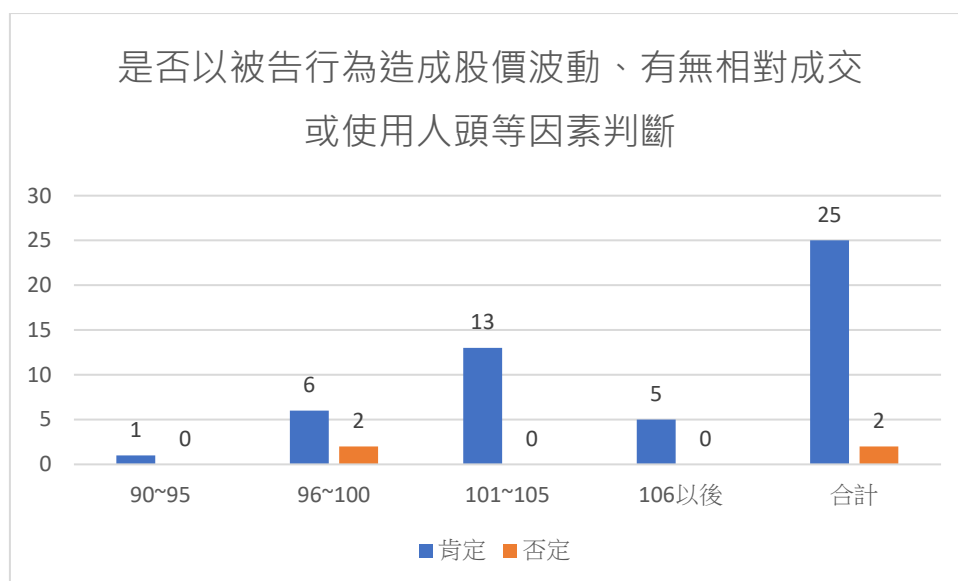


圖 53

對於此爭點地方法院有採否定見解者，例如案號 95 金 32 之宏福案一審判決認為：「然查，個股走勢與大盤走勢並無必然關連，大盤看漲時，若個股有特殊負面消息，仍可能單獨呈現下跌狀態，並非個股走勢與大盤無明顯背離，即可認必無人為操縱介入。且維持股價並不以持續買進為唯一方式，製造樂觀表象（諸如該檔股票交易熱絡）以維繫市場信心亦為可能方式，且被告用以護盤之資金亦非無限，若股價可達其預設之價位，被告亦須出脫部分持股以求資金周轉，是亦不能以整體並未顯示大量買超，逕認必無操縱股價行為。」。

惟，高等法院一致採取肯定見解認為，須以被告之行為造成股價波動，例如案號 100 金上 4 之同開案二審判決認為：「本件股價上漲期間，被上訴人並未利用此其時期買賣同開公司股票，足證股票價額之上漲並非被上訴人之行為所致。另同開公司股價之下跌，係與其經

營有關，亦難認與被上訴人有因果關係。」。又，案號 104 金上 2 之恩德案二審判決亦認為：「就證券市場中股票股價漲跌幅度相比較，恩德公司股票收盤價由期初 100 年 3 月 17 日每股 14.15 元，上漲至期末 100 年 5 月 30 日每股為 18.75 元，該期間收盤價計上漲 4.6 元，漲幅高達 32.50%，振幅高達 49.82%，相較於同期間之同類股漲幅僅 20.36%，振幅僅 24.23%，顯見恩德公司之股票漲幅及振幅均遠大於同類股及大盤。再就上訴人與證人間之言談充斥『掛假賣單』、『收購股票』、『操作融券』、『相對成交』內容可得知，上訴人顯然並非單純的投資者，而係基於抬高恩德公司股票之交易價格，並造成交易活絡之表象，以操縱市場之主觀意圖，而買賣恩德公司股票。」。

三、被告是否需有誘使他人買賣之主觀意圖

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 10 件，一審 3 件、二審 7 件、三審 0 件。其中一審之 3 件判決中，採取肯定見解者有 2 件（佔 66.7%）、否定見解者 1 件（佔 33.3%）；二審之 7 件判決均採取肯定見解（佔 100%）。因此，10 件判決中採取肯定見解者共有 9 件（佔 90%）、採取否定見解者共有 1 件（佔 10%），整理如圖 54。從圖表中可以發現對此爭點實務之主流見解採取肯定見解，然最高法院對此爭點尚未表態。

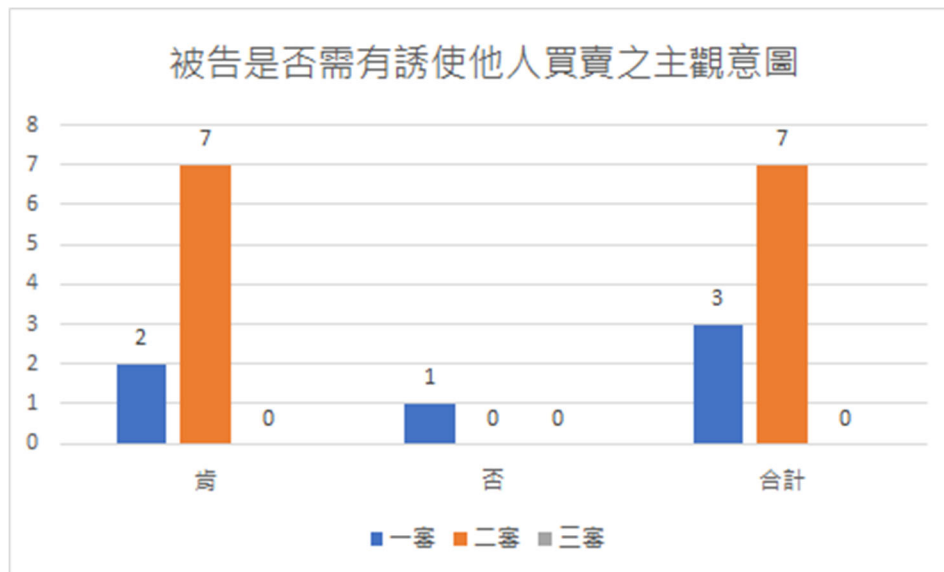


圖 54

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間有 2 件判決討論到此爭點且均採取肯定見解(佔 100%);民國 96 年至 100 年間有 4 件判決，且亦均採取肯定見解(佔 100%);民國 101 年至 105 年間有 2 件判決且亦均採取肯定見解者(佔 100%);民國 106 年以後判決者有 2 件，採取肯定見解者有 1 件(佔 50%)、否定見解者 1 件(佔 50%)，整理如圖 55。從圖表中可以發現法院於過往之見解均採取肯定見解，惟於民國 106 年後除肯定見解之外，亦出現採取否定見解之判決，而由於民國 106 年以後之判決數過少，因此目前實務對此爭點之態度是否有轉變之趨勢仍有待觀察。

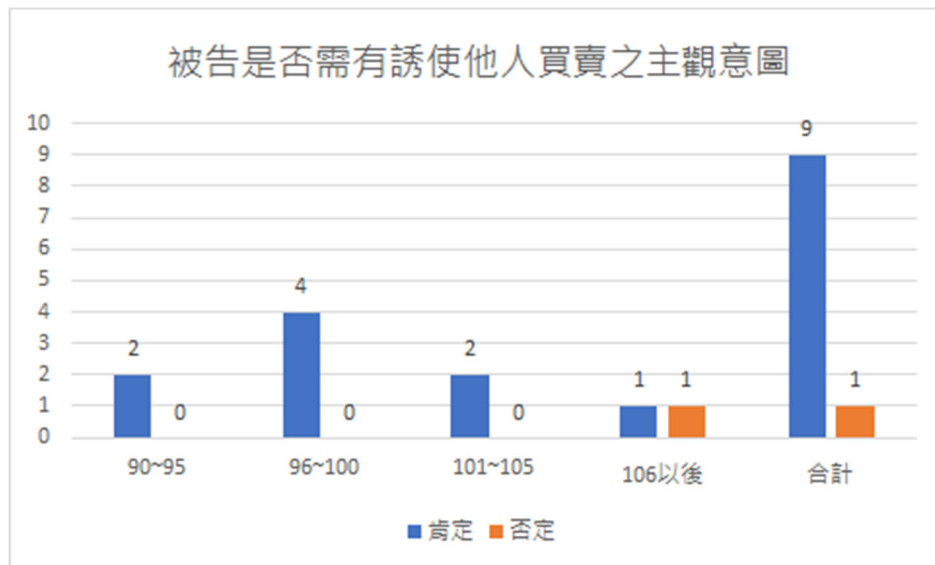


圖 55

對於此爭點法院傾向採取肯定說。雖案號 100 金 21 之台鳳案一審判決認為：「主觀上有拉抬或壓抑某種有價證券價格之意圖，客觀上就該有價證券有連續以高價買進或以低價賣出，即屬違反該規定，而構成同法第 171 條之罪。」而採否定說；惟對此爭點全體二審法院均認為應採肯定說，例如案號 106 金上更（一）2 之陞泰、四維、勤美、豐藝、東貿、宏遠證案二審判決表明：「證券交易法第 155 條第 1 項第 3 款禁止操縱股價市場之規定，須以行為人主觀上有拉抬或壓低股價之意圖，始符合該規定要件。又行為人若非緊密接連大量以高價買入或低價賣出有價證券，實難以達到價量齊揚之效果，並進而誘使一般投資人跟進買賣，即難以認定行為人有抬高或壓低某有價證券交易價格之主觀意圖。」即為示例。

四、護盤（維持股價）是否構成股價操縱

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 9 件，一審 3 件、二審 6 件、三審 0 件。其中一審之 3 件判決均採取肯定見解(佔 100%)；二審之 6 件判決亦均採取肯定見解（佔 100%）。因此，9 件判決均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 56。從圖表中可以發現對此爭點實務之主流見解採取肯定見解，然最高法院對此爭點尚未表態。

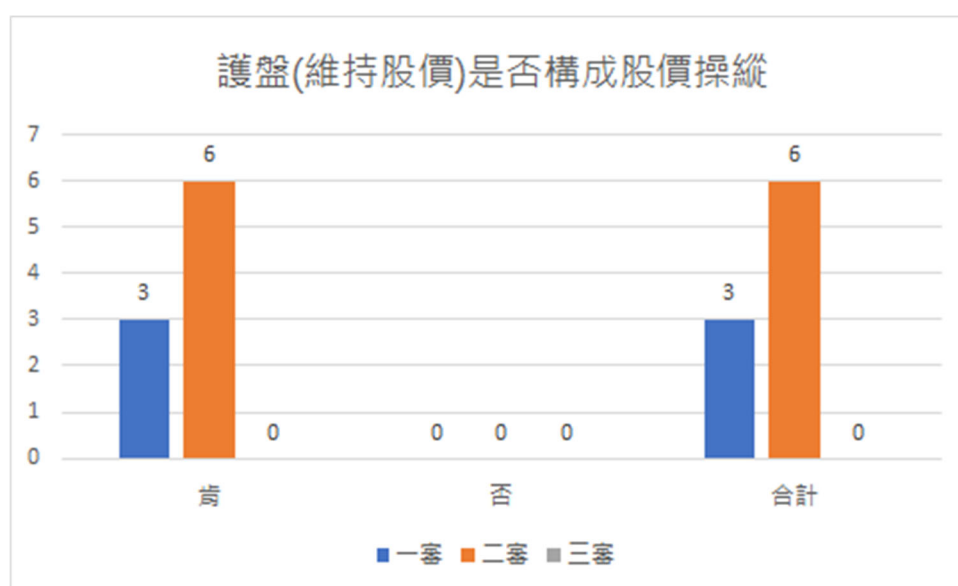


圖 56

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間對此判決並未討論；民國 96 年至 100 年間，採取肯定見解者有 4 件（佔 100%）；民國 101 年至 105 年間，採取肯定見解者有 5 件（佔 100%）；民國 106 年以後亦未涉及該爭點。整理如圖 57。從圖表中可以發現法院於民國 96 年

至 100 年間及民國 101 年至 105 年間均採取肯定見解，然近年來此爭點之案件較少，因此目前實務對此爭點之態度為何尚有待觀察。

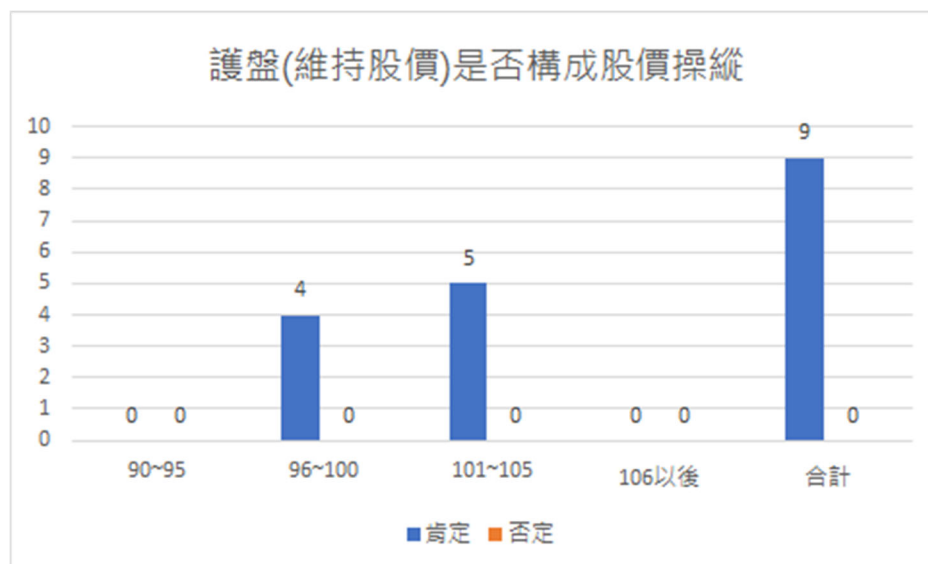


圖 57

對於此爭點，法院均採肯定說。從早期之案號 95 金 32 之宏福案一審判決認為：「為維持某種股票價格在一定之範圍內，即所謂護盤或安定操作之操縱行為，既係企圖以非市場自然供需控制股價於其預設之價位，一旦去除其操作行為，股價仍將回歸市場上原有之供需關係，即可能誤信該經扭曲之價格而為買賣之善意不特定投資大眾蒙受重大損失，是以維持特定股票於一定價格之操縱行為，縱不符合證券交易法第 155 條第 1 項第 1 至 5 款，仍係『其他影響集中交易市場某種有價證券交易價格之操縱行為』，應屬證券交易法第 155 條第 1 項第 6 款所規定之操縱行為，合先敘明。」及二審法院如案號 99 金上 1 之律勝案二審判決認為：「苟於特定時期，某有價證券有下跌趨勢，

而連續以高於平均買價操作買入，使該有價證券之股價維持於一定價位（即俗稱護盤），因其破壞交易市場之自由性，亦包括在內。且不以行為人主觀上有『意圖影響集中交易市場有價證券交易價格』為要件，亦不以客觀上『因而致交易市場之該股票價格有急劇變化』為必要（最高法院 91 年度台上字第 3037 號判決參照）。」，可見法院均以護盤(維持股價)行為仍得構成股價操縱。

五、投資人於消息揭露後是否有出售有價證券義務

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 10 件，一審 6 件、二審 4 件、三審 0 件。其中一審之 6 件判決中，採取肯定見解者有 1 件（佔 16.7%）、否定見解者 5 件（佔 83.3%）；二審之 4 件判決均採取否定見解（佔 100%）。因此，10 件判決中採取肯定見解者共有 1 件（佔 10%）、採取否定見解者共有 9 件（佔 90%），整理如圖 58。從圖表中可以發現對此爭點實務之主流見解傾向採取否定見解，然最高法院對此爭點則尚未表態。

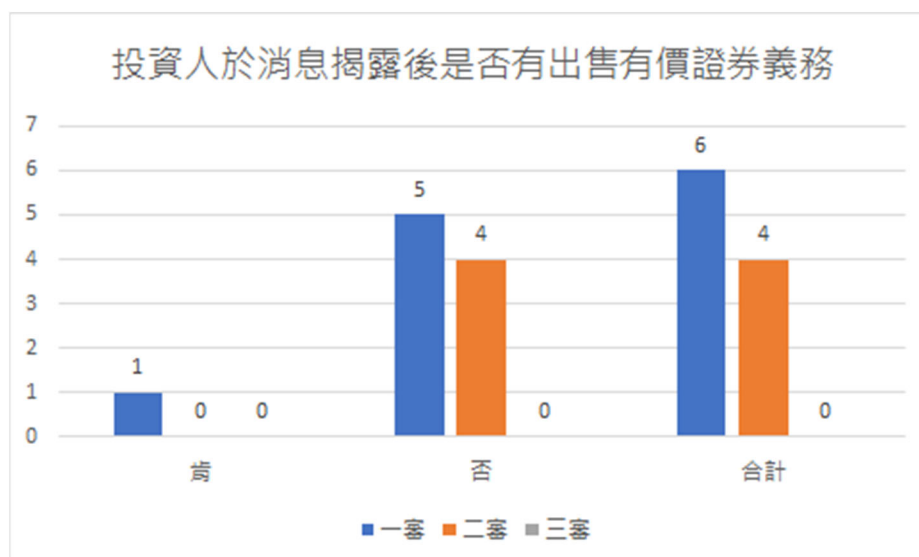


圖 58

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間有 1 件判決討論到此爭點且係採取否定見解（佔 100%）；民國 96 年至 100 年間判決者有 4 件，採取肯定見解者有 1 件（佔 25%）、否定見解者 3 件（佔 75%）；民國 101 年至 105 年間判決者有 3 件且均採取否定見解（佔 100%）；民國 106 年以後判決者有 2 件且均採取否定見解（佔 100%），整理如圖 59。從圖表中可以發現，縱偶有肯定見解，然法院於民國 96 年至 100 年及 101 年至 105 年多採取否定見解，且民國 106 年以針對此爭點之案件雖然較少，但法院亦多採否定見解。

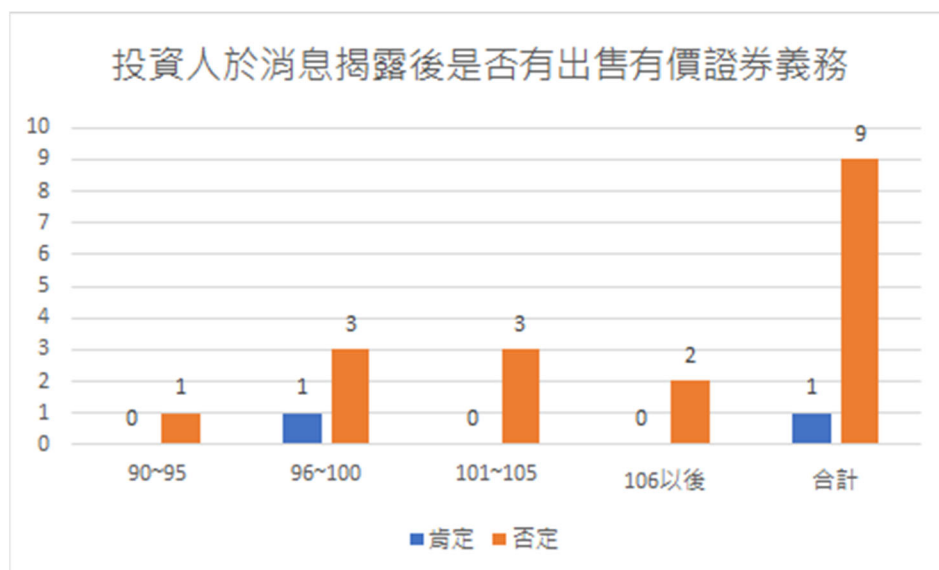


圖 59

對於此爭點最早採取否定見解者為案號 93 重訴 50 之台肥案二審判決，法院認為：「至被告雖辯以：授權人未適時把握良機出售台肥股票獲利，其損害與被告無關云云。惟查，台肥公司股票於 88 年 10 月 12 日之後，即呈現大幅下跌之走勢（見本院（四）卷第 87 頁所示），縱授權人有意求售，亦難成交。況授權人成本不一、接收訊息早晚不同、判斷更為困難，實不能歸責授權人未及時出售，而解免被告賠償責任。」。其後雖有零星判決採取肯定見解認為投資人有出售有價證券之義務，例如：案號 90 重訴 700 之順大裕一案一審判決，法院認為：「況原告甲乙○所持有剩餘股數，尚未賣出，自無買入股票後因曾正仁等人之操縱股價行為，致股價下跌而賣出股價，受有損害可言。」。然而，實務歷年來幾乎均採取否定見解認為不得主張投資人與有過失，例如：案號 100 金 21 之台鳳案一審判決，法院認為：

「七、被告主張附表一之一原告與有過失，有無理由？按就證交法第155條第1項操縱之情形，同條第3項賦予善意買受人損害賠償請求權之規範目的，在於保障操縱行為結束後因股價下跌，急欲出脫其持股以減少損失之投資人，因此，善意投資人於操縱期間買入股票，而於操縱結束後賣出持股，如有損失即對不法行為人取得損害賠償請求權。蓋操縱行為結束後，股價通常開始急遽下跌，大部分投資人因賣壓之恐慌，擔心股價持續下跌無法回升，故急欲迅速賣出股票以減少損失係屬常情，因股價爾後是否會回升本不得而知，顯不可期待投資人延緩持股出售之時點，嗣股價攀升後，再出賣持股，更遑論要求投資人有延緩出售持股以減輕損害之義務，否則將導致不法者得因市場之自然風險而享免除或減輕責任之不公平現象。況證交法並未要求善意投資人有於一定期間出售持股之義務，只要投資人係善意且受損害即受保護，不因未及時出售持股即減輕對其之保護。因投資人實無從判斷何時出售，蓋投資人若及時出售持股，雖可能減少損失（股價續跌），亦可能使損失擴大（股價回漲），則究應如何判斷售股與否，在當時實無任何標準可循，苛責投資人有於特定時期出售持股之義務，顯不合理。被告抗辯受害之投資人有所過失乙節，委無可採。」。

六、計算方式是否採淨損益法（淨損差額法）

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 14 件，一審 9 件、二審 5 件、三審 0 件。其中一審之 9 件判決均採取肯定見解(佔 100%)；二審之 5 件判決中，採取肯定見解者有 4 件（佔 80%）、否定見解者 1 件（佔 20%）。因此，14 件判決中採取肯定見解者共有 13 件（佔 92.9%）、採取否定見解者共有 1 件（佔 7.1%），整理如圖 60。從圖表中可以發現對此爭點實務之主流見解採取肯定見解，然最高法院對此爭點尚未表態。

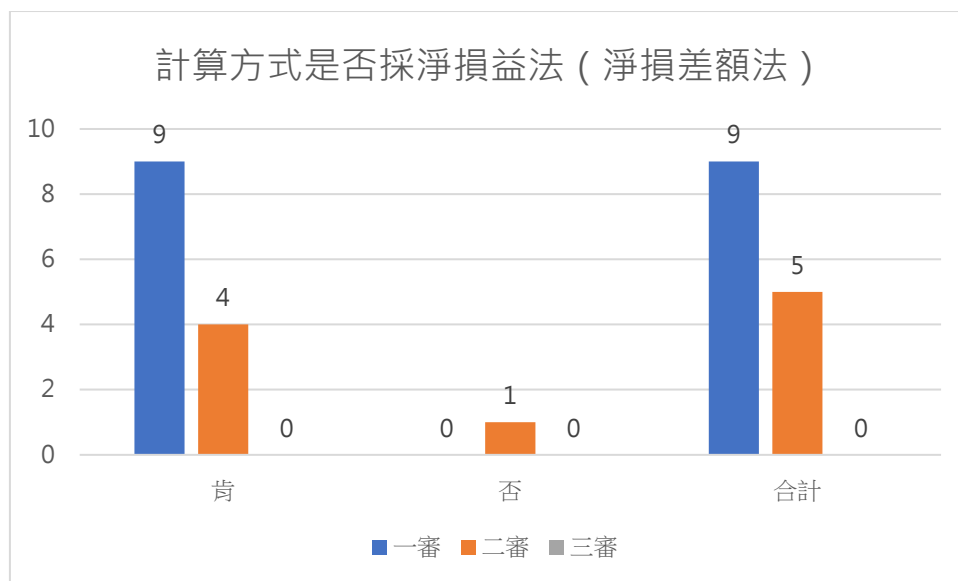


圖 60

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間僅有 2 件判決討論到此爭點且均採取肯定見解（佔 100%）；民國 96 年至 100 年間有 7 件判決且亦均採取肯定見解（佔 100%）；民國 101 年至 105 年間共有 4 件

判決，採取肯定見解者有 3 件(佔 75%)、否定見解者 1 件(佔 25%)；民國 106 年以後判決者僅有 1 件且採取肯定見解(佔 100%)，整理如圖 61。從圖表中可以發現，歷年來法院均傾向採取肯定見解，惟民國 101 年至 105 年有出現否定之見解，然於民國 106 年之後法院又採取肯定見解，整體應可認為法院傾向採取肯定見解。

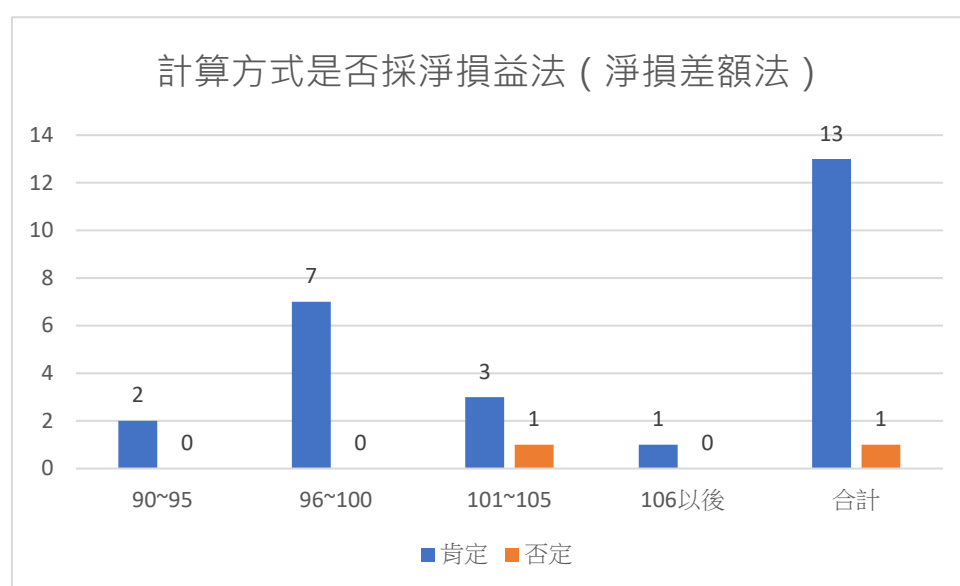


圖 61

對於此爭點法院均傾向採取肯定說。惟在案號 100 金上更（一）2 之順大裕一案二審判決，法院認為：「若採淨損益法，即以投資人之買價與該股票真實價格之差額作為投資人損害賠償之計算依據，因所謂股票之真實價格無論係以操縱行為開始前 10 個營業日收盤平均價作為計算基準或參酌 1995 年美國國會通過私人訴訟改革會法於 1934 年證券交易法增訂第 21D 條 e 項規定以『更正不實消息之日起 90 天該證券之平均收盤價格』為其計算依據，均屬虛擬之價格，在我國法

無明文規定之情況下自不能率引美國法之規定作為本件損害之計算，且本件順大裕公司於 90 年 1 月 1 日即已下市，其股票已不具表彰價格之機能，故投資人如仍持有股票，其股票已無價值之可言，若採淨損差額法，將更擴大投資人所受之損失，益發不利於投資人，故為本院所不採。」，而採否定之見解。但於他案如案號 103 金上 16 之陞泰、四維、勤美、豐藝、東貿、宏遠證案二審判決則認為：「四維公司自 96 年 3 月 1 日開始，前 10 日為自 96 年 2 月 5 日至 96 年 2 月 27 日，每日平均收盤價為每股 32.15 元（見同上頁反面），豐藝公司自 96 年 6 月 30 日開始，前 10 日為自 96 年 6 月 15 日至 96 年 6 月 29 日，每日平均收盤價為每股 43.08 元（見同上卷一第 232 頁），勤美公司自 95 年 12 月 30 日開始，前 10 日為自 95 年 12 月 18 日至 95 年 12 月 29 日，每日平均收盤價為每股 69.24 元（見同上頁反面），視為系爭股價應有之『真實價格』，並依先進先出法，以其買進之價格乘以買進之股數，減去其實際賣出之價格乘以其賣出或持有之股數」，皆以淨損益法為計算方式。

七、真實價格或現值是否援用證§157-1 以 10 日均價計算

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 21 件，一審 13 件、二審 6 件、三審 2 件。其中一審之 13 件判決中，採取肯定見解者有

12 件 (佔 92.3%)、否定見解者 1 件 (佔 7.7%); 二審之 6 件判決中, 採取肯定見解者有 4 件 (佔 66.7%)、否定見解者 2 件 (佔 33.3%); 三審之 2 件判決中, 採取肯定見解 1 件、採取否定見解 1 件。因此, 21 件判決中採取肯定見解者共有 17 件 (佔 80.9%)、採取否定見解者共有 4 件 (佔 19.1%), 整理如圖 62。從圖表中可以發現對此爭點一、二審法院皆傾向採取肯定見解, 惟最高法院則肯否見解各立, 因此實務之主流見解仍值得觀察。

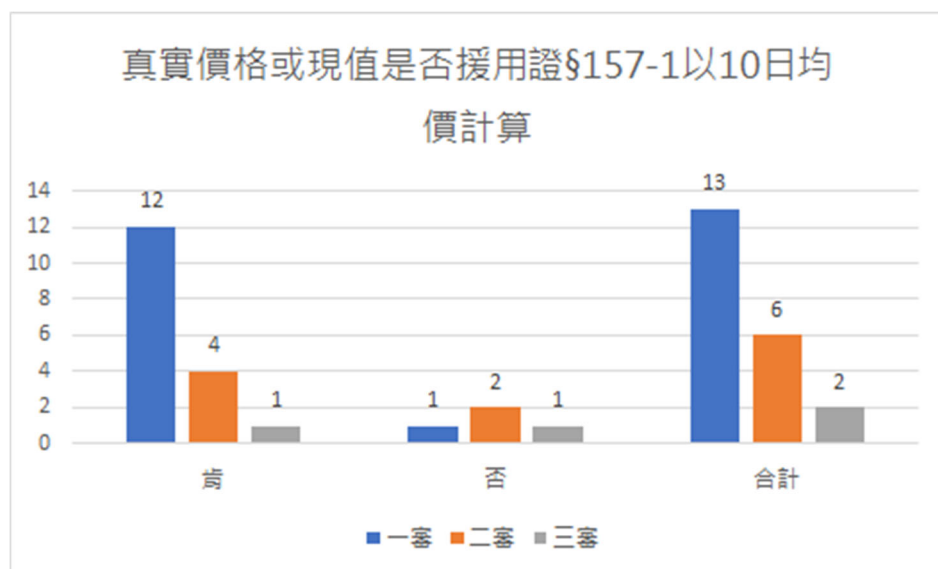


圖 62

若以年度為區分, 於民國 90 年至 95 年間僅有 1 件判決討論到此爭點且係採取肯定見解 (佔 100%); 民國 96 年至 100 年間有 3 件判決且均採取肯定見解 (佔 100%); 民國 101 年至 105 年間共有 11 件判決, 採取肯定見解者有 10 件 (佔 90.9%)、否定見解者 1 件 (佔

9.1%)；民國 106 年以後判決者有 6 件，採取肯定見解者有 3 件（佔 50%）、否定見解者 3 件（佔 50%），整理如圖 63。從圖表中可以發現於民國 105 年前法院均採肯定之見解，惟民國 106 年以後肯否之比例各半，換言之，法院的態度逐漸轉變，目前實務對此爭點之態度為何尚有待觀察。

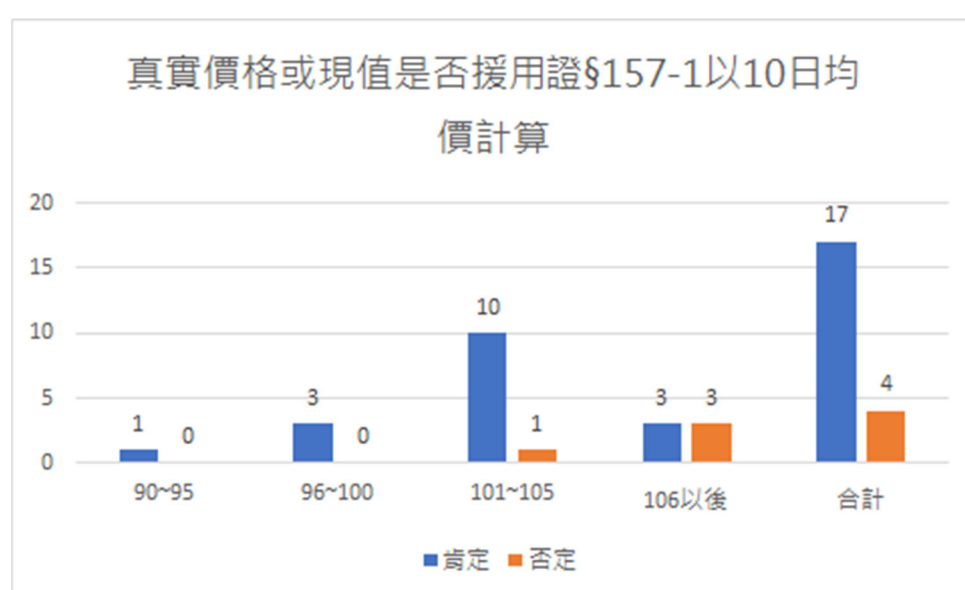


圖 63

對於此爭點地方法院及高等法院偏向採取肯定見解，例如：案號 103 金 1 之碩天案一審判決，法院認為：「操縱股價侵權行為損害賠償金額之計算，學說認為基於證券市場之特性，應可參考證券交易法第 157 條之 1 有關禁止內線交易之損害賠償計算方法，亦即內線交易案件上損害之計算方法係以重大消息進入試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』，而

真實價格與買價或賣價間之差額即為投資人所受損害。故參考此一計算方法，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，故以被告操縱行為開始『前』10 個營業日收盤平均價格為計算基礎。」、案號 103 金上 5 之慶豐富案二審判決，法院認為：「考量證券市場之特質，證券交易法第 155 條禁止操縱證券市場價格之損害賠償計算額度應可參考同法第 157 條之 1 第 3 項之計算規定，亦即以本件所設股票公司之股價尚未受行為人之操縱行為影響前一定期間之平均股價為基準，視為其股價應有之『真實價格』。」。

惟最高法院肯否見解各立，採肯定見解者，例如：案號 96 台上 15 之台肥案三審判決，法院認為：「原審計算上訴人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？就上訴人主張應以起訴時或類推適用證券交法第一百五十七條之一第二項規定，以購買時起十日之日平均價格或參考美國證券交易法所規定以購買時起九十日起之日平均價格計算上訴人之損害何以摒棄不採？而以事實審言詞辯論終結日之價格計算其損害金額之立論依據何在？本件操縱消息披露後，至事實審言詞辯論終結日止，台肥股票價格之波動

與被上訴人違背任務炒作台肥股票股價行為間之關連性如何？均未說明其取捨意見，已有可議。」。

採否定見解者則例如案號 106 台上 1504 之南港（二）案三審判決，法院認為：「應探查上訴人所主張，本中心提出之計算式是否適當，且請求金額是否應扣除手續費交易稅有疑之抗辯有無理由。」。

八、真實價格是否以 90 日均價擬制

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 12 件，一審 6 件、二審 5 件、三審 1 件。其中一審之 6 件判決中，採取肯定見解者有 3 件（佔 50%）、否定見解者 3 件（佔 50%）；二審之 5 件判決中，採取肯定見解者有 3 件（佔 60%）、否定見解者 2 件（佔 40%）；三審之 1 件判決係採否定見解（佔 100%）。因此，12 件判決中採取肯定見解者共有 6 件（佔 50%）、採取否定見解者共有 6 件（佔 50%），整理如圖 64。從圖表中可以發現對此爭點，肯否見解於一、二審法院各有所採，然而針對此爭點最高法院採取否定見解。

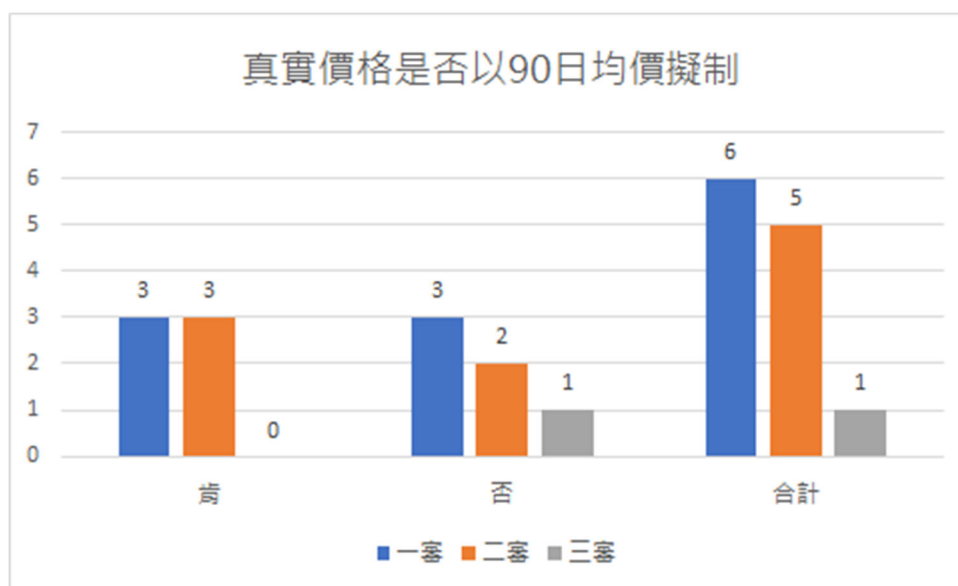


圖 64

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間有 1 件判決討論到此爭點且係採取肯定見解（佔 100%）；民國 96 年至 100 年間判決者有 5 件，採取肯定見解者有 3 件（佔 60%）、否定見解者 2 件（佔 40%）；民國 101 年至 105 年間判決者有 4 件，採取肯定見解者有 1 件（佔 25%）、否定見解者 3 件（佔 75%）；民國 106 年以後判決者有 2 件，採取肯定見解者有 1 件（佔 50%）、否定見解者 1 件（佔 50%），整理如圖 65。從圖表中可以發現法院從早期的肯定見解到民國 96 年至 100 年對於肯否見解均各有採，然於民國 101 年至 105 年偏重採取否定見解。值得注意的是，民國 106 年之後法院又回歸肯否見解各重之狀態，因此目前實務對系爭爭點之態度為何仍有待觀察。

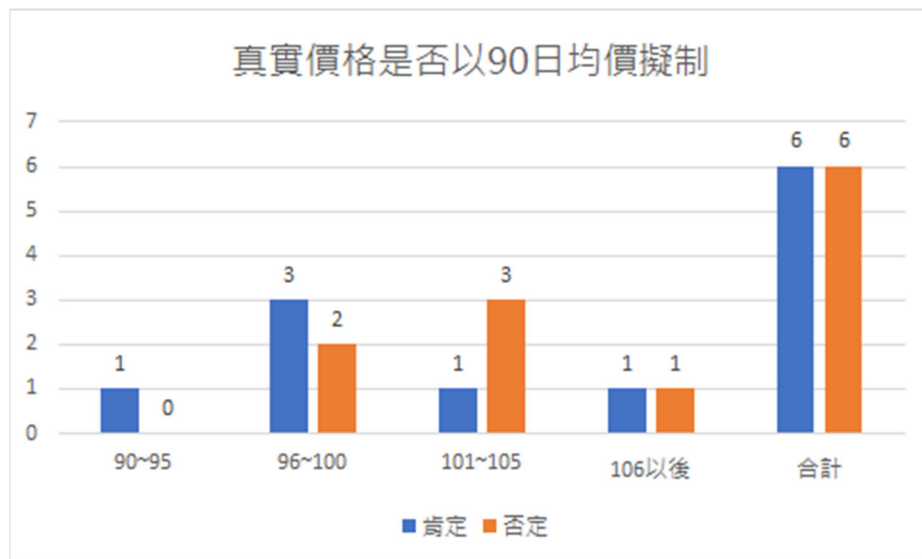


圖 65

對於此爭點法院似都有採，見解各立。肯定見解如案號 97 金 1 之律勝案一審判決：「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。」，及案號 98 金 1 之亞智案一審判決認為：「按證交法第 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。惟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。」，而肯認真實價格須以 90 日均價擬制。

亦有否定見解如案號 100 金上 2 之宏福案二審判決認為：「陳政忠等 3 人雖抗辯關於宏福建設公司股票之真實價格，應依據衡平法則，參酌美國證券訴訟改革法第 21D 條第（e）項規定，以宏福建設公司恢復交易後 90 日之平均價格認定其價格云云，惟美國法採用消息公開後 90 日平均價格僅係作為行為人損害賠償額之上限，過濾恐慌性賣壓對股價造成過度影響，不使賠償額因短期恐慌性賣壓而遭誇大，非以消息公開後 90 日均價作為認定特定證券之真實價格，投資人仍須以其他方式證明其實際損害額為何，況 90 日之期間甚長，可能介入影響股票價格之因素更多，於我國法未明文採用消息公開後 90 日均價做為計算基準之情況下，自不宜逕行採取消息公開後 90 日均價作為特定股票真實價格認定之依據，陳政忠等 3 人復未提出其他證據證明其等所主張 88 年 7 月 14 日宏福公司股票恢復交易後 90 日之均價 3.71 元始為宏福公司股票之真實價格等節為真，其等此部分抗辯自無可採。」，係以法未明文而認不可採之。

九、是否須考量市場價格因素（如類股或大盤漲跌幅）

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 2 件，一審 0 件、二審 1 件、三審 1 件。其中二審之 1 件判決係採取否定見解（佔 100%），三審之 1 件判決係採取肯定見解（佔 100%）。因此，2 件判決中採取肯定見解者共有 1 件（佔 50%）、採取否定見解者共有 1 件（佔 50%），整理如圖 66。從圖 66 中可以發現對此爭點，肯否見解於法院各有所採，而最高法院亦有表態並採取肯定見解。

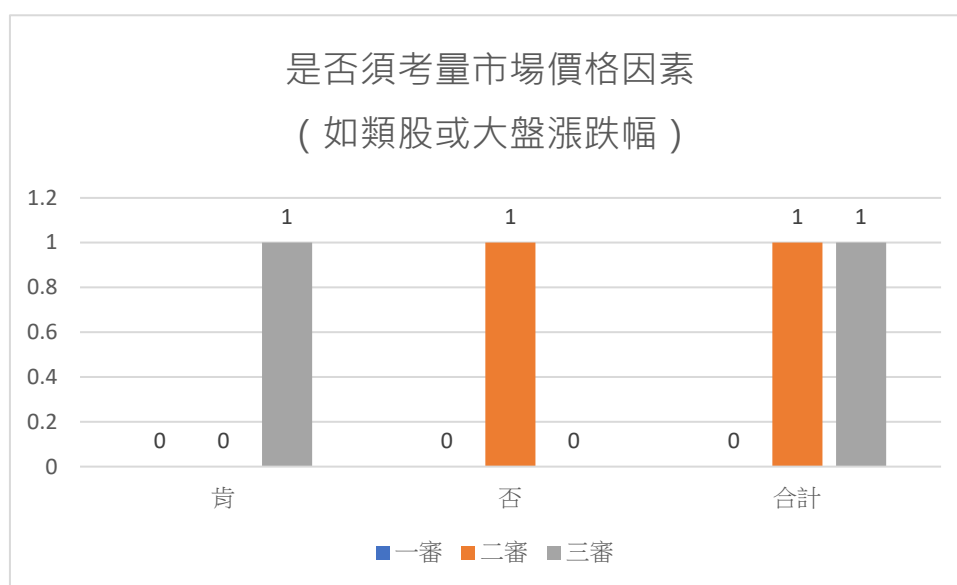


圖 66

若以年度為區分，於民國 101 年至 105 年間判決者有 2 件，採取肯定見解者有 1 件（佔 50%）、否定見解者 1 件（佔 50%），整理如圖 67。由於涉及此爭點之案件數相對較少，對於此爭點之年度變化尚有待觀察。

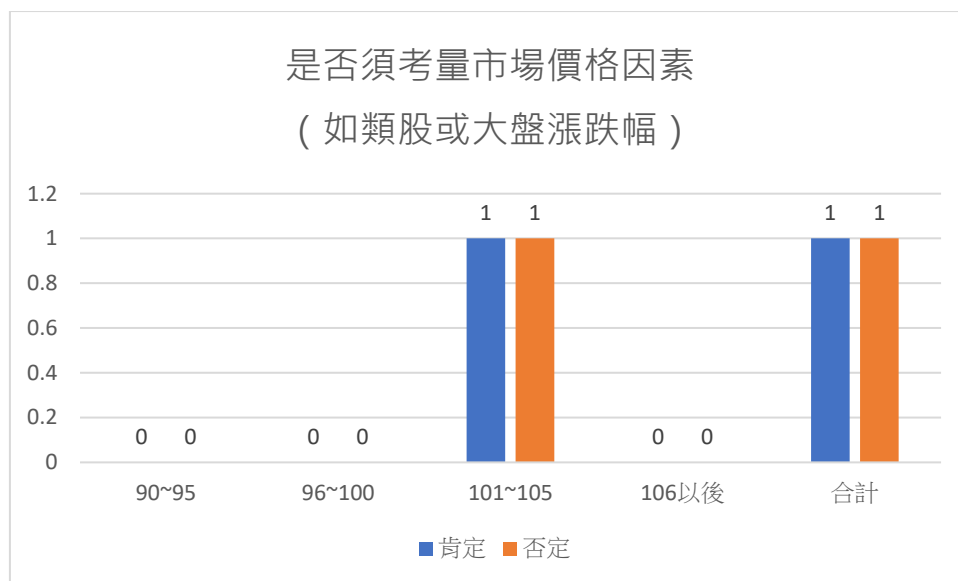


圖 67

肯定見解之部分，如案號 105 台上 2218 之陞泰、四維、勤美、豐藝、東貿、宏遠證案，最高法院認為：「系爭股票各該公司之基本面、資金面政經走勢一致，無暴漲暴跌；另九十六年至九十八年間金融海嘯影響，股市劇烈下跌，授權人之損害並非當然係伊行為所造成等語（原審卷(二)二二三至二三一頁），上揭股票交易分析意見書確實記載，陞泰公司曾於公開資訊觀測站公告其稅前淨利創新高；東貿公司處分子公司獲利，激勵股價走揚創二年新高各情，金融海嘯亦為投資人所週知，此等公開資訊與股票價格之判斷難謂無關。則系爭股票股價波動能否謂僅係人為操縱股價行為所致，不無疑問。原審未詳予釐析明確，逕以擬制「真實價格」減去授權人賣出之價格作為損害計算基礎，即有可議。」即認須考量市場價格因素。

否定見解之部分，如案號 99 金上 1 之律勝案，二審法院認為：

「縱使上訴人所提出之漲跌幅數據可採，類股比較法係屬毛損益法之計算方式，其先以毛損益法之方式計算投資人買進股票與賣出股票價格之差額，再乘以本件律勝公司與同類股之漲跌幅差距比例，以扣除上訴人等操縱行為以外因素。惟本件已採美國法關於操縱股價之損害賠償計算方式，其屬於淨損差額法之計算方式，即以買進價格與真實價格間之差額計算損失金額；因此，本件損害賠償計算方式已排除上訴人等操縱行為以外之因素；若再採上訴人等主張之類股比較法，將會造成重複扣除上訴人操縱行為以外因素之不當結果，顯非適當，且有違衡平原則。」即不再考量市場價格等其他因素。

十、計算方式是否採純粹淨損益法（期間內買賣損益互抵）

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 5 件，一審 4 件、二審 1 件、三審 0 件。其中一審之 4 件判決均採取肯定見解（佔 100%）；二審之 1 件判決亦採取肯定見解（佔 100%）。因此，5 件判決均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 68。從圖表中可以發現法院對此爭點均傾向採取肯定見解。

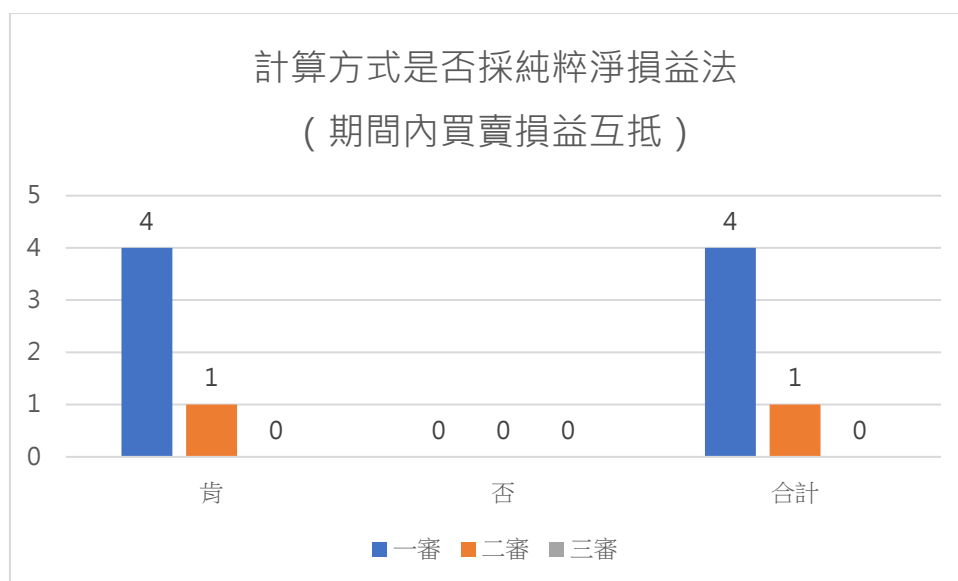


圖 68

若以年度為區分，民國 101 年至 105 年間判決者有 2 件且均採取肯定見解（佔 100%）；民國 106 年以後判決者有 3 件亦均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 69。從圖表中可以發現法院在此爭點上從 101 年至今均採肯定見解，呈現一致之肯定說。

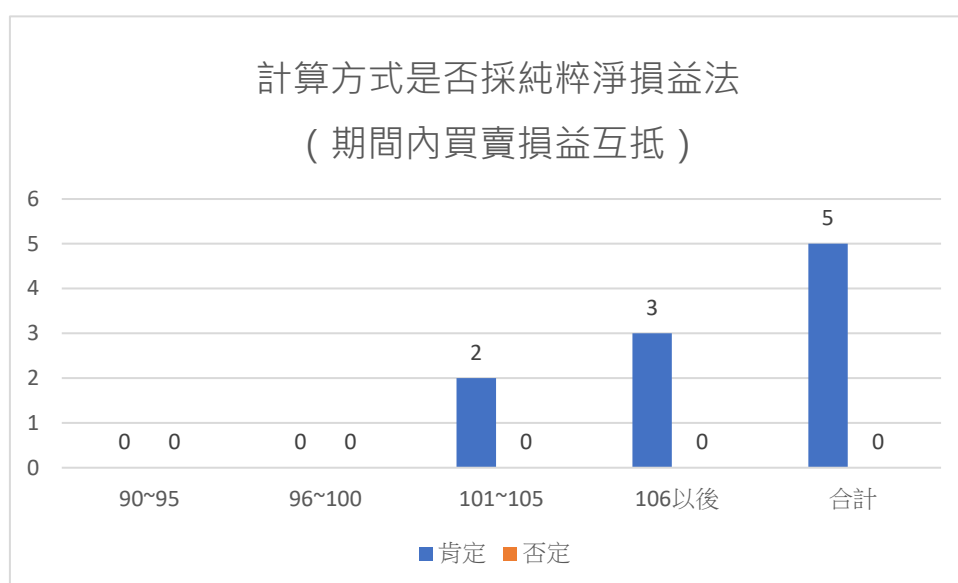


圖 69

肯定見解之部分，例如案號 101 金 6 唐鋒案，法院認為：「原告主張計算方式，係以各該授權人於股價操縱期間內買入唐鋒公司股票價格與真實股票價格之差額，乘以各該授權人買入股數計算損害賠償，又若各該授權人在股價操縱期間有賣出唐鋒公司股票者，亦將賣出價格與真實價格間差額乘上授權人所賣出股數後，與前開損害額為損益相抵，計算求償金額，此堪稱合理。」。

十一、真實價格是否以不法行為開始前均價擬制

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 8 件，一審 5 件、二審 2 件、三審 1 件。其中一審之 5 件判決均採取肯定見解（佔 100%）；二審之 2 件判決亦均採取肯定見解（佔 100%）。三審之 1 件判決則採取否定見解（佔 100%）。因此，8 件判決中採取肯定見解者共有 7 件（佔 87.5%）、採取否定見解者共有 1 件（佔 12.5%），整理如圖 70。從圖表中可以發現對此爭點，一、二審法院均採肯定說，然而針對此爭點最高法院採取否定說。

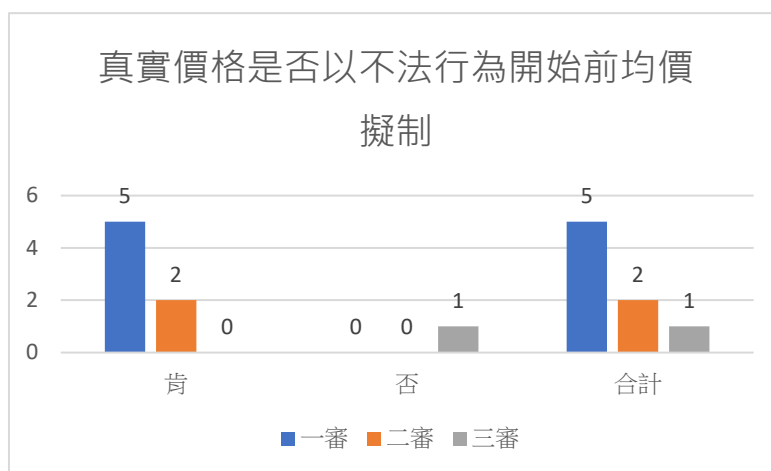


圖 70

若以年度為區分，民國 96 年至 100 年間判決者有 2 件且均採取肯定見解（佔 100%）；民國 101 年至 105 年間判決者有 3 件且均採取肯定見解（佔 100%）；民國 106 年以後判決者有 3 件，採取肯定見解者有 2 件（佔 66.67%），否定見解者有 1 件（佔 33.33%），整理如圖 71。從圖表中可以發現法院在此爭點上從民國 96 年至今均採取肯定見解，僅有 1 件民國 106 年以後之最高法院判決採取否定見解。

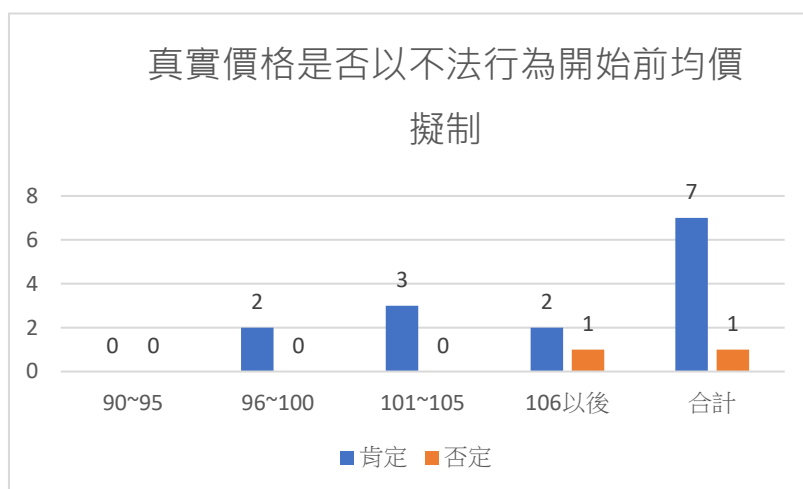


圖 71

否定見解之部分，如案號 106 台上 1504 之南港（二）案，投保中心主張以上訴人（即被告）操縱行為開始「前」10 個營業日收盤平均價為計算基礎，最高法院認為：「應探查上訴人所主張，本中心提出之計算式是否適當請求金額是否應扣除手續費交易稅有疑之抗辯有無理由」。

肯定見解之部分，例如案號 98 重上更（一）115 之台鳳案，高等法院認為：「至於操縱股價侵權行為損害賠償之計算方法，學說見解認為考量證券市場之特質，應可參考證交法第 157 條之 1 所定有關內線交易損害賠償之計算方法（賴英照著，證券交易法逐條釋義第四冊，第 504 頁，85 年 8 月三刷）。依證交法第 157 條之 1 規定：『違反前項規定者，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限度內，...負損害賠償責任』，即內線交易案件上損害之計算方法係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』，真實價格與買價或賣價間之差額即為投資人所受損害。本院參考內線交易案件損害計算之方法，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，故以操縱行為開始『前』10 個營業日收盤平均價格為計算基礎。」

十二、交易因果關係是否依民訴§277 推定

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 20 件，一審 8 件、二審 10 件、三審 2 件。其中一審之 8 件判決中，採取肯定見解者有 6 件（佔 75%），否定見解者有 2 件（佔 25%）；二審之 10 件判決中，採取肯定見解者有 9 件（佔 90%），否定見解者有 1 件（佔 10%）；三審之 2 件判決均採取肯定見解（佔 100%）。因此，20 件判決中採取肯定見解者共有 17 件（佔 85%）、採取否定見解者共有 3 件（佔 15%），整理如圖 72。從圖表中可以發現對此爭點，一、二審法院多採肯定說，此外，針對此爭點最高法院亦採取肯定見解。

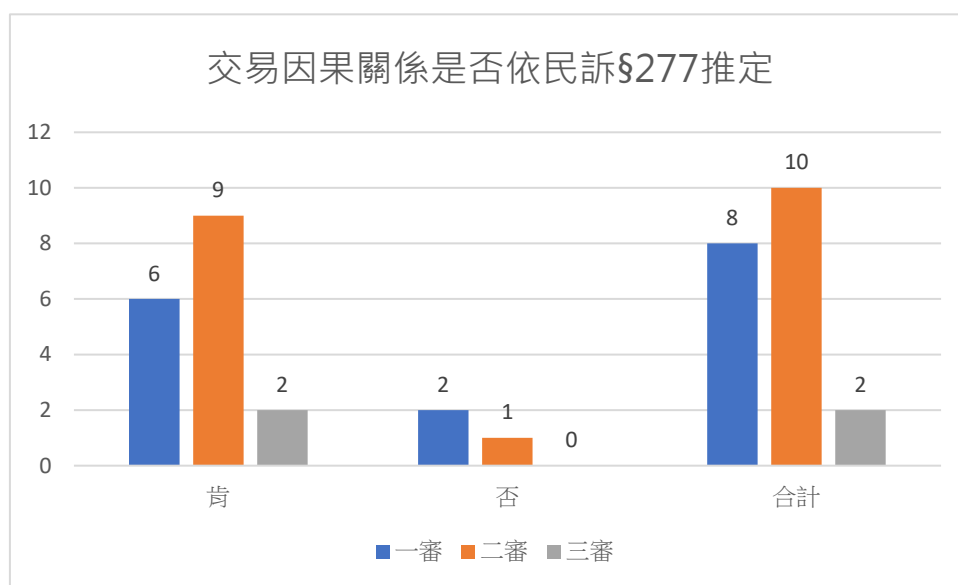


圖 72

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間僅有 1 判決討論到此爭點並採取肯定見解（100%）；民國 96 年至 100 年間則有 6 件判決，

採取肯定見解有 5 件(佔 83.3%)，採取否定見解有 1 件(佔 17.7%)；民國 101 年至 105 年間有 9 件判決，採取肯定見解有 7 件(佔 77.8%)，否定見解有 2 件(佔 22.2%)；民國 106 年以後判決者有 4 件，均採取肯定見解(佔 100%)，整理如圖 73。從圖表中可以發現，民國 95 年至民國 100 年及民國 101 年至民國 105 年間，甚至是民國 106 年以後法院對此爭點多採取肯定見解。由此可知，肯定見解已逐漸發展成實務的主流見解。

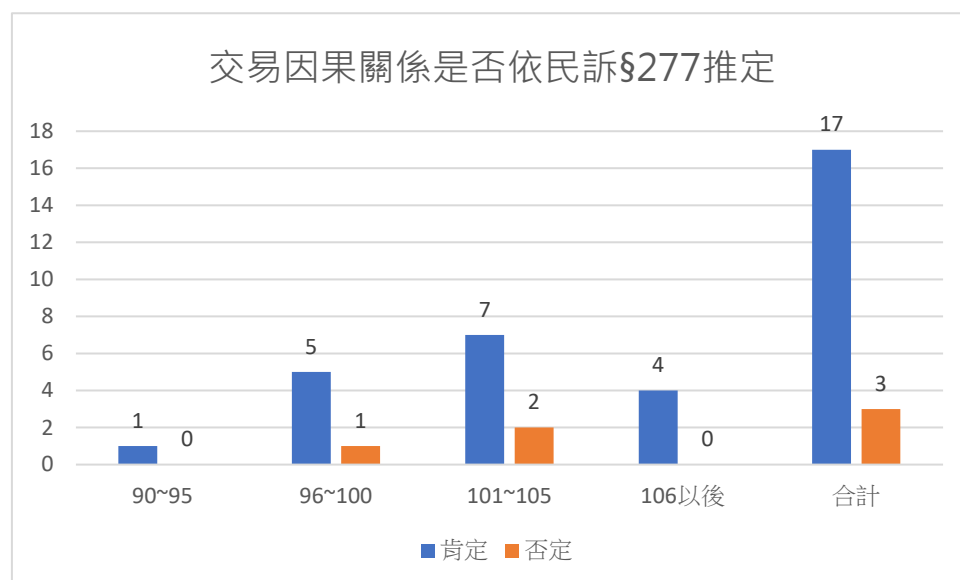


圖 73

對於此爭點，法院多採肯定見解，如案號 105 金上更(一)6 的南港(一)案二審判決，該法院認為：「而價量乃股市交易之重要資訊，操縱股票股價者於交易市場上為虛偽買賣，使股票於交易市場上出現異常之交易量與偏離市場之價格，不實資訊之受害人僅需舉證操縱者

有詐欺行為，而受害人受有損害，即應依民事訴訟法第 277 條但書規定，推定操縱者之詐欺行為和被害人之損害間具有因果關係，並由操縱者負舉證責任推翻其詐欺行為對被害人之損害具相當因果關係，始符合證券交易損害賠償事件，行為人往往處於絕對有利之資訊優勢，且利用專業智識為非法作為，影響社會經濟至鉅，而受害人數多且不易與之抗衡之特性，以維護市場交易秩序，並保障合法投資人之權益，法理至為灼然。」。

又如案號 105 台上 1904 的南港（一）案三審判決，最高法院亦採取肯定見解而認為：「查上訴人於事實審主張：考量證券市場特性，於操縱股價損害賠償事件，若責由受損害投資人負因果關係之舉證責任，實屬過苛，為避免投資人舉證困難而求償無門，不論依詐欺市場理論或民事訴訟法第二百七十七條但書規定，應轉換因果關係之舉證責任，即推定投資人受有損害與行為人不法操縱行為間之因果關係，此並為最高法院所持之見解（本院九十九年台上字第二二四四號判決）等語（見原審卷第五七頁）。原審未說明何以不可採之理由，遽以證交法第一百五十五條第三項並無對於善意買入或賣出有價證券之人所受損害，視為或推定有因果關係之規定，為上訴人不利之判決，已有判決不備理由之違法。」。

十三、交易因果關係與損失因果關係是否須分別證明

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 14 件，一審 8 件、二審 5 件、三審 1 件。其中一審之 8 件判決中，採取肯定見解者有 5 件（佔 62.5%），否定見解者有 3 件（佔 37.5%）；二審之 5 件判決中，採取肯定見解者有 4 件（佔 80%），否定見解者有 1 件（佔 20%）；三審之 1 件判決則採取肯定見解（佔 100%）。因此，14 件判決中採取肯定見解者共有 10 件（佔 71.4%）、採取否定見解者共有 4 件（佔 28.6%），整理如圖 74。從圖表中可以發現對此爭點，一、二審法院多採肯定說，此外，針對此爭點最高法院亦採取肯定見解，惟是否為實務之主流見解尚有待觀察。

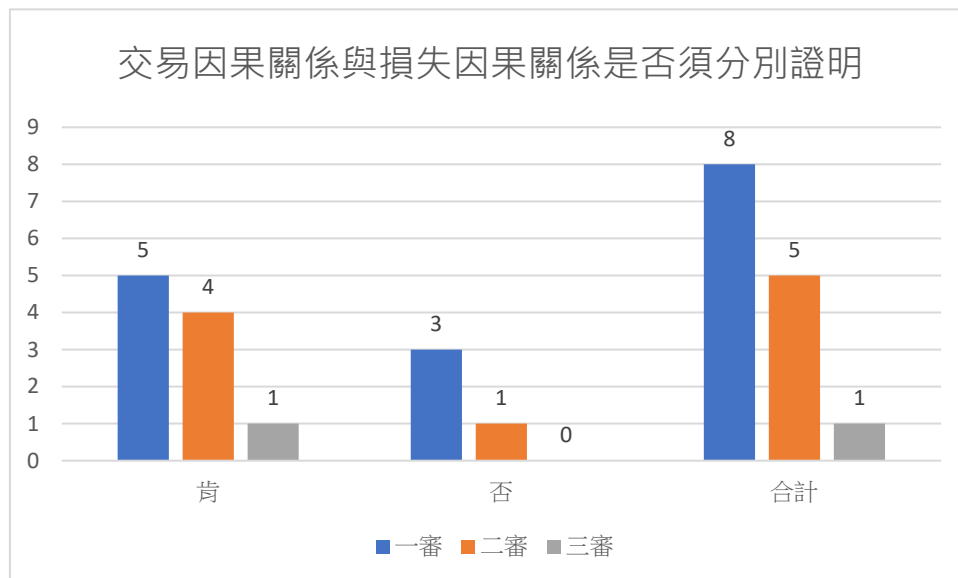


圖 74

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間並無判決涉及此爭點；民國 96 年至 100 年間則有 5 件判決，採取肯定見解有 4 件(佔 80%)，採取否定見解有 1 件(佔 20%)；民國 101 年至 105 年間有 6 件判決，採取肯定見解有 5 件 (佔 83.3%)，否定見解有 1 件 (佔 16.7%)；民國 106 年以後判決者有 3 件，採取肯定見解有 1 件 (佔 33.3%)，否定見解有 2 件 (佔 66.7%)，整理如圖 75。從圖表中可以發現，民國 100 年及民國 101 年至民國 105 年間，法院對此爭點多採取肯定見解，雖民國 106 年以後對此爭點法院有逐漸採取否定見解之情事，惟相較以往亦僅增加 1 件。由此可知，實務的主流見解為何，尚有待觀察。

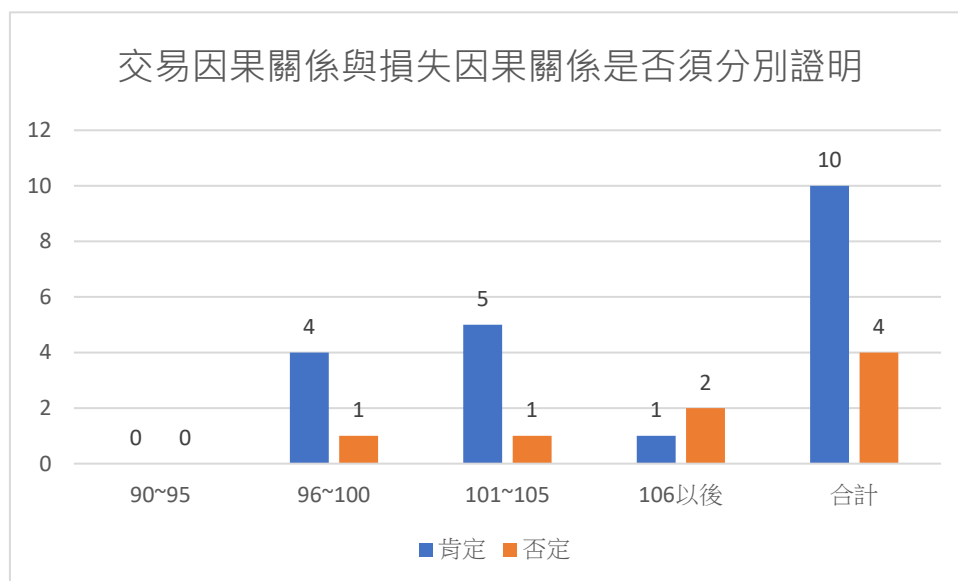


圖 75

對於此爭點，法院見解肯否並立，採否定見解，如案號 105 金上更（一）6 的南港（一）案二審判決，該法院認為：「1.按『有價證券

之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。違反第一項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任。』證交法第 20 條第 1 項、第 3 項定有明文。蓋於有效率之市場，所有交易資訊均會立即反應在股價上，不實重大資訊出現於市場時當然對股票價格會有所影響，即使交易人並非信賴該資訊而做出交易決定，亦可能因該資訊而受有損害。而價量乃股市交易之重要資訊，操縱股票股價者於交易市場上為虛偽買賣，使股票於交易市場上出現異常之交易量與偏離市場之價格，不實資訊之受害人僅需舉證操縱者有詐欺行為，而受害人受有損害，即應依民事訴訟法第 277 條但書規定，推定操縱者之詐欺行為和被害人之損害間具有因果關係，並由操縱者負舉證責任推翻其詐欺行為對被害人之損害具相當因果關係，始符合證券交易損害賠償事件，行為人往往處於絕對有利之資訊優勢，且利用專業智識為非法作為，影響社會經濟至鉅，而受害人數多且不易與之抗衡之特性，以維護市場交易秩序，並保障合法投資人之權益，法理至為灼然。2.經查被上訴人於 92 年查核期間，及林爭輝於 95 年查核期間有操縱南港股票股價之行為，已如前述，系爭被授權人因於附表一所示之時間買賣南港股票並受有損害，依上說明，自應推定系爭授權人所受損害與被上訴人之操縱南港股票股價行為間有相當因果關係。被上訴人雖抗辯系爭授權人均係

基於自己之判斷買賣南港股票，且亦有在非 92 或 95 年查核期間賣出，所受損害與其等之買賣南港股票行為無因果關係云云。惟查系爭授權人所受損害與被上訴人之操縱行為間既經推定有相當因果關係存在，則被上訴人必須舉證其等縱無操縱南港股票股價行為，系爭授權人仍會買賣南港股票，始得認無相當因果關係存在。又系爭授權人縱有於非查核期間出賣南港股票致受有損害，然僅須於 92 或 95 年查核期間買進南港股票，即應認係受被上訴人操縱股價之虛偽交易所生不實資訊所影響，不能認系爭授權人非於查核期間賣出即與被上訴人之行為無相當因果關係存在，更遑論亦有到庭陳述意見之授權人劉建德、徐盛銅、林美滿、葉振春、溫添順、苟煥悌、周慶珍，均稱若知悉南港股票係因被上訴人拉抬所致，即不會買入該股票甚明（見原審卷三第 69 頁正反面、71 頁、226 頁正反面、227 頁正反面、257 頁正反面、273 頁正、反面、274 頁反面）。則被上訴人此部分之抗辯，顯不足採。」。

採肯定見解者如案號 102 金上 9 的南港（一）案的二審判決，法院認為：「又按證交法第 155 條第 3 項之損害賠償成立之因果關係要件，包括『交易因果關係』與『損害因果關係』，前者為善意買入或賣出有價證券之人基於證交法第 155 條第 1 項行為人之行為而進行交易；後者乃善意買入或賣出有價證券之人因上述交易行為而受

有損害（最高法院 104 年度台上字第 1483 號判決參照）。善意投資人對『交易之因果關係』固無待舉證，但仍須證明損害及其金額與行為人基於證交法第 155 條第 1 項行為之因果關係（最高法院 104 年度台上字第 225 號判決參照）。而所謂相當因果關係，係指依經驗法則，綜合行為當時所存在之一切事實，為客觀之事後審查，認為在一般情形下，有此環境，有此行為之同一條件，均發生同一之結果者，則該條件即為發生結果之相當條件，行為與結果即有相當之因果關係，反之，若在一般情形下，有此同一條件存在，而依客觀之審查，認為不必皆發生此結果者，則該條件與結果並不相當，不過為偶然之事實而已，其行為與結果間即無相當因果關係（最高法院 104 年度台上字第 1619 號判決參照）。準此以解，上訴人對授權人於 92 年、95 年查核期間進場買入南港股票，有無受被上訴人違反證交法第 155 條第 1 項第 4、5 款行為影響之『交易因果關係』，固無庸證明，惟對投資之損害及金額仍應證明與被上訴人之違法行為有『損害因果關係』。即須證明授權人買入南港股票後再賣出之行為必然受有附表 1 之損害及損害金額之結果，否則即屬偶然之事實，難認有相當因果關係。」。

十四、交易因果關係是否適用詐欺市場理論推定

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 13 件，一審 4 件、二審 8 件、三審 1 件。其中一審之 4 件判決中，採取肯定見解者有 3 件（佔 75%），否定見解者有 1 件（佔 25%）；二審之 8 件判決中，採取肯定見解者有 7 件（佔 87.5%），否定見解者有 1 件（佔 12.5%）；三審之 1 件判決則採取肯定見解（佔 100%）。因此，13 件判決中採取肯定見解者共有 11 件（佔 84.6%）、採取否定見解者共有 2 件（佔 15.4%），整理如圖 76。從圖表中可以發現對此爭點，一、二審法院多採肯定說，此外，針對此爭點最高法院亦採取肯定見解，惟是否為實務之主流見解尚有待觀察。

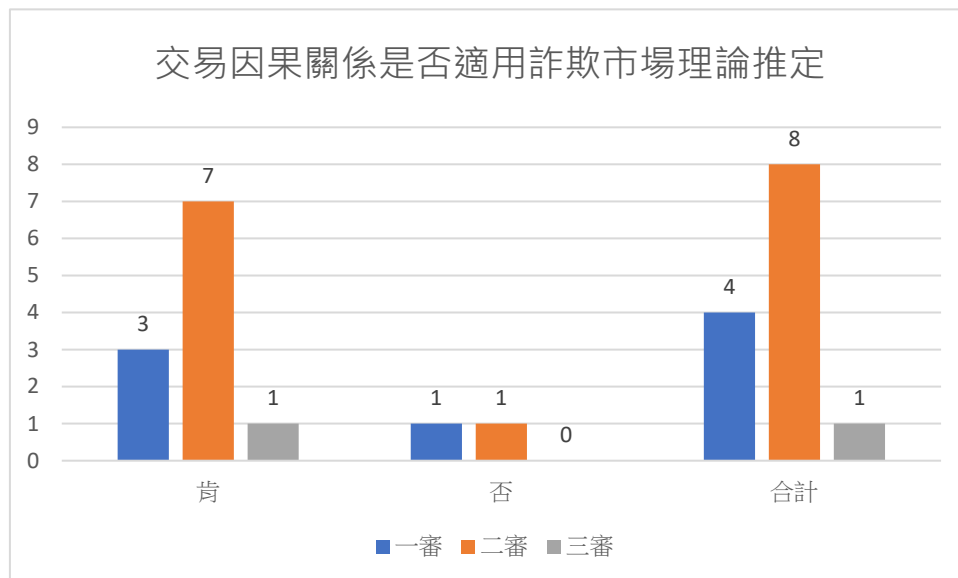


圖 76

若以年度為區分，於民國 90 年至 95 年間並無判決涉及此爭點；民國 96 年至 100 年間則有 3 件判決，採取肯定見解有 2 件(佔 66.7%)，採取否定見解有 1 件(佔 33.3%)；民國 101 年至 105 年間有 7 件判決，採取肯定見解有 6 件(佔 85.7%)，否定見解有 1 件(佔 14.3%)；民國 106 年以後判決者有 3 件且均採取肯定見解(佔 100%)，整理如圖 77。從圖表中可以發現，民國 96 年至 100 年及民國 101 年至民國 105 年間，法院對此爭點多採取肯定見解，甚至於民國 106 年以後對此爭點法院均採取肯定見解。由於討論之案件數不多，實務的主流見解為何，尚有待觀察。

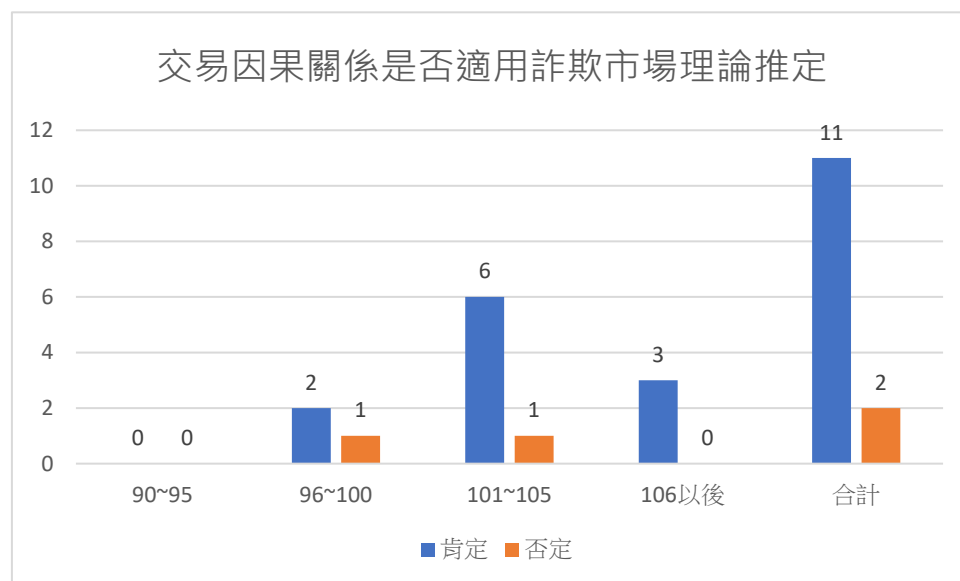


圖 77

對於此爭點，法院多採取肯定見解，高等法院之部分可參考如：案號 103 金上 16 的陞泰、四維、勤美、豐藝、東貿、宏遠證案的二審判決，該法院認為：「基於證券交易市場買賣雙方不會面對面交易之

特性，關於操縱市場行為人之行為與投資人之損害之間如何認定其因果關係至關重要。本件被上訴人及上訴人間並無任何關係，可見上訴人係因信賴經被上訴人操縱股價後所呈現出之股價市場，進而購買交易市場中之股票，故依『對市場詐欺理論』，本件即存在交易之因果關係。」以及案號 100 金上 2 之宏福案二審判決，該法院認為：「我國證交所對於上市公司之資格及非關係人持股比例、影響公司財務或業務之重大資訊須立即公開、對重大資訊真實性之查證等均有詳細明文，而訂有臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則、臺灣證券交易所股份有限公司對上市公司重大訊息說明記者會作業程序、臺灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序等規定，足認臺灣證交所於本件行為時已屬半強勢之效率市場，上述美國法院詐欺市場理論所採推定交易因果關係存在之法理，於本件即有適用」。

最高法院之部分，如案號 105 台上 2218 之陞泰、四維、勤美、豐藝、東貿、宏遠證案三審判決，該法院認為：「按股票投資人通常以發行公司經營績效、公司資產負債、財務業務狀況、行業景氣及其他相關因素作為投資股票之依歸，『相對委託』及『連續買賣』等人為操縱股價行為乃股票自由市場所不許，股票投資人推定信賴自由市場之機制而有交易因果關係。」。

十五、損失因果關係是否以爆發後股價下跌為證（推認揭

露前股價遭不當膨脹）

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 2 件，一審 2 件、二審 0 件、三審 0 件。而該一審之 2 件判決均採取肯定見解(佔 100%)，整理如圖 78。從圖表中可以發現對此爭點，法院均採取肯定見解，然而針對此爭點最高法院尚未表態，且涉及此爭點之判決不多，故實務主流解為何尚有待觀察。

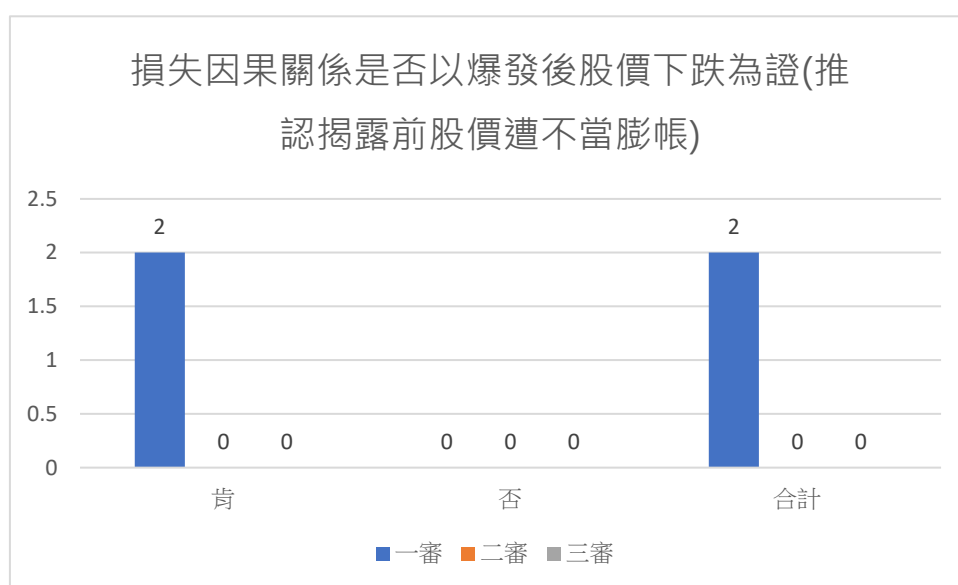


圖 78

若以年度為區分，於民國 96 年至 100 及 101 年至 105 年間判決者各有 1 件，均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 79。由於涉及此爭點之案件數相對較少，對於此爭點之年度變化尚有待觀察。

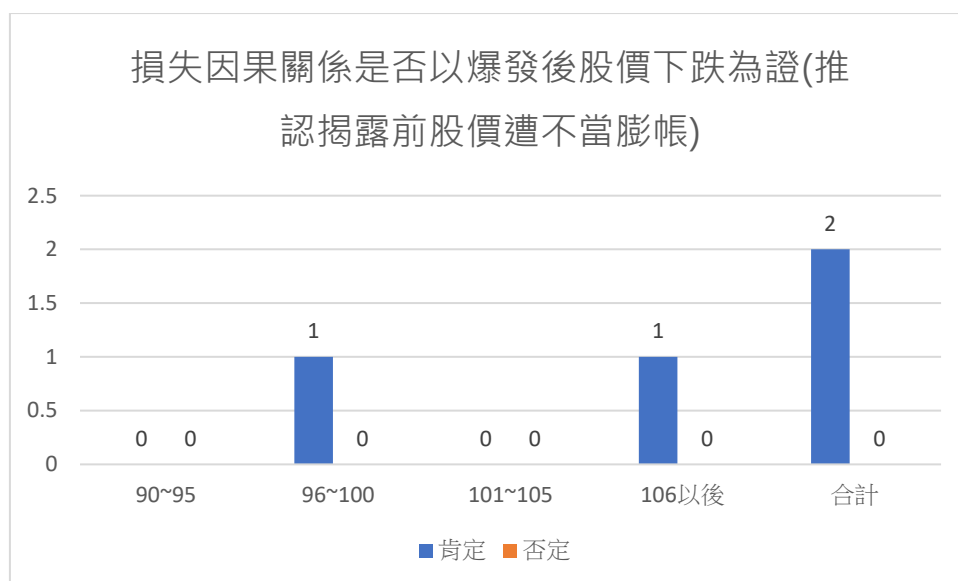


圖 79

對於此爭點，法院採取肯定見解，例如案號 95 金 32 之宏福案，該法院認為：「就損失因果關係，依美國法院於 Rule10b-5 相關案件之見解，認為原告須證明被告之行為造成股價變動，使原告依遭扭曲之股價購入股票，而被告行為遭揭穿後股價即為反向之變化。以本件被告之操縱行為而言，於被告操縱股價期間，宏福股價維持於 31 元左右之價位長達數月，然 87 年 11 月 6 日宏福之真正財務狀況爆發後，被告之護盤已無力扭轉大局，宏福股價即呈現無量下跌，幾乎每日均以跌停價收盤，成交量多在數張至數十張不等，迥異於先前每日成交量數百張數上千張之情況，嗣於 87 年 11 月 20 日暫停交易，有宏福建設股價表（本院卷 2 第 228 至 235 頁）在卷可稽。如前所述，美國法院就操縱市場案件之相關見解，可認為係法理而援引以填補我國立法之不足，本件被告操縱行為與宏福股價之關係，衡諸前述美國法院

關於損失因果關係之認定標準，亦足認定具備損失因果關係。綜上，
本件原告之損害與被告之操縱行為間，具備交易因果關係與損失因果
關係，是以原告買賣宏福股票所受損害與被告操縱行為間，確具證券
交易法第 155 條第 3 項所應具備之因果關係，堪以認定。」。

柒、代表訴訟

就本次之研究範圍中涉及代表訴訟者共有 20 個案件，共 37 個判決。若以審級區分，則一審有 16 件、二審有 14、三審有 7 件；若以年份區分，則民國 101 年到 102 年間之判決有 8 件、民國 103 年到 104 年間之判決有 6 件、民國 105 年間之判決有 9 件、民國 106 年間之判決有 9 件、民國 107 年間之判決有 5 件。以下就第二階段操縱股價類型、內線交易類型、代表訴訟、解任訴訟及其他類型判決中，涉及代表訴訟之相關爭點進行趨勢分析：1.就涉案不法事實是否得以適用商業判斷原則為由免責、2.本中心就投保法第 10 條之 1 增訂前發生之案件是否有提起代表訴訟之權限、3.如不法行為係造成子公司受損害，是否可認為母公司亦有損失，及 4.提起代表訴訟時，被告是否須在任。

一、就涉案不法事實是否得以適用商業判斷原則為由免責

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 4 件，一審 2 件、二審 2 件、三審 0 件，4 件判決均採取否定見解（佔 100%），整理如圖 80。從圖表中可以發現雖然涉及此爭點之案件不多，惟無論一審或二審於論證上均採取否定之見解。

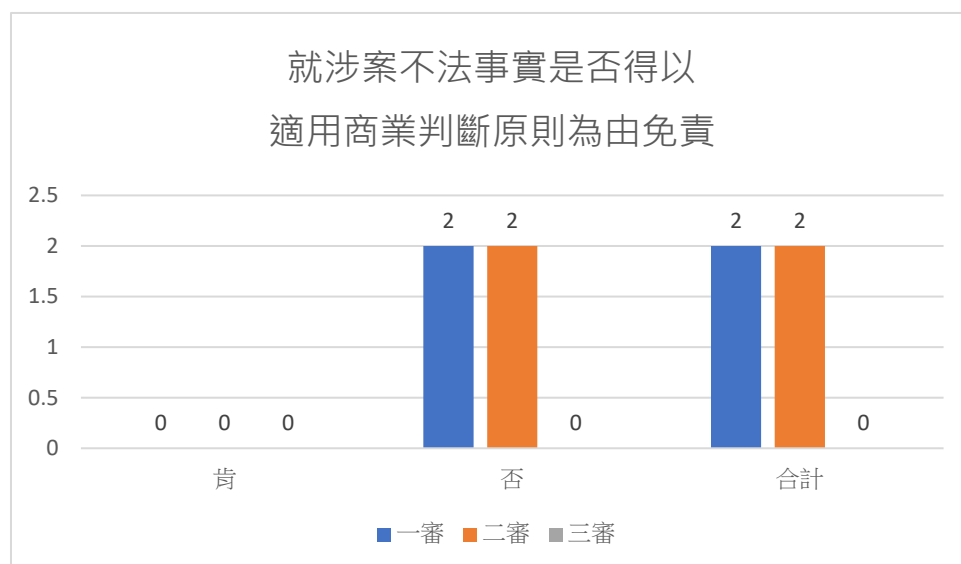


圖 80

若以年度為區分，於民國 101 年至 102 年間有 1 件判決討論到此爭點並採取否定見解（佔 100%）；民國 103 年至 104 年間並無討論此爭點之判決；民國 105 年間有 1 件判決討論到此爭點並採取否定見解（佔 100%）；民國 106 年間並無討論此爭點之判決；民國 107 年間，有 1 件判決討論到此爭點並採取否定見解（佔 100%），整理如圖 81。由圖表中雖可發現採取否定見解者有增加之趨勢，惟因涉及此爭點之

判決數不多，故亦尚難以得出明顯增加趨勢之確信，仍有待後續之觀察。

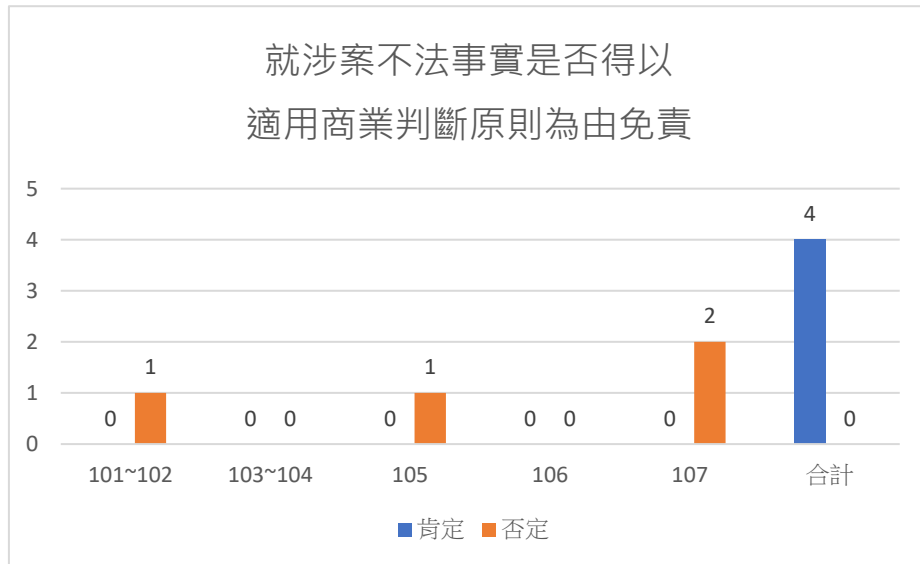


圖 81

對於此爭點最早採取否定見解者為案號 99 金 13 之碼斯特案，法院認為「原告公司解約附買回債券，是否符合合理之商業判斷？按『本法所稱公司負責人：在無限公司、兩合公司為執行業務或代表公司之股東；在有限公司、股份有限公司為董事。』及『公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，如有違反致公司受有損害者，負損害賠償責任。』，公司法第 8 條第 1 項及第 23 條第 1 項定有明文。被告詹秦涼身為依證券交易法發行有價證券之碼斯特公司董事，即應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，惟竟因股票出資買方堅持應先議定與 BMT 公司之間專利權買賣合作事宜，而聽從被告楊佳璋指示，於不具董事長身分之情形下，於 95 年 10 月 12 日代表原

告公司與 BMT 公司代表人邊相汶簽定合作合約書，且 BMT 公司於 95 年 11 月 28 日始向該國主管機關送件更改專利權申請人為碼斯特公司，依約碼斯特公司於該日始有支付第 2 期款之義務，為取得款項支付李文慶股款，竟提早於 95 年 11 月 2 日支付 3,000 萬元，又碼斯特公司於 95 年 11 月 2 日尚無簽訂 V 型電解鍍銅線買賣契約之急迫性，即使先簽約且製造 V 型電解鍍銅線有購料之需，惟訂料後無旋以現金支付購料款之需。被告詹秦涼竟為先取碼斯特公司資金支付股款，於簽約日即以支付購料款之名支付杰生科公司 5,000 萬元，因杰生科公司於 96 年 8 月 27 日始建制完成 V 型電解鍍銅線，且經碼斯特公司驗收，是碼斯特公司至遲於該時始應給付所有款項，是以，被告詹秦涼因需支付韓商 BMT 公司權利金 3,000 萬元及 V 型電解鍍銅線購料款 5,000 萬元，而提早解約附買回債券，致碼斯特公司受有 3,000 萬元自 95 年 11 月 2 日起至 95 年 11 月 27 日止之利息損失及 5,000 萬元自 95 年 11 月 2 日起至 96 年 8 月 26 日期間之利息損失，若以附買回債券原約定利率年息 1.14% 計算，原告公司至少受有 48 萬 9,732 元之利息損失（計算式： $30,000,000 \times 1.14\% \times 26/365 = 24,362$ ， $50,000,000 \times 1.14\% \times 298/365 = 465,370$ ， $24,362 + 465,370 = 489,732$ ，元以下四捨五入），自難認其所為符合合理之商業判斷，而不符善良管理人之注意義務，並直接損及原告公司利益。」。

二、本中心就投保法第 10 條之 1 增訂前發生之案件是否有

提起代表訴訟之權限

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 15 件，一審 5 件、二審 9 件、三審 1 件。其中一審之 5 件判決中，採取肯定見解者有 1 件（佔 20%）、否定見解者 4 件（佔 80%）；二審之 9 件判決中，採取肯定見解者有 6 件（佔 66.7%）、否定見解者 3 件（佔 33.3%）；三審之 1 件判決則採取肯定見解（佔 100%）。因此，15 件判決中採取肯定見解者共有 8 件（佔 53.3%）、採取否定見解者共有 7 件（佔 46.7%），整理如圖 82。從圖表中可以發現對此爭點實務之主流見解為何，尚無一致之定論，惟於一審中較傾向採取否定見解、於二審中則較傾向採取肯定見解，且肯定見解亦曾獲最高法院之支持。

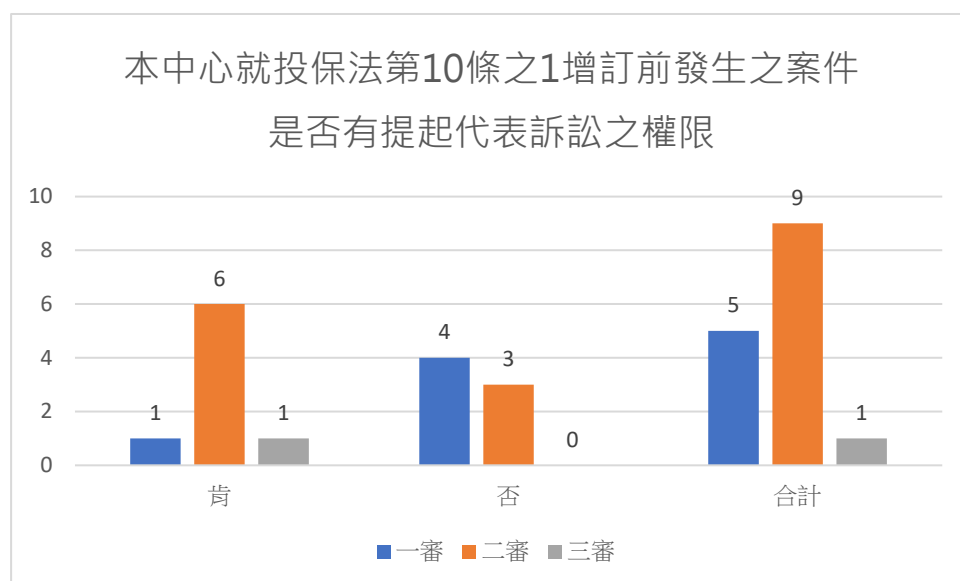


圖 82

若以年度為區分，民國 101 年至 102 年間有 4 件判決討論到此爭點，且均採取否定見解（佔 100%）；民國 103 年至 104 年間僅有 2 件判決討論到此爭點，且均採取肯定見解（佔 100%）；民國 105 年間有 5 件判決討論到此爭點，採取肯定見解者有 3 件（佔 60%）、否定見解者 2 件（佔 40%）；民國 106 年間僅有 1 件判決討論到此爭點並採取否定見解（佔 100%）；民國 107 年間僅有 3 件判決討論到此爭點並均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 83。從圖表中同樣可以發現法院對於此爭點並無一致之確信，於民國 101 年至 102 年間較傾向否定見解、民國 103 年開始陸續出現採取肯定見解之判決，雖仍同時存在否定見解，惟有減少之趨勢，於晚近則較傾向採取肯定見解。

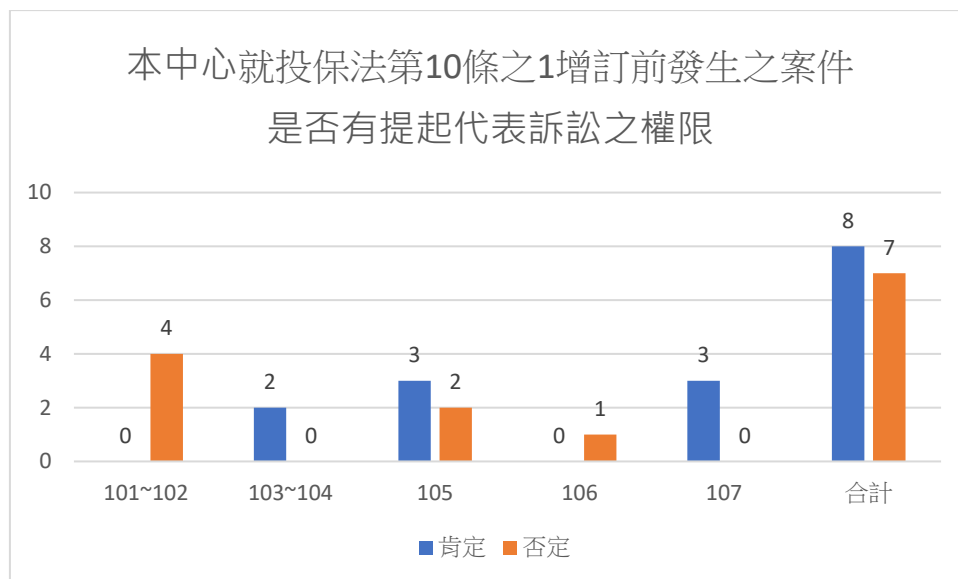


圖 83

就此爭點「本中心就投保法第 10 條之 1 增訂前發生之案件是否有提起代表訴訟之權限」，法院主要論證之重點為證券投資人及期貨交易人保護法（以下簡稱投保法）第 10 條之 1 第 1 項是否有溯及既往之適用。申言之，若法院認為無溯及既往之適用，則於投保法第 10 條之 1 增訂前所發生之案件，投保中心即無從依投保法第 10 條之 1 第 1 項提起訴訟。

舉例而言，於案號 102 金 13 之聯豪案一審判決即採取否定見解而認為：「投保法第 10 條之 1 係於 98 年 5 月 20 日增訂，經行政院發布自同年 8 月 1 日施行，觀諸投保法全文、立法理由及同年 8 月 31 日公布之『財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心辦理證券投資人及期貨交易人保護法第十條之一訴訟事件處理辦法』，均無另定得溯及適用之規定，足見投保法第 10 條之 1 並非『真正溯及既往』或『法律效果的溯及生效』之溯及既往類型。而本件原告主張之事實，均為投保法第 10 條之 1 於 98 年 8 月 1 日施行前已發生之事實，亦非『不真正溯及既往』或『要件事實之回溯連結』之情況，自應嚴格遵循法律適用上之不溯既往原則。」。

惟本件上訴二審時，法院則改採取肯定見解而認為「投保法第 10 條之 1 規定，係賦予依該法第 7 條所設立之保護機構不受公司法第

214 條及第 227 條準用第 214 條之限制，而可取得代表公司起訴之當事人資格，前開規定之功能在於緩和公司法第 214 條股東代表公司提起訴訟之行使門檻，避免公司股東因起訴誘因不足而不作為（持股不多且必須先負擔訴訟費用及律師費，敗訴時又須面臨求償等問題），或可能因資訊不足而難有作為，乃基於公益目的而規定保護機構有提起代表訴訟之權限，並非惡化公司負責人法律上地位，而有考慮信賴保護原則之必要，且其實質上為關於當事人適格之程序規定，並非新創設之實體法上獨立請求權基礎，故應無法律不溯既往原則之適用，而應依程序從新之法理。」。

另外，就投保法第 10 條之 1 第 1 項代表訴訟是否溯及適用之問題，亦曾獲最高法院之肯定。於案號 103 台上 846 之飛寶企業案中，法院認為「『監察人或董事會自保護機構請求之日起三十日內不提起訴訟時，保護機構得為公司提起訴訟，不受公司法第二百十四條及第二百二十七條準用第二百十四條之限制。保護機構之請求，應以書面為之。』使具公益色彩之保護機構於辦理投保法第十條第一項業務時，就上市或上櫃公司之董事或監察人執行業務違反法令或章程，發現其重大者，得不受公司法上開規定之限制，即得以自己名義為原告，為公司對董事或監察人提起損害賠償之訴。該條款之規定，與上述公司法所定少數股東為公司對董事、監察人代位提起訴訟，性質上同屬法

律賦與訴訟實施權之規範，應自九十八年八月一日公布施行起，即對保護機構發生效力。因保護機構於訴訟程序上所行使之實體法上權利仍屬公司所有，就依法本應對公司負損害賠償責任之董事或監察人而言，並未增加不可預期之法律上制裁，亦非另創設保護機構新的獨立請求權基礎，不生『前法秩序信賴保護』受破壞，或法規生效前『已發生事件』，原則上不適用之問題；此與同條項第二款及公司法第二百零條、第二百二十七條準用第二百零條訴請裁判解任董事或監察人之規定，係將原賦予『少數股東』得提起解任訴訟之形成訴權（該訴權須原告有法律明定限於在審判上行使之『形成權』存在，因該『形成權』之行使，使法院因以判決創設、變更、消滅公司與董事、監察人間之法律關係，必以法律有明文規定者始得為之），另於投保法第十條之一第一項第二款增列『保護機構』，亦得行使該訴權之規定，二者行使主體、發生時間（前者必於股東會未決議解任，並限於股東會後三十日內始取得，後者則不受此限制）均有不同，該條款所定之形成訴權已兼具有實體法性質，而有法律不溯及既往原則適用之情形，未盡相同。」。因此，本件投保中心具有權限合法起訴，最高法院之本件判決推翻本案下級審之見解，實具有重要意義。

三、如不法行為係造成子公司受損害，是否可認為母公司亦

有損失

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 2 件，一審 0 件、二審 1 件、三審 1 件。此二件判決為勤美案之三審（106 台上 406，民國 106 年間）及更一審（106 重上更一 5，民國 107 年間）判決。於三審時法院採肯定見解，惟案件發回更審時則改採否定見解，整理如圖 84 及圖 85。由於爭點所涉之案件數過少，尚難看出實務之主流見解為何以及其演變趨勢，仍有待後續觀察。

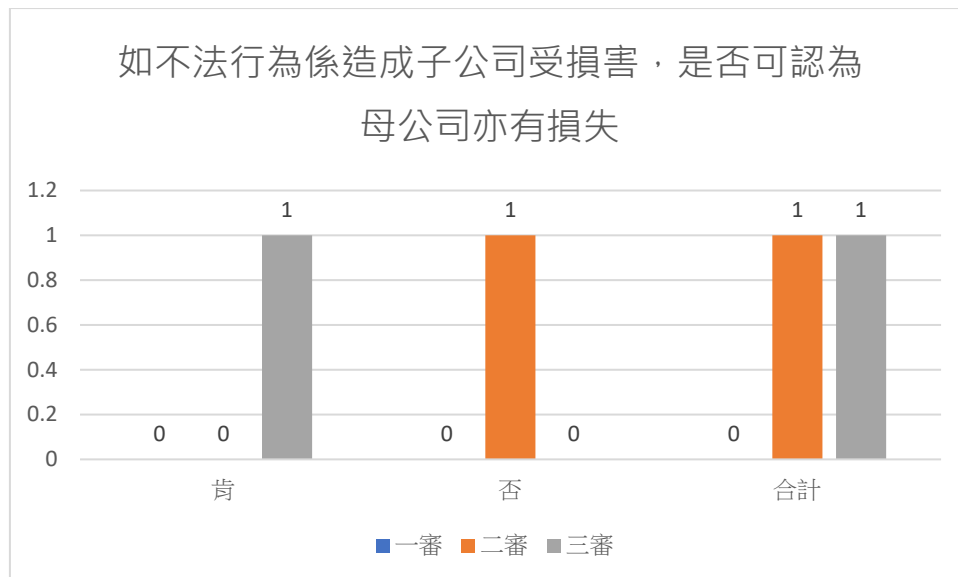


圖 84

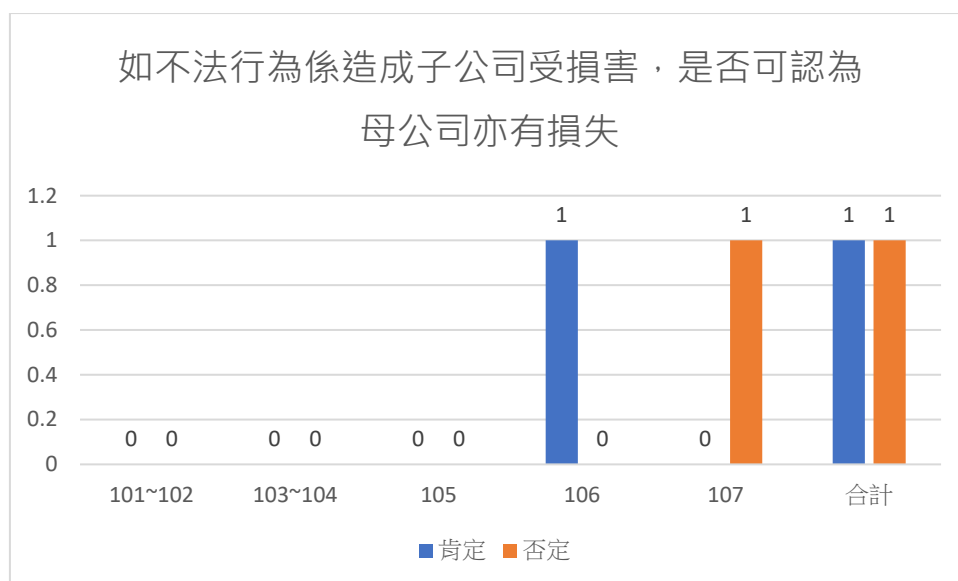


圖 85

就案號 106 台上 406 之勤美案最高法院判決認為：「按因犯罪而受損害之人，於刑事訴訟程序得附帶提起民事訴訟，對於被告及依民法負賠償責任之人，請求回復其損害，刑事訴訟法第四百八十七條第一項定有明文。因此，凡刑事訴訟程序中因刑事判決所認定犯罪事實所生損害之人，即得在該程序中提起民事訴訟，以回復其損害。查依二八四號案刑事判決認定編號損害之犯罪事實為：被上訴人為勤美公司董事長兼總經理，以虛設之勁林公司與日華投資公司簽訂『投資協議書』，偽裝勁林公司為日華投資公司尋找買主以取得購買大廣三不良債權之資金，為不合營業常規之交易行為，嗣並指示日華投資公司支付勁林公司虛偽之服務報酬一億七千七百三十四萬六千七百三十元，掏空勤美公司資產，部分款項不法回流予被上訴人（以上為編號

損害)。被上訴人明知勁林公司、齊林公司為虛設公司，竟以不合營業常規之不利益交易方式，假意委託齊林公司及勁林公司協助取得金典酒店不良債權，由日華資產公司與該二公司簽訂服務契約書，使日華資產公司分別支付齊林公司及勁林公司一億五千萬元及二億元一千五百萬元不實之服務報酬，該款項並流向被上訴人及他人之帳戶，供私人資金使用，致勤美公司遭受重大損害（以上為編號損害）。上訴人基於掏空勤美公司資產之犯意，偽以日華資產公司與銓遠公司簽署『協議書』，約定該二公司共同出資購買金典酒店不良債權，嗣以日華資產公司違約為由，取消上開協議，使日華資產公司支付銓遠公司違約金一千五百萬元，以此不合營業常規之不利益交易之方式，掏空勤美公司資產，並將該款項供被上訴人私人之用（以上為編號損害）。核被上訴人就編號損害，均係犯違反證券交易法第一百七十一條第一項第二款使公司為不利益交易罪，及同條項第三款特殊背信罪，有二八四號案刑事判決可稽。該判決認定之犯罪事實，要係認勤美公司為因被上訴人犯罪而受損害之人，原法院遽認勤美公司非直接受損害，而為上訴人不利之判斷，殊有未合。」。

而案號 106 重上更一 5 之勤美案更一審判決則認為「惟依其判決記載，所侵占者究非屬於勤美公司之金錢款項，直接被害人顯係日華投資公司、日華資產公司，難認勤美公司亦為直接被害人，勤美公司

雖為日華投資公司及日華資產公司之股東，僅得依股份比例分派日華投資及日華資產公司之整體營餘及虧損，居於股東個人身分地位間接受害，而非犯罪行為之直接被害人，揆諸上開說明，上訴人自不得於刑事訴訟程序為勤美公司提起附帶民事訴訟。」。

四、提起代表訴訟時，被告是否須在任

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 3 件，一審 1 件、二審 2 件、三審 0 件。其中一審之 1 件判決中係採取肯定見解(佔 100%); 二審之 2 件判決中，肯定及否定見解各 1 件(各佔 50%)。因此，3 件判決中採取肯定見解者共有 2 件(佔 66.7%)、採取否定見解者共有 1 件(佔 33.3%)，整理如圖 86。由於爭點所涉及之判決過少，因此尚難以得出實務之主流見解為何，且均係發生於不同之案件中，無上級審推翻下級審之判決，亦尚無最高法院之見解，因此，仍有待後續觀察。

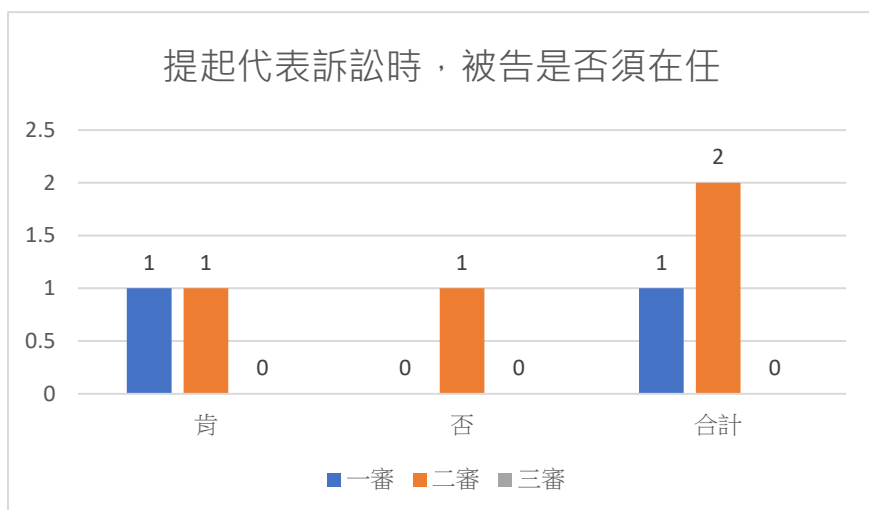


圖 86

若以年度為區分，此 3 件判決分別係發生於民國 106 年至 107 年間，於 106 年間之 1 件判決係採肯定見解（佔 100%）；於 107 年間之 2 件判決則肯定與否定見解各一（各佔 50%），整理如圖 87。因此，從年度分析中亦難以得出實務對於此爭點之主流見解及演變趨勢為何，仍有待後續觀察。

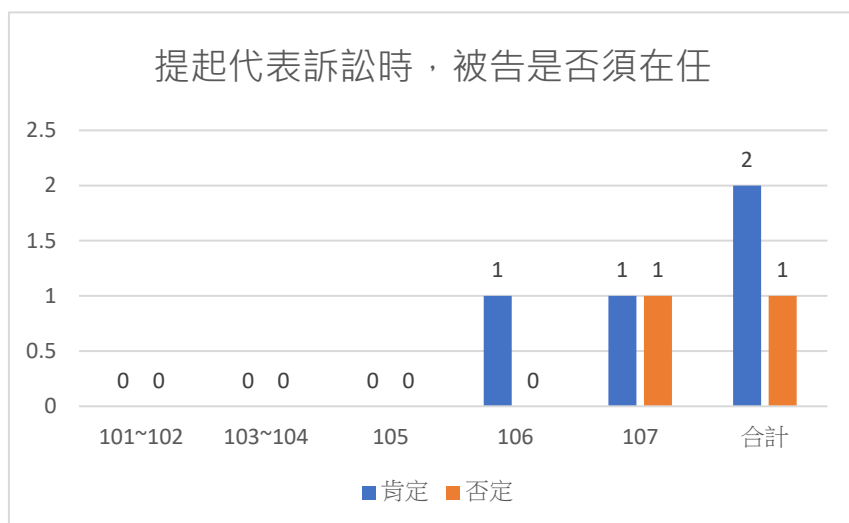


圖 87

於此爭點中，最早採取肯定見解者為案號 106 金上 5 之吉祥全二審判決，法院認為「投保法第 10 條之 1 有關投保中心代表訴訟權授予人之規定，以尚得適用公司法第 214 條為前提，而公司法第 214 條規定適用之前提則係以當事人仍為公司董事，亦即仍在任為必要。本件被告於上訴人上訴期間既已非公司董事，則無公司法第 214 條規定之適用，故亦無投保法第 10 條之 1 規定之適用，則投保中心並無提起代表訴訟之權限。」。

另外，唯一 1 件採取否定見解者係案號 105 重訴更二 2 之元大證案更二審判決，法院認為「賦與具有公益色彩之財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心於辦理投保法第 10 條第 1 項業務時，得以自己名義為原告，為公司對董事或監察人提起損害賠償訴訟，冀以解決少數股東對董事責任訴追功能嚴重不彰之問題，除可填補投資人之損害，更可收嚇阻不法之效。惟立法理由亦明載該條制定目的係為加強公司治理，對於公司經營階層背信或董事違反善良管理人注意義務等情事，進行相關措施，以保障股東權益，自條文以觀，並未限制僅限針對現任董事，且保護機構具公益色彩，尚無少數股東濫訴之疑慮。則投保法第 10 條之 1 第 1 項第 1 款所規定之董事或監察人，似無庸限縮解釋僅指現任董事之理，而應認亦涵蓋已卸任之董事，以期達該條文立法意旨，並避免產生公司或監察人均不願究責，致股東權益無

法受保障之情事。是杜麗莊雖抗辯其已於 98 年 4 月 8 日辭去元大證券公司董事職務，原告於 99 年 7 月 23 日對其起訴，依投保法第 10 條之 1 第 1 項第 1 款規定，當事人不適格云云，惟查杜麗莊於行為時業為元京證公司之董事長，嗣元京證公司相關權利義務則由元大證券公司繼受，依上說明，原告代位元大證券公司對其提起訴訟，當事人自屬適格。則杜麗莊此部分之抗辯，洵無可採。」。

捌、解任訴訟

就本次之研究範圍中涉及解任訴訟者共有 26 個案件，共 51 個判決。若以審級區分，則一審有 26 件、二審有 19、三審有 6 件；若以年份區分，則民國 100 年到 101 年間之判決有 5 件、民國 102 年到 103 年間之判決有 7 件、民國 104 年到 105 年間之判決有 24 件、民國 106 年到 107 年間之判決有 15 件。以下就第二階段操縱股價類型、內線交易類型、代表訴訟、解任訴訟及其他類型判決中，涉及解任訴訟之相關爭點進行趨勢分析：1.是否可以跨任期解任、2.從事內線交易是否屬重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項、3.從事內線交易是否屬執行業務、4.從事股價操縱是否屬重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項、5.從事股價操縱是否屬執行業務、6.裁判解任訴之聲明是否須以目前任期為限、7.跨任期解任是否侵害被告工作權、8.編製不實財報是否屬重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項、9.編製不實財報是否屬執行業務、10. 投保法第 10 條之 1 第 1 項第 2 款解任訴訟規定有無法律不溯及既往原則之適用？

一、是否可以跨任期解任

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 27 件，一審 14 件、二審 11 件、三審 2 件。其中一審之 14 件判決中，採取肯定見解者有 4 件（佔 28.6%）、否定見解者 10 件（佔 71.4%）；二審之 11 件判決中，採取肯定見解者有 9 件（佔 81.8%）、否定見解者 2 件（佔 18.2%）；三審之 2 件判決則皆採取肯定見解（佔 100%）。因此，27 件判決中採取肯定見解者共有 15 件（佔 55.6%）、採取否定見解者共有 12 件（佔 44.4%），整理如圖 88。從圖表中可以發現對此爭點實務之主流見解為何，尚無一致之定論，惟於一審中較傾向採取否定見解、於二審中則較傾向採取肯定見解，且肯定見解亦曾獲最高法院之支持。

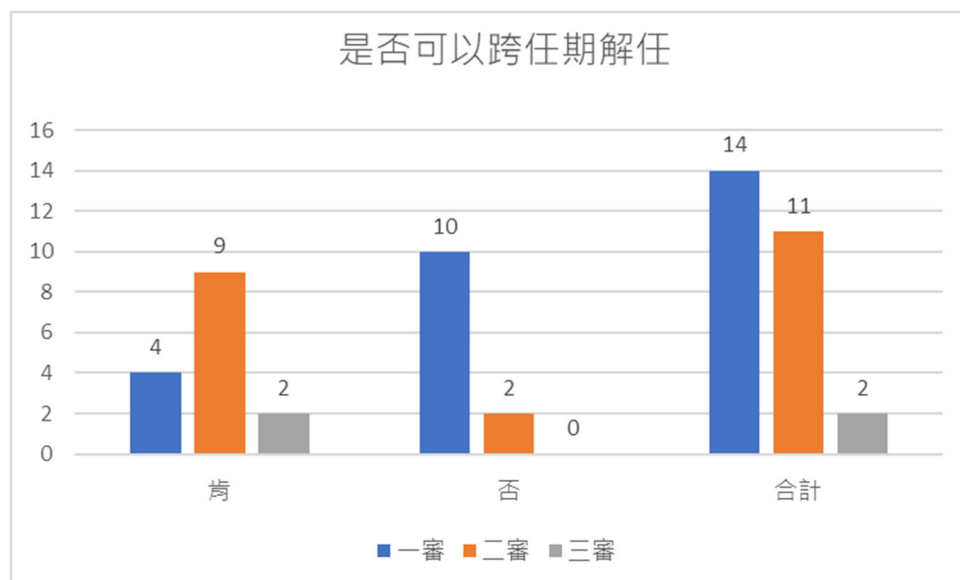


圖 88

若以年度為區分，於民國 100 年至 101 年之判決並未討論到此爭點；於民國 102 年至 103 年間有 3 件判決討論到此爭點，3 件判決皆係採取否定見解（佔 100%）；民國 104 年至 105 年間有 13 件判決討論到此爭點，採取肯定見解者有 4 件（佔 30.8%）、否定見解者 9 件（佔 69.2%）；民國 106 年至 107 年間有 11 件判決討論到此爭點，11 件判決皆採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 89。從圖表中可以發現採取肯定見解者從民國 102 年至 103 年之 0 件、民國 104 年至 105 年之 4 件，到民國 106 年至 107 年之 11 件，有明顯增加之趨勢，惟民國 104 年至 105 年間實際上否定見解卻為多數，而民國 106 年至 107 年則均改採肯定見解，對於此爭點法院是否已形成肯定見解之確信，殊值後續觀察之。

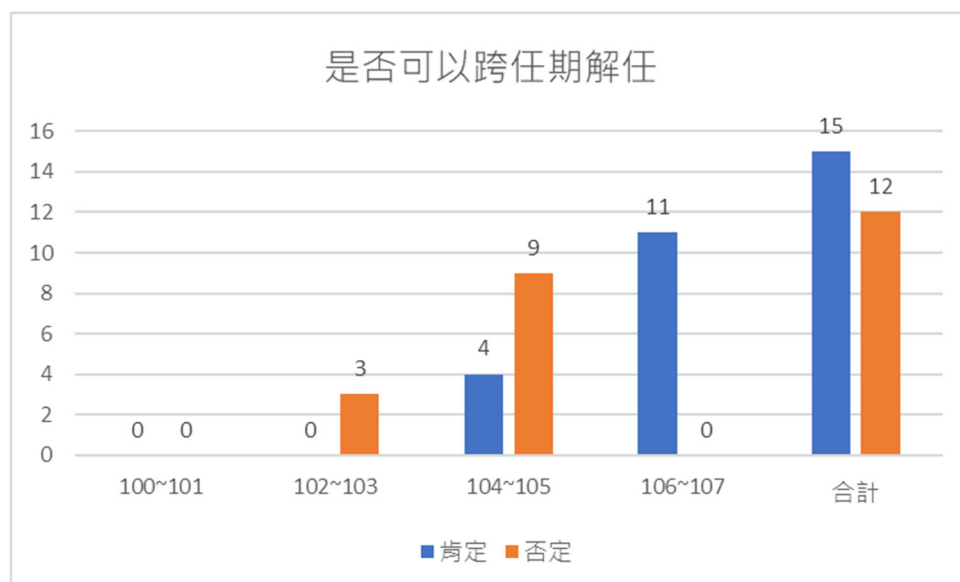


圖 89

對於此爭點最早採取肯定見解者為案號 105 金上 1 之興勤案，法院認為：「依公司法第 199 條股東會得隨時解任董事與公司法第 200 條裁判解任董事之規定，並無法得出法定解任事由須限於董事任期當時所發生，否則若董事於當選前有法定解任事由，嗣後當選後始發現，少數股東若均不得依公司法第 200 條解任董事，應非本規定立法意旨。」。

而對於此爭點最早採取否定見解者為案號 102 訴 180 之大同案，法院認為：「董事任期屆滿時，董事與公司之委任關係即行消滅，次任之董事則係經由不同人數、成員所組成之股東會所重新選任，倘被告林蔚山曾有違反忠實義務之情事，渠亦應係對前任期之股東負責，尚難認原告得以被告林蔚山前任期甚且前前任期之事由解除其現任之董事職務，以保障現任股東選舉董事之權利。原告雖另辯稱我國公司法第 200 條及投保法第 10 條之 1 雖未賦予法院於解任判決中一併宣告被訴董事不得擔任董事期間之權，然由英國董事解任法之規定即可反證，是否適任與新任期並無關聯云云，惟因我國法並無相關之明文規定，自難認前任期之解任事由於現任期仍得以適用，是原告以解任事由不受任期限制，而認本件符合投保法第 10 條之 1 第 1 項第 2 款之規定，亦屬無據。」，惟後經最高法院廢棄發回而改採肯定見解，案號 106 台上 177 大同案是最高法院第一次就「是否可以跨任期解

任」於判決中表示見解，並採肯定見解。法院認為：「投保法第 10 條之 1 第 1 項第 2 款規定既兼具維護股東權益及社會公益之保護，其裁判解任，應以董事或監察人損害公司之行為或違反法令或章程之事項，在客觀上已足使人認該董事或監察人繼續擔任其職務，將使股東權益或社會公益受有重大損害，而不適任其職務，即足當之。參以該條款係規定保護機構發現有前開行為時得行使裁判解任之形成訴權，發現時點與行為時點本或有時間差異，則裁判解任事由自不以發生於起訴時之當次任期內為限。否則若該行為發生於任期即將屆滿之際，或於該次任期屆滿後始經保護機構發現，或行為人發現後即辭去董事或監察人職務，再經重行選任時，保護機構均不得依投保法第 10 條之 1 第 1 項第 2 款規定請求法院裁判解任，將致股東權益或社會公益無從依該條款規定獲得保護，而使該規定形同具文，此當非立法本意。」

而以年度分析，自案號 105 金上 3 之裕國案以後（裁判日期為民國 105 年 12 月 20 日），法院就「是否可以跨任期解任」之爭點，皆採肯定見解，併此敘明。

二、從事內線交易是否屬重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 6 件，一審 4 件、二審 2 件、三審 0 件。其中一審之 4 件判決中，皆採取肯定見解（佔 100%）；二審之 2 件判決中，亦皆採取肯定見解（佔 100%）；三審就此爭點則未討論。因此，6 件判決中皆採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 90。從圖表中可以發現對此爭點實務一致採取肯定之見解。

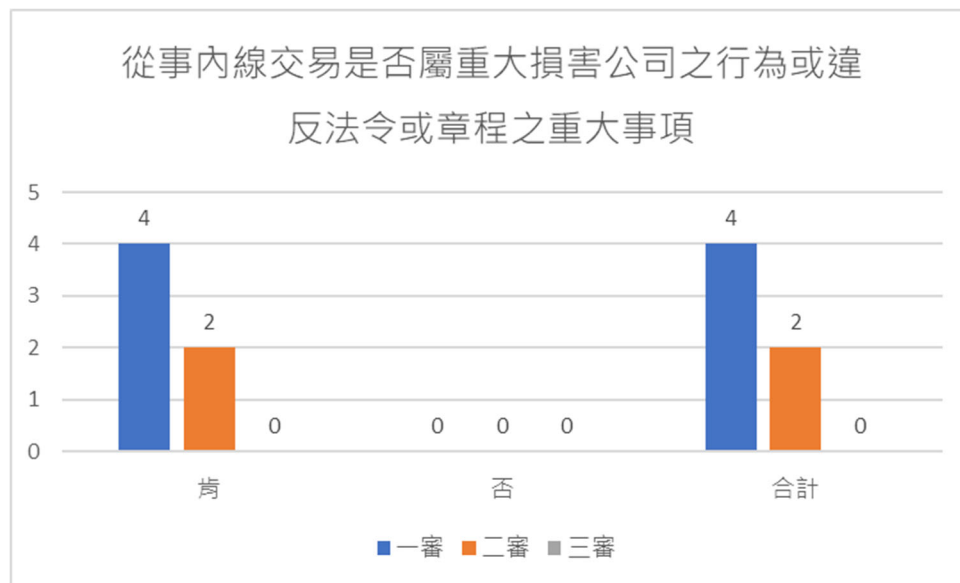


圖 90

若以年度為區分，於民國 100 年至 101 年間及民國 102 年至 103 年間均無判決討論到此爭點；民國 104 年至 105 年間及民國 106 年至

107 年間，各均有 3 件判決且均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 91。從圖表中可以發現於民國 100 年至 101 年間及民國 102 年至 103 年間皆無判決討論此爭點；民國 104 年至 105 年及民國 106 年至 107 年間之判決就此爭點皆採取肯定見解，故可得出實務係以肯定見解為主流之結論。

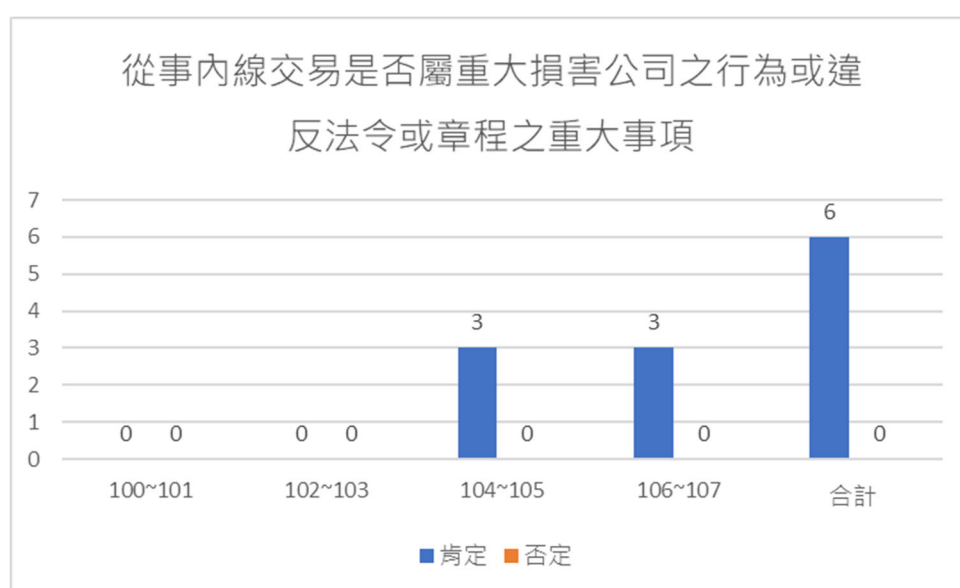


圖 91

就此爭點，一審中最早出現者為案號 103 金 42 之基因案，法院認為：「被告姜麗芬考量個人利益優先於公司利益，將原本應屬於被告基因公司全體股東之重大消息，挪作個人規避損失之私益使用，而從事資訊不對等之交易，顯然違反證券交易法第 157 條之 1 關於禁止內線交易規定，以及公司法第 23 條第 1 項有關監察人對於公司所應

負有之忠實義務、法令遵循義務與善良管理人注意義務，除致生重大損害於公司外，亦屬違反法令或章程之重大事項，被告姜麗芬辯稱尚未構成投保法第 10 條之 1 裁判解任事由云云，自不足取。」。

而就此爭點二審最早討論之的案號亦為 104 金上 6 的基因案法院認為：「違反證券交易法第 157 條之 1 關於禁止內線交易規定，自亦與投保法第 10 條之 1 規定係為加強公司治理機制、督促公司管理階層善盡忠實義務，以保護證券投資人權益與維護公司股東權益之立法目的相違。」。

三、從事內線交易是否屬執行業務

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 4 件，一審 2 件、二審 2 件、三審 0 件。其中一審之 2 件判決中，皆採取肯定見解（佔 100%）；二審之 2 件判決中，亦皆採取肯定見解（佔 100%）；三審則未討論此爭點。因此，4 件判決中皆採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 92。從圖表中可以發現對此爭點實務上有討論者不多，尚無法判斷其主流見解為何，惟於一審、二審中皆採取肯定見解。

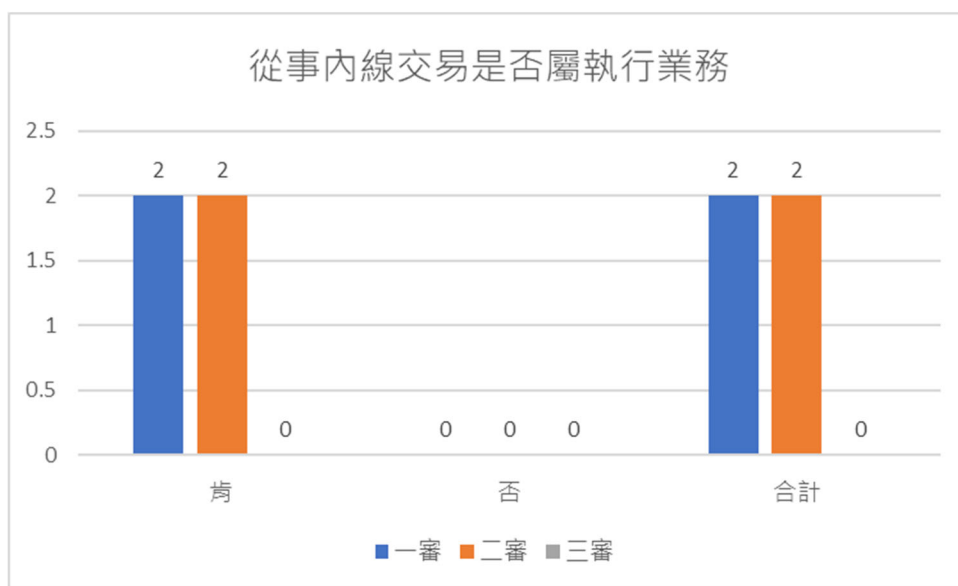


圖 92

若以年度為區分，於民國 100 年至 101 年間及民國 102 年至 103 年間均無判決就此爭點作討論；民國 104 年至 105 年間，2 件判決皆採取肯定見解（佔 100%）；民國 106 年至 107 年間，2 件判決亦皆採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 93。從圖表中可以發現民國 100 年至 101 年間及民國 102 年至 103 年間皆無實務見解討論此爭點，而於 104 年以後討論此爭點之判決皆採取肯定見解，由於爭點所涉及之判決過少，因此尚難以得出實務之主流見解為何，且均無上級審推翻下級審之判決，亦無最高法院之見解，因此，仍有待後續觀察。

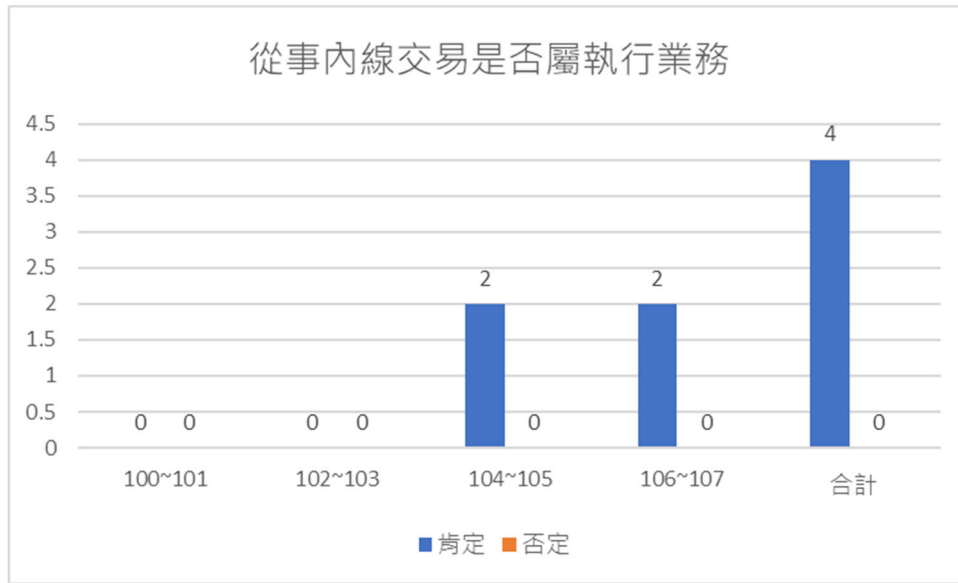


圖 93

此爭點中，最早出現者為案號 104 金上 6 之基因案，法院認為：

「所謂『忠實執行業務』，係指公司負責人於執行公司業務時，應謀求公司利益之目的而為，不得犧牲公司之利益，而圖謀個人或第三人之利益。查上訴人身為基因公司監察人，利用職務上之權限與機會獲悉之重大消息，於基因公司股東及證券市場投資人均不知情前，先行賣出所持有之基因公司股票以規避損失，顯然考量個人利益優先於公司利益，將原本應屬於基因公司全體股東之重大消息，挪作個人規避損失之私益使用，其利用職務之便及資訊上不平等之優勢，違反證券交易法第 157 條之 1 內線交易禁止之規定，顯為圖謀個人之不法利益，並損害基因公司股東及投資人之權益，自己違背負責人之忠實義務。」。

四、從事股價操縱是否屬重大損害公司之行為或違反法令或

章程之重大事項

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 3 件，一審 1 件、二審 2 件、三審 0 件。其中一審之 1 件判決係採取肯定見解(佔 100%)；二審之 2 件判決中亦均採取肯定見解(佔 100%)；三審則未就此爭點作討論。因此，3 件判決皆採取肯定見解(佔 100%)，整理如圖 94。從圖表中可以發現，對此爭點實務傾向採取肯定見解，惟由於爭點所涉之案件數過少，因此仍有待後續觀察。

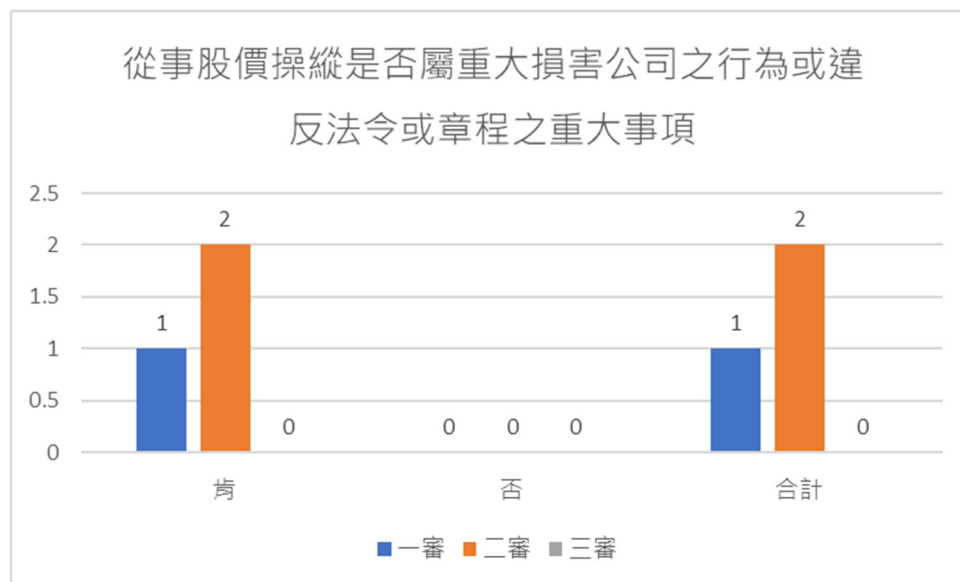


圖 94

若以年度為區分，於民國 100 年至 101 年間及民國 102 年至 103 年間均無判決就此爭點討論；民國 104 年至 105 年間，共 2 件判決且皆採取肯定見解（佔 100%）；民國 106 年至 107 年間，僅 1 件判決，且該判決採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 95。從圖表中可以發現於民國 104 年至 105 年間後始有判決討論本爭點，且皆採取肯定見解，惟由於爭點所涉及之判決過少，是否可因此得出實務皆係以肯定見解為主流之結論仍有待觀察。

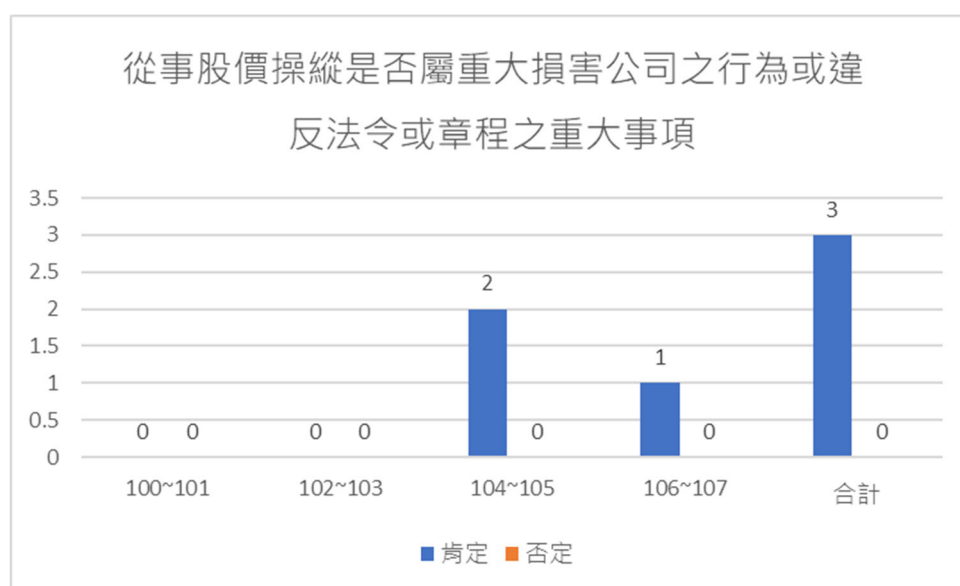


圖 95

最早討論本爭點者為二審判決，案號 105 金上 1 之興勤案，法院認為：「本件被上訴人隋台中為獲利，以侵占公司款項之方式購買公司股票並進而操縱股票價格，符合證券交易法第 155 條第 1 項第 5 款

所禁止之操縱市場行為。故依證券交易法第 1 條之立法目的在於避免影響股票交易市場公平性，被上訴人上述行為屬於投保法第 10 條之 1『違反法令或章程之重大事項』之法定解任事由。」。

而一審判決中，案號 105 金 1 之 F-康聯案亦採肯定見解法院認為：「本件被告為操縱市場股價而為股票買賣之行為，雖非董事業務本身，惟若與公司業務之執行有關聯，即非不能認定為執行業務之行為。就投保法第 10 條之 1 所謂『執行業務』之解釋，應符合證券交易法保護投資市場、證券投資人，及公司法第 23 條董事應盡其忠實義務之立法目的，而非僅侷限於文義解釋之『業務』。」。

五、從事股價操縱是否屬執行業務

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 6 件，一審 4 件、二審 2 件、三審 0 件。其中一審之 4 件判決中，採取肯定見解者有 1 件（佔 25%）、否定見解者 3 件（佔 75%）；二審之 2 件判決中，皆採取肯定見解（佔 100%）；三審則無判決討論此爭點。因此，6 件判決中採取肯定見解者共有 3 件（佔 50%）、採取否定見解者共有 3 件（佔 50%），整理如圖 96。從圖表中可以發現對此爭點實務之主流見解為何，尚無一致之定論，惟於一審中較傾向採取否定見解、於二審中則

較傾向採取肯定見解，於最高法院中則未討論之。

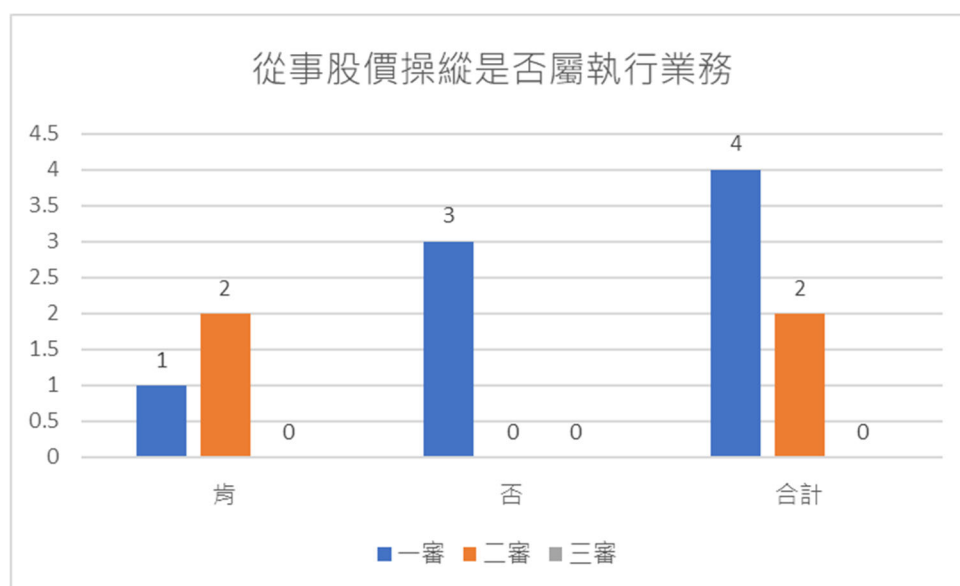


圖 96

若以年度為區分，於民國 100 年至 101 年間及民國 102 年至 103 年間均無判決討論此爭點；民國 104 年至 105 年間，採取肯定見解者有 2 件（佔 40%）、否定見解者 3 件（佔 60%）；民國 106 年至 107 年間僅有 1 件判決且係採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 97。從圖表中可以發現民國 104 年至 105 年間之判決有採取肯定見解者，亦有採否定見解者，而民國 106 年後則因本研究第二階段討論之案件數量較少，因此民國 106 年後整理之判決僅有 1 件，尚無法判斷實務上係以肯定或否定見解為主流之結論。

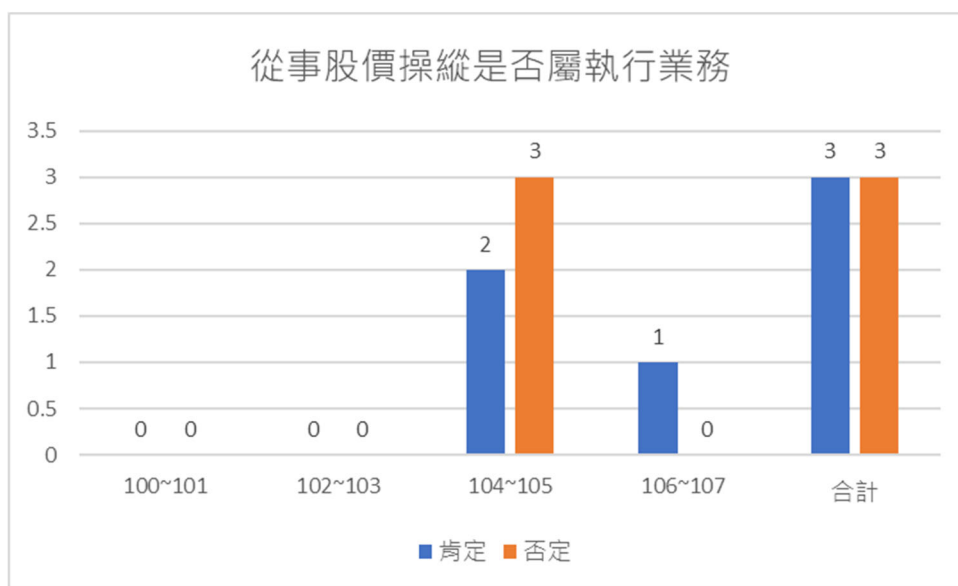


圖 97

就此爭點最早採取肯定見解者為案號 105 金上 3 之裕國案，法院認為：「投保法第 10 條之 1 賦予本中心裁判解任權，係源於公司法第 23 條董事忠實義務所增設之監督機制，故本條有關『執行業務』之意涵，應採廣義解釋，故操縱市場行為若與董事執行業務行為有密切相關，自應仍屬本條所稱之『執行業務』。」。

而最早採否定說之判決為案號 103 金 15 之奧斯特案，法院認為：「縱認原告前開所述被告炒作被告公司股價之事實為真。惟證券交易法第 155 條規範之目的，係在保護買賣股價之投資大眾，被告梁伯榮炒作被告公司股價之行為雖可能造成與被告梁伯榮炒作被告公司股票行為而與其為相反買賣被告公司股票之投資大眾損害，然被告公司

之實際資產並不會因被告梁伯榮炒作被告公司股價之行為，而有所減損。再者，縱被告梁伯榮有原告前述之炒作被告公司股價行為，被告梁伯榮前開炒作行為之主觀目的在使個人於證券市場上交易股票而獲利，客觀行為亦非以公司董事地位在處理公司有關之事務，顯非執行公司業務，亦與前開證券投資人及期貨交易人保護法第 10 條之 1 第 1 項第 2 款規定之要件未合。」。

六、裁判解任訴之聲明是否須以目前任期為限

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 2 件，一審 1 件、二審 1 件、三審 0 件。其中一審之 1 件判決係採取肯定見解；二審之 1 件判決則採取否定見解。此二件判決為一審 102 金 86 之圓方案（民國 102 年至 103 年間），與更二審 105 金上更（一）1 之佳大案（民國 106 年至 107 年間），整理如圖 98 及圖 99。從圖表中可以發現對此爭點有作討論之實務甚少，且所涉及案例事實不同，雖於一審中採取肯定見解、於更二審中則採取否定見解，惟尚無法得出實務主流見解之結論為何以及其演變趨勢，仍有待後續觀察。

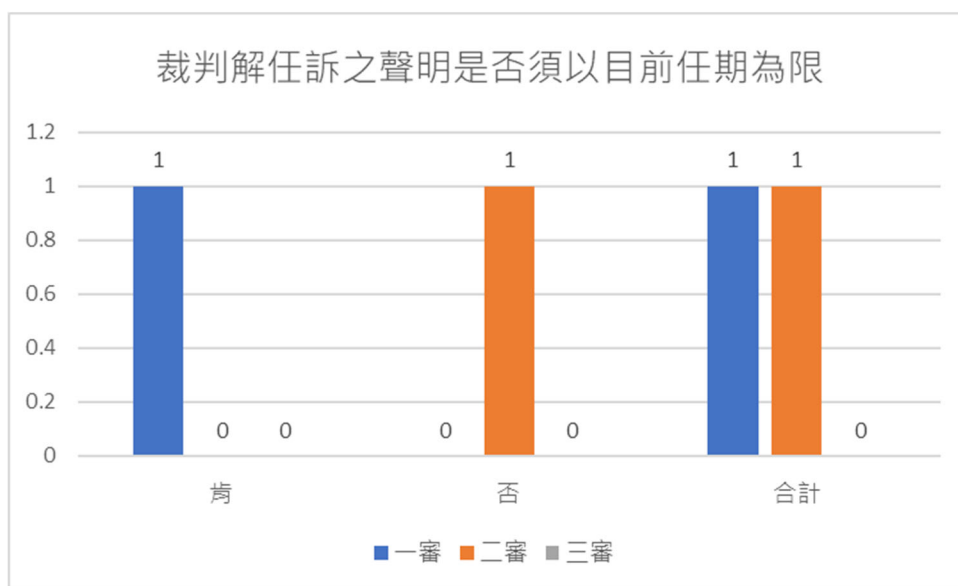


圖 98

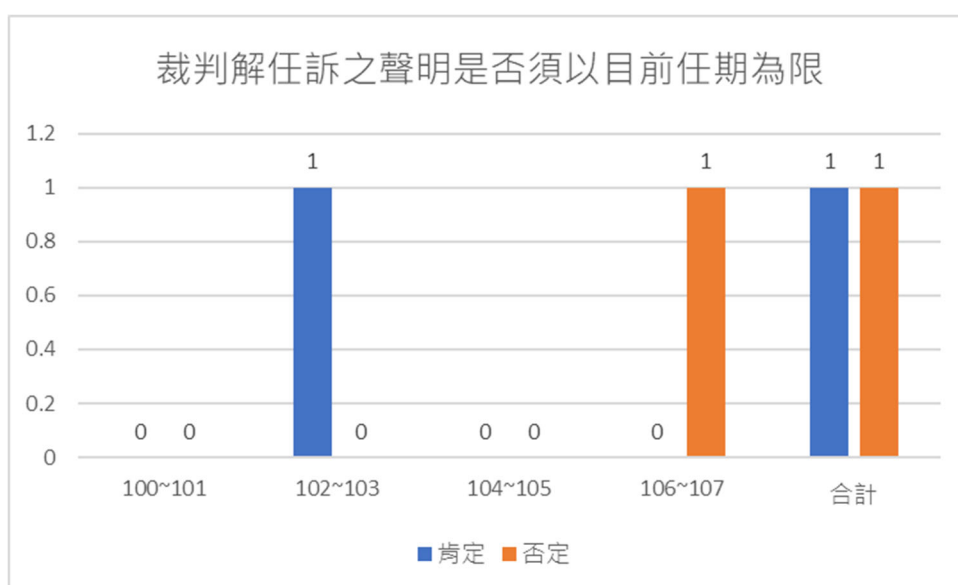


圖 99

就案號 102 金 86 之圓方案，一審法院判決認為：「本件原告訴之聲明為：『被告徐翊銘擔任被告圓方創新股份有限公司之董事職務應予解任』，如果勝訴，係無限期的判令被告圓方公司應解任被告徐翊

銘之董事職務，若被告徐翊銘一旦被選任為被告圓方公司董事，被告圓方公司即應依此判決予以解任。亦即若允許原告將董事前任期之事由作為訴請解任同一董事後任期之依據，且視法院審理終結確定後，被告是否仍為原公司董事，原告得以該勝訴之確定判決聲請強制執行，則其效果等同於宣告被告徐翊銘永遠不得擔任被告圓方公司之董事，因為一旦被告圓方公司股東會選任被告徐翊銘為董事，原告即可隨時持法院確定判決就被告圓方公司解任被告徐翊銘董事職位一事聲請強制執行。這樣的法律效果已經大幅超越如前所述公司法第 200 條賦予少數股東訴請法院裁判解任權之權利內涵與權利本質。」。

就案號 105 金上更（一）1 之佳大案更二審，法院則認為：「其主張解任董監事職務之事由，不以不適任者於其現任任期內發生之事由為限，且上訴人請求解任者，係不適任者之董監事職務，故其訴之聲明不須限定所解任之董監事任期，該不適任者於訴訟中縱經重新改選而再次當選董監事，亦無變更或追加聲明之必要，原訴仍有權利保護之必要。」。

七、跨任期解任是否侵害被告工作權

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 2 件，一審 2 件、二審 0 件、三審 0 件。其中一審之 2 件判決皆採取肯定見解，分別為案號 102 金 97 之漢唐案（民國 104 年至 105 年間）及案號 105 金 112 之中化案（民國 104 年至 105 年間），整理如圖 100 及圖 101。從圖表中可以發現對此爭點有作討論之實務甚少，且所涉及案例事實不同，雖於一審中之 2 件判決皆採取肯定見解，惟尚無法依此得出實務主流見解之結論為何以及其演變趨勢，仍有待後續觀察。

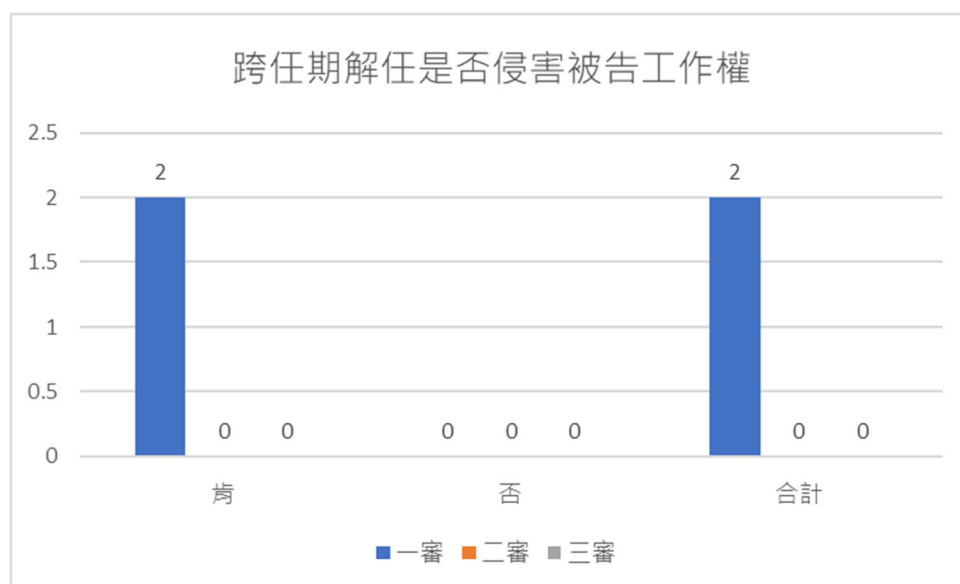


圖 100

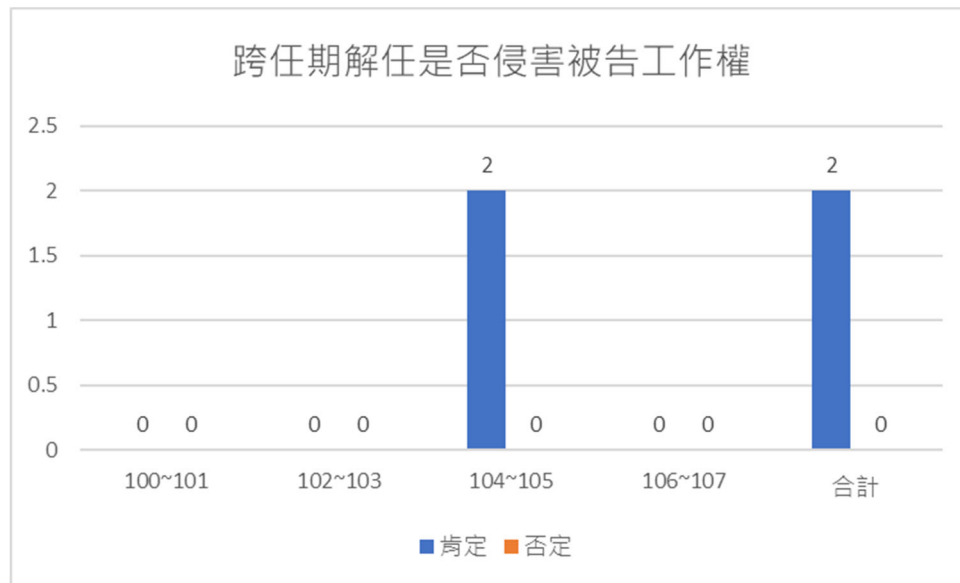


圖 101

就此爭點案號 102 金 97 之漢唐案，一審法院認為：「衡諸若將系爭規定限縮在董事或監察人當次任期所為之執行業務行為，保護機構始得訴請法院裁判解任，固然無法有效保護公司投資人及小股東之權益，且將使不肖董事或監察人藉由辭任或重新選任之方式繼續擔任公司董事或監察人；惟若將系爭規定解釋為保護機構得就現任董事或監察人任期前之事由訴請法院裁判解任，因系爭規定未規定法院裁判解任董事或監察人職務之期間，則一旦法院裁判准予解任，無疑係限制曾為有害行為或違法事項之董事或監察人『終身』不許擔任公司之董事或監察人。先不論此係對該等董事或監察人一定會再犯同類不法行為之無端臆測，此舉更形同否定渠等有改過向善之可能，造成對渠等根深蒂固之『劣等烙印（Stigma of Inferiority）』，剝奪該等董事或監

察人將來洗心革面後，重新獲得股東認同而再次被選任為董事或監察人之工作權，而有高度違憲可能。」。

而案號 105 金 112 之中化案，一審法院則認為：「投保法第 10 條之 1 關於本中心訴請法院裁判解任公司董事之部分，為對於該董事選擇職業自由所為之主觀條件限制，國家若欲加以限制，必須基於追求重要公益目的，且所採取之手段與目的之達成需具有實質關聯性。若將本規定解釋成本中心得就現任董事任期前之事由訴請法院裁判解任，因本規定未就法院裁判解任董事職務之期間做限制，則一旦法院裁判准予解任，形同限制曾為有害行為或違法事項之董事終身禁止擔任公司董事或監察人，所採之手段顯然對董事職業自由所為之限制過當，而有牴觸憲法第 23 條比例原則之虞，違反憲法保障人民工作權之意旨。」。

八、編製不實財報是否屬重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 6 件，一審 1 件、二審 5 件、三審 0 件。其中一審之 1 件判決，係採取肯定見解；二審之 5 件判決中，採取肯定見解者有 4 件（佔 80%）、否定見解者 1 件（佔

20%)。因此，6 件判決中採取肯定見解者共有 5 件（佔 83.3%）、採取否定見解者共有 1 件（佔 16.7%），整理如圖 102。從圖表中可以發現對此爭點於一審案件較少，惟係採取肯定見解，而於二審中亦較傾向採取肯定見解。

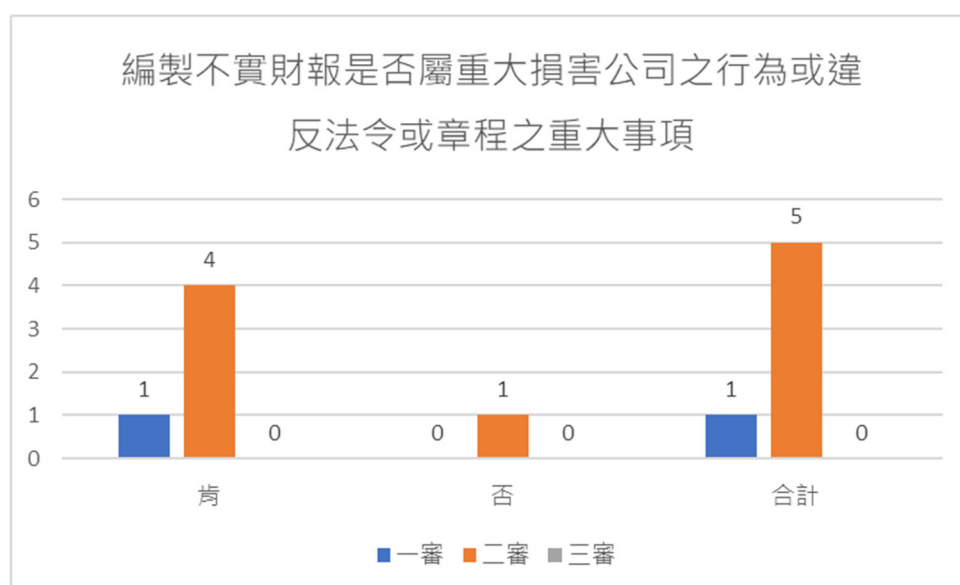


圖 102

若以年度為區分，於民國 100 年至 102 年及民國 103 年至 104 年間均無判決討論此爭點；民國 104 年至 105 年間，採取肯定見解者有 3 件（佔 100%）；民國 106 年至 107 年間，採取肯定見解者有 2 件（佔 66.7%）、否定見解者 1 件（佔 33.3%），整理如圖 103。從圖表中可以發現討論此爭點之判決於民國 104 年至 107 年間有明顯增加之趨勢，而民國 104 年後之判決多數皆採肯定見解，雖供參考之判決

數尚不足以斷定實務之結論，然仍可發現實務係以肯定見解為主流之趨勢。

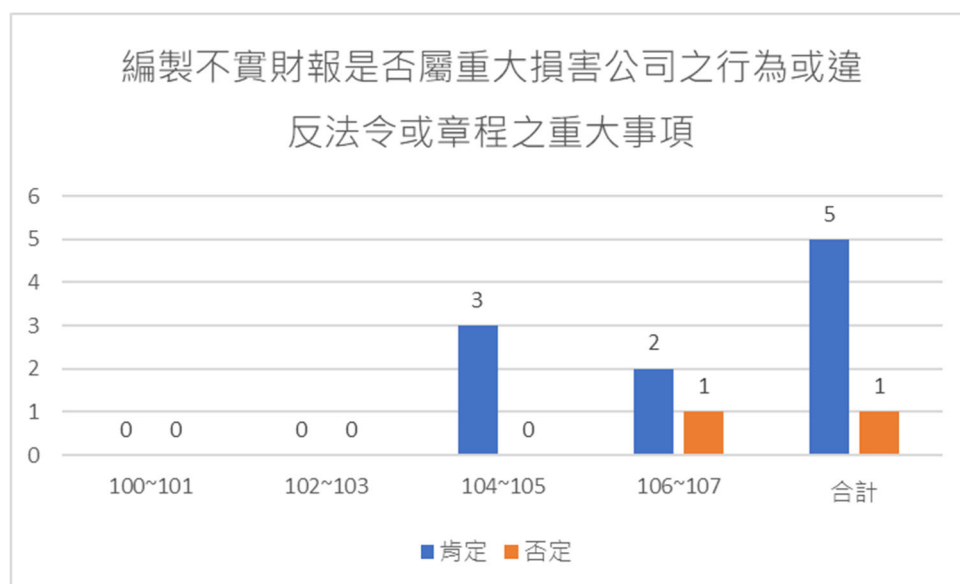


圖 103

此爭點中最早採肯定見解者為案號 103 金上 1 之佳大案二審判決，法院認為：「李朝茂身為董事，在『董事會前』負有向製作財務報告之會計人員忠實申報訴訟案件之義務；而於『董事會審核財務報告時』，應誠實告知董事會，不得隱匿。前開之義務乃李朝茂身為董事對於財務報告有忠實不得隱匿之義務，而履行該忠實義務須盡善良管理人之注意程度所必然解釋。然李朝茂竟違反上開義務，致使佳大公司 99 年度至 102 年度之財務報告，對於李朝茂上開刑事案件之追訴及進行狀況均隱匿未予揭露及記載，分別違反財務報告編製準則修正前第 13

條第 16 款及修正後第 15 條第 20 款之規定，且因使投資人無從得知該訊息作為投資判斷，故有礙於證券交易市場之秩序，顯屬違反法令之重大事項。」。

惟於佳大案之更二審判決案號 105 金上更（一）1 則採否定說，法院認為：「（財報附註部分非屬重大損害公司之行為）李朝茂係佳大公司之董事，就申報或公告之財務報告及財務業務文件，固負有不得虛偽及隱匿之忠實義務。佳大公司自李朝茂九十九年遭起訴及刑事法院第一、二審審理期間，在每年之各期財務報告中，並未就李朝茂關於系爭刑案之事實及案件訟爭情形予以註釋（揭露），有違上揭財報編製準則之規定；惟該未註釋之『李朝茂關於系爭刑案之事實及案件訟爭情形』事項，並非主要內容之事項，李朝茂所為上開違反法令之行為，非屬重大事項。」。

九、編製不實財報是否屬執行業務

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 2 件，一審 0 件、二審 2 件、三審 0 件。其中二審之 2 件判決，分別為案號 104 金上 1 之科風案（民國 106 年至 107 年間）、案號 105 金上 18 之和桐案（民國 106 年至 107 年間），皆採取肯定見解，整理如圖 104 及圖 105。從圖

表中可以發現，由於爭點所涉之案件數過少，尚難看出實務之主流見解為何以及其演變趨勢，仍有待後續觀察。

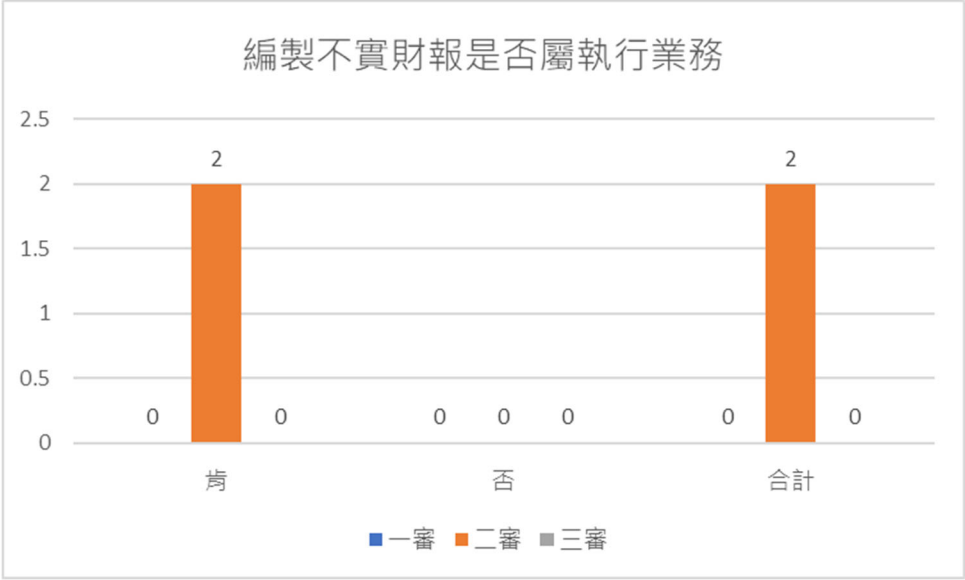


圖 104

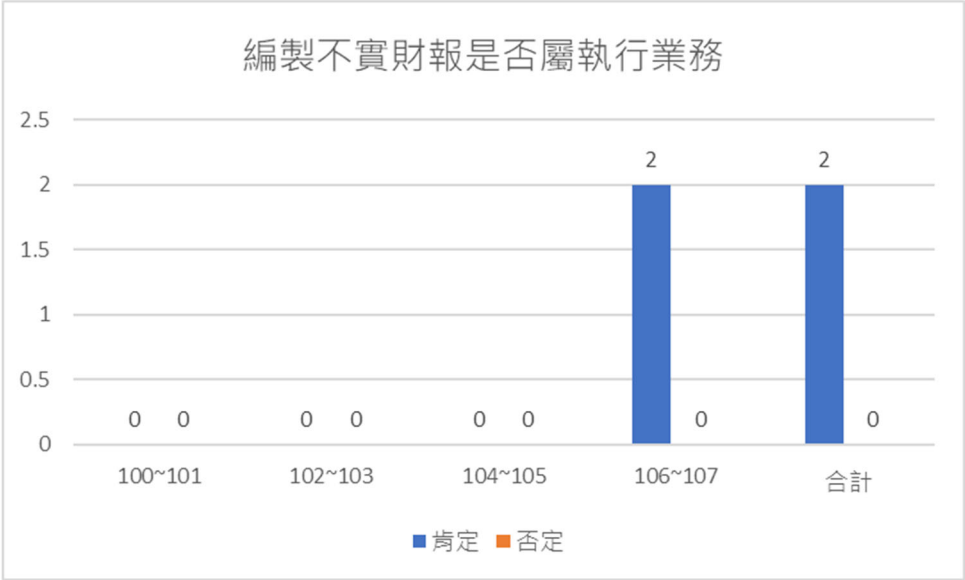


圖 105

就此爭點，於案號 104 金上 1 之科風案一審判決，法院認為：「張豪身為科風公司之董事長，依證券交易法第 20 條第 2 項規定，負有使科風公司依法應查報公告之財務報告，不得有虛偽或隱匿情事之義務，卻於科風公司查報公告之 98、99、100 年度前三季財務報告有虛增銷貨收入之不實記載、及隱瞞關係人交易與資金貸與資訊等情事，據此堪認張豪執行業務，確有違反法令事項之情形。」。

而案號 105 金上 18 之和桐案一審判決，法院亦認為：「在解釋投保法第 10 條之 1 第 1 項第 2 款有關董事『執行業務』之要件時，不宜侷限於文義解釋之『業務』，僅以該行為與『公司經營之商業決策』是否有關為斷，而應探求該條文之立法目的與規範意旨為廣義解釋。」。

十、投保法第 10 條之 1 第 1 項第 2 款解任訴訟規定有無法律不溯及既往原則之適用？

就第二階段判決中，涉及此爭點之判決共有 19 件，一審 8 件、二審 8 件、三審 3 件。其中一審之 8 件判決中，皆採取肯定見解（佔 100%）；二審之 8 件判決中，亦採取肯定見解（佔 100%）；三審之 3 件判決亦皆採取肯定見解（佔 100%）。因此，19 件判決均採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 106。從圖表中可以發現涉及此爭點之案

件甚多，且無論一審、二審或三審於論證上均採取肯定之見解。

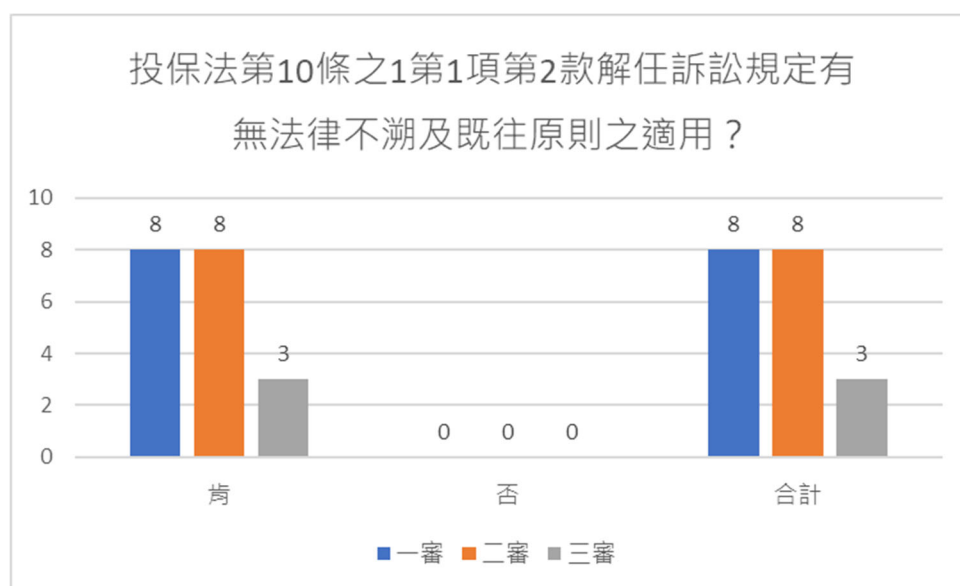


圖 106

若以年度為區分，於民國 100 年至 101 年間有 5 件判決討論此爭點，且皆採取肯定見解（佔 100%）；民國 102 年至 103 年間，共 7 件判決，且皆採取肯定見解（佔 100%）；民國 104 年至 105 年間，共 4 件判決，且皆採取肯定見解（佔 100%）；民國 106 年至 107 年共 3 件判決，且亦皆採取肯定見解（佔 100%），整理如圖 107。從圖表中同樣可以發現於民國 100 年後涉及此爭點之判決皆採取肯定見解，可得出係以肯定見解為主流之結論。

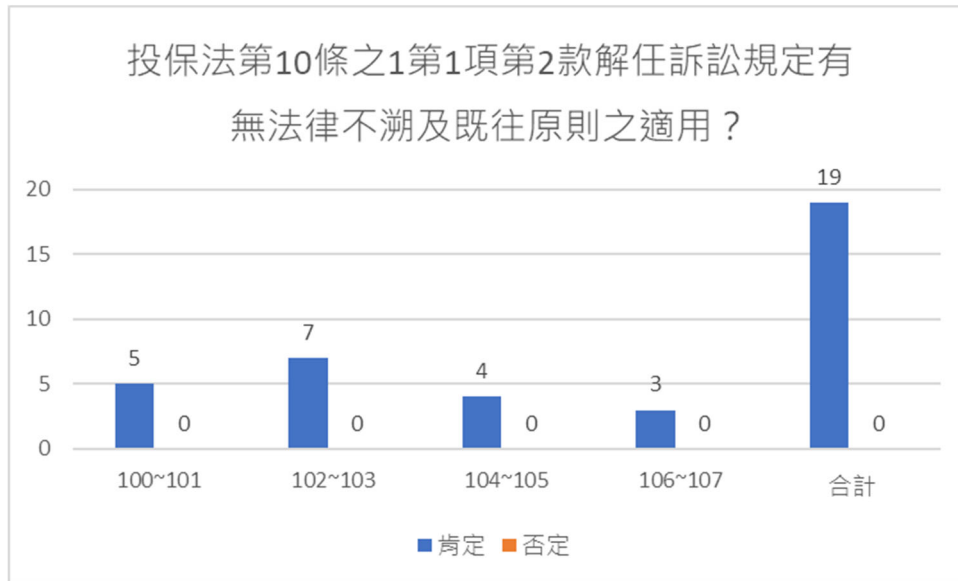


圖 107

就此爭點最早採肯定見解者為案號 99 訴 4604 之東森國際案一審判決，法院認為：「(投保法第 10 條之 1 第 1 項為實體規定，不溯及既往)所謂不受公司法第 200 條之限制，應係指董事執行業務有重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項時，除由持有已發行股份總數 3%以上股份之股東依公司法第 200 條之規定訴請法院裁判解任外，另創設『保護機構』得不受公司法第 200 條限制而訴請法院裁判解任之權利，兩者之請求權基礎不同，要件亦不同，難認投保法第 10 條之 1 屬於新的程序規定，不適用程序從新原則。故原告之主張並不足採。」。

而後東森國際案上訴至二審，案號 100 上 221 之二審判決亦採肯定見解，法院認為：「(投保法第 10 條之 1 第 1 項為實體規定，不溯及既往)觀之投保法全文、立法理由及 98 年 8 月 31 日公布之『財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心辦理證券投資人及期貨交易人保護法第十條之一訴訟事件處理辦法』，均無另定得溯及適用之明文，且因上市或上櫃公司之董事或監察人執行業務，有無重大損害公司之行為或有無違反法令或章程之重大事項，涉及實體問題，揆諸前揭說明，仍應適用法律不溯及既往之原則，以兼顧交易安全，並符合法治國家法之安定性及既得權益信賴保護之要求。準此，投保法第 10 條之 1 規定不得適用於 98 年 8 月 1 日施行前已發生之事件，是上市或上櫃公司之董事或監察人執行業務之行為，必須發生於 98 年 8 月 1 日後，上訴人始得以該董事或監察人有重大損害公司或違反法令或章程之重大事項，依投保法第 10 條之 1 第 1 項第 2 款規定訴請法院裁判解任該董事或監察人之職務。」。

東森國際案最高法院案號 100 台上 1303 號判決亦採肯定見解，法院認為：「惟投保法第十條之一之規定有法律不溯及既往原則之適用，故不得適用該條於九十八年五月二十日增訂並於同年八月一日施行前已發生之事件，且本件亦不符訴訟擔當之要件。」。

玖、其他類型案

就本次之研究範圍中涉及其他類型案者共有 8 個案件，共 22 個判決。若以審級區分，則一審有 8 件、二審有 8 件、三審有 6 件，整理如圖 108；若以年份區分，則民國 90 年到 95 年間之判決有 1 件、民國 96 年到 100 年間之判決有 9 件、民國 101 年到 105 年間之判決有 9 件、民國 106 年以後之判決有 3 件，整理如圖 109。以下就第二階段操縱股價類型、內線交易類型、代表訴訟、解任訴訟及其他類型判決中，涉及其他類型案件之相關爭點進行分析。惟由於其他類型之案件並無統一之爭點得用以趨勢分析，故改以個別案件為區分依據，並就各審級之主要爭點進行分析。

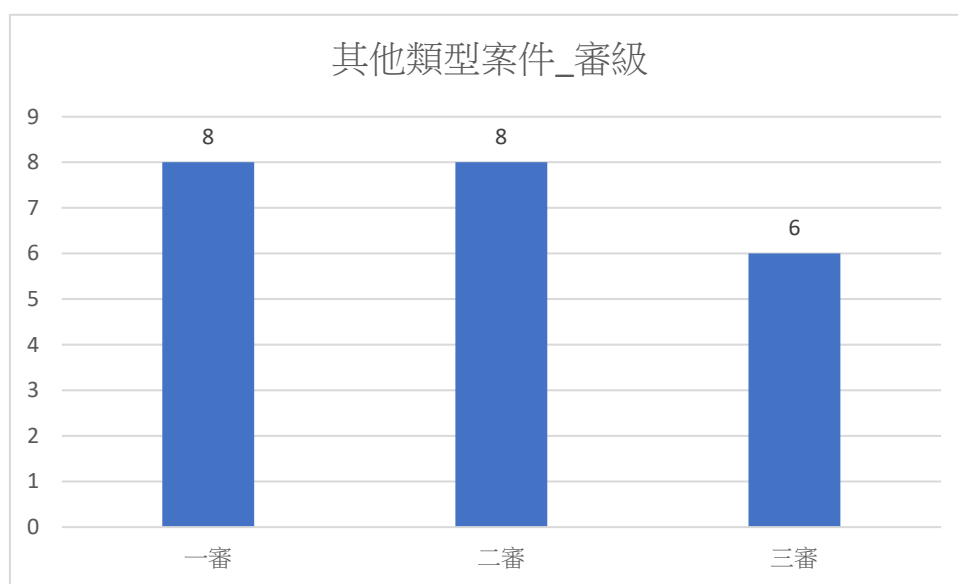


圖 108

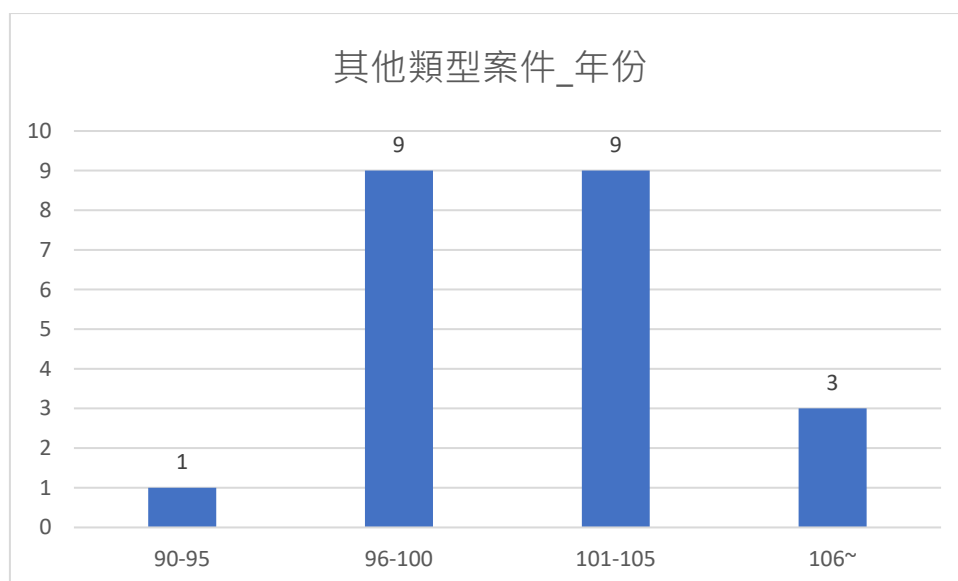


圖 109

一、博達三確認債權訴訟案

博達三確認債權訴訟案共有五個審級，類型為確認債權訴訟。其判斷爭點主要在於原告是否有依民法第 242 條代位債務人行使權利之權。對此，台北地院 94 重訴 774 號判決認為：「原告得依民法第 242 條行使代位權按債務人怠於行使其權利時，債權人因保全債權，得以自己之名義，行使其權利，但專屬於債務人本身者，不在此限，民法第 242 條定有明文。又債權人聲請就債務人對於第三人之金錢債權為執行，經執行法院核發扣押命令，第三人不承認債務人之債權存在，依強制執行法第一百十九條第一項規定，向執行法院聲明異議；雖執行法院尚未核發收取或支付轉給命令，惟如有民法第二百四十二條前段情形，債權人仍可依該條規定，代位行使債務人對於第三人之

權利，請求第三人向債務人為給付，雖其行使債權所得之利益係歸屬於債務人，不得以之僅供清償其一己之債權，但不得因此即謂該債權人無代位受領之權（90 年度台上字第 905 號判決參照）。查原告之訴訟實施權包含提起本件訴訟之權限、且訴外人葉素菲對被告有債權存在已如前述，又原告因博達案受有損害而向訴外人葉素菲求償 58 億元，顯非訴外人葉素菲現有資產得以清償，其竟怠於向被告行使債權以維持其支付能力，揆諸上開說明，原告自得代位向被告請求，並得代位受領該等給付。」。

又，一審之判決亦獲得上級審之支持，於台灣高等法院 96 重上 70 號判決即認為：「追加被告怠於行使權利，為免債權人權益受有損害，被上訴人自得依民法第 242 條代位請求並受領該等給付。按債務人怠於行使其權利時，債權人因保全債權，得以自己之名義，行使其權利，但專屬於債務人本身者，不在此限，民法第 242 條定有明文。又債權人聲請就債務人對於第三人之金錢債權為執行，經執行法院核發扣押命令，第三人不承認債務人之債權存在，依強制執行法第 119 條第 1 項規定，向執行法院聲明異議；雖執行法院尚未核發收取或支付轉給命令，惟如有民法第 242 條前段情形，債權人仍可依該條規定，代位行使債務人對於第三人之權利，請求第三人向債務人為給付，雖其行使債權所得之利益係歸屬於債務人，不得以之僅供清償其一己之

債權，但不得因此即謂該債權人無代位受領之權（90 年度台上字第 905 號判決參照）。查被上訴人之訴訟實施權包含提起本件訴訟之權限，追加被告對上訴人存有債權，且追加被告業經被上訴人起訴請求損害賠償 58 億元，已如前述，該等債權依卷證資料顯示，顯非追加被告現有之資產得以支應，其本應積極請求上訴人返還系爭款項，維持其支付能力，然竟付之闕如，怠於行使權利，而損及債權人之權益，被上訴人為保全債權，自得於代位請求後並得代位受領該等給付（最高法院 90 年台上字第 905 號判決意旨參照）。」。

二、博達四確認債權訴訟案

博達四確認債權訴訟案共有五個審級，類型為確認債權訴訟。判決中主要討論之爭點為「普通共同訴訟有無主張共通原則及證據共通原則之適用？」，於台北地院 96 重訴 1014 號判決即認為：「在普通共同訴訟人相互間，利害關係雖各自獨立，惟事實之真偽僅應有一存在，於同一訴訟程式就同一事實，應作相同之認定，若在共同訴訟人間就同一事實，因各共同訴訟人有無舉證或曾否參與該證據資料或承認與否，而作相異之認定，為兩種不同之判斷，顯與民事訴訟應認定真實事實之本旨有違，故而在普通共同訴訟中亦應有主張共通原則及證據共通原則之適用。」。

另外，於最高法院 99 台上 2034 號判決，尚有討論「將金錢匯入他人在金融機構所開設之帳戶內，是否即足成立消費寄託關係？」，最高法院即採否定見解而認為「按主張權利或其他法律效果存在者，應就其權利或法律上效果發生之特別要件事實，負舉證責任。故當事人主張有金錢消費寄託關係存在，須就其發生所須具備之特別要件即金錢之移轉占有及寄託意思表示互相一致負舉證之責任；蓋當事人移轉金錢占有之原因容有多端，或為買賣，或為贈與，或為借貸或為其他之法律關係，尚不得僅以金錢之移轉占有，即可推論授受金錢之雙方間當然有消費寄託關係存在。倘僅證明有金錢之移轉占有，而未證明該雙方當事人有寄託意思表示互相一致者，仍不能認為其已成立消費寄託關係。又一般私人將金錢匯入他人在金融機關所開設之帳戶內，與乙種活期存款戶與金融機關之間為消費寄託關係性質上尚非相同，如不能證明該二人間有金錢寄託意思表示互相一致者，仍不能謂其有金錢之消費寄託關係存在。另認定事實，應憑證據，法院採為認定事實之證據，必須於應證事實有相當之證明力者，始足當之，不得僅以單純理論為臆測之根據，即就應證事實為推論之判斷；且得心證之理由，應記明於判決，民事訴訟法第二百二十二條第四項定有明文。倘有違反，即屬同法第四百六十九條第六款所稱之判決不備理由。本件原審雖認定乙○○將一億六千二百二十五萬九千七百元匯入甲○○帳戶，

惟對於該二人間就匯款之行為如何有成立寄託之意思表示合致，並未說明其所憑之證據。」。

三、東森媒體股票收購詐欺案

東森媒體股票收購詐欺案共有四個審級，類型為股票收購所引起之刑事附帶民事案。判決中主要討論之爭點為「被告收購東森媒體公司小股東股權是否構成證券交易法第 20 條第 1 項規定之行為？」台北地院 99 金 11 號判決即認為：「1.凱雷集團如採公開收購方式，屆時凱雷集團欲以 32.5 元收購東森媒體公司股權，必為大眾所周知，且須以『同一價格』公開收購。然凱雷集團於 95 年 3 月 9 日先向王令麟等大股東簽署意向書，後於同年 4 月 24 日簽約購買該等大股東所實質掌控的股權。此外凱雷集團並同意支付日後轉售東森媒體公司予他人時獲利總額之 2%至 5%，作為王令麟協助完成收購股份之代價。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，致使資訊揭露不透明。被告方得按原先預定計劃，以低價向小股東收購東森媒體公司之股權，再高價售予凱雷集團。2.被告實際掌控東森媒體公司約 53%的股權，為東森媒體公司名譽董

事長，又為東森國際公司負責人，竟故意隱瞞簽定東森媒體公司約 53 % 的股權以 32.5 元售股意向書之重大訊息；致因資訊揭露不透明，使小股東處於資訊不對稱之被欺罔狀態；再參酌各小股東於刑事審理之證詞，因資訊揭露不透明，小股東未能即時取得東森媒體公司相關資訊及凱雷集團欲以每股 32.5 元收購之資訊，致陷於錯誤，而以每股 20 元之價格出售予被告王令麟所控制之東森得易購公司、東森購物百貨公司，造成證券欺詐之不公平交易。3.再審酌訴外人紀坤傑、黃鈺婷及童家慶、陳秋綿等人於刑事審理時亦以證人身分證述：以每股 20 元收購小股東股權，是王令麟召集會議，有林登裕、童家慶、邵正義、紀坤傑、黃鈺婷等人在場，會議規劃由紀坤傑與童家慶向中國信託商業銀行敦南分行洽談融資、額度及負責調度收購股權資金；由陳秋綿為收購總規劃負責人，包括人員安排、帳務處理、會計傳票，指示東森得易購公司、東森購物百貨公司會計部、財務部人員，依股務處提供之東森媒體公司股東名簿以電話及郵件通知東森媒體公司股東，東森得易購公司、東森購物百貨公司願以每股 20 元購買股權；但未告知股東東森媒體公司將出售予外資，以及交易價格為每股 32.5 元等情節，是而被告明顯違反證券交易法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，原告依侵權行為法律關係等，請求損害賠償

為有理由，應予准許。」。

又，就本件「應如何計算小股東之損害？」而言，台北地院99金11號判決復認為：「關於證券投資人所受之損害額如何認定，證券交易法第20條未明文規定，本院基於證券詐欺訴訟之被告非難性高，尚無限縮被告賠償範圍之必要，與其耗費勞力、時間、費用以財務理論去計算全然假設性且恐有爭議之真實價格，不如回歸傳統侵權行為乃填補損害之理論。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之收購價格與原告授權人實際賣出價格之差額來計算，以符合填補損害之法理。」。

另外，就「規避證券交易法之適用是否屬證券交易法第20條第1項規定之虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為？」台灣高等法院101金上12號判決即認為：「按有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為；違反第1項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任，證券交易法第20條第1項、第3項定有明文。所謂虛偽，係指陳述內容與客觀之事實不符，買賣有價證券之過程中，如有以形式上合法之手段，掩飾不法目的之情形者，亦屬之；所謂詐欺，係指以欺罔之方法騙取他人財物；所謂其他足致他人誤信之行為，係指陳述內容有缺漏，

或其他原因，產生誤導相對人對事實之瞭解發生偏差之效果而言。又證券交易法第43條之1第3項規定：『任何人單獨或與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例者，除符合一定條件外，應採公開收購方式為之』；同法第43條之2第1項前段規定：『公開收購人應以同一收購條件為公開收購』。而依同條第4項授權訂定之『公開收購公開發行公司有價證券管理辦法』第11條第1項則明文規定：『任何人單獨或與他人共同預定於50日內取得公開發行公司已發行股份總額百分之20以上股份者，應採公開收購方式為之』（見原審重附民卷260頁）。準此，預定取得公開發行公司已發行股份總額百分之20以上股份者，除符合一定條件外，法律強制規定應以同一收購條件為公開收購。若欲向特定人收購公開發行公司已發行股份總額達一定比例，為避免違反上開強制規定，而先撤銷公開發行予以規避者，雖該撤銷公開發行之手段行為合於公司法之規定，惟其所欲達到規避法律之目的既屬不法，自係以合法手段掩飾其不法目的，則對於因規避法律適用之結果，致無法以同一條件出售股份之股東而言，即構成證券交易法第20條第1項之虛偽行為，是該等股東自得依同條3項規定請求損害賠償。」。

又，就「以脫法行為規避揭露義務等強制規定而隱匿股份收購之重大訊息，是否構成第20條第1項所稱其他足致他人誤信之隱匿行

為？」台灣高等法院104金上更（一）4號判決即認為：「經營者先以撤銷公司公開發行之合乎公司法之手段，欲達其規避法律強制揭露收購資訊之不法目的，致小股東若因該隱匿行為而不知實有更高收購價格，發生允以低價售出所持有股份之結果，應構成證交法第20條第1項所稱『其他足致他人誤信之隱匿行為』，得依同條3項規定請求損害賠償。」。

又，就「控制權溢價是否一概由全體股東共享？」台灣高等法院104金上更（一）4號判決復認為：「按證交法第43條之1第2項、第43條之2就公開發行公司規定應採取強制公開收購制度，使控制權溢價由全體股東共享，但僅限於公司公開收購時方有適用。至非公開收購之併購交易中，所謂『溢價』是否應如前揭公開收購規定仍由全體股東共享，或得允許控制股東獨享，法無明文規範，不可一概而論。倘係基於控制股東之決策支配、監督管理等權責，或係基於對其增加股權流動之限制、保證或其他履約責任之負擔，其溢價固非不得由控制股東獨享；但若溢價係源自於不法侵害而取得，則不應容任控制股東得藉由違法行為取得溢價。」。

又，就「第43條之2第2項所稱收購價格，是否包含基於其他股東之個人事由或商業條件之加價？」台灣高等法院104金上更（一）4號判決復認為：「經訴外人新橋集團之盡職調查所評定之最適價格為每

股29.5元，應可作為東森媒體公司股權合理價格之參考，至凱雷集團為達綁約收購亞太固網之目的再額外提高之3元，則不能認為亦屬於東森媒體公司股權之內在價值，不得逕予主張少數股東可得之合理價格為王令麟等控制股東之最後交割價。」。

最後，就「是否採鑑定報告之結果認定每股合理價格？」台灣高等法院104金上更（一）4號判決復認為：「由訴外人新橋集團在盡職調查後所評定最適股價每股29.5元，亦在他案囑託鑑定之陳昭里會計師作成鑑定報告之公平價格每股27.56至30.46元區間之中價偏高，故每股29.5元確可作為本件股票之合理價格。」。

四、昱晶新股認購案

昱晶新股認購案共有兩個審級，類型為認股案。判決中主要討論之爭點為「新股認股時，公司催繳對象是否包含逾期未認購之股東？」士林地院 99 金 3 號判決採取否定見解，而認為：「公司法第 267 條之『原有股東』之優先認購權，係『權利行使』之規定，而第 266 條準用第 142 條之『催告繳納股款』規定，則係前開認購後之股東所生之權利義務，故催告對象限於原先之『認股人』，而未遵期行使新股認購權之原有股東，縱使於催繳股款之期間繳款，亦不會使其已消滅之新股認購權恢復原狀。」而高等法院 100 金上 42 號判決亦採否定見

解，而認為：「公司法第 266 條第 3 項準用同法第 142 條規定時，催繳之對象應為『已認股而尚未繳納股款之股東』，不包含未於公司法第 267 條第 3 項逾期未行使新股認購權之股東。故未遵期行使認購權之原有股東，若未與發行股份公司成立認股契約，並於催繳期間內自行繳納股款者，並不會使其依法已經喪失之優先認購權重新恢復。」。

又，就「新股認購時，原股東於繳款期限結束後始匯款至發行人帳戶，是否成立認股契約？」士林地院 99 金 3 號判決及高等法院 100 金上 42 號判決均採否定見解，而認為：「附表所示之訴訟實施權人於催繳期間內繳款並未與被告成立認股契約。1.原告復主張附表所示之訴訟實施權授與人於催繳期間內繳納股款行為為遲到之承諾，依民法第 160 條第 1 項規定視為新要約，被告公司收受股款行為乃係對新要約承諾云云。經查，附表所示訴訟實施權授與人未於被告公司催繳期間內表示認股亦未繳納股款，已喪失新股認購權，業如前述，不會因於催繳期間內繳款而使該權利復活。而被告公司於催繳期間內未關閉現金增資銀行繳款帳戶，係因踐行法定程序，使認股人於催繳期間內繳款，附表所示訴訟實施權授與人自行繳款至現金增資銀行帳戶，被告並未為任何意思表示可認定有承諾之意，何況被告於催繳期間屆滿後，即一一清查是否曾於繳款期間內行使新股認購權，且於 99 年 1 月 4 日即將款項匯還給授權人，是業已喪失新股認購權之股東將股款

匯入上開帳戶內行為，顯見被告並未為承諾之意思表示。2.又原告復主張於催繳期間，曾有授權人向股務代理、被告公司詢問是否可以繳款，股務代理以及被告公司並未為反對之意思表示，主張成立新股認購契約云云。惟查，被告公司對於催繳期間對於股東來電，無法確認係已認股者或者是未認股者，因此未為反對之意思，不能據此認定有為承諾之意思表示。又被告發行新股均經主管機關核備，股務代理公司並無權限擅自延長變更繳款期限。至於公司發行新股有區分為不開發行及公開發行，前者是員工或原股東全部認足或未認足部分洽由特定人認購；後者是員工或原股東未全部認足，未認足部分向不特定之公眾募集。是原股東未於認股期間為認股或繳款行為，即當然喪失該權利，其未認購新股即得洽由特定人認購或股份公開發行（公司法第 267 條第 3 項，參見柯芳枝教授公司法下，第 469 頁）。附表所示訴訟實施權授與人所主張之『新要約』，其要約之標的內容並非為新股認購權之新股，為洽特定人認股、或屬於公開發行之部分，又被告公司已於 98 年 11 月 4 日完成特定人認股，是如附表所示訴訟實施權授與人於 98 年 11 月 6 日至 12 月 7 日繳款，僅可能認購屬於應該公開發行部分股份。依公司法 267 條、證券交易法第 28 條之 1、發行人募集與發行有價證券處理準則第 17 條規定可知，上市或上櫃公司募集發行新股，僅有 3 種方式，附表所示訴訟實施權授與人已喪失新

股認購權，且特定人洽購已於 11 月 4 日完成，渠等於催繳期間內繳款僅能以公開承銷方式為之，依證券商承銷或再行銷受有價證券處理辦法，係由證券承銷商辦理，非向股務代理公司為之。更何況，原告未能提出證據證明附表所示訴訟實施權授與人均曾向被告股務代理公司詢問是否可以在催繳期間內補繳而成立認股契約。3.附表所示訴訟實施權授與人於催繳期間繳納股款行為，被告未為承諾之意思表示，無從成立認股契約。」。

又，就「股務代理機構之代理權限，是否包含代為認股行為、代受認股意思表示？」高等法院 100 金上 42 號判決採否定見解，而認為：「依發行人與股務代理機構（第一金證券）間股務代理契約，第一金證券代理權限範圍僅及於一般性股務事項，並應遵循金管會股務處理準則。準此，股務代理機構非認股契約當事人，並無代為認股行為、帶受認股意思表示之代理權。投資人中 2 人縱有致電第一金證券詢問相關事宜，仍不足因第一金證券答覆內容，成立認股契約。」。

最後，就「股東新股認購權，是否須公司對外公告招募，原股東始能為認股之承諾？」高等法院 100 金上 42 號判決採肯定見解，而認為：「公司法第 267 條第 3 項規定之原股東『股認購權』，性質上僅係類似於形成權之股東固有權，亦即仍需公司對外之公告招募作為

『要約』、原股東之認股作為『承諾』，其認股契約始成立。亦即股東遲到之承諾，在公司無再對外公告招募情形，不能成立認股契約」。

五、群益期貨違法代操案

群益期貨違法代操案共有一個審級，類型為違法經營期貨經理事業案。判決中主要討論之爭點為「投保法第 28 條第 1 項之『期貨交易人』是否限於有向期貨商開戶、委託期貨商進行期貨交易者？」台北地院 100 重訴 633 號判決採取肯定見解，而認為：「因法院認為本件原告雖主張所謂『期貨交易人』，應指實際出資從事期貨投資、參與期貨交易之人，並不以形式上有向期貨商開戶為必要。惟依照期貨交易法相關規定文義觀之，唯有已於期貨商開立相關交易帳戶者，始可進行期貨交易並向期貨商交付保證金或權利金及計算利得之情形發生，是『期貨交易人』，當係指已於期貨商開戶，並委託期貨商進行交易，向期貨商交付交易保證金、權利金之人而言，而投保法第 28 條亦應作相同解釋。」。

六、科風請求給付股利案

科風請求給付股利案共有三個審級，類型為股利案。判決中主要討論之爭點為「本中心依投保法第 28 條提起給付股利之團體訴訟，

有無當事人適格？」三個審級均採取否定見解：

新北地院 102 金 10 號判決認為：「依投保法第 28 條之立法理由，證券及期貨市場，因投資人及交易人分散，對於同一事實原因所引起之共同損害，由於個別求償在舉證、涉訟程序及費用上，往往因力量有限而求償意願不高，且一旦有違法行為發生，請求權人為請求『損害賠償』而先後分別向法院訴訟，有違訴訟經濟之意旨；又第 30 條明定為『損害賠償請求權時效』，而非『請求權時效』，顯未包含其他諸如依契約請求履行債務之請求權，另第 33 條亦就第 28 條訴訟或仲裁結果所得指名為『賠償』而非『給付』，上述均足見投保法第 28 條之訴訟係指因證券、期貨事件所生損害賠償之債而提起之事件。」因此，投保中心團訴事件類型限於因證券、期貨事件所生之損害賠償事件。而此見解亦獲得高等法院 103 金上 12 號判決及最高法院 105 台上 1380 號判決之認可。

另外，新北地院 102 金 10 號判決復認為：「投保法第 28 條所定『證券事件』，依證券交易法第 1 條及第 6 條，應係指違反證券交易法、證券投資及信託顧問法或其他法令關於有價證券募集、發行及買賣之相關管理與監督規定所生之訴訟事件。而股東之盈餘分派請求權乃股東權之一種，於股東會決議分派時，股東之盈餘分派請求權即告

確定，而成為具體的請求權，屬於單純的債權。是以公司如不依股東會分派盈餘之決議而發給股利，乃就其與股東間因股東會決議所發生具體獨立的法律關係而負之給付義務未為履行，並非因公司違反證券交易法及其他法律所訂關於股票募集、發行及買賣之相關管理與監督等規定，所生損及證券投資人買賣股票利益之事件，故非屬證券事件。」因此，投保中心團訴事件類型不含給付義務事件。而此見解亦獲得高等法院 103 金上 12 號判決及最高法院 105 台上 1380 號判決之認可。

七、樂陞（一）公開收購違約案

樂陞（一）公開收購違約案共有一個審級，類型為公開收購「違約不履行」案。判決中主要討論之爭點為「證交法第 20 條第 1 項是否須被告有募集、發行、買賣行為？」台北地院 106 金 22 號判決採取肯定見解，而認為：「所謂『公開收購』，應指公開收購人於流通市場外，直接向公司股東公開出價收購其持股之行為。而證交法所稱之『買賣』，本不限於在集中交易市場或證券商營業處所買賣（同法第 9 條於 77 年 1 月 29 日刪除之立法理由參照），是公開收購之行為應包括在證交法第 20 條第 1 項規定之『買賣』範圍內。復參酌公開收購說明書應行記載事項準則第 4 條規定，關於公開收購資金來源、收購期間屆滿之後續處理方式等，均屬公開收購說明書編製內容應記載

之事項，而上開事項必然會影響理性投資人之投資判斷，自屬系爭公開說明書之主要內容。本件公開收購人百尺竿頭公司自始無履行系爭公開收購契約之意願，卻於系爭公開說明書上不實記載：系爭公開收購所需資金（現金），將經百尺竿頭公司之境外母公司億豪公司增資後，由百尺竿頭公司之自有資金支應；系爭公開收購條件均成就時，於公開收購期間屆滿日後 5 個營業日以內，支付收購對價等語（見院三卷第 998、1002 頁），足見系爭公開說明書所載之上開主要內容確有虛偽情事，是原告主張依證交法第 43 條之 4 第 3 項準用第 32 條第 1 項第 1 款規定，公開收購人百尺竿頭公司及其負責人埜由昭應連帶負損害賠償責任，當屬可採。」。

另外，就「證交法第 20 條是否限於故意？」台北地院 106 金 22 號判決復採取肯定見解，而認為：「按『因故意或過失，不法侵害他人之權利者，負損害賠償責任。故意以背於善良風俗之方法，加損害於他人者亦同。違反保護他人之法律，致生損害於他人者，負賠償責任。但能證明其行為無過失者，不在此限。』、『數人共同不法侵害他人之權利者，連帶負損害賠償責任。不能知其中孰為加害人者亦同。』，民法第 184 條、第 185 條第 1 項分別定有明文。……本件公開收購人百尺竿頭公司自始無履行系爭公開收購契約之意願，卻於系爭公開說明書上不實記載：系爭公開收購所需資金（現金），將經百尺竿頭公

司之境外母公司億豪公司增資後，由百尺竿頭公司之自有資金支應；系爭公開收購條件均成就時，於公開收購期間屆滿日後 5 個營業日以內，支付收購對價等語（見院三卷第 998 、1002 頁），足見系爭公開說明書所載之上開主要內容確有虛偽情事，是原告主張依證交法第 43 條之 4 第 3 項準用第 32 條第 1 項第 1 款規定，公開收購人百尺竿頭公司及其負責人埜由昭應連帶負損害賠償責任，當屬可採。」。